

# 植德资本市场法律评论

2023年第2期 总第6期



## ■ 关于植德

植德始创于2006年，于2017年由一群来自国内顶尖律所、志同道合的法律精英改组更名。秉持“公司制、一体化”的管理与运营，以及有方向、有质量的适度规模化，经过6年多的携手共进，植德已成长为一家拥有合伙人140余位，律师及专业人士共600多名，在北京、上海、深圳、武汉、杭州、青岛、成都、海口、香港9地设有办公室的综合性律所，多个区域办公室已在筹建之中。

植德以“体面、专业、合作、进取、友爱”为价值观，以“精益服务，成就客户”为使命，聚焦境内外公司、金融及资本市场客户，围绕“资金端（发行端）、交易端（资产端）、退出端（争议端）”这一闭环，陪伴客户从初创期、成长期到成熟期的发展全过程，呼应不断变革与创新的法律市场，以及客户日益复杂或具创新性的商业需求，提供全周期、立体化、一站式的综合法律服务。

### | 植德布局

3000+  
客户

9  
办公室

140+  
合伙人

600+  
律师及专业人士



植德为客户提供13个业务领域的法律服务：



资本市场



投融资并购



银行与金融



特殊资产与  
破产重整



家事服务与  
财富管理



投资基金



不动产与  
基础设施



争议解决



知识产权



政府监管  
与合规



反垄断与  
竞争法



人力资源与  
劳动关系



税务

# CONTENT

## 目录

### ■ 观察

---

#### 北京证券交易所企业上市及改革举措专题

北京证券交易所上市审核概况及改革动态 01

北交所修订转板指引 重视投资者权益保护 08

强化全链条监管 北交所发布募集资金指引 12

### ■ 案例与实践

---

全面注册制下的IPO市场观察 20

### ■ 对话

---

砥砺前行，向阳而生 43

——对话植德合伙人高洋

# 观察

## OBSERVED

## 北京证券交易所企业上市及改革举措专题

### 北京证券交易所上市审核概况及改革动态

作者 植德合伙人 杜莉莉

#### 一、北交所概况

2021年11月15日，北京证券交易所（以下简称“北交所”）正式揭牌开市，至今北交所开市已满两周年。从科创板、创业板试点注册制，到2021年11月北交所正式挂牌，注册制改革已全面推行，我国A股市场已逐步建立起由主板、科创板、创业板和北交所四大板块构成的多层次资本市场体系，各板块之间的差异化定位逐渐明确。开市两年来，北交所不断完善制度、增强服务能力，已经助力一批中小企业在北交所成功上市，为中小企业提供普惠金融之路。目前北交所已经逐渐成为中小企业首选上市地。

#### （一）北交所板块定位

北交所坚持服务创新型中小企业的市场定位，重点培育发展“专精特新”中小企业。北交所专精特新属性突出。2023年1-11月，北交所“专精特新”上市企业数量为37家，占北交所所有上市企业总数52%，超过创业板和主板中专精特新上市企业数量占比，因此，未来北交所将逐渐成为专精特新中小企业上市的主阵地。



## （二）北交所上市标准

北交所围绕创新型中小企业的发展需求，在借鉴科创板、创业板试点注册制改革成功经验的基础上，设置了多套更具有多元化、包容性和精准性的上市条件，凸显了多层次资本市场体系的差异化安排。相比其他三大板块，无论盈利或未盈利企业，北交所的市值要求均最为宽松，突出了北交所服务“创新型中小企业”的定位。

开板至2023年11月，共有221家企业通过准入标准一在北交所实现成功上市，占同期北交所上市企业总数的95%；共有8家通过准入标准二在北交所实现成功上市，占同期北交所上市企业总数的3%；共有4家通过准入标准四在北交所实现成功上市，占同期北交所上市企业总数的2%。

## （三）北交所上市企业所属行业分类

从北交所已上市IPO企业所属行业分类占比角度，2023年1-11月，北交所IPO上市企业共计71家，主要分布在机械设备、基础化工、汽车、电力设备和医药生物5个大行业。其中，机械设备相关企业上市11家，占比达到15%，基础化工产业占比14%，汽车产业占比7%，电力设备产业占比8%，医药生物产业占比7%。

## （四）北交所上市公司营业收入及增长率

根据沙利文统计，在营业收入方面，北交所上市公司与其他板块上市公司存在一定差距，2022年北交所上市公司的平均营业收入为7.4亿元、创业板为27.3亿元、科创板为23.8亿元，主板为209.9亿元。

2020年到2022年，北交所营业收入三年复合增长率为20.6%，低于科创板，但高于创业板和主板，符合中小企业收入较低、但增长能力较强的特点。从目前已申报在审企业来看，北交所未来上市企业的营收及利润规模有望进一步提升。



## （五）北交所上市企业所在地区

北交所上市IPO企业地区主要集中在江苏省、浙江省、广东省、山东省和北京。

2023年，北交所IPO上市企业主要集中地区为江苏省、浙江省、山东省、北京等地区，其中江苏省、浙江省、山东省及北京市排在前三名，上市企业分别为13家、10家、6家、6家，总计占比将近50%。

## （六）北交所上市公司市值和募资金额情况

开板至今，北交所上市企业中市值和首发募集资金前十大公司集中于电力设备、机械设备以及基础化工等领域。截至2023年12月1日，北交所总市值达到约3,464.90亿元，其中电力设备行业总市值最高，达到173.41亿元。

## （七）北交所对企业行业和业务的重点关注事项

北交所审核中重点关注发行人业务增长的可持续性、国家政策和行业未来的发展趋势，并关注行业及企业的核心竞争力以及竞争对手情况。

据统计，北交所2023年1-11月问询问题中涉及行业相关问题的，其中，有127家企业问询问题中涉及到所处行业情况，问询率为73.84%；109家企业问询问题中涉及到行业地位，问询率为63.37%；64家企业问询问题中涉及到同行业可比公司，问询率为37.21%；24家企业问询问题中涉及到公司行业及产品定位，问询率为13.95%。北交所2023年1-11月问询问题中涉及竞争相关问题的，其中，有131家企业的问询问题中涉及到核心竞争力，问询率为76.16%；65家企业的问询问题中涉及到竞争对手情况，问询率为37.79%；35家企业的问询问题中涉及北交所定位，问询率为20.35%。



## 二、北交所“深改19条”及相关改革举措

2023年9月1日，中国证券监督管理委员会发布《中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见》，进一步推进北交所稳定发展和改革创新，加快打造服务创新型中小企业“主阵地”系统合力。《中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见》共有19条内容，被称之为“北交所深改19条”。

随后，北交所、全国股转公司发布多项改革创新举措。其中，北交所发布包括投资者适当性、上市条件执行标准、转板、发行底价、做市交易、融资融券、公司债券发行等举措，具体如下：

规定名称	发布/实施时间	新规要点
《中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见》	2023. 09. 01	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 简化开户程序，便利科创板投资，直接参与北交所市场调整的情况。</li> <li>2. 优化“连续挂牌满 12 个月”的执行标准，明确发行条件中“已挂牌满 12 个月”的计算口径为“交易所上市委审议时已挂牌满 12 个月”，允许挂牌满 12 个月的摘牌公司二次挂牌后直接申报北交所上市。</li> <li>3. 优化发行底价确定方式。不再要求发行人提前确定发行底价，发行人可将后续询价或定价产生的价格作为发行底价，进一步提升新股发行定价的市场化水平，促进一二级市场平衡发展。</li> <li>4. 就优化转板安排征求意见。结合本市场改革发展情况，特别是北交所上市公司数量增加、预期更加多元的实际，向保荐机构、上市公司等经营主体征集意见建议，后续将根据意见情况抓紧完善，进一步顺畅转板机制。</li> <li>5. 优化做市交易制度安排。允许做市商使用做市专用证券账户参与战略配售；调整做市商豁免报价安排与超额配售选择权机制的衔接，主承销商在披露购回完毕的公告后即可开展做市报价，引导做市商在新股上市后尽快提供报价服务；优化做市商成交金额评价指标。</li> <li>6. 融资融券标的股票扩大至全市场，同时明确新股自上市首日起自动纳入融资融券标的。</li> <li>7. 优化新三板分层标准，删除挂牌公司、申请挂牌公司进入创新层需累计融资金额不低于 1,000 万元的要求。</li> <li>8. 配套完善扩大做市商队伍相关安排。</li> </ol>
《北京证券交易所投资者适当性管理办法》 《北京证券交易所投资者适当性管理业务指南》	2023. 09. 01	已开通科创板交易权限投资者申请开通北交所交易权限时，各证券公司不再核验投资者证券资产和交易年限，不再进行知识测评，投资者签订风险揭示书后即可开通北交所交易权限。

规定名称	发布/实施时间	新规要点
《北京证券交易所股票做市交易业务细则》 《北京证券交易所股票做市交易业务指引》	2023. 09. 01	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 允许做市商使用做市专用证券账户参与战略配售，进一步便利做市商券源获取。</li> <li>2. 调整做市商豁免报价安排与超额配售选择权机制的衔接，主承销商在披露购回完毕的公告后即可开展做市报价，引导做市商在新股上市后尽快提供报价服务，为新股提供基础流动性、提升新股价格稳定性。</li> <li>3. 优化做市商成交金额评价指标，鼓励做市商通过灵活的报价策略提升股票流动性。</li> </ol>
《关于融资融券标的股票范围调整的公告》	2023. 09. 01	对融资融券标的的股票范围进行调整。自 2023 年 9 月 11 日起，北交所已上市股票全部纳入融资融券标的（存在《融资融券细则》第二十七条至二十九条规定调出标的的范围情形的股票除外），新股自上市首日纳入融资融券标的。
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第 8 号——股份减持和持股管理》	2023. 09. 26	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 明确不得减持情形。除破发、破净情形外，增加公司最近一期经审计财务报告存在亏损情形的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持。</li> <li>2. 细化具体执行标准。规定破发、破净不得减持情形的具体计算标准及判断时点，明确受限减持方式和减持时间区间。</li> <li>3. 明确特殊主体比照执行的口径。明确上市公司控股股东、实际控制人的一致行动人减持股份比照执行；无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照执行。</li> </ol>
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第 9 号——募集资金管理》	2023. 09. 28	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 细化募集资金存储监管要求。明确三方监管协议必备条款。</li> <li>2. 完善募集资金使用要求。规定重新论证要求，督促上市公司推进募投项目，明确出现市场环境重大变化、募投项目搁置时间超过 1 年等情形时，董事会需重新论证项目可行性。要求募集资金置换应由会计师事务所出具鉴证意见，提高置换金额核算准确性。同时，完善闲置募集资金使用、变更募集资金用途等信息披露要求，保障投资者知情权。</li> <li>3. 强化内外部监督管理。规范上市公司内部管理机制，要求会计部门建立台账，详细记录募集资金支出和募投项目投入，内审部门应当至少每半年检查一次募集资金存放和使用情况，并向审计委员会报告。保荐机构应当勤勉尽责，持续关注募集资金使用、募投项目实施等事项，按照业务规则要求进行现场核查。会计师事务所应当对募集资金置换和年度使用情况出具鉴证意见。</li> <li>4. 便利市场操作。针对市场咨询较多的节余募集资金转出事项，对于不同金额的节余募集资金转出匹配相应审议程序，金额较低的，可豁免董事会审议。</li> </ol>



规定名称	发布/实施 时间	新规要点
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第7号——转板》	2023. 10. 08	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 引导上市公司稳妥启动。有转板意愿的上市公司，应当从实现长远健康发展、切实回报投资者出发，审慎评估自身是否符合转板条件，并选聘具有良好执业质量的保荐机构，稳妥启动、推进转板工作。</li> <li>2. 压实中介机构“看门人”职责。要求保荐机构勤勉尽责，充分了解公司情况，在此基础上与公司签订保荐协议后及时报备，帮助企业扎实做好转板各项准备工作，实现转板稳启动、稳推进。</li> <li>3. 进一步理顺转板程序安排。保荐机构提交报备文件后，北交所将依规进行完备性核对，开展股票交易核查，并与沪深交易所就涉及的重要监管事项进行沟通协调。相关工作完成后，公司可以召开董事会、股东大会审议转板事宜。</li> <li>4. 强化“关键少数”监管。要求控股股东、实际控制人、董监高承诺公司推进转板期间“不减持”，防范相关主体利用“忽悠式”转板牟利、损害投资者权益。同时，加强异常交易监管，从严打击利用转板内幕交易、操纵市场等违法违规行为。</li> </ol>
《北京证券交易所公司债券发行上市审核规则》等5项基本业务规则及16项配套指引指南	2023. 10. 20	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上市审核方面，企业债券的申报、受理、审核、审核问询、审核会、注册等审核程序与公司债券一致。《审核规则》对北交所发行上市审核业务进行了全面规定。一是明确北交所公开发行公司债券（含企业债券）发行上市审核内容、审核方式、审核程序及相关自律监管要求，构建公开透明、规范有序、廉洁高效的公司债券（含企业债券）审核注册体系。二是明确企业债券相关安排。企业债券与公司债券一体适用《审核规则》，申报方式、发行条件、审核内容、审核程序、优化审核安排等相关要求总体一致。</li> <li>2. 发行承销方面，《承销规则》对发行承销业务进行全面规范：一是明确适用范围，二是明确投标方式，三是明确发行时间，四是规范现场管理。</li> <li>3. 上市与存续期监管方面，《上市规则》建立了从债券上市到上市后持续监管各环节的监管安排，一是明确信息披露总体要求，压实发行人职责，强化对重大事项的及时披露要求，明确增信主体和专业机构的信息披露义务。二是要求发行人为债券持有人聘请债券受托管理人，细化受托管理人职责，明确债券持有人会议规则、召开情形、召开程序、决议公告等内容。三是明确发行人申请停牌、北交所视情况主动停牌、债券终止上市等情形，并对债券停牌期间发行人的信息披露义务作了具体说明。四是明确北交所可以根据自律管理工作需要实施日常监管，对于违规情形可视情节轻重采取自律监管措施或纪律处分。五是参照上交所标准，明确了公司债券（含企业债券）的上市初费、年费收费标准。</li> <li>4. 交易方面，《交易规则》对债券交易各个环节作出了全面、整体和基础性规定。一是建立债券交易参与者制度；二是建立主做市商和一般做市商的分层做市架构；三是引入匹配成交、点击成交、询价成交、竞买成交和协商成交五种交易方式，对各交易方式的申报与成交要求进行明确规定；四是明确对市场参与主体的自律监管；五是明确债券交易经手费收费标准。</li> <li>5. 信用债品种方面，专项品种包括短期公司债券、可续期公司债券、可交换公司债券、绿色公司债券、低碳转型公司债券、科技创新公司债券、乡村振兴公司债券、“一带一路”公司债券、纾困公司债券、中小微企业支持债券，品种类型与沪深交易所保持一致。</li> </ol>

“北交所深改19条”发布至今已满3个月。3个月来，优化“挂牌满十二个月”执行标准、简化挂牌公司申报上市的辅导备案要求、取消发行底价要求、支持科创板投资者直接开通北交所交易权限、允许私募股权基金参与二级市场交易、扩大做市商队伍、修订《转板指引》等多项改革举措相继落地。

