



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

金融专报

2019年第6期 总第6期

广州金羊金融研究院
国家金融与发展实验室广州基地 编

2019年5月3日

科创板制度创新评价及建议

尹中立

- “跟投”制度是科创板的重大制度创新，可以有效遏制上市公司IPO过程中的财务造假行为、减少各种寻租行为，但应在券商内部建立“防火墙”制度，避免其与上市公司间形成“合谋”的利益共同体。
- 我国股市在交易规则方面缺乏做空机制，使其运行陷入了“政策市”和坐庄的怪圈。科创板应建立和完善做空机制，并推出集体诉讼制度，以减少市场波动。
- 科创板新股发行试点注册制，意味着以前实施核准制所产

生的壳价值将不存在，需认真处理好这对中小市值股票的冲击。

设立科创板是完善和改革我国资本市场的重要战略部署，中央对科创板寄予厚望。将已经出台的有关科创板的制度设计与现行A股市场的制度进行比较，可以清楚地看出，科创板无论在新股发行制度、交易制度还是退市制度诸方面都对现行A股市场制度进行了大刀阔斧的改革。

一、科创板在发行制度上的创新及建议

在股市的制度设计中，新股发行制度至关重要，它关系到上市公司的质量。新股发行制度设计的逻辑通常是：通过投资银行的专业技能把社会上最具竞争力的公司输送到股票市场，通过IPO方式出售给投资者。我国股票市场现行的IPO制度规定了严格的财务指标要求，希望以此将有竞争力的公司输送给股票市场。但结果却事与愿违，按照严格的财务指标筛选出的公司往往已经进入成熟期，有些公司甚至通过财务造假的方式进入股市，导致现有的A股上市公司总体盈利能力较差（剔除国有控股的大型银行），大多数公司的净资产收益率在上市之后每况愈下。而那些真正有核心竞争力的公司却因为财务指标不能满足新股发行的标准，无法在国内股票市场上市，部分优秀的公司选择到香港或美国上市（BAT是典型代表）。

将类似BAT的优秀公司筛选出来推荐给股票市场，在提升资本市场竞争力的同时，可以有效推动中国的科技创新和产业结构转型，此为设立科创板的初衷。

科创板的IPO制度不仅要避免用财务指标筛选公司的弊端，也要防止权力寻租或其他损害投资者利益的现象出现，因此设计了“跟投”制度，这是科创板的重大制度创新。

所谓“跟投”制度是指投资银行在保荐一家公司上市过程中，需要按照IPO的定价认购2%至5%的新股。该制度强化了投资银行在保荐上市公司过程中的责任，并把IPO的定价与投资银行的自身利益进行捆绑。此举可以有效遏制上市公司IPO过程中的财务造假行为，有效减少寻租行为，提高上市公司的质量，为资本市场的健康发展提供有力的制度保障。

“跟投”制度有效解决了IPO的定价难题。定价机制是股市的核心所在，但在现有IPO制度下，投资银行基本不关心上市公司的定价问题，其工作严重偏离了正常的轨道。实施“跟投”制度使得投资银行与上市公司之间既是利益的共同体，又是博弈的双方，IPO的定价过程因此存在多重博弈，不仅取决于投资银行与上市公司之间的博弈结果，还取决于上市公司与市场其他投资机构之间的博弈结果，在多重博弈中实现了资本定价的买方约束。

但也要考虑到该项制度的负面影响。从资本市场的制度体

系看，投资银行是充当“看门人”的中介机构，“跟投”之后的投资银行有可能丧失“看门人”的独立性。为了避免投资银行与上市公司之间形成“合谋”的利益共同体，建议在券商内部建立“防火墙”制度：投资银行部门负责保荐业务的人员，其工资和奖金与“跟投”所得应该进行隔离；另外，券商的研究部门和投资咨询部门不能发布和推荐自己保荐的IPO项目。对于券商而言，如何处理投行部门与研究部门及投资咨询部门之间的利益关系，让它们既互相配合，又互相隔离，这是值得认真考虑的问题。

二、做空机制缺失易加剧市场波动

股市的核心问题是定价。之所以要推出科创板，目的是在进行一系列制度创新的基础上能够更好地发挥股市的定价功能。成熟市场的经验表明，建立做空机制是市场定价机制中不可或缺的组成部分。科创板交易规则中，对于融券制度进行了一些新的制度安排，上市首日便可以融资融券，并允许锁定期内的股份用于融券。这是交易机制方面的创新，值得鼓励。投资者务必注意这个新的交易规则，一只新股的IPO数量可能只有5000万股，但锁定的股份可能有2亿股，如果股价被炒得过高，融券交易可能会大量出现，导致上市首日成交的股票数量远远超过IPO的数量。

