

# 十岁创业板：创新引领高速增长 改革助力再腾飞

□本报记者 黄灵灵 张焕昀 吴瞬



图片来源/深圳证券交易所官网

## 十年铸就“高新企业之家”

上世纪90年代，中国全方位改革开放格局逐步形成，资本投入成为产业升级的重要推动力量，其后近20年实现经济高速增长，于2010年成为全球第二大经济体，其中，培育壮大新兴产业、促进产业转型升级和经济结构调整成为可持续发展的重要驱动力。

在这个时代背景下，创业板应运而生，顺应了时代浪潮的呼唤。早在1999年深交所就开始着手筹备创业板，于2004年推出中小板，激发了大批中小民营企业的上市热情，并最终于2009年正式推出创业板，迎来了首批28家上市公司。

经过十年茁壮成长，创业板公司已从当初的28家扩容至773家，创业板上市公司总市值也从当年的逾千亿元，增长至5.68万亿元，增幅近40倍。

创业板不仅在“量”上实现了飞跃式增长，也在“质”上完成跨越式提升。2004年中小板开板之前，A股上市公司中重工业化产业、房地产、金融业及其他传统制造业占据主导地位；2009年创业板开板之前，深市战略新兴产业公司数量占比不足26%；然而，2019年9月末，深市战略新兴产业公司占比已提高至45%，前三大市值行业分别为医药生物、电子、计算机，与十年前存在明显差异。

目前，创业板上市公司超过九成企业为高新技术企业，超过八成拥有自主研发核心能力，超过七成属于战略性新兴产业，公司创新特征明显，成为名副其实的“高新企业之家”。

创业板由此形成独特的创新集聚效应，成为中国新经济集聚地、科技创新企业理想上市地，同时也打造出一批“明星企业”。截至2019年9月末，创业板已有4家公司市值超过千亿元，25家公司市值超过300亿元，在创新驱动引领下涌现出了迈瑞医疗、爱尔眼科、宁德时代、乐普医疗、智飞生物、东方财富、温氏股份等一批影响力大、创新力强的企业。

“创业板对科创类和民营企业的发展起到了特别大的作用。当时部分民营企业规模不大，但发展速度特别快，这些企业也很难符合主板的上市要求。创业板开板后，相当一部分科技创新企业拿到融资，由此实现快速增长，成为各自领域的龙头，同时还带动了整个产业的发展。”松禾资本合伙人袁宏伟表示。

2009年，创业板没有一家公司年收入超过30亿元或净利润超过5亿元，经过十年发展，2018年营业总收入超过30亿元的公司有93家，净利润超过5亿元的公司有45家。2019年上半年，创业板实现净利润1亿元以上的公司有169家，其中128家为战略性新兴产业，头部公司引领高质量发展的态势较为明显。

### 融资交投欣欣向荣

资本市场承载的一大使命是便利企业融资。十年间，创业板公司累计通过IPO募资达4040亿元，再融资金额（含重组配套融资）达3418亿元，股权融资总额累计达7458亿元。

“从为科技创新企业解决融资难、融资贵的问题看，创业板发挥了重要作用，助力了科创企业成长。上市之后，企业平均资产负债率下行明显。”融通创业板指数基金经理蔡志伟表示。

另外，深圳某头部券商投行人士指出，创业板不允许公司使用募集资金进行高风险投资，募集资金主要用于发展主业、支付并购对价、补充流动资金、偿还债务等，很好地发挥了金融支持实体经济的作用。

创业板公司凭借技术创新优势，长期保持良好的发展态势，上市公司质量稳步提升。2009年至2016年，创业板公司平均收入、平均净利润年复合增长率分别达到23%和15%，远高于同期其他板块发展速度，成为促进我国经济新旧动能转换的重要力量。

2017年—2018年，受多重因素影响，兼具“科技、中小、民营”三大特征的创业板公司业绩增长承压，但板块发展动能依然充足，平均收入规模持续增长。2019年上半年，创业板公司业绩明显改善，一、二季度盈利环比大幅回升，呈现止跌企稳态势，长期发展基础仍然牢固，近九成公司实现盈利，销售毛利率保持在30%左右，持续成长趋势并未改变。