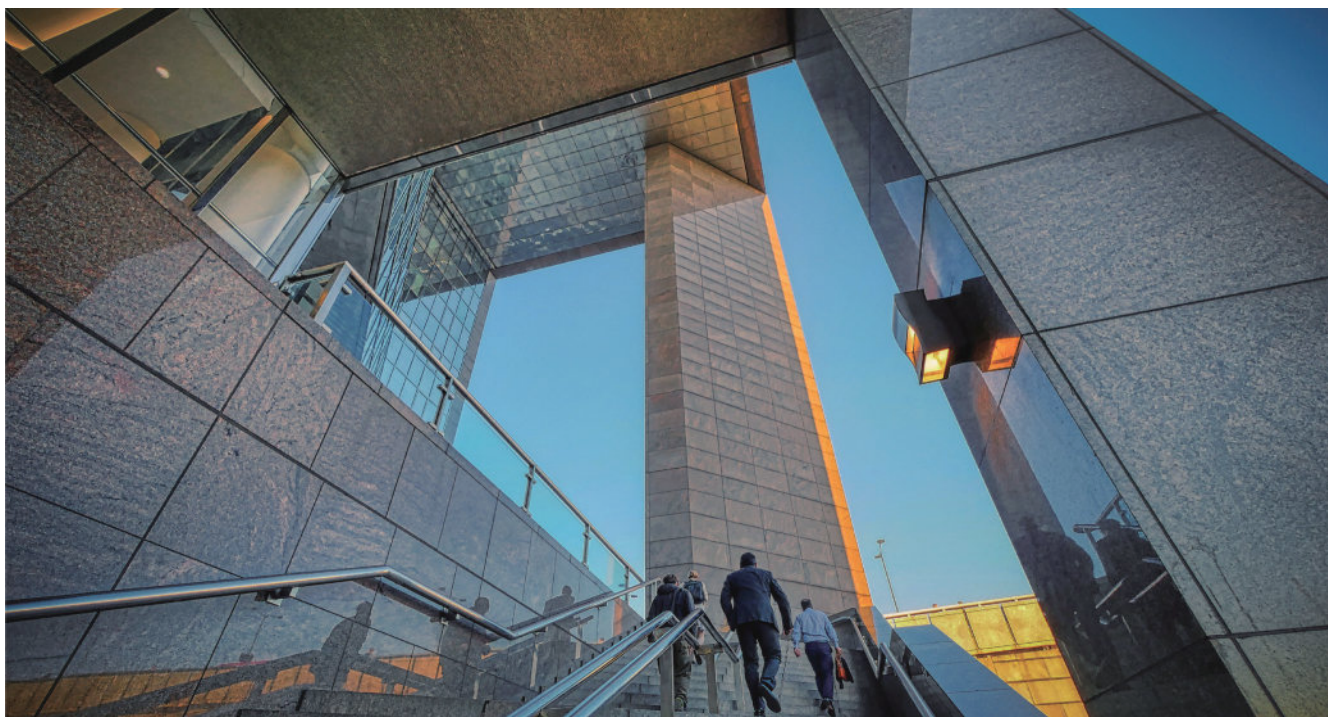
“北交所深改19条”发布以来，北交所市场量价齐升，9月、10月、11月分别新增上市公司6家、3家、8家，首日涨跌幅均值达111.85%。2023年9月1日至11月30日，北证50指数涨幅超25%。从成交额来看，9月首周成交额合计117.15亿元；进入11月，成交额一路攀升，自11月21日起，北交所日成交额进入百亿元量级，11月27日当天成交额达303亿元。11月17日，中证指数有限公司发布公告称，决定将符合条件的北交所证券纳入中证全指指数样本空间；11月29日，恒生指数公司发布消息称，将成为首家把北交所的上市证券纳入旗下相关指数选股范畴的境外指数公司。

从排队企业来看，国家级专精特新“小巨人”企业密集冲刺北交所上市。东方财富Choice数据显示，截至11月30日，9月份以来北交所新增受理企业28家，其中，国家级专精特新“小巨人”企业数量占比过半。分行业来看，覆盖高端装备制造、化工新材料、生物医药等多元细分领域。

2023年11月23日，北京证券交易所副总经理孙立公开表示，下一步，北交所将重点做好以下几方面工作：一是推动注册制在北交所走深走实，更好支持创新驱动等国家战略。加快落地首次公开发行并在北交所上市制度。二是着力提高上市公司质量，引导企业聚焦主业实现创新发展。三是大力加强投资端建设，促进创新资本高效循环。四是强化各方联动和协同发展，打造市场高质量发展良性生态。持续强化多层次市场互联互通，畅通企业发展路径。

市场期待的北交所直接IPO政策、转板实践落地等举措也有望尽快出台，更多政策落地可期。

(完)



# 北交所修订转板指引 重视投资者权益保护

作者 植德合伙人 黄彦宇

2023年10月8日，北京证券交易所（下称“北交所”）发布了修订后的《北京证券交易所上市公司持续监管指引第7号——转板》（下称《转板指引》），与2022年版的《转板指引》相比，本次修订后的《转板指引》在转板程序、“关键少数”监管、压实中介机构“看门人”职责等方面均进行了重大调整与理顺，不仅弥补了2022年版《转板指引》的制度漏洞、进一步规范转板流程，也能更好实现保护投资者权益的立法目的与初衷。

## 一、修订背景

本次《转板指引》的修订是北交所近期系列制度改革的重要组成部分，其缘起与遵循可以溯源至中国证监会2023年8月31日发布的《中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见》（下称《意见》），《意见》明确提出稳步推进市场改革创新，包括扩大投资者队伍、持续丰富产品体系、改进和完善交易机制、改革发行承销制度和加强多层次市场互联互通等方面，“稳妥有序推进北交所上市公司转板”作为加强多层次市场互联互通的首要内容赫然在列。因此，本次《转板指引》的修订是北交所从设立走向高质量发展的题中之义，是北交所市场改革创新的组成部分，更是北交所品牌、特色和比较优势的具体体现。

毋庸置疑，北交所的制度修订是今年继全面注册制之后，资本市场迎来的又一次重要变革，尤其是在当前完善一二级市场逆周期调节机制、阶段性收紧IPO节奏、促进投融资两端的动态平衡的现实背景下，对于缓和市场情绪、提振市场信心、促进优质企业流动至关重要。数据统计印证市场反应，截至2023年10月24日，北交所IPO排队企业达到108家，超过30%的排队企业最近一年净利润超过5,000万元，排队企业的净利润的中位值为4,190万元。不难看出，越来越多的优质企业选择北交所、拥抱北交所。

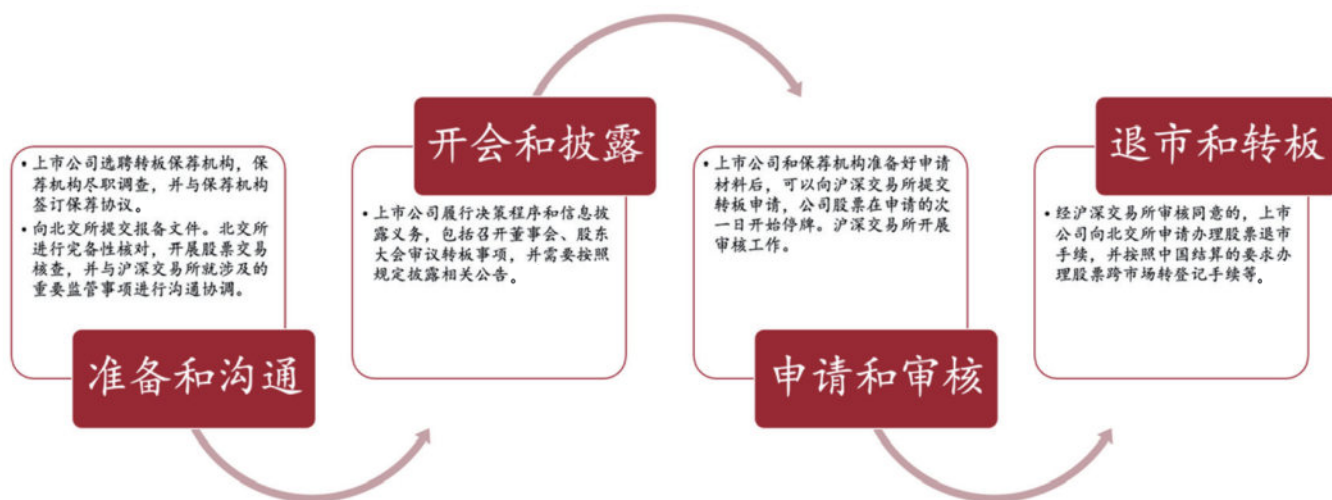


## 二、修订亮点

相比于2022年版《转板指引》，本次修订后的《转板指引》内容更饱满，制度设计更合理，责任厘定更明确，权益保障更周全。

### （一）优化转板流程

本次修订后的《转板指引》将转板流程优化为“准备和沟通”“开会和披露”“申请和审核”“退市和转板”四个环节，增加了“准备和沟通”这一前置环节。修订后的转板流程具体如下图所示：



《转板指引》明确要求上市公司和保荐机构要审慎做出“双向选择”，只有决策审慎，推进才能稳妥；只有准备充分，预期结果才更有确定性。将准备环节纳入制度规定，体现出监管层面对于转板制度的重视，也向市场传递高质量发展的信号。

同时，建立北交所与沪深交易所的“预沟通”机制，通过交易所之间就转板涉及重要监管事项的沟通协调，可以帮助上市公司更准确判断现阶段是否具备启动转板的条件，体现了交易所服务市场的理念，可以说做到了“服务靠前”“沟通靠前”。

### （二）重视权益保护

本次《转板指引》的修订，不仅要求在“准备和沟通”阶段提交股票交易情况自查报告，自查主体包括上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，保荐机构和其他知悉转板信息的主体，以及前述人员直系亲属；自查期间包括筹划转板事宜之日起至签订转板保荐协议之日。同时要求上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员自董事会决议公告日起至提交转板申请期间不减持股份。

上述两项措施都是本次修订后《转板指引》的新增内容，自查期间从首次披露拟申请转板相关信息的前六个月前延到筹划转板事宜之日，以更长时间的内幕交易自查避免相关人员利用内幕信息谋取利益，损害普通投资者利益；同时在转板期间冻结控股股东、实际控制人、董监高的减

持行为，弥补制度漏洞，防范“关键少数”利用“忽悠式”转板恶意牟利、利用信息优势操纵市场并损害投资者权益。

此外，修订后的《转板指引》规定保荐机构提交报备文件后，北交所将依规进行完备性核对，并与沪深交易所就涉及的重要监管事项进行沟通协调。通过提前介入的方式，协助进行转板完备性核对，释放监管威慑压力，也能很大程度上避免虚假转板的情形。因此，只有准备工作扎实，前期充分论证、充分沟通，公司启动转板后才能转得稳、转得顺畅，才能从根本上保护投资者权益和维护市场交易秩序。

考虑到《意见》所提及的北交所扩大投资者队伍、市场活力和韧性增强的改革方向，《转板指引》上述对于投资者权益保护的重视与制度设计是很大的进步与亮点。



### （三）压实中介责任

虽然转板属于股票上市地的变更，不涉及股票公开发行，依法无需经中国证监会注册，由上交所、深交所依据上市规则进行审核并作出决定，但流程的简化并不意味着减轻中介机构的责任。修订后的《转板指引》明确规定“保荐机构应当切实履行保荐职责，遵守法律法规和行业自律规范的要求，严格执行内控制度，充分了解公司经营情况和风险，对公司是否符合转板条件独立作出专业判断，并以此为基础与上市公司签订转板保荐协议”。对于保荐机构的规范要求与专业判断延伸到了签署转板保荐协议之前，这亦是对所有中介责任的要求，恪守职业道德与内控要求，帮助企业扎实做好转板各项准备工作，实现转板稳启动、稳推进；对于企业是否符合转板条件进行审慎核查并作出专业判断。

不仅对于保荐机构的执业道德与专业水平提出要求，对于聘请阶段的选择标准，修订后的《转板指引》也是不遗余力。其关于“应当综合考虑保荐机构在其拟转入板块的首次公开发行并上市业务经验、执业质量等因素，充分了解保荐机构的胜任能力”的规定看得出对于企业转板顺利推进的殷切期望；而胜任能力的较高选择标准其实是对中介机构职责的更高要求，是压实中介机构责任的前置选择。

需要重点说明的是，修订后的《转板指引》引入了监督检查制度，交易所采取现场和非现场的方式对保荐机构在转板中的执业情况进行监督检查，将检查结果报告中国证监会，并将保荐机构勤勉尽责履职情况纳入执业质量评价。这样就从事前、事中与事后多方面对加强对中介机构的执业要求，切实发挥中介机构资本市场“看门人”的作用，确保北交所上市公司转板依法顺利落地。

当然，作为转板的主体——北交所上市公司，修订后的《转板指引》也提出了明确的规定，要求“审慎评估是否符合转板条件”。这其实是转板能够成功落地最大的前提与基础，只有在符合相应板块转入条件、能够切实回报投资者、实现长远健康发展的前提下，才可以启动转板。稳妥启动既是良言规劝，又是硬性规定。因此，转板制度的设计仍然是选择质地足够优良、经营足够规范、盈利能力较强、发展前景较好的企业走向沪深交易所，享受更大市场的发展红利，也接受更多市场参与主体的检验。



## 结语

《转板指引》的修订以及北交所上市公司转板制度的深化变革，是北交所践行“契合市场特色定位的差异化制度安排”的有益尝试，更是“加强多层次市场互联互通”的生动体现。转板制度的设立与修订，为优质企业提供多项选择、开辟“上升通道”。期待随着北交所《转板指引》的正式发布，北交所转板上市即将进入实操阶段，北交所公司估值修复，北交所二级市场流动性提升，市场规模、效率、功能、活跃度、稳定性等均有显著提升，市场活力和韧性增强，吸引更多优质公司来北交所上市。

## 强化全链条监管 北交所发布募集资金指引

作者 植德合伙人 王月鹏

2023年9月11日，中国证监会浙江监管局对其辖区内一北交所上市公司置换募集资金未按规定履行审议程序及信息披露义务采取了监管措施。此次监管决定作出时，北交所尚无专门针对募集资金使用的专项指引，监管机构系依据中国证监会《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求（2022年修订）》《上市公司信息披露管理办法》的相关规定。

2023年9月28日，北交所发布了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第9号——募集资金管理》（以下称“《北交所募集资金指引》”），对于北交所上市公司募集资金的存储、使用、内外部管理等作出了系统性的规定，在强化北交所上市公司募集资金监管的同时，也为企业进一步明确了募集资金使用和管理的路径。

### 一、募集资金的范围

《北交所募集资金指引》明确募集资金是指上市公司通过向不特定合格投资者发行证券（包括公开发行股票并在北交所上市、增发、发行可转换公司债券等）以及向特定对象发行证券募集的资金。上市公司实施股权激励计划募集的资金不属于《北交所募集资金指引》所称募集资金，无需按照《北交所募集资金指引》的规定履行使用、审议、公告、管理等程序。



