



(2019 年第 17 期，总第 121 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 7 月 23 日

基金公司支持科创板发展路径初探

【编者按】2018 年 11 月 5 日，习近平主席在中国国际进口博览会上正式提出在上海证券交易所（以下简称“上交所”）设立科创板并试点注册制，其后中央经济工作会议提出推动尽快落地科创板，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）、上交所将其列为首要任务。2019 年 3 月 1 日，中国证监会发布有关科创板股票注册、上市公司监督的监管规定，上交所同期公布了有关上市审核、发行承销、交易投资等方面的业务规则。首批科创板企业已于 2019 年 7 月 22 日集体挂牌上市。

在科创板的论证、设立过程中，基金公司作为专业的资产管理机构和资本市场参与者，深入参与科创板相关制度建设、标准设立、系统构造和机制创新，积极为板块创设和市场培育建言献策。本文试图全方位梳理、总结基金公司支持科创板发展的路径和方案，内容涵盖企业上市前、发行上市、产品设计、投资交易、市场培育等多个环节，同时也力图为

退市处理、融资融券等创新领域提供建议。

一、基金公司在企业上市前支持科创板的途径和方案

基金公司可充分发挥其强大投研能力和专业团队优势，在企业尚未上市的前期阶段，通过深度了解企业运作管理情况，挖掘未来发展前景良好、低估值、具有重大投资价值的优质企业，甄别出业务模式不清晰、信息披露不充分、存在生产经营风险和股权结构复杂的问题公司。

同时，基金公司及其子公司也可以通过参与科技创新企业的投融资业务，为其提供直接融资来源，为科创板培育和孵化优质企业，为整个市场的长期稳定发展打下基础。具体可以通过以下途径实现。

（一）对拟上市企业进行全面调研，为合理定价提供依据

科创板在定价机制上采用全面的市场化询价制度，且询价对象仅限证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者。《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》同时强调，发行人和主承销商应当充分重视公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等机构投资者的长期投资理念，设置合理的询价条件并引导科学、合理的网下询价，在初步询价后重点参照前述配售对象剔除最高报价后的中位数和加权平均数的孰低值来确定发行价格。

在众多机构投资者中，基金公司具备较强权益投资和研究能力，尤其是头部基金公司已在科技创新相关行业和领域

积累了长期的投研经验，并配备了充足和专业的投研人员，充分覆盖科创板涵盖的相关行业。基金公司应当持续提升并发挥其投研能力，成为市场对于拟上市企业进行深入了解、挖掘投资价值、避免投资风险的有效载体，并在科创板股票的合理定价过程中发挥积极的作用。

同时，科创板企业不少属于初创公司，可能存在业务不成熟、营收不稳定的情况，传统的估值方法可能失效，需要投资者具备较强的研究和定价能力，深入了解公司和行业背景，并根据具体情况具体分析。科创板网下投资者的筛选条件中，在经营时间、资管规模等量化指标之外，应当强化“定价能力”的筛选标准，增加与科创板相适应的人员配备要求，让真正具备研究力量、估值与定价能力以及风控完善的机构在定价过程中发挥更大作用。

（二）参与一级市场投资，提前布局优质企业

科创板的设立对 PE 和 VC 在一级市场的投资能起到正向促进作用，也能为基金公司带来新的投资机遇。基金公司子公司可通过对科技创新企业进行股权投资，实现一二级市场投资的联动，引导中长期资本对科技创新企业的投资，为民营企业拓宽直接融资的渠道。

目前，在一级市场投资方面，基金公司及其子公司在一级市场、一级半定增市场和新三板市场中都已积累了一定的投资经验，部分基金公司已成立投行部或股权投资子公司，配备了专注于一级市场的专门团队。但从行业整体发展情况来看，子公司参与股权投资仍需要监管层给予适度的鼓励，如与产业资本等合作开展股权投资，提升基金行业在主动股

权投资领域的能力。

(三) 通过资管产品设立员工持股计划

《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》（以下简称“《科创板发行与承销实施办法》”）允许发行人的高级管理人员与核心员工通过设立专项资产管理计划参与本次发行战略配售。这一机制一方面可以作为企业给予员工的长期激励机制，另一方面可以向市场传递正面信号，以示企业内部对未来前景的良好预期。

