



★北京律协课题★

V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

北京大学金融法中心与万商天勤律师事务所
科创板研究报告（之二）

二〇一九年十一月

北京 BEIJING

北京市朝阳区建国路86号
佳兆业广场南塔T1座12层 100124
12/F, T1 South Tower, Beijing Kaisa Plaza,
86 Jianguo Rd, Chaoyang
District, Beijing, 100024, PRC
Tel: +86 10 82255588

www.vtlaw.cn



课题总负责人：

彭冰（北京大学教授、博士生导师、北京大学金融法研究中心执行主任）

李宏（北京市万商天勤律师事务所主任、北京大学法学博士、北京大学法学院法律硕士生兼职导师）

执笔人：

张翕、程海宁、乔同超、张迈

课题组成员：

徐猛（北京市万商天勤律师事务所创始合伙人）

徐春霞（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

李云丽（北京市大成律师事务所高级合伙人）

杨兆全（北京市威诺律师事务所主任、合伙人）

孙涛（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

周游（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

董亮（北京市万商天勤律师事务所合伙人）

王毅（北京市万商天勤律师事务所）

目录

科创板交易规则分析.....	5
一、投资者适当性制度.....	5
二、交易制度.....	9
（一） 单笔申报数量限制.....	9
（二） 日涨跌幅限制.....	10
（三） 前 5 个交易日不设涨跌幅限制.....	13
（四） 做市商制度.....	14
（五） 会员有义务拒绝影响市场交易秩序的委托.....	16
（六） 融资融券.....	17
三、股份减持安排.....	18
（一） 未盈利企业的首发前股份减持.....	19
（二） 受让特殊股份后的转让限制.....	20
（三） 核心技术人员的首发股份转让限制.....	21
四、并购重组.....	21
五、持续信息披露.....	23
（一） 行业市场信息披露.....	23
（二） 重大事项分阶段披露.....	24
（三） 调整适用规则.....	24

（四） 其他变化.....	25
六、 余论.....	26

科创板交易规则分析

科创板的设立一方面是企业上市发行注册制的增量改革试点，另一方面也是为了给我国战略新兴企业提供更加便利的融资市场，符合科创板定位的新产业、新业态往往具有高速增长、快速迭代、股权结构复杂以及未来盈利能力不确定等特点，而且目前科创板主要面向的是这类产业中尚处于创业期、具有成长潜力的非成熟企业。因此可以认为科创板市场是介于创投市场和传统 A 股市场之间的“类创投”股票市场，投资科创板市场的风险将具有一定的创投市场风险的特征，整体风险水平将显著高于传统 A 股市场。

一方面，考虑到科创板高风险的特征和我国股票市场不成熟的现状，我们认为在增量改革尝试的初期应为科创板设置一定的交易准入门槛，限制缺乏相关投资经验的个人投资者直接进入市场，并配套相关的市场风险防控措施，在初期市场培养阶段对相关投资者和科创板市场提供保护；另一方面，注册制股票上市发行制度是我国资本市场未来的改革方向，但注册制在我国全面推行的效果尚难预测，在大规模推行之前，首先在对整体资本市场影响有限的增量市场中进行探索性尝试，再根据市场反馈情况对相关制度逐步改进、调整，以进一步抉择如何放开市场限制、更大范围推广注册制改革是比较适合目前市场情况的改革路径。因此对科创板市场规模和市场参与者加以限制是有必要的，这可以防止过多短期逐利资金非理性流入科创板市场，将作为资本市场改革桥头堡的科创板市场异化为类似传统 A 股的博傻、炒噱头的“是非之地”。

一、投资者适当性制度

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》中的要求，个人投资者参与科创板交易至少应符合以下条件：

- 1、 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）。
- 2、 参与证券交易 24 个月以上。

3、上交所规定的其他条件。

除此之外还要接受券商的投资者适当性评估并签署风险揭示书。可以看出，对于个人投资者，科创板采取了类似于全国中小企业股份转让系统（后称“新三板”）的准入制度，对于个人投资者设置了资金实力和投资经验双重投资适当性门槛，要求参与科创板的个人投资者有两年投资经验和 50 万元以上较为稳定的个人证券资产。与新三板投资者适当性标准的 500 万元资产数额不同，科创板要求的资产数额较低，为 50 万元，但科创板仅以证券账户和资金账户内资产数额为考察对象，新三板是将所有典型的金融资产都包括在内。很明显，监管者希望科创板的个人直接参与者在具有一定的经济实力的同时，还需要是一个相对“老练”证券二级市场交易参与者，而不仅仅是对更广义的金融投资有所了解。

投资者适当性制度本质上就是对证券发行、交易对象进行某种程度的特定化，进而对发行对象特定化目的在于为投资者提供适当的保护。一个投资者是否需要证券法的保护，主要包括两个层面的问题：1、该投资者是否能够获得所需要的相关信息；2、该投资者是否有能力对该投资信息进行分析并作出投资决策。对发行对象范围的讨论最早是为了区分公开发行与非公开发行，¹将不同投资者进行分类并区别对待的逻辑在于：对于成熟的投资者，通常认为其不但有能力作出投资决策，而且有能力自己获得相关的投资信息，因此不需要证券法上强制信息披露制度的保护，针对这些成熟投资者的证券非公开发行也就不需要受证券法强制信息披露制度的限制；而对于不成熟的投资者，其投资决策能力和信息获取能力有限，因此其参与投资需要证券法的特殊保护。²但是就像试图准确判断一家企业是否具有“持续盈利能力”一样，想要界定一名投资者是否属于无需额外保护的“成熟投资者”显然是非常困难的。

针对这一困境，美国 SEC 试图采用三个较为客观、确定的标准来界定获许投资者：投资经验（主要是机构投资者和私人商业开发公司）、和发行人的关系（发行人董事和高级管理人员）以及财富标准。机构投资者有丰富的投资经验，显然不需要证券法额外保护；发行人的董事和高级管理人员基于其与发行人的关系，

¹ 我国《证券法》对于公开和非公开发行的区分还有人数标准，当针对特定对象发行证券累计超过 200 人时依然构成公开发行，这里的人数标准是否有理论基础仍有争议，但并非本文关注重点，对此不做讨论。

² 参见：彭冰，《中国证券法学》，高等教育出版社第二版，第 46~47 页。

熟悉发行人的情况，有能力充分保护自己；基于财富标准的理由则在于：这些投资者即使没有足够的经验作出理智的投资判断，他们雄厚的资金实力也能让他们聘请专业机构帮助其投资，另外，足够的财富也使他们有更强的承担投资风险的能力。³

