

创业板引领资本市场功能提升和产业升级

由理

主题为“创业创新成长”的创业板市场启动周年之际,对市场建设战略、发行条件及相关规则制定做一番透视,对可能产生创业创新效应和功能做一番预期,对创业板市场的特点做一番梳理,作为对创业板市场周岁最诚挚的致礼。

一、中国经济走向深化发展诸多根本问题的解决,均可能较大受惠于创业板市场开启的多层次资本市场功能的发挥

2008年总爆发的全球金融危机,处持续增长爬坡的中国经济有了一次难得的自我启示和调整的机遇。最重要的启示,是一国竞争力的核心在于“资产定价权”或者“金融话语权”,特别是“资本话语权”,中国如何形成这样的话语权,这不能离开一个强大的资本市场。二是中国需要在走向深化过程中实现自我调整提升甚至蜕变,从而不得不严肃思考一些根本性问题。这样的问题如下:

第一,有效实施国家“技术创新战略”并改变中国经济长期亦步亦趋式的超赶策略。中国卓有成效地举办政府主导的高新技术产业化规划,实施开发区试验区的策略。国家采取高新技术企业认证前提下的所得税优惠优惠政策也成为政策引导的重要措施。然而,如何更加有效地形成技术产业化的机制,资本市场的功能被美国“硅谷效应”证明至为重要,在中国还没有形成充分的实践效果。

第二,形成中小企业可持续融资机制并强化中国经济的富强土壤。银行的

天然局限有目共睹,中小企业不确定性大,公司治理弱和天然的信息不对称决定,单靠银行不可能主动形成中小企业融资机制。资本市场与银行良性互动局面形成,可能形成如一些地方已经形成的新态势,即“信贷员跟改制走”,跟PE走,跟IPO走。如何更大面积使服务于中小企业的资本市场引领中小企业融资,使之成为金融市场常态,这是大金融体制的核心课题。

第三,顺应产业升级及产业发展新趋势并实施中国新型产业战略。传统的三次产业划分,无论从统计角度还是国家规划政策角度均受挑战。现实中产业结构演进,产业细分化,新产业新经济涌现,软件开发运用创造新功能,互联网运用无所不在,如何顺应新走势,如何实现传统产业的全面升级,如何实现新产业发展不落。这正成为处于工业中后期中国的重大课题,中国由长期以来走的追赶发达路径转向追赶与引领新路相结合,战略性调整的挑战和机遇并存。为此,资本市场应当引领潮流。

第四,中国国有企业能否且如何在竞争市场保持比较优势。一些人认为,国有企业只要具备“三驾马车”,即国有持有机构、管理层和PE同时持股,按照市场化运作,完全可以实现其比较优势。

第五,中国的产业组织特别是企业组织的成长及其可持续性发展的动因何在。一些新型企业突破传统体制下国有企业的“小矮树”基因,朝着跨国化方向做大做强。但大量中小企业难以突破创业死亡期,难以经历爬坡阶段的考验,新技术新模式难以形成产业化规模化优势,不能渡过经济周期考验形成螺旋式上升的发展态势。

上述问题的突破,正是我国实现长期可持续发展的根本性决定因素,这些问题,纵有多方解径,但离开了资本市场功能的发挥,无一例外都解不好。

二、创业板市场诞生,服务对象面向广大中小企业,通过在资本市场多层次体系中的承上启下,引导社会资源朝着创业创新成长方向配置

问题的解决固然可以有多种途径的努力,但是归结到根本,就是要形成一种社会资源配置的机制,能够动员资本和各种资源朝着创新成长和促进升级的方向去配置,这种资源配置要能够引领社会经济的势能。这种机制的形成依赖于资本市场的功能。

资本市场的功能强大,标志就是形成对股本资产的价格发现机制。创业板市场对成长性和创新的溢价指引资源配置方向,对创业企业风险的评估机制,降低了信息不对称的风险,从而最大限度地提高资源配置效率。

