

从科创板看中国资本市场改革的路径选择

鲁桂华(博士生导师)

【摘要】上交所即将推出科创板,其对我国资本市场的改革与发展有何意义?在研究我国资本市场现行的基础性制度设计及其经济后果的基础上,借助一个简单的经济增长模型,以揭示资本市场和金融工具的多元化对储蓄率和储蓄投资转化率的影响,以及资本市场的定价效率、资源配置效率与经济增长的关系。通过分析发现,科创板及其基础性制度的设计是解决我国当前资本市场存在的诸多问题、促进经济增长的一个可行举措。

【关键词】 科创板; 资本市场; 基础制度; 经济后果; 金融工具

【中图分类号】 F832; F230 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)04-0003-6

2018年11月5日,国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式的讲话中提出,将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。随后,沪深两市二十几只创投概念股立即封死在涨停板上。虽然此后数日沪深指数持续下跌,但张江高科、鲁信创投、市北高新等创投概念股连续数日涨停。证监会、上交所先后召开记者会,向媒体和公众发布了科创板和注册制试点基础性制度设计的基本思路。

习近平主席的演讲以及证监会、证券交易所的通报,有两个值得关注的地方:①科创板。“科技创新板”是2015年推进“多层次资本市场”规划的既定内容,旨在为科技创新型的中小企业提供早期的资金支持,优化“大众创业、万众创新”的金融环境,也是资本市场支持供给侧结构性改革的重大举措。②注册制。IPO实施的是注册制而不是审批制。注册制是国际资本市场主流的制度安排,也可能是我国资本市场改革的基本方向。“注册制”被学术界与实务界讨论了十余年,从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》正式提出注册制改革算起,迄今也5年有余。但多年以来,“只见楼梯响,不见人下来”。可以推断的是,注册制改革将涉及广泛的既得利益重构,可能面临多方面的阻力。以科创板为出发点,从增量开始逐渐过渡到存量改革,不失为一条可行的路径。

我国资本市场为什么要改革?改革的基本路径如何选择?科创板的基础性制度设计,是否契合了我国资本市场改革的诉求?本文将从理论分析与经验证据两个角度进行一些讨论。

一、我国资本市场:现行的基础性制度设计及其经济后果

(一)我国资本市场的基础性制度

本文并不打算列举我国资本市场全部的制度,也不打算列举全部的经济后果,而是侧重于研究其中基础性的制度设计以及经济后果。这些基础性制度主要包括:

1. 基于会计业绩数据的上市资格管制政策。1990年12月上海证券交易所的开业,标志着中国股市成立,基于会计报表报告的盈利标准规定始终是A股主板上市资格管制政策的核心内容。

1993年12月29日发布、1994年7月1日实施的《公司法》对上市标准作出规定:“开业时间三年以上,最近三年连续盈利”。1994年9月28日国务院证券委员会发布《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》对此规定作了进一步的说明:“公司在最近三年内连续盈利”是指“公司净资产税后利润率三年平均在10%以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于10%”。

2006年5月8日证监会公布的《上市公司证券发行管理办法》明确指出:对于申请上市、已上市公司申请增发新股或配股,其盈利能力必须具有可持续性,即“最近三个会计年度连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为计算依据”;同时要求“业务和盈利来源相对稳定,……,现有主营业务或投资方向能够可持续发展,经营模式和投资计划稳健,主要产品或服务的市场前景良好,行业经营环境和市场需求不存在现实或可预见的重大不利变化”。

2. 企业上市的审批制与核准制。1996年以前,企业申请上市需要由中央政府下达发行规模,并将发行指标分配给地方政府以及中央企业的主管部门,地方政府或者中央企业主管部门在自己的管辖区内或者行业内对申请上市的企业进行筛选,经过实质审查合格后报证监会批准^[1]。

1998年12月29日发布、1999年7月1日起施行的《证券法》规定:企业申请上市并公开发行的股票,必须依照公司法规定的条件,报经国务院证券监督管理机构核准,发行人必须向国务院证券监督管理机构提交《公司法》规定的申请文件和国务院证券监督管理机构规定的有关文件。

3. 以个人投资者为主的市场结构。根据中国证券登记结算公司的统计,截至2016年2月,我国股票市场中投资者账户数量共有10161.08万,其中个人投资者账户数量为10132.09万,占比99.71%^[2]。

