

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（2021）

2022年3月



## 摘要

我国“十四五”规划提出要“提高金融服务实体经济能力，健全实体经济中长期资金供给制度安排，创新直达实体经济的金融产品和服务，增强多层次资本市场融资功能”。这表明提高直接融资比重、发展资本市场是我国“十四五”规划关于金融市场发展的关键要求。本报告聚焦于我国股票市场服务实体经济的现状与问题分析。

本报告分析认为，2021年，随着注册制改革的推进，中国股市对实体经济的服务能力进一步增强，尤其体现在对工业、材料、信息技术企业的支持比例提高，且为中小型企业、民营企业提供了更多的融资支持。此外，北交所的成立正进一步完善我国多层次资本市场建设，对股转系统中小公司直接融资起了到明显拉动作用。然而，本报告分析同时显示，我国股票市场实体经济的服务作用仍存在完善空间，比如，企业通过股票市场进行股权融资的占比仍旧较小；定增市场对中小民营企业的支持力度不足；深证主板对实体经济的服务能力较上证主板仍有一定差距；股市投机行为盛行，不利于中长期资金通过股市服务实体，投资者结构有待改善；造假的制度性成本仍旧较低；募集资金的用途监管、民事赔偿制度、退市制度等还有较大完善空间。

总体而言，近年来我国资本市场建设骤然提速，金融业逐步回归服务业的本质。但监管对股票市场上投机行为的遏制无法一蹴而就，股票市场的改革依旧任重道远。针对上述问题，本报告从发行制度、交易制度、透明度监管三个方面提出相关政策建议。

---

\*北大汇丰智库宏观金融组（撰稿人：岑维、吴佳璇。作者感谢张森、凌伟对此文的贡献。）

成稿时间：2022年3月21日

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

## 一、股票市场服务实体经济的主要功能

虽然当前金融业服务实体经济的目标很清晰，但虚实的边界划分仍旧较为模糊。服务基建的房地产行业属于实体经济，而金融属性过强的房地产行业则被认为是虚体经济。以科技为主业的互联网公司属于实体经济，而存在提高金融杠杆风险的互联网公司则被认为“脱实向虚”。金融时报辞典（Financial Times Lexicon）将实体经济定义为：实际生产商品和服务的经济活动。而美联储所谓的实体经济（Real Economy）是在经济体中剔除了房地产和金融业，国内大部分学者也是采用生产总值扣除金融业和房地产业产值后的部分来衡量实体经济水平。关于实体经济的定义还仍未得以统一，从不同的研究视角、采取不同考察方式对实体经济的定义都会产生差异。本报告基于提升金融体系服务能力的视角，结合我国经济发展战略，将实体经济理解为满足人类真实需求的生产和服务活动。实体经济的功能在于提供基本生活资料、提高人民生活水平、增强人民综合素质，市场运行基本面的好坏反映了实体经济的发展状态。**经济虚实的边界在于投机性和泡沫化。**在目前的语境下，实体经济也可特指当前中国经济发展的重点领域，包括科技创新、制造业、中小企业等，发展实体经济的目标之一是提升生产效率，实现共同富裕。

由于直接融资的属性，股票市场在服务实体经济发展的过程中发挥着重要作用。本报告通过梳理理论文献并结合新时期中国经济发展的实际需求，选择股票市场服务实体时最为重要的两个功能进行深入分析。

### 1.1 资源配置功能——优化科技创新生态

- 多层次拓宽融资渠道，增强金融系统普惠性

股票市场在丰富融资层次上有重要作用。融资是股票市场的基本功能，企业通过在股票市场发行股票，将分散在社会上的闲散资金集中起来，将闲散资金转化为生产资金，形成巨额的、可供长期使用的资本，用于支持企业生产和经营。股票市场所能达到的筹资规模和速度是企业依靠自身积累和银行贷款所无法比拟的<sup>1</sup>，尤

---

<sup>1</sup> 中国证监会. 股票市场有哪些主要功能?  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/gansu/xxfw/tzzsyt/200608/t20060821\\_92667.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/gansu/xxfw/tzzsyt/200608/t20060821_92667.htm)

其在**提高实体经济中长期资金供给**方面，股票市场有独特的优势。此外，股票市场为风险资金提供了退出路径，PE/VC的发展能进一步助推多层次资本市场的建设完善。多层次的股票市场可在企业发展的不同阶段对企业提供资金支持，为实体经济提供多样化的融资渠道，股票市场的发展有助于**促进中小企业融资增量扩面**，激发市场活力和发展内生动力。

- **优化资源配置，推动科技、资本和实体经济高水平循环**

“十四五”规划提出“完善金融支持创新体系”，在我国新发展格局中，支持新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料等战略性新兴产业发展被放在了更加突出的位置。科技研发与新兴产业发展有较大的不确定性，传统的银行贷款等间接融资渠道难以适应过高的风险等级，而能够实现风险分担功能的股票市场可以为高新技术企业的发展和传统企业的数字化转型提供丰富的资金来源。有效的股票市场可以通过减少信息不对称与实现市场风险定价，使成长性好、盈利潜力大、发展前景好的企业获得更多资源，从而促进创新资本形成、支持科技成果转化、助力企业关键技术研发、推动科技型企业发展。通过股价的涨跌和供求机制，股票市场有助于实现市场资源配置的优化、增强金融对实体经济的适配性、对重点领域和薄弱环节起到支持作用、推动经济结构转型与产业结构升级，是**推动科技、资本和实体经济高水平循环的重要枢纽**。

## 1.2 风险管理功能——吸引中长期资金入市

股票市场为企业与投资者提供了**分散风险**的途径。资金需求者通过股票市场筹集资金，将其经营风险部分地转移和分散给投资者，在风险来临时可以通过价格波动缓释风险，实现了风险的社会化；投资者则根据个人承担风险的程度，通过持有公司股权来分享企业营收。股票市场提供的**流动性**使资本所有权在技术生产周期内能够实现转移，减小了出现流动性风险与资产抛售的可能，使企业能够融得用于研发创新的中长期稳定资金。股票市场风险管理功能的实现与中长期资金的引入离不开合理的市场定价机制、高质量的企业信息披露、足够的市场透明度和完善的市场监管机制。



## 二、股票市场服务实体经济的现状与问题

随着一系列金融政策措施陆续出台鼓励直接融资，2021 年开始我国股票市场建设骤然提速，经历了深刻的变化。北京证券交易所（以下简称“北交所”）成立后，中国境内股权资本市场结构见图 1。沪深主板、创业板、科创板、北交所、股转系统、区域股权市场等构建起来的多层次股权资本市场覆盖了企业发展的多个阶段。

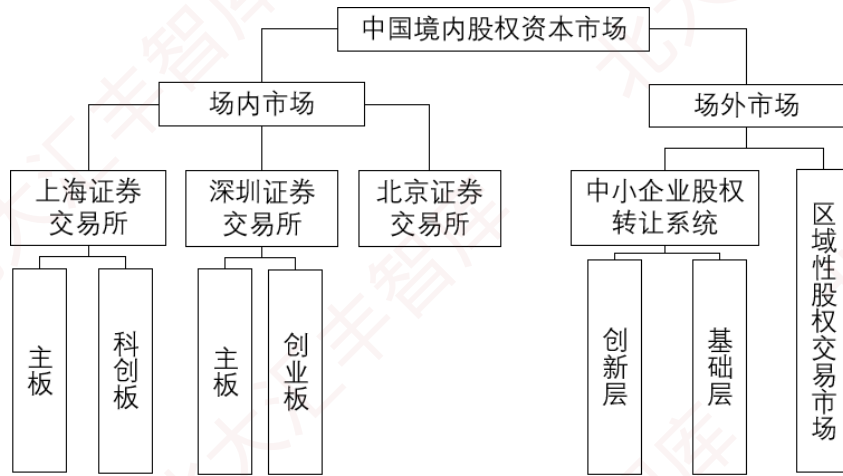


图 1：中国境内股权资本市场结构

资料来源：证监会、北交所，北大汇丰智库整理

与此同时，我国股票市场发展仍旧不充分不完善，仅从量上看，2021 年末贷款占社会融资规模存量比重仍高达 61%，而非金融企业境内股票融资仅占 3%。很直观地说明：我国目前企业融资仍以间接融资为主，直接融资占比非常小。股票市场在支持经济发展目标的作用仍旧十分有限。如果从结构和效率上看，我国股票市场的发展仍旧需要深层次、持久的改革。本报告将聚焦于首次公开发行和再融资结构，以及股票市场相关政策制度，分析我国股票市场服务实体经济的现状。

### 2.1 沪深两市首次公开发行（IPO）

#### 2.1.1 注册制改革使 IPO 融资总量上升，服务中小企业能力增强

首次公开发行（IPO，俗称“上市”）是股票市场融资最直接的体现，2021 年，A 股市场 IPO 保持活跃，上市新股数量创下历史新高（图 2）。注册制改革以来，

股票市场融资规模稳步增长甚至迭创新高已经成为我国资本市场近几年的特征，股票市场服务经济能力持续增强。

2021年沪深两市IPO募资总额达5188.7亿元（不含北交所），其中65%来自创业板和科创板，可见注册制改革给市场释放了巨大活力。2021年创业板、科创板IPO数量分别为196、159家，同比分别增加80%、10%；上证主板、深证主板IPO数量分别为85、31家，同比分别减少46%、4%。

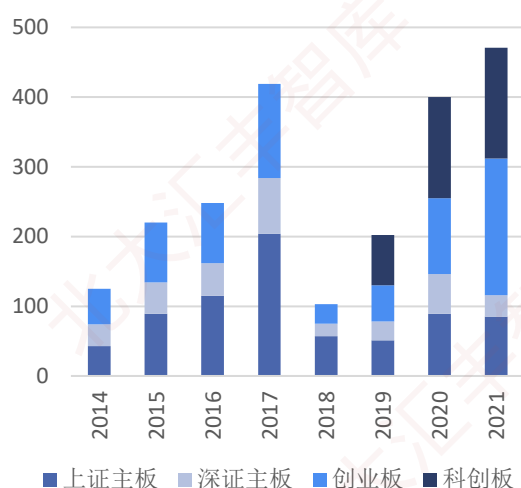


图 2：交易所市场新股数量（单位：家）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

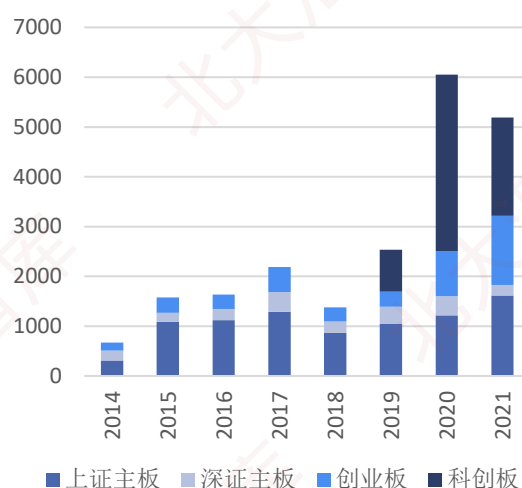


图 3：IPO 募资总额（单位：亿元）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

此外，IPO是场外股权投资的重要退出手段。根据清科私募通的数据，2021年中国股权投资市场共发生4532笔退出案例，其中IPO占比68%，较2020年大幅上涨，同比增加27.3%，是推动中国股权投资市场退出案例数增加的主要原因。IPO常态化的背景下，并购和借壳事件明显减少，2021年并购退出和借壳退出案例数同比下降37.3%和91.2%，并购退出逐渐回归业务整合本质。IPO渠道的畅通有利于场外风险资本市场的发展，这是IPO服务实体经济的间接作用。这对于增强资本市场对于创新创业、对于高新科技的支持力度，构成的正向循环，对构建多层次资本市场也有着十分重要的意义。

