



金融博士
论丛 第四辑



JINRONG BOSHI
LUNCONG

创业板 证券市场研究

周民源 著

CHUANGYEBAN
ZHENGQUAN SHICHANG
YANJIU



中国金融出版社

金融博士论丛

创业板证券市场研究

周民源 著



中国金融出版社

责任编辑：李柏梅

责任校对：孙蕊

责任印制：郝云山

图书在版编目 (CIP) 数据

创业板证券市场研究/周民源著. —北京：中国金融出版社，2002.2

ISBN 7-5049-2704-X

I. 创… II. 周… III. 高技术产业—资本市场—研究
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 009226 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部：63319668 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 140 毫米×203 毫米

印张 8.25

字数 213 千字

版次 2002 年 5 月第 1 版

印次 2002 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换

内 容 提 要

本书从考察创业板证券市场的一般理论入手，以创业板证券市场的历史发展和市场运作为视角，对创业板证券市场产生的历史背景、发展历程和运作机制、上市公司治理结构、市场监督与管理以及海外一些主要国家和地区的创业板证券市场进行了考察与分析，揭示了创业板证券市场产生的历史原因、经济与金融条件、发展的关键因素和市场运作中的一般规律及成功因素等。在此基础上，分析了我国创业板证券市场的现状和创新科技发展、风险投资业的发展所面临的问题，提出了中国建立创业板证券市场的必要性和可行性，并从市场建立原则、市场定位、市场交易制度及环境改善等方面提出了参考性政策建议。

责任编辑：李柏梅



红十月工作室 RED OCTOBER STUDIO

作者简介

周民源，1963年9月出生于湖南，经济学博士，高级经济师，现在中国人民银行总行工作。

1982年考入陕西财经学院金融系，获经济学学士学位，后毕业于辽宁大学国际经济学院和西安交通大学经济与金融学院，分别获国际金融硕士学位和经济学博士学位。大学毕业后进入中国人民银行总行工作，曾先后在澳大利亚新西兰银行集团，中央人民政府驻香港特别行政区联络办公室经济部、办公厅工作多年。

主要从事金融监管、资本市场理论研究。近几年，主要参加了《我国转轨时期银行监管体系》、《香港资本市场流动的态势》、《加入WTO对我国经济的影响与对策》、《香港经济形势分析与展望》等重点课题研究和全国经济系列金融专业职称考试指定教材的编写工作。先后在《金融研究》、《中国金融》、《财贸经济》等刊物上发表经济、金融专业学术论文50余篇。

序

XU

创业板证券市场是为了适应高科技及中小企业的兴起而出现的，创业板的功能、作用及特点，已经引起许多金融理论和实际工作者的关注。周民源先生在中国人民银行工作多年，几年前来香港地区工作，有机会看到香港创业板市场的推出过程。他凭借在香港地区工作的优势，从历史发展和市场运作两个方面，对一些国家和地区现有主要创业板及中国内地设立创业板的问题进行了比较系统的研究。书中关于创业板成功的因素、中国内地建立创业板的可行性、建立原则、市场定位、环境改善的观点及政策建议，都具有建设性。创业板研究毕竟是一个新的领域，有些问题需要随着创业板的进一步发展，做更深入的研究。希望本书能为中国建立创业板证券市场提供有益的参考。

谨此为序。

沈联涛

香港证券及期货事务监察委员会主席
2001年8月于香港

· 目 录 ·

== MU LU ==

1 导论	(1)
1.1 选题背景与意图	(1)
1.2 研究思路与方法	(5)
1.3 研究范围与结构安排	(5)
1.4 主要结论与观点	(7)
 2 创业板证券市场的一般理论	(14)
2.1 创业板证券市场的理论界定	(14)
2.2 创业板证券市场与主板市场的关系	(20)
2.3 创业板证券市场功能的理论分析	(26)
 3 创业板证券市场的产生和发展	(33)
3.1 创业板证券市场产生的历史背景	(33)
3.2 创业板证券市场的发展历程	(41)
3.3 推动创业板证券市场迅速发展 的因素	(46)
3.4 对创业板证券市场发展历史的总结	(53)
 4 创业板证券市场的运作机制	(58)
4.1 创业板证券市场的模式分析	(58)