蔡志伟表示：“从上市至2018年，能够实现收入和盈利年化增速10%以上的快速成长企业占比在40%左右；能够实现收入和盈利年化增速20%以上的高成长性企业占

比接近25%。而纳斯达克1992年—2015年间对应的比例为35%和12%。应该说，创业板企业成长特性鲜明，具有很好的投资价值。”

这可以从创业板市场交易活跃度上得到佐证。2019年前九个月，创业板市场日均换手率为2.89%，总成交额15.7万亿元，占深市总交易量的比例为30%，占A股总交易量的17%；截至2019年9月末，创业板公司的平均市盈率为45.9倍。

创业板的投资者适当性管理制度取得积极成效，投资者结构持续优化。机构投资者持有流通市值的份额从2009年末的3.56%上升至目前的38.44%。

此外，创业板的投资者适当性管理制度，也培育出了优质的投资者群体。数据显示，创业板投资者的平均账户资产量为51.22万元，明显高于深市整体投资者的24.83万元，中小散户占比显著低于深市平均水平，超过八成账户交易经验满两年，投资经验相对丰富，投资者整体风险意识有所增强。

### 制度包容性有待提升

创业板的筹备、推出和发展壮大，支持了大批新经济企业上市做大做强，引导、撬动了大量社会资金流向急需资金支持和市场孵化的科技创新型中小微企业，成为了新时代推动经济高质量发展创新引擎。

1998年，著名经济学家成思危提出关于尽快发展我国风险投资事业的提案，倡议设立创业板，创投行业受到极大鼓舞；2000年8月，国务院正式同意由深交所承担创业板筹备任务，仅当年创投机构就新增102家，深创投、达晨创投、同创伟业等一批创投机构在深圳起步。

创业板筹备及快速发展的二十年，也是我国风险投资行业蓬勃发展的二十年，截至2018年末，创投机构管理资本量已达2.4万亿元，居于世界第二位。

“这十年创业板不只培养出一批上市公司，也培养出了一批优秀的投资人。”袁宏伟表示。创业板市场的发展，为风险资本提供了重要的退出渠道，既实现了风险资本的增值，又持续引导资本流向创新领域，形成了创新与资本的正向循环。正是这种正向循环，带动了风险投资基金、私募基金的活跃和壮大，对创投行业的发展意义重大。

创业板在各类双创的主体中起到了纽带和核心的作用，形成了一个支持创新的生态圈，引导资源向高效率、高效益、高成长的领域聚集，促进创新资本的形成、流动和循环。

这个生态圈里有创投机构，六成创业板公司在上市前得到了PE/VC的支持，机构在公司上市后实现退出，又持续将投资收益重新投入中早期、初创期创业型企业，实现资本与创新的良性循环；有二级市场的众多投资者，其中机构投资者持创业板流通市值占比约为1/3，活跃的个人投资者有一千多万户。

这里还有高校和科研院所，63家创业板公司具有高校、科研院所股东背景；有全国的高新区，其中国家级高新区已达169个，众多企业都把创业板作为主要上市目标地；还有银行，公司上市后一年获得银行贷款同比增加49%，较上市前融资难度大幅降低。

创业板培育了激励“大众创业、万众创新”的制度环境和社会氛围，形成了支持创新驱动发展的社会基础和内生力量，推动着创新型企业成为新常态下中国经济战略性新兴产业的中坚力量。

“与此同时，创业板对于国内最具科技创新能力企业的吸引力还有一定提升空间。”蔡志伟表示，对比纳斯达克，它除了拥有美国本土最优秀的科技创新企业，如苹果、微软、亚马逊、谷歌等，也吸引了大批全球优秀科创企业，包括中国的京东、拼多多、网易、百度等。

这些中国企业并非不想在国内上市，而是国内的上市发行制度难以与这些公司的需求相匹配。蔡志伟表示，虽然创业板相对主板要求有所降低，但仍然对企业的盈利、收入规模有要求，很多优秀科创企业在成长初期无法满足要求。另外，时间成本也是企业重要的考量因素，核准制下企业上市可能需要2年—3年，而纳斯达克实行注册制，上市一般只需要6个月—12个月，很多急需资金的企业，只能被动地“走出去”。

