



全面注册制改革的本质是金融市场的转型升级，通过改变市场宏观供需结构，更新微观企业经营逻辑，实现金融体系结构升级，以配合国家长期发展战略：

其一：注册制有助于提升直接融资比重。

原因是直接融资体系能够相对有效的对高科技企业进行定价，其次在于直融体系能够让居民通过参与市场，陪伴科技企业增长，分享社会经济发展成果，助力效率与公平的平衡，注册制同时从供需两端助力解决资本市场长期增量问题。

其二：注册制能够提升市场对长期价值的关注。

原因是注册制把更多的选择权交给市场，也意味着市场机构需要承担更多的责任。只有着重长期价值，才能行稳致远，围绕国家长期发展战略，更好地服务实体经济。例如，注册制促使投行业务逻辑改变，从发现价值转向创造价值，从团队牵引走向平台协同，服务链条不断延长，变现模式向后端转移。

但上述变化不会一蹴而就，实施全面注册制仅是资本市场新发展的起点。

以美国为例，1933年证券法推出后就开始实施注册制，但是在上市标准、信息披露、板块分层等规则上，也历经了数十年的改良。其中最具代表性的改革措施包括：1) 1996年《全国性证券市场促进法》，将IPO审查权利向SEC集中，减少了多重监管带来的效率损失，同时交易所放松对企业的盈利限制，从而吸引大批新兴企业上市；2) 2002年的《萨班斯-奥克斯利法案》加强了对上市公司信息披露和财务制度的监管，显著提升了合规性要求；3) 2012年JOBS法案对中小企业、新兴成长型企业单独定义更为宽松的IPO规则，激发市场活力；4) 2008年以来纳斯达克和纽交所分别进行了板块分层改革，进一步建立起多层次的资本市场体系。这些重要的改革举措，为我们判断国内未来资本市场深化改革方向，提供了重要的参考。

图 1:42 家上市银行的贷款结构, 交通/房地产行业占比长期稳定



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

基于经济发展和产业结构转型的内在需要, 政府推动了一系列改革, 提升直接融资占比。自2013年11月十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》中第12条提出“完善金融市场体系、健全多层次资本市场体系, 推进股票发行注册制改革, 多渠道推动股权融资, 发展并规范债券市场, 提高直接融资比重”以来。许多重要讲话中均保留“提供直接融资比重”这一关键词表述, 提升直接融资占比也成为资本市场深化改革的重要顶层设计。

但从数据来看, 2013-2022年, 中国直接融资比重提升至30-40%, 其中私人部门占比仍仅有10%左右。结合国际对比, 2018年法国、德国、日本直接融资比重分别为53%/40%/52%, 即便与德、日这些以银行业发达著称的国家相比, 中国的直接融资比重都显著偏低, 与美国(78%)的差距更大, 资本市场发展依然任重道远, 金融结构转型确实比其他经济结构转型面临更大的路径依赖, 因此历史上, 德、日等国家都采取了一系列全面措施推动资本市场发展, 全面注册制深化改革正是在此背景下推出, 具有极大的变革意义。

以德国和日本为例: 1) 上世纪90年代之后, 在连续多年内, 德国政府提出建立“新市场”降低上市公司的准入标准, 成立联邦金融监管局, 统一监管体系, 持续深化改革, 加强了资本市场建设, 直接融资比重从1990年的21.6%逐步上升到2018年的39.6%; 2) 同样也是90年代后, 日本政府开始进行“金融大爆炸”改革, 成立金融厅, 统一金融政策制定权和监管权, 将具有投资属性的产品纳入统一监管框架, 提高信息披露和投资者保护, 促进直接融资占比从1991年26%上升到2018年的52%。而各国知识密集型产业也在直接融资的发展下, 也走向全面升级。