4.2	创业板证券市场的上市机制分析	(62)
4.3	创业板证券市场的交易机制分析	(68)
4.4	创业板证券市场退出机制分析	(78)
5	创业板证券市场的上市公司治理结构	(86)
5.1	“委托—代理制”: 公司治理结构的 重要依据	(86)
5.2	海外创业板证券市场上市公司的 治理结构	(89)
5.3	创业板证券市场上市公司治理结构的 制度安排	(102)
6	创业板证券市场的监督与管理	(108)
6.1	创业板证券市场监管的概念及特点	(108)
6.2	创业板证券市场监管的理论依据	(110)
6.3	创业板证券市场监管制度的基本架构	(115)
7	主要国家和地区创业板证券市场的比较 ...	(127)
7.1	对美国纳斯达克市场的具体考察	(128)
7.2	对香港地区创业板市场的具体考察	(139)
7.3	对世界其他创业板证券市场的 具体考察	(152)
7.4	世界一些国家发展创业板证券 市场的失败情况	(161)
7.5	对创业板证券市场考察的总结	(162)

8 中国建立创业板证券市场的相关因素分析	··· (168)
8.1 我国创业板证券市场的发展状况分析	····· (168)
8.2 高科技产业发展与创业板证券市场	····· (173)
8.3 我国证券市场中的高新技术企业 发展状况	····· (176)
8.4 风险投资业发展与创业板证券市场	····· (181)
8.5 我国建立创业板证券市场的必要性和 可行性分析	····· (185)
9 中国创业板证券市场整体构建探索	····· (197)
9.1 我国建立创业板证券市场应遵循的 基本原则	····· (197)
9.2 我国创业板证券市场的定位	····· (202)
9.3 “独立模式”:我国创业板证券市场的 运作模式选择	····· (204)
9.4 我国创业板证券市场运行规则设计的 基本思路	····· (206)
9.5 我国创业板证券市场监管架构的设想	····· (215)
9.6 创业板证券市场上市公司退出机制的 建立	····· (228)
9.7 构造创业板证券市场运行的有利 外部环境	····· (235)
主要参考文献	····· (242)
后记	····· (250)

· 目 录 ·

== CONTENTS ==

1	Introduction	(1)
1.1	Backgrounds and intentions of this paper	(1)
1.2	Pathway and method of the research	(5)
1.3	Scope of the research and the structural arrangements	(5)
1.4	Main conclusions and viewpoints	(7)
2	General Theory of Growth Enterprises Security Market (GESM)	(14)
2.1	Theoretical definition of GESM	(14)
2.2	Correlation of GESM and the main market	(20)
2.3	An analysis of GESM's special functions	(26)
3	Establishments and Evolutions of GESM	(33)
3.1	Historic backgrounds	(33)
3.2	Course of evolutions	(41)
3.3	Main factors promoted GESM's developments	(46)

3.4	A summary of the study on GESM's history	(53)
4	The Operational Mechanism of GESM	(58)
4.1	GESM's Model	(58)
4.2	Analysis of GESM's listing mechanism	(62)
4.3	Analysis of GESM's trading mechanism	(68)
4.4	Analysis of GESM's withdrawing mechanism	(78)
5	Corporate Governance of GESM Listed Companies	(86)
5.1	"Gency's—Concern": Corporate governance's main considerations	(86)
5.2	Essential characters of corporate governance of Overseas GESM listed companies	(89)
5.3	Establishment of the corporate governance of GESM listed companies	(102)
6	The Supervision and Management of GESM	(108)
6.1	Concepts and characters of GESM's supervision and management	(108)
6.2	The theoretical foundations of GESM's supervision and management	(110)

- 6.3 The basic structure of GESM's supervision
and management (115)

7 A Comparison of Major Overseas

- GESM** (127)
- 7.1 NASDAQ of the U.S.A (128)
- 7.2 Hong Kong's GEM (139)
- 7.3 Other GESMs (152)
- 7.4 Failure cases of some of the world's
GESMs (161)
- 7.5 A summary of the GESMs study (162)

