

注册制登场 养老金入市 2016 A股市场奏响改革发展强音

□本报记者 费杨生 王小伟



稳定修复仍是重点

业内人士称，IPO重启意味着A股已从前期异常波动中逐步修复，未来那些在股市异常波动期间出台的临时性措施将逐步退出。而从IPO重启的节奏把握、注册制不会造成新股扩容以及券商履行“自营股票盘不减持”承诺等诸多信号来看，稳定市场、修复市场依然是监管层在未来一段时间的关注重点，将尽力避免因这些措施退出而引起市场剧烈波动。

在今年股市异常波动期间，多部委联合出手采取了诸多稳定措施，主要包括：一是多部委联动的综合措施，比如提高保险资金投资蓝筹股票监管比例、调整上市公司股息红利差别化个人所得税政策等。二是调节股市供需。比如，暂停新股发行，证监会公司入市为市场注入流动性等。三是调整市场规则。比如，采取逆周期调节机制，强化两融业务监管，调整股指期货规则等。四是强化监管，主要是强化对场外配资、程序化交易等管理。五是及时澄清市场传闻，引导投资者预期。

“在这些政策措施中，既有着眼于中长期制度建设的规定，也有临时性干预手段。对于后者，逐步退出是大势所趋。”上述业内人士强调，在市场失灵时，“有形之手”介入干预是国际惯例，这些政策措施防止了股市异常波动风险的扩散，防范了系统性金融风险的发生。在股市逐步稳定、修复之后，临时性干预手段肯定会退出，但退出过程中也会注重引导预期，避免过度冲击市场。

有券商人士称，稳定市场的过程尚未结束，短期看市场常态化交易已经恢复，但中期相关措施市场影响的消化和长期健康资本市场的建设还需结合起来，避免“退出”波澜。

今年11月，证监会取消了证券公司自营股票

每天净买入要求。有券商表态，将继续履行21家券商联合公告中“上证综指在4500点以下，在2015年7月3日余额基础上，证券公司自营股票盘不减持，并择机增持”的承诺。类似“对冲”做法也可能出现在其他临时性措施退出时。

12月9日，国务院常务会议审议通过了拟提请全国人大常委会审议的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定（草案）》。证监会强调，对新股发行节奏和价格不会一下子放开，不会造成新股大规模扩容。注册制实施后，现有在审企业排队顺序不作改变，确保审核工作平稳有序过渡。

招商证券副总经理孙议政认为，监管层会控制节奏，以前最多的一年新股发行也没有超过300家。注册制实施后，前期新股一年发行量也应该在300家左右，不会多太多，先把存量发完。目前的排队企业也是在20多年的市场发展中形成的，不可能注册制实行后一下子发完。

今年7月发布的“上市公司控股股东、持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员半年内不得通过二级市场减持本公司股份”措施，将于2016年1月到期。一些券商人士认为，涨幅过高的部分个股面临较大的减持压力，但占市场主流的国有股减持动力相对较弱，且监管层一直在严查违规减持，可能考虑以减少对二级市场冲击的方式予以引导。

证监会一直强调，要继续把稳定市场，防范系统性风险作为首要任务，把稳定市场、修复市场、建设市场有机结合起来，着力培育公开透明、长期稳定健康发展的资本市场。

注册制将稳步推进

在建设市场一环中，注册制无疑是明年资本市场最大的看点。按照法律流程、规则修改时间等各项准备工作来推算，目前业内普遍预期注册制可能最快在明年年中落地。

证监会新闻发言人邓舸11日表示，证监会将根据国务院确定的制度安排，制定《股票公开发行注册管理办法》等相关部门规章和规范性文件，对注册条件、注册机关、注册程序、审核要求、信息披露、中介机构职责以及相应的事中事后监督管理等作出全面具体的规定，向社会公开征求意见后公布实施。注册制的具体实施时间取决于上述各项准备工作的进展情况。目前，各项准备工作正在有序推进。

“注册制是A股的一次里程碑式创新，将发挥资本市场的资源配置功能、提高社会资本的配置效率。从根本上破除间接融资对中小企业的桎梏，激发企业家创新活力，同时降低市场系统性风险，促进资本市场的长期稳定发展。”中投证券研报认为，注册制的推行将促进资本市场价值的合理回归。

