

科创板制度风险防范专题 研究

上海交通大学中国金融研究院课题组

2019年6月

免责声明

本研究报告由上海交通大学高级金融学院/中国金融研究院撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告资料来源于相关文献及公开资料，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的后果不承担任何责任。中国金融研究院对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

目录

第一部分：科创板概述	4
第二部分：相关风险分析.....	5
1、市场对科创企业的定价和风险评估不足的相关风险.....	5
2、诉讼机制与投资者保护的相关风险.....	9
3、科创企业信息披露及信息解读的相关风险.....	10
4、科创板具体规则实施的相关风险.....	14
第三部分：展望.....	16
参考文献.....	18
附录.....	19

第一部分：科创板概述

设立科创板并试点注册制是习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布交给上海的三项重大任务之一，这是中央针对当前经济形势，立足全国改革开放大局做出的重大战略部署。

首先，科创板为创投基金的退出提供了新的渠道，有助于提高整个经济的创新能力；其次，科创板可以吸纳更多境内优秀科创企业（甚至境外企业）上市，让投资者共享我国高质量发展成果；最重要的是，科创板实现了股票市场价格发现的功能，进一步丰富和完善了多层次资本市场体系，补齐了资本市场服务科技创新企业的短板。作为资本市场的增量改革，科创板承载着试点注册制的历史使命，这是新时代资本市场深化供给侧改革的具体行动。

科创板的推出备受社会各界人士的关注，科创板鲜明的特色和精准的市场定位成为其区别主板市场的主要特征。以信息披露为核心的注册制，实行上市标准多样化，发行定价市场化，交易机制差异化，保荐人跟投锁定制度，更具包容性的上市条件，更高效的并购重组制度，更有针对性的持续监管，以及更严格的退市制度等等一系列改革措施有助于科创板优质企业的价格发现，还原真实的市场供求，形成有效的优胜劣汰机制，是科创板各项制度市场化的有益尝试。同时，科创板制度改革一经出台就备受市场关注，有关科创板的意义以及其对资本市场的变革影响的讨论不绝于耳。科创板的制度改革能否达到促进科创企业发展、合理配置资源的预期效果？这个全新的板块在运营过程中又会遇到哪些风险？上海交通大学上海高级金融学院科创板风险及防范措施课题组就目前科创板已有的制度规则，逐一剖析科创板可能面临的风险，并提出可行的风险防范措施，为科创板的稳步推进和持续完善提供政策参考。

第二部分：相关风险分析

1、市场对科创企业的定价和风险评估不足的相关风险

与传统 IPO 相比，监管部门不再对科创板上市公司的投资价值做出判断，这一工作将交给市场和投资者来完成。结合 20%的涨跌幅限制和融券机制的引入，科创板的制度安排有利于还原真实的市场供求，促进优质企业的市场价格发现，最终实现资本市场的资源有效配置。

然而市场化的定价机制对券商定价能力要求颇高，是否合理定价显得尤为重要。如果定价过高，则上市后易破发，打击投资者信心；如果定价过低，则会带来非理性打新和上市后的炒作。目前来看，科创板的定价是一个多方博弈的结果。券商为降低跟投风险，有动机压低企业估值；市场参与者为获得配售，报价过高，导致企业发行价接近甚至高于可比同类公司的二级市场价格；一级市场估值过高，寻求退出的 PE/VC 机构有动机拉高上市发行价。无论价格偏向任何一方，都会带来相应的问题。

(1) 非理性打新

如果投资者认为公司发行价偏低，则容易导致非理性打新。赵巧敏和李嘉文（2019）对 108 家已被受理申请的企业的数据进行调查，发现科创板已受理企业的平均预计发行后市盈率为 54.52 倍，约为同期 A 股可比企业估值的 3/5，较二级市场可比公司估值有所折价。然而投资者容易忽略的是 A 股可比企业的估值有可能处于高估状态，而科创板同类企业的上市将带来 A 股的价格下跌。如此一来，参与打新的投资者不但无法享受到打新的红利，还有可能出现亏损。