8 An Analysis on the Establishment of

- GESM in China** (168)
- 8.1 An analysis on the development status of China's
establishment of GESM (168)
- 8.2 The developments of high - tech industry
and GESM (173)
- 8.3 The current status of China's high - tech
industry (176)
- 8.4 The development of portfolio management
and GESM (181)
- 8.5 An analysis on the necessity and possibility of
China's establishment of GESM (185)

9 A Study on Chinese GESM's Structural Composing	(197)
9.1 Basic principles of China's establishment of GESM	(197)
9.2 Positioning China's GESM	(202)
9.3 "Independent model": Selection of China's GESM model	(204)
9.4 Considerations of China's GESM operational principle	(206)
9.5 Ideals about Chinese GESM's supervision and management	(215)
9.6 Establishment of GESM listing withdrawing mechanism	(228)
9.7 Establishment of favorable external environment for GESM's operations	(235)
References	(242)
Postscript	(250)

1

导 论

1.1 选题背景与意图

20 世纪 70 年代以来,世界经济的发展经历了许多深刻的变化,其中最显著的特点是技术创新和金融创新活动日趋活跃,新的产业和企业不断涌现,产品的升级换代加速,经济生活中的竞争因素和风险因素日益扩大。与此相对应,作为经济社会重要组成部分的金融业处于快速发展和变化之中,金融业的国际化、自由化趋势进一步加强,风险投资业迅速发展,证券市场也异常活跃。

自 80 年代以来,以计算机、通讯、信息和现代生物技术为主要内容的高新技术产业在各国国民经济中所占的比重日益扩大,地位日益显著。一种新的经济形态——知识经济 (Knowledge-based Economy) 正冲击着传统的经济增长方式、世界贸易格局、人口就业结构和社会收入分配等社会经济生活的基本方面。高新技术产业的发展向传统的经济增长模式提出了挑战。在传统经济增长理论中把技术创新作为“剩余”来计算的方法显然已经过时。发达国家的经济增长越来越依靠高新技术产业,高新技术产业已经成为经济增长的引擎。在 80 年代各主要发达国家经济普遍不景气的情况下,以计算机和现代通讯技术为主要内容的高新技术产业依然取得了 10% 以上的年增长率。近 20 年来,高新技术产业在发达国家的出口工业和增值工业中所占的比重几

乎翻了一番，达到 25%。通讯、信息和教育等高科技服务行业的出口增长幅度则更高。与创新产业不断发展相对应的另一个趋势是新生小企业的形成不断加速。中小高科技企业和风险投资业的发展带来了资本市场创新的需求，而资本市场的创新又为中小高科技企业和风险投资业的发展创造了条件。这种相互作用的结果，逐步在世界范围内形成了一种新的证券市场形态——创业板证券市场或称作二板市场。

进入 90 年代以来，美国以计算机、英特网、基因工程等高新技术为代表的新经济群体的迅速崛起，已经引起了美国经济增长方式、经济结构以及经济运行规则的改变。在新经济的带动下，美国经济实现了第二次世界大战后最长的景气周期，创造了“两低一高”的神话。以美国为代表的新经济何以能如此迅速发展？研究表明，其中一个重要原因是得力于美国纳斯达克市场（NASDAQ）的迅速崛起和蓬勃发展。纳斯达克市场为美国新经济的发展开辟了新的动力源，为企业的创新和持续发展提供了强有力的支持和保障。90 年代美国经济发展给我们的启示是：未来经济发展取决于新经济的发展速度和带动能力，而新经济的成长则依赖于一个成熟发达、充满活力的创业板证券市场。

美国纳斯达克市场的成功运作，为世界上其他国家和地区发展创业板证券市场，发展新经济树立了成功的典范。因此，自 90 年代中期以来，创业板证券市场在世界范围内蓬勃发展。首先在欧洲，在欧洲委员会的推动下，欧洲吸取了 20 世纪 80 年代二板市场失败的教训，1995 年又率先开始了新一轮的尝试，1995 年 6 月伦敦证券交易所设立了另类投资市场（AIM）；1996 年 2 月法国新市场设立，同时宣告欧洲新市场（EURO - NM）的诞生；1996 年 10 月，在欧洲创业投资协会的支持下，第一家泛欧证券市场易斯达克（EASDAQ）在比利时的布鲁塞尔开业。此外，德国、荷兰、比利时、意大利、瑞士、挪威、丹麦、芬兰、瑞典

