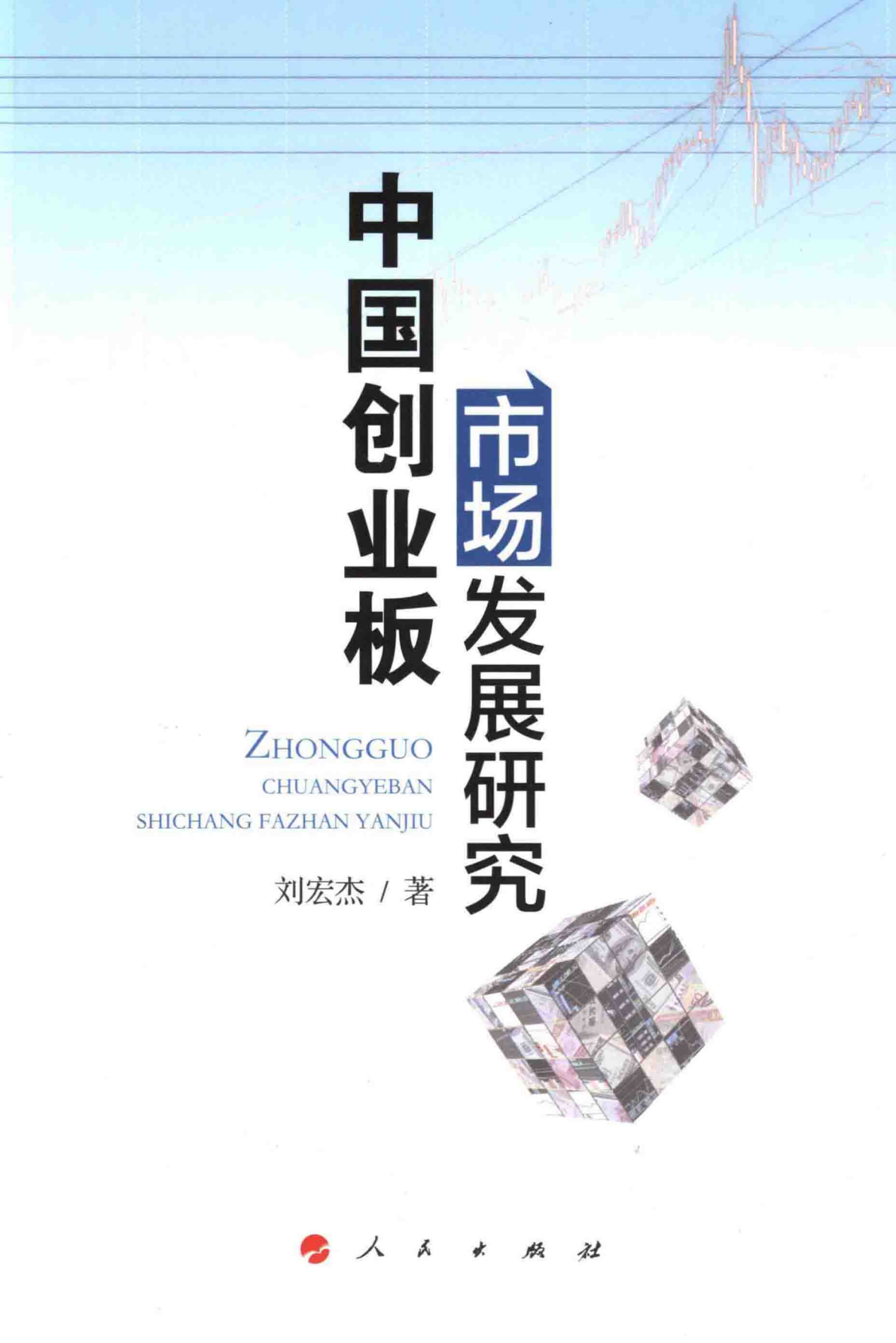




中国创业板 市场发展研究

ZHONGGUO
CHUANGYEBAN
SHICHANG FAZHAN YANJIU

刘宏杰 / 著

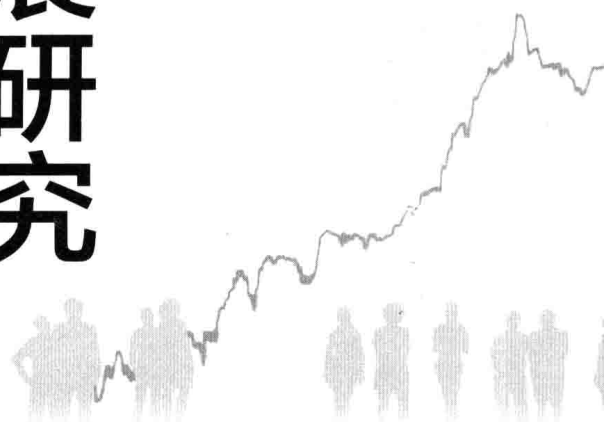


人民出版社

中国创业板 市场发展研究

ZHONGGUO
CHUANGYEBAN
SHICHANG FAZHAN YANJIU

刘宏杰 / 著



人民大学出版社

责任编辑:侯俊智

装帧设计:徐 晖

图书在版编目(CIP)数据

中国创业板市场发展研究/刘宏杰 著. —北京:人民出版社,2015.4

ISBN 978-7-01-014437-5

I. ①中… II. ①刘… III. ①创业板市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 018756 号



中国创业板市场发展研究

ZHONGGUO CHUANGYEBAN SHICHANG FAZHAN YANJIU

刘宏杰 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京市文林印务有限公司 新华书店经销

2015 年 4 月第 1 版 2015 年 4 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:16.5

字数:200 千字

ISBN 978-7-01-014437-5 定价:35.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

前 言

