

注册制改革是今年资本市场最大看点

武汉大学金融证券研究所所长 董登新

推行股票发行注册制改革,正是为了增强市场化、法治化的力量,淡化行政干预与管制,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,进一步提升资本市场服务实体经济的能力

在1月15日至16日召开的2015年全国证券期货监管工作会议上,中国证监会主席肖钢表示,推进股票发行注册制改革是2015年资本市场改革的头等大事,是涉及市场参与主体的一项“牵牛鼻子”的系统工程,也是证监会推进监管转型的重要突破口。

“中国版注册制”轮廓渐显,特色鲜明。市场需要的中国版注册制其实质可概括为8个字:市场决定、依法治市。具体而言,就是要针对现行核准制的主要缺陷对症下药,进行重大改革。

IPO将不是少数精英企业的专利或特权

企业拥有发行股票筹集资本的天然权利。企业能不能发行、何时发行、以什么价格发行,均应由企业自主决定

IPO注册制是针对A股市场IPO核准制的一场制度变革,也是符合我国A股市场实际情况的改革。

现行IPO核准制缺陷概括起来有三点:一是政府对新股发行人的盈利能力和投资价值的“背书”,降低了市场主体风险判断与选择,同时弱化了发行人、保荐机构以及会计师事务所等方面的责任;二是监管部门对新股发行“管价格、调节奏、控规模”,不利于市场自我约束机制的培育和形成,甚至造成市场供求扭曲,对中长期股市发展不利;三是行政干预过多且主观色彩浓,市场主体难以做出稳定、明确的预期,造成市场主体与监管机构的博弈,不利于规范市场主体行为和市场的稳定运行。

包容性是注册制重要特征之一。肖钢表示,在注册制下,“企业拥有发行股票筹集资本的天然权利,只要不违背国家利益和公众利益”。也就是说,注册制下,IPO将成为所有守法经营企业的一项平等选择权。

在现行核准制下,证监会设立上市审核委员会对IPO申请企业进行排队打分,它通过好中选优、优中选优的“海选”机制,人为推高了IPO门槛,将大批小块头、高成长、新企业排斥在IPO大门之外。注册制通过“低门槛、宽准入”的IPO标准,包容并鼓



励创业和创新。

与此同时,注册制将IPO的最终决定权交由企业和投资者来博弈谈判,这既是对投资者的尊重和信任,同时也充分发挥市场的决定作用。正如肖钢所言,企业能不能发行、何时发行、以什么价格发行,均应由企业自主决定。

由此,只要投资者能接受,将来不排除一些亏损的新型企业也有资格实现IPO梦想。

IPO审核将转向以信息披露为中心

政府不对企业的资产质量和投资价值进行判断和背书,监管机构不对信息披露的真实性负责,但要对照招股说明书的齐备性、一致性和可理解性负责

肖钢表示,在注册制下,“政府不对企业的资产质量和投资价值进行判断和背书,监管部门不对信息披露的真实性负责,但要对照招股说明书的齐备性、一致性和可理解性负责。”也就是说,在IPO审核环节,监管机构只负责“注册审核”,并贯彻以信息披露为中心的监管理念。

现行核准制对IPO企业的投资价值进行担保和“背书”,使监管部门不得不“越俎代庖”,一方面需要代替投资者判断和决策,另一方面还要代替企业决定IPO时间,并干预企业IPO定价。此外,为了干预并调控股市涨跌,监管部门不得不代替投资者及发行人决定何时“暂停IPO”,何时“重启IPO”,进而形成了中国特色的IPO堰塞湖。

总之,在现行核准制下,企业没有IPO时间选择权,甚至没有IPO定

价自主权,投资者也没有风险意识,相反,有形之手越伸越长,责任与压力也越来越大。

然而,在注册制全面推行后,监管机构将真正放权,还权给证交所及投资者,在IPO审核环节将集中精力专注于“注册审核”,其实质是以投资者需求为导向,审核IPO信息披露的充分性、客观性及有效性。

市场参与主体各尽其职各负其责

各市场参与主体归位尽责,发行人是信息披露第一责任人,中介机构承担对发行人信息披露的把关责任,投资者依据公开披露信息自行作出投资决策并自担投资风险

在现行IPO核准制下,大包大揽的行政审批淡化了证券中介的保荐、公正、审计等法律责任和义务,客观上纵容了投资者的过度投机与赌博,进而淡化了投资者的风险意识,这一切都直接导致了监管部门成为市场参与各方的博弈对象或众矢之的,比如,少数发行人为了获得IPO批文,不择手段,与不良的证券中介勾结,进行信息造假、欺诈上市,但案件查处后,其处罚结果却往往令人生出“违法成本太低”的感叹与无奈。

然而,在注册制下,“卖者有责”与“买者自负”将会变成现实,而不只是停留在口号或文件上。市场参与主体必将各就各位、各尽其职、各负其责,发行人、保荐人、承销商、会计师、律师,以及在IPO申请文件上签字的所有自然人,都将对发行人的IPO行为承担连带的法律责任,包括民事责任 and 刑事责任。投资者则以