根据Wind数据库的统计,截至2015年第三季度,中国股票市场个人投资者、一般法人、专业机构投资者持股的流通市值占比分别为41.58%、51.71%、6.71%。一般法人主要是指上市公司的大股东等产业资本。剔除产业资本持股之后,个人投资者和机构投资者的持股比例分别为86.18%和13.82%。

4. 新兴市场投资者保护制度。我国资本市场才发展20余年,相对于美国等成熟经济体而言,无疑属于新兴市场。我国资本市场的诸多法律与制度,如中小投资者保护等,相对于成熟市场还不尽完善。根据有效市场理论,在半强式有效的市场上,一切影响股票价格的信息,一经公开,便被股票价格迅速且无偏地反映,上市公司的虚假信息也是如此。

正是基于这一理论,美国《证券交易法》规定,对于虚假陈述,作为原告的投资者只需要证明:①上市公司存在虚假信息披露;②该虚假信息披露是重要的;③市场是有效的;④该虚假信息会导致一个理

性的投资者错误地判断股票价格;⑤投资者交易股票,发生在虚假信息披露之后,但在所披露的信息被证实为虚假之前^[3]。至于虚假信息是否为诱发投资者损失的原因,投资者不承担举证责任;或者作为被告的上市公司,需要证明自己的虚假披露并非导致投资者损失的原因。这就是著名的欺诈市场理论和举证责任倒置。这一法律制度显然是有利于保护投资者的。

而在我国资本市场上,上市公司的虚假信息披露导致投资者损失的,由投资者承担举证责任,证明自己的投资损失是因为上市公司的虚假信息披露所致,但是举证过程往往是艰难的。如已经退市的原红光公司由于进行了虚假信息披露,导致投资者损失惨重。1998年12月14日,投资者姜某向上海市浦东新区法院起诉,要求红光公司、红光的上市推荐人国泰证券、主承销商中兴证券承担赔偿责任。法院以无法证明红光的虚假信息披露是导致姜某投资损失的原因为由,驳回了姜某的诉讼请求^[4]。诸如银广厦、万福生科等公司的财务舞弊都给中小投资者带来了巨大的损失,但是因为投资者保护制度的不完善,导致中小投资者无法通过诉讼程序获得赔偿,同时也大大降低了上市公司、大股东的违法成本。

(二)基础性制度安排的经济后果

1. 经济后果 I:高估值、低融资成本和资源配置效率。上述基础性制度安排的第一个经济后果就是中国股市的高估值。上市公司及大股东、机构投资者、承销商都是理性的,他们都试图在股市获得最大的利益。在卖空机制缺乏的背景下,股票的定价越高,上市公司及大股东、机构投资者和承销商获得的利益就越大。在以个人投资者为主的资本市场上,个人投资者相对于其他市场主体,显然缺乏足够的知识与经验来判断股票的真实价值,因此个人投资者难以遏制上市公司及大股东等市场主体最大化股票发行与交易价格的企图,这必然导致我国股票价格偏高的现象。

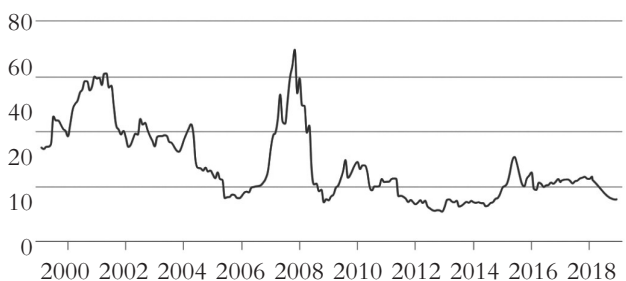


图1 沪深A股历史平均市盈率

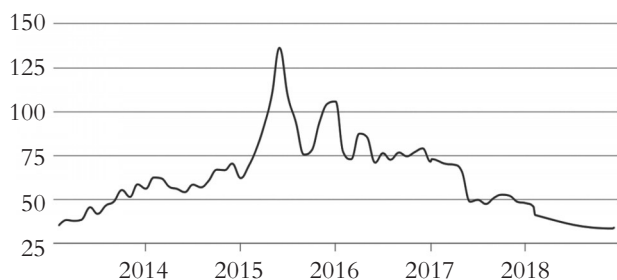


图2 创业板:历史平均市盈率

图1和图2分别报告了2000~2018年沪深A股、2014~2018年创业板的历史平均市盈率。从图1、图2来看,沪深A股长期平均的市盈率为30倍左右,创业板长期平均的市盈率达50多倍。而美国、中国香港等成熟资本市场长期平均的市盈率约为10倍左右。

