

本期目录 contents

一、热点与焦点

★ 本期头条——中国本土 LP 市场：初具雏形，仍需努力

业界聚焦

- ★ 中非发展基金三年内将融资 20 亿美元 尚未设定时间表
- ★ 中金直投业务瞄准创业板 新募美元基金支持橱窗企业
- ★ 中法拟建五亿欧元基金 专门为两国中小企业提供融资
- ★ 中银国际参与发起规模 200 亿元第二支人民币基金产业基金
- ★ 创业板投资放宽公募基金可在上市首日买入

二、专业评述

- ★ 文化娱乐业创业板上市核心问题分析
- ★ 发展多层次资本市场 服务经济结构调整

三、视野与观察

- ★ 新三板扩容：发展多层次资本市场体系之大势所趋
- ★ 创业板 IPO：缘何被拒

— 律所电子刊物 —

2010 年 6 月 1 日 第 6 期

北京市道可特律师事务所

总 编：熊文芳

责任编辑：赵爽、高清湫、王涛

电话：(010) 8586-2880

传真：(010) 8586-2900

Email: email@docvit.com

网 址：www.dtlawyers.com.cn

地 址：北京市朝阳区八里庄西里
100 号住邦 2000 商务中
心 1 号楼西区 16 层

邮 编：100025

北京市道可特律师事务所

一、中国 LP 市场的发展状况

LP (Limited Partner, 有限合伙人) 作为为 VC/PE 投资提供资金来源支持的群体, 在私募股权投资市场中起到重要作用。LP 与 GP (General Partner, 一般合伙人, 即基金的管理者) 之间相生相促又充满矛盾与制衡的关系共同促使私募股权投资市场逐步发展壮大。

国外 LP 历经了半个多世纪的发展, 已经进入成熟期, 而在我国尚处在比较初级的阶段, 我国 LP 市场的发展可以分为以下三个阶段:

(一) 萌芽阶段: 从 90 年代中期我国开始发展风险投资产业, 在此之前中国基本上没有真正意义上的风险投资机构。科技部、发改委、财政部门、包括一些大型国有企业在各地成立了多家风险投资机构。这个阶段中国 LP 处于萌芽状态, 是以政府的资金投资为主要特征, 由政府部门组建投资公司作为直接的管理人, 加以少数大型国有企业的探索。

(二) 初具雏形阶段: 《合伙企业法》于 2006 年修订通过 2007 年实施, 确立了有限合伙制度, 有限合伙制私募股权基金在国家法律层面上获得了应有的地位。其后国务院又修订了《合伙企业登记管理办法》, 此后, 以有限合伙制形式组建人民币基金则逐渐开始。2007 年设立的深圳市南海成长创业投资合伙企业是我国《合伙企业法》修订后成立的第一家有限合伙制私募股权基金。社保基金也开始被允许进入 PE、VC 行业, 保险基金等以直接或者间接的形式也开始进入。2006 年底第一支产业基金渤海产业基金获批, 以政府为主导的引导基金纷纷成立, 包括以江苏苏州引导基金跟浦东科投为代表的地方政府纷纷成立了引导基金。这个阶段是中国 LP 市场的一个初具雏形的发展阶段。

(三) 新的发展阶段: 从 2009 年开始逐步进入一个新的发展阶段, 本土 LP 数量呈现出大幅增长, 而从国内募资的渠道及模式方面来看,

★ 本期头条——中国本土 LP 市场：初具雏形，仍需努力

北京市道可特律师事务所

亦呈现出多元化发展的态势，我国 LP 市场将迎来一个快速发展的新时期。

二、中国 LP 市场发展面临的优势与不足

私募股权投资基金本土 LP 市场在近期得到长足发展，这其中的原因既有自身的原因，也有外界因素的作用。中国经济快速发展继续领跑全球，2010 年第一季度 GDP 同比增幅更高达 11.9%，中国企业具有较高成长性以及创业板的推出，使中国市场能够实现高市盈率退出的回报，对 LP 有很强的吸引力。并且有限合伙企业允许开立证券账户，为本土 LP 投资退出提供了更为便捷的本土渠道。另外就是外币基金在发展上依然存在着不可跨越的障碍，诸如外币基金产业投资行业限制、外汇结汇难题、外币基金税务成本远高于人民币基金，等等，这些使得外币基金在中国的发展遇上不少的麻烦。而中国资本市场的蓬勃发展，使得更多的基金希望通过“本土募集、本土投资”，从而实现“本土退出”的目的。因此，两形之下，本土 LP 获得长足的发展不足为奇。

