



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

## 深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

# 深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

尹中立

国家金融与发展实验室高级研究员

尹中立：科创板的制度创新

金融供给侧结构性改革，应该说今年最重要的事情就是推出科创板，科创板整个制度的规则已经公开发布，有很多创新，因为时间关系我今天找两个最重要的制度创新来谈一些看法。

科创板在发行制度上、在交易制度上都做了重大创新。

## 第一，发行制度的创新

为什么要推出科创板？当然是因为我们现有的 A 股市场存在着严重的不足，用“困惑”两个字应该说都是显得比较中性的。A 股市场目前所存在不足的表现是什么？从结果来看，我们最有创新能力的公司都不在 A 股市场，虽然我们也有茅台、万科、格力电器，但毫无疑问我们最近十年代表着新兴力量的这些科技类公司没有包含在 A 股市场。最具有讽刺意味的是，十多年前我们准备设计创业板市场的时候，搞了创业板第一批的名单，这个名单里面华为公司最终被我们现有的制度淘汰掉了，就是说我们不仅仅是在美国、在境外上市的那些 BAT 无法登录 A 股市场，而且还有代表中国制造业灵魂的华为公司曾经跟我们的 A 股市场有过不解之缘，但失之交臂。三年前，我们又

推出了新三板市场，我们也希望新三板市场能够弥补我们前面的不足，但遗憾的是，新三板现在接近1万家企业，我们用“鱼龙混杂”这四个字描述现有的新三板市场应该是不过分的。

现有的市场缺陷是怎么导致的？

**第一个，与 IPO 制度的缺陷是密切相关的。** IPO 制度从教科书的角度来看，就是要把市场上最有竞争力的、最好的企业推荐给股票市场的投资人，在现实当中我们如何去把最好的企业选出来呢？我们设置了一个严格的财务指标要求，希望通过这样一套制度体系把我们最好的企业筛选出来。但结果是，财务指标只代表过去，无法代表未来，通过财务指标的方式筛选出来的上市公司基本上都是“人老珠黄”。用专业的术语来说，选出来的都是进入了成熟期的公司，没有办法把那些最有生命力的公司选出来。所以 IPO 之后，净资产收益率、其他的财务指标都是每况愈下。我们希望通过 IPO 选出“俊男美女”，结果选出来的都是“大叔”“大妈”，这就是市场的缺陷。因为科技类公司有它自己的生命特征，在前期有巨量的财务投入，如果用财务指标的筛选方法，毫无疑问它们无法进入中国的股票市场，这是筛选方式的缺陷。

**第二个，我们投资银行本身的工作也出现了重大缺陷。** 资本市场最重要的事情是，希望投资银行作为中介机构完成它的定价功能，但是现实当中定价是由证监会定的，由行政监管部门去确定价格。投资银行成为一个写材料的写手，和市场定价毫无关系，所以导致了我们的投资银行缺乏竞争力，这是投资银行之所以做不大、做不强的重要原因。

**我们推出的科创板制度，试图在 IPO 制度上弥补我们前面的不足，启动了“跟投”制度，就是在一家公司进入股票市场的时候，保荐的投资银行必须真金白银按照 IPO 的价格去投资这家公司，其作用机理就是强化投资银行保荐上市公司的责任，将 IPO 定价与投资银行的自身利益进行捆绑，实现了**

**资产定价的买方约束**（资产定价的买方约束在中国的股票市场一直是不存在的，所以导致了诸多的缺陷）。**我们认为这一制度可以有效遏制公司在上市过程中的财务造假行为。**导致中国上市公司良莠不齐的很重要的原因是，我们很多公司为了满足 IPO 的标准，财务造假是比较普遍的，虽然不能说全部，但是十分普遍。**第二可以有效减少各种寻租行为。**我们在证监会的盛行审批过程中，“批条子”的现象是十分常见的，但是让投资银行拿真金白银去给这家公司保荐的时候，这种行为在一定程度上可以得到遏制（虽然不能说完全杜绝），从而提高上市公司的质量。