(2) 破发与大幅亏损的风险

如果发行价格被人为抬高，则会导致上市后的破发。

a) 破发是成熟市场的常态。从美国纳斯达克经验来看，过去五年纳斯达克的 718 家上市企业中，发行首日破发的共 193 家，破发率为 27%。香港交易所在

2018 年上市新规改革后，新股发行也出现类似情况，截至 2018 年 10 月中旬，港交所共有 160 只新股实现 IPO，其中 120 只新股破发，破发率超过 75%。

b) 一级市场追捧的企业进入二级市场得到完全不同的市场反应，投资者应形成自己的判断。以香港上市的生物医药企业为例，信达生物由于在申请上市时第一款产品信迪利单抗已经申报 NDA，在 PD-1 单抗市场明确的发展增强了投资者信心，因而信达生物上市首日股价上涨 108%，涨幅在所有未盈利的生物科技企业中排名第一。相反，上市受到一级市场普遍看好的歌礼制药，以高估值开启 IPO 却由于商业前景不明朗遭到二级市场冷遇，截至 2019 年 3 月 31 日，歌礼制药股价下跌超过 50%，市值缩水 57%。¹

c) 当前的经济环境决定了会有很多亏损企业密集寻求上市。Jay Ritter (2018) 的研究发现 1980-2018 年之间，亏损企业 (EPS<0) 的 IPO 的占比为 36%。但是 2000 互联网泡沫的时候的比例为 81%，2018 年前 9 个月达到了 83%，而亏损企业会有更大的概率破发。当前，低利率政策下的资产荒推高了各种独角兽的估值，而被投资人津津乐道的亚马逊、特斯拉、Beyond Meat 等也让亏损企业有了上市的底气。

相关建议：

通常情况下，引起股价波动的有三个因素，一是公共信息，二是私人信息，三是交易噪音。上市企业的信息披露是公共信息，即便披露再完善也无法对股价有 100% 决定。股票上市后，其价格还受私人信息（通过交易来影响到股价）和交易噪音的影响。因此，对于投资者而言，股价波动的风险是无法避免的。监管层不应该以价格保护为目的，而应该以最大程度的实现价格发现为目标。有利于价格发现的因素，如加强信息披露，引入做空机制都是值得提倡的做法。

(1) 引入做空机制降低非理性打新热度

当公司存在不法行为或业绩下行，引入卖空机制有助于促进股票的价格发现，使公司的股价能够及时反应该公司的真实状况。已有的学术研究发现，在卖空机制相对比较缺失的情形下，整个市场的估值会呈现虚高的现象（例如，Miller，

¹港交所新规一周年札记，投资观察，2019

1977, Stambaugh, Yu 和 Yuan, 2012)。此外还有研究发现 A 股的做空机制有助于降低 AH 股溢价 (MSCI 研究报告, 2010, 李想, 2016)。2010 年之前 AH 股溢价较大, 2010 年部分 A 股上市公司被列入可融券名单之后, 其 H 股的价格跟 A 股的价格开始趋同。该发现也从侧面反应出没有做空机制的 A 股定价虚高。因此, 发挥市场监督作用的卖空机制对市场的价格发现起到重要作用。

科创板股票交易特别规定第十二条指出, 科创板股票自上市首日起可作为融资融券标的。这意味着, 科创板股票上市首日就允许被做空。然而, 与国外成熟市场裸卖空不同, 该做空机制在实施上有一定限制。例如, 已有政策对融券对象、参与机构等均有限制。这需要科创板进一步完善现有的融券机制, 降低做空限制。为了避免极端情况下无券可融的情况, 科创板可考虑在适当时机引入个股期权以完善其风险管理, 从而引入更多长期投资者。

值得注意的一点是, 由于科创板初期股票供需严重不平衡, 投资者的融券热情可能并不高, 融券机制短期内较难发挥企业价值发现的功能。

(2) 加强舆论引导与投资者教育

长期以来, A 股市场由于审核发行人为压低了股票的发行价, 从而导致打新“稳赚不赔”、散户争抢新股中签的乱象。在科创板市场化的定价方式下打新不再稳赚不赔。监管机构应该加强股票破发风险预警和舆论引导。

若风险预警和舆论引导不到位, 散户科创板打新期望有可能落空, 这将影响二级市场参与者的积极性, 进而引发市场交易流动性不足。加强舆论引导和投资者教育, 使投资者明白破发是股市中的一种常态, 进而促使其理性投资。例如港交所上市“新规”后, 大量科技公司出现破发; 美国投资人在投资前会签署“Big boy letter”。

