



特  
华  
文  
库

# 中国创业板市场 运行制度

王力 著



中国金融出版社

特华文库

ZHONGGUO CHUANGYEBAN  
SHICHANG YUNXING ZHIDU

# 中国创业板市场 运行制度

王 力 著



中国金融出版社

责任编辑:王 凤

责任校对:李俊英

责任印制:丁淮宾

**图书在版编目(CIP)数据**

中国创业板市场运行制度/王力著. —北京:中国金融出版社, 2003.1

(特华文库)

ISBN 7-5049-2920-4

I. 中...

II. 王...

III. 高技术产业—资本市场—研究—中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 089373 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 9.875

字数 274 千

版次 2003 年 1 月第 1 版

印次 2003 年 1 月第 1 次印刷

定价 24.00 元

如出现印装错误本社负责调换



## 作者简介

王力，经济学博士，北京特华财经研究所副所长。主要研究领域为产业经济、资本市场和创业投资。近年来在《财贸经济》、《经济体制比较》、《中国证券报》、《中国经济时报》和《金融时报》等报刊上发表学术论文和行业研究报告60余篇。编著和参与编著了《如何到香港创业板市场上市》、《兼并与收购》、《WTO体制下中国银行业操作实务全书》、《中国创业投资发展报告》和《中国转轨期间市场秩序研究》等多部著作。在实务操作方面，参与了多家上市公司的股份制改造、上市融资、兼并收购和战略规划工作，现担任北京创业投资协会常务理事和副秘书长，被多家地方政府和企业集团聘为财务顾问和独立董事。



特华文库

公司并购理论与实践

李光荣 著

中国创业板市场运行制度

王 力 著

金融分业与混业制度选择

王国言 著

寿险资产经营

彭 鹏 著

## 内容提要

创业板市场是一个国家资本市场的重要组成部分,其主要功能在于专门为具有成长性的新兴中小企业开辟融资渠道和为风险投资提供退出机制。中国创业板市场的设立模式和运行制度选择,应在借鉴发达国家成功经验的基础上进行,结合中国国情,与国际惯例接轨。

本书以中国创业板市场的运行制度为研究对象,通过对海外创业板市场的系统考察,在结合国内主板市场运行经验和教训的基础上,对中国创业板市场设立模式进行了深入分析和研究,提出了中国创业板市场的功能定位和市场特征。在此基础上,重点对拟议中的中国创业板市场的主要运行制度进行剖析和论证,并提出一系列具体的对策和建议。

上市和交易制度作为证券市场的核心制度,是保证市场健康运行的重要前提。随着中国建立创业板市场的日益临近,对创业板市场上市和交易制度的讨论也在不断深入。本书通过对海外创业板市场的研究和比较,提出中国创业板市场上市和交易制度选择的对策和方案设计。

由于创业板市场上的上市公司通常处于创业阶段,发展前景很不明朗,在这种情况下,传统的分析方法将无法满足投资者对该类企业作出正确评价和投资决策,投资者将更加依赖上市企业详细的商业计划和对计划实施过程的及时跟踪。因此,中国创业板市场如何建立有效的信息披露制度,以保证投资者公平地获得上市公司信息,降低由于信息不对称而造成的投资风险,将是中国创业板市场能否获得成功的关键因素。

股票市场非系统性风险通常划分为经营性风险和非经营性风险。对于创业板市场而言,这种划分并不重要,因为创业板市场投资者与主板市场投资者一样均面临着各种原因导致的财务风险,但不同的是,主板市场的上市公司有着相对确定的因素可供分析与参考,而创业板市场则完全不同,其经营与非经营原因导致的财务风险具有较大的不确定性。因此,建立中国创业板市场的风险防范措施,是十分重要的制度安排。

做市商制度起源于美国,1971年美国纳斯达克市场首次采用这一交易制度,经过近30年的发展,做市商制度已日臻完善,其他国家和地区也纷纷效仿,现已成为欧美创业板市场的主流交易制度。中国创业板市场能否引入做市商制度,为业内人士所关注。制度创新将是未来中国创业板市场的突出主题,借鉴海外创业板市场的成功经验和做法,逐步建立一种在指令驱动基础上的做市商制度是中国创业板市场长远发展的重要选择。