2004 年我在南开大学读书期间，内心一直有个期盼，就是很想写一篇关于金融方面的论文。由于种种原因，我的学术视角主要集中在能源（石油）国际直接投资领域。2012 年，也就是我博士毕业之后的第五年，我终于有机会在金融领域尝试着写一本书，虽然书中涉及创业板市场的内容较为宽泛，缺乏最前沿理论的深入探讨，但是能够做金融学研究毕竟是一件非常愉快的事情，它不仅满足了我长期保持的求知欲望，也实现了我多年以来艰难求学的最大心愿……

就经济学范畴而言，企业、家庭、政府构成了经济运行的基本框架。在市场经济条件下，中小企业在社会就业方面发挥着重要作用，政府则通过一系列制度安排服务于企业生产和家庭生活。中小企业发展壮大，社会就业状况就相对稳定，人民生活水平才会不断提高。然而，现实中各类中小企业普遍遇到融资难问题，资金瓶颈制约着中小企业的发展，这不仅是中国经济发展所面临的问题，也是一个世界性的难题。创业板市场作为一种新的金融制度安排，在很大程度上解决了中小企业特别是创新型中小企业的融资难问题。

与世界经济发展史相比较，创业板市场的形成与发展时间不过几十年。在这短短几十年时间里，创业板市场的发展实现了资本市场资源的有效配置，推动了世界资本市场的结构性变革。其中最具说服力的是美国的纳斯达克市场，以纳斯达克为代表的创业板市场对世界经

济发展所产生的影响是难以估量的。可以这样讲，没有纳斯达克的发展，就没有美国 20 世纪 80 年代后期的经济繁荣。由此可见，资本市场的完善和发展与经济总量的持续快速增长息息相关。

就中国而言，经历了十年漫长的争论之后，创业板市场终于在 2009 年 10 月 30 日正式运行，36 家创新型企业同时走上创业板的舞台。中国之所以选择这样一个开板时间，是因为全球范围内已经历了最严峻的金融危机，世界经济出现了复苏的迹象。新增长理论认为，内生经济增长的源泉在于大量的知识创新活动，作为技术、知识、管理、资本与创新精神相互交融的新型经济发展形态，创新型经济对于制度创新、管理创新、技术创新、产业结构调整和经济增长方式的转变都有重要意义。因此，中国适时推出创业板市场，不仅使构建多层次资本市场的步伐向前迈进了一大步，而且为中国经济的转型并实现长期稳定增长提供了良好机遇。

