

# 创业板交易新规即将施行 市场制度更趋成熟化

证券时报记者 唐佳

创业板注册制首批企业将于8月24日亮相,与之同步亮相的还有创业板交易新规。整体而言,创业板本次交易制度改革,在充分借鉴科创板既有经验基础上,兼顾创业板现有市场特点和投资者结构,引入创新机制安排,进一步提升市场活跃度、提高定价效率、加强风险防控,促进平稳运行。

## 优化新股交易机制

与科创板类似,创业板注册制发行的新股,在上市前5日不设涨跌幅限制,盘中设置30%、60%两档停牌指标,各停牌10分钟。但与科创板不同的是,创业板注册制是一个存量增量市场的改革,投资门槛也不一样,不可简单套用科创板炒新的模式。

我们将视线倒回2019年7月22日,当时科创板25个股齐刷刷上涨,首日平均涨幅约140%,不设涨跌幅限制的2-5天走势开始出现分化,有14个股涨幅为负值,平均跌幅为1.55%。以科创板的经验来看,注册制下的炒新并不是一个稳赚不赔的投资。有资深市场人士认为,放开涨跌幅限制后,新股上市不再一字板,溢价或在上市首日充分体现,前5个交易日振幅可能会非常大,无论投资、投机,都不建议普通投资者参与。他表示,新规通过放开涨跌幅、提高停牌指标阈值、缩短停牌时间,适应股票上市初期

价格波动较大、换手率较高等特点,在股价剧烈波动时,可以发挥冷却市场情绪的作用。

本次交易制度改革,最受投资者关注的800多只创业板存量个股及相关基金,日涨跌幅限制将从目前的10%放宽至20%。

对此,中山证券首席经济学家李湛认为,这将进一步提高市场活跃度,给予市场较为充分的定价空间,对资本市场长期发展来看,是市场制度更趋向于成熟化的标志。

有部分投资者在接受记者采访时担忧涨跌幅放大后,会加大市场波动。从科创板1年多的运行效果来看,涨跌幅限制放宽后,大部分公司在开始波动会较大,但此后波动性趋于平滑,回归合理定价,而优质的龙头公司表现较好。

创业板存量个股,我相信大多数涨跌幅依然会在10%以内,能够超出10%涨跌幅的,只是少数或个别股票。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示,放宽涨跌幅,会使得个股的交易更充分,多空双方博弈更均衡,有助于股价回归合理正常估值。”

## 价格笼子防范大幅波动

新规中的“价格笼子”也受到投资者关注,即限价申报的买入价格不得高于买入基准价格的102%,卖出价格不得低于卖出基准价格的98%。“价格笼子”会使得游资快速打板的难度大大增加,但对正常的交易行为没啥影响,仅对偏离市场



中山证券首席经济学家 李湛:

将进一步提高市场活跃度,给予市场较为充分的定价空间,对资本市场长期发展来看,是市场制度更趋向于成熟化的标志。

武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新:

放宽涨跌幅,会使得个股的交易更充分,多空双方博弈更均衡,有助于股价回归合理正常估值。

价格较高的高价买单和低价卖单进行限制,普通投资者不用担心。”深圳一私募基金经理表示。

在申报上,新规考虑投资者的交易习惯,保留买入申报为100股及其整数倍,零股需一次性卖出的规定,仅在申报上限上做了一些限定,如限价申报单笔数量不超过30万股,市价申报单笔数量不超过10万股。

此外,新规还对两融机制进行了优化,新股上市首日即纳入两融标

的,并引入转融通市场化约定申报方式,证券公司借入股票当日可供客户融券卖出,还扩大了融券券源,将战略投资者配售获得的在承诺持有期内的股票纳入出借范围。

后期随着注册制的逐步推行,A股可能逐渐会对标美股、港股的

交易规则。涨跌幅放宽对未来创业板带来更大流动性的同时,也意味着更大的波动、更高的风险,对专业能力要求更高,如果风险承受能力较低、或交易经验不太丰富的投资者,可以通过投资创业板基金的方式参与。”前述私募基金经理表示。



