

编者按 为凝聚博士后的智慧,构建博士后交流合作的平台,深交所于2008年3月29日举办了首届博士后论坛,特邀嘉宾、出站博士后、在站博士后共80余人出席。本届论坛收到38篇书面发言材料,10位嘉宾发表演讲,内容涉及证券市场的方方面面。现将部分博士后嘉宾演讲内容摘录如下,演讲内容仅代表嘉宾个人观点,不代表所在机构的意见。

## 把握创业板软条件门槛

# 在实践中理解“五新三高”企业

□陆满平

从《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》制定的发行上市标准看,发行上市的硬性财务门槛较低,也比较容易在实际操作中掌握,但比较难把握的是一些软条件门槛。

创业板重点服务于成长型创业企业,重点支持自主创新企业,“五新三高”企业会成为创业板服务的重点。如何去理解和把握“五新三高”企业,这是一个需要在业务实践中去总结和探索的问题。

创业板的“新经济”包括:知识经济、虚拟经济、高新技术为基础的信息产业、研究产业、软件产业、智力密集型产业、网络传播与媒介产业、创意产业、动漫产业、智能卡产业、娱乐产业、心理咨询产业、轻资产产业等。主要从新经济领域及其行业范围、新经济业态、新经济产业集群、新经济在传

统产业应用创新、新经济产业链拆分等方面进行具体把握。

创业板的“新技术”是指产品生产过程中采用新的技术原理、新设计构思及新工艺装备等,对提高生产效率、降低生产成本、改善生产环境、提高产品质量以及节能降耗等某一方面较原技术有明显改进,达到实用程度并对提高经济效益具有一定作用的技术。

创业板的“新能源”包括:太阳能、风能、地热能、海洋能、水能、氢能、天然气水合物、节能、生物质能源(玉米乙醇、木薯乙醇、沼气发电、生物质燃气、太行山黄连木生物能源)等。主要从新能源领域及其行业范围、国家新能源产业政策、节能、替代能源、新能源产品、新能源的发展新动向等方面进行具体把握。

创业板的“新材料”又称先进材料,是指新近研究成功的和正在研制中的具有优异特性和功能、能满足高技术需求的新型材料。新材料是高新技术与产业发展的基础性与先导性行业,每一次材料技术的重大突破都会带动一个新兴产业群的发展,其研发

水平及产业化规模已成为衡量一个国家经济发展、科技进步和国防实力的重要标志。主要从新材料领域及其行业范围、国家新材料产业基地、新材料产业集群、新材料产业园区和新材料在细分产业的应用等方面进行具体把握。

创业板的“高技术”是指那些对于一个国家军事、经济有重大影响,具有较大的社会意义或能形成产业的新技术或尖端技术。高技术就是高、精、尖的技术,是以当代最新科学成果为知识基础的新技术。它的主要特征是高效益、高智力、高投入、高竞争、高风险、高潜能。主要从国家高技术产业化“十一五”规划、高技术国际前沿、高技术产业、“双高认证”、国家级高新技术项目、重点实验室或实验基地、技术中心、国家火炬、国家863等项目、国家博士后工作站单位、获得发明专利和实用专利、科技获奖、投资项目技术含量等方面进行具体把握。

创业板的“新服务”是指消费升级、享乐产业、文艺娱乐、文化旅游、咨询策划、感官经济。创业板的新服务业发展迅速,所涵盖的范围和新服务业态比以往大大扩充。主要是从新服务及领域及

其行业范围、新服务领域、新服务业态、新服务模式、新服务延伸等方面进行具体把握。

创业板的“高成长”是指那些对于一个国家军事、经济有重大影响,具有较大的社会意义或能形成产业的新技术或尖端技术。高技术就是高、精、尖的技术,是以当代最新科学成果为知识基础的新技术。它的主要特征是高效益、高智力、高投入、高竞争、高风险、高潜能。主要从国家高技术产业化“十一五”规划、高技术国际前沿、高技术产业、“双高认证”、国家级高新技术项目、重点实验室或实验基地、技术中心、国家火炬、国家863等项目、国家博士后工作站单位、获得发明专利和实用专利、科技获奖、投资项目技术含量等方面进行具体把握。

