

niupengzhengquanshuxi

牛棚证券书系

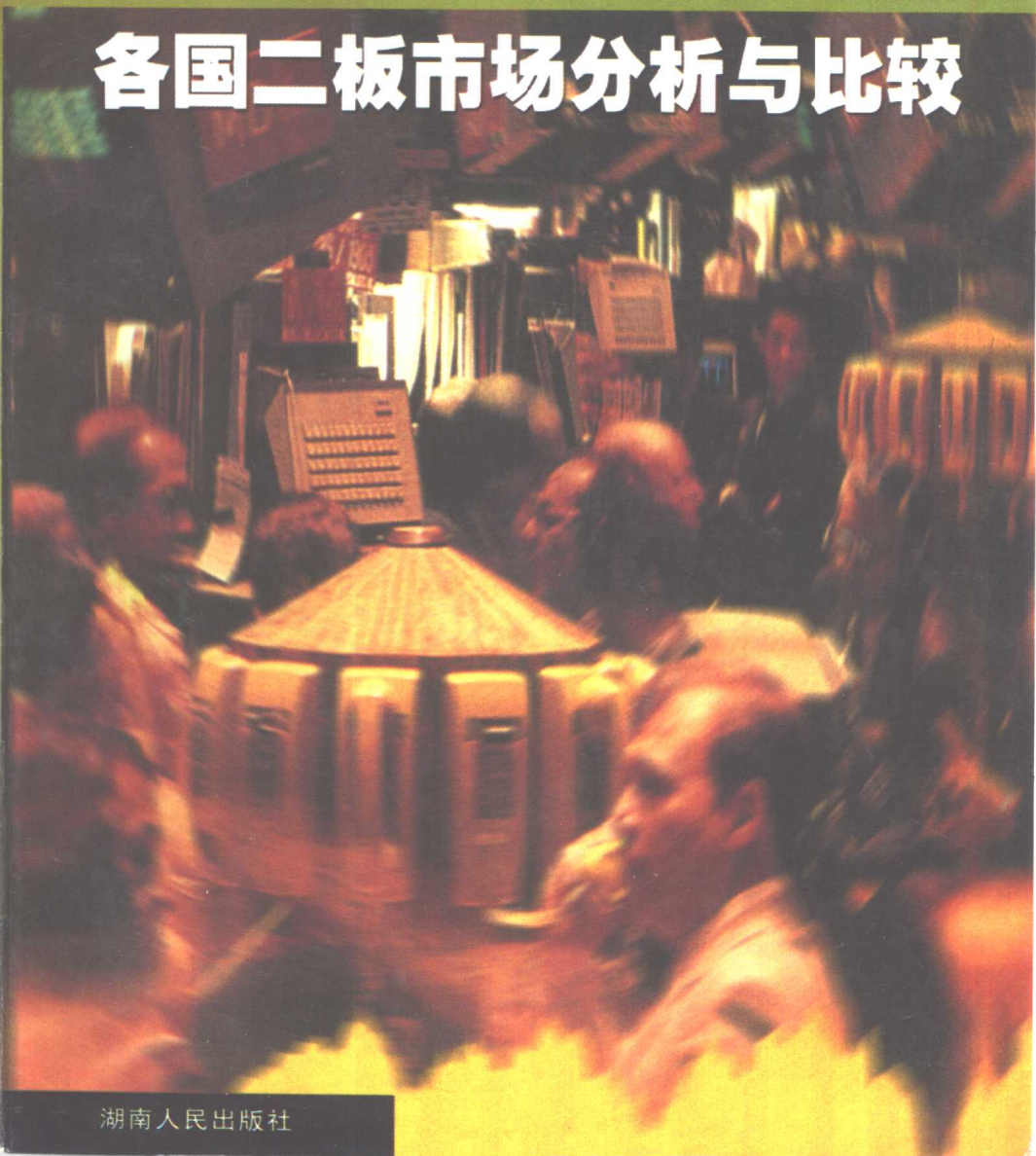
ERBANSHANGSHIZHILU

GE GUO ER BAN SHI CHANG FEN XI YU BI JIAO

二板上市之路

陈晓红 编著
杨艳军

各国二板市场分析与比较



湖南人民出版社

二板上市之路

● 各国二板市场分析与比较

☐ 陈晓红
☐ 杨艳军 编著

湖南人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

二板上市之路:世界各国二板市场分析与比较/陈晓红 杨艳军
编著. —长沙:湖南人民出版社, 2001.9

(牛棚证券书系)

