

---

# 发挥科创板与注册制优势

## 强化上海科技创新策源功能

施东辉<sup>1</sup>

(上海证券交易所 200127)

**【摘要】:** 上海要紧紧抓住全球新一轮科技革命以及国内科创板和注册制改革带来的重大发展机遇,坚持问题导向、企业主体、以人为本、开放合作的原则,以推动科技创新为核心,以深化科创板关键制度改革为主攻方向,以长三角一体化发展战略为纽带,推动政府各部门协同、政府与企业协作,吸引创新人才积聚,充分激发全社会创新活力和动力,鼓励创新企业不断拓展自身创新链和产业链,推动形成增长新亮点、发展新优势,在服务国家参与全球经济科技合作与竞争中发挥枢纽作用。

**【关键词】:** 科创板 注册制 科技创新 策源功能

**【中图分类号】:** F127.51 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1005-1309 (2021) 06-0005-012

### 一、利用科创板强化上海科技创新策源功能的改革成效

根据党中央和国务院的部署,2019年上海证券交易所(以下简称“上交所”)设立科创板并试点注册制,不断完善资本市场基础制度,支持上海国际金融中心和科技创新中心建设。对标国际最佳实践,评价上交所科创板成功的标准至少应包括以下3个方面:一是企业融资便利。能够大幅提高直接融资比重,提升资本形成效率,显著增强服务实体经济的能力,最终培育出一批具有全球竞争力的伟大企业。二是有效解决现有市场存在的重大问题。科创板是资本市场基础制度改革的试验田,现行市场存在的经济晴雨表功能不明显、暴涨暴跌、“牛短熊长”以及“割韭菜”等问题,应或有望在科创板市场得到解决。三是具有国际竞争力和全球辐射力。境内科创企业应能自愿把科创板作为首选上市地。

对照科创板改革的初衷,开市交易以来,以注册制为核心,建设、发展、监管和规范科创板取得了阶段性进展。科创板改革引领了科技产业的创新热潮,优化了现有市场的关键制度,践行了资本市场服务实体经济的本质。科创板制度设计与执行总体符合预期,改革理念得到有效落实,改革成效初步显现。

#### (一) 企业融资便利

科创板审核工作体现出强度高、节奏快的特征。截至2020年7月22日,从受理到报会注册,整体用时平均164天、最短21天,其中审核用时平均62天、最短14天,均显著低于规定时限。例如,中芯国际从受理到报会注册仅用21天,跑出了科创板IPO的“加速度”,充分体现了科创板不拘一格支持“硬科技”企业上市的决心。受益于高效的审核程序,科创板企业融资更加

---

<sup>1</sup>基金项目:上海市决策咨询研究重点课题(编号2020-A-009)。

作者简介:施东辉,管理学博士,上海证券交易所资本市场研究所所长。本文参与撰写人员:曾刚、廖士光、李怡芳、徐洋、丛菲菲、苏正华。

便利，市场规模迅速扩大。截至 2020 年 9 月 18 日，已有 175 家企业在科创板成功上市，融资金额 2633 亿元，总市值 2.9 万亿元，累计成交金额 6.1 万亿元，分别占上海市场同期新上市公司数量的 67%、筹资额的 63%、总市值的 6.8%和累计成交额的 7.4%。

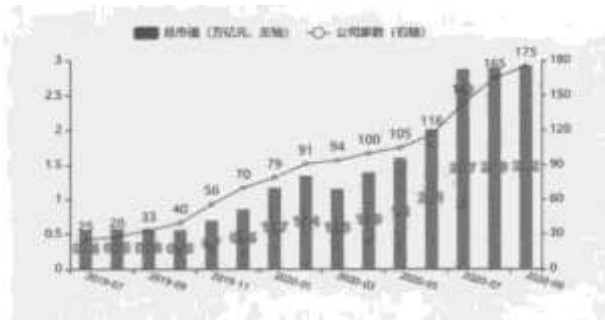


图 1 科创板上市公司数量与总市值

数据来源:Wind 资讯（数据统计截至 2020 年 9 月 18 日，下同）。

### （二）上市条件包容

科创板上市标准公开透明，制度包容性得到体现。截至 2020 年 9 月 18 日，科创板受理企业中，61 家选择不含盈利要求的上市标准，24 家企业报告期连续 3 年亏损，28 家企业尚未产生销售收入，有 5 家红筹企业和 3 家特殊股权结构企业，其中 1 家红筹企业同时拥有特殊股权结构。上市企业中，有 14 家未盈利企业，1 家差异表决权企业，2 家红筹企业，2 家带期权上市企业。

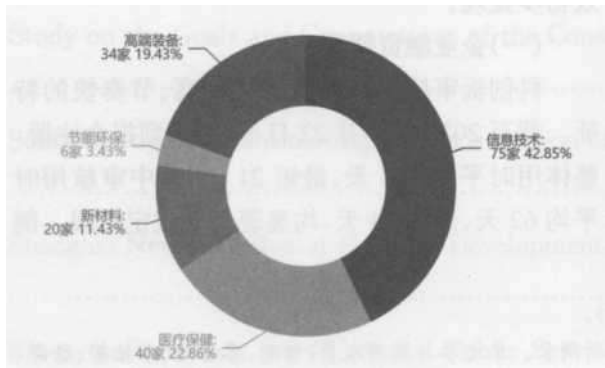


图 2 科创板上市公司行业分布

### （三）科创企业集聚

一是行业分布集中。175 家科创板上市公司聚焦高新技术产业和战略性新兴产业，其中新一代信息技术占 42.85%，生物医药占 22.86%，高端装备占 19.43%，新材料占 11.43%，节能环保占 3.43%。

