

创业板市场的 保荐人制度



CHUANGYEBAN SHICHANG
DE
BAOJIANREN ZHIDU

主编 金晓斌

CHUANGYEBAN SHICHANG
DE
BAOJIANREN ZHIDU



经济科学出版社

韩志国主编
邦和财富文库
之
创业板丛书

创业板市场的 保荐人制度

主编 金晓斌 副主编 陈峥嵘

经济科学出版社

责任编辑：张 力
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

创业板市场的保荐人制度

主编 金晓斌 副主编 陈峥嵘

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

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

1201 印刷厂印刷

河北三佳装订厂装订

850×1168 32 开 9.75 印张 180000 字

2001 年 1 月第一版 2001 年 1 月第一次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-2414-7/F·1806 定价：17.20 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《创业板丛书》编委会

编委会主任：韩志国

编委会编委：（排名不分先后）

张二震 南京大学国际经济系主任

郭 峰 中国人民大学金融法研究所副所长

汪良忠 广发证券研究中心主任

金晓斌 海通证券研究所所长

李 康 金华信托证券研究所所长

韩志国 北京邦和财富研究所所长

张长虹 上海万国股市测评有限公司董事长兼总
经理

王一军 华泰证券有限公司副总经理

罗志荣 经济科学出版社副社长

王 坚 中国证券报副总编辑

王大勇 国富投资管理有限公司副总经理

于宝刚 北京邦和财富研究所副所长

夏 燕 北京邦和财富研究所所长助理

参加撰写人员：

陈久红 刘根东

创业板市场与制度创新

(代 序)

北京邦和财富研究所所长 韩志国

进入 21 世纪元年的中国，在证券市场上最为引人注目的事件恐怕莫过于创业板市场的建立并投入运营了。建立创业板市场，将是中国资本市场发展史上具有革命性意义的变革，它将在相当高的程度上调整中国资本市场的内在结构，并为在中国发展高新技术产业从而使中国从传统经济走向新经济注入巨大的活力。

创业板市场应是创新市场。一个着眼于制度创新的创业板市场的建立，将使我国高新技术产业的发展有一个完整的资本市场支持体系，并且将极大地提升我国资本市场的竞争力和整体素质

我国的资本市场已经走过了 10 年的历程。10 年来，资本市场的发展成就不可谓

不大：截至 2000 年 11 月底，沪深两个证券交易所的上市公司已近 1100 家，股票的市价总值已达 4.6 万亿元，股票市场为国民经济筹集了 4800 多亿元资金，共缴纳印花税近 1400 亿元，有力地并且有效地推动了我国的经济发展和体制变革；资本市场的吸引力和辐射力也不可谓不强：各省、市、自治区都有了一大批上市公司，沪深两个交易所的投资者人数已达 5500 万人，股票市场的合法地位已经得以确立，人们的金融意识——投资意识、投机意识、利率意识、风险意识和信用意识也不断地得到培育。但是，从资本市场的内在要求来衡量，我国资本市场的制度缺陷也是明显的，这种制度缺陷的存在，从根本上影响了我国资本市场的资源配置效率。

资本市场具有浓厚的行政色彩，是我国资本市场最主要的制度缺陷。由于我国的资本市场是在计划经济与市场经济激烈交锋和对抗中产生的，并且是在行政机制的缝隙中发展起来的，因此，行政机制通过各种渠道大规模地渗入资本市场之中，极大地扭曲了市场本身所应具有的各种机制。首先，行政选择取代了竞争机制。竞争机制是市场经济中最主要、最核心的机

制。正是由于竞争机制的存在和作用，资本市场才能够引导社会资源在不同部门和不同企业之间转移，并且才能起到优化资源配置的作用。但在我国，从股票的发行到上市，从企业的初次融资到再融资，都要经过层层行政审批，行政选择取代了市场选择，行政竞争钳制了市场竞争，行政机制排斥了市场机制，股票市场主要成了企业融资的场所，资源配置和再配置功能被大大弱化了。其次，与行政选择相联系的，是定向为国企改革服务，股票市场几乎成了国有企业的天下，市场经济的机会均等原则成了一句空洞的说教。再次，与上述两个方面既有内在联系又是其逻辑结果的是类别股份的出现，即把上市公司的股票划分为国家股、法人股和个人股，个人股又分为内部职工股和社会公众股，结果，股权平等原则在资本市场上失效了：在股票发行市场上，国有股、法人股与社会公众股同股不同价，国有股、法人股按股票面值折股，社会公众股按几倍甚至几十倍的溢价入股；在股票流通市场上，国有股、法人股与社会公众股同股不同权，国有股、法人股股票不能流通而处于沉淀状态，只有社会公众股才能上市流通。股

权平等原则的失效还导致了公司治理结构的异化：大股东永远是大股东，掌握着国有股、法人股的行政机构永远是公司最大的老板，对公司的各种事务起着“一票定乾坤”的作用，在这种能量巨大的行政权力面前，任何人都不能不“俯首称臣”。这种畸型的治理结构和股票流通方式，就使得上市公司普遍缺乏有效的约束机制和激励机制，这是我国上市公司运作效率低下和资本市场资源配置效率低下的根本原因。

