DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2019.21.021

科创板设立对我国经济的影响

——模型探讨与现实分析

李虹含[1](研究员)，汪存华[1](副教授)，王 胜[2]，贺 宁[3]

【摘要】从科创板设立的背景出发，分析科创板的发展现状，以及科创板设立对于经济发展的重要意义。基于宏观经济增长的数理模型，研究科创板股票市场设立对经济增长的作用机制，发现科创板市场效率的提高，对我国经济发展具有正向的促进作用。鉴于国外科创板的发展早于我国，对国内科创板和国外科创板进行比较分析，在总结国内经验、参考国际成功案例的基础上，从完善科创板市场的相关制度设计、强化中介机构责任、完善融券机制三个方面对科创板更好地服务经济社会发展提出对策建议。

【关键词】科创板；注册制；多层次资本市场；经济发展；内生经济增长模型

【中图分类号】F832.51　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2019)21-0130-7

一、引言

当今世界格局发生了新的变化，全球贸易保护主义不断升级，同时我国经济进入供给侧结构性改革深水区，经济发展的内外部环境极其不稳定。在此背景下，为进一步扩大开放以应对全球贸易保护主义带来的挑战，推动供给侧结构性改革转向高质量发展，首届中国国际进出口博览会于2018年11月5日在国家会展中心(上海)开幕。国家主席习近平在开幕式上发表主旨演讲时表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。一语激起千层浪，对于科创板的设立，资本市场反响热烈，“科创板+注册制”被冠为中国版的“纳斯达克”。

“科创板+注册制”是完善我国多层次资本市场的重要举措，其运用增量改革完善新兴成长型科技创新企业融资体系，促进我国高科技产业的发展，深化供给侧结构性改革，促使我国经济向高质量发展迈进。同时，注册制的推出成为我国资本市场体制改革的初步尝试，是开创“有进有出”资本市场的良好开端。回顾我国新兴证券市场板块设立对经济影响的历史，从宏观层面来看，新兴证券市场板块的设立对于完善市场体系、提高市场效率、促进经济增长有着重要意义。纵观国际资本市场发展史，新兴板块的设立成功推动经济结构转型、促进经济发展的案例也不在少数。因此，研究科创板对我国经济的影响，有必要对科创板与国内其他板块及国外科创板块进行比较分析，在总结国内经验、参考国际成功案例的基础上，剖析现阶段科创板设立对我国经济发展的影响。

二、科创板发展现状、特点及其对经济发展的意义

我国股票市场已有近三十年的历史，通过活络资金、优化资本配置，为社会经济的发展做出了重大

【基金项目】国家社会科学基金重点项目“海绵城市建设的融资风险与退出机制研究”(项目编号：16AZD011)；伊犁师范大学科研项目“伊犁区域分工与协调发展研究”(项目编号：YSJC14)

贡献。作为市场经济的“晴雨表”，股票市场同时也反映了国民经济的运行状况，向市场和投资者释放信号，对经济形势做出判断与预测。股票市场与经济发展的作用机制是相互的，这是学界早已达成的共识。资本的有效流动对经济的影响不可小觑，回顾我国股票市场发展的历史，不难发现每次新兴证券市场板块的设立总是对经济发展起着深层次推动作用。

（一）科创板发展现状

1. 市场规模较小。目前，科创板受理企业共119家，其中审核通过的仅有3家，多数处于回复和问询状态。从拟募集资金的额度来看，119家企业中拟融资规模在0～15亿元范围内的企业约占九成，15亿～30亿元范围内的企业只占一成。从营业收入来看，119家企业2018年平均营业收入达到14.52亿元，其中中国通号的营业收入最高，为400.13亿元，营业收入最低的佰仁医疗也达到了1.11亿元。从资产规模来看，119家企业2018年平均资产规模达到22.66亿元，较2017年提高16.60%。总体上，多数科创板受理企业具有“小而精”的特点。

