

470
FSI

金融证券实务系列 之一

中国人民大学金融与证券研究所文库 吴晓求 主编

THE GUIDE TO GROWTH ENTERPRISES MARKET

F-830
H33C

何兴刚 操仲春 崔勇 等 / 编著

创业板

上市指引

- 中国内外创业板市场的不平凡创业历程
- 中国创业板市场的前途何在
- 中国创业板市场的投资风险与防范机制
- 中国创业板企业如何进入创业板市场
- 创业板上市实务案例详解

中国时代经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业板上市指引/何兴刚,操仲春,崔勇编著,——北京:中国时代经济出版社,2002.1
(金融证券实务系列)

ISBN 7-80169-178-4

I.创… II.①何… ②操… ③崔… III.高技术产业-资本市场 IV.F830.9
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 090130 号

金融证券实务丛书

创业板上市指引

编著者:何兴刚 操仲春 崔勇 等

出 版 者	中国时代经济出版社 (原中国审计出版社)
地 址	北京东城区东四十条 24 号 青蓝大厦 11 层东办公区
邮政编码	100007
电 话	(010)88361317 64066019
传 真	(010)64066026
发行经销	各地新华书店经销
印 刷	北京密兴印刷厂
开 本	787×960 1/16
版 次	2002 年 1 月第 1 版
印 次	2002 年 1 月第 1 次印刷
印 张	16.75
字 数	220 千字
印 数	1~6000 册
定 价	25.00 元
书 号	ISBN 7-80169-178-4/F·059

版权所有 侵权必究

总 序

吴晓求

(一)

在人类社会进入 21 世纪的今天,世界经济正在发生一些显著的、甚至是根本性的变化。这种显著变化的重要特征之一就是经济增长的方式和推动经济增长的基础要素正在发生根本性变化。传统经济增长理论认为,经济增长的要素有劳动力、土地和资本(资金),之后又加上了一些生产要素,如管理、信息等。有越来越多的迹象表明,在 21 世纪经济运行中,这些要素虽然仍将发挥着非常重要的作用,但有两个要素在经济增长过程中所起的作用将比以往任何时候都更加突出,这就是现代科学技术和现代金融。

21 世纪经济增长的原动力无疑来自于科学技术的进步。虽然说在 20 世纪科学技术的进步也是推动经济增长的重要因素,但似乎不像 21 世纪这样具有原动性,因为,20 世纪以及之前的经济增长方式都带有较明显的外延扩张特征。在我的理解中,所谓的 21 世纪的经济是以知识为本的经济,就是从这个意义上讲的。

现代科学技术成果的大规模产业化过程,比以往任何时候都

需要大规模金融资本的支撑。所以,在我看来,如果只有发达的科学技术,我们可以说这个国家是一个科技强国,但要从技术强国变成经济强国,使科学技术成为推动经济增长的现实要素,那还必须具备另一个新的要素:这就是现代金融体系。虽然从18世纪到20世纪,金融对推动经济增长起了重要作用,为整个经济运行和经济增长提供血液、提供润滑,从而提高了经济运行的效率,推动着经济不断向前发展。但是,金融由于在21世纪完成或正在完成从传统形态向现代形态的转型,其对经济增长的推动作用将更加重要,以至于成为现代经济的心脏。基于这种理解,我相信,现代科学技术和现代金融是21世纪经济向前发展的不可或缺的两个轮子。没有一个功能强大的现代金融体系,科学技术的经济增长效应会被严重缩水,其对产业的催化作用难以以乘数效应呈现出来。现代金融体系可以加大现代科学技术在产业中的扩散能力。当然,如果仅有发达的现代金融体系而没有一个雄厚科学技术能力的支持,这种经济迟早会进入泡沫经济的状态。

(二)