本书研究的主要内容包括六部分。第一章是导论部分，主要阐述了做创业板市场研究的意义、国内外研究现状及不足等。第二章，突出了创业板市场形成的理论基础、创业板市场的特征和基本功能等，说明创业板市场的形成是经济发展的必然产物。第三章，首先就中国创业板市场的现状进行分析，接下来论述创业板市场的企业发行条件与 IPO 上市，最后从发行审核、上市交易、市场监管、退市等多角度对创业板市场的现行制度安排与规范进行了深入研究。第四章对创业板市场的运行进行了较为详细的分析，即从企业选择、定价机制、价格分析、风险因素等方面分别进行阐述和定量分析。第五章对中国创业板市场上市公司的竞争力进行了灰色关联分析，并就不同的财务指标对 300 多家上市公司进行聚类分析。在此基础上，根据深圳证券交易所提供的创业板市场融资数据，利用 MATLAB 软件对创业板市场融资的经济带动作用进行了量化研究。第六章是对以上研究进行了总结，并对中国创业板市场的发展前景做了展望。

中国创业板市场运行至今仅五年的时间，其制度不断规范，对创新型中小企业的融资支持作用不断加强。当然，对于创业板市场运行过程中出现的资金超募、股东寻租、高管辞职套现等市场失灵现象，笔者认为，这些非正常现象都将在政策制定部门、监管部门、上市公司、中介机构等多方博弈的过程中得到有效解决。对于今后中国创业板市场乃至整个资本市场的走向如何，这将取决于中国经济体制改革的广度、深度和力度。我们有理由相信，在不久的将来，一个真正建立在竞争市场条件下的具有优秀企业家精神、制度日益完善、涵盖多层次的资本市场体系将呈现在世人面前。

自己多年来的愿望终于实现了，压力也随之而来。毕竟我在大学本科所学专业是水利工程，经济学基础相对弱一些，而且金融学、会计学、证券投资学等学科都是在业余时间自学，唯恐书中的专业表述、财务指标分析、数学计算等有不足之处。加之我长期在开发区一线工作，平时事务繁多，没有太多时间对创业板市场发展过程中深层次的问题进行认真的理论思考。因此，本书只是我对中国创业板市场发展进行的初步研究。对于书中研究内容的疏漏和研究方法的局限，请各位专家批评指正。

目 录

第一章 导言	1
第一节 中国创业板市场发展研究的意义	1
第二节 国内外相关研究进展与评述	4
一、国外研究动态	4
二、国内研究动态	12
三、国内外研究评述	20
第三节 创新与发展	21
第二章 创业板市场的形成	22
第一节 创业板市场形成的理论基础	22
一、新增长理论	22
二、投入产出理论	36
三、企业成长周期理论	43
四、有效市场假说理论	46
五、股票定价理论	52
六、期权定价理论	59
第二节 创业板市场形成是经济发展的必然	64
一、创业板市场的特征和基本功能	64
二、创业板市场是经济发展的必然	70
第三节 海外创业板市场状况	72

