

十八届三中全会《决定》财经解读

关键词
资本市场

健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。

扩展投资和租赁服务等途径，优化上市公司投资者回报机制，保护投资者尤其是中小投资者合法权益，多渠道增加居民财产性收入。

股票发行注册制改革：
还权于市场让股市重生



改革或让股市迎来春天

图 TP

城 身边事·心里话

“准备买股票了”

本周一是《决定》发布之后的第一个交易日，沪深股市应声大涨，上证指数大涨 2.87%。吃晚饭时，唐小宏宣布他准备买股票了。唐小宏妈妈一听，竭力反对，因为唐小宏妈妈也算老股民了，但这么多年收益少，亏损多，正是唐小宏妈妈一直抱怨股市，所以，唐小宏以前对股市不怎么关注。

但是，这一次唐小宏的想法很坚定，因为他认真读了《决定》，推进股票发行注册制改革，他认为是推进资本市场市场化的重要举措，股市发展会越来越健康。更重要的是他看中了这句话：

“优化上市公司投资者回报机制，保护投资者尤其是中小投资者合法权益，多渠道增加居民财产性收入。”唐小宏觉得增加财产性收入最好的渠道是股市，而优化上市公司投资者回报机制，意味着以后股票分红会不断提高，加上目前很多股票价格很低，唐小宏认为未来的数年内，投资股市的回报会超过其他投资市场。

唐小宏妈妈尽管对股市前景觉得仍然不确定，但承认唐小宏的分析很有道理，于是，唐小宏打开电脑，开始寻找合适的股票准备进场了。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中关于资本市场的内容着墨虽然不多，但改革力度很大，尤其是“推进股票发行注册制改革”，出乎业内许多专家的预料。

由投资者自主判断

中国社科院金融研究所所长王国刚就表示，股票发行注册制是一个还在探索有争议的事情，没有想到这么快就写到了决定里。

股票发行注册制改革，实际上是资本市场市场化的一次重大改革，通俗说，就是股票能不能发行，企业能不能上市，由市场说了算，投资者说了算。

本周，中国证监会主席肖钢上任之后首次公开演讲就谈了注册制改革，他的一番论述十分到位。肖钢说：股票发行注册制改革是发行体制的一次重大改革，是还权于市场、还权于投资者的重大改革，也是资本市场“牵一发而动全身”的改革，这个改革会带动和促进很多方面的改革。这次改革的意义就是尊重市场的规律。各个国家和地区，实行注册制改革做法都不完全一样。当然，有一个基本的特点，就是股票发行审核一定要以信息披露为中心，证监会要以投资者需求为导向，对发行人信息披露的准确性、全面性进行审核，但是，不对这个公司的投资价值 and 持续盈利能力做出判断，而交由市场、由投资者自主判断，真正还权于市场，还权于投资者。

注册制是市场化发行

注册制相对应的是审核制，目前，我国新股发行采用的是审核制，而且已经沿用了 20 多年。

审核制，就是由监管部门对排队 IPO 的企业进行“优中选优”。武汉科技大学金融证券研究所所长董登新一直是力主改革的，他认为审核制使得 IPO 企业成为一种稀缺资源。现行新股发行审批制度下，如果有 1000 家企业都符合上市硬指标条件，但因为监管层的审核流程或对市场承受力的考虑，企业必然要排队上市，监管层要优中选优，只能有少部分企业可以幸运通关。上市企业少，投资者多，“僧多粥少”的情况下，新股发行“三高”即“高发行价”、“高发行市盈率”、“超高的募

注册制并非不要监管

但是，实施注册制并非不要监管了，证监会主席肖钢说：“大家千万不要误解，注册制就是登记生效制，不是这样的。股票发行不是不要审了，更不是垃圾股可以随便发了，而是审核方式要改革。”

比如，美国实施的是注册制，但是，美国证监会(SEC)对信息披露要求很高，发行人并非提交注册文件就能发股票了。SEC 在收到注册文件后，会针对信息披露提出书面意见，意见多少不等，甚至上百个都有，发行人必须逐一书面答复，对相关内容进行修改或补充。SEC 在收到回复和修改后，对不满意的地方，会继续提出问题，直至 SEC 不再有新的意见