此外，纳斯达克的上市发行制度也更具有包容性，上市标准多样，让已经有一定增长实力、有足够的市场份额，但还没有稳定现金流的企业，能够迅速在纳斯达克上市。

### 改革已箭在弦上

创业板设立以来，市场稳步发展，制度体系行之有效，在服务创新驱动发展战略和经济转型升级方面发挥了重

大作用，但随着新经济、新产业、新业态、新模式的层出不穷，对创业板的改革和发展也提出了更高的诉求。

创业板的市场规模仍有发展空间，首发条件包容性有待提升，市场覆盖面仍需扩大，板块龙头基石企业还需增加，再融资制度等仍有改进空间，创业板市场基础性制度迫切需要进一步完善。

值得注意的是，今年以来，在全面深化资本市场改革的大背景下，顶层制度设计正在加速完善，创业板的改革进程随之提速，改革方向也愈发明朗。

8月18日，《中共中央 国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》正式发布。《意见》明确，要提高金融服务实体经济能力，研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革；9月9日—10日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，提出“深改12条”，明确要总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制；10月20日，证监会副主席李超表示，要加快创业板改革。聚焦深圳中国特色社会主义先行示范区建设需求，推进创业板改革并试点注册制，完善发行上市、并购重组、再融资等基础制度，进一步增强对创新创业企业的制度包容性。

改革的“脚步”已越来越近。

如何改？一位资深分析人士表示，未来创业板或将以注册制改革为核心，朝着推进市场化、增强包容性、加大流动性三个方向深化改革。“市场化主要体现在把对企业的选择权交给市场，同时在发行价格上也做到更加市场化，这意味着未来创业板的发行节奏和效率将大幅提升。”

在发行制度方面，蔡志伟认为，科创板改革今年已顺利实施，为创业板的改革提供了很好的制度基础和经验。创业板可以参照科创板发行制度，对现有创业板发行制度进一步完善。同时，在上市标准上应该更多样化，让已经有一定增长实力、有足够的市场份额、但还没有稳定现金流或未盈利的企业上市。

“这样才能使更多科创企业得到合理的资源配置，长此以往，这个市场一定能吸引最好的科创企业，而不是成熟企业才能获得上市资源。”袁宏伟指出。

在行业范围上，蔡志伟建议，创业板应该与科创板形成一定差异，科创板的定位更注重硬科技，而创业板应该往更具包容性的方向发展，只要在行业中具有较强竞争力、具备良好成长性的企业，都可在创业板获得发展机会。

袁宏伟也指出，不对行业进行限制将是创业板的优势之一。“科技创新不是固定发生在某几个行业中，在一些尚未广为人知的行业中或许正在发生重大的科技创新。”创业板另一优势是有成熟且规模巨大的投资人基础，各项定价制度更成熟。

创业板改革还存在存量制度改革问题，如何以试点注册制改革为契机，推动创业板存量改革将是一大难点，也是创业板下一轮改革的亮点所在。

此前，市场有观点认为，创业板改革将在现有创业板中新设一个分层作为新的“改革阵地”。但多位受访人士均表示，该观点存在偏差，创业板改革大概率是以增量带动存量，而不是新设一个分层。因为注册制改革将是中国资本市场改革的大势所趋，以增量带动存量，最终实现增量与存量的有效联动，才是改革的意义所在。

“在存量改革上，当前推行并购重组、再融资放松等，其目的在于提升存量公司质量，帮助其实现产业整合和转型升级，因此未来的改革方向可能还是按照这一思路，比如适当简化同行业公司之间的并购重组标准和流程，放松对强化公司主营业的再融资限制。”博时创业板ETF及联接基金经理尹浩建议。

蔡志伟则希望，在保持创业板再融资制度独立性的同时，应放宽限制，支持更多创业板公司直接融资，支持尚未盈利公司再融资。另外，在创业板再融资门槛上，做到跟主板中小板要求一致，不做更多要求。

“创业板一直被认为是中国的纳斯达克，但纳斯达克能够最终成功，是在历时40多年的多次制度创新和迭代后才发展起来的。相信随着创业板往更具开放性、包容性的方向改革创新，未来的创业板将给市场一个更好的‘中国纳斯达克’。”蔡志伟说。

