

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

中国金融服务实体经济现状报告

股票市场篇（2022）

2023年4月



摘要

2022 年中国股票市场服务实体经济呈现出三个主要特点：

1) 募资额下降，但仍位列全球首位。受宏观经济景气度的影响，2022 年 A 股 IPO 和再融资募资总额同比减少 13.4% 和 14.2%。但与全球其他市场相比，中国 A 股 IPO 表现仍旧亮眼，上交所、深交所 IPO 融资额分别名列全球第一位和第二位。

2) 为中小型企业提供了更多的融资支持。在沪深交易所获得融资的企业中，中小型企业占比有所提升。同时，北交所拓宽了小型企业进行股权融资的渠道，拉动了股转系统的中小微企业挂牌、定增、转板，多层次资本市场建设卓有成效。

3) 更多信息技术企业获得股权融资机会。于 A 股上市的信息技术企业数量同比增长 41.3%，募资额同比增长 102%。此外，于股转系统挂牌的软件与服务、技术硬件与设备企业数同比增加 3.4 倍。

目前，股票融资在社会融资总额中的占比仍较低，未来应继续推动 IPO、再融资常态化，继续引导资金为成长型、创新型企业提供支持。

* 北大汇丰智库宏观金融组（撰稿人：岑维、吴佳璇、谢玉欢。）

成稿时间：2023 年 4 月 7 日

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、首次公开发行 (IPO)

1、A 股 IPO 热潮有所降温但仍领跑全球, 科创板和创业板成为 IPO 主力

以证券网上发行日期为统计口径，2022 年中国 A 股上市新股数量为 416 家，较 2021 年减少 104 家 (-20%) (图 1)，IPO 融资总额为 5223 亿元，较 2021 年下降 806.7 亿元 (-13.4%) (图 2)，A 股 IPO 市场活跃度相较于前两年有所下降。其中，上证主板的降幅最突出，新股数量同比下降 65.5%，IPO 募资总额则同比大跌 74.3%，是 A 股 IPO 总量下降的最大因素。深证主板、北证是实现新股数量以及募资总额同比“双增长”的两大板块。

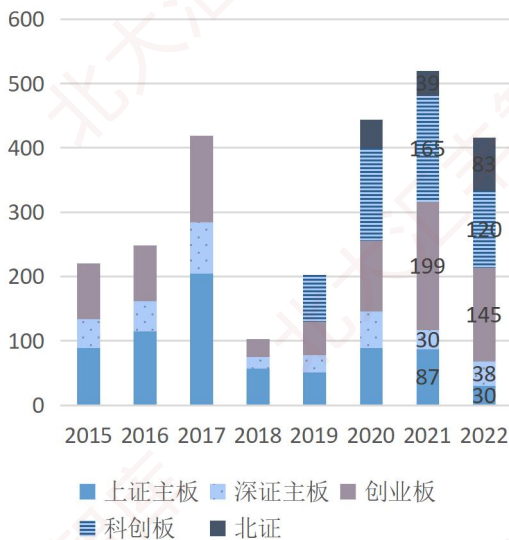


图 1: 交易所市场新股数量 (单位: 家)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

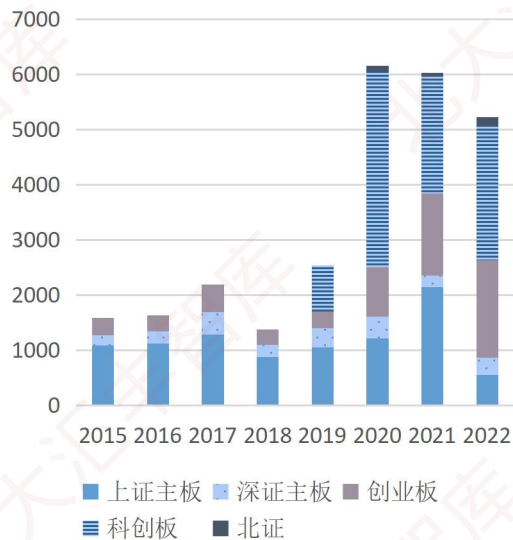


图 2: IPO 募资总额 (单位: 亿元)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

备注: 北证 2021 年 11 月 15 日之前数据为原新三板精选层的新股发行数据 (下同)。

但与全球其他市场相比，中国 A 股 IPO 表现仍旧亮眼，体现较强韧性。据统计，2022 年全球 IPO 融资额仅为 1800 亿美元，较 2021 年的 4680 亿美元大幅下滑 61.5%¹。而中国 A 股 IPO 市场在全球 IPO “寒冬” 中仍表现突出，IPO 数量和募资总额超过全球其他各大市场，上交所、深交所 IPO 融资额分别名列全球第一位和第二位²。在海外流动性大幅收紧的背景下，国内宏观流动性仍保持合理充裕，

¹ 参考消息 (2022-12-16) “中国 IPO 融资额占全球 “半壁江山””，

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1752343784857425703&wfr=spider&for=pc>

² 中国新闻网 (2022-12-14)，“德勤：2022 年上交所和深交所 IPO 融资额列全球第一第二位”，

全面注册制的稳步推进，充分发挥了中国资本市场直接融资功能，股权融资支持实体经济发展的能力持续增强。

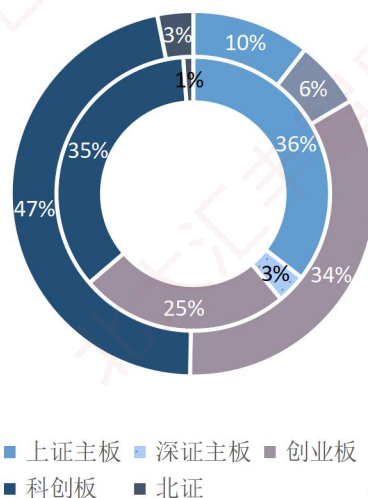
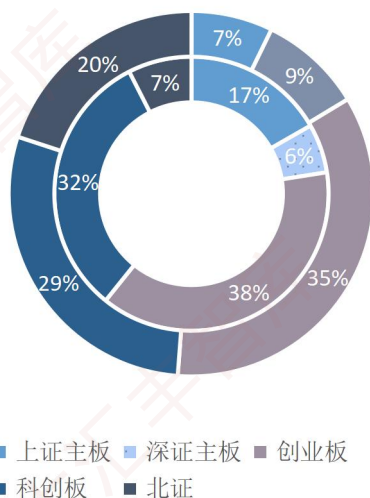


图 3：2021-2022 年 IPO 新股数量板块分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

备注：外圈为 2022 年数据，内圈为 2021 年数据。

图 4：2021-2022 年 IPO 募资总额板块分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

从上市板块占比来看（图 3），创业板、科创板成为 A 股 IPO 市场主力。从 IPO 数量看，创业板和科创板分别以 145 只新股和 120 只新股排名第一位和第二位，约占 2022 年 A 股 IPO 总数量的 64%。从 IPO 募资总额看，科创板和创业板分别以 2431 亿元和 1763 亿元位列前二，约占 A 股总融资额的 80%。2022 年 A 股前十大 IPO 融资额中，有 7 家来自科创板、2 家来自创业板。实行注册制的三大板块（科创板、创业板、北证）的 IPO 新股数量占比从 2020 年 67.1%、2021 年的 77.5% 稳步提升至 83.7%；IPO 募资额占比也从 2021 年的 61% 提升至 2022 年 84%，表明注册制改革有效促进了 IPO 供给的增加，增强了资本市场吸引力，A 股融资功能进一步增强，股市服务实体经济质效提升。

2、战略性新兴产业 IPO 占比大幅增加

分行业看，A 股市场近两年新股以信息技术、工业、医疗保健和材料企业为主，2022 年 IPO 数量占比分别为 35.3%、24.0%、12.7% 和 14.2%，募资额占比分别为 40.8%、18.1%、14.7% 和 12.8%。其中，信息技术行业 IPO 增长最为突出，

新股数量同比增长 41.3%，募资额同比增长 102%。可选消费、日常消费等行业 IPO 显著减少，降幅达 50%，这可能与疫情影响下消费低迷等因素有关。金融类企业 IPO 数量和融资规模延续下降趋势，2022 年仅有 3 家金融企业在主板上市。

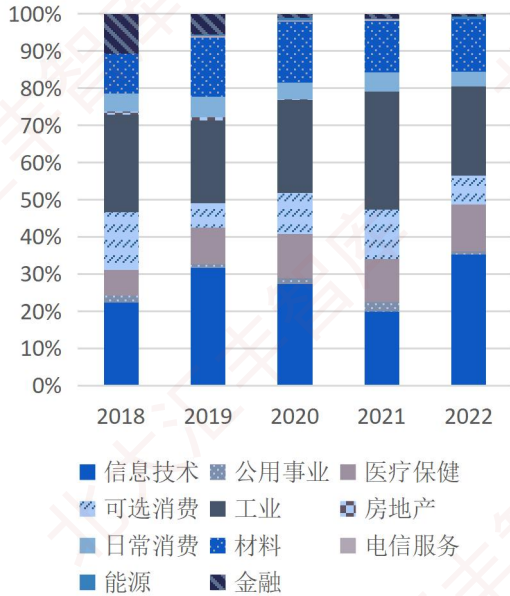


图 5：近五年 IPO 新股数量行业分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

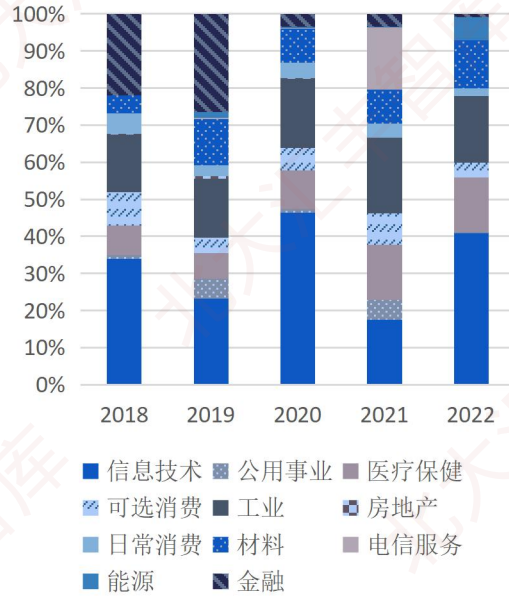


图 6：近五年 IPO 募资总额行业分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

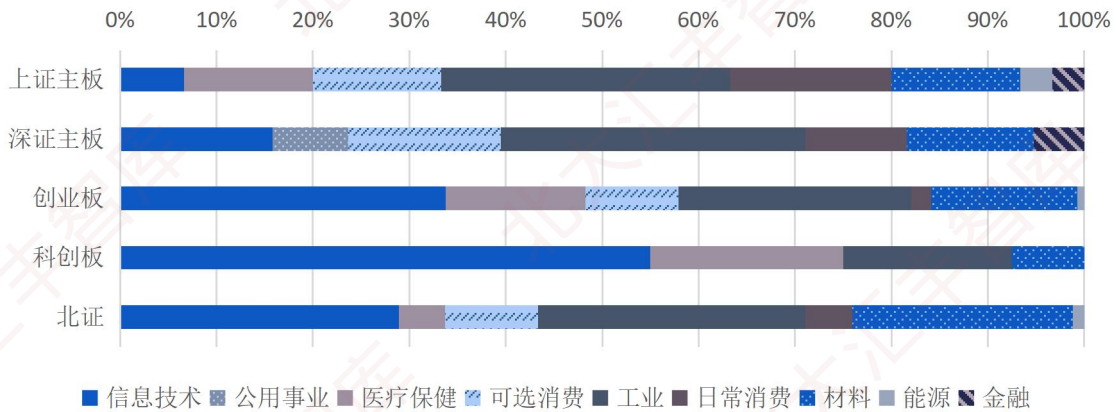


图 7：2022 年各上市板块 IPO 新股数量行业分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2022 年，上证主板 IPO 主体中，工业、消费类（包括日常消费和可选消费）行业企业数量占比均达到 30.0%；深证主板 IPO 主体中，工业、可选消费、信息技术企业数量占比分别为 31.6%、15.8%、15.8%；创业板 IPO 主体中，信息技术、工业、材料、医疗保健企业数量占比分别为 33.8%、24.1%、15.2%、14.5%；科创板 IPO 主体中，信息技术、医疗保健、工业企业数量占比分别为 55%、20%、