与刚刚过去的20世纪相比较,21世纪经济的轴心或核心将会发生显著的变化。20世纪经济的核心是以钢铁工业、汽车制造业等为代表的现代工业。它们制造了整个20世纪的工业文明。在21世纪,这些在20世纪被称为现代工业的产业会慢慢演变成传统产业,经济的轴心也会相应地发生转移。有越来越多的迹象表明,现代产业越来越轻型化、越来越技术化,经济运行的轴心正在转向现代金融业。对此,可能有许多人不理解,认为这实际上意味着经济泡沫的增加,因为人们一般性认为,金融是财富虚拟化的一种形态,是经济虚拟化的表现,是一种符号。也许还有人会认为,如果金融成为经济运行的轴心,那么经济将会渐渐地进入一

种虚拟化的、看不见的状态。我认为，这正是 21 世纪经济最显著的特征。信息产业就是一种不那么物质化的产业，但又对经济运行效率的提高起了关键性的作用，而且将改变 21 世纪经济运行的方式，改变人类的生活方式和生存方式。

把现代金融看成是 21 世纪经济运行的轴心，还基于以下两点判断：

第一，随着经济的发展，人类的财富越来越虚拟化，或者说越来越金融化。金融资产在社会总资产中的比重逐步提高。这种变动趋势意味着财富的物质形态越来越淡化。在 20 世纪前半叶，人们的财富是物质化的，表现为房屋、土地以及其他物质财富。现在，金融资产特别是证券化的金融资产越来越受到投资者的欢迎，成为大多数投资者的首选品种。人们的财富越来越虚拟化、符号化、金融化了。所以，金融越来越成为经济运行的轴心。

第二，由于金融资产特别是证券化资产正在成为资产的主流形态，同时也由于网络技术和信息产业的发展，在世界不同经济体之间开放度不断加深的背景下，市场开始趋于一体化。这种市场一体化趋势正在由有形商品贸易市场一体化转向金融市场的一体化。金融市场的一体化趋势，大大提高了金融资产的流动性和金融对整体经济的影响力。

由于资产结构的变化和资产流动性的提升，由于现代金融在现代经济活动所起的轴心作用，可以预见，21 世纪全球经济运行的速度和效率在不断提高，但同时，风险也在加大。在这种背景下，如果 21 世纪会发生经济危机的话，那么，经济危机发生的逻辑顺序肯定与 20 世纪有根本性的不同。20 世纪 30 年代的全球经济危机，是从产业危机开始，然后传导给金融体系，从而，导致全面的金融危机和股票市场的崩溃。而在现代金融成为经济运行的轴心时，经济危机首先肯定是从金融领域开始，然后传到实体经济体系。实际上，20 世纪 90 年代末爆发的亚洲金融危机以及对相关

经济体的影响,似乎已经显示出这种趋势。正是从这个意义上说,在 21 世纪,防止金融危机的出现是世界各国都面临的一个最重要的问题。

(三)

与金融从传统金融到现代金融的转型以及金融在经济运行作用的不断提升相对应,金融理论也得到了快速发展,并对现代经济理论的发展起了不可替代的推动作用。我认为,现代经济理论的每一步的重要发展,在相当大的程度上都与金融理论的发展密切相关。如果由我来对经济理论的发展脉络做一个简要的概括的话,那么,似乎可以认为,价格理论是经济理论发展的一个重要线索。价格理论的发展经过了三个阶段:即商品价格理论、资金价格理论即利率理论和资本市场资产定价理论等三个不同发展阶段。

十八、十九世纪,是商品价格理论的发展时期。对于商品价格的忽高忽低现象,在那时,有人认为是由商品效用决定的,有人认为是由商品的供求关系决定的。马克思对商品价格的决定做了科学的阐释,提出了劳动价值学说,从而,极大地推动了经济学的发展。

20 世纪初到 20 世纪 60 年代,对利率的研究,开始成为经济学关注的重点,经济理论研究开始从对商品价格的研究转向对资金价格的研究。价格理论研究重点的转移,一方面是因为经济运行的特征和经济增长的方式发生了重大变化,经济的货币化程度在不断提高所引起的;另一方面,这种理论研究也极大地丰富了经济理论的内涵,从某种意义上,实现了经济理论从古典到现代的转型。

