

推进企业创新亟需重构创业板制度安排

辜胜阻,曹誉波,庄芹芹

(武汉大学战略管理研究院,湖北武汉 430072)

摘要: 创业板是我国多层次资本市场体系的重要组成部分,主要面向创新型和高成长型企业,为创新驱动战略的实施提供金融支持。相对于美国纳斯达克等成熟创业板市场,我国创业板现行制度安排有许多不足,上市发行、市场交易、再融资、退市转板等方面的制度影响了上市企业的融资效率和创新质量,均需进一步完善。改革创业板市场,强化资本市场对企业创新的支持,要市场化与法治化“双轮驱动”。要完善创业板企业发行上市标准和上市审核制度、逐步引入做市商交易制度、完善再融资制度、构建创业板退市制度,让创业板市场与高技术企业创新发展相得益彰;同时,要完善资本市场法治体系,实行依法治市。

关键词: 创业板改革; 纳斯达克; 资本市场制度安排; 企业创新

中图分类号: F273.1 文献标识码: A 文章编号: 1002-9753(2015)04-0008-10

Improving the Institutional Arrangements of China's Growth Enterprise Market (ChiNext) for Innovation Promotion

GU Sheng-zu, CAO Yu-bo, ZHUANG Qin-qin

(Institute of Development Strategy, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: Growth Enterprise Market (ChiNext) is an important component of China's multi-level capital market. It provides direct financing for innovative, high-tech and high-growth companies. Compared to NASDAQ, ChiNext should improve its current institutional arrangements, which have already brought down the financing and innovation efficiency of listed companies. This paper suggests that ChiNext reform should be both market-oriented and law-ruled. ChiNext listing standards and verification system should be optimized. The market maker system should be introduced and refinancing system should be upgraded. Also the delisting and board transfer mechanism should be established.

Key words: reform of China's growth enterprise market (ChiNext); NASDAQ; institutional arrangements of capital market; enterprise innovation

当前,我国经济发展进入新常态,经济发展动力要从传统动力向新动力转换,要从“要素驱动”、“投资驱动”转向“创新驱动”,让创新成为经济发展的新引擎。不久前,中共中央国务院发布了《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略

的若干意见》(以下简称《意见》),从 8 个方面 30 个领域为创新驱动战略的实施做了整体而详尽的顶层设计。《意见》指出要强化资本市场对技术创新的支持,要加快创业板市场的改革,健全适合创新型、成长型企业发展的制度安排^[1]。

收稿日期: 2015-04-22 修回日期: 2015-04-23

基金项目: 国家自然科学基金项目(71173462); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2013105010203)。

作者简介: 辜胜阻(1956-)男,湖北武汉人,武汉大学教授,全国人大常委会委员,财经委副主任委员,民建中央副主席,中国软科学研究会副理事长,研究方向: 创新经济学与金融创新。

创业板是我国多层次资本市场的重要组成部分,主要面向创新型企业和成长型企业。创业板相对于主板市场有相对较低的上市和交易标准,降低了对企业规模和过往业绩的要求,而将考察的内容集中在企业的发展主体、经营业绩、发展规划,以及发展前景和成长空间,为大量不能在主板上市的高技术企业提供了股权交易和融资的平台,对鼓励企业创业创新,加速科技成果的转化,激发民间资本投资活力有重要意义。2009年10月30日,28家企业首次在深交所创业板市场挂牌。5年多来,创业板市场发展十分迅速。据深交所统计,截至2014年底,创业板上市企业达406家,数量扩容14.5倍;总股本增长至1077.26亿股,增长超过40倍。在创业板的挂牌企业中,国家级高新技术企业占比超过95%,是各自领域的佼佼者。但随着市场化改革的深入,我国创业板的制度安排与创新型、成长型企业发展出现了一定的不协调,为激发企业自主创新活力,亟需破除创业板在体制机制上的障碍。因此,要进行创业板的改革,重构创业板制度安排,完善支持高技术企业创新的资本市场。

一、高技术企业创新需要创业板市场的支持

创新是一项风险高、投入高的活动,从进行单纯的技术研发到科研成果最终市场化的整个创新过程,需要大量的资金投入。发达国家的经验表明,领先的技术创新离不开成熟的创业板市场和活跃的风险投资^[2]。高技术企业是技术创新的重要主体,具有高投入、高风险、高收益的特点,难以符合银行等传统融资方式的要求。而创业板和风险投资与高技术企业的特点能互相匹配,具有筛选发现、产业培育等功能,不仅可以满足高技术企业的融资需求,而且能分散技术创新活动中的高风险,有利于鼓励企业制度创新和持续技术创新,有利于创业创新文化的形成。

创业板和风险投资是一对“孪生兄弟”,二者的健康发展将形成一个良性循环。创业板的推出为风险投资资本提供灵活而直接的退出渠道,促进风险投资的发展。风险投资事业的发展,又将不断孵化科技成果和前景良好的成长型企业,培育优秀的上市资源,促进创业板市场的发展^[3]。

