

我国科创板市场可能存在的风险及防范

谭春枝(教授), 黄家馨, 莫国莉(博士)

【摘要】科创板的设立对扶持科创企业发展、服务实体经济和推动科技创新驱动战略实施有重要的意义。鉴于科创板市场的服务对象及所实行的注册制对股票的发行、交易及退市等相关制度有更高的要求,科创板市场可能存在诸多风险。从科创板、上市公司、投资者、监管以及不同股票市场风险联动等层面对科创板市场可能存在的风险进行系统分析,在借鉴国际股票市场经验并结合我国实际的基础上,从完善相关法律法规、建立健全相关制度、适时设置合理的投资者门槛、培养理性投资者以及加强对保荐机构的监管等方面提出风险防范措施。

【关键词】科创板; 风险防范; 国际股票市场; 制度设计; 市场监管

【中图分类号】F830.91

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)05-0143-7

2018年11月5日上午,首届中国国际进口博览会在国家会展中心(上海)开幕,国家主席习近平发表主旨演讲,并提出“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制”。毫无疑问,现阶段推出科创板意义重大,不仅对扶持和推动科创企业的发展有引领作用,而且能很好地服务实体经济和科技创新驱动战略。但是,鉴于科创板重点服务科技型和创新型企业,以及所实行的注册制对股票的发行、交易及退市等相关制度有更高的要求,科创板市场可能存在诸多风险。为了保证市场的平稳运行,使其发挥应有的功能,对科创板市场可能存在的风险及其防范进行深入探究尤为重要。

一、科创板市场概述

科创板即科技创新板,此概念并非首次提出。早在2015年12月28日,上海股权托管交易中心就正式设立了“科技创新板”(全称为“科技创新企业股份转让系统”)。该板块属于场外市场,主要服务尚未进入成熟期但具有成长性、科技性和创新性特征的中小企业。为了进一步支持上海国际金融中心和科技创新中心的建设,习近平主席于2018年11月5日提出在上海证券交易所设立科创板。该市场是独立于主板市场的新设场内市场,其服务对象和预期目标

虽然与场外“科技创新板”并无二致,但是其为支持科创企业的发展提供了更大更好的平台。

科创板定位虽与创业板及新三板类似,但依然有所区别:科创板重点服务科技型和创新型企业,旨在补齐资本市场服务科技创新的短板;创业板定位于高科技企业,同时定位于暂时无法在主板上市的创业企业和中小企业;新三板主要为创新型、创业型、成长型中小微企业提供服务。由此可见,三者既相互补充,又各有发展。科创板的推出不是简单的重复,而是有其使命的。科创板的设立能进一步完善我国多层次资本市场,提升其对科创企业的包容性,从而增强其服务科技创新的能力和资源配置效率。同时,科创板试点注册制,要求对发行、交易及退市等制度做出更合理的安排,这有利于健全我国资本市场基础制度,从而更好地促进现有市场的健康运行。

二、科创板市场可能存在的风险

(一) 科创板层面存在的风险

1. 科创板相关制度设计可能存在不足而带来风险。科创板实行注册制。相对于核准制,注册制对科创板股票的发行、交易、退市等各环节有更高的要求。因此,科创板市场有可能存在因相关制度设计不完善而带来的风险。

一是保荐制度相关风险。我国企业上市实行保荐制度,由于注册制简化了上市流程,因此对保荐机构职业能力、诚信等提出了更高要求。在申请上市过程中,可能面临以下风险:①保荐人对创新性的认定风险。科创企业创新性通常表现为新技术、新产业、新业态、新模式等。保荐人因自身专业水平限制,若对新技术、新模式缺乏认同,对新产业、新业态等缺乏客观全面的了解,可能导致企业错失上市资格。②与保荐人利益相关的未达标企业的上市风险。据《证券发行上市保荐业务管理办法》,保荐人可以担任股票发行的主承销商,企业在准备IPO之前,保荐人需要对企业进行为期6~12个月的辅导,因而保荐人同时承担辅导和承销的责任。为使前期辅导达到预期目的,以及获得承销保荐费收入,部分保荐人可能会为未完全符合上市标准的企业出具《保荐书》和《保荐工作报告》,从而导致未达标企业上市。