市盈率的倒数,是股权资本成本的一个近似估计。如沪深30倍的市盈率,即意味着股东投入30元,公司只需要每年替其赚1元,股权资本成本为3.33%(1/30),这意味着回报率大于3.33%的投资项目是可以接受的。同样,创业板的股权融资成本约为2%,这就意味着回报率大于2%的项目也是可以接受的。可以明确的是,高估值、低融资成本必将导致上市公司投资效率低下。

2. 经济后果II:操纵会计数据导致管制无效。由于上市资格的确认条件包括财务状况及盈利能力等财务数据指标,而上市公司虚假信息披露的违规成本低,并且个人投资者并不具备识别虚假信息的能力,因此谋求最大利益的上市申请人,极有可能在上市之前通过盈余管理或利润操纵行为来迎合上市资格的审查要求。

在会计学研究中,我们常用“应计”来衡量利润操纵。如果没有赊购、没有库存,那么采购成本将等于销售成本,并且等于采购支付的现金流;如果没有赊销,那么销售收入将等于销售收到的现金,利润将等于经营活动现金净流量。反之,如果虚构赊销、低估成本,就有可能导致利润大于经营活动现金流。所谓的应计,就是利润与经营活动现金净流量之差。这一差额大于0,企业存在虚增利润的可能。下表报告了1993~2011年间全部上市公司上市前1年至上市后的流动性应计的均值、中位数^[5]。由该表可知,上市前1年和上市当年,流动性应计的均值、中位数均显著大于0,这一结果表明,上市前和上市当年上市申请人存在显著的正向操纵利润的嫌疑。

以会计盈利作为上市资格的衡量标准,立法者

总流动应计的时间序列特征表

	IPO前1年	IPO当年	IPO后1年	IPO后2年
1993~2000年总流动应计:均值	4.041%*** (0.000)	122.495%*** (0.003)	-7.334%*** (0.000)	-2.461%*** (0.000)
相对于上年的变化额		118.453%*** (0.004)	-129.828%*** (0.001)	4.873%*** (0.000)
1993~2000年总流动应计:中位数	3.554%*** (0.000)	60.686%*** (0.000)	-5.359%*** (0.000)	-2.693%*** (0.000)
相对于上年的变化额		57.132%*** (0.000)	-66.046%*** (0.000)	2.666%*** (0.000)
2001~2011年总流动应计:均值	4.423%*** (0.000)	52.103%*** (0.000)	-3.730%*** (0.000)	0.957% (0.128)
相对于上年的变化额		47.680%*** (0.000)	-55.833%*** (0.000)	4.687%*** (0.000)
2001~2011年总流动应计:中位数	2.515%*** (0.000)	39.990%*** (0.000)	-3.599%*** (0.000)	-0.042%*** (0.690)
相对于上年的变化额		37.476%*** (0.000)	-43.589%*** (0.000)	3.557%*** (0.000)

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内为P值。均值比较用双侧t检验,中位数比较用Wilcoxon秩和检验。

的本意是提高上市公司的质量、保护投资者的利益。如果这一管制政策导致上市公司通过利润操纵行为来迎合这一要求,则表明基于会计盈利数据的管制政策是无效的。

进一步的研究表明,我国资本市场在对股票进行定价时,并不能区分“真”利润和“假”利润。在股票高估值的背景下,这意味着操纵利润程度越高的公司,发行股票从股市里拿走的资金越多,这将极大地影响股市的资源配置效率。

3. 经济后果III:机构、大股东与个人投资者之间财富转移效应。本文仅通过一个案例来研究上述制度安排导致的财富效应。从理论上讲,“假”利润也能按高估值在市场上出售,而中小投资者并不具备判断股票真实价值的能力,由此可能导致上市公司的大股东在高价位减持股份、机构投资者在高价位出售股票,然而在他们减持或出售之后,股票价格有可能大幅下跌。大股东的减持收益、机构投资者高价位套现的收益,正好等于中小投资者的损失,从而导致财富从中小投资者向大股东系统性转移。