二是科创成色十足。科创板诞生了一批符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出的科创企业。从受理企业来看，2019 年研发投入占营业收入比例中位数为 8.6%，平均获得发明专利 68 个。从科创板已上市企业来看，2019 年研发投入占营业收入比例中位数为 9.9%，明显高于创业板（5.5%）、中小企业板（3.8%）和主板上市公司的研发投入占比中位数水平（3.4%）。

三是细分产业集聚。科创板的集成电路、生物医药、高端装备制造等行业已初步形成聚集效应。以集成电路为例，申报企业基本覆盖产业链上下游，目前已上市 19 家集成电路企业，IPO 融资额 823.7 亿元，股票总市值 0.74 万亿元，占科创板股票总市值的 25.5%。

总体来看，科创属性强的企业向科创板集中的趋势比较明显。国际领先的 CMOS 图像传感器供应商格科微，全球第六大、中国大陆第一大半导体硅外延片一体化制造商上海合晶，全球领先的集成电路晶圆代工企业中芯国际，半导体专用设备细分行业龙头盛美股份，企业级网络安全产品和服务提供商奇安信，国内领先的研发设计类工业软件供应商中望软件，人工智能芯片龙头寒武纪等纷纷登陆科创板。

#### （四）金融中介服务机构集聚

科创板不仅催化了科技创新企业的集聚，而且带动了创投机构、券商、律所、会计师事务所的汇集，大力提升了上海乃至长三角地区金融中介服务能力。

一是科创板引导大量创投机构投资科创企业。截至 2020 年 9 月 180,175 家科创板已上市企业中有 164 家曾获得过创投投资，占比 94%。累计获投次数达 2787 次，平均每家科创企业获投 17 次。共涉及 1427 家创投机构，其中深创投投资频次最多，为 26 次；其次为达晨财智投资，累计投资 16 次。

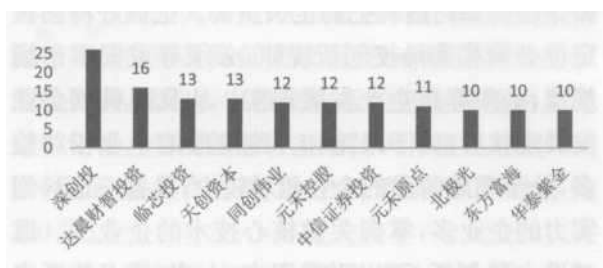


图 3 投资科创板上市公司频次达十次以上的创投机构

数据来源：私募通。

二是科创板助推上海本土券商综合竞争力的提升。从科创板受理企业的主承销商来看，截至 2020 年 8 月 19 日，上海本地券商共保荐了 126 家科创板企业，占科创板受理企业总数的 26.3%。其中，国泰君安证券、海通证券、民生证券等 3 家注册地在上海的券商分别服务了 31 家、29 家和 22 家科创板企业，在券商排名中分列第 5、第 6 和第 7 位。

三是科创板促进上海乃至整个长三角地区会计师事务所的业务拓展。科创板受理企业的会计师事务所中，北京和长三角地区平分天下。截至 2020 年 9 月 18 日，整个长三角地区合计服务了 192 家企业，数量占比 46.8%，与北京不相伯仲；上海地区会计师事务所共服务了 92 家科创板企业，数量占比 22.4%，仅次于北京。从服务科创板受理企业数量最多的前十大会计师事务所来看，天健、立信、中汇等 3 家长三角地区的会计师事务所上榜，分别服务了 70 家、68 家和 15 家科创板企业，在各大会计师事务所中分列第 1、第 2 和第 9 位。

四是科创板推动上海律师事务所专业能力的提升。从科创板受理企业的律师事务所来看，截至 2020 年 8 月 19 日，上海本地律师事务所服务了 70 家科创板企业，占科创板受理企业总数的 17.1%，数量低于北京，但显著高于广东。其中，锦天城律师事务所服务了 39 家科创板受理企业，在全国所有律师事务所中列第 3 位。

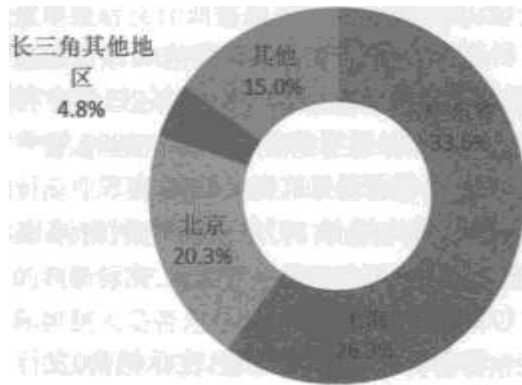


图 4 科创板受理企业的主承销商地域分布

注:按照每家券商服务的受理企业数量统计。

数据来源:Wind 资讯。

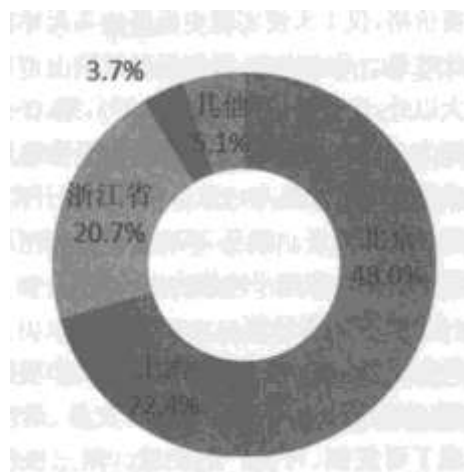


图 5 科创板受理企业的会计师事务所地域分布

注:按照每家会计师事务所服务的受理企业数量统计。

数据来源:Wind 资讯。

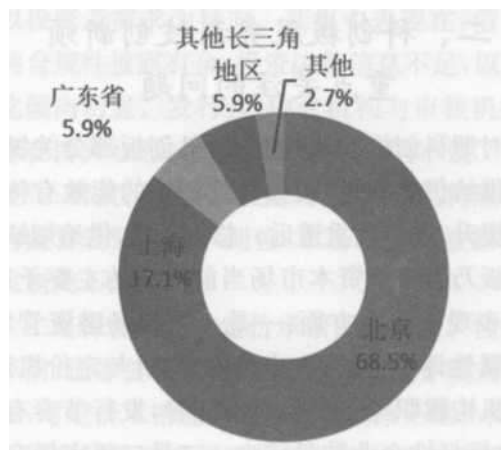


图 6 科创板受理企业的律师事务所地域分布

注：按照每家律师事务所服务的受理企业数量统计。

数据来源：Wind 资讯。

#### （五）企业快速成长

科创板上市公司呈现较高的成长性。2019 年，科创板公司营收同比增长 14%，归母净利润同比增长 25%，两项指标均居前。2020 年一季度，科创板公司顽强抵抗疫情影响，实现业绩持续增长，营收同比增长 10%，归母净利润同比增长 20%。

