

# 保持IPO常态化严把入口关 服务经济高质量发展

□ 中信证券首席策略分析师 秦培景

近日，“监管机构将放宽IPO的盈利要求、加快IPO审核节奏等”的消息在市场报道流传。监管机构于4月27日发布答记者问，就有关事项予以了及时的澄清和说明。

## IPO常态化发行由来有时 不会影响市场运行

实际上，近年来为更好服务实体经济，监管机构持续提高审核效率，推进和保持新股发行常态化。2016年至2018年，分别有227家、438家和105家公司实现IPO上市，2019年已有40家公司IPO上市；2017年之前排队在审企业由最高点895家下降到目前26家，加上之后新受理企业，目前在会审核企业共280家。新股常态化发

行已成为市场运行的重要特征，有效支持了企业的发展，得到市场各方的肯定与支持。

IPO常态化发行的重要基础，是国内资本市场体量的不断成长。截至2019年4月27日，沪深两市上市公司共3617家，两市总市值和流通市值分别约56万亿元和45万亿元，近几年两市日均成交额在4000亿元-5000亿元，今年以来两市日均成交额超过6000亿元。当前，在会审核的280家IPO企业，计划募集资金合计约2500亿元，不到目前日均成交金额的一半；申报上海证券交易所科创板上市企业93家，计划募集资金约900多亿元，融资量也较为有限，A股市场容量完全能够消纳IPO的常态化发行。

市场数据和经验也表明，A股市场走势与IPO发行节奏的相关度较低。2017年IPO发行家数是2018年的4倍，融资额是2018年的约1.7倍。

但市场表现方面，2017年上证综指是小幅上涨，而2018年则是下跌。今年以来，A股市场指数有较大幅度上涨，近期每周3-4家的IPO发行安排，融资数量更是相对较小，不会对市场运行产生影响。

## 严把上市入口关 保持市场预期稳定

为服务实体经济的高质量发展，监管机构注重从源头上提高上市公司质量，在公司治理、规范运行、信息披露等多个维度对IPO企业严格把关，并在系统化研究总结监管审核经验的基础上，充分征求市场各方意见发布了《首发业务若干问题解答》，有效促进了IPO在审和发行企业质量的不断提高，市场生态改善明显，监管政策可预期性也显著增强。

清晰严格的IPO审核标准，有利于拟上市公司更好规范运行，提高自身公司治理、管理能力和经营绩效。数据分析表明，目前在会审核的280家IPO企业，盈利状况较为稳定，近3年净利润及营业收入增长率总体波动不大，IPO常态化发行将进一步向市场输送优质上市企业。

当前，设立科创板并试点注册制的相关工作正在稳步推进。根据科技创新企业的特点，监管机构作出了相应的包容性制度安排，在IPO审核标准方面也保持了一致性的基本要求，同样保证和促进了市场各方预期的稳定。

今年以来，A股市场新增流入资金日益增加，其中外资通过沪深港通加大投资A股，今年前4个月累计净流入超过1000亿元。近日，科创板基金募集也得到了投资者的积极申购。市场普遍认为，从源头上提高上市公司质量、保持新

股发行常态化，设立科创板试点注册制，将进一步推动国内资本市场的法治化、市场化进程，也会使更多上市企业及投资者受益，推动投资者对A股市场的积极预期、吸引更多境内外投资资金。

总体来看，目前国内资本市场发展得到各方面的重视与支持，IPO审核标准的清晰化、发行常态化已成为国内资本市场优质“源头活水”的保障，是建设市场良好生态的重要方面。在市场各方对于提高资本市场发展质量信心和期望不断增强、资本市场改革开放措施系统化推进的背景下，继续保持新股常态化发行，严把资本市场入口关，有利于保持市场预期的稳定，有助于更好发挥资本市场配置资源的作用，为资本市场服务实体经济高质量发展提供更坚实基础。

■ “证券公司董事长谈证券业高质量发展”专栏

# 大力发展直接融资 提高要素配置效率

□ 天风证券股份有限公司董事长 余磊

- ◆ 建设强大的资本市场、大力发展直接融资是解决信用创造机制不畅等重大问题的有力抓手
- ◆ 从制度层面构建以集体诉讼和损害赔偿为原则的法律体系，形成以强大投行为基础的强大资本市场
- ◆ 探索一条实现中国特色的资本市场核心功能的路径，实现信用创造机制的再造
- ◆ 以增量改革为原则、证券公司为主导、机构投资者为支撑，对资本市场进行改革试点