但是，我们也清醒看到，本土 LP 并未呈现出成熟的发展态势，还在比较初级的阶段。在发展比较成熟的欧美的 LP 群体中，社保类基金占到总基金规模的 40%左右，20%左右来自 FOF（基金的基金）等投资机构，另外还有 10%来自基金会或者捐赠基金以及 10%左右来自富有的家族企业，银行、保险机构也都有参与。与其相比，中国 LP 市场地发展在过去的几年中，很多机构都在“摸着石头过河”，本土 LP 市场中成熟的机构投资者除了社保基金外，其他机构投资者若想染指私募股权投资，依然面临着不少政策法律障碍。截至目前，社保基金只进行了小规模探索，保险机构、银行、企业尚未开始大规模投资 VC/PE 基金，中国的资本市场除了引导基金以外还没有真正的 FOF。在中国市场中机构性的有限合伙人只有全国社保理事会、国家开发银行、各地引导基金、国际基金中基金等，成熟的机构性有限合伙人数量非常有限，各种人民币风险

★ 本期头条——中国本土 LP 市场：初具雏形，仍需努力

北京市道可特律师事务所

投资与私募股权投资基金大多只能通过向个人及企业募集资金。

本土 LP 的观念理念上依然没有摆脱“富二代”的定式思维，依然希望事必躬亲，亲力亲为，所以对于基金的内部管理外部投资依然希望拥有一票否决权，这在一定程度上捆绑和束缚了有限合伙制私募股权基金的良性长足发展。当然与之相关的是，本土的 GP 尚未出现更多成熟的具有品牌效应的团队，依然不能让本土 LP 折服而放心于 GP 的投资管理。

三、中国 LP 市场发展展望

从长远发展来看，本土 LP 无疑具有比较明显的发展优势。法律政策环境随着经济的发展会不断得到完善和健全。我国一直在加紧多层次资本市场体系建设的步伐，努力完善私募股权投资机构多渠道退出机制。中央、地方政府更是频频出台多项优惠政策，激励和促进多层次社会资本流向我国私募股权市场。而本土品牌优秀的 GP 团队也会在市场经济大潮中得到不断锻炼和发展，至于本土 LP 投资理念的转变也会随着职业分工和专业趋势变成 LP 们接受并乐见。

目前我国资本市场仍然存在投资渠道过于狭窄的问题，对市场投资的力量和热情未能充分疏导。与发达国家和地区直接投资比重在 50% 左右的水平相比，中国尚有巨大差距。目前，我国社会资金储备数目庞大，发展直接投资的潜力和需求都正在不断地增加。随着我国多层次资本市场的不断建设与完善，越来越多的社会资本已逐步获得参与直接股权投资的许可。目前，商业银行、证券公司、信托公司和商业保险公司等金融机构都已经积极地投身于直接股权投资的试点工作之中。

★ 本期头条——中国本土 LP 市场：初具雏形，仍需努力

北京市道可特律师事务所

虽然当前外资机构仍是主要的资本来源，但是，随着我国资本市场投资环境的不断改善，多层次社会资金的逐步注入，本土 LP 与外资投资机构的差距正在逐步缩小。尽管目前部分本土大型机构投资者因监管问题尚不能投资于人民币 PE 基金，但随着监管问题的逐步解决，这部分本土大型机构投资者将会成为我国人民币 PE 基金的最大资金来源，在可以预见的将来，本土 LP 将呈现出比较良好的发展态势。《《《返回

★ 业界聚焦

● 中非发展基金三年内将融资 20 亿美元 尚未设定时间表

周五援引中非发展基金(China-Africa Development Fund)一位高管的话报导称，该基金计划通过第二轮募资，于未来三年中筹集 20 亿美元资金。报导称，该基金经营及风险管理部总经理李东亚表示，融资所得将用于投资基建、农业、制造业和电力项目。(中国日报)《《《返回

