

· 专题一：双清论坛“行为科学与经济政策设计” ·

## 中国资本市场机制设计与评估<sup>\*</sup>

曹沅岚<sup>†</sup> 朱鹏<sup>†</sup> 杨学伟<sup>\*\*</sup>

南京大学 工程管理学院, 南京 210093

**[摘要]** 近年来,我国资本市场改革取得了重大而深刻的成就,同时存在明显的新兴及转轨特征。面向经济高质量发展的国家重大战略需求,进一步健全我国资本市场的基础制度是当前亟待解决的问题。市场机制设计与评估是资本市场研究的前沿领域,也是资本市场改革与可持续发展的理论基础。本文从企业甄选机制、新股定价机制、交易运行机制和监管机制四个方面梳理了我国资本市场机制设计与评估领域的研究现状。在此基础上,本文围绕上市标准制定、新股发行定价、股市交易制度以及证券监管体系四个主题,探讨我国资本市场改革面临的挑战,并提出研究方向建议。

**[关键词]** 资本市场;机制设计;发行制度;交易制度;监管制度

### 1 中国资本市场机制设计与评估的研究背景与意义

成熟、开放和有序的资本市场是国家经济平稳发展的基础。高效成熟的资本市场能够充分发挥优化资源配置、服务实体经济以及满足居民财富管理需求的本源功能,带动国家经济各部门长期繁荣,促进社会持续稳定、健康发展。自上海证券交易所、深圳证券交易所成立以来,我国资本市场快速发展,股票市场规模不断扩张,A股上市公司数量从 8 家增



**杨学伟** 南京大学教授,国家级一流本科课程负责人,金融工程研究中心副主任,兼任江苏省金融青联副主席、管理科学与工程学会金融计量与风险管理分会副主任委员、全国工业统计学教学研究分会金融科技与大数据技术分会副理事长。主要研究方向为投资者保护、投资者行为和金融衍生品市场等,主持国家级科研项目 4 项,在 *Journal of Finance*、*Journal of Financial Economics*、*Review of Financial Studies*、*INFORMS Journal on Computing*、*Mathematical Finance*、《中国科学》等国内外著名期刊上发表论文 20 余篇。



**曹沅岚** 南京大学工程管理学院博士生。主要研究方向为资本市场微观机制设计、IPO 定价和行为博弈。



**朱鹏** 南京大学工程管理学院博士生。主要研究方向为衍生品风险管理、资本市场与资产定价,已在 *Journal of Banking and Finance* 发表论文 1 篇。研究成果曾获得第四届中国衍生品青年论坛最佳博士生论文奖。

长至 5 115 家(2023 年 7 月数据),总市值达 85.06 万亿元(图 1)。

为满足不同融资对象与投资者的不同需求,我国建立了以沪深主板、创业板、科创板、北交所、新三板与区域性股权市场为主的多层次资本市场体系,并配以相应的上市标准、交易机制、监管规则。改革开放以来,我国居民财富管理规模稳步增加,以公募

收稿日期:2023-08-11;修回日期:2023-11-10

<sup>†</sup> 共同第一作者。

<sup>\*</sup> 本文根据第 338 期“双清论坛”讨论的内容整理。

<sup>\*\*</sup> 通信作者,Email: xwyang@nju.edu.cn

本文受到国家自然科学基金项目(72122008)的资助。

基金、私募基金和保险资管为核心的非银机构资产管理规模持续增长,机构投资者队伍日益壮大,资本市场投资者初步形成多元化格局(图2)。

在多层次资本市场建设过程中,中国资本市场可交易品种日益丰富。2015年以来,ETF期权、股指期货、商品期货、商品期权、股指期权等场内产品先后上市交易,开启了多品种快速发展阶段(图3和图4)。目前,我国商品期货交易规模已位居全球第一。

另一方面,我国资本市场仍然存在明显的新兴及转轨的特征,例如市场主体结构失衡、资源配置效率低下、市场机制不完善。在市场主体结构层面,具体表现为科技企业上市难、中小散户居多,资本市场投融资功能得不到有效发挥;在价格运行层面,主要表现为市场非理性情绪高涨,价格暴涨暴跌、资产泡沫等异常现象频繁发生,当前我国资本市场的财富分配效应与党的二十大提出的中国式现代化的核心目标之一——全体人民共同富裕——不一致。上述现象导致我国股市的价值长期以来饱受争议。

党的十八大以来,习近平总书记对我国资本市场的改革与发展做出了一系列重大部署。在2018年12月的中央经济工作会议中,总书记指出,资本市场在金融运行中具有“牵一发而动全身”的作用,是国民经济发展与稳定的枢纽。2020年3月30日,中共中央国务院在《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制意见》进一步明确了我国资本市场改革和发展的方向:完善股票市场的基础制度,改革与完善股票市场的发行、交易、退市等制度,鼓励和引导上市公司现金分红,完善投资者保护制度等。如何完善市场的基础制度,统筹协调经济高速增长、公司健康成长、投资者保护和监管治理体系健全等关键目标,是现阶段中国资本市场高质量发展面临的核心挑战。

我国资本市场的成长伴随着资本市场制度的建立、健全与完善,市场制度建设是资本市场规范发展、有序运行的基础<sup>①</sup>。经历了探索、发展、严控、开放、创新多个阶段,我国资本市场已走过三十余年的改革之路,2023年4月10日,沪深主板注册制首批企业上市,标志我国股票发行注册制改革全面落

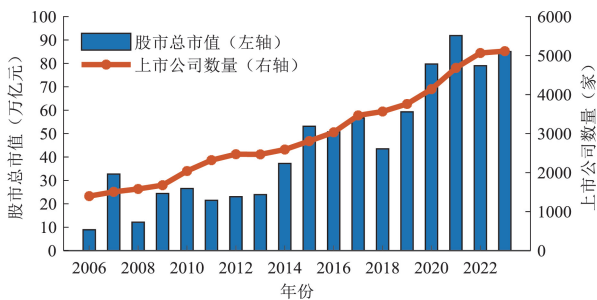


图1 中国A股市场总市值与上市公司数量 (截至2023年7月)

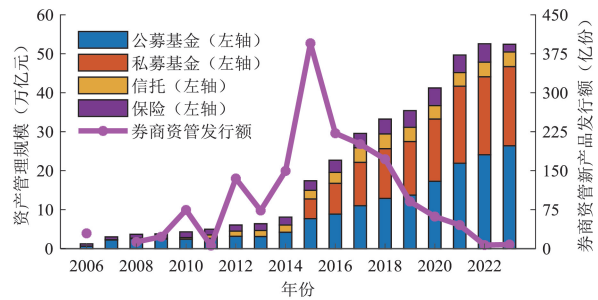


图2 中国非银机构资产管理规模 (截至2023年7月)