集资金”等顽疾就会久治不愈，不少股民炒股也因此成了“赌博”。

注册制主要是指发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断，而将发行公司股票的良莠留给市场来决定。只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏，就能发行股票。企业能否成功发行，由包括股民、机构在内的投资者“用脚投票”决定。

注册制是在市场化程度较高的成熟股票市场所普遍采用的一种发行制度，美国是这

种制度的典型代表，只要充分披露，就可以发行证券让市场去自行判断。比如，2011 年中国社交网站“人人网”在美国上市，虽然亏损，但凭借社交网站的商业模式获市场认可，仍成功融资 7.4 亿美元。反之，2012 年中国最大的租车公司神州租车虽然获得美国证监会注册通过，但是，由于适逢中概股欺诈丑闻爆发，市场观望情绪严重，订单低于预期，不得不于两周后宣布取消 IPO。

A 股市场现行的审批制因效率过低易造成新股供给周期与需求周期的错配，而注册制能让企业自由地选择上市时间和上市规模，最终能否成功上市，则交给投资者来投票，从这个角度说，A 股 IPO 从审核制走向注册制是大势所趋，也是中国股市健康发展的必要转型。

强券商、会计师事务所、律师事务所的责任和能力，让他们真正归位尽责。还有司法制度的改革，特别是民事赔偿制度改革也非常重要。在中小投资者保护这个方面，如果不得到系统的加强，也就是说如果不能构建资本市场保护中小投资者的一套法律政策体系，中小投资者维权难，举证也很难。

因此，股票发行注册制改革是一项重大改革，是还权于市场，还权于投资者的一个根本举措。但是，需要一个循序渐进的过程，还需要其他方面的配套改革。推进资本市场的市场化，任务非常繁重和艰巨，但这是必由之路，随着目标明确，市场化进程加快，中国出现一个繁荣的资本市场是完全可以期待的。

本报记者 连建明

提高负债率水平已接近极限
资本市场又一个春天将要到来

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，健全多层次资本市场体系，多渠道推动股权融资，提高直接融资比重。对此，市场人士认为，要提高直接融资比重，表明要大力发展资本市场，资本市场又一个春天将要到来。

事实上，由于我国直接融资比重一直比较低，经济发展主要靠银行融资拉动，这条路很难走下去了，负债率太高到了必须提高直接融资比重的时候了。尤其是近几年，贷款发放数量太大，2008 年全球金融危机发生以后，中国政

府出台了刺激措施，其中，发放了大量银行贷款。建国 64 年，前 60 年放了 30 万亿贷款，后 4 年放了近 40 万亿贷款，现在是 70 万亿。

这样，中国政府和企业负债率升高是事实。所以，证监会主席肖钢本周表示，未来中国经济的发展再靠提高负债率的水平，应该说接近一个极限了，再过多地用银行贷款的杠杆已经难以为继了。因此，正是基于这样的背景，资本市场将会迎来难得的发展机遇，所以要多渠道的股权融资。

发展多层次资本市场，是一个很广的体

系，既包括股票，又包括债券，还包括期货、期权和其他金融衍生品；既包括场内市场，又包括交易所之外的场外市场；既包括公募，又包括私募，它是整个一个体系。

肖钢表示，就股权而言，我们要建立一个多渠道的股权融资的体系，或者叫多层次的股权市场。要进一步壮大主板，丰富主板的内涵。继续发展中小板，同时还要改革创业板，使创业板真正定位在支持成长型和创新型的中小企业上。要扩大“新三板”。最后还要规范和发展区域性的股权市场，还要发展证券公

司的柜台交易市场。

中国的储蓄率很高，怎么样把较高的储蓄转化为资本的形成和资本的投资，是未来发展面临的一个很大的问题。通过多层次的资本市场体系能够适应不同融资者的需求，满足多元化投资者的需求，把更多的储蓄转化为资本，减轻债务率，增加资本，这样就会更好地服务于经济社会转型和持续健康发展。

提高直接融资比重就需要一个健康的资本市场，这几年股市较为低迷，影响了直接融资。《决定》提出股票发行注册制等市场化改革措施，同时提出推动资本市场双向开放，优化上市公司投资者回报机制，保护投资者尤其是中小投资者合法权益，这些改革措施被称为“又一次股改”，在这些措施推动下，中国资本市场有望迎来又一个春天。

本报记者 连建明