ISBN 7-5438-2711-5

I. 二... II. ①陈... ②杨... III. 高技术产业—资本市场—研究—世界

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 056821 号

责任编辑:陈 敬

装帧设计:文 龙

二板上市之路

——世界各国二板市场分析与比较

陈晓红 杨艳军编著

*

湖南人民出版社出版、发行

(长沙市展览馆路 66 号 邮编:410005)

湖南省新华书店经销 湖南省望城湘江印刷厂印刷

2001 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

开本:850×1168 1/32 印张:9.5

字数:197,000 印数:1—6,000

ISBN7-5438-2711-5

F·442 定价:24.00 元

迎战二板市场

(前 言)

1971年，当美国 Nasdaq 开始正式运作之时，正如其名称“全美证券交易商协会自动报价系统”所显示的，它只不过是一个不为世人所知的场外证券市场，接纳的多是当时一些名不见经传不为传统证券交易所接纳的中小企业。可以说，20世纪90年代之前的 Nasdaq 根本无法与 NYSE 相提并论。然而，当时针指向20世纪90年代后，一批高科技巨人神奇般地在 Nasdaq 显现了，微软、网景、苹果等成为世人耳熟能详的名字。如今，Nasdaq 因为是美国高科技的摇篮而家喻户晓，Nasdaq 指数与老牌的道琼斯指数一样，成为美国乃至全球经济的晴雨表；同时，Nasdaq 也被尊为全球二板的鼻祖，欧洲和亚洲许多国家都相继出现了 Nasdaq 的翻版和改版。一时，二板的风潮风靡了世界。

二板市场究竟有什么魔力？

英国前首相撒切尔夫人曾说：“欧洲在高新技术方面落后于美国，并非是欧洲科技水平低下，而是由于欧洲风险投资方面落后于美国 10 年。”可见，健全的高科技风险投资机制是推动美国走在信息时代前列的巨大动力，这已是不争的事实。完善的风险投资退出机制，多元化的风险投资退出渠道是一国风险投资发展的重要环节。许多国家风险投资的发展恰恰是受到了退出机制的制约。二板市场 IPO 是风险投资退出的最为成功的方式，它既为风险企业的进一步发展做了有力的铺垫，又使得风险投资家（机构）能够获得巨额的投资收益，以弥补其在其他失败项目上的损失，有实力投入资金到更多的风险项目中去，以此形成风险投资的良性循环。风险企业在初期多为新兴的中小企业，其中不乏高科技企业，它们往往很难达到传统证券交易所（人们称之为“主板”）的上市标准。而二板市场的低门槛为中小企业打开了方便之门，为其提供了根植的土壤和一片耕耘的天地，使有希望、有条件者能够脱颖而出。新兴的企业不断成长，一个国家新兴产业也不断成长。这就是二板市场在信息时代蕴含的巨大魅力。

我国二板市场的建立是从完善风险投资机制这个课题中提出来的。自从 1985 年我国第一家风险投资机构“中创”设立后，前后共出现了 100 多家风

险投资机构。但风险投资并未产生预期的好效果，风险投资机构往往陷入难以为继的被动局面。缺乏发育良好的二板市场，成为我国风险投资发展的瓶颈，这在一定程度上也妨碍制约了我国风险企业的发展。据统计，在我国已注册的企业中，中小企业占99%以上，而我国中小企业融资难问题一直存在。经过学术界的热烈研讨和各界的疾声呼吁，以及各级政府的努力，该问题虽有所缓解，但并未从根本上得到解决。目前在中小企业信贷融资方面，各级政府已着手建立信用担保机构，但在直接融资方面却几乎还是空白。我国主板市场为上市企业筹集了大量的发展资金，也成为内地投资者有限的投资工具中的亮点，但主板自诞生之日起，就定位于为国营大中型企业服务，大多数民营企业和中小企业对其高入市门槛根本无法企及。有感于此，1998年，香港筹备创业板市场时，把目标瞄准了内地800多万家中小企业作为主要上市资源之一。当香港创业板创立的推介工作在内地进行时，引起内地中小企业的广泛关注和极大兴趣，一时“二板市场”由一陌生词汇变为业内广为人知的热门话题。因此，当内地将建立自己的二板市场这一消息传出时，具备某些条件的中小企业几乎都在摩拳擦掌，跃跃欲试。与此同时，民营企业赴海外二板市场上市的浪潮正方兴未艾。自中华网1999年7月14日在 Nas-