#### （六）股票价格均衡

一级市场中，网下投资者、主承销商、发行人“三位一体”的市场约束机制发挥了较好作用，科创板发行市盈率适中。二级市场中，新股上市前 5 日放开涨跌幅限制，使市场得到充分博弈，较快形成了均衡价格，仅 1 天便实现主板平均 7 天才能实现的定价效果。开市以来，科创板新股除上市首日波动较大以外，次日已快速降至 14.7%，第 3~5 日平均振幅为 W.5%，整体上与美国、中国香港地区等境外成熟市场表现基本一致。自科创板开市以来，股价整体表现较好。截至 2020 年 9 月 18 日，科创板股票上市累计涨幅平均值为 154.6%。

#### （七）改革创新示范

科创板的资本市场改革“试验田”作用得到充分发挥，在发行、上市、信息披露、交易、退市等方面形成了可复制、可推广的经验。新三板精选层改革、创业板注册制改革、主板和中小企业板并购重组和再融资新规，均充分吸收借鉴了科创板的改革经验与成功做法。

## 二、科创板服务科技创新须重点关注的问题

对照科创板改革的初衷，科创板部分关键制度的供给仍然不足，服务科技创新的能效有待进一步提升，未来任重道远。总体来看，供给短缺是科创板乃至整个资本市场当前面临的主要矛盾，突出表现在两个方面：一是二级市场融资管制。科创属性评价、发行上市条件、询价与定价机制、中介机构履职等制度仍有待完善，发行节奏有待加快，标杆性企业数量较少。二是二级市场交易限制。长期资金供给不足、交易机制不完善等导致市场买卖力量失衡、股票价格扭曲。

## （一）如何平衡好科创属性与企业现实及市场建设的关系

板块定位是科创板健康发展的“定盘星”，在操作层面如何准确把握至关重要。把握好科创板定位必须尊重科技创新规律，必须尊重资本市场规律，必须尊重企业发展现实。从我国科创企业发展现状看，处于跟跑和并跑阶段的企业相对较多，处于领跑阶段的企业相对较少；具备一定科创实力的企业多，掌握关键核心技术的企业少。通过设立科创板，可以引导资本、人才、技术等要素集聚到科创企业，支持这些企业由小做大、从弱变强，科技实力从跟跑、并跑到领跑，从而加快创新型国家建设。因此，坚守科创板定位，必须处理好现实与目标、当前与长远的关系。科创板既是科技创新成功企业的展示板，更是推动科创企业走向成功的加速板；科创板上应该有科技创新成功的企业，更应该有科技创新“在路上”的企业。这既是国情，也是科创板建设的“初心”。从相关制度运行来看，目前主要存在3点不足。

一是科创属性评价制度有待进一步完善和明确。上交所配合证监会研究制定并于2020年3月发布的《科创属性评价指引（试行）》（以下简称《指引》）及《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》（以下简称《暂行规定》），明确了是否符合科创属性的预期，减轻了发行人及中介机构论证科创属性的负担和压力，但在实际操作中仍有部分指标有待进一步优化和明确。例如，目前对于符合科创指标的企业申报科创板采取“支持和鼓励申报”自愿引导原则，尚缺乏有约束力的实施机制，有符合《指引》的企业申报其他板块而未申报科创板，分流了科创板上市资源。再如，由于疫情影响，部分拟申报企业可能难以达到“最近3年营业收入复合增长率达20%”的指标要求，规则固化不利于保障科创板后备上市资源的持续供给。

二是科创板上市公司数量较少，且面临上市资源分流至创业板的压力。目前，科创板仅有200余家上市公司，一级市场股票供给较为短缺，总市值仅占沪市A股总市值的7%左右，很难形成规模效应。从整个资本市场的改革发展来看，创业板注册制改革步伐的加快，对科创板的板块吸引力带来了一定挑战。创业板的注册制改革方案相比科创板存在明显的制度优势，在市场化约束机制方面大大弱化，尤其在投资者适当性、投行跟投等方面明显降低要求，且没有科创属性的强制性要求。因此，申报创业板的企业数量明显超过科创板。目前创业板上市公司存量已超过800家，从证监会在审企业中转到深交所的有约200家。

三是科创板的吸引力和包容性亟待进一步提高，领先型“硬科技”企业集聚效应须增强。科创板通过市场化制度改革支持了中芯国际、中国通号、寒武纪、中微公司、澜起科技、金山办公等多家行业龙头企业上市，但仍有部分重量级“硬科技”企业以及致力于攻克我国“卡脖子”技术的企业，由于组织架构、股权结构、技术开发、生产经营等方面带有自身的特殊性，它们的上市需要更包容的制度对接。

## （二）如何平衡好以信息披露为核心与把好入口关的关系

如何在贯彻落实以信息披露为核心的审核理念基础上，把好上市公司质量入口关，是注册制下审核的重点和难点。“以信息披露为核心”强调在信息充分披露前提下，将对企业质量的判断和投资选择权交给市场，审核部门不再对证券价值和企業质量背书。而“把好入口关”要求在目前市场发展阶段和法制环境下，对企业财务真实性和质量做一定程度的把关。以什么方式和程度去把好信息披露质量关，将在很大程度上决定注册制改革的走向，这在执行层面主要有以下难点：