自己的专业知识和经验作出独立的判断与决策,风险自担。

强化投资者保护需全社会力量参与

推进注册制改革的核心在于理顺市场与政府的关系。实行宽进严管,重在事中事后监管,严惩违法违规,保护投资者合法权益

肖钢表示,在注册制下,“实行宽进严管,重在事中事后监管,严惩违法违规,保护投资者合法权益。”保护投资者合法权益,是证券市场监管及法治化的出发点与最终归宿。

在注册制下,学会“用脚投票”及法律维权是投资者自我保护的最好办法。监管部门事中事后监管的有效性 & 效率,在很大程度上是为了营造一种公平、公正、公开的市场环境,严厉打击内幕交易、市场操纵、信息造假等证券犯罪行为,威慑犯罪,保护投资者合法权益。此外,市场做空机制及有奖举报制度更能发挥群众力量,进而形成全方位的市场监督网。

肖钢表示,“推进注册制改革的核心在于理顺市场与政府的关系。”事实上,市场化是法治化的基础,法治化是市场化的保证。凡是市场化、法治化程度高的行业,行政干预与管制就会淡出;相反,凡是市场化、法治化程度低的行业,就会存在严重的行政干预与管制。

A股市场推行IPO注册制,正是为了增强市场化、法治化的力量,淡化行政干预与管制,充分发挥资本市场在资源配置中的决定性作用,进一步提升资本市场服务实体经济的能力。

新常态下债市应有作为

中国人民银行金融市场司 邹澜

当前,我国经济正在向形态更高级、分工更复杂、结构更合理的阶段演化。在经济新常态下,实体经济需要金融市场特别是债券市场提供更多支持

去年12月召开的中央经济工作会议指出,我国经济正在向形态更高级、分工更复杂、结构更合理的阶段演化,经济发展进入新常态。新常态下,实体经济需要金融市场特别是债券市场提供更多的支持。

虽然我国债券市场发展在过去几年已取得很大的成绩,但同时也要看到当前我国债券市场的余额占GDP的比重还比较低。相比美国、日本债券市场余额占GDP的比重均在200%以上,我国债券市场仍有较大的发展空间。

同时也要认识到,我国债券市场的市场化改革还未完成,一些市场化的约束机制尚未完全建立,隐性担保、刚性兑付造成的价格扭曲现象时有发生,这需要强化风险防控。下一步的工作重点包括:

一是促进市场协调发展,提高直接融资比重;积极贯彻落实新“国九条”相关要求,加强债券市场的整体规划和顶层设计,稳妥有序推进各项创新,更好满足实体经济多元化的投资需求。2014年以来,债券市场出现了很多新品种,比如为支持企业并购重组、服务企业转型升级,银行间债券市场推出了并购债券等,这方面的工作还将进一步加强,另外,要推动衍生产品,满足流动性等风险管理的要求。

二是简政放权,加快市场化

改革,取消不必要的行政管制,激发市场发展活力。2015年将进一步推动简化发行程序,扩大资产证券化盘活存量。

三是坚持用发展的理念加强制度建设,强化债券市场信息披露等制度要求,充分发挥风险分担机制的作用。由于经济处于下行周期,完善信用风险处置机制,坚持以信息披露和尽职调查为主要方式,发挥市场化约束的机制。

四是丰富投资者主体,培育多元化的投资者队伍。机构投资者的多元化是市场差异化的保障,积极引导和规范符合条件的信托产品等私募类机构投资者投资银行间市场。此外,大量境外机构的参与也使得银行间市场的投资者范围进一步拓展。机构投资者多元化是一个动态的过程,也与我国的金融结构密切相关,下一步将积极稳妥推动社会保险基金投资公司境内债券,研究推出适合各类境外机构参与的更加便捷高效的银行间产品,逐步优化制度,促进市场分层,提高市场流动性。

五是完善基础设施建设,促进债券市场更加安全运行,完善债券收益率曲线,优化交易机制,促进价格发现,提升市场定价功能,合理借鉴基础设施运行经验,顺应国内市场需求,加强基础设施建设中的合作与协调,完善债券市场清算托管制度安排,提升市场效率和透明度。

六是有序推进金融市场的双向开放,推动相关部门研究解决会计税收等方面存在的问题,提高熊猫债的吸引力,继续推动境外机构更广泛地参与银行间市场,扩大境外机构主体范围简化审批流程。

2015年是全面深化改革的关键之年,也是经济新常态下债券市场迈出崭新步伐的一年,要继续推动创新,规范市场发展,切实发挥债券市场支持实体经济的作用。

一周看点

需求疲弱 油价继续承压

国泰君安期货分析师 董丹舟

上周(1月12日至16日)NYMEX原油价格走出低位震荡行情,14日至16日涨幅均在5%左右。

短期的低位震荡令原油价格走势变得扑朔迷离。长期来看,供求失衡是2015年原油价格走势的决定性因素。

从2011年美国页岩油革命以来,全球原油市场供应持续增加。2011年至2014年上半年之间断断续续的地缘政治问题,以及需求端的相对增速,使供应过剩并不明显。2014年下半年随着页岩油产量升至新高,欧佩克国家实施不减产的策略,原油市