缺乏支持高新技术产业发展的完善的资本市场体系，是我国资本市场的另一个主要的制度缺陷。现代经济的竞争主要是科技实力的竞争。近年来，我国的科技竞争力在国际上呈连年下降的趋势，1997年，我国的科技竞争力排名为世界第13位，1998年则大幅下降到第25位，1999年又进一步降至第28位。这其中的原因，除了科技体制自身的缺陷和国家的科技开发投入总体偏低以外，主要是缺乏一个支持高新技术产业发展的资本市场体系。由于我国的金融体系不完整，以稳健经营为宗旨的银行系统不可能对具有高风险性质的高新技术产业和企业提供有力的和有效的资金支持；资本市场体系不完备，以扶持大

中型企业为主的现有的沪深两个证券交易所不能为以中小企业为主的高新技术企业打开进入之门；风险投资机制不健全，使得以退出为进入前提的风险投资在我国发展十分缓慢，这就极大地制约了高新技术产业在我国的发展，也极大地影响了我国经济的整体竞争实力和竞争能力。

建立为风险投资提供退出机制、符合国际惯例和市场化要求的创业板市场，不但可以形成我国多层次的资本市场体系，大大推动我国高新技术产业的发展，而且还可以克服我国资本市场现有的制度缺陷，极大地提升我国资本市场的竞争力和整体素质。首先，创业板市场为创业投资体系的形成和发展创造了条件。资本的流动是以利润为导向的，风险资本的运动及其在产业间和企业间的调整是需要有诱因的，创业板市场恰恰可以为风险资本向创业企业运动提供充足的诱因：创业板市场可以提供退出机制，风险资本可以在创业企业的股票上市后适时、适量地退出；创业板市场可以提供增殖机制，股票市场所特有的资本放大功能能够使投资有前景的企业得到几倍、几十倍甚至数百倍的增殖，而这一点正符合风险资本的内在要求；创业

板市场可以提供融资机制，通过股票市场，可以向更广大的投资者进行融资和再融资，从而保证创业企业不同发展阶段的资金需求，从而走上资本社会化的广阔舞台；创业板市场可以提供选择机制，不但创业企业与风险资本可以相互选择，而且其他投资者和各种社会资金与创业企业、上市公司间都可以不断地、多层次地、多方位地进行投资和融资选择，在这种选择中，整个社会的创业投资机制就会得以形成和完善，资源的配置机制也会逐步地形成和完善起来。其次，创业板市场可以促进市场化的资本市场体系的形成。创业板市场将形成一种与国际惯例接轨的全新的市场准则、全新的市场理念、全新的市场要素和全新的市场运作，单一的评价体系、单一的市场选择和单一的治理结构将全面展示市场经济的优越性和市场机制的有效性，这将对现有的主板市场起到示范作用、牵引作用和分流作用，促进主板市场进行自身的结构调整和制度创新，这样，创业板市场与主板市场互动作用的结果，将会大大促进我国资本市场的发展与完善，最终实现与建立市场经济的改革目标和国际惯例的完全接轨。

创业板市场要取得成功，就必须挤缩行政功能，放大市场功能，形成企业和市场的可持续发展机制。创业板市场的总体框架必须与国际惯例接轨，不能人为地演绎“中国特色”或是以“中国特色”为借口来扭曲市场本身的内在机制

在我国建立创业板市场，有很多有利的条件。第一，创业板市场是一个完全市场化的市场，这种市场化的特征，符合我国经济体制市场化的价值取向，因而有广阔的发展前景和旺盛的发展活力。第二，创业板市场既是新经济发展的前提，又是新经济的有机组成部分，现代科学技术与以资本市场为核心的现代金融体系的有机结合、交互作用和协调发展，将极大地提高我国经济的总体竞争力。反映国际化潮流和市场化趋势的创业板市场的建立与我国发展新经济的愿望在市场基础上的契合，是我国创业板市场能够取得成功的重要条件。第三，我国现有的 1000 多万家中小微企业和 7 万多家高新技术企业为创业板市场提供了较大的选择空间，这些中小企业和高新技术企业，基本上是建立在产权关系明晰化和运行机制市场化的基础上的，比

较适应市场经济和竞争的发展环境。第四，我国资本市场的发展已经有了 10 年的历史，经过 10 年的发展，人们对资本市场的运行机制已经比较了解，一大批专业人才正在培养出来，人民群众的金融意识也在不断培育和增强，这是我国创业板市场能够取得成功的重要的社会基础。第五，市场的流动性是创业板市场取得成功的重要条件。要保证市场的流动性，就必须有充足的能够参与创业板市场的社会资金，在这方面，我们也具备比较有利的条件。在我国，主板市场的流通市值已近 1.6 万亿元，有 6 万多亿元的储蓄存款要向资本市场分流，社会游资更是高达万亿，而创业板市场是一个新兴市场，新兴市场又总是给人们以巨大的想像空间，只要制度设计得当，创业板市场就会以其自身的魅力来吸引足够的资金和投资者，其发展也会有比较大的空间。