2. 主体分布不均衡。虽然科创板受理企业仅有119家，但其在行业、地域等方面存在着较大的差距。从行业分布上看，新一代信息技术产业、生物产业、高端技术产业分别有50家、28家和18家企业，分别占据科创板市场企业总数的42.02%、23.53%和15.13%。可见，绝大部分科创板受理企业都是符合国家发展战略、突破关键核心技术、市场认可度较高的高科技创新型企业。从地区分布上看，北京、江苏、上海、广东和浙江的科创板受理企业分别有27家、20家、18家、17家和11家，其余各省或直辖市受理企业数量仅占总体的20%左右。可见，企业在地域分布上不均衡，东部发达地区受理企业数量较多，中西部地区较少。

3. 研发能力参差不齐。科创板是顺应新时期创新驱动发展的国家战略需要，通过资本市场提高科创类企业融资能力，减少其融资风险，增强其科技创新能力。研发的人员投入和资金投入是提高创新能力的人力和物力保障，对于衡量一个企业的科技创新能力具有重要的参考意义。

从研发费用来看，119家科创板受理企业2018年平均研发费用为0.94亿元，中国通号研发费用最多，为13.8亿元，洁特生物最少，为0.09亿元；平均研发费用占比为11.27%，微芯生物的研发费用占比最大，为55.85%，木瓜移动最小，为0.71%。从研发人员来看，119家科创板受理企业2018年平均研发人员196.65人，中国通号研发人员最多，为3676人，普元信息最少，为0人；平均研发人员占比26.21%，连山科技的研发人员占比最大，为84.05%，普元信息最小，为0%。可见，各个企业之间的研发投入差别较大，创新能力也参差不齐。

（二）科创板区别于其他新兴证券市场板块的特点

在我国的多层次资本市场体系中，目前股票市场主要存在着主板、中小板、创业板、新三板等板块。科创板的推出将进一步丰富我国多层次资本市场的内容，并在现有板块的基础上，借鉴经验、改革束缚，实现科创板的创新性建设。将科创板与其他板块进行对比分析，寻求科创板的创新性定位，有助于认识科创板对我国经济的独特影响。科创板的推出处在我国经济转型的关键时期，要发挥其特殊效用，就应在服务对象、上市制度、退市制度、交易机制等核心机制上做出有别于其他板块的创新。科创板与国内其他板块的区别如表1所示。

表1　　科创板与国内其他板块的区别

	沪市主板/深市主板	深市创业板	新三板	科创板
服务对象	大型蓝筹企业	“两高”“六新”成长型企业	创新、创业、成长中的小微企业	高科技创新型企业
上市制度	核准制	核准制	核准制	注册制
退市制度	宽松：最近年度连续亏损，按期披露年度报告或中期报告、股本或股权变动规则等		更宽松：未按期披露年度报告或中期报告，或公司遭遇破产清算等	严格：最低股价和股东数量要求、股票最低总市值要求、总资产或总收入最低限额等
交易机制	10%的涨跌幅限制、股票T+1交易		不设涨跌幅限制；两套不同的交易机制	10%的涨跌幅限制、股票T+0交易

1. 服务对象。建设多层次资本市场的目的在于满足不同层次企业的融资需求、不同投资者的风险偏好，以优化资本配置、分散投资风险。在我国现有资本市场层次的划分中，主板市场的服务对象主要是大型蓝筹企业，这类企业处于成熟阶段，具有规模大、经营效益好、业绩稳定等特点；创业板市场主要满足处于成长期的“两高”“六新”企业的融资需求，该类企业处于快速成长期，风险较大，具体表现为经营效益不稳定、规模较小、产品尚未完全成熟；新三

板全称为“全国中小企业股份转让系统”，属于场外市场，主要服务于创新型、创业型、成长型中小微企业，这类企业的特点为规模较小、盈利模式尚未形成。

从设立的目的来看，科创板主要服务于高科技创新型企业，重点瞄准集成电路、人工智能、生物医药、航天航空、新能源汽车等关键领域。由此看来，科创板服务的高科技创新型企业主要处于高新科技产业和战略新兴产业，能够有效对接科技发展前沿，具有新技术、新模式、新业态等特点。这类企业应当具有一定的规模和稳定的收入，但由于高新科技产业仍在发展阶段，因此对其的盈利要求可适当放宽或不设盈利要求。