一是部分发行条件适用性尚不清晰。发行条件要求发行人会计基础规范、内控制度健全、符合会计准则要求。这些原则性的发行条件缺乏客观具体标准，在具体项目的审核和判断实践中比较难以把握，理念和尺度容易出现分歧。

二是上市标准对科创企业的包容度有待拓展。第五套上市标准完全取消了财务指标，但未明确是否仅适用于医药行业企业，也未明确是否仅适用于无收入企业，“市场空间大”的上市条件也较难把握。第二套指标未明确“研发投入”的具体核算范围，在实践中各家企业做法不一。有的企业申报后会计调整超过20%被直接认定为会计基础工作不规范，导致不符合发行条件。

三是已公布的审核标准有待调整优化。部分带有普遍性的审核事项需要在总结审核实践的基础上提炼形成审核标准，并予

---

以明确，包括对赌协议是否允许附条件解除、因商业秘密豁免信息披露的判断标准、重大资产重组的运行期限设置、无实际控制人是否允许股份代持等。

四是信息披露规则有待完善。科创板招股说明书格式准则仍较为侧重全面性，容易造成披露信息冗余，而对投资者决策重要信息关注不足，缺乏针对行业指引信息披露的制度供给，信息披露规则还须进一步修改完善。

### （三）如何平衡好市场化改革与市场主体约束机制的关系

注册制强调在信息充分披露、风险充分揭示的前提下，将发行定价、规模、节奏交由市场决定。而真正做到把选择企业的权力交给市场，前提是建立健全市场化的激励约束机制，促进发行人、中介机构与投资者等市场主体归位尽责，才能做到发行人“讲清楚”、中介机构“核清楚”、投资者“想清楚”。在实际操作中，市场主体的约束机制与履职能力仍存在不足之处。

一是招股书的信息披露质量尚缺乏有效的正向激励机制。目前，科创板招股书的信息披露仍首先以满足监管要求和免责为目的，未能充分落实以投资者需求为导向。其集中表现在：信息披露的合规性披露有余、投资决策信息不足，以及广告化倾向明显。发行人、中介机构与审核机构之间存在博弈心态，部分重要事项“不问不说”“避重就轻”。对发行人信息披露失范、中介机构履职不力的监管处罚措施不到位，市场对信息披露的反馈机制尚不健全。

二是保荐机构的定价承销能力不强。注册制改革前，证券公司重保荐、轻承销的业务模式长期存在，对定价承销能力的激励和约束不足。同时，科创板发行承销机制对投价报告信息披露质量、发行承销业务操作要求相对较高，部分证券公司工作人员、网下投资者对科创板发行承销业务理解较浅、专业能力不足，以致出现低级错误，对业务系统安全运行形成潜在隐患。

三是网下投资者报价过于集中。受新股上市首日涨幅较大影响，多数网下投资者以“拿筹码”“博入围”的报价策略参与科创板新股询价。同时，在科创板高报价剔除与参考“四数孰低值”定价机制的综合作用下，网下投资者自开板以来不断寻找“估值锚”，近期通过“抱团”方式进行报价，导致部分项目报价集中且相邻两个价格对应的配售对象数量占全部配售对象比例超过 70%，最高达 91%。

四是保荐机构持续督导不到位。截至 2020 年 6 月，已有 36 家科创板公司的保荐机构就公司知识产权涉诉、核心技术人员离职、财务数据异常、开展风险投资等事项发表 64 份持续督导意见，但保荐机构重 IPO 审核、轻持续督导的问题仍未发生根本性转变。一方面，保荐机构披露的持续督导意见均为事后补救；另一方面，持续督导核查意见格式化问题仍没有得到很好解决，部分保荐机构仅复制公司披露的信息，附以模板化的核查意见，较少主动进行调查与核查。

### （四）如何平衡好扩大股票供给与增加长期资金供给的关系

科创板试点注册制改革的目标之一是促进市场化股票供求机制均衡，而长期增量资金的供给是保障股票供求平衡的关键。从科创板实际运行情况来看，股票供给短缺与长期资金供给不足的矛盾仍然存在。其中，一级市场股票供给短缺问题正随着科创板试点注册制落地见效而大幅缓解，由于缺乏与之匹配的长期增量资金，市场在一定程度上存在新股发行的“抽血效应”。与此同时，二级市场供给不足的问题仍未得到有效解决。

一是证券交易机制不完善。（1）交易限制过多，尤其是 T+1 交易。T+1 交易在遏制市场投机的同时，也产生一些问题：一方面，加剧不同投资者之间不公平性，大户或机构可通过期货间接实现中小投资者难以做到的当日回转交易；另一方面，导致股票供给不足，加剧买卖力量失衡。

（2）市场化自发平衡机制不足。一方面，缺乏个股衍生产品，投资者无法有效管理个股风险；另一方面，缺乏市场化证券

借贷机制，目前开展的融资融券与转融通业务采用集中授信模式，市场化程度低、融资费用高，年化利率高达 12%~18%，制约了市场的自发平衡效果。（3）差异化程度低。一方面，未对大盘股与小盘股（或流动性高与流动性低的股票）实施差异化交易安排，导致小盘股和流动性差的股票价格波动过大；另一方面，未区分大资金与中小散户的交易，大资金订单数量（规模）较大，对市场的影响也大，容易加剧股价日内波动，产生大幅震荡和暴涨暴跌现象。

