中央改革指明资本市场发展方向

新股发行制度改革、新三板全国扩容、优先股制度建设值得期待

见习记者 程丹

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》上周正式发布，《决定》中涉及多个资本市场关键词：推进股票发行注册制改革，健全多层次资本市场体系，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、改善科技型中小企业融资条件、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等。

市场人士表示，改革蓝图为资本市场发展指明了方向，不仅包括顶层设计，也涉及重要改革的细节，多项正在推进的资本市场制度建设值得期待。其中，股票发行注册制首次列入中央文件，将对我国资本市场带来重大影响。

推进新股发行注册制将改变股市格局

《决定》明确指出，推进股票发行注册制改革。"这是股票发行注册制首次列入中央文件，将对我国资本市场带来重大影响。"武汉科技大学金融证券研究所所长董登新认为，中国股市市场化进程中的最大障碍就是对股票发行的过度行政干预。近一两年来，市场对实行注册制的呼声很高，监管层也多次透露未来要推行注册制的信号。

与当前的审核制不同，注册制意味着监管部门对拟上市企业不作实质条件的限制，凡是拟发行证券的发行人，在公开合法的前提下把企业信息和资料准确完整的公诸于众，是否存在投资价值将完全由市场判断。

这被称为"市场化改革方向"。此前，就有业内人士预测新股发行有望在2015年过渡到注册制，但如何推进，怎么落实，目前尚无定论。海通证券副总裁、首席经济学家李迅雷表示，明确注册制是这次金融领域的一大看点，但从核准制到注册制的过渡有一定难度，近期推行可行性不大。

其中一个重要原因就在于，现行《证券法》对注册制的实施存在法律障碍。据了解，《证券法》修订已经列入十二届全国人大常委会立法规划，新的《证券法》将完善公开发行制度，简化行政许可程序，强化事后监管执法，为从核准制向注册制的转变提供制度安排。但需要注意的是，注册制在修法以前不可能推出。

"作为新股发行改革的长远目标，股票发行注册制改革方向是正确的"，李迅雷表示，在股票发行注册制改革下，上市公司发行规模将会扩大，发行价格将会降低，未来股市更加市场化，市场将更加重视价值投资，配套退市制度将会起作用，这将改变当前股市中无退出机制现象。

李迅雷表示，在股票发行注册制改革下，上市公司发行规模将会扩大，发行价格将会降低，未来股市更加市场化。

健全多层次市场体系 新三板扩容在即

《决定》指出，健全多层次资本市场体系，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。在西部证券总经理助理兼场外市场部总经理程晓明看来，这意味着在发展主板市场之外需加快"新三板"市场的发展。

近期，市场对新三板扩容保持高度关注。据14日参加全国中小企业股份转让系统扩大试点主办券商动员暨技术系统建设培训会的参会代表透露，新三板扩容方案很快将会公布，而在此前，全国中小企业股份转让系统有限责任公司董事长杨晓嘉曾表示，扩大试点的条件已经具备。

消息人士指出，扩容具体方案已经完善定稿，目前只等国务院审批后实施。

程晓明认为，《决定》提出的"提高直接融资比重"是针对整个资本市场而言，要实现这一点，就要彻底解决交易的问题。而要解决交易这个核心问题，新三板及地方股权交易所等交易平台尤为重要。