二是IPO定价制度相关风险。我国IPO定价实行询价制,即发行人和承销商通过询价确定价格区间,进而确定发行价格。询价制实施初期,不同的询价对象出于自身利益的考量常常会联合压低报价,从而导致IPO发行价格偏低、新股上市首日收益率过高。经过多次改革,询价制度日趋完善,但又出现了询价对象过度竞争导致IPO发行价格偏高的新问题。与此同时,证监会还规定所公告的发行价格的市盈率上浮不能超过同行业平均市盈率的25%,这意味着发行价格仍然受到管制,未能实现市场化。对于科创板来说,若不能对询价对象的行为加以约束,科创板市场IPO定价可能也会因询价对象合作(或竞争)而面临偏低(或偏高)的风险。此外,科创企业的经营业绩不稳定,如果参考市盈率等指标对IPO定价进行指导,也可能导致发行价格不合理。

三是交易制度相关风险。现行的交易制度如T+1制度、涨跌幅度的限制以及单边做多交易等,可能存在一定的局限。首先,T+1制度不仅限制了市场交易量,降低了资金流动速率,还导致投资者无法根据市场的变化及时调整仓位,从而多数情况下投资者的盈利会减少或亏损增加。其次,10%的涨跌幅限制(ST股票的涨跌幅是5%)虽然可以在一定程度上抑制涨跌幅过大带来的风险,但也给主力机构操纵股价提供了便利,尤其是操纵中小盘股。最后,在单边做多的交易制度下,大多数投资者在行情处于下跌趋势时只能为亏损买单,在行情非理性上涨时又会导致市场泡沫,从而累积大量风险。科创板如果沿

用现有的交易制度,上述风险不可避免;若是重新设计交易制度,新的制度或许也会因存在某些不足而给市场带来一定的不确定性。

四是退市制度相关风险。注册制下宽松的上市条件必然需要匹配严格的退市制度。但长期以来,我国股票市场上市资源稀缺,退市制度中的某些核心指标易被人为调节,导致退市效率低、退市难的现象突出。现行退市采取量化及非量化指标相结合的标准。量化指标主要是各类财务数据;非量化指标则侧重公司信息披露的真实度和合法性,包括注册会计师审计意见、按时真实披露公司合法信息等。自2001年推行退市制度以来,退市的公司不足百家,因未按时披露定期报告和重大信息披露违法而退市的企业仅为个位数,因连续亏损而退市的企业占比近一半,因此财务数据等量化指标不达标是退市的首要因素。虽然近期实施了重大违法强制退市新规,但这只是对非量化指标的优化。由于财务指标更易被操控,以财务数据为主的量化指标亟待完善。基于以上原因,科创板的退市制度应该会对非量化指标与量化指标有充分考虑,但其有效性仍需市场的检验。

2. 科创板的流动性风险。虽然在设立初期科创板市场不至于面临流动性不足的问题,但是随着上市企业的增多,部分股票很有可能会面临交易不活跃、流动性差等问题。从目前获取的信息来看,对科创板的设想是:日涨跌幅可以高达50%;投资者有资格要求,即金融资产要超过50万元;中小投资者可以通过购买基金等方式投资科创板。然而数据显示,截至2017年年末,金融资产达到50万元、能够开设两融账户的投资者不到425万人,假设其中百分之三十的投资者会考虑投资科创板,合格投资者也只有约140万人^[1]。合格投资者的数量似乎不小,但是有新三板的前车之鉴,随着注册制的实行,上市门槛降低,如果大批企业集中上市,如此数量的合格投资者也只是杯水车薪。此外,如果每日涨跌幅放宽到50%,那么一天之内股票价格的振幅理论上可达到100%,如此大涨大跌的市场恐难吸引机构投资者入场。对于中小投资者而言,如果基金持仓的股票价格有重大变动,可能会导致巨额赎回,进而使持仓股票的流动性降低。基于以上设想和分析,科创板市场有可能会陷入流动性不足的困境。