## 二、募集资金的存储

上市公司募集资金应当专户存储，专户存储体现了对于募集资金存储的强制性、专一性的要求，具体体现在以下几个方面：

### 强制性

上市公司的募集资金必须存放于专项账户，该专项账户应当经董事会批准设立。

### 专一性

1. 上市公司开立的募集资金专项账户仅能存放募集资金，不得用于其他用途，不得存放非募集资金。

2. 上市公司开立的专项账户仅能存放某一次融资的募集资金，若存在多次融资的，则应当就每一次融资分别单独开立专户，不能将两次及以上融资的募集资金混同存放。

3. 专户使用完毕的（募集资金使用完毕或节余募集资金被全部转出），专户应当注销，不能保留用于其他用途。

## 三、募集资金的使用

### （一）募集资金的用途

根据《北交所募集资金指引》，北交所上市公司的募集资金用途分为积极和消极两个方面的要求，具体如下：

### 积极方面

1. 应当用于主营业务及相关业务领域，审慎开展多元化投资。

2. 须符合国家产业政策和北交所市场定位。

### 消极方面

1. 除金融类企业外，募集资金不得用于开展委托理财（现金管理除外）、委托贷款等财务性投资，不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主营业务的公司，不得用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等高风险投资。

2. 不得通过质押、委托贷款或其他方式变相改变募集资金用途。



## （二）募集资金的置换

一般情况下，上市公司会在募集资金到位前根据项目的进度先用自筹资金进行投入，并在募集资金到位后再用募集资金进行置换。对于募集资金的置换，需要注意时间和程序合规两个关键点。

时间要求：募集资金到账后6个月内进行置换。

程序合规：公司内部需要董事会审议通过并在2个交易日内公告，外部需要会计师事务所出具鉴证报告、保荐机构或独立财务顾问发表同意意见。

需要注意的是，不同于沪深交易所的规定，《北交所募集资金指引》并未要求募集资金的置换、使用、变更等事项需要公司监事会发表意见。但是从实践上看，北交所上市公司对于募集资金置换以及使用的相关事项在提交董事会审议的同时也大多同步提交了监事会审议。

## （三）闲置募集资金的使用

募集资金到账后，上市公司需要根据募集资金的投资计划逐步进行投入，为了提高资金的使用效率，《北交所募集资金指引》允许上市公司将短期内不会使用的闲置募集资金进行现金管理提高资金收益，或用于临时性补充流动资金提高资金使用效率。

### 1. 现金管理

#### （1）产品要求

上市公司闲置募集资金的使用应突出安全性、灵活性两个特点，安全性要求投资的产品应基本确保本金不亏损，灵活性要求投资的产品应能及时退出、满足公司募集资金投资项目（以下简称“募投项目”）随时产生的资金需求。具体来讲，将暂时闲置的募集资金用于现金管理的，投资的产品应当满足以下要求：

#### 安全性

1. 结构性存款、大额存单、通知存款等可以保障投资本金安全的产品。
2. 投资产品不得质押，产品专用结算账户（如适用）不得存放非募集资金或用作其他用途。

#### 灵活性

流动性好，不得影响募集资金投资计划正常进行。

(2) 程序要求

审核流程	内部	公司董事会审议通过。
	外部	保荐机构或独立财务顾问出具意见。
公告流程	1. 初次公告：董事会审议通过后 2 个交易日内公告。	
	2. 进展公告：在现金管理的金额达到《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第七章规定的披露标准的，还应及时披露现金管理进展公告。	
	3. 风险提示公告：投资产品发行主体财务状况恶化、所投资的产品面临亏损等重大风险情形时，应及时披露风险提示公告，并说明公司为确保资金安全采取的措施。	

2. 暂时用于补充流动资金

(1) 基本要求

上市公司募集资金到账后，在公司流动资金有需求，而募集资金又暂时闲置的情况下，为了提高资金使用效率，可将暂时闲置的募集资金用于暂时补充流动资金，对此事项，重点应关注时间和用途的要求，具体如下：

时间要求	1. 单次补充流动资金时间不得超过 12 个月。	
	2. 若之前已将闲置募集资金用于暂时补充流动资金，则再次需要将闲置募集资金用于暂时补充流动资金时，应将前次已到期的募集资金归还完毕后方可实施。	
用途要求	1. 仅限于与主营业务相关的生产经营使用。	
	2. 不得变相改变募集资金用途，不得影响募集资金投资计划的正常进行。	
	3. 不得将闲置募集资金直接或者间接用于高风险投资。	

(2) 程序要求

审核流程	内部	公司董事会审议通过。
	外部	保荐机构或独立财务顾问出具意见。
公告流程	1. 初次公告：董事会审议通过后 2 个交易日内公告。	
	2. 归还公告：到期日前，归还至募集资金专户，并在全部资金归还后 2 个交易日内公告。	

特别需要提醒的是，将募集资金暂时用于补充流动资金，如果滚动进行的话，不允许直接用新的额度替代之前的额度，必须履行先归还重新再支出的流程。

## （四）改变募集资金用途

### 1. 属于改变募集资金用途的情形

**停旧建新：**取消或者终止原募投项目，实施新项目。

**变更主体：**变更募投项目实施主体（实施主体在上市公司及其全资子公司之间变更的除外）。

**变更方式：**变更募投项目实施方式。

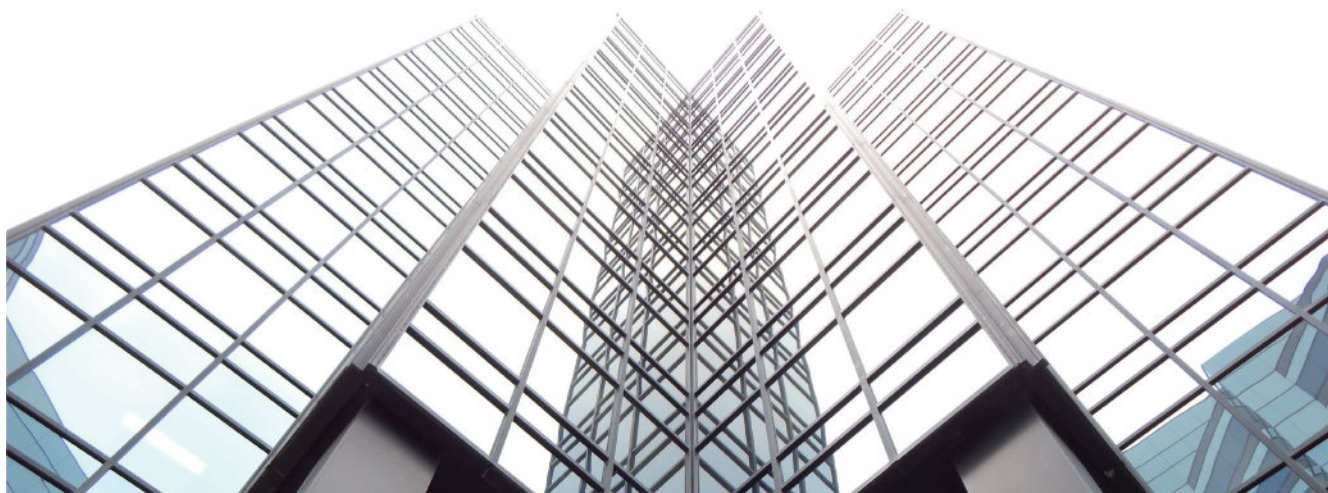
**兜底：**北交所认定为募集资金用途变更的其他情形。

### 2. 程序要求

上市公司募集资金的使用以已公开披露的方案为原则，以改变募集资金用途为例外，因此，对于改变募集资金用途的，除董事会审议外，还需提交股东大会审议。上市公司改变募集资金用途的程序要求具体如下：

审议流程	内部	公司董事会审议。
		公司股东大会审议。
	外部	保荐机构或者独立财务顾问出具意见。
公告流程		1. 董事会审议通过后 2 个交易日内公告。
		2. 新募投项目涉及关联交易、购买资产、对外投资的，还应当按照北交所相关规则的规定进行披露。

注：上市公司仅改变募投项目实施地点的，可免于提交股东大会审议。



### （五）节余募集资金的使用

根据《北交所募集资金指引》，上市公司在单个或全部募投项目完成后资金仍有剩余的（节余募集资金），则对该部分节余募集资金的使用应按如下程序进行：

序号	具体情形	审议流程
1	节余募集资金（包括利息收入）金额低于 200 万元且低于该项目募集资金净额 5%的	豁免董事会审议程序，在年报中披露即可。
2	节余募集资金（包括利息收入）超过 200 万元或者该项目募集资金净额 5%的，但是不高于 500 万元或该项目募集资金净额 10%的	1. 由公司董事会审议； 2. 保荐机构或独立财务顾问发表明确意见。
3	节余募集资金（包括利息收入）高于 500 万元且高于该项目募集资金净额 10%的	1. 公司董事会审议后提交公司股东大会审议； 2. 保荐机构或独立财务顾问发表明确意见。

### （六）超募资金的使用

根据《北交所募集资金指引》规定，实际募集资金净额超过计划募集资金金额的部分（即超募资金）可用于永久补充流动资金和归还银行借款，对该事项，应重点关注程序合规和事后资金使用限制两个方面，具体如下：

程序合规	内部	公司董事会审议，董事会审议通过后 2 个交易日内公告。
		公司股东大会审议。
	外部	保荐机构或者独立财务顾问发表明确意见。
事后资金使用限制		1. 使用超募资金补充流动资金后的 12 个月内不进行高风险投资。
		2. 使用超募资金补充流动资金后的 12 个月内不为他人提供财务资助。



#### 四、募集资金使用的管理和监督

笔者将《北交所募集资金指引》中对上市公司的内部管理的要求总结为“建制度、立台账、内审计、董自查”，外部监督管理的要求总结为“会鉴证、保督导”，具体内容如下：

1

**建制度：**建立健全募集资金使用制度，明确募集资金存储、使用、监管和责任追究，明确募集资金使用的分级审批权限、决策程序、风险防控措施和信息披露要求等内容。

2

**立台账：**上市公司会计部门应当建立募集资金使用台账，详细记录募集资金的支出和募集资金项目的投入。

3

**内审计：**上市公司内部审计部门应当至少每半年检查募集资金的存放与使用情况一次，并及时向审计委员会报告检查结果。

4

**董自查：**上市公司董事会应当每半年度全面核查募投项目的进展情况，出具半年度及年度募集资金存放与使用情况专项报告，并与定期报告同时披露，直至募集资金使用完毕且报告期内不存在募集资金使用情况。

5

**会鉴证：**上市公司应当聘请会计师事务所对年度募集资金存放和使用情况出具鉴证报告，并在上市公司披露年度报告时一并披露。

6

**保督导：**保荐机构应当按照关注募集资金的存储和使用、募投项目实施等事项，切实履行持续督导职责。保荐机构每年就上市公司募集资金存放和使用情况至少进行一次现场核查，出具核查报告，并在上市公司披露年度报告时一并披露。

## 五、关于募集资金使用的建议

从A股上市公司公开披露的信息看，A股上市公司因为募集资金使用被采取监管措施或处罚的时而有之。随着《北交所募集资金指引》的实施，北交所上市公司募集资金的使用也将会成为监管部门的监管重点，也应引起北交所上市公司的高度重视，我们建议，北交所上市公司应：

1. 建立健全募集资金使用制度，重视募集资金使用的审议流程，确保对募集资金的使用做到先审议、后支出；
2. 强化对募集资金使用过程的管理。公司应及时追踪每一笔募集资金的用途、去向，确认是否与公司有权机构审议通过的金额、用途一致，对于将要超出审批金额的，应及时履行内部审议程序；对于进行现金管理、暂时补充流动资金的，应关注相关产品的赎回期限、资金的归还期限，避免出现超期归还的情况；
3. 保证信息披露的及时、准确。负责募集资金使用、管理的各部门应及时将募集资金拟使用的方向以及使用过程中的进度报送信息披露负责部门，由信息披露负责部门确认应当履行的审议程序及公告义务，确保信息披露合法合规。 (完)



# ■ 案例与实践

## CASES AND PRACTICE

### 全面注册制下的IPO市场观察

作者 植德合伙人 龚若舟

#### 一、前言

2023年2月17日全面注册制实施至今已历半年有余，期间市场经历了从期待、兴奋、迷茫再到冷静等的各种情绪。全面注册制下IPO受理数量3月到6月合计515家，月均100余家，6月份达到受理的高峰246家，随后便跌落至7月份至10月份合计仅33家，而扣除北交所受理量后，沪深交易所在4个月内的受理量更是仅仅只有11家，与此同时IPO过会企业数量也经历了明显的下降。证监会也是在流言四起之际的8月底正式官方表态：将统筹一二级市场平衡，优化IPO、再融资监管安排，明确根据近期市场情况，将阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡。一时之间，对于应当如何理解全面注册制下IPO政策的态度、规律，以及如何做好对未来IPO政策的预期，引起了市场的广泛讨论与关注。本文将以从核准制到全面注册制的IPO审核相关数据为基础，尝试解读全面注册制现阶段下IPO政策的逻辑、思路。



## 二、A股IPO审核制度演变概况

尽管中国资本市场从设立至今才30余年，从全球重要资本市场的年龄来看，算是最年轻的，但A股IPO审核制度在刚届而立之年便已经历了从空窗期、到行政审批制、核准制，再到核准制与注册制并行阶段，最后到现在的全面注册制五大阶段，而行政审批制又分为额度管理阶段与指标管理阶段，核准制又分为通道制阶段与保荐制阶段，变革演进之高效无出其右，但变化中是否有不变的顶层监管逻辑，值得思考。中国资本市场各历史阶段中IPO审核制度的概况如下：

### （一）空窗期（1990年至1993年）

中国的沪深交易所相继成立于1990年，以飞乐音响为代表的首批股票于1990年即已上市，但当时尚无明确的IPO审核制度，地方政府与中国人民银行都做过一定程度的IPO实质审核工作，但并无明确制度对IPO审核的权责利进行规范。

### （二）行政审批阶段（1993年至2000年）

1993年4月25日，国务院颁布《股票发行与管理暂行条例》，在国家层面首次明确了IPO的行政审批制度，该阶段，IPO审核采取两级行政审批，发行人需要先向地方政府或中央企业主管部门提出申请，获得批准后再送证监会复审，主要审批单位为前者。同时，国务院每年会确定当年的股票发行规模，国家计委、国务院证券委再就该总体数额在不同地区、部门间进行具体分配，地方政府或中央企业主管部门再根据各自的配额进行IPO审批。

在行政审批的前半阶段（1993年至1997年），仅进行发行额度管理，不进行发行家数管理，这就导致地方政府为了平衡当地利益，将额度拆分得过细以达到雨露均沾的效果，但由此也导致了大量规模小、市值低的企业上市，不利于资本市场真正发挥作用，因此在行政审批的后半阶段（1997年至2000年），政府不仅进行额度管理，还进行家数管理，以平衡前述问题。