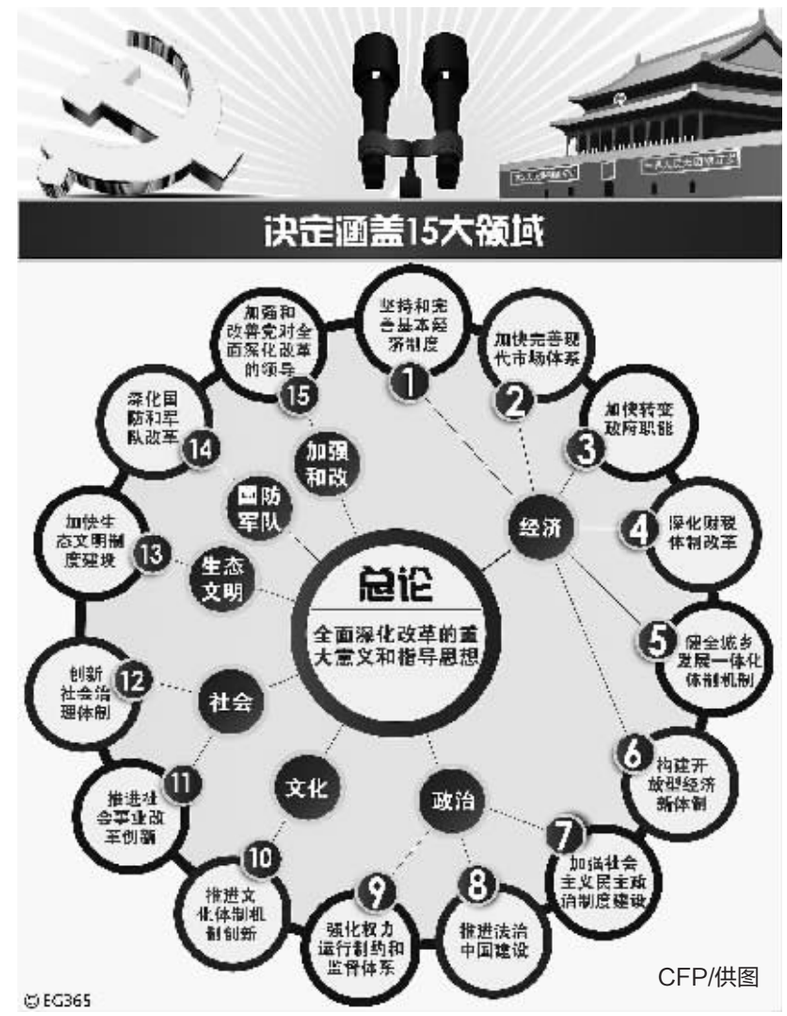
优化投资者回报机制 优先股方案有望出炉

《决定》指出，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。

此前，证监会主席肖钢在题为《保护中小投资者就是保护资本市场》的文章中表示，将多举措保障投资者利益，力图在全社会形成保护中小投资者的良好氛围，使中小投资者享受到资本市场改革发展的红利。

市场人士预计，肖钢提到的多举措制度保障有望涉及优先股、股份回购等制度安排。证监会新闻发言人此前表示，证监会正在积极推进优先股各项准备工作，方案一旦成熟将及时向市场公开征求意见。

对于优先股，市场存有争议。中金公司王汉锋认为，推行优先股将提高上市公司对投资者的回报。优先股股价波动较小，回报稳定，对于风险承受能力低的中小投资者来讲，具有一定的吸引力，同时也能改变中国上市公司分红较低的现状。



CFP/供图

《决定》长期来看将显著影响房地产业

证券时报记者 张达

尽管《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中涉及房地产的内容并不多，但业内人士认为，"建立城乡统一的建设用地市场"、"加快房地产税立法并适时推进改革"等政策长期来看将显著影响房地产业，有利于增加土地供给，完善房地产税制体系。随着房地产长效机制的形成及落地执行，房地产市场有望回归平稳。

《决定》提出，建立城乡统一的建设用地市场。在符合规划和用途管制前提下，允许农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股，实行与国有土地同等入市、同权同价。缩小征地范围，规范征地程序，完善对被征地农民合理、规范、多元保障机制。扩大国有土地有偿使用范围，减少非公益性用地划拨。建立兼顾国家、集体、个人的土地增值收益分配机制，合理提高个人收益。完善土地租赁、转让、抵押二级市场。

上海易居研究院副院长杨红旭认为，上述政策长期来看将显著影响房地产业，但短期看仍然困难重重，尤其是最重要的宅基地仍没大动作。宅基地不属于经营性建设用地，所以未来几年内不可能实现与国有土地同等入市。而工业、商业、综合等性质的经营用地，有望实现入市。主要与宅基地相关的小产权房，暂时也看不到转正的希望。