创业板是多层次资本市场体系中与高技术企业关系最为密切的市场,创业板市场、风险投资和高技术企业联动,组成了一套独特的筛选培育机制,成为高技术企业创新的发动机。

(一) 创业板与风险投资具有筛选、发现、培育创新企业的功能

风险投资家利用敏锐的市场嗅觉、专业的知识和判断,对企业的创业者素质、投资项目和技术的市场前景、产品的独特性、环境威胁抵抗能力等多项标准进行筛选和评估,选择有潜力、有价值的企业进一步培育。创业企业获得风险投资机构的青睐,成功渡过初创期,向成熟期发展,优质企业会选择在创业板等资本市场上市,与此同时风险投资实现退出,获得投资回报。在整个筛选、发现、培育到企业最终成功上市的过程,风险投资与创业板形成积极互动。

首先,发达国家证券市场的发展经验显示,风险投资在IPO过程中具有“认证功能”^[4]:风险投资对公司IPO时和IPO后的经营业绩有显著的正效应。风险投资对资本市场的认证和监督效应能提高市场对企业项目品质的识别能力,不仅能将高成长型的优质创业企业筛选出来,而且能吸引投资者关注经营状况良好和创新能力较强的企业;企业的良好发展又为风险投资机构带来声誉效应,推动其进一步发现和筛选创业企业(如图1)。其次,创业板服务对象是从事高技术开发与创新的中小企业,企业上市后,创业板不仅提供了创新科技企业急需的、难以从传统融资渠道获得的相对长期的资本支持,而且能运用资本市场快速的信号传导、高效的外部监督和有效的激励机制培育企业,维持并提高企业成长性^[5]。第三,风险投资和创业板能帮助企业形成有效的公司治理机制。风险投资和创业板分别通过其独特的融资模式,大大降低了创新型企业中的信息不对称和“委托-代理”风险,从而建立行之有效的公司治理机制,能有效地监控企业,并推动企业的发展,形成资本市场和企业治理的互动。在此过程中,企业由初创走向成熟,使许多企业由家庭式、合伙制迅速转变为标准规范的现代企业形态。

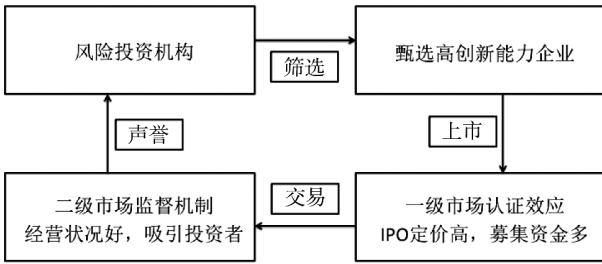


图1 风险投资与上市企业创新发展的互动影响

参考资料: 朱晖. 基于创业板的风险投资 IPO 市场效应研究[D]. 华南理工大学 2014; 陈艳. 我国风险投资对企业技术创新影响的机理研究[D]. 苏州大学 2014.

(二) 创业板与风险投资具有为创新企业提供融资和分散风险的功能

风险投资与资本市场是典型的直接融资模式。美国拥有与科技型企业融资需求相匹配的成熟直接融资体系——全世界最发达的风险投资与股权投资系统,为具备创意、技术和商业创新的青年创业者提供了优质的服务,为企业扩张和收购兼并提供金融支持;优秀企业申请到纳斯达克上市融资,接受二级市场的检验与认可。

首先,风险投资与创业板能满足大量高技术企业的融资需求。一方面,风险投资有资金放大器的功能,风险投资公司把银行、保险公司、养老基金、大公司、共同基金、富有的个人和外国投资者分散的资金集中起来,通过专业的运作对急需资金的高技术企业提供资金支持并获得高额回报。另一方面,创业板对拟上市企业的要求较低,

吸引了众多创新型中小企业来到创业板申请上市。相比其他金融市场,创业板市场能够提供比商业银行和传统证券市场更加灵活、方便且有效的融资安排,为尚未达到主板上市要求,且具备长远发展潜力的企业实现上市融资梦想^[6]。2014年9月底,我国创业板企业仅首发上市累计募集资金已达到135.84亿元(图2)。企业在创业板筹集了充足的资金,可提高其进行研发所需要的投入,推动企业技术进步。统计显示,2009-2013年,我国创业板企业的研发投入占营业总收入比重平均为5.7%,部分公司的研发投入比例甚至高达20%至30%。截至2013年底,创业板总专利数17322件,其中发明专利4528件,比上市前夕增长一倍多。

其次,风险投资与创业板能够分散高技术企业面临的风险,推进企业在资本市场进一步发展壮大。一方面,风险投资崇尚高风险、高收益,承担着分散风险的重要责任。风险投资家通过权益投资即股权投资的方式,与创业者共同承担创新科技企业所面临的技术、市场、财务与管理等方面的风险;风险投资的运作一般采取有限合伙制的形式,通过组建风险投资基金,广泛吸收社会闲散资金,从而提供了高技术成果转化过程中的风险社会化承担机制,增进了金融体系的稳健性。另一方面,创业板依托资本市场的特有机机制实现风险分散。创业板市场是高风险市场,其高风险主要体现在高退市率和企业的经营与破产风险上。