图 3:美国居民非金融资产向金融资产转移



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4:美国居民持有金融资产向资本市场转移



数据来源: Wind, 中信建投证券

2. 全面注册制改革的微观逻辑：推动资本市场更加关注长期价值

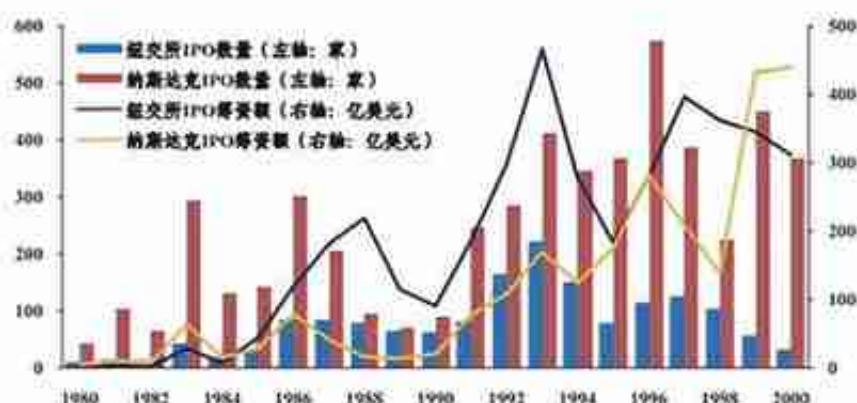
宏观层面看，推行股票发行全面注册制有助于提升直接融资比重，从而推动金融市场的结构性改革，而任何重大改革势必牵一发而动全身；微观层面而言，全面注册制实为对证券行业业务逻辑和竞争格局的重大调整，从而促进行业的发展和优化。

为什么注册制能够推动资本市场更加关注长期价值？这是因为注册制的本质是简政放权，把更多的选择权交给市场，但同时也意味着更多的责任。在退市机制和中介机构惩处机制的优化背景下，证券公司等资本市场参与者的责任也更加压实，只有着重长期价值，才能行稳致远，配合国家长期发展战略，更好地服务实体经济。因此，注册制的推行促使投资银行业务的逻辑发生了改变，从发现价值转向创造价值，从团队牵引走向平台协同，服务链条不断延长，变现模式也持续向后端转移。

2.1 纵向深耕：把握国家战略方向，需要加强区域与行业联动

近年来，头部券商IPO集中在政策倾斜的行业，把握国家战略发展方向是投行布局的关键。2018年以前，金融行业是募资领先的行业，但18年以后，券商IPO募资规模靠前的行业都是高新技术行业。“十三五”和“十四五”规划都重点围绕制造业结构升级、优化现代产业体系和重视技术创新展开，随着注册制的实施，高新产业IPO数量和规模迅速攀升。

图 6: 1980-2000 年纽交所和纳斯达克 IPO 情况



数据来源: Thomson Reuters, 中信建投证券

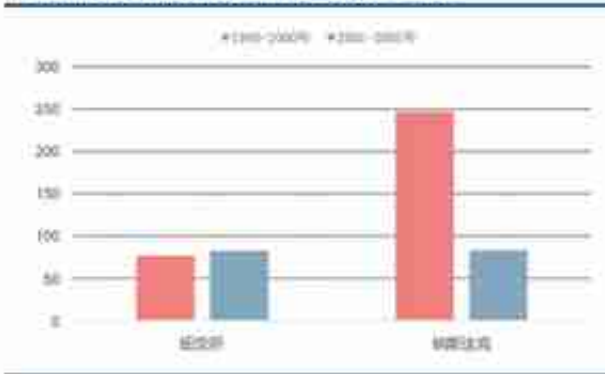
2. 2002年出台的《萨班斯-奥克斯利法案》：加强了信息披露制度要求

进入21世纪，美国资本市场接连爆出多起财务丑闻，如2001年安然财务造假事件、2002年世通财务造假事件等，使投资者对上市公司、中介机构和监管机构的信任遭受巨大冲击。在此背景之下，为使投资者重拾对资本市场的信心，美国于2002年通过了《萨班斯-奥克斯利法案》，以加强对证券市场的监管。

《萨班斯-奥克斯利法案》的主要内容是：首先，要求上市公司高管对财务报告的完整性、公正性、准确性负责，违反者将面临最高20年的监禁和最高500万美元的罚金，并可能被要求退回奖金或基于股权的补偿金以及由于出售公司股票而获得的利润。其次，要求SEC每三年至少对所有上市公司的财务报表审查一次，每年1/3。第三，要求管理层建立和维护一个有效的内控体系，并且审计师在年度审计的同时出具内控审计报告。最后，成立公众公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board, PACOB），监督公众公司的审计师编制信息量大、公允和独立的审计报告，以保护投资者利益。