2. 上市制度。对于上市制度，科创板做出了新的变革，现有的板块都是以核准制为主，而科创板试点注册制将是改革整个资本市场体制的开端，更加接近高程度市场化的资本市场。注册制与核准制最大的不同在于，注册制对于证券发行申请人提供的材料只负责审查是否达到履行披露信息义务的要求，并不对其做出实质性的判断，更加注重事后监管。而核准制不仅要求按照要求公开信息，还要求证券发行申请人的资格满足一定的实质条件，如盈利要求、市值规定等。

试点注册制，能够缩短企业的上市周期，减少融资成本，杜绝核准制下的行政保护，增强市场活力。对于上市公司而言，需要全面披露信息并确保信息的真实性，以保证上市公司的质量，更好地保护投资者利益。对于资本市场而言，试行注册制降低了上市门槛，利空壳资源公司，可以促使上市公司估值合理化，实现市场的良好运行。对于监管者而言，能够减轻核准负担，从上市审批中脱身，集中更多的精力对市场进行监管。

3. 退市制度。目前我国对场内板块上市公司做出了最近年度连续亏损、按期披露年度报告或中期报告、股本或股权变动规则等退市要求，但仍属于宽松退市制度。对于场外市场则是更加宽松的退市要求，仅有未按期披露年度报告或中期报告，或者公司遭遇破产清算等情形。科创板应该实行更加严格的退市制度，与注册制相结合实现“有进有出”的市场机制。

科创板的退市机制可参照纳斯达克（NASDAQ）市场的退市标准，对我国现有的退市要求做出新的变革，如最低股价和股东数量要求、股东权益最低限额、股票最低总市值要求、总资产或总收入最低限额等。以严格的退市制度保证上市公司的质量，完善资本市场的激励机制，保护投资者利益，维护市场秩序。依据国外成功经验，注册制的实行离不开严格的退市制度，用严格的处罚机制和退市制度来约束、激励上市公司的行为是实行注册制的重要保证。在“有进有出”的市场机制下，科创板的资本运行将更具效率，市场活力更加充沛，可促进股市长效健康发展。

4. 交易机制。科创板的交易机制相对于国内其他板块应当有所区别。目前主板市场和创业板市场设有10%的涨跌幅限制、股票T+1交易机制，虽在一定程度上遏制了市场上的投机之风，但其成效也受到了一定程度的质疑。新三板的股票转让不设涨跌幅限制，并实行两套不同的交易机制，协议交易采用T+1交易，做市交易对投资者采用T+1交易、对做市商采用T+0交易。在我国当前场内资本市场中，由于资本市场尚未完全发展成熟、投资者结构不合理、市场波动幅度较大等，不设涨跌幅限制不存在现实基础，因此科创板将依旧实行主板市场的10%的涨跌幅限制。

科创板作为注册制的试点，在注册制下应当同时试点T+0交易机制，以保持市场的活力。虽然T+0交易机制可能致使投机风气盛行，但股票市场经过几十年的发展，历经几次大起大落，我国投资者渐趋理性。此外，T+0交易机制有利于投资者在投资中及时止损，使得市场更具效率。

（三）科创板对经济发展的重要意义

股票市场的建设与完善或者新兴证券板块（如创业板）的推出，都对我国市场经济的发展做出了突出的贡献，为我国市场化改革带来活力。本文通过回顾我国资本市场的历史性重要变革，结合市场化的历史进程，考量当今科创板建立的重要意义。总体而言，科创板建立对经济的影响主要体现在以下三个方面：