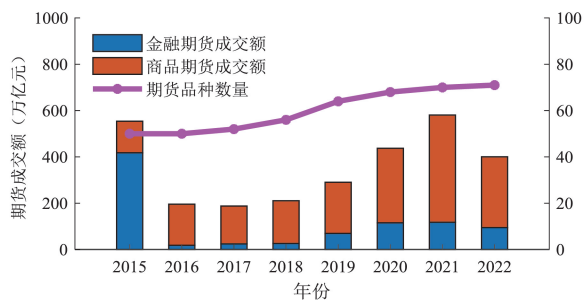


图3 中国期货市场品种数量与成交额<sup>①</sup>

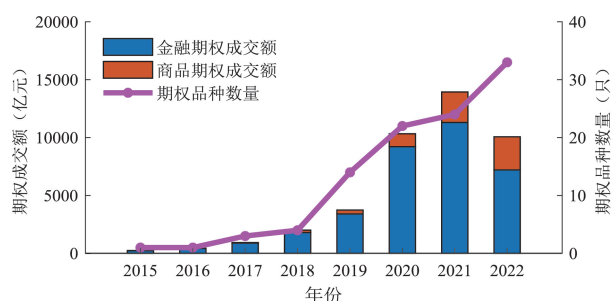


图4 中国期权市场品种数量与成交额

<sup>①</sup> 在严格意义上(股权分置改革时期市场推出的权证产品除外),我国场内衍生品市场发展始于2010年4月(沪深300股指期货上市)。2015年2月,我国首只场内期权(50ETF期权)的上市,开启了期货、期权多品种快速发展的阶段。故本文以2015年为起点,展示我国金融衍生品市场的发展情况。

地<sup>①</sup>。深入理解我国资本市场的重大改革,评价制度建设和机制设计的有效性一直是资本市场研究领域的前沿课题之一。科学评估重要政策(制度或机制)实施对市场主体和市场功能发挥的影响,揭示政策影响的内在机理,可以为资本市场健康发展提供理论依据和可靠保障,进而助力资本市场更好服务实体经济高质量发展。

## 2 中国资本市场机制设计与评估的研究进展

自 20 世纪 90 年代成立以来,我国资本市场日趋成熟。然而,市场波动剧烈、价格效率低下、投机风气浓厚<sup>[2]</sup>、市场表现与实体经济状况脱钩<sup>[3]</sup>等问题仍然突出。当前市场高质量发展的重要议题是探究什么样的发行制度环境、交易机制和监管体系适合我国资本市场实践;在市场制度设计与渐进式优化过程中,如何形成资本市场助力资源高效配置和市场良性优胜劣汰的格局<sup>[4]</sup>。

传统经济学在理性经济人的假设下,研究了人类社会各项经济活动与经济关系及其发展逻辑和一般规律。随着社会发展与经济学科研究的进步,

学者尝试放宽传统经济学派的理性人假设,研究实际人在现实制度约束下的社会活动,强调人、制度与经济活动及三者之间的相互关系<sup>[5-8]</sup>,进而形成新制度经济学这一新兴学科。新制度经济学基于制度和制度变迁理论分析经济问题,形成了基本分析范式(图 5)。

聚焦资本市场,新制度经济学分析框架可用于探究市场本源功能实现问题。习近平总书记曾指出金融市场具有“牵一发而动全身”的作用,党的二十大深刻阐述了习近平新时代中国特色社会主义思想的世界观和方法论,其中第五项坚持是“必须坚持系统观念”。全面深化改革是一项复杂的系统工程,加强各项改革的关联性、系统性与可行性研究至关重要。在新制度经济学框架下,本文基于系统思维从资本市场制度体系的核心部分,即发行制度、交易制度和监管制度三个方面来介绍我国资本市场机制设计与评估的研究进展(图 6)。

### 2.1 企业上市甄选效率研究进展

自我国证券市场建立以来,股票上市发行制度经历了数次重大变革(图 7)。从 IPO(Initial Public

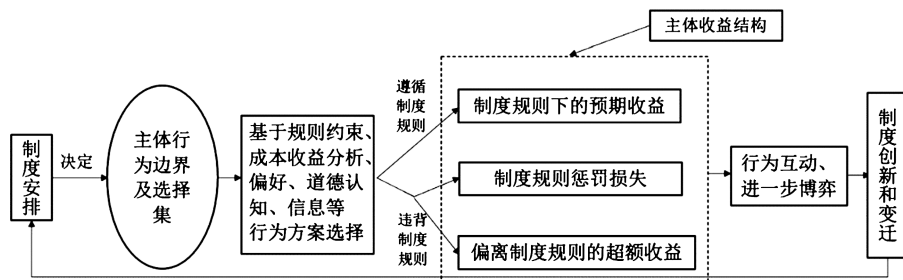


图 5 新制度经济学基本分析范式

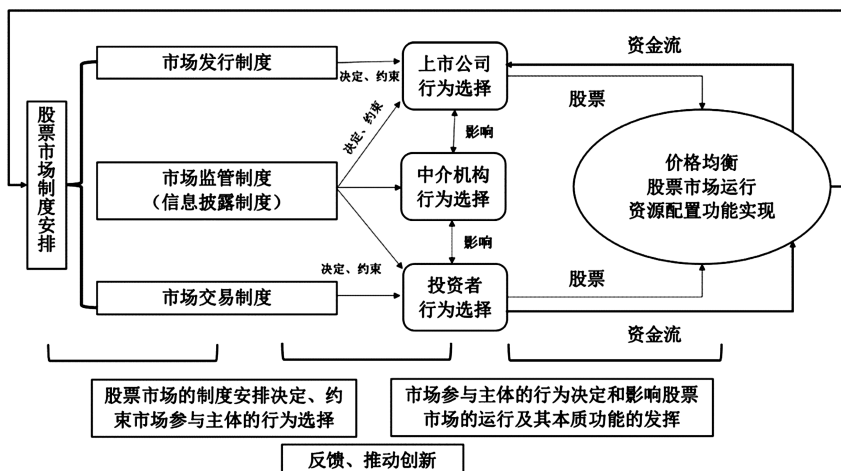


图 6 基于系统观念分析中国资本市场制度体系改革的研究逻辑

<sup>①</sup> 2023 年 2 月 17 日,证监会发布《全面实行股票发行注册制相关制度规则》;同年 6 月 21 日,证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》和《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》,债券注册制改革落地。