从2018年12月中央经济工作会议上提出的“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，到中共中央政治局第十三次集体学习时提出“深化金融供给侧结构性改革”，资本市场的定位上升到了前所未有的高度。随着中国经济转型驶入深水区，大力推进金融供给侧结构性改革，压制过剩和低效金融供给、创造高效金融供给，提升配置效率，为国家经济转型打造一套高效的资本形成的新引擎，已经成为资本市场的历史性任务。

## 建设强大资本市场 大力发展直接融资

过去20年，我国资本形成的引擎是以商业银行为主体的间接融资。在快速工业化、城镇化过程中，银行可以高效率地把储蓄动员起来，快速转化为长期资本形成，迅速提升经济的资本密度。但是随着传统经济模式下资本投入的边际产出率快速下滑、经济转向高质量发展的诉求愈发迫切，高度依赖银行和“影子银行”进行信用创造的金融体系逐渐暴露出诸多弊端。

第一，企业融资所筹集的资金大部分以债务形式计人，被用于支持既有债务体系循环的比例越来越高，因此相同规模的间接融资对经济增长的边际拉动逐渐下滑，进而不断推升全社会债务水平和杠杆率。根据国际清算银行（BIS）的统计，2018年三季度中国宏观杠杆率（不含金融部门）已达到252.7%，处在历史高位；M2/GDP达到202.9%，在世界各国主要经济体中高居榜首。我国金融体系盘根错节相互牵连的潜在风险、地方政府的隐性债务风险等，皆与此有关。

第二，经济转向高质量发展需要大量创造技术资本、人力资本、智力资本、信息资本、知识资本，形成一批以科技、知识、技术、数据等要素为核心的新经济产业。这类企业的资产更多表现为专利、技术、商誉、平台等无形资产，具有发展速度快、股权结构复杂以及盈利不确定等特点。但银行主导下的间接融资模式不能形成风险共担、收益共享的市场化融资机制，且偏好重资产、周转快的传统工业，一些具有成长潜力但尚未进入成熟期的创新型企业在资本市场中经常面临间接融资困境。

因此，要解决中国经济发展过程中的高债务、信用创造机制不畅等问题，改变金融体系脆弱性，创造足够的信用增长推动经济高质量发展，亟须改变以间接融资为主的融资结构，建立强大的资本市场，通过直接融资提高要素的配置效率。截至2019年2月，社会融资规模存量中的间接融资（贷款）占比高达68%，直接融资（股票+债券）占比仅为17%，其中股权融资占

比更是不到4%，未来可以提升的空间非常大。

长期以来，由于股票供求结构、上市公司行业结构和投资者结构等失衡，证券公司责任缺位等深层次问题的存在，我国资本市场的规模和功能难以得到有效提升。例如，2018年末，沪深两市总市值43.49万亿元，约占GDP的48.31%；而美国上市公司总市值37.8万亿美元，约占美国GDP的184.3%。对比中美GDP体量和上市公司市值体量，中国的资本市场规模至少存在翻倍的空间。要解决资本市场中存在的长期问题，需要从增量改革的思路出发，对资本市场进行彻底的体制机制变革。资本市场改革也必须要有国家经济转型打造一套高效的资本形成新引擎。

## 构建以集体诉讼和损害赔偿为原则的法律体系

大国崛起和资本市场的强大休戚相关。20世纪初，美国投资银行在证券市场为美国钢铁业筹资，美国得以建立了强大的钢铁工业，尔后美国的国防军工、汽车、造船业的崛起等基本都是借助资本市场完成的。20世纪70年代，美国资本市场及创业基金等投融资体系开始进入飞速发展期，成功对接了生物医药、通信、电子信息、新材料等科技创新，正是这段时期的有效对接，使得美国经济快速高速发展。

强大的资本市场核心功能在于效率定价、价值发现，把经济资源导向最有效率的产业和企业，创造价值。我国资本市场从20世纪90年代发展至今，出现的问题就在于一直没有培养完善能够承载资本市场核心功能的市场化主体和基础制度。