1. 推进市场体制改革。股票市场创立初始对我国经济体制改革起到了重要作用，十一届三中全会以来，建立社会主义市场经济成为我国经济体制转型的方向。为推动计划经济顺利过渡到市场经济，改制国企成为建设社会主义市场经济的必然要求。我国股票市场的成立与发展，为国企股份制改革奠定了现实基础，大大地推进了股份制改革的进程。股份制改革完成后，企业的运行效率得到了极大的提升。同时，股票市场为企业提供了直接融资渠道，

帮助企业优化经营管理，增强市场竞争力，与国际接轨。股票市场的设立不仅顺应了我国市场体制的改革要求，而且加快了建设市场经济的进程，对我国国企体制改革和社会经济发展起到了重要的促进作用。

2. *推动市场创新发展*。风险资本总是流向高效率、高效益的行业，从而推动市场不断创新发展。股票市场的发展，特别是科创板的设立，为市场提供了创新驱动力，促进了新兴科技行业的成长。随着资本市场的逐步发展与完善，科创板市场可在一定程度上为初创企业解决融资难的问题，市场上科技含量高、发展潜力好的企业能够进入资本市场获得有效的直接融资，促使资本流向高新技术产业，提升资本的运行效率。在科创板市场的推动下，我国自主创新能力不断提升，经济结构正在逐步调整，不断推动产业升级创新。

3. *优化公司治理结构*。证券市场具有约束机制与激励机制，促使公司不断优化治理结构，提高经营效益。约束机制体现为要求上市公司准确、及时披露信息，加强公众的监督。通过信息披露，促进公司诚信经营，抑制内幕交易动机。激励机制则体现为公司有动力优化经营管理，创建现代公司治理体系，优化运行效益，吸取更多的资本，促进公司成长。

三、科创板对经济产生影响的理论机制

（一）科创板设立对经济影响的基础理论模型

根据廖龙[1]的研究思路，结合科创板对经济发展的重要意义，建立数理模型研究科创板市场影响经济增长的内在理论机制。假定经济部门分为生产部门和金融部门，金融部门中只存在科创板股票市场。根据两部门经济理论，国民经济产出分为消费（C）和储蓄（S）。生产部门生产过程中使用了资本量（K）和部分市场劳动力（τL），其中τ为投入到生产部门的劳动力比例。技术水平为A，资本和劳动力在产出中所占份额的参数分别为α、β，0<α<1，0<β<1。得到生产部门的生产函数为：

$$Y=C+S=AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta} \tag{1}$$

科创板股票市场对市场的作用主要体现为将储蓄的一部分转化为投资，假定科创板股票市场的出现使得储蓄转化为投资的比率为θ，且这一转化比率的变动依赖于科创板股票市场的运行效率（δ）和投入到科创板股票市场的劳动力比例（1−τ），0<τ<1，则有：

资本增量为：$\dot{K}=\theta S$ （2）

储蓄转化增长率：$\frac{\dot{\theta}}{\theta}=\delta(1-\tau)$ （3）

由此，科创板对经济产生影响的问题转化为社会考虑的最优控制问题。K和θ为两个状态变量，式（2）和式（3）分别为两个状态变量的动态方程，C和τ为两个控制变量。那么，这个最优控制问题的一般形式为：

$$\text{Max}\int_0^{\infty}\frac{C^{1-\sigma}}{1-\sigma}e^{-\rho t}dt \tag{4}$$

s.t.

$$S=AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C$$

$$\dot{K}=\theta S=\theta[AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C]$$

$$\frac{\dot{\theta}}{\theta}=\delta(1-\tau)$$

其中：$\frac{C^{1-\sigma}}{1-\sigma}$ 为具体的常数弹性效用函数；ρ为贴现率，表示人们对跨期消费的偏好；σ为消费风险规避系数，且σ>0。

λ_1、λ_2为构造方程的共态变量，动态最优化构建的汉密尔顿函数形式如下：

$$H(t,K,\theta,C,\tau,\lambda_1,\lambda_2)=\frac{C^{1-\sigma}}{1-\theta}e^{-\rho t}+\lambda_1\theta[AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C]+\lambda_2\delta(1-\tau)\theta \tag{5}$$