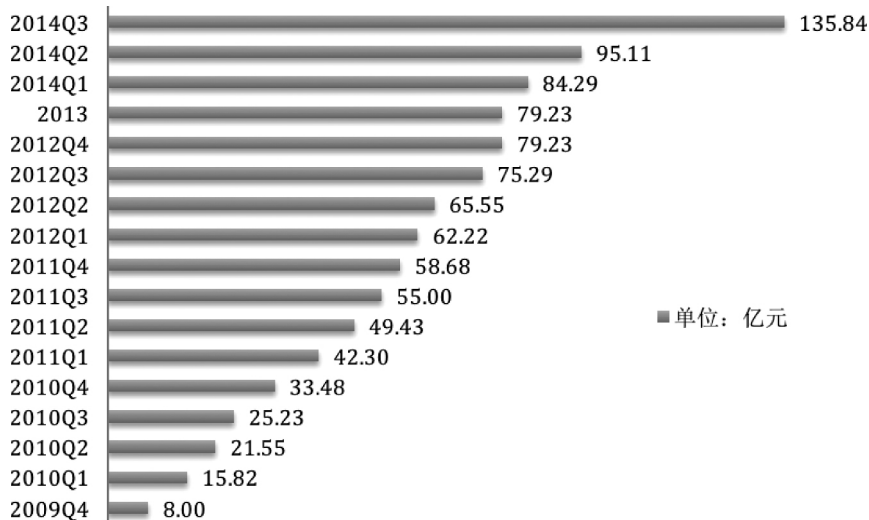


图2 我国创业板累计募集资金总额(含股东售股)

数据来源: Wind 资讯。

凭借资本市场严格的信息披露机制和高效的外部监督,创新型企业的风险能够及时被市场发掘并采取对策。由此,风险投资是创新型企业初期风险的主动承担者,创业板是企业发展壮大后风险投资的重要退出渠道,并将企业经营风险分散到整个资本市场。

(三) 通过资本市场和股权投资推动的并购重组能够倒逼企业进行制度创新和持续的技术创新

首先,风险投资因其有高风险性偏好,对失败有极强的容忍,带来鼓励冒险、允许失败的制度效应,能够激励创新创业。这种激励效应具有商业可持续性,风险投资所投企业往往具有“成三败七、九死一生”、“不鸣则已、一鸣惊人”的特点,风险投资者往往可以凭借一个项目的成功弥补其他项目的损失、获取利润,在商业上是可持续的。风险投资的发展是对创业精神的弘扬,风险投资事业的兴旺和运作,促使人们的就业观念、市场观念、风险意识、效率效益观念、合作协作精神、双赢观念发生深刻的变化,有助于创业创新文化形成。同时,显著的财富效应使得创业板被誉为“创富板”,通过创业板“一夜暴富”的创业者此起彼伏,创业板的“造富神话”对潜在创业者起到示范和引领作用。

其次,创业板的退市制度和行业内频繁的并购重组能够倒逼企业持续不断地进行创新。从发达国家的资本市场发展来看,创业板是高淘汰率的市场,上市公司的退市速度较主板市场要快很多。美国纳斯达克(NASDAQ)一直保持着较高的退市率,有良好的信号传递机制和对上市公司严格的约束机制,保证了市场形象和整体质量。据统计,纳斯达克每年大约有8%的公司退市,英国另类投资市场(AIM)的退市率更高达12%左右。而日本、韩国和中国香港、台湾地区的创业板退市率仅为5%甚至更低,很多企业不管经营业绩如何,只要没有破产,便不会被摘牌,这势必影响创业板市场的整体质量和投资者信心^[7]。

创业板为企业进行兼并收购提供了充足的资本和渠道。创业板上市企业大多在增长最快、最有前景的细分行业中处于领导地位,需要通过兼

并收购等方式突破未来发展瓶颈和制约,保证可持续性竞争力。通过对与主营业务相关的同行业或上下游的并购整合,企业不仅能够解决技术攻关和提高市场竞争实力,而且能快速进行外延式扩张,实现产业整合,助推产业升级。我国创业板公司的并购活动越来越频繁,呈现跳跃式增长。2014年创业板共发生并购事件430起,逼近过去四年的总和(图3)。并购业务多数集中在文化传媒、节能环保、信息技术、生物科技、新能源汽车等新兴产业。并购热还刺激了“职业创业人”崛起,不仅满足了大型企业的并购需要,而且推动了技术进步和科技成果的商业化,有利于形成“大众创业、万众创新”的创业浪潮。