★ 业界聚焦

● 中金直投业务瞄准创业板 新募美元基金支持橱窗企业

中金公司直投业务已瞄准中国创业板市场。中金公司董事总经理、直接投资部主管陈十游昨日在京表示，公司计划在新募集的美元基金中

拿出 10% 规模的资金投资于橱窗性企业，并支持这些企业到创业板市场上市。（上海证券报）《《《返回

● 中法拟建五亿欧元基金 专门为两国中小企业提供融资

法国最大的国有政策银行——法国发展银行（CDC）高管 26 日在接受上海证券报记者采访时透露，中法两国已经初步同意，共建一只初始规模为 5 亿欧元的基金，专门为两国的中小企业提供融资。（上海证券报）《《《返回

● 中银国际参与发起规模 200 亿元第二支人民币产业基金

中国银行全资附属公司中银国际继渤海产业投资基金后参与发起设立的第二支人民币产业投资基金——中国文化产业投资基金和基金管理公司筹备申请近日获得国家有关部门批复。中国文化产业投资基金将成为我国首支以“中国”冠名的大型产业投资基金。（凤凰网财经）《《《返回

★ 业界聚焦

● 创业板投资放宽公募基金可在上市首日买入

在新股频频破发之际，公募基金投资创业板的限制被监管层进一步放开。

5月18日上市的4只中小板股票中，多氟多、齐翔腾达和远东传动3只股票跌破发行价。本网获悉，也正是在当日，深交所陆续向基金公司发出口头通知，口头通知的内容是从即日起，公募基金可以在创业板公司上市首日买入创业板股票。（经济观察报）[《《《返回》》》](#)

二、专业评述

★ 文化娱乐业创业板上市核心问题分析

来源：北京市道可特律师事务所

尽管创业板出现对文化企业融资是一个好的通道，但文化企业要实现在创业板上市融资成功，还有许多基础工作要做好。如何实现企业的跨跃式发展，解决稳定盈利和融资渠道两个瓶颈，是摆在文化创意行业企业面前的关键问题。

一、创意先行，打造主营业务的核心竞争力

文化娱乐行业是一个典型的创意先行行业，这里说的创意不仅仅是产品、技术方面的创新，也包括商业模式、业务领域和营销手段的创新。创意是文化娱乐企业赖以生存和发展的基础。优秀的创意辅之以适当有效的营销手段，可以为企业带来无限的盈利前景和发展空间，是实现企业盈利和发展的最终手段。因此，文化娱乐业企业必须要创意先行，打造主营业务的核心竞争力，才能市场中脱颖而出，最终获得资本市场的关注。

创意先行，应注意在进行商业模式创新和业务领域拓展时，对自己原有主营业务的关注，不应盲目放弃自己已经建立了强大优势的原有业务。对于企业，尤其是中小文化企业来说，主营业务的战略转换必须极为慎重。以盛大公司为例，盛大建立初期主营业务比较单一，就是游戏

的开发与运营，所以游戏对盛大的贡献很大。虽然现在盛大的产品越来越丰富，但其游戏业务以及与游戏相关的周边合作运营平台都运行得非常稳定，业务整体的抗风险能力在增强，收入也逐渐在上升。有了这样良好稳固的发展平台，盛大才能够没有后顾之忧地继续拓展经营领域，对起点中文网络的收购与运营就是一个非常成功的例子。目前，盛大公司正着力于打通传统出版业、图书出版业的创造、出版与发行的通道，寻求最终进入图书衍生品开发领域，并使之成为游戏并行主营业务。

创意先行，还需要特别注意在进行业务模式、产品创新的过程中，对该业务模式及产品经营模式、市场渠道的完善。仍以拓维信息为例，拓维信息的第一次上市发行审核并未通过，主要问题就在于：其一，募集资金项目中最大的项目投资于动漫业务领域，而该领域收入占公司主营业务收入的比重不到 10%，，又是一个 2005 年才开始启动的新领域，市场尚处于商业模式完善阶段，此项目前景存在不确定性；其二，公司另两个募集资金项目直至过会时止，尚未有产品或服务面世，未来能否实现商业化运作，亦存在不确定性。因此，在创新中着力于使项目的发展和盈利水平进入一个稳定的状态，才能在引入战略投资和上市运作中处于一个有利的地位。