17.5%；其中上市的专精特新企业最多，占当年全部专精特新新股的38%¹。北交所IPO主体中，信息技术、工业、材料企业数量占比分别为28.9%、27.7%、22.9%。

整体而言，两大主板IPO主体覆盖行业较为多元，而北交所和两大创新板块仍相对聚焦高新技术行业。“十四五”时期是我国发展战略性新兴产业的关键时期，随着加快建设科技强国、实现高水平科技自立自强目标的推进，“硬科技”企业成为重要扶持和培育对象，同时叠加北交所、科创板服务创新创业企业的定位，近年来，新一代信息技术、高端装备制造、新材料、医药生物等高新技术企业上市数量比重提升，科技型创新企业通过资本市场融资的渠道有效拓宽，资本市场支持“硬科技”类实体经济发展、支持战略性新兴产业企业上市、提升资本市场对创新创业的促进作用进一步凸显。

3、中小型企业IPO数量持续增加，北交所为民营企业、中西部地区企业提供更多融资支持

在IPO主体规模结构方面，近三年A股服务中小型企业IPO融资的比例持续提升，从IPO主体数量占比看，对中型企业的支持比例从2020年的38.83%提升至2022年的50.96%，对小型企业的支持比例则从2020年的5.64%提升至2022年的11.06%。其中，小型企业IPO数量增长主要来源于北交所，2022年有23家小型企业IPO选择在北交所进行，占小型企业IPO数量总数的50%。此外，科创板对中小企业的支持比例也高于创业板和两大主板。注册制改革深化以及北交所的成立有效提升了上市条件包容性，拓宽了中小型企业融资渠道，多层次资本市场构建更进一步完善，服务中小型企业发展支持力度进一步提升。

在IPO企业所有制性质结构方面，2022年A股IPO中民营企业占比为84.34%，中央国有企业占3.61%，地方国有企业占5.06%，外资企业和公众企业均占3.37%，近三年仍保持以民营企业为主体的IPO企业所有制结构。北交所、创业板以及深证主板对民营企业的支持占比均高于沪市两板，分别为87.95%、88.97%和86.84%。

¹ 金融界（2022-12-17），“今年A股IPO融资额同比增9% 超百家专精特新企业上市”，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1752403307759657543&wfr=spider&for=pc>

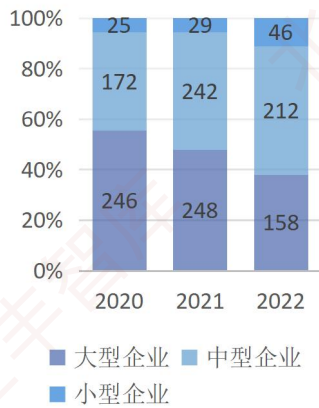


图 8: IPO 新股数量企业规模分布
数据来源: Wind, 北大汇丰智库
注: 企业规模划分标准参考《大类统计上大中小微型企业划分办法(2017)》以及《金融业企业划型标准规定》。

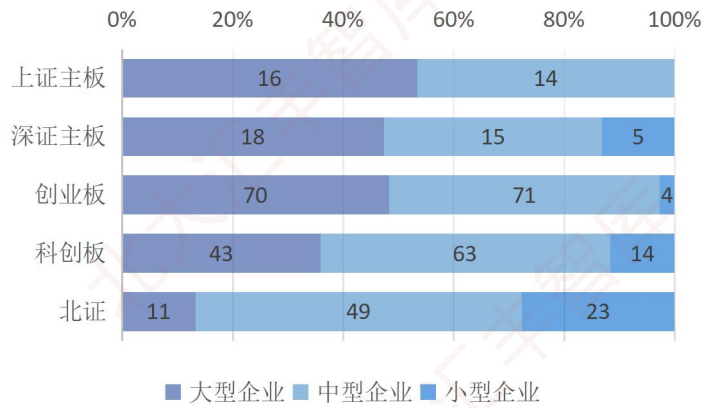


图 9: 2022 年各上市板块 IPO 新股数量企业规模分布
数据来源: Wind, 北大汇丰智库



图 10: IPO 新股数量企业性质分布
数据来源: Wind, 北大汇丰智库

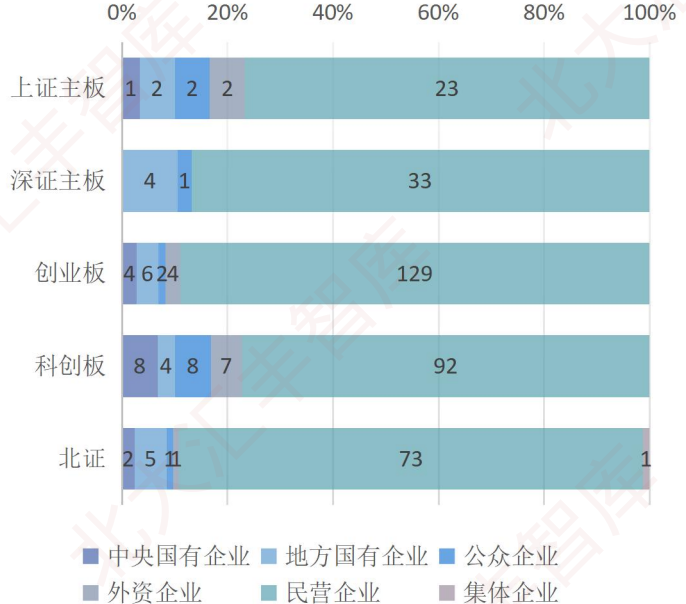


图 11: 2022 年各上市板块 IPO 新股数量企业性质分布
数据来源: Wind, 北大汇丰智库

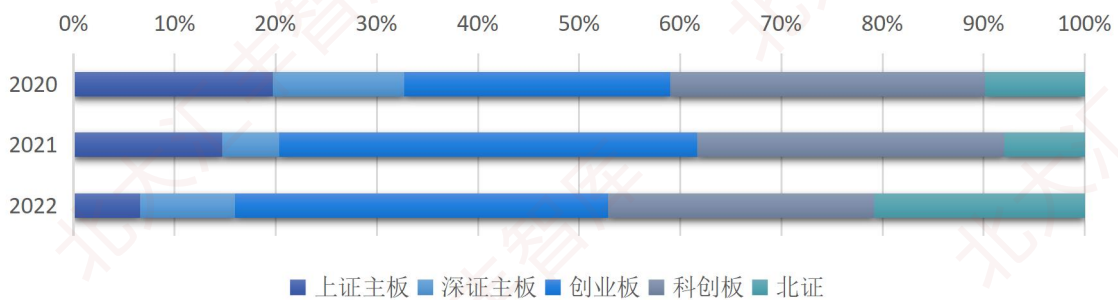


图 12: 2020-2021 年民营企业 IPO 在各上市板块的数量占比
数据来源: Wind, 北大汇丰智库

从民营企业内部 IPO 上市板块分布看，从 2020 到 2021 年，选择上证、深证两大主板发行新股的民营企业数量占比从 32.71% 下降到 16.00%，而选择创业板的比例从 26.33% 上升 36.86%，提升近 10 个百分点；选择北交所的占比也从 9.84% 上升至 20.86%，增加近 11 个百分点；而选择科创板进行 IPO 的民营企业数量占比从 31.12% 小幅下降至 26.29%。民营企业 IPO 热门板块从以科创板、创业板为主逐渐转变为以创业板、科创板、北交所为主的格局，北交所支持民营企业 IPO 成效明显提升。

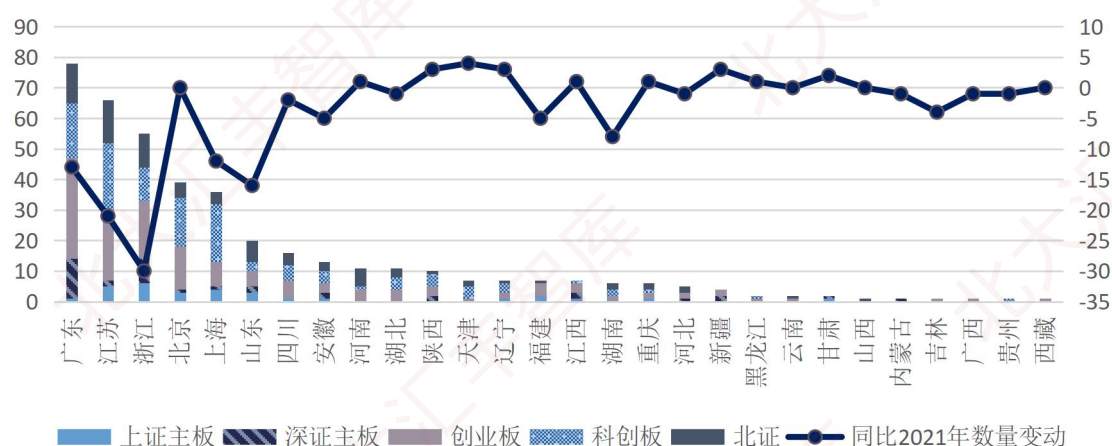


图 13：2022 年各省市 IPO 数量及相对 2021 年的变化（单位：家）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

分上市公司所属地区看，对比 2021 年和 2022 年各省（市）IPO 数量排名，排在前 8 位的省（市）名单没有变化，分别是广东、江苏、浙江、北京、上海、山东、四川和安徽，其年度 IPO 总数分别为 78、66、55、39、36、20、16 和 13 家，但相较于 2021 年 IPO 绝对值数量均有不同程度下降。其中，广东省、四川省和北京市的 IPO 数量降幅则小于 15%，IPO 韧性较足；而安徽省、上海市和江苏省 IPO 数量降幅接近 -25%，山东省和浙江省 IPO 数量降幅最大，分别为 -44.4% 和 -35.3%，表明在 2022 年整体经济不景气的情况下，“长三角”经济圈及其周边区域的企业 IPO 韧性较弱。在整体排位第 8 名以外，IPO 数量排名有显著提升的省市还包括天津市（从第 19 位上升至第 12 位）、辽宁省（从第 18 位上升至第 12 位）等，而排位下降明显的省市包括湖南省（从第 9 位下降至第 16 位）和吉林省（从第 16 位下降至第 23 位）等，区域 IPO 数量波动的分化特征凸显。