20 世纪 60 年代之后,人们虽然还在关注利率,研究利率的决定以及利率变化所带来的经济效应,但研究的重心又从货币市场的资金价格(利率)转向资本市场资产定价理论,之后扩展到衍生金融商品定价问题。人们开始研究股票、债券以及各类收益证券的价格决定。20 世纪 80 年代特别是 90 年代以来,由于全球金融市场的快速发展,市场的不确定性以及套利机会的存在,衍生金融商品不断推出,人们开始研究这些衍生金融商品的价格决定。以资产定价理论为内核的现代金融理论极大地丰富了经济理论的内涵,拓展了经济理论研究的空间和深度。20 世纪 90 年代,至少有三届诺贝尔经济学奖的得主是研究现代金融问题的经济学家。这说明,在现代金融成为现代经济心脏的时候,金融问题已经成为现代经济学研究的核心问题,现代金融理论构成了现代经济理论体系最核心的部分。

最近几十年来,在经济理论中,金融理论是发展最快的。我认为,研究经济问题,如果对现代金融理论没有比较深入的把握,那么,将很难理解经济学的精髓。从某种意义上说,掌握现代金融理论,是进入现代经济科学殿堂的金钥匙。

我始终认为,现代经济理论中的皇冠无疑是现代金融理论。皇冠上有很多明珠,但资本市场理论又是皇冠上那颗最大、最亮丽、最光辉灿烂的明珠。因为,唯有资本市场发展才能从根本上推动着金融体系的变革,唯有资本市场理论的发展才能使金融理论从古典走向现代。

(四)

在 20 世纪末、21 世纪初,中国金融正在发生重大变化,这种变化的基本特征就是金融的市场化趋势在加快,以及在这种趋势下的资本市场的快速发展。金融的市场化趋势和资本市场的快速

发展，将从根本上改变中国传统的金融结构，将大大提高中国金融的竞争力、效率和抗风险能力，将为我们构建一个强大的现代金融体系奠定基础。在这种背景下，系统研究金融结构转型过程中和资本市场发展中出现的一系列重大问题，具有重要的现实意义和理论价值。

中国人民大学金融与证券研究所 (Finance and Securities Institute, Renmin University of China, 简称 FSI) 是一所产学研结合、市场化程度较高的、专门研究资本市场并具有相当实力的专业研究机构。目前推出的这套“中国人民大学金融与证券研究文库”(简称 FSI 文库), 包括“现代金融论著系列”和“金融证券实务系列”两个相对独立的系列。这两个系列的论著主要选自 FSI 专家学者们的研究成果和 FSI 培养的博士生的博士学位论文。每个系列每年预计出 2-3 部论著。“现代金融论著系列”侧重于现代金融的基础理论和政策研究, “金融证券实务系列”侧重于市场实务和新规则、新工具的介绍。这套文库两个系列丛书的出版, 如能对中国金融业特别是资本市场的发展起到一点推动作用, 当是一种最高的荣誉了。

在总序结束时, 我们应当感谢中国时代经济出版社的大力支持和帮助。

2001 年 12 月 5 日

修改于中国人民大学金融与证券研究所(FSI)

前 言

当 21 世纪的阳光照耀在中国大地上，世界各国的新一轮经济竞争又拉开了帷幕。在这一轮经济竞争中，科技创新型中小企业起到越来越大的作用。在我国，担当高新科技产业化重任的广大中小型民营企业占我国企业总数的 90% 以上，吸收了相当大部分的社会劳动力，但是受我国目前证券市场不发达，融资渠道不畅通的限制，广大中小型民营高新技术企业的发展受到了资金限制，对我国推进科技进步，推广高科技产业化，造福广大人民十分不利。