虽然,科创板与新三板均实行注册制,由于新三板缺乏配套条件,即便其是全球最大的基础性资本市场,但是交易活跃度不高、市场流动性不足,几乎

没有融资和交易定价功能。在相同的发行制度下,若配套制度不完善,科创板也可能会面临流动性不足的问题。

(二)上市公司层面存在的风险

1. 上市公司的经营管理风险。在科创板上市的主要是科技型和创新型企业,这些企业具有较大的发展潜力,可能在几年内成长为举足轻重的科技巨头,但也存在不确定性,面临较大的经营管理风险。一方面,科创企业可能因经不起市场考验而遭淘汰,或者在其创新性易被同行模仿的情况下,若无法在激烈的市场竞争中占有一席之地,其存活难度将大大提升。另一方面,科创企业较长的投资回收期会加大未来收益的不确定性,对人才或知识产权较高的依存度也使其面临较大的经营风险。此外,科创企业的初创者往往是科技人员,其在经营管理能力上的不足也易使企业面临较大的经营管理风险。

2. 上市公司的道德风险。道德风险是在信息不对称的情况下,在最大化自身效用的同时做出不利于他人行动的现象,可能表现为企业管理层套现行为或企业圈钱行为。一方面,在委托代理关系下,管理人员以追求自身效用最大化为目标,而不是以实现企业价值最大化为目标。如果科创板市场股票实现全流通,且高级管理人员持有较大比例的股份,那么高级管理人员就可能为了把手中的股份“套现”而不顾及股价的波动,使投资者遭受损失。另一方面,企业上市是为了筹集发展资金,也是为了转变经营机制,提高企业的管理水平和技术创新能力,为将来谋取更大的发展。然而有些企业上市动机不纯,科创板较低的上市门槛为其提供了机会。这些企业有可能会通过对其产品的科技含量和发展潜力进行过度包装,或者有意隐瞒会损害投资者切身利益的相关信息,从而达到“圈钱”的目的。此外,为了持续获得外部资金的支持,同时增加投资者的信心,已上市公司也可能对财务报表进行包装或进行财务造假。

(三)投资者层面存在的风险

1. 投资者投机的风险。我国证券市场上个人投资者占大多数,个人投资者的投资心理不成熟,有很强的投机动机。同时,我国股市过高的换手率也意味着市场投机氛围较浓。科创板上市公司规模较小,为操纵市场和内幕交易提供了便利。一些公司有可能利用内幕消息,联合机构投资者操纵市场,将股价大幅拉升,有些个人投资者会因投机目的而趁机进入市场,但最后很有可能会成为“被割的韭菜”,遭受惨

重的损失。此外,市值小但主题概念丰富的股票历来受到投资者的追捧。在科创板上市的大部分股票很可能是这种类型,因此会受到投资者的青睐,但以往的经验表明,投资者尤其是个人投资者炒作这类股票的后果常常是面临较大的亏损。

2. 投资者对企业的估值风险。一方面,由于科创板上市公司一般处在成长期,经营时间不长,业绩也不稳定,企业前景不明朗,投资者对其进行准确估值具有较大的难度。另一方面,科创公司的科技含量、创新能力等核心竞争力是衡量其价值的重要指标,但对核心竞争力的判断需要专业知识,普通投资者受专业水平的限制,难以对科创公司的价值进行准确的判断。此外,近年来,互联网等科技行业受到资本热捧,估值随之“水涨船高”,在此背景下设立科创板也易导致投资者高估科创公司的市值。

(四)监管层面存在的风险

科创板试行注册制,发行审核权将分配到证券监管部门、证券交易所和保荐机构之间,这意味着可能出现新的监管问题。

1. 证监会的监管风险。目前,证监会的主要职责有:监管证券的发行、上市、交易、托管和结算,会同有关部门监管会计师事务所、律师事务所等中介机构的业务活动,依法对证券期货违法违规行为进行调查、处罚等。科创板实行注册制后,证监会对证券发行不再进行实质性审核,工作重点转为事中、事后监督,这样就能更专注于监管发行的全过程。但由于注册制使上市条件变得宽松,要求发行人和中介机构更自律、投资者素质更高等,短时间内这样的要求难以达到,市场风险可能更大,仅靠证监会的单方面监督难以实现对市场全方位的掌控。