### 2.1.2 IPO 主体行业结构不断优化，更多工业企业获得资金支持

分行业看，深证主板近两年新股以工业、材料与消费企业为主，2021年IPO数量占比分别为30%、33%、23%，募资额占比分别为26%、36%、26%。2021年，上

证主板近两年新股以消费、工业与材料企业为主，2021年IPO数量占比分别为41%、21%、13%，募资额占比分别为27%、12%、11%。两市主板对消费、工业与材料企业的融资支持力度正不断增强。

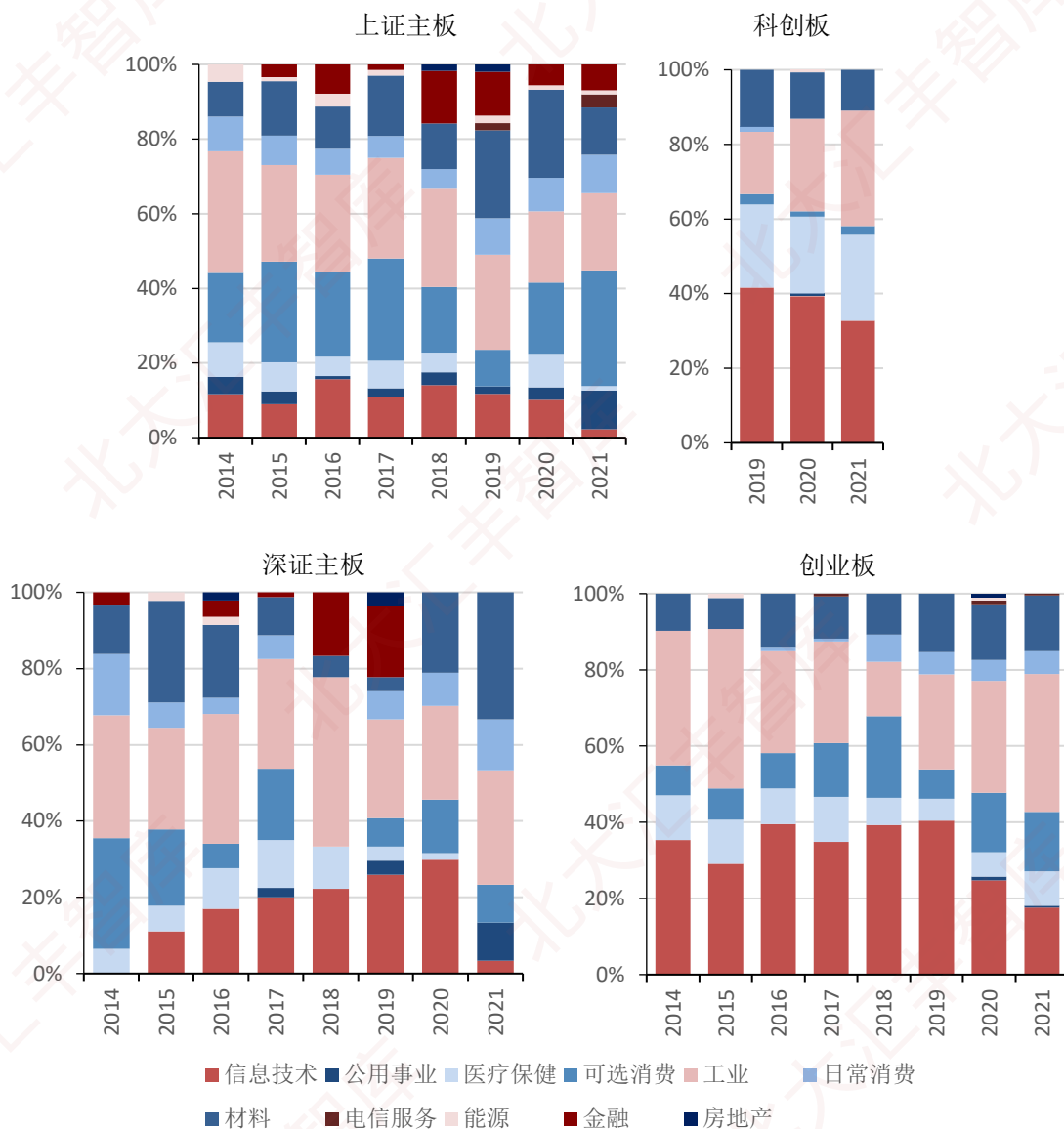


图 4：深证主板 IPO 主体数量分布

注：依据 Wind 一级行业分类统计 IPO 募资总额分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2021年，创业板IPO主体中，工业、可选消费、医疗保健、信息技术企业数量分别占比36%、16%、9%、18%；科创板IPO主体中，信息技术、医疗保健、工业企业数量分别占比33%、23%、31%。两个创新板块对实体经济的支撑主要集中在信息技术、工业、医疗保健领域，增强了资本市场对于“硬科技”的支持力度。两市

近两年均无房地产企业 IPO。深证主板近两年金融企业 IPO 数量明显减少，近两年仅有 1 家金融企业在深证主板上市。在“服务实体经济”的号召下，股票市场对于“虚体经济”的容忍度明显降低。

但需要注意的是，近些年，一些互联网等虚拟经济企业无序发展，出现投机行为，增加市场风险。行业分类无法完全界定虚实经济的边界，投机行为在新兴产业同样有操作空间。注册制的全面推行要求监管完善与明确风险控制相关法案，对上市公司多维度审查，建立并不断优化风险预警系统，准确把控风险，对于危害市场的投机行为加大处罚力度。

### 2.1.3 深证主板对实体经济的支撑力度较上证主板仍有一定差距

从图 4 可以看出，上证主板较深证主板 IPO 的行业分布更平均、行业更多元，2021 年 IPO 数量是深证主板的近 3 倍，而 IPO 融资总额是深证主板的近 8 倍，从两板的对比可以看出，深证主板对实体经济的支撑力度以及市场完善程度较上证主板仍有一定距离。

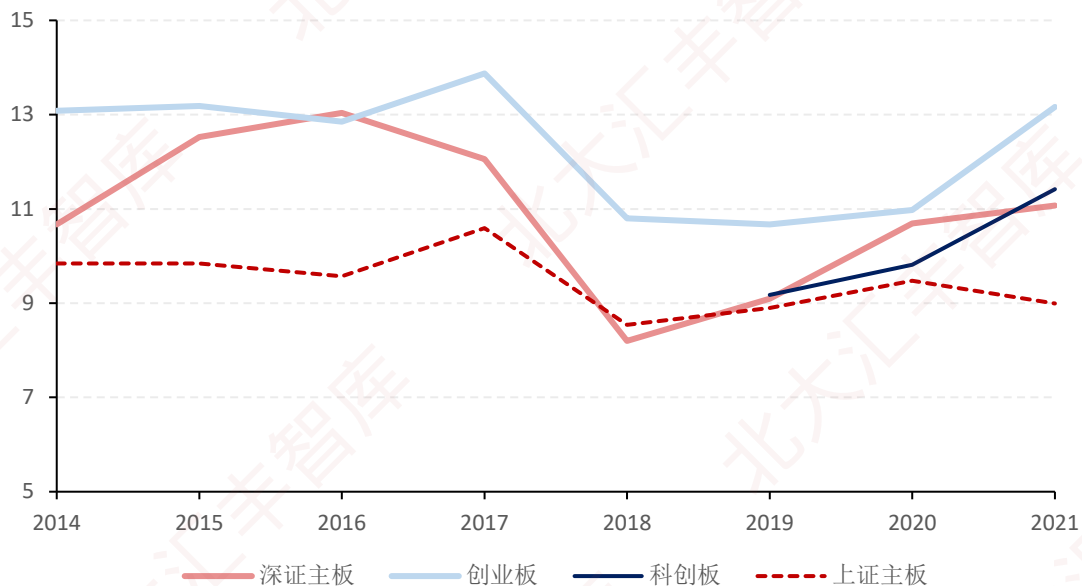


图 5：上市公司平均发行费率（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

此外，2021 年深证主板仅有 1 家信息技术企业 IPO，较 2020 年的 17 家、2019 年的 7 家明显下降，更多信息技术企业或被科创板吸引，导致深证主板对信息技



术企业的吸引力下降。

深市两板的平均发行费率也高于沪市两板：创业板 IPO 费率明显高于科创板，深证主板的发行费率近 3 年也均高于上证主板，且两市差异有扩大的趋势(图 5)。在发行费用中，承销及保荐费用的占比整体呈现下降趋势，审计及验资和法律费用占比则有所上升。发行前的审核流程固然重要，但费率对企业的上市板块的选择也会产生一定影响，如何提高上市流程的效率是值得考虑的问题。