随着中国证券市场的发展,人们越来越关注上市公司的治理结构问题。因为,上市公司是证券市场的基础,上市公司质量的好坏直接决定着整个证券市场的发展质量,而公司治理结构是上市公司的基础,公司治理结构的好坏,又从根本上决定着上市公司的质量和发展水平。因此,中国创业板市场上市公司治理结构的健全与否;是其能否成功运作和健康发展的基本条件。

为规范和完善上市公司的治理结构,提高决策水平和运作质量,使董事会更加公正地代表股东利益尤其是中小股东的利益,中国创业板市场上市公司应借鉴国际通行的做法,建立规范的独立董事制度。独立董事应由股东提名,股东大会选举产生;本公司雇员、股东或任何与上市公司管理层或关联人士有利害关系的人员都不得担任独立董事。独立董事需有比较丰富的经营管理、资本运营、法律和

财务等相关经验,并确保有足够的时间和精力履行其董事职责。

由于创业板市场对其上市公司的经营能力、市场前景和投资风险不作审查和评估,其市场风险的程度加大。因此,特殊的保荐人制度成为市场稳健运行的重要保证。目前,在主板市场上实行的上市推荐人制度通常在企业上市后即告完结,而对于创业板市场,发行人在上市后两年内还须保留至少一名保荐人,这也是控制风险保护投资者利益的重要措施。

作为高科技和高成长型企业,如何采用有效的激励方式留住人才是迫切需要解决的问题。根据海外经验,在设计上市公司的长期激励机制时有多种方式,其中股票期权计划发展最快且规模最大,对高科技和高成长型企业的推动作用最大,在美国已经形成了比较成熟的经验和做法。按照国际惯例,中国创业板市场上的上市公司实行股票期权制度是必然选择。

由于创业板市场具有相对较高的风险和不同于主板市场的投资者群体,因而更强调独立的监管体系和独特的监管理念。如海外成功的创业板市场监管与本国或本地区主板市场相比,更强调上市公司的治理结构、信息披露、“买者自负”的原则和股份禁售期等要求,以最大限度地保障投资者在公平、公正、公开的条件下进行交易或投资活动。

退市制度是证券市场制度建设的重要内容,美国纳斯达克市场作为全球创业板市场的典范,其退市条件与程序为许多其他创业板市场所效仿。中国创业板市场也不例外,通过建立完善的退市制度,不仅可以改善上市公司的整体素质,提高其营运质量,而且也可以增强投资者的风险意识,培育和树立理性的投资理念,切实维护广大投资者的合法权益,从而提高创业板市场的运作效率,促进市场的规范发展和稳健运行。



## 序 言

我国金融业近二十年来获得高速发展,新的热点问题不断涌现,特别是在我国加入世界贸易组织的新形势下,加强金融理论的研究将显得更加迫切。北京特华财经研究所站在知识和信息的源头,一直致力于金融和资本市场运行规律的研究,为客户提供有针对性的解决方案,并及时将最新的研究成果整理出版,奉献给读者。2000年该所组织出版的《特华当代投资银行丛书》作为“特华文库”的第一套丛书推向社会后,取得了良好反响。本次推出的“特华文库”第二套丛书,都是该研究所的管理者和研究人员的最新研究成果,代表了该所对我国金融业发展热点问题的一种观点,这对活跃我国金融理论研究,特别是金融理论前沿的学术研究将起到积极的推进作用。

李光荣博士关于企业并购的研究,不仅有一定的理论深度,而且具有相当程度的可操作性。该书首先研究了现代企业制度下公司并购的制度基础,由此研究了公司并购的内因与外因。然后,站在宏观经济的角度,研究了并购对优化社会资源配置的影响,在此基础上,作者研究了在现代企业制度下公司并购的制度因素及其方式选择,并对跨国并购的若干问题进行了分析。针对我国公司并购的现状和发展前景,李光荣博士不仅作出了独到的分析,而且提出了完善我国并购市场的原则和措施,特别提出了我国企业并购的战略对策。