中国多层次资本市场建设的战略和创业板市场建设的推进,可能形成一种多元化多层次资本市场的服务体系。一是提供多样化产品和投资服务,提供不同风险特征的工具和产品,从而满足并引导多元化投资理念;二是为成熟程度差异的公司提供差异化服务,扩大资本服务的覆盖面,提升服务功能,增强资本服务的影响力。创业板市场在主板发展基础上新生,可谓使资本市场一生二,三生三,三生万象。

多层次资本市场的本质就是完善股

权价值评估及发现的机制,资产价值的发现机制及定价权是一个国家金融实力的体现。这是金融危机的焦点问题,也是我国多层次市场的核心问题。

创业板市场承上启下,上接主板,下联场外市场,有利于推动形成资本市场服务功能的完整体系。创业板在多层次市场中,其服务定位中创新成长型中小企业,注定是资本市场活力的引向,是资本市场未来的代表。

在多层次市场体系下,创业板市场既可以直接培育创新成长型创业企业,又能通过提供融资、并购等服务促进创业企业成长壮大,从而形成以创业、创新和企业可持续发展的资本市场服务链条,形成多元化共生的资本和企业自然生态。

主板、创业板和场外市场形成多层次资本市场的完整体系,内含应是多方面的,包括多层次价值评估体系、多层次的公司体系、多层次的转让交易体系、多层次适合的投资者制度、多层次的监管体系、多样化的中介服务体系等,这些内含将因创业板市场的诞生而日益形成和健全。

三、创业板市场定位体现鲜明特色,创业板市场可能产生强大的“创业创新成长”聚集示范效应和灯塔效应

按照中国证监会创业板市场设计的定位,从宏观上看,创业板市场在三大方面体现定位特色:

一是发行上市主体定位于创新成长型企业(innovative growing enterprises)。创业板定位于服务成长型创业企业,重点支持具有自主创新能力的企业。IPO办法第一条规定“促进自主创新企业及其他成长型创业企业的发展”。从发行人准入角度,发行条件对成长性提出最低要求,同时明确对自主创新的促进作用。

二是投资主体定位于适当性投资者(proper investors)。在主板基础上形成新的保护投资者权益观念,形成适当性投资者和创业投资的新理念。创业板市场明确了投资者准入的概念,明确了投资者的适当性服务及风险提示的法定义务。IPO办法第七条规定“创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度,向投资者充分提示投资风险”。为此,中国证监会发布“创业板市场投资者适当性管理暂行规定”,深圳证券交易所制订“创业板市场投资者适当性管理的具体实施办法”,要求证券公司建立健全创业板市场投资者适当性管理制度和业务流程,区分投资者的不同情况,向投资者充分揭示市场风险,并在营业场所现场与投资者书面签订《创业板市场投资风险揭示书》。

三是监管主体定位于独立的更趋创新的监管者。创业板市场的监管特色既体现在最低条件门槛、信息披露、保荐人制度、股份退出机制及快速退市机制以及其他监管制度的创新等方面,也体现在证监会设立独立的发行监管机构,设立独立的发审委、交易所设立独立的自律监管机构等方面。

创业板作为新的独立的市场层次,可能引领资本市场多层次发展的新气象。独立市场层次、独立显示行情、独立发审体系,催生创业、创新和规范意识,必将在扩大资本市场服务覆盖面的同时,产生创业创新成长的聚集示范效应,产生中小型企业“正规军”发展的灯

塔效应。

一是创新成长性企业的助推摇篮效应。创新成为社会经济的时尚,资本市场资源配置的风向标。成长成为成功型中小企业的标志,从而成为创业板市场最大的魅力。创业、创新、成长、规范成为中小企业的“正道”,正规军发展之道。

