



中小企业融资实务

创业板上市

CHUANGYEBAN

SHANGSHI

主 编 李 骥

民主与建设出版社

· 中小企业融资实务 ·

创业板上市

主 编 李 骥

副主编 米险峰

民主与建设出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业板上市/李骥主编

- 北京: 民主与建设出版社, 2001

(中小企业融资实务)

ISBN7 - 80112 - 449 - 9

I. 创… II. 李… III. 高技术产业 - 资本市场 - 中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 040347

责任编辑	徐昌强
封面设计	孙 岩
出版发行	民主与建设出版社
电 话	(010) 65523123 65523819
社 址	北京市朝外大街吉祥里 208 号
邮 编	100020
印 刷	长城印刷厂
开 本	850 × 1168 1/32
印 张	11
字 数	240 千字
版 次	2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月第 1 次印刷
书 号	ISBN7 - 80112 - 449 - 9/F · 154
定 价	21.00 元

注: 如有印、装质量问题, 请与出版社联系。

内 容 提 要

本书针对我国中小型（科技）企业发展过程中的资金困难，提出了创业板融资的解决方案。全书分上、下两篇：上篇介绍中小企业的各种实用融资方案，并附有相应的案例。下篇主要介绍中小企业如何在即将开通的中国创业板市场融资，包括各种注意事项和上市时机选择、上市程序、运作实务等，为企业提供了很强的上市指导；此外还介绍了海外几个主要创业板上市实务，可以作为我国企业到这些海外创业板上市的借鉴参考。

本书的作者既有在北大攻读的博士生，也有在企业担任领导职务的人士，因而增加了本书的实践性和指导性。

本书对计划上市的各类中小企业及其经营管理者、高校师生与政府管理部门，是很好的参考读物。

代序: 研究、借鉴国际经验, 加快我国创业板市场建设

高尚全

近一两年来, 创业板市场越来越受到人们的普遍关注, 创业板市场将为那些有产业化前景而尚未产业化的企业提供一种有效的商业性的财务安排。从某种意义上说, 创业板是传统金融形式的革新, 它在我国的运作有着积极的意义。

在中小企业发展过程中, 由于银行与中小企业的特殊关系, 融资问题始终是中小企业(尤其是科技型企业)在发展中所要面对的问题, 创业板市场为这些企业提供了一条有效的融资渠道。由北京大学“中国中小企业促进中心”中小企业发展组李骥主编的《创业板上市》这本书正是针对中小企业发展与其在创业板上市运作中所面对的主要问题展开的深入研究。

需要指出的是, 在发达国家市场中, 对许多成长性好的企业来说, 创业板市场也许对它们的发展并没有什么帮助, 但是创业板市场对中小企业发展中的规范化、产业化运作所起的作

用绝不容忽视。事实上,有关促进中小企业发展与创业板市场的启动运作已经在不同国家、地区进行了实践,并且取得了许多成功的或失败的经验,这些经验都值得我们去研究、借鉴,李骥及其小组成员的研究也正是体现了这一点。

一、发达国家设立创业板市场的主要经验

20 世纪 70 年代以来,随着科技进步和中小企业科技创新的发展,一些发达的市场经济国家在配套的金融服务方面,也进行了积极的探索与创新。特别是近 10 年来,支持中小企业科技创新的风险投资发展十分迅猛,与之相配合的资本市场创新活动已成为发达国家和主要发展中国家十分重视的领域。科技创新及产业化发展,依赖于风险投资的发展,而风险投资的发展取决于是否存在一个能够为其退出提供有效服务的资本市场。

鉴于此,美国在 1971 年将分散在全国的店头交易市场统一组织起来,并利用先进的技术手段,设立了全国证券交易商协会自动报价系统,即纳斯达克(NASDAQ)市场。这个市场有效地支撑了美国风险投资和科技创新的快速发展,使美国在科技创新及产业化发展方面领先于其他发达国家。