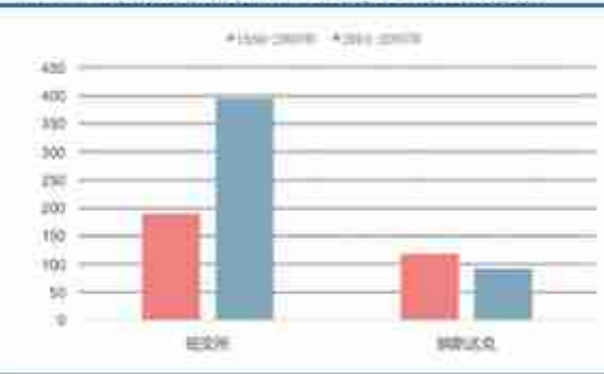
《萨班斯-奥克斯利法案》加强了上市公司的审计、内控和财务披露制度，有助于投资者做出投资决策，改善资本市场流动性，但也增加了上市公司的审计和合规成本，减少上市对企业的吸引力，对美国IPO市场产生一定抑制作用。美国公司IPO平均费用为250万美元，上市后每年平均付出150万美元，成本较高，使得部分有意愿上市的公司放弃IPO融资。此外，《萨班斯-奥克斯利法案》所导致的合规内控成本较为刚性，因此此类成本对中小企业带来的负担更重，对中小企业的IPO融资抑制作用更加明显。

图 8: 纽交所和纳斯达克年均 IPO 数量 (家)



数据来源: Thomson Reuters, 中信建投证券

图 9: 纽交所和纳斯达克年均 IPO 筹资额 (亿美元)



数据来源: Thomson Reuters, 中信建投证券

3. JOBS法案 (即《创业企业促进法》) : 为中小企业融资提供便利

以《萨班斯-奥克斯利法案》为代表的严格监管政策,使中小企业IPO面临高昂的合规内控成本,从而削弱了企业融资的意愿,进而限制了中小企业创造就业岗位的能力。与20世纪90年代相比,2000-2010年的IPO数量大幅减少。据统计,在1991~2000年间,风险投资支持的小型公司上市近2000家,但在2001~2010年间,仅有477家上市。由此可见,IPO数量的减少直接导致就业受损,考夫曼基金会的一份报告估计,从1996年起,美国因缺乏足够的IPO而损失了2270万就业岗位。此外,尽管证券法A条例规定500万美元以下的小额发行可豁免SEC注册,但由于发行还要受到各州“蓝天法”的制约,因此这种豁免制度在实践中很少被选用。

2012年,为了促进新经济发展,支持中小企业,美国颁布了《创业企业促进法》(Jumpstart Our Business Startups Act,简称JOBS法),为中小企业融资提供便利。JOBS法案首先定义了“新兴成长型企业”(Emerging growth company,简称EGC),并为这类企业提供较宽松的IPO监管规则,以减轻EGC公开上市时的会计、法律和承销费用,使其节省强制信息披露的现金支出。该法案将一个总收入达到10亿美元的企业定义为EGC,要求EGC在注册时仅需提供前两年的经审计财务报告(此前是前三年),并且放松了对高管薪酬披露的要求,允许EGC无需按照PA COB的要求定期轮换会计师事务所,允许EGC在IPO注册时不提供内控报告,允许EGC向SEC秘密递交招股说明书草稿。此外,JOBS法案还将小额融资豁免注册的融资上限从500万美元提升至5000万美元,并将其进一步划分为融资额2000万美元以下和2000-5000万美元之间,分别设置不同的监管要求。对于融资额在2000万美元以下的公司,向SEC提交的财务报告可以不用审计;对于融资额在2000-5000万美元之间的公司,可以避免州证券法带来的监管负担。

JOBS法案的出台,为美国IPO市场带来了一股新的活力,Wind数据显示,纽交所和纳斯达克在2012-2014年期间的IPO数量和筹资额呈上升趋势,两者的复合增长率(CAGR)分别达到了26.9%和41.6%以及69.1%和85.5%。特别值得一提的是,

JOBS法案实施后的第一年和第二年，小型成长企业（EGC）在IPO中的占比分别达到了75%和85%。

4. 2006年以来交易所推动板块分层，进一步强化了上市标准的多元化

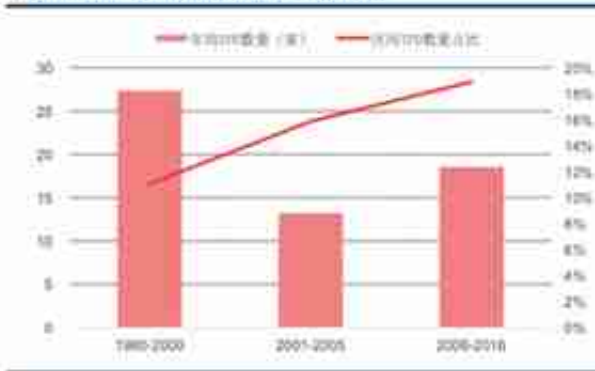
进入21世纪，美国IPO活动在《萨班斯-奥克斯利法案》为代表的严格监管环境下开始放缓，IPO企业数量的减少加剧了各交易所对上市公司的竞争，纽交所和纳斯达克开始逐步向对方的传统优势领域延伸以保持自身的行业地位。自2006年开始，纽交所和纳斯达克主要通过内部分层和丰富上市标准对上市企业进行竞争。