王力博士以中国创业板市场的运行制度为研究对象,通过对海外创业板市场的系统考察,在结合国内主板市场运行经验和教训的基础上,对中国创业板市场设立模式进行了深入分析和研究,

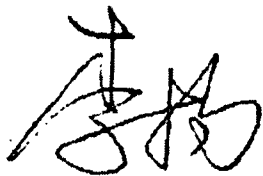
提出了中国创业板市场的功能定位和市场特征。尤其是对上市和交易制度、信息披露制度、风险防范机制、做市商制度、上市公司治理结构与人才激励的重要性、退市制度、监管体系和监管理念分别进行了深入的研究。在此基础上,王力博士重点对关乎中国创业板市场兴衰成败的主要运行制度进行了剖析和论证,提出了一系列具体的对策和建议。这对中国创业板市场设立之后,如何建立起一套科学的运行制度,具有较大的参考价值。

王国言博士对金融分业、混业的研究是我国加入世界贸易组织后,金融领域的热点问题。该书首先运用多种现代经济学理论,采用历史与现实、理论分析与状态描述有机结合的方式,对金融分业、混业的问题作了系统全面的剖析,然后通过建立金融机构战略选择的微观决策模型,从功能观点探讨分工深化进程中金融重构问题,分析了金融混业现象的内在动因。并进一步引入政府的政策因素,探讨了政府管制政策的存在依据,管制政策的成本和效用,管制政策对金融分业、混业决策的影响。在金融自由化过程中对制度变迁进行重新分析的基础上,对美、英、日等国在混业经营环境下金融法律体系的变革问题研究之后,王国言博士提出了当前我国金融体系必须逐步适应这种全球性的金融混业潮流,但又需充分考虑我国国情,以“渐进过渡策略”这种方式推进金融自由化改革的政策建议。

彭鹏博士对如何经营寿险资产提出了独到的观点。寿险业在我国国民经济和金融体系中具有非常重要的作用,该行业的发展不仅降低了我国人力资产的风险,促进了人力资本的形成,而且成为资本市场的主要资金来源。在新的形势下,我国寿险业迫切需要引进新的资本,更需要引进先进的经营理念和模式,采用资产经营这种新的经营模式。寿险资产经营论的核心观点是,通过生产

经营、投资经营和资本经营,在政府监管、市场监督和企业自控的风险管理基础上,完成寿险业资产的形成、增值和扩张,是我国寿险企业发展的必由之路,也是寿险业在我国进入世界贸易组织后的现实选择。

这些青年博士的观点与政策建议,不仅在理论上作了大胆探索,而且对我国金融政策的制定也具有现实的参考价值。这套丛书具有结构合理、逻辑严密、材料翔实、叙述清晰的特点,特别是几位作者充分发挥了自身深厚理论基础和丰富实践经验密切相结合的独到优势,对我国金融业面临的诸多热点问题给予了解释和回答,为正在研究我国金融业新问题的金融理论界与金融业界人士提供了一套值得阅读和借鉴的金融著作。在这套书稿即将付梓之际,我希望这套书的出版,能够有利于推动金融理论界同仁及关心金融事业发展的朋友了解金融业的最新发展,有利于活跃金融理论前沿问题的学术研究。同时,我也期待着有更多的从不同方面和不同角度研究这些问题的著作问世。



