



# 创业板市场顽强创新成长的基因力量

李量

今天,创业板在市场喝彩中迎来五周年诞辰。不以人的意志为转移,良性生长的基因和顽强的生命力,创业板5年形成独有的风光,也肥沃着多层次资本市场的土壤。5年成景,应验了笔者5年前写下的那句预言:“一种诞生,生长不息;一种开源,源源不断。”

## 1

从1999年初核准制前酝酿,到2000年5月16日国务院原则同意证监会意见设立二板市场并定名为创业板市场;再到2007年8月国务院批复以创业板市场为重点的多层次资本市场体系建设方案,直至2009年3月31日证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》自5月1日起实施。2009年7月14日,创业板全行业全市场全系统培训起航动员,2009年7月26日中国证监会全过程公开接收106家创业板申请企业,2009年10月23日,人们翘首企盼的首批28家企业集体挂牌创业板并全部涨停开张。时至今年的2014年10月23日,创业板公司达397家,总市值达2.24万亿元,其中流通市值1.35万亿元。创业板平均市盈率为68.59倍,而将开通的沪股通标的股票市盈率平均不及10倍。

据Wind统计数据,5年来共计398家创业板公司上市,平均发行价格为29.08元/股,平均IPO市盈率为52.83倍,实际募集资金则为2435.03亿元。创业板出现IPO高市盈率、高定价和高首次募集资金所谓“三高”,对“三高”和创业板“造富”的非议甚至咒骂,始终伴随着创业板。创业板挂牌企业并非均是优良,但5年创业板之活跃和聚集培育新企业之功能,已蔚然新风潮。自2010年6月1日创业板指数推出,截至2014年10月21日,创业板指数累计上行53.90%,期间最高1571.40点,最低585.44点。总计1062个交易日,创业板累计成交金额达7.35万亿元。同期,上证综指累计下跌9.74%,振幅51.58%。截至2014年10月21日收盘,397只创业板公司除37家外,大多数股票价格高于发行价,其中216只创业板股票较发行价格上涨了100%以上,较之主板多层次突破的新景观。

事实胜于雄辩,实践检验真理。创业板的表现牵动整个资本市场神经,

创业板聚敛时代风华,创业板展示未来希望。创业板在热捧和讥讽声中走过了5年,积淀着资本市场迈入多层次发展时代的新韵致。

在一定意义上讲,相对主板(中小板),创业板从出生到今天,5年发展的环境相对欠公平。基于对“三高”的舆论质疑,原计划于开板次年推出的再融资方案长时间搁浅。基于对PE腐败的担忧,对一年内所谓“突击融资”或股权转让,监管政策以近乎严酷的三年锁定期限制相关股权投资的退出。2012年创业板试行私募债,但融资成本高于融资金额10%。直到2014年

**生物链有一条基本规律,那就是种子的力量取决于基因,基因的力量来自于自然的本性和成长的惯性。创业板之表现可归纳之为创业板定位所构成的本原力量,那就是市场化民间化的力量,创新增长的力量。**

4月,创业板进入第五个年头,再融资方案才得以推出。但较之主板条件更为严苛,加上资产负债率不低于45%这一条额外限制,几乎将创业板公开股权融资增发之路堵死。作为上市公司发展重要功能的创业板再融资被控制在最严苛有限的范围内。但正是受政策挤压的创业板,大发展起步在前三年,IPO停发停滞了两年,在夹缝中运行,却展示出顽强的生命力。

## 2

生物链有一条基本规律,那就是种子的力量取决于基因,基因的力量来自于自然的本性和成长的惯性。创业板之表现可归纳之为创业板定位所构成的本原力量,那就是市场化民间化的力量,创新增长的力量。

一是创业板“四创”的力量。创业、创新、创造、创投,在这“四创”中创新是灵魂。有了灵魂,创业板不断引领新的创业,吸引创投资本的形成和参与,创新增长就成为创业板整体的功能。

二是创业板“四民”的力量。“四民”即民有、民权、民治、民享。民者,民间本位也。民者,独立自主自起也。四民“基础上之民营,乃职业化市场化经营。新型的独立的公司治理,职业化公司管理经营,专业性(professional)的PRE-IPO投资者,构成富有弹性和创造力的创业板公司组织基础。以民营之活力,依民本之能量,此兴旺之活力。生灭化易,方可大固大稳,亦积极化康。