需要注意的是，上述标准通常是用来界定可以豁免发行政程序的非公开发行的，作为公开发行股票市场，科创板的投资者适当性限制所采纳的是投资经验和财富水平相结合的准入标准。仅客观分析科创板的投资者适当性标准可以发现，其标准非常类似新三板投资者适当性标准，是介于私募基金“合格投资者”门槛与创业板投资者适当性门槛之间的。科创板的投资者适当性规则不同于私募基金“合格投资者”制度中的穿透式监管要求，科创板仅对个人直接参与股票交易的条件进行了限制，并不禁止个人资金通过基金等渠道进入科创板市场；也不同于同样属于A股场内市场的创业板的准入要求，科创板在设置交易经验门槛的同时，要求参与者具备足够的证券资金实力。

对于个人投资者，采用财富标准界定其是否为获许投资者的理由通常在于：这些投资者即使没有足够的投资经验作出明智的投资判断，也有财力聘请专业机构帮助他们投资，另外足够的财富也使他们有能力承担投资风险。然而实际情况是，个人拥有更多的财富并不意味着其就一定具有和其财富对等的风险识别能力以及投资决策水平，证券市场的巨大风险客观存在，即使拥有巨额财富，倘若在证券市场孤注一掷，也同样有可能一夜间变得一贫如洗。因此有学者认为如果证券法真想要实现保护投资者，使得投资活动可持续，应该限制的是证券投资占个人财富的比例（必要时可以将这一比例限制到0），而非对个人财富总额设置标准。当然，相比之下以个人财富额作为政策标准，使用起来更加明确、方便、易执行，这也是各国监管部门都对财富标准偏爱有加的重要原因之一。

科创板作为场内证券交易市场，却设置了类似场外市场新三板的较高的投资者适当性标准，很大程度是综合了科创板市场高风险特点，以及监管部门基于对中央“稳步试点注册制”的政策指向的谨慎考虑：一方面，科创板的潜在上市企业将会是处于创业阶段的新领域、新业态的高新技术企业，其股权结构、盈利前

³ 参见：彭冰，《中国证券法学》，高等教育出版社第二版，第46~48页。

景等都存在巨大的不稳定性，基础资产风险较高；另一方面，A股目前的羸弱之躯和之前市场对注册制消息的剧烈“不良反应”，使得包括监管部门在内的各个市场主体，对注册制落地的威力都仍有所顾忌。因此，监管部门在推进科创板全面实施注册制的同时，希望通过设置较高的准入门槛减小科创板对传统A股市场的影响，将科创板和现有A股板块进行区分，实现改革的平稳过渡，“稳步”推进注册制。

根据公开数据显示，目前A股市场散户占比超过70%，而在1.4亿散户投资者中，仅有300万左右符合科创板的投资者适当性标准。这在很大程度上实现了剔除目前A股市场中“噪音交易者”的目的，可能使科创板在初期市场培养过程中更加平稳、有序。有更进一步的观点，认为即使是满足目前科创板投资者适当性标准的个人投资者，可能也并不具备对科创板“类创投”市场的投资判断和风险管控能力，因此出于保护投资者和市场环境的目的，最好的方法可能是在科创板推出初期，完全将其打造成为一个机构投资者投资市场，让更加专业的机构投资者代替个人挑选标的、配置资产、管控风险，减小非理性投资行为，提高投资效率，增加市场有效性。当然，缺乏中小投资者参与可能导致在进入常态化后，科创板的市场活跃程度远不如目前的A股市场，甚至出现类似新三板的流动性困局，进而出现投资者缺乏投资科创板动力、企业缺乏科创板上市动力的尴尬局面，因此在采取相关准入门槛限制的同时，要配套其他交易保障机制，为可能出现的流动性问题做好预案。

在科创板正式开市一个月之际，上交所曾在2019年8月21日就科创板开市首月情况答记者问。根据相关发言人对科创板开市首月市场运行情况介绍，科创板首月交易中，自然人投资者参与的交易占比高达89%，专业机构交易仅占11%；另外首月已经上市的28家企业中，首日换手率高达78%，但之后趋于稳定在10%-15%每日。⁴从上数据来看，科创板开板首月的散户交易占比甚至比A股更高；另外，从换手率来看，开市初期的科创板股票交易活跃，日换手率相比于同期的创业板同类股票都要高出不少，似乎也不存在笔者所担忧的流动性问题。但是，首月数据对于判断科创板投资者门槛的政策效果并无太大参考价值，新版

⁴ 数据来源：上海证券交易所官方网站，

http://star.sse.com.cn/star/media/news/c/c_20190821_4884322.shtml，最后访问日期：2019年10月9日。

块开市之初打新、炒情绪热情高涨，必然会伴随过分溢出的市场情绪，而散户投资者正是市场中最“热衷于”非理性情绪的主体，在热度最高的阶段散户活跃参与也是市场各界预料之中的情形，正如上交所发言人所言“未来，随着新股供给常态化、投资者参与热情趋稳，科创板估值将逐渐回归理性。”真正的政策效果还要等市场情绪完全冷却，交易回归理性时才能进行评判。

从长远来看，推进 A 股市场化与维持资本市场稳定和保护中小投资者二者并不是矛盾关系，而且很大程度上应该互为表里，但我国资本市场目前确实存在自己的特色和问题，二者在短期内可能确实难以兼顾。“纸上谈兵”的学术探讨尽可以一步到位、直击要害，但改革是实务问题，必须兼顾复杂的综合因素，往往不能走理想主义的激进道路，从目前的综合情况来看，循序渐进型的改革可能更加适合我国现状。但在改进的过程中仍有必要时刻牢记“还判断权于市场”的根本目标，在风险可控的限度内逐步给予市场更多的自由，提高市场各方参与者水平，培养市场化思维，这样才能在保持基本稳定的同时逐步实现变革的根本目的，相关政策尺度的把握对监管机构来说的确是一个不小的挑战。

二、交易制度

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》，投资者交易科创板股票的基本方式包括：竞价交易、盘后固定价格交易和大宗交易。这些交易方式与 A 股传统的交易方式并无本质区别，对于一些细节性差异不再做列举对比，仅就部分反映监管导向的变化进行评述。

（一）单笔申报数量限制

根据已经公布科创板交易规则，在盘中竞价交易中，限价申报买卖科创板股票单笔申报数量应不小于 200 股（之后可 1 股为单位增加），单只股票日涨跌幅限制比例为 20%。这意味着科创板股票同传统 A 股市场一样，竞价交易时仍有最小申报数和涨跌停版存在，传统 A 股市场限制单笔申报数量不小于 100 股，且单只股票日涨跌幅限制为 10%。科创板的这两项限制相比传统 A 股都提高了一倍，但二者背后的意义并不相同。