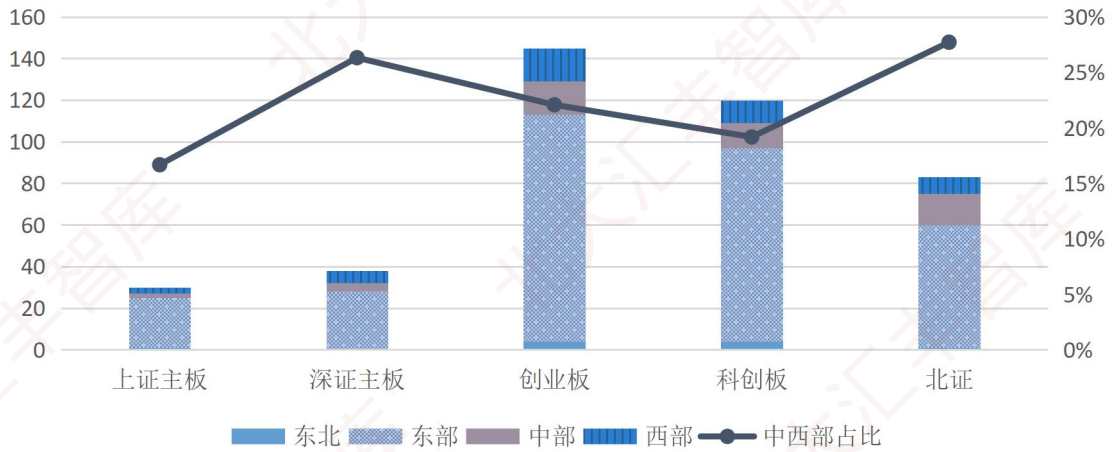


图 14：2022 年各上市板块 IPO 企业注册地的区域分布（单位：家）及中西部 IPO 数量比重
数据来源：Wind，北大汇丰智库

分四大区域单元统计（图 14）发现，北交所已成为中部、西部地区企业 IPO 的重要注册地。2022 年，北交所 IPO 企业中有 27.7% 来自中西部地区，高于创业板的 22.1% 和科创板的 19.2%。虽然这一比例在深证主板也较为接近（26.3%），但从绝对数量上看，北交所支持中西部地区企业 IPO 总数仍多于深证主板。北交所对中西部欠发达地区中小企业的 IPO 支持，有效延伸了资本市场服务范围，提升了直接融资覆盖面，对增强资本市场普惠性具有重要意义。

4、科创板、创业板 IPO 费率下降，融资效率提升

在 IPO 融资效率方面，2022 年上证主板、科创板、深证主板、创业板平均单家企业 IPO 募资额分别为 18.3、20.3、8.3、12.2 亿元，沪市两板平均单家企业 IPO 募资额明显高于深市两板。北交所的定位服务中小型创新企业融资，相应募资额与 IPO 企业中小规模对应，平均单家企业 IPO 募资额仅为 2.0 亿元。在发行费率方面，2022 年各板块上市公司平均发行费率由高到低排名分别为深证主板（11.35%）、北交所（11.32%）、上证主板（10.87%）、创业板（9.78%）和科创板（8.19%），两大主板和北交所的发行费率显著高于创业板和科创板。

前后两年对比来看，2022 年上证主板平均单家企业的 IPO 募资额相比 2021 年有所降低，而平均发行费率上涨近 2 个百分点，综合来看其融资效率有所下降；科创板和创业板平均单家企业的 IPO 募资额相比 2021 年显著提升，而平均发行费率下降近 3 个百分点，IPO 融资效率提升显著。北交所 IPO 平均募资额不高，但

平均发行费率却与主板相近，需要进一步提升中小企业 IPO 融资效率。

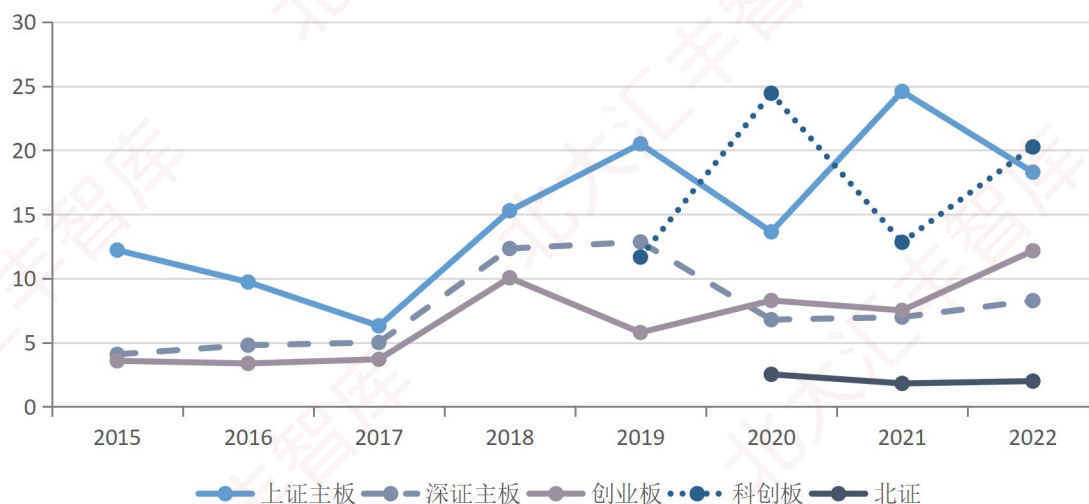


图 15: 平均单家企业 IPO 募资额 (单位: 亿元/家)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

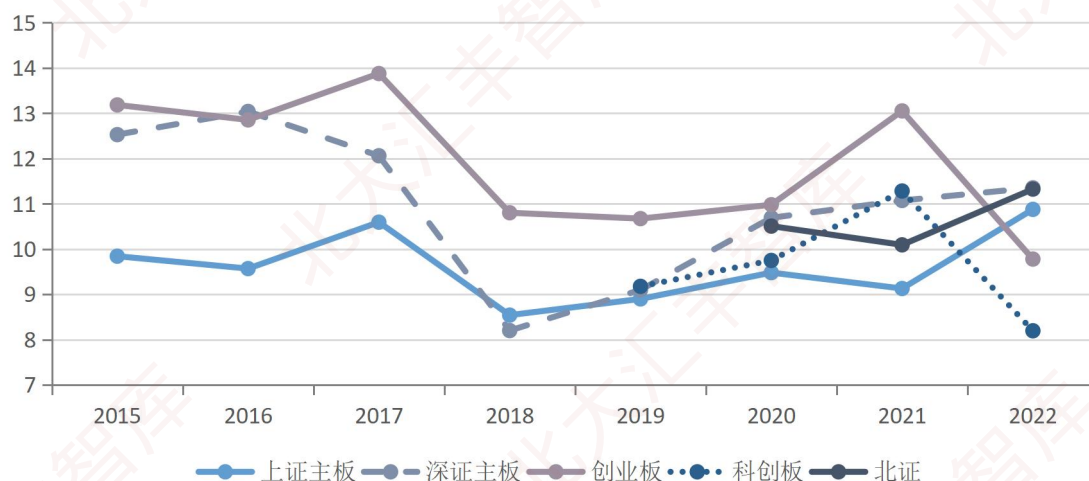


图 16: 上市公司平均发行费率 (单位: %)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

5、主板 IPO 抑价问题进一步改善，注册制板块“破发潮”涌现

2022 年，核准制板块 IPO 抑价问题进一步改善。首先，上证主板、深证主板平均未开板涨停板天数分别为 3.9 天和 4.2 天，相较于 2021 年分别下降 0.5 天和 1.4 天。其次，上证主板、深证主板新股上市平均首日涨幅略有下降，分别为 41.9% 和 43.2%，相较于 2021 年水平分别下降 0.48 个百分点和 0.94 个百分点。此外，两大主板新股 5 日、10 日以及 20 日涨跌幅度的差距呈收窄趋势（图 17）。其中，上证主板新股发行 20 日涨跌幅（29.9%）趋近于 10 日涨跌幅（29.4%），而深证

主板新股发行 20 日涨跌幅（39.8%）与 10 日涨跌幅（27.4%）的差异较大，深证主板抑价问题仍旧比上证主板更为突出。

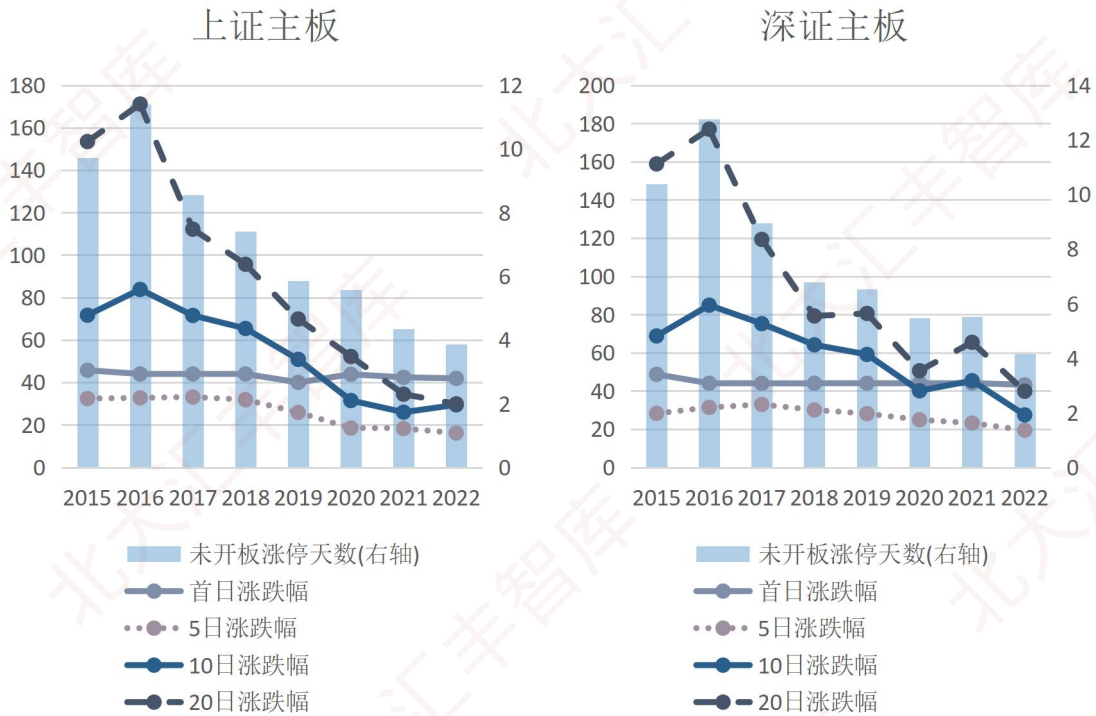


图 17：核准制板块 2015-2022 年新股上市后涨跌幅变化情况（单位：%、天数）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

此外，注册制板块 IPO 定价效率有所提升。2022 年，创业板、科创板和北交所新股上市后首日涨幅较 2021 年均明显降低且回落至较合理区间，同时 5 日、10 日和 20 日涨跌幅差异缩小且趋于零点，表明以往 IPO 初期因投资者炒作新股导致“大涨大跌”的资产泡沫现象明显得到一定遏制，注册制的实行有效提升了相应板块的 IPO 定价效率，促进了市场价格发现，有利于股票市场的长期健康发展和服务实体经济的作用。

2022 年 A 股 IPO 的新特征是破发率显著上升。2021 年，上市首日破发企业仅 22 家，破发率仅为 4.2%；而 2022 年，上市首日破发企业增加至 121 家，破发率大涨至 29.1%（图 19），创历史新高。分板块来看，北交所破发率最高（50.6%），近一半 IPO 企业在上市首日均跌破发行价，科创板破发率为 40.83%，创业板破发率为 20.69%，均明显高于以往平均水平。注册制板块破发率大涨的主要原因，一是 2022 年宏观经济下行压力较大，市场低迷；二是，在注册制模式下新股定价进一步市场化。资本市场对于科创板、创业板战略性新兴产业领域新股的热捧导致