上述五个方面是在我国发展创业板市场的有利条件，但要把这些有利条件转化为现实条件，还需要有相应的制度保障。目前，世界主要的市场经济国家都相继建立了二板市场，但除了纳斯达克比较成功以外，其他的二板市场或者不死不活，或

者已经关闭。况且，我们目前所处的环境正是全世界二板市场的大调整期，纳斯达克股价指数已跌去了 50%，香港创业板指数也跌掉了 65%，再加上创业板市场本身是企业风险、市场风险、技术风险、道德风险和社会风险迭加的高风险市场，这就使得创业板市场成功与失败的权重都比较大，如何趋利避害，将是我国创业板市场能否有效地建立起来、建立起来后能否成功的关键之点。

要使我国的创业板市场能够取得成功，就必须认真吸取我国主板市场发展过程中的经验和教训，防止用计划经济的行政手段来搞市场经济从而导致资源配置行政化和低效率的做法，真正按市场经济的内在要求来建立市场和市场机制。在这方面，最为重要的是：创业板市场的立足点必须是以市场为基础，防止行政手段、行政机制和行政方式对市场 and 上市公司的渗透；创业板市场的总体框架必须与国际惯例接轨，不能人为地演绎“中国特色”或是以“中国特色”为借口来扭曲市场本身的内在机制；创业板市场必须以促进高新技术产业发展为己任，营造能够形成创业投资体系的市场环境；创业板市场必须把保护投

资者特别是中小投资者的利益作为监管的出发点，防止“搏傻”机制在市场上的过度放大和蔓延；创业板市场必须形成全新的治理结构，通过财产关系与利益关系、财产规则与利益规则的制衡与互动，形成有效的约束机制和激励机制。

按照这样的设想，我国创业板市场要取得成功，就必须把握以下五个方面的基本要素：

一是恰当的角色定位。我曾经在多种场合讲过同样一段话：在市场经济中，政府、企业、个人和市场必须有明确的角色定位，该个人管的事情个人管，该企业管的事情企业管，该市场管的事情市场管，只有个人、企业 and 市场都管不了的事情才应由政府管。但在我国的主板市场上，角色定位却异常混乱，政府不但包揽了许多本该由企业和市场管的事情，而且还通过行政手段来调整股价指数，进而影响投资者的投资决策。我国的创业板市场要取得成功，就必须认真吸取主板市场的教训，挤缩行政功能，放大市场功能，充分发挥市场和市场机制的作用。在这方面，最主要的是政府与市场的定位和国家证券监管部门与证券交易所的定位。从前一个定位

来说，政府必须退出市场领域，发挥市场的自我扩张、自我收缩、自我协调和自我选择功能，在股票发行和上市的全过程中全面引入竞争机制；就后一个定位来说，最重要的是恢复证券交易所的独立法人地位，把股票发行、上市、配股、收购和兼并的审批权还给证券交易所，让证券交易所按市场规律来进行运作，中国证监会应专司监管职能。

二是严格的市场监管。创业板市场是制度创新的产物，这个市场的建立，将带来巨大的财富分配效应，因而将给我国社会和经济运行带来巨大的冲击，这种冲击的力度将远远大于海外的二板市场。这是因为，海外的二板市场，是在一个完全市场化、股票全流通的主板市场的基础上建立和发展起来的，企业是选择上主板还是上二板，完全根据企业规模和行业特点来决定，而不需要考虑股票的变现机制问题。我国的创业板市场则与此不同。由于我国的主板市场采取的是增量上市的办法，企业经营者和职工即使拿到一点能够在企业上市三年后流通的内部职工股，其数量也较为有限。创业板市场的设立，不但提供了一个股票全部流通的场所，而且能使企

业经营者、科技人员、职工甚至社会投资者得到大量的原始股，即创业板市场具有巨大的财富分配效应，因而产生了强大的吸引力，这也正是近一年来创业板市场持续火爆的原因之一。同时，由于创业板市场的上市门槛低，流通股少，因而股价将容易被操纵，再加上股票的全流通为收购与兼并提供了条件，因而市场监管的复杂度就大大提高了，监管的难度也大大增加了。如何对创业板市场实行合乎市场规律的有效监管，将直接影响到创业板市场的运行效率。为此，必须有足够的和可行的保护投资者的制度和措施，确保市场的持正操作；必须有充分的风险揭示和缜密的信息披露，确保市场的公平、公正和公开；必须在上市运作和退市这两个环节上建立起有机的联系，确保优胜劣汰机制在市场上发挥作用。

三是透明的信息披露。信息披露的完整度、充足度和透明度是市场有效程度的一个重要尺度。只能了解过去信息的市场是弱式有效市场，能够了解过去、现在和将来的公开信息的市场是半强式有效市场，能够了解全部的公开信息和内幕信息的市场是强式有效市场。弱式有效市场不足以