对于交易所来说，即便是以1股为最低申报单位也不存在太多的技术困难，单笔申报数量底限的提高，实际上同提高投资者适当性标准一样，是提高了参与科创板股票交易的门槛。对于相同的每股价格，投资科创板上市公司股票的交易者需要两倍于传统A股投资者的最低初始资金，以股价超过1100元的贵州茅台为例，如果其为科创板上市公司，投资者想要投资贵州茅台，至少需要22万元才能满足单笔最低申报数的要求。这无疑提高了参与交易的门槛，进一步将资金实力较弱的散户参与者阻挡在科创板市场交易的大门之外。但是在高于最低申报股数后，申报交易的股票数量可以1股1股增加，这在一定程度上又增加了既有市场的灵活性和流动性，为门槛之内的交易者提供了更大的交易自由和便利。

（二）日涨跌幅限制

与单笔申报数量底线提高有所不同，日涨跌幅限制的提高至少看上去是给市场预留了更大的自由度，减小对股价波动幅度的限制有助于股票价格更快到达市场认可的水平，某种程度上提高了市场机制对股票价格的影响力。但同时日涨跌幅限制的减小，也可能给市场不良干扰因素更大的可乘之机：股票价格代表了投资者对于标的公司未来发展的预期和评价，对于一个稳健经营、持续完整信息披露的上市公司来说，投资者对其公司价值和股票价格的预估很难经常发生大幅波动。而导致股票价格大幅波动的往往是市场情绪因素或内幕消息，例如谣言、恐慌、操纵、内幕消息等，这些因素引起的股价异常波动实际上是使股票价格大幅偏离了标的公司股票实际价值。如果设置了日涨跌幅限制，在股票收盘后相关主体有机会进行合理合法的危机公关，包括企业及时辟谣、披露待公开信息，监管部门核查、打击证券市场违法行为等，这给及时降低信息偏在、稳定市场情绪、控制不良干扰等因素给投资者带来的损失提供了可能。

退一步来说，如果主张市场是完全有效的，那么股票价格的变动是完全基于有效市场的因素，日涨跌幅限制也不会影响其最终到达新的市场均衡价格，而仅仅是延缓了市场均衡价格发现的时间。在此基础上，设置涨跌幅限制实际上是以牺牲一定的效率为代价，换取了资本市场的相对稳定，减小了市场因偶然失效遭受损失的可能。事实上，日涨跌幅限制的存在的确提高了我国资本市场的价格稳定性和可预期性，提高了A股股票价格的信用水平，一个极具说服力的证据：在

包括美国、英国在内的海外资本市场中，虽然融资融券业务非常发达，但却鲜有股票配资公司、股票质押回购业务等大面积出现，而国内相关业务发展迅速，其中一个重要原因正是国内 A 股较窄的涨跌幅限制使得“强制平仓”的债权人保护模式极具可行性。虽然自 2018 年开始，A 股出现大面积的控股股东高比例质押爆仓等风险，但这一现象的根本问题并非来自于股权质押式回购业务本身，而是有复杂的历史背景，在仍不成熟的 A 股市场背景下，股票质押式回购业务在很大程度上帮助上市公司、大股东拓宽了现有条件下的融资渠道。

当然，对于涨跌幅限制问题学界也有持反对观点的，提出了包括波动溢出假说、推迟价格发现假说、交易干扰假说等学说，并通过实证数据佐证相应观点，都具有一定的理论说服力。简单来说，波动溢出效应是指一个市场股票价格的波动会在另一个市场中反映出来，例如中国中车 H 股在 2015 年 4 月 8 日暴涨 44.53%，其 A 股则从 4 月 9 日最低的 20.72 元一路上涨到 39.47 元，H 股的股价变化在之后从 A 股中得到了反映，涨跌幅限制的反对者认为，由于 A 股设有涨跌幅限制，使得两个市场间的波动溢出无法得到及时体现，但亦有实证研究发现从信息份额的角度 A 股的价格发现能力实际上是强于 H 股的。⁵推迟价格发现假说则是说当价格运动到涨跌停限制线时，交易可能被干扰，从而阻挡了价格在当天及时运动到均衡水平。而交易干扰假说则认为交易暂停将会对于股票流动性带来干扰，例如股票到达涨跌停限制幅度后，收预期的影响，在之后几天的交易日中，缺少耐心的投资者可能会在并非理想的价格交易，而耐心的投资者会等股票价格逐日越过涨跌幅到达理想水平后交易，这都会使得在涨跌停后的几天里交易量异常增加，对市场交易造成干扰。⁶

本质上，是否对日涨跌幅设限是在“抑制非理性因素、稳定股票市场”和“提高价格发现效率”二者之间进行价值权衡。设置涨跌幅限制的确会在一些情况下影响市场交易、延迟价格发现，但并不会给市场参与者在特定价格上的交易机会造成过多影响，除交易效率之外不会造成太多本质损失；但如果不设置相应的市场冷却机制，放任谣言等市场非理智情绪影响股票价格，那么市场参与者将可能

⁵ 参见：乔扬，戴洛特，朱宏泉.《A+H 交叉上市股票涨跌幅度的溢出效应》，《金融论坛》2017 年第 3 期，第 68~82 页。

⁶ 参见：陈平，龙华.《中国股市涨跌停绩效的经验分析及政策建议》，《新经济杂志》2005 年第 9 期，第 56~65 页。

因为市场无效遭受本不该承担的经济损失，这种损失往往是无法挽回的。考虑到目前我国 A 股市场的特点和过往经验，相比于价格发现效率，市场理性和相对稳定也是更加缺乏的要素，后者应该受到更多保护。

总之，是否应设置日涨跌幅限制很大程度上是一种价值的权衡和政策目标的选择，在我国目前仍不成熟的资本市场环境下，在留足充分博弈空间的前提下，为市场设置一个冷却机制，有助于抑制我国 A 股市场现有的过度情绪化特征。当然，这并不意味着日涨跌幅限制越窄越好，因为一个活跃的二级市场价格时刻都在围绕价值进行波动，每个市场参与者都有其不同的判断，而这些微不足道的判断综合起来正是市场的力量，它会帮助市场找到最适合标的公司的均衡股价。因此，即便设置日涨跌幅限制，也要给股票价格的正常波动留足空间，但这个空间具体应是多大，很难有一个令所有人满意的答案。

A 股原有的 10% 日涨跌幅限制，在很大程度上已经可以满足一天内股票市场的有效价格波动，仅是限制幅度的放宽可能并不会使科创板的“市场化”程度有显著提升。从科创板开市首月市场运行情况来看，首月上市的 28 家企业中，在前五个无涨跌幅交易日过后，实施涨跌幅限制的个股涨跌幅进一步收窄在 10% 以内，整个月内仅 4 只股票出现涨停，累计 5 次。⁷ 实证数据毫无疑问与笔者的观点相契合，并且还要考虑这一数据是在科创开市首月、市场热度爆表、散户交易占比高达 89% 的非常态情况下统计得出的，日后科创板新版块热度降温、市场回归理性后，剔除非理性情绪的市场对于股价的分歧会进一步下降，可以相信彼时涨跌幅数据会进一步收缩。