其 IPO 估值偏高，而市场自发价格调整导致破发产生。Wind 数据显示，2022 年 A 股新股平均首发市盈率为 51.69 倍，同比 2021 年增长 42%，为近十年来新高。分板块看，主要受科创板（平均首发市盈率为 101.21 倍）的高发行估值所带动。

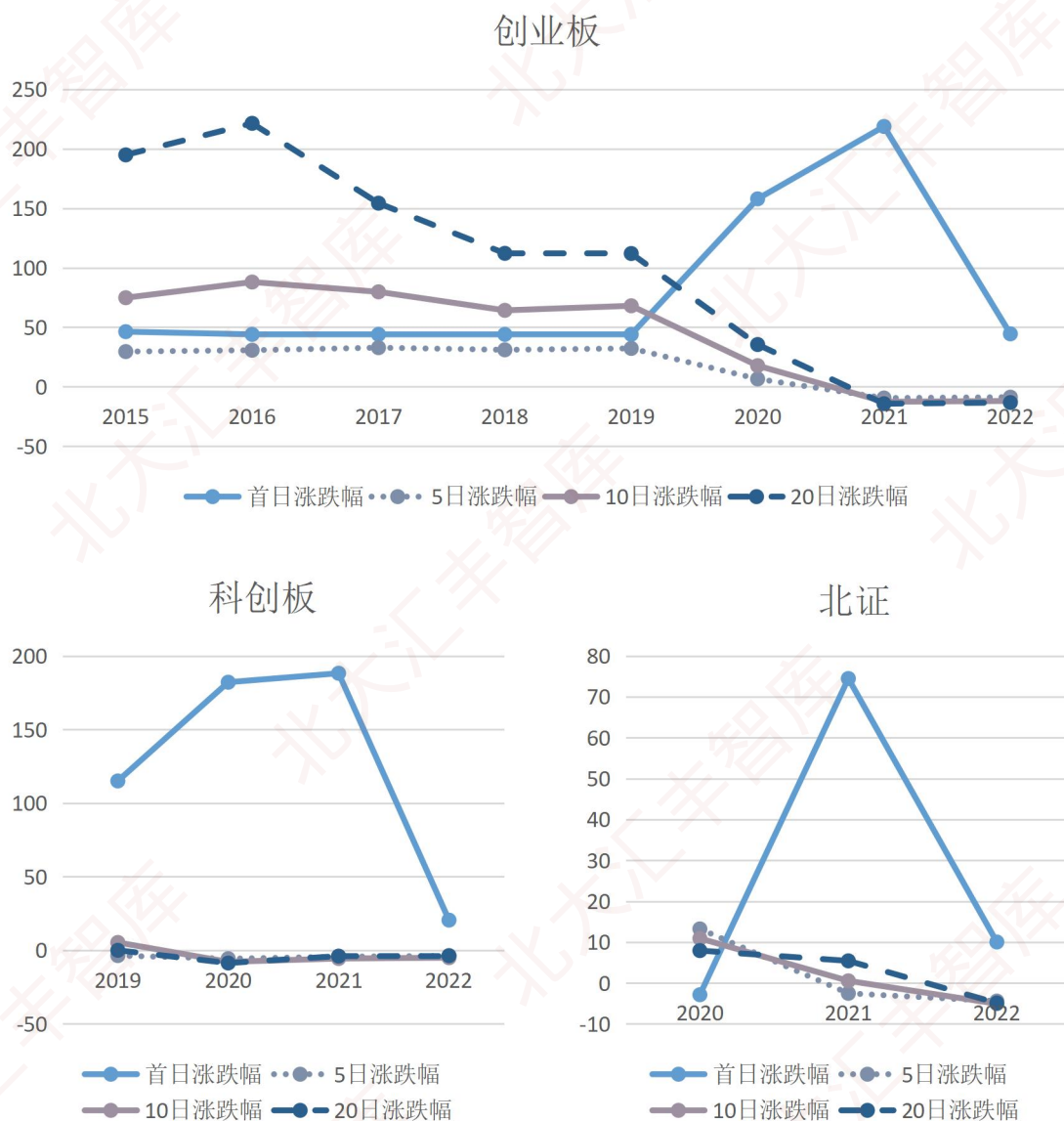


图 18：注册制板块新股上市后涨跌幅变化情况（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

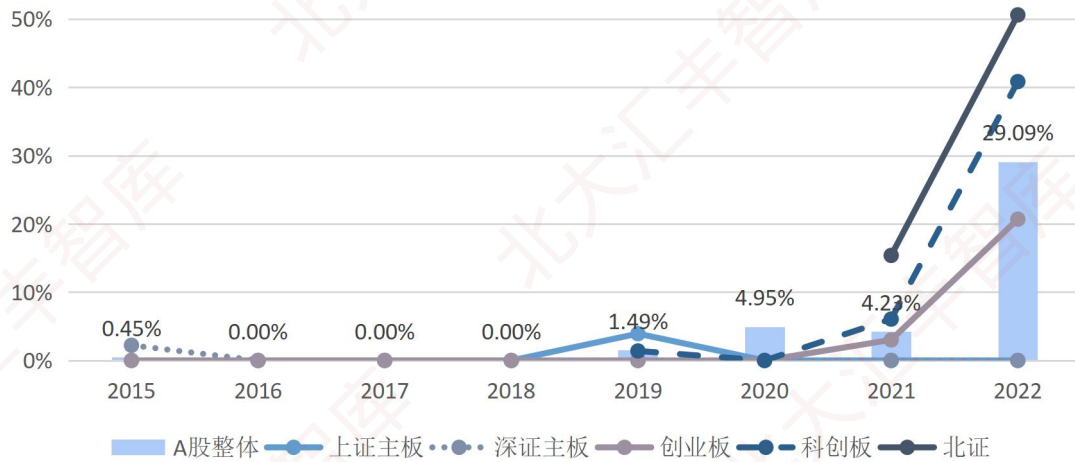


图 19：近五年 A 股市场整体及各上市板块 IPO 首日破发率（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

注册制推行初期常常面临股票供求关系转变、股价非理性波动等问题，因此当下阶段的新股破发是一种正常现象，属市场自发价格调节机制的反应，有利于引导投资者纠正“打新稳赚不赔”预期，树立正确的价值投资观念和 risk 意识，促进申购新股行为的理性化。但也应注意到，破发的常态化、长期化也可能挫伤市场投资热情，降低企业融资积极性，不利于股票市场发挥投资功能和资源配置功能。因此，未来仍需进一步完善注册制下的新股发行定价机制和相关监管措施，优化价格形成机制，提升市场价格发现效率，使得 A 股 IPO 破发率趋于合理区间，提升资本市场的资源配置效率，更好地服务实体经济的发展。

6、常态化退市机制初显成效，A 股退市量创新高

自 2020 年退市新规发布以来，A 股市场退市制度建设日益完善，常态化退市机制成效初步显现。2022 年，A 股退市公司数量大幅增长至 46 家（图 20），相较于 2021 年增长 130%，创历史新高，同时也超过新规实施前 2018-2020 年期间退市公司数量的总和。从上市板块分布看，2022 年 A 股退市公司中上证主板有 18 家、深证主板有 17 家、创业板有 8 家、北交所有 3 家。在退市原因方面，2022 年 A 股有 25 家公司触及“财务类退市指标”（表 1），占比接近五成。经营不善、财务状况异常等问题仍是导致上市公司退市的主要原因。

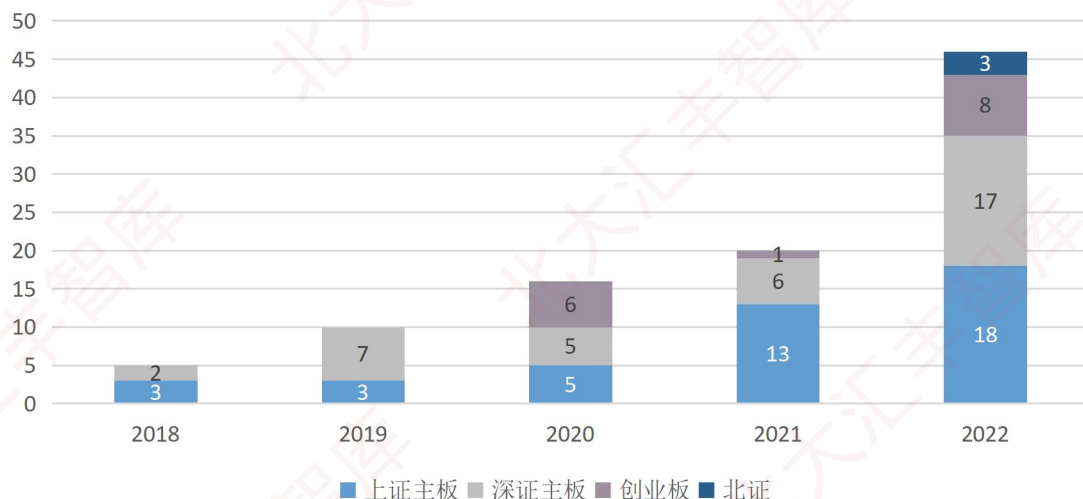


图 20：2018-2022 年 A 股退市公司数量统计（单位：家）

数据来源：东方财富 Choice 数据，北大汇丰智库

表 1：2022 年 A 股退市原因统计（单位：家）

原因分类	终止上市原因	北证	创业板	上证主板	深证主板	总计
交易类	连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元				1	1
财务类	最近三个会计年度经审计的期末净资产均为负值				1	1
	被*ST 后首个会计年度被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告		6	6	11	23
	被*ST 后首个会计年度被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；未在法定期限内披露年报			1		1
规范类	未在法定期限内披露年报		1			1
其他	上市公司被吸收合并				1	1
	公司申请终止挂牌	3				3
	恢复上市申请未获同意				1	1
	其他被终止上市的情形		1	11	2	14
总计		3	8	18	17	46

注：退市原因分类标准参照两市“退市新规”所规定的触发强制退市的四大类情况，即交易类、财务类、规范类、重大违法类。

资料来源：东方财富 Choice 数据，北大汇丰智库

上述数据表明，两年间 A 股常态化退市机制建设已初显成效。实施新退市制度改革、构建与注册制相匹配的退市机制，有利于加快出清垃圾股和僵尸、空壳企业，营造资本市场有进有出、优胜劣汰的良好生态；有利于通过市场化手段提升上市公司整体质量，优化股市资金配置，更好地服务实体经济发展。未来，一

方面仍需要进一步优化常态化退市机制，针对不同行业、不同市场板块等建立多元化、差异化的退市标准体系，增强退市标准的可操作性；同时，简化退市流程，提高退市效率，加强退市监管力度；另一方面，还需加快完善退市配套制度体系建设，为公司提供多元化的退市方式或转变机制，为投资者提供退市相关合法权益保障和司法救济。

二、再融资 (SEO)

1、A 股再融资总量明显下降，优质项目稀缺

股票市场的再融资功能是上市企业实现长期融资的重要途径，也是股票市场服务实体经济的重要途径。2022 年上市公司再融资总量较 2021 年明显下降，2022 年上市公司通过增发、配股、优先股、可转债共募集资金 10581.10 亿元，较 2021 年减少 14.15%（图 21）。2022 年 4 个季度募资额同比变化率分别为-22.03%、-35.44%、41.42%、-28.95%，上半年下降程度尤为突出，这与宏观经济景气度密切相关。