### （三）核准制阶段（2001年至2023年）

1999年7月1日起实施的《证券法》确立了IPO审核的核准制，2001年A股IPO审核正式改为核准制，核准制相较于行政审批制有两点重要差异，第一是取消了额度管理，第二是将政府部门推荐上市企业，改为了由证券公司推荐。

在核准制的初期（2001年至2004年），为防止证券公司盲目扩张业务，保障推荐企业的高质量，证监会实行了通道制，即证监会根据各家证券公司前一年的各项指标，确定其下一年可以推荐企业上市的通道数量，每家证券公司的通道数量为2至9条不等，一条通道内只能是一家企业获得核准后再推荐下一家，通道制导致证券公司实际上掌握了上市指标，容易出现短视寻租等现象。为了明确并强化证券公司的责任，确保推荐上市的企业是经过证券公司严格把关筛选的企业，核准制的后期（2004年之后），证监会实行了保荐制，要求证券公司对拟IPO企业进行辅导，协助其完善信息披露，并对所推荐的企业进行持续督导，同时承担担保责任。

### （四）注册制阶段（2019年至今）

自2019年6月科创板试点注册制起，A股开始实施注册制，随后2020年6月创业板实施注册制，2021年9月北交所成立并实施注册制，直至2023年2月沪深北交易所各板块全面实施注册。



注册制起源于英国，成熟于美国，目前使用注册制的主要成熟资本市场包括美国、日本和中国台湾等，但各个市场实际执行的注册制仍有较大差异，不过其都拥有以信息披露核心、制度规则健全透明、强调市场选择的特点。

A股所实施的注册制亦具有上述重要特点，在信息披露上，相比于核准制，注册制下的IPO审核程序更为透明，审核过程中披露的文件类型大幅增加，披露及时性上基本做到受理即披露。在制度规则上，注册制下的IPO审核政策也更为健全透明，尤其是对于市场广泛关注的审核标准，在核准制下只能通过神秘的保代培训和窗口指导获取的审核标准，现在基本都通过成文公开的规则以及各交易所定期发布的审核动态予以明确。在市场选择上，IPO打破了23倍市盈率的铁律，优化了定价、交易机制，同时也畅通了退市渠道，让上市公司能够自然优胜劣汰。

但我们需要注意的是，市场部分群体对于注册制所期待的IPO成功率与速度，实则并非注册制本身所追求的目标，而是成熟市场对于注册制适用的结果。成熟市场需要有成熟的监管体系、成熟的上市公司、成熟的中介服务机构，以及成熟的投资者。我国资本市场的发展也一直朝着这四个方向在不断努力，现在我们的IPO全面注册制在监管规则制度上已经相对成熟，但申报企业质量仍不时出现各种问题，中介机构亦时常出现未能勤勉尽责的情况，为解决这些问题，监管部门通过现场检查、现场督导、提高违法成本等手段，不断压实中介机构与上市公司的责任，挤压申报企业水分，提高申报企业质量，促使中介机构归位尽责。与此同时，A股投资者群体虽然也在不断成熟，但散户仍然很多，机构投资者的专业性、成熟度也待提升。因此这意味着，即使我国在制度上已经实施全面注册制，但在效果上要达到发达资本市场的程度，仍有很长的路要走，而国家在实施全面注册制之初就非常客观务实的对此做了预计，并保留了政策适用的调整空间。

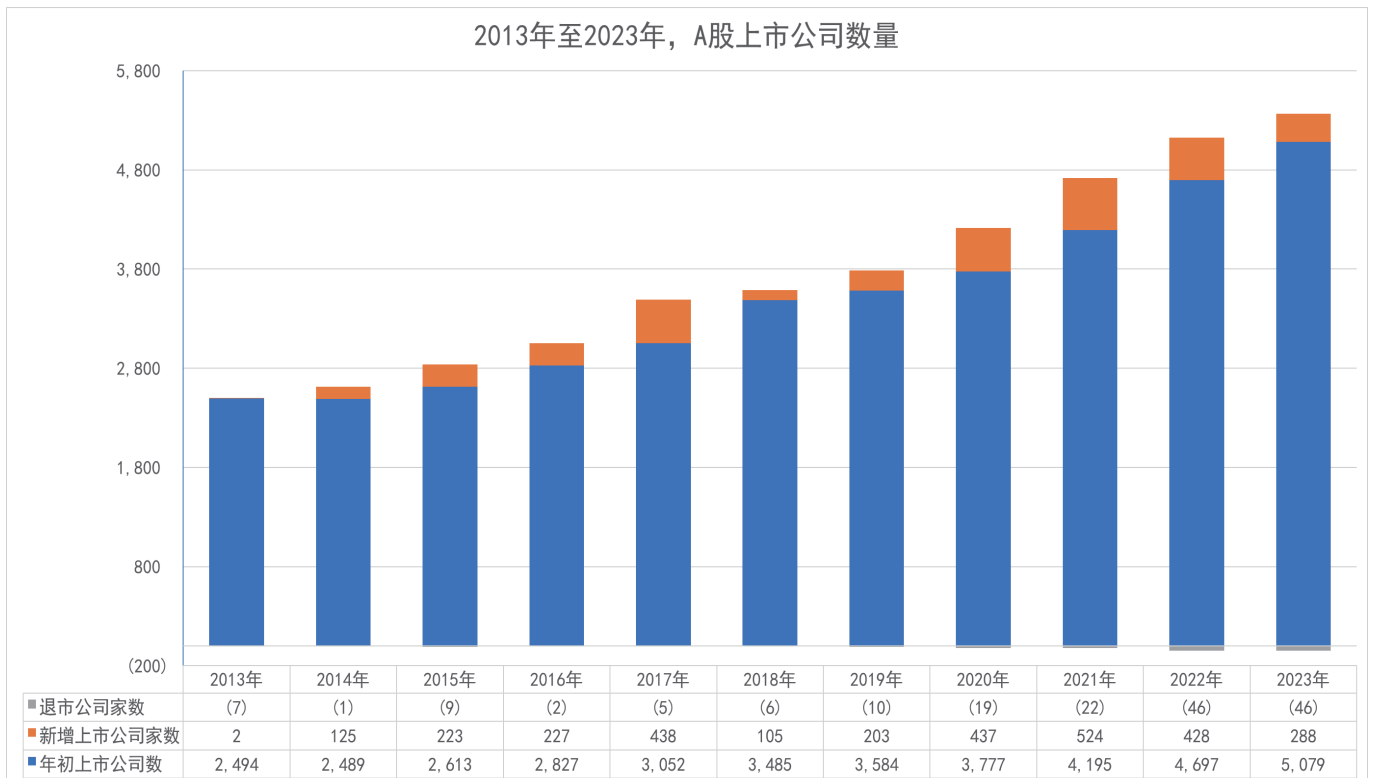
证监会2023年2月在就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见的文件中明确表示：“注册制改革是放管结合的改革。证监会将充分考虑我国资本市场发展尚不充分、中小投资者占比高、诚信环境不够完善的现实国情，加大发行上市全链条各环节监管力度。”

因此，注册制的基础设施已经准备就绪，但注册制真正能发挥出有如发达市场的效果，依然任重道远。

综上所述，A股IPO审核政策的演进变革有着清晰的技术路线，即归位尽责，根据社会经济发展需要，不断调整、优化市场各主体以及监管机构的定位、职责，使所有参与主体的权责利不断清晰、相匹配，但审核政策仍有其始终不变的顶层目标，即通过政策工具持续优化市场资源配置，保障中国资本市场在不同历史时期均能有效服务于中国特色社会主义市场经济建设。认识到政策工具是表，服务大局是里，就能对很多现象能有更准确的解读与理解。

### 三、从核准制到注册制的逐步全面实施，各阶段IPO审核实践总体对比

注册制推出伊始，市场普遍预期IPO门槛将会大幅降低、IPO成功率与效率将会大幅提高。简单从结果看，似乎是存在注册制“放水现象”，自2013年11月十八届三中全会首次提出要推进股票发行注册制改革，至2019年注册制首次落地科创板以来，除2017年由于监管部门大力解决IPO排队堰塞湖现象，在IPO审核通过率大幅降低的情况下，仍创造了年内上市438家的记录，其余年份中，2013年由于上市公司财务大核查，当年实际经历了A股第八次IPO暂停，全年仅2家企业上市，2014年至2016年，2018年以及科创板刚刚推出的2019年均仅有100至200家企业完成上市。而注册制落地后的2020年至2022年每年均有400至500家企业完成上市，注册制带来的IPO提速效应明显，2023年尽管经历了下半年的IPO实质放缓，截至11月22日，仍有288家企业完成上市，如果排除下半年IPO实质放缓的影响，预计2023年全年也仍然能有400-500企业完成上市。2013年至2023年A股上市公司数量统计如下：



数据来源：Wind

注：上图2023年的数据为截至11月22日的的数据。

在这样的数据趋势下，确实可以说IPO的效率有了大幅提升，并且截至2023年11月22日，A股（含上交所、深交所、北交所）合计拥有上市公司5,321家，已经非常接近全球第一大资本市场美股（含NASDAQ纳斯达克、NYSE纽交所、AMEX美国证券交易所）的5,701家。

但注册制实施后IPO的实际审核情况绝不是简单一个“放水”可以概括，本部分试图从多个维度予以分析。

## （一）受理数量

从受理数量<sup>1</sup>来看，由于受最严发审委的震慑以及对注册制落地的期待，注册制开始时前12个月（2018年3月22日至2019年3月21日）IPO受理企业数量较少，分别为上交所主板57家，深交所主板<sup>2</sup>35家，创业板51家，主板占比高达64.34%。而科创板推出后立即吸引了大量申报企业，在科创板推出后至创业板实施注册制之前，科创板吸引了受理企业中的57.26%，创业板在受理企业中的占比仅为8.35%，而沪深主板的比例则跌至34.39%。



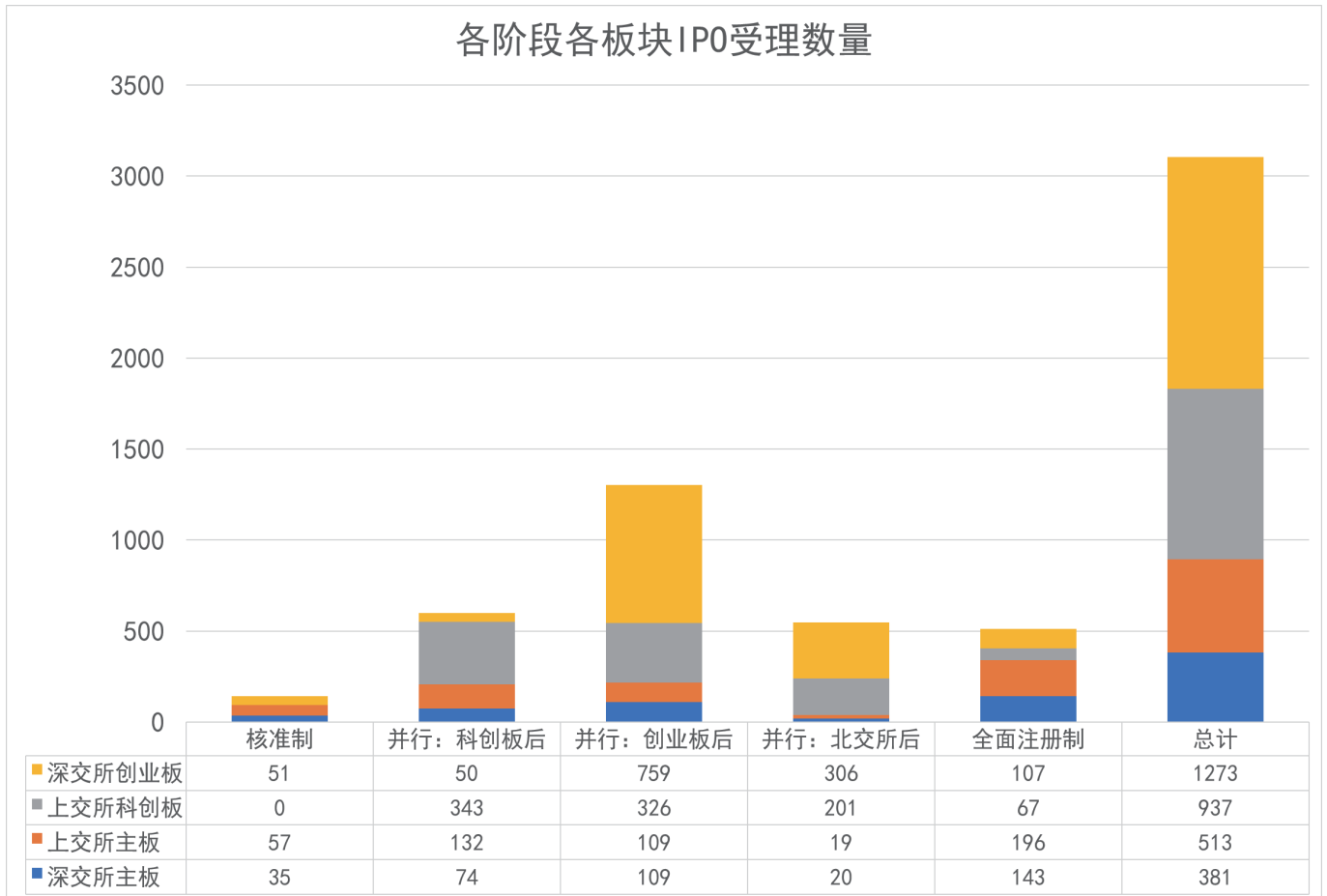
创业板推出注册制后，市场又立刻倒向创业板，与科创板如出一辙，在创业板注册制改革后至北交所成立期间，创业板吸引了高达58.25%的受理量，科创板则跌至25.02%。而在北交所推出后至全面注册制实施前，创业板仍基本保持了受理量的半壁江山，主板受理量进一步萎缩至沪深主板合计仅为7.14%，科创板受理量反弹至36.81%。尽管创业板注册制之后受理的项目中包含一部分平移类项目，但整体而言平移类项目数量相对较少，创业板实施注册制之后受理的759家企业中仅有77家属于平移类项目，平移类项目对创业板注册制之后受理数量的影响仅为10%左右。

在科创板、创业板都实施注册制之后，全面注册制实际就是沪深主板的注册制改革，全面注册制实施之后（截至2023年11月22日），沪深主板的受理量达到了总受理量的66.08%，科创板和创业板大致同比例的被压缩至13.06%和20.86%。但沪深主板受理量大增受平移类项目的影响相对较大，其新受理的339家企业中有234家属于平移类项目，占比高达69%，如果排除平移类项目，沪深主板新受理量占比将修正至37.37%，但该比例也明显高于主板实施注册制前的不足10%，并且全面注册制实施后新受理数量较少很大程度受监管部门总体宏观调控IPO数量的影响，如果排除该影响，相信主板新受理量占比还会更大。

<sup>1</sup> 由于北交所受理企业来源与沪深交易所较大区别，因此本部分所讨论的受理数量均不含北交所。

<sup>2</sup> 由于深交所中小板已于2021年4月与深交所主板合并，而合并前，深交所主板IPO申报非常不活跃，深交所非创业板申报企业基本集中在中小板，中小板实际作用于主板类似，而中小板已成历史，因此再将深交所中小板与深交所主板分别讨论意义不大，为提高分析效率，本文自始即将深交所中小板与深交所主板合并视为深交所主板进行数据统计与分析。