科技创新类企业来说，员工持股可成为企业与核心员工利益绑定的重要途径。为满足企业实施员工持股计划的需求，基金公司及其子公司可在企业拟申请在科创板上市的前期，与企业充分沟通设立员工持续相关产品的需求，提供产品方案和相关建议，并帮助企业完成员工持股计划的整个流程。

二、基金公司在发行及上市环节支持科创板的方案和路径

科创板与主板、创业板最大的区别就在于发行上市环节。主板和创业板采用核准制，并对申请上市的公司有盈利性要求；而科创板试点注册制，在上市门槛中也不设硬性盈利指标，目的是为了通过市场化方式促进科技创新型企业的直接融资，从而推动我国高科技产业的发展。

基金行业不仅是连接投资者和科创板的重要桥梁，而且基金公司作为专业机构投资者，在科创企业的上市审核和发行询价环节，还充分发挥着投研专业能力和价值发现功能。

(一) 上市审核

对于申请科创板上市的企业，有两个重要的衡量指标：

预估市值和营业收入。在没有强制性净利润指标的前提下，营业收入成为了唯一但非绝对性的硬性财务指标。按照营业收入的高低划分（1 亿、2 亿、3 亿），申请上市科创企业需要满足相应预估市值（10 亿、15 亿、20 亿）的要求。非绝对性是指对于预估市值不低于 40 亿的科创企业，对营业收入没有硬性要求。由此可见，预估市值和专业技术评定是科创企业申请上市的关键指标和属性。

对此上交所针对科创板专门设立了三个专家委员会：科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会，以便在科创企业上市审核、投资交易、监管退市等环节，做出客观、公正、专业的评审和建议，保障科创板市场平稳起步和长远发展。基金公司作为专业机构投资者，可以为这三个专家委员会输送行业精英和专家代表，有利于提升审核工作的专业性、权威性和公信力。

（二）战略配售

为了客观公允地对科创企业股票首次公开发行进行合理定价，主板市场要求首次公开发行 4 亿股以上的公司才可以战略配售，而科创板上市公司在首次公开发行环节全面采用战略配售机制，充分体现了战略投资者在科创板上市公司发行上市和未来发展中的重要作用。

以公开募集方式设立，主要投资策略包括投资战略配售股票，且以封闭方式运作的证券投资基金，将可参与科创企业首次公开发行股票的战略配售，利用科学合理的估值方法和专业投资能力，通过相关询价机制，促进科创企业首次公开发行股票理性公允定价。

三、基金公司在产品设计环节支持科创板的路径和方案

基金公司研发科创板相关产品具有广阔的空间。在现有科创板制度下，参与科创板的投资者除了应具备一定的资金实力和风险承受能力外，更应当具备相当的行业研究和投资专业知识与经验。因此，监管机构一方面对科创板个人投资者设置了较高的参与门槛（日均资产不低于 50 万元且参与证券交易 24 个月以上），另一方面更鼓励普通个人投资者通过公募基金形式间接参与科创板投资，在积极分享科创型上市企业快速增长红利的同时，尽可能避免和控制投资风险。

基金公司可以从以下 4 个方面设计投资科创板股票相关的公募基金：一是开放式科创主题基金；二是战略配售基金；三是科创板指数基金；四是科创板行业主题基金。

（一）开放式科创主题基金

开放式科创主题基金采用主动选股策略，聚焦科创板等符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的企业。

基金公司可通过科创板主题基金的方式参与科创板企业的新股询价和申购。截至 2019 年 7 月 12 日，已有 54 家基金公司共申报 76 只开放式科创板主题基金，包括股票型、混合型和灵活配置型三类¹。

2019 年 4 月 22 日，6 只第一批申报的科创板主题基金取得批复，已分别于 2019 年 4 月 25 日和 4 月 29 日公开发售。6 只产品募集规模都接近限额 10 亿，总募集规模达 60 亿，总认购户数近 300 万户²，从销量中也体现了中小投资者对该类产品的热情，公募基金为迫切想要参与科创板投资的

