

资本市场灵魂深处的革命

---注册制改革

武平平 ☎: 010-83571303

✉: wupp2011@163.com



引言：注册制改革是资本市场灵魂深处的革命，牵一发而动全身，会带动和促进很多方面的改革，引发市场的广泛关注。

一、注册制改革推行历程

2013年11月15日《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》发布，《决定》提出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。这是股票发行注册制首次列入中央文件，以战略高度明确指出新股发行改革的方向是推行注册制。

2013年11月22日，证监会新闻发言人邓舸在每周五例行的新闻发布会上表示，证监会

将从落实信息披露为中心、推动监管转型、加强监管执法等三方面，推进注册制改革有关工作，注册制改革正式提上日程。

2013年11月30日，中国证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，为注册制改革打下良好基础。《意见》的正式发布对实现新股发行向注册制转变将起到巨大的推进作用，并使得改革成为一个连续渐进的过程，使市场参与各方在新股发行定价和配售环节上有了适应的过程。

二、注册制改革对资本市场影响

1. 抑制“三高”，优化资源配置

当前我国新股“三高”发行——高发行价、高发行市盈率、超高的募集资金愈演愈烈，引发广泛关注。券商垄断了发行定价权，询价制度变成走过场。新股发行询价过程中存在一些制度性的盲区，询价区间根据询价对象和配售对象的报价情况综合判断进行制定，这具有“相当大”的灵活性，具体怎么定出来的没有明确的信息披露。网下机构申购数量有限，按照最高申购价格进行申购，这就抬高了发行价，部分具有直投利益的券商更加愿意看到发行价格拉高。一级市场一定程度上存在被操纵嫌疑。市场化定价之后，发行价格一路狂飙，高价发行的公司以及承销商应当给公众一个合理的解释，证监会也需要重点检查询价过程是否存在操纵价格的违规行为。

注册制改革坚持市场化方向，从多个方面全方位、立体式的促进新股发行价格的合理化，比如通过平衡供需关系抑制高定价、设置存量发行、将减持行为与发行价挂钩、推进老股有序转让等。本次注册制改革赋予主承销商自主配售权，主承销商可以利用股份分配权力对询价机构投资者实施有效激励，促使报价真实化，均衡发行主体与投资主体利益博弈，最终促进新股发行价格合理回归、保护中小投资者的合法权益。然而赋予主承销商自主配售权并不是万能灵药，包治百病，它是一把双刃剑，使用不当可能存在暗箱操作和利益输送之嫌，这就要求信息高度透明，对信息披露提出更高的要求。当前部分企业联合保荐人为求上市达到“花样百出”，盲目追求短期盈利、隐恶扬善、以偏概全等披露手法屡见不鲜，混淆视听，误导投资者决策。部分公司上市之前业绩较好，成功上市圈钱之后短期内业绩明显下滑，这固然与整个经济环境、国家政策突变等非可控因素有一定关系，但是大程度“逆转”并非一朝一夕出现，容易引发公众对于信息披露公正性、真实性的怀疑。注册制改革在提高招股、定价、配售等环节信息的透明度方面做了明确规定，在一定程度上确保公正公开性。另外，规定只有持有一定数量非限售

股份的投资者才能参与网上申购，进一步强化了市场作用，利于优化资源配置。推出市值配售也会在一定程度上缓解新股申购对二级市场的冲击，减弱资金分流效应。

2. 注册制改革利好券商

注册制的核心在于证券发行人提供材料的真实性、完备性，即使该证券没有任何投资价值，证券主管机关也无权干涉，这将直接利好券商。对于券商来说，上市公司数量增加会带动承销收入增长，从而缓解整个行业“靠天吃饭”的窘境。企业注册进入股市，需要进行专业辅导，需要承销商操办一切，这对上市券商是个极大的利好。券商股价看涨，会带动指数普遍上涨，市场也将更加看重价值投资，抑制无厘头的投机炒作行为，银行、石油等低价蓝筹股将会吸引资金进入，有利于指数牛市的来临。

3. 上市公司将不再是稀缺资源

根据统计资料显示，截至 2013 年 6 月，我国注册企业总数为 1408.3 万户，同期 A 股上市公司仅有 2463 家，占比 0.17%，上市公司绝对是凤毛麟角的稀缺资源。另一方面，企业上市关隘重重，艰难程度超乎想象，一旦上市成功，一步登天，不仅可以募集巨额资金身价百倍，还可以配股增发。基于稀缺性，上市公司成了地方政府的光鲜政绩，各路资本玩家的金牌道具，即使沦为空壳，也会“借壳上市”，上演一幕幕闹剧。转向注册制之后，上市公司壳资源将大幅贬值，股市炒作概念股票价值也会持续缩水。

三、注册制改革之我见

注册制改革涉及利益格局的重构，是资本市场灵魂深处的革命，需要坚持公开、公平、公开的原则，借鉴而非照搬国外成熟市场经验，从我国资本市场实际出发，加大推行力度，尽早上升到操作层面。当前，注册制改革仍然停留在口号层面，证监会等相关职能部门尚未制定出具体的实施细则和配套措施，而且关于“什么是注册制”、“注册制如何实施”等关键问题引发市场广泛猜测，操作层面的文件急需尽快出台。

注册制改革需要规范审核方式。肖钢主席曾经提醒大家“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”。“搞定 11 个关键人物就行的股票发审制度应结束”、“打开黑箱，提高透明度”。发审委的职能应当转变、审核方式也应当从最终审核改为前置审核，对所有 IPO 排队企业进行合规性的前置审核，按照国家产业政策、行业产能情况进行审核，发行人、中介机构对企业上市信息披露的真实性承担责任，发审委对企业上市材料进行审核形成意见报证券监管部门审查批

准，并将审核情况向社会公示，接受社会监督。与此同时，简政放权，提高效率，取消一些繁文缛节、实际效果不大的对企业没完没了的一次又一次的财务检查，改革保荐人制度，不再另搞保荐人制度增加食利阶层。

注册制改革重点环节在于充分信息披露。目前一些国家和地区实行注册制的做法虽然不尽相同，但均存在一个共性特点，新股发行均以发行人信息披露为中心，券商等中介机构对发行人信息披露的真实性、准确性、完整性进行把关，监管部门对发行人和中介机构的申请文件进行合规性前置审核，对企业盈利能力、股票价值不作判断，在充分信息披露的基础上，由投资者自行判断企业价值和风险，自主做出投资决策。信息的充分披露是注册制改革成功的保障。

注册制改革应当惠及各方的基础上有所侧重。2005年的股权分置改革曾经带动了投行业务、大盘蓝筹回归，使广大投资者受益。注册制改革同样惠及各方，便于投行以及金融服务机构发现价值、管理价值、创造价值，广大投资者分享经济发展成果。然而注册制在全面兼顾的基础上应当有所侧重，鼓励扶持互联网、新能源、高科技创新企业回归A股市场，防止优质上市资源外流。

总的来说，注册制改革不是一蹴而就的事情，需要制定一系列的配套改革措施，需要市场逐步适应和过渡，是一个连续的、循序渐进的、不断深化的过程。注册制改革也并非一劳永逸，即使美国等成熟市场，也无法避免安然、世通等会计丑闻，无法避免中概股的集体造假，但是完善的做空机制会防范风险，让做假者付出代价。注册制改革短期可能会带来市场波动，但是中长期会净化资本市场，因此我们应当以开放包容的心态来看待注册制改革，给出足够的时间让市场适应。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-83571303

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>