



股票发行注册制改革会带来什么?

——陆家嘴论坛专家把脉未来走势

股票发行注册制离我们越来越近了,那么,这个重大改革一旦推出,对中国经济、对股票市场会产生什么影响?昨天下午,陆家嘴论坛一个专场讨论中,几位重量级嘉宾围绕“推进股票发行注册制改革,多措并举提高直接融资比重”这个主题展开热烈研讨。嘉宾普遍认为,注册制将有利于提高直接融资的比重,至于对股市的影响,从海外市场看,注册制不会导致股市的下跌。

加大直接融资比重

海通证券股份有限公司董事长王开国认为,股票发行注册制改革与过去的审批制比有进步,可以化解企业上市融资的瓶颈,提高直接融资的比重,更好地发挥资本市场配置资源的作用,有效支持实体经济的发展。2014年股票资金融资达到4350亿,同比增长96%;2015年前5个月股票融资金额达2888亿,较去年同期增长68%。为实行股票发行注册制改革奠定了良好的市场基础。

中国人民银行金融研究所所长姚余栋强调股权融资非常重要,比债权融资更重要,因为不断的扩大债权融资就是逐渐给企业部门加杠杆的过程。今后发展直接融资,是中国新经济新常态下乘风破浪、抗御风险的一个法宝。

姚余栋分析了欧美经济,现在美国和英国经济复苏总体比较强劲,欧洲欧元区步履维艰,还要进一步进行QE操作,日本经济还要进行QE操作。美国和英国经济为什么抢先复苏?有一个非常重要的制度因素,美国经济和英国经济体的直接融资占比非常重要。所以,资本市场主导的经济,往往遇到经济的一些波折、风险的时候恢复能力比较强。

中国国际金融有限公司董事总经理黄海洲同意姚余栋的观点,他表示从国外经验来讲,金融系统的脆弱性跟直接融资可能是成反比的关系,直接融资做的越多,介入性越小,受到冲击以后恢复增长的可能性越大。2008年危机以来,美国和英国率先走出衰退,欧元区相对而言困难会大一些,这里面很重要的原因是直接融资在里面的比例,美国和英国都是资本市场相对更发达的。

上海证券交易所副总经理徐明



专家观点:注册制不会导致股市下跌



姚余栋



黄海洲



徐明



储晓明

分析了直接融资和间接融资的差距。从2008年到2014年,沪深股市直接融资是6万亿人民币,这个6万亿包括股票融资,也包括了债权融资,平均下来每年资本市场的直接融资是8600亿。再看间接融资市场,银行新增贷款从2008年以来平均每年8.11万亿人民币,搞了这么多年不如银行新增贷款平均一年的数额。直接融资比例和银行新增贷款的比例,银行是股市的9倍多,贷款余额是股市的65倍。

说明什么问题呢?我们直接融资跟间接融资比非常少。所以党中央、国务院说大力发展直接融资。直接融资和间接融资要平衡、要匹配。在金融市场当中现在是不平衡、不匹配,是一个跛腿,一旦发生问题不可想象。

有助于创新企业发展

注册制对企业来说是非常急需的,申万宏源证券董事长储晓明为企业进行呼吁,他说:一些企业朋友都跟我讲共同的三大难点。第一难点,政府干预过多,第二难点税负过

重,第三难点金融支持太弱。所以很不幸,我们从事金融行业成了企业的难点之一。关于金融支持弱,企业希望通过金融帮他们解决四个问题:第一解决高负债的问题,到去年底,规模以上国有企业的负债已经达到了62%。这个比重相当高,我们统计一个数据,每年企业新增利润30%左右是拿过来还息的。企业拿什么实力去做再生产、再发展,这个问题必须引起我们高度的重视。第二个问题企业需要我们如何降低成本。尽管人民银行多次降息,但是今天的贷款利率1—3年期仍然是5.51。这个利率中小的企业是拿不到的。中小企业那的利率在这个基础上上浮20%左右。实际上我们很多的制造业、加工业毛利率就是6—7%,还靠什么赚钱?只有直接融资可以降低企业负债。

王开国认为注册制有利于新兴产业的发展,他说:现在A股上市公司在数量上还是偏重于传统行业,如金融、房地产、传统制造业等等。核准制是制造这种产业结构特征的重要原因,因为核准制对企业

上市规定了业绩方面的上市条件,传统产业的企业虽然处于成熟期,甚至已经开始衰落,但是历史业绩还是能够达到上市标准。所以还能进了资本市场,但是往往上市后就出现业绩下滑,除了可能有人为的为了追求上市,创造业绩因素以外,也是企业所处于产业周期发展的必然结果。

相比而言新兴产业企业代表着未来发展方向,有着广阔的发展前景,但是往往出去扩张期的投入巨大,利润指标难以达到上市标准。所以很难进来A股市场。实行注册制以后,虽然短期盈利状态不佳,但是有着广阔发展前景的新经济类公司将成为下一轮新上市公司的主力。在不久的将来,我国A股市场的上市公司行业结构,将发生根本性变化。新技术、新模式等为代表的新型经济体企业数量必将超过传统企业,以顺应推动中国企业发展的未来。