定增仍是上市公司再融资的主要工具：2022 年，定向增发募资 7230.25 亿元，同比减少 20.43%；可转债募资 2735.58 亿元，同比减少 0.30%；配股募资 615.26 亿元，同比增加 24.71%；没有企业使用公开增发或发行优先股的手段融得资金。

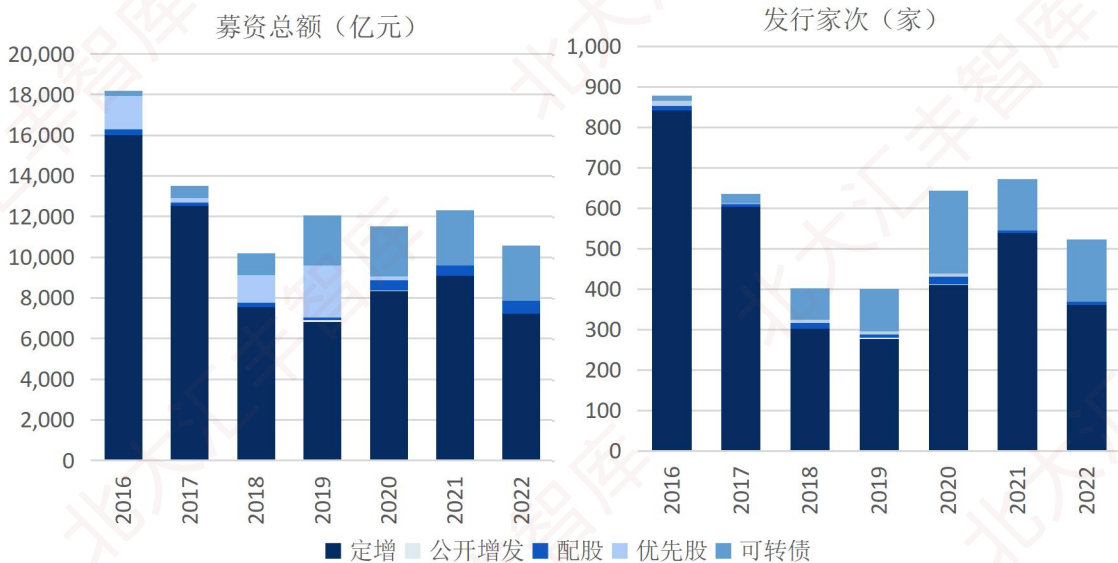


图 21: A 股再融资规模统计

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

2022年定增平均发行费率为1.78%，较2021年下降0.08%，可转债平均发行费率为1.41%，较2021年增加0.10%，总体费率变化较小。定增项目从初始预案公告到证监会审批公告的时间增长，平均延长了一个月，而从审批通过到发行的时间在缩短（图22）。可转债市场同样出现类似的趋势，可转债项目从预案公告到证监会核准公告的时间平均增加34天，而从核准公告到发行公告平均缩短10天。此外，定增项目中，足额募资项目占比由2021年的71.09%增加至76.90%。**2022年再融资市场资金供给较为充裕而优质项目则较为稀缺。**

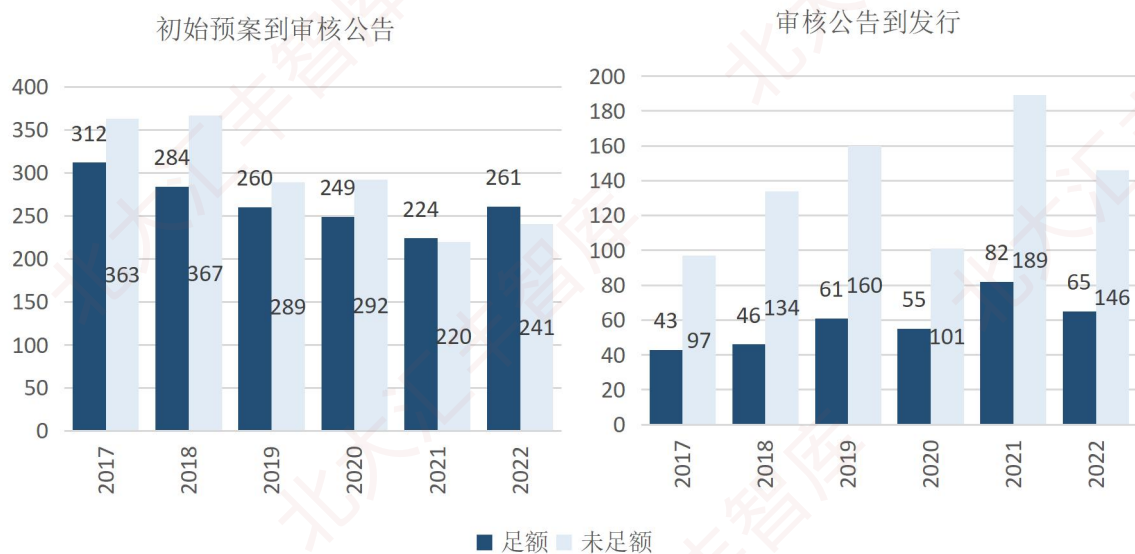


图 22：定增项目发行周期统计（单位：天）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2、传统服务业募资额大幅减少

资本货物、材料、银行仍然是获得最多再融资募资额的三类行业（图23）。其中，医疗保健设备与服务、能源、公用事业的再融资募资额较2021年增长较多，分别增加289.65%、92.03%、83.44%；技术硬件与设备、软件与服务、媒体、食品饮料与烟草、零售业、消费者服务的再融资募资额则有较大幅度的缩减，分别减少49.04%、54.61%、55.03%、55.32%、91.36%、92.03%。2022年传统服务业受到疫情冲击较大，募资额大幅减少。此外，金融业仍旧是平均募资额最高的行业，银行和多元金融平均募资额分别为136.43和81.36亿元，远高于20.81亿元的平均水平。

2022 年定增的企业中，68.42%为制造业企业，较上年减少 1.68%；5.85%为信息传输、软件和信息技术服务业企业，较上年减少 1.48%；金融企业的占比则由 1.78 降至 2.05%。发行可转债的企业中，79.05%为制造业企业，较上年增加 2.38%；6.08%为信息传输、软件和信息技术服务业企业，较上年增加 1.91%；金融企业的占比则由 5.83%降至 4.05%。从公司数量来看，行业结构变化较小。

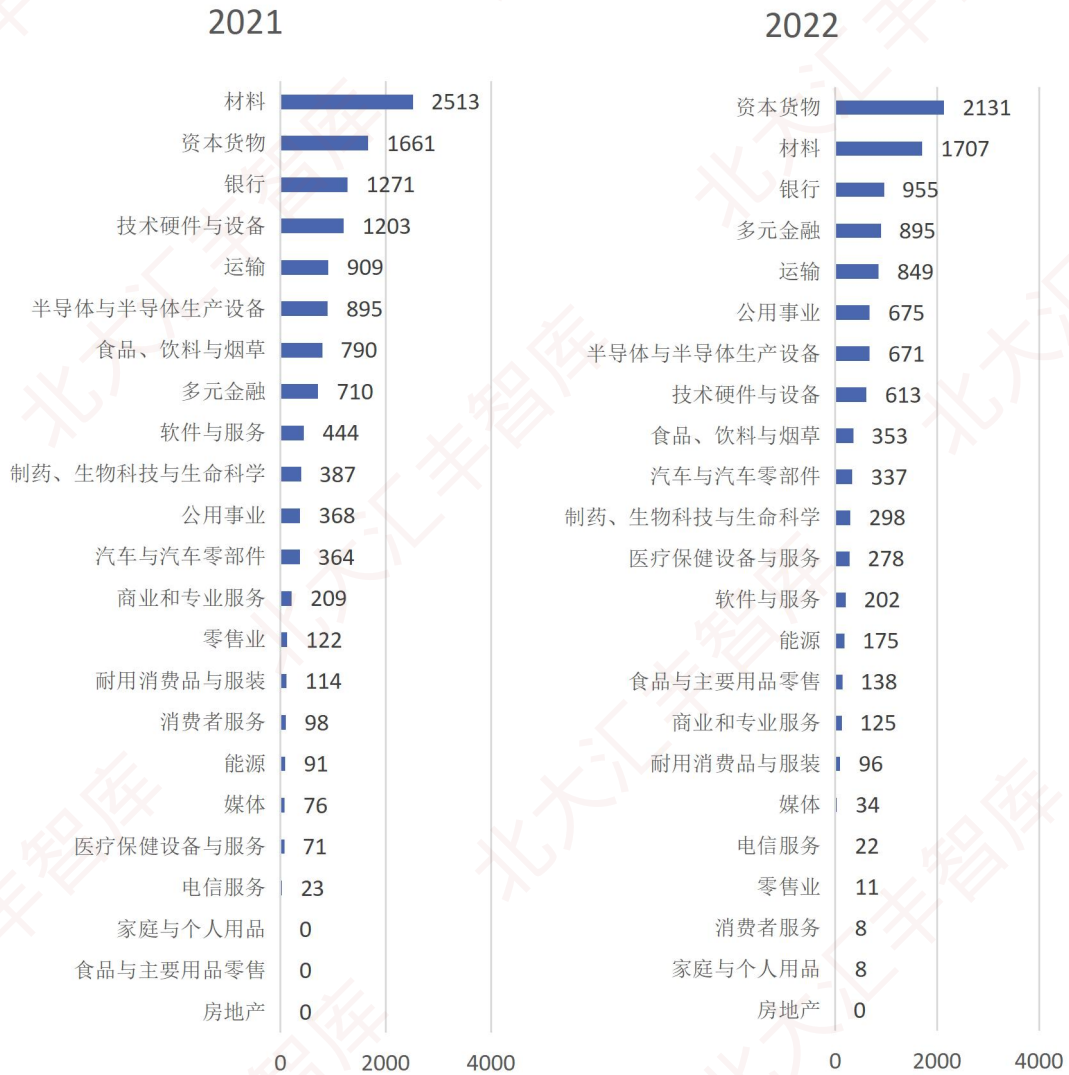


图 23：再融资募资额行业分布（单位：亿元）

注：包括增发、配股、优先股、可转债发行；分类方式为 Wind 行业分类

数据来源：Wind，北大汇丰智库

3、融资主体以大型民营企业为主，小型企业占比增多

2022 年获得再融资的企业仍以大型企业为主，但小型企业的占比也逐渐增多。定增企业中，大型、中型、小型企业占比分别为 75.73%、22.51%、1.75%，小型

企业占比较上年增加 0.96%。发行可转债的企业中，大型、中型、小型企业占比分别为 75.68%、22.30%、2.03%，小型企业占比较上年增加 1.12%。

民营企业仍是再融资的主要服务对象。定增企业中，民营企业、地方国有企业、中央国有企业、公众企业、外资企业占比分别为 61.40%、20.47%、9.94%、4.97%、2.63%，与上年基本一致。发行可转债的企业中，民营企业、地方国有企业、中央国有企业、公众企业、外资企业占比分别为 81.76%、8.78%、2.70%、4.05%、2.70%，民营企业占比增加 5.09%。

获得再融资的企业仍主要集中在广东、浙江、江苏、北京、上海。大部分地区的再融资企业数量明显减少（图 24），仅有浙江、云南、辽宁、福建、海南的再融资企业数量较 2021 年有所增加。上海、广东、北京、江苏的再融资企业分别减少 23、22、21、16 家。