二、我国创业板市场支持企业创新的制度缺陷

美国1971年启动的全美证券交易商协会自动报价系统纳斯达克(NASDAQ)是全球第一个创业板市场。在40多年的发展中,全球曾有40多个国家或地区设立了超过80个创业板市场,但其中近半数存活期不到10年,现存的约40多家创业板市场发展状况参差不齐。相比之下美国纳斯达克是全球最成功的创业板市场,培育出了苹果、谷歌、微软、英特尔等一大批成功企业,其交易规模一度超过纽交所(NYSE),为美国的信息产业、计算机产业等新兴产业崛起以及美国产业结构升级提供了重要的制度支持,是美国科技与金融融合发展的重要场所。纳斯达克为世界各国创业板市场树立了成功的典范,其成功得益于其崇尚竞争的市场主导型金融模式、第三次科技革命推动下源源不断的优质上市资源、透明的信息披露和完善的市场监管制度,更重要的是其合理的制度设计。纳斯达克市场制度架构是一个科学完整的体系,包括了相对简便的上市注册制度、内部多层次的市场分层、灵活的转板和退市安排。

经过5年多的发展,中国创业板市场的制度安排与创新型、成长型企业的发展要求出现了一定的不协调,有大批创新型企业陆续远赴海外上市,国内资本市场和投资者无法分享优秀企业成长带来的红利,这与我国创业板在上市发行、交易、再融资、退市转板等方面的制度安排缺陷密切相关。

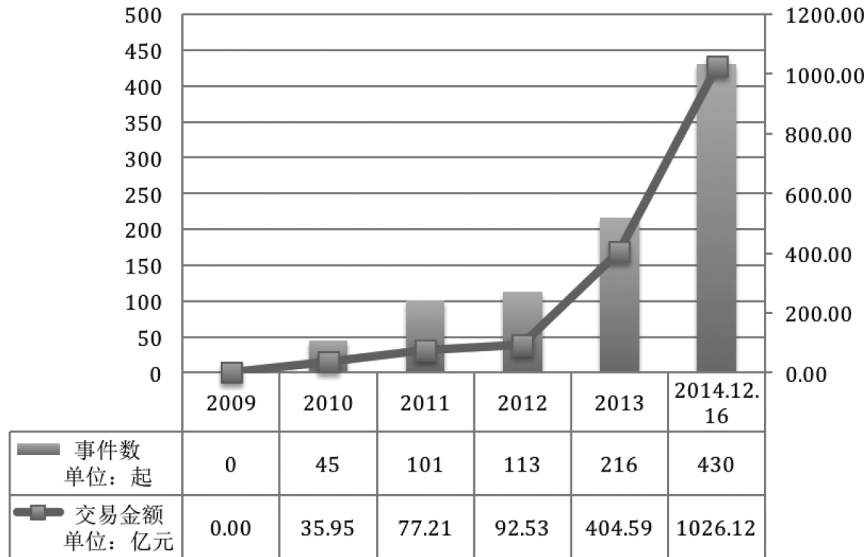


图 3 创业板 2009 - 2014 年并购事件数量和交易金额

数据来源: 深交所多层次资本市场上市公司 2012 年、2013 年报实证分析报告; 王竞达 瞿卫菁. 创业板公司并购价值评估问题研究[J]. 会计研究, 2012, 10: 26-34; Wind 资讯。

注: 起止日期为 2009 年 10 月 - 2014 年 12 月 16 日。并购事件包括完成、实施、过户、进行中、证监会批准、签署转让协议、股东大会通过、达成转让意向、董事会预案、停止实施、失败等事件, 其中停止实施和失败的事件共 39 起。同一并购案例可能同一年份或不同年份发生多次事件, 此处统计按照当年事件记录多次统计。外币并购交易依照事件发生当日汇率折合成人民币计入交易金额。

(一) 创业板上市标准单一、审批制度过于严苛和上市名额有限, 大量企业排队等待上市或到境外上市

合理的上市发行制度是创业板市场持续稳定健康发展的基础。2014 年 2 月, 证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》, 取代原有的暂时管理办法, 上市条件进一步放宽^①。但相比美国纳斯达克等市场, 我国创业板发行上市制度安排仍不合理。

首先, 我国创业板上市标准缺乏层次且较为单一, 无法及时适应创新型企业广泛且快速发展要求。我国创业板对所有拟上市公司从企业规模、盈利能力、主营业务和公司治理四个方面进行无差别约束, 标准单一且没有区分层次。处在不同发展阶段、不同行业领域的企业参照同样的财务指标申请上市, 降低了创业板市场甄别优秀企业的效率。而美国纳斯达克将市场分割为三个层次, 并设有 11 套标准, 公司可以根据自身特点和情

况选择不同的市场和标准进行上市融资(如表 1)^[8]。同时, 我国创业板上市标准没有覆盖到一些新兴高成长性创新型企业, 比如互联网企业等创新企业。2014 年, 阿里巴巴、京东、新浪微博、聚美优品等国内优秀互联网企业纷纷登陆美国资本市场, 美国纳斯达克甚至已经逐渐形成了中国互联网板块。目前, 赴海外上市的国内互联网企业大多为轻资产公司, 因盈利能力不达标、股东结构不符合要求等原因, 不得不选择海外上市。中国经济增长和技术发展的收益被海外投资者分享, 是我国资本市场的一大遗憾。

