

# 借鉴成熟市场经验 完善科创板制度设计

## 军民融合 是生产体制的变革

□国务院国资委研究中心研究员 许保利

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋  
中国银河证券宏观研究员 张宸



视觉中国图片

上海证券交易所将设立科创板并试点注册制,此举对上海国际金融中心和科技创新中心建设,完善资本市场基础制度,具有深远的战略意义。注册制有利于更好地发挥资本市场价格发现、融资、资源配置三大基础性功能。通过高质量的信息披露和尽职调查,令投资者能够清楚了解到发行人的商业模式、盈利来源、风险挑战等对投资决策有用的信息,使投资者能够根据这些公开的资料对投资标的做出价值判断和风险预期。

笔者认为,对照成熟市场的相关经验,利用设立科创板并试点注册制的契机,可以考虑对一系列市场基础性制度进行改革创新,以适应现代资本市场发展的需要。

### 建立可追溯的备案

在投资者适当性管理方面,个人投资者参与科创板的适当性条件,不应只关注资金面规模指标,而应该对投资者具体财务信息建立可追溯的备案。投资者的身份特征和与交易标的公司的关联性,内部人和涉内部信息相关人等要进行申报,如本人或直系亲属是否为某个或某些上市公司的重要股东和高级管理人员等,以便监管机构在交易过程中或事后可以追溯并鉴别是否为内幕交易、关联交易或市场操纵。要通过规则和制度进行规范和阳光化,保障公平公正公开原则的真正落实。

投资者适当性管理的核心在于衡量投资者的资金来源与性质所体现的投资者市场身份,以及该身份所可能衍生的潜在市场行为是否适当。在投资者适当性管理方面,不妨借鉴成熟市场的一些有益经验。例如,纽交所以“了解你的客户”为原则,要求证券交易商对每一个注册成会员客户的个人信息、订单交易情况等进行审核,包括对相应掌握代理权主体的个人情况进行全面调查,即对投资者进行交易事前尽职调查。

纽交所要求其注册的机构会员对投资者的适当性进行判定,相关规定指出:成员组织或与成员组织有联系的个人必须有合理的根据,相信所建议的涉及担保或证券交易、投资策略适合客户,其判断所依据的是通过成员组织经一定方式获得的信息,从而可以确定客户的投资概况。客户的投资概况包括但不限于客户的年龄、其他投资、财务状况和需要、税务状况、投资目标、投资经验、投资时间范围、流动性需求、风险承受能力以及客户可能就此类建议向成员组织或与成员组织有关的人披露的任何其他信息。

进行投资者交易事前尽职调查的好处不

仅仅在于投资者保护,而且在于尽调本身可以使监管部门对所有市场参与者做到心中有数、有据可查。其职业、资金来源、收入水平等信息均做到备案可查之后,该投资者与某个或某几个上市公司存在的内幕人或内部人关系必将昭示,则异常交易发生之后,监管部门可以做到按图索骥追溯到具体的行为。同时,投资者尽职调查本身也是一种到位的信息披露,对于投资者本身是一种教育与警示,令其自觉遵守法律法规,维护市场秩序。

一旦构建起基于投资者交易事前尽职调查与披露的投资者适当性管理机制之后,目前市场上存在的一些内部人运用多个账户进行违规减持套现,或在一级市场上违规参与重大兼并重组的、有碍市场公平交易的行为将无所遁形。

笔者认为,投资者适当性管理本身应成为市场信息披露的有机组成部分,而信息披露应当在法制规范下充分、及时、可核查。注册制的核心之一是在法律规制与监管部门的有效监督之下,市场主体进行充分、及时与可核查的信息披露。所谓法律规制在于每一项信息披露,从公司财务信息到市场参与者本身的信息备案都有法可依。上市公司与市场参与者依法提供格式化的申报材料对应于披露的详尽信息,向市场公开呈现或备查必要的信息,以供广大市场参与者与监管部门随时可据备案内容进行核查。同时,信息披露贯穿所有市场参与者进行交易的事前、事中、事后各交易环节,一旦发生依法需披露、应披露的事项,均需及时向监管部门及市场进行披露。对于应披露但未披露,或者蓄意隐瞒、提供不实信息的市场主体应依法予以严惩,以维护市场秩序。