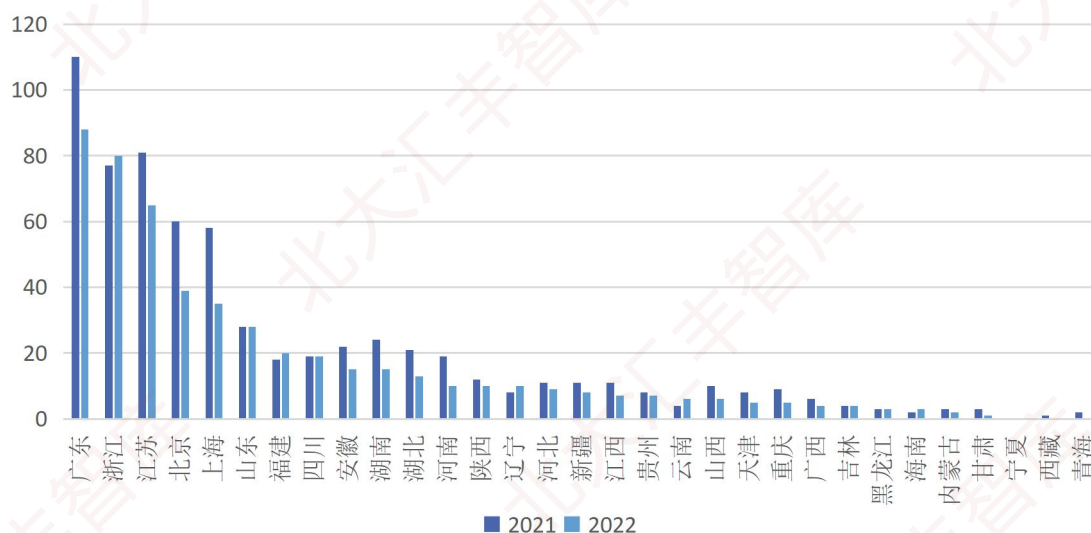


图 24：再融资企业区域分布（单位：家次）

注：包括增发、配股、优先股、可转债发行

数据来源：Wind，北大汇丰智库

4、房企再融资放开，缓解房地产行业危机

2022 年 11 月 28 日，证监会发布了恢复上市房企和涉房上市公司再融资的政策措施，支持房地产企业“保交楼、保民生”，支持“同行业、上下游”整合，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。

此次政策调整允许符合条件的房企实施重组上市，发行股份或支付现金购买

涉房资产，同时可募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，但不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。此次放开的募集资金使用用途相对于 2014-2016 年房企股权融资开放期更为宽泛。此举有利于消化出险房企存量资产，加快行业并购整合，对资金用途加以限制，也可避免房企资金滥用导致的无序扩表。同时此次政策放开房企非公开方式再融资，主要用于“保交楼、保民生”相关项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及补充流动资金、偿还债务等，可缓解房企偿债压力，进而保交楼，长期对提振销售信心也有积极作用。

证监会主席提出，本轮改善房企资产负债表计划对象为优质房企。之所以提出优质房企，是因为房地产行业已经告别了草莽遍地、野蛮生长的初创期、成长期，而是已经进入了房企资质差异巨大、竞争日趋激烈的成熟期。如今，房地产企业在管理能力、财务稳健性方面的差异日益突出，体现为战略定位、产品能力、运营周转、财务管控等各个方面，财务指标可参考三道红线、合同负债/有息负债等，而且相关差异在本轮房企出清过程中体现地淋漓尽致，出险房企可能在本轮政策中受益度不高。

过去数年，在“服务实体经济”的号召下，股票市场对于“虚体经济”的容忍度极低，房地产企业的股权融资均受到限制。但简单地将房地产企业归为“虚体经济”，其他行业归为“实体经济”是不合适的。行业分类无法完全界定虚实经济的边界，虚实的边界在于投机性和泡沫化¹。目前的股票市场融资结构与中国宏观经济发展结构仍旧存在一定程度上的错配，在房地产行业流动性风险危及金融系统稳定的当下²，放开房企股权融资渠道有助于房企解决流动性问题，缓解风险。涉房上市公司已恢复部分再融资功能，未来在增强资金用途监管的条件下可给予进一步的放松政策。

5、重组数量与通过率提升，国有公司是主力

2022 年，A 股全板块共审核上市公司资产重组 50 家次，审核通过 46 家，否决 4 家，整体过会率 92%。2022 年审核的上市公司资产重组家数自 2015 年以来首

¹ 北大汇丰智库《中国金融服务实体经济现状报告——股票市场篇（2021）》

² 北大汇丰智库《上市公司联动性风险分析报告（2022 年）》

次实现上升，2022年相比2021年增长了16.28%。但相比上一轮并购潮，项目数量依旧只有高峰时期的零头。2022年，全年审核的通过率稳中有升，从2020年的81.01%稳步上升至2022年的92%。尤其是创业板、科创板等实行注册制的板块，审核通过率为100%，极大地拉高了整体的审核通过率。审核通过率的提升，一方面是上市公司重组更加注重资源整合与产业协同，盲目重组情形变少了；另一方面，注册制对于并购交易信息披露要求的提高有效地筛选了交易标的质量、提升了重组交易的整体质量。审核通过率的提升并不意味着审核标准的降低。创业板、科创板等注册制板块总体延续了证监会重组委审核思路、审核标准，全市场上市公司并购重组审核标准较为统一且一如既往的严格，标的资产的持续盈利能力以及“三高”问题（高估值、高商誉、高业绩承诺）依旧是重中之重的问题¹。

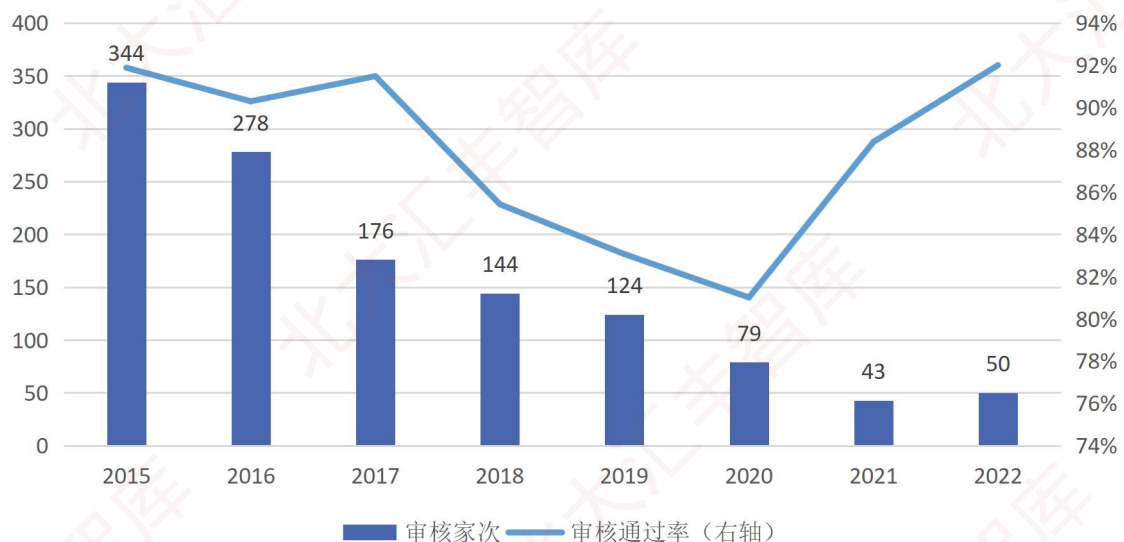


图 25：重组审核数量与审核通过率（单位：家次、%）

数据来源：文艺馥欣

产业并购依旧是上市公司重组交易的主要交易逻辑，在2022年50家审核的上市公司重组项目中，30家为横向产业并购，6家为纵向产业并购，6家为多元化战略，4家为重组上市，2家为整体上市。

2022年国有上市公司重组项目占全年审核项目比重为56%，依旧是上市公司重大资产重组的主力，反映了国资产业布局、战略性重组和专业化整合持续向纵深推进的趋势。国有上市公司大多数重组交易与其国有股东、关联方密切相关，依托国有资产的整合需求以及国有股东丰富的产业资源，国有上市公司仅国有体

¹ 文艺馥欣《2022年度A股上市公司重组市场回顾》

系内部就有许多优质的重组标的可供选择。同时，由于大多数并购标的都是控股股东或者关联方资产，对标的资产质量把握度高、市场化谈判难度较小、各方利益诉求相对容易平衡等，从而重组交易的成功率较高。

民营上市公司股东资源相对较弱，因此收购第三方资产的市场化重组交易相对较多。在市场化重组交易的发起上，中小市值上市公司缺乏发起能力，交易的发起者更多是市值 50 亿以上的上市公司。这些相关行业龙头的民营上市公司不论是产业链上下游的并购还是横向收购竞争对手、拓展新领域等，都比中小市值上市公司拥有更广阔的重组标的选择空间。此外，从发起交易的成功率上，2022 年度已终止的 75 项重组交易中，民营上市公司有 56 项，占比 74.67%。可见，民营上市公司重组交易失败率较高，并且大部分交易在前期阶段就主动选择终止，实质上是对标的资产质量的把握度、中介机构尽职调查、交易各方商务谈判等前期环节失败率较高，整体交易质量相对较差。

三、全国股转系统（新三板）

1、新挂牌公司数增加，技术与医疗相关企业增幅突出

北交所开市后，股转系统新挂牌公司数量显著升高，2022 年新增挂牌公司 270 家，远高于 2021 年的 91 家和 2020 年的 136 家（图 26）。2022 年股转系统新挂牌企业主要来自资本品和原材料行业，这与往年基本一致（图 27）。突出的变化在于，软件与服务、技术硬件与设备企业的挂牌数量大幅增加，2022 年新挂牌企业数较 2021 年增加 3.4 倍。制药、生物科技、生命科学、医疗保健设备与服务相关企业的挂牌数量增幅也非常突出，2022 年新挂牌企业数较 2021 年增加 5.7 倍。