从核准制到全面注册制各阶段各板块IPO受理数量如下：



数据来源：易董

注：上图中核准制阶段仅指科创板正式受理第一单IPO申请前一年的核准制阶段，即2018年3月22日至2019年3月21日。

因此，可以说A股IPO申报存在明显的“政策追风”现象，尽管这类现象一定程度受到平移类项目影响，但即使排除平移类项目影响，新政策的吸引力也是立竿见影。

## （二）审核时长

从核准制到全面注册制，由于各板块使用审核政策有差异，实际审核时长差异较大，因此本部分分板块来分析。

### 1. 沪深主板

沪深主板的规律类似，总体而言，其审核效率在注册制推出（即使尚不是主板的注册制）后都有较为明显的持续提高，且在主板实现注册制之后再次迎来审核效率的飞跃。但由于全面注册制实施后（截至2023年11月22日）沪深主板新受理（不含平移类）的IPO项目已上会的非常有限，其中上交所主板仅有2例，深交所主板仅有1例，因此从受理到上会的效率是否持续保持高效还有待观察，但从受理到首轮问询的效率确实是明显提高了不少。

上交所主板的具体情况如下：

受理年份	受理到问询用时				受理到上会用时			
	最短	最长	中位数	平均数	最短	最长	中位数	平均数
2018年	3	364	154	171	8	1371	469	498
2019年	10	392	182	197	20	735	427	428
2020年	7	322	149	152	125	678	289	330
2021年	23	190	127	130	78	500	304	300
2022年	41	190	176	146	241	308	300	283
2023年	6	483	119	113	28	1763	386	406
2023年 仅注册制后新受理	7	34	27	26	28	175	102	102

单位：天 数据来源：易董

注：上表中需要注意的是，由于统计口径原因，2023年的数据实际包含了由原核准制下主板在审项目平移至注册制再次受理的IPO项目，而2022年及之前年度（绝大部分为2022年）的数据则不包含实际在核准制下受理但被平移至注册制下再次受理的项目，因此2022年及2023年的数据如果分别单独解读，存在一定程度误读的可能，故上表将2023年全面注册制实施后沪深主板新受理的IPO项目做了单独统计。

深交所主板的具体情况如下：

受理年份	受理到问询用时				受理到上会用时			
	最短	最长	中位数	平均数	最短	最长	中位数	平均数
2018年	34	490	154	191	293	776	398	420
2019年	48	784	175	191	288	1105	416	429
2020年	27	357	154	158	209	715	307	321
2021年	30	197	132	135	163	566	320	330
2022年	49	188	107	118	301	322	312	312
2023年	20	791	126	121	240	2442	385	441
2023年 仅注册制后新受理	20	114	28	31	240	240	240	240

单位：天 数据来源：易董

注：同上交所主板统计表注。

## 2. 科创板

科创板表现相对稳定，尽管受极端案例影响，从受理到首次问询以及从受理到上会审核的最长及最短时间有较大差异，但2019年至2023年受理的IPO申请中，从受理到首次问询以及从受理到上会审核的中位数时长以及平均时长均保持在相对稳定的区间，2023年以来科创板新受理的IPO申请中尚没有上会的案例，但其首轮问询时长的中位数为26天，平均数为24天，与2019年至2022年基本持平。具体数据如下：

受理年份	受理到问询用时				受理到审核用时			
	最短	最长	中位数	平均数	最短	最长	中位数	平均数
2019年	4	124	22	21	59	422	162	160
2020年	3	121	28	27	18	400	156	159
2021年	15	193	24	28	66	676	156	177
2022年	13	41	22	22	119	367	167	181
2023年	13	29	26	24	-	-	-	-

单位：天 数据来源：易董

## 3. 创业板

创业板方面，尽管从受理到首轮问询的时长从注册制前的预期100余天缩短到注册制后的30天以内，但从受理到上会审核的时长在注册制前后并没有明显的差异，均预期为300天左右，几乎是科创板的2倍左右，也明显长于主板实施注册制后的审核周期，这主要是由于创业板受理的IPO申请数量非常庞大，造成了较大的审核积压、堵塞。创业板的具体情况如下：

受理年份	受理到问询用时				受理到上会用时			
	最短	最长	中位数	平均数	最短	最长	中位数	平均数
2018年	34	343	147	149	116	566	393	401
2019年	27	238	112	109	202	370	321	311
2020年	4	756	29	64	59	1210	294	326
2021年	3	280	27	31	73	743	317	332
2022年	15	319	26	32	139	517	283	282
2023年	10	170	24	25	-	-	-	-

单位：天 数据来源：易董

因此，随着注册制的逐步实施，各板块IPO审核的总体效率呈提升趋势，其中沪深主板提效最为明显，科创板自设立以来一直保持稳定的高效审核，创业板首轮问询时间明显缩短，但从受理到上会的关键周期仍然较长，甚至长于主板表现。

### （三）真实过会率

实际上注册制实施后，IPO的难度并没有降低，从真实过会率来看，2013年由于IPO暂停不纳入对比，2018年由于最严发审委的上台，名义否决率就达到了32.96%，真实过会率更是低至30.25%，除此之外，注册制前的2014年至2017年平均真实过会率高达80.21%，而注册制实施后的2019年至2023年平均真实过会率66.53%，低于注册制实施前十多个百分点，可以说注册制实施后的闯关成功率未升反降。2014年至2023年A股真实过会率统计如下：

年份	取消审议	通过	未通过	暂缓审议	其他终止	合计	真实过会率
2014年	0	100	3	0	3	106	94.34%
2015年	1	250	9	0	17	277	90.25%
2016年	2	247	17	0	69	335	73.73%
2017年	5	380	86	2	135	608	62.50%
2018年	9	111	59	0	188	367	30.25%
2019年	3	247	19	1	96	366	67.49%
2020年	4	657	9	2	90	762	86.22%
2021年	8	443	29	2	225	707	62.66%
2022年	25	525	27	1	245	823	63.79%
2023年	7	264	12	10	210	503	52.49%

单位：家 数据来源：易董

注：上表2023年的数据为截至11月22日的的数据。

而如果我们将时间轴按照注册制逐步实施的各阶段来划分，将会更加清晰的看到随着注册制的全面实施，真实过会率呈现出明显的下降趋势：

阶段	取消审议	通过	未通过	暂缓审议	其他终止	合计	真实过会率
并行阶段：科创板后 2019.3.22至2020.6.15	3	386	18	1	103	511	75.54%
并行阶段：创业板后 2020.6.16至2021.11.14	11	906	30	4	265	1216	74.51%
并行阶段：北交所后 2021.11.15至2023.2.19	28	608	37	2	323	998	60.92%
全面注册制阶段 2023.2.20至2023.11.22	5	229	9	9	165	417	54.92%

单位：家 数据来源：易董

注：上表各阶段起始日期以相应板块/交易所正式受理（含平移）第一单IPO申请的日期为准。



因此，可以说注册制相比于核准制并不意味着IPO成功率的必然提高，反而随着注册制下资本市场监管规则的不断健全，上市企业筛选机制愈发高效，企业上市仍然是合格企业水到渠成，不合格企业闯关必然失败的局面。



#### （四）过会企业盈利能力

从过会企业<sup>3</sup>盈利能力来看，除了在创业板实施注册制后至北交所成立前的并行阶段内存在少量报告期最后一年归母净利润低于5,000万元的企业过会以外，其余阶段，均存在报告期最后一年归母净利润不低于5,000万元的隐性门槛。但从过会企业报告期最后一年归母净利润的中位数来看，科创板推出前一年以及科创板推出后至创业板实施注册制前的阶段要明显高于创业板实施注册制后的全部阶段，这实际也基本与疫情爆发的时间线相吻合。而过会企业报告期最后一年归母净利润平均数尽管会一定程度受极端案例影响，但整体而言，也反映出过会企业整体盈利能力在疫情爆发后低于疫情爆发前的趋势。具体数据如下：

阶段	中位数	平均数	最低 1	最低 2	最低 3
<b>核准制阶段</b> 2018. 3. 22 至 2020. 3. 21	14, 858. 96	73, 287. 97	5, 792. 15	6, 549. 26	6, 873. 58
<b>并行阶段：科创板后</b> 2019. 3. 22 至 2020. 6. 15	13, 169. 69	65, 783. 66	5, 578. 51	5, 825. 59	5, 947. 27
<b>并行阶段：创业板后</b> 2020. 6. 16 至 2021. 11. 14	10, 743. 06	47, 290. 14	3, 506. 60	3, 696. 78	4, 063. 58
<b>并行阶段：北交所后</b> 2021. 11. 15 至 2023. 2. 19	10, 824. 45	26, 329. 59	5, 000. 98	5, 103. 51	5, 329. 01
<b>全面注册制阶段</b> 2023. 2. 20 至 2023. 11. 22	10, 814. 73	39, 561. 32	5, 322. 87	5, 383. 47	5, 450. 38

单位：万元 数据来源：易董

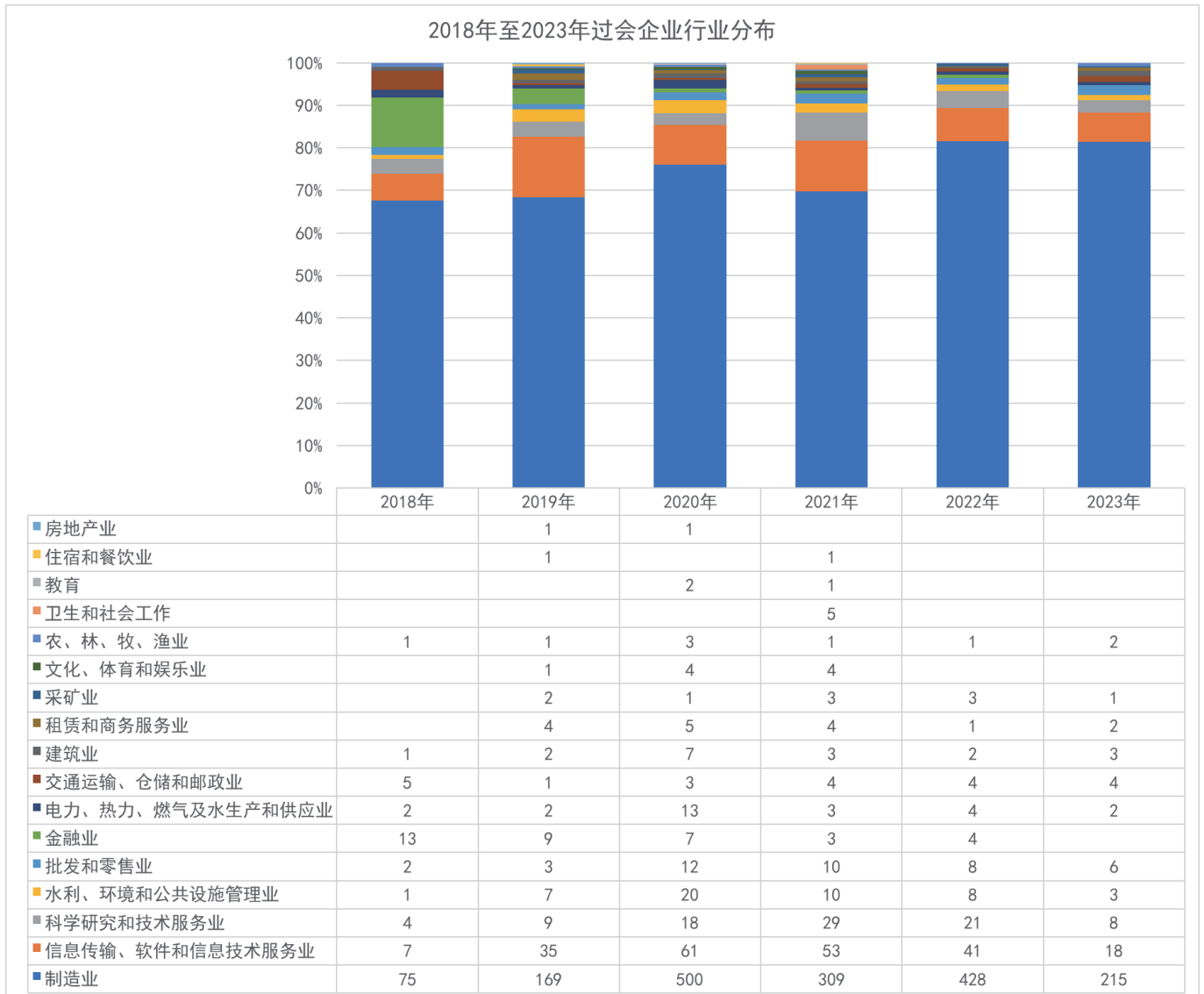
注：上表各阶段起始日期以相应板块/交易所正式受理（含平移）第一单IPO申请的日期为准。

因此，可以说尽管注册制实施以来，总体而言过会企业的盈利能力有所降低，但这基本是受宏观因素影响，IPO对于一般企业的实际盈利门槛并没有明显降低。

<sup>3</sup> 由于：（1）科创板侧重科创属性，不侧重盈利能力，且科创板不存在核准制阶段，不具备可对比性，（2）北交所由于不存在核准制阶段，不具备可对比性，（3）红筹企业、表决权差异企业案例数量较少且很多具有特殊性，因此本部分对比不考虑以上三种情况，仅以沪深主板、创业板过会的一般企业为样本进行分析。

### （五）过会企业所处行业

从过会企业所处行业来看，2018年至今，制造业一直处于遥遥领先的地位，其占当年过会企业数量的比例始终未低于2/3，且存在总体上升趋势，2022年、2023年更是达到80%左右。这非常鲜明的体现出我国属于制造业大国的特点，也体现出监管层面对制造业的大力支持，尤其是在随着国际局势转变，美国开始实施制造业回流计划，又有不少中国制造业企业由于各种原因转向东南亚、甚至墨西哥等设厂的背景下，中国相对而言也在通过资本市场尽力稳住经过数十年奋斗建立起的全球最强大的产业链。除制造业外，第二大产业就是信息传输、软件和信息技术服务业，除2018年外，此后全部年份，信息传输、软件和信息技术服务业均处于第二的位置，但其占比远不如第一大制造业，仅为10%左右，2023年更是低至5%，可以说制造业始终处于A股“一股独大”的地位。此外比较有时代代表性的，就是金融业从2018年的第二位逐渐跌出前五，2023年更是没有一家金融企业过会，可以说这非常有力地证明了我国脱虚向实产业政策的有效实施。2018年至2023年过会企业行业分布如下：



数据来源：易董

因此，A股偏爱制造业的逻辑在注册制前后并没有明显的改变，这取决于我国世界工厂的重要地位，而信息传输、软件和信息技术服务业实际包含的行业较为广泛，其主要包括了众多研发制造业所生产硬件需要搭配软件的企业，以及提供各行业数字化综合解决方案的供应商等。除了与制造业的协同，这主要得益于我国各行各业都在火热进行的数字化转型浪潮，其余行业除了零星的翘楚申报IPO外，更多会受到阶段性行业、产业政策的影响，近几年尤以金融业表现最为明显。