对状态变量和动态变量进行一阶求导：

$$\frac{\partial H}{\partial C}=C^{-\sigma}e^{-\rho t}-\lambda_1\theta=0 \tag{6}$$

$$\frac{\partial H}{\partial \tau}=\lambda_1 AK^{\alpha}L^{\beta}\tau^{\beta-1}-\lambda_2\delta=0 \tag{7}$$

$$\dot{\lambda}_1=-\frac{\partial H}{\partial K}=-\lambda_1\theta\alpha AK^{\alpha-1}(\tau L)^{\beta} \tag{8}$$

$$\dot{\lambda}_2=-\frac{\partial H}{\partial \theta}=-\lambda_1[AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C]+\lambda_2\delta(1-\tau) \tag{9}$$

对式（8）和式（9）分别取对数，对时间t求导可得：

$$\frac{\dot{\theta}}{\theta}+\frac{\dot{\lambda}_1}{\lambda_1}=-\sigma\frac{\dot{C}}{C}-\rho \tag{10}$$

$$\frac{\dot{\lambda}_1}{\lambda_1}+\alpha\frac{\dot{K}}{K}=\frac{\dot{\lambda}_2}{\lambda_2} \tag{11}$$

由式（10）和式（11）可得：

$$\frac{\dot{\lambda}_1}{\lambda_1}=-\theta\alpha AK^{\alpha-1}(\tau L)^{\beta} \tag{12}$$

$$\frac{\dot{\lambda}_2}{\lambda_2}=\frac{-\lambda_1[AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C]}{\lambda_2}+\delta(1-\tau) \tag{13}$$

$$\frac{\dot{\theta}}{\theta}+\alpha\frac{\dot{K}}{K}+\sigma\frac{\dot{C}}{C}+\rho-\frac{\dot{\lambda}_2}{\lambda_2}=0 \quad (14)$$

$$\frac{\dot{\theta}}{\theta}+\alpha\frac{\dot{K}}{K}+\sigma\frac{\dot{C}}{C}+\rho=\frac{-\lambda_1[AK^{\alpha}(\tau L)^{\beta}-C]}{\lambda_2}+\delta(1-\tau) \quad (15)$$

联立方程(12)、(13)、(14)、(15)后可得式(16)：

$$\alpha\frac{\dot{K}}{K}+\sigma\frac{\dot{C}}{C}+\rho=\frac{\delta S}{AK^{\alpha}L^{\beta}\tau^{\beta-1}} \quad (16)$$

由哈罗德中性技术进步下稳态的基本性质可知，Y、K、C、A都是以相同速度增长的，因此在稳态中有：

$$\frac{\dot{Y}}{Y}=\frac{\dot{K}}{K}=\frac{\dot{C}}{C}=\frac{\dot{A}}{A} \quad (17)$$

此时，式(17)可以转化为：

$$(\alpha+\sigma)\frac{\dot{Y}}{Y}=\frac{\delta S}{AK^{\alpha}L^{\beta}\tau^{\beta-1}}-\rho \quad (18)$$

由式(18)可以得出，在经济平衡增长的过程中，科创板股票市场的运行效率(δ)和社会的储蓄量(S)对经济增长($\frac{\dot{Y}}{Y}$)有正向的促进作用，而贴现率(ρ)对经济增长存在抑制作用。科创板股票市场的效率越高，其促进储蓄转化为有效投资的速度越快，经济增长的速度也越快；而在科创板市场效率固定的情况下，储蓄量越大，资本市场供给越充足，经济增长速度越快；贴现率越高，居民进行未来消费的风险越高，使得居民当期消费比例上升，储蓄率降低，资本市场供小于求，投资匮乏，进而导致经济增长受到抑制[2]。

