



全体大会一

改革与发展的新征程

主持人：李剑阁（申银万国证券股份有限公司董事长、
清华大学国家金融研究院联席院长）

刘士余：金融市场的发展和 innovation

王兆星：新时期 新挑战 新使命

姚刚：“新三板”最大限度减少审批 拒绝散户投资者

周延礼：全面深化保险业改革，服务经济和社会发展

金融市场的发展和 innovation

刘士余



刘士余，中国人民银行副行长，清华大学五道口金融学院兼职教授

当前经济金融运行的一个阶段性特征是“三期”叠加，即经济增长的增速换挡期，改革阵痛期和多种前期刺激政策的消化期或者说矛盾凸显期。我们应当按照党的三中全会深化改革的决定，特别是发挥市场在资源配置中的决定性作用，把金融市场的发展设计好。

金融市场的发展在当前仍然是处于深化金融改革的基础性地位，某种程度上脱离市场的金融规则是不存在的。但当前的金融市场也有两类扭曲现象：

第一个扭曲是宏观经济当中的M2跟GDP的比值，这个比值有一个安全的比例区间，总的来讲低一点更好。整个融资结构以间接融资为主的状况近几年在某种程度上有些恶化，这种结构对国民经济的可持续发展非常不利。

第二个扭曲是金融市场主体行为的扭曲，突出表现在各类金融机构同业业务、理财业务，也表现在实体经济自身的运行上。实体经济行为扭曲体现在这么几个方面：一是对资金的价格信号反应极其迟钝，二是出现金融热、担保热或者广义金融，三是有些大型企业本身的财务公司也加入了追逐利润。再就是现在的金融创新，有些方面实际上是逃避监管，有些“创新”对全社会经济金融结构的调整和劳动生产力的提高也没有正向贡献。

我思考金融市场发展和创新的一些重点有：

一、党的十八届三中全会强调的健全多层次资本市场，多渠道推进股权融资，提高直接融资比例，是对金融工作最底线的要求。资本市场要健康、全面、多层次，同时要扩大资

本市场融资的能力。

二、金融市场创新发展的重点还是债券市场。当前大家对地方债务、融资平台的风险关注得比较多，这个问题要解决好还是要靠债券市场的发展，对当前的地方债务和融资平台的风险管控问题不能一概予以妖魔化。

三、要下决心整顿金融的同业业务和各类理财业务。否则极易把投资者，包括社会公众导向追逐短期高利，不追求长期回报，对资本市场的发展产生极大的溢出效应。

四、大力发展资产证券化。现在很多大银行上市，如果没有资产证券化会在股票市场实体经济的融资产生极大的溢出效应。

资产证券化有一个衍生品，就是CDS要跟上，CDS要和金融机构的资本消耗统筹考虑，这一点需要监管部门达成共识。

支持贷款市场转让市场的发展。贷款转让市场有利于减少金融信贷机构的资本消耗，也有利于把更多的社会资本引导到多层次的资本市场上来。这种多层次的功能定位，非常有利于多层次资本市场的发展。■

新时期 新挑战 新使命

王兆星



王兆星，中国银行业
监督管理委员会副主
席，清华大学五道口
金融学院理事

我们已经进入了一个新的历史时期，它至少具有这样几个重要特征：

首先，我们进入了后金融危机时期。这场金融危机带给我们的反思，带来的理论变革和制度变革，以及世界经济金融的新格局，都将对未来一段时期全球经济发展的格局和趋势产生非常重大而深远的影响。

第二，这是一个治理金融危机和促进经济复苏并重的时期。

第三，这是一个财政政策、货币政策发生重大调整的时期。

第四，这是一个金融监管制度规则的重大变革时期。监管的深度和广度都在进一步扩展。

第五，这是一个金融结构发生重大变化的时期。金融结构新的发展态势，既不是过去的那种严重的混业，也不是泾渭分明的分业，可能会走一条中间路线。

第六，这是一个金融发展模式发生重要转型的时期。金融必须要回归本源，回到为实体经济服务这条轨道上来。

第七，这是一个对金融创新进行重新反思、重新调整的时期。

我们所处的历史时期同时也是一个金融全球化的重大演变时期。在这样一个新时期，我们将面临一系列新挑战。

首先，各个国家经济复苏的不平衡与货币政策的不协调同时并存，这会给世界经济和市场带来一种新的不确定性。

第二，新兴市场经济国家将面临货币贬值、资本外流和金融市场的波动。

第三，金融风险跨国家、跨地区、跨系统、跨市场传染的挑战。

第四，在我们应对危机的过程当中，大幅度提高了资本和流动性的监管标准。这也会给金融银行体系支持实体经济的能力带来一定的影响。

第五，由于银行监管标准

的提升，会产生更多的影子银行，给金融的稳定和安全带来严重威胁。

第六，中国面临自己独特的新挑战，我们要进行经济结构调整，经济增速减缓，产能过剩压缩和对深层次矛盾全面的改革。

面对这些挑战，金融监管者应该勇敢承担起新时期所赋予的新使命。

第一，维护金融体系的安全，维护金融体系的稳健，保护存款人的利益，是金融监管者最重要的历史使命。在此前提之下，还必须处理好增强银行体系的稳健性和支持实体经济的关系。

