

创业板元年

文 / 《法律风险观察》研究员 任明远

2008年，被喻为“创业板元年”。

开年伊始的两会之上，“推出创业板”已被列示国务院总理的政府工作报告中。3月21日，中国证监会则正式发布创业板规则征求意见稿和创业板发行上市管理办法征求意见稿。

无论是官方正式表态，抑或各级主管官员接受采访，各种信息无不预示中国创业板已渐行渐近。

“创业板成败之关键，在于能否出现微软、思科那样盈利明星，”朱林海在接受《法律风险观察》独家采访时表示，“中国创业板胜数较大，因为中国经济长期上升趋势，具备出明星的土壤。”

上海锦天城律师事务所这位合伙人的看法颇具业界代表性。创业板诞生之际，已经被各方期以厚望，它的推出意味着多赢：中国资本市场得以进行多层次体系建设；大量快速成长的中小企业在宏观紧缩下亟需融资；券商、会计师、律师等中介机构获得一片“蓝海”；风投、PE公司得以顺利退出；喜好高风险的投资者获得新的投资标的。

帷幕微启

2008年4月10日，《广东企业总法律顾问论坛》在广州鸣泉居召开。中世律所联盟成员，深圳华商律师事务所合伙人何贤波的演讲主题是《境内外上市实务》。这场演讲中，被视为亮点之一的，就是“国内创业板最新动态”。

“对于任何将要上市的企业而言，其最直接的投资者群体应当是其产品的消费者，他们最了解企业，知道公司的投资价值，产品的市场地及消费者居住地也是企业上市的理想所在地。这也是企业选择上市地第一个需要考虑的因素。”

诚如何律师所言，在中国中小企业融资难的背景下，珠三角、长三角大量“创业板坏子公司”正渴望借助即将推出的创业板，实现“惊险的一跳”。会上，会下，这位将在未来与创业板“零距离”律师成为关注焦点。人们关心的是：创业板何时推出？推出前，还要走哪几步？发审委组成情况如何？创业板与中小板有何不同？企业上市，会遭遇哪些风险？律师能帮助企业做什么？

“原来业界预测5月将会推出创业板，现在看来，要推迟。”何贤波在接受《法律风险观察》独家专访时说。根据何贤波掌握的信息，目前可谓创业板推出倒计时阶段，除了要提供30-50家首批上市的企业，还需要进一步明确上市条件、信息披露等创业板“游戏规则”。

何贤波表示，创业板的上市规则和信息披露要求等配套规则可能在5月份得到明确，以备寻求上市的企业按要求准备。至于对企业在创业板上市后再转板的问题，则需要待创业板运行一段时间之后再行商议。

拥有多年主板公司上市发行工作经验的朱林海律师亦认为，距离创业板真正出现还有四步要走，即明确上市条件、交易规则、信息披露规则，以及组建专门创业板的发行审核委员会。这些条件具备后，创业板才有条件接受企业的上市申请。

根据朱林海的判断，创业板推出可能会在年底。当然，他不认为这与当前主板近 50% 的跌幅有关。“创业板上市公司的平均融资规模大约为 1 亿元，2008 年年内即便推出 100 家公司，总融资额不过 100 亿元，仅与某些主板公司单次再融资规模相当，甚至还要少，不足以对主板形成资金分流。”

朱林海预计首批在创业板上市的企业可能会达到 80-100 家，3-5 年内会达到 300 家。

国金证券相关分析师也认为，创业板推出的初期可能分流部分主板市场的资金，但总体交易量受影响有限。一方面，主板交易量受影响的时间可能不会太长，挤出效益有限；另一方面，创业板自身的换手率可能较高，从而放大了创业板的交易量。

阿基米德的支点在哪？

纵览全球资本市场，活跃的创业板有 5 家：美国纳斯达克，英国 AIM，欧洲证券交易所创业板，韩国 KASDAQ，以及香港交易所创业板。

纳斯达克的成功举世瞩目，然，隔壁港交所创业板的萧索亦在眼前。

成立于 1999 年 11 月的香港创业板，其市值规模在 2000 年 9 月达到 960 亿元顶点后，渐成衰落之势，2003 年初滑落至 710 亿港元，2004 年底再跌至 675 亿港元。成立迄今，累计上市 232 家公司，14 家转主板，21 家被摘牌。2007 年以来，更形近“鸡肋”。