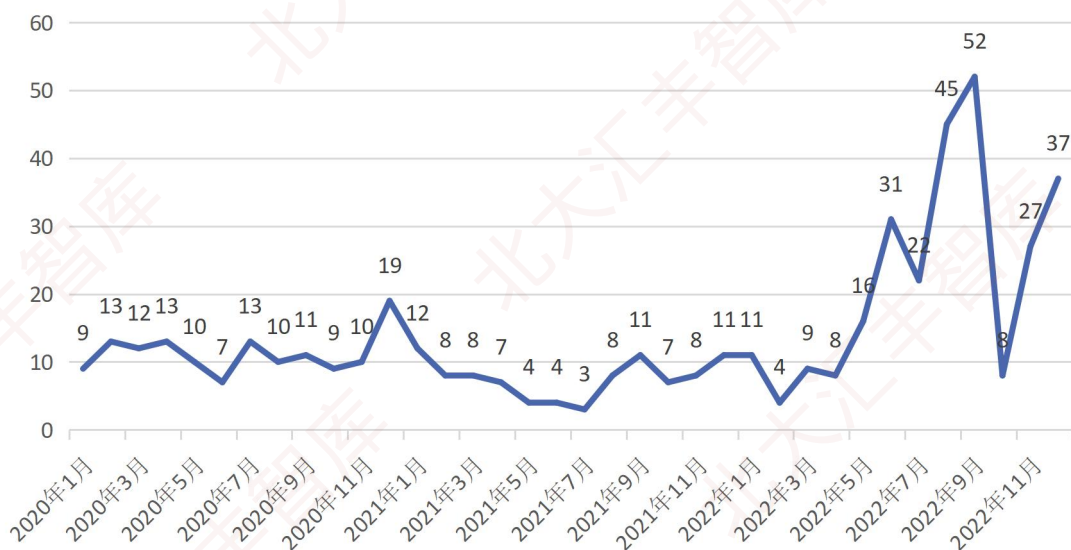


图 26：新三板新挂牌公司数量（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

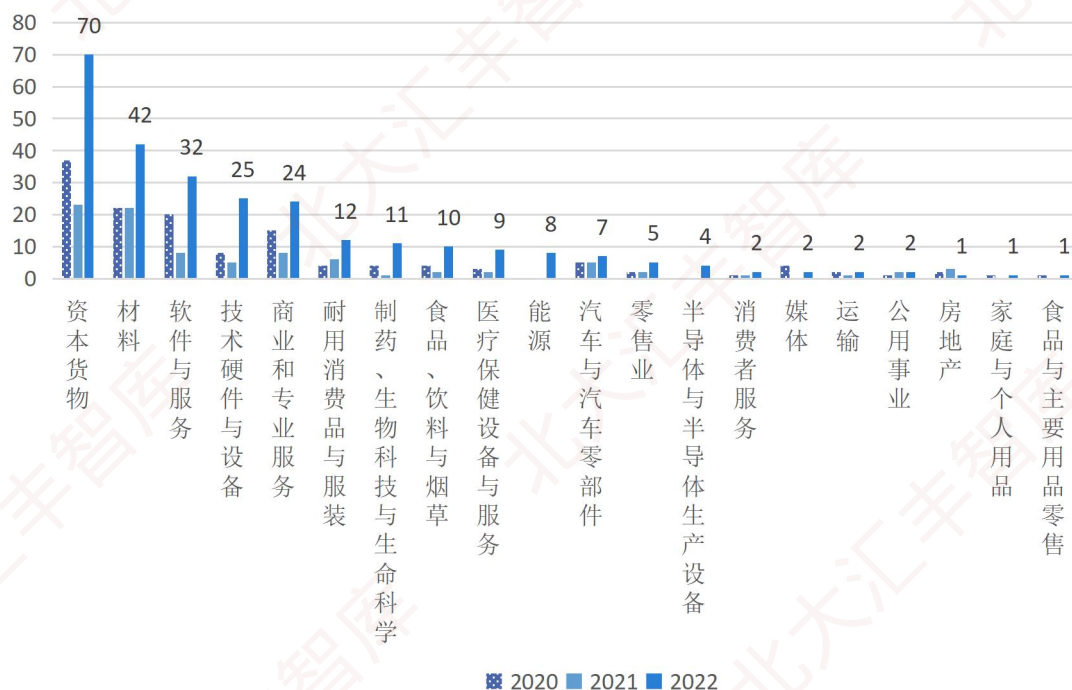


图 27：新三板新挂牌公司数量-分行业（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

浙江省、江苏省、广东省为 2022 年新挂牌数量最多的省份（图 28）。2022 年，北京的新挂牌企业数量大幅增加，较 2021 年增加 12 倍。此外，2022 年新挂牌的河南省、山东省企业数量较 2021 年分别增加 9 倍、1.1 倍。北交所的设立对北京及周边省份的中小企业资本化起到了明显的推动作用。

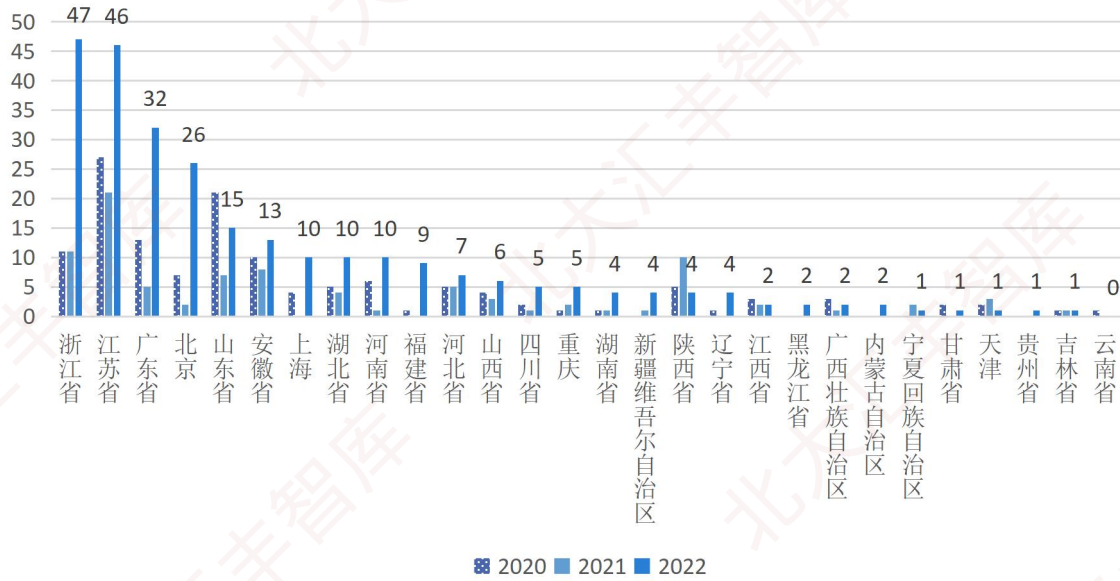


图 28：新三板新挂牌公司数量-分地区（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2、定增市场热度再次提升，募资总额升高

2021年9月北交所设立的信息推动了股转系统定增市场热度提升，定增预案数量显著增加。2022年初，由于部分有定增实力的股转系统企业多转板北交所且宏观经济景气度较差，股转系统定增预案数量回落。2022年10月，股转系统定增市场热度再次提升，定增预案数量大幅增加（图 29）。2022年股转系统定增实际募资总额 215.3 亿元，较 2021 年增加 2.3 亿元。

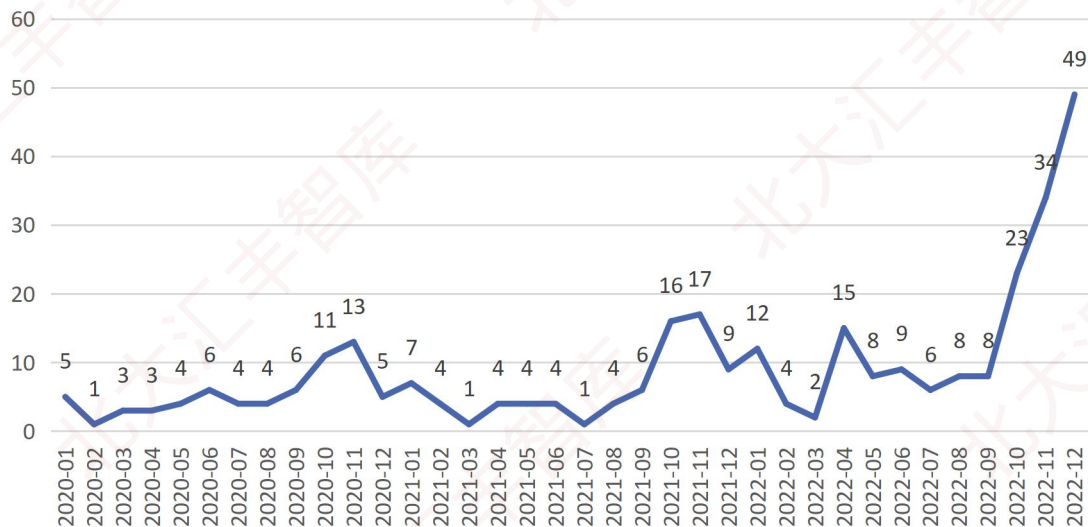


图 29：新三板定增预案（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

其中，制药、生物科技与生命科学相关企业的定增预案数量增幅最为突出，2022年增加2.7倍（图30）。材料、运输、技术硬件与设备、媒体行业的定增预案数量同样有较大增幅，分别增加2.1、2.0、1.6、1.5倍。

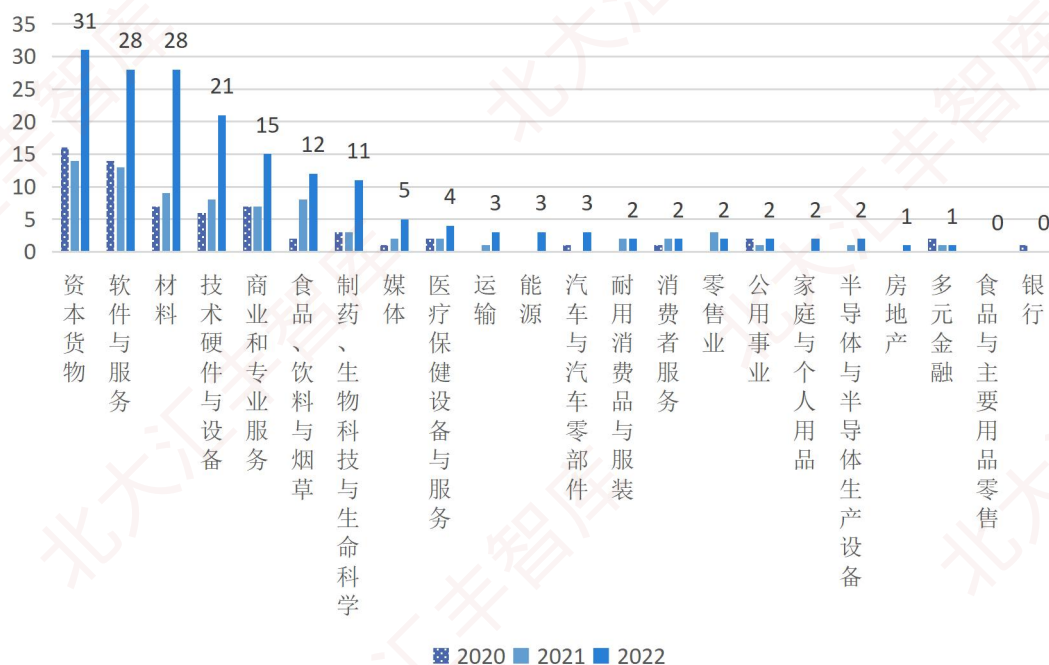


图 30：新三板定增预案-分行业（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

3、北交所成为股转系统企业主要转板市场

2021年11月北交所的成立带动大量股转系统企业转板上市。2022年共计152家企业转板上市，转板至北交所上市的企业占比达55.3%（图31）。信息技术是2022年转板企业数最多的行业（图32），其中48.9%至北交所上市，34.0%至深交所上市。随着北交所的平稳运行，更多的优质创新型中小微企业将选择通过新三板-北交所这一路径实现股权融资。

