

创业板共识： 拷贝纳斯达克

本报记者 马超彦 北京报道

关于创业板如何建立,业界已经形成共识:仿效纳斯达克。

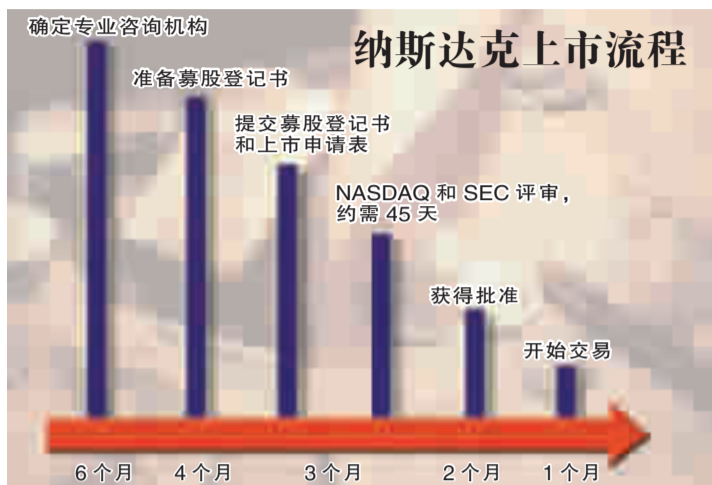
“我国的创业板相当于纳斯达克的小额资本市场。我国的企业到纳斯达克上市,主要是登陆纳斯达克全国市场。”中国政法大学刘纪鹏教授介绍。

“创业板借鉴纳斯达克,借鉴的是它里面的多层次运作经验,仿效的是其建立多层次市场体系架构,至于上市标准之类的借鉴,我们现在还达不到这种要求。”刘纪鹏教授表示。

刘纪鹏介绍,纳斯达克是一个多样化的市场,功能齐全,而不仅仅是“创业”公司。其上市公司涵盖所有新技术行业,包括软件和计算机、电信、生物技术、零售和批发贸易等。

纳斯达克(Nasdaq)是全美证券商协会自动报价系统,目前已成为纳斯达克股票市场的代名词。信息和服务业的兴起催生了它的问世,它始建于1971年,是一个完全采用电子交易、为新兴产业提供竞争舞台、自我监管、面向全球的股票市场。同时,它也是世界上最大的股票电子交易市场。

纳斯达克股票市场包含了两个独立的部分:纳斯达克全国市场,这是纳斯达克最大而且交易最活跃的股票市场,在这个市场中有



一些世界上最大和最知名的公司。世人瞩目的微软公司便是通过纳斯达克上市并获得成功的,纳斯达克小额资本市场,专门服务于成长期的公司,其上市标准和财务标准没有全国市场那样严格,但是管理标准是一样的。小资本额公司发展稳定后,它们通常会提升至纳斯达克全国市场。

“纳斯达克市场分为四个层次的交易平台,从高到低依次为:全球精选、全球市场、NASDAQ资本市场、场外转让市场(OTCBB)。”

各自挂牌的企业分别为1200家、1500家、600家和3000家。

“而每个层次有着自己不同的标准和规则。”中国社科院金融研究所副所长王国刚教授介绍。

“纳斯达克的一个重要特点便是收集和发布场外交易非上市股票的证券商报价。”

纳斯达克具有内部结构优势,其内部机构包括做市商、电子信息交易网络和区域性股票交易所。

“纳斯达克拥有各种各样的做市商,投资者在纳斯达克市场上任

何一只挂牌的股票交易都采取公开竞争来完成,即用他们的自有资本来买卖纳斯达克股票。这不同于拍卖市场,它有一个单独的指定交易员,或特定的人。这个人被指定负责一种股票在这个市场上的所有交易,并负责撮合买卖双方,在必要时为了保持交易的不断进行还要充当交易者的角色。”王国刚教授详细讲解说,纳斯达克拥有巨大的股票交易量,从而形成了市场足够的流动性。

“全球300家做市商通过电子技术连接起来,为纳斯达克证券交易提供所需资金,其机构可以提供更大的支持和更高效的交易平台。”