一、美国纳斯达克（NASDAQ）	73
二、英国另类投资市场（AIM）	75
三、新加坡凯利板市场（CATALIST）	77
四、香港创业板市场（GEM）	78
五、韩国科斯达克市场（KOSDAQ）	80
六、加拿大多伦多创业板市场（TSX Venture Exchange）	82
七、德国新市场（Neuer Market）	83
八、日本佳斯达克市场（JASDAQ）	84
九、欧洲易斯达克市场（EASDAQ）	85
第四节 对国外创业板发展经验的借鉴	87
一、客观看待并不断完善创业板外部市场环境	87
二、加强创业板与主板市场、场外市场的对接	88
三、逐步合理化创业板上市的门槛	88
四、建立和完善先进的交易系统	89
五、政府制定相应的扶持政策	90
六、建设中国特色的创业板市场	90
第三章 中国创业板市场的现行制度安排与规范	91
第一节 中国创业板市场的现状分析	91
一、市场规模方面	91
二、存在的问题	92
第二节 创业板市场的企业发行条件与 IPO 上市	94
一、中国创业板市场企业发行上市条件	94
二、创业板市场公开发行业与 IPO 上市	98
第三节 中国创业板市场的基本制度分析	109
一、创业板市场投资者准入制度	109
二、创业板市场的发行上市制度	111

三、创业板市场的交易制度	117
四、创业板市场的退市制度	123
五、创业板市场上市公司的股权激励制度	126
第四节 中国创业板市场的制度规范	132
一、中国创业板市场的发行审核制度规范	132
二、中国创业板市场的交易制度规范	136
三、中国创业板市场的市场监管制度规范	139
四、中国创业板市场的退市制度规范	145
五、中国创业板上市公司股权激励制度规范	148
第四章 中国创业板市场的运行分析	153
第一节 中国创业板市场的企业选择	153
一、自主创新型企业的内涵、确定标准	153
二、高新技术企业的确定标准	154
三、其他成长型企业	155
第二节 中国创业板市场的定价机制分析	156
一、创业板市场定价机制功能	157
二、中国创业板市场定价流程	157
三、创业板市场定价影响因素	160
第三节 中国创业板市场的价格分析	161
一、创业板市场价格情况分析	161
二、创业板市场 IPO 抑价情况分析	164
三、抑价率回归方程	166
四、创业板市场市盈率情况分析	167
第四节 中国创业板市场的风险机制研究	170
一、风险理论	170
二、中国创业板市场的风险分类	174
三、中国创业板市场的风险结构分析	179

四、中国创业板市场的风险控制	183
第五章 中国创业板市场的发展与经济带动效应	185
第一节 中国创业板市场上市公司的竞争力分析	186
一、中国创业板市场上市公司的竞争力分析	187
二、竞争力分析的主要结论	193
第二节 中国创业板市场上市公司的聚类分析	195
一、中国创业板市场上市公司的聚类分析	196
二、聚类分析结论	201
第三节 中国创业板市场的经济带动效应	203
一、中国创业板市场融资的直接经济效应研究	204
二、中国创业板市场融资与主板市场融资的 直接经济效应比较	213
三、主要结论	215
第六章 结论与展望	219
一、研究结论总结	219
二、中国创业板市场的前景展望	226
三、有待进一步研究的问题	228
附 录 首次公开发行股票并在创业板上市管理办法	230
 主要参考文献	 241
后 记	249

第一章 导 言

第一节 中国创业板市场发展研究的意义

2009年10月30日，中国创业板市场正式开始运行，36家创新型企业同时走上创业板的舞台。中国之所以选择这样一个开板时间，是因为全球范围内已经历了最严峻的金融危机，世界经济出现了复苏的迹象。世界经济增长的实践表明，每一次经济危机给世界经济带来沉重打击的同时，也会为各国经济提供新的发展机遇。新增长理论认为，内生经济增长的源泉在于大量的创业活动，作为技术、知识、管理、资本与创新精神相互交融的新型经济发展形态，创业型经济对于制度创新、管理创新、技术创新、产业结构调整和经济增长方式的转变都有重要意义。因此，中国适时推出创业板市场，不仅能够进一步丰富资本市场的结构和层次，而且为中国经济的转型并实现长期稳定增长提供了良好契机。

