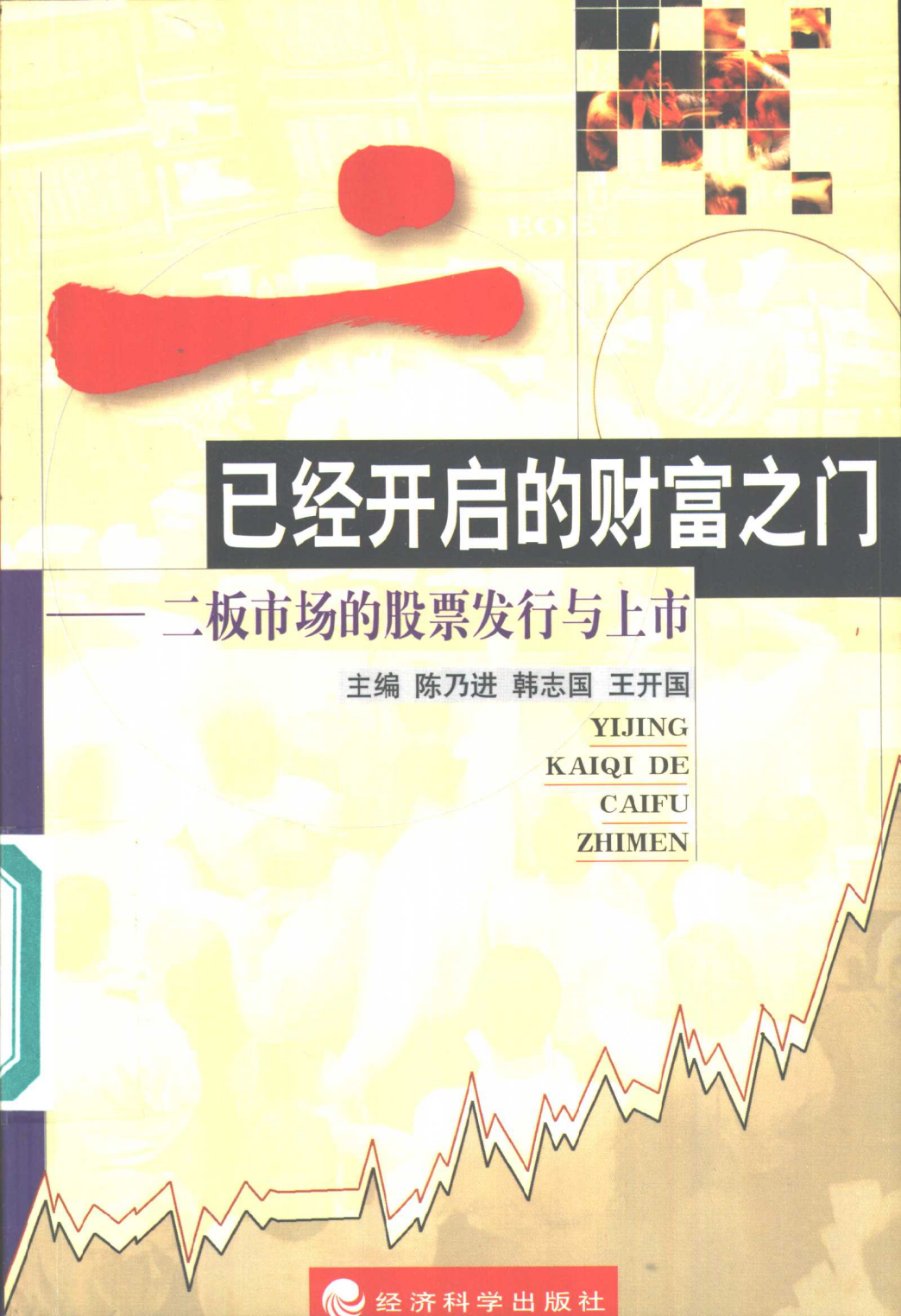




# 已经开启的财富之门

## —— 二板市场的股票发行与上市

主编 陈乃进 韩志国 王开国

YIJING  
KAIQI DE  
CAIFU  
ZHIMEN



经济科学出版社

# 已经开启的财富之门

——二板市场的股票发行与上市

主编 陈乃进 韩志国 王开国

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

已经开启的财富之门:二板市场的股票发行与上市/  
陈乃进、韩志国、王开国主编. - 北京:经济科学出版  
社, 2000.9

ISBN 7-5058-2320-5

I. 已… II. ①陈…②韩…③王… III. 高技术  
产业-资本市场-基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 47142 号

责任编辑: 张 力

责任校对: 杨晓莹

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

### 已经开启的财富之门

#### ——二板市场的股票发行与上市

主编 陈乃进 韩志国 王开国

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区万泉河路 66 号 邮编: 100086

总编室电话: 62541886 发行部电话: 62568485

网址: [www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@public2.east.net.cn](mailto:esp@public2.east.net.cn)