万联证券研究所所长傅子恒指出，注册制并不意味着监管的弱化，而是政府监管与社会监管、市场自律监管职能的调整与分工，是重塑政府与市场边界，让市场发挥基础性的资源配置功能的一个具体体现。在放松前端管制的同时，需要强化后续动态监管以保证上市公司质量与各类投资者尤其是公众投资者的合法权益。

多位业内人士指出，注册制的有效落地需要多项配套制度的完善。这包括与注册制改革配套的民事责任制度。法律专家认为，实行注册制之后，注册审查是以信息披露为中心。如果申报文件的披露信息存在虚假陈述，相关当事人应当承

“注册制落地无疑是近一段时间A股市场一个重大事件。”接受中国证券报记者采访的业内人士认为，2015年多层次资本市场体系建设、市场基础制度完善等方面的进展将深刻影响A股市场。明年股票市场有望沿“稳定、修复、建设”的路径，把握好市场稳定、修复与临时性措施有序退出的节奏，护航注册制平稳实施，稳步推进多层次资本市场体系从“倒金字塔”向“正金字塔”转型。

注册制养老金入市

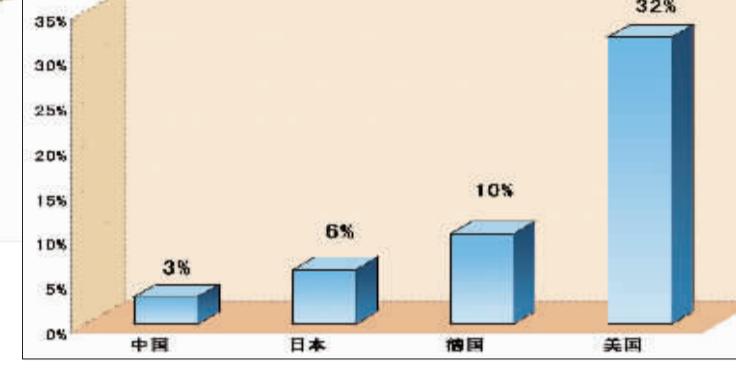
制图/王力

股票公开发行制度对比

	中国大陆	英国	中国香港	美国	日本	中国台湾
发行制度	核准制	核准制	核准制	注册制	注册制	注册制
上市门槛	高	较低	较低	较低	较低	较低
审核主体	证监会	交易所	交易所	交易所	交易所	交易所
审核内容	实质	实质	实质	形式为主	形式+实质	实质

数据来源：国信证券经济研究所 制表：王小伟

中日德美居民资产股票配置比例



上证综指走势与储蓄存款余额增速对比



数据来源：Wind,海通证券

多层次市场建设将发力

股票发行经常因为市况不好而被叫停。

在注册制即将落地的背景下，这两大痼疾正在逐步得到医治。首先是作为多层次资本市场“金字塔”的塔基部分正得到逐步加厚、夯实。地方股权交易市场在逐步规范化发展。

在新三板发展方面，市场扩容明显。分层制度有望在2016年第二季度实施，与分层相配套的制度部署也在提速。一方面，进入创新层的企业在享受更多融资机会的同时，也要接受更严格的监管，履行更充分的信息披露义务。另一方面，退出机制也在加速酝酿。全国股转公司副总经理隋强近日表示，将建立常态化、市场化的退出机制，制定并发布股票终止挂牌的实施细则。这项工作已经在走程序，很快将实施。

强化事中事后监管

围绕注册制这个“牛鼻子”，监管转型将是明年市场关注的重点。而在股市异常波动中折射出的监管漏洞、监管协调性不足等问题，也给未来金融监管体系调整留下了诸多想象空间。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出，现行监管框架存在着不适应我国金融业发展的体制性矛盾。全国人大财经委副主任委员吴晓灵认为，从制度上看，此次股市异常波动反映了资本市场基本制度的缺陷和监管制度的缺陷。要统一对金融产品本质的认识，克服监管方面的地盘意识，真正实行功能监管。

有专家解读，从机构监管走向功能监管是金融混业趋势下的必然，但在资本市场领域的各自责任范围，即他们各自对哪些工作承担责任、如何承担责任以及免责抗辩事由等法律问题，目前还没有明确的法律依据。因此，如何强化和细化相关当事人的行为边界有待进一步明确。