二是长期投资者参与不足。均衡合理的投资者结构是市场长期平稳发展的重要保障。科创板市场虽然设立了较高的投资者准入门槛，但机构投资者多以“抢筹码”博弈报价为主，大部分在上市首日立即抛出，较少参与二级市场交易，机构投资者长期投资理念尚未普遍形成。从 2020 年科创板 140 家公司发行和交易情况看，一级市场投资者仍以抢筹新股在二级市场卖出获利为目的，新股上市首日平均涨幅为 164%，平均换手率为 74%，炒作气氛较浓。正是由于科创板交易机制不完善，市场出清效率较低，降低了机构投资者的参与意愿，导致科创板市场流动性不足以及估值高企的现象。

### 三、利用科创板强化上海科技创新策源功能的重点举措

#### （一）指导思想

紧紧抓住全球新一轮科技革命以及国内科创板和注册制改革带来的重大发展机遇，做好科学规律的第一发现者、技术发明的第一创造者、创新产业的第一开拓者和创新理念的第一实践者。坚持问题导向、企业主体、以人为本、开放合作的原则，以推动科技创新为核心，以深化科创板关键制度改革为主攻方向，以长三角一体化发展战略为纽带，推动政府各部门协同、政府与企业的协作，吸引创新人才积聚，充分激发全社会创新活力和动力，鼓励创新企业不断拓展自身创新链和产业链，推动形成增长新亮点、发展新优势，在服务国家参与全球经济科技合作与竞争中发挥枢纽作用，为我国经济提质增效升级作出更大贡献。

#### （二）重点举措

##### 1. 完善科创属性相关制度

一是推动符合科创指标的企业应报尽报科创板。加强保荐机构监管，对其推荐企业申报科创板等履职情况进行督促指导和动态跟踪，会同各方齐心协力，支持、鼓励、引导符合科创属性要求的企业申报科创板，避免创业板注册制推出后对科创板上市资源的冲击。

二是及时研究调整科创属性指标。结合特定经济金融形势下科创企业成长性、研发投入产出发展趋势，对科创属性指标进行动态评估和调整优化，比如针对“最近 3 年营业收入复合增长率达到 20%”的指标要求，需要根据新冠疫情发生后的实际情况予以评估调整。

三是加强规则解读。通过市场培训、发布实施细则等方式，进一步明确《指引》5 项例外情形及《暂行规定》第 9 条的适用范围，统一标准、明确市场预期。

##### 2. 精简优化发行上市条件

一是研究不再将“会计基础扎实、内控规范”作为定性描述的发行条件，转为审核重点关注对象。原则上，相关中介机构出具无保留意见的审计意见和内控意见即可，如果没有明显的事实和正当理由，审核中不再对发行人会计基础和内控是否规范作出判断，减少自由裁量空间。

二是结合审核实践逐步优化审核标准。包括对已有审核标准进行修改完善，针对发行上市条件的原则性规定及重点关注事

项,持续补充制定审核标准。落实“将可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求”,明确市场预期。

### 3. 保障优质上市资源供给

一是深入挖掘科创板后备上市资源。上交所可与长三角地区证监局和上海市金融委建立联合工作机制,在持续开展联合调研、服务互通信息的基础上,聚焦科创板后备企业,实行个性服务、一司一策、专人对接。同时,相关政府部门完善协调配套服务,在法律框架范围内解决科创后备企业存在的历史遗留、合法合规、税收负担等问题,加快长三角地区科创企业的上市步伐。

二是保持高效的审核节奏和注册节奏。从境内外股票市场发展经验看,为使投资者有更多选择以及指数化产品更具有吸引力,300家左右的上市公司规模是一个底限。建议在坚持全面性、合规性审核基础上,持续保持较高的工作强度和较快的审核节奏,注重提升审核的针对性、重大性,进一步提高审核质量,带动发行人和中介机构提高信息披露质量。同时,建议证监会在注册环节优先支持科创板,尽快使科创板上市公司数量达到300家以上。

三是加快推动长三角地区标杆性科创企业在科创板上市。按照《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中指出的“鼓励长三角地区高成长创新企业到科创板上市融资”,应协调推动苏浙皖三省符合科创属性指标的企业申报科创板。同时,支持和推动符合条件的拥有核心技术、市场认可度高的“硬科技”企业、“隐形冠军”企业、突破并掌握“卡脖子”关键核心技术的科创企业、金融科技企业等标杆性企业,如中国商飞、和辉光电、依图科技等尽快到科创板上市。

四是探索建立长三角场外私募股权市场。上交所作为长三角资本市场的排头兵,可与地方金融办、会员券商合作,为长三角地区非上市科创企业搭建股权转让的交易平台和基石投资者的沟通平台,将拟上市企业、地方政府、中介机构、高净值投资者与交易有机结合,加快形成覆盖长三角范围的关系网络。一方面,帮助拟上市企业更好地了解资本市场,获取相关信息和培训服务,并与其他优秀企业和基石投资者建立合作关系;另一方面,搭建拟上市资源库,推动上交所高效地开展市场服务工作,培育优质上市资源。

### 4. 落实以信息披露为核心

一是厘清注册制的理念。着重从提高信息披露质量角度进行审核,把好上市企业入口关,要求企业按照充分、一致、可理解等要求,重点披露投资者决策相关信息。

二是实施分类监管。加强IPO发行上市审核和持续监管的衔接与有效协同,探索建立分类监管机制,将注册制理念贯通发行上市全链条。

三是完善信息披露体系。修订完善审核规则和科创板招股说明书格式准则,研究发布行业信息披露指引及针对特定信息的信息披露指引。规范豁免披露的标准和程序,区分说明事项与披露事项的信息公开方式,建立敏感项目招股说明书秘密提交机制。

