



科创板可坚持“四化”协调发展

明确科创板的全新定位，理清其与中小板、创业板及新三板的关系，坚持渐进化、国际化、市场化与系统化“四化”原则，全新的科创板将会获得巨大成功。

文 | 付立春

11月5日首届中国国际进口博览会开幕式上“设立科创板并试点注册制”提出后，立刻有市场人士担心科创板会对现有资本市场造成冲击，甚至是局部市场的“大利空”。虽然近期中国主板、中小板、创业板及新三板等市场的表现直接证伪了上述判断，但市场对科创板

影响的担心并未消除，因为科创板与现有资本市场的关系还未理清。

长期来看，更高远的定位、更倾斜的政策、更先进的规则，意味着科创板有更大的吸引力。如何降低科创板对现有资本市场的虹吸效应？这就涉及到科创板定位的问题。可以说，科创

板能否成功，能否助推资本市场升级、支持经济高质量发展，搞清楚定位相关问题是关键的前提。

“同一个梦想”

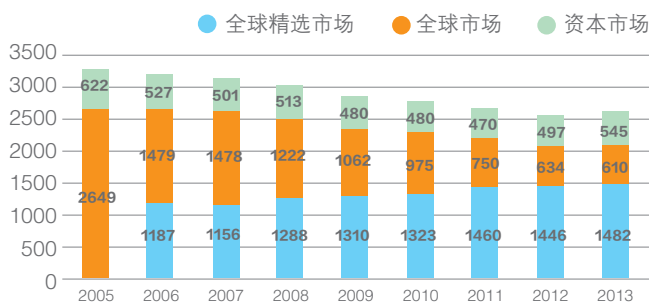
“中国版的纳斯达克市场”，这曾经是中小板、创业板、新三板的梦想。

其中，深圳证券交易所主板市场内设立中小企业板块，主要服务的是发展成熟的中小企业，是主板与创业板的过渡。创业板上市专为创业型企业、中小企业和高科技产业企业等需要进行融资和发展的企业提供融资途径和成长空间的证券交易市场。创业板上市要求往往更加宽松，主要体现在成立时间、资本规模、中长期业绩等的要求上。在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短，规模较小，业绩也不突出，但有很大的成长空间。

这两者目前仍然依托于A股市场而发展，许多科创企业，仍然难以获得中小板、创业板上市的机会，如果投资交易过于活跃，一方面可能让这些企业更加短视，不利于其长远发展；另一方面也会造成估值过高，股价波动剧烈的市场风险。带来差异化企业增量的同时，在现有的以核准制为代表的交易所体系中，中小板、创业板的特点很难体现。

全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）是经国务院批准，依据证券法设立的继上交所、深交所之后第三家全国性证券交易场所，也是我国第一家公司制运营的证券交易场所。2013年12月13日，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，进一步巩固了全国股转系统作为全国性公开证券市场的法制基础，明确全国股转系统主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。全国股转公司将贯彻关于“深化新三板改革”

纳斯达克三个层次公司演变



> 资料来源：格隆汇

科创板的补充、竞争和促进作用会逐渐体现，整个资本市场资源配置得以优化，投融资效率得以提高，中国资本市场升级、经济高质量发展会得到更大助力。

的战略部署，深化市场分层，完备市场融资制度，改善市场流动性，完善和充分发挥服务中小微企业，特别是创新型、创业型、成长型企业的功能。

新三板作为一个独立的全国性的交易场所而言，为不少“双创”企业提供了融资渠道，虽然企业数量非常庞大，但二级市场的交易不活跃，定价功能薄弱。特别是这两年深化改革与升级的进程，大大慢于市场的预期。