综上所述，从核准制到注册制全面实施的整个过程中，申报企业数量大增，同时IPO审核效率总体而言也大幅提升，由此致使A股上市公司数量有了显著增加，但与此同时IPO成功率未升反降。注册制并不意味着IPO大放水，相反IPO的显性实质条件愈发明确、周延，而隐性门槛也依然存在，成功IPO仍然是靠水到渠成，而非追逐政策红利即可达成；另一方面，受中国世界工厂的特殊身份以及当下宏观因素的影响，A股对制造业的偏好愈发明显。



#### 四、各板块定位与上市条件适用情况

##### （一）科创板

###### 1. 板块定位

科创板设立之初就明确定位在支持硬科技企业上市，坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。

科创板推出之初尚未有明确的科创属性指标要求，2020年3月起实施的《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》（下称“《科创板推荐规定》”）填补了该项空白，具体如下：

以下条件全部满足（常规条件）	
1	最近三年研发投入占营业收入比例5%以上，或最近三年研发投入金额累计在6000万元以上。
2	形成主营业务收入的发明专利5项以上。
3	最近三年营业收入复合增长率达到20%，或最近一年营业收入金额达到3亿元。
或，以下条件满足一项（特别条件）	
1	发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义。
2	发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务。
3	发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的“国家重大科技专项”项目。
4	发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代。
5	形成核心技术和主营业务收入的发明专利（含国防专利）合计50项以上。

2021年4月修订的《科创板推荐规定》增加了一项常规条件，即“研发人员占当年员工总数的比例不低于10%”，同时明确了限制金融科技、模式创新企业在科创板上市，禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市，该次修订当即就拦住了不少科创板在审企业。2022年12月和2023年8月的修订主要是微调，对科创属性的实质要求基本没有变化。

纵观前三个阶段科创板的真实过会率，也是明显的下降趋势，体现了科创板对科创属性越来越严的把关：

时间	取消 审议	通过	未通过	暂缓 审议	终止	合计	真实过会率
《科创板推荐规定》出台前	1	117	3	0	25	146	80.14%
《科创板推荐规定》2021年修订前	4	248	4	2	74	332	74.70%
《科创板推荐规定》2021年修订后	6	252	8	4	126	396	63.64%

单位：家 数据来源：易董

注：上图《科创板推荐规定》2021年修订后的数据为截至11月22日的的数据。

2023年11月24日，证监会发布《监管规则适用指引——发行类第9号：研发人员及研发投入》，对研发人员与研发投入的认定予以明确，又是再一次强化了对科创属性的要求，力图进一步挤掉科创属性的水分。

## 2. 上市条件

科创板是目前所有板块中实际各类上市条件适用最广泛的板块，这也体现出科创领域相关企业勇于尝试、创新的特点，即便如此，申报科创板的企业中仍有77.32%选择适用一般企业的第一套标准，而成功实现上市的企业中更是有80.28%是选择适用的一般企业的第一套标准。科创板设立以来，适用上市条件的具体情况如下：

企业类型	上市条件	上市条件具体内容					适用数量				
		市值	净利润	营业收入	研发投入	现金流	过会/上市	在审	终止/被否	合计	真实过会率
一般企业	标准一	≥10亿	最近两年净利润均>0且累计净利润≥5000万元，或者最近一年净利润>0且营业收入≥1亿元	-	-	-	490	73	197	760	71.32%
	标准二	≥15亿	-	最近一年≥2亿元	最近3年累计研发投入占累计营业收入≥15%	-	22	7	20	49	52.38%
	标准三	≥20亿	-	最近一年≥3亿元	-	最近3年累计≥1亿元	4	1	1	6	80.00%
	标准四	≥30亿	-	最近一年≥3亿元	-	-	51	17	14	82	78.46%
	标准五	≥40亿	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。				25	14	12	51	67.57%
	合计						592	112	244	948	70.81%
红筹企业	标准一	≥100亿元	快速增长	否	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。		1	1	2	4	33.33%
	标准二	≥50亿元	快速增长，最近一年≥5亿元	否			3	1	1	5	75.00%
	标准三	≥200亿元	最近一年≥30亿元	否	-		0	0	0	0	-
	标准四	≥2000亿元	-	是	-		0	0	0	0	-
	标准五	≥200亿元	-	是	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。		4	0	3	7	57.14%
	合计						8	2	6	16	57.14%
表决权差异企业	标准一	≥100亿元	营业收入			-	0	1	4	5	0.00%
	标准二	≥50亿元	≥5亿元			-	7	2	0	9	100.00%
	合计						7	3	4	14	63.64%

数据来源：易董

注：数据截至2023年11月28日。

## （二）创业板

### 1. 板块定位

创业板开板于2009年10月，至今已历14年，其设立之初便定位于服务成长型创新创业企业，该板块支持的企业一方面通常规模小于主板，另一方面通常具有创新创业属性，但创新创业属性本身具有很大的模糊性，理论上所有企业都可以说自己具有创新创业成分，因此长期以来创业板主要吸纳了大量达不到主板条件的各行业公司，而IPO审核对于申报企业的创新创业属性也并没有特别的关注。

2020年6月，随着创业板注册制改革的推出，深交所发布《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》（下称“《创业板推荐规定》”），首次对创业板定位予以明确，规定创业板定位于深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，并支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。同时给出创业板负面行业清单：（一）农林牧渔业；（二）采矿业；（三）酒、饮料和精制茶制造业；（四）纺织业；（五）黑色金属冶炼和压延加工业；（六）电力、热力、燃气及水生产和供应业；（七）建筑业；（八）交通运输、仓储和邮政业；（九）住宿和餐饮业；（十）金融业；（十一）房地产业；（十二）居民服务、修理和其他服务业。并留有政策空间，规定如果上述负面清单行业企业与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的，仍可以申报创业板，但截至目前，尚无适用该例外情形过会的企业。

2022年12月，深交所对《创业板推荐规定》进行修订，进一步提出创新创业的量化指标：

以下条件满足一项	
1	最近三年研发投入复合增长率不低于 15%，最近一年研发投入金额不低于 1000 万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于 20%。
2	最近三年累计研发投入金额不低于 5000 万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于 20%。
3	属于制造业优化升级、现代服务业或者数字经济等现代产业体系领域，且最近三年营业收入复合增长率不低于 30%。
最近一年营业收入金额达到 3 亿元的企业，或者按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报创业板的已境外上市红筹企业，不适用前款规定的营业收入复合增长率要求。	

此外进一步扩大负面清单，使其包含产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中的淘汰类行业，以及从事学前教育、学科类培训、类金融业务的企业。

纵观前三个阶段创业板的真实过会率，虽然没有明显收紧的趋势，但实际近些年创业板的真实过会率一直处于低位，而《创业板推荐规定》修订后的真实过会率更是迎来了历史新低，具体如下：

阶段	取消 审议	通过	未通过	暂缓 审议	终止	合计	真实过会率
《创业板推荐规定》出台前	1	65	10	0	33	109	59.63%
《创业板推荐规定》2022年修订前	9	588	26	0	278	901	65.26%
《创业板推荐规定》2022年修改后	1	100	6	2	82	191	52.36%

数据来源：易董

注：上表《创业板推荐规定》2022年修订后的数据为截至11月22日的的数据。

2023年11月24日，证监会发布的《监管规则适用指引——发行类第9号：研发人员及研发投入》也会对创业板创新创业属性的认定起到规范作用。

## 2. 上市条件

创业板申报企业的上市条件选择非常集中，多达93.85%的企业选择适用一般企业的标准一，一般企业标准二从字面看财务门槛非常低，但实际适用却非常少，更有部分案例原本选择适用标准二，在审核中即使继续满足标准二仍然选择更换为标准一再继续审核，可以看出创业板审核部门对于标准二的适用实际上有着非常严格的把关。具体如下：

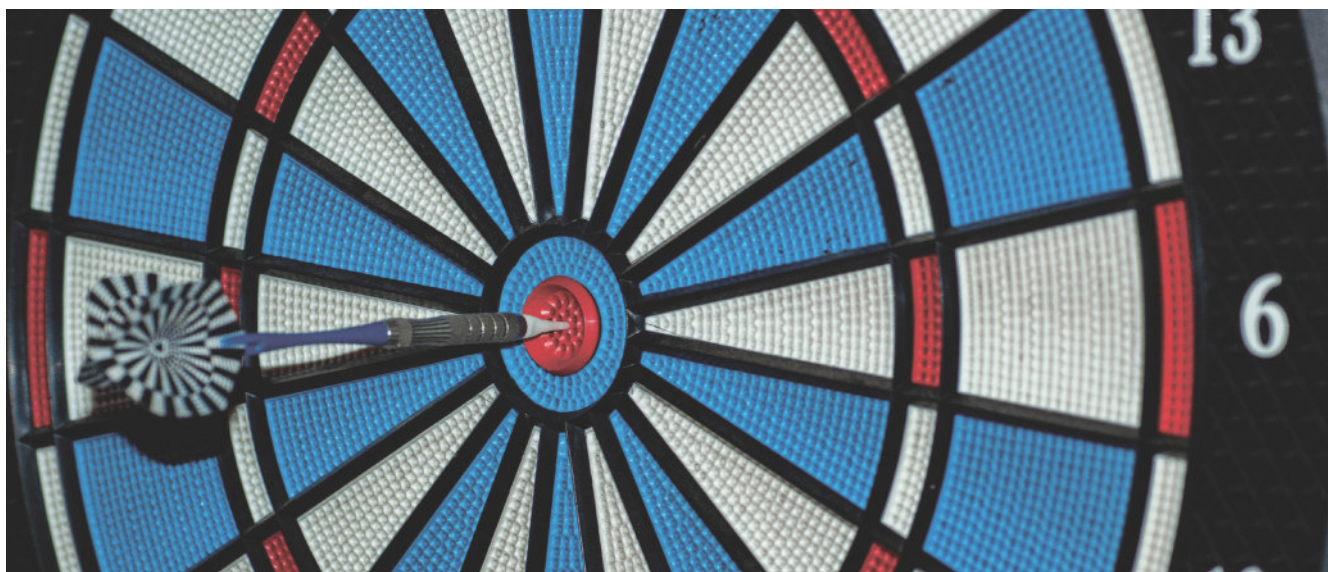
企业类型	上市条件	上市条件具体内容			适用数量					
		市值	净利润	营业收入	过会/上市	在审	终止/被否	合计	真实过会率	
一般企业	标准一	-	最近两年均>0，且累计≥5000万元	-	541	245	358	1,144	60.18%	
	标准二	≥10亿元	最近一年>0	≥1亿元	25	27	21	73	54.35%	
	标准三	≥50亿元	-	≥3亿元	0	0	0	0	-	
	合计				566	272	379	1,217	59.89%	
红筹企业	标准一	≥100亿元	快速增长	否	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。	0	0	0	0	-
	标准二	≥50亿元	快速增长，最近一年≥5亿元	否		0	1	0	1	-
	标准三	≥200亿元	最近一年≥30亿元	否	-	0	0	0	0	-
	标准四	≥2000亿元	-	是	-	0	0	0	0	-
	标准五	≥200亿元	-	是	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。	0	0	0	0	-
	合计				0	1	0	1	-	

企业类型	上市条件	上市条件具体内容		适用数量				
		市值	营业收入	过会/上市	在审	终止/被否	合计	真实过会率
表决权差异企业	标准一	≥100 亿元	-	0	0	0	0	-
	标准二	≥50 亿元	≥5 亿元	0	0	1	1	0.00%
	合计			0	0	1	1	-

数据来源：易董

注：数据截至2023年11月28日。

通过对科创板与创业板的比较可以发现，科创板由于其明确可量化的板块定位，对IPO申报企业进行了非常有效的事前筛选，以此为基础，保障了科创板IPO审核的持续高效。而创业板由于此前缺乏以可量化指标为依据的申报前筛选机制，因此导致大量企业申报闯关，这给创业板本身的IPO审核造成了非常大的压力与资源浪费，随着创业板定位的明确以及三创四新属性量化指标的不断优化，相信创业板IPO审核也会逐步达到科创板的高效状态。



### （三）主板

#### 1. 板块定位

沪深主板原本没有明确的公司类型定位，虽然实际上主板一直突出大盘蓝筹特色，但该项政策实际在全面注册制后的实施的《首次公开发行股票注册管理办法》才予以明确，其规定主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业，其中尤其重点的是“具有行业代表性的优质企业”，可以说未来主板上市的标准也不仅仅是“大”就可以，还需要是行业龙头企业。自此，主板IPO审核中也开始普遍关注行业定位问题。



## 2. 上市条件

沪深主板此前都只有一套上市标准，全面注册制后参照科创板、创业板的模式扩展至三套条件，但截至目前，几乎全部的主板申报企业均选择了一般企业的第一套标准，具体如下：

企业类型	上市条件	上市条件具体内容				适用数量				
		市值	净利润	营业收入	经营性现金流	过会/上市	在审	终止/被否	合计	真实过会率
一般企业	标准一	-	最近三年均>0，且累计≥1.5亿元，最近一年≥6000万	最近三年经营性现金流累≥1亿元，或者营业收入累计≥10亿元		62	243	45	350	57.94%
	标准二	预计≥50亿元	最近一年>0	最近一年≥6亿元	最近三年累计≥1.5亿元	0	1	0	1	-
	标准三	预计≥80亿元	最近一年>0	最近一年≥8亿元	-	0	2	1	3	0.00%
	合计					62	246	46	354	57.41%
红筹企业	标准一	≥200亿元	最近一年≥30亿元	否	-	0	0	0	0	-
	标准二	≥100亿元	快速增长	否	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。	0	0	0	0	-
	标准三	≥50亿元	最近一年≥5亿元	否		0	0	0	0	-
	标准四	≥2000亿元	-	是		-	0	0	0	0
	标准五	≥200亿元	-	是	拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。	0	0	0	0	-
	合计					0	0	0	0	-
表决权差异企业	标准一	≥200亿元	最近一年>0	-		0	0	0	0	-
	标准二	≥100亿元	最近一年>0	最近一年≥10亿元		0	0	0	0	-
	合计					0	0	0	0	-

数据来源：易董

注：数据截至2023年11月28日。

#### （四）北交所

北交所自设立以来便定位于服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。

为服务不同类型的中小企业，北交所设置有四套上市标准，具体如下：

上市条件	上市条件具体内容					适用数量				
	市值	净利润	营业收入	经营性现金流	研发投入	过会/上市	在审	终止/被否	合计	真实过会率
标准一	≥2 亿元	最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%	-	-	-	230	104	122	456	65.34%
标准二	≥4 亿元	-	最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于 30%	最近一年经营活动产生的现金流量净额为正	-	9	2	3	14	75.00%
标准三	≥8 亿元	-	最近一年营业收入不低于 2 亿元	-	最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%	0	0	2	2	0.00%
标准四	≥15 亿元	-	-	-	最近两年研发投入合计不低于 5000 万元	4	1	2	7	66.67%