三是创业板“四新”力量。世界金融危机之后,新经济、新技术、新模式、新业态,成为产业升级的大趋向。创业板定位于战略性新兴产业、新能源、新材料、先进制造、软件和信息技术、新

兴服务业、海洋产业等,决定着中国经济的战略导向和价值导向。创业板自身的定位,决定风潮云涌格局之形成。2009年以来创业板的功能与国民经济结构调整升级的国家战略相契合,这是决定一个新资本市场层次良好发展的根本保障。

四是创业板新舞台集聚辐射之力量。科技和产业创新,因创业板而更具有摇篮的力量。以中关村科技园区和深圳高新产业基地为代表的全国各开发创新区域,似乎因创业板而找到了基因的认同感,有了创新发展的皈依感。产学研结合,技术与资本的嫁接,

高新技术产业化,似乎都有了实实在在的内涵。

## 3

资本的力量,可以产生奇迹。单个的人,孤立的资金资源,没有多少能量。独木不成林,独花不成园。形成一个资本的大气候,发展一个资本的市场,势场和信力就出来了,那就会聚集一种资本的文明。在资本文明的势场中,投资文明或财富管理文明,公司文明或治理有限合作的文明,中介文明或专业职业服务的文明,市场文明或价值评估和公平交易的文明,就构成吸引资源、积淀诚信、提升专业、多元文化的功能。

资本文明的核心在于信用增值和杠杆驱动。信用是金,积淀心诚乃信。信用聚集能量,支撑持续发展,也决定未来之良好,故信用增值伴随较高市盈率。杠杆是信用的结果,也是信用的增大。以小持大,以债负资,以股引股,这就是资本杠杆。中国金融市场环境缺陷,融资成本高,特别是债务资本费用大,也引致债务杠杆风险偏大。创业板公司普遍资产负债率低于45%,这与其他上市公司类似,反映金融市场效率的略低。创业板公司缺乏债务融资冲动,却以股本作杠杆,由市场集合形成的市盈率,支持创业板公司形成较大的增量资本公积,从而支持公司资产配置成本降低。但是,单纯依靠股本杠杆,这是对公司信用持续的巨大挑战。创业板伊始,市场担心高市盈率泡沫,创业板公司却以稀缺的平台优势资源化解着高市盈率的泡沫风险。2014年之后推出创业板再融资,其中特别设置资产负债率不低于45%,这多少有些愿好而事寡。

## 4

资本的力量在于与技术和管理的合力。落实创新驱动发展战略和培育新兴产业的历史使命,创业板助推经济发展模式转型和经济结构升级。创业板聚集高科技创新企业,也成为支持自主创新的重要平台。自主创新型

企业登陆聚集在创业板,形成推动自主创新的资本势场。借助资本力量,企业科技创新成果不断涌现,推动“中国制造”迈向“中国创造”。正是资本和技术结合强化自主创新能力,大幅提升中国制造的附加值、技术水平,推进自主品牌国际化,促进产业转型升级。在前387家创业板公司中,363家拥有“高新技术企业”资质,329家拥有核心专利技术,152家拥有国家火炬计划项目,47家拥有国家863计划项目,36家拥有国家创新试点企业称号。2009年至2013年,创业板公司研发支出占营业收入比例一直保持在5%-6%左右,并呈逐年上升之势。截至2013年底,创业板公司拥有专利17322件,其中发明专利4528件,成倍增加。截至2014年8月31日,创业板271家制造业企业占公司总数70%,广泛分布于医药、橡胶、装备制造、电子、交通运输等9个行业。创业板制造业企业普遍具备较强的技术研发能力,其中国家重点高新技术企业155家,省级高新技术企业108家。创业板聚集的制造业企业,几乎都是省级以上高新技术企业。

## 5

创业板公司作为一个整体,最大的市场能量源于并购重组的涅槃效应和孵化蝶飞效应。资本化和公司化之精神在于有限合作。创业板并购成长的魅力,在于整合资源和吸聚同类项目,将资本估值、流动性提升魅力充分展示。中外创业板最大之魅力在于引领资产资源的收购整合。创业板之并购,适逢我国资本市场简化并购审核的改革。国发【2014】14号文推出,国家致力并购重组环境的优化,证监会大大简化了收购兼并的审核。但是,从监管制度上对创业板实施较主板更加严格的限制,不准许创业板公