此外, 舆论引导不仅限于个人投资者, 机构投资者也应理性投资。市场初期波动较大, 机构投资者应注重长期投资, 避免短期炒作, 追涨杀跌。

(3) 加强询价环节监督, 促进合理定价

前文分析指出, 券商和上市企业有动机压低发行价, 而配售机构, 以及与企业上市前融资有关联的 PE/VC 有动机拉高发行价。

在这些影响因素中，PE/VC 的影响尤为甚。一级市场的火爆，很容易引起一二级市场估值倒挂。以香港市场为例，估值倒挂在其上市新规实施后已经显现。大批新经济企业包括小米集团、同程艺龙、51 信用卡、华兴资本、映客、汇付天下、歌礼制药上市后股价纷纷破发，有的股价甚至较发行价下跌近 50%。除去宏观经济环境影响，一级市场估值过高是造成香港新经济群体性破发的重要原因。

美团点评 IPO 的估值超过 500 亿美元，远远超过对标企业 58 同城、携程、Groupon、Yelp，市值也已超越京东直逼百度，位列中国互联网市值排名第四。然而，美团点评上市后股价一路走低，背后反映了新经济企业在一级市场估值虚高的普遍现状。2016 年美团 E 轮融资估值 180 亿美元；2017 年 10 月，美团完成上市前最后一轮融资，估值 300 亿美元，较 E 轮估值增长 67%；在其后短短的 11 个月里，美团实现 IPO 估值近 510 亿美元，不到一年的时间，估值再次上涨 75%。类似美团点评这样上市前多轮融资、抬高估值的企业在一级市场并不少见，另一个鲜明的例子是小米。从 2010 年的 2.5 亿美元开始，小米估值几乎每年成倍上涨，到 2014 年 E 轮融资，小米已估值 450 亿美元，翻了 180 倍。在火爆的一级市场的影响下，小米 IPO 的估值为 700 亿（含超额配售权），高估值直接导致了 IPO 后的破发。

热门独角兽在逐利资本的推波助澜下估值虚高。此类企业 IPO 进入机构投资者为主的香港二级市场后，理性投资的机构对新股的高估值并不买单，因而造成了港股新经济企业股价破发或者长期低迷的局面。因此，在 IPO 市场化的定价机制下，科创板需要吸取港交所的教训，对询价定价环节从严把关，力求公正、透明、市场化。通过必要的手段对利益群体予以分割，例如，公司上市前的战略投资者不得参与网下询价，各机构独立报价，杜绝机构之间的价格共谋，一旦发现违规，相关机构要给与重罚。

此外，科创板由于首批上市企业仅 25 家，市场供求关系并不平衡。基于该不平衡的供求关系，市场各方定价者倾向于给出一定的估值溢价。参与者应该基于公司的发展前景，用科学的估值模型给出合理的定价，而不是完全基于供求关系进行估值，这样容易造成定价的扭曲。

2、诉讼机制与投资者保护的相关风险

(1) 诉讼机制市场化不足的风险

近期，上海市高级人民法院发布《上海市高级人民法院关于服务保障设立科创板并试点注册制的若干意见》，上海法院将根据相关法律及司法解释规定，报请最高人民法院批准后，对因设立科创板并试点注册制引发的相关金融民商事纠纷和涉金融行政纠纷，探索由上海金融法院实行集中管辖。针对科创板可能引发的涉众性矛盾纠纷，上海法院将在作出全国首例证券支持诉讼判决和首份示范判决的基础上，进一步健全完善示范判决机制。上高院的举措旨在为设立科创板并试点注册制营造良好法治环境。

此外，最高人民法院也于6月发布《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》，探索完善与注册制相适应的证券民事诉讼法律制度，降低投资者诉讼成本。《意见》第十三条指出“立足于用好、用足现行代表人诉讼制度，对于共同诉讼的投资者原告人数众多的，可以由当事人推选代表人，国务院证券监督管理机构设立的证券投资者保护机构以自己的名义提起诉讼，或者接受投资者的委托指派工作人员或委托诉讼代理人参与案件审理活动的，人民法院可以指定该机构或者其代理的当事人作为代表人。”

两则意见的出台，体现出我国证券民事诉讼的进步。然而，目前的证券民事诉讼依旧存在以下几个问题：首先，A股主板的民事立案条件通常是以证监会的处罚为前置条件，而证监会需要将案件处罚对象具体到个人，过长的审查周期容易让投资人错过诉讼有效期（通常为2年），进而丧失诉讼权；其次，国内投资者需要时刻关注上市公司是否被处罚等动向，时间成本和人力成本过高；最后，与国外默认参与的机制不同，国内集体诉讼为代表人诉讼，愿意参与集体诉讼的投资人需明确表明其态度，这也会导致投资人因沟通信息不畅通而错失诉讼机会。