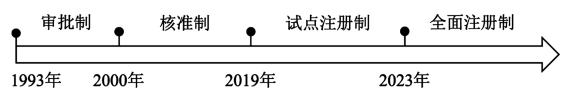


图7 我国股票市场发行制度改革历程

Offerings) 资格的供给方来看, 发行制度改革伴随着明显的政策导向变化。在市场建立初期, 我国股票上市发行实行“地方政府根据发行配额扶持特定企业上市”的审批制。随着我国实体经济的快速发展, 行政化审批的弊端逐渐暴露, 股票上市发行制度也由审批制调整为“主承销商推荐、发行审核委员会表决、中国证券监督管理委员会(以下简称‘证监会’)核准”的核准制<sup>[9]</sup>。相对于审批制, 核准制弱化了行政因素, 提高了发行过程的透明度, 但仍然存在“软性”配额现象: 现有研究表明, 承销商的政治关联会增加其客户 IPO 获批的可能性<sup>[10]</sup>。自 2019 年 7 月起在科创板试点、并于 2023 年 2 月全面实施的注册制, 允许符合披露发行条件的企业无须实质性审核、完成注册程序即可上市, 大幅增加了 IPO 资格的市场供给。

从 IPO 资格的需求方来看, 在审批制与核准制下, 我国企业在上市申请过程中面临着严苛的财务绩效门槛, 上市发行条件严苛; 上市融资变成了稀缺资源, 具有政治关联的企业更加容易上市<sup>[11-13]</sup>。为缓解企业融资难的困境, 我国先后建立起了主板、中小板、创业板等多个市场板块, 形成了上市条件不一的多层次资本市场格局。然而, 各板块对发行人的营业期限、资本规模和盈利水平等方面的要求标准仍然较高。以财务绩效为核心的准入机制导致了上市企业的逆向选择问题, 造成资金低效配置, 难以助力实体经济增长<sup>[4]</sup>。此外, 严格的上市门槛可能导致上市企业的盈余操纵行为<sup>①</sup>[4, 14]。

现有研究基于 IPO 资格供给侧的制度弊端与需求方的现实困境两个角度, 指出我国资本市场发行制度在甄选优质企业方面的低效性, 为我国 IPO 机制改革提供了丰富坚实的理论基础。随着监管机构与市场主体对现有机制不足的认识更为全面, 我国 IPO 机制的市场化改革正逐渐成熟: 上市门槛由具有“计划经济”特色的审批制、核准制转向“完全市场化选择”的注册制, 为资本市场与实体经济的高质

量发展提供了坚实的制度基础。

## 2.2 新股定价效率研究进展

我国发行制度的市场化进程并非一帆风顺, 尤其是证券定价制度的改革过程更加曲折。在证券市场建立初期, 新股发行定价使用相对固定市盈率的定价方法, 由于这一阶段的股票发行方式和发行价格受到非市场化的行政干预, 发行市盈率与二级市场平均市盈率严重背离, 造成新股上市首日产生高收益率的现象。随后, 2001 年证监会明确发行环节采用累计投标定价方式, 然而由于后续股市表现不佳, 许多新股发生“破发”现象, 导致投资者蒙受高发行价造成的损失。证监会出于市场稳定、投资者保护、缓解 IPO 过热等原因, 于 2002 年对新股定价重新实施市盈率管制<sup>②</sup>, 定价制度的市场化改革出现暂时性倒退。现有研究认为, 市盈率限制是新股 IPO 抑价的重要影响因素<sup>[16-18]</sup>。为了降低超高的首日回报率, 证监会于 2013 年 11 月出台《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》, 对新股上市首日的涨跌幅作严格的限制。新政实施后的新股首日涨幅虽然得到限制, 但在后续连续涨停期间的累计初始回报反而远远高于新政实施前的首日涨幅。IPO 高抑价的问题非但没有解决, 反而更加严重。对于企业而言, 实施市盈率管制降低了 IPO 定价效率, 使得企业面临巨大的上市融资成本<sup>[12, 19]</sup>。部分高成长性的优质企业无法以理想的市盈率上市, 转而选择“借壳上市”的方式进行股权融资<sup>[20]</sup>, 加剧了我国 A 股市场“壳资源”溢价现象<sup>[21]</sup>; 或者推迟上市、海外上市<sup>[22]</sup>。另有研究发现实行市盈率管制将导致公允估值较高的企业通过操纵发行规模、基于价格限制边界“压线”发行等方式减少上市时出售的股份以降低融资的间接成本<sup>[23]</sup>。

为解决 IPO 定价机制的弊端, 促进新股发行定价市场化, 证监会于 2005 年引入询价制度, 由发行人与承销商向作为询价对象的机构投资者推介新股, 随后在询价对象反馈的报价基础上商议发行价区间, 在测定机构投资者对新股需求的条件下由承销商敲定最终发行价。与海外成熟市场的询价制度相比, 中国询价制度的特色在于承销商缺乏新股配售权, 网下机构投资者与其他投资者依据“价高者

① 我国 A 股 IPO 曾经历了数次暂停和重启。证监会暂停 IPO 使得已经获批 IPO 的企业面临着无明确期限的“上市延迟”, 后者带来的政策不确定性降低了企业的研发创新活动<sup>[15]</sup>。

② 根据“市盈率管制”政策, A 股历史可分为四个阶段: (1) 1992 年—2008 年严控期: 市盈率管制水平范围在 15~30 倍; (2) 2009 年—2013 年放宽期: 对上市公司发行市盈率没有要求; (3) 2014 年—2022 年窗口指导期: 除实施注册制后的科创板与创业板, 不成文规定公司发行市盈率需低于 23 倍市盈率限制; (4) 2023 年 2 月之后取消管制期: 全面注册制卸下 A 股市场市盈率管制。

得”的原则竞争配售机会。询价制度的引入在一定程度上缓解了 IPO 抑价现象<sup>①</sup>，降低了发行新股的隐含成本，提高了发行定价效率<sup>[24, 25]</sup>。

然而，询价制度在解决严重抑价的旧问题的同时却引发了新问题：投资者报价过程中可能出现过度竞争行为，从而引发 IPO“三高”现象，即高发行价、高市盈率和高超募率，并使得新股发行中的财富分配向发行人倾斜<sup>[26]</sup>；机构报价的意见分歧程度与“三高”存在正向关系<sup>[27]</sup>。IPO“三高”问题在二级市场产生的主要后果是新股上市后股价长期低迷<sup>[28]</sup>。由于承销商缺乏配售权利，机构投资者是公平分配问题的主要诱因：机构投资者利用自身信息优势的择股行为将定价效率提高所带来的投资风险转嫁给中小投资者，引发后者的逆向选择行为，长期将造成定价效率回落<sup>[29]</sup>。