纽约证券交易所（NYSE）为了吸引中小企业IPO，新增设了NYSE MKT。2006年，纽交所还新设了高增长板NYSE Arca。随后，2008年又新增设了NYSE Alternext US，专注于服务中小企业。由于NYSE Arca和NYSE Alternext US的上市条件十分相似，2008年10月，纽交所便终止了NYSE Arca的股票上市服务，但仍然提供股票交易服务。2009年，NYSE Alternext US更名为NYSE Amex，2012年又更名为NYSE MKT。目前，纽交所的股票IPO服务主要包括面向大型成熟企业的主板市场和面向中小企业的NYSE MKT，其中NYSE MKT的上市条件基本可以涵盖纳斯达克全球市场和资本市场的所有相关指标。

纳斯达克近期增设了全球精选市场，以吸引更多的大型成熟公司。2006年7月，纳斯达克正式推出了全球精选市场，其上市指标与纽交所主板市场大体一致，但入市门槛更高一些。除此之外，纳斯达克还将全国市场板块重新命名为全球市场，但上市要求并未发生改变。经过此次内部分层，纳斯达克内部形成了三个市场层次：全球精选市场、全球市场和资本市场，它们分别以不同的上市标准和持续上市标准吸引着大型蓝筹企业、中型企业和小微企业。

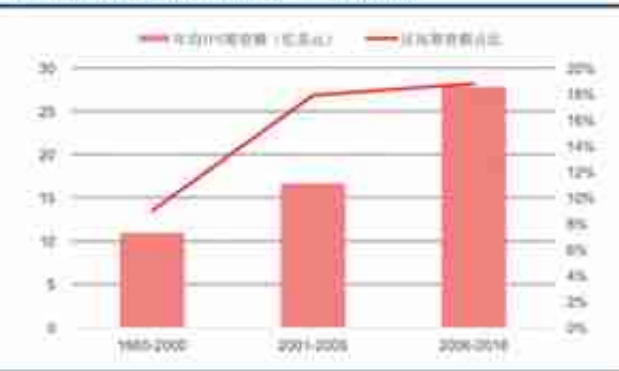
内部分层使纽交所和纳斯达克可以吸引更多类型的企业上市，两大交易所开始逐步向对方的传统优势领域渗透，二者的IPO行业结构有所趋同。

图 12:纳斯达克的金融行业 IPO 数量



数据来源: Thomson Reuters, 中信建投证券

图 13:纳斯达克的金融行业 IPO 筹资额



数据来源: Thomson Reuters, 中信建投证券

纽约证券交易所 (NYSE) 和纳斯达克 (NASDAQ) 不断通过降低或简化已有上市标准以及新增上市标准的方式来吸引更多企业上市。纽交所在2008年10月增加了“市值+总资产+股东权益”标准，不设定最低盈利门槛；2010年，将“公众持股市值”从6000万美元降到4000万美元；2012年，降低了新兴成长企业的历史业绩要求，将3个财年的历史业绩考察期缩短为1年；2014年，新设立了“市值”标准，仅要求最低2亿美元的市值规模，并且简化了非盈利企业的上市要求，取消了原有的四个非盈利标准。纳斯达克方面，纳斯达克全球精选市场在2010年增加了第四套财务标准，与纽交所2008年新增的“市值+总资产+股东权益”标准相同，但最低门槛略高。随着监管机构发布政策促进中小企业融资，交易所内部分层、放宽上市标准，纳斯达克在2006-2016年期间的年均IPO规模比2001-2005年期间有了显著增长。



中信建投研究机构服务平台 , , ,

为什么全面注册制是资本市场高质量发展的新起点？——资本市场系列报告一



赵然：

中信建投非银金融与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学统计与金融系硕士。曾任中信建投金融工程分析师，2018年Wind金牌分析师金融工程第2名团队成员，2020年，2021年Wind金融分析师非银金融第1名，2020年，2021年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第1名。

吴马涵旭：

复旦大学硕士，3年多行研经验，主要覆盖证券行业和金融科技（支付/消金/理财等）。