### 保障市场流动性和稳定性

坚持市场化的价格形成机制,以科学的

交易机制设计保障市场的流动性和价格发现机制的有效性。市场流动性是市场建设成败的关键。我国主板市场目前采用计算机自动对盘的指令驱动系统进行集合和连续竞价,各类投资者直接参与竞价交易。当市场流动性充足,市场信息透明及时对称,这种交易形式是非常有效的;而当市场流动性缺失,信息不对称严重时,这种交易形式的隐含交易费用将提升,容易出现包括市场波动过快、波幅过宽等问题。一些股票的流动性问题严重,资金进出困难,难以通过充分交易形成有效价格;机构行为不具有维护市场稳定的特征,反而成为助涨杀跌的动力等。而且还会给一些内部人或投机者留有市场操纵的空间。这也是成熟市场如纽交所不采用纯粹的连续竞价机制而采用混合机制(辅助做市商机制)的根本原因,纳斯达克更是采取纯粹的做市商交易机制,以保障信息不完备或不完全对称状态下的市场流动性和稳定性。

笔者认为,以高科技创新、创业企业为上市企业主体的科创板,因为上市企业大多属于规模较小、风险较高、创新性强、定价难度高的新兴产业,如果完全承袭主板的交易机制,则容易延续乃至放大上述已经存在的问题,最终使得市场流动性枯竭导致市场建设失败。因此,必须在市场建设之初,就充分考虑以一系列科学的体制机制设计,保障市场的流动性,实现市场在充分交易基础上的价格发现与资源配置功能。

从目前的科创板交易机制的设计细节来看,仍有一些可商榷之处。例如,在科创板首发、增发上市的股票,上市后的前五个交易日不设置涨跌幅限制,之后设置每日20%振幅的涨跌停板,这一机制仍值得进一步论证和斟酌。首先,在前五个交易日没有涨跌幅限制的时间段,却暂未见到明确配套的熔断机制或临时停牌机制;其次,首发及增发五日之

后,又设置了20%的涨跌幅限制,市场相方人士对此规定存在的疑问有待具体回应。同时,目前上交所保留了“根据市场需要,经中国证监会批准,在科创板实施做市制度”的权力,也就是保留了未来在科创板实施做市商交易制度的可能性。

市场的公开、公平与公正原则是一切交易机制设计与交易活动的根本基础,监管部门的主要职责就在于维护市场的三公原则,及依据该原则所制定的一切相关法律法规得以始终严肃地贯彻执行。笔者认为,监管部门的根本职责其实就是依法维护市场秩序,比如督导市场参与主体及时充分地披露必要信息。依法依规违反市场法规的主体责任人,监管部门通过对市场信息的充分把握及有力执法,实现对市场的有效管理,也进而达成市场发展、提升市场效率与保护投资者的目标。

在信息披露的具体要求方面,特别是重大交易的及时披露方面,目前的规则还有可供进一步完善的空间。从目前的相关规定来看,上市公司发生重大交易达到所要求标准的,应当及时披露。笔者认为,应该将各类标准进一步严格界定,比如可以考虑对于发生重大交易涉及金额占上市公司总资产、总市值、营业收入与净利润5%及以上的情况,均要求披露。同时,披露时间可以明确为重大交易发生前10天或至少5个交易日,给予足够时长,以便信息充分披露,在内部人行动之前,被市场参与者平等地接受信息并有充分的时间做出相应的交易和安排。

总而言之,笔者相信在借鉴成熟市场过往长期实践而形成的有益经验基础上,通过周密的可行性论证与调查研究,对基础机制进行优化设计,科创板将为我国资本市场的改革发展探索出一条有益的道路,进而为我国实体经济的长期可持续发展奠定坚实的金融市场基础。

# 券商资管业务转型应精准定位

□海通证券资管公司产品与业务创新部总监 刘赞

随着全球金融市场的发展演变,资产管理行业分为银行主导阶段、市场主导阶段和证券化阶段三个阶段。相较而言,我国资产管理行业尚处于萌芽阶段,整个金融体系仍维持银行主导型模式。各类资产管理机构之间基本属于资金来源机构、投资管理机构和通道机构的上下游关系。然而,伴随“资管新规”和一系列配套政策的落地以及银行理财子公司的获批,国内资产管理行业竞争格局的重塑正呈现加速态势,原有的市场结构已逐步被打破,各类资产管理机构必将寻求新的业务发展方向及战略布局。

《2018年中国资产管理行业报告》的数据显示,2018年国内资管行业总规模约124.03万亿元,较上一年度有所回落,其中券商资管、基金子公司以及信托公司分别下降2.5万亿元、2.0万亿元和1.9万亿元,合计下降达6.4万亿元。与此同时,以通道、刚兑、资金池等业务居多的资产管理机构受到的冲击和影响相对较大,其管理规模也面临持续下降,甚至已有部分基金子公司宣布撤销,相关人员部分被并入母公司。整体而言,在复杂的外部环境及资管新规的实施下,未来资管行业发展的不确定性仍很大。