北京印刷一厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

850 × 1168 32 开 11 印张 270000 字

2000 年 9 月第一版 2000 年 11 月第二次印刷

印数: 5 001—9 000 册

ISBN 7-5058-2320-5/F·1712 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



# 二板市场是一部 市场经济的教科书



厉以宁

## 二板市场的设立宜早不宜迟

陈乃进、韩志国、王开国同志主编了《二板市场股票发行与上市》一书，请我来作序。我想借这个机会，就我国二板市场的建立问题谈几点意见。

### 一、二板市场的建设节奏问题

二板市场的建立，现在已经提到议事日程上来了。现在提出来，仍然有一些人对二板市场的建立感到有疑虑，疑虑主要是哪几点呢？第一点是认为中国当前的证券市场监管力量不足。一个主板市场还搞不好，再开一个二板市场，监管力量就更不足了。如果监管力量再不足，可能两个市场都搞不好。第二个疑虑是中国证券市场的资金有限，将其一分为二，又出现一个二板市场，则中国证券市场的资金就更少了。这对两个市场的发展都不利。第三个疑虑是中国目前懂得二板市场的人才不足，科技企业管理人才也不足。企业上市以后会遇到很多问题，这样人才的不足就妨碍了这些上市企业自身质量的提高。第四个疑虑是对于二板市场来说，风险是更大的，面对这么大的风险，中国的股民能否承担得起？如果中国的股民目前还不成熟，那么不如拖一段时间再建立二板市场。第五个疑虑是究竟什么样的企业能够上二板市

场，对高科技企业究竟怎样界定。比如说是按人员的学历程度来界定，还是按照研究开发的费用在产值或销售中所占的比例来界定等等，这些都很难划定。如果这个前提难以确定，那么目前建立二板市场是否过早？大体上有以上五种疑虑。我个人认为，这五种疑虑都是不能够令人信服的，是不能成立的。现在一一谈我的观点。

首先一点，证券市场监管力量不足的问题。监管力量足不足在于两个条件，第一个条件在于是否有法可依，包括法律、行政法规和各种条例；第二个条件在于有法之后，是否依法执行。关键在这两点上。所谓证监力量不足不在于人多少的问题。人再多，无法可依，有法不依，那么监管仍不行。现在若我们准备建立二板市场，首先应在这两点上下功夫。假定目前《公司法》的修改提到议事日程上来，那么就要对二板市场的公司上市条件等等做出一些规定。行政法规、证监会的一些条例、规章等也是这样，所以这个问题不难解决。关键在于是否能够严格执法，这就涉及到监管人员的素质问题，怎么能够让他们依法办事。若这个问题能解决好，那第一个疑虑是不必要的。设想一下，主板市场在上海、深圳刚开始时，监管力量很不足，但逐渐它就可以充实起来，所以不能以监管力量不足为理由，阻碍二板市场早日建立。

第二个疑虑即认为证券市场资金有限，分为两个市场后，可能两个市场资金都不足，这是一种静态地看问题的观点。因为静态地看问题使我们把资金总量看成是一个既定的量，如一分散则两个市场的交易量就都会不足。但我们应动态地看问题，主要从两个方面看：一方面，现在有大量的资金准备入市。这个条件大家都很清楚，利率低下、利息税的征收、金融实名制的实行等等，使很多资金等在市场之外，随时可以进入市场。它为什么现在不能进入市场呢？因为它在等待机会。所以说从动态地看，并



不存在资金是一定量的问题。另一方面，现在的股民登记人数大概是 5000 万户，而经常活动的只有 1/10，90% 的开户股民处于冬眠状态。虽然他开户了，但并不活跃。怎样使进入冬眠的人醒过来，让他进入市场，这要靠市场本身的吸引力。如果市场有这种吸引力，那他们会大量入市。资金有，股民又处于这种冬眠状态，如果我们在二板市场上能搞好，那么可以肯定，我们的交易量不会因此而下降。

