

## 新国九条周岁:顶层设计缔造资本市场新格局

过去一年,在新国九条顶层设计的指导下,中国资本市场制度和基础设施建设得到了稳步推进,多层次资本市场建设在体系构建、基础制度市场化改革等方面均取得了突破,金融创新进入了高峰期。资本市场市场化、法治化、国际化步伐加速,催生了阔别许久的牛市,上证指数翻番。股票发行注册制、沪港通试点、退市制度、并购重组、新三板等一系列改革措施,引领资本市场生态格局新变化。

证券时报记者 程丹

改革催生了资本市场,资本市场的发展又促进了改革的步伐。在新国九条“颁布”一周年之际,我们回顾过去,纵览国家战略顶层设计给资本市场带来的新气象。

过去一年,在新国九条顶层设计的指导下,中国资本市场制度和基础设施建设得到了稳步推进,多层次资本市场建设在体系构建、基础制度市场化改革等方面均取得了突破,金融创新进入了高峰期。尤其是在经济结构调整、增长方式转变的大背景下,资本市场市场化、法治化、国际化步伐加速,催生了阔别许久的牛市,上证指数翻番。股票发行注册制、沪港通试点、退市制度、并购重组、新三板等一系列改革措施,引领资本市场生态格局新变化。

### 市场化提速 注册制改革呼之欲出

可以预见,随着《证券法》修订完毕,注册制改革将以“市场之手”撬活资本市场各参与主体的热情,理顺市场与政府的关系。

把时钟拨回至一年前。

2014年5月9日,国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,这是时隔十年后,再次从国务院层面提出促进资本市场健康发展顶层设计,以处理好市场与政府、创新发展与防范风险、风险自担与投资者保护、积极推进与稳步实施的关系为基本原则,从发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、提高证券期货服务业竞争力、扩大资本市场开放、防范和化解金融风险、营造资本市场良好发展环境等九个方面,提出了进一步促进资本市场健康发展的总体要求和具体任务。

市场称之为“新国九条”。其中,积极稳妥推进股票发行注册制改革的要求,为释放改革红利、鼓励创新发展、激发市场活力创造了有利的条件和政策环境。

自去年6月份,证监会重启新股发行以来,注册制改革,这一“牵一发而动全身”的涉及市场参与主体的“牵牛鼻子”系统工程也开始驶向深入,在现行证券法的要求下,证监会发审委依旧存在,但其主要核准重心已从此前关注企业盈利发展前景,逐步转向至审核信息披露的真实性、完整性和有效性。发行部披露的发审会会议主要提问内容显示,发审委询问的七成问题均与企业信息披露质量相关,审核要点涉及文件的数据和披露细节、以及中介机构在信披环节中是否勤勉,加之会上会前对首发企业信息披露的抽查,加强了对试图在信披方面蒙混过关企业的震慑作用。

与此同时,在向注册制过渡期间,为了平衡资本市场改革力度与投资者承受能力,监管层对新股发行实行了“管价格、调节奏、控规模”的相关措施,在2014年下半年控制新股发行总数在百家左右,而后再根据市场情况,在2015年上半年适当增加新股供给,将每月下发一次新股批文的速度提升至一月两次,这不仅提高了企业直接融资的比重,还在市场低迷时缓解了投资者对新股大量入市的恐惧心理,在市场上扬时增加了投资标的。

不得不承认的是,从审批制到核准制,我国新股发行体制历经了数轮改革,取得了阶段性成效,上述措施稳定了市场预期。但行政管制本质并没有发生根本改变,市场内在约束机制尚未有效形成。正如证监会主席肖钢所说,“控规模”的方式虽然短期有

稳定股指和投资者心理的作用,但却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,市场主体与监管机构的博弈代替了市场主体之间的博弈,不利于规范市场主体行为和和市场稳定运行。

注册制推出势在必行。好在,在新国九条“顶层设计”的改革要求下,《证券法》修订已有实质性进展,《证券法》修订草案也将于近期向社会公布,其中最受瞩目的要数注册制改革在修订草案中的确立,具体来讲,就是实行以信息披露为中心的监管理念,企业向投资者披露充分和必要的投资信息,政府不对企业的资产质量和投资价值进行判断和“背书”,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。可以预见,随着《证券法》修订完毕,注册制改革将以“市场之手”撬活资本市场各参与主体的热情,理顺市场与政府的关系。