至于外界担忧的问题,周边国家的创业板市场除纳斯达克之外,几乎无一例成功,刘教授认为,这是大家的错觉,概念不准确。我们称之为这个“创业板”只是周边市场中的一个比较接近于创业的板块,并不是整个市场,比如,我国的创业板类似于纳斯达克市场中的小额资本市场这个层次,而不是整个纳斯达克市场。

而王国刚教授的解释是,国外的资本市场的多层次性已经满足了不同企业的不同需求,在创业企业能够好到自己交易领域的基础上再建立一个创业板市场,无异于画蛇添足。

刘纪鹏： 尽快推出改良创业板

本报记者 马超彦 北京报道

“关于多层次资本市场体系的问题,我已经参与或者呼吁了十几年,而创业板问题则是当前最敏感、最大、最具中国特殊性的结构性问题和历史遗留问题。”中国政法大学刘纪鹏教授在接受《华夏时报》记者专访时说。

《华夏时报》:从周边市场以及我国推出创业板的历程来看,其上市过程并不是一帆风顺,从目前来看,推出创业板还需要进一步解决哪些问题呢?

刘纪鹏:目前推出创业板最大的障碍是创业板规则引发的市场风险,在提高创业板门槛的前提下,我们应尽快推出“改良”后的创业板,也就是门槛不低的中小企业资本市场,同时其应和三板市场的发展和培育结合起来考虑。我们应该把最优秀的民营中小企业选拔上来,这样就不会担心市场风险,不必担心投机问题。

《华夏时报》:相比国内的其他市场,创业板门槛较低,符合条件的中小企业数量巨大,那么,创业板应该如何定位,该选择什么样的企业呢?

刘纪鹏:我认为应该选择科技含量高、创新概念显著,并且具有高成长性的企业。可以包括高成长的科技企业、高成长的传统行业企业,有的专家还建议包括农村中的中小企业和西北落后地区的优秀企业。这也涉及门槛的问题,为了保证上市公司的质量,门槛不应该太低。

《华夏时报》:“进入门槛”成为了创业板较为核心的问题,要求中小企业三年盈利为2000万元左右,但是不必连续三年盈利。

刘纪鹏:关于标准问题,现在市场上所传闻的那一套不是很准确。这个规则还没有最终确定,证监会现在有两套备选的方案。我认为一定会听取各方面的意见后再出台。

规则中规定发起人股票限售期为1年,同时申请上市企业不必具备盈利能力,只需有两年营业记录。这不仅会加大投资人和系统风险,一年禁售期还会导致发起人进行恶意套现,而这种收益远远高于经营企业本身的收益。除了2000万元的股本规模不变外,其他标准都要相应提高,比如无形资产比例不能超过总股本的25%,发起人股票限售期提高到3年,上市企业至少有1至2年的盈利记录等等。因为企业必须具备盈利能力,盈利是它具有成长性的重要标志,而无形资产的比例也应该大于25%。

海外二板市场采用低门槛市场化导向的准入制度,其背景是在本国或本地区主板市场产生百年之后创办的产物,同时具备了监管的成熟度、投资者的理性和机构投资者比例高等一系列的相应条件。而我国市场起步时间不长,达不到发达国家的成熟度,所以要有自己的特殊性。

对于有人提出的“提高门槛就不能叫创业板也不能扶持企业创业”的观点,我不认同,国内创业板应贯彻从紧到松和从高到低逐步调整的指导原则,另外低门槛还将导致交易所垄断上市资源,一所独大。

提高上市门槛,保证企业质量,这是创业板市场推出后能够健康运行的前提条件。



王国刚： 多层次市场建设 需跳出A股框架模式

本报记者 马超彦 北京报道

中国证监会主席尚福林首次公开提出的四个层次的资本市场架构为:蓝筹股市场、中小企业板、创业板市场、整合代办股份转让系统(三板)。为此,《华夏时报》记者专访了中国社会科学院金融研究所副所长王国刚。

市场的误解

《华夏时报》:中小板、三板与A股的区别是什么?