¹ 数据来源：证监会网站 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>

² 数据来源：Wind

中小投资者提供了便捷的方式。

(二) 战略配售基金

公募基金参与战略配售应同时满足如下条件：一是封闭式运作；二是投资策略包括战略配售策略；三是符合发行人和主承销商在招股意向书和初步询价公告中披露的战略投资者标准。

截至 2019 年 7 月 12 日，已有 32 家基金公司参与封闭式战略配售基金的申报，共计 43 只。按基金类型来看，42 只封闭式战略配售基金为灵活配置型基金，另有 1 只为混合型基金。截至 2019 年 7 月 12 日，共有 12 只 3 年封闭战略配售基金已经发行，其中 11 只已经募集成立，募集总规模达 146 亿元³。战略配售基金进一步丰富科创板基金产品类型，为偏好长期布局的投资者提供参与科创板投资的有效渠道。

未来，希望监管部门可以进一步明确科创板战略配售基金的相关指引，为更多有意参与科创板战略投资的基金公司明确方向，提升公募基金在科创企业价值挖掘与合理定价方面的能力。

(三) 科创板指数基金

指数型基金兼具费率低、流动性高、投资组合透明等优势。科创板实施注册制，IPO 节奏可能较快，板块成分股数量可能快速扩容，为开发科创板相关的被动指数产品提供了基础。目前可行的科创板指数编制方案主要有两种：一是将科创板基金纳入目前已有的宽基指数等指数体系；二是构建科创板自有的指数体系，如设立表征板块整体表现的科创板

³ 数据来源：Wind

综合指数和可以进行投资和产品化的科创板成分指数等。

在量化和指数投资上有丰富经验并具备自主研发和编制指数的能力的基金公司，可以与上交所及相关指数编制机构合作研究科创板指数编制方案，推动科创板相关指数落地，进而推出跟踪科创板指数的基金，提升科创板的影響力。

（四）科创板行业主题基金

在时机成熟后，基金公司也可以开发设立科创板系列行业主题基金。科创板主要服务新兴产业；行业与行业之间的差异性大，某一项核心技术的突破或者政策变化有可能带来特定行业整体性的投资机会。因此投资者通过投资特定行业/主题的公募基金，争取获取特定细分行业的板块收益。

四、基金公司在投资交易环节支持科创板的路径和方案

（一）参与二级市场交易，持续提供价格发现功能

基金公司可充分发挥自身的主动权益投研能力，在科创板股票进入二级市场流通后，提供持续的价格发现功能。

一方面，科创板二级市场的交易机制和主板类似，以竞价交易、大宗交易为主。基金行业经过二十年的发展，在投资、研究、交易的配合上已形成了非常成熟稳健的机制和体系。通过自下而上的基本面研究支撑投资决策，通过投资决策和交易执行的上下游传导，将价值判断迅速传递到股票价格中。鉴于科创板参与门槛的设置将大部分的个人投资者排除在外，基金公司等资管机构将在科创板股票价格发现上发挥更加重要的作用。

另一方面，科创板股票进入二级市场流通后，基金公司可以将基本面分析和历史价格数据走势进行结合，对未来股

票的价格发现给出更有依据的判断。基金公司的传统研究禀赋主要集中在股票二级市场，将基本面分析和交易价格进行结合研判，是基金公司能在投资交易环节发挥更加重要的持续价格发现功能的重要原因。

(二) 发挥理性交易优势，平抑科创板波动性

基金公司可发挥理性交易优势，平抑科创板波动性。科创板相对于主板在交易上的一个重要突破是上市 5 个交易日后，科创板股票的单日涨跌幅限制从 10% 调整为 20%。不少市场主体或监管机构可能会有科创板是否会波动性更加剧烈的顾虑。实际上，我们认为，在一个机构占比较高的市场，由于机构投资者的投资理念更加成熟，投资交易更加理性，绝大多数情况下股票市场的波动性反而会降低，因此放开涨跌幅限制只是存在理论上的单日极端涨跌的可能性。例如，美国纳斯达克市场和香港股票市场以机构投资者为主且没有涨跌幅限制，过去 5 年，纳斯达克指数和香港恒生指数的年化波动率分别为 16.2%、17.4%，而沪深 300 指数的年化波动率则为 25.0%⁴。