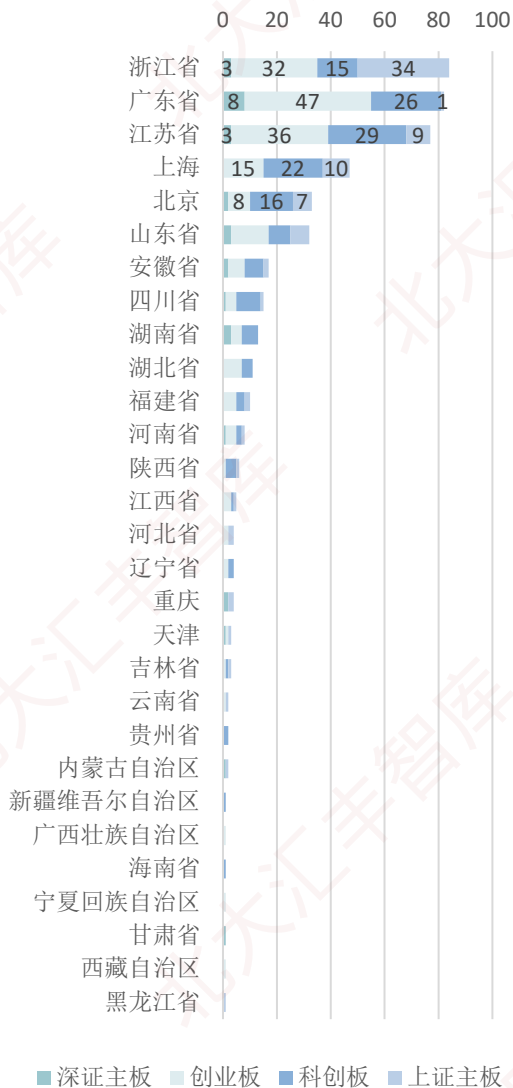
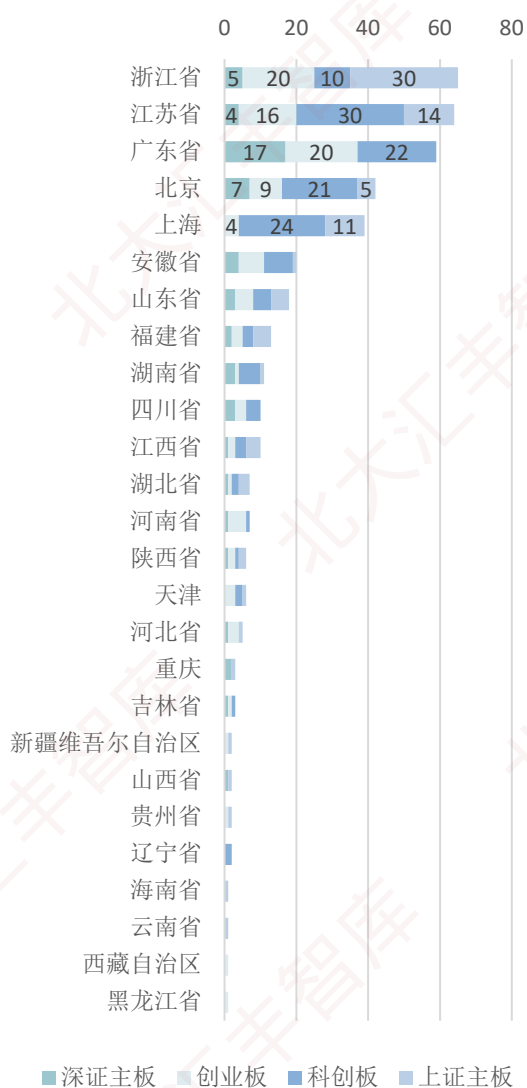


图 6-1: 区域 2020 年 IPO 数量 (单位: 家)  
数据来源: Wind, 北大汇丰智库

图 6-2: 区域 2021 年 IPO 数量 (单位: 家)  
数据来源: Wind, 北大汇丰智库

分上市公司所属地区看(图 6-1, 图 6-2), 广东企业不会到上证主板上市但会去科创板上市, 上海企业不会到深证主板上市但会去创业板上市, 这反映了交易所对周边区域的企业 IPO 有一定的拉动作用, 也反映了上证主板和深证主板的功

能趋同，而创业板和科创板还各有分工。从近两年的数据可以看出，上交所对江苏与浙江 IPO 数量的带动作用极强，而深交所基本只拉动了广东省内核心地区的 IPO 数量、服务了蓬勃发展的江浙地区，但对广东周边省份的拉动作用有限，湖南、江西等广东周边地区的企业在沪深交易所的选择间没有显著差别，广东省内和省际城市群的经济协作仍有待发展突破。

在 2021 年 2 月深证主板与中小板合并后，深证主板重点支持相对成熟的企业融资发展的定位更加明确，与上证主板的功能也逐渐趋同，深证主板需要进一步找寻自身特色、激发活力、增强对实体经济的支撑。

#### 2.1.4 深市两板为中小民营企业提供了更多 IPO 融资支持

2021 年，上证主板平均单家企业的 IPO 募资额则明显升高，这主要来源于公用事业和电信服务企业的高额 IPO（图 7-1）；创业板与科创板平均单家企业的 IPO 募资额则有所降低。2021 年，上证主板、科创板、深证主板、创业板的平均单家企业 IPO 募资额分别为 19.3、12.8、7.0、7.5 亿元，深市两板的平均单家企业 IPO 募资额明显低于沪市两板。

主板的上市企业仍以大型企业为主，2021 年上证主板、深证主板的 IPO 中，大型企业占比分别为 63%、53%，中型企业占比分别为 30%、47%，小型企业占比分别为 7%、0%（图 7-2）。科创板、创业板上市的中小型企业比例稍高于主板，大型企业占比分别为 31%、47%，中型企业占比分别为 61%、48%，小型企业占比分别为 8%、4%，科创板对中小型企业的支持比例高于创业板。

创业板近 3 年 IPO 的民营企业占比明显高于其他板块（图 7-3），2021 年创业板 IPO 中民营企业占比 89%，国有企业仅占 5%。深证主板 IPO 的民营企业占比也高于上证主板，分别为 79%、73%。**深市两板对民营企业有较高的支持力度。**国有企业平均 IPO 募资额显著高于民营企业，2021 年中央国有企业、地方国有企业、民营企业的平均 IPO 募资额分别为 73.7、14.7、7.6 亿元，大型国有企业在股票市场的 IPO 融资仍具有明显优势。

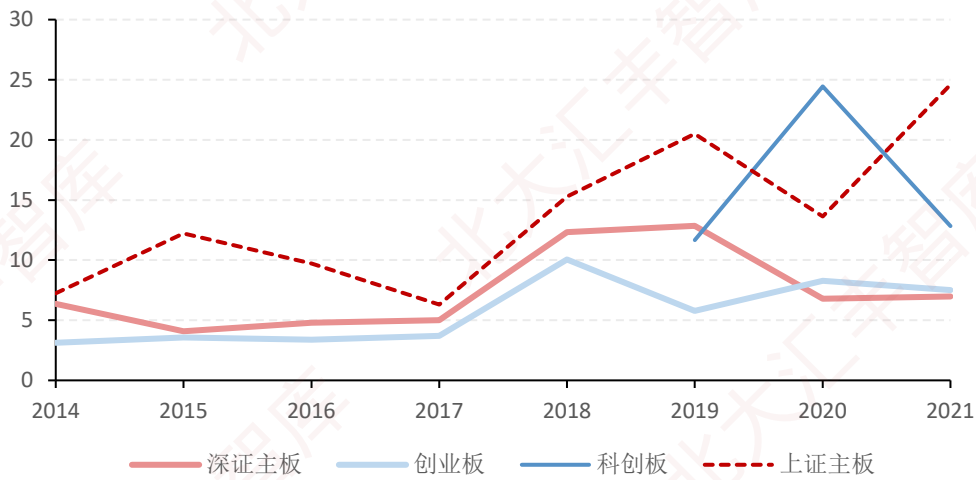


图 7-1: 平均单家企业 IPO 募资额

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

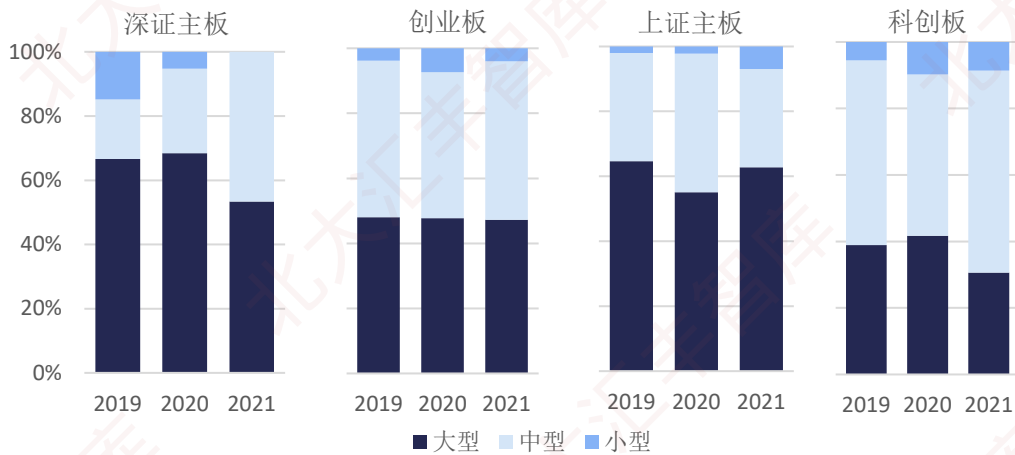


图 7-2: 按企业规模分类的 IPO 数量占比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

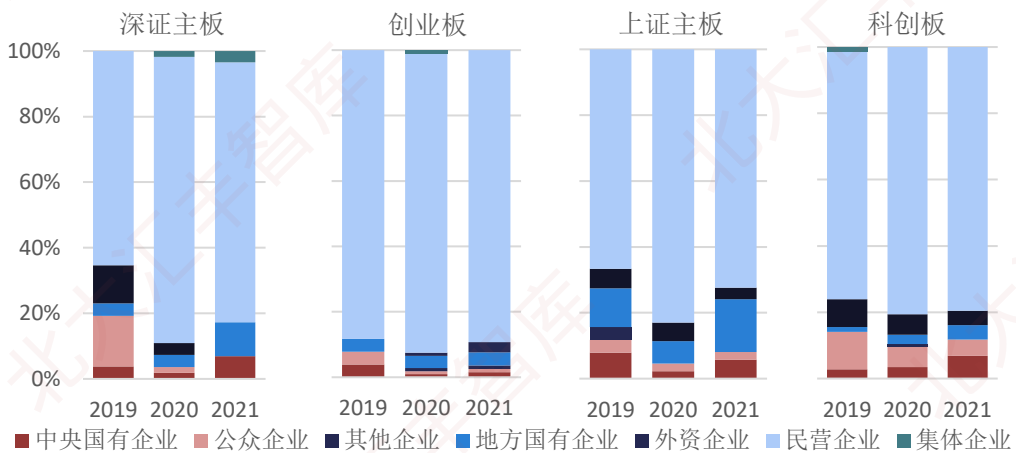


图 7-3: 按企业所有制分类的 IPO 数量占比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

### 2.1.5 IPO 抑价与上市后投机反应不利于中长期资金通过股市服务实体

长期以来，我国的 IPO 抑价幅度显著高于世界上其他国家。偏低的首发定价虽然可以一定程度上降低发行失败或破发的风险，但也使得企业募得资金被压缩，不利于企业充分融资，影响企业上市的积极性，在一定程度上影响股票市场实体经济的支持作用。由于核准制对上市首日 44% 涨幅的限制，且由于非理性的投机行为，首日涨幅不能完全反映 IPO 抑价。2014 年以来，主板平均未开板涨停板天数均在 5 天以上。从图 8 可以看到，在 2018 年后主板 IPO 抑价的问题得到一定改善，未开板涨停板天数有所下降，上市 15 日的涨跌幅也逐渐向零收敛。2021 年主板新股上市首日涨幅略有下降，上证、深证主板分别为 41.9%、43.8%，略低于首日涨幅限制。上证、深证主板新股上市 15 日平均涨幅分别为 36.1%、63.6%，上证主板的 IPO 抑价问题仍旧存在，而深证主板较上证主板存在更严重的 IPO 抑价问题。