二是多元化多样化产业、新模式、技术创新的孕育催化效应。资产定价权和溢价权投资导向将引领创新、创业、创业投资、创业者的成长,通过促进技术创新及其产业化、规模化、市场化,促进国家创新战略的实施。助推新经济、新模式、新能源新材料新制造新服务的发展,适应和引导新的消费升级,从而推动产业的升级、传统产业和组织的升级发行、推动产业的细分和衍生,探索新的产业发展空间,如可再生资源向生物质、太阳、风、海洋等方面发展,改变能源利用的化石概念,改变电力的贮存、传输、调控概念,改变电作为经济“血液”的传统概念,改变能源枯竭、排放不可控等传统局限。

三是中小企业持续融资机制的良性导向效应。创业资本市场的到位引导形成可持续的中小企业融资机制,支持银行克服天然局限,资本市场与银行良性互动的局限正在形成,一些地方已经形成信贷员跟改制走,跟PE走,跟IPO走的新态势。这种新的市场效应将推动完善金融市场功能,形成金融市场有效引导资源配置的常态,这是大金融体制的核心课题。

中国创业板市场建设成功具有比较优势。从根本上来讲,这决定于中国经济金融环境,中国经济是增长型大国经济,正处于工业化中后期和新产业发展的机遇期,后发优势强大,这就决定中国上市公司数量和规模空间,中国储蓄资本的巨量支撑,中国有建设创新型国家、促进高新技术发展、促进自主创新的宏观环境土壤。中国创业板借鉴了国际新市场的经验,这些市场如香港GEM、英国AIM、美国NASDAQ、日本JASDAQ和MOTHEKS、韩国KOSDAQ,台湾兴柜市场和TAISDAQ,新加坡、加拿大多伦多创业板市场,中国创业板属于新型交易所市场,中国创业板市场站在一个比较高的起点上。

四、中国创业板市场主要特色全扫描

总结起来,中国创业板市场较之主板、较之境外类似功能的市场,具有与其定位相联的特色:

1、创业板市场定位“创业创新增长”,高起点高格调确立世界资本市场之林。中国十年孕育之创业板,引入了美国NASDAQ、英国AIM和香港GEM等市场促进创业成长的功能,但比较而言中国创业板市场有较高的进入门槛,起点高、格调高,在行业定位、公司主体、投资者主体、监管主体三个方面均体现一定的素质要求。如果有组织的资本市场喻为资本俱乐部,中国版的创业板市场是一个高端资本俱乐部。

2、创业板市场降低门槛,设置等高的“两道门槛”。创业板市场沿用主板采取定量指标发行条件的做法,但门槛有所降低。在股本、资产、盈利、收入等财务指标规模的降低,可以让更多企业进入。创业板发行条件设置利润或收入“两道

门槛”,提供选择性,特别为创业初期的企业提供机会。

3、创业板市场在降低门槛同时,增加“持续成长性”要求。较之主板发行条件,持续成长性(sustainable growth)要求贯穿始终。要求创业企业在报告期内要净利润持续两年增长,要么营业收入持续增长两年增长30%。同时强调最近一期及未来的持续成长性。在报告期成长性要求的背后,要求发行人在主营业务、实际控制人及董事高管等方面24个月内不得发生重大变化。

4、创业板市场以“自主创新”为一条红线,鼓励市场多样化创新。创新决定着创业企业的特色及成长性的基础。从定位出发,创业板市场强调自主创新,但不限制创新的模式。保荐人对发行人成长性和自主创新出具专项意见,作为招股书附件披露。发行人招股书披露与自主创新相关的信息,如核心竞争优势、业务和技术的创新性、核心人员和资源等。

5、创业板市场“特色取胜”,适应创新成长性创业企业的特殊要求。如适应创业企业轻资产结构的制度安排,主要体现在规定适当的定量财务指标,不规定诸如无形资产比例等指标。再如规定“主要经营一种业务”,要求主营业务集中。

6、创业板市场“规范为本”,强化发行人和大股东或实际控制人的双重规范。发行条件规定发行人股权清晰、业务资产独立完整、人员机构财务独立、公司治理和内控规范等。同时,本着“揭开公司面纱”原则,落实实际控制人诚信约束,强化控股股东责任。