第三个顾虑是我们的科技企业懂得科技板的人才不多。这不要紧，因为人才是可以培养出来的，可以派到国外去培训，也可以请外国专家来教，甚至还可以聘任香港或国外的一些人短期地到这里来工作。人才问题是可以解决的，关键在于二板市场的建立。只要一建立，它就会有需求，同时也会有供给。我们可以设想一下，当初上海、深圳搞主板市场，中国国内有多少人懂证券呢？20 世纪 90 年代初，原来 80 年代毕业的大学生很多还没经历过这些，主板市场一建立，大量的人才就涌现出来了，包括从大学里出来的，包括在职人员的培训等等。现在各种证券公司也都发展起来了。两个证券交易所人才济济，上市公司人才很多，所以人才问题也不能成为妨碍二板市场建立的理由。

第四个顾虑是中国的股民不成熟。对这个问题要具体分析。成熟与否，是相对的，绝对成熟的股民在任何国家、任何地区都是没有的。如果说都是成熟股民的话，那证券市场还如何进一步发展呢？20 世纪 90 年代初，1992 年深圳发股票的风波，可以看做是股民很不成熟的表现，以后长期的股市低迷，股民不是经受了考验吗？1996 年底股市每天下降 10%，股民不也经受过来了吗？所以说股民是会逐步成熟起来的。现在的股民和十年前相比，是成熟多了。好比一个人不会游泳，因为他不会游泳，就不让他下水，那他就永远也学不会游泳。对于二板市场也应该采取这种态度。先把它搞起来，股民在里面逐渐经受了，慢慢地也就

成熟起来了。

第五个思想顾虑就是高科技股板块的界定很难。在这方面，我们应当明确，二板市场不是高科技板市场，而是创业板市场。创业板的涵盖面和内容比高科技板更深刻，它包括只要有前途的，有发展前景的，不管是在技术上创新的，还是在制度上有创新的企业，都可以上创业板。创业板的重点在于有没有潜力的问题，发展前景如何，其中包含了高科技产业。至于高科技企业的鉴定问题，可以仿照国外的一些经验来做。不要因为技术上不好界定，就妨碍了二板市场的建立。

## 二、二板市场的地域选择问题

我谈谈二板市场应该设在什么地方。现在有几种观点：一种观点是在上海、深圳两个市场中，选一个市场作为主板市场，另一个市场作为二板市场。第二种观点是上海和深圳都加一块，每个市场都延伸一块。我认为这两种观点都不如第三种观点：即开辟第三地作为二板市场，找一个第三点、第三个城市作为二板市场，上海、深圳继续保留现在的主板市场。理由何在呢？就是上海、深圳的市场已经有一定规模，并且有了一定的影响，上海、深圳那些主板市场上的企业已经有这么多年，你假定在这里锯一块下去，反而对整个上海、深圳市场自身的整顿和提高都没有太大好处。不如两个市场都维持原状。那么，二板市场应放在哪里呢？假定说中国分成东部和西部，上海和深圳都属于东部，那么二板市场能否开在西部呢？假定说以长江为界或以黄河为界，那上海和深圳都在南方，从南北来讲，二板市场能否开在北方呢？我认为这是完全有可能的。假定说开在西部，那西安和成都都可以考虑；假定开在北部，条件可能更好，我认为北京应是首选。为什么这样说呢？主要有以下几个原因：（1）北京中关村是高科技