在注册制背景下，监管转型已是证监会最

为紧迫的工作之一。证监会主席肖钢表示，探

索建立事中事后监管新机制，就是要从以前

执行

注册制改革必须突出强调事中事后监管。

以稽查执法为例，证监会今年启动“2015证监法网专项执法行动”，稽查部门创新执法模式，打击个案，遏制类案，集中力量批次执法，不仅推动下一阶段处罚、听证等环节的顺利进展，而且折射出简政放权的背景下，从事前监管到事中事后监管的监管转型思路，彰显了监管部门肃清证券市场“毒瘤”的决心和稳定市场、修复市场、建设市场的信心。

此外，此次股市异常波动也提出了如何构建应急机制的问题。业内人士建议，可借鉴国外经验，在相关法律法规中，授权监管部门在市场失灵等特殊时期采取临时性紧急措施。

在明年的日常监管中，业内人士预计稽查

另一值得关注的是转板制度。有业内人士认为，转板机制不存在实质性障碍，由于新三板特别是分层管理后的创新层在市场定位、发行制度、信披制度等方面与深交所创业板和上交所拟推出的战略新兴板具有一定匹配度，因此可以先行推出转板机制。此外，做市商制度的进一步完善，竞价交易制度的引入以及公司债等融资工具的推出预期也较强烈。

沪深交易所股票市场内部改革也在紧锣密鼓地进行中。上海证券交易所正在积极推动设立战略新兴板，深交所在酝酿创业板改革。

债券市场大发展可期。目前监管部门正在酝酿进一步促进交易所债券市场发展的政策措施，包括加紧研究永续债等新品种、加强事中事后监管等，以构建公开透明高效的债券市场，缓解融资难融资贵。

执法、投资者保护仍将是监管部门的重点工作。这既是稳定、修复市场的需要，也是护航注册制落地的必然。多位业内人士认为，可继续从公司治理体系、行政监管体系、司法救济体系、投资者教育体系、社会监督体系等方面入手，进一步完善我国资本市场投资者保护制度体系。

中国农业大学法学院教授刘俊海建议，相关的证券法律法规应以此次股市异常波动为契机进行修订，核心内容就是保护投资者权益，建立投资者友好型投资环境。比如，规定强制分红制度；引入更标准的惩罚和赔偿制度；引入公益诉讼制度，真正实现投资者零成本维权；明确投资者适当性管理制度。还有业内人士建议，明确投资者适当性、优化回报、保障行权等制度，切实改变中小股东参与决策管理不便利、意见不受重视的现实，有效推进中小股东单独计票、网络投票、累积投票等制度落地；

明确上市公司信息披露内容和标准，以浅显易懂的语言，让投资者看得懂，切实保障中小投资者的信息知情权和监督权。

长期资金入市受关注

经济发展总体水平不匹配。

平安证券预计，深港通有望在2016年一季度或稍晚时候启动。深港通的推出有利于进一步推动A股交易制度逐渐转变，A股估值体系和投资风格更加国际化。当然，这些影响需要较长的时间来演变。

此外，按照基本养老保险基金投资运营安排，明年养老金将分批入市。海通证券认为，2014年末基本养老保险结余35万亿，扣除预留支付资金外，可投资资金预计在3万亿左右。目前保险资金投资股票比例为13%，社保基金为20%，保守估计养老金投资股票比例为10%。海通证券预测，2016年保险资金入市的增量资金大概在2700亿，社保基金新增入市资金大概为600亿。

一些专家认为，养老金等长期资金入市对资本市场的影响深远。从美国经济的历史经验来看，养老金、资本市场和高科技三者的结合将得到更大程度的发挥。

是重要原因。作为美国养老体系第二支柱职业养老金的重要组成部分，401(k)计划投资于国内和国际股票、VC、PE等股权类产品的比例高达60%，推动了美国上个世纪八十年代后的经济繁荣和高科技产业崛起，为大量创新创业型企业提供了资本金。

明年是“十三五”开局之年，注册制推进、指数熔断机制实施、养老金入市、深港通可能推出等一系列资本市场改革发展大戏将连番上台。“十三五”期间，中国资本市场将在制度建设、监管架构、市场结构等众多方面发生巨大变化。注册制将重塑政府与市场的边界；机构监管将走向功能监管、综合性监管框架更为高效；新三板市场、场外市场有望得到较快发展，多层次资本市场体系有望从“倒金字塔”变为“正金字塔”，支持实体经济发展的作用将得到更大程度的发挥。