创业板的“高成长”与管理学和企业绩效考核中衡量企业成长性的指标是多元化、全方位的有

所不同,对创业板拟上市公司成长的核心单项指标——营业收入增长率提出了较高要求(如年度30%以上增长)。创业板的“高成长”其他方面的把握也更加强调单向性、侧面性、特殊性、阶段性、差异性等。主要从销售收入增长、研发属性明显、细分行业强竞争力、具有单维特定优势、不存在资源强约束、产品的市场供给与需求价格弹性都要足够大、多样化的市场生命周期曲线、量本利分析中具有规模扩张和市场扩张的可能性等方面具体把握。

创业板的“高增值”是指创业企业及产品应该具有更多的增加价值和附加价值。主要从企业的增加价值、产品增加值、企业高附加值、企业经济增加价值分析、工业企业增加值、提高制造业附加值、新型企业化道路和产业及转型等方面来具体把握。(本文作者系德邦证券首席经济学家兼投资银行总监)

## 发展可交换债 缓解减持压力

### 有利于引导上市公司大股东利用合法渠道融资

□段亚林

随着股权分置改革的顺利完成,越来越多的原非流通股股东持有的股权解除限售,进入可流通状态。以2008年初的数据统计,2008年深沪两市包括股改、增发、战略配售以及全流通IPO原股东持股在内的各类限售股解禁规模为2.8万亿元,2009年解除限售规模为7.7万亿元,2010年的解禁规模高达10万亿元。尽管上述股份解除限售后大部分不会被减持,但由于解除限售的股份数量很大,给市场带来了巨大的心理压力,从而严重影响了证券市场的平稳运行。

针对这种情况,我国可借鉴海外市场经验,通过发展可交换债券(Exchangeable bonds)来逐步化解大股东减持的压力。所谓可交换债券是指上市公司股东将其持有的股票抵押给托管机构(或登记结算公司)之后发行的公司债券,该债券的持有人在将来的某个时期内,能够按照约定的条件以持有的公司债券交换获取大股东发债时抵押的上市公司股权。

我国如能及时推出可交换债券,拟减持股票的大股东作为发

行人可以提前获取资金投入营运,而且通过转换价格和转换期间的设计,转换股票的速度和规模可以预先加以控制,从而降低大股东减持的冲击。

在股市低迷时,股票市价低于转换价格,可交换债不会转换为股票,限售股票上市时对市场的冲击不存在;在股价高涨时,由于股票市价高于转换价格,可交换债转换为股票,又能逐步增加股票供给。因此,对于股票市场来说,发行可交换债相当于安装一个自动稳定器,使市场供求趋于均衡,从而最大限度地减小大、小非减持带来的冲击和恐慌。

此外,我国上市公司长期以来缺乏合法的融资渠道,大股东向上市公司投入优质资产后仅持有闲置不动的股权,在融资渠道不畅而自身资金匮乏的前提下,部分上市公司大股东铤而走险,非法占用上市公司资金。允许上市公司大股东发行可交换债券,将有利于引导上市公司大股东利用合法渠道融资,从而防范大股东占用上市公司资金的行为,提高上市公司质量。(本文作者系深圳证券交易所公司管理部副总监)



本报记者 吴铭 摄

## 风险定价与风险承受能力强

### 美国市场积极吸纳中国蓝海企业

□阙紫康

2004年以来,有100余家内地企业在海外上市,大多数是民营中小企业。其中,以IPO方式在NASDAQ上市的有34家,在纽交所上市的有23家,美国的这两个市场已经成为我国中小企业海外上市的主要目标市场。

第三,在公司债券市场中,不同的公司债券品种是交易的最终载体,它的发展完善有利于整个公司债券市场的不断发展。我们通过分析发达国家公司债券交易品种的结构及其特点,从中发现在发达国家、新兴市场国家以及不同的金融体系下公司债券交易品种的发展规律以及可能遇到的问题,然后结合目前我国公司债券市场的投资者、市场发行人等公司债券品种设计的影响因素的分析,最终为我国公司债券品种的建设提出相应的政策建议,即制度先行,循序渐进;增强债券流动性;减免公司债券税收等。

最后,公司债券市场的建设和完善是一个长期的过程,不可能一蹴而就。我国发展公司债券市场,有必要从近期、中期、远期三个层面,从市场基础设施建设、市场制度体系建设、市场参与主体建设以及产品品种建设等四个方面出发,设定发展的路线。(本文作者系厦门大学管理学院教授)