另外，临时的个股和指数熔断机制也可以替代日涨跌幅限制制度，临时熔断在减少价格发现效率损失的同时，可以更好地保障信息披露的公平性，很好地解决非理性市场情绪的问题：例如可以取消个股日涨跌幅限制，而是为个股设置 ±10% 的临时熔断线，当个股单日内异常波动、触发熔断机制标准时，相关个股暂时进入一段时间（如半小时）的临时停牌期，并要求相关信息披露义务人在临时停牌期间内对企业是否有重大应披露未披露事项进行说明，必要时还可以对相关市场传言进行辟谣。若确认存在未披露重大信息，则相关股票交易可以依规进行

⁷ 数据来源：上海证券交易所官方网站，

http://star.sse.com.cn/star/media/news/c/c_20190821_4884322.shtml，最后访问日期：2019 年 10 月 9 日。

调整，例如进入正式停牌阶段，并彻查股价异动和相关内幕信息的关系；若不存在未披露重大信息，则企业相关负责人发布无重大未披露信息的书面说明，相关股票恢复交易，企业及相关负责人需要对该说明的真实性负责。

（三）前 5 个交易日不设涨跌幅限制

相比之下，新股上市后前 5 个交易日不设涨跌幅限制倒是更加值得肯定的改变，对于刚刚进入市场的公司，给市场留足充分的空间，不仅有助于其迅速达到市场认可的价格，也有利于激励作为信息掌握方的发行人更加谨慎的设定发行价格。从第一批科创板上市企业的股价运行轨迹来看，所有科创新股开盘首日股价均创较高涨幅，有的股票甚至较开盘价上涨百分之五六百，但截至九月底，只有极少数科创板企业可以守住首日开盘价高点，多数股票的周 K 线“绿肥红瘦”。以股价较为惨淡的微芯生物（688321）为例，其 9 月 30 日收盘价为 56.90 元，相较于开盘首日股价高点 125 元已经腰斩有余。

科创板首批上市企业的股价走势似乎并没有在前 5 个无涨跌幅限制的交易日迅速到达市场认可的水平，但这并不能说明前 5 个交易日不设涨跌幅限制效果不佳，相反，笔者认为首批科创板上市企业的走势，恰恰证明了相关制度设计值得肯定。直接影响股票价格的因素是市场供求关系，但供求关系的变化取决于市场对于该股票的预期，“预期”的内涵其实非常复杂，既包含由理性分析产生的预期判断，也包含部分市场参与者情绪化的感性猜测。科创板作为近几年我国资本市场改革最闪亮的热点，落地初期必然受到市场热烈追捧，这一点在科创板开板前就已经被市场所公认，可以说市场各界均清楚认识到科创板开板初期的公司股价，必然会因狂热的情绪严重偏离企业本身的市场公允价格。而科创板前 5 日无涨跌幅限制的制度设计，很好地让非理性狂热的情绪在短时间内得到了充分、有效的释放，此后相关股票价格相比于情绪高点迅速大幅回落，正是说明交易已经迅速回归理性，基于理性判断的有效市场价格发现功能正在生效。这一股价走势的效果是市场情绪泡沫快速破裂，狂热的非理性交易者迅速遭受到损失，其因情绪化、炒作性交易给自己埋下的风险悉数兑现。

一方面，前 5 日无涨跌幅使得非理性情绪因素得到迅速释放，帮助市场迅速回归理性主导：股票交易本身并不禁止交易者通过把握市场情绪进行交易获利，

这也是市场价格发现机制中的重要一环，情绪化交易也是市场的一部分，否则完全理性、信息对称的市场中股票价格将难以发生波动，甚至交易也会停滞。如果没有前5日无涨跌幅限制的交易规则，可以想象在当时狂热氛围下，针对科创板新股的非理性情绪完全释放可能需要6-10个涨停板（假设情绪化涨幅为300%-600%，日涨跌幅限制为20%），新股上市之初连续的涨停板往往有价无量，对于企业股票价格发现并无裨益，更多的是损失市场效率，以同科创板首批股票同期上市的创业板股票卓胜微为例，其从上市到打开涨停板用了14个交易日，且此后三个月内股价仍在持续上升。另一方面，情绪化因素迅速得到释放还可以直接减少后续的搏傻、炒作等次生情绪影响：第一批情绪化交易者迅速获得浮亏让原本的潜在“接盘者”和“炒客”尽快冷静下来，认识到市场情绪已经充分释放，避免了相关非理性情绪在不断的涨停板中不断被推高、发酵，减少了非理性情绪的进一步扩散，不仅提高了市场回归理性的效率，还减少了情绪交易造成的股价偏离理性价值的程度。

（四）做市商制度

根据证监会和上交所公布的科创板相关制度规则，科创板股票交易实行竞价交易，在条件成熟时将引入做市商制度，做市商将为科创板股票提供双边报价服务。所谓的做市商即某证券交易商通过垫付资金先买入部分该证券，建立足够库存，然后根据市场情况给出自己承诺的买入价和卖出价，投资者可以根据做市商的报价从做市商处买入或卖出相应证券。做市商发挥连通买卖双方的作用，并通过买卖证券差价赚取利润，目前做市商制度在我国主要应用于银行间证券市场、外汇市场、债权市场和新三板股权交易市场等。

根据不同的分类标准，做市商制度大致可以分为垄断型做市商、竞争型做市商和有做市商参与的混合交易制度。顾名思义，垄断型做市商即每个证券仅有唯一一家提供双边报价的做市商，例如纽约证券交易所；而竞争型做市商即每个证券有多个双边报价的做市商，例如早期的纳斯达克市场；而有做市商参与的混合交易制度是指在竞价交易的同时又实行做市商制度，例如现在的纳斯达克市场。显然科创板的交易模式应该是第三种类型，其交易制度规划是在竞价交易基础上，待条件成熟是方才引进做市商制度。

做市商制度是利弊共存的一种交易制度，其独特的优势包括：

- 1、 做市商有利于保持市场的流动性。笔者认为这是在创业类股票市场引入做市商制度最重要的因素，在缺乏活跃交易者的市场中，依靠普通的竞价交易系统可能很难及时匹配到价、量同时相等的供给和需求，因此使交易难以及时达成，而如果存在做市商，则投资者无需等待合适的交易对方出现，而可以随时通过做市商承诺的价格与做市商达成交易，这可以在很大程度上增加市场流动性，相当于为潜在投资者参与市场交易提供流动性承诺。
- 2、 做市商制度有利于稳定市场价格。一方面，做市商为了避免亏损，其给出的买卖承诺价格要尽可能接近股票潜在的公允价格，因此做市商会投入更多的成本对相关企业和市场情况进行研究；另一方面，做市商的存在，在很大程度上可以减少类似利用资金优势操纵股价等市场操纵行为的发生，减少操纵对股价的影响。但需要注意的是，在抑制其他机构操纵的同时，做市商本身也有滥用特权、操纵市场的可能。
- 3、 做市商制度有利于减少信息不对称。由于做市商对市场信息的了解程度远胜过普通投资者，由其根据自己掌握的信息设定承诺的买卖价格，有助于减小竞价交易中中小投资者盲目报价对股价的噪音影响，减少信息不对称在股票价格中的体现。