**正是创业板之定位和5年艰难行进中形成的品位,创业板创业初始的“创业板速度”,中国十年磨剑酝酿的“创业板概念”以及在实践中形成的“创业板基因”,类聚着中国创新成长型企业,对接着高品质的机会与资源,滋生着创业创新的各类服务。一项事业的价值和成功取决于基因、志向理想和环境三类因素。创业板创造着高市盈率,也致力于高成长性平衡。在“三高”魔咒或光环中行进,犹如在冰上行、在钢丝上走。唯有创新之轻捷、成长之灵便,才能达致彼岸,或持续地前行。**

司借壳,这限制着创业板的重组行为。与此同时,新的退市机制从制度上高悬创业板公司严格退市之剑。2014年10月17日,中国证监会发布上市公司退市制度的若干意见,自发布之日起30日后生效。证券市场全面实施严格退市制度,而创业板市场退市较主板更为严格。无论实施主动退市常态化机制,还是实施虚假欺诈强制退市,或者三年亏损退市,波动性创业型公司均面临更大的市场化退市风险。围绕资本运作进行的公司重组退市,也推动公司的并购整合。这些组合性安排,将创业板置于一个优化配置整合资源与从诚信规范相结合的运行轨道。正是高标准严格约束,在夹缝运行,创业板反而成就着应对挑战和机遇的成长故事。

## 6

创业板独立于主板(中小板)之发展,这本身就是改革创新的产物。创业板创新驱动的特色,也推动着更加市场化的资本市场创新改革。创业板推出伊始实行的市场化定价,创业板审核简化快速而从严,也期望对市场主体信息披露责任的事后落实。2014年5月,创业板在前期限于私募债试点基础上整体推出再融资方案,以限制公开增发(从严条件)而鼓励“小额快速”定向增发机制为核心,大幅缩短行政审批时限,试行着注册制监管的取向。

世上从来不缺乏创新的空间,创业板创新的本能驱使其在实践中不断拓展创新的空间。作为中国版之NASDAQ,创业板市场秉承美国硅谷和台湾新竹高科技创新之基因,推动“四创”公司志向如风,持理想似翅。可以讲,创新以创造创作创造创意创优创智为本。但创新不等于高精尖,创新也不是标新立异和简单否定。创新的本质在于适应性生存和挑战性发展。面对多样化的资源和环境因素,顺应成长基因属性,展示内在活力,这是创新的本质。创新的视野(VISION)在于新技术、新经济、新产业的引领。新一轮的全球电子技术、互联网智能、新能源、大健康、新服务等,不断为创新企业装上智能的眼睛和大脑。

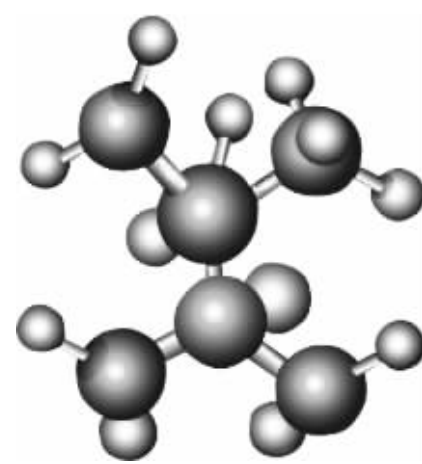
此外,创业板“四民”型公司治理的有效性决定着企业的成功。“四民”之本质在于市场化,无论民有还是其他机构所有,关键在于董事型公司治理的架构,在于职业经理人的贡献,在于核心技术人员的参与,在于专家董事引入的智能扩大,在于科学有效制衡下的理性决策,在于透明无欺的诚实可信。

## 7

正是创业板基因,决定着创业板逢光即亮、春来生长之特质。有一人短信说,创业板就像16岁的少年,摔一跤,拍拍尘土又起身跑了;而主板则像是70岁的古稀老翁,一跤摔下去,起不来不说,关键还无人敢去扶。

正是创业板之定位和5年艰难行进中形成的品位,创业板创业初始的“创业板速度”,中国十年磨剑酝酿的“创业板概念”以及在实践中形成的“创业板基因”,类聚着中国创新成长型企业,对接着高品质的机会与资源,滋生着创业创新的各类服务。一项事业的价值和成功取决于基因、志向理想和环境三类因素。创业板创造着高市盈率,也致力于高成长性平衡。在“三高”魔咒或光环中行进,犹如在冰上行、在钢丝上走。唯有创新之轻捷、成长之灵便,才能达致彼岸,或持续地前行。