### 5. 加快吸引长期资金入市

一是建立长期投资者制度。通过自愿安排或承诺等方式建立公开备案名单,纳入真正采取长期策略的机构投资者,将大部分新股向已备案的长期投资者优先配售,使其在发行询价、定价、配售过程中发挥更大作用,既为新股发行提供源源不断的融资,又对企业进行市场化遴选,以促进新股合理定价,最终实现注册制下把好上市公司质量入口关、真正把选择权交给市场的目标,保障新股发行常态化。同时,建立长期投资者备案与考核机制,明确长期投资者的权利和义务,要求长期投资者基于恒定市值法对获配新股进行投资,践行长期投资理念。通过上述一、二级市场联动的制度创新,实现优化投资者结构、促进新股发行

市场化、提升市场活跃度和保障市场稳定性等多重改革目标。

二是允许商业银行资金入市。目前,我国商业银行在金融体系中占绝对主导地位,是新增社会融资的主要供给者。2019年底,商业银行总资产290万亿元,其中上市商业银行188万亿元,银行贷款占当年新增社会融资规模的66%。借鉴境外市场最佳实践,建议打破目前商业银行资金入市的限制。首先允许上市商业银行资金投资股市或私募股权基金(PE),初期资金规模可设定为其总资产的1%。具体操作方式有两种选择:(1)借鉴全国社保基金委托投资的成功做法,按照价值投资、长期投资的理念,委托专业机构代为管理股票投资;(2)允许银行理财子公司直接入市,重点投资国民经济支柱行业,以及能够代表我国经济未来的高分红低风险蓝筹股。

三是加快推动中央企业和地方国企集团资金入市。当前,我国中央企业、地方国有企业总资产规模分别超过80万亿元和100万亿元,其中,中央企业发起或参与的国家级股权投资基金规模已超万亿元,但投资股票二级市场资金较少。应鼓励和引导中央国企和地方国企资金入市,加大股市投资规模。入市形式可采用集团财务公司名义或专设战略投资基金的长期投资者方式。投资操作可采用长期投资和价值投资策略,参与新股配售,并参照全国社保基金做法,按照恒定市值方法管理获配新股,在市场下跌时加仓买入,在市场上涨时减仓卖出,实现一、二级市场联动。

四是推动中央银行资金入市。日本央行2010年开始投资日本股权类ETF产品,目前所持市值近29万亿日元,约占日本ETF市场规模的80%。瑞士央行在2010年动用外汇资产购买股票,目前所持美国股票市值近1000亿美元。近期,美联储也开始购买企业债券ETF产品。借鉴境外央行入市经验,推动我国央行资金入市可考虑以下两种方式:一是设立专项基金,购买股权类ETF产品。在股市不活跃时,提供流动性支持;在股市大幅波动时,平抑市场非理性下跌,既增加基础货币投放又支持资产价格稳定。二是购买特别国债,注资具有系统重要性的综合类证券公司,或直接购买证券公司专项债,为证券公司的保荐业务和综合服务提供资本支持,打造新投行。

五是加大保险资金入市力度。根据规定,保险资金投资权益类资产的规模不得超过其总资产的30%。截至2020年4月底,我国保险资金运用余额近20万亿元,其中股票和基金的投资比重为13.6%,远未触及投资比例上限。同时,保险资金的权益类投资存在结构性分化问题,部分投研能力较强的头部保险机构配置权益类资产的比例已接近30%上限,而其他保险机构的权益类配置比例则相对较低。近期,银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》,明确保险资金权益类资产的投资比例上限由30%提升至45%。在提升投资比例上限的同时,建议设定保险资金权益投资的比例下限(如10%),进一步引导保险资金入市。

六是设立单一计划专项的“粉丝”基金。互联网时代诞生了一批拥有海量用户的巨头企业,这些企业通过自己特有的产品或服务,建立了很强的客户黏性和忠诚度,如苹果的“果粉”、小米的“米粉”等。相较于专业投资者,“粉丝”对这些企业内在价值理解程度深、认同程度高,更容易转化为企业的长期投资者。建议针对拥有千万级别以上“粉丝”的企业,由基金公司成立一个单一计划专项封闭式基金,向其庞大的“粉丝”群体募集资金,不仅为新股发行引入长期增量资金,又能实现“粉丝”与股东身份的融合,让广大“粉丝”通过资本市场分享企业成长红利。该基金作为战略投资者优先参与新股发行的网下配售,并设置一定封闭期,封闭期满后“粉丝”可分散赎回基金份额。

## 6. 优化新股发行定价机制

一是完善IPO存量发行制度。IPO存量发行制度是目前新股发行承销环节的一项既有制度安排,考虑到初期平稳运行等原因,科创板目前暂未实施。当前科创板总体运行平稳,新股定价日趋理性,市场对常态化发行和市场化定价等改革方向和理念已经形成共识,具备了实行存量发行的市场条件。下一步建议继续研究完善科创板IPO存量发行制度,盘活存量资本,促进创业资本循环,进一步优化金融资源配置效率。

---

二是强化网下投资者报价约束。结合多层次资本市场整体改革部署，持续评估科创板以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售机制，提炼形成可复制、可推广的经验，并应用到其他板块。根据市场运行情况，适时调整最高报价剔除比例，打破投资者原有报价规律，缓解报价集中现象。会同证券业协会加强对网下投资者报价行为的自律监管，如发现违规行为及时采取自律措施、监管措施或纪律处分。

#### 7. 加快证券交易制度创新

一是引入 T+0 交易机制。在 T+0 机制方面，为防止过度投机，可考虑分步实施，率先从有助于增加供给但不增加需求的单次 T+0 试点，即允许当日买入股票当日卖出，但所得资金不得再次用于买入该股票，这样既可提升市场活跃度，便于投资者管理风险，也不会导致市场过度投机。

二是加快产品创新。大力发展 ETF 市场，为投资者特别是中长期机构投资者提供资产配置工具。加快发展衍生品市场，快速增加科创 50ETF 期权和科创 50 指数期货品种，条件成熟时试点基于个股的分期交易和延期交易产品，丰富风险管理工具，提高现货市场流动性和市场深度。