第二，必须处理好支持金融创新与维护金融安全的关系，使金融创新能够健康发展。

第三，要处理好放松金融管制与加强金融监管的关系。

第四，要处理好发挥市场功能与强化市场纪律的关系。

第五，要处理好保护存款人金融消费的权益与防范金融道德风险的关系。对金融投资不应有隐性担保，刚性兑付。

最后，要处理好单体风险和金融系统性风险的关系，坚守不发生系统性风险和区域性风险这条底线。

“新三板”最大限度减少审批 拒绝散户投资者

姚刚



姚刚，中国证券监督管理委员会副主席

我今天想跟大家分享的是关于多层次股权市场建设当中的“新三板”，学名叫全国中小企业股份转让系统。

在国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中有加快多层次股权市场建设的建议，其中讲到要加快创业板市场改革，健全适合创新型成长型企业发展的制度安排，增加证券交易所市场内部层次，然后就提到了新三板，叫“加快完善全国中小企业股份转让系统，建立小额便捷灵活多元的投融资机制，在清理整顿的基础上，将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系。”

对于全国中小企业股份转让系统这个主板、创业板之外

的“新三板”，我想跟大家分享几点：

第一，市场定位，“新三板”是主要为创新型、创业型、成长型中小微企业提供服务的场所，它的成立主要是为了弥补证券交易所的不足。境内符合条件的股份公司都可以到这个市场进行挂牌、融资以及股份转让，可以进行资产重组和债券融资。

“新三板”与证券交易所的服务对象不同，“新三板”为一些还达不到上市标准，股权转让及大规模融资的需求也不是那么强烈的中小微企业提供一个资本市场服务平台，由于这一类企业成立时间不长，商业模式还不是太固定，处于产业周期的不同阶段，风险比较高，所以，在这个市场里我们不希望像交易所那样引入大量散户投资者。“新三板”的市场里引入了较高的投资者门槛，比如注册资本金一千万以上的法人，个人金融资产500万以上的个人，基本上算一个准机构间的市场。这些投资者具有比较高的风险识别能力和承受能力。所以，这是一个风险外溢性较小的市场，社会公众基本上没有参与，也正是在这个重要前提之下，这个市场

的制度才能做一些和证券交易所不同的安排。

第二，“新三板”的市场制度安排体现了现在中央国务院要求的简政放权，让市场在资源配置当中发挥决定性作用的基本理念。

一是最大限度的减少行政审批，在“新三板”这个市场上，中国证监会基本上豁免了所有的行政许可，全部由场所来进行审核核准，挂牌公司什么时候、什么价格来进行融资，完全由市场和公司来决定，政府不干预。

二是挂牌条件，在“新三板”市场里没有任何财务门槛，尚未盈利的企业也可以来挂牌，没有财务指标要求，但需要披露两年的财务状况，而且需要有资格的会计师事务所进行审计。

三是以信息披露为中心，就是政府审核部门不对企业的好、坏、价值做判断，而要求企业把自己的信息充分披露给投资者，消除直接融资里容易产生信息不对称问题。

四是不同的交易方式。证券交易所只有集中竞价交易一种方式，在这个市场里提供了三种交易方式，一是最原始的协议交易；第二种叫做市商制度，目前咱们国家的交易场所

里还没有用市商制度来安排股份转让的。第三种就是对一些流动性确实很强，准备转板的公司可以设置集中竞价制度。

以上四点是“新三板”和主板交易所市场不同的制度安排。

第三，来和大家分享一下对“新三板”几个认识的角度。

第一个方面，不宜用交易所的思维来看待“新三板”市场。因为我国二十多年资本市场只有交易所，所以不管是投资者还是监管部门都容易用交易所的观点或指标来判断这个市场。比如前不久有篇报道说“新三板”挂牌，一家企业首日转让价格暴涨700%多，“新三板”遭遇爆炒，重演交易所弊端。其实这是两个概念。这个市场挂牌的时候绝大多数是不发行股份的，所以，第一天挂牌能有转让的实属罕见的企业，转让价格比如七块，股份的面值一块衡量的话那就涨了700%，也可能100万股，因此得出结论这个市场是被爆炒的，因为大家比较习惯用交易所过去的指标衡量，容易引起误解。

还有投资者因为不能通过频繁的交易获得交易价格价差就认为这个市场不活跃，实际上这个市场的挂牌主对股权转让的需求并不强烈，公司正在蓬勃发展，价值还没有充分体现出来，不会轻易转让股权，所以用这种方式来判断这个市场是否成功是不合适的。这是第一个方面。

第二个方面，也不宜仅用

这个市场的挂牌公司是否转板上市了或者一次融资多少来判断企业是否成功。我相信这个市场挂牌企业的数量会非常多，但它规模非常小，相信在这里挂牌的大量企业今后都不会转为上市公司。此外这里面的很多公司可能会发生我们在主板市场看不见的大进大出，很多企业可能在挂牌过程中就被收购兼并掉了，或者被装到上市公司里，实现了间接上市。再有企业处于发展阶段，对于稀释股权是很慎重的，所以每次融资几千万就是非常大的数额。实际上这些挂牌公司通过股份公司改制，健全公司治理，披露信息来提高本身的透明度和公司的信用来吸引专业的投资者甚至银行，所以在这个平台上还实现了直接融资和间接融资结合的效果。

