

论文 NO. 2018 年 3

发表时间：2018 年 3 月 1 日

注册制改革延期对二级市场将产生何种影响

尹中立

摘要：2018 年农历新年开始的第一周，股市迎来了重磅消息：经第十二届全国人民代表大会常务委员会第三十三次会议审议通过，股票发行注册制改革获准延长两年。这意味着注册制改革要延期了。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

2018 年农历新年开始的第一周，股市迎来了重磅消息：经第十二届全国人民代表大会常务委员会第三十三次会议审议通过，股票发行注册制改革获准延长两年。这意味着注册制改革要延期了。

笔者认为，此举对 A 股市场来说影响较为重大，历时一年多的股市分化行情可能由此出现逆转，中小创个股有望否极泰来，而蓝筹股的风光则不一定能延续。

根据我国的证券法规定，股票的公开发行实行核准制。2013 年的十八届三中全会明确提出要“推进股票发行的注册制改革”，因此，如果要实行注册制改革，首先必须修改证券法，但修改法律的工作需要时间。

2015 年 12 月 27 日，全国人大常委会通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》，授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易股票的公开发行，调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度，具体实施方案由国务院作出规定，报全国人大常委会备案。《授权决定》实施期限为两年，于 2018 年 2 月 28 日到期。

全国人大常委会专门授权给证监会和交易所来推进注册制改革，一方面说明注册制改革的重要性，另一方面也说明有关方面认为推进注册制改革十分迫切。

推进注册制改革之所以重要，是因为它是十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出资本市场的改革任务之一。从十八届三中全会之后，有关部门一直致力于推进股票发行的注册制改革，尤其是 2016 年初证监会主要领导更换之后，该项工作明显加快。在 2017 年度，IPO 公司数量超过了 400 多家，创年度 IPO 最高纪录。经过一年多的努力，基本化解了新股发行的堰塞湖现象，新股发行的排队数量从 700 多家下降到目前的 400 余家，排队时间从 2016 年之前的 3 年多缩短到目前的 1 年甚至更短的时间。

从表面看，当前的新股 IPO 已经十分接近于注册制改革的目标。但从境内外资本市场的情况看，一方面欧美股市经过近 10 年的连续上涨，积累了相当多的泡沫，存在股价大幅度下跌的风险；另一方面 A 股的二级市场同样也存在着相当的压力。

在农历新年之前，A 股市场一度跟随美股等海外市场，出现批量股票“闪崩”的现象，甚至还不乏连续多个跌停板的个股。出现股价闪崩的一个重要原因是股东爆仓。爆仓分两种类型：一类是股东将上市公司的股票质押融资，当股价下跌幅度过大，出现了爆仓；另外一类是股东中存在信托账户，信托账户因为存在止损的规定，出现被动式卖出，导致股价闪崩。

无论是哪种类型的闪崩，归根结底是因为股价的大幅度下跌所致。而 A 股市场上大量中小创各个股价在 2017 年之所以出现大幅下跌，

其中很重要的一个原因正是 IPO 提速。

笔者认为，从估值的角度看，在注册制条件下，即使是所谓的新兴行业股票，其估值大约也只有 10~20 倍市盈率，而目前中小板和创业板个股的平均市盈率远远超过这个“合理”范围，假如对新股发行数量不进行控制的话，创业板市场的估值就会从当前的 50 多倍市盈率迅速下降到 20 倍以下，这对个股的影响可想而知。

回顾 2017 年度股市二级市场的走势，最大的特点就是蓝筹股与中小市值股票的分化，上证 50 指数年度涨幅近 30%，而中证 1000 指数下跌超过 10%。而股价分化的时间与 IPO 提速的时间高度吻合，背后的逻辑正是我国上市公司股价里包含着“壳价值”。

2013 年前后，新股 IPO 一度暂停，壳价值大幅度上涨，2013 年的壳价值大约在 7 亿元左右，到 2015 年底竟涨到 30 亿元左右。2016 年底随着新股发行速度加快，壳价值快速贬值，导致中小创股价的持续下跌。

假如新股发行继续保持“常态化”，则个股的壳价值还将继续贬值，中小创还将持续下跌，爆仓的数量会继续增加，闪崩的股票还会增多。对此若不加以高度重视和及时防范，搞得不好可能引发系统性金融风险。

因此，笔者认为，将注册制改革进行延期在当前是明智之举，是

正确的选择。不过，当务之急依然是要化解股市的潜在风险，首先就必须打破个股股价不断下跌的恶性循环。

从市场反馈的情况看，注册制延期的消息公布之后，中小创的涨幅强于上证指数。可以推演，如果新股发行的速度保持目前的节奏，则中小创个股的表现将持续强于大盘蓝筹股。