# 目 录

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 1/  | <b>第一章 中国创业板市场的设立模式和运行制度选择</b> |
| 1/  | 一、创业板市场的名称考察                   |
| 2/  | 二、海外主要创业板市场简介                  |
| 10/ | 三、海外创业板市场设立模式考察                |
| 13/ | 四、中国创业板市场设立模式分析                |
| 18/ | 五、中国创业板市场的运行制度选择               |
| 25/ | <b>第二章 中国创业板市场的功能定位和市场特征</b>   |
| 25/ | 一、中国创业板市场设立的价值取向               |
| 27/ | 二、中国创业板市场的功能定位                 |
| 29/ | 三、中国创业板市场可能带来的变化和影响            |
| 32/ | 四、中国创业板市场的主要特征                 |
| 34/ | 五、加入世界贸易组织给中国创业板市场带来<br>新机遇    |
| 38/ | <b>第三章 中国创业板市场发行上市制度</b>       |
| 38/ | 一、上市制度的概念和内涵                   |
| 39/ | 二、海外创业板市场发行上市制度比较              |
| 59/ | 三、中国主板市场与创业板市场上市制度比较           |
| 62/ | 四、中国创业板市场上市制度研究                |
| 69/ | <b>第四章 中国创业板市场交易制度</b>         |
| 69/ | 一、交易制度的一般原理和发展趋势               |



# 目 录

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 72/  | 二、海外创业板市场交易制度比较          |
| 90/  | 三、中国创业板市场交易制度选择研究        |
| 94/  | 四、中国创业板市场交易规则设计          |
| 98/  | <b>第五章 中国创业板市场保荐人制度</b>  |
| 98/  | 一、保荐人制度的涵义和重要作用          |
| 100/ | 二、海外创业板市场保荐人制度的经验        |
| 106/ | 三、中国创业板市场保荐人制度研究         |
| 110/ | 四、中国创业板市场实行保荐人制度的对策建议    |
| 117/ | <b>第六章 中国创业板市场独立董事制度</b> |
| 117/ | 一、独立董事的概念和内涵             |
| 118/ | 二、独立董事的“独立性”界定           |
| 120/ | 三、海外独立董事制度的考察            |
| 127/ | 四、中国主板市场独立董事的实践          |
| 135/ | 五、中国创业板市场独立董事制度研究        |
| 140/ | <b>第七章 中国创业板市场做市商制度</b>  |
| 140/ | 一、做市商制度的概念和内涵            |
| 143/ | 二、海外创业板市场做市商制度的考察        |
| 150/ | 三、中国创业板市场做市商制度研究         |
| 155/ | 四、中国创业板市场实行做市商制度的对策建议    |

# 目 录

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 158/ | <b>第八章 中国创业板市场的信息披露制度</b>     |
| 158/ | 一、信息披露制度的概念和起源                |
| 159/ | 二、海外创业板市场信息披露制度考察             |
| 165/ | 三、中国主板市场信息披露的经验教训             |
| 168/ | 四、中国创业板市场信息披露制度研究             |
| 178/ | <b>第九章 中国创业板市场风险防范制度</b>      |
| 178/ | 一、证券市场的风险内涵和成因分析              |
| 182/ | 二、香港创业板市场防范风险的启示              |
| 184/ | 三、中国创业板市场风险因素分析               |
| 188/ | 四、中国创业板市场防范风险的对策              |
| 192/ | <b>第十章 中国创业板市场上市公司治理制度</b>    |
| 192/ | 一、公司治理的一般原理                   |
| 194/ | 二、海外创业板市场公司治理结构的经验            |
| 200/ | 三、香港创业板市场公司治理结构的经验            |
| 207/ | 四、中国主板市场公司治理结构的现状和问题          |
| 210/ | 五、完善公司治理结构的重要意义               |
| 211/ | 六、中国创业板市场公司治理结构的对策建议          |
| 215/ | <b>第十一章 中国创业板市场上市公司股票期权制度</b> |
| 215/ | 一、股票期权的概念和内涵                  |

# 目 录

|      |                              |
|------|------------------------------|
| 217/ | 二、股票期权制度的国际经验                |
| 224/ | 三、中国企业股票期权的实践                |
| 229/ | 四、中国创业板市场上市公司股票期权研究          |
| 235/ | 五、中国创业板市场上市公司实施股票期权的对策<br>建议 |
| 240/ | <b>第十二章 中国创业板市场退市制度</b>      |
| 240/ | 一、退市制度的概念                    |
| 241/ | 二、海外退市制度考察                   |
| 259/ | 三、海外创业板市场退市制度的几点启示           |
| 264/ | 四、中国主板市场退市制度的实践              |
| 267/ | 五、中国创业板市场退市制度研究              |
| 276/ | <b>第十三章 中国创业板市场监管制度</b>      |
| 276/ | 一、监管的概念和模式                   |
| 279/ | 二、海外创业板市场监管模式比较              |
| 286/ | 三、中国主板市场监管实践                 |
| 291/ | 四、中国创业板市场监管对策研究              |
| 296/ | <b>参考文献</b>                  |