相关建议：鉴于诉讼的对象认定要求与证监会的处罚对象认定要求不同，前者追究到法人层面，后者必须追究到具体的责任人，科创板的诉讼机制可以借鉴成熟市场的做法，即法院立案时取消证监会的前置处罚依据。²

²在美国提起证券维权诉讼，不需要任何部门的处罚或法院判决作为前提条件。一般而言，只要投资者认为自己是由于上市公司欺诈造成损失或投资者仅仅是怀疑上市公司可能存在欺诈或存在损害投资者利益的情况就可以考虑委托律师提起诉讼。另外如果投资者认为上市公司的高管或董事损害了公司的利益，也可以

此外，为提高办案效率，增强投资者诉讼的时效性，法院和证监会可建立工作联动机制，实现信息共享。法院可将调查令委托证监会投资者保护中心，由证监会投资者保护中心代表投资者做法人层面的责任认定，该步骤完成后，法院依据证监会的材料完成诉讼相关的判定，而证监会再继续追究个人责任人的处罚。该做法有助于法院尽早进入投资者保护的案件调查，避免投资者错失诉讼有效期。最后，市场还应着重培养投资者自我保护的意识以及索赔维权的概念。

(2) 欺诈行为的惩罚力度不够的风险

科创板得以平稳有效运行的关键是各方（企业、审计机构、券商）都能做到尽职尽责，诚实守信，然而上述各方又都是利益最大化的追求者。因此，需要执行严格的惩罚机制以确保各主体的合规行为。

目前，针对上市公司违规行为的处罚面临以下两个问题。一是处罚过轻，几十万元的罚款无法起到警示作用。二是罚款缴纳人的认定存在一定问题。针对上市公司的罚款并非来自既定的违规群体，而是来自股东权益，目前的认定方式可能给本已遭受损失的股东带来二次伤害。

相关建议：完善投资者权益保护基金，强化包括上市公司董监高与相关人员等在内的违规主体的直接或连带赔偿责任，对违规的个人予以严厉惩罚，所有罚款进入投资者保护基金，用于补偿利益受损的投资者。³

3、科创企业信息披露及信息解读的相关风险

科创板的审核权由证监会下放到交易所，上交所将单独设立注册审核部门，该做法有助于缩短企业上市周期，提升上市效率，同时也更加强调了信息披露的重要性。此外，上交所发布的科创板规则指引中，将券商提到了上市审核、发行承销、持续监管的关键位置。在信息披露方面，发行人是信息披露第一责任人，保荐人、证券服务机构要对发行人的信息披露进行严格把关。

严格的信息披露有助于实现股票的合理定价，促进科创板的价格发现功能，

代表公司委托律师提起针对这些高管的诉讼。如果投资者认为上市公司私有化的收购价格过低，也可以委托律师提起维权诉讼。

³我国投资者保护基金的资金来源于评分低的券商，而上市公司罚款则进入国库，安排缺乏合理性。

然而，在实施过程中，却存在信息披露执行难和披露信息解读难的相关问题。

(1) 信披要求的实施和完善

目前发行人在信息披露上存在以下问题。对于是否符合科创板定位问题，企业往往有夸大的成分（准确性）；对于发行人在行业中的地位，未能全面、客观地披露竞争优势和竞争劣势（准确性）；风险因素方面的披露缺乏针对性，对发行人自身的特有风险披露得很少，对共有风险披露得多，甚至有企业将风险提示当成其竞争优势的展示板，例如，不少企业披露的自有风险是“技术不能保持领先”、“研发成果不能较好实现产业化”、“遭遇知识专利侵权”等（准确性）；部分企业的招股说明书存在混淆主营业务的问题（准确性）；还有企业表现出“挤牙膏式”的披露，不问不答，甚至问了不答的情形也不时出现（完整性）。⁴