“十年再出发，初心坚如磐。”这是深交所对创业板未来发展的许诺。深交所有关负责人指出，深交所将健全完善适合创新型、成长型企业的制度安排，增强板块包容性和覆盖面，加大对科技创新企业上市支持力度，努力打造与中国特色社会主义先行示范区相匹配的资本市场生态体系。

## 王守仁：创业板亟需改革

□本报记者 吴瞬

2019年，正值创业板开板10周年及相关改革动向愈发明显之际，深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长王守仁对创业板改革感触颇多。

10月29日，王守仁在接受中国证券报记者专访时指出，从过去十年的发展情况来看，创业板是成功的。但随着中国经济迅猛发展、创新创业发展速度加快，当前的创业板已难以满足创新创业企业对资本市场的需求，创业板亟待改革。

### 创业板亟需改革

“创业板不仅助力了高新技术企业成长，也推动创投行业快速发展，给创投企业提供了一条优质的退出渠道。”王守仁说。

对于10年来创业板的运行情况，王守仁表示，创业板基本是成功的，符合中国实际情况的。据统计，目前创业板共有773家上市公司，占A股上市公司总数的20.84%；总市值为5.68万亿元，占A股总市值的10.23%。创业板公司股权融资总额累计达7458亿元，直接融资投向创新创业领域，进一步推动创新发展。

回顾创业板设立前后经过，王守仁坦言，当时市场上有两种看法，其中一种是不应该设立创业板。“因为当年纳斯达克正遭遇严重泡沫，中国香港创业板、日本创业板也不完善。回过头看，当时对科学创新的认识相当不够。”“这也与当时全球的信息产业发展有关。”王守仁指出，当时中国的科创企业的发展还处于1.0时代，大部分企业以引进、吸收、消化、再创新为主，主要是传统产业和进口替代。真正的科创企业是在上世纪末逐渐发展起来的。

王守仁表示，随着中国经济迅猛发展、创新创业发展速度加快，当前的创业板发展已逐渐落后于形势。创业板在上市制度上要求过高，对于前沿性科创企业的支持力度不够。因此，创业板亟需一场改革。

### 完善科创类多层次市场

在王守仁看来，进入新时代，全球竞争的焦点是科技。当前部分国家在第三次信息产业革命上已经落后，而中国主要是在消费、信息等领域进行商业模式创新，形成了以BAT为代表的企业，但信息产业的核心技术如芯片等，却掌握在其他国家手中。中国在信息产业的关键技术上“受制于人”。而美国则通过纳斯达克培育了一大批全球领先的科技企业。

为解决这一问题，中国资本市场需加大对科创企业服务的力度，其中，创业板改革是关键。事实上，证监会近期发布的信息也显示，创业板试点注册制等一系列改革正在提上日程。

王守仁表示，创业板改革就是要以为中国先进的科技创业企业提供融资服务为中心，加快注册制改革；其次，创业板要降低上市门槛，一些科创企业在成立2年—3年之后，已经积累了一定专利技术，这些企业一旦上市，不仅可以获得资金，还可以获得大量的人才和社会资源；再次，对新上市的创业板企业要提高包容度，刚上市企业可能会经历一些曲折，甚至出现亏损，短期内难以弥补。

王守仁表示，要学纳斯达克，形成一个完善的科创类多层次资本市场。“科创企业的成长有一个过程。创业板的改革，标志着中国服务科创企业的多层次资本市场正在逐步完善。”

同时，王守仁也表示，要大力发展并购基金，鼓励和放宽并购重组。“创业板企业作为中小微科技企业，在上市之后，会面临内外部的不可抗因素，当企业无法独立经营时，应该允许其他公司等对这部分企业进行并购。并购的好处是，使一些珍贵资源在资本市场的舞台上得以保留和发挥。”

王守仁直言，创业板改革要顶住各种压力，虚心借鉴世界先进经验，绕开他们走过的弯路，才能站得高、看得远。脚踏实地、稳步前进。“我对创业板改革非常有信心，中国人聪明勤奋，只要有一条正确的道路就一定能成功。”