近年来,其他发达国家也纷纷加快了为中小型高成长企业进入资本市场服务的创业板市场的建设。1995 年 6 月,英国伦敦证券交易所设立了 ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET(简称 AIM 的创业板市场)。欧盟风险资本协会为协调欧洲的证券市场,解决欧洲科技型、高速成长型公司股权融资渠道匮乏的问题,于 1994 年初模仿美国纳斯达克市场,成

立了欧洲证券交易商自动报价系统，即欧洲纳斯达克创业板市场。法国于 1996 年 2 月在法国证券交易所开设了新市场（LE NOUVEAU MARCHE）。德国也于 1997 年 3 月在法兰克福的德国证券交易所开设了新市场（NEUER MARKT）。

在亚洲，新加坡、马来西亚分别在 1987 年和 1988 年成立了二板市场，即 THE SECOND BOARD，服务对象为具有成长潜力的中小科技企业；日本于 1991 年正式成立了日本自动报价系统，即 JASDAQ 创业板市场；台湾在 1997 年设立了创业板市场——OVER THE COUNTER，即柜台市场，其中 4 成上市公司是高科技企业；香港特区政府也于 1999 年 11 月推出了创业板市场。

在世界主要创业板市场中，纳斯达克市场的情况是具有特殊性的，也可以说它并非严格意义上的第二板市场。纳斯达克成立的原意是将美国的大规模场外交易市场纳入正规的监管制度之中，而且一直以来纳斯达克都是在纽约证券交易所以外有效运行的证券市场。纳斯达克于 1971 年开始运作，为 2500 多只场外买卖证券提供报价。其后纳斯达克的表现持续优胜于其他主要市场，成为全美国增长最快的股票市场。1994 年，纳斯达克的每年总成交量已超过纽约证券交易所。现在共有 5000 多家公司在纳斯达克上市，而纳斯达克本身也分为两个市场，即全国市场（NATIONAL MARKET），供资产规模较大的大型公司上市；小型资本市场（SMALL CAP MARKET），供中型资产规模公司上市。此外，纳斯达克还负责监管场外交易市场和 OTCBB 电子告示板报价系统。

从目前情况看，运行最为成功的创业板市场是德国的新市场（NEUER MARKT）。德国的新市场自 1997 年 3 月开始运

行以来，已成为全球表现最佳的证券交易所之一。德国新市场的成功，显示出有针对性的专门市场在适当的条件下是可以脱颖而出的。

然而，也有不成功的创业板市场。英国在成立 AIM 市场前，就曾三度尝试为高风险的小型新兴公司设立另类市场：UNLISTED SECURITIES MARKET 创立于 1980 年，作为不符合正式上市证券规定的小型公司证券交易市场，虽然初期颇为成功，但其后由于流通性不足等问题使市场备受打击，并被迫于 1996 年关闭；第 4.2 条规则，是专门为场外证券买卖设施而设立的，通过经纪商之间相互对盘进行买卖，但这种交易方式也于 1995 年停止；第三市场(THIRD MARKET)1987 年开始运行，1990 年关闭，这个市场旨在吸引不符合上市证券市场规定、风险程度极高的小型创业公司。这三个不成功的市场均是没有确定和维持足够的市场流通量而被迫关闭。

新兴证券市场的成功有赖很多因素，但市场必须以建立投资者的信心为目标，并确保上市公司的质量、公正操作和透明度，这样才能有较大的成功机会。从德国新市场取得成功的经验看，有以下三点值得我们认真地加以研究、借鉴：

第一，致力于维持严格的监管准则、确保市场素质及维持高透明度是其成功的关键因素；

第二，致力于吸纳优质公司上市和减少对散户投资者的依赖，加强机构投资者的持续参与；

第三，致力于有针对性地选择上市公司。新市场并非仅作为主板市场之外的另一个市场，而是有选择地针对那些具有较大发展前景的行业或公司。

二、我国设立创业板市场应遵循的基本原则

1. 关于监管的基本原则

创业板市场的监管原则，不应有别于主板市场，主板市场的基本监管原则同样适用于创业板市场。为了使新兴创业公司能够进入创业板市场，可以降低公司首次上市的要求，例如定出较低的市值标准或调低对公司盈利业绩的规定。但是，对于必须提供给投资者的信息质量、证券发行人及其顾问对法规的遵守程度，以及监管机构对市场的监管标准等，都不能有丝毫的放松。只有这样才能使我们所建立的创业板市场上存在的风险，仅仅来自于上市公司及其业务的较短的历史及初创的性质，而不是来自于对市场本身运作与监管的松懈。