下面将以曾经的创业板第一股乐视网为例进行分析。我们不妨来看这样一组数据：①2008年7月28日，王诚（令完成的化名）控制的汇金立方，按每股4.40元的价格取得乐视网454.4万股，购买时的市盈率为15.17倍。②2011年8月，汇金立方按25元的价格减持348.86万股，2010年乐视网每股盈利为0.84元，减持市盈率为29.76倍。③2012年6月12日，汇金立方按每股均价35元减持套现1.01亿元，减持市盈率58.3倍。④乐视网控股股东贾乐亭于2015年6月1日和6月3日分别按68.50元、73.33元的价格减持17510000股和17730300股，套现2499597899元。减持市盈率在159~170倍之间，此后在基本相同的价位，贾乐亭累计减持套现100多亿元。⑤2018年12月7日，乐视网收盘价仅为2.76元。

由以上数据不难发现，按乐视2.76元的收盘价计算，王诚的汇金立方在每股25元、35元的价位套现，实现收益分别为22.24元、32.24元，这一套现收益是否正是中小投资者的损失？同样，贾乐亭在每股70元左右的价位上减持，每股套现收益约为67元，这是不是中小投资者的损失？

由上述案例可以发现，审批制或核准制、用会计盈余指标判断上市资格、以个人投资者为主的市场结构、投资者保护制度的缺失，导致股市高估值、低融资成本、利润操纵、系统性地财富转移等现象产生，从而降低了我国股市资源配置的效率，也危害了股市的公平性。而公平、效率是经济学中对资本市场最基本的评价指标。这意味着我国资本市场现行的基础性制度到了非改革不可的地步。唯有通过改革，才能提高资本市场资源配置的效率，才能提高股市的公平性。但是，我国资本市场改革路在何方？

二、资本市场结构与经济增长效率

（一）一个简单的理论模型

资本市场或金融体系及其结构，如何影响经济增长及其效率？我们不妨借助一个直观而又不失严谨的模型展开讨论。

假设一个经济体上期的国民收入为 $Y=1000$ ，国民储蓄率即国民储蓄 S 占国民收入 Y 的比率为 $s=60\%$ ，那么国民储蓄 $S=sY=600$ 。国民储蓄 S 转化为投资 I 的比率即储蓄投资转化率 $i=80\%$ ，那么投资 $I=iS=480$ 。单位投资创造的增量国民收入即投资效率 $y=20\%$ ，那么本期国民收入增量 $\Delta Y=yI=96$ ，同时本期国民收入增长率 $g=96/1000=9.6\%$ 。综合起来不难

得到：

$$g = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{S}{Y} \times \frac{I}{S} \times \frac{\Delta Y}{I} = siy = 60\% \times 80\% \times 20\% =$$

9.6%

上式为一个简单的经济增长模型，这也是我们理解资本市场及其结构与经济增长的关系的一个框架，即影响经济增长的主要因素是国民收入储蓄率、储蓄投资转化率和投资效率。那么，资本市场及其结构会如何影响经济增长呢？

（二）资本市场、金融工具与金融机构的多元化与经济增长

上述模型的第一个结论是：随着金融机构、金融工具的逐步多元化，资本市场也日益多元化，这将进一步影响国民收入储蓄率和储蓄投资转化率，进而影响经济增长。

如果一个经济体只有一个企业和一个投资者，并且企业的盈利水平、风险特征正好契合投资者的预期回报要求和风险偏好，那么投资者正好可以将消费节余的资金（国民储蓄）交给企业家去进行投资，这一情况下储蓄投资转化率为100%，国民储蓄率则取决于有效投资占国民收入的比率。同样，如果存在多个同质的企业和多个同质的投资者，国民储蓄率和储蓄投资转化率的决定与上例是相同的。

反之，如果企业是异质的，投资者也是异质的，即企业的投资项目具有不同的盈利水平和风险特征，投资者也具有不同的预期回报率和风险偏好。此时，投资者只愿意为符合其预期回报和风险偏好的项目提供投资。与此相适应，不同的企业根据其投资项目的盈利与风险特征发行不同的证券或金融工具，吸引预期回报要求和风险偏好与项目一致的投资者。也就是说，只有与异质的企业、异质的投资者结构相适应的、多元化的金融工具，加上多元化的金融机构与多元化的资本市场都得到长足发展，才能提高国民储蓄率和储蓄投资转化率。直观来看，如果食客有不同的品味，餐馆就应该提供品味不同的菜品，每一个餐馆赢得自己各自的食客群，整个餐饮业才能最大化市场容量。

对这一理论的一个简单预期是：有融资需求的企业，需要不断识别预期回报与风险偏好没有得到满足的投资者，发行与其回报要求和风险偏好相一致的证券，这样才有可能赢得这一部分投资者，并争取最高的发行价格或最低的融资成本。企业的这一行为，将促使金融工具的品种、金融机构的类型、资