市场化主体是谁？是强大的投行。首先，投行可以发挥资本市场的定价机制作用，使资本市场的长期估值趋于合理化；其次，投行的交易撮合能力能够为资本市场创造流动性，长期稳定资本市场的价值中枢，成为资本市场的压舱石；最后，投行通过参与上市公司长期投资，对上市公司形成约束和管理，引导长期资金入市，使得大量资金转化为经济发展的长期资本，为中小企业、创新型企业提供权益型资本，提升全

社会创新资本的形成能力。

因此，中国的资本市场要实现高质量发展、打造中国创新资本形成的新引擎，需要建设一批强大投行，需要有中国的“高盛、摩根士丹利”去承载中国资本市场的核心功能。美国的资本市场从1792年《梧桐树协议》以来，经过两百多年自上而下的历史积淀，已经形成了集信托责任、商誉、专业精神、高超的金融技术于一身，掌握市场定价权的投资银行。

制度层面的问题同样重要。2019年2月22日，习近平总书记在中央政治局集体学习时强调“深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力”，并提到中国证券市场的惩戒成本过低。对比美国乃至全球的最有效率和深度的资本市场，美国的资本市场之所以如此强大，是因为制度层面构建了一套非常完善的法律制度体系，即资本市场的两根支柱——集体诉讼和损害赔偿。

科创板作为改革的试验田，其中一个重要的任务就是构建资本市场的两根支柱，一定要支撑起中国未来证券市场基本架构。

## 探索实现中国特色资本市场核心功能的路径

中国的资本市场迫切需要培育出能够承担资本市场核心功能的市场化主体，因此，找到强大投行的形成路径，应成为资本市场改革坚持的方向。

美国的高盛、摩根士丹利等投资银行可以掌握市场的定价权，是因为它经历了两百多年自上而下的市场积淀。但现阶段中国经济转型业已驶入深水区，各方面矛盾盘根错节，并没有太多的时间和空间去接受市场要素自然培育生长的过程。所以我们可能需要另辟蹊径，尝试以商业银行的模式去探索一条实现中国特色资本市场核心功能的路径，用商业银行“资本为王”的模式去实现“中国特色”的资本市场核心功能。

资本从哪里来？在具体操作上，可选择具有系统重要性的综合性证券公司和质地优良的地方性证券公司，向全国社保基金和各地方社保基金大规模发行可转换债券、永续债券或优先

股权，由全国社保和各地方社保认购。社保以划拨的国有企业和国有金融机构的股权为质押，央行以相应交易结构支持。事实上的“政府信用”注资后，有条件的证券公司可以进一步再向社会发行股份募集资金。由此，投行可以有相当规模的资本金，进而再去撬动形成庞大的企业权益资本。

从宏观层面而言，上述改革使得央行信用通过证券公司的中介作用形成信用扩张，在传统的商业银行和财政渠道之外开辟直接融资这一新的信用创造渠道，有利于疏通目前不畅的信用创造机制，将资金导向实体经济。

举例而言，目前我国131家证券公司资本总额约为1.6万亿元，如果借由注资和市场融资将资本金扩大至5万亿元，其中2万亿元用于建立二级市场流动性长期稳定机制，3万亿元用于建立一级市场发行承销机制，并且规定投行在承销股票时需以自有资金认购10%的发行股，将由此撬动形成企业30亿元的权益资本。如果摊到5年运行，每年新增权益资本融资6万亿元，占每年新增社融规模的1/4，那么全社会的资本结构会得到根本性改造，高杠杆高债务问题可得到实质性解决。更大的意义在于，在此过程中，我们能构建创新型资本形成的金融资源配置体系，随着市场体系和制度环境改善，支持足够多的能够承担风险的PE和VC资本投入到创新中去，国家创新优势和创新发展路径才能形成。

## 从增量改革思路出发 建立新的市场板块

我国改革开放40年，最成功的经验就是先进行“增量改革”，再由“增量改革”到“存量改革”。中国资本市场的存量规模已然很大，如果直接在原有板块上进行监管制度和运行机制的重大改革，很容易对现有市场产生较大冲击，不利于市场的稳定运行。因此，决策层从“增量改革”的思路出发，建立新的市场板块作为改革试验田，试点注册制并建立有效的隔离机制。除了试点注册制以外，在新市场中还可探索发行、上市、交易、中介责任、监管等环节的配套制