发行人有动机隐瞒或扭曲披露，这给券商的评估带来一定困难。如果券商缺乏对信息完备性和准确性的判断经验，很容易造成虚假上市。例如，自媒体放牛塘指出，首家获得科创板注册制批复的华兴源创，其半导体行业收入占比为 0.2%，平板显示检测业务收入占比为 98%，但华兴源创在招股说明书里将收入占比仅 0.2% 的半导体业务通过一系列粉饰描述成为主营业务。该自媒体认为华兴源创企图误导投资者按热门的芯片半导体行业对其估值。⁵虽然这次“粉饰”并没有带来实质性的影响，最终对华兴源创进行估值的券商普遍将主营面板检测的 A 股上市公司精测电子作为对标对象，并给出较为接近的估值（浦泓毅，2019），但是该事件也显示出信息披露和评判的难点所在。一旦信息披露无法做到准确、完备，不同投资人之间的信息不对称就无法消除。拥有信息优势的一方势必给另一方带来损失。例如，一级市场的投资人比普通投资人掌握更多企业信息，企业在科创板上市后，仍可能得到原一级市场机构投资人的追捧，其原有股东或者其关联机构可能依然会与之保持密切联系，进而将信息不对等的情形进一步扩大。

相关建议：a) 将上市企业信息进行网上公示，充分发挥公众的监督作用。此次华兴源创事件实际上是公众监督的一个典范。创造一个良好的信息披露环境应该广开言路，允许社会的质疑，即使是明显偏颇的职责也无需多虑。美国有很

⁴对于发行人的问询，往往“三问”过关，个别企业却先后遭遇四次问询。审核人员从 57 问到 17 问，再到 6 问，最终减至 3 问，从侧面反映企业并没有履行必要的信披义务。

⁵该自媒体指出，华兴源创的招股说明书中 122 次提及“半导体”、248 次提及“集成电路”、184 次提及“芯片”，合计达 554 次，而占收入比重达 98% 的平板显示，只提及 367 次。（放牛塘，2019）

多抢噱头的集体诉讼最终不了了之，上市公司并没有向相关的律师追索名誉侵权。上市公司应该像公众人物一样，置于公众的目光下，否则注册制难以达到预期效果； b) 监管层可借鉴美国的 Reg FD (SEC, 2000) 经验，要求上市公司同时向所有投资者进行信息披露。⁶

(2) 规范分析师的行为，保证其客观性、独立性与科学性

科创板的信披制度将分析师推到了一个重要位置，其对披露信息的建议以及解读将成为公司和投资人的重要参考。在信息披露方面，与沪市主板上市规则相比，科创板额外要求上市公司披露对投资决策有重大影响的事项。面对这一要求，公司要么刻意隐瞒一些对公司不利的消息，要么确实不确定哪些消息应该披露。此时，分析师的专业性得以体现，卖方分析师一直被视为企业前景和意见提供的客观预测者，分析师意见有可能为信息披露的重要参考。这种做法会人为的造成某一类消息过热（某一段时间出现一个热点，大家的披露都会侧重相关热点，尤其是分析师再从中推波助澜），并带动股价对该类信息的过度反应。在信息解读方面主要有以下两个问题，一是卖方分析师的利益捆绑（发行人可能是分析师公司的投资银行客户，有利的研究承诺可以成为投资银行服务营销的重要组成部分；分析师的薪酬可能很大程度上取决于产生投资银行业务；分析师可能亲自购买了发行人的首次公开发行前股票）；二是分析师被上市公司收买，错误引导信息披露。加上国内分析师问责机制不够，专业性的欠缺，上述问题会更加严重。

科创板上市规则	沪市主板上市规则
5.1.1 上市公司和相关信息披露义务人应当披露所有可能对上市公司股票交易价格产生较大影响或者 对投资决策有较大影响的事项 （以下简称重大事件或者重大事项）。	2.3 上市公司和相关信息披露义务人应当在本规则规定的期限内披露所有对上市公司股票及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的重大事件（以下简称重大信息或重大事项）。

相关建议：参考美国的 Reg FD 经验，对分析师行为做出约束。美国证监会规定股票分析师不能单独去跟企业进行交流，一旦他们之间有过交流，该交流信息必须及时向市场进行公开。此外还可以通过以下做法消除分析师的利益捆绑问