当然，做市商制度也存在一定的弊端：

- 1、 做市商制度是在市场中加入了一个具有强大价格影响能力的交易方，其在很大程度上相比于普通交易者对证券价格形成垄断性地位，减少了市场对价格形成的影响力，而且在信息占有上交易双方也不再具有公平地位，不符合公平交易的原则。
- 2、 做市商的利润来源是买卖报价之差，这也就意味着市场真实投资者交易的达成会多出一层“撮合成本”，这也在一定程度上推高了交易成本，这种撮合成本在交易技术相对落后的时代有其存在的必要，但在电子交易时代的价值值得讨论。

- 3、做市商制度本身也存在风险。一方面，做市商为做市交易的需要而需要储备一定的证券库存，当市场急剧下跌时其可能遭受巨大损失，例如 2002 年债券价格大跌时，我国债券市场做市商就遭受过类似损失；另一方面，做市商作为一种“庄家”，可能滥用其特殊权利，甚至与其他机构合谋操纵市场。

总体上看，做市商制度是利弊共存的，但从世界经验来看（例如纳斯达克市场），在创业板市场实施有做市商参与的交易制度整体上还是具有一定的优越性的。因为创业类市场普遍风险较高，相比之下都较为缺乏流动性，而流动性是证券市场的命脉所在，失去流动性的市场是无法发挥其存在的意义的。而用做市商制度在创业类股票市场维持一定的流动性，可以增加投资者参与市场交易的动力，提高投资者的市场参与意愿。另外，做市商制度对股价的稳定作用以及对信息不对称问题的减弱作用，也使其在创业类市场具有特殊的意义，可以在帮助市场相对稳健运作的同时，更加有效的实现价格发现机能，筛选出真正优质的创新企业，实现融资市场的良性循环。但需要注意的是，做市商本质上只是承担了批发零售中介的作用，提高市场撮合效率，对市场交易热情的促进作用较为有限，如果有其他更深层的原因导致市场过于冷清、投资者交易意愿低迷，即便加入加入做市商制度也难以真正促成交易。

目前来看，对于科创板而言做市商制度仍只是一个备用保障制度，防止在早期交易热情褪去后市场陷入流动性困境，目前科创板交易制度中还未对做市商制度制定具体可操作的规则细则。从国际经验来看，这一制度准备是重要且必要的，相关部门应尽早着手、尽快落实，完善相关制度细则。试推注册制固然是设立科创板的重要目的之一，当仍要时刻牢记科创板的高新科技创业摇篮的属性，如果因为忽视了创业类市场的特性而导致试点成效不及预期，那么市场对于全面推动注册制的信心也可能因此被动摇。

（五）会员有义务拒绝影响市场交易秩序的委托

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第 24 条规定，上交所会员应当建立有效的客户交易监控系统，设定相应的监控指标和预警参数，对客户的交易行为进行监督管理，对可能严重影响交易秩序的异常交易行为，会员应当根

据与客户的协议拒绝受其委托，并及时向上交所报告，否则相关会员可能受到纪律处分或者监管措施，涉嫌违法的上交所还会依法将相关线索上报证监会。可见在科创板市场交易中，券商应该在接到客户异常交易委托时就起到事前阻断、上报的作用。券商的这种监督责任在以往的场内交易市场是没有规定的，在上交所之前主板的交易规则中，各种异常交易行为的监控责任主要都属于交易所，当会员券商接到相关异常交易委托时，应做的仅仅是及时向客户“提醒”并上报交易所，并没有拒绝委托的权利和义务，仅是要求券商在之后的调查中配合调查、提供相关资料。

科创板交易规则中的这一规定在增加了会员券商监督义务的同时，也赋予了会员券商拒绝接受客户异常交易委托的权利，会员券商可以拒绝其认为异常的委托交易。一方面，股票市场中操纵等违法行为可能会造成十分恶劣的大范围影响，甚至引发恐慌、带来系统性风险，而操纵等类似行为给市场带来的损害事后往往难以弥补，且其损害程度难以精确衡量，仅采用以往的事后追责处罚的措施难以挽回损失，而这种事前阻断的异常交易的防范机制有利于对市场操纵等行为进行事前阻断，可能将类似的违法行为拒之门外；但另一方面，会员券商如果发现、拒绝并上报了类似异常交易委托的行为，那么相关主体的主观意图应如何界定，试图进行异常交易的行为应得到什么样的制裁呢？对于这种类似刑事犯罪中未遂犯的证券违法形态，该如何界定行为主体的行为性质，如何认定其可能造成的损失，进而对其进行何种处罚？更进一步，如果事后判定当事人的委托并不构成违法违规的异常交易委托，当事人因此遭受的损失或丧失的交易机会是否应该、能够得到有效补偿？上述一系列问题可能会成为这一制度需要面对的后续难题，对此可能需要相关的监管制度和法律法规跟进完善。

（六）融资融券

相比于 A 股原来的融资融券规则，科创板市场的相关规定显然更加开放。之前上交所和深交所对于股票市场融资融券业务有十分苛刻的门槛限制，想要成为融资融券标的的股票需要满足交易时间、流通股本或流通市值量、股东人数、价格变化情况六大项、十余条具体规定。而科创板市场中，股票自上市首日起即可作为融资融券标的，并无其他的约束限制，这一制度设计同股票上市前 5 交易

日无涨跌幅限制结合起来,更加有利于市场表达其对特定股票定价的态度,利用市场的力量实现新上市企业的价格发现。

更加值得注意的是,正式的科创板规则中将战略投资者所持有的仍在承诺持有期限内的股票加入了融券业务允许的范围之内,这就意味着作为长期持股者的战略投资者,可以在上市初期将手中本无法流通的股份融券借出给金融公司。战略投资者作为长期持股人,其更多地期望标的股票价格围绕企业真实价值健康、稳定地波动,若股价在上市初期遭到过度爆炒,战略配售者就可以将手中的股份融券借出,稳定市场情绪。与此相对,如果发行时处于市场整体低迷期,主承销商还可以选择行使超额配售权,超额发行不超过首次发行股票数 15%的股票,并在股票上市之后相机抉择:如果市场过于低迷,导致股票跌破发行价,主承销商可以适用超额配售募集的资金在二级市场竞价买入相应股票,对股票价格形成一定的支撑,提振市场信心,并用购买所得股票补足超额配售的股份。超额配售选择权和战略投资者的融券选择权两个政策结合起来,有利于帮助股票在上市初期稳定市场,对试图爆炒、操纵新股价格的游资形成一定的威慑。

