

## 创业板：资本新力量

文/刘纪鹏 王晶晶

**刘纪鹏** 著名股份制和公司问题专家，现任中国政法大学法与经济研究中心教授、博导。曾任大陆企业到香港上市法律专家组成员，全国人大《证券法》修改小组专家组成员，全国人大《国有资产法》和《期货交易法》起草组成员。近十年主持了国家电力公司、海尔集团、海南航空等近 200 家各类企业的股改、上市及管理咨询方案设计，被称为“企业股改第一人”

**王晶晶** 北京标准咨询公司副总裁，企业战略、改制、证券期货交易专家。具有丰富的国内外资本市场实战经验，一直关注并参与国内 A 股、国内商品期货、CME 黄金等市场

3 年前，中国进行股权分置改革，使 2005 年成为中国资本市场的转折年。2008 年，又将迎来又一个关键性转折：牵动亿万投资者神经的创业板，已经万事俱备，只欠东风。

创业板的推出，势必成为中国资本市场发展的又一个里程碑：它不仅意味着中国多层次资本市场的建设序幕开启，还意味着“资本”的市场化程度不断提高，其优化资源配置的功能将能充分显现。

这是一股资本新力量。更多中小型民营企业挂牌上市，势必改变中国资本市场的现有格局，而拓宽高成长性中小企业直接融资渠道，正是创业板推出的核心目标。

### 推出创业板：大盘点位需在 4000 点以上

今年是改革开放 30 周年。30 年间，资本市场对于中国经济发展起到重要作用。资本市场创立之初，中国刚开始市场化进程，股份制的推行难度很大。在此背景下，第一批国有企业上市，同时也伴随着一个“股权分置”的承诺。

有得必有失，现在看来，在当时背景下靠着这个承诺不动存量、增量发行，确实为股份制企业发展打开一条新路。随后，由于国有经济为主体的现实，上市的企业大部分是国有企业，民营企业从上世纪 90 年代末期才开始逐步发展。到目前为止，无论数量上还是规模上，资本市场的主体依然是国有企业，这是中国资本市场的一个基本格局。

随着未来创业板的推出，更多中小企业挂牌上市将会改变这种格局，中国资本市场市场化程度将会提高。

创业板对于资本市场并不陌生，在 2000 年中国曾一度讨论要推出创业板，但最终流产。流产的根本原因主要是时机问题，当时资本市场的主要矛盾依然是股权分置，如果不解决这个主要矛盾，创业板一出生就会遭遇制度障碍。

目前，股权分置改革基本完成，资本市场下一步的主要工作就是建立多层次资本市场。多层次是指在上市门槛、上市规模上形成不同层次的资本市场。虽然现在有上海主板和深圳中小企业板两个市场，但其上市规则相同，并没有体现出门槛的明显差别，高门槛将大批的中小型企业挡在门外，“千军万马过独木桥”的局面依然没有改变。上市对于广大中小型企业来讲依然是遥不可及的梦想，而拓宽高成长性中小企业直接融资渠道正是创业板推出的核心目标。

笔者认为，在牛市行情中推出创业板，是其先决条件，因创业板的推出对于资本市场来

讲具有一定的扩容效应，会分流现有市场的资金。

在一轮牛市中，增量资金不断入场，会抵消一部分扩容效应。同时，在牛市中市场信心高涨，创业板推出的上市公司将成为一种高成长性上市公司资源，会激发更多场外资金进场，就形成一个良性循环，逐步将扩容效应消化掉。

反之，如果在熊市中推出，创业板将可能成为一个利空继续打击市场信心，造成交易低迷、市场人气指数低，不仅影响现有市场，而且会导致创业板市场缺乏活跃度，扩容效应被放大，会引发市场的持续下跌。

笔者曾多次撰文强调，大盘跌破 4000 点会对资本市场的发展带来一些风险。其中，就包括推出创业板的风险，所以笔者一直提倡推出创业板的一个基本条件就是大盘点位要维持在 4000 点以上，中国上市公司最佳市盈率不低于 25 倍。

依据是：中国的 GDP 增长率是美国的 5 倍，作为中国经济增长的排头兵，中国上市公司的总体成长性显然要高于美国公司，所以，美国股票的平均市盈率在 10—15 倍，中国股票的市盈率在 20—25 倍，是符合资本市场基本规律的。