王国刚:没区别,都是一个A股市场。它们只有上市门槛的不同,是数量上划分的多层次。按照不同的数量划分为几个不同的部分,这被大多数人理解为多层次,其实是一种误解,数量上的划分不能体现质量问题,如果按照这个标准,思路去设计多层次市场的话,就缺乏一个讨论多层次的平台。我

叫做“上市规则”,是因为上市交易特指上市公司在证券交易所的挂牌交易。

而这个人市规则和IPO并没有直接关系。因为股票交易的对象是股票,这个交易过程是股东和投资者进行股票交易,与上市公司融资无关,因为如果上市公司需要发行股票融资,由股东自己决定采取什么样的方式筹集资本即可,更可以由股东自己来购买这些股票,凭什么必须按照要求向社会公众发行股票公开募集?

《华夏时报》:但是现在我国是不允许这种情况出现的。

王国刚:A股市场主要以IPO等融资功能为中心,不以交易为第一要义。股市首先满足的是上市公司融资的需要,不是满足股票交易需要,满足了每年上市公司所谓的融资业绩,本来股票交易市场是激励社会资金向企业直接投资,满足股票交易需求。但是在这种情况下社会上有多少资金是真正向企业直接投资的呢?整个市场“走歪”了。

《华夏时报》:那么多层次市场有怎样的标准?

王国刚:多层次市场应该是上市标准和交易规则的多层次,而这种标准不能用行政机制来定义,多层次市场是满足多层次的需要,各层次之间没有高低之分。

美国目前存在7个交易所,每个交易所各自有不同的上市规则和交易规则;此外,还设立一个纳斯达克,而仅一个纳斯达克本身就有四个不同的层次,以满足不同的企业交易需求。企业可以根据不同层次上的不同的交易规则,来选择自己的交易场所。

在没有改变A股格局之前,多层次市场的内在机制就难以融合市场机理。这种情况下不适合推出创业板,因为,在同一个标准下,推出的创业板仍是在A股轨道中运行的一部分,以IPO门槛为上市条件,不是以存量股份入市交易为前提条件,仿效纳斯达克模式,是根本做不到纳斯达克的水平 and 效果的,因为达不到纳斯达克市场的要求。

《华夏时报》:在达不到纳斯达克要求的现状下进行仿效,创业板推出后会出现一个怎样的结果呢?

王国刚:在没有跳出A股体制总框架模式时,推出创业板,社会公众不敢去投资,它不以存量股



份入市交易为中心,投资者惧怕资金一去不复返。在A股模式下,一旦创业板上市企业出现亏损,监管部门无法向投资者交代。

投资者不愿意去投资创业板市场,它无法动员全社会的资金转化为对企业的直接投资,达不到增加企业资本的目的;只能动员企业走IPO的发行审批程序进行融资,动员社会上各方面的资金去二级市场上进行炒作,助长了投资方面的投机。

那么为了吸引和稳定投资者的信心,创业板门槛就要选择相对成熟的企业即优质企业上市,有盈利方面的要求,有股本和利润要求,可是这就脱离了为创业企业服务范畴和功能。英特尔、微软当初登陆纳斯达克的时候,都是不盈利的,是纳斯达克这个市场帮助其成长为现在的知名企业。这才叫真正的创业板。

拿上市公司做“人质”

我国的这个创业板只是在打着创业牌子做A股市场。创业板只要在交易所挂牌推出,采取电子自动撮合系统集中交易,要求股票无纸化,就无法模仿纳斯达克模式。

《华夏时报》:该怎么建立多层次市场?又如何建立创业板市场呢?

王国刚:最根本的是跳出A股模式,打破行政市场的机制。这是A股早晚要走的一条路。而要多层次市场,只能在A股体制总框架之外建设。

一是,新的市场以存量股份入市交易为特征。而不是现在的围绕上市公司进行交易,围绕股权进行

交易。

二是,变单一的无纸化交易系统为有纸化。入市公司所有的股份必须有纸化,然后在交易环节中转为无纸化,不需要进行交易的股票仍以有纸化形式持有,退市时无纸化全部转为有纸化。无纸化交易使得股票只剩下交易对象这一个功能了,抹杀了其他的作用。