在询价机制首次改革前，询价机构利用“双重申购”的手段“抱团压价”，并在网上利用庞大的资金量申购新股以获取发行后短期高额利润<sup>[30]</sup>。历经数次机制变革后，机构被限制了双重申购的资格，该现象得到有效缓解。然而，近年来注册制下 A 股市场又出现了网下机构“抱团压价”行为，引致低发行价、低市盈率与低募资额的“三低”现象<sup>②</sup>。该行为扰乱了新股发行秩序，造成炒作新股、扭曲企业估值等问题。除了注册制下 A 股发行速度快造成的买卖力量失衡因素以外，网下机构压价的原因也来自于新股定价机制的漏洞。首先，拟申购总量中报价最高的 10% 部分<sup>③</sup>会被剔除，为了避免失去打新权利，机构有动力压低报价。其次，注册制下保荐机构跟投等制度创新致使中介机构与投资者利益趋同，驱使双方为保障自身利益而合谋压价。另外，现有询价制度的特点是少数人定价、多数人买单、发行人被动，中小投资者与发行人的话语权较小，市场各主体对新股定价在一定程度上无法充分博弈，公平的市场化定价难以实现。

我国资本市场证券定价制度市场化改革之路曲折，证监会为了平衡保护投资者利益与促进市场化定价两大目标做出了许多尝试，诸如实施市盈率限制、上市首日涨跌幅限制和询价机制等。然而，上述措施经常顾此失彼：价格限制措施一定程度上加剧了 IPO 抑价，不仅容易扭曲企业的上市行为，而且

严重损害二级市场投资者的利益；询价机制尽管促进了新股定价市场化，但其也会驱使机构为了申购权益“抱团压价”。如何设计更有效的制度措施以平衡发行制度设计的两大目标从而推动资本市场的健康发展是未来市场基础设施建设的重要课题。

### 2.3 交易制度研究进展

作为二级市场微观结构的重要研究对象，资本市场交易制度是证券交易价格形成与运作的基础。交易制度的关键目标可概括成以下四个方面：稳定性、流动性、有效性和透明性，上述目标是交易制度改革完善的出发点。

为了稳定市场秩序、提升市场运行效率，不同国家或地区的资本市场均采取各种措施来稳定市场价格。主流的价格稳定机制包括涨跌停机制、熔断机制和价格笼子（亦称“有效申报价格范围”）。

涨跌停机制是我国资本市场极为重要且富有特色的交易制度之一，长期以来我国 A 股市场一直实行幅度为 10% 的涨跌停制度。现有研究关于涨跌停机制对市场影响的讨论仍存在较大分歧。涨跌停机制“有效论”认为，该制度能有效降低市场波动，稳定股价<sup>[31, 32]</sup>，减小市场过度反应<sup>[33]</sup>，通过改善投资者对潜在收益和损失的心理预期来提升市场整体流动性<sup>[34]</sup>，提升市场效率<sup>[31]</sup>。涨跌停机制“无效论”认为，涨跌幅限制无法防止股价暴涨暴跌，反而会产生“磁吸现象”<sup>[35]</sup>、“波动率外溢现象”<sup>[36, 37]</sup>、“流动性干扰效应”<sup>[36, 38]</sup>、“价格延迟发现效应”<sup>[39]</sup>、以及“破坏性市场行为”<sup>[40]</sup>。2020 年 8 月，我国创业板涨跌幅限制由 10% 放宽至 20%。研究发现，此次放宽价格波动限制能够缓解波动外溢、交易干扰和价格延迟发现等负面效果，并抑制了投机行为<sup>[41, 42]</sup>。

熔断制度是另一类重要的价格稳定机制，该制度最早在美国市场实行，随后被多国市场引入。当市场指数跌幅达到阈值后将触发熔断机制，此后市场将暂停交易。有研究表明，熔断机制有助于缓解后续订单不平衡<sup>[43]</sup>，从而能够有效防止市场暴跌，起到保护中小投资者利益、促进价格发现的作用<sup>[44]</sup>。然而，另有研究认为，熔断机制通过影响投资者的最优交易决策和助长非理性情绪，导致股价波动加剧，并产生“磁吸现象”<sup>[45, 46]</sup>。我国证监会于

① 2009 年证监会对询价制度作出第一次改革，IPO 首日高回报现象得到缓解，平均首日回报率回落至 40%，此前 IPO 平均首日回报率高达 155%。

② 2021 年 7 月读客文化以发行价每股 1.55 元于创业板通过注册制形式上市，打破创业板注册制新股最低发行记录，首发募资额仅 6 202 万元，上市首日涨幅高达 1 943%，创 A 股历史新股上市首日回报新高。询价机构为获取高额利润抱团压价，网下配售份额高达 61%。

③ 2021 年 9 月 18 日，沪深交易所优化了新股发行的相关规定，将询价的报价剔除范围从 10% 修订为 3%。

2016年1月1日推出了熔断机制(同年1月8日暂停),在熔断制度启动后的四个交易日内,有两日触发了熔断。研究指出,我国熔断机制助长了“磁吸效应”,增大了市场波动<sup>[47,48]</sup>。

除了涨跌停机制与熔断制度以外,部分市场还利用价格笼子限制交易者的订单报价范围来避免瞬时价格的大幅波动。价格笼子可以降低价格冲击、提升价格变动的连续性和交易的流动性。有研究关注日本市场包含价格笼子在内的一整套价格限制制度<sup>[49,50]</sup>总体对市场的影响,但忽视了价格笼子本身的实际效果<sup>[51]</sup>。2020年8月,我国创业板注册制改革首次引入了价格笼子机制,这成为我国资本市场交易制度的重要改革之一。已有研究利用本次交易制度变化作为自然实验,发现价格笼子的实施有助于改善流动性,但降低了价格发现效率<sup>[52]</sup>。

有关证券交易税的研究集中讨论了其对资本市场的效应,并产生了正反两方的意见<sup>[53]</sup>。赞成方认为证券交易税的实行有助于筹集财政收入、抑制投机交易、降低市场额外波动和促进财富公平,而反对方则认为交易税会增加交易成本、削弱市场流动性和降低价格发现效率<sup>[54]</sup>。针对我国印花税税率调整的股市效应的研究发现税率上调后市场流动性减少、波动性增加、价格发现过程延迟,税率下调后市场噪声波动降低、流动性增强、定价效率提升<sup>[54-56]</sup>。2007年5月30日,为给过热的股市降温,证监会决定将A股的证券印花税税率由1%上调至3%<sup>①</sup>。此次印花税上调因政策外溢产生了“打地鼠效应”:大量投机型交易者从股市涌入交易费用极低的权证市场,并导致了权证市场泡沫<sup>[57]</sup>。

