

第二届清华五道口全球金融论坛“新常态、新金融”的主题论坛四是“资本市场创新”。本主题论坛由清华大学五道口金融学院院长助理、昆吾九鼎讲席教授田轩担任主持，参加讨论的嘉宾有中国证监会国际合作部主任祁斌，全国中小企业股份转让系统公司董事长杨晓嘉，中国金融期货交易所董事长张慎峰，中信证券全球首席经济学家、董事总经理彭文生，美国华平投资集团董事总经理、亚太区总裁黎辉。

资本市场创新思考

田轩：注册制是我国资本市场一大制度创新。随着注册制的实施，证监会将逐渐把部分职能下放到协会和交易所。在注册制改革推进过程中，你有什么想法？

祁斌：发行体制改革是中国资本市场最重要的改革之一。注册制在证监会内部也已经经历了多次非常广泛的讨论，总体方案比较成熟。

一家企业通过首次公开募股（IPO）走向公众投资者的过程中需要有人把关，防止欺诈，保护投资者。而这涉及到很多环节，有监管者，有交易所，有承销商，有投资者。在一个发达市场中他们责任权重的分配大致是什么情况？以美国的情况为例大致估计一下，监管者大致占比20%，交易所基本上不太管，美国证监会同意就可以，算大致0%，承销商如高盛、摩根斯坦利等占比30%，剩下50%是投资者自己，以机构投资者如富达等为主。也就是说，监管机构或政府部门承担的责任占比20%，远远小于市场机构加在一起近80%的责任。

而按照我国现行体制，在市场的IPO过程中，证监会承担了较大的责任。这逐渐要发生改变，责任会逐步往后分摊到其他的主体和环节上，包括交易所、承销商和投资者自身。要让市场主体

逐步为IPO企业的质量、定价等担起责任，这就是注册制改革的本质，也是市场化改革的本质。在此过程中，政府部门要下决心简政放权，各市场主体要逐步迅速地成熟、成长起来。例如，券商或承销商必须提高自己的职责和服务意识；投资者方面要发展机构投资者，同时也要让所有投资者为自己的投资行为负责；交易所需逐步提高自身责任感。这样才能把注册制改革既积极又较稳健地推进下去。

从长远来看，在市场发展走向成熟的过程中，更多的职责从监管机构走向协会和交易所等自律组织，是一个必然的过程。

田轩：新三板是今年以来最热的投资话题，平均市盈率已达40~60倍。新三板是否存在泡沫，会不会引发下一轮的经济危机？

杨晓嘉：新三板一直是以市场需求为导向的市场。新三板为什么能热起来？背后反映的实质还是市场需求。中小企业融资难，社会资本投资难，这“两难”问题是新三板热起来的非常重要的因素。

新三板不仅服务于中小企业，国务院49号文还特别加了一个字“微”，还要服务于小微企业。小微企业占了逾60%的比重，其很重要的

特点之一是业绩不稳定。怎么来包容这个风险？在制度设计上，新三板不能设计跟主板一样的制度。因为主板对应的是散户投资人，所以有很高的上市标准，而新三板之所以能包容风险，包容创新，恰恰在于它有一个很重要的制度设计，就是较高的投资者适当性，有投资者门槛。新三板挂牌企业的平均股东约为 55 个人，有 10% 的企业只有两个股东，有严格的投资者适当性，风险是可控的。

在市场监管、自律监管方面，新三板也正在制定规则和制度。我们的目标是要建立一个既快速同时也是健康发展的市场。

田轩：我国金融衍生品市场尚处于很初级的阶段，投资者不具备反向投资的工具，怎么对冲风险？个股期权何时落地？对于进一步提高市场效率，您有哪些预期？

张慎峰：创新作为一种市场载体首先是产品创新，只有产品创新才能带来新效率，实现新目的。其次是制度创新。在研究创新的过程当中，尤其要注意研究创新的底线，开发的产品在实现社会效能时要做到风险可测、可控、可承受，要把创新的速度与我们对风险的驾驭处置能力相匹配。

期货和期权是防范市场风险的两大基础工具，当然其本质也属于高风险产品。从国际市场的经验来看，一般“宽基”股指期货或股指期权，风险要小于“窄基”的个股期权和期货，这是因为“宽基”指数期权或期货是一系列个体的复合体，风险较小。

目前对于个股期权的研究也在加紧。上证 50ETF 期权就取得了非常好的发展，可以用一个例子说明“宽基”的股指期货期权与它的关系。2015 年 4 月 16 日上市的上证 50 股指期货期权，使上证 50ETF 的成交量与持仓量分别扩大 60% 和 90%。在一个以散户为主的市场结构里，应当首先注意把市场的风险给投资者解释清楚，大力开展投资者教育，设置适当的投资者门槛。比如说

我们中金所的股指期货、金融期货投资者门槛是一系列的考试、交易经历及 50 万元的资金门槛。要时刻注意把保护投资者合法权益建立在基础制度之上，使产品尽可能地体现趋利避害，服务于广大投资者。

田轩：作为宏观经济学家，从宏观经济角度来看，您觉得是不是存在泡沫，会不会有风险？

彭文生：金融市场在管制比较放松的情况下，出现价格在某一段时间上升过多或者较快，这很正常，可以把其称之为泡沫。但关键的问题是怎样来控制泡沫降低对经济或者对整个社会的影响。这主要涉及到两方面，一是投资者适当性的问题，保护小投资者。二是要控制杠杆率。因为杠杆率是否得到控制决定了市场大起大落对整个金融会不会有系统性风险。最近相关机构包括证监会在融资、信托方面监管提示风险力度的加大，应该说是两个比较合理的方向。

田轩：对于私募股权投资（PE）公司来说，IPO 是最重要的退出渠道。从投资者角度来说，我国股票发行制度从核准制向注册制转变对全球资本配置或者投资渠道有何影响？

黎辉：资本市场的主要功能是资源配置，核心是能让市场发挥市场应有的作用。新三板是个很好的例子，它的发展确实给市场带来了意想不到的惊喜。对于 PE 投资者来讲，如果资本市场能够充分发挥对资源配置的调节作用，有良好的市场化监管，对于投资和判断投资风险是一个非常重大的利好。过去很多时候 PE 投资的价值来自于套取制度上的价差，例如非上市和上市企业的估值差别很大，所以只要能上市的公司就受到投资者追捧。如果今后市场能发挥决定性作用，投资人将更注重公司长远发展的价值，这对企业创新和长远发展也非常有利。从外资角度来讲，这样一个市场化推进将会吸引更多资金愿意投入到中国市场中。 