国泰君安房地产行业分析师李品科认为，土地改革预计是未来几年最大的制度红利之一，预计后续将看到开发商的利润率回升、销售、投资规模加速上行。她认为，目前行业最大的瓶颈是一二线城市地价过高，开发商扩张难。若供应上行，地价将温和回落，地价回落将减轻成本压力，有助利润率上行；同时较低成本会使得开发商定价更灵活，投资销售增速有望上行。供应上升还将使得房价从上涨逐步趋向稳定，市场发展更为健康，同时市场不必再担心可能出台的加码调控政策。

李品科认为，改革不但可以改善农民生活，促进农村生产集约化，而且增加土地供应将降低一二线城市供不应求的状态。"由于一线城市土地价值最高，在一线拥有非住宅用地的房企最受益。"她说。

值得注意的是，《决定》还提出，加快房地产税立法并适时推进改革。这里并没有提"房产税"，而是"房地产税"，杨红旭认为，可能意在指代整个房地产税收体系，而立法即将走人大流程，还有很长的路要走。

中原地产首席分析师张大伟则认为，房产税的推进速度在加快，《决定》中提到的"建立全社会房产、信用等基础数据统一平台，推进部门信息共享"，更多是房产税的必要前期准备，也会对市场部分灰色房源存量有威慑作用，可能会出现部分抛售。"虽然增加试点的直接影响不大，征收范围和征收额都会较小，但一旦房产税试点增加，对多套房拥有者的心理影响将非常大，也有可能给部分市场带来一定的存量供给，预期后市特别是非普通住宅市场将可能继续有税费等调控政策出台。"张大伟说。

金融市场改革将会亮点迭出

证券时报记者 贾壮

我国的金融市场曾经是建立市场经济体系的排头兵，但由于体制机制障碍，金融市场又是改革步伐相对落后的领域。刚刚闭幕的十八届三中全会，为完善金融市场体系设定了路线图，业内专家分析指出，未来金融市场改革将会亮点迭出。

上周五公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》要求，扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。推进政策性金融机构改革。完善保险经济补偿机制，建立巨灾保险制度。发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。

瑞穗证券亚洲公司首席经济学家沈建光分析，中小企业对就业贡献较大，但由于当前金融体制存在结构性矛盾，即由于"地方主导的高投资模式以及资源向房地产等领域集中"，"对其他经济主体特别是中小企业形成挤出，加剧了融资难、融资贵问题"。决策层此次更多强调市场的决定性作用，而资金改革理顺也是要素价格改革的重要环节，鉴于金改措施央行早前已经出台金十条，肯定市场的决定性作用意味着金融改革有望继续推进。

《决定》提出，完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换。

招商证券金融行业首席分析师罗毅认为，三中全会明确将加快推进利率市场化符合预期，改革对银行不仅是挑战，也是机遇。市场化竞争和利率改革推进将带来资金价格自主定价和更加丰富的金融产品体系，有利于银行加强风险定价和增加非息收入，进而提高利润增长的质量，更加市场化的银行将强化竞争优势。

事实上，《决定》中所提到的完善金融市场体系措施，相关部门之前已经有较多动作。尤其是利率市场化，今年以来政策频出。

未来7种与税收有关立法需调整

在深化财税体制改革进程中，必然会面临来自既得利益与制度惯性的障碍与阻力，要保证改革方向不动摇，最为关键的就是坚持用法治思维指导改革进程。

证券时报记者 陈中

财政以及财税体制的重要性被提到了前所未有的高度——"财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。"上周公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》全文，既明确了建立现代财政制度这一财税体制改革的目标，也从改进预算管理制度、完善税制改革、建立事权和支出责任相适应的制度这三个方面点明了未来改革的具体措施。

《决定》指出，必须完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性。

将"完善立法"放在第一位，有其必然性。北京大学法学院教授、中国财税法学研究会会长刘剑文认为，在中央与地方财税改革的进程中，法治思维尤显重要。在深化财税体制改革进程中，必然会面临来自既得利益与制度惯性的障碍与阻力，要保证改革方向不动摇，最为关键的就是坚持用法治思维指导改革进程。

