

深市“两板合并” 助推创新发展战略

本次“两板合并”是继创业板注册制改革之后，深化深交所创新资本集聚功能的又一重要举措。深交所将从过去主要服务中小型企业转向均衡协调发展。

文 | 张志前 李浩



2021年2月5日，中国证监会宣布，经国务院同意正式批复深圳证券交易所合并主板与中小板；同日，深交所表示将尽快启动合并主板与中小板的相关准备工作，并发布了有关业务通知。这标志着作为多层次资本市场体系建设中承前启后的中坚力量，中小板在稳定运行16年后，即将完成其肩负的历史使命。

中小板的初心和使命

支持创新创业是资本市场的职责所在。中小板的设立与深交所分步推进创业板市场建设的历史进程密不可分。20世纪90年代末，以美国为代表的全球新经济在资本市场的支持下迅猛发展，在此背景下，建立“中国的纳斯达克”也被提上议事日程。从1999年起，深交所就开始着手相关筹备工作，2000年8月，经国务院同意，中国证监会正式决定由深交所承担创业板市场筹备任务，同时停止主板新股发行上市。

然而，自2001年下半年起全球互联网泡沫破灭，海外创业板市场纷纷失败或陷于低谷，受多方因素影响，我国的创业板推出进程也被迫暂缓，已经失去主板IPO功能的深交所因此陷入尴尬境地。2002年6月，借助《中小企业促进法》制定颁布的契机，深交所策略性地酝酿提出在已有主板市场框架内先为中小企业设立板块、分步推进创业板的战略思路。2004年5月，中国证监会批复同意在深交所设立中小企业板块。中小板的创立不仅为中小企业股权融资提供了畅通渠道，也为此后创业板的顺利设立运行积累了宝贵经验。

回顾深交所中小板16年来的发展历程，不难看出其设立初衷是在降低风险隐患和保持市场稳定的前提下，落实分步推进创业板市场建设要求的过渡性安排，是基于当时市场条件和可承受能力下的改革措施。但是，随着我国资本市场改革的不断深入，2009年深交所正式推

出了创业板，2019年，上交所推出科创板并试点实施注册制，中国多层次资本市场体系建设迈入了新阶段。

自2004年开板以来，中小板市场规模不断扩大，充分发挥了促进我国中小企业融资和实体经济发展，优化国内产业结构和资源配置的生力军作用。根据深交所数据，截至2020年年底，中小板上市公司总数达994家，累计股权融资总额超过2.53万亿元，其中IPO累计募集资金6436亿元。但是，经过多年的发展，中小板与深市主板在市值规模、业绩表现和交易特征等方面已趋于同质化，而主板则由于长期缺乏IPO融资功能导致存量结构固化。实现“两板合并”既是顺应市场发展规律的自然选择，也是进一步深化资本市场改革、提升资本市场效率、增强资本市场服务实体经济功能的内在要求。

两板合并的现实意义

2019年以来，随着科创板的推出和注册制的试点，中国资本市场改革按下了“加速键”，构建多层次资本市场，提高直接融资比重成为资本市场改革的重点。通过实现“两板合并”以调整深交所板块结构，构建简明清晰的市场体系，对于构建多层次资本市场，促进形成双循环新发展格局具有重要的现实意义。

一是恢复深市主板首发融资功能，推动市场结构优化。深交所主板自2000年以来就停止了新股发行，由于缺乏新鲜血液，市场结构趋于固化，市场融资功能减弱。截至2020年年底，主板上市公司数量仅占深交所全部上市公司的20.14%，合计总市值仅占深市总市值的28.81%，主要集中在食品饮料、房地产、家用电器等传统行业。而中小板上市企业数量和总市值均已超过深市主板，并且拥有相当多电子、医药生物、计算机等新兴行业的上市公司。通过推动“两板合并”，重新具备IPO功能的“新