在多层次股权市场建设层面,新三板从去年中旬以来就吸足了市场目光,站在了万众创新的“风口”,随着新三板做市制度的推出、市场指数的完善,投资者对新三板的关注度显著提升,加之,并购重组、定向增发等游戏规则层出不穷,未曾被资金肆虐的部分估值洼地正被快速填补。

由于新三板挂牌条件对公司现金流、净资产、股本总额均无要求,只需公司存续期满两年,且具有持续盈利的能力,这让很多初创期的中小企业找到了融资的平台,不仅顺应了信息经济时代企业组织形态的变迁,也使得新三板成为中国股市制度改革改革的实验田。截至5月8日,新三板挂牌企业已达到2375家,总市值已接近万亿级别。

据悉,目前竞价交易、转板制度、投资者适当性管理等规则已经纳入了新三板政策安排清单,随着新三板制度的进一步完善,主板新兴产业板的研究、创业板市场改革的加速,我国“正金字塔”的多层次资本市场体系将显现雏形。

### 法治化加强 行政执法效能提高

从去年下半年查处了一批金融机构从业人员涉嫌利用未公开信息交易案件,到对私募基金管理人进行了现场检查,再到近期开展的“2015证监法网专项执法行动”,“严管”的迹象已有所表露,其主要通过业务规范、行为标准、监管措施、行政处罚等方式来维护公开、公平、公正的市场秩序。

法治强,则市场兴,过去一年,除了推进《证券法》修订和《期货法》制定工作以外,证监会还出台了上市公司监管、私募基金监管等行政法规,整合清理了现行规章、规范性文件,完善监管执法实体和程序规则,健全了多元化的纠纷解决和利益补偿机制,在证券期货领域率先推出了行政和解试点。

据了解,除了注册制改革内容外,在新国九条“从严查处证券期货违法违规行为”的改革要求下,《证券法》修订草案加大了对违法违规行为的惩处力度,以欺诈发行为例,根据草案,如果发行人在招股说明书中“隐瞒重要事实或者编造重大虚假信息”,尚未发行证券的,处以100万元以上1000万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募资金金额2%以上10%以下的罚款。而按照现行《证券法》对欺诈发行的处罚,尚未发行证券的处以30万元以上60万元以下的罚款,已经发行证券的处以非法所募资金金额1%以上5%以下的罚款。

这表明在新股发行注册制改革“宽进”的同时,证监会势必在事中事后实行“严管”来保护投资者合法权益。从去年下半年查处了一批金融机构从业人员涉嫌利用未公开信息交易案件,到对私募基金管理人进行了现场检查,再到近期开展的“2015证监法网专项执法行动”,“严管”的迹象已有所表露,其主要通过业务规范、行为标准、监管措施、行政处罚等方式来维护公开、公平、公正的市场秩序。

这是对市场的净化,也是对投资者,尤其是中小投资者的保护。值得注意的是,为了加强对投资者保护薄弱环节的强化力度,今年年初,证监会出台了《行政和解试点实施办法》,对于符合行政和解条件的特定案件,可以通过与案件当事人达成和解协议,由当事人缴纳和解金的方式补偿投资者,发挥和解金及时赔偿投资者的保护功能,以期最大限度的弥补投资者的损失,这无疑部分解决了民事赔偿的实际问题。业内人士指出,日后有关解决投资者经济利益救济难题、健全多元化的纠纷解决和利益补偿机制的规则还将出台,投资者保护力度还会加大。

此外,针对“新国九条”中关于改革完善上市公司退市制度有关要求,证监会去年10月正式公布了新一轮的退市新规,明确了自主退市和强制退市的情形和程序,若拿退市新政与以往规定逐条对比,前者之“新”并非新在另起炉灶,而是新在对旧规的逐条完善。好比一张捕鱼的网,由于退市旧规网线太细,网眼太疏,导致早该退市的上市公司一次次成为了漏网之鱼,停而不退现象屡屡发生。现在,退市新政加粗了网线,织密了网眼,再起网时,浑水摸鱼之流则难侥幸逃脱,绩差公司的不死鸟神话亦将难以续。

\*ST博元就将成为退市新政下首家因重大违法违规而被强制退市的企业。5月15日,该公司将被暂停上市,这也在一定程度上说明了,任何怀揣侥幸心理企图逃脱监管的不法者最终均要面临制度惩戒。

