



# ZGCYB

李维雄

宋冬林

主编

中国股市最后的获利良机

# 中国

# 创业板

ZHONGGUOCHUANGYEBAN

zhongguochuangyeban

長 春 出 版 社  
CHANGCHUNCHUBANSHE

主 编 李 继 雄  
宋 冬 林

# 中国创业板

长 春 出 版 社

**图书在版编目(CIP)数据**

中国创业板/李维雄,宋冬林主编. —长春:长春出版社,  
2001.1

ISBN 7-80664-137-8

I.中... II.①李...②宋... III.高技术产业-资本市场-中国-普及读物 IV.F832.5-49

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第84804号

责任编辑:张云峰 封面设计:王国攀

长 春 出 版 社 出 版

(长春市建设街43号)

(邮编130061 电话8569938)

长春市正泰印务公司制版

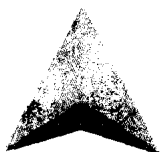
吉林农业大学印刷厂印刷

新华书店经销

850×1092毫米 32开本 9.75印张 2插页 164千字

2001年1月第1版 2001年1月第1次印刷

印数:1-7000册 定价:19.80元



# 前 言

呈现在读者面前的《中国创业板》一书，是由东北证券公司董事长李维雄先生和宋冬林博士主编，由吉林大学商学院、经济管理学院的部分经济学博士生和青年教师共同参与编写的。他们分别是，李政（第一章）、姚力（第二、五章）、魏旭、张颖新（第三章）、历格非（第四章）、刘大志（第五章）、梁化军（第六章）、邹国庆（第七章）、张宗新（第五、八章）。本书以经济全球化、世界范围内的产业整合和新经济发展的“大势”为依托，以国内外风险资本运作和创业板市场发展为主线，密切结合中国实际，理性审视并深入研究中国创业板市场发展的实践问题和理论问题，逐层解读设立创业板市场深远的理论意义和实践意义，逐步解析创业板市场运作的内在机制和运行规律，逐条解答企业和投资者在创业板市场运作中可能遇到的问题与矛盾，为投资者的投资决策和企业创业板市场上市提供有益的借鉴和参考，为理论研究提供新的思路。本书力图

体现国外经验与国内实际相结合，理论探讨与政策诠释和实践操作相结合，使其具有较强的可读性。

时下，何时推出创业板市场已被众多媒体炒得火热，甚至一些网站还设有创业板市场的专题栏目。细心人可以通过文章检索发现，创业板是今年国内各家媒体使用频率最多的词汇之一。创业板不仅在国内是个热门话题，在国外同样是热门话题。据不完全统计，在美国，自2000年1月至11月，仅New Time、Wall Street Journal和USA Today三家报刊杂志就发表了相关文章150篇，专论50篇。面对滚滚而来的创业板热潮，人们持有不同的立场和态度。有人赞成，有人反对。有人谨慎观望，有人热切企盼，有人茫然惶惑，也有人冷静思索。但是，不论人们以怎样的态度看待创业板这一新生事物，恐怕都需要静下心来认真地做一番理性思考，客观分析设立创业板市场的利与弊和得与失。针对有关创业板市场的种种疑虑和问题，我们不妨借用哈佛商学院惯用的思考方式提出并回答下列问题：什么是创业板市场？为什么要发展创业板市场？创业板市场怎样才能健康有效地运行？依我看，解读清楚上述问题，也就揭开了蒙在创业板上的那层神秘面纱。

## 解读之一：什么是创业板市场

目前，有关创业板市场的提法很多，有风险资本市场一说，有高科技板块一说，也有二板市场一说。乍听起来，业外人士真是有点丈二和尚一时摸不着头脑。其实，创业板市场就是以金融资本支持创业为主旨的特殊的资本市场。

与传统的资本市场或主板市场相比，创业板市场的特殊性在于：第一，服务的对象不同。创业板市场的服务对象是中小企业，准确地说，是科技创新型中小企业和高成长型中小企业。这里需要注意的是，并不是所有的科技型企业都能进入创业板市场。依我看，能够进入创业板市场的科技型企业，首先，它的科技产品可以产业化和市场化；其次，它的科技产品须具有独立的知识产权和建筑在创新性基础上的市场独占性。因为，产品可以产业化和市场化，投资者才可能获取投资回报，其产品具有市场独占地位和巨大的市场潜力，才能够为投资者提供企业未来发展的想象空间。高成长型中小企业应当指那些具有产业发展前途，其产品具有难以替代性和创新性，企业经营状况好、业绩突出、增长基础坚实、呈现出高速增长态势的企业。这类上市企业越多，投资