2. 证券交易所的监管风险。《证券法》第115条规定,证券交易所对证券交易实行实时监控,并按照证监会的要求,对异常的交易情况提出报告。这条规定赋予了交易所监控权,但是没有赋予决定权,权力的缺位阻碍了交易异常情况处理的及时性,将扩大股票市场的风险。另外,我国证券交易所法律地位低、自治空间小,行政化色彩也较浓,并且证券交易所自律监管手段缺失,常用的会员处罚措施为通报批评和公开谴责,这两种措施的处罚力度太小,不能很好地起到警示作用,证券交易所的监管职能也因此受到限制。

3. 保荐机构的监管风险。《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》出台后,证监会有关部

门负责人表示,“保荐机构法定代表人应对保荐业务、执业保荐代表人及其他项目人员的勤勉尽责情况负有监督管理职责,并应就保荐机构保荐项目及所签署的有关文件承担相应的责任”。实行注册制之后,保荐机构肩负着企业上市的重任,这要求保荐人诚实守信、专业水平高,并具有应有的职业谨慎态度,督促上市企业履行有关义务,监督其信息披露行为。然而,保荐人在不能兼顾利益和勤勉尽责时可能会选择前者,从而出现保荐机构法人对保荐人监管不力的情况,主板市场就曾经发生个别保荐人与上市公司相互串通进行欺骗,给投资者带来极大利益损失的事件。尽管目前对保荐人建立了更为严格的约束机制,但试图在科创板市场杜绝类似事件的发生仍具有较大的难度。

(五)不同股票市场风险联动

1. 国内不同层次股票市场风险的联动性。主板市场和中小板、创业板市场作为我国多层次资本市场体系的组成部分,相互之间存在风险的联动性。李腊生等^[2]发现:主板市场中深圳综指收益率的波动与上证指数收益率的波动互为 Granger 因果关系;主板上证指数收益率的波动与中小板指数收益率波动和创业板市场波动具有显著的 Granger 因果关系;中小板市场收益率的波动对创业板市场波动具有显著的 Granger 因果关系。方意^[3]研究了多国(地区)主板和中小板、创业板市场的关系,结果表明:我国主板与中小板市场在国际金融危机之前和之后具有显著的市场分割性,即主板与中小板市场相互独立,但在国际金融危机期间则存在显著的危机双向传染性;美国、英国、日本等国家的主板和创业板市场在正常运行时期呈现市场分割性,但在金融危机期间也呈显著的危机传染性。由此可见,同一国家不同层次市场之间存在风险联动性,科创板设立之后也很可能会受到其他层次股票市场的风险传染。

2. 国际股票市场风险的联动性。在全球经济一体化的趋势下,全球主要股票市场的联动性加强。由于我国股票市场还未完全开放,在次贷危机爆发前与国际股市的联系并不是很紧密,有自己的独立行情。然而,赵胜民等^[4]和唐路明等^[5]的研究发现,危机期间我国股市受其他国家股市影响的程度显著提高,股市间关联程度也显著上升,说明风险联动性明显增强。“科创板+注册制”的推出,将推进上海证券交易所国际化的进程。而随着我国股市国际化进程的加快,国际市场的变化必然会导致我国股市的

风险加剧,风险波及到科创板市场也就在所难免。

三、科创板市场风险防范的国际考察及启示

(一)国际考察

1. 美国 NASDAQ 市场。20 世纪 80 年代,美国开始大力发展中小企业,帮助中小企业开展技术创新。为了吸引互联网科技企业上市,1982 年 NASDAQ 对市场分层,设置了上市条件不同的全国市场和常规市场。之后多次调整上市标准,增加了多种财务指标和流动性指标,并逐步放松了盈利限制。2000 年互联网泡沫破灭、安然公司财务丑闻等事件导致美国证券市场出现信任危机,为了重塑市场信心,NASDAQ 对上市标准又进行了小幅修改,提高了上市门槛以提升上市公司质量。为了应对交易所之间愈发激烈的竞争,2006 年 NASDAQ 深化分层,设置全球精选市场、全球市场和资本市场,三个市场制定了不同的上市标准,同时为吸引成长型公司,上市标准还在不断地适时调整。