园区，这是将来很有发展潜力的地方。假定设在北京，刚好同中关村高科技园区结合在一起，也意味着中国企业将在技术上创新，在制度上创新，这样很多好企业可以在二板市场上市。(2)从中国整个经济发展来看，东部观念的解放要比西部早，而且也比西部有效。南方的思想解放早，而且程度也深。相对来说西部和北方都差。但把二板市场设在一个地方后，马上当地的观念会有一个大的变化。比如说设在西部，马上它就会直接对二板市场了解了，对证券市场了解了，对资本市场怎么运用及它的作用就清楚了。市场知识的普及程度会因二板市场的建立而大大加快。所以说放在北部或西部都有这个好处。而在北京设立的话，就可以照顾到西部，照顾到西北、华北、东北。但是有人不同意这个观点，同我争辩过这个问题。他们认为不能设在北京的理由是：(1)北京是首都，二板市场风险较大，股民又不成熟，一闹事则影响不好。这个理由是不成立的。因为他是在用从前的眼光看事情。现在大家都上网了，在炒二板市场做股票时，股民不是都在北京的，而是分散在全国各地，不可能都到北京来闹事。若股民在云南炒二板，他会到北京来吗？(2)在北京首都搞二板不如在外地搞二板，因为出了问题影响会很大。我认为这也不能成立。如设在外地，处理问题又要报中央，是很慢的。若在北京，一发现就制止了。因为在北京处理得快。根据上述分析，则二板市场设立在北京是完全有可能的。

我们知道加入 WTO 后，外商的大公司、银行进来后，他一定会选最大的城市，这是有先例的。大城市国际上的交往多，信息也多。所以反对设在北京的理由是不能成立的。当然，北京是首选，但如果更考虑到西部开发，放到西部也未尝不可。因为更有利于市场经济知识的普及，对当地观念的转变是有好处的。

### 三、我国资本市场中期权制的建立问题

二板市场建立后，上市公司的员工持股及股权激励即期权制该如何建立呢？

二板市场中的新上市企业是比较好规定的。但原来已上市的公司则较难规定。若采取回购的办法，则根据现在的规定，回购就把原来的资本冲销了；若采取配股的方式，则其他股东会不同意，不愿把原本配给他们的股票拿出来给别人。所以期权制对于原有的上市公司就不大好实行，因为没有途径。另外申请再批些股下来，这样层层下来，挺麻烦的。在二板市场上怎么来实行期权制定，怎样实行股权的奖励，现在就应考虑解决。这样对我们整个的二板市场和上市公司都是有好处的。因为大家都知道，加入 WTO 后，外商的企业进来之后，同我们争夺人才是会越来越激烈的，因为它的工资比我们高，就有可能把人挖到他那里去。我们如何留住人呢？当然我们提高工资也行，但这一点我们是受不了的。因为工资是计入成本的，工资提高了，成本太大。我们提高了，外商可能又提高它的工资，难道我们还提高吗？所以用提工资的办法来留人才是不够的。因而用股权激励的方法把人留下可能更有效。股权激励不增加公司的日常成本，将来可以出卖的时候，得到的是社会给予的回报和收入。

### 四、上市公司国有股的改造问题

科技企业上市问题，其中就包含了原有国有企业改成股份制后，国有股的出路问题；还有的是原来几个国有投资主体共同建立的企业，这涉及到国有股的减持问题。在二板市场要首先对此有所突破。现在根据经济学界的议论，大概有以下几种办法能够

使国有股减持问题得到实现：一是协议转让，不是通过上市，而是通过协议方式转让；二是等待机会上市；三是把国有股改成公司债券；四是把国有股从普通股改为优先股；五是成立专门基金来吸纳国有股，即国有股先不上市，由基金来吸纳；六是划出一块国有股来解决社会保障基金问题，即把一块国有股拿出来，作为社会保障基金；七是采取投资主体之间自换股票的方法，即股票相互交换，这样来减少某一企业中国有股比重过大的问题。大体上学术界提出这七种办法。我认为，在二板市场建立时，即一开始上市的时候，就把这个问题一并解决了最好。因为拖到以后也是要解决的，不如在上市时就解决。二板市场建立的时候，既要考虑到股权奖励制怎样来做，又要考虑到国有股的减持问题。

## 五、二板市场与投资基金的关系问题

二板市场的建立和进一步发展投资基金有密切关系。把二板市场搞好，需要更多的证券投资基金，而证券投资基金中有些是专门以创业板为吸纳对象的。风险投资基金同二板市场的关系更为密切。因为这些企业之所以能上市，是在风险投资基金介入后推荐到二板市场去上市的。上市是必要的，因为风险投资基金需要有一个退出的渠道。若无退出渠道，那它就都死在里面了。所以一个证券投资基金，一个风险投资基金都要大力发展。假定《投资基金法》不久之后能够出台的话，我相信对二板市场的发展一定是有好处的。总之，我相信在大家的共同努力下，二板市场一定能尽快成为现实。