分析失败案例，乃中国创业板不可忽略之课。现在，中国资本市场给出了一个创业板，那么，撑起“地球”的支点在哪？

广东广大律师事务所律师陈长洁认为，香港创业板失败，在于缺乏微观经济基础，因为香港本地高科技公司数量和规模均有限。何贤波比较认同何长洁的观点，他也表示，由于受限于后备的上市资源，且交易不灵活，导致港交所不得不出台创业板转主板的规定。

对比上述观点，朱林海提出了另一个层次的分析。

首先，香港有一批很优秀的本地企业支撑着香港主板市场，资源并非不优；其次，在港上市多本地企业，资源并非不足。他认为关键弊端还是香港创业板的门槛较低，使得市场接纳了一些并不成熟的企业，令投资者对整个板块的质量失去信心。在朱林海看来，中国创业板要成功，一定要有“传奇故事和盈利明星”。

因此朱林海认为应提高创业板准入门槛，并鼓励等待在中小板上市的一些高科技企业来参与创业板。“与其在一个自身并无优势的圈子中拥挤，不如通过权衡、寻求多样的投资渠道，做鸡头不做凤尾。”

对于创业板门槛的问题，目前有两种不同的观点，一种认为创业板应该是真正意义上的创业板，如果还是在盈利、资产规模方面设定门槛，当企业满足这些要求的时候，创业板其实已经进入尾声。另一种则认为，创业板需务实，设定准入需求是符合中国国情的。朱林海表示，在实务项目操作中，创业板的第一批企业很可能从起初准备上中小板的企业中选择。即使在创业板出现之初有挤压中小板的嫌疑，但却最符合实际情况和市场要求。

国金证券分析师的研究亦印证朱林海的看法，“香港的失败，在于流通性差，缺少主导性的优质企业。”

广发证券分析师详细梳理了美国的多层次资本市场促进科技创新的原因。广发证券相关研究报告称，美国的资本市场根据企业的发展阶段、规模、收益和风险特征的不同，划

分了不同的上市标准，形成多层次市场满足其不同的融资需求，每个层次的市场都与特定规模、特定发展阶段的企业融资需求相适应，各有发展的侧重点和目标。因此技术创新企业可以根据其不同发展阶段的融资需求在该多层次资本市场体系中找到最优的融资渠道；升级转板机制为技术创新企业提供最优融资渠道。

广发证券分析师认为，美国的多层次资本市场之所以能够满足技术创新企业的生命周期的不同阶段的融资需求，能培育出一大批优秀的技术创新企业，真正的原因就在于其完善的升（降）级转板制度、互补互动的多层次资本市场体系。

这当为中国创业板不可忽视的借鉴案例。

“我是创业板”

自1998年创业板在中国资本市场动议以来，历经10年。2004年6月，深交所“中小板”开锣上市。

有观点认为，中小板是历史“煮”成的“夹生饭”，除公司规模外，主板与中小板上市公司没有本质区别。那么，创业板与中小板的本质区别又在哪？

“我不认为有本质区别。”朱林海直言不讳。在朱林海看来，特别是在发审会环节，形式上不会任何区别。

陈长洁亦认为，在创业板申请发行上市的大体程序与主板差别不大。但区别亦存在，主要体现在三个方面，即创业板上市程序预计会更加简化，上市过程中将更加强调中介机构特别是保荐机构的责任，以及将单独设立创业板发行审核委员会。

何贤波律师的看法是，中小企业板块与创业板的上市对象和功能基本相同，但它们之间还是有区别的，主要表现在以下几个方面：

首先，两个板块服务的对象不同。比较成熟的中小企业可选择到中小企业板上市；而处于成长期和创业期且已经具备一定盈利规模的企业但达不到主板上市条件的企业则可选择上创业板。

其次，中小企业板块的运作采取非独立的附属市场模式，也称一所两板平行制，即中小企业板块附属于深交所。中小企业板块作为深交所的补充，与深交所组合在一起共同运作，拥有共同的组织管理系统和交易系统，甚至采用相同的监管标准，所不同的主要是上市标准的差别。而我国今后设立的创业板，其运作将采取独立模式，拥有独立的组织管理系统和交易系统，采用不同的上市标准和监管标准。