daq 上市掘得第一桶金后，新浪、搜狐、网易、和讯、8848 等以互联网络、电子商务为特色的高科技企业纷纷踏上 Nasdaq 之路；北大青鸟、复旦微电子等企业在香港创业板成功上市。向来与证券市场上市几乎绝缘的内地中小企业、民营企业似乎看到了希望的曙光。

我国证券市场长期以来一直是主板一枝独秀，场外交易市场发展缓慢，未形成有层次的、为不同对象服务的、完善的资本市场体系。二板市场的推出将改变这一局面。我国主板市场 1990 年诞生后虽打下了计划经济的一些烙印，但发展迅速，成绩斐然，对社会产生了巨大的影响，在制度准备、条件准备上为推出二板市场作了良好的铺垫。Nasdaq 从一场外交易市场起步，最终发展成为包括小型资本市场和全国资本市场在内的多层次市场的成长故事，也给了我国资本市场以启迪。通过二板的设立，促进主板的市场化发育与完善，同时带动全国不同层次市场的发育，也成为二板市场的作用之一。

不论从怎样的角度来看，我国都应设立二板市场。但二板市场的推出不能光凭热情，还应看到，有的国家二板市场推出后效果并不理想，如日本 Nasdaq，Mothers、新西兰二板市场等等。这提醒我们在吸收学习成功经验的同时，还必须总结探讨别国失败的教训，不重蹈覆辙，少走弯路。因此，我

国证券监管当局对二板的推出是慎之又慎，从思想准备、制度准备、技术准备方面都酝酿了较长的时间。

进入新千年以来，受新经济挤去泡沫的影响，Nasdaq 指数狂泻，全球二板市场的发展受挫。在此大环境下，香港创业板生不逢时，推出后指数曾一度跌过基日的半数。香港创业板的表现不免使人对推出国内二板产生了疑虑，与此同时，国内推出二板的时间也一再后推，更加加深了人们的猜测。但有关专家分析，国内二板推出后不会遭此惨景。如著名经济学家萧灼基就持此观点，并分析其原因有：第一，去年国内主板在全球股市不景气的前景下一片涨声，放量上扬，说明国内股市主要是受国内环境的影响，由此推定国内创业板受全球不利影响的可能性将较小；第二，国内众多蓬勃发展的中小企业是国内创业板很好的上市资源，这与香港创业板缺乏优质的上市资源有绝然的不同。因此我国创业板的前景看好。

人们企盼着国内创业板的推出。而对即将推出的创业板，国内企业也由初始的盲目热情转向理智成熟。上创业板并不意味着仅凭简单的包装就能获得上市“圈钱”的机会；从另一个角度来看，上创业板可能面临着比上主板更严格的监管，创业板严格的信息披露制度，需要企业完善内部治理结构，

而这正是国内众多中小企业面临的主要问题。上创业板也不意味着毫无风险，相反，国外上二板的企业被兼并收购、摘牌甚至破产的也不在少数。因此，企业面对创业板绝对要有清醒认识。面对即将推出的创业板，国内券商也是紧锣密鼓，加紧准备。创业板既是一种挑战，也是一种机会，券商一方面增资扩股，扩充实力；另一方面积极拓展投资银行业务。综合类券商都已掌握了一批好的企业资源。虽然创业板推出日期一再后推，券商们还是毫不放松创业板的推介工作。由此，我们看到，国内创业板的成功推出是完全有可能的。