三是,不以入市公司财务盈亏作为企业是否摘牌退市的主导型标准,以是否具有可交易性为条件。企业只要符合可交易的条件,不管其亏损与否,都有资格入市交易。

四是,在入市服务上采用经纪人推荐制。这个经纪人在市场中自动形成,它不仅包括券商,还可以涵盖各类投资公司、咨询公司等,甚至包括自然人。而目前的A股市场上没有经纪人。

按照国外的定义,经纪人的作用就是为你的客户找到股票市场上最好的报价。要达到这一标准,一只股票就必须同时不同的市场中进行交易,在多层次市场中做市商。

五是,不需要用行政机制来预先设定区域范围,走出用行政机制设计市场的套路。市场要分清监管和管制的区别。A股还停留在最初的行政市场的机制当中,规定你怎么做就只能怎么做。A股市场是在拿上市公司当“人质”。

股票市场的多层次建设有必要充分理解商品市场的运行机制,摒除上市发行标准。

王守仁： 创业板是新经济的强引擎

本报记者 蓝姝 深圳报道

为境外VC与深圳VC的联姻穿针引线,筹备高交会期间的“创业资本市场”,王守仁,深圳创业投资同业公会常务副会长兼秘书长近一个月来的日程是“忙得几乎一点空闲都没有”。从1999年参与深圳市政府筹备成立国内第一家政府资金启动型创业投资机构——深圳创新投资有限公司,王堪称中国创业资本的“元老级”人物,8年创投一线指挥抗战,8年奔走呼号,王从他担任深圳创业投资同业公会的秘书长那一天起,就一直呼吁建立与创业投资相配套的多层次资本市场体系。

《华夏时报》:现在开设创

板的时代,深圳的VC们依然表现出了强大活力,创业板将给它们带来什么样的影响?

王守仁:创业板不是一个单独的板块,它是一个国家资本市场创新体系健全与发展的核心体现。就像中国的基础教育在中小学,如果说中小企业板上的企业是大学生上研究生阶段,那么创业板上的企业就是初中生、高中生阶段,它们是一个更为庞大更有生命力的群体,更需要营养与教育。创业板代表整个国家的创新型经济的发展。创业板的开设对于创业企业必将起到极大的激励作用,也是中国资本市场进入新的发展阶段的标志。无论是其现实意义还是战略意义,不可估量。没有创业板就谈不上自主创新,谈不上资本的核心竞争力。

《华夏时报》:在创业板的制度设计过程中,您曾给深交所提交了不少建议,这些建议的主要内容包括哪些?

王守仁:创业板的开设将极大促成创业板企业与创业资本的互动与共赢。与欧美成熟资本市场发展路径相比,咱们走的是一个相反的下山的路子,这条路子注定了既要借鉴学习经验,又要结合中国国情。创业板市场,既不能把风险估计过高,又不能完全照搬NASDAQ的路子,把门槛设得太低。在目前市场投资主体不成熟的环境下,创业板可分两步走。进入创业板企业的基础运营中寻找投资机会,创业板也要搞大盘股、小盘股两个阶段。第一阶段的大盘股,主要是针对创业企业中质地较好的,这个阶段的目的为为下一阶段探索经验。然后逐步过渡到上市门槛降低的第二阶段——小盘股阶段,但越是门槛降低,监管越要严格,没成熟的小孩子在成长阶段要强化教育。此外,要建立多层次资本市场体系之间的对接与退出机制,这要求OTC场外交易要同步开设。

如果说改革开放过去20多年来,我们的主要方向与目标是引进来,那么今后20年,我们的命题是走出国门,培育出自己的跨国公司,从这个角度而言,创业板是新经济、新竞争力的强大引擎。

《华夏时报》:在没有创业

板的时机完全成熟了吗?明年年初推出的步伐不会再有什么波折了吧?

王守仁:股权分置改革已经解决了当初困扰创业板的根本性问题,而我们的创业企业也在克服没有市场环境、低谷运营中寻找投资机会,创业板完全成熟,大量创业企业对于资金需求的渴望以及大量民间财富寻找投资渠道的努力都提出这个命题,创业板宜早不宜缓。如果说改革开放过去20多年来,我们的主要方向与目标是引进来,那么今后20年,我们的命题是走出国门,培育出自己的跨国公司,从这个角度而言,创业板是新经济、新竞争力的强大引擎。

《华夏时报》:在设置创业