对于证券市场的监管，不论是主板市场还是创业板市场，监管的最终目标都是必须确保市场使用者、投资人、发行人、中介机构和类似的其他参与者，对于市场的公正、廉洁、透明抱有高度的信心。只有提供这样的市场，才能吸引众多的符合条件的市场参与者并获得最佳的流通量。

2. 建立强制性信息披露的制度

从世界主要创业板市场发展的情况看，创业板市场普遍被视为是以信息披露为重点的市场。一个典型的以信息披露为基础的市场，是要证券发行人披露所有必要及有关信息，以便投资人能在充分了解的情况下作出有根据的投资决策。

在以信息披露为基础的制度下的监管机构，对投资的利弊

并不作出评论,也不对所发行的证券或所提供的投资机会作出判断。监管机构只是尽力确保证券发行人就所发行证券提供并披露所有重要的信息资料,以便投资者自行判断所发行的证券是否值得投资。

以信息披露为基础的制度要求进入市场的投资者有一定程度的分析判断能力,因为在很大程度上,这个制度依赖于投资者主动阅读和了解有关方面向他们披露的事项,然后再作出投资的决定。

我们强调建立以信息披露为基础的制度,并不意味着完全放弃以判断利弊为基础的制度,也就是说,在现阶段还须保留监管机构上市专家委员会投票表决的程序,以决定某一公司是否“适宜上市”。

3. 遵循“买者自负”的原则

创业板市场是高风险市场,这种高风险主要基于如下因素:寻求上市的公司资产规模较小及其业务处于初创时期;有关公司的业务属于新兴行业;缺乏稳定的盈利业绩,因而公司有关业务有倒闭或无力偿还的较大可能性。也就是说,新兴公司具有较高的风险,与成立已久并且运作良好的公司比较,其业务失败的比率较高。因此,“买者自负”的原则是适用于创业板市场的。

市场应自行决定哪一家公司是否在商业上可行,而监管机构不可以也不应该取代投资者的自行判断和作出投资决策。如果投资者因为未充分了解有关的投资风险而作出了错误投资决策,是不能要求监管机构就其本身的错误判断作出赔偿的。

在遵循“买者自负”原则的同时，还应建立上市保荐人及财务顾问制度，由具有专业知识和经验的机构来衡量一家公司的发展潜质及其证券是否具有市场承销潜力，进而对该公司及其业务是否在商业上可行作出有效的判断。

三、建立创业板市场面临的主要风险及对策

在我国建立创业板市场会有助于风险投资和科技产业化发展，会产生诸多积极的作用。但是由于我国证券市场起步较晚，缺乏丰富的监管经验，还存在着一些问题，因而目前建立创业板市场也还面临一些风险。诸如：目前证券市场的投机性较强，股市波动幅度较大，而创业板市场具有较大的投资风险，如不采取有效的措施，将加大证券市场的投机气氛；从我国主板市场运行情况看，公开披露信息有较大水分，存在上市公司过度包装的现象，这种情况会在降低了上市标准的创业板市场上将引发更大的风险，损害市场投资者的利益；现阶段我国证券市场监管机制尚不健全，还未建立起一个完善的上市公司监管体系，而创业板市场的风险较主板市场要高，因而有效的外部监管是十分必要的；目前我国证券市场的投资者主要为散户，缺乏机构投资者及真正的风险投资家，而创业板市场的上市公司具有高收益高风险的特点，公司破产倒闭的现象较多，以中小散户为主的投资者投资心理脆弱，易导致市场剧烈动荡等。