本书从不同角度分析创业板市场的运行现状、制度安排和规范管

理，评价创业板上市公司成长性，并展望创业板市场的未来发展前景。

第一，对明确创业板市场的基本功能定位，建立中国多层次资本市场体系具有重要意义。创业板市场的推出，有助于培育和完善的运作机制，创业板的建立和持续发展，将促进创业投资良性循环，形成促使资本、资源和其他创新要素向具有竞争力的企业积聚的长效机制，同时推出创业板市场为投资者提供多样化的投资选择，有助于完善多层次资本市场体系，促进社会资源的合理配置和产业升级。我国创业板设立目标有许多方面，通过本书研究，在总结美国纳斯达克、英国 AIM、加拿大 TSX Venture、韩国 Kosdaq 等市场的发展经验，结合我国创业板发展情况，本书将中国创业板市场最为核心的基本功能定位为高成长性中小企业和高科技企业提供融资渠道。创业板的推出是对资本市场资源的一轮重整，从而构建多层次的资本市场结构体系，本书通过比较创业板市场与主板市场的不同功能定位、不同的管理制度，并对各资本市场运行数据进行定量分析，意在说明创业板的设立是对主板市场有益的补充，其设立能够促进主板市场结构调整和优化，创业板的设立对完善中国资本市场体系，促进整体资本市场的规范管理和风险控制都有重要的意义。

第二，通过对我国创业板市场的运行现状进行分析，认识到我国创业板存在的主要问题和投资风险，对完善创业板市场具有重要意义。本书通过数据分析的方法，对我国创业板市场的运行数据进行系统分析，发现创业板上市公司存在高发行价、高市盈率、高超募率的“三高”现象，超募资金使用混乱、监管难度大、公司治理机制不完善、信息泄漏严重等问题。创业板市场与主板市场相比风险相对要高，首先，创业板市场企业大部分处于成长期，成长性企业多具有业绩不稳定的特点，经营模式和盈利能力还有待于时间的检验，对新技术、新模式的探索还存在不确定性，上市公司面临一定的经营风险，

不少企业甚至存在失败和退市的可能。其次，创业板企业的经营模式、运作管理和市场营销方式比较特殊，部分公司股权结构不稳定，公司治理不完善，有的还存在对单一客户技术和专业人员的依赖，经营的持续性和稳定性相对低于主板市场。最后，创业板企业成立时间较短，股本规模较小，抵御市场风险和行业风险能力较弱，面临市场操纵、炒作可能性比较高，对此都应该予以高度的重视和关注。基于创业板市场存在的问题和较高的投资风险，创业板市场如何才能健康有序的发展？因此，本书的研究对完善创业板市场的角度和出发点都具有重要指导意义。

第三，指出创业板市场规范管理的缺陷，有利于创业板市场健康有序的发展。本书以创业板市场风险的产生原因为研究的切入点，并对上市公司及投资者在发行和交易阶段的行为特征进行动态分析，研究认为，创业板推出时间短，其规模总体偏小，市场尚处于成长期，各方面的管理规范都不够完善，从规范管理的时点、方式及具体内容来看，管理具有随意性、临时性。另外，创业板市场监管部门对市场现象的认识滞后、对规范的制定滞后，对规范的实施也滞后，这在一定程度上弱化了规范管理的效果。针对创业板市场规范管理存在的问题，应加强对不同参与主体的全面监管。首先，应完善创业板市场上市制度，对上市规则中不严谨、不明确的地方予以完善，减少打“擦边球”的制度漏洞。其次，应增强制度的执行力度，提高违规操作成本，加强对上市环节的严格审核和管理，把好入市关。最后，应明确证监会监管主体的独立性，注重研究创业板市场不断变化的新情况、新特点，及时制定具有针对性和统筹性的监管法规，加强对上市后的过程监管。如及时对上市公司财务指标进行分析，加强信息披露，对信息造假、违规操作等行为依法依规予以严惩，绝不姑息。

第四，深入分析创业板上市企业的成长性，突出创业板市场对产业结构调整 and 国民经济的促进作用。本书通过定性与定量分析方法，

从上市企业的创新能力、盈利能力、风险控制能力、成长能力、运营能力等方面对企业历史数据进行评价分析，论证了创业板上市公司高成长的决定因素：即企业技术创新和应用能力、企业财务状况、企业经营者和员工素质等。并提出创业板上市公司成长性评价的基本思路和框架。