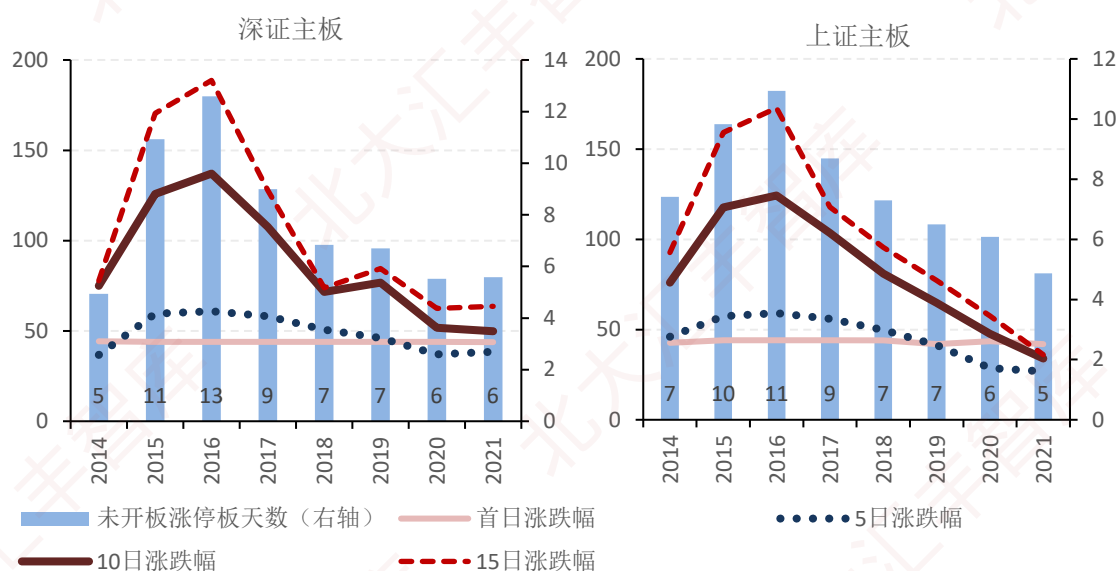


图 8：核准制板块 2014-2021 年新股上市后涨跌幅变化情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库

图 10 反映出新股上市时投资者有较明显的投机行为：在上市首日时，分别有 97%、90% 的深证、上证主板新股涨幅大于 43%，上市 5 日后大部分股票的上市后总涨幅继续扩大，而在上市 10 日后，新股上市后总涨幅的分布开始向钟形分布收敛，上市 15 日后，涨跌幅分布逐渐稳定。这意味着，主板的许多新股在上市 15 天内，经历了上市的“疯涨”和迅速的回调，这是资产泡沫的典型表现。在上市首日无涨跌幅限制的创业板和科创板，这种投机问题更为突出：2021 年创业板、科创板

的上市首日平均涨幅分别为 217.2%、183.5%，而平均上市 5 日后总跌幅分别为 12.2%、5.0%，而后逐渐收敛于均值为负的钟形分布。注册制下，创业板和科创板 IPO 抑价问题得到改善，但由于 A 股市场投资者的投机行为，创业板与科创板的新股股价整体呈现出极大波动，这种泡沫的迅速产生与破裂不利于股票市场充分发挥服务实体经济的作用。

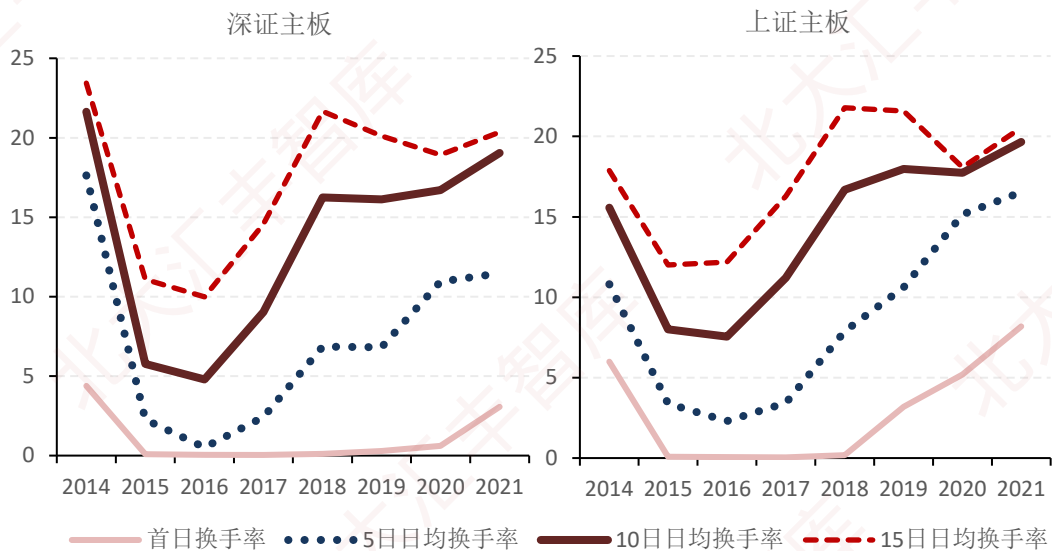


图 9：核准制板块 2014-2021 年上市后换手率变化情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库

中国股市的上市定价机制还有较大改进空间，目前主板为了控制风险设置的涨跌幅似乎对投机行为起到一定的限制作用，但核准制导致了一定的 IPO 抑价问题。科创板与创业板的注册制改革使 IPO 抑价问题得到改善，使企业得以通过 IPO 融得更充裕的资金，但新股上市时的巨大波动会使普通投资者权益受到损害，市场的投机行为不利于中长期资金进入股市。

## 2.2 沪深两市再融资 (SEO)

除了 IPO 外，股票市场的再融资功能也十分重要。这是上市企业实现长期融资的重要途径，也是股票市场长久稳健发展的必须。类比于发达资本市场，我国股票市场再融资能力偏弱。



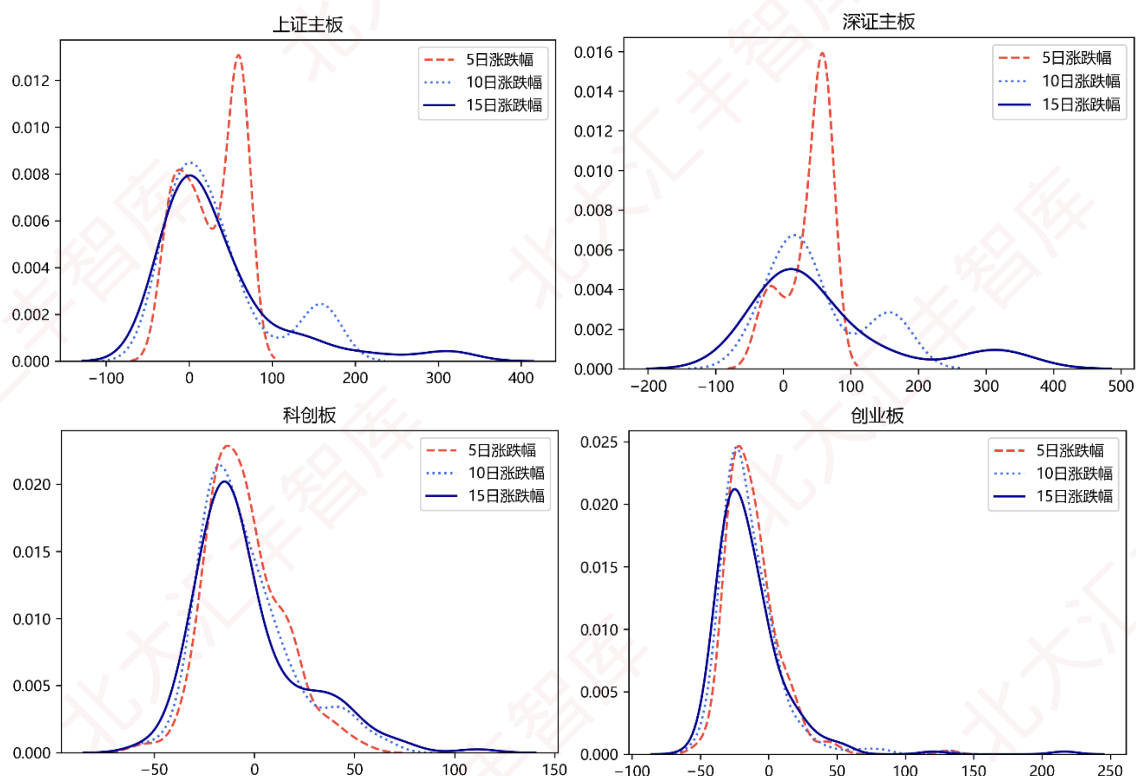


图 10：新股上市后涨跌幅核密度图（2021 年）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2021 年再融资市场中，定向增发 502 家次，募资 8763 亿元（按发行日期）；可转债 120 家次，募资 2897 亿元（按发行公告日）；配股 6 家次，募资 345 亿元（按股权登记日），没有企业使用公开增发或发行优先股的再融资手段，定增目前仍是上市公司再融资的主要工具。相对与定增，配股和可转债等其他发行方式由于公开发行的性质，发行要求更严格，发行门槛更高，因此活跃度不及定增市场。这些较为严格的要求对普通投资者来说或是一种保护机制。

### 2.2.1 定增“注册制”构建市场优胜劣汰生态

定增市场在 2014 年至 2016 年热度渐升，而 2017 年证监会对再融资规则进行调整后市场迅速降温（图 11）。2020 年 2 月 14 日，证监会发布《上市公司证券发行管理办法（2020 年修订）》（以下简称“再融资新规”），对发行价格、发行规模的确定及减持限制等多方面予以放松。随着新政落地，定增市场发行效率显著提升，定增平均发行费率自 2019 年 3.9% 逐年递减，2021 年平均发行费率仅为 1.9%。政策的放松使得定增市场逐步回暖，定增项目数量、募资规模持续攀升，2021 年

定增实施数量同比增加 29.3%，募资总规模同比增长 3.2%（不含北证）。2021 年定增发行数量和募资金额较 2020 年均有提升，但发行数量增幅远高于募资总额增幅，这意味着定增项目对市场中资金的争夺愈发激烈。