场供应日渐充裕。2015年无论是新兴的页岩油还是传统油气,全球原油市场的供应将继续提速,供应端将继续成为拖累原油价格的主要因素。

需求是影响商品价格的另一面。2014年,全球四大经济体中,仅中国、美国的需求出现了小幅增长,欧洲和日本的需求因为经济疲弱而大幅下滑。2015年全球的石油消费增长可能仍然有限,低油价对消费的促进有限,反倒对产油国的财政产生了不利影响,拖累了这些国家的需求。2015年原油的需求或将延续低位增长态势。

供给过剩 铜价风险仍存

平安证券分析师 魏伟

上周(1月12日至16日),一直跌不休的原油迎来了另一位难兄难弟——铜。继1月12日LME铜价跌破6000美元大关后,1月14日铜价大幅跳水,一度跌至5353.25美元/吨,亚洲早盘铜价暴跌逾8%至5353.25美元/吨,创2011年9月来最大跌幅,并刷新2009年7月以来新低。

从供给端来看,铜供应过剩压力仍在,并将从铜精矿向精炼铜传导。2014年全球铜矿产量增长超过100万吨,2015年有望进一步增长近160万吨;2014年与2015年铜供应增速有望达到5%,而消费增速仅在4%左右。在此次铜价下跌过程中,我

国铜需求被格外关注。我国铜需求的放缓表现在房地产投资增速的下降,电网投资的放缓以及贸易融资需求的下滑。此外,从上海铜贸易溢价和票据直贴利率的趋势下行来看,铜的贸易融资需求也将不如以往。另外人民币汇率波动的增加以及潜在的贬值压力,也不利于贸易融资操作。

目前LME的铜库存不足17万吨,处于2008年下半年以来的低位;上海交易所铜库存最近1个月有所上升,但仍处于自2009年下半年以来的次低位。铜显性库存的低位,说明铜的供需平衡是脆弱的,铜价下行风险犹存。

本版编辑 姜楠 温宝臣

首席策略

感受混改的力量

中国银河证券首席策略分析师 孙建波

国有企业在A股占据半壁江山,资本市场的融资功能对于国有企业的发展、壮大、转型等具有重要作用。

2015年是改革攻坚深化之年,国有企业的混合所有制改革将是改革的重头戏。这一主题将成为贯穿A股全年的最佳投资主题之一

经过30年国企改革与发展,经过初步探索、制度创新阶段,我国国有企业已经发展为我国经济中具有相当规模、相当影响力的核心组成部分。但在国企发展中也存在政企分开不到位、机制转换不到位等问题。

针对上述问题,当前试点的混合所有制改革将国有、民间资本都调动起来,既与积极推进公司制、股份制改革一脉相承,又比公司制、股份制包含了更广泛、更深刻的内涵,从而将把国有企业改革推向纵深阶段。

发展混合所有制,最实际、最关键的问题是以什么方式“混”的问题。从目前的情况看,主要有以下四种方式:一是产权转让,即国有企业将存量资产的一部分卖给非公主体。这一模式已经比较成熟,解决了通过产权转让实现混合的制度和方式问题。二是新

设企业,即国有股东与社会股东共同出资成立新企业。三是增资扩股或并购,相对而言是更加个性化的选择,由于引入战略投资者和对外并购投资与企业发展战略紧密关联,其对企业的影响也更大、更深远。

目前,国有企业在A股占据半壁江山,资本市场的融资功能对国有企业的发展、壮大、转型等发挥了重要作用。截至2014年12月28日,A股国有上市公司家数共有981家,总市值25.24万亿元,占比分别达38.07%、60.35%,其中央企、地方国企平均市值分别为500亿元、130亿元,是资本市场举足轻重的力量。

A股主要指数的走势也靠国有企业撑起。从行业分布上看,国有企业上市公司分布在29个一级行业内,基础化工、电力及公用事业、房地产、交

通运输等行业均超过70家。但国企业绩和估值双双低于非国有企业。目前A股国有企业估值水平略低于非国有企业;在业绩增速方面,2014年三季度国有企业平均净资产收益率显著低于非国有企业,营业收入及净利润增速水平基本也低于其他性质企业。

从另一个角度看,A股国有企业业绩表现及估值水平低于民营企业、公众企业及外资企业等非国有企业,意味着有较大改善空间。十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确了国企改革的方向,为A股国企业绩改善打开了政策空间。

2015年是改革攻坚深化之年,国有企业的混合所有制改革将是改革的重头戏。这一主题将成为贯穿A股全年的最佳投资主题之一。