本市场的层次结构呈现日趋丰富的发展态势。成熟市场的金融创新浪潮、令人眼花缭乱的创新金融工具、不断涌现的新型金融机构、边界渐趋模糊的传统金融机构、多层次的资本市场,都为这一理论及其预期提供了经验证据。

(三)资本市场的定价效率、资源配置效率与经济增长

上述模型的第二个结论是:资本市场上金融工具的定价效率影响着资本在不同企业之间的分配,进而影响投资效率和经济增长。我们不妨研究这样一个简单的案例:如果投资者的预期回报率是10%,企业投资项目的风险水平与投资者的风险偏好一致,这一投资项目预期未来每年赚取30元的现金流,这一项目在资本市场上的价格即为300元(30/10%),这一价格水平正好保证投资者赚取10%的预期回报率,金融工具的交易就会发生。如果这一项目预期未来每年赚取的现金流为50元,那么这一项目在资本市场上的价格将为500元,并且这一价格水平仍然能保证投资者获取10%的预期回报。这就意味着:

第一,如果金融工具的价格能够充分反映金融工具发行企业的投资项目预期未来的盈利,就能够保证投资者赚取其预期的回报率,此时资本市场是公平的。

第二,如果金融工具根据企业项目的预期盈利水平定价,预期盈利水平越高,金融工具的价格越高,发行金融工具从资本市场上获得的资本越多,资本更多地分配给投资效率更高的企业,能够提高整个经济体的投资效率或通过投资创造增量国民收入的能力。简而言之,金融工具的定价效率会影响金融市场的资源效率,进而影响经济增长。

第三,金融工具的定价,决定于预期未来的盈利,而不是过去的盈利。以上市前的盈利作为上市资格的判断标准,是有悖常识的,因为过去的盈利毕竟与未来的盈利并非完全正相关。如果基于过去盈利的上市资格管制政策诱导企业通过盈利操纵来规避管制,那么管制政策将失效,从而破坏资本市场的定价效率、资源配置效率和投资效率,进而危及经济的可持续增长。

第四,只要金融工具的定价能充分反映企业未来的盈利,资本市场就是公平并且富有效率的。换言之,只要企业不说谎,只要预期盈利水平较低的企业不要制造高盈利的假象,定价效率就可以解决资本

市场的公平性和效率性问题。这意味着在资本市场监管政策的设计上,政府只要防止企业说谎,防止资本市场中介机构和企业串通说谎,其余的都可以由市场来决定,这就是注册制隐含的基本理念。

简言之,金融工具和资本市场的多元化有助于提高国民储蓄率和储蓄投资转化率,而金融工具的定价效率则会影响投资效率。综合而言,资本市场及其结构、资本市场的定价效率会影响经济增长。

与之相反,A股市场中诸如审批制或核准制、基于过去会计业绩的上市资格管制政策、以不具备判断资产定价的中小投资者为主的市场结构、投资者保护制度的缺失,都会导致我国股市定价效率的低下,进而影响我国资本市场的资源配置效率。资本市场多元化不足、金融工具多元化不足,对我国的储蓄率和储蓄投资转化率也会产生不利影响,进而不利于我国经济的可持续增长。在存量改革触及部分群体既得利益的情况下,通过科创板进行增量改革,不失睿智之举。

三、科创板与注册制:基础性制度设计及预期影响

(一)基础性制度设计

根据2018年11月5日证监会和上海证券交易所记者会透露的信息,科创板基础性制度设计将呈现如下几个特点:

1. 增量改革特征。科创板是在上交所主板之外新设立的板块,其独立于主板,并且在该板块内实施注册制。

2. 上市资格。证监会答记者问时,明确了“服务科技创新”的政策意图。同时指出,对申请上市的企业,“在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排,增强对创新企业的包容性和适应性”^[6]。从证监会答记者问透露出的信息来看,对于申请科创板上市的企业,对其从事的行业及研发投入等与创新能力和相关的指标会设置一定的标准。同时,《证券法》明确规定发行新股的公司应该“具有持续盈利能力、财务状况良好”,这就意味着:如果不对《证券法》进行修订,即使拟实施注册制的科创板,仍然会对上市申请人设置盈利的要求,只不过盈利要求可能不同于主板,由此可以体现科创板对创新企业的包容性和适应性。