在对国内创业板的企盼中，我们匆忙完成此书，以为实业界人士作为参考，同时希望为在该领域的深入研究起抛砖引玉的作用。

作 者

2001 年 7 月

目 录

1 世界各国二板市场概述	1
海外二板纵观	1
海外二板市场的组织模式	4
海外二板市场的成功经验	7
2 企业二板上市的一般程序	12
上市准备阶段	13
上市申请阶段	24
股票发行承销及申请挂牌阶段	26
〔附〕国内主板发行上市的整体工作流程	38
3 企业二板上市应掌握的技巧	40
分析企业二板上市的必要性	40
如何选择投资银行	50
如何选择财经公关顾问	69
如何引进策略投资者	74
股票期权的设置	84
企业海外二板上市应注意的问题	88

[附 1] 在境外免税地注册离岸公司	93
[附 2] “北京裕兴”间接香港创业板上市受阻	94
4 美国二板市场	96
Nasdaq 市场概述	96
企业在 Nasdaq 上市的优势	109
Nasdaq 进入门槛	123
Nasdaq 市场上市程序	130
美国 OTCBB 交易市场	133
中国企业赴美二板的现实操作	135
美国存托凭证	139
5 加拿大 CDNX 市场	142
CDNX 市场概况	142
CDNX 市场特点	143
CDNX 上市要求及费用	148
6 英国 AIM 市场	150
AIM 市场概况	150
AIM 上市条件	152
AIM 市场绩效	154
英国 Teck - MARK 市场	156
7 欧洲二板市场	158
欧洲新市场	158
欧盟的 Easdaq 市场	167
8 香港创业板	173

香港创业板市场概述	173
对香港创业板的反思	181
赴香港创业板上市的申请程序	189
香港创业板上市成本	196
香港创业板上市规则的最新修订	198
9 亚洲其他国家的二板市场	201
韩国二板市场 (Kosdaq)	202
日本的二板市场	206
吉隆坡证券交易所第二板市场 (KLSE)	207
新加坡自动报价市场 (Sesdaq)	210
台湾柜台市场 (OTC)	213
[附] 部分海外第二板市场主要特点比较	219
10 我国内地的创业板市场	221
我国内地创业板设立的背景	221
我国内地创业板市场的建设回顾	234
目前关于我国内地创业板有争议的几个问题	240
我国内地创业板的特点	243
创业企业股票发行核准程序	252
[附] 创业企业公开发行股票申请文件标准格式	254
内地“创业板”的上市资源	257
创业板与现行法规	264
我国内地创业板可能面临的风险	266
[附] 大陆、香港两地主板和创业板主要规则比较	268

11 海外二板上市案例分析	270
网易（Netease. com）上市之路	270
青鸟环宇上市之路	274
复旦微电子上市之路	278
同仁堂科技在港上市之路	281
参考文献	284

1 世界各国二板市场概述

海外二板纵观

国际上成熟的证券市场体系，除了包括传统的证券交易所以外，一般还包括二板市场和场外证券交易市场。二板市场（the Second Board）的名称是相对于主板（the Main Board）而言的。所谓主板，特指传统的证券交易所；二板则是 20 世纪 70 年代后各国逐步兴起的、以中小企业和创业企业为服务对象的新兴证券交易所，它与场外证券交易市场存在不可割裂的历史联系。1971 年，美国 Nasdaq 成立，它最先是美国证券交易商协会下属的证券自动报价系统，成立之初仅相当于一个场外交易系统，主要面向当时尚不够标准与资格在传统证券交易所上市的中小企业。随着美国经济的强劲发展和以信息技术为代表的高新技术产业的迅速崛起，Nasdaq 也迅速成长，成为全球最有影响力的证券交易所之一。作为世界二板市场的鼻祖，Nasdaq 被认为是培育高科

技企业的摇篮，成功地培育了包括微软、英特尔、苹果、戴尔、网景、亚马逊等在内的一大批高科技巨人。

美国高科技产业发展历程及其与二板市场的关系，使各国都深受启发。仿效美国的 Nasdaq，各国纷纷建立了自己的二板市场。法国巴黎 1996 年诞生的“新市场”（Nouveau Marche），如同英国伦敦的“另类投资市场”（AIM, Alternative Investment Market）那样，自启动以来表现也不错。为支持创新型的中小企业和成长型的高科技企业筹措资金，1994 年初，欧洲创业资本协会提议模仿美国 Nasdaq，成立一个独立的欧洲股票市场。在欧盟委员会和比利时政府的支持下，1996 年 11 月 Easdaq 正式开始运作，宣告欧洲第一个为高成长性和高科技企业融资的独立电子化股票市场诞生。德国法兰克福证券交易所 1997 年 3 月设立的“新市场”，与法国、荷兰、比利时的新市场连接成网络，组成“欧洲新市场”（Euro - NM）。1999 年加拿大温哥华证券交易所与艾伯塔证券交易所合并，标志着加拿大风险交易所的成立。