二、人才同步，注重人才的储备与培养、

创意产业强调的是创意和创新，而人才是创意的创造主体，是创意的来源所在。但是目前文化产业人才是非常匮乏的，一方面，我国文化产业教育水平不高，行业需求与人才储备之间存在较大缺口。我国统计资料显示，纽约创意产业人才占就业人口总数的 12%，伦敦为 14%，东京为 15%，而我国创意人才不足就业人口总数的千分之一。另一方面，新兴的文化产业对文化人才提出了较高新要求，如网络游戏设计师、健身教练、短信写手、色彩设计师等都是新潮文化和专业技术相结合的人才，强调的是人才的综合素质——创造性、专业性、艺术性、时尚性，与市场营销能力的综合。因此，企业必须注重对行业人才的储备与培养，设计具有激励效果的人事制度，同时要为创意人才提供施展才华的舞台，

人尽其才，为创意人才创造良性成长空间，为企业的长远发展提供足够的推动力。

三、资产保护，加强无形资产的评估与保护

如上文所述，创意是文化产业的核心竞争力，是文化创意企业最重要的财富之一，而创意往往反映在无形资产上。然而，与有形资产相比，无形资产具有评估困难、时效性强、保护困难等劣势。因此如何合理评估无形资产，如何保护企业重要知识产权，是文化创意企业改制中的难点问题之一。

四、营销为上，实现盈利模式的逐步健全

对于文化娱乐业来说，稳定成长的盈利模式是企业实现生存和发展的最为关键的问题，如何拓展营销渠道，如何降低市场风险是摆在文化娱乐企业面前的紧迫问题。对于这个难题，笔者可以为企业提供以下思路：

1、同类企业的横向联合模式

对于文化创意的某些行业来说，例如文艺演出公司，单独某一家的收入规模和卖点，可能都不被资本市场看好，但如果成立联合体，走集团化上市的路线，则整合之后资源共享、市场运作统一、风险共担的规模效应，会使原有单个团体的优势更加明显，从而为上市奠定良好的基础。

2、传统媒体与新媒体的交叉合作模式

通过新媒体与传统媒体合作，可以更大范围或更精准地覆盖产品的目标人群，获得较好的营销效果。以传统媒体的稳固客户群获得稳固的盈利收入，以支持新媒体技术的研发和产品推广；以新媒体的创新性打造企业的核心竞争力和持续经营能力，并最终实现上市融资。

3、不断开发周边产品的扩张式发展模式

对于文化创意行业来说，市场的培养极为重要，但同时，周边产品的开发更不可忽视。先对市场进行培养，使产品拥有较为成熟的消费群体后，再对周边产品进行开发以提高企业盈利的模式，可以制造出巨大的连带经济效益。如迪斯尼的米老鼠系列，孩之宝的变形金刚系列，都在世界范围内有着广泛且可靠的消费群体，其周边产品，包括电影、玩具、食品、文具、服装、餐饮甚至主题公园，都为公司带来巨大且惊人的回报。因此文化创意企业在打造稳定的盈利模式的同时，一定要注意对市场的准确定位和市场的培养，并且要注重周边产品的开发，打造文化产品的完整产业链，在最大程度上挖掘创意产品的市场经济价值。

五、强化治理，规范治理结构的设置和运作

文化企业创业板上市融资最大的障碍是在公司治理方面不规范。我国的文化企业来源于两大类型：一是从国有文化事业单位改制而来，二是多种所有制资本混合设立而来。无论哪一个类型的文化企业，都不同程度地存在公司治理不规范问题。而根据创业板公司特点，在文化企业公司治理方面参照主板上市公司从严要求，这个要求是很严的，有许多细化的具体要求。

创业板规定发行人应具有完善的公司治理结构，依法建立健全股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度，相关机构和人员能够依法履行职责，而我们文化企业内部这些机构大多形同虚设。创业板同时还要求发行人会计基础工作应规范、发行人内部控制制度应健全且被有效执行、发行人应具有严格的资金管理制度、不存在资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形等，而我们文化企业在上述各个方面都有缺陷。因此，文化企业想要实现创业板上市，必须要注重对自身治理结构和经营管理制度的规范，达到创业板上市的相关要求。

六、资金护航，开辟战略融资路径

融资难是文化业企业在创业初期所面临的最困难的问题，而在实现创业板上市融资之前，企业需要先通过其他途径实现战略融资，为企业的发展提供足够的资金支持，因此，文化业企业必须积极开辟战略融资途径，突破融资困局，具体方式可能有：