其次, 创业板审批制度严格和上市名额有限, 大量企业在证监会排队等待上市, “僧多粥少”, 降低了企业在创业板融资的效率。我国创业板上市采取的是证监会审批制, 审批程序繁琐复杂、耗时过长, 企业上市面临高昂的审批成本。截至 2014 年 10 月 14 日, 创业板 IPO 审查排队企业已有 213 家, 达到上市标准的企业上千家。由于创业板排

^① 与美国纳斯达克、日本加斯达克等其他国家和地区的创业板上市条件相比, 中国创业板对拟上市企业有严格的盈利要求: 最近两年连续盈利, 最近两年净利润累计不少于一千万元; 或者最近一年盈利, 最近一年营业收入不少于五千万元。

队上市企业太多,时间太长,很多优秀的企业因无法及时获得融资而步入衰退,部分企业不得不寻求海外上市、“新三板”挂牌等方式“曲线救国”。同时,由于上市名额有限,在实际操作中,创业板上市的标准“水涨船高”,大部分上市企业的实际财务水平远超过主板 IPO 标准。据 Wind 资讯统计,截至 2014 年 12 月 31 日,已上市的 406 家创业板企业中,有 350 家企业仅上市前一年净利润就超过了在主板上市净利润 3000 万元的要求,远高于创业板发行上市标准。寻求上市的艰辛在一定程度上使企业削减投入创新的时间、精力和财力,弱化了创业板对企业成长和创新的激励作用。

表 1 创业板与美国纳斯达克上市条件比较

	美国纳斯达克			中国创业板
	精选市场	全球市场	资本市场	
经营年限或设立年限	不要求	2 年	2 年	3 年以上
资本额	要求	要求	要求	要求
净利润				要求
现金流	要求			
税前收入	要求	要求	要求	
营业收入	要求			要求
市值	要求	要求		
公共流通股	要求	要求	要求	
总资产		要求		
股东人数	要求	要求	要求	要求
公共持股数量	要求	要求	要求	
公共持股比例				要求
发行价格	要求	要求	要求	
股票锁定会禁售	不要求			要求

资料来源:各市场主站;深圳证券市场交易所创业板股票上市规则;房四海. 风险投资与创业板[M]. 北京:机械工业出版社, 2011: 236.

(二) 创业板交易制度不完善,出现较高盲目性和投机性,再融资制度不健全,抑制企业创新能力

竞价交易制度和做市商制度是证券市场的两种基本交易制度。我国创业板从成立之初,就采用与主板市场一致的电子自动撮合系统竞价交易制度,由交易系统对投资者的交易指令进行自动撮合。主板市场主要为成熟企业或平稳发展的企业提供融资服务,其业绩较为稳定,对企业的估值

相对容易且准确。因此,竞价交易制度能使主板市场的交易过程公开透明,且交易成本较低。创业板的服务对象主要是高成长性的创新型企业,市场规模相对较小,且企业融资带有高投入、高风险的特征,其业绩容易出现大起大落的不稳定现象,上市企业的估值较为困难,传统的竞价撮合交易方式容易引起非专业投资者的短期行为,出现较高的盲目性和投机性。

再融资是企业持续发展过程中的融资行为,为解决上市公司资金需求,降低募集资金成本,提高募集效率等十分有利。创业板市场运行五年多以来,关于首次公开发行、上市管理等方面的制度安排都在不断完善中,但上市公司的再融资制度却长期缺位,直到 2014 年 6 月证监会发布《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》时,再融资制度才最终落地。创业板上市企业大多是高成长性企业,在其发展扩张中有来自兼并收购、增加研发投入以保持竞争力等带来各种资金需求,不通畅的再融资体系使企业只能通过银行贷款、非公开发行债券等方式进行再融资,这将大大提升企业融资成本,引发部分企业在 IPO 时有“一次性募足”的非理性融资冲动。

(三) 创业板退市制度缺乏约束力,“只进不出”降低创业板企业整体创新质量

灵活的退市制度不仅能促进创业板市场新陈代谢,实现优胜劣汰功能,而且能发挥资本市场的筛选能力。证券市场制度是由上市、交易、退市构成的有机整体。美国资本市场保持活力的秘诀是“大进大出”。美国纳斯达克市场有严格执行的多套退市标准,其中包括规定公司股价连续 30 日低于 1 美元,且 3 个月内未升至 1 美元以上,必须退市至公告板市场。2011 年,美国纳斯达克退市公司占公司总数的比例为 6.14%,2003 - 2007 年间平均退市率高达 8%。退市的压力对约束上市公司管理层勤勉尽责、保障投资者最低投资质量、维持资本市场优胜劣汰的市场效率都有重要的意义。没有高效的退市机制,创业板的效率会大大降低,投机也无法遏制。