韩国的科技股市场“Kosdaq”也是仿照美国 Nasdaq 组建，亚洲其他国家，如新加坡和马来西亚很早就建立了二板市场。新加坡自动报价市场（Sesdaq）于 1987 年 2 月 18 日开始运行，并于 1988 年 3 月与美国 Nasdaq 市场联网，使新加坡投资者可以买卖美国场外交易市场的上市股票。马来西亚吉隆坡证券交易所第二板市场（KLSE）成立于 1988 年，并从 1991 年起开始公布自己的指数。马来西亚证券交易及自动报价场外市场（Mesdaq）在过去的几年中也非常活跃。日本独立的第二板市场“场外交易所”（OTC Exchange）已颇具规模，1996 年上市公司已达 780 家，市值 1250 亿美

元。1999 年日本软银公司与美国 Nasdaq 合作成立“Nasdaq 日本”，与本土二板展开竞争。我国的台湾不仅有相对活跃和健全的 OTC 市场或“店头市场”（ROSE），而且还在考虑设立更低一级的“报价市场”。1999 年香港联交所出台了《创业板证券上市规则》，同年 11 月 25 日起香港创业板正式运作，吸引了不少香港和内地的创业公司。

纵观海外二板的发展历史可以看出，二板市场的特点是起步晚，但发展势头迅猛，特别是美国 Nasdaq 雄心勃勃，大有赶超传统交易所，并在竞争中处于全球领先水平的趋势。另外，我们也可以看出，二板不等于“二等”，也不等于没有主板重要。二板之所以被称之为二板，有出现时间晚的原因，此外，它与主板并没有身份地位上的根本差别，只是两者的宗旨与服务对象不同，而使他们各自具有不同的特征而已。

但二板市场的发展也不尽如人意。在欧洲，20 世纪 80 年代各主要证券市场都曾在主板基础上设立过二板市场，但都相继失败。1996 年建立的 Easdaq，曾号称是欧洲的 Nasdaq，但是 4 年多来上市公司仅有 50 多家，发展速度十分缓慢。在新西兰，二板市场已正式宣布失败，澳大利亚则刚刚关闭了二板市场。香港创业板的启动指数是 1000 点，但现在已经跌至四五百点，这意味着资产价值的大幅贬值。在所谓挤出“新经济的泡沫”的股市大调整中，Nasdaq 也不免大受影响，众多的网络股份纷纷跌价，致使国内赴美上市的网络公司大受影响。与美国 Nasdaq 相媲美的德国二板市场“新市场”曾被认为是欧洲最为成功的二板市场，也出现了令人担忧的事件：在新市场上注册上市的一家德国法兰克福

因特网和电信公司吉加贝尔（Gigabell）公司宣布向法兰克福当地法院提出破产申请，另外还有约 10 余家因特网公司被专家认定是“死亡”的公司。这些事件表明，在目前的“二板”热潮面前，我们需要保持清醒的理智，吸收相关的经验教训；而企业在不同二板上市之前进行选择时，也要经过谨慎的考虑。

海外二板市场的组织模式

● 各国二板市场的名称考察

第二板市场（the Second Board）又称创业板市场、中小企业市场或小盘股市场，是与主板市场（the Main Board 或称第一板市场）相对应的概念，特指主板市场以外的，专门为新兴公司和中小企业提供筹资渠道的新型资本市场。它依托计算机网络进行证券交易，为创业投资提供退出通道，对上市公司经营业绩和资产规模要求较宽，但对信息披露和主业范围要求相当严格。

对世界各主要二板市场的命名加以考察，可以看出，世界主要二板市场命名大致可以分为四种：

1. “SDAQ” 后缀。

以“SDAQ”为后缀命名二板市场是世界上很多国家的做法。“SDAQ”是“Securities Dealers Automated Quotation”的缩写，中文翻译为“证券交易商自动报价系统”。Nasdaq