### 国际化加深 深港通试点年内接力

今年是我国经济转型和全面深化改革的关键之年。一个健康有序、充满活力的资本市场将为经济提质增效创造优质土壤。

“引进来”和“走出去”是过去一年间资本市场的常态化动作,在“新国九条”的要求下,国务院指出要出台支持资本市场扩大对外开放的各项政策。

其中,最亮眼的就是在我国资本市



目尚未完全实现可兑换的情况下启动沪港通试点,其开创了操作便利、风险可控的跨境证券投资新模式,套利空间引发的“鲶鱼效应”倒逼了国内股票市场的市场化改革和监管制度完善,让A股市场在股票发行、交易监管以及品种创新方面有所提速。

一组数据可以说明问题,截至2014年底,跨境证券投资累计成交1881亿元人民币。取消境内企业境外上市申请的财务审核,2014年境外上市融资364亿美元,同比增长109%。推动RQFII总额度增加到8200亿元人民币,试点范围扩大至法国、韩国、德国等地,促进了人民币离岸市场的发展。

并且,上海自贸区也设立了面对海内外投资者进行原油期货交易的国

际能源交易中心,境内企业到境外上市审核程序也得到了简化,证监会还为包括新兴产业企业在内的境内企业到境外上市创造条件,鼓励B股上市公司以介绍方式到境外市场上市,这一系列举措都为企业“走出去”铺平了政策道路。

还值得注意的是,在创新方面,原油期货、上证50ETF期权和10年期国债期货等新产品、新工具相继推出,完善了期货品种,提高了投资者风险管理水平;支持证券经营机构、证券投资基金行业和期货经营机构创新发展的指导意见的发布明确了行业创新发展方向,刺激了参与主体的市场活力;对互联网企业参与资本市场支持态度让行业格局发生了全新的改变。

当前,市场憧憬深港通试点的推出,以及A股纳入MSCI指数喜讯的传来,按照港交所行政总裁李小加的表述,深港通的IT系统准备工作将于7月完成,年内或将推出”。这意味着届时两地券商将在交易所的安排下进行数轮交易系统演习,并在国务院批复6个月正式起航,投资者普遍预期,沪港通将于现时基础上扩容及扩额度。而MSCI指数公司将于6月中下旬就A股是否纳入指数作出决定,投资者屏气等待。

今年是我国经济转型和全面深化改革的关键之年。一个健康有序、充满活力的资本市场将为经济提质增效创造优质土壤。我们期待,正在改革途中行进的资本市场能够继续保持干劲为服务实体经济贡献力量。

## 资本市场监管转型:政府往后退 市场向前进

证券时报记者 程丹

开前端审核,在后端严格执法,证监会优化完善案件调查与审理环节相对分离、分工制约的查审分离机制,明确沪深证券交易所的受托执法职能,在促进市场优化资源配置功能发挥的同时,又维护了市场公开、公平、公正秩序和投资者合法权益。

当前,监管权力和责任边界还未完全清晰,应抓紧设立证监会的权力清单,做到“法无授权不可为”,“法定职责必须为”,在行政审批权、日常监管权、调查处罚权、行政强制权、其他权力等方面逐条梳理设立责任清单,也可在创新方向、证券期货市场外商投资领域依照“法无禁止即可为”的要求探索建立负面清单。

特别是在新股发行注册制改革的推进过程中,需明确监管层和市场的职能,如何放权、怎么放权需有可操作性规则。目前初步设定的是,监管层把精力放在维护市场秩序,保护投资者合法权益方面,不再干预发行价格,也不过多关注企业以往业绩、未来发展前景,这些都交由投资者判断和选择,股票发行数量与价格则由市场各方博弈,让市场发挥配置资源的决定性作用。但具体到审核权下放,注册文件审批还需一整套详细政策,细节决定成败,仍要谨慎琢磨。

其实,证监会监管转型是推进新常态下资本市场改革发展的应有之义,只有政府往后退,市场往前进,还权于市场,还权于投资者,资本市场才能在全面深化改革和经济转型中发挥关键性作用。

管及时纠正和制止了不当行为,才会减轻事后监管的压力,有效防范和控制风险蔓延,而事前准入、事中监管的效果最终要靠事后惩罚威慑来保障。所以,对于信息披露、券商业务的现场检查,对内部交易、操纵市场、老鼠仓等违法违规行为的打击,都属于日常监管的范畴,其目的就是要通过规范严格公正的事中事后监管,防范风险,促进发展,促进资本市场平稳健康发展,市场不应一遇到监管通报就过分解读和妄加猜测。

其实,证监会监管转型是推进新常态下资本市场改革发展的应有之义,只有政府往后退,市场往前进,还权于市场,还权于投资者,资本市场才能在全面深化改革和经济转型中发挥关键性作用。