不同的上市标准为符合条件的企业快速上市提供了便利,但是,一旦企业不再符合上市条件,NASDAQ 就立即启动退市程序。严格的退市制度既保证了市场进出有序,也维持了市场的品牌和声誉。据统计,1980~2017 年,NASDAQ 市场上市公司达到 13372 家,仍处于上市状态的公司有 2941 家,已退市公司多达 10431 家^[6]。在交易制度方面,NASDAQ 实行做市商制度,该制度解决了市场的流动性问题,还提高了市场的价格发现能力,可缓解因投资者非理性行为所造成的价格波动。此外,NASDAQ 还实行 T+0 交易、允许做空机制等交易制度,宽松的交易环境为投资提供了便利,为市场健康发展提供了保障。

2. 英国 AIM 市场。1995 年 6 月,伦敦证券交易所基于 USM(Unlisted Securities Market)市场的失败经验设立了 AIM(Alternative Investment Market)市场。AIM 的成熟期始于 2000 年的科技网络股热潮。经过长足的发展,AIM 市场上市公司数量由 1995 年的 10 家增加到 2007 年的 1694 家。截至 2018 年 11 月,仍处于上市状态的公司有 926 家,公司 IPO 累计有 3839 家,年平均退市率为 13%。

AIM 实行“终身”保荐人制度。上市公司在上市前和上市后都必须聘请具有法定资格的公司作为其保荐人,以保证公司持续遵守市场规则。AIM 只需定期稽查保荐人是否履职,一旦保荐人未恪尽职守,将受到公开谴责或失去保荐资格。另外,为了保证市

场流动性, AIM 尝试了有差别的交易制度, 具体为: 前 100 家大公司使用中央连续竞价(价格优先、时间优先的集中订单撮合); 之后的 250 家公司(即中盘公司)使用连续竞价和做市商(单个做市商双边报价)相结合的系统; 其他的公司则采取竞争性做市商制度(多个做市商背对背竞争性双边报价)^[7]。

3. 日本 JASDAQ 市场。1991 年 10 月, 日本证券经纪商自动报价系统(JASDAQ)正式建立。由于经营效率低下, 2008 年大阪证券交易所收购了 JASDAQ, 并在 2010 年整合形成新 JASDAQ。新 JASDAQ 有两个层次: JASDAQ Standard 市场和 JASDAQ Growth 市场。其中, 前者面向已经具有一定市场规模、需要进一步扩大发展的企业, 后者则面向具有一定技术特色和经营模式、在将来有很大发展空间的企业。针对不同的市场特征, 大阪证券交易所为 JASDAQ Growth 市场制定的上市标准较 JASDAQ Standard 市场更为宽松, 但都执行严格的退市制度。据统计, 从 2004~2012 年, JASDAQ 的退市公司数量与新上市公司数量基本保持平衡, 分别为 432 家和 418 家, 2018 年年末上市公司数量为 725 家。

为保持市场的流动性, JASDAQ 市场在交易制度上多次进行了调整。JASDAQ 市场早期沿用主板市场的连续竞价交易制度, 但由于该市场上部分股票流动性不强, 对投资者缺乏吸引力, 从 1998 年 12 月开始, 其尝试对部分股票引入做市商制度, 并采用连续竞价和做市商的两种混合交易制度。2008 年 3 月, 由于做市商制度并未取得理想的效果, JASDAQ 市场最终放弃该制度, 全部采用连续竞价交易制度; 自同年 4 月 1 日开始, JASDAQ 市场又引入流动性提供商制度(LP), 该制度既可保障股票的流动性, 又可加大市场竞争, 从而提高了市场资金的流动性^[8]。

(二) 启示

1. 实行严格的退市制度, 促进市场良性发展。NASDAQ 市场和 AIM 市场作为国际上成功创业板市场的表率, 取得的成绩有目共睹。但这两个市场由于实行了严格的退市制度, 其上市公司的退市率非常高。数据显示, 1980~2017 年期间, NASDAQ 市场仍上市和已退市的公司合计达到 13372 家, 其中已退市公司有 10431 家, 占比 78%; 1995~2018 年 11 月, AIM 市场仍上市和已退市的公司累计有 3839 家, 其中已退市公司有 2913 家, 占比 75.88%。严格的退市制度虽然造成了较高的退市率, 但退市率高并未使监管部门背负压力, 也没有阻碍市场的发展, 反