2012 年 5 月 1 日开始,我国推行创业板退市

制度,明确表明将“暂停上市考察期缩短到一年”,并将“追溯财务造假”,这有望矫正定价功能和资源配置功能缺陷^[9]。但截至2014年10月,创业板已挂牌上市企业无一退出。当前普遍认为,创业板的退市规则力度太小,对市场没有起到很大的约束作用,制度设计偏向融资人的诉求,忽略投资人的利益。此外,由于上市的难度较大,导致已上市企业的“壳资源”价值不菲,创业板上市企业即使经营不善,股东仍然能够通过出售“上市公司壳”获得暴利。“只进不出”,从短期而言,不仅容易助长市场的投机氛围,造成垃圾股价格高高在上,而且不利于实现公司优胜劣汰、市场有进有出的良性循环;从长期看,会导致挂牌公司数量迅速膨胀,使得宝贵的金融资源分散到没有价值的劣质公司中,指数长期低迷,降低了整个市场的投资价值。

三、重构支持企业创新的创业板制度安排的对策思考

强化资本市场对技术创新的支持,改革创业板市场,要市场化和法治化“双轮驱动”。一方面,要重构创业板市场化制度安排,使“行政之手”让位于“市场之手”。要进行发行注册制改革,改革上市发行的事前审批,让企业上市与否和定价高低由市场自由判断、自由选择,还权于市场,并加强信息披露和事后监管。推行退市制度,让市场发挥优胜劣汰的机制,不仅可以改变资本市场作为“圈钱”工具的常态,同时也能扭转我国股市严重的“劣币驱逐良币”局面。另一方面,要坚持法治化的资本市场改革方向,依法治市。市场化发展要有法治化保驾护航,资本市场必须是法治市场,借《证券法》修改的契机,完善资本市场法律制度体系。加快从“弱法治”向“强法治”转变,从为融资者服务转换到为投资者服务,施行“依法治市”甚至“依刑治市”,严厉惩处上市公司的违法犯罪行为。

(一) 完善创业板上市制度,推进创业板分层次和场外市场升板制度建设

首先,要进行新股发行制度改革,积极推进“核准制”向“注册制”转变,提高创新性企业上市

的效率。比较宽松的发行注册制广为境外主要创业板市场采用,其中美国实行的他律型注册制最为成功,其在强调充分信息披露原则的基础上将政府监管与自律监管有机结合。该模式已为诸多国家的创业板市场所效仿。在我国创业板推行注册制改革,一方面,要充分运用市场机制,将审核职权逐步授权予中介机构和保荐人。证监会可对中介机构和终身保荐人设立考核评价,评价结果与其业务范围和声誉挂钩。例如伦敦 AIM 市场将推荐、审核上市公司的权利下放给终身保荐人,由保荐人履行相关职责,如推荐劣质企业将失去信誉,保荐人必须且必然尽责。另一方面,证监会要保留对中介机构提交的上市企业报告的最终审批权。要重点关注具有可操作性的非财务指标,如中介机构监管人员人为因素、企业管理层结构等,识别出真正具有良好潜在成长能力的企业。此外,通过放松事前审批,监管层可集中精力于拟挂牌企业的信息披露,不再代替投资者作价值判断。同时,可借鉴伦敦 AIM 市场对其他交易市场转来的企业设置上市“绿色通道”的经验,对已在或拟在国外高品质、高认可度市场(如美国纳斯达克)上市的优质企业,设置简化审核程序,鼓励其回归中国创业板直接上市。

其次,要设置多样化的创业板市场上市条件,满足多层次创新企业上市需要。2014年8月份,证监会提出,未来允许符合一定条件尚未盈利的互联网和科技创新企业在新三板挂牌满12个月到创业板发行上市。这意味着创业板将对“互联网、科技创新”企业单独设立层次,支持其融资需求。要以此为契机,统筹考虑,全盘谋划,把创业板层次的改革与证券法修订、多层次资本市场建设等有机结合起来。要考虑结合不同行业属性的企业,要借鉴美国纳斯达克经验,设置不同层次市场,制定不同上市标准,使各层次有潜力的企业均能获得上市机会。对于一些具有高成长性但目前未能盈利的创业企业,要增加净资产达标要求或无形资产占净资产比例等方面的替代要求。可通过设立或雇佣专门的第三方技术认定机构,设立相对统一的标准来评估企业无形资产。

第三,要加快场外市场升板至创业板的制度建设。新三板、区域性股权交易市场等场外市场,应成为资本市场上资源的“孵化器”或“学前班”。但我国资本市场缺乏内部转板的渠道,场外企业上市仍然严格按照 IPO 路径。在符合创业板上市条件的前提下,要使场外市场企业享受到上市的便利,才能激发场外市场的活跃程度。首先,要做好场外市场向创业板转板上市的制度安排,简化手续,降低费用,节省时间,以提高转板效率。其次,应设置一定的升板条件,如上市年限、违法违规记录、企业成长性财务指标等,保证在创业板上市的场外市场企业质量。对确定转板企业,要聘请专业机构进行辅导,完善公司治理结构,规范并监督公司运行^[10]。