数据来源：易董

注：数据截至2023年11月28日。

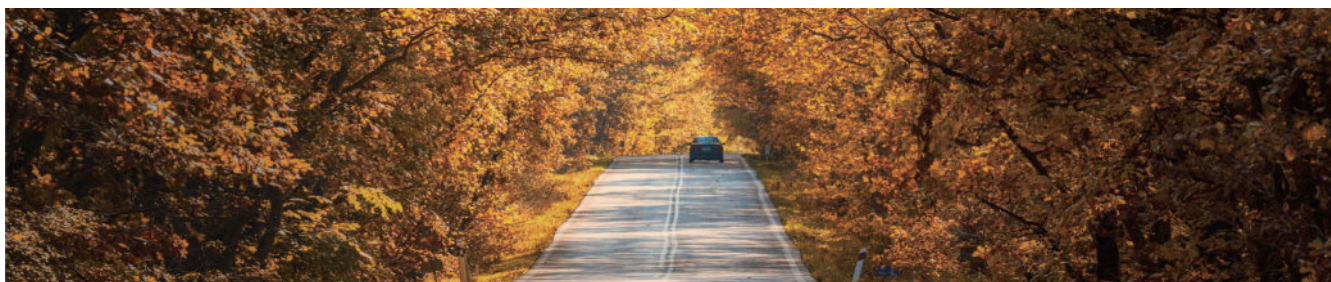
其实可以比较明显地看出，北交所的四套上市标准其实对应为沪深交易所各板块上市标准的综合低配版，其目标也在于吸纳暂时难以满足沪深交易所上市标准的优质企业。

实践上，北交所自2021年9月成立至2023年11月29日，已有232家上市公司，总市值约4000亿，北交所上市公司的表现与沪深交易所对比如下：

数据	北交所	沪深主板全部	沪深主板市值后 5%	科创板全部	科创板市值后 10%	创业板全部	创业板市值后 10%
上市公司家数	232	3190	160	565	57	1327	133
总市值平均数	15.95	218.61	18.55	123.02	20.48	87.77	20.66
总市值中位数	10.08	66.31	19.49	62.04	20.84	44.17	21.45
2022 年总收入平均数	7.18	209.29	9.48	23.53	5.43	27.24	7.48
2022 年总收入中位数	3.48	32.02	5.31	7.11	3.94	10.24	5.00
2022 年净利润平均数	0.69	16.80	-1.58	2.24	0.18	1.99	-0.17
2022 年净利润中位数	0.44	1.64	-0.29	0.89	0.42	0.78	0.29

数据来源：Wind

不难看出，整体而言，北交所上市公司无论在市值、总收入、净利润各方面均明显低于沪深交易所各板块，但如果将北交所整体与沪深主板市值后5%、科创板市值后10%、创业板市值后10%的企业作比较（这些公司数量之和大约为北交所目前上市公司数量的1.5倍），会发现北交所仅在市值上明显落后于其他板块，但在总收入与净利润上可谓不相上下，尤其是净利润指标更是遥遥领先。之所以做这样的比较，并不是为了玩数字游戏，而是一方面随着目前沪深各板块不断实质提高审核难度，收紧IPO速度，而北交所仍然保持常规审核节奏继续扩容，另一方面从市场一线的体验来看，不少企业在中介机构的劝说下改走北交所路线，这样的趋势下，未来北交所很可能继续吸纳大量可能徘徊在沪深交易所门槛边缘的企业，从而迅速扩大北交所上市公司数量，提高北交所上市公司平均规模，同时强化各个板块定位的实际效果。



## 五、结语

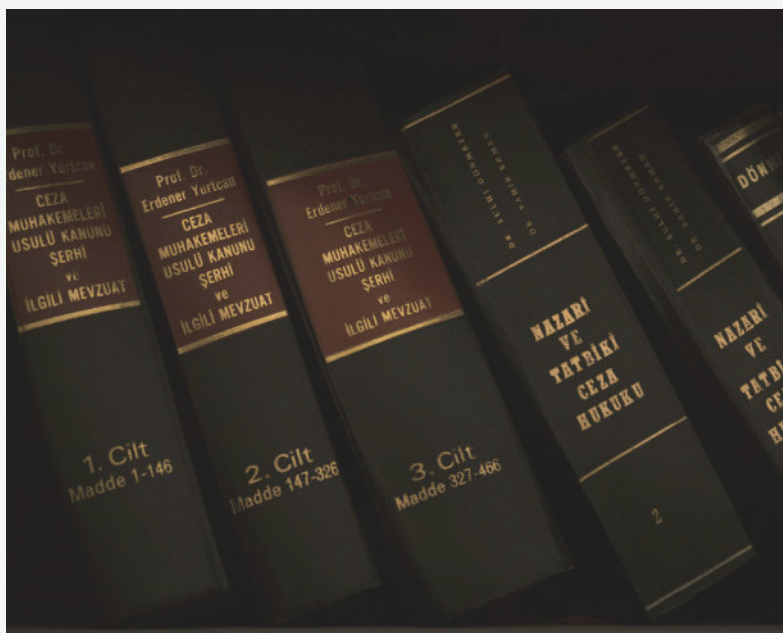
通过前述分析，我们可以大致看出从核准制到注册制逐步全面实施整个过程的一些宏观规律，也可以归纳出现阶段A股IPO具有的一些特点，具体如下：

**1.** A股自2013年首次提出注册制改革以来，经历10年的高歌猛进，上市公司家数已从2,500家扩容至5,300家，翻了一倍不止。在上市公司数量上，已经接近全球第一的美股，但在上市公司质量上仍有较大差距，A股上市公司目前平均市值约150亿元，而美股的平均市值约750亿元，约为A股上市公司的5倍。与此同时，A股上市公司市值排名前十的企业主要为金融、通信、石油领域的大型央企以及白酒企业，而美股上市公司市值排名前十的企业绝大部分为全球范围内都耳熟能详的科技类企业，两者相比悬殊。总市值较低，一方面是由于上市公司本身的原因，但另一方面实际也一定程度反应了参与市场的资金量大小，尽管中国资本市场仍在不断推出对外开放的举措，但其开放程度尚远不及美股，仅就国内市场参与主体来说，无论其管理的资金规模还是机构本身的成熟度也都还落后于美国。因此，在资源有限的情况下，为了更好的服务于国内经济发展需要，A股必然选择从高速度发展转向高质量发展，这有点类似于行政审批制下从额度管理阶段到指标管理阶段的变化，而这个过程势必需要通过更严格的IPO审核机制来有效的筛选出合格上市公司，这就导致了现阶段IPO的实际难度增加。

2. 在当下的国际经济政治环境中，A股更加需要突出服务于国家战略需要的定位，因此A股IPO审核机制对于上市公司的定向选择效应将会愈发明显，比如保持我国世界工厂地位、维持我国深度融入全球产业链供应链体系、在国内国外双循环中均不可或缺的制造业企业，尤其是低端制造业向东南亚等地转移后仍能保持我国优势地位的中高端制造业，又比如当西方世界对我国技术输出减少的情况，代表我国本土先进科技水平、能够引领未来重点科研方向的硬科技企业，同时在具体行业导向上又会结合国内实际经济环境与产业转型升级需要、各行业发展状况与风险程度等进行适时调整。

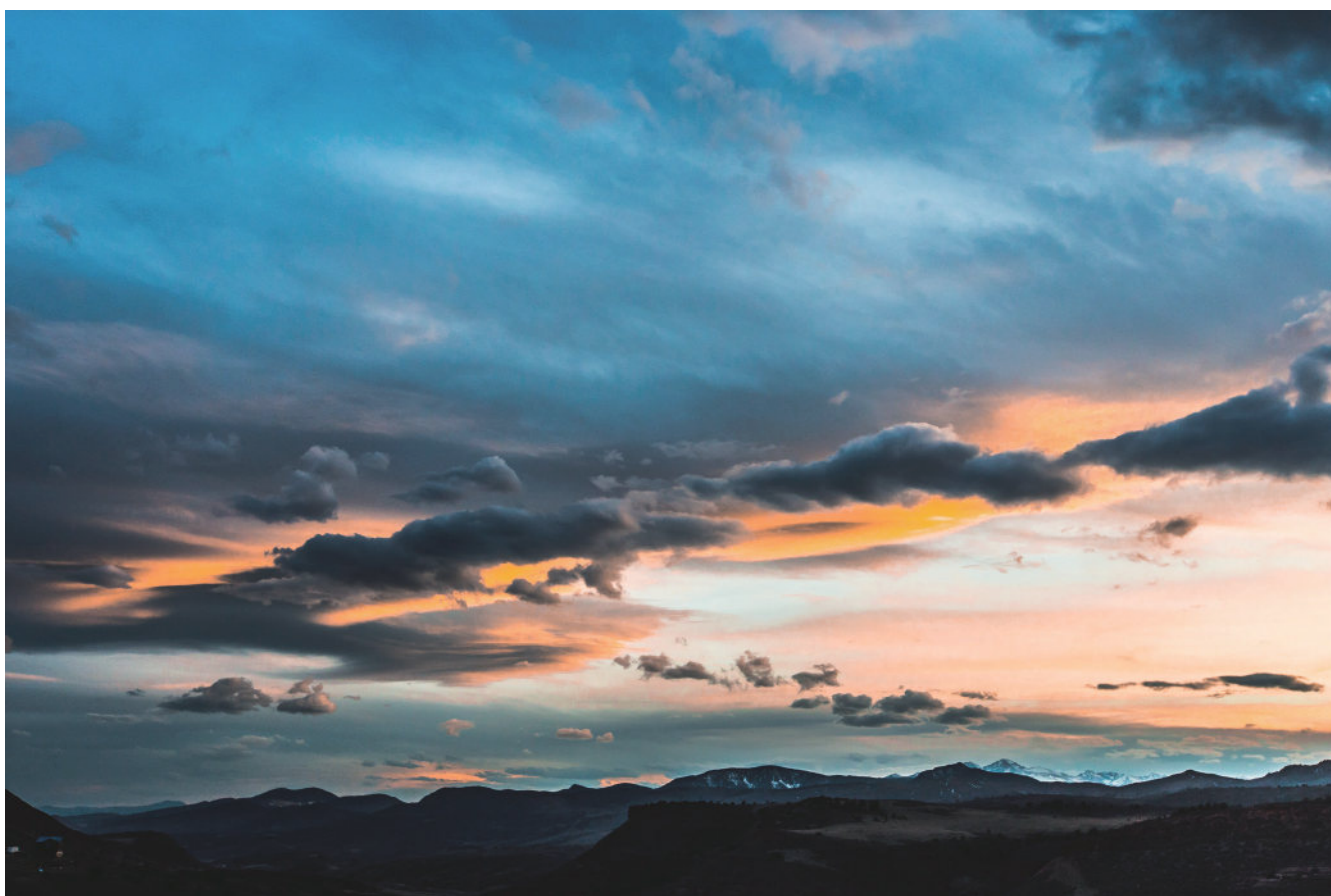
3. 各交易所各板块的定位将会愈发明确，沪深主板主要承接相对传统行业的龙头企业；科创板承接新能源、新材料等六大战略领域的硬科技企业；创业板承接不属于农林牧渔等传统行业的具有优秀研发创新能力的三创四新企业；北交所则服务于暂时不能满足沪深交易所上市条件，但仍具有一定规模与增长潜力的中小企业。多层次资本市场框架逐渐形成，下一步将通过政策不断引导各类合格企业以各就各位的路径实现上市，而这个过程很可能涉及较大范围对原本拟申报沪深交易所企业的导流。

4. 全面注册制实施后，沪深主板对一般企业设置有3套标准，对红筹企业设置有5套标准，对表决权差异企业设置有2套标准；科创板对一般企业设置有5套标准，对红筹企业设置有5套标准，对表决权差异企业设置有2套标准；创业板对一般企业设置有3套标准，对红筹企业设置有5套标准，对表决权差异企业设置有2套标准；北交所对一般企业设置有4套标准。前述上市标准合计36套标准，不可谓不丰富，其他IPO制度也已相对健全，但拟IPO企业、中介机构、投资者群体尚待成长成熟，尤其是市场仍普遍存在“政策追风”现象，追逐政策红利是不少市场参与主体的优先选择，而这种现象将会极大的伤害政策初衷，为了让政策更好的发挥积极作用，而非沦为市场逐利的风向标，一方面监管部门需要不断细化、优化IPO政策，



比如此前一定时期科创板的科创属性政策作用要明显优于创业板的三创四新属性政策；另一方面各市场参与主体也需要更加成熟，拟IPO企业要深刻意识到上市的严肃性、找准自身定位、避免短视行为，IPO中介服务机构则要切实承担好看门人职责、主动维护资本市场的有效运行，市场投资者则要不断理解市场选择、买者自负的根本逻辑，强化价值投资导向，避免非理性交易，甚至是操纵市场、内幕交易等非法交易。相信随着IPO政策的细化、优化，再配之以市场参与主体的成熟，注册制自然将能发挥出更为积极、有效的作用。

**5.** A股的注册制并非完全自由市场的注册制，而会明确体现出中国特色和市场发展阶段应有的特征，目前宏观环境处于重要变局之中，证监会一方面会兼顾国内资本市场发展尚不充分的现状，加大发行上市全链条各环节监管力度，另一方面也将结合国际国内政治经济环境的切实需要，通过逆周期调节机制等各类政策工具实现对A股市场的宏观动态调控，以使A股市场可以更好的服务于国家大局。 (完)



# 对话

## DIALOGUE

### 砥砺前行，向阳而生

——对话植德合伙人高洋

采编 植德合伙人 戴林璇

**Q1：我们知道您在美国法学院毕业后先后在红圈所及顶级英资及美资律师事务所执业十多年，工作强度非常大，加入植德后作为植德香港的负责合伙人以及植德国际化布局的开拓者正面临着全新的挑战，并且同时您还有一个非常幸福的大家庭，是四个孩子的妈妈，我们都很好奇您是如何练就了让植德律师们都羡慕、佩服的“学业与生活”“家庭与事业”平衡术，可以把不同人生阶段的不同角色演绎得精彩纷呈？**

首先，我想说我是幸运的，在生命中遇到了非常理解和支持我的父母、爱人和孩子们。成就我的不仅是自己的努力与付出，更在于家人对我的爱与包容。

其次，换个角度来想，对于每个人而言可利用的时间都是有限且排它的。所以，如果时间给了工作就必然会减少与家人的相处，反之如果把时间用于照顾家庭必然会在一定程度上影响事业前进的步伐。正视并接受这一点，我们就不会把宝贵的时间浪费在如何选择的纠结上和毫无意义的遗憾或愧疚之中，而是着眼于如何提高时间的利用效率。因此，无论是在学习和工作中，还是在与家人相处时，我都会非常珍惜我所付出及经历的每分每秒，尽情享



高洋（Lindsay Gao）律师拥有十多年的国际资本市场及跨境投融资并购执业经验。特别是在资本市场领域，高律师积累了丰富的项目经验，已成功协助十多家中国企业完成境外IPO上市，其参与的在香港联交所主板上市及依据美国证券法144A规则和/或S条例的全球发售项目总融资规模已超过600亿港币，所服务的企业涉及TMT、医疗大健康、金融、教育文娱、房地产、机械制造、能源矿产等多个行业。此外，高律师撰写招股书的能力有口皆碑，素以深刻理解客户业务、完美表达客户诉求著称。