创业板的种子已经撒播千山万水,神州大地“四创”“四新”“四民”如潮。这应当是创业板做大做强之土壤基础。研究创业板专门层次,或者研究创业板更具包容性多层次多元化,让不达到盈利记录但具有持续成长基因的企业享受创业板的阳光雨露,让并非“圣贤”的创业企业接受信息披露的检验,让处于成长初期的弱小创新者早日得到资本的青睐和规范的训导,这应当是创业板的宗旨。走向神坛,走下市盈率的差异化,走向股票多样的



化,这也是投资者的福祉。

然而,资本市场更加市场化多元化的创新推进,意味着对风险和投资者保护的挑战。创业板包容草根型创新企业特别是未达盈利记录的企业,容忍更多公司失败和市场的波动,践行“披露为本”原则,可能出现较多的财务操控甚至虚假欺诈。为此,监管政策的重点在于,一是如何通过投资者适当性管理安排,引导一般中小投资者识别市场风险;二是如何对投资者行为从严执行退市纪律,强化对投资者的民事赔偿和相关责任的追究;三是如何改进企业的披露标准,特别是企业上市后权益摊薄填补或改进的措施,加大企业持续盈利能力的披露;四是如何推进建立保荐机构的质保金和上市公司风险准备金等风险补偿安排。

## 8

5年来创业板引领着多层次市场发展。在创业板之后,全国中小企业股份转让系统建立,区域性股权市场规范中发展,多层次资本市场建设的进一步延伸和发展。全国股份转让系统是国务院批准、依照证券法设立的全国性证券交易场所,其挂牌公司是纳入证监会统一监管的非上市公司,股东人数可以突破200人限制,交易方式也可多样选择。允许普通股发行融资、并购重组、发行优先股、债券融资等。根据国发【2011】38号文规范,区域股权市场是经省级政府批准设立的非公开市场,原则上不得跨区域经营,不得采取集中的、连续的及做市商等方式进行交易。

全国股转系统源于中关村科技园非上市股份有限公司进入代办股份系统转让试点,以及原转让系统内的退市企业及原STAQ、NET系统挂牌公司。2013年12月国务院下发《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,新三板不再局限于中关村科技园非上市股份有限公司,也不局限于天津滨海、武汉东湖以及上海张江等试点地的非上市股份有限公司,而是建设成为全国性的非上市股份有限公司股权交易平台,主要服务于创新、创业、成长型中小微企业,实行较为严格的投资者适当性管理制度,实行多元化的交易机制。截至2014年9月19日,新三板挂牌公司已达1134家。做市商制度推出之后,全国中小企业股份转让系统(新三板)转板制度的制定也被正式纳入议程。2014年9月,证监会发布关于支持深圳资本市场改革创新若干意见,推动在深圳证券交易所创业板设立专门的层次,允许符合一定条件尚未盈利的互联网和科技创新企业在全国中小企业股份转让系统挂牌满12个月到创业板发行上市。但这一安排的落实需要统筹考虑创业板的整个发展模式。

## 9

从创业板市场五周年展示的基因力量可以预知,创业板进一步改革创新必将焕发更大能量。我们可以怀以梦想,站在彼岸省问,一是创业板制度和资本市场环境建设能否产生中国的伟大创新企业。二是创业板公司能否从总体上维持一个相对较高的市盈率水平,维持可持续成长的市场预期。创业板能否接纳更广泛的创业草根企业,服务包括未达盈利记录的高科技创新公司和互联网智能化等新型企业,并且实现多元企业和谐共生的资本市场弹性。创业板市场能否通过实施更加市场化的注册制改革,建立灵活有效的重组和退市机制,实现畅通有序的上市退市和转板机制。创业板能否持续助推我国经济发展方式转变与经济结构调整,服务国家创新驱动发展战略的实施,用机制创新带动科技创新、文化创新,引领形成全社会创新局面,为中国创新发展提供有效资本平台。可以毫无疑问地说,上述问题都将在创业板更加丰富更加成熟的发展未来中得到肯定的回答。