中小板的创立不仅为中小企业股权融资提供了畅通渠道，也为此后创业板的顺利设立运行积累了宝贵经验。

两板合并工作安排

统一业务规则

中小板自设立以来所遵循的法律法规、部门规章与主板总体一致，合并不涉及相关法律法规、部门规章等的实质性修订

统一运行监管模式

本次合并仅对主板、中小板少数差异化规定作适应性调整，并继续以行业监管为基础，做好上市公司日常监管



两个统一

四个不变



发行上市条件不变

合并后，主板发行上市条件与原中小板一致，并且保持不变；发行审核安排不变，在审企业无需重新申报材料

投资者门槛不变

主板、中小板交易机制和投资者门槛一致，投资者群体总体无差异，本次合并不涉及交易机制和投资者门槛的改变，不对投资者交易行为产生实质影响

交易机制不变

证券代码及简称不变

合并后，原中小板证券类别变更为“主板A股”，对应证券代码区间并入主板使用，证券代码和证券简称保持不变，不影响投资者交易方式和交易习惯

> 资料来源：根据公开资料整理

主板”有望焕发生机，增强对新兴产业大型成熟企业的接纳力度，有效改善现有板块市值结构，使深交所多层次市场更能反映、代表并支持实体经济的发展。

二是避免同质化浪费，提升市场运行效率。中小板创立之初，主要定位在服务制造强国战略，支持具有成长性和科技含量的中小企业，这与主板服务于成熟企业做大做强，推动传统行业改造提升的定位形成了差异化互补。但是，随着中国实体经济和资本市场的不断发展，相当多中小板上市公司，如比亚迪、海康威视等，已由小到大成长为细分行业龙头，市值已和主板大企业相差无几；与此同时，随着2014年证监会允许企业自主选择IPO地点，不再与发行市值挂钩以后，也有一些大盘蓝筹公司在中小板挂牌，如中国广核、鹏鼎控股等，主板和中小板实际上已趋于同质化。“两板合并”后统一运行能够避免形式上的冗余浪费，简化规则复杂度和监管难度，提升资本市场服务实体经济的效率。

三是突出创业板功能定位，助力创新企业成长。作为分步推进创业板市场建设的过渡性板块，深市中小板和创业板在服务中小企业融资功能上存在一定重叠。随着创业板的逐步成熟，特别是注册制改革的顺利推进，其上市条件和监管规则对于服务创新型企业融资成长更富有针对性，中小板继续存在的必要性下降。“两板合并”后，深交所将形成“主板+创业板”的两级市场层次，板块分工将更为明确，创业板服务创新型、成长型的功能定位将进一步突出，政策引导创新资本形成有望更加通畅；而对于具有融资需求的中小企业而言，根据性质特点与规模情况选择融资市场定位也将更为简便精准。

如何保证两板无缝衔接

由于上市公司的营收和利润成长性等方面存在差异，中小板目前的估值水平明显高于主板。目前中小板的平均市盈率为50倍左右，而深圳主板的市盈率还不到30倍。如何做好两板

无缝衔接，防止引发市场波动，引起了市场的特别关注。为此，深交所特别强调要做到“两个统一、四个不变”，即统一业务规则、统一运行监管模式，保持发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变。

第一，两板实现合并后，“新主板”仍然实行核准制，没有新增上市通道，所以不会导致市场扩容，也不意味着注册制将在短期内加速推进。

第二，涉及中小板的相关指数会对名称、样本空间描述等做出适应性调整，但不涉及指数编制方法的实质性变更，不会导致跟踪相关指数的基金产品投资标的调整，不会影响中小板指数相关基金的存续，显然能更好地保障基金产品平稳运作。

第三，原中小板公司证券类别、证券代码和证券简称保持不变，不会影响投资者交易方式和交易习惯。主板、中小板交易机制和投资者门槛一致，投资者群体总体无差异，且合并不涉及交易机制和投资者门槛的改变，不会对投资者交易行为产生实质影响。

根据深交所的表态，本次合并主要涉及内部技术系统以及证券公司、行情信息商等市场主体相关系统的技术改造。目前，深交所内部技术改造已基本完成，市场主体仅须对行情展示、数据接口等方面进行适应性改造。总体来看，“两板合并”后核心交易系统基本不受影响，整体技术改造工程和投入不大，对全市场技术系统的影响较小。

“双轮驱动”新发展格局

在中国资本市场发展 30 年的历史中，上交所和深交所时常处于互相竞争的状态。上海证券交易所和深圳证券交易所都创立于 1990 年，各自定位也并不十分明确。随着中国资本市场

的发展，尤其是 2000 年以后，两大交易所的竞争日趋激烈。上交所早年主要靠国企改革上市赢得了先机，后来居上的深交所则围绕中小企业取得长足发展，尤其是中小板和创业板的设立，使得深交所在竞争中处于领先地位。2019 年推出科创板和试点注册制之后，上交所的制度优势凸显。如何发挥各自的优势、实现错位竞争是一个难题。

党的十九届五中全会提出，要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。资本市场是现代金融体系的核心，是资源优化配置的枢纽平台，构建新发展格局离不开金融的支持。资本市场各项功能的有效发挥，对于进一步扩大内需、提高直接融资比重、推动自主创新等畅通国内大循环的内在要求，均具有重要的战略支撑作用。深化资本市场改革、大力发展多层次资本市场，有利于让更多科创型企业与资本市场有效对接，助推创新发展战略的实施，帮助解决一些领域的“卡脖子”问题。

作为粤港澳大湾区金融业的核心枢纽，深交所对于深圳市向全球金融创新中心、全球创新资本形成中心的目标迈进具有至关重要的战略意义。本次“两板合并”是继创业板注册制改革之后，深化深交所创新资本集聚功能的又一重要举措。深交所将从过去主要服务中小型企业转向均衡协调发展。合并后的深市“新主板”市值竞争力将显著提升，创业板服务创新型成长企业融资的功能定位也会更加突出，“双轮驱动”的市场架构有望充分发挥板块协同效应，打造从新兴中小企业到大型成熟企业的全生命周期创新资本支撑体系，更好地满足不同发展阶段创新企业的融资要求。□

（作者分别系中国建投投资研究院主任、博士后）

“双轮驱动”的市场架构有望充分发挥板块协同效应，打造从新兴中小企业到大型成熟企业的全生命周期创新资本支撑体系，更好地服务不同发展阶段创新企业的融资要求。