(二)要探索在创业板逐步引入做市商制度,继续完善再融资制度

首先,要借鉴国际创业板和国内的新三板做市商报价的成功经验,在创业板引入做市商制度。成思危教授(2011)认为,做市商制度有三大优势:一是做市商具有专业知识和丰富经验,能够准确地发现价值;二是做市商自身充当卖家和买家,有利于保持市场流动性;三是做市商能够完成大宗交易^[11]。美国纳斯达克等大多数国家的创业板交易制度以做市商为主(表 2)。做市商交易制度由具备一定资质的法人组织进行连续双边报价,并与投资者进行交易。这种交易制度符合创业板市场容量不大、信息不对称问题较为突出的特点,有利于维护市场的连续平稳、缓解信息不对称。在实践中,我国新三板已于 2014 年 8 月正式推出做市商制度,截至 2015 年 4 月 2 日,采用做市交易的企业数为 226 家,占 2170 家挂牌企业的 10.4%,而做市成交金额达 206387.46 亿元,占总成交金额 72.4%。做市商制度大大提升了市场流动性,有效遏制了市场过度投机,有利于维护市场稳定。

为顺利引入做市商制度,要培育有资质的机构投资者成为做市商主体。做市商的资本实力、人才实力、管理能力和研究能力,对于做市商履行义务、承担市场变化带来的风险有着积极的作用,

是做市商制度实施成功的关键所在。要大力培育证券公司、保险公司、企业年金等有资质的机构投资者成为合格做市商。要创新平抑价格波动,规避市场风险金融工具。要建立健全相关法规和监管体系。要明确规定做市商准入条件、做市商权利和义务、监管细则,限制做市商利用其特殊地位操纵市场,为做市业务的顺利开展、做市制度的高效运行提供法律保障。

表 2 主要国家和地区创业板市场及交易制度

国家或地区	创业板市场名称	交易制度或交易方式
美国	NASDAQ	典型的做市商制度
欧洲	EASDAQ	具有多个交易商报价驱动系统
加拿大	风险交易所(CVE)	提供在线报价交易系统
日本	JASDAQ	做市商制度
马来西亚	吉隆坡二板市场	采用做市商报价驱动系统
韩国	KOSDAQ	引入 NASDAQ 交易系统
新加坡	SESDAQ	采用指令撮合系统的做市商制度

资料来源:各证券交易所网站整理所得;梁万泉,我国创业板市场引入做市商制度的探讨[J].商业时代,2010(19):53-69.

其次,要完善再融资制度和批量发行制度,构建稳定健康的创业板价值体系。要继续完善再融资制度,逐步降低再融资门槛。“一次注册、分批发行”的储架制在美国股权再融资市场运行了近 20 年,为发行企业节省了大量与融资相关的会计、法律和印刷成本,提高了企业再融资效率。2014 年 5 月,创业板再融资制度出台,对上市公司再融资进行了严格约束,并设定了“小额、快速、灵活”的定向增发机制。未来,要逐步放松对募集金额的限制,让小额快速再融资真正常态化。因此,要在有效控制扩容节奏的基础上,降低公开发行再融资门槛,让企业真正能够获得其发展所需融资。同时要加强对募投资金的事后监督和管理,避免创业板公司再融资资金与自身项目脱节,避免企业恶意“圈钱”或融资后资金闲置。可实施定期批量发行上市制度,对发行上市的时间、企业数量、融资规模等作出制度化规定,使优质和相对劣质企业同一时间接受资本市场考验。

(三)完善退市转板制度,优化退市标准和退市流程,通过市场优胜劣汰提高上市公司质量

退市制度包括退市主体、退市标准、退市渠

道、退市程序、退市监管、退市救济等一整套制度设计^[12]，其制度安排主要需要解决两方面的问题，一是什么样的上市公司应退市，这需要明确的退市标准或持续上市标准；二是退市公司如何退市，这包括退市程序、退市渠道等。因此，退市制度的设计并不是一个单纯的摘牌问题，退市机制与完善的信息披露制度建设、市场定位、投资者保护、退市后续安排以及市场的发展程度等必须统筹设计，退市机制的有效实施和完善需要一系列配套机制的建立、健全，是一个循序渐进的过程^[7]。

首先，创业板退市标准要与上市标准相匹配。创业板市场的退市条件或持续上市标准往往以数量标准和非数量标准进行描述。数量标准一般侧重于公司财务指标、流动性和持续经营能力的测度；非数量标准则涉及公司治理机制、信息披露、审计意见等方面。一般而言，持续上市的标准要低于上市标准。海外各个创业板的退市标准虽并不相同，但其退市标准都与上市标准大多相互匹配，同时持续上市的标准要低于上市标准。具体而言，一方面，如果上市标准对公司的总资产、股票市值、营业收入、公众持股人数、持股数量和市值、最低股价等做了规定，那么退市标准也会在这些方面作同样的要求，只是在数量上有一定的差距，或对相应指标做特殊规定；另一方面，上市标准和持续上市标准对企业信息披露和公司治理机制等非数量标准基本保持一样的要求^[13]。