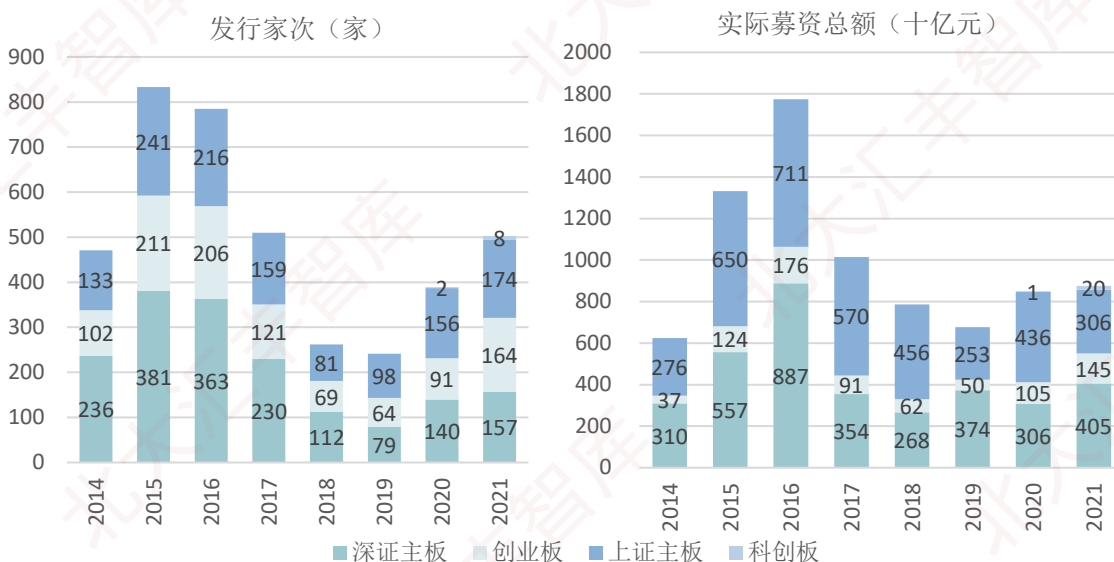


图 11: 定增市场增发统计

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

从定增发行周期来看，2020 年以来，定增项目从初始预案公告到证监会审批公告的时间明显缩短，而从取得批文到发行的时间却在延长（图 12）。2021 年未能足额募资的项目占比增加 3.9%，足额募资项目与未足额募资项目平均审核用时差异缩小，而发行用时差异变大。监管对于定增的审核节奏加快、审核效率提高，被否率较新规前明显下降，使得绝大部分方案都有机会放在市场中供投资者选择。定增能不能成功，关键已不是监管批不批，而是市场认不认。这使市场活力增强，定增市场越来越成为买方市场<sup>1</sup>，资本择优投放的态度更加鲜明，市场对定增项目的筛选成为上市公司定增发行面临的主要考验。

买方市场下，定增市场分化加剧，资金进一步向优质项目聚集。全年足额募资的项目占比 71%，募资总额占总募资额的 82%，2020 年平均营业收入 93 亿元，平均净利润 6.6 亿元，净资产收益率 8.1%；未募足的项目占比 29%，募资总额占总募资额的 18%，2020 年平均营收 62 亿元，平均净利润 2.7 亿元，净资产收益率 4.4%。

<sup>1</sup> 文艺馥欣.2021 年再融资发行市场总结——难也不难 <https://mp.weixin.qq.com/s/gzMDz1f9aMSJBTHKBJ9LvQ>

公司的基本面成为其定增能否顺利完成的重要考量，资质不佳的上市公司运用定增进行二次输血的难度越来越大。

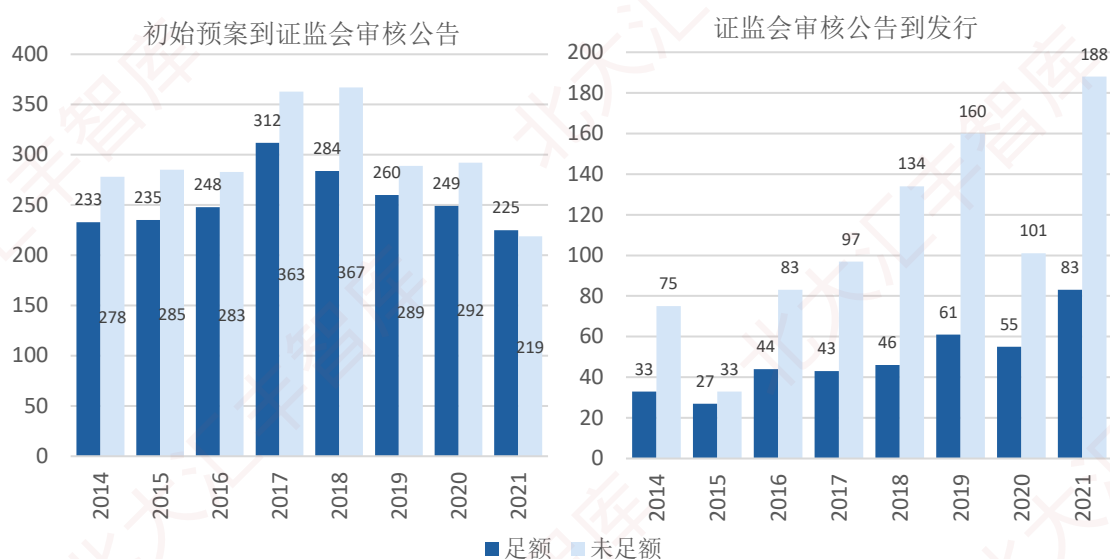


图 12: 定增项目发行周期统计（单位：天）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

在新规的推动下，定增市场运行机制呈现出由核准制向注册制过渡的特点，再融资的常态化构建了市场优胜劣汰的良好生态，使得再融资市场对实体经济的支撑作用增强，提高了股票市场的资源配置效率。

### 2.2.2 定增主体集中在先进制造、TMT、化工行业

再融资新规消除了套利空间，使相关投资者更专注于上市公司基本面的研究，用产业逻辑看待定增。这样的买方市场使高成长性的行业受益，2021 年以新能源、半导体为代表的新兴产业通过定增融得较多资金。从上市公司所属行业来看，2021 年定增的上市公司主要集中在先进制造（机械设备、电气设备、医药生物）、TMT（电子、计算机）和化工等行业，与国家经济结构转型方向相契合（图 13）。定增主体中信息技术企业占比明显高于 IPO 中信息技术企业占比。

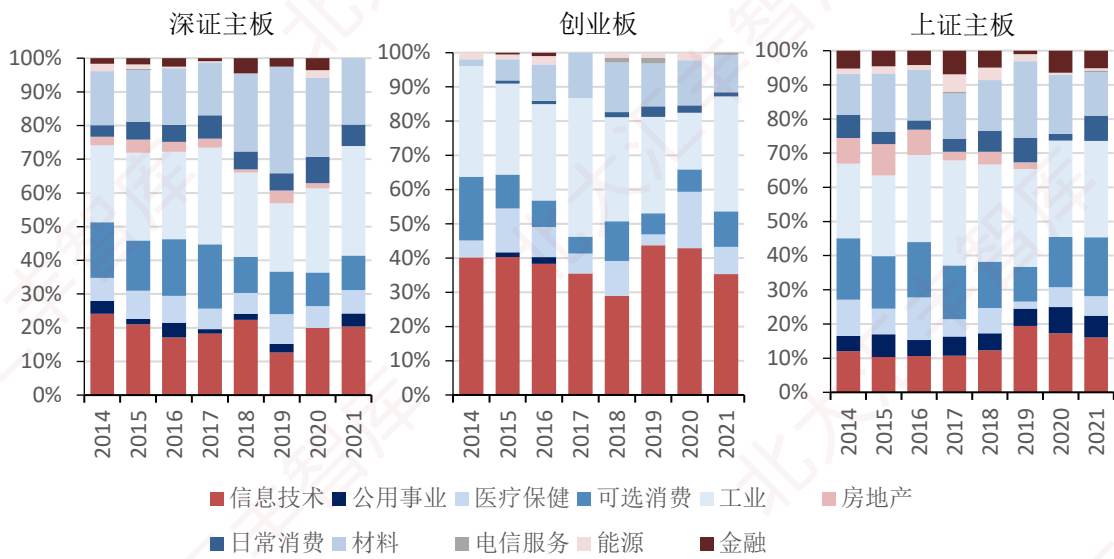


图 13：定增主体行业分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

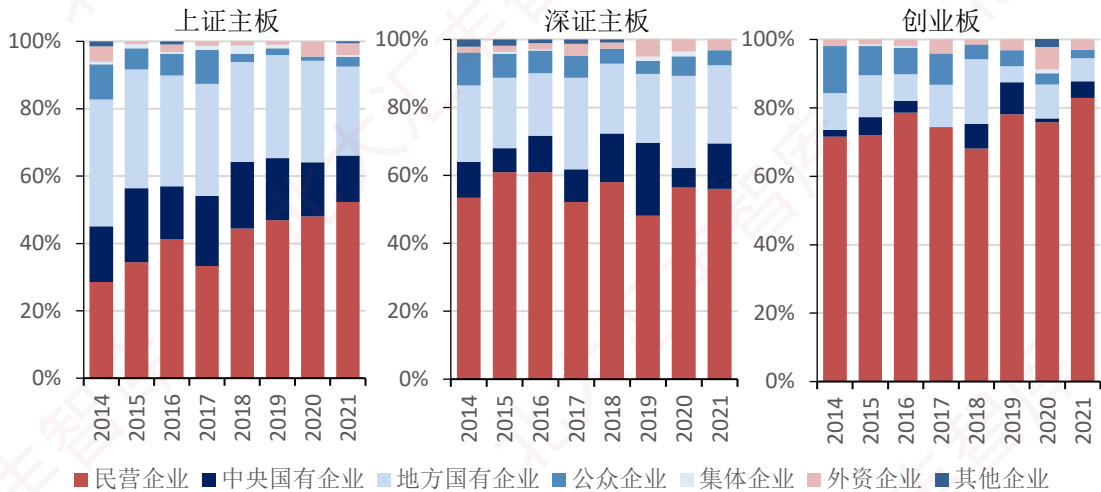


图 14：定增主体企业所有制分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库

### 2.2.3 定增市场对中小型民营企业的支持力度不及 IPO

2021 年，发行数量最多的是上证主板，平均募资额 17.6 亿元；科创板定增数量较少，仅 8 家次，平均募资额 24.4 亿元。平均募资额最高的是深证主板（25.8 亿元），最低的是创业板（8.8 亿元）。