度改革创新，让市场机制发挥更大作用，取得经验以后，再向全市场推广，从而切实解决资本市场长期存在的老大难问题。

在试点改革过程中，证券公司获得注资后必须要用自身资本参与到资本市场业务当中，肩负起证券市场“看门人”的职责。一是要求券商以自有资本参与认购其承销的证券并锁定3-5年，将券商与二级市场投资者利益绑定，形成市场化约束力量，这样券商在市场中选择IPO企业的时候，会强化对市场的责任，选择优秀的可持续盈利的好企业。二是要求券商在证券上市后，全面承担起其对上市企业的研究支持、市场定价和流动性支持等义务，强化券商对发行企业的持续督导责任，建立保荐人长期保荐、保荐代表人声誉约束、投行业务内控约束等事前约束机制，这将在很大程度上有助于解决上市公司质量较差、发行定价效率低下、上市后运作不规范等证券市场的一系列顽疾。

长期机构投资者的壮大是资本市场发展的另一支柱。大力发展长期机构投资者，既是壮大资本市场的必然要求，也是金融体系优化结构的内在需要，更是资本市场改革稳定进行的有力支撑。要切实放宽养老基金、保险资金、各类社会保障资金等机构投资者进入市场的门槛和融资门槛，形成多元化、多层次、相互竞争的专业化机构投资者队伍。使机构投资者的理性投资成为市场的主导性潮流和力量。特别是在新股配售环节加大对长期机构投资者的政策倾斜力度，促使其有效参与新股询价，把证券公司、机构投资者、公众投资者、上市公司等资本市场参与主体的利益有效联结起来，核心是理顺价格形成机制。在“投资多元化、运营专业化、信息披露透明化”的原则下，长期机构投资者可扮演市场“最后投资人”的角色，在股票市场出现非理性的严重低估时购入相关股票，既可以起到稳定市场、提振投资者信心的作用，又可以降低这类长期资金的资产配置成本，提高其长期投资回报水平。

通过增量改革化解我国资本市场长期以来积累的一些根本性矛盾，建立长期健康的向好预期，使我国经济逐步以资本市场为中枢而得到新的发展动能。春江潮涌，当前我国正处于经济转型升级、动能转换的关键期，建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场有利于引导更多的金融“活水”浇灌实体经济，有利于推进更多的风险资本投入创新，最终使企业受益于融资便利提升和创新资本积累、投资者受益于市场价值长期稳定、居民受益于财富保值升值，打造与全球第二大经济体匹配的强大资本市场。(本专栏由中国证券业协会与中国证券报联合推出)

# 做精做专 中小投行蓄力科创板新赛道

(上接A01版)长城国瑞证券相关

人士认为，不排除一些保荐机构会在特殊窗口期采取一些技术手段来降低自身风险。需要明确的是，券商并不具备绝对的定价权，为确保定价有效性，往往需要多次询价，这很大程度上限制了券商大幅抬高或压低发行价的可能，不排除后续或会出台更多补充细则来规范这种套利行为。

“证券行业声誉效应明显，券商的成长是要经历市场长期考验的，为短期或单个项目的收益而违背市场规则可能得不偿失。”长城国瑞证券表示。

## 跟投规模尚不构成实质性障碍

按照指引规定，券商需以自有资金，按照发行规模的不同认购发行人2%—5%的首发股票，且锁定两年。此前有投行人士表示，从目前科创板受理企业的拟募资规模来看，大部分券商跟投的“弹药”或相对充足。也有市场人士指出，中小券商或面临较大资本压力。

在朱权炼看来，科创板的跟投资金对券商资本压力还是较大的。因为券商自有资金在此之前均已分配到各条业务线，并没有富余的存量资金作为资本金投资另类子公司。对于中小券商来说，压

力可能更大一些，融资需求更迫切。

长城国瑞证券相关人士对记者表示，指引进一步强化保荐机构的职责，也引导券商从通道型投行向综合型投行转变，这既针对头部券商也包括中小券商。

“不可否认这确实对中小券商的资本实力产生考验。但根据指引所列示的几个档位，再结合实际情况来看，申请企业募资规模多数都在十亿以内，跟投规模的上限在4000万元，这个出资规模目前对中小券商并不构成实质性障碍。关键还是看企业质量和未来发展实力等硬指标，只要企业经我们初期孵化确实属于特别优质的有发展前景的高科技企业，公司会加大自有资金投入力度，确保能够将更多更好的创新企业推向市场。核心是对企业质量的把控，而非贪多求大。”上述长城国瑞相关人士表示。