三是推出市场化证券借贷机制。这是指证券交易所推动和促进证券公司场外一对一直接借券、达成证券借贷协议而提供的相关服务。具体包括：提供标准化的一对一证券借贷协议；提供技术平台；协同中国结算提供相关证券和资金划转服务；提供相关集中信息披露和风险控制服务。

四是推出大单交易机制。在竞价市场中引入以被动成交为主的冰山订单，该类订单兼具普通冰山订单与盯市订单特征。在竞价市场外设立新的交易渠道，即发起式大宗撮合交易和封闭式大宗撮合交易。

五是引入做市商机制。在股票现货市场引入以竞价为主、做市商为辅的混合交易模式，既发挥竞价制度交易成本相对较低、交易公平性有所保证、交易质量和交易价格信息透明的优点，又通过做市商确保市场流动性、稳定性和定价效率。

#### 8. 压严压实中介机构责任

一是强化归位尽责。上交所配合证券业协会做好投价报告质量管理，完善投价报告相关业务规范，探索建立投价报告质量评价机制，防范定价下行可能导致的部分卖方机构提高投价报告估值区间的非理性冲动。推进建立科创板保荐机构信息披露质量及执业质量评价机制，引导保荐机构精心制作招股说明书优秀范本，为市场树立正面标杆。探索开展科创板招股说明书保荐人律师验证试点。

二是提升综合服务能力。保荐企业上市后，保荐机构须利用专业优势，为其提供研究支持、市场定价、流动性支持、风险管理等综合服务。

三是完善资本保障。对于具有系统重要性的综合类券商，允许其面向全国社保和地方社保发行可转换债券、永续债券或优先股，为其保荐业务和综合服务提供资本支持。

四是严格监管问责。对中介机构执业过程中的违规行为，加大监管处罚力度。对欺诈发行、信息披露违法及中介机构未勤勉尽责等违法违规行为，加强民事、刑事责任追究。

### 四、相关配套建议

---

科创板服务科技创新功能的充分发挥，离不开完善的科技创新生态。建议从以下 4 个方面优化完善科技创新体制机制，为科创板助力上海科创策源地建设提供肥沃的制度和环境土壤。

### （一）强化科创企业策源效应

#### 1. 鼓励企业加大研发投入

一是鼓励跨国并购。支持本土跨国企业在海外设立研发机构或收购具有核心技术优势的国内外隐形冠军企业。将企业研发投入或收购上游研发企业的成本，纳入企业所得税减免或抵扣范畴。二是提升国有资本运营效率。大力推动国有资本向战略性新兴产业、基础设施和民生保障等关键领域及优势产业聚集，有序退出不具备竞争优势、无法有效发挥国有资本作用的行业和领域，支持国有企业参与全球中高端竞争，培育和发展具有国际竞争力的优势产业。三是探索国有企业研发投入容错机制。研究制定国有资本创新投入失败免责规定，鼓励企业设立研发准备金制度，完善财政资金支持科技创新项目绩效评价制度。

#### 2. 形成跨部门研发支持合力

一是发挥政府资金对早期高风险企业的扶持作用，加大政府引导基金对初创期科创企业的天使投资，并对民营的天使投资机构给予一定的税收优惠、资金返还等激励。二是建立以国资为主导的技术策源重大专项基金，聚焦若干个重点产业核心技术攻关、产业链集成创新的关键赛道，不“撒胡椒面”。三是统筹安排各项财政资金，打破部门壁垒，形成对核心优势项目的政策支持合力。四是建立市场化的最后贷款人制度，帮扶具有一定成长潜力的企业渡过经营难关。

#### 3. 建立企业大数据信息平台

企业有效信息披露是证券市场运行的基础，证券市场正是基于企业信息对证券价格的影响来实现对资源的有效配置。建议地方政府主导建立科创企业大数据信息库，并加强地方间信息合作，向资本市场监管机构、交易所、专业投资机构、投行、会计师等提供可作大数据分析的信息，通过准确画像、时序分析，比较准确、全面地判断科创企业的财务状况、合规经营、产业技术特征，解决一个“真信息”问题，从而提高市场评价和发行注册审核的效率。

#### 4. 建立一体化政务服务平台

按照“共商共建共享共用”原则，聚焦协同监管、风险预警、政务服务、增值服务等功能，以逐步构建多维度的“电子围网”，实施精准监管、智能监管和无感监管为目标，开发建设上海乃至整个长三角地区一体化信息管理服务平台。打破政府部门、企业、运营主体、第三方平台等主体间的数据壁垒，以数据透明化提升监管自由度，以数据共享化提升监管协同度，以数据实时化提升企业便利度，并致力于数据清洗、数据交换等数据中台处理，最终服务各监管部门的监管需求和企业业务办理需求。一体化平台可首先在洋山特殊综保区范围内先行先试“物理围网”+“电子围网”监管模式，在试行成熟情况下，逐步拓展至新片区内特殊综保区外的重点企业，最终覆盖新片区全域范围。政务服务通过一体化平台连接企业端、政府端，同时融合“一网通办”“一网统管”，实现中央管理部门垂直维度、地方管理部门平行维度、区域内企业业务维度深度融合的一站通办。专业服务通过一体化平台撮合交易功能模块，为市场主体之间提供优质、个性化的第三方增值服务。

#### 5. 优化政务与市场诚信环境

一是提高政府人员担当意识和创新意识。进一步明确各项政务的主管部门与联络方式，畅通政企之间的沟通机制，提高企业工商登记与税收事项的政务效率，尽可能采用网上办理的方式为企业相关业务资质办理提供指引与跨部门协调。二是完善法律体系和社会诚信体系建设，减少社会对不规范行为的认知成本。