1、寻求政府支持

近年来很多地方政府设立了文化产业引导专项资金，引导示范效应明显。例如：2008年，北京银行就与北京市文化创意产业领导小组合作向大地时代文化传播（北京）有限公司等7家文化创意企业发放3亿元文化创意贷款。湖南和深圳等地政府也在积极探索建立中小文化企业担保体系，推动金融创新，以文化产业引导资金贴息作为优惠条件，推动商业银行建立和完善适合中小文化企业特点的评级和授信制度，推动商业银行开展专利权、著作权等无形资产抵押贷款，并指定一两家商业银行在条件成熟的省市试点，专门扶持中小文化企业发展。

可以说，政府是非常愿意为中小文化企业的融资需求提供相关帮助的，企业必须要重视寻求政府的政策和资金支持，一方面要让政府了解自己的发展方向，了解自己的需求，另一方面自己也要下足功夫，研究政府的产业导向、优惠政策，积极争取一切可能的资金，来帮助企业实现初步的发展。

2、引入风险投资

几乎每一个文化企业都知道创投对公司经营发展、上市运作的重要性，那么文化创业企业如何引进风险投资呢？中国人民大学文化创意产业研究所所长靳海涛先生曾做出过比较精辟的总结：第一是商业模式，创业投资者都很想知道企业的商业模式是什么、如何取得回报、回报率是多少，回报的稳定性如何；第二是渠道为王，依托原有的网络，将原有网络与专有的创意、技术结合起来，打造文化创意项目的运行渠道；

第三是优秀团队，文化创意企业需要行业精通、有商业意识、有品牌保护意识、有独特经营方向的优秀团队；第四是创新能力，创意是文化企业的灵魂，是文化创意企业生存和发展的基础，如何让投资者相信企业拥有强大的持续的创新能力和增值服务能力，是企业获得风险投资的关键；第五是恰当性、独特性和创新性的营销模式，再好的产品，也要在市场销售出去才能实现盈利，好的营销模式需要对消费者消费习惯的充分把握。

文化企业应在以上几个方面做足功夫，以企业的独特魅力吸引创业投资的关注。

3、利用无形资产融资

无形资产往往是文化企业最大的财富，如何更好的利用无形资产为企业融资，是一个值得研究的重大问题。目前有两种可行的方案可以供文化企业参考：

其一，产权交易

2009年6月，上海成立了全国第一家文化产权交易所，为文化产业产权交易开辟了新通道。中小型创业文化企业可以将版权、创意等无形资产评估后交易，以实现融资；风险资本、创业资本和社会资金也可以通过产权市场自由进入和退出。目前，也有学者提出可在深圳高新技术产业交易所设立文化产权交易中心，并设立文化产业投资基金和文化产业投资担保公司，利用深圳文博会的项目资源，推动各类中介服务机构开展版权、创意等无形资产的评估服务，探索开展文化产权交易。随着理论和立法的不断推进，文化产权交易所数量将会增加，交易机制也会愈发健全，更多的投资人和文化企业将会参与其中，产权交易会成为文化创意企业利用无形资产融资的重要渠道。

其二，无形资产质押贷款

文化创意产业投融资论坛召开后，文化创意产业投融资开始了融冰之旅，出现了版权质押贷款第一单。2008年10月31日，北京天星际影视文化传播公司以其电视剧《宝莲灯前传》的版权作为质押，与交通银行北京分行签署了首笔文化创意中小企业版权质押贷款合同，开启了文创企业获银行版权质押贷款的第一单。同年11月6日，北京市文化创意产业促进中心与北京银行、交通银行北京分行分别签署战略合作框架协议，正式开辟了创意企业和金融资本对接的通道。此外，北京市文化创意产业促进中心从文化创意产业专项扶持基金里边拿出一部分资金做担保基金，和专业的担保公司合作，作为担保公司的风险补偿，激励担保公司来支持文化创意产业。

可见，无形资产质押贷款已经从书面走到了现实中，对于拥有广阔市场前景的文化产品，通过与银行、政府及担保机构的沟通，是可以实现无形资产质押贷款的。这对于已经有拥有一定核心竞争力的文化产品的企业，无疑是一个极佳的融资途径。[《《《返回](#)