毋庸置疑，各国企业的实力是国家竞争力的关键因素。自从纳斯达克市场于上个世纪七十年代建成以来，她已经成功地为美国培养了一大批新型的、高科技、高技术企业。而今，以微软、英特尔、思科等公司为首的一些企业集团已经成为业内领袖，更为美国经济发展保持十年持续增长提供了巨大动力。可以说，美国的经济之所以能够在当今世界傲视群雄，纳斯达克市场功不可没。美国纳斯达克市场的巨大成功，引发了我国上至政府、下到企业对创业板市场的期望与渴盼。实际上，随着我国改革开放 20 年来已经取得重要的成就，我国机构和居民存款额大幅度上升，国内民间资金充裕；同时，我国的市场对海外资金也有强大的吸引力。然而，作为资金的天然动力是获取利益。资金的正常运动需要在有管理的情况下按市场需求自由流动。在我国当前的科技风险投资的巨大需求下，风险资金要求能自由的投入，而且还能够比较自由的退出。而在我国现阶段，最

大的不足就是风险投资的退出渠道不畅，难以使社会资金自由的进出风险投资领域，而结构精巧的创业板市场正是为解决这个问题而设立。

新世纪之初，我国政府提出了“科教兴国”的战略，而如何培养、孵化高科技企业，从而振兴科技，实现强国富民的梦想，是一个关键的问题。随着改革开放的深入，越来越多的人意识到：迅速建立中国的创业板市场是拓宽高科技、高技术企业的融资渠道，不断完善我国国家创新体系，促进内涵式经济增长的必不可少的环节。根据我国近年来对风险投资的理论探索和实践检验，以及近十年来以美国纳斯达克为代表的国外创业板市场的运行发展经验，在2000年9月深圳证券交易所发布了我国的《创业板市场咨询文件》，表明我国政府和证券市场管理者已经将我国的风险投资和创业板市场的规划提上了重要的议事日程和工作进程。经过发布创业板市场咨询文件以来的一年多的准备和论证，我国的创业板市场已经是万事具备，蓄势待发了。

经过精心酝酿，在2000年9月隆重成立的、作为国内最早的研究创业板市场问题的专业机构，中国人民大学金融与证券研究所（FSI）创业板市场研究中心对中国的创业板市场的建设倾注了全部的热情与精力。我们在实践中发现，广大中小型高新技术企业对创业板市场抱以极大的热情和期盼，想要在创业板市场上市，迫切需要有一本既有一定的理论水平，又有较强的实践操作意义的中国创业板的书籍。因此，中国人民大学金融与证券研究所（FSI）创业板市场研究中心的研究人员在经过了半年的精心准备之后，推出了这本《创业板上市指引》。

本书由中国人民大学金融与证券研究所（FSI）创业板市场研究中心主任何兴刚博士任主编。在本书的编撰过程中，得到了我国著名经济学家，中国人民大学金融与证券研究所所长、中国人民大学财金学院副院长、博士生导师吴晓求教授的指导；中国人民大学金融与证券研究所（FSI）、上海市浦东新区人民政府驻京办、宁夏宏兴农业工程股份有限公司对本书的写作也给予了大力支持，在此一并表示感谢。

本书作者均来自中国人民大学金融与证券研究所（FSI）创业板市场研究中心，他们是：何兴刚，第一章；操仲春，第二、三、四章；崔勇，第五、六章；韩戎，第七章；刘洪，案例。

随着我国经济日新月异的飞速发展，我国的高新技术和广大的中小型

科技企业也将呈现出动态变化。我们将会随着我国创业企业的丰富实践和创业板规则的相应变动而不断对本书的内容作出变动。不当之处，诚请批评指正，书中的所有错误和疏漏由编写者承担。

FSI 创业板市场研究中心

2001 年 12 月

目 录

前言	(1)
第一章 创业板简介	(1)
第一节 创业板的历史和特点	(3)
第二节 中国创业板的现在与未来	(21)
第二章 创业板上市条件	(31)
第一节 设计创业板市场上市条件的基本原则	(33)
第二节 我国创业板上市条件分析	(38)
第三节 国际创业板上市条件比较	(47)
第三章 上市的前期准备	(59)
第一节 组建工作团队,选择中介机构	(62)
第二节 设计改制重组方案	(78)
第三节 确定战略投资者	(95)
第四节 结语:准备过程中应注意的其他问题	(100)
第四章 做市商制度	(103)
第一节 做市商与庄家——性质不同	(105)