市场交易规则的初衷是规范买卖双方的交易行为,保障良好的市场秩序。然而,设计不当的交易规则可能会扭曲市场主体的交易行为,破坏金融市场的稳定。我国A股市场2007年的“530印花税事件”是反映交易规则设计不当叠加政策调整引发市场负面效应的经典案例。印花税上调导致权证市场交易狂热,形成了价格泡沫。现有研究表明,权证市

场的卖空机制与投资者异质信念是权证泡沫的主要成因<sup>[58-60]</sup>。许多投资者均意识到权证泡沫的存在,但仍然寄希望于以更高的价格转售手中的权证<sup>[61,62]</sup>。投资者准入标准及其实施过程的缺陷,使得大量缺少必要金融知识的投资者进入权证市场;价格泡沫导致权证跌停价格有时甚至高于权证的理论最高价格,从而阻碍了权证价格向公平价格回归<sup>[63]</sup>。<sup>②</sup>

总体而言,不恰当的交易限制可能影响市场流动性,不完善的交易规则可能导致资产价格异常和投资者蒙受损失;合理设计交易层面的配套制度对资本市场的发展至关重要。

#### 2.4 监管机制研究进展

上市公司高质量发展与市场主体行为合法是推动资本市场健康发展的微观基础。2020年10月,国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》(以下简称“《意见》”),强调加大证券监管力度和创新监管方式是提高上市公司质量的重中之重。在我国目前的制度背景下,资本市场监管方式以证监会行政监管和证券交易所一线监管为代表的监管机制为主,证监会与交易所在促进上市公司信息披露质量提升和打击市场主体违法违规行为等方面起到积极作用<sup>③</sup>。尽管如此,我国市场监管体系仍有缺陷,具体表现为监管资源稀缺、监管和执法力度不足、监管重心放在事前的实质性审批等问题。相对较低的违法违规成本对上市公司的威慑力不足,加上信息高度不对称的市场环境,导致部分上市公司仍在规章制度边缘“铤而走险”,损害投资者利益,阻碍监管效果有效发挥。

为缓解监管机制的上述缺陷,我国证券监管改革作出不少尝试,逐渐从事前监管转向事中、事后监管,从依靠“审批制”监管转向“合规性”监管。以问询函为载体的监管机制是我国证监会在吸取国外成熟市场经验的基础上所做的制度性创新<sup>④</sup>。国外大多数研究聚焦于美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)监管,主要发现SEC问询函会增加盈余反应系数<sup>[66]</sup>、提高信息披露质量<sup>[67]</sup>、提高管理人员变更可能性<sup>[68]</sup>。自

① 在2008年国际金融危机期间,为活跃股票市场、提振投资者信心,我国于2008年4月24日下调印花税税率至1%(双边征收),随后于2008年9月19日将印花税从双边征收改为单边征收。

② 由于衍生品交易规则的复杂性高于一般的证券交易规则,金融知识匮乏的投资者可能蒙受高额损失。现有研究从行为金融的角度,通过刻画市场主体的行为特征来探讨香港牛熊证市场<sup>[64]</sup>、中国权证市场<sup>[63]</sup>和中国期货市场<sup>[65]</sup>上各类市场主体的业绩表现,并启示监管局应当发挥金融创新的正向作用,完善投资者适当性管理,建立保护中小投资者利益的措施,促进共同富裕目标实现。

③ 过去十年间,我国上市公司违规受到罚事件接近5000起,数量呈递增趋势,体现中国资本市场进入严监管时代。其中,“推迟披露”“重大遗漏”和“误导性陈述”性质的信息披露违规事件数量最多。

④ 自2013年起,我国证券交易所正式开通上市公司财务报告信息披露“直通车”,上市公司财务报告均不需进行提前审核,而是在直接披露后,证监会与交易所将不定期进行事后监管,向报告质量未达到“直接监管标准”的企业发出问询函,并要求上市公司在规定时间内书面回函与公开披露。



2013 年直通车政策出台后,中国资本市场基于问询函监管制度的相关研究逐渐增多,国内既有研究主要认为问询函蕴含了一定的信息含量<sup>[69, 70]</sup>,能够改善公司的信息披露质量<sup>[71, 72]</sup>、有效抑制上市公司盈余管理行为<sup>[73]</sup>、降低股价崩盘风险<sup>[74]</sup>、抑制公司税收规避行为<sup>[75]</sup>。在新股发行层面,股市注册制改革以来,审核问询是上市公司信息披露环节的重要机制,该制度能够提升 IPO 信息披露质量<sup>[76]</sup>,改善新股定价效率<sup>[77]</sup>,降低机构报价分歧程度<sup>[76, 77]</sup>。

总体而言,问询函监管制度对改善市场信息环境、完善投资者利益保护机制、维护金融市场稳定和促进资本市场健康发展具有重要意义。

### 3 中国资本市场机制设计与评估面临的挑战与研究方向建议

2018 年 5 月 2 日,习近平总书记在北京大学考察时指出:“先是要让国家达到一流水平,其他服务于国家一流。我们要有这个自信,要把学术研究建立在国家发展成就的基础上,做到知行合一”。国家达到一流水平往往伴随着资本市场的成熟和完善,而后者也会催生一流的资本市场学术研究。当前,我国资本市场已经全面实行股票发行注册制,这是贯彻落实党的二十大精神,全面深化资本市场改革的重大举措。从系统视角来看,股票发行的全面注册制改革是一项系统性工程,其不仅涉及股票的发行制度,还包括上市定价、流通交易等一系列制度安排。我国资本市场具有新兴加转轨的发展阶段特征,无论是其服务的实体经济制度、还是市场主体结构都与西方发达市场明显不同。注册制实施背景下,各项配套制度的建设和完善应该充分考虑我国国情和中国式现代化特征,尤其应当借鉴我国资本市场改革中积累的历史经验以及相关学术研究提供的理论与实证依据来展开。本节基于行为博弈视角,围绕上市企业甄选机制、新股定价制度、市场价格形成机制和证券监管机制四个方面,讨论未来中国特色资本市场机制设计与优化领域的挑战,并尝试提出相应的研究建议。

#### 3.1 上市企业甄选机制

当前,我国资本市场已初步建立起多元化、差异化的上市标准体系,为实体经济获取市场资金创造了条件。然而,市场各板块的现有准入门槛依然偏高。一方面,较高的上市门槛导致具备潜力的企业无法触及资本市场资源,转而寻求到海外上市,导致优质资产为外部投资者享有;另一方面,单靠提高财