除此之外，在做空机制方面应该有更多的突破。我国股市

在交易规则的设计过程中，有意回避了做空机制，其用意可能是为了减少市场的投机气氛。但从股市近30年的运行结果看，缺少做空机制的股市是不健全的，不仅没有减少投机，反而导致了股价的大起大落，使股市运行陷入了“政策市”的怪圈：由于缺少做空机制，投资者只能在上涨过程中赚钱。当市场人气高涨时，大量资金向股市聚集，形成股价上涨的正反馈，直至股价严重脱离基本面，监管部门被迫出台政策让股市降温；当股价处于高估值状态，投资者如同惊弓之鸟，股价十分不稳定，一旦政策打压，投资者便纷纷远离股市，市场进入下跌的循环；当市场陷入熊市时，融资功能严重萎缩，又需要政策刺激，在刺激股市的政策作用下，股市进入下一个循环。股市总是在政策的干预下上涨或下跌，投资者谓之曰“政策市”。

“政策市”确立之后，投资者往往更关注政策导向而非经济运行的基本面，甚至出现了股市周期与经济周期相悖的奇葩现象：1999至2001年，中国经济陷入通货紧缩，而股市出现了持续两年的牛市；2014至2015年，类似的现象再次上演。

由于缺乏做空机制，导致了“庄股”现象。在每一轮股市行情中，总是有一批股票在庄家的操纵下节节高升，当潮水散去，则有不少期间跟进的散户投资者被套在股价高位，几乎无望解套。此现象在本轮行情中已经有所体现。

因为只有做多才能赚钱，所以不利于股价上涨的研究或报

道都是不受欢迎的，在近30年的股市运行历史上，鲜见证券公司对上市公司看空的研究报告。几乎没有对上市公司负面信息的研究和报道，使得上市公司缺乏市场化的制约力量，从短期看似乎掩盖了缺点，维护了股价的稳定，但从长期看并不利于股市的健康发展。

融资融券制度推出后，理论上投资者可以通过融券做空个股，但现实中投资者融券操作难度很大，截至目前，融资余额超过8000亿元，而融券余额不到100亿元，几乎可以忽略不计。建立做空机制本质上是以投机遏制投机。在香港股票市场，一旦股价被高估就会招致市场做空，很少出现股价长期偏离基本面的情况；反观国内A股市场，大量股票价格严重偏离其基本面。事实证明，以投机遏制投机比通过加强监管遏制投机更有效。科技类企业的投资风险大于其他类型的上市公司，投资者与上市公司之间更容易出现信息不对称，利用监管机构的力量来监管上市公司力不从心。科创板新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，之后每日涨跌幅限制为20%，如果没有健全的做空机制，可能会加剧市场波动。需要鼓励一些专业机构或个人利用自身的专业优势和分析能力，揭示并监督上市公司的财务欺诈等违法违规行为，不仅要鼓励研究机构发布看空的研究报告，还要让他们在揭露上市公司违法违规行为的过程中获利。因此，建议实施和完善做空机制，并推出集体诉讼制度。当然，

做空也需要遵守法制和规则，对恶意做空的行为要进行打击和限制。

三、关注科创板对现有股市的冲击

我国股票市场现行的IPO制度为核准制，新股发行存在事实上的行政审批，存在人为控制新股发行数量和节奏的行为，导致的结果是公司在IPO过程中需要支付高昂的成本(包括财务成本和时间成本)，因此有些公司选择在二级市场买壳上市，使得上市公司的壳产生了价值。在2015年前后，每只壳的价值高达40亿元，在当前的时点上(2019年3月)，每只壳的价值约为10亿元左右，即一个没有任何现金流收入的上市公司的市值可达10亿元。

壳价值的存在是我国股票市场不可忽视的问题。股本越小的上市公司，单位股价中所含的壳价值越高，例如，壳价值为10亿元，总股本为1亿元的上市公司每股含有的壳价值是10元，如果该公司的总股本是50亿元，则每股包含的壳价值便可忽略不计。壳价值的存在是以IPO实施行政审批为前提的，如果IPO实施注册制，则意味着行政审批被废除，壳价值便不复存在，因为优质的资产可以通过注册制的方式实现IPO，无须通过买壳的方式实现上市。壳价值的消失意味着当前的中小市值的股票将面临大幅缩水。例如，当前市值为30亿元的上市公司(其中包括10亿元的壳价值)，壳价值消失之后的股票市值只有20亿

元，这意味着该公司的股价将下跌30%。

可以预见，注册制的实施对中小市值的股票冲击较大。虽然当前的注册制只是在科创板实施，但市场的预期是没有边界的。假如监管部门人为地控制IPO注册的速度，势必又将回到核准制的轨道上去，注册制就名不副实了。因此，如何处理好注册制的推出对现有市场的冲击，是需要认真对待的问题。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳	蔡 真

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街1号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD金融指数（季报）
- 信息通报（每月4期）
- 金融专报（每月4期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）