在创业板上市企业成长性分析的基础上，本书深入分析了创业板市场对三次产业和国民经济快速发展所起到的重要作用。一方面，创业板市场的设立既为中小型高科技企业提供新的融资渠道，打通了中小型高科技企业的融资瓶颈，也为高科技企业转机建制创造了必要的条件，加快了高科技企业技术创新，更为高科技迅速转化成生产力建立了良好的催生机制，对中小企业的发展产生激励示范效应，有助于培养我国自主创新的气氛，从而带动经济结构调整和产业升级，促进国民经济持续、快速、健康发展。另一方面，创业板市场的设立和完善将更好地满足新兴企业特别是高科技企业的融资需要，促进资金融通，带动经济发展。通过定量研究创业板市场和主板市场的融资规模对三次产业和国民经济的直接带动作用，凸显创业板市场在中国经济发展中的重要地位。

第二节 国内外相关研究进展与评述

一、国外研究动态

国外学者关于创业板市场的研究主要集中在对创业板市场本身及创业板市场与中小企业之间关系的研究。

（一）关于创业板上市公司盈利能力的研究

Julian Birkinshaw、Neil Hood 等（2005）通过研究英格兰的 24 家

跨国公司,认为跨国性的子公司作为一种半自治的实体,它存在于一种复杂的竞争环境之中,其内部环境包括其他跨国公司、内部消费者和供应商,外部环境则由消费者、供应商和竞争性公司组成。竞争性环境的相对力量构成了跨国公司的经营特质,公司的管理者必须主动面对其面临的机遇和挑战以确保公司的良好运行。该文重点研究了企业家素质和企业所面临的竞争环境之间的相互作用,得出一个企业特质的形成是这些因素相互作用的结果,并且这些因素最终决定企业的运行。Mosad Zineldin (2005)认为,管理和市场战略形成企业的竞争优势,与竞争性的优惠政策相比,竞争优势能够让消费者对企业给予更高的评价。银行业的传统业务在几十年中一直处于一个相对稳定的环境中,对于银行业竞争的影响包括对金融产品性质的较好理解和对消费者关系的管理两个方面,该文从理论和实践上对此进行了充分的论证。国外学者对上市公司盈利能力研究的相关文献较多,但是研究内容却非常分散。Sylvia Veronica Siregar、Yanivi Bachtiar (2010)利用多重回归方法研究了印度尼西亚企业的规模、外国所有权、利润率、杠杆作用等对法人社会责任产生的影响,以及法人社会责任报告对企业未来经营所产生的影响。结论表明,公司规模对法人社会责任有积极的影响,利润率和杠杆作用则与法人社会责任无明显的作用;法人社会责任对企业未来经营无任何促进作用。Roxana Wright (2010)认为,真正融入当地的环境对于中欧、东欧跨国公司的发展至关重要,该文通过四个跨国公司的实际案例,旨在对罗马尼亚的跨国公司战略进行研究,并设计了社会网络理论框架来分析公司植根于当地环境的程度、结构和特征。结论认为,与建立大量联系的战略规划形成鲜明对比,最有价值的方法是普遍建立各种各样的网络联系以给企业提供适应变化的便捷的信息渠道和快速灵活的反应机制,与政府建立起直接联系对市场进入很重要,对于企业的发展非常关键。Neale G. O'Connor、Sandra C. Vera-Munoz 等 (2011) 利用调查中国上

市公司的当前数据和有关历史资料,研究公司的竞争力与管理控制系统的重要性之间的关系,以及公司的国际市场定位是否适应这种关系。作者调查了五种管理控制系统实践,即正式程序、战略规划、预算目标、已批准程序、员工参与预算,认为国外进入者的威胁与公司管理控制系统之间存在正向相关关系,但是这种相关关系对于国内市场竞争中占主导地位的公司要强于在国际市场上的类似公司。