再如，在我国18个税种中，只有3个是通过人大立法的（个人所得税、企业所得税和车船税）。中国政法大学财税法研究中心主任施正文预计，全会过后，有7种与税收有关的立法需要调整，包括增值税法、个人所得税法、房地产税法等。

对于"现代财政制度"这一目标，财政部财政科学研究所所长贾康则表示，现代财政制度是匹配于我国建设现代国家、实现民族复兴宏伟蓝图的，而这里所提到的关于建立现代财政制度，是过去最高层面文件中所没有过的表述。

《决定》全文从预算管理制度、完善税制改革、建立事权和支出责任相适应的制度这三个方面点明了改革具体措施。

著名经济学家吴敬琏认为，《决定》对当前存在的三方面突出方面都有所回应，从收入角度来说，要求"改革税制、稳定税负"；从支出角度说，要求"改进预算管理制度"、"透明预算"；从政府间关系来说，要求"建立事权和支出责任相适应的制度"、"公共资源均衡配置"。

在改进预算管理制度方面，《决定》指出，实施全面规范、公开透明的预算制度。审核预算的重点由平衡状态、赤字规模向支出预算和政策拓展。清理规范重点支出同财政收支增幅或生产总值挂钩事项，一般不采取挂钩方式。建立跨年度预算平衡机制，建立权责发生制的政府综合财务报告制度，建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制。

事实上，我国财税体制运行中的突出矛盾和问题之一，即全口径政府收入中，除政府公共预算可以统筹使用外，不能统筹的政府性基金、社保和国资预算等三项均具有明显的部门色彩。预算透明度不高，不利于预算监督。预算的编制、审议、执行、监督各环节之间的制衡机制不强。

中国社科院学部委员、财经战略研究院院长高培勇近日接受记者采访时表示，预算管理要不要真正实行"全口径"，是事关财税体制改革根本方向的问题之一。全口径预算管理改革的最终目标，可以也应当锁定为：实现作为立法机构的各级人民代表大会对同级政府所有政府性收支行为的立法控制，使政府部门的收支行为从头到尾置于各级人民代表大会和全体社会成员的监督之下。

"建立现代财税体制，就是要促进社会公平、维护市场统一。逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制度，加快房地产税立法并适时推进改革，都说明了公平问题。"财政部科学研究所副所长白景明表示。"加快房地产税立法并适时推进改革"的提法则透露出，随着我国经济结构转变，房地产业地位的上升，征税要按照法制化的角度去进行。

国企改革力度超出市场预期

证券时报记者 许岩

"国企改革"路线图千呼万唤始出来。日前发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，积极发展混合所有制经济、明确国有资本继续控股经营的自然垄断行业改革内容、提高国有资本收益上缴公共财政占比更多用于保障和改善民生。这些超出此前市场预期的措施，使得中国各界看到国有企业改革的"红利"。

"《决定》对国企改革的阐述，是较为积极的。"北京大学国家发展研究院常务副院长巫和懋指出。国务院发展研究中心产业经济部部长冯飞认为，国有资本监管从管企业为主向管资本为主转变，有利于从整体上发挥国有资本的重要战略性作用。

此次三中全会改革的亮点之一就是，一方面打破现有的国企垄断，另一方面发展民营企业。根据《决定》，国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，推进公共资源配置市场化。

"决定关于垄断行业改革的思路非常清晰，明确要将自然垄断性环节和可引入竞争的环节分开，同时强调自然垄断环节要靠有效政府监管克服垄断弊端。"冯飞说，"比如电网、铁路路网、油气运输管网具有自然垄断特性，但发电和售电环节、油气上游开采和下游炼化销售以及铁路客户运输等环节都可以引入竞争。"

《决定》中指出，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式。允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。鼓励发展混合所有制。鼓励非公有制企业参与国企改革，鼓励发展非公有制资本控股的混合所有制企业。

中国企业研究院首席研究员李锦认为，混合所有制经济意味着股权多元化，这有利于优化金融资源配置。民资是巨大的存量资本，股权多元化可以吸引民资支持国企的发展壮大。