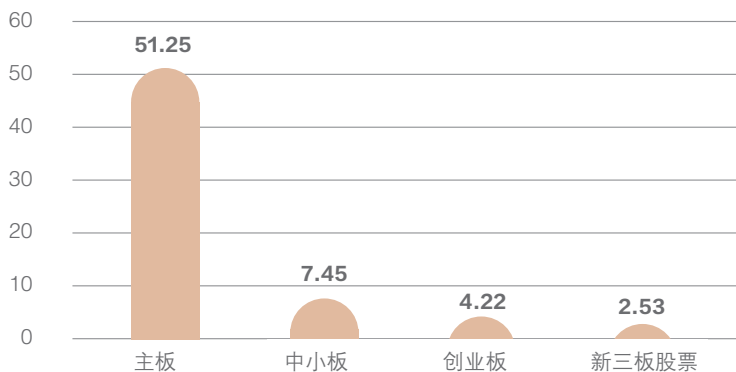
“四化”原则

科创板建设中应该充分吸取上述市场的经验教训，坚持渐进化、国际化、市场化与系统化这“四化”原则。

一是要渐进化。科创板高屋建瓴地提出，立意高远。十九大报告提出，要“提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”，2018年10月31日中共中央政治局会议要求“围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”，而科创板正是开启中国资本新时代的钥匙。立意高远的改革会影响深远。科创板的建立完善也是一个渐进

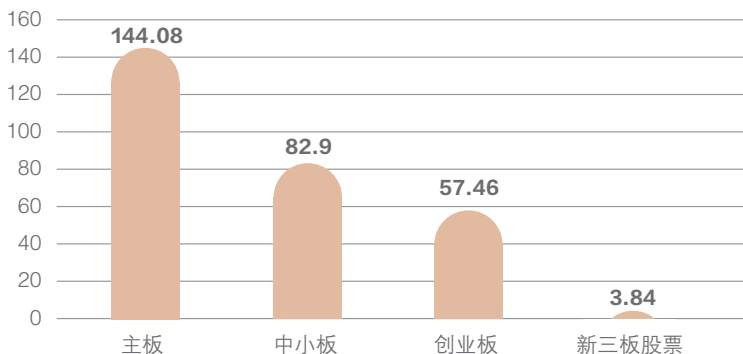
截至 2018 年 11 月 7 日收盘各板块总市值情况一览

(亿元)



截至 2018 年 11 月 7 日收盘各板块企业平均市值

(亿元)



> 资料来源：东方财富 Choice、联讯证券

的长期过程，不能一蹴而就，毕其功于一役。美国纳斯达克自 1971 年建立以来也是在不断自我完善的。科创板试点启动过程中，还需要有顶层设计、长远规划和路径步骤等。

二是要国际化。科创板不是区域性的，也不只是全国性的，而更应该是国际性的。科创

板是在进博会上向全世界宣布的，与放开金融外资股权限制、资本项目开放、人民币国际化等相一致，科创板真正从资本市场端架起连通海内外的桥梁。在这里，可以借鉴国际先进交易制度安排，吸引国际主流资本投资，引进有实力的国际投行等中介，还可以吸引全球的优质科创企业。作为首家获批的外资券商，瑞银证券已开始科创板领域发挥作用。本土各方可以学习国际先进经验，不断提升自身竞争力。

三是要市场化。根本上讲，成熟先进的注册制资本市场依靠的是市场力量。科创板应该是立足于服务投融资服务，满足企业、投资者等的资金需求。通过不断完善规则、严格执行规则，规范市场秩序，引导专业升级，提高配置效率。应该约束非市场行政行为，减少临时性、非连续的干预，从而形成市场一致稳定预期，增强市场信心。

四是要系统化。科创板是一个系统工程，需要各界、各部门、各级政府协调一致。比如在法律层面，加快公司法、证券法等立法完善工作，行政执法更加严格规范，提升违法惩处、投资者保护等的司法效率。又如在资本市场文化方面，通过宣传、活动、培训等各种形式，开启头脑风暴，改变圈钱套利、投机割韭菜等思维惯性，形成规范健康的投融资理念等。这些重要的基础工作是科创板成功的保障，需要系统性统筹推进。

总之，明确科创板的全新定位，理清其与中小板、创业板及新三板的关系，坚持渐进化、国际化、市场化与系统化“四化”原则，全新的科创板将会获得巨大成功。科创板的补充、竞争和促进作用会逐渐体现，整个资本市场资源配置得以优化，投融资效率得以提高，中国资本市场升级、经济高质量发展会得到更大助力。□

(作者系东北证券研究总监)