三、股份减持安排

我国现有的 A 股市场长时间存在市场机制不健全、市场激励扭曲等问题,很多企业上市后,大股东不再专心于企业经营,转而醉心于“来钱更快”的资本市场运作,大搞市值运营,给上市公司装入各种各样的概念,甚至雇佣“市值管理”公司通过市场操纵影响股价,并借机减持手中股份,这实际上已经偏离了企业上市的根本目标。为了解决这一问题,监管机构又采取了一系列措施,包括于 2017 年 5 月 26 日公布实施《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(后称“减持新规”)。减持新规对于股东和董监高的减持行为进行了非常细致、严苛的规范,有效限制了当时市场上广泛存在的各类违规恶意减持行为,但同时减持新规也在一定程度上限制了股东正常的减持融资行为。例如必须要承认的是,减持新规实施之后引发了一系列复杂而棘手的次生问题,包括目前市场上最让监管机构头疼的高比例质押问题,这些问题的毫无疑问是来自于股东巨大资金需求与股份减持、融资制度之间的不匹配。

因此，科学、完善的减持退出机制是一个健康资本市场的必备条件，也是激励控股股东勤勉尽责帮助上市公司健康发展的重要支点。整体来看，科创板的股份减持制度还是有许多亮点可寻，在很大程度契合了科创板的定位以及科创板潜在上市企业的特性，科创板一改现有 A 股市场股东减持规则一刀切的规则风格，既对股东减持套利进行了必要的限制，又根据不同企业和股东的特征为其设置了多种可行的减持路径，保障对重要股东的尽职激励。科创板根据不同企业、股东特征区别对待的规则思路十分值得肯定，至于规则细节的合理性，可以根据此后的市场情况和反馈及时调整，并不是本文讨论的重点。

（一）未盈利企业的首发前股份减持

因为科创板取消了原有的所谓的企业“持续盈利能力”的实质性审核标准，允许尚未盈利的企业上市，因此势必涉及到未盈利上市企业的大股东减持问题。科创板允许未盈利高新创业企业上市，是为了帮助类似高精尖领域的企业在最需要资金支持的创业阶段，能够资本市场获得更加充足、廉价的融资便利，帮助真正有实力的企业度过创业期。

相比于原有 A 股上市公司，科创板中那些未盈利企业的大股东、实际控制人面对资本增值的巨大诱惑，相对更缺乏尽职经营的动力。一方面，如果不有针对性的修改减持套利相关规定，科创板就有可能成为烂尾创业企业股东的套利舞台；但另一方面，如果像减持新规一样给股东施加过度的减持限制，可能会使科创板上市公司的大股东、董监高等失去尽职管理的激励，或是引发类似目前 A 股的高比例质押等不健康的市场困境。那么该如何制定股份减持规则，才能既防止持套利心态的企业破坏市场秩序，又能为尽职尽责企业大股东、高级技术人员等提供合适的股权价值增长激励，促使更多人才、资本乐于参与科技创新企业的创业过程，需要权衡多方因素。相比于征求意见稿，证监会和上交所近来发布的科创板相关规则在此方面又有许多广受好评的改进：

例如，对于未盈利企业首发股份减持的规定，在征求意见稿中要求其 5 个完整会计年度内不得减持，而定稿中根据各方的反馈意见，改为前 3 个完整会计年度内不得减持，从第 4、5 个会计年度开始，控股股东、实际控制人就可以有限地减持股份，而董监高和核心技术人员等企业核心员工的股份减持则不再受到限

制。定稿的这一修改减少了首发股份的锁定期限，且针对不同身份股东给予不同待遇，更加有利于提高对企业经营者和核心员工的激励。由于行业特点、盈利模式特点等问题，很多创新领域的企业从创业开始到获得盈利客观上需要相当长的周期，与此同时其创造的巨大价值和未来盈利预期又是能够得到公认的，企业短期内的盈利能力可能与市场对企业价值的认可程度并不必然相关，同时旧的估值模型也很可能无法适用于新的业态。以京东为例，尚且不计算创业初期的时间，其从 2007 年获得第一笔融资到企业实现盈利，花去了近 10 年时间。如果有类似企业，在上市 5 年内相关首发股份仍然被禁止减持的话，相关企业的高管和高级技术人员便无法通过股份出售实时分享企业成长红利，过长的等待周期可能使其缺乏长期努力尽职工作的激励。

（二）受让特殊股份后的转让限制

相对于征求意见稿，正式的《上海证券交易所科创板股票上市规则》还删去了对于特定股东以非公开转让方式减持的原首发股份，以及因司法强制执行、执行股权质押协议、赠与、可交换公司债券换股、股票收益互换等非典型方式减持原首发股份时，对这些股份的受让者的转让限制。征求意见稿中的这一规则可能是演变自上交所 2017 年 5 月发布的《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》的第六条以及《减持新规》第四条等原有规则，这些既有规则很多是在对重要股东股份减持问题如临大敌的背景下制定的，目的是为了纠治当时市场上大量存在的“变相减持”问题。

这些规则不仅限制重要股东在禁售期内的变相减持，甚至要在禁售期的基础上再给相关股份受让者加上额外的禁售限制，其本身的合理性就存在巨大争议，征求意见稿中对相关规则变本加厉的舶入确为不当，正式规则中将其删除非常必要。这一改变增加了科创板首发前股份受让者的流动性，减少了对首发股份转让的不必要限制，在一定程度上可以增加首发股份转让市场的需求，这有利于帮助首发股份转让通过市场机制寻找到更加合适的定价，帮助有需要首发股份持有人在限售期结束后顺利出售相关股份，分享企业成长带来的红利，激励这些股东在上市早期为企业尽职服务。

（三）核心技术人员的首发股份转让限制

相对于征求意见稿，正式的《科创板首次公开发行股票注册管理办法》中，还删去了在招股说明书中对尚未盈利情况下对核心技术人员的股份锁定期安排的披露要求，仅要求对发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的股份锁定要求进行披露。

这一修改实际上明确了核心技术人员与这些企业管理人员的不同定位，体现了科创板减持制度“因人制宜”的监管思路。核心技术人员是科技创新企业的发动机，但同时也更加默默无闻，往往不参与企业的经营管理工作，很少会存在类似上市企业管理人员的委托代理问题。因此不应将核心技术人员所持有的股份与企业经营管理绑定在一起，而应给其更大的灵活处置空间，这样无疑可以给相关核心技术人员吃下一颗定心丸：只要安心研发工作，帮助企业在技术上攻坚克难，在合理期限之后就可以较为自由地决定如何分享企业发展红利，而无需像经理人一样受到过多约束。更进一步，核心技术人员在限售期满起 4 年内，每年减持所持有的首发股份不得超过上市时所持有首发股份总数的 25%，减持比例可以累计使用，也就是说核心技术人员的首发股份减持也需要循序渐进的进行。笔者认为这一制度设计是为了在给核心技术人员足够股份处置自由的同时，尽可能保持其个人利益与企业利益间的紧密关系，延长对核心技术人员的尽职激励。