## 第一章 中国创业板市场的 设立模式和运行制度选择

创业板市场(The Second - Tierboard)是与主板市场(The Main-board)相对应的概念。作为一国资本市场的重要组成部分,创业板市场和主板市场的根本差异在于不同的上市标准和上市对象,其主要功能在于专门为具有成长性的新兴中小企业开辟融资渠道和为风险投资提供退出机制。中国创业板市场的设立模式和运行制度,应在借鉴发达国家成功经验的基础上进行,并逐步与国际惯例接轨。

### 一、创业板市场的名称考察

根据股票市场的组织形式划分,股票市场可以分为场内交易市场和场外交易市场。在场内交易市场(证券交易所)挂牌称为上市,在场外交易市场挂牌称为上柜。

场内交易市场拥有严密的组织、严格的管理,并有进行集中交易的固定场所。而场外交易市场是在股票交易所之外的各证券交易机构柜台上进行,因此,场外交易市场也被称为柜台交易市场或OTC市场(OTC即“柜台交易市场”,英文Over - The - Counter的缩写)。和场内交易市场相比,传统上的柜台市场较为分散,地域性特征比较明显,投资者数量少,上柜公司规模小,股票发行量也较低。

随着证券市场的发展,场内交易市场和场外交易市场的界限越来越模糊,以美国纳斯达克市场(NASDAQ,即全美证券商协会自动报价系统)为代表,其产生和迅速崛起对海外证券交易所市场和OTC市场的划分提出了巨大的挑战。纳斯达克市场是通过现

代化通信与电脑网络进行交易取得成功的场外交易市场,在交易规模上,1999年该市场已经超过纽约证券交易所。20世纪90年代以来,一批场外交易市场也取得了相当的成功。如日本柜台市场的规模增长速度远远超过东京证券交易所,摆脱了日本经济持续萧条带来的阴影;而台湾的柜台市场则逐渐成为台湾主要证券公司挂牌的场所。随着这些场外市场的崛起,上市和上柜之间的区分也逐渐淡化,越来越多的场合下人们笼统地将上市和上柜统称为“上市”了。

在场外市场、场内市场的概念界限逐渐模糊的背景下,一组新概念产生了,这就是“主板市场”和“二板市场”(或称“创业板市场”,The Second-Tierboard/Market),或大型公司上市市场和中小企业上市市场。中小企业上市市场有的是独立存在和运作,有的则附属于证券交易所。这些中小企业上市市场,多数都在效仿美国纳斯达克市场的运行模式,所以也以 asdaq 作为后缀,如马来西亚的麦斯达克市场(MESDAQ)、新加坡的希斯达克市场(SESDAQ)、韩国的科斯达克市场(KOSDAQ)、欧洲的易斯达克市场(EASDAQ)等。诸如此类的规模较小、上市条件不高、投资风险较大的中小企业上市市场,其实质反而更接近原来的柜台交易市场,把中小企业赴这类市场上市称为“上柜”似乎更为合适。但是,由于这些中小企业上市市场大多附属于证券交易所,所以,通常把公司赴大型公司上市市场和赴中小企业上市市场统称为上市,或者把前者称为主板上市,后者为创业板上市,以示区别。<sup>①</sup>

## 二、海外主要创业板市场简介

(一)美国纳斯达克市场(The National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ)

美国纳斯达克市场成立于1971年,建立之初的目的是为满足

<sup>①</sup> 屠光绍:《上市制度比较与演变》,第10~12页,上海人民出版社2000年版。