创业板为中小企业提供了更多定增支持，2021 年创业板发行主体中，中小型企业占比 31%，比上证主板、深证主板分别高 8%、19%。2021 年成功发行定增的公

司中，市值在 100 亿元以下的中小公司数量占比为 53%。

**定增市场对中小型企业的支持力度不及 IPO。**定增市场服务的民营企业比重有上升的趋势（图 14），2021 年上证主板、深证主板、创业板定增主体中，民营企业占比分别为 52%、56%、83%，但这均低于各板块民营企业 IPO 的占比，**主板定增主体中的民营企业比例比主板 IPO 主体中民营企业比例低了近 20%。**

#### 2.2.4 定增的用途监管还存在一定问题

目前定增的用途监管还存在一定问题。按照监管规定，上市公司（除金融类企业外）定增募集资金的使用项目不得是财务性投资。而据证券日报报道，2021 年参与定增的上市公司中，共有 136 家（近 30%）购买了理财产品，其中 6 家公司的部分募集资金甚至被理财产品长期锁定。如掌阅科技将定增募集资金投到了理财产品上，合计占募资规模的 56.55%，且两只产品的期限长达近 3 年。明德生物则一方面在市场上定增募集资金，一方面使用闲置资金购买理财。**上市公司先用自有资金买理财，再定增募资的行为是打政策擦边球，需要得到管控。**

此外，如 2021 年锂电上市公司发布的大量定增预案计划主要用于扩大产能，这可能造成行业内的恶性竞争与产能过剩，**有关制度仍应引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本。**

#### 2.2.5 创业板可转债市场活跃度升高，资金向制造业倾斜

2021 年可转债发行数量为 120 只，相比 2020 年同期减少 44%，发行总规模 2897 亿元，相比 2020 年同期增长 6.74%，单只可转债平均发行规模提升。分板块来看，主板公司发行可转债数量为 71 家次，平均发行规模为 32 亿元；创业板发行数量为 44 家次，平均发行规模为 12 亿元；科创板发行数量为 5 家次，平均发行规模为 17 亿元。创业板公司可转债发行数量占总发行数的比例从 2020 年的 27% 提升至 2021 年的 37%，可见**创业板可转债市场活跃度正逐步升高**。发行主体中民营企业占比 76%。从发行主体的行业来看，资本货物、材料、技术硬件与设备、制药与生物科技与生命科学、食品饮料与烟草、软件与服务分别占比 22%、22%、13%、6%、5%、5%，**资金向制造业倾斜。**



## 2.3 其他板块

### 2.3.1 北交所优化“专精特新”中小企业融资渠道

2021年11月15日北交所开市，标志着我国资本市场的又一次完善与深化。北交所与创业板、科创板相比上市门槛更低、审核时间更短、交易方式更灵活、交易涨跌幅限制更小、资本运作相对灵活。作为服务创新型中小企业的主阵地，北交所将与科创板、创业板和主板形成错位、互补发展模式，聚焦服务“专精特新”中小企业，共同构建国内资本市场新格局。

表 1：股票市场上市企业 IPO 制度与定位

	主板	创业板	科创板	北交所
<b>IPO 制度</b>	核准制	注册制	注册制	注册制
<b>审核时间</b>	1 年以上	2-3 个月	3-6 个月	2 个月
<b>企业定位</b>	相对成熟企业、行业龙头	成长型创新企业	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型企业	创新型中小企业

资料来源：证监会、北交所

北交所目前的首发定价规则较沪深两市更宽松，有助于减少 IPO 抑价的情况。北交所允许采用网下询价、网上竞价、直接定价三种定价方式，公司可根据不同情况自主选择。竞价发行是北交所独有的定价方式，虽然此前精选层股票也可以选择竞价发行方式，但至今没有落地一例。竞价发行可能会让报价者为了入围而相对不理性地推高发行价，有利于发行人融资，但也会导致发行失败或破发的风险增大。此外，在网下询价时，北交所“高剔”比例低于主板（主板要求剔除拟申购总量中报价最高的部分，剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的 10%，北交所将该要求降为 5%，且因剔除导致拟申购总量不足的，相应部分可不剔除），降低折价发行概率，利于企业融资。

北交所首批上市的 81 家公司中，共有 41 家中型企业，22 家小型企业，18 家大型企业，中小型企业是北交所上市企业主体，占比 78%，明显高于科创板与创业板中小型企业占比（62%和 40%）。这 81 家企业中，已有 16 家获得国家级专精特新认定，且有接近半数企业获得省级专精特新认定，平均研发强度 4.2%，平均研

发支出 2536 万元。另据统计，这 81 家公司的专利申请总量为 6600 余件，平均每家企业约为 82 件；有效发明专利总量为 1000 余件，平均每家企业约为 13 件，充分体现了北交所服务创新型中小企业的定位。

表 2：北交所首发定价规则

	询价发行	竞价发行	直接定价发行
内容	通过向询价对象询价来确定发行价格的，询价对象是在中国证券业协会注册、符合中国证券业协会规定条件并已开通全国股转系统精选层交易权限的网下投资者。	每个投资者只能申报一次，申购信息应当包括每股价格和对应的拟申购股数。发行人和主承销商可以设置最低申购价格，并在发行公告中予以披露，投资者申报的每股价格不得低于最低申购价格。	企业和保荐机构结合发行人所属行业、市场情况、同行业公司估值水平等因素确定发行价格，并在招股文件和发行公告中披露。
特点	市场化程度高，能够有效降低发行人和投资者之间的信息不对称程度，是目前世界上最常用的 IPO 定价机制之一，适合机构投资者比例较高的市场。	竞价发行机制可以最大限度发掘公司股票的投资价值，使发行价格贴近市场公允价值，并按照投资者出价高低分配股票。	相比其他定价机制，固定价格发行机制简单直接且成本低廉，但整个过程缺少承销商与投资者的互动博弈，导致所定的发行价格市场化程度较低。
优点	有利于寻找均衡价格，挖掘市场需求，降低承销风险。	规则公开透明，流程较为简便。	发行成本低、发行周期短、效率高。
缺点	发行成本高、发行周期长。	投资者理性不足、发行人信息披露不够透明的情况下，容易产生非理性定价行为。	价格发现能力弱，对承销商的定价能力有较高要求。
适用公司	预计市值较大的企业。	机构投资者较多、信息披露好的项目。	预计市值较小的企业。

资料来源：证监会、全国中小企业股份转让系统

在行业分类方面，北交所暂不允许金融和类金融企业上市，81 家首批上市公司涵盖 25 个国民经济大类行业（图 15），集中度较高的三大行业分别为软件和信息技术服务业（15%）、医药制造业（10%）和专用设备制造业（9%）。在上市公司所属省份方面，12 家首批上市公司来自江苏，11 家来自北京，10 家来自广东，7 家来自山东。北交所的设立将有助于提升京津冀地区的经济活力。

北交所开市首月，累计成交额 479 亿元，日均成交量较此前精选层增加近 3 倍，市场成交活跃度提升。在北交所的引领带动作用，创新层、基础层在其带动下活跃度得到显著改善，日均成交总额较北交所宣布设立之前增长近 2 倍。此外，

自 2021 年 9 月北交所设立信息公布以来，股转系统定增市场热度明显提升，定增预案数量显著增加（图 16），北交所的设立有望带动股转系统中小公司直接融资的增长。北交所降低了中小企业融资门槛，也为私募股权转让退出提供有效渠道。

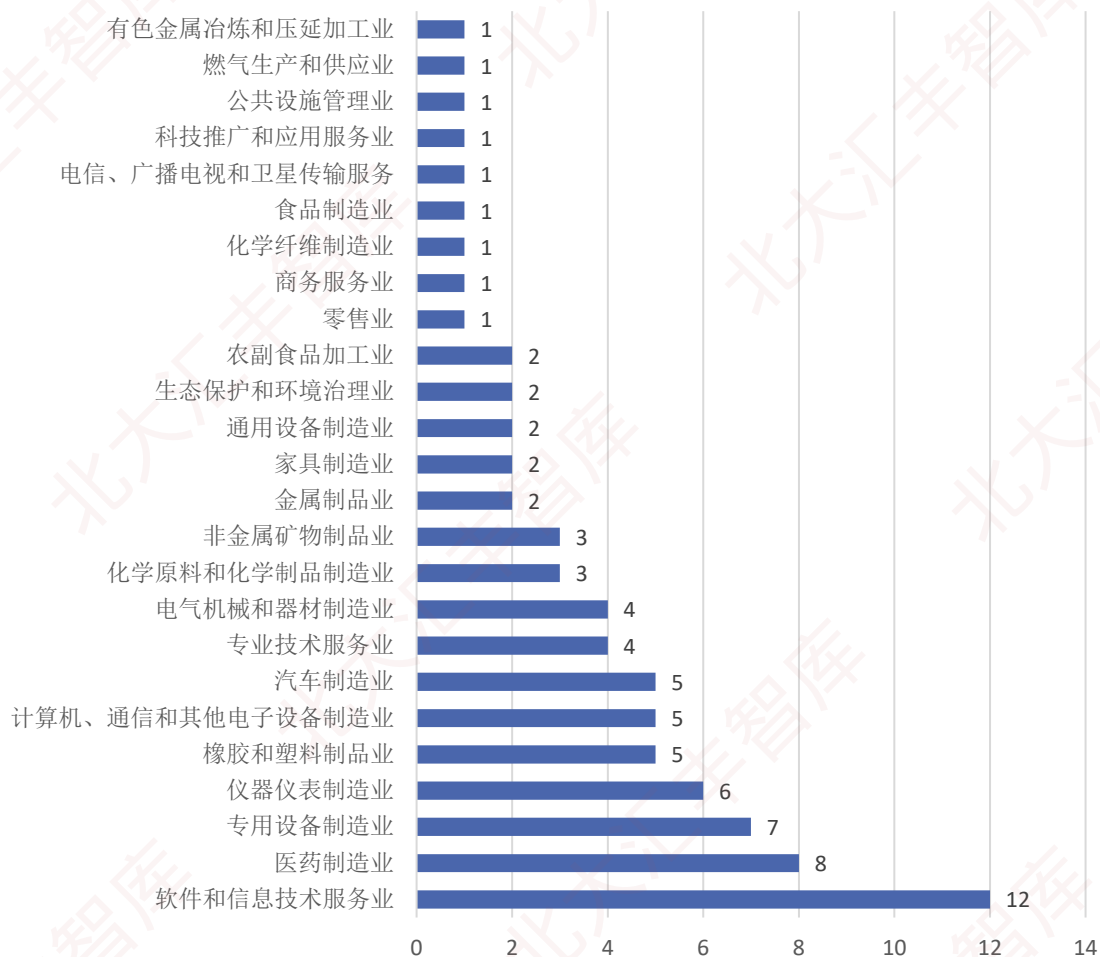


图 15：北交所首批上市企业所属国民经济行业分布（单位：家）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