## 创业板注册制进行时

# 中国资本市场将成为全球人民币资产配置中心

(上接A1版)在这样的时刻,回顾资本市场变革历程,探讨市场基础制度建设,我想应该是一件有意义的事情。

我脑海中的设想是,中国资本市场将会成为全球人民币资产配置中心,可以海纳百川,兼收并蓄。世界上资本市场产生发展已经有几百年了,对我国来说,资本市场属于“舶来品”,经过了引进、消化、吸收和创新,用30年时间差不多走过了西方国家上百年的历程,展现出极大的后发优势。同时,也应看到,我国资本市场发育先天不足,市场结构不均衡,资源配置效率不高,市场波动过大,仍具有明显的新兴加转轨的特征,要实现我们的理想,还有很长的路要走,但我们充满信心与期待。

证券时报记者:资本市场要想承担起中央赋予的重要职责,离不开全面深化改革,您提到“资本市场改革要实现七大转变,改变‘倒金字塔’结构”,都有哪七大转变,如何理解这七大转变?您提到的这七大转变里,有哪些是资本市场非常急需需要进行的转变?

肖钢:为了适应未来发展趋势,我国多层次资本市场改革发展应当坚持以需求为导向,以竞争为基础,以创新为引领,努力实现以下七方面转变。一是在市场层次上,从塔尖到塔基,拓宽塔基,夯实基础。二是在市场组织上,从场内到场外,在建设场内市场的同时,有序扩大场外交易。三是在市场重心上,从融资到投资,从侧重融资功能到更多重视投资者权益保护。四是在市场募资上,从公募到私募,在弥补公募短板的同时,大力发展私募市场。五是在市场质量上,从数量到效率,既要重视投融资数量增加,更要重视资金使用效率提高,资源配置效率改善,以及风险对冲与管理,资本发展衍生活品市场。六是在市场开放上,从封闭到开放,加大市场双向开放力度,提高开放水平。七是在市场管理上,从管制到竞争,适当放松管制,鼓励竞争与创新,加强事中事后监管。

长期以来,在资本市场建设中,场内市场,轻场外市场;重融资,轻投资;重数量,轻效率;重公募,轻私募;重现货市场,轻期货市场;重管制,轻竞争。造成这种现象的原因很多,比如说理念认识要有一个逐步深化的过程、初始条件和历史惯性产生的路径依赖、投资者基础和法治基础薄弱、政策协调成本偏高、监管资源不足等因素,导致资本市场的“倒金字塔”现象。

资本市场是一个复杂的生态系统,我提出的七大转变也并不一定全

面,但是这七个方面基本上是互为条件和互相促进的,需要逐步协调推进。我们欣喜地看到,科创板设立一年多以来,解决了一大批科创企业的融资和定价问题,为推动落实国家创新战略提供了强大助力。新三板精选层也正式开板运行了,创业板注册制改革即将落地。总的看,在市场层次的延展上,我们的推进速度是很快。当然,也要看到我们的市场运行质量和效率可能还需要进一步提升。当前急迫的事情是要研究如何拓宽塔基的问题,如何加快发展私募市场与场外交易问题。

证券时报记者:指数涨跌始终是监管者的“魔咒”,面对当前的市场行情,应该如何平衡好监管本位和市场指数之间的关系?

肖钢:虽然今年以来A股市场曾发生过震荡行情,但相比国际市场,表现出较强的韧性与活力。Wind数据显示,到7月底,沪深两市总市值已突破80万亿元。A股上涨具有经济宏观面、基本面的支撑,反映了投资者对于我国后疫情时期经济复苏前景的风险定价,对于促进投资与消费、提振市场信心、改善企业资产负债表、促进实体经济恢复与发展具有积极作用。同时,也应看到,股市属于虚拟经济形态,也是一个风险市场,当前应重点防范杠杆资金带来的风险和冲击,严禁禁止银行资金违规或者绕道流入股市。

监管部门的核心职责是维护市场公开、公平、公正,维护投资者特别是中小投资者合法权益,促进资本市场健康发展。因此,必须回归监管本位,“监管姓监”,对违法违规行“零容忍”,强化监管执法的能力,提高执法的速度、质量和效果。

## 蓝筹股率先试点“T+0”交易风险可控

证券时报记者:单从市场表现来看,过去的这30年,A股投资者总有“牛短熊长”的感触,是什么原因导致中国股市难以长牛?