务门槛防范风险的做法难以奏效,公司业绩上市后“变脸”现象依然普遍。如何在修缮上市入口的同时,提升上市主体质量、优化清退机制,保证进口、出口双向畅通,是全面注册制面临的第一个挑战。

为充分发挥资本市场支持实体经济发展的功能,改变监管者通过抬高门槛防风险的惰性理念,我们建议围绕“信息披露制度设计和上市主体约束机制优化”相关主题,以“金融活水更好惠及优质企业”“弘扬企业家精神”“防范大股东割韭菜”“让企业成长惠及中小股东”为目标开展学术研究。具体可以围绕信息披露惩罚机制,大股东交易行为和利润披露,投资者保护机制等展开。研究成果将有助于监管者把监管重心落到信息披露制度建设、投资者保护政策建设和对发行主体与发行中介的约束机制建设上,为我国企业上市的市场化和法制化提供理论依据和可靠保障。

#### 3.2 新股发行定价机制

对新股定价制度的调整往往顾此失彼,导致新股发行价异常的现象依然突出。新股发行定价的高低,既决定了发行人募集资金的数额和承销商的收入,也对新老股东、一级市场和二级市场投资者的财富分配产生影响。全面注册制的实施,打破了以往 23 倍市盈率的价格限制,提高了发行定价的市场化程度。当前,询价定价方式在我国新股发行定价中占据主导地位。询价发行方式有利于挖掘市场需求,降低承销风险,但其发行成本高、发行周期也相对更长。此外,现行的询价制度在机制设计中仍存在亟需填补的漏洞,这些漏洞主要表现为买卖双方的博弈机制和买方的激励约束机制缺失。如何设计合理的询价机制来约束市场主体行为,从而保证 IPO 价格相对公平,是全面注册制面临的第二个挑战。

为提升直接融资比重,改变中小投资者对资本市场“割韭菜”“是赌场”的认识,让资本市场更好地服务实体经济健康发展,我们建议围绕“询价机制设计和市场主体行为约束机制优化”相关主题,以“保障企业融资额度”“保障询价机构利润”“保障中小投资者利益”为目标开展学术研究。具体研究内容可以考虑多元化的询价对象(除机构投资者外,可以适度引入满足一定门槛的散户投资者,从而降低抱团压价风险),询价过程的信息披露,发行保荐公司的利润披露,询价机构黑名单制度等对 IPO 价格的影响。研究成果将有助于改善询价发行主体间的激励约束机制,促进买卖双方充分博弈,消除“人情报价”“跟风报价”“抱团报价”等现象,从而形成更加公平

的新股发行价格,稳定股票在二级市场的价格波动。

### 3.3 股票交易制度

我国交易机制的两大特色是 T+1 交易与涨跌停制度,在很长一段时间内,两大制度因对交易行为限制导致市场效率尤其是价格发现功能受损而饱受批评。注册制实施以来,股票交易 10% 的涨跌幅限制已被打破,各板块形成了差异化的交易机制。涨跌幅限制比例的差异化安排,充分考虑了不同的市场特征,有利于实现市场的价格发现功能。另一方面,注册制改革后公司股票供应量显著增长,在市场存量资金有限同时叠加较高的投资者市场准入门槛的情况下,部分市场出现了流动性不足的现象。如何设计更加完备的二级市场交易制度和退市机制,以改善市场流动性、保护中小投资者利益,是我国全面实施注册制将要面对的第三个挑战。

为了提升潜在优质资产(例如优质的科创板股票)对普通投资者的可得性,助力“全体人民共同富裕”的战略目标,同时提升市场运行效率、助力市场功能有效发挥,我们建议围绕“股票市场交易制度设计与优化”开展研究。具体研究内容可以考虑做市商制度,“T+0”交易机制设计,“涨跌幅”机制优化,以及投资者准入标准优化等对市场运行质量、投资者交易行为以及财富分配效应的影响。研究成果将有助于改善基于资产规模划定投资者准入标准的“一刀切”做法,加强中小投资者保护,让资本市场发展惠及更多投资者;推动做市商资质扩容、丰富做市标的,提升二级市场流动性和稳定性,促进市场定价功能的发挥。

### 3.4 证券监管体系

《关于进一步提高上市公司质量的意见》强调“要充分发挥证券交易所一线监管的作用,提高上市公司监管有效性”。在交易所各类一线监管手段中,问询函是使用最为频繁,且行之有效的监管措施之一,在一定程度上约束着上市公司、投资者和第三方机构的行为。另一方面,一味增加审核问询意见并非好事,从长期看来,审核意见越多的企业上市后发生“业绩变脸”的可能性更高<sup>[78]</sup>。如何优化资本市场监管机制、提升监管效能和创新监管方式,是全面注册制面临的第四个挑战。

为系统性提高证券监管的有效性、打造健康的市场生态环境,通过监管措施引导资源有效配置、促进市场良性发展,我们建议围绕“证券监管机制设计与强化”相关主题,以“提高上市公司信息披露质量”和“打击市场主体违法违规行”为目标开展学术研究。具体内容可以考虑“健全证券法与公司法”“优化问询

函机制”“完善注册制下的审核问询机制”以及“强化中小股东监管性作用”对市场主体行为约束的影响。研究成果将有助于提高违法违规成本,追责恶性违法行为,实现监管惩戒的高效衔接;创新非惩罚性监管措施,政府与市场形成监管合力,推进监管沟通协作,做到“预防监管”“精准监管”,提升上市公司质量。

## 4 结论

在我国大力发展资本市场、全面实施注册制的背景下,剖析我国资本市场机制设计困境与改革难点至关重要。本文从上市甄选机制、新股定价机制、交易运行机制和监管机制四个方面梳理了国内外相关领域的研究现状。现有研究表明,在引进和运用发达资本市场机制时需充分研究其在国内的适用性,盲目引进和实施国外成熟的市场机制,超前推动资本市场改革与开放(甚至监管当局给予市场参与者政策兜底的强烈预期)将过度放松市场主体的风险约束与财务约束,从而加速市场非理性扩张、增加下行风险。

为促进资本市场高质量发展,我们需要正确理解资本市场的本质;厘清全面注册制实施背景下,机制设计的底层逻辑。中国特色资本市场机制设计与优化需要回归初心,明确其“服务实体经济高质量发展,服务全体人民共同富裕”的本质功能。注册制改革作为近年来中国特色资本市场改革的突破口,也必须服务上述本质功能。相关的发行审核,保荐承销,上市交易,信息披露和退市规则等一系列机制设计也必须以实现本质功能为最终目标。这为学术界开展研究指明了方向:以“服务实体经济高质量发展,服务全体人民共同富裕”为目标,通过严谨的理论研究、模拟演练和实证分析,探索市场参与主体与制度匹配过程,建立制度机制对主体合理有效的约束和激励关系。具体而言,在全面注册制情景下,我们可以考虑在上市标准制定、新股发行定价、股市交易制度以及监管与法治建设(含退市和投资者保护等)等各个环节上设计合理的目标函数,恰当地刻画参与主体行为及其动机,设计有效的约束和激励手段,促使市场微观主体的行为动机与我国资本市场建设的总体目标一致。

## 参 考 文 献

- [1] 李永森. 论当前我国资本市场的制度建设. 金融与经济, 2012(9): 50—53, 80.
- [2] 郑振龙, 孙清泉. 彩票类股票交易行为分析: 来自中国 A 股市场的证据. 经济研究, 2013, 48(5): 128—140.