★ 发展多层次资本市场服务经济结构的调整

来源：中国科技财富

说到中国金融的发展，目前短腿的是资本市场，我认为中国非常欠缺一个多层次的资本市场。

经济结构的调整，经济增长方式的转变，将是2010年经济工作的主旋律，金融业必须更好地服务于这个大局。

经济结构的调整包括三个方面，第一，调整国民收入的分配格局，为加大消费对经济的拉动奠定基础。第二，调整一二三产业结构，为消费升级创造社会环境。第三，调整行业结构，为提升企业竞争力，发展低碳经济，保护人类生产环境创造条件。

资本市场要服务于行业结构的调整，应该说调整国民收入分配格局，是要靠国家收入分配政策和财政政策。调整产业结构要靠国家产业政策和财税政策的引导。那么调整行业结构要靠政策引导下的企业公平竞争，实现优胜劣汰。

金融是企业竞争的外部环境和工具，资本市场应该为企业提供更加便利融资、投资环境，给有前途的企业和有能力的企业以整合市场资源平台。计划经济的时候，谁有了计划指标，谁就可以得到生产资料、得到劳动力、得到技术，那么就可以组织社会的资源。而市场经济条件下，谁有了资金就可以购买原材料、购买劳动、购买技术。资金是组织生产要素的重要因素，没有一个完善的金融体系，各种生产要素难有效组合在一起。在资金组合生产要素过程当中，我认为资本市场是奠定融资的基础，尽管中国间接金融要比直接金融发展快得多，但没有直接金融，间接金融发展很困难。不能把所有的困难，所有的问题都推给信贷。一个企业要想获得信贷的支持，最起码要有自己的资本金，资本金从哪里得到？只能从资本市场得到。从这个意义上来讲，资本市场是间接金融发展的一个基础。

建立无缝对接多层次的资本市场，充分发挥股份制企业优势，这是未来提高企业能力和竞争力的一个重要方面。股份制企业有众多优势，是人类发展中的一个创举。马克思曾经说过，股份制的产生使得企业的发展能够摆脱对单个资本的积累依赖。股份制企业还可以给投资人以多种的选择机会，给企业以更多的生存空间。

通过股权调整实现生产要素的整合。给依法成立的股份制企业以股份流转的合法场所是发挥股份制优势的必要条件，股份制企业的优势在于股权的流动。无缝对接的资本市场意味着什么？意味着场内市场和场外市场的有效对接，我们国家现在有场内市场，场外市场还在继续恢复之中。第二个层次，各板市场之间有效转板、升板、降板，但是各板的市场是孤立的，不能相互转板和降板。当前发挥多层次资本市场的重点，就是要建立有效的场外市场，改进主板市场的有效制度。

加快场外市场的建设，在电子化交易的今天，区分场内市场和场外市场不是场所而是交易方式。场内市场是一种自动撮合交易的市场，按照价格优先，时间优先的方式。场外市场是培育企业，整合企业的重要平台，为成长的企业寻求流通的合法渠道，也是在培养上市资源。对于已上市大宗交易的股票，和已经退市的交易，这时候是为企业收购兼并整合资源提供渠道，提高上市公司竞争力，避免主板市场的震荡。

恢复中国大陆场外市场要解决的问题。在 1998 年以前中国有场外市场，之后随着我们对于资本市场的整顿，关闭了所有的场外市场。于是造成中国的资本市场只有塔尖没有塔基。如果把金字塔的塔尖发育更好，我们就应该发展它的塔基，要提供一个场外市场。

要解决这个问题，有这么几点，第一，要以行政法规的形式明确证券的定义，扩大证券交易的场所，证券法基本上只管了能够公开上市的股票和证券，而对于未上市的股票和证券其实没有明确说法的。对于交易，也只是说公开上市的交易要按照证券法来规范，还没有公开发行的，但是客观存在这么多股权的，到什么地方去流通呢？没有一个合适的地方，我们应该用行政法规的方式来明确场外市场的法律地位。

第二，要解决以深交所股份代办转让系统为基础，建立中国场外市场。除了深交所代办系统以外，产权交易所也都在做股权转让工作，但它们没有合法的身份，它们之所以存在就是因为有客观需求。我们应该对客观需求做一个认真分析，以深交所代办系统为基础来筹备场外市场。