**在讨论的过程中我们发现，这种制度也有副作用：**因为跟投之后，投资银行与上市公司之间在一定程度上会形成一种合谋的关系。在整个资本市场的体系制度建设当中，我们希望投资银行承担“看门人”的角色，但是跟投之后这个“看门人”的角色就失去了独立性。

**我们提出两个建议：第一，在券商内部设立防火墙制度，让投资银行保荐人员的收入与跟投所得进行有效隔离。第二，券商的研究部门不能去推荐自己保荐的上市公司。**如果做到这两点隔离，就可以在一定程度上防止前述的副作用。

**第二个创新，是交易制度上的创新。**

**现行的交易制度缺乏做空机制，**我们在资本市场设计之初，接近 30 年前，我们的初衷可能是为了减少市场的投机，那个时点上情有可原，因为中国资本市场在刚刚设立的时候面临着巨大的意识形态压力。在那种背景下，为了减少市场对股票市场的这种指责，减少投机气氛，是必须要考虑到的，所以没有设计做空机制。**但是结果不仅没有减少投机，反而导致了近 30 年来我们看到的两大市场怪圈。第一，政策市的怪圈。**因为投资人只能在上涨过程中赚钱，所以人气高涨的时候资金和股价形成了正反馈的循环，一直涨到你

象不到的高度，就是股价没有最高，只有更高。涨到监管部门无法容忍的时候，必须要进行干预，要出台政策打压股票市场价格。打压之后，市场一旦反过来进入熊市的时候，因为缺少对冲机制，投资人需要忍受股价下跌，融资功能会快速地萎缩，这个时候又需要政策的刺激，在政策刺激下股市又进入了下一轮循环。所以股市就在政策的打压和刺激之下完成牛市和熊市的交替，总是无法打破怪圈。因为政策市确立之后，投资者往往关注的是政策导向，而不是经济运行的基本面，所以久而久之就出现了很奇怪的现象：每当经济不好的时候，我们希望通过股市来刺激经济，所以导致了中国的股市周期经常性地和经济周期相背离。我有一个学生试图做“股市周期和经济周期的关系”，我说你别做，做出来的结论贻笑大方，因为中国的股票市场在 28 年当中，大多数时候，至少 25 年时间这个现象是存在的：**中国的股市周期和经济周期几乎是完全背离的，原因就在于政策市的确立。**

**第二个怪圈，就是做庄。**因为股市涨起来了以后，只能在股市上涨中赚钱，很多民间的投资高手把股价炒高之后，拿市值炒高后的股票到金融机构去质押融资，拿到的钱继续炒高股价，股票市场进入了一个类似的庞氏骗局。一旦资金链断裂，股市崩盘，特别是如果一系列的股价在同一时点崩溃，就会形成系统性风险，这在中国的股票市场已经多次出现，去年类似的庄股崩盘系统性的涌现。

**科创板在交易制度上做了新的安排，强化了融资融券制度。**科创板的股票在挂牌的前五个交易日没有涨跌幅限制，而且从第一个交易日开始，处在锁定期的股票可以用于融券。这解决了什么难题呢？克服了我们现有融资融券制度只能融资不能融券的缺点，而且涨跌幅限制放宽到 20%。**但是我认为这还不够，必须还要完善我们的做空机制，应该以投机来遏制投机，而不是希望仅仅通过监管来遏制投机。**

**第二，完善做空机制要推出集体诉讼制度。**因为科创板很多是高新技术企业，存在着更加严重的信息不对称，为了弥补这个缺陷，我们应该鼓励专业的中介机构和学有所长的个人，利用集体诉讼机制来减少股票市场的信息不对称，让他们在瞄准上市公司诉讼的过程中得到专业的奖励和补偿。如果这个制度能够完善，我们的科创板制度就可以在一定程度上弥补当前 A 股市场的不足。期待着我们未来的科创板不再是“大爷”“大妈”的天下，更多的是“俊男美女”成批的出现，培养出中国下一代的 BAT。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。