## （二）强化创新人才策源效应

### 1. 突破人才创新政策局限

一是打造国际人才自由港。对标海南自贸港相关人才制度，在海外高层次科技创新人才来沪就业、创业及学术交流方面予以免签入境、工作居留、永久居留等更多便利，使海外高层次科技创新人才在上海各展其才、各尽其用，进而将上海打造成为集聚海内外科技人才、开展国际科技创新协同的重要基地。二是探索跨国企业对境外就业的高层次科研人才由其上海母公司统一结算薪资，享受上海本地就业的海外人才优惠政策。三是逐步合理放松科技专业人才退休后到企业就职或到海外工作的限制，最大程度释放本地科技人才应用红利。四是深化校企合作人才培养模式，建立高校教师或研究生在企业研究院进行技术研发的机制，企业和政府可同时补贴科研经费、共享科研成果。五是健全产业研究院和工业研究院机制，为上海顶尖科学家提供全过程科研服务，并给予一定的股权激励。

### 2. 完善创业人才的教育和沟通机制

一是鼓励开办创业学院。借鉴上海高级金融学院的办学经验，秉承“汇聚国际一流师资、培养高端创业人才、构筑开放创业平台、形成创新策源智库”的理念，建立高水平、高层次、高质量的上海创业学院，为创业者提供高水准、全方位、一体化的专业培训，培养高素质的创业人才。二是营造良好的创业氛围。大力推动各大产业的相关企业在某一区域集聚，以利于同行业创新创业企业相互沟通融合。三是建设科技人才网络。利用后疫情时期海外人才回流机遇，建设汇聚长三角乃至全国科技研发人才数据网络平台，降低单个企业寻求科技人才的成本。

## （三）强化金融机构策源效应

### 1. 发挥好 PE、VC 等市场化机构的科创企业培育功能

加快完善金融政策体系，形成覆盖“政府性基金引导、撬动——集聚国内外天使基金、风险投资基金(VC)、股权投资基金(PE)等市场化投资运作——推进知识产权质押融资、专利保险等金融创新业务——科创板上市”的完整金融支持体系链条。利用市场化运行机制，发挥专业人才的专业功能，实现对科创型企业发展壮大全过程支持。

### 2. 推动上海税务机关提高合伙企业纳税的可操作性

出台《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》的具体实施细则，明确合伙制创投基金的纳税方式，调整现有按照合伙企业利润和合伙人出资比例报税的方式，允许合伙人在实际获得利润分配以前不申报纳税，而是在合伙企业进行利润分配之后按应享有的利润进行申报纳税。

### 3. 加强对创投机构的扶持

借鉴其他地方政府的有益经验，加强对创投基金的扶持力度，加快推出对创投机构的落地奖励、增值税返还等支持政策。探索建立创投基金的白名单管理制度，对于名单内基金管理公司所管理的基金，可通过绿色通道高效办理各项政务，提高创投基金的运行效率。同时，为推动国内科创企业的技术升级与全产业链布局，分层次区别对待不同类型的境外投资，鼓励关键科创领域的境外投资。

## （四）强化长三角一体化策源效应

## 1. 探索军民融合

境外发达经济体科技创新发展经验表明，地方性创新型企业的培育离不开军民融合的发展道路。军工科技具有高站位、高渗透、高利润的特点，始终处于包括信息技术在内的科技创新的前沿，再加上军工科技往往带有政府引导的特点，可以很好地融通市场与政府、融合产业链与创新链，因此“军民融合”可以成为未来长三角催生创新型企业的核心萌发机制。

## 2. 做大产业链

一是推动优势产业的全产业链布局。目前上海在半导体下游产业应用市场的占有率相对较低，可考虑积极拓展长三角地区如无锡、昆山、常州等企业发展成本相对较低的城市，来发展半导体行业下游产业链，助力上海乃至整个长三角地区半导体行业全产业链的完整布局。二是提前布局前沿科技领域。强化创新策源功能要避免低水平的重复建设，站在创新策源地的高度来设计未来发展道路。既不可放弃改革开放以来长三角地区民营经济发达、市场发育成熟、制造业水平较高的优势，又必须面向未来提前布局，在工业生产、社会治理、基础设施建设等方面大力开展与人工智能、数字芯片等相关的产业融合，鼓励发展各种新型数字商业业态。

## 3. 壮大企业库

发展科创产业不能局限于科创企业，而是要将产业与产业链有机结合，放眼全球产业链上下游，积极孵化和培育科创企业的上下游企业。一是针对位居科创板企业上下游前五大企业，给予一定的土地、税收优惠等政策支持，推动这些企业

到上海发展或在上海设立研发中心。二是通过资金对接建立上下游企业与证券服务机构的合作机制。可给予一些业务运营较为规范的长三角地区中小券商对接资金的机会，鼓励中小券商积极服务处于早期发展阶段、但有可能脱颖而出的上下游企业，支持科创行业相关上下游企业做大做强，同时也提升长三角地区金融机构的专业服务能力。三是充分发挥区域股权市场企业培育作用。加快推动长三角地区乃至全国各地的区域股权市场建立“科创助力板”，孵化培育科创板后备上市资源。加大区域股权市场政策突破，积极引导有风险承担能力的个人储蓄参与区域股权市场，促进科技与资本结合。政策上，在地方政府有效担责和防控风险的前提下，对区域股权市场的市场准入、交易方式、融资工具应予以适当松绑。

## 参考文献：

[1]田轩. 创新的资本逻辑[M]. 北京：北京大学出版社, 2018.

[2]温成玉，刘志新. 技术并购对高技术上市公司创新绩效的影响[J]. 科研管理, 2011(5).

[3]文武，张宓之，汤临佳. 金融发展对研发投入强度的阶段性非对称影响[J]. 科学学研究, 2018(12).

[4]于开乐，王铁民. 基于并购的开放式创新对企业自主创新的影响——上汽并购罗孚经验及一般启示[J]. 管理世界, 2008(4).

[5]张学勇，柳依依，罗丹. 创新能力对上市公司并购业绩的影响[J]. 金融研究, 2017(3).