实际上，场外市场当中，股权登记问题和资金结算问题都值得研究，我认为，现在的产权交易所可以成为场外市场产权登记部门，或者是一个资金清算的载体，不过，还有很多问题待研究。如果从市场容量来说，深交所代办系统容量完全能够容纳。但是，是不是所有还没有公开上市都要到一个地方去托管，这还可以进一步的研究。

场外市场的监管问题，我认为应该建立统一规则指导下的行业自律管理。包括以下几个方面：要建立保荐券商和做市商制度，由保荐券商和企业注册会计师对企业信息的真实性承担法律责任。对没有上市的企业，企业质量怎么样，应该有券商或者是做市商保证，券商保证的时候

场外市场的监管问题，我认为应该建立统一规则指导下的行业自律管理。包括以下几个方面：要建立保荐券商和做市商制度，由保荐券商和企业注册会计师对企业信息的真实性承担法律责任。对没有上市的企业，企业质量怎么样，应该有券商或者是做市商保证，券商保证的时候应该对它的真实性负责。很多人认为券商很难做到这一点，我认为，除了券商之外更多需要注册会计师，会计师的责任就是对会计真实性负责。如果一个上市公司都不能雇一个注册会计师的话，我想这个股份公司是不规范的，它的股票去场外交易风险是很大的。因而，要能够在场外进行交易的公司起码要有一个注册会计师对它的信息真实性负责，这是最起码的要求。

应该订立公司的信息披露制度，场外市场和场内市场信息披露是可以有所区别的。而且要建立交易信息的披露制度，尽管是场外市场，但是一旦交易成功了以后，就应该尽快把信息发送到深交所代办系统当中去，向社会进行公示。交易信息的披露，对于市场的稳健发展还是有好处的。另外，应该有行业协会对券商的行为进行自律监管和惩戒，同时证券监督机构仍保留对券商行为和挂牌公司信息披露的检查权和处置权，抽查和最终对机构的处理权力还要留到监管机构。

场外公司挂牌的条件，对它最低净资产和税后利润提一个要求。美国其实还是很低的，要有它最低的信息披露要求，至少有一个保荐商或者一个做市商，中国实行做市商制度还有一定的局限。股东人数低于 200 人，退市公司除外。另外，还需要建立场外市场挂牌公司的升板制度，如果场外公司交易到了一定的程度，价格到了一定程度，而且又符合主板市场上企业的所有条件，应该允许它升到主板去。

改进主板市场的退市制度和再上市制度，现在的退市制度，证券法里面有很多条，如果一个公司连续三年都是亏损就必须退市。如果以净资产和每股价格和持股股东为条件退市，就会使一个企业资产缩水，价格越来越低的时候离开市场，这时候对于持有人的利益是一个很好的保障。

在上市制度上，如果能够采取一个升板的制度，退下以后通过它的交易，通过它的重组，资产达到一定的程度，价格逐渐上来以后在升板。这样也会减少再次公开上市一种恶意炒作。现在大家看到创业板，一个企业要上市，还有 PE 和 VC 培育的企业要上市之前的腐败是非常厉害的，临门一脚，动用所有的关系在企业临上市之前行入股，来赚取企业上市的利润。改进我们的退市制度和上市制度，建立升板和降板有利于企业股价的稳定上升和下降，也有利于企业的稳定增长，更有利于在资本市场克服各种的黑幕和恶意炒作，对中国经济的发展也是有利的。中国经济也在发展，但是中国经济发展的软肋在资本市场，希望大家能够为资本市场发展做出更大的贡献。（吴晓灵）《《《返回

三、视野与观察

★ 新三板扩容：发展多层资本市场体系之大势所趋

来源：中国经济网

近日，有关新三板扩容有望在上半年启动的消息颇为引人关注。

其实，早在今年四月份，科技部副部长杜占元在“2010年全国风险投资行业年会”上就已透露，科技部将会同有关部门，研究制定《关于进一步加强科技金融合作的若干意见》，加大中关村科技园区代办股份转让系统的试点力度，并争取尽快扩大试点范围。在年会讲话中，杜占元表示，“科技部将采取积极措施，加快科技与金融的有效结合。进一步加大中关村科技园区代办股份转让系统的试点力度，并争取尽快扩大试点范围。”