第三，两个板块上市要求的条件不同。创业板上市的条件相对中小企业板低，但信息披露的要求会更严格。例如：仅需两年连续盈利等。

作为融资的一个新渠道，企业在创业板上市须注意的风险有何新特色？陈长洁认为，创业板主要的法律风险来源于其定位——成长型创业企业。这样的企业不同于在主板上市的相对成熟、盈利稳定的企业，而是刚刚开始具备一定规模和能力，在技术创新、经营模式创新上较有特色的企业。

陈长洁指出，创业板存在的风险主要有：经营风险、操纵股价风险、流动性风险、退市风险和诚信风险。小规模公司市值较低，财务欺诈、内幕交易、操纵股价在创业板引起的风波会更大；而大陆创业板没有做市商制度，初期过后成交量可能日渐清淡，影响流动性。

监管机构、中介机构，谁需“主责”？

没有诚信的市场，一定会以失败告终。既未引入做市商制度，关于创业板风险控制，人们便将目光集中在保荐人和监管部门身上。

陈长洁认为，公众对创业板上市企业风险的判断，将主要依赖于保荐机构的判断能力。因此，为保障创业板上市企业的质量，监管部门应该设计一套完善的创业板保荐规则和工作指引，并明确对保荐机构和保荐人的惩罚机制。证监会也可制定鼓励举报等措施，对内幕交易等违法行为作出严厉处罚。

他同时表示，更加透明的信息披露制度和监管部门严格的审查制度，在创业板健康运行中不可或缺。信息披露应尤其重视关联交易、独立性、知识产权等方面的问题。他指出，严厉的监管法律（其中尤以《萨班斯法案》为突出）是保证美国纳斯达克成功的关键制度措施，中国也应学习。

朱林海认为，依照国际惯例，提高信息披露的要求是严格监管最现实的途径。因为在审核和监督中，即使是专家，也很难在短短几天时间内摸清一个公司及其中介机构花五、六个月整理来的情况，但高度合规的信息披露机制却可以避免报告中含糊其辞和模棱两可的情况发生，也明确了企业和中介机构承担的责任。

何贤波指出，监管机构同时需要对创业板上市企业的大股东的行为进行监管。考虑到创业板流动性稍低、容易操作、任何一项新闻都可能大幅影响上市企业股价，监管机构和投资者对信息披露的时效性要求更高，范围更广。

有评论分析，对创业板上市企业的审核权有可能会像香港一项，被设置在交易所内。朱林海则认为审核权“下放”的可能性不大。他表示，审核权交给政府会使股票市场更为公平。

关于中介机构未来扮演的角色，朱林海指出，主板和创业板的审核形式上讲并无根本区别。但由于创业板是一个新的领域，可能审核难度会增大，并需要大量的中介机构介入。这使情况变得复杂。一方面提供了更多机会和更灵活的合作方式，例如，律所做创业板上市，“两审两核”程序不变，收费却只有主板的一半，此时可以考虑效仿美国类似机构的做法，以拥有一部分该企业股票为报酬。另一方面，这使得中介机构质量参差不齐，也使得创业板上市风险加大。

何贤波认为对中介机构的处罚需要加大力度，同时增加尽职调查，以免类似中小板开放初期如“江苏琼花”悲剧的发生。而由于到时大量企业同时上市，参考证监会对主板和中小板每个项目需要两个保荐人的规定，创业板保荐机构和保荐人会有不足。目前看来，创业板首批上市，大券商参与度可能较低，而深圳的几大券商，例如广发、国信、平安、招商和安信却十分活跃，可能成为未来创业板业务市场的主力。

而中介机构是否投身于创业板业务，也是一个需要深思熟虑的问题。因为，所有人都不知道，若进，自身要承担多大责任？创业板又能提供多大空间？若退，会不会又像当年跟随纽交所、让出纳斯达克的那些美国东部大所一样，在错过包括雅虎在内的诸多“超新星”而懊恼不已？

创业板出炉后，监管机构和中介机构的位置，无疑将有更多微调。可能需要不断碰撞、磨合，才能达到完满的效果，而这其中能创造出多少个股市佳话或噩梦，又不得而知了。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。