鉴于此，我们应采取一些积极的应对措施，降低建立创业板市场的风险，使其逐步达到原有设计的目标，发挥其应有的功能，推动我国科技创新的产业化及风险投资事业的发展。

1. 培育与发展机构投资者，使投资行为趋于理性化

应加强建立如风险投资基金、风险投资公司和高科技发展基金等风险投资机构，使这些熟悉投资技巧、善于控制投资风险的机构投资者成为未来创业板市场的主要投资者，从而达到稳定市场、使创业板市场投资行为更趋理性化的目的。同时，要加快制定设立中外合资、合作证券投资基金、风险投资基金的办法，引进外资进入我国的证券市场。

这样，一方面可以扩大我国证券市场的资金来源，有效地支撑上市企业的融资活动；另一方面可以学习、借鉴外国投资机构的专业经验、娴熟的投资技巧、市场化的投资理念等，提高我国机构投资者的从业水平。

由于外资的进入，还可以改变目前我国证券市场上机构投资者国家绝对控股的单一所有制结构，逐步建立利益多元化的市场结构，有效地抑制一些国有机构投资者不合理的投资行为。

2. 建立强制性信息披露制度

在创业板市场的设立初期，可以制定严格的上市、信息披露、交易等条件，如信息披露可以缩短周期；每笔交易的数量可以有所规定等。待创业板市场运行逐步成熟，相应的管理、监督体系完善后再逐步放宽上市条件。

要重视信息披露的真实性，尤其是要加强对注册会计师事务所、律师事务所、评估师事务所的监督与管理。随着我国证券市场的逐步开放，要加快国际上信誉良好的中介机构进入我国证券市场的步伐。建立中外合资、合作的会计师

行、律师行等中介机构, 促进我国中介机构业务水平的提高, 通过提高披露信息的真实性和准确性, 进一步降低创业板市场的风险。

3. 建立上市保荐人制度

由于在创业板上市的公司多处于初创期, 且资产规模较小, 存在着较大的风险, 因而要求作为上市公司保荐人的证券公司或投资银行须在一定时期与所推荐公司合作, 并对所推荐公司上市后出现的经营不善、违规问题承担连带责任。这也就对上市保荐人在资本规模、人才素质、以往业绩等方面提出了较高的要求, 有利于将业务集中于少数实力雄厚的综合性大券商, 减少无序竞争, 降低创业板市场的投资风险。

4. 逐步建立做市商制度

这样有利于确保创业板市场的流通性和稳定性。做市商英文是 MARKET MAKER——造就市场者。做市商的基本职能就是保持市场的流通性。做市商通过不断地报出实盘价, 表示可以按此价格买入或卖出其“做市”的股票。这样就使每只股票具有了起码的流通量, 可有效地避免有行无市状况的出现, 大大减轻了投资者想买时无人卖, 想卖时无人买的忧虑。

做市商根据市场上对其做市股票的供求关系及变化, 按照市场中的规则不断调整其报价并据以成交。做市商应得到降低交易手续费、简化结算手续、优先使用交易市场设施等权利。做市商既要对市场负责, 又要自己盈利, 做市商维护了市场的流通性, 这样市场交易的稳定性和持续性才有保障。

创业板市场在我国仍属酝酿与起步阶段，实际操作中新的问题还会大量出现，这些问题还需要我们共同关注与研究。

（注：本文作者为北京大学光华管理学院教授、博士生导师）

前 言

近年来，在改革开放的推动下，我国中小企业不断发展，为社会提供了大量的就业机会，在社会与经济发展中的地位越来越受到关注。然而，中小企业在发展中面临许多现实的困难，其中最主要的问题是融资障碍，这是由中小企业自身的特征所决定的，这种特征表现在两个方面：一是中小企业总是处于市场的边缘，在市场竞争中容易处于劣势，或由于不确定的外部市场变化导致企业经营困难，金融机构对其融资所承担的风险比大企业高；二是由于治理机制上与大企业存在差异，通过间接融资成本很高、难度大，直接融资又存在融资资格问题。鉴于这些原因，发达国家都分别采取了积极的促进措施，大力推动中小企业的发展。需要指出的是，所谓促进政策也并非针对所有的中小企业，而是那些有生存能力或有发展潜力的中小企业，这种政策主要表现在两个方面：一是政策性的促进，如政策性贷款或政策性担保；二是建立有利于中小企业成长的市场制度，如降低市场准入限制，或建立创业板市场。