而使市场筛选出了真正有价值的公司, 从而提高了资源配置效率, 也促进了市场的良性发展。

2. 选择合适的交易制度, 提升市场的流动性。做市商制度是国际主要证券交易所普遍采用的交易制度, 尤其 NASDAQ 市场采用做市商制度在提高市场流动性上取得的成功, 更是吸引了其他创业板市场纷纷效仿。日本的 JASDAQ 市场为解决流动性问题做了很多努力, 然而引入做市商制度并未取得理想效果, 为此 JASDAQ 引入流动性提供商制度(LP)。该制度具有做市商制度的优点, 同时又为流动性提供商提供交易手续费的激励, 加大了流动性提供商的市场竞争, 从而降低了投资者成本; 而且相对于做市商制度, LP 制度更有利于增强日本 JASDAQ 市场的流动性。因此, 普遍使用的交易制度不一定适合本国的股票市场, 或许需要经过多次尝试, 才能找到合适的交易制度, 以提高市场的流动性。

3. 实行终身保荐人制度, 保证公司持续遵守市场规则。创业板与生俱来的高风险仅凭投资者自己来识别和规避是很困难的, 这就要求保荐人和市场监管者对公司是否符合上市标准进行先行判断。由于伦敦证券交易所只负责备案, 对发行人上市资格的实质性审查便落在保荐人身上, AIM 市场的监管重点也转移到保荐人身上。AIM 市场要求上市公司无论何时都必须有一名保荐人, 并对保荐人的职责有详细要求。一旦认定保荐人违反职责或者有损 AIM 市场的声誉, 保荐人将受到公开谴责或者失去保荐资格。正是因为 AIM 市场实行“终身”保荐人制度, 保证了保荐人对公司进行持续、有效的监督, 才使得 AIM 市场运行良好, 多年领先全球创业板市场。

四、科创板市场的风险防范措施

(一) 完善相关的法律法规

1. 完善民事相关制度, 保护投资者利益。严格的退市制度会使退市的企业数量增加, 因而投资者利益的保护将会是科创板市场运行良好的关键。尽管我国投资者保护机制不断完善, 但是其有效性还存在明显不足。一方面, 《证券法》强调行政责任, 对民事赔偿的损失范围、赔偿金额等还不够明确, 导致投资者主张民事赔偿面临诸多困难; 另一方面, 集体诉讼制度(我国称为代表人诉讼制度)是股票市场上有效的维权制度, 但因我国《民事诉讼法》及其司法解释对代表人诉讼制度规定得过于原则, 对制度细则未作明确规定, 导致其在司法实践中缺乏操作性,

而且较高的起诉成本也挫伤了投资者使用该制度的积极性,从而导致集体诉讼制度起到的作用十分有限。因此,我国应完善民事诉讼制度,引入民事赔偿机制,把保护投资者利益落到实处。

2. 完善《证券法》等相关法律,提高上市公司信息披露质量。注册制的成功实施依赖于充分有效的信息披露制度,而充分有效的信息披露以严格的法律制度和严厉的惩罚措施为前提。但我国的证券投资领域相关法律还不完善,具有处罚轻、威慑力小等特点。以财务造假为例,我国《证券法》对财务造假罚款的最高限额是公司罚款60万元、责任人罚款30万元,罚款金额通常远远小于财务造假的不当获利。由于处罚太轻,威慑力不足,反而刺激了公司的违规行为,从而降低了信息披露质量。因此,我国应该进一步完善《证券法》等相关法律,细化处罚标准,加大处罚力度,提高违法违规成本,进而提高公司信息披露质量。

(二)建立健全相关制度

1. 完善询价制度,采用累计投标询价制。我国目前实行的定价方式是非完全的累计投标询价方式,其缺陷是IPO定价未实现完全市场化^[9]。以注册制方式设立科创板是我国股票市场走向市场化的重要一步,与之配套的定价制度也应按有利于IPO定价市场化的标准来制定,因而现有的非完全累计投标询价方式不适用于科创板市场。为此,应进一步完善询价制度,采用累计投标询价制。该制度的实施步骤为:首先,承销商确定价格区间并进行路演;然后,投资者根据价格区间申报认购数量;最后,承销商汇总投资者申购数量及其他相关信息,并按事先确定的配售规则向投资者配售。累计投标询价制市场化程度较高,可以在一定程度上降低发行方与投资者之间的信息不对称,使IPO发行价格更为合理。