根据监管层初衷，北交所将一方面与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能；一方面又与新三板现有创新层、基础层坚持统筹协调与制度联动，维护市场结构平衡——充分发挥纽带作用，有助于打造并完善“创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—新三板—交易所市场”的全链条服务体系。可见，北交所的设立，既弥补了中小企业提供直接融资渠道不足的短板，还进一步完善了我国多层次资本市场建设，同时激活整个资本市场对中小企业的服务体系和能力，标志着我国资本市场高质量发展迈入新阶段。

未来，北交所需要进一步强化服务创新型中小企业的定位，在与沪深交易所、

区域性股权市场等形成差异化发展的格局下，优化发行机制、完善交易制度，进一步突出“更早、更小、更新”，最大限度地保障对优质中小企业的服务。

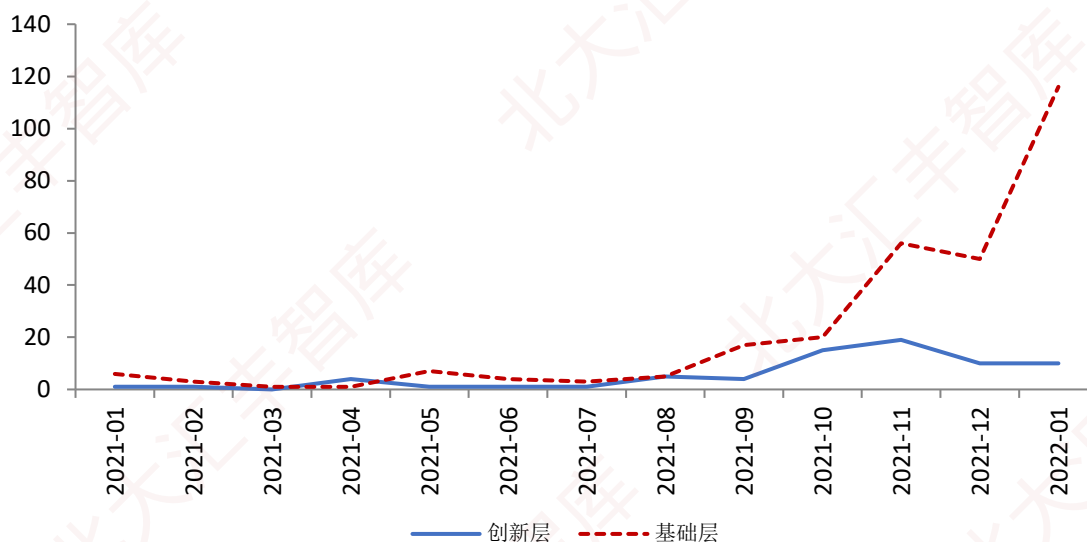


图 16: 中小企业股权转让系统增发预案（单位：家次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

### 2.3.2 没有股权融资能力的 B 股有合并的需要

目前的 B 股市场已日益被边缘化，难以起到服务实体经济的作用，成为一个“三无市场”，一无新公司上市，二无上市公司再融资，三无吸引力。B 股在 2000 年后已失去 IPO 融资功能，2004 年后也没有增发等股权再融资功能。B 股市场活跃度低迷，流动性严重不足，2021 年，B 股 90 只个股平均日均换手率仅为 0.2%。换手率过高可能是投机行为，但换手率过低反映出股票的流通性极弱，无法吸引资金，股票市场的定价效率也会受到极大影响。B 股不乏有一些公司处于优质赛道，但股价却处于滞涨阶段。B 股问题久拖不决，无论是对于 B 股投资者还是 B 股公司均不公平。

中小板在完成自己的使命之后走向了历史，并入主板。而与中小板类似的 B 股市场也早已完成了历史使命，有合并的需要。以前外资不能买入 A 股，所以愿意买入 B 股，而今沪港通与深港通开通、MSCI 扩容、QFII 额度放开，我国股票市场的对外开放程度越来越高，外资已经可以非常方便地买卖 A 股。此时的 B 股大多由内地投资者持有，中国人拿着外币买着中国的股票，可谓多此一举。B 股市场作为

一个历史遗留问题需要早日得到处理。

近 20 年，解决 B 股历史遗留问题的呼声此起彼伏。2006 年底，证监会市场部曾对 B 股改革进行过系统的研究，多家机构曾向证监会递交过 B 股改革报告，然而最终似乎不了了之。2014 年出台的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中明确要求“稳步探索 B 股市场改革”，然而，7 年过去，只有少数公司通过 B 转 A、B 转 H 完成了改革。B 股未来的出路并不明朗，因为相当一部分 B 股公司并不具备改革的基础。尽管此前万科 B 股、中集 B 股、新城 B 等均有成功 B 转 H 或 B 转 A 的尝试，但并未形成 B 股普遍的复制效应。

2021 年 12 月 24 日，中国结算与上交所联合制定并发布沪市《B 转 H 业务实施细则》，主要从资产安全、转换实施、决策及审批三个方面对 B 转 H 业务予以细化和明确。未来，政策应继续落实引导“B 转 A”、“B 转 H”，强化 B 股退市管理，推动 B 股注销、回购。

### 2.3.3 监管改革为注册制“保驾护航”

2022 年 1 月中国证监会召开的 2022 年系统工作会议提出要以全面实行股票发行注册制为主线，深入推进资本市场改革。企业能否实现 IPO 的核心因素，将由核准制框架下企业过去的盈利能力，转为注册制框架下企业未来的成长预期。2020 年 3 月 1 日新版证券法落地，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”。科创板、创业板注册制的实行提升了发行上市审核的效率，多元包容的上市标准满足了不同类型科创企业的上市要求。股票市场对于处在快速成长期的优秀中小企业融资支持力度将进一步增强，科技型企业的国内上市融资渠道将逐渐畅通。注册制在放宽发行过程要求的同时也引入了一定的风险，从实质性监管到透明度监管，股票市场对上市公司信息披露的范围与质量、退市制度、保荐机构的责任与义务等需要有更高的要求。

#### **(1) 刑法修正案加大造假处罚力度，但还需继续完善投资者权益保护机制。**

2020 年 12 月 26 日全国人大表决通过了《中华人民共和国刑法修正案（十一）》，提高了欺诈发行、信息披露造假、中介机构提供虚假证明文件和操纵市场等四类证券期货犯罪的刑事惩戒力度，将控股股东、实际控制人组织、指使实施欺



诈发行、信息披露造假、隐瞒相关事项等也纳入了刑法规制的范围。刑法修正案（十一）加强了对金融市场违法行为的处罚力度，有利于打击造假行为，保障信息披露准确性，保护投资者权益。但刑法对上市后的造假处罚较轻，与美国相比，我国信息披露造假的制度性成本仍旧较低，违法成本和违法收益仍旧不平衡。

此外，投资者遭受损失的认定和赔偿机制、集体诉讼机制等民事赔偿制度还有较大完善空间。A股投资者在经历了合法利益被侵吞却得不到足够补偿的教训后，对在A股投入长期资金变得缺乏兴趣，不愿意将大量资金在股票市场做长期风险投资，而更喜欢短期投机<sup>1</sup>。

法律法规难以囊括所有可能出现的危害市场的行为。受盈利驱使，投机者会不断想出新方法来规避刑事处罚，因此需要监管部门不断根据实际情况修正法律法规来及时打击投机行为。但受限于大陆法系条文法的固有缺陷，当新的投机行为出现时，监管部门很难快速修改法律条文。条文法在应对资本市场的变化时存在滞后性，难以及时维护投资者的权益。

## （2）退市新规助力“退市常态化”。

此前的中国资本市场，退市制度基本没有发挥出应有的功能作用，在实行注册制改革前，年均退市企业仅不到3家。而相对的美股市场既是全球股票市值规模最大的资本市场，也是全球退市规模最大的资本市场。WRDS数据显示，1980年至2017年，美股上市公司数量累计达到26505家，退市公司达到14183家，退市公司数量占到全部上市公司的54%。“完善常态化退市机制”被写入“十四五”规划纲要。在经济结构转型过程中，一些传统行业的公司或有持续运营问题的公司已没有成长空间，这些公司利用各种手段调整财务数据以避免退市，却不会将所融资金用于实际发展，造成资金浪费且动摇投资者信心，这对实体经济是有百害而无一利的。退市常态化将为股票市场打造良好的优胜劣汰市场生态，有利于提升上市公司质量，优化股市资源配置。

2020年12月，沪深交易所发布了退市新规，全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类退市标准，为常态化退市机制的建立提供了更稳固的制

<sup>1</sup> 陈欣. 完善股市基础性制度 利好蓝筹股估值提升.

度基础。退市新规实施后，退市股票数量显著增长，目前有近百家公司被实施退市风险预警，2021年共有27家上市公司退市，其中强制退市17家（10家触及财务类退市指标，7家触及交易类退市指标），1家主动退市，9家重组退市，强制退市公司数量创历年新高。但目前的退市规定较发达国家仍较为宽松，一些资质较差的企业仍有较大机会通过不当操作避免退市。注册制要求执行更加严格的退市制度以促进市场良性发展，吸引资金注入优质企业，退市常态化应是股票市场改革的重点之一。

近年，我国为推动资本市场服务实体经济，修订了公司法、证券法、刑法等一系列法律法规，完善了市场发行、交易、退市等方面的制度，做出了许多亮眼的成绩。随着大股东和高管侵害投资者权益的行为被进一步抑制，投资者保护制度的逐步完善，中国股市将面临着前所未有的良好制度性机遇。但对投机行为的遏制无法一蹴而就，监管改革依旧任重道远。

### 三、总结与建议

#### 3.1 注册制改革优化资源配置

##### （1）积极推动IPO、再融资常态化

从社融的数据来看，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。2021年IPO募资总额中65%来自实行注册制的创业板和科创板，注册制改革使A股市场为企业提供了更多股权融资。“全面实行股票发行注册制”是2021年3月“十四五”规划提出的目标之一。2021年12月的中央经济工作会议定调全面实行股票发行注册制。未来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，提高市场化程度，激发市场创新活力。随着全市场注册制的实现，股票市场将更充分地发挥资源配置功能，更有效地支持实体经济发展。

##### （2）推动北交所建设，充分发挥其纽带作用

中国特色多层次资本市场的本质应当是为不同阶段优秀企业提供直接融资服务，北交所补充了股票市场对中小型创新型企业的融资支持力度，畅通了中小创新

型企业的上市融资路径。在北交所的引领带动作用，创新层、基础层的活跃度得到显著改善，股转系统定增市场热度也明显提升，北交所的设立正带动股转系统中公司直接融资的增长。未来，北交所要进一步强化服务创新型中小企业的定位，充分发挥纽带作用，致力于打造并完善“创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—新三板—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）提升对中小民营企业再融资的支持力度