### 中国创业板应设“双高”门槛

在此基础条件下，创业板的推出就需要保证未来创业板上市公司的质量，这就需要我们设置一定门槛的创业板。

国际上大多数创业板对上市企业并没有盈利等要求，“无门槛”成了创业板的代名词。英国创办股市至今已过三百年，创业板市场的开办却只有 38 年，因此创业板是主板市场几百年之后的史后产物，而 OTC 市场、场外交易市场则是主板市场的史前产物。如果把主板市场比作大学的话，那么场外交易市场(OTC)就是小学；而创业板市场是研究生，三者就是这样的关系。未来推出的创业板实质上应该是“成长板”。

不仅是由于中国多层次资本市场的建设处于初级阶段，更重要的是这个无门槛的创业板不符合国情，某种意义上说，中国是一个上市资源丰富的国家。目前，在近 4000 万家中小企业中，民营科技企业达 8.6 万家，经全国省级主管部门认定的高新技术企业有 2 万多家，其中科技部认定的火炬计划重点企业近千家。既然中小企业板和主板的上市门槛一样高，既然上市资源还算丰富，那么完全可以利用门槛来提高上市公司的质量，降低投资者的风险。

从现实情况出发，未来创业板门槛要体现企业的盈利性和成长性。创业板规则的征求意见稿已经明确创业板将制定两套标准：

一是给一般企业上市的标准，即“普通生”标准，这套标准主要衡量公司的盈利能力，即最近 2 个会计年度净利润均为正数，且累计不低于人民币 1000 万元；最近一期末净资产不少于人民币 2000 万元；发行后股本总额不少于人民币 3000 万元；最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 30%。

二是“特长生”标准，这套标准主要衡量公司的成长性，即最近 1 个会计年度净利润为正，营业收入不低于人民币 3000 万元，且比上一会计年度的营业收入增长不低于 30%；最近一期末净资产不少于人民币 1500 万元；发行后股本总额不少于人民币 3000 万元；最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 50%。

何为特长生？指的是具有“五新三高”特征的企业。“五新”：新经济、新技术、新材料、新能源、新服务；“三高”：高技术、高成长、高增值。这两套标准不仅降低了中小企业的上市门槛，同时也体现了对高成长性公司的差别对待，更符合当前中小企业的特性。

### 创业板发审制度需创新

创业板推出的同时，相关发审制度也需要创新，可以从以下两个方面着手——

首先，在主板发行审核委员会之外，设独立的发行审核委员会。由于创业板与主板、中小板存在较大差别，审核主板、中小板企业的标准与审核创业板的标准也存在较大差别，同时，由于创业板推出后，发行速度较主板、中小板都相对较快，因此，可考虑在主板发审委之外设立独立的创业板发审委，以能够切实落实对创业板企业的审核工作。

其次，保荐人制度应做相应调整。按照现有保荐人制度要求，必须由两个保荐代表人在同一个项目上签字，且同一保荐人在做完一个项目等待审批时不能再签其他项目，该规定将大大影响其他项目的发审速度，在一定程度上造成了资源闲置。

同时，就目前主板、中小板的情况看，保荐人与上市资源的比例关系也发生了根本性变化，从“多对一”变为“一对多”，保荐人与上市资源供给比例严重失衡。一方面由于上市资源较丰富，另一方面由于严格的保荐人评选制度导致保荐人数量增长较慢。因此，未来创业板推出后，保荐人制度应做相应调整，保荐人推荐的项目不应受家数限制，只需要保证质量就可以。

### 多层次资本市场将建立

事实上，创业板推出后，中国将基本建立四层次的资本市场体系，而多层次资本市场建立的关键在深圳证券交易所。

纳斯达克采用“3+1”的多层次模式；纳斯达克全球精选市场、全球市场、纳斯达克资本市场，再加上 OTCBB。

深交所借鉴了纳斯达克模式，已经初步构建了多层次资本市场的框架，那就是主板市场、中小板市场、创业板市场以及代办转让系统。同时，深交所内部的四层次资本市场应建立科学合理的转板制度。以后深圳主板可保留 500 家左右，是深交所最优秀的 500 家企业，若企业不符合主板条件了，就要下到中小板和创业板；同时，优秀的创业板、中小板企业可以升级到主板。

今后，深交所推出创业板，还需要建立更大范围的场外交易体系，以中关村这样的一个场外交易的，非上市公司股权转让的市场为中心，建立能够串起 50 个开发区，以点带面的场外交易体系，依托深交所的技术支持和交易平台。场外交易系统主要是为那些非上市公司提供股权转让服务，提高其股权的流动性。

中国资本市场的市场化是大势所趋，此过程中，创业板将成为关键一步。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。