7、创业板市场“风险疏导”,正视创业企业风险,按市场原则建立风险管理机制。创业板市场规则设计形成全新的风险分担理念和风险投资理念,引导新型的风险和投资理念。在降低指标门槛的同时,严格规范要求,强化市场风险控制。通过发行审核揭示风险,充分披露风险。

8、创业板市场“审核护航”,建立独立审核体系,建立适应创业企业的发审委。创业板审核着眼于控制准入条件,提升披露水准、促进发行人和中介机构规范,设立单独的发行监管部,设立单独的创业板发审委,保障着一级市场的质量和独立的有效供给。适应资本市场深化发展的新形势,改进发行审核,加强监督管理,在审核程序上体现简化、规范和透明的要求。

9、创业板市场践行“披露为本”原则,建立信息网站披露新模式。突出创业企业特点,创业板发行市场板块特别提示和网站披露方式,增加市场透明度并节约成本。

10、创业板市场实行“过程监管”,延伸发行披露责任追究机制。主要通过持续监管的一系列配套体现,通过持续督导的制度安排体现。新型监管需要市场功能的形成,其中PE发挥作用、保荐人发挥作用以及适当性投资者发挥作用是重要基础。

寻找共同货币之路

温天

成功是大概率事件。

共同货币的储备货币功能

共同货币最重要的角色就是提供价值贮藏功能,考虑到美元这一主权货币贬值所带来的国家财富的流失,因此人们需要寻求一个超主权、不贬值、稳定的价值储藏载体。简略地说,财富储藏这一概念的核心要素是“既存价值+远期变动价值”,逻辑上讲,既存价值体现了货币的商品属性,它既是劳动价值论的倡导者所说的劳动价值的体现,也是经济学本身所描述的即期消费者支付的货币价格,而远期变动价值则反映了货币的信用属性,它描述了货币利率套利。如果建立了这样的共识,则通货性的超主权道德认同的“共同货币”必然要从系统中留一个子模块来承担“厚德载物”的实在概念。

此前,黄金作为金属属性最强的商品一直独占这一特殊地位。黄金价格的暴涨反映了投资者对当前国际金融危机形势的紧张情绪,而一旦黄金恢复到它应有的货币地位,也就是最终货币的一种形式,那么随着对其需求的持续上升它必将不仅对美元升值,同时对其他货币升值,包括欧元和英镑。对于黄金而言,各国央行也许会回到美国抛弃金本位之前的观点,那就是黄金不是一种普通商品而是另一种货币。

如果世界最终总是要选择一个主要的共同货币制度,那么解决诚实而公正分配财富和发展机会问题就摆在人们面前。黄金无论过去还是现在以及在将来可见的时间内,都是人们相信的真实财富和最后支付手段,根本原因是因为黄金是价值储藏者。财富的实质是人们通过劳动或智慧所创造出的产品,货币则代表着对这些创造成果的“索取凭证”。最终这种索取凭证被要求兑现为人们相信的财富或财富管理形式时,它能够完好无损地获得其他人的对等创造成果或价值,那么这种索取凭证就是优质或

诚实的“价值尺度”。

目前国际货币体系无法“急转弯”回到金本位的货币安排,人类也需要时间来发现最优的共同货币到底是什么。信用货币安排和金本位之间的鸿沟需要得到“弹性之桥”的填补。

共同货币如何走向“共同”

“共同货币”的本质是现有货币的一揽子组合还是一种新发行的货币?如果“超储备货币”是一揽子现有货币(如现在的SDR),它所满足的多样化需求可以很容易地通过使用现有的货币实现。这就是SDR被讥讽为“I Owe you nothing when”的实质,因为它没有价值。但“共同货币”则不同,它也可以通过发行新货币而产生。这种新货币要么对任何现有主要货币永不贬值,这意味着它的供应将受到严重限制;要么按照预先指定的规则发行,为确保国际流动性供给可以对现有货币贬值,但对汇率波动和估值亏损提供的保护就变得有限。