基金公司作为重要的机构投资者，应该发挥理性交易优势，坚持价值投资与长期持有的投资理念，平抑科创板波动性，助力我国资本市场的深化改革与稳健成长。

(三) 开展转融通证券出借，扩充融券业务券源

战略配售基金和科创板指数基金可以通过转融通证券出借为科创板提供融券的券源，为科创板合理定价提供有益补充。科创板不同于主板对融资融券标的的诸多限制，科创

⁴ 根据 2014 年 6 月 30 日-2019 年 6 月 30 日数据计算，Wind。

板股票上市首日就可作为融资融券标的。2019年6月中国证监会发布了《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》（以下简称“《指引》”），允许处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金、开放式股票指数基金及相关联接基金、战略配售基金等参与转融通证券出借业务。因此基金公司发行的投资于科创板的战略配售基金和科创板相关的指数基金可以通过转融通证券出借为科创板提供融券的券源，引导多空双方投资者力量趋于平衡，有利于防止科创板股票被过度炒作的风险。

目前，业内大部分基金公司在基金参与转融通证券出借的系统建设等细节上已做了深入的探索和准备，但受限于法律法规与基金法律文件的规定，存续基金参与转融通证券出借业务仍然存在障碍。

（四）参与退市制度的完善，保护中小投资者权益

科创板试点注册制，在上市交易规则中也对强制退市给予了更多情形的约定。强制退市在主板市场较为少见，预计科创板将是改进与完善强制退市机制的试验田。

基金公司汇集投资者的资金进行主动投资管理，一方面通过分散化投资可以降低投资者投资的股票面临强制退市而承担损失的风险；另一方面从维护投资者利益、公平对待投资者等角度出发，当遇到退市情形时，将有动力积极参与到退市机制的建设和完善中。例如，基金行业目前在侧袋法估值方面已开展了卓有成效的探索，在处理债券违约、证券欺诈等风险事件中也积累了一定的经验。基金公司应进一步提高风险事件的应对能力，强化反欺诈调查手段与诉讼求偿

能力，切实保护广大中小投资者的利益。

五、基金公司在市场培育领域支持科创板的途径和方案

科创板在制度设计上更加凸显公募基金等机构投资者的作用，除参与上市审核、参与 IPO 询价、参与战略配售等外，基金公司也将助力培育理性、专业的良性投资者生态。

（一）通过科创板基金培育基金投资习惯

如前文所述，科创板较高的资质要求使大部分的个人投资者无法直接参与交易。对比中美两国居民的金融资产配置情况会发现，美国居民 40%的金融资产投向基金，而中国这一比例仅 1%⁵。而此次科创板将投资者定位向机构投资者倾斜，对于公募基金而言，是一个让个人投资者体验基金投资的较好契机，从长远上看，有助于培育个人投资者参与基金投资的习惯。

（二）通过投教宣传引导投资者理性投资

在科创板投资上，公募基金还能够提供丰富的投教宣传，比如线下专题培训、线上微信路演、视频讲座、微信软文投教、后台互动等，从而向个人投资者多方位地解读和讲解科创板的战略定位、制度创新、投资机会和风险点，培训资产配置与资本市场、基金投资与投资误区等专题，并积极传达作为资产管理人的理念和责任，让个人投资者能够更好得认识市场和资产管理行业，从而引导个人投资者理性投资，共建良性投资者生态。

六、结语

科创板试点注册制，为创新、成长、伟大的公司发展蓄

⁵中金公司，截至 2017 年

力；科技赋能，基金行业有了更大的想象空间。在此时代背景下，基金公司更需要守正出奇，不断提高投资研究能力、风险控制能力、以及客户服务能力，做有理念、有远见、有社会责任的价值发现者与创造者。

（本文由富国基金管理公司供稿）