肖钢:我国股市“牛短熊长”的原因是复杂的,多方面的。

实证研究表明,IPO、增发和大股东减持都会增加股票二级市场供给,但对大盘和个股价格的影响都是短暂的,改变不了股市的中长期走势。供给的增加往往会导致需求的消化,供给的影响也会被市场需求所消化。股票供求关系不同于商品供求关系与货币供求关系,既是一个理论课题,又是一个现实问题,在境内外不同的股票市

场,股票供给与需求对市场的影响也是不一样的,这些都值得进行深入研究。平衡好上市公司和投资者利益关系的一个核心问题是股票定价,除了受股票供求影响外,还涉及如何科学度量股价的方法与工具,人们的预期在定价中也发挥着重要作用。我们常常看到这样的现象:一些人看好的公司,股价起不来,反之亦然。一些赚钱的公司不值钱,而一些尚未盈利的公司却很值钱。这说明股票定价只能交给市场来决定,由参与市场主体按规则相互博弈,让市场在资源配置中起决定性作用。

证券时报记者:今年以来,随着中国资本市场各项改革加速推进深水区,市场上关于“T+0”交易的呼声也此起彼伏,在您看来,未来“T+0”交易回归股票市场是否可期?

肖钢:T+0交易是境外资本市场普遍采用的一种基础性制度。根据国际证券业协会(ISSA)数据,44个全球主要市场中有42个市场允许T+0交易。目前,我国股票市场不允许T+0交易,而在交易所债券、债券ETF、黄金ETF等证券品种上允许T+0交易。从长远来看,在A股市场实施T+0交易是交易制度未来改革的一个方向。但T+0交易也存在一些弊端,比如,容易诱发投机炒作行为,在特定的情况下可能会引发暴涨暴跌。不少实证研究表明,大部分参与T+0交易的个人投资者是亏损的,在我国目前个人投资者占比极高的情况下,何时实施、怎样实施T+0交易必须慎之又慎。蓝筹股盘子大,估值稳定,波动较小,抗操纵性强,率先试点T+0交易风险可控。

证券时报记者:保护投资者尤其是中小投资者的权益,是资本市场监管者的首要责任,在注册制的改革氛围下如何做好投资者保护,您有哪些看法和建议?

肖钢:我国股票注册制改革的背景下,散户投资者应摒弃监管部门对新股发行人盈利能力和投资价值“背书”的理念,而应通过对披露信息和市场行情的研判,自主决策、自担风险。如果由于上市公司欺诈等原因导致损失,除了有关部门依法及时启动行政刑事措施之外,投资者还可积极运用民事诉讼的方式维护自身权益。

随着注册制深入推进,A股投资者结构发生变化应该是大概率事件。研究表明,中长期投资者可以稳定市场预期,同时对上市公司治理起到积极作用,因此发展长期投资者是落实资本市场供给侧结构性改革的关键举措。美国等境外成熟资本市场,也经历了早期以散户为主逐渐过渡到以机构投资者为主的阶

段。随着我国资本市场逐渐走向成熟,对投资的专业性要求不断提高,机构投资者的比例应该会逐渐增加。

今年3月份实施的新《证券法》,新增的以投资者保护机构作为诉讼代表人的证券集体诉讼制度,既体现集体诉讼核心要素,又能够有效预防集体诉讼群体性风险的发生,体现了中国特色,为发挥投资者保护机构作为代表人的引领作用提供了法律依据。将来在条件成熟时,可以考虑放宽代表人范围,更多发挥社会和市场力量,通过民事诉讼方式追究违法者责任,保护受害投资人利益,净化资本市场环境。

证券时报记者:上市公司质量问题始终制约着中国资本市场的发展质量,对于提高上市公司质量,您有哪些建议?退市喊得很响,做得很少,应该如何解决?