首先,美国市场对“蓝海企业”理解能力强。美国经济社会具备“后工业化社会”特点,各种层面的创新已经成为企业生存与发展的常态。尽管不是本土企业,但美国市场对于生长于中国的“蓝海企业”反而有更为全面、深入的理解。关于这一点,从美国的风险投资在中国的主要投资对象也可以看出来。

其次,美国市场对“蓝海企业”的风险定价能力强。给蓝海企业定价,大多数情况下没有成熟的参照系。无论是在一级市场还是二级市场,都会对证券市场的风险定价能力提出挑战。NASDAQ的网络股就遇到过这样的问题,2000年前后,市场中出现了一些网络股定价模型,差异很大,有的应用效果较好,有的不理想,有的事后看完全是一个笑话。不过,尽管美国市场对蓝海企业的风险定价能力也有缺陷,但在全球范围内它的风险定价能力仍然是水平最高的。内地57家赴美上市企业的IPO市盈率,高者超过600倍,低者不足10倍,如此大的差异也能从一个侧面反映出美国市场风险定价的能力。

美国市场为什么能够吸引和吸纳这批“蓝海”企业?发行上市制度的差异、交易所的营销策略、交易所品牌感召力等都可以在一定程度上解释这种现象,但这些因素不是最根本的,以下几个因素才更为重要。

再次,美国市场对“蓝海企业”的风险承受能力强。作为商业领域最为激进的创新实践者,风险与“蓝海企业”的成长形影不离,因经营大起大落、经营失败导致退市并非罕事,二级市场的股价巨幅波动也会考验投资者风险承受能力的极限。在美国上市的这57家企业中,有些在二级市场上高奏凯歌股价一路走高,已经成为“10倍牛股”;有些在上市后的两年里演绎了“慢熊”行情,股价跌幅已经比上市时最高点跌去了90%多;有些则跌宕起伏,SOHU等早期上市的三大门户网站在2000-2004年时都经历过股价下跌时跌幅超过95%、上涨时涨幅超过30倍的情况。NASDAQ如走马灯式的上市公司退市或股价的巨幅波动如果发生在国内市场,国内市场能否以“平常心”看待?

最后,美国市场的风险管理能力强。证券市场的基本职能是配置风险、管理风险,其他功能都是在此基础上衍生出来的。经过上百年的发展,美国证券市场从监管者到中介机构、投资者都积累了丰富的风险管理经验。也许是艺高人胆大的原因,美国证券市场敢于甚至热衷于挑战蓝海企业;惟其如此,美国证券市场在推动新兴产业发展、激励社会创新创业方面才发挥出了突出的作用。(本文作者系深圳证券交易所综合研究所研究员)

股份全流通后  
辩证看待大股东行为变化  
制定相应监管对策

□蔡奕

在全流通时代,大股东与上市公司、中小股东、机构投资者的关系都发生了变化,这对监管提出了新的要求。

大股东与上市公司关系的变化,体现为五个方面:在大股东与上市公司股价变化关系方面,总体呈现出多样化和复杂化的趋势,既有希望“做多”上市公司,抬升二级市场股价的情况,也有大股东希望上市公司股价下跌或在低位运行的情况,还有大股东希望股价保持稳定的情况;在国有股东和上市公司关系变化方面,做大上市公司市值成为国有股东的首要考虑,但是做大上市公司并不等同于做强上市公司,上市公司市值的迅速膨胀某种意义上增加了国有资产流失的风险和可能造成的负面影响;在民营股东与上市公司关系变化方面,民营股东本质上仍以上市公司为获取其利益最大化的主要平台,只是其从上市公司中攫取利益的方式与股改前相比,出现了一定的变化;在关联交易方面,大股东和上市公司的关联交易并不会因大股东股份流通性质的变化而消失,但由于大股东盈利方式和利益取向的变化,关联交易本身也会出现性质、形式和手段上的变化;在上市公司发展方面,上市公司整体上市和大股东资产注入行为增加,但整体上市和资产注入也可能衍生出一些问题。