这些并不是新问题。央行行长周小川提出了储备货币的问题,他指出目前的流动性安排是不稳定的根源,并可能造成危机。他也特别提到了“特里芬难题”,由于美元是主要储备货币,国际流动性供给依赖于美国具有足够大的经常账户赤字,但是这种赤字本身会加剧全球经济失衡和不稳定。周小川建议,加强SDR的作用和地位以及设立“超级储备”货币的长远目标。

中国稳定的政治、巨大的经济总量和贸易总量已经足以支持人民币成为重要的国际储备货币。目前人民币缺少一个历史契机来迈出这一步。我们需要一种新的金融工具来弥补人民币在国际货币市场的流动性短缺,塑造人民币的国际信用基础,迎合国际社会对超主权货币的需求。

(作者系法国爱德蒙得洛希银行执行董事中国资产管理总经理)

创业板开板周年系列谈(二)

证券代码:000411	证券简称:英特集团	公告编号:2010-023
浙江英特集团股份有限公司出售资产进展公告		
<p>公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。</p> <p>一、出售资产概况</p> <p>经公司股东大会批准,公司子公司浙江英特药业有限责任公司(简称“英特药业”)拟出售其持有的100%浙江英特物业管理有限公司股权、100%浙江英华物业管理有限公司股权和100%浙江英辰物业管理有限公司股权(相关内容已披露在2009年4月10日、2009年5月6日的证券时报上)。</p> <p>二、浙江英特物业管理有限公司100%股权出售进展情况</p> <p>委托人英特药业拟转让标的浙江英特物业管理有限公司100%股权在上海联合产权交易所上市挂牌,挂牌期间,如征集到二个及以上符合条件的意向受让方,转入竞价拍卖程序,由拍卖人主持拍卖,通过拍卖方式确定受让方;如未征集到符合条件的意向受让方,或只征集到一个符合条件的意向受让方,不再举行拍卖,转让标的按照《产权转让公告》约定的方式处置,委托人与拍卖人按照《委托拍卖合同》约定终止本次合作。</p> <p>2010年10月25日,英特药业采用招标方式确定浙江三江拍卖有限公司为拍卖人,双方签署了《委托拍卖合同》,合同主要内容如下:</p> <p>(一)委托人委托拍卖人以下事项:为转让标的寻找二个及以上符合条件的意向受让方;转入竞价拍卖程序后,按照法律法规、《操作细则》和上海联合产权交易所的要求对转让标的组织实施拍卖。</p> <p>(二)转让标的挂牌价为45011万元。委托人在拍卖人的拍卖资格获得上海联</p>		
<p>合产权交易所的认可后,按照《操作细则》和上海联合产权交易所的相关规定,向其提出转让标的的挂牌申请。</p> <p>(三)拍卖人保证征集到二个及以上符合条件的意向受让方。</p> <p>(四)拍卖人向委托人缴纳履约保证金人民币3000万元。出现下列情况的之一的,履约保证金作为违约金归委托人所有,同时,委托人和拍卖人的委托拍卖合同自动解除:挂牌期满,拍卖人最终未征集到二个及以上符合条件的意向受让方,导致拍卖会无法举行的;挂牌期满,征集到二个及以上符合条件的意向受让方,拍卖人未按期实施拍卖或举行拍卖会的;委托拍卖合同规定的其他违约情形。</p> <p>(五)委托拍卖合同经双方签字、盖章后生效。</p> <p>三、风险提示</p> <p>1、公司将近期按照上海联合产权交易所等相关规定向其提出挂牌申请,具体挂牌日期和拍卖日期尚未确定。</p> <p>2、本次确定的是转让标的的挂牌价,转让标的尚需通过上海联合产权交易所上市挂牌,征集到二个及以上符合条件的意向受让方后才能转入竞价拍卖程序,通过拍卖确定受让方,因此,转让标的的最终能否成交存在不确定性,请投资者注意投资风险。</p> <p>特此公告。</p>		
浙江英特集团股份有限公司董事会 2010年10月26日		