肖钢:提高上市公司质量是一项系统工程,需要上市公司、监管部门、投资者及市场各参与主体的共同努力、久久为功。上市公司作为市场主体,提高自身质量责无旁贷,承担第一责任。要坚持走稳健合规发展之路,强化诚信契约精神,严格按市场规律办事,不盲目扩张、不偏离主业,尊重和回报投资者,积极践行股权文化。监管部门要通过有效监管、持续监管、分类监管、科技监管,完善市场机制,优化市场环境,稳定市场预期,提高上市公司信息披露质量。要加大退市力度,实现资本市场有进有出、新陈代谢的良好生态。中介机构要归位尽责,切实发挥好资本市场“看门人”作用,严格履行核查验证、专业把关等法定职责,督促上市公司规范运作,真实披露。

目前来看,近几年来,退市制度逐步发挥优胜劣汰、优化资源配置的功能,具体而言:一是退市结构发生变化,强制退市市场案例增多,退市指标从原来主要为上市公司历年财务状况转变为以交易价格(1元面值以下)为主,由市场自主选择企业的退市,投资者用脚投票;二是各方认识逐渐统一,各方面认识到企业退市是市场经济的自然过程,退市阻力普遍减少;三是与退市制度相关的各项配套工作逐步成熟,证监会系统、地方政府、新闻媒体等多年来形成了一套应对公司退市的协调配合机制,确保了退市相关工作的平稳推进。

我国退市制度未来的改革方向,就是探索建立适合我国国情的市场化退市机制,让上市公司的自愿退市成为基本方式和主要形式,让监管部门实施的强制退市成为辅助形式,二者互为补充,有效衔接,使退市制度真正发挥优胜劣汰、优化资源配置的功能。通过市场的吐故纳新,不断提高上市公司质量,以适应有

活力、有韧性的股票市场的需要。

## 中概股“回流”对中国资本市场具有重要意义

证券时报记者:这几年,资本市场迎来了改革提速的周期,过去多年喊过的政策都在一一落地,您认为相比此前,资本市场政策落地的外部环境有很大变化么?

肖钢:是的,外部环境发生了很大变化。比如,我国宏观经济调控能力与效果明显增强,货币政策更加稳健、灵活与适度,宏观经济保持稳中向好趋势。法治环境进一步改善,新《证券法》系统总结了我国资本市场的实践经验,在许多方面作出重要修订。上市公司结构优化,质量提升,公司治理改善。市场监管制度进一步完善,监管执法明显加强。投资者教育与保护力度加大,各类投资者特别是个人投资者日趋成熟,投资者结构得到改善。诚信体系建设取得重大进展,信用信息覆盖面扩大,数字经济、数字金融迅速壮大,金融对外开放进一步扩大,所有这些都为资本市场改革发展营造了良好的生态环境。因此,我们应当不失时机地推进资本市场基础制度变革。

证券时报记者:中国资本市场持续推进双向开放,要在国际舞台上与成熟市场同台竞技,有哪些长处和不足,尤其是瑞幸咖啡造假事件以及中概股“回流”引发国内外大量关注,应如何正视存在的问题,如何扬长避短?

肖钢:资本市场上的欺诈发行、财务造假、内幕交易、操纵市场等违法犯罪案例境内外都有发生,关键是要全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”的要求,加大打击力度,大幅提高违法成本。

中概股“回流”对中国资本市场具有重要意义。一是有利于改进上市公司结构,一批中概股是最具活力、反映我国经济新动能的优质企业,回流后可以吐故纳新,提高上市公司整体质量。二是有利于国内投资者更多地分享公司发展红利,为投资者提供多元化的投资标的,改善A股回报率。三是有利于增强我国资本市场的国际竞争力,进一步开放股市,改革完善各项基础制度,提高服务效率与水平。四是有利于维护我国科技安全和经济安全,做好外部冲击的应对工作。

随着我国金融市场积极稳妥对外开放,全球投资者对中国宏观经济长期向好的信心不断提升,会进一步加大对中国资本市场的配置。从全球资本市场竞争力因素看,我国在市场规模、市场流动性、市场活跃度等重要指标方面已经排在世界前列,但在法治指数、营商便利指数上,我们排名靠后。尽管在很短的时间内,我国资

(上接A1版)