(二)科创板市场对经济影响理论模型的进一步拓展

根据李合龙、刘方舟[3]的研究模型，本文将依据内生经济增长理论模型研究科创板市场对经济增长的影响。Pagano[4]利用内生经济增长模型说明金融体系对经济的作用机制：第一，金融发展和储蓄转向投资比率的提高，能减少利差、佣金等金融资源的漏出，增加储蓄转向投资的比例，有助于经济增长；第二，随着金融的发展，储蓄规模发生变动，进而通过影响储蓄率对经济增长产生作用。本文将遵循这一研究思路，探讨科创板市场税收影响经济增长的机理。

内生经济增长模型中最为典型的是AK模型，如式(19)，即产出是资本的函数，这里资本是指广义资本，包括物质资本和人力资本。

$$Y_t=AK_t \quad (19)$$

其中：Y为国民经济产出；K表示资本，包括物质资本和人力资本；A为反映技术水平的正常数。

假设1：在每一时期t，市场出清，第t+1期的资本量等于第t期的投资(I_t)与第t期扣除折旧部分的资本量之和，资本折旧率为σ，可得：

$$K_{t+1}=I_t+(1-\sigma)K_t \quad (20)$$

第t期的产出用于消费和储蓄，储蓄率为s_t，储蓄转化为投资的比率为ø，因此可得：

$$K_{t+1}=s_t øY_t+(1-\sigma)K_t \quad (21)$$

由式(19)和式(21)可推导出含储蓄率的经济增长函数为：

$$g_{t+1}=\frac{Y_{t+1}-Y_t}{Y_t}=Aøs_t-\sigma \quad (22)$$

科创板的设立对经济增长的作用机制通过两方面进行：其一，科创板的设立会导致居民储蓄的变化，根据内生经济增长理论，储蓄率是经济增长的因素，因而科创板的设立会引起储蓄率发生变化，进而对经济增长产生影响；其二，科创板的设立使得居民的消费行为发生变化，如增加或减少消费需求，消费需求的变化又会影响企业投资需求，进而影响经济增长[5]。

假设2：科创板设立前的经济增长率为g_{t+1}，储蓄转化为投资的比率为ø，储蓄率为s。科创板设立后的经济增长率为g_{t+1}'，储蓄转化为投资的比率为ø′，储蓄率为s′。可得科创板设立引起经济增长率的变化量为：

$$\triangle g_{t+1}=g_{t+1}'-g_{t+1}=Aø's'-Aøs \quad (23)$$

假设3：科创板设立前储蓄为S，调整后储蓄为S′，科创板设立引起的储蓄变动率为SG。可得：

$$S'=(1+SG)\times S \quad (24)$$

同理，可得：

$$I'=(1+IG)\times I \quad (25)$$

由式(24)和式(25)可得：

$$ø=\frac{I}{S}=\frac{\frac{I'}{1+IG}}{\frac{S'}{1+SG}}=\frac{1+SG}{1+IG}\times\frac{I'}{S'}=\frac{1+SG}{1+IG}ø' \quad (26)$$

假设4：科创板设立引起储蓄率的变动率为sg，科创板设立后的储蓄率为s′，科创板设立前的储蓄率为s。可得：

$$sg=\frac{\triangle s}{s}=\frac{s'-s}{s}\Rightarrow s=\frac{1}{1+sg}\times s' \quad (27)$$

由式(23)、式(26)和式(27)可进一步得到科创板设立引起经济增长率的变化量为：

$$\triangle g_{t+1}=A\left[1-\frac{1+SG}{(1+IG)(1+sg)}\right]\text{ø}'s' \qquad (28)$$

式(28)反映了科创板的设立会引起投资变动以及储蓄变动，进而影响经济增长。

四、国外科创板设立的启示与经验借鉴

从国外科创板设立和发展的历史来看，不难发现，国外科创板的设立极大地促进了本国资本市场体系的丰富与完善，满足了高风险科技创新型企业的融资需求，为培育新的经济增长点提供了高效的资本市场。分析世界各国科创板建立时期的经济背景及板块设立后的效果，有助于考量我国设立科创板对经济的影响。