2. 完善交易制度,实行T+0和做空交易机制。我国股票市场曾短暂地实施过T+0交易制度,但因市场波动太大和投机性太强而改用T+1交易制度,然而T+1交易制度也并未很好地遏制投机风气和股价大幅波动的风险。随着我国股票市场的发展,很多投资者开始呼吁恢复T+0交易制度。实证研究也表明:无论是在正常还是异常波动的市场中,相对于T+1制度,T+0制度降低了日内波动性、增加了日内流动性和定价效率,从而提高了市场质量^[10]。这些都为科创板实行T+0交易制度提供了支撑。同时,融资融券和股指期货业务的推出,引入了做空机制,显著降低了我国股市的泡沫程度^[11]。而且长期来看,

卖空约束的放松还可以有效降低市场的波动性^[12]。科创板市场的风险较高,其公司特性也容易引起估值过高的风险,因此有必要在科创板市场引入做空机制,以降低市场的波动性并减少估值泡沫。

3. 制定严格的退市制度。除注册制本身所必需的规定外,合理、严格的退市制度应是实行注册制的基础。由于实行注册制降低了上市门槛,因此会有大量企业选择在科创板上市。对于部分自身经营存在重大问题的上市企业,如果继续维持上市状态,会降低市场的资源配置效率,因此退市才是最好的选择。只有制定严格的退市制度,做到有进有出,进退有序,股票市场才能成为一个新陈代谢正常的有机系统,这也从客观上促进了股票市场质量的提高。此外,严格的退市制度能形成退市常态化的预期,从而可以增强发行人的退市风险意识和投资者投资的风险意识。目前,沪深交易所完善了上市公司严重违法强制退市的相关规则办法,但是我国法律法规中关于退市程序的规定存在较大的弹性,致使多年来退市公司数量并不多。因此,科创板市场的退市制度应当涵盖严格、明确的退市标准以及简化的退市程序。只有执行严格的退市制度,才能在放宽市场准入的前提下,保障科创板市场的健康发展。

4. 引入竞争性的做市商制度。虽然新三板市场流动性不足主要由合格投资者不足引起,然而在引入做市商制度后,新三板流动性得到改善,韩秀萍^[13]、陈辉等^[14]的研究也证实了这一结果。做市商制度对提高市场流动性是显而易见的。由于科创板市场风险大,规模小的公司可能面临流动性问题,因此可以考虑引入做市商制度。但是,单一的做市商造成的价格垄断会降低市场的流动性,因此可以借鉴他国做法,采用多重做市商制度,对同一只股票设立多家做市商。做市商之间的竞争不但有利于提高市场透明度和发现股票的真实价格,在避免股价操纵和防止股价过度波动的同时,还能吸引更多的投资者参与市场,从而提高市场的流动性。

(三)适时设置合理的投资者门槛

科创板市场风险较高,应设置与之匹配的资金门槛以提高投资者的风险识别和风险承受能力。目前对高风险权益类资产的投资者资金(金融资产)门槛设为(投资港股通)50万元至(投资新三板)500万元。鉴于500万元的投资者门槛引起了新三板流动性不足的问题,科创板的投资者门槛不宜太高,可以初步设置为50万元。数据显示,截至2018年4月底,

资本市场个人投资者已达1.38亿,其中95%以上为持股市值在50万元以下的中小投资者^[15],也就是说,持股市值在50万元以上的投资者为690万。如果将资金纳入计算范围,资金和金融资产总和超过50万元的投资者人数会有所增多,初期无需担心流动性问题。但随着科创板上市公司的增加,后续可能面临流动性不足的风险。因此,在初期阶段可以尝试将投资门槛设为50万元,一旦出现流动性不足的情况,需要在投资者风险偏好符合条件的前提下,设置更低的合理的投资门槛,以保障市场的流动性。