## 中小投行力求突围

跟投机制对券商的资本实力和资源整合能力都提出了更高要求，同时投行业务的同质化及市场的发展趋势使得投行项目向头部券商集中。值得注意的是，部分精品投行在科创板“盛宴”中并未缺席。

由华菁证券保荐的一家医疗器械公

司在科创板上市申请已获受理。朱权炼介绍，在新经济领域，华兴资本及华菁证券储备了一些优质的科创板项目，大部分为新经济领域的创新企业。科创板的推出，为这些公司提供了新的选择。

“随着我国资本市场开放的不断深化，国际资本与国内市场进一步深度融合，需要投行具有国际的研究视角和资源配置能力。”朱权炼表示。

长城国瑞证券认为，大券商在行业地位、资金实力、以及项目来源等方面确实具有一定优势。但科创板好似新赛道，中小券商仍有机会合力突围。中小券商优势在于运转机制灵活高效，并且能够聚力发展，专注聚焦某行业、某区域或某类客户群体，做精做专，避免陷入单纯拼资本的死循环。尤其是一些具有集团背景的中小券商还拥有相对更为广泛和深厚的战略伙伴及客户网络，利于储备长期资本客户。

“目前公司科创板储备项目共计十多个。”华福证券相关业务负责人表示，公司于4月成立了科创板业务专项攻坚工作组，由公司总裁牵头，投行条线、兴银资本、兴银投资相关负责人共同组成，并于近期发布了相关业务分工协作工作指南，发挥联动优势，深挖业务机会。

# 推动制造业高质量发展政策料加速出台

(上接A01版)长期来看，解决结构性、制度性问题仍需加快深化改革、扩大开放等措施落地实施。

## 多地明确制造业发展路线图

为推动制造业高质量发展，今年以来，多地密集发布相关实施意见，明确制造业发展的路线图。

近日，《广东省培育电子信息等五大世界级先进制造业集群实施方案(2019—2022年)》及五大产业集群专题行动计划(征求意见稿)发布。方案提出，到2022年，基本培育形成电子信息、汽车、智能家电、机器人、绿色石化等五大世界级先进制造业集群。

天津市出台的《关于进一步加快建设全国先进制造研发基地的实施意见》提出，到2020年，基本建成全国先进制造研发基地，先进制造业比重达到70%以上。到2030年，全面建成全球领先的先进制造研发基地。

此外，上海此前发布的《全力打

造两个世界级产业集群，分别是电子信息产业集群和汽车产业集群等。

“在精准施策的同时，培育世界级先进制造业集群已成为当前各地发力的重点。”专家指出，加快发展先进制造业，培育世界级先进制造业集群，不仅对缓解要素成本上升压力、破解产业结构矛盾和提升制造业国际竞争力具有直接的积极作用，而且对促进经济增长新动能、缓解资源环境约束和促进区域协调发展也具有重要意义。

## 六方面推动制造业高质量发展

中国社会科学院工业经济研究所研究员吕铁认为，当前及未来较长一个时期，制造业增长保持基本稳定和平缓变动的前提下，以提质增效为发展重点，抓住制造业转型升级的“时间窗口”，加快结构调整，推动发展方式转变，实现新旧动能转换。应全力完善制造业体系顶层设计，突出重点，协调推进，大力建设产业创新体系，注重创新成果产业化，注重推动三次产业融合发展，积极探索建立区域产业协作机制。

“下一步应着力提升制造业创新动能，建立健全制造业高质量发展的政策体系，使制造业占国民经济比重稳定在合理区间。”专家指出，推动制造业高质量发展应在以下几个方面发力。

一是着力提升技术创新能力。加强关键核心技术攻关，启动实施关键领域核心技术创新能力提升工程，持续推进制造业创新中心建设工程。二是推动产业链优化升级。加快处置“僵尸企业”，实施新一轮重大技术改造升级工程，加快发展5G、人工智能、物联网、车联网、工业互联网、智能机器人、虚拟现实、生物医药等新兴产业，培育发展一批先进制造业集群等。三是着力促进融合发展。推动新一代信息技术在制造业领域的深度应用，并推动先进制造业和现代服务业深度融合。四是着力培育优质企业群体，培育一批具有国际竞争力的世界一流制造企业。五是着力营造制造业高质量发展环境。大力改善制造业营商环境，进一步落实汽车、船舶、飞机的对外开放政策等。六是加大对先进制造业财税金融方面的支持。