在所有的中小企业中，风险创业企业的发展尤其值得我们关注，这种企业科技含量高，企业在接受市场选择的过程中大量地生、大量地死，通过市场竞争淘汰，生存下来的企业得到高额风险回报，并迅速发展壮大。正是在这样一种机制作用下，新技术很快产生，并通过竞争淘汰落后的技术，成

为推动经济发展的力量，在这个过程中风险投资起着决定性的作用。然而问题在于，当创业企业成长到一定阶段，企业在发展中所面临的新问题就会出现：一是高科技企业进一步发展壮大需要筹集必要的资金；二是风险投资随着企业发展到一定阶段就要退出；三是高新技术及企业管理的未来市值如何得到有效评价；四是如何激励新的风险资金继续投向新的创业企业。

创业板市场正是解决这个问题的一种有效途径，通过建立创业板市场来为高科技创业企业提供融资越来越受到重视，尤其美国 NASDAQ 市场的成功运作已经为世界各国树立了一个榜样，世界各国也开始建立自己的创业板市场。中国的创业板市场也即将开始正式运作，这将为高科技企业的进一步发展提供有效的途径。但是我们对创业板市场的认识也不能过于绝对化，创业板市场的运作成效与其市场运作机制有着绝对重要的关系，它将伴随着高科技创业企业的成功而成功。在所有成长性企业中，真正去创业板市场融资的也并非多数，它只是为中小企业发展提供了一个融资市场。

相对于一般的中小企业，风险型企业的不确定性更高，尤其是我国高科技发展水平在世界上仍处于相对落后的地位，这将使得投资者或创业企业在创业板市场上的融资活动都将面临比主板市场更大的市场风险。

对于申请发行股票到创业板上市的企业来说，主要的风险因素就是发行失败或者融资成本过高，主要体现在：金融中介机构的选择风险；投资者的偏好；发行价格确定方面的风险；公司规模偏小、盈利水平偏低、行政干预过多等因素也会增加申请上市企业的融资成本和不确定性，从而增加申请上市企业的风险。

对于那些已经在创业板上市的公司来说，面临的风险主要有：更容易被恶意收购；上市公司更容易被摘牌；公司股票的二级市场表现不佳甚至长期处于发行价之下；来自信息披露方面的风险。

对于投资者来说，他们在创业板市场上进行投资活动，所面临的风险与企业的融资风险又有所不同：一是来自外在市场的不确定因素。对于不占主导市场的企业来说，外在因素对其盈利状况会影响很大，如行业及行业中的竞争对手状况、不确定因素对市场的冲击等；二是企业自身因素的影响。主要由两个方面来决定：企业在治理机制上是否更有竞争力，企业是否有技术上的竞争优势；三是来自创业板市场的不确定。由于创业板上市公司的规模普遍比较小，因此可能会出现两方面的风险：公司股票在创业板市场容易被操纵而导致市场的投机性很大，公司股票在创业板市场的流动性不足而导致投资者的投资风险会比较高。另外，由于创业板上市公司的发展变化比较快，不确定性比较高，因此发生内幕交易的可能性会大大提高，这又加大了创业板市场的风险；四是投资者自身造成的风险。在创业板市场上市的公司有着专业性强、技术含量高、不确定性大等特点，因而要在创业板市场进行投资，投资者就必须具备很高的专业知识和分析能力，不然就会面临很大的投资风险。

本书是北京大学中小企业促进中心中小企业发展组集体研究成果的结晶，它从两个层面研究了中小企业在发展过程中面临的现实问题及如何进入创业板市场融资的问题：

第一个层面，是关于创业板市场的运行机制的理论背景、如何培育高成长企业或风险企业，以及有关风险中小企业在发展过程中所面临的主要难点问题。这部分各章之间相对独