(四)培养理性投资者

我国股票市场上的投资者分为个人投资者和机构投资者,其中个人投资者占多数。由于个人投资者的投资知识不全面、投资心理不成熟,导致我国股市的投机氛围浓厚,过高的换手率也证明了这点。投机性太强不利于股票市场价格发现功能的发挥,也不利于市场稳定。因此,为了抑制科创板市场上可能存在的过度投机风险,其一,应加强对机构投资者的培养。机构投资者具有扎实的专业投资知识,更倾向于价值投资,而且机构投资者的持股期限较长,可以发挥市场稳定器的作用。其二,应全面普及对投资者的投资教育和风险教育,转变投资者的投资理念,使其理性看待市场风险,并逐步提高其风险承受能力。

(五)加强对保荐机构的监管

保荐人不仅要拟对拟上市公司的上市进行推荐和辅导,对其发行文件的真实性、准确性和完整性进行核查,还要承担公司上市后持续督导的责任,因此保荐人格尽职守可以发挥规范上市公司行为、防范股票市场风险的作用。注册制下,保荐人与上市公司的利益联系更为紧密。由于此前出现过保荐人与上市公司互相串通给投资者带来较大利益损失的事件,因此需警惕保荐人与上市公司合谋,加强对保荐机构的监管,也加强对保荐人的监管。对保荐机构的监管,可以通过强化其法律责任,加大惩罚力度;对保荐人的监管,可以通过建立更为严格的约束机制,提高其违法违规成本,保证上市公司质量。

主要参考文献:

[1] 韩平. 科创板交易制度需再三斟酌[EB/OL]. <http://caifuhao.eastmoney.com/news/20181111-085525552524010>, 2018-11-11.

[2] 李腊生, 关敏芳, 沈萍. 中国多层资本市场体系风

险配置效率研究[J]. 广东金融学院学报, 2010(5):26~39.

- [3] 方意. 主板与中小板、创业板市场之间的非线性研究:“市场分割”抑或“危机传染”?[J]. 经济学(季刊), 2016(1):373~402.
- [4] 赵胜民, 谢晓闻, 方意. 中国在全球股市风险传染网络中的角色研究——基于次贷危机和欧债危机时期的样本分析[J]. 财经论丛, 2013(5):59~65.
- [5] 唐路明, 徐彩云. 基于时变混合 Copula-MAR 模型的股市间风险传染分析[J]. 南方金融, 2013(10):80~84.
- [6] 成真. 过去37年, 美股有14183家公司退市, 占比高达72%, 这是怎么做到的?[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/IYw-69FVskF7x9SImSkabA>, 2018-12-18.
- [7] 刘鸿儒. 借鉴英国 AIM 成功经验 尽快推出我国创业板市场——在第五届中小企业融资论坛上的讲话[J]. 深交所, 2006(12):17~21.
- [8] 梁鹏, 陈甬军. 日本创业板市场发展动态与特色分析——以 JASDAQ 为例[J]. 证券市场导报, 2011(5):4~9.
- [9] 刘辉, 吴钧. 中国 IPO 定价方式分阶段比较研究[J]. 统计与决策, 2013(23):173~176.
- [10] 韦立坚. T+0 交易制度的计算实验研究[J]. 管理科学学报, 2016(11):90~102.
- [11] 郭文伟, 陈凤玲. 中国多层次股市泡沫测度——兼评资本市场改革措施的影响[J]. 财经科学, 2016(8):25~36.
- [12] 窦泽群, 李永建, 程富强. 卖空约束对市场波动性的影响研究——来自中国沪深300指数的经验证据[J]. 经济学动态, 2016(10):76~85.
- [13] 韩秀萍. 做市商制度对新三板市场的影响——基于做市商实践的研究[J]. 金融发展研究, 2016(5):46~53.
- [14] 陈辉, 顾乃康. 新三板做市商制度、股票流动性与证券价值[J]. 金融研究, 2017(4):176~190.
- [15] 许旻. 阎庆民:个人投资者1.38亿 95%以上持股市值50万以下[EB/OL]. <http://finance.sina.com.cn/stock/y/2018-05-22/doc-ihawmaua9603879.shtml>, 2018-05-22.

作者单位:广西大学商学院, 南宁530004。莫国莉为通讯作者