第三个方面，要把全国中小企业股份转让系统和区域性股权市场加以区分。“新三板”市场是全国性市场，是可以公开转让的市场。区域性股权市场在法律上是非公开的市场，国务院专门有文件做了几条政策限定，不能搞集中竞价交易，不能向不特定对象转让股份；不能转让以后股东人数超过200人；买卖也不能当天买当天卖，而必须在5天以后；另外挂牌的企业应该是区域性的，而不是全国性的，等等。所以，在区域性市场挂牌的企业如果希望进一步发展壮大，引入全国性投资者，并进一步提高透明度和知名度，可以申请在全国中小企

业股份转让系统来进行挂牌。

第四个方面，对这个市场的监管也有一些误解，大家会因为放松了前端的管制而认为这个市场没有监管，担心劣币驱逐良币。我们采用了一个前端放松管制，加强事中事后监管的方式，从媒体，从对中介机构的监管措施和处罚，以至于触犯法律的刑事追究，这个市场都是健全的。今后中国证监会还会在《证券法》修改的时候，能够将和这个市场相对应的法律的罚则写得更清晰，进一步加强对这个市场的监管，特别是欺诈挂牌的情况。

最后很多人质疑市场挂牌公司的低标准和投资者的高门槛这样一个矛盾，我们的想法正是因为有比较高的投资者适当性的安排，才把挂牌的门槛放得比较低，让市场来筛选，而不是通过设置门槛来筛选。

以上给大家简要汇报了一下我们对于“新三板”在多层次股权市场当中一个上接交易所市场，下接区域性股权市场这样一个承上启下市场平台的基本看法，中国证监会会有意在这个市场平台上做一些交易所市场现在还不太适合做的一些监管方面的探索，比如注册制的探索，我们会和市场的各个方面保持密切互动，也希望大家除了关注交易所市场之外关注这个市场，努力把全国中小企业股份转让系统建设成为一个充满活力、包容性强、富有特色的综合性的金融服务平台。■

全面深化保险业改革，服务经济和社会发展的新征程

周延礼

大家知道金融是现代经济的核心，如果金融发展得好，促进经济的发展就有基础。我想作为保监会，也是立足于服务经济和社会发展的角度，当前我们对国内外的经济形势做出了五个判断：

一是全球化的减速与区域化加速并存。二是世界经济总体复苏与地区的国别增长的差异。三是科技创新整体停滞和局部突破并存发展。互联网以及移动终端等广泛应用，推动了相关产业尤其是相关服务业的发展，并且催生了一些新的商业模式。四是我国经济正处在结构转型升级与提质增效并存的发展阶段。五是传统金融和传

统金融市场的竞争与新兴的互联网金融挑战并存。

我国保险业每一轮新的发展都与改革开放直接相关，比如说从恢复国内业务，打破独家垄断，允许外资的进入，产险、寿险分业经营，增加市场主体，开发新产品，开拓银邮渠道，推进费率和资金市场化改革……等等，这些改革推动了保险业的发展，也取得了一些值得称赞的成就。

一是综合实力明显增强。保险业现在总资产已经近9万亿，有4家保险公司已经进入世界500强。二是市场体系逐步建立，现在共有保险法人机构171家，专业的保险中介机构2500多家。三是改革开放深入推进，国有股份制改造深入推进，七家保险企业在境外上市。四是服务能力日益提升。2013年我们支付的各项赔款达到6213亿元，保险业在服务现代金融、社会保障、农业保障、灾害救助、社会管理等五大体系中发挥了日益重要的作用。

过去保险业持续健康快速的发展主要靠的是改革，今后保险业开拓发展新征程关键还得靠改革。十八届三中全会通过的決定提出使市场在资源

配置中起决定性作用和更好的发挥政府的作用，并四次提到了商业保险，这从制度设计上为保险业创造了难得的发展机遇。保险业将从以下三个方面把握机遇，实现改革发展的新路径。

第一，运用现代保险机制，服务国家改革战略。核心的是在推进国家治理体系和治理能力现代化过程中发挥好保险市场这一机制作用。

第二，保险业要推动市场配置资源，深化保险市场改革。通过改革解放保险生产力，激发保险市场的活力和行业的内生动力。

第三，更好地发挥监督作用，探索保险监管的改革。我们将继续深化监管改革，核心是处理好监管与市场的关系，更好地发挥监管作用，构建中国特色保险监管制度，推进保险监管体系和监管能力的现代化。

随着全面深化改革的推进，保险业有望于今年成为世界上第三大保险市场，成为我国风险管理的重要推动者和提供者，社会保障的重要参与者，居民财富的重要管理者。在推动经济和社会进步，促进改革中将会发挥更大的作用。



周延礼，中国保险监督管理委员会副主席