⁶ Reg FD 规定：当发行人向部分群体披露公司相关信息时，其必须向公众披露该信息。

题:

a) 了解分析师在他们公司中的经济利益，以及分析师薪酬安排(公司是否根据其投资银行部门的盈利能力向分析师支付报酬)，特别是分析师是否向投资银行人员报告。Lori Richards, (2002) 指出，分析师的公司承销了某个 IPO，该分析师总是对该公司进行积极的研究)；

b) 坚决打击分析师的老鼠仓行为；

c) 加强投资者对分析师的认知，美国证监会曾发布一份投资者报告，强调了可能影响分析师建议的众多偏见 (Analyzing Analyst Recommendations, SEC, 2010)。国内可以组织第三方机构对分析师行业进行调研，切实了解分析师的利益冲突并提出合理方案；

d) 限制投资银行与研究分析师之间的关系和沟通。禁止研究分析师受到投资银行部门的监督。此外，除非公司法律/合规部门的工作人员监控这些通信，否则投资银行人员将被禁止在分发之前与分析师讨论研究报告。除了在公司法律/合规部门批准后查明事实外，分析师还将被禁止与目标公司共享研究报告草案；

e) 分析师薪酬相关：禁止证券公司将分析师的薪酬与特定的投资银行交易联系起来。此外，如果分析师的薪酬是基于公司的一般投资银行业务收入，那么该事实必须在公司的研究报告中披露；

f) 加入报告“安静时期”，对于交易不活跃的公司，禁止参与证券发行的公司在公司 IPO 后的 40 天内或在第二次发行后的 10 天内发布公司报告；

g) 分析师在研究报告中清楚地解释他们使用的所有评级术语的含义。分析师还需要提供证券的历史价格变动，并指出公司发起和改变公司评级和价格目标的时点。这些披露将有助于投资者决定对证券公司的评级赋予什么价值，并为他们提供更好的信息来评估其研究；

h) 分析师在公开发表观点时，应披露其所在公司是否持有该股票，以及上市公司是否是其公司的投资银行客户；

i) 分析师对市场的操纵不局限于盲目唱多，分析师看空市场，打压股价以便于自营部门获得低价位筹码亦需要引起监管层的重视。

4、科创板具体规则实施的相关风险

在各项规则制度上，科创板进行了必要的制度创新。具体而言，在退市制度上，科创板力图改变过去亏损企业退市率不足的现状，综合市场指标和财务指标执行严格的退市制度。该做法有助于促进市场优胜劣汰，遏制市场投机。在减持方面，科创板现有的规定有利于科创板企业长期股权结构保持稳定，也有助于打击套现行为。而网下配售则意在为市场引入了大量长期投资者，对维护市场稳定起到积极作用。

总体而言，科创板交易制度逐渐向国外发达资本市场规则靠拢，市场功能得到更大发挥，市场秩序得到更好维护。然而，再好的制度实施起来也会面临操作风险，尤其在是制度本身存在内部不一致性的时候。以下本报告将指出各交易制度在操作过程中可能产生的风险点，并提出相关建议。

(1) 退市制度的实施风险

任何成熟健康的资本市场，必须是一个“有进有出”的市场。上交所理事长黄红元在陆家嘴论坛表示“科创板退市制度标准很严，执行很严，效率会很高”。然而开板初期股票供不应求的情况可能比较突出（目前已有 250 万人开通了科创板交易权限，而上市初期标的股票数量比较有限），投资者的关注导致的交易量活跃，劣质企业不会马上退市，所以优胜劣汰的机制不会马上形成。

其次，现有主板市场的退市周期较长，科创板企业均为直接退市，不再设退市整理期。严退市、短周期、以及退市企业不能恢复上市，这些因素会增加科创板的退市率，也增加了投资者的风险。⁷

相关建议：投资者承担公司因经营不善，正常退市带来的损失，却不应该承受公司弄虚作假而导致的退市损失。对于后者，监管者应借鉴成熟市场的经验，完善投资者保护的配套制度，如美国的集体诉讼制。此外，如前文所述，监管机构应完善投资者权益保护基金，强化包括上市公司董监高与相关人员等在内的违规主体的直接或连带赔偿责任，对违规的个人予以严厉惩罚，所有罚款进入投资

⁷ 国际经验显示，有多个板块的情况下，非主板的退市率均高于主板，纳斯达克（北欧）、泛欧创业板、港交所创业板、日本 JASDAQ 和 MOTHERS 的退市率高于各自主板。

者保护基金，用于补偿利益受损的投资者。

(2) 减持套现的相关风险

a) 科创板的减持要求比纳斯达克严格而细化

科创板的减持制度：高管团队锁定期延长到 36 个月，36 个月后仍然没有盈利的，最多再锁定 2 年。董监高每人每年二级市场减持不超过总股数 1%，非公开转让不受比例限制。大宗接盘的，接盘方要禁售 12 个月。该制度要严于美国市场⁸。过长的锁定期容易造成资金浪费，而科创企业的发展对资金需求强烈。此外，过长的锁定期也会影响企业对上市板块的选择。如果仅仅是因为锁定期的原因导致科创板错失好的企业，对于监管层而言是得不偿失的。