Dilek Cetindamar、Hakan Kilitcioglu (2013) 认为政策制定者和管理者非常热衷于竞争,然而,已有文献多是将注意力放在国家竞争力的研究上,而忽略了对企业竞争力的研究。该文利用综合测试模型来研究土耳其的企业竞争力以填补这方面的研究空白,该模型利用公司的各种参数,形成一种回报制度来帮助企业对竞争力进行自我评价。Maggie P. Williams、Dennis W. Taylor (2013) 根据 2010 年度报告和相关金融样本数据,研究了中国上交所、深交所前 100 家上市公司的基本情况,即研究上市公司利用关系销售来维持其收入水平。该文假定有两个与上市公司有价证券规则相联系的因素会对所有权控制形成市场扭曲,一种因素是 ST 公司,另一个因素是代表政府的股东所持有的非流通股比例。结果表明,那些公司收入水平较低而不正当销售水平却很高的企业,应作为 ST 公司来进行认真审查,并且其非流通股比例不断下降。Nixon Kamukama、Kampala、Uganda (2013) 利用回归分析方法就乌干达金融行业的智力资本因素对企业竞争优势产生的贡献进行了研究,结论认为,智力资本对企业竞争优势的形成是一个非常强的指标。Song Zhu、Hao Jiao (2013) 对 6065 家中国上市公司的组织结构和经营绩效进行了研究,认为扁平结构在新兴市场中是一种较好的组织形式,因为它对于资本配置、通过减少海外投资而减少无效投资、缓解投资不足等方面是有效的,这样对公司绩效非常有益,无论是长期利润还是短期收益。Yang Liu、Jiang Wei (2013) 认为,商业模式创新对于中国公司在全球经济竞争中是一种全新的手

段,由于中国具有独一无二的背景,作者力图阐明什么是商业模式、如何设计商业模式、不同设计的商业模式如何影响中国企业的竞争优势等。Mahesh Joshi、Daryll Cahill 等(2013)对澳大利亚 2006—2008 年金融部门的智力资本和其经营绩效之间的关系进行了研究,认为人力资本对金融部门的价值创造能力产生了重要的影响。Qian Long Kweh、Yee Chuann Chan(2013)利用 DEA 分析方法对马来西亚软件业 25 个样本公司的人力资本效率进行了量化研究。此外,Ehsan Elahi(2013)还研究在高风险条件下,企业的风险管理能力如何能够形成企业的竞争优势。

(二) 关于创业板市场运行的研究

国外学者主要运用证券市场微观结构理论、交易费用理论、信息不对称理论、博弈论等相关知识,对创业板市场的制度安排、运行效率及交易成本进行分析。Gilley Bruce(1999)认为香港创业板市场的设立是成功的,是为高科技企业设立的,适合处于初创时期的不太知名的大中华地区的科技企业。Xiaoqing Eleanor Xu、Ph. D.(2000)认为创业板市场为成长性企业提供进入资本市场的途径,增加风险资本流动性,并有利于风险资本退市。Bong-Soo Lee、Oliver Meng Rui、Steven Shuye Wang(2004)利用 EGARCH 模型、动态因果检验和 VAR 模型方差分解方法,根据 1997 年亚洲金融危机到 2001 年的数据来研究 NASDAQ 和亚洲二板市场之间的信息传递和扩散关系。结果表明,二者之间存在着十分显著的相关关系。Pak To Chan、Fariborz Moshirian(2007)利用不同的基准对过去三年香港 GEM 不同部门的市场表现进行了研究,由于 IPO 中至少有 70% 属于技术型企业股票,其价值高估是香港 GEM 表现不佳的主要原因。Dequan Wang(2007)分析认为,创业板市场有助于推动风险资本融资在中国的进一步发展,能增强股票流动性,使其更具吸引力。Tang Yun-shu、Tan Yi(2008)认为创业板中风险投资对 IPO 时间和经营业绩有重要影响,