据权威人士透露，中关村报价转让系统有望在上半年扩大到其他具备条件的高新区，下半年“新三板”市场的建设会全面推进。

对于即将推出的“新三板扩容”，业内人士均持有比较积极肯定的看法，大家都普遍认为发展代办股份转让系统，构建统一监管下的全国性场外交易市场，是我国发展多层次资本市场体系的大势所趋。

“新三板为非上市股份公司提供了一个有序的股权流转平台，为创新型企业吸收风险资本投入、引入战略投资者、重组并购和提高公司治理水平等提供了有利条件，承载着促进一批创新性、高科技企业稳定成长的重任，是资本市场一个重要的组成部分。”北京道可特律师事务所主任刘光超律师表示。

据了解，新三板自 2006 年 1 月启动至今已 4 年有余，挂牌企业和总挂牌股本逐年递增，呈现了积极向上的发展态势。

对于新三板的发展，刘光超律师认为，在发展初期，小范围开展试点保证了市场的平稳有序发展，试点的启动为探索非上市股份公司进行股份转让的监管制度安排和基本运行模式积累了经验，取得了不错的成果。但是，过于局限的试点范围对代办股份系统进一步发展的妨碍已开始显现，当前“新三板”的规模、容量远远不能胜任其所担当的重任，扩大试点范围的呼声日渐高涨。构建统一监管之下的全国性场外股权交易市场是新三板的发展方向。

据悉，国家监管部门正在制定具体方案，新三板试点有望在近期内实现扩容，按步骤分期分批推广到全国其他有条件的高新技术园区。《《《返回

★ 创业板 IPO：缘何被拒

来源：中国资本证券网

近日，在国内排名前三的高校管理软件供应商正方软件在创业板 IPO 中被拒的新闻，引起了媒体的广泛关注。而时值不久前，证监会创业板发审委公告也披露了两家未审核通过的创业板 IPO 企业——上海天玑科技股份有限公司（简称“天玑科技”）和深圳市脉山龙信息技术股份

有限公司（简称“脉山龙”）。

随着一连串的创业板企业 IPO 被拒的新闻接踵而来，一方面可以看出监管层更加紧苛的审核态度，另一面则不得不让人沉思其被否的真实原因。有分析人士指出，如果将之前已过会企业江西华伍和被拒企业天玑科技、脉山龙的净利润的差别予以分析，不难看出创业板盈利门槛已逐步提高的现象。

“目前创业板已上市的 79 家企业和 9 家已过会企业在上市前一年的净利润，确实远超创业板的上市标准（人民币 500 万元）的标准。这一现象，使得创业板与中小板之间的界限更为模糊。”北京市人民政府特邀建议人、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师对记者表示。

其实早在创业板设立之初，就有业内人士指出，在实践中不能把创业板变成“小小板”，成为中小板的附庸。

对此，刘光超律师表示，创业板有其自身独特的定位，创业板是针对规模较小，但具备高成长、高科技的创新型企业，其定位与主板、中小板存在显著的差异，将创业板和中小板的界限模糊化对我国多层次资本市场的建设是没有益处的。

“从客观上讲，创业板本身就是高风险的代名词，创业板企业除具备高成长、高科技的特点之外，也存在较高的风险。考虑到投资者无法抑制的投资热情和创业板企业自身的风险，证监会发审委严格控制创业板上市企业的质量，符合常理。但是，在创业板的过会标准的选择上，应更加注重其主营业务是否突出、是否具有持续经营能力、是否符合‘两高六新’原则等不可量化的指标，而非中小板和主板对上市企业的标准更多体现为企业规模、营业收入和盈利水平。”在谈到证监会对创业板企业 IPO 审核的严谨态度时，刘光超律师对记者表示。

创业板是现代经济的产物，2009 年 3 月创业板的破茧而出为金融危机中举步维艰的中小企业增添了更多的希望，但是，创业板毕竟是一个高风险的市场，对其进行必要的审核和监管是毋庸置疑的，同时，对于拟在创业板 IPO 的企业来说，能否抓住机会，还需要自身的改制和调整，没有做足充分的准备和优质的主营业务，进入创业板的大门就必然受阻。《《《返回