相关建议：即使不能降低高管团队的锁定期，至少在特殊情况下，当高管明确披露了减持原因，及减持资金使用后，可允许高管以一定折价提前减持，并在公司资金宽裕时，再次增持。对于再次增持的时间节点、期限给出明确要求。

b) 减持规定对约束对象的身份界定不够清晰，容易导致执行层面的扭曲。

高管，技术人员，PE/VC，长期资本的减持要求不一样，很容易从中套利。例如高管的锁定期为 3 年，但是技术人员仅为 1 年，而高管和技术人员很容易实现身份转换；战略投资者的锁定期为 12 个月，低于高管团队的锁定期，可以通过战略投资者实现提前套现。

相关建议：身份界定不清或身份重叠时，锁定期从严要求，避免存在套利空间。

(3) 增加网下配售的比例可能增加寻租空间

参与科创板新股发行主要有三类投资者，战略投资者、网下投资者和网上投资者。个人投资者为网上投资者。

	战略投资者	网下投资者	网上投资者
--	-------	-------	-------

⁸ 美国证监会规定了原始股东在上市、管理层股权激励和并购后一定时期内不得售出其持有的股票在二级市场上套现，即锁定期或限售期（Restricted Stock Trade Period），纽交所和纳斯达克为 6 个月。

投资者	一般战略投资者 保荐机构 公司高管员工 特定产品（战略配售基金等）	证券公司 基金管理公司 信托公司 财务公司 保险公司 QFII 私募基金管理人	主要为个人投资者
发行顺序	先	后	后
锁定期	至少 12 个月	无	无
定价权	无	有	无

科创板加大网下配售比例有利于引入更多长期投资者，然而配售对象的选择存在一定的寻租空间。例如，部分企业没有人格化的大股东，内部人无相关利益，该类企业负责人可以通过压低发行价并配售给部分利益相关群体而获利。

相关建议：加大对配售对象的审核，并通过增加企业内部持股来降低寻租动机。

第三部分：展望

科创板及注册制试点是中国资本市场各项改革中具有历史突破性的一次制度创新，发挥着激发市场活力、拓展科技创新型企业融资渠道的先行先试作用，也是中国资本市场对外开放的重要举措。设立初期，科创板各项制度建设在政府有关部门与市场的反复推演、论证下已顺利进入实施阶段。本次课题组在甄别科创板现阶段各项制度风险点的基础上，充分借鉴全球各大创业板失败教训（见附录）、美国纳斯达克市场、香港交易所上市新规改革的制度建设经验，对未来科创板的发展提出三点展望：（一）适度扩大科创板的行业覆盖面，吸引更多领域的科技创新型企业登陆科创板；（二）建立科创板上市分层机制并细化分层上市对应标准；（三）引入互联互通机制，将沪港通、沪伦通纳入科创板，吸引更多

国际资本投资科创板股票，提升科创板国际化程度。相信在一轮又一轮的反复摸索与自我完善中，未来科创板将与主板、创业板、中小板、新三板齐头并进，协同服务不同类型、不同规模、不同属性的企业，共同推动中国多层次资本市场建设进入崭新阶段。

参考文献

- CFAInstitute, Dual-Class Shares: the Good, the Bad, and the Ugly, 2018
- Cremers, Lauterbach, and Pajuste, The Life-Cycle of Dual Class Firms, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper, 2018
- Jay Ritter, IPO data, 2018
- Lori Richards, Analysts Conflicts of Interest: Taking Steps to Remove Bias, Publicspeech, 2002
- Miller, Edward M., Risk, Uncertainty and divergence of opinion, Journal of Finance 32, 1977
- MSCI Inc. , AH Premium and Short Sale Constraints, MSCI Barra Research Paper No. 2010-34, 2010
- Robert F. Stambaugh, Jianfeng Yu, Yu Yuan, The Short of It: Investor Sentiment and Anomalies, Journal of Financial Economics, 2012
- SEC, Analyzing Analyst Recommendations, 2010
- SEC, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99 RIN 3235-AH82, 2000
- 陈晓芳和李瑾瑾, 德国与我国香港创业板失败的原因及启示, 财会月刊, 2010
- 放牛塘, 科创板 1 号华兴源创, 五百多次号称芯片, 但收入占比仅千分之二, 涉嫌严重欺骗, 自媒体公众号, 2019
- 李想, 融资融券以及沪港通对 AH 股价价差影响的实证研究, 西南财经大学, 2016
- 浦泓毅, 科创板第一股“涉嫌严重欺骗”? 这个大瓜是如何强扭出来的, 上海证券报, 2019
- 沈娟, 郭其伟, 陶圣禹和蒋昭鹏, 科创板打新机遇, 收益有望客观, 华泰证券研究报告, 2019
- 赵巧敏和李嘉文, 108 家准科创板企业估值透视, 广证恒生科创板专题报告, 2019
- 朱邦凌, 科创板高估值预期不利于市场平稳运行, 证券时报, 2019
- 诸海滨, 分化的背后日本 JASDAQ 制度借鉴研究, 安信证券, 2017