受努力学习和工作带给我的满足感与成就感，以及在和爱人共同养育四个聪明可爱的儿女时的幸福感。

我有一个“半径理论”，假设人的一生是一个被生活与工作填满的圆，那么当一个圆形的半径被固定时，无论分割线画在哪里都会造成此消彼长的结果。但当你努力拉长人生轨迹的半径时，如何取舍家庭与事业也许就不再是一个问题了。

那么，人生半径可以拉到多长？我的答案是不给自己设限。社会是现实的，生活是残酷的，挑战是无止境的，但我们也要坚信很多时候人的潜能是可以被不断挖掘的。我在美国留学的时候，每天读案例写作业到后半夜。不知道是不是太过勤奋了，送子观音想让我歇一歇，在未向观音娘娘申请的情况下，观音娘娘就主动送了我一份大礼，接是不接？在外资所工作多年，外部业务发展与内部支持都很稳定，一步一步成长的时候，受邀一起到新平台创业，去是不去？随着老四的出生，家庭责任明显激增，还能否继续工作，这职场回是不回？接与不接，去与不去，回与不回？感觉人生的不同阶段永远有各式各样的问题等着我来作答。现在回头看，我很庆幸在每一个艰难时刻，都选择了接受挑战、勇敢尝试。虽然在这个过程中一定是会付出比常人更艰辛的努力，但无畏无惧的勇气、不急不躁的心态、科学合理的安排以及坚持不懈的奋斗都成功助我完成了一个又一个挑战。

最后，我想说人生最珍贵的财富就是经历。生命不息，奋斗不止，不到生命的最后一刻，永远不知道哪一段是世人眼中的光辉岁月。但无论如何，认真走过的每一段都是我眼中这一生不可或缺的光辉岁月。

## Q2：哪些因素触动您决定加入植德筹建植德香港办公室？筹建过程中，有什么记忆特别深刻的瞬间吗？

加入植德完全是计划之外之事，但又有种冥冥之中的感觉。一方面，在加入植德之前我在另一家中资所香港办公室担任合伙人，和搭档及团队一起创业三年，成功协助多家中资企业登陆港交所，并凭借项目业绩、客户认可及市场口碑，开始在竞争激烈的国际资本市场法律服务行业中跻身各专业推荐榜单。与搭档合作愉快，一手培养起来的团队小伙伴也都很给力，而且在中资平台的创业才刚刚取得一点成绩，所以当时并没有想过会离开。另一方面，我又与植德有着奇妙的缘分。在我入行之初曾和植德创始合伙人之一的金有元律师共事过并成为了好朋友。所以，虽然植德在北京成立的时候我在香港的外资所工作，但却以植德“好友”的身份见证了过去几年植德从一个四十几人的中资小律所一路成长为在内地设有多个办公室、人员规模数百人、法律服务覆盖了13个业务领域的行业黑马的发展过程，并且非常认同植德关于“体面、专业、合作、进取、友爱”的价值观，以及“精益服务、成就客户”的律所使命。而当金律师找到我说有拓展植德国际布局的规划，考虑筹建香港办公室的时候，我也与金律师分享了我对于中资所设立及运营香港平台的经验与思考，但那个时候也还没有想过日后会加入植德。如果一定要说是什么因素触动了我决心加入植德，除了与植德固有的缘分，那一定是管委会成员与创始合伙人们对律所长远发展的视野与决心。

对我而言，筹建及牵头运营香港办公室，完成植德国际化布局从零到一的突破是一项挑战非常大的工作。一方面是因为很多事情都从未经历过，要靠自己研究摸索；另一方面肩负了管委会、创始合伙人们

以及全体植德人的信任与嘱托，还是会有压力，担心自己能否胜任并出色地完成我的任务。所以，无论是熬夜研究香港律师会的相关规定，比较不同办公室的租赁方案，笔试面试办公室成员，反复核对各种律师会、银行、税务等监管机构的相关申请材料，每项工作对我而言都印象很深刻。因为大多都是第一次的体验，所以即使几个月过去了，仍感觉历历在目。如果说记忆特别深刻的瞬间，也许是收到香港律师会对植德香港海外所设立以及与香港本地所联营的批复通知的时候。虽然取得相关批复是意料之中的事情，但真正看到执业和联营证书那一刻，还是会感到过去所有的付出都是值得的。但同时也是一个激励，有了执业资格可以开始正式展业了，接下来的任务就是如何带领香港办的小伙伴们一起把香港办公室的业务做大做强。

**Q3：植德香港办公室的定位是什么样的？短期和长期，分别有哪些目标或者规划？**



从服务客户的角度讲，香港办公室应该是植德客户境外法律服务需求的执行者与联络人。换句话说，如果客户的服务需求在我们香港办的执业领域之内，我们会竭诚为客户提供专业且周到的法律服务；如果客户的需求我们暂时无法直接满足，我们也非常乐意根据我们在当地的资源与执业经验，向客户推荐并协助客户挑选可以为其解决问题的专业中介机构。从律所发展的角度讲，香港办公室是植德国际化布局的起点与枢纽。律所的发展无论是从地域上还是从业务领域上，都一定要顺势而为。随着中国“一带一路”及“走出去”战略的不断深化与落地，以及中国企业总体实力的持续增强，越来越多的客户开始选择到境外投资或登陆国际资本市场进行融资，而这一变化就必然会产生相关的法律服务需求。为匹配与满足植德客户走出去的需要，我们植德也要同步发展，作为连接国际法律服务市场的枢纽，植德香港办公室将根据客户的需求，持续在不同国家和地区寻找当地的法律服务合作伙伴，建立并保持长期友好的合作关系，建立植德国际化法律服务网络，协调境内外资源，进而增强植德一站式服务的能力，更好地为客户解决实际问题、创造价值。

如果短期以三年计，长期以十年计，那么我们的具体目标是在短期内再吸引并招募至少5位合伙人，业务领域除了资本市场，还要覆盖诉讼仲裁与争议解决、一般商事、股权基金与私募融资及家事服务等。在人才招聘上，我们会秉承植德的办所理念，寻找、挖掘并吸引更多“专业至上、敢为人先、合作共赢、开放利他”的合伙人加入植德大家庭，一起打拼。与出身、教育背景及工作经历相比，我们更看重候选人的人品、能力与价值观。我们相信，香港法律市场上一定会有很多与我们志同道合的专业律师认同我们的办所与发展理念。从长期来讲，我们的目标是



在十年内使植德香港办公室成为内地客户在香港法律服务的首选律师事务所，并且实现香港办公室的本地化。即十年后，植德香港办公室不仅仅是要服务好植德的内地客户在香港的法律服务需求，同时可以作为一家提供全方位法律服务的律师事务所为香港本土客户提供优质的法律服务。

#### **Q4：植德香港办公室目前的业务领域有什么样的特点？与植德内地各办公室之间有哪些有益的联络和互动？**

植德香港办公室目前以境外资本市场业务为主，并购业务为辅，同时可以提供一般香港公司法方面的咨询服务。具体来说，在资本市场领域，我们的服务范围包括港股IPO、上市前融资与重组、上市后合规、上市公司私有化、关联交易、重大交易及资产重组、上市后再融资等等；在并购领域，我们可以协助客户进行私人公司的跨境并购以及涉及上市公司的公开收购；此外，我们亦可以对香港公司进行尽职调查并出具相关法律意见，审阅一般性商业合同，作为香港公司的常年法律顾问，就其业务发展中遇到的一般性法律问题提供咨询服务。

虽然我正式加入植德还不到一年，但和植德内地各办公室的互动还是非常频繁的。交流的方式多种多样，交流也比较深入与高效。

首先，在加入植德之初我就通过“植德夜话”这项植德独特而传统的活动，向各办公室合伙人介绍了我的成长经历、教育及执业背景、目前擅长的执业领域、香港办公室的发展近况及服务范围，使得其他办公室的合伙人可以迅速地了解我本人以及香港办公室的业务，非常有益于促进内部合作。香港同事作为植德资本市场部的成员也在今年秋季参加了植德资本市场部的团建活动，更增加了成员之间的了解与凝聚

力，有利于在境内外联动的项目中紧密配合。借助青岛办公室开业的机会，在青岛办的安排下我们香港办公室的合伙人还在青岛办公室为对港股上市感兴趣的潜在客户就全面备案制时代下境内企业境外上市监管核心要点、港股上市的基本要求、一般流程、特点与优势等组织了一场专题线下交流活动，面对面回答了客户关心的问题。这些交流都使得香港办公室可以在其他办公室的助力下进一步走近潜在客户，从而推动植德香港业务的拓展。



#### **Q5：国际化、出海成为越来越多中国企业的必选战略，他们在境外融资和海外业务布局方面都有很多想法，但同时也会有不少担忧，对此您有什么样的观察和建议？**

近年来，随着“一带一路”和“走出去”战略的不断深化与落地，以及中国企业总体实力的持续增强，出海以及国际化确实成了越来越多中国企业正在谋划或实施的发展战略。无论是海外业务布局还是境外融资，控制风险与保障收益一定是客户们最关心的话题。相信在制定相关战略及开始行动前，中国企业一定会协同相关行业或其他专业机构做过详细的市场调研，从商业角度研判项目的经济效益。但同时关于法律风险防控的研究与部署同等重要。为切实防控中国企业出海的法律风险，国家也是非常重视的，在

立法层面给予了相关指引。我们注意到早在2018年12月，国家发改委就联合七部门共同颁布了《企业境外经营合规管理指引》，旨在引导中国企业在境外经营中建立有效的合规管理框架与原则，从制度层面防控境外经营的法律风险。

中国企业走出去，已从前期的货物或服务走出去，逐渐过渡到人员、机构的走出去。随着各国对实体经济重视程度的提升，对来自中国的从技术至产品的端到端综合解决方案的需求已远大于对直接产品的需求。广大发展中国家迫切希望中国协助其提升基础设施配套能力及工业产品制造能力，一些发达国家亦欢迎中国在当地布局其产业较为薄弱的行业领域，如动力电池等。新的趋势催生新的法律服务需求，涉外律师的素质模型，已从过去的懂英语、懂外国法律逐步升级至懂当地市场、懂全球政经趋势、懂产业趋势、懂具体业务。

植德正是敏锐洞察到相关市场需求，吸引了一批具有全球多法域业务实战背景与境外教育背景的合

伙人牵头成立一支专门服务于中国企业走出去的团队，为走出去的中国企业提供覆盖跨境投资、研发、采购及生产至推广及销售、服务与品牌各个业务维度的相关法律服务。从交易端的跨境绿地投资及并购、ODI及备案等，至合规端的全球出口管制与贸易制裁、隐私与数据保护、海外用工、反垄断、EHS、金融合规等，辅以植德深厚积累的跨境争议解决经验，将为客户带来全新的一站式优质服务体验。综上，我的建议是有问题找植德，我们律所会根据客户的具体情况与特定需求，提供定制化的整体解决方案。

**Q6：香港的法律市场或者律师行业有哪些值得同行和客户关注的特点？目前处于什么样的发展阶段，在经历怎样的变化？对中资所到香港开设办公室有哪些影响？**

在“一国两制”的原则下，香港是中国唯一实行普通法制度的地区，又兼具与内地文化相通、地理相邻的优势。这些特点使香港成为向中国内地和外国企业提供国际法律服务的理想平台。作为中国内地和亚洲地区的一个重要枢纽，香港吸引了来自全球的投资者和企业，这也使得香港的法律市场充满了竞争和机会。

根据香港律师会2022年年报，截至2022年12月31日，在香港律师会注册的执业香港律师有11,457名，其中有7,930名执业律师是在律师事务所执业，约占总执业律师人数的69%。此外，有1,442名注册外地律师，覆盖34个司法区域。截至同日，香港律师事务所有931家，注册外地律师行有77家，这些注册外地律师行中有36家处于与香港本地所的联营阶段。可见香港是一个国际法律服务的枢纽。此外，香港法律市场的专业化及市场化程度都非常高，且香港的律师行通常都可以提供多语种的服务，这也使得香港的法律服



务更加便利。香港的律师行业也在持续创新，不断引进新的法律技术和服务模式，以便更好地为客户提供优质的法律服务。此外，许多香港律师事务所开始使用人工智能技术来帮助客户解决复杂的法律问题，例如帮助律师事务所处理大量的文书工作，进行相关法律法规文献的检索，以提高工作效率及服务质量。

虽然香港早在1840年代起就建立了英式法律制度，但那时的律师行业专业人士都是要在英国接受法律教育取得律师资格后才可在香港执业。直到20世纪60年代末，香港成立了本土的法学院才开始大量培养香港的法律人才。香港的法律市场及律师行业也开始伴随着香港经济的发展而蓬勃发展。中国内地改革开放后，大量外资融入大中华区进行投资，香港成为了跨国集团公司进军中国市场的门户，而香港律师更多

的是为国际投资者提供在华投资的相关法律服务。随着中国经济的不断发展壮大，以及“一带一路”政策下更多的中国企业走出去，香港的法律服务行业也在持续调整其业务重心，以满足市场需求。我切身的感受就是，过去十多年中越来越多有中国内地背景且有英美留学或工作经验的律师加入国际律所的香港办公室以及香港本地律所，凭借其东西方法律制度的理解以及双语工作语言的优势，可以更好地满足内地客户的境外法律服务需求。恰恰是这个转变给了中资律师事务所到香港开设办公室一个契机。我相信，植德筹建与运营香港办公室也是一个顺势而为的决定，定会有助于为客户提供更加优质全面的法律服务，进一步提升植德一站式服务的能力，并进而促进植德有方向有质量的规模化发展与国际化。 (完)



执行主编 | 李童云

责任编辑 | 杜莉莉 戴林璇 龚若舟

版式设计 | 肖逸霏

### 北京

东城区北京来福士  
办公楼5、12层  
电话：010-56500900  
传真：010-56500999  
邮编：100007

### 上海

长宁区长宁来福士  
T1办公楼18、25层  
电话：021-52533500  
传真：021-52533599  
邮编：200051

### 深圳

南山区科技园南路2666  
中国华润大厦9层  
电话：0755-33257500  
传真：0755-33257555  
邮编：518052

### 武汉

江岸区中山大道1505  
企业天地1号45层  
电话：027-82772772  
传真：027-82772773  
邮编：430014

### 杭州

西湖区双龙街99号  
三深商务大厦G幢6层  
电话：0571-86776616  
传真：0571-86776616  
邮编：310012

### 青岛

崂山区海尔路190号  
民生银行大厦12层  
电话：0532-83888339  
邮编：266100

### 成都

武侯区人民南路  
来福士T1办公楼2804  
电话：028-82360000  
邮编：610044

### 海口

龙华区国贸大道  
帝国大厦B座5楼512  
邮编：570125

### 香港

中环康乐广场1号  
怡和大厦33楼3310  
电话：852-22532700  
传真：852-28869282  
邮编：510000