澳大利亚、巴西、加拿大、德国、法国、意大利、荷兰、菲律宾、新加坡、英国和美国等国家,在证券发行

上均采取注册制,其中美国是最典型的代表。美国证券发行采取注册制,充分体现了“市场经济的自由性、主体活动的自主性”这一基本原则,只要证券发行人确保“证券的潜在购买方应获得有关的财务资料及有关该公司的其他重要资料充分披露,以便他们能作出知情的投资决定”,即可发行证券,而无须美国证券交易委员会(SEC)或任何其他联邦管理机构的批准。任何公司,不论规模大小,无论盈利状况如何,均可上市,只要它能全面披露美国证券交易委员会要求的资料^[7]。美国证券监督委员会只对证券发行人公开的资料进行形式上的审查,不对证券发行行为及证券本身作出任何价值判断。

比较我国证监会关于科创板基础性制度的构想和国际上主流的注册制可以判断,科创板的注册制只是渐近式的、含蓄式的注册制。

3. 投资者适当性制度。鉴于注册制背景下证券监管机构和证券交易所并不对证券发行人和证券质量进行实质审核,而是将证券质量、投资价值等的评价工作交给投资者或者市场完成,因此,这一制度环境下的投资者应该具备评价证券投资价值的知识和技能。可见,只有拥有一定规模的资产、足够的投资经验和较强的风险承受能力的投资者,才能进入科创板,而“中小投资者通过公募基金等方式参与科创板”。

4. 市场监管。证监会提出,“在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节都会更加注重信息披露的真实全面,……,更加注重投资者权益保护”。用形式审核替代实质审核,并不意味着证监会和交易所放弃审核,而是不对上市申请人到底有多优秀、盈利能力到底有多强、股票估值水平到底有多高进行审核并提供担保;同时将审核的重点放在上市申请人信息披露的充分性和真实性上,即上市申请人是否依据规则披露了足够的信息,这些信息从数量上是否足以支持机构投资者评估公司的价值,这些信息是否如实反映。既然股票价格与信息披露相关,上市申请人自然有极强的动机通过选择性的信息披露甚至是虚假的信息披露,试图影响投资者的价值判断。上市申请人推高发行价格获取的利益,正是投资者多支付价格而损失的利益。这一风险在科创板可能更为严重,因为科创板企业多处于初创期,经营与成长的不确定性更高,价值评估的难度更大,因此股票价

格更容易高估。加大虚假信息披露的事后处罚力度,提高虚假信息披露的违法成本,进而抑制上市申请人虚假披露的动机,可能是科创板的监管手段。

(二)预期影响

根据这些基础性制度的设计理念,笔者预期:

第一,未来相关机构虽然还会对上市主体进行资格审查,但壳资源的稀缺性将会逐渐消失,再加上中小投资者不是直接进入市场而是通过公募基金等集合投资工具间接参与市场,这就意味着科创板市场上的投资主体都属于知情投资者(Informed Investors)。在这一背景下可以预期,科创板的估值水平将会向成熟市场的估值水平看齐。

第二,科创板的出现,正如证监会和上交所陈述的那样,“补齐资本市场服务科技创新的短板”是我国多层次资本市场建设的一个重要步骤,促成了资本市场的多元化、金融产品的多元化,对于提高国民储蓄率与储蓄投资转化率都是有益的,有利于从供给侧促进我国经济的增长。

第三,如果科创板的注册制试点能够达到上述预期目的,将为主板、中小板和创业板逐渐引入注册制提供可资借鉴的成功经验。

主要参考文献:

- [1] 蒋健蓉,龚芳.我国证券投资者结构呈现三大变化[N].中国证券报,2017-07-22.
- [2] 李文莉.证券发行注册制改革:法理基础与实现路径[J].法商研究,2014(5):115~123.
- [3] 鲁桂华,管制政策与反管制行为:以IPO为例[J].广西财经学院学报,2018(1):1~9.
- [4] 卢克贞.从“红光”到“银广厦”,证券市场虚假信息披露的民事赔偿离我们有多远?[J].法制与经济,2002(5):16~18.
- [5] 陆雄文.管理学大辞典[M].上海:上海辞书出版社,2013:1~100.
- [6] 毛玲玲,中美证券欺诈因果关系及证明责任比较研究[J].江西财经大学学报,2007(4):63~67.
- [7] 证监会,证监会负责人就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问[EB/OL].http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201811/t20181105_346199.html,2018-11-05.

作者单位:中央财经大学会计学院,北京 100081