## 民营企业应当成为 二板市场的主体

二板市场已呼之欲出，它的建立将使我国证券市场的发展迈入一个新的阶段。二板市场涉及的问题很多，现仅就二板市场与民营企业的问题谈一谈。

### 一、民营企业将成为二板市场的主体

二板市场将为三类企业提供上市融资的渠道，这三类企业是：高科技企业、中小企业、尚未赢利但有良好发展前景的企业。这三类企业彼此有交叉、重叠。民营企业是这三类企业的主体，因此，民营企业也将构成二板市场上市的主体。

首先，除少数高科技企业需要由国家来投资建立以外，高科技企业最适合由民间投资兴办，即成为民营企业。这是由于：（1）高科技企业的生命在于不断创新，特别是在科技迅速发展的当代更必须不断创新，否则将被淘汰，因此高科技企业一般属于竞争性企业。与国有企业相比，民营企业最具创新的动力，也最能感受竞争的压力，从而必须不断创新，因为民营企业的财产约束最强，为获取最大利润，不致被市场竞争所淘汰，高科技的民营企业必须不断创新。因此，在我国，民营企业将成为科技发展



和创新的主体之一。(2) 高科技企业的特点之一是比较其他企业具有更大的风险，为此高科技企业必须非常注意风险的防范和分散。由国家办风险企业固然可以由国家承受风险，从而这类风险企业承受风险的能力强，但由于它们为国家所有，企业在风险的防范和分散方面不及民营企业那样关注和切实。也正因为这样，除少数高科技企业外，总的来说，高科技企业最适合由民营企业来办。(3) 高科技企业要能不断在技术和经营上创新，需要有一套鼓励创新的内在的激励机制，激励企业的经营管理者和科技人员去创新；同时也要有一套约束机制促使他们必须不断创新。一般地说，民营高科技企业最便于形成这样的机制。目前在高科技企业中流行的经营管理者和科技人员的期股制度，原则上说与国有独资企业的产权制度不相容。

其次，建立二板市场给那些资本规模达不到主板市场要求的中小企业上市融资开辟了渠道。在国有经济的布局做了战略性调整后，中小企业将主要是民营企业。在我国，民营企业的建立和发展是近 20 年的事，真正有实力的民营企业很少，能达到在主板市场上市要求的民营企业为数也不多。它们大多为中小企业。二板市场的建立将为民营企业的上市开拓巨大的空间。同时，中小企业是最具活力、最具灵活性、最具创新性的企业。高科技企业在创办之初及其发展的一定阶段一般也是中小企业。中小企业是科技创新的主力。根据美国国家科学基金的研究(1979)，每一美元的研究和发展费用取得的创新数，小型企业为中型企业的 4 倍，为大型企业的 24 倍；小型企业的创新占全部创新数的 55%，小企业每个雇员平均的创新数为大企业的 2 倍。中小企业之所以具有这些特性，与其主体是民营企业分不开，民营企业强化了中小企业的这些特性。

再次，建立二板市场也是为了给那些尚无赢利记录但有良好发展前景的企业开辟上市融资的渠道。这类企业并不一定是高科



科技企业，也不一定是中小企业，但高科技企业往往具有这样的特点。这类企业没有赢利的记录就不符合主板市场的上市条件。对于有良好发展前景的企业，特别是高科技企业来说，如果在无赢利记录前不允许其上市融资，无异于堵塞了其发展的道路，良好的发展前景也将成为泡影。在我国，民营企业特别是民营高科技企业往往就因为这个原因而难以成长。

由此可见，建立二板市场为高科技企业、中小企业、尚无赢利记录但具良好发展前景的企业开辟了上市的渠道，而这些企业将主要是民营企业，因此，可以说，民营企业将成为二板市场中上市企业的主体。