四、并购重组

科创板规则要求科创板上市公司应当依照《上市公司重大资产重组管理办法》（后简称“《重组办法》”）及证监会其他相关规定实施重大资产重组，规则本身并无过多关于重大资产重组的细化要求，但仍有两个值得关注的地方：一是科创板上市公司重大资产重组、发行股票购买股份时，标的资产应当与上市公司主营业务具有协同效应；二是上市公司在并购重组过程中涉及发行股票的，应由上交所审核，并经证监会注册后方可实施。

其中，要求上市公司的并购重组标的要与公司主营业务具有协同效应，这就意味着科创板企业无法再像传统 A 股中的一些公司，通过并购重组增加或变更主业，将一些与公司主营业务本无关系的所谓热点概念装进上市公司的壳中进行炒

作。同时，这一规则也使得未上市企业也难以通过“借壳”这一后门路径实现上市，这实际上通过事前的制度规则，严格限制了科创板“炒壳”、“卖壳”行为的炒作空间。

其次，上市公司在并购重组过程中涉及发行股票的，需要经过上交所审核，并经中国证监会注册后方可实施。这一规定其实是依据科创板注册制特点，对原有的《重组办法》中的程序要求进行了调整，《重组办法》第47条对于发行股份购买资产的程序规定的是“上市公司申请发行股份购买资产，应当提交并购重组委审核。”由于科创板整体上市逻辑发生改变，由传统A股的证监会实质审核变为交易所形式审核并注册，因此发行股份购买资产不再由证监会并购重组委审核，而是由上交所以注册制要求进行审核。

为了进一步明确科创板企业重大资产重组的相关规定，证监会于2019年8月23日公布实施了《科创板上市公司重大资产重组特别规定》（后简称“《科创板重组规定》”）。《科创板重组规定》中细化了对于科创板企业重大资产重组的审核、注册要求，例如其三条，明确科创公司发行股份购买资产交易由上交所审核、自律管理，上交所审核同意后再交证监会申请注册，而且留给证监会决定是否批准注册的时间只有5个交易日，这明确意味对于科创公司的上述交易，证监会并不会进行实质审查，而只是形式审核，这也更加符合注册制的本质理念。其次，针对科创企业的特点，《科创板重组规定》还放宽了以营业收入指标确定资产重组重大性的标准，在原有“占公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上”的判断标准的基础之上，增加了“且超过5000万元人民币”的豁免标准，放宽了科创企业并购重组的程序限制，给可能仍未盈利、收入较为有限的科创企业的并购重组交易放宽监管标准，符合科创板的整体定位和企业特性。另外，《科创板重组规定》还放宽了对发行股份的价格限制，由原有的不得低于市场参考价的90%，放宽到了不得低于市场参考价的80%，进一步将低价权归还市场，放宽了监管限制。

可见，相比于普通A股市场，科创板对于并购重组交易的限制标准有所放宽，这将给科创企业并购交易带来更多可能性，有利于科创企业并购、扩张。那么暂时抛开限值标准的变化，新的审核方式是否会增强科创板公司以发行股份的形式

购买资产的激励呢？从现有的情况来看可能不会有太大影响：首先，科创板企业并购重组也需要遵守《重组办法》的相关规定，仅仅是审核主体和审核程序与 A 股企业有所不同；其次，观察 A 股市场并购重组审核的公开数据，2018 年并购重组委共召开了 72 次工作会议，审核了 137 家公司的 144 单并购重组方案，其中 2 家公司在上会前被取消审核，最终共 122 家公司的并购方案获得通过，13 家未通过，上会通过率高达 90.37%。我国上市企业并购重组过程中最大障碍应是收购方与被收购方之间是否能够达成一致，而非并购重组委的审核通过率，因此认为科创板中新的并购重组审核方式在现有形势下，并不会使科创板企业相比传统 A 股企业在发行股份购买资产方面有太多便利和优势。

五、持续信息披露

在注册制下，形式审核取代了实质审查，投资者考察、选择投资标的，判断投资价值时，将完全依赖该企业披露的相关信息，因此信息披露相关制度绝对是注册制下的重中之重，决定了相关市场是否能够规范、高效、有序地运转。对于已经上市并处于交易过程中企业，科创板在持续信息披露规则方面相较于上交所主板也有不小改观。

从整体来看，不同于上市阶段信息披露要求的原则性变化，科创板的持续信息披露规则仍维持原有的“真实、准确、完整、公平、及时”原则不变，但将原来散布于各个章节的信息披露一般要求独立成章，使得持续信息披露规则更具体系性和完整性，清晰、明确、集中的披露规则减小了企业在执行规则时不必要的学习、研究、合规成本，有助于科创板市场信息披露规范性的建设。从具体的一般性要求来看，科创板相比于上交所主板市场增加了行业市场信息披露、重大事项分阶段披露、调整适用规则等披露要求：

（一）行业市场信息披露

《上海证券交易所科创板股票上市规则》（后称《上市规则》）第 5.2.1 条对行业市场信息披露规则进行了规定，要求公司在披露常见的公司业务、财务、公司治理等方面重大信息的同时，还要披露竞争优势、行业趋势、产业政策等方面重大信息，充分揭示上市公司的风险因素和投资价值，便于投资者合理决策。

公司业务、财务和公司治理等方面的信息是公司内部的客观资料，向来都要求上市公司进行披露；而企业竞争优势、行业趋势等则显然是需要主观研判的，要求公司披露这些信息实则是要求公司披露相关的行研报告。如果企业真的可以有效披露相关信息，那么的确可以起到帮助投资者合理决策的目的，但是这些信息需要披露到什么程度，是否需要信息的“真实、准确、完整、公平、及时”性负责？如何界定相关披露是否符合按照持续信息披露的相关原则要求？如果判定不符合要求又将会承担什么责任呢？这些问题值得监管部门进一步思考，进而对相关制度进行完善。

（二）重大事项分阶段披露

《上市规则》第 5.2.3 条规定：“上市公司筹划重大事项，持续时间较长的，应按照重大性原则，分阶段披露进展情况，及时提示相关风险，不得仅以相关事项结果尚不确定为由不予披露。”这一条毫无疑问是根据之前的监管实践经验，对因重大事项停牌相关规定进行了改进完善，细化了相关披露要求。同时，分阶段披露要求结合《上市规则》5.2.9、5.2.10 中，交易所可以暂停停牌申请，或强制要求相关企业复牌等规定，也在很大程度上还防止了企业随意以“筹划重大事项”为由停牌，规避、对抗收购、不利消息等正常的市场状况的行为，有助于帮助科创板交易制度更加市场化、完善化。