1971年2月8日，美国NASDAQ市场诞生，标志着世上最早的科创板股票市场在美国建立[6]。从当时的经济背景来看，20世纪70年代美国已经结束了战后经济增长的“黄金时代”，逐步进入滞胀时期。此时，第三次科技革命的红利已经消减，对经济增长的助推力明显减弱，美国国内科技发展处于低潮期。从全球经济来看，20世纪70年代初石油危机正在酝酿爆发，全球经济形势恶化，资本市场活力不足，全球股市处于低迷状态。为此，美国尝试推出新的市场板块以调动资本市场的活力，推动更多的初创公司积极上市，促进创新型中小企业和高新技术产业的发展。从结果来看，NASDAQ市场的诞生帮助美国走出了经济发展的低潮，使得科技创新成为美国经济的新增长点，这也是美国至今能占领世界科技领域顶峰的重要原因。虽然，在历次的危机（如互联网泡沫破裂、2008年金融危机）后，美国都对NASDAQ市场有所调整，但NASDAQ市场在丰富美国资本市场层次、增强资本市场竞争力、增强经济增长动力方面始终发挥着重要作用。

由日本证券业协会管理的JASDAQ市场是日本股市的二板市场，也是日本唯一的店头市场，是日本风险企业最大的筹资市场。20世纪90年代日本国内经济因泡沫破灭陷入长期停滞，陷入了经济增长困局。此时，日本推出了JASDAQ市场，试图抓住知识经济发展的历史机遇，用科技产业的发展推动日本经济走出困境。但是从结果来看，日本股市在新世纪以来并没有得到较大的改观，而日本股市低迷的深层次原因在于日本经济本身。这也说明了科创板的设立虽然会通过居民储蓄、投资、消费等路径对经济的发展产生影响，但是这种影响不是单向的，宏观的经济状况对科创板市场的发展也有反向作用。

韩国推出KOSDAQ市场的经济背景与日本有着相似之处，当时正处于知识经济兴起的浪潮之中，第四次科技产业革命初露端倪。但是，两国的内部因素不同，韩国在历史上长期依靠大型企业集团以支撑经济发展，造成了国内不同地区经济发展和不同产业发展的极度不平衡。同时，作为出口导向型的新兴市场，大型企业集团在海外扩张受到发达国家的贸易保护主义打击。在此背景下，韩国推出KOSDAQ市场使中小企业获得融资便利，平衡国内产业结构，同时大力扶持高风险企业的发展。此举帮助韩国顺利摆脱了20世纪90年代末东南亚危机的影响，使其一举成为创新科技型国家。这也证明了科创板的建立，确实是改善经济结构、促进经济增长的一剂良方。

综合国内外科创板市场建立与发展的经验，不难看出，我国科创板推出所处的国内外经济形势与国外科创板有着相似之处，但也存在一定区别，如表2所示。

表2　国内与国外科创板设立经济背景的比较

		相似	区别
国内科创板	外部	新一轮科技革命	国外贸易保护
	内部	经济结构转型	处于经济中高速发展阶段
国外科创板	外部	处于高新科技发展浪潮	全球经济发展机遇
	内部	经济产业结构调整	经济增长速度放缓

从外部因素来看，世界正处在新一轮科技革命的繁荣时期，高科技产业快速发展。从内部因素来看，我国正处在经济结构转型时期，创新驱动发展成为我国经济社会发展的重要战略。不同之处在于，我国经济仍然保持中高速增长，经济发展进入换挡提速的新时期。科创板的推出正是为了抓住新一轮科技革命的发展机会，科创板通过丰富资本市场层次，改变居民储蓄和消费结构、提高社会投资活力、降低科创企业投融资风险、增强市场创新活力，最终为经济增长增添新动力。