## 二、二板市场将促进民营企业的发展

民营企业在其发展中遇到的主要障碍之一是融资渠道不通，它们从国有银行很难获得贷款。同时，民营企业要从证券市场融资也很难。不久前，对于是否允许民营企业上市融资曾有过争论，反对者把民营企业看作是社会主义经济的异己者，认为允许民营企业上市融资是培育大的私人老板，而这是不符合社会主义经济的性质的。反对民营企业上市融资是与要维护国有经济的垄断地位相联系的。曾经提出过“证券市场要为国有企业改革服务”，于是只有国家控股的企业才能成为上市公司。为保持国有股的控股地位，还不许国有股流通，同时严格限制民营企业成为上市公司。这种做法已经给我国的证券市场带来了许多问题，而且也阻碍了民营经济的发展。同时，民营企业不能成为上市公司也使民营企业难以利用资本市场来从事资本经营，实现企业的扩张和发展。虽然近年来已有少数民营企业通过买壳、借壳上市的办法进入了主板市场，但进入的通道实在太窄。建立二板市场将为民营企业的上市开辟宽敞的渠道，从而将大大促进民营经济的



发展。

还需要指出，高科技企业的创立和发展，必须得到风险投资的支持。从事风险投资的主体，一般应是能承担投资风险并善于投资、善于防范和分散风险的风险投资公司，这种公司以民营最为适宜。由国家从事风险投资往往不能取得好的效果。在美国，近来有限合伙的风险投资公司迅速发展，成为风险投资的主力，这有其必然性。风险投资者投资于风险企业不以长期获得企业分红为目的，而是为了从风险资本的运营中获得回报，因此风险资本需要有投资的退出渠道，以便在其投资的风险企业成熟后退出，二板市场就是重要的退出渠道。二板市场的建立将为民营企业从事风险投资创造条件，这样，二板市场的建立将从投资和融资两个方面为民营企业的发展开辟道路。

### 三、民营企业将对二板市场的规范发展起重要作用

我国的主板市场存在许多问题，这些问题大多与上市公司的状况有密切关系。最主要的是，上市公司绝大多数是由国有企业改组而成的，在绝大多数上市公司的股权中国有股占控股地位，而且国有股不能流通（不能流通的法人股大多也是国有股），由此产生了一系列问题，如政企不能分离，股东大会和董事会形同虚设，难以建立现代企业的机制，市场的流动性差，证券市场中的收购兼并难以进行，为使国有企业脱困造成上市公司的质量低劣，等等。要解决主板市场的这些突出问题，绝非易事。我国将要建立的二板市场从一开始就应避免走主板市场的老路。二板市场应尽可能与国际证券市场特别是国际的二板市场的共同规则接轨，使二板市场能有高的起点。以民营企业作为二板市场上市公司的主体，将有助于二板市场的规范发展。这是因为：

(1) 以民营企业为主体的二板市场，由于没有在上市公司的

股权结构中保持国有股占控股地位的要求，可以做到上市公司股票的全额流通，从而会使市场有很好的流动性，而这又是提高证券市场效率的基本条件。

(2) 以民营企业为主体的二板市场，摆脱了国有企业难以摆脱的由于国有股占控股地位而造成的困难，可以在上市前就按照规范的现代企业制度来改造，在内部形成一套现代企业的机制，在上市后得以作为现代企业来运作。上市公司的规范运作会使二板市场规范地运行。

(3) 在二板市场上市的企业的特点，包括作为二板市场主体的民营企业的特点，使得二板市场更具竞争性，收购兼并活动将广泛地开展，从而使作为证券市场有机组成部分的二板市场能更好地发挥优化资源配置的作用。

二板市场的规范运作和健康发展，及其尽可能地与国际接轨，将推动主板市场的规范运行和健康发展。

当然，作为二板市场主体的民营企业在上市前必须按照现代企业制度的规范进行改组和改革，并且要在上市后继续完善，真正按照证券市场的规则来运作。从我国的实际情况来说，应该看到，我国的民营企业是在一种特殊的、由计划经济向市场经济转型的时期、在市场经济运行很不规范以及在对民营企业存在许多偏见、歧视和限制的环境下产生和发展起来的，这些都不能不使我国的民营企业带有许多缺陷，甚至发生违反市场经济共同规则的行为。要使以民营企业为主体的二板市场健康地发展，民营企业面临的改革任务也是不可轻视的。





高尚全

## 二板市场必须以建立投资者的信心为目标

根据国务院的安排，我国的二板市场正在抓紧筹划之中。根据国外一些国家和地区设立二板市场的基本情况和主要经验，我国二板市场的建设必须以建立投资者的信心为目标。只有实现了这样的目标，我国的二板市场才能顺利地建立和发展起来。

### 一、国外一些国家和地区设立二板市场的基本情况 & 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。特别是近十年来，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的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 NASDAQ (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