为遏制衰退,经济活动急剧收缩时,金融活动反而必须扩大。原来的调控目标是广义货币与社会融资规模增速略高于名义GDP增速,今年上半年高出10多个百分点。预计今年总体杠杆率和部门杠杆率都会出现较大反弹,金融机构的坏账可能大幅增加。”郭树清称,2019年银行业新形成2.7万亿元不良贷款,出现疫情“黑天鹅”后,资产质量加倍劣变不可避免。由于金融财务反应存在时滞,目前的资产分类尚未准确反映真实风险,银行即期账面利润具有较大虚增成分,这种情况不会持久,不良资产将持续暴露。

当前,国际上许多国家特别是最发达国家,采取了强刺激做法。短期看,这一做法有利于稳定经济与金融,但是中长期效果则存在很大不确定性。郭树清称,在以美元为主导的国际货币体系中,当前美国这种前所未有的无限量化宽松政策,实际上也消耗着美元的信用,侵蚀着全球金融稳定的基础,会产生难以想象的负面影响。新兴经济体可能面临输入型通胀、外币资产缩水、汇率和资本市场震荡等多重压力。更严重的是,世界可能再次走到全球金融危机的边缘。

面对新冠肺炎疫情发生后金融领域出现新的重大挑战,郭树清表示,要切实增强忧患意识和风险意识,有序处置重点领域突出风险,实现稳增长和防风险长期均衡。从现阶段来看,做好以下工作尤为重要:全力推动国民经济恢复正常循环,加快金融供给侧结构性改革,尽最大可能提早处置不良资产,防止高风险影子银行反弹回潮,及时处置不同类型机构风险,稳步扩大金融业对外开放,切实加强金融消费者教育和保护,进一步加强党对金融工作的领导。

其中,在加快金融供给侧结构性改革方面,郭树清称,要不断完善资本市场基础制度,引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设,推动养老金在资本市场上的占比达到世界平均水平。

本市场在全球的地位得到显著提升,但总体而言,仍然是新兴加转轨的市场,处在

全球第二梯队,未来发展仍然任重道远。近期美国对中国公司出台了限制措施,这既不利于中国公司海外融资,也不利于美国资本市场发展,可以说是损人害己。当前正值我国科技创新活跃期,大量有活力、有创意的公司层出不穷,给A股市场注入了新的动力,同时也提出了新的更高要求,要进一步推进注册制实施,加强法治建设,着力提高上市公司质量,加大监管执法力度,切实维护投资者特别是中小投资者的合法权益。说到底,还是要坚持市场化、法治化、国际化的改革取向。

证券时报记者:您首倡股票发行注册制并且积极推动落实,目前这一政策已经落地并逐步推开,对于继续推进这项改革,您有何建议?

肖钢:注册制率先在上交所科创板试点,从制度供给的角度看,我认为,科创板目前亟待解决的短板问题,就是要建立长期投资者制度,鼓励引导更多长期投资者参与科创板。从中长期板块建设的角度看,长期投资者制度的落实,有利于实现投资和融资关系的平衡,有利于解决市场供求形势变化带来的市场估值和交易各方利益结构性调整问题。

股票市场投资者大致可以分为三类:第一类是短期方向型交易者,主要获取短期波动的价差收益,同时为市场注入丰富的流动性。第二类是中长期价值型投资者,主要以获取股息和长期增值等收益为主,根据公司的基本价值,采取买入并持有、动态调整的策略,成为市场中长期价格中枢,发挥市场“稳定器”的作用。第三类是套利型投资者,主要在期现货之间进行跨市场、跨产品交易,有利于价格发现和稳定定价效率。股票市场研究一般认为,中长期价值型投资者的市值占比超过一半,交易量占比约三分之一,属于比较合理的情形。

中长期价值型投资者一般采取逆周期投资操作,从而客观上有利于二级市场稳定运行。即通常采取买入并持有方式,按年度预期收益参数动态调整持仓,且保持市值相对稳定。同时,通过参与公司治理,提升上市公司质量,通过支持公司成长壮大而获得长期收益。

中国资本市场并不缺少资金,但缺少足够的真正做长期投资的“长线”。从科创板行稳致远的角度看,必须从长期视角切入,建立起长期投资者制度,对真正采取长期策略的机构投资者建立公开备案名单,使其在发行询价、定价、配售过程中发挥更大作用,获得更多的机会,并自愿承担长期投资的相应责任,促进市场流动性、波动性、平稳度与市场功能相匹配。