（三）调整适用规则

《上市规则》第 5.2.8 条的调整适用规则，对科创板持续信息披露的一般性要求在实施过程中可能需要的灵活变通留足了政策空间。调整适用规则大意是，对于科创板相关信息披露要求给企业带来过于不对等负担的，企业可以向上交所申请调整适用相关信息披露规则，但同时应说明理由和替代方案，并聘请律师事务所出具法律意见。这一规则很大程度上体现了科创板政策制定机构的谨慎性和行政智慧，在摸着石头过河的同时不忘为自己预留一条相对安全的退路，为新规则的实施提供了缓冲机制。这一条款的列明也避免了像过往情形一样，在出现问题后无奈强行利用行政力量，缺乏依据地开特例、做纠正，这在一定程度上体现了相关部门法治观念的提高，值得称赞。同时，这一制度也为律所提供了新的可

能的业务机会，律所应提前开展对主要业务领域相关行业规范、商业模式、行业监管等知识能力的储备研究，以备及时应对科创板企业的相关需求。

除上述新增规定外，科创板还要求企业公告文稿应重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简单易懂，避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式等等，并不得含有祝贺、宣传、广告、恭维、诋毁等性质的词汇。这一对公告语言表达的规范要求可谓是将规范细节发挥到了极致，将大家本理所应当遵守的规则列明于规范条文中，这在很大程度上也是根据以往监管经验的无奈之举，反映了我国资本市场欠缺理智、稚气尚存的特征。当然，如果依照本文建议，将科创板早期完全打造成机构市场，这一规定便会显得稍有多余，面对研判能力更强、决策更加理智的机构投资者，这些语言上的把戏似乎起不到太大误导性作用，因此相关企业自然也缺乏以此投机取巧的激励。

（四）其他变化

除了上述信息披露中一般性规则的变化，科创板《上市规则》还单列两章，规定“应当披露的行业信息和经营风险”和“应披露的其他重大事项”，这是传统A股市场没有要求、完全新增的两个信息披露要求的章节，增加了对行业信息、经营风险、异常波动和传闻澄清、股份质押等单列的信息披露要求。这一变化与科创板的性质和特点也是息息相关的：

首先，行业信息和经营风险的披露要求，包括和企业未来运营、发展紧密关联的众多方面，包括所处行业特点、未来发展趋势、核心竞争优势、在研产品项目进展、新业务合理性、公司和行业可能面临的种种风险等，这些信息在上市发行核准制时代，很大程度上是关乎企业“持续盈利能力”的实质判断标准的，是决定企业是否能够获批上市的关键因素。而在注册制下的科创板市场，企业不需要经过实质审核，甚至不需要具备实际的盈利能力就可以注册上市，这就意味着这些用来判断企业未来盈利能力的信息需要交给投资者和市场来自主判断，成为投资者作出投资决策的关键。很明显，相关新增信息披露要求与科创板注册制相辅相成，是不可或缺的。

其次，对于异常波动和传闻澄清的信息披露要求，规定了科创板企业在股票交易出现“异常波动”时交易所可以对其采取必要的监管措施。这一规定的政策

目的和价值导向，无疑印证了前文对单日涨跌幅限制部分讨论时的观点，监管部门也认为正常企业的市值应保持相对稳定，如果出现异常波动往往是因为不理智的市场情绪或是内幕消息，因此要求企业在影响还没有扩大、损失仍可控之时，就立即对未披露重大事项、公司估值合理性、重大风险事项、市场传闻等进行披露、澄清。这与本文的观点不谋而合，就此前文也已经有所论证，认为结合日涨跌幅限制或个股、指数的临时熔断机制，相关信息披露制才度可能发挥更有效的作用，如果放弃前述两种自动触发的冷却机制，仅靠交易所发现异常、手动介入，很可能难以阻止非理智的无效市场因素给市场环境造成无法挽回的破坏。

六、余论

纵览科创板交易相关的制度安排，可以发现监管部门是有诚意推动科创板注册制试点平稳落地的，也为此倾注了不少的心血和努力，但相关的制度、规则仍不完美，笔者也提出了一定的质疑和建议，相关制度的运行效果有待于之后市场的检验。

例如在科创板的投资者适当性规定中，监管部门设置了极高的个人投资者准入门槛，将绝大多数的个人投资者阻挡在了科创板市场之外，在此基础上又提高了最低申报股数限制，更进一步地用政策的力量将资金实力有限的中小投资者淘汰出市场。科创板设置的本意是进行股票市场的“供给侧改革”，实行注册制，让有融资需要的科创企业更加自由的进入股票市场，让市场来判断企业的优劣。而在现有的交易制度下，这种供给侧改革的尝试很有可能会被需求侧限制所扼杀，造成热度褪去后市场缺乏活跃度、丧失流动性。

相比于成熟、发达的美国股票市场，我国 A 股市场确实存在着散户投资者占比过高、市场情绪化严重、价格决策不理智等问题。理性的市场参与者和监管者也都希望能够复制美国股市的成功模式，减少市场中的“噪音交易”，让市场更多被理智、有效的市场力量所引导。因此在增量改革试点科创板中，进一步提高市场准入门槛和交易门槛，打造一个机构主导的股票交易市场也许会是一次更有意义的尝试：排除不必要的噪音交易者，让更加理智、有效的参与者主导市场投资，打造一个资本助推实体企业、市场回馈理智投资者的良性融资市场，让现在

A股散户投资者意识到，把钱交给专业的人似乎确实更靠谱，这可能会成为未来帮助教育投资者成熟化的“样板戏”。

当然，股市的理性化、成熟化是需要一定过程的，这与金融制度法规完善程度、监管部门能力效率、社会经济文化发展程度以及市场参与者整体金融知识水平等因素都密切相关，并不是简单地在现有基础上把散户投资者拒之门外，就可以让场内的“适格投资者”歌舞升平。让专业的人来做专业的事自然是整个社会的帕累托改进，但这个结果实现的最自然逻辑应该是：随着市场的不断成熟，各方面制度水平、监管水平、投资者能力等全方位提高，市场变得更加有效，对市场理解、分析能力更强的专业投资者的优势不断凸显，进而使散户投资者认识到自己在市场中完全缺乏竞争力，将闲余资金交给专业投资者代为投资是对自己更有利的选择，逐渐退出市场。但是资本市场改革的桥头堡科创板集众多特点于一身，其不仅仅是注册制的试点，同时也是与传统A股板块独立的创业类股票市场，具有高风险和对整体资本市场影响有限等特点，暂时为其设置高门槛，进行“有效市场”的试点并非不可。况且，随着改革的推进和市场效果的反馈，监管部门也可以做出适时适当的调整，逐步转变监管思路，把更多决策的权利交给市场，让市场自己成长成熟。