附录

1. 各板块退市比较

退市指标	主板	中小板	创业板	科创板
交易指标	连续 20 个交易日股东数量均低于 2000 人	连续 20 个交易日股东数量均低于 1000 人	连续 20 个交易日股东数量均低于 200 人	连续 20 个交易日股东数量均低于 400 人
	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 500 万股	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 300 万股	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 200 万股
				连续 20 个交易日股票市值均低于 3 亿元
	连续 20 个交易日股票收盘价均低于股票面值			
财务指标				主营业务空心化
				研发型上市公司主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用
	沪市连续 3 年净资产为负；深市连续 2 年净资产为负			连续 2 年净资产为负
	连续 4 年亏损			连续 2 年扣非净利润为负，

		且营收低于 1 亿元
信息披露规范	未按期披露财务报告，被出具无法表示意见或否定意见审计报告	在现有未按期披露财务报告，被出具无法表示意见或否定意见审计报告等退市指标基础上，增加信息披露或者规范运作存在重大缺陷等合规性退市指标
重大违法	欺诈发行、重大信息披露违法；国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公共健康安全等领域重大违法	

资料来源：证监会

2. 全球典型创业板市场失败案例与归因分析

地区	创业板市场	失败原因
香港	香港创业板	<p>缺乏上市资源：香港高新技术企业少，研发成果少，自身竞争力不足，上市资源严重依赖内地。</p> <p>投资者结构错位：香港创业板公司规模小、风险大且不稳定，机构投资者不愿投资；散户对上市公司不了解，缺少获得公司信息的资源和渠道；香港创业板创立初期，偏高的股价给参与“炒新”的散户带来了巨大的损失，大量股票破发后股价长期低迷，香港散户至今没有解套。</p> <p>转板机制不合理：香港创业板允许向主板转板，导致优质企业纷纷转到主板，劣质公司在创业板大量沉淀，投资者逐渐对创业板失去兴趣，创业板也很难吸引新公司上市。</p>
日本	Jasdaq	<p>板块指数分化严重：代表盈利能力稳定公司的 Jasdaq Standard 市场波动小且三年涨幅达到 210%；代表成长型企业的 Jasdaq Growth 板块指数 2013 年前后波动大，涨幅也较小。</p> <p>交易制度：从竞价制到混合制，依然无法提高交易量。</p> <p>实行转板制：大量 Jasdaq 公司转板至主板，进一步加剧 Jasdaq 市场的低迷。</p>
德国	德国创业板 NeuerMarket	<p>行业覆盖面过窄：IT 行业占据很大比例，以至于德国创业板跟随 IT 行业在互联网泡沫后持续低迷。</p> <p>上市标准过低：概念炒作和劣质公司纷纷得以上市，造成德国创业板上市公司整体质量不高。</p> <p>监管部门审核不严：由于本国资源有限，德国监管部门为吸引国外企业上市，降低了审核标准，此外保荐机构的两名保荐人只作为公司上市的一个必要条件，弱化了保荐机构的责任意识，加上利益驱动，保荐机构放松了</p>

		<p>对保荐责任的履行。</p> <p>缺乏明确的退市制度：只要公司仍在经营没有破产，就不会被德国创业板摘牌，这样宽松的退市环境催生大量垃圾企业充斥市场，缺乏有效的退市淘汰机制进而影响板块内优质企业股价，使得机构投资者纷纷选择离场创业板。</p>
--	--	--

资料来源：德国与我国香港创业板失败的原因及启示，陈晓芳和李瑾瑾，2010