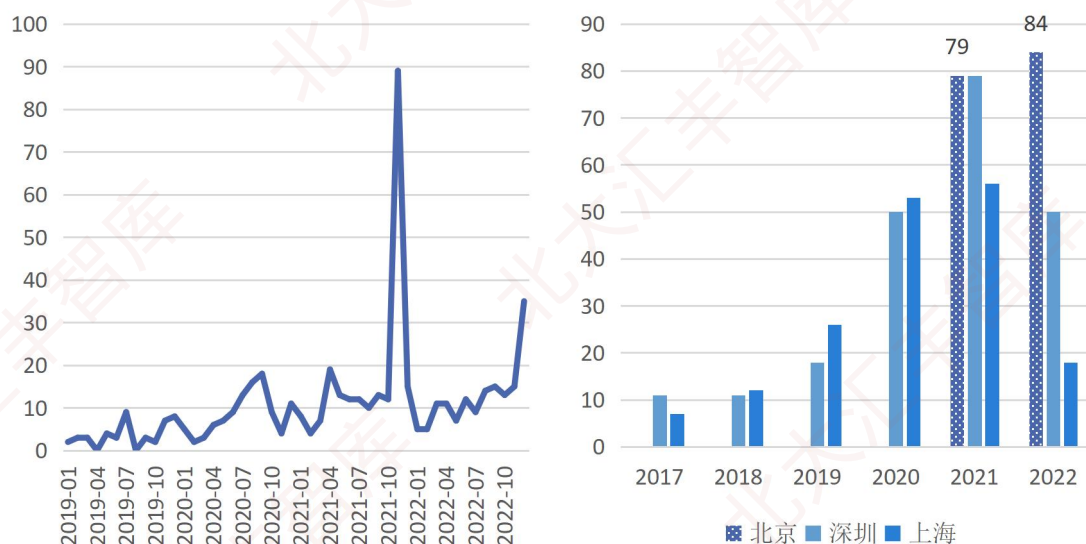


图 31：股转系统转板情况；转板上市交易所（单位：家）
数据来源：Wind，北大汇丰智库

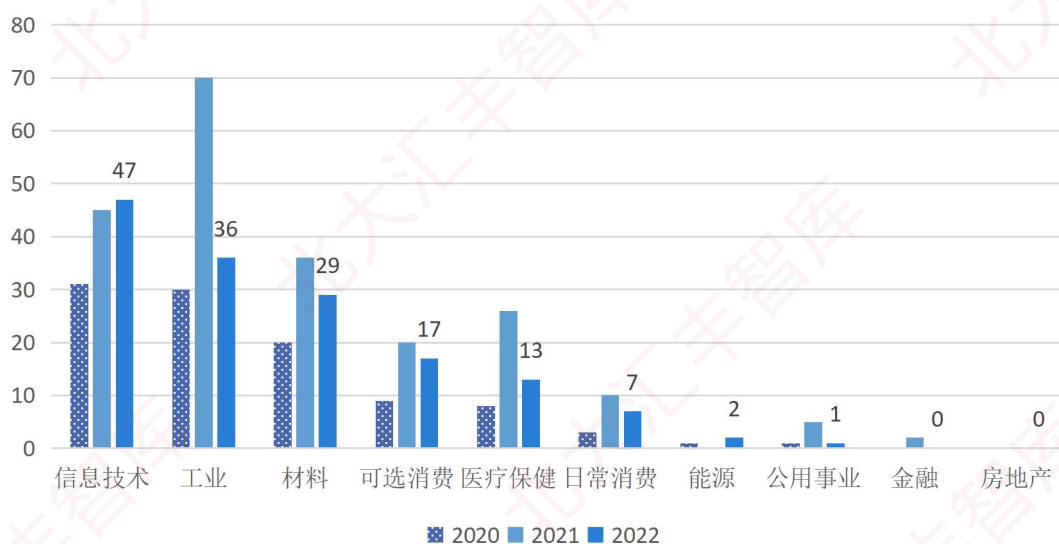


图 32：股转系统转板情况-分行业（单位：家）
数据来源：Wind，北大汇丰智库

4、交易量下降可能影响挂牌定增积极性

受北交所设立信息的影响，2021 年 9 月至 11 月创新层的交易金额与交易量均显著提升（图 33、图 34）。但这个影响并没有持续，2022 年创新层交易活跃度回落，全年成交金额和成交量分别为 596.9 亿元、97.4 亿股，较 2021 年下降 301.4 亿元、31.6 亿股，甚至不及 2020 年的 651.0 亿元、112.2 亿股。基础层同样出现交易活跃度下降的趋势，2022 年成交金额和成交量分别为 199.0 亿元、90.8 亿股，

较2021年下降108.2亿元、30.8亿股。交易活跃度的下降可能影响企业挂牌和定增的积极性。

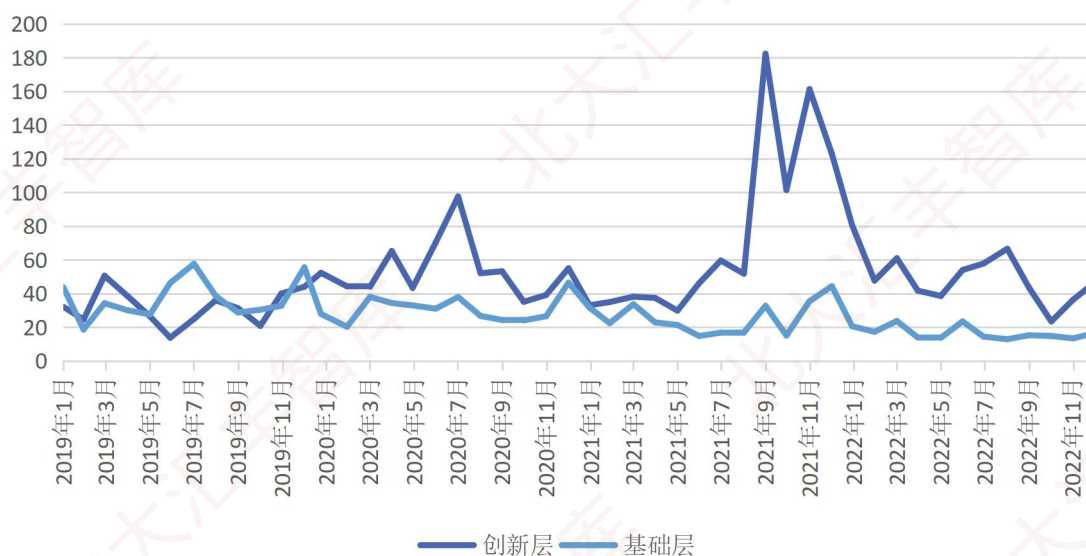


图 33：股转系统成交金额（单位：亿元）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

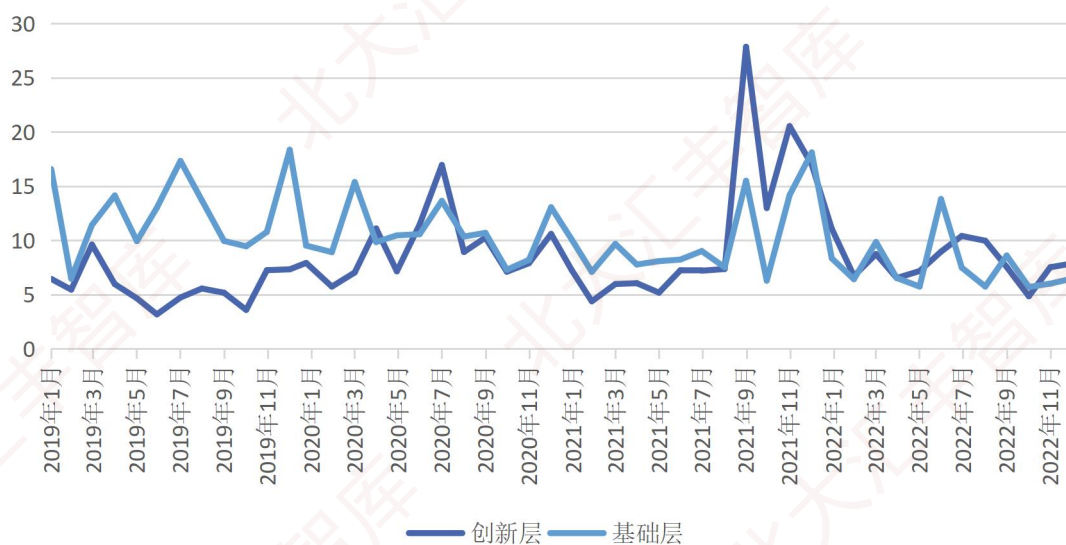


图 34：股转系统成交数量（单位：亿股）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

四、总结与政策建议

1、持续优化企业股权融资通道

随着全市场注册制的推进，股票市场为实体经济发展提供了更有力的支持。2022年，A股IPO数量和募资总额超过全球其他各大市场。沪深两市均出台降费政策，已实施注册制的科创板和创业板首发费率下降，成为IPO的主力，资本市场对科技型、创新型企业的服务功能正进一步提升。但再融资市场的审批时间延长、融资总量下降，对实体经济的支持度相对有限。此外，**2022年社会融资总量中，贷款占比高达65.34%，而非金融企业境内股票融资仅占3.67%(同比-0.2%)**，我国企业通过股票市场进行股权融资的占比仍旧较小，提升直接融资比重对于我国产业结构升级及企业创新有重要意义。

2023年2月17日全面注册制正式落地，中国资本市场进入新发展阶段：上市条件更加宽松和市场化，企业通过IPO获取直接融资的渠道更为顺畅，有利于A股市场容量进一步扩大，融资效率进一步提升，有效提振资本市场信心和激发资本市场活力；但另一方面，全面注册制的实施也会加速市场分化，破发、退市在今后一段时间或成“常态化”现象。未来还需进一步加强监管体系建设，健全多元化推出机制，推动A股市场形成优胜劣汰、良性循环的生态；同时，应继续畅通重点行业的上市与再融资渠道、提高IPO与再融资项目的审核效率，进一步提高市场化程度，激发市场创新活力，更好地服务实体经济发展。

2、提升对中小企业融资支持力度

中小型企业 在沪深交易所 IPO 和 SEO 的占比均有所提升。与此同时，北交所拓宽了小型企业进行股权融资的渠道，拉动了股转系统的中小微企业挂牌、定增、转板，多层次资本市场建设卓有成效。

但定增市场对中小型企业的支持力度明显不及 IPO。随着投资者结构的优化，对再融资的要求可适度松绑，进一步提高再融资市场服务实体经济的效能。此外，**股转系统交易量下降可能影响挂牌定增积极性**。股转系统企业向北交所转板上市的路径已较为清晰，但股转系统本身的运作中还存在活跃度较低、流动性不足等问题，应继续打造并完善“创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—股转系

统一交易所市场”的全链条服务体系，畅通场外股权投资市场向场内退出的链条。

3、重视对信息技术企业的股权融资支持

2022年IPO企业中，信息技术企业数量占比35.3%，募资额占比40.8%。信息技术行业IPO的增长也非常突出，新股数量同比增长41.3%，募资额同比增长102%。此外，股转系统上软件与服务、技术硬件与设备企业的挂牌数量大幅增加，2022年新挂牌企业数较2021年增加3.4倍。但再融资市场对信息技术企业的支持力度不及以往。2022年技术硬件与设备、软件与服务的再融资募资额有较大幅度的缩减，分别减少49.04%、54.61%。2022年定增的企业中，仅有5.85%为信息传输、软件和信息技术服务业企业，较上年减少1.48%。

“十四五”时期是我国发展战略性新兴产业的关键时期，随着加快建设科技强国、实现高水平科技自立自强目标的推进，“硬科技”企业成为重要扶持和培育对象。未来应继续强化科创板、创业板、北交所服务创新创业企业的定位，为新一代信息技术、高端装备制造、新材料、医药生物等高新技术企业通畅股权融资渠道，提升资本市场对战略性新兴产业的促进作用。

【声明】 本文版权为北大汇丰智库所有



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>