第二节	做市商——创业板市场的中流砥柱	(111)
第三节	做市商的义务与权利	(115)
第四节	我国的创业板市场应选择做市商制度	(121)
第五章	上市	(125)
第一节	上市的时机选择	(127)
第二节	上市申请	(131)
第三节	路演	(135)
第四节	定价	(143)
第五节	发行	(149)
第六章	上市后的工作	(153)
第一节	信息披露	(155)
第二节	配合保荐人	(165)
第三节	企业发展战略的再规划	(167)
第七章	香港创业板与内地企业	(171)
第一节	香港创业板概述	(173)
第二节	内地企业赴香港创业板上市	(176)
案例:	宁夏宏兴农业生物工程股份有限公司创业板上市方案	(233)

第一章

创业板简介

原书空白

第一节 创业板的历史和特点

一、美国纳斯达克市场简介

创业板的历史最早可以追溯到美国的纳斯达克，即全美证券交易商协会自动报价系统。1961 年美国国会授权美国证券交易委员会（SEC）对证券市场进行研究。1968 年建成全美证券交易商协会自动报价系统。现在通常所说的纳斯达克是指采用这套系统进行交易的美国股票市场。纳斯达克设立的主要目的是为了中小企业特别是高增长性的科技型中小企业提供融资渠道，以促进企业的持续发展。纳斯达克由全美证券交易商协会负责管理和市场运作，由美国证券交易委员会统一监管。

纳斯达克由两个层次构成：第一个层次是全国证券市场，主要服务于资本规模较大和经过小型资本市场发展起来相对较成熟的公司；第二个层次是小型资本市场。主要服务于高成长的中小公司，其中高科技公司占有较大比重。为了加强市场的适应性，满足不同层次、不同规模以及不同发展阶段的公司融资需求，1992 年设立了小型资本市场，其上市标准在净有形资产、盈利要求以及公众持股量等方面都低于全国证券市场。

经过 30 多年的发展，纳斯达克市场现已有上市公司 4000 多家，股票市值达到 55000 多亿美元。在这 4000 多家上市公司中，大多数是计算机、电子通讯、生物制药等行业的高新技术公司。由于纳斯达克

拥有完善的市场监督与管理体制，并采用先进的电子交易系统，吸引了来自世界各国的高科技公司。它已经成功地培育了微软、戴尔、雅虎等举世闻名的企业，并且极大地推动了美国经济的发展，现在已经成为世界公认的高科技企业成长的摇篮，更是各国纷纷效仿学习的楷模。

纳斯达克市场现在之所以能够在美国的资本市场发挥及其巨大的作用，这与它的鲜明的特点是分不开的。

（一）众多的市场参与者

美国的纳斯达克市场从建立之初就有一个明确的定位，即面向高科技高成长型企业。这既满足了处于发展初期急需融资的众多中小型企业，又满足了风险嗜好型股民的需求。市场的参与者有上市公司、投资者、做市商、保荐人、监管机构等。市场的行业分布包括金融、制造、通讯、化工、医药、交通运输、零售等行业；上市公司也涵盖了欧洲、北美洲、拉丁美洲、非洲以及亚洲等各大洲国家的知名企业。在这些著名的公司中既有日本的丰田、富士，也有瑞典的爱立信、沃尔沃，同时也有中国人耳熟能详的搜狐、新浪等企业。

（二）做市商制度

纳斯达克市场交易制度的核心是做市商制度。最早的做市商制度是一种报价驱动型交易制度；而现在的做市商制度已经发展成为一种同时允许投资者限制做市商发布的交易指令的交易制度，从而具备了指令驱动和报价驱动双重特征的混合交易制度。所谓做市商制度，是指由做市商出面承担交易双方中一方的责任，与另一方进行交易。也就是说买卖双方不必同时出现，只要其中一方同做市商交易即可。这对于市值较低、交易冷清的股票来说可以大大促进其流动。按照美国证券交易委员会（SEC）的规定，每个上市公司最少要有两家做市商为其做市，但实际上往往许多规模较大的公司其做市商数目能够达到40~50家，目前每家公司的做市商数目平均已达12家。为数众多的