在再融资新规的推动下，监管对于定向增发的审核节奏加快、审核效率提高，定增市场呈现出由核准制向注册制过渡的特点，再融资的常态化构建了市场优胜劣汰的良好生态，使得再融资市场对实体经济的支撑作用增强，提高了股票市场的资源配置效率。但定增市场对中小型企业、民营企业的支持力度明显不及 IPO。定增市场服务的民营企业比重有上升的趋势，但仍低于 IPO 中民营企业的占比，主板定增主体中的民营企业比例比主板 IPO 主体中民营企业比例低了近 20%。监管在放宽审批限制的同时，也应对投资者做出积极的引导，提升定增融资的普惠性。此外，随着投资者结构的优化，未来公开增发与可转债也可考虑适度松绑，进一步提高再融资市场服务实体经济的效能。

### （4）明确虚体经济与实体经济的边界在于投机性和泡沫化

近年，A 股 IPO 行业结构不断优化，对国民经济发展重点行业提供了更多的支持。在“服务实体经济”的号召下，股票市场对“虚体经济”的容忍度明显降低。但需要注意的是，简单地将房地产与金融企业归为“虚体经济”，其他行业归为“实体经济”是不合适的。近些年，一些信息技术企业无序发展，出现投机行为，增加市场风险。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，投机行为在新兴产业同样有操作空间。不同经济发展阶段的最优金融结构需要与相应阶段实体经济对金融服务的需求相适应<sup>1</sup>。目前的股票市场融资结构与经济结构仍旧存在一定程度上的错配，需要继续引导资金加大对科技创新、制造业、中小企业等重点领域支持力度。将更多资源向符合国家战略的产业、科技产业、新

<sup>1</sup>林毅夫,孙希芳,姜烨.经济发展中的最优金融结构理论初探[J].经济研究,2009,44(08):4-17.

兴产业集中，资本市场对成长型、创新型企业的服务功能也将进一步提升

#### **(5) 深证主板需要进一步找寻自身特色，增强对实体经济的支撑**

2021 年上证主板 IPO 数量是深证主板的近 3 倍，而 IPO 融资总额是深证主板的近 8 倍；上证主板 IPO 主体的行业分布也较深证主板更平均、更多元；深证主板较上证主板存在更严重的 IPO 抑价问题——深证主板对实体经济的支撑力度以及市场完善程度较上证主板仍有一定距离。此外，上交所对江苏与浙江 IPO 数量的带动作用极强，而深交所基本只拉动了广东省内核心地区的 IPO 数量、服务了蓬勃发展的江浙地区，但对广东周边省份的拉动作用有限，湖南、江西在沪深交易所的选择间没有显著差别，广东省内和省际城市群的经济协作仍有待发展突破。在 2021 年 2 月深证主板与中小板合并后，深证主板与上证主板的功能逐渐趋同，未来，深证主板需要进一步找寻自身特色、激发活力、增强对实体经济的支撑。

#### **(6) 没有股权融资能力的 B 股有合并的需要**

中小板在完成自己的使命之后走向了历史，并入主板。而与中小板类似的 B 股市场也早已完成了历史使命，有合并的需要。目前的 B 股市场已日益被边缘化，难以起到服务实体经济的作用，成为一个“三无市场”，一无新公司上市，二无上市公司再融资，三无吸引力。B 股不乏有一些公司处于优质赛道，但股价却处于滞涨阶段。B 股问题久拖不决，无论是对于 B 股投资者还是 B 股公司均不公平。未来，政策应继续落实引导“B 转 A”、“B 转 H”，强化 B 股退市管理，推动 B 股注销、回购。

### **3.2 完善定价、交易制度，引导中长期资金入市**

#### **(1) 引导散户理性投资，减少无效投机行为**

上交所公布的数据显示，2020 年年末自然人投资者（散户）持股市值占比 23%，明显高于专业机构的占比（18%）。2017 年散户持股占比 21% 却贡献了 82% 的交易量，散户投资者专业度有限，交易频率过高，容易出现非理性投机行为，不利于股票市场稳定，也不利于上市公司筹得中长期资金。未来要大力发展机构投资者，引导散户理性投资，可以对散户和机构投资者的交易制度做出适度的差异化调整，



提高散户高频操作的门槛，利用好科技化、数字化的手段，对散户的当操作做出及时提示，减少散户的无效投机行为。要重视对自然人投资者的教育普及，帮助投资者形成理性的市场价值投资理念，同时，也要使中小自然人投资者对机构投资者侵犯自身权利的欺诈行为有所认识，维护证券市场健康有序发展。

### （2）提升机构投资者专业度与风险承受能力

大力发展机构投资者是“十四五”的目标之一。机构投资者在资本市场中发挥着重要的作用，大力发展机构投资者有利于优化投资者结构、增强资本市场韧性、促进投融资平衡，对于市场能够起到稳定的作用。但目前大部分机构投资者的风险承受能力较差，持有货币基金等低风险资产的比重较高，持有的股权类资产较少，偏股型基金比重远低于美国。未来应鼓励机构投资者多元化发展，完善风险分散机制，做好风险管理。机构投资者专业度也有待提升，如券商的行业研究报告发声同质化，公募基金追逐热点，对市场自下而上的研究能力较弱。要提升机构投资者的综合实力与顾问能力，加强对机构投资者的教育与考核。目前机构投资者抱团引起的泡沫多集中于一些不缺钱的类奢侈品上。资产泡沫无法完全避免，但是可以让泡沫聚集到更需要发展的产业，缓解融资约束<sup>1</sup>，正确地将资金引导到重点产业也是政策转变可以考虑的方向。此外，由于过往监管制度的宽松，机构投资者的投机行为也较为盛行，未来需要对机构投资者实行更加严格的信息披露机制，打击机构投资者投机行为。

### （3）优化新股上市非理性波动的防控机制

A股市场的大部分新股在上市15天内，经历了上市的“疯涨”和迅速的回调，这是非理性泡沫的典型表现。目前主板为了控制风险设置的涨跌幅似乎对这种投机行为起到一定的限制作用，但核准制导致了一定的IPO抑价问题。科创板与创业板的注册制改革使IPO抑价问题得到改善，使企业得以通过IPO融得更充裕的资金，但新股上市时的巨大波动会使普通投资者权益受到损害，这种泡沫的迅速产生与破裂不利于中长期资金进入股市。中国股市的上市定价机制还有较大改进空间，应进一步完善注册制下的发行、定价、配售机制与新股上市交易制度，一方面，

<sup>1</sup> Dong F, Miao J, Wang P. Asset bubbles and monetary policy[J]. Review of Economic Dynamics, 2020, 37: S68-S98.



降低折价发行可能，激发股票市场融资功能，支持企业融资，另一方面，优化投机行为防控机制，减少股价的非理性大幅波动，保证市场平稳运行。

#### **(4) 完善储蓄转化为股权投资的长效机制，吸引中长期资金入市**

中长期资金占比是影响股票市场稳定的重要因素。资本的逐利性存在短视的问题，导致股票市场短期投机行为盛行，影响股票市场实体经济的稳定资金支持。目前我国股票市场上的中长期资金仍旧不足，投资者的投机性动机明显，股票市场运行无法充分反映经济发展成果。未来应继续完善储蓄转化为股权投资的长效机制，吸引中长期资金进入市场，增强股票市场承担与分散风险的能力。

### **3.3 注册制改革对透明度监管提出更高要求**

注册制发挥市场作用的前提是保证信息公开的准确性。从实质性监管到透明度监管，股票市场对公司信息披露的范围与质量、退市制度、保荐机构的责任与义务等需要有更高的要求。

#### **(1) 提高信息披露质量，加大处罚力度，保护投资者权益**

信息披露对风险资产合理定价有重要作用。刑法修正案（十一）加强了对金融市场违法行为的处罚力度，有利于打击造假行为，保障信息披露准确性，保护投资者权益。但刑法对上市后的造假处罚较轻，与美国相比，我国信息披露造假的制度性成本仍旧较低，且受限于大陆法系条文法的固有缺陷，违法成本和违法收益仍旧难以平衡。A股投资者在经历了合法利益被侵吞却得不到足够补偿的教训后，对在A股投入长期资金变得缺乏兴趣。为此，投资者遭受损失的认定和赔偿机制、集体诉讼机制等民事赔偿制度还有较大完善空间。未来，一方面，应继续对现有法律法规“查缺补漏”，防止投机者钻法律空子，加大对造假、投机行为的处罚力度，完善投资者损失的赔偿机制，另一方面，应继续坚持“零容忍”的监管思路，对违法行为严格执行处罚，对造假、投机等扰乱市场的行为予以严厉的打击。提高对危害市场的行为的处罚力度，保护投资者应有权益，才能更好地吸引中长期资金进入股票市场。

## （2）强化募资用途监管，警惕资金空转

在放宽股票市场募资限制的同时，需要警惕资金空转，防止企业将募得资金投向“虚体经济”。如，2021年参与定增的上市公司中，共有136家购买了理财产品，其中6家公司的部分募集资金甚至被理财产品长期锁定。信息披露对风险资产合理定价有重要作用。一方面在股票市场上募集资金，一方面使用“自有”闲置资金购买中长期理财，这种行为是打政策擦边球，需要得到严格管控。此外，研究显示，募集资金用途披露越详细，信息不对称程度就越低，从而有助于降低IPO抑价<sup>1</sup>，有助于企业IPO融资。未来应保证上市公司信息披露的充分性，强化对上市公司的多维度审查，尤其加强对募集资金用于研发项目、变更资金用途项目的监管，对空转行为提高处罚力度，防止企业脱实向虚发展。此外，有关制度也应引导企业将募得资金更多用于加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本的项目，而不是单纯扩大产能的制造项目。

## （3）常态化退市机制，打造优胜劣汰市场生态

“完善常态化退市机制”被写入“十四五”规划纲要。在经济结构转型的过程中，一些已没有成长空间的公司利用各种手段调整财务数据以避免退市，却不会将所融资金用于实际发展，造成资金浪费且扰乱市场投资逻辑。退市常态化将为股票市场打造良好的优胜劣汰市场生态，有利于提升上市公司质量，优化股市资源配置。未来，一方面，要进一步完善退市标准，丰富退市标准的维度，针对不同的行业性质进一步严格和细化具体条款，确保业绩差且无持续经营能力的公司能够按照标准退市，另一方面，要强化退市执行，在保护投资者合法权益的同时，对于不符合条件的公司坚决贯彻退市政策。

<sup>1</sup> 岑维,童娜琼.A股上市公司募集资金用途披露与IPO抑价[J].南方金融,2015(10):52-63+18.



## PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（ThePHBSThinkTank）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院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀。



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](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

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