

制度环境是创业板成败关键

<http://www.criifs.org.cn> 2008年3月7日 巴曙松

当前中国推出创业板的意义更多地在于，创业板可以对创业活动和创业者提供一个强有力的、市场化的激励，把社会的宝贵金融资源，交给那些更富有创造力、更能够为社会创造价值的企业手中。

目前，中国资本市场最受关注的基本上还是投资功能、筹资功能。但是当下中国资本市场最需要的，应当是它本来所应具有的强烈的激励创业的功能，通过资本场所独特的风险分散机制和重估带来的激励机制，激发经济运行中的创业动能，增强整个经济体系的活力。创业板的推出，正可补上资本市场这一短板。

### 不会冲击主板资金

建设创新型社会，需要一个富有效率的资本市场，以满足不同类型、不同发展阶段企业的融资需求。显然，创新的诞生，往往是随机的，是难以事前预计的，并不因为企业规模大小、级别高低而可以确定，资本市场独特的风险识别和分散功能，正好契合这一特征。

从整个社会的融资结构看，可以说中国金融市场目前的融资光谱是断裂的，大多数企业通过银行贷款获得融资，而银行往往青睐能够提供抵押担保的大企业；主板市场主要为大中型企业服务，大量具有技术创新能力和高成长潜力的中小企业却由于资金匮乏而面临发展的瓶颈。创业板的推出，必然会带动和促进风险资本市场的发展，从而刺激风险资本以更大的规模进入到中小企业融资市场。

同时，创业板的推出有助于优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比例。由于金融产品单一和融资管制的存在，使得大量的资金滞留在股票二级市场，而同时又有大量的企业和创业者得不到资金，这说明了当前金融创新的不足。创业板市场的推出，有助于优化资金的合理流向，使更多资金进入到实体经济当中，推动大量二级市场资金流入到具有高成长性的中小企业中。

从上市资源和吸引资金来说，创业板的市場定位主要是创新型中小企业，资金需求小，远远构不成对主板市场造成冲击性影响。从增量资金上来说，创业板更主要的是吸引追求高风险、高回报的资金。对于和创业板较为接近的中小企业版，创业板对其影响也不会很大。现有的中小企业板除了上市公司规模比主板小之外，其他如盈利要求等方面都和主板一致，可以称之为小主板。未来的创业板主要定位于高科技型、高成长性企业，两者的竞争更多地体现在制度的创新上。创业板的推出为风险投资提供了退出平台，将会极大地促进中国创业投资体系建设，也会促使风险投资行业的大洗牌。从更长远来看，直接融资的发展，包括主板、创业板、柜台市场以及债券市场等金融产品的创新，最终将导致中国金融版图的重新规划，传统的间接融资占比将逐渐降低，这对银行业务的

竞争也将产生深远的影响。

## 避免成为主板附庸

如何评价创业板的成功？如果我们认为NASDAQ是成功的话，那么主要是因为NASDAQ市场上培育了微软、GOOGLE等一批成长迅速、影响深远的、具有划时代意义的创新型企业，把他们从车库中的艰难创业，一直扶持到全球行业领航者。但是，从世界范围来看，创业板成功的先例不多，大多数国家和地区的创业板市场不是沦落为主板的附庸，就是交易清淡，甚至宣布关闭。香港创业板从最初的暴涨暴跌到最后的交投清淡，也没有摆脱这样的命运。中国大陆推出创业板，也面临同样的挑战。

然而中国的一个独特优势是，中国有大量非常有活力、又有创新能力的中小企业，中国的储蓄率也很高，这是创业板成功的源泉。按照现在的上市门槛，中小企业能上市的不多。但是根据深交所的研究，如果把上市的门槛稍微调整一下，即使坚持盈利要求，全国18万家高科技企业能上市的大概占10%，即1.8万家，这是一个非常庞大的上市资源。

香港创业板创立之初由于上市公司的行业分布过于单一，主要集中于当时大热的网络科技股，使得企业成长泡沫多于实质，市场投资信心不足，最终导致香港创业板的长期低迷。而中国大陆的第二个独特优势是，众多的高科技企业的行业分布较广，经营模式众多，既有网络科技等新型经济模式，又有高成长的传统商业等实体经济模式。这可以保证创业板上市企业行业的多元化，避免了同一行业类型或同种经营模式企业的过度集中。

当然，中国的创业板市场要走出一条成功之路，仅仅有数量众多的中小企业还不够，还要在制度设计、外部保障等多方面借鉴成功市场的经验，防范可能出现的风险。完善的制度设计与服务定位是创业板成功的前提。中国的创业板如果要避免出现类似部分海外市场的泡沫化或者类似中小板沦为主板的附庸，首先要有明确的服务定位，即定位于服务高新科技企业，那么就必须要有的符合发现价值功能意义的规则和制度设计，包括健全的市场退出机制，才能够保证该市场不出现“挂羊头卖狗肉”的错位。

另外，完善的外部市场环境是创业板成功的保障。创业板市场必须保持足够的流动性，才能促使创业者、风投和投资者等各参与方的良性循环发展。借鉴韩国的高科技板块KOSDAQ，外部政策环境的支持，比如税收优惠、完善法律法规、加强投资者认知能力的培养等。同时，外部市场环境的健全，私募、风投的壮大，证券公司等中介的支持，以及普通投资者的风险教育等，对于加强创业板市场的流动性和透明度都至关重要。纵观国外创业板的失败案例，流动性和透明度的欠缺往往是创业板交投清淡的罪魁祸首。

（作者：国务院发展研究中心金融研究所副所长、研究员、教授、博士生导师）

Copyright© 2005 财政部财政科学研究所 版权所有 All rights reserved  
通信地址: 北京海淀区阜成路甲28号新知大厦 邮政编码: 100142 联系电话: 86-10-88191430