五、政策建议

（一）完善科创板市场的相关制度设计

科创板实行注册制，有利于更好地发挥资本市场资金融通、价格发现和风险管理的基础性功能，但完善的市场制度并不能仅仅依赖于注册发行这一环

节，应从企业的上市、交易、信息披露到退市等各个方面都做出有效的制度安排。对此，可从以下三个方面着手，完善科创板市场的相关制度设计：第一，建立市场化的上市、退市制度。借助科创板推出这一契机，建立一套公平、客观的企业上市标准，减少行政力量对企业上市过程的干预。目前，实行注册制可以减少上市公司在财务方面的限制，也可以有效减少寻租行为。严格执行退市制度是科创板市场不断代谢更新、保持市场活力的重要保证。第二，完善信息披露机制。完善的信息披露机制是保证市场信息对称、减少市场内幕交易、提高市场资源配置效率的重要路径。应规范对科创板市场企业的信息披露制度，特别是重大交易的及时披露，以保证市场的稳定和投资者的权益。第三，完善相关法律体系。以科创板建立为契机，加快对证券法及其他证券业相关法律法规的修订，加大执法力度和对证券违法犯罪行为的打击力度，为科创板市场的发展营造良好的法制环境。

（二）强化中介机构责任

2019年4月正式发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》强调：建立更具针对性和有效性的信息披露制度、更加严格合理的退市和减持制度、更加市场化的并购重组和股权激励制度，更加强化中介机构责任。由于科创板实行注册制，相关中介机构在市场组建和运行中发挥的作用更是不可忽视，中介机构应该承担起更多的责任，使市场更加公正、规范和透明。该文件中不仅对信息披露第一责任人提出了要求，更要求保荐人，包括会计师事务所和证券服务机构对信息披露进行严格把关。特别是会计师事务所，在注册制下，应从多角度对上市申请文件进行信息披露审核，督促申请发行人和中介机构，确保披露信息的准确性、真实性和有效性。

（三）完善融券机制

融券是科创板提高市场效率、对冲单边市场的关键机制。虽然上海证券交易所已经发布并开始实施科创板股票自上市首日起可作为融资融券标的的规定，但现有的融券市场和标的范围仍有进一步扩大和完善的空间。

为使融券机制更好地服务于科创板市场，还需在以下方面做出努力：第一，完善融券相关标准，扩大融券的范围。在市场化交易的背景下，融券标的要满足市场参与主体的交易需求，人为地设置过高的标的门槛，会造成市场上标的过少，市场活跃度低，不能达到提高资源配置效率的目的。第二，融券费率与期限市场化，降低融券成本。较高的融券费用一直是我国金融市场融券业务发展缓慢的原因之一，阻碍了投资者对融券这一金融风险管理工具的使用。科创板在融券费率和期限的市场化方面应做出改变，目前实行的固定期限对应固定价格的融券制度没有体现市场化的需求，要提高融券出借利率和出借期限的灵活性，充分发挥融券的价格发现和风险管理功能。第三，建立市场化、专业化的业务平台。依托沪深交易所现有平台，组建专业的融券业务平台，统一融券标的范围、担保范围等风控指标，提供市场化的议价、定价和竞价交易方式。

主要参考文献：

[1] 廖龙. 创业板与中国经济增长的实证研究[J]. 工业技术经济，2017(8)：151～160.

[2] 赖继红. 私募股权投资、企业创新及其宏观经济效应研究[J]. 中央财经大学学报，2012(9)：42～47.

[3] 李合龙，刘方舟. 基于EEMD的中美股市联动性分析[J]. 广西大学学报(哲学社会科学版)，2019(1)：80～86.

[4] Pagano M.. Financial Markets and Growth：An Overview[J]. European Economic Review，1993(37)：613～622.

[5] 陈钰，尹志锋. 美国纳斯达克市场的宏观经济效应分析[J]. 湖北社会科学，2011(6)：90～93.

[6] 丁剑平，吴小伟. 基于动态期限结构模型的国债风险溢价研究[J]. 广西大学学报(哲学社会科学版)，2019(1)：73～79.

作者单位：1.伊犁师范大学法学院，新疆伊宁835000；2.广西大学商学院，南宁530004；3.河南工业大学经济贸易学院，郑州450001。汪存华为通讯作者