股份全流通后,大股东与中小股东关系的变化,体现为三个方面:大股东和中小股东所持股份不再有不同的价格,双方的利益通过二级市场的股价实现关联,较之股改前相关度提高;大股东的获利渠道发生了深刻的变化,由利益掠夺转为作大利益基础,由简单掠夺上市公司和中小投资者转向市场要利益,以单一圈钱为目的的再融资行为减少;股改后日渐形成中小股东对大股东的市场约束机制,中小股东维权意识高涨,维权手段多元化。

股份全流通后,大股东与机构投资者关系的变化,体现为三个方面:机构投资者提高了二级市场大股东减持的“接盘”能力;机构投资者以集体博弈和行使投票权的方式影响大股东行为;一些机构投资者可能与大股东串谋,损害上市公司和中小投资者利益。

全流通时代,大股东的行为变化是客观存在的现象和趋势,简单地肯定或否定其行为变化都是不全面的,必须根据不同情况下大股东的行为变化制定相应的监管对策:

一是要鼓励引导整体上市,辩证对待资产注入。在条件具备的情况下鼓励企业一次性整体上市;加强对注入资产的甄别和审查;建立资产注入的信息敏感期制度,防范和打击与资产注入有关的内幕交易和市场操纵活动;要求大股东实际履行股改承诺,向上市公司注入资产。

二是因人制宜,根据不同股东的行为变化特点制定不同的监管策略,针对控股股东、国有股东、民营股东、战略股东和财务股东的特点实行分别监管,确定不同的监管重点。

三是加强对大股东交易行为各环节的审查与监管。加强对大股东一致行动人的查证;建立认定利用他人账户的辅助判断标准;强化和严格执行对大股东交易的信息披露。

最后,要强化对大股东与上市公司不公平关联交易的监管。具体包括:将关联交易的概念扩大到控股股东能施加重要影响的其他主体;采取更为灵活的关联交易分类监管标准;强化关联交易中控股股东的法律责任,等等。(本文作者系深圳证券交易所综合研究所研究员)

## 妥善扶持 有效监管 推动私募股权基金健康发展

□张瑞彬

私募股权基金的快速发展是国际金融市场的新增趋势,目前全球私募股权基金拥有近万亿美元的融资能力,是继银行信贷和资本市场之后的第三大融资市场。

考察历史进程,私募股权基金对一国经济发展具有双重影响:一方面,其对经济发展具有明显的推动作用,特别是在其发展早期,私募股权基金通过为中小企业和创新型企业提供融资支持与发展资本,在推动高技术产业发展、增加就业机会、促进产业结构调整、优化资源配置等方面发挥了重要作用;另一方面,私募股权基金也存在风险,特别是大型并购基金带来了许多社会问题。随着募集资金和投资规模的增加,私募股权基金对全球经济金融的影响越来越大,已引起社会公众和监管部门的关注。美国呼吁将私募股权基金纳入监管范围,英国则出台了《私募股权投资信息披露和透明度指引》,加强监管的呼声日益强烈。

私募股权基金在我国尚属新生事物,海外私募股权基金进入我国仅有几年的时间,国内基金还刚刚起步。如何做到既妥善扶持又有效监管,推动该行业规范健康持续发展,是摆在我们面前的双重任务。为此,提出以下几点建议:

第一,完善政策环境,推动各种组织形式的私募股权投资基金尤其是人民币基金的设立。出台相应配套措施以落实合伙企业法,支持有限合伙制基金设立;借鉴海外经验,实行税赋平衡政策,解决公司制基金双重税赋问题;明确信托制私募股权基金设立的法律规范,放开并鼓励信托公司受托管理私募股权基金业务。

第二,放开国内金融机构包括商业银行、保险公司、养老金等投资私募股权基金的政策限制,但同时应进行严格比例限制,金融机构要做好资产负债匹配管理。

第三,加快多层次资本市场建设,完善私募股权基金退出机制,当前特别要进一步完善中小企业板市场,加快推进创业板市场及大力发展场外交易市场。

第四,进一步完善法律环境,包括财务会计制度、企业产权登记转让制度、公司破产制度等,提高私募股权基金的投资和退出效率,减少交易成本。

第五,建立灵活有效的监管体系。一方面要明确监管部门,另一方面应充分发挥行业协会的职能,以期构建一个政府监管与行业自律有机结合的、灵活有效的监管体系。目前来看,英国走在国际前面,其经验与做法值得参考借鉴。(本文作者系贵州财经学院金融学院院长、教授)