- [3] Allen F, Qian J, Shan C, Zhu J. Dissecting the long-term performance of the Chinese stock market. (2022-10-08)/[2023-08-01]. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2880021>.
- [4] 黄志军. 资本市场发展迷雾中的反思——来自发达国家资本市场监管的经验与教训. 现代金融, 2017(4): 29—31.
- [5] Coase RH. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*, 1960, 3: 1—44.
- [6] Coase RH. The nature of the firm. *Economica*, 1937, 4(16): 386—405.
- [7] Buchanan JM. The constitution of economic policy. *Science*, 1987, 236(4807): 1433—1436.
- [8] 张五常. 佃农理论. 北京: 商务印书馆, 2000.
- [9] 谢建国, 唐建平. 中国股票上市发行监管制度变迁: 一个博弈论解释. 世界经济, 2005, 28(2): 69—79.
- [10] Chen DH, Guan YY, Zhang TY, et al. Political connection of financial intermediaries: evidence from China's IPO market. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 76: 15—31.
- [11] Francis BB, Hasan I, Sun X. Political connections and the process of going public: evidence from China. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28(4): 696—719.
- [12] Fan JPH, Wong TJ, Zhang TY. Politically connected CEOs, corporate governance, and the post-IPO performance of China's partially privatized firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2014, 26(3): 85—95.
- [13] Qian YM, Ritter JR, Shao XJ. Initial public offerings Chinese style. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2022: 1—38.
- [14] Kao JL, Wu DH, Yang ZF. Regulations, earnings management, and post-IPO performance: the Chinese evidence. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1): 63—76.
- [15] Cong L, Howell ST. Policy uncertainty and innovation: evidence from initial public offering interventions in China. *Management Science*, 2021, 67: 7238—7261.
- [16] Cheung YL, Ouyang ZW, Tan WQ. How regulatory changes affect IPO underpricing in China. *China Economic Review*, 2009, 20(4): 692—702.
- [17] Gao Y. What comprises IPO initial returns: evidence from the Chinese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2010, 18(1): 77—89.
- [18] Chen J, Ke B, Wu DH, et al. The consequences of shifting the IPO offer pricing power from securities regulators to market participants in weak institutional environments: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50: 349—370.
- [19] 刘煜辉, 沈可挺. 是一级市场抑价, 还是二级市场溢价——关于我国新股高抑价的一种检验和一个解释. 金融研究, 2011(11): 183—196.
- [20] 屈源育, 吴卫星, 沈涛. IPO还是借壳: 什么影响了中国企业的上市选择?. 管理世界, 2018, 34(9): 130—142, 192.
- [21] Liu JN, Stambaugh RF, Yuan Y. Size and value in China. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(1): 48—69.
- [22] 王冰辉. 价格管制与IPO时机选择. 经济学(季刊), 2013, 12(2): 407—428.
- [23] 胡聪慧, 齐云飞. 资本市场与企业投融资决策——来自新股定价制度调整的证据. 经济研究, 2021, 56(8): 91—108.
- [24] 杨记军, 赵昌文. 定价机制、承销方式与发行成本: 来自中国IPO市场的证据. 金融研究, 2006(5): 51—60.
- [25] 田利辉, 张伟, 王冠英. 新股发行: 渐进式市场化改革是否可行. 南开管理评论, 2013, 16(2): 116—132.
- [26] 俞红海, 刘焯, 李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究. 金融研究, 2013(10): 167—180.
- [27] 李冬昕, 李心丹, 俞红海, 等. 询价机构报价中的意见分歧与IPO定价机制研究. 经济研究, 2014, 49(7): 151—164.
- [28] 邹高峰, 张维, 常中阳. 询价制度下中国IPO长期表现. 管理科学学报, 2012, 15(11): 66—75.
- [29] 刘志远, 郑凯, 何亚南. 询价制度第一阶段改革有效吗. 金融研究, 2011(4): 158—173.
- [30] 刘志远, 郑凯, 何亚南. 询价对象之间是竞争还是合谋——基于IPO网下配售特征的分析. 证券市场导报, 2011(3): 35—44.
- [31] 刘煜辉, 贺菊煌, 沈可挺. 涨跌停板制度下中国A、B股市场波动的动态变化. 管理科学, 2003, 16(5): 48—53.
- [32] Kim KA, Liu HX, Yang JJ. Reconsidering price limit effectiveness. *Journal of Financial Research*, 2013, 36(4): 493—518.
- [33] 吴林祥, 徐龙炳, 王新屏. 价格涨跌幅限制起到了助涨助跌作用吗?. 经济研究, 2003, 38(10): 59—65, 93.
- [34] 刘海龙, 吴冲锋, 吴文锋, 等. 涨跌幅限制与流动性研究. 系统工程理论方法应用, 2004, 13(1): 20—26.
- [35] Hsieh PH, Kim YH, Yang JJ. The magnet effect of price limits: a logit approach. *Journal of Empirical Finance*, 2009, 16(5): 830—837.
- [36] Kim KA, Rhee SG. Price limit performance: evidence from the Tokyo stock exchange. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 885—901.
- [37] 孙培源, 范利民. 涨跌幅限制与投资者过度反应: 一个基于均衡价格估计的经验研究. 世界经济, 2004, 27(4): 72—79.
- [38] Yeh CH, Yang CY. Do price limits hurt the market? *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 2013, 8(1): 125—153.
- [39] 陈浩武, 范利民, 唐元虎. 涨跌幅限制与知情投资者行为: 基于中国实证. 系统工程学报, 2006, 21(5): 524—528.
- [40] Chen T, Gao ZY, He JB, et al. Daily price limits and destructive market behavior. *Journal of Econometrics*, 2019, 208(1): 249—264.
- [41] 顾明, 曾力, 陈海强, 等. 交易限制与股票市场定价效率——基于创业板涨跌幅限制放宽的准自然实验研究. 金融研究, 2022(11): 189—206.
- [42] 刘磊, 赵阳, 肖欣荣. 放松股价管制能否提升市场定价效率?. 国际金融研究, 2023(4): 62—73.