当然,占据资管业务核心资源的资产管理机构或许在这场新的竞争格局中不会太差,诸如银行理财子公司在资金端和资产端方面占优,券商资管、公募基金及保险机构的研究、投资与管理都有主动管理能力,信托公司在另类资产管理业务方面具有一定优势。因此,各资产管理机构务必要结合自身优势加强战略布局,

尽早抉择,抢占先机。

作为未来大资管的重要参与力量,券商资管应当如何应对,笔者认为,可考虑从以下几方面着手:

首先,建立“以人为本”的激励机制,引进并留住优秀人才。公司业务的发展关键在于人才。近几年,我国资产管理行业快速发展,信托公司、券商资管、保险资管、期货资管、私募机构、公募基金和银行理财等多类别投资管理机构的出现,已加剧了人力资源的竞争。

然而,随着银行理财子公司的获批,各银行机构又积极发布社会招聘公告,抢占并引进投资研究、估值核算及运营、产品研发及管理、风险管理、审查审批、法律与合规、销售管理和金融科技等各类优秀人才。

因此,为了建立有竞争力和持久稳定的团队,提升公司投研综合实力,券商资管应当敢于在激励及考核机制方面进行创新与突破,对接市场化的薪酬体系,设置合理的职级体系以及在在职培训体系,通过各类团队活动等提升团队凝聚力及业务水平。同时,建立并完善利益分享机制,最大限度地让员工利益和公司利益绑定在一起,提升员工的向心力,激发优秀人才的积极性。

其次,依托和整合券商自身资源,充分发挥其禀赋优势。通过数十年的发展,券商已经在经纪业务和财富管理方面积累了大量风险偏好相对较高的理财客户,在投资银行业务也沉淀了较多的优质企业客户和交易资源,而且

在销售交易和证券研究业务更是位居资本市场的前列。

因此,券商资管可以凭借销售和客户服务队伍的建设,加强对机构和渠道的全覆盖,并对重点区域与渠道进行巩固优势,同时及时了解客户需求,为客户提供专业的大类资产配置建议和服务,提升客户服务质量,增强客户黏性。除此之外,甚至有些大型券商还具备较强辐射和覆盖全球资本市场的国际业务能力,为高净值客户或机构客户提供海外资产配置服务。

根据目前的相关规定,银行理财子公司发行的公募理财产品可以直接投资于股票,但因权益类资产配置能力尚在建立之中,故银行理财子公司在权益类资产配置上可能仍需较长准备时间。在此期间,券商资管可以依靠自身投研实力成为银行理财子公司合作机构,为其提供多样化的策略选择及强大的投研能力。因此,委外业务对券商资管而言仍然具有相当的空间和机会。

最后,申请获批公募业务管理资格,弥补现有业务形态的短板。根据规定,银行理财子公司可发行公募和私募两种产品,与“基金公司+基金子公司”的产品体系一致,即银行理财子公司等同于拥有公募和基金子公司两块业务牌照。随着银行理财子公司的陆续开业和运营,这不仅对券商资管有较大影响,而且与银行资管业务及客群重合度较高的公募基金也将因此受到较大冲击。

为了保持竞争优势,规避业务短板,券商资

管尤其是大型券商资管纷纷申请公募业务管理资格。截至2018年底,取得公募基金业务管理资格的券商或券商资管子公司已达13家。公募业务管理资格的获批,有利于券商或券商资管子公司建立公私募资管产品线,积极创设ETF等被动管理类产品,丰富和完善资管产品体系,逐步培育和形成涵盖权益类投资、固收类投资、量化投资、跨境投资及其他另类投资等多类公募资管产品,满足投资者的财富管理需求,并为投资者创造长期价值。

结合国际资管行业的经验,笔者认为,未来能够长期生存的资管机构可能大致分为三类:一是具有规模效应且能够降低管理成本的资管机构。例如国外的贝莱德基金,其2018年底管理的ETF产品规模达1.35万亿美元,正是由于被动管理型基金的规模效应具有极低的管理费率,使之能够为投资者提供较好的投资回报,因此可以源源不断地吸收新增资金,形成良性循环。

二是具有显著渠道优势的资管机构。如美国管理规模前二十位的资管机构中有三分之一为银行系,国内基金公司规模前十家中有近四成为银行系子公司,渠道优势能为资管机构提供先天禀赋。

三是拥有较强主动管理能力并为投资者持续创造超过市场指数投资收益的资管机构,但是这类机构的管理规模难有持续大幅增长。因此,在大资管时代和竞争日益加剧的宏观环境下,券商资管应当尽早决断,结合自身特点找准未来的发展定位,积极谋划业务发展之路。