黄海洲分析了美国企业的负债率,美国企业的负债率在发达国家里面最低(或者之一),如果以GDP作为分母,美国企业负债率大概是

60%,欧元区负债率在上面要加100个点。为什么美国企业负债率这么低?里面两个重要的原因:第一个重要原因就资本市场发展,因为美国直接融资占的比例比较高,直接融资占的比例比较高使得资产负债率下来了。第二,如果考察全世界的企业而言,科技创新类的企业相对而言负债率低,而且美国在科技创新上在全世界范围内做的是好的。同时,大型跨国公司相对负债率比较低,美国在这方面通过开放,在全球市场上大型公司占的比例比较高。

注册制不会导致大跌

注册制一旦推出,会不会造成股票供应量增加从而导致股市下跌?高盛私人财富管理中国区副主席暨首席投资策略师哈继铭明确表示不会。他说:有的投资者很恐慌,认为注册制推出以后,股市会下跌,因为供应量增大了,我们不妨看一下,中国台湾当时推出注册制,1988年台湾从单一审核制过渡到半审核半注册制,那个时候股市大涨。到了2006年实行完全的注册制,股市也是大涨。为什么?供应增加怎么股市还大涨?因为宏观环境很好,因为八十年代末期时,台湾汇率升值,大量资金流入,2006年全球经济很好,台湾出口非常强劲。所以是一些更大、更重要的基本面因素,在影响着资产价格的变化,而不是一些制度性政策主宰它。

王开国表示,股票的涨跌和股票的供给无关。这是指在资本市场,充分流动的条件下,信息披露充分的条件下,我们投资者的理性判断得到充分发挥的条件下,股票价格的高低和股票的供给是无关的。

当然,注册制也需要学习海外的一些做法,新加坡证券交易所首席执行官Magnus Bocker先生认为,最重要的是要有公平、透明、有序和有效的市场。新加坡注重信息的披露,这三个方面好处:约束、效率、多样性。这是任何股票市场如果需要发展直接融资必须要做到的。在所有工作当中,要注意有效的市场执行体制的重要性。所有的法律法规、做法,如果没有很好的执法体系,如果没有能够很好地确保披露,就没有办法能够实现。

本报记者 连建明

中国未来十年有很长牛市

昨天沪深股市暴跌,接近2000只股票跌停,但下午这场关于股票注册制改革的论坛依旧是座得满满的。对此,高盛的哈继铭开场白就说:股市跌成这样,大家还座无虚席,首先让我对各位参会者表示崇高的敬意。

一位听众问:“股市暴跌,请问牛市是否已经结束了?”哈继铭脱口回答:“我觉得看你多长的跨度,如果说未来20年,我觉得中国牛市还没开始。说一两天那是跌了,那肯定跌得比较惨的。我们一般看得比较长远,看到未来中国十年、二十年,

还有很长的牛市,放心吧。”

哈继铭也针对市场的一些看法谈了自己的观点,不久前股市大幅上涨,一些市场分析人士认为有利于刺激消费,哈继铭不同意这个观点,他认为股市上涨,中国老百姓是不消费的,本来要买车的钱都投入到股市里面去了。中国的股市和发达国家、成熟经济股市很不相同,成熟经济的股市大多数机构投资者,机构投资者谁的水平高、谁的水平低不好说,但是大家都是赚投资标的的钱。在中国股市上要想赚投资标的的钱是很难的,因为公司

没有什么盈利,即使盈利也很少分红,除了几个大银行之外。所以中国的股市一部分聪明投资者赚一部分不太聪明投资者的钱,在这种博弈环境下,当股票上涨时大家是不消费的。

还有一些观点认为,A股指数加入MSCI,就能使股市上涨,哈继铭认为这个说法也没有依据。根据十来个国家的调研情况看,当年这些市场股指加入MSCI时,无法得出加入MSCI以后股指一定上涨还是下跌的结论。1996年H股香港恒生国际指数加入MSCI,股市是

上涨的。1996年中国台湾也加入MSCI,但是大涨之后大幅下跌。韩国、马来西亚当年加入MSCI的时候,韩国最初下跌百分之十几,但是之后一年大幅上涨。马来西亚在MSCI新兴市场推出初期就加入,但是到了1998年实行资本管制被踢出去了。到了2000年又加入,这个时候股市依然下跌30%左右。俄罗斯1997年加入MSCI之后,8个月后就违约了,债务违约,股市大幅下跌。波兰在1995年3月份加入MSCI之后,股市大跌50%。所以有些东西并不是人们想象的,事实证明有些更重要的基本面因素,在影响着资本市场,而不是一些形式上的东西。 本报记者 连建明



哈继铭 本版摄影 记者 张龙