- [43] Lauterbach B, Ben-Zion U. Stock market crashes and the performance of circuit breakers: empirical evidence. *The Journal of Finance*, 1993, 48(5): 1909—1925.
- [44] Madhavan A. Trading mechanisms in securities markets. *The Journal of Finance*, 1992, 47(2): 607—641.
- [45] Subrahmanyam A. Circuit breakers and market volatility: a theoretical perspective. *The Journal of Finance*, 1994, 49(1): 237—254.
- [46] Chen H, Petukhov A, Wang J, et al. The dark side of circuit breakers. *Journal of Finance*, 2023, Forthcoming.
- [47] 杨晓兰, 金雪军. 我国股票市场熔断机制的磁力效应: 基于自然实验的证据. *金融研究*, 2017(9): 161—177.
- [48] 李梦雨, 魏熙晔. 指数熔断机制加剧了市场波动吗? ——基于中国 A 股市场的自然实验. *中央财经大学学报*, 2017(4): 30—37.
- [49] Lehmann BN, Modest DM. Trading and liquidity on the Tokyo stock exchange: a bird's eye view. *The Journal of Finance*, 1994, 49(3): 951—984.
- [50] George TJ, Hwang CY. Transitory price changes and price-limit rules: evidence from the Tokyo stock exchange. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1995, 30(2): 313.
- [51] Maskawa JI. Collective behavior of market participants during abrupt stock price changes. *PLoS One*, 2016, 11(8): e0160152.
- [52] 李松楠, 刘玉珍, 胡聪慧. 价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据. *管理世界*, 2023, 39(3): 49—62.
- [53] Schwert GW, Seguin PJ. Securities transaction Taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions. *Financial Analysts Journal*, 1993, 49(5): 27—35.
- [54] 郭彦峰, 黄登仕, 魏宇. 证券交易印花税与市场质量——来自中国证券市场的实证分析. *数理统计与管理*, 2012, 31(5): 915—929.
- [55] 史永东, 蒋贤锋. 中国证券市场印花税调整的效应分析. *世界经济*, 2003, 26(12): 63—71.
- [56] 范南, 王礼平. 我国印花税变动对证券市场波动性影响实证研究. *金融研究*, 2003(6): 38—45.
- [57] Cai JH, He JB, Jiang WX, et al. The whack-a-mole game: Tobin Taxes and trading frenzy. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34(12): 5723—5755.
- [58] 马文杰, 路磊. 认沽权证系统性高估机理: 投机还是创设机制?. *管理科学学报*, 2016, 19(5): 68—86.
- [59] 张伟强, 廖理, 沈红波. 中国认沽权证市场泡沫形成机制研究. *中国工业经济*, 2013(1): 90—102.
- [60] 攀登, 施东晖, 宋铮. 证券市场泡沫的生成机理分析——基于宝钢权证自然实验的实证研究. *管理世界*, 2008(4): 15—23, 186.
- [61] Scheinkman J, Xiong W. Overconfidence and speculative bubbles. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(6): 1183—1220.
- [62] Xiong W, Yu JL. The Chinese warrants bubble. *American Economic Review*, 2011, 101(6): 2723—2753.
- [63] Li XD, Subrahmanyam A, Yang XW. Winners, losers, and regulators in a derivatives market bubble. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34(1): 313—350.
- [64] Li XD, Subrahmanyam A, Yang XW. Can financial innovation succeed by catering to behavioral preferences? Evidence from a callable options market. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(1): 38—65.
- [65] Subrahmanyam A, Tang K, Wang JY, et al. Leverage is a double-edged sword. *Journal of Finance*, 2023, Forthcoming.
- [66] Johnston R, Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting: securities and exchange commission comment letters. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(2): 1128—1155.
- [67] Bozanic Z, Dietrich JR, Johnson BA. SEC comment letters and firm disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(5): 337—357.
- [68] Gietzmann M, Marra A, Pettinicchio A. Comment letter frequency and CFO turnover. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2016, 31(1): 79—99.
- [69] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗? ——基于问询函的证据. *金融研究*, 2018(4): 155—171.
- [70] 郭飞, 周泳彤. 交易所年报问询函具有信息含量吗?. *证券市场导报*, 2018(7): 20—28.
- [71] 李晓溪, 饶品贵, 岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告. *管理世界*, 2019, 35(8): 173—188, 192.
- [72] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗? ——基于并购重组报告书的文本分析. *经济研究*, 2019, 54(5): 181—198.
- [73] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据. *管理世界*, 2019, 35(3): 169—185, 208.
- [74] 张俊生, 汤晓建, 李广众. 预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗? ——基于交易所年报问询函的研究. *管理科学学报*, 2018, 21(10): 112—126.
- [75] 邓祎璐, 陈运森, 戴馨. 非处罚性监管与公司税收规避——基于财务报告问询函的证据. *金融研究*, 2022(1): 153—166.
- [76] 俞红海, 范思好, 吴良钰, 等. 科创板注册制下的审核问询与 IPO 信息披露——基于 LDA 主题模型的文本分析. *管理科学学报*, 2022, 25(8): 45—62.
- [77] 薛爽, 王禹. 科创板 IPO 审核问询回复函与首发抑价. *管理世界*, 2022, 38(4): 185—203.
- [78] 张光利, 薛慧丽, 高皓. 企业 IPO 价值审核与股票市场表现. *经济研究*, 2021, 56(10): 155—171.

## Design and Evaluation of China's Capital Market Mechanisms

Yuanlan Cao Peng Zhu Xuewei Yang\*

*School of Management and Engineering, Nanjing University, Nanjing 210093*

**Abstract** In recent years, China's capital market reform has achieved a series of accomplishments, while still exhibiting evident characteristics of emerging and transitional nature. In line with the significant strategic requirement of achieving high-quality economic development, it is an urgent task to further improve the foundational systems of China's capital market. Market mechanism design and evaluation represent the forefront of capital market research and serve as the theoretical basis for capital market reform and sustainable development. This article examines the current state of research in the field of mechanism design and evaluation in China's capital market, focusing on issuance mechanisms, trading mechanisms and regulatory mechanisms. Building upon this foundation, the article explores the challenges and relevant research recommendations for China's capital market reform from the perspective of behavioral game theory, centered on the formulation of listing standards, pricing of new stock issuances, stock market trading systems and security regulation systems.

**Keywords** capital markets; mechanism design; issuance system; trading system; regulatory system

(责任编辑 刘敏 姜钧译)

---

\* Corresponding Author. Email: xwyang@nju.edu.cn