其次，要制定完备的退市程序。完备的退市程序是高效退市制度的重要保证。相对于其他市场，创业板的上市标准较低，企业上市后无法满足持续上市条件的风险也相应增加。为避免市场偶然因素和人为因素造成的非有效退市发生，一方面，要制定依次递进、层次分明的退市程序。美国纳斯达克市场如果决定终止一家公司上市，将书面通知企业此决定，公司在收到通知 7 日内提出听证申请，否则摘牌决定自动生效。另一方面，退市制度需要完善的退市复核和执行程序。例如美国纳斯达克市场的退市程序采用聆讯制，为无法满足持续上市而遭遇退市处罚的企业提供逐级申诉的机会，企业退市一般需要 30-45 天，聆讯制为企

业提供多次复审的机会，有些企业退市程序可持续长达 7 个月之久。

第三，要完善多层次资本市场之间的降板退市机制。在创业板摘牌不能等于给企业判“死刑”，应构建对应的降板退市机制，使企业的股权能够继续转让交易，不仅能减少摘牌公司的损失，而且能为企业重整旗鼓赢得时间^[14]。降板退市应遵循“降板强制”的原则，对不满足持续上市企业退市予以强制执行。多层次的资本市场和灵活完善的转板制度是企业退市后的重要保障。多层次资本市场的构架主要包括两个方面：一是多层次的板块市场，即同一市场内部存在的上市和退市标准不一样的板块；二是上市标准与创业板退市标准承接的场外市场。因此，一方面，要加快创业板内部的分层建设进程，创业板内部的低层次板块不仅能吸引更多企业进入，而且能为高层次上市企业提供退市渠道。例如美国纳斯达克市场规定，如果“全球精选市场”的上市企业无法满足持续上市条件，但满足在“全球市场”持续上市条件，则可提交申请在“全球市场”上市；类似的，从“全球市场”退市的企业只要满足条件也可在“资本市场”申请上市^[15]。高低层次的板块相互承接，为美国纳斯达克市场上市企业退市转板提供了极大的便利。另一方面，就不同层次市场间的转板制度而言，要加快完善“新三板”市场，适时推出创业板降板退市制度，为创业板提供退市渠道。以美国为例，OTC 市场是纳斯达克市场的主要退市渠道。美国纳斯达克市场是在 OTC 市场基础上发展起来的，OTCBB（场外交易电子报价板）和 PINK SHEETS（粉单市场）的上市标准分别与美国纳斯达克退市标准上下衔接，客观上形成了多层次结构，为美国纳斯达克市场的退市公司提供了宽泛管理、继续交易的后续市场。

参考文献：

[1] 中共中央国务院关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见 [OL]. <http://politics.people.com.cn/n/2015/0324/c1001-26738212.html>. 2015-03-43.

[2] 辜胜阻, 洪群联, 张翔. 论构建支持自主创新的多层次资本市场 [J]. 中国软科学, 2007(8): 7-13.

[3] 辜胜阻. 创业板是转变发展模式推动企业创新的新机

遇[N]. 中国工商时报 2009-10-29.

[4]唐运舒, 谈毅. 风险投资 IPO 时机与经营绩效: 来自香港创业板的经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2008, 28(7): 17-26.

[5]胡经生, 蔡 慧. 企业成长性、自主创新与创业板市场[J]. 中国金融, 2009(8): 51-52.

[6]万兰英. 中国创业板市场的理论与实践[M]. 北京: 经济管理出版社, 2006: 9-17.

[7]吴晓求. 中国创业板市场: 现状与未来[J]. 财贸经济, 2011(4): 5-14.

[8]于 旭, 魏双莹. 中国创业板与纳斯达克市场制度比较研究[J]. 学习与探索, 2015(1): 109-113.

[9]梁 军, 周 扬. 创业板与企业创新的实证研究[J]. 科研管理, 2013, 2: 89-96.

[10]张明喜. 关于建立资本市场转板制度的若干思考[J]. 上海金融, 2010(1): 28-31.

[11]成思危. 解决创业板三高问题用做市商制度[OL]. http://finance.qq.com/a/20110108/001437_1.htm, 2011-01-08.

[12]王晓国. 创业板上市公司退市制度安排与制度完善[J]. 中国金融, 2010(16): 61-63.

[13]吴松谚. 深圳创业板市场运行与解读[M]. 北京: 中国经济出版社, 2012: 190-193.

[14]许海峰, 等. 境外上市[M]. 北京: 人民法院出版社, 2005: 160-162.

[15]房四海. 风险投资与创业板[M]. 北京: 机械工业出版社, 2011: 242-295.