等国也相继设立了新市场。在亚洲,台湾地区于1994年对原先的柜台买卖中心进行了改革,调整了交易制度,进一步放松了对高科技企业上柜的标准,市场得到了进一步发展。韩国于1996年设立了科斯达克(KOSDAQ)市场。马来西亚也于1997年模仿美国纳斯达克,设立了马斯达克(MESDAQ)市场。最引人注目的是香港联合交易所于1999年11月推出的创业板市场(GEM)。创业板证券市场之所以能够在世界范围内迅速而蓬勃地发展,是因为它是世界经济环境变化以及各个国家和地区急需发展新经济对资本市场共同作用的结果。

为什么新经济的成长需要创业板证券市场的推动呢?这主要是因为:第一,它能够提供更比商业银行和传统证券市场更加灵活方便而有效的融资安排。创业板证券市场的出现,使得那些为数众多的中小型高科技企业,尽管尚未达到银行贷款条件和传统上市标准,照样可以筹措到资金,特别是一些具有长远发展前景的企业,几乎可以得到无限的资金供应。第二,创业板证券市场以其独特的激励机制加速了企业由初创到成熟的进程,使得许多企业由家族式、合伙制等低级形态迅速转化为标准化规范化的现代企业形态,推进了公司治理结构的迅速完善。第三,创业板证券市场大大提高了公司的社会知名度,提供了宽广的企业投资、组合和兼并的机会,从而推进了高新技术企业超常规发展,造就了一大批超大规模企业。第四,最重要的原因是以创业板证券市场为枢纽,促成了科学家、企业家和千百万中小投资者的集合,进一步激励了民族创新精神和创业勇气。而创业精神创业勇气,正是新经济发展的灵魂,更是一个民族兴旺发达的不竭动力。

在我国,随着市场化进程的逐步加快,一大批新兴企业、科技企业得到了蓬勃发展,已经展示出中国新经济良好的发展前景。据统计,我国现有新兴企业超过7万家,经科技部和省市科技部门认证的高新技术企业就有2万余家。此外,全国已建立

100多个高科技企业孵化器、30多个大学科技园、20多个留学生创业园、500多家为中小企业服务的生产力促进中心。大批成长性企业正源源不断地涌现，成为促进我国产业结构调整、升级与国民经济持续发展的新生力量。然而，随着这批新兴企业的迅速发展和壮大，需要提供与其相适应的经济金融环境，需要不断补充新的发展动力，而我国目前的金融和证券市场还不能满足他们迅速成长的需要。因此，开设创业板证券市场是我国新经济发展的必然要求。

欣欣向荣的新经济，蓬勃发展的创业板证券市场，已经引起世人特别是理论界专家、学者的极大关注。同时，为经济学、金融学提出了新的课题。对创业板证券市场从理论上加以研究，在实践中加以总结，是创业板证券市场发展的理论和实践的迫切需要。然而，毕竟由于创业板证券市场的产生和发展历史并不太长，而真正引起理论界关注，也只是近几年的事情。即使在证券市场较发达的国家，虽然对二板市场的研究起步相对早一些，也取得了一些具有创建性的研究成果，但是与创业板市场的蓬勃发展态势相比，理论研究明显不足，现有的研究成果从市场操作层面和对单一市场的分析研究较多，难以对创业板证券市场有较深刻和清晰的解释。我国理论界对创业板证券市场的研究起步相对较晚，不过，近两年发展较快。研究文献先后有张景安主编的《风险投资与二板市场》、文宗瑜主编的《证券场外交易理论与实践》、王力等主编的《如何在香港创业板市场上市》、李夏著的《香港创业板市场分析》，以及孔翔撰写的《海外创业板市场比较研究》等，这无疑为丰富创业板证券市场的理论研究做出了巨大贡献。然而，这些著作或是把二板市场作为风险资本市场的组成部分来研究，或是对海外二板市场作一般的介绍，或是对市场操作层面作一些分析研究，而从理论上系统地对二板市场进行研究的著述目前似尚少见。正是基于这种情况，把创业板证券市场作