性会越强，资本市场运行也会越正常。第二，与上述相联系，进入市场的条件不同。与主板市场相比较，创业板市场的门槛较低。即那些有 1000 万元人民币左右股本、主营业务收入净额 300 万元人民币左右，而且年增长率不低于 20% 的企业都符合上市的数量指标条件。而主板市场要求则是总股本不少于 5000 万股，开业 3 年以上且连续盈利，持有面值 1000 元的股东人数不少于股东总额的 25%，3 年无重大违法行为且财务报表无虚假记载等，门槛较之创业板市场大大升高。第三，知识产权的比重不同。就知识产权出资比例来看，创业板市场发起人以知识产权作价的可以高于 20%；而主板发起人以工业产权、非专利技术出资的金额不得超过公司注册资本的 20%；第四，规制强度不同。以发行新股为例，创业板市场发行新股可以不受年限的限制；而主板市场发行新股须距上次发行 1 年以上、3 年连续盈利、3 年财会文件无虚假记载等。

必须看到，创业板市场的特殊性仅仅是相对于所谓主板市场和传统意义上的资本市场而言的，就其市场运作规律和基本性质看，它与主板市场和传统意义上的资本市场是相同的，具有资本市场的一切共性特征，即风险性、流动性、收益性等等。由此，我们再回到前面触及的话题，创业板市场究竟应该叫什么？由于在创业板市场上市

的企业多属于创业类型的企业，而创业类型企业的产业发展前景和市场开拓空间很大程度上带有潜在成长的性质和不确定性，因此相比较于成熟型企业而言，其投资风险更大。加之，投资于创业型企业的投资者多为风险投资者。因而把创业板市场叫做风险资本市场是可以的。当然，上述这些只是就一般情况来说的，实际上，与我国现有不规范和不成熟的主板市场相比，即将设立的创业板市场并不见得风险大多少。此外，从历史上看，创业板市场源于主板市场之外的场外交易。因为当时的情况是，证券交易所依其上市条件规定而不愿接受中小企业，从而导致这些企业的股票只能在场外柜台上交易。但是，随着场外交易规模的逐渐扩大和交易方式的逐步完善，最终形成了与主板市场相对应的独立的资本市场。我国创业板市场的形成过程尽管与欧美等发达国家不同，但同样是先有主板市场后有创业板市场。从这个意义上说，把创业板市场叫做二板市场也是可以的。然而，无论叫什么，创业板市场的性质和功能不能因为叫法的不同而有所改变。不能因为叫风险资本市场，就把创业板市场按照纯粹的投机市场模式来塑造；同样，也不能因为叫二板市场，就把创业板市场仅仅视为主板市场的附属和补充，不去充分发挥其特殊的作用和功能。

## 解读之二：为什么要设立创业板市场

建立中国创业板市场的意义不仅仅在于为中小企业提供一个新的投融资渠道，为中国资本市场带来一种全新的机制，为风险资本营造一个正常的退出机制，为我国发展知识经济和调整产业结构提供一个重要途径和手段。更为重要的是，它以中国特有的边际改革的方式推进所有制结构的调整和市场取向改革，构造真正市场经济意义上的资源配置机制和体系。具体说来，设立创业板市场的意义有以下几点：

### 启动民间投资 推动民营企业成长

近年来，由于投资渠道狭窄，民间投资的增速不快。因而，如何引导民间数万亿的资金向生产领域投资，一直是经济生活中亟待解决的重要问题。

民间投资增速不快的原因显然不是出自供给上，因为民间沉淀着数以万亿元的资金；更不是出自需求上，中国的经济建设需要大量资金，有着十分巨大的市场需求。据不完全统计，各大券商保荐企业已达 230 多家，估计全国着手改制准备到创业板冲浪的企业至少在 2000 家以上。很明显，制约资金资本化的障碍主要来源于传统体制

以及建筑在这种体制基础之上的歧视性的投融资体系。对于企业而言，投融资渠道越宽，壁垒越少，资本流动的速率越快，投融资的成本就会越低。现实却是，现有的间接融资渠道主要服务于国有企业和制造业企业，中小企业尤其是民营企业很难在银行融资，或即便融到所需资金，成本也很高。一方面，间接融资实行歧视性待遇，中小企业融资十分困难，另一方面，直接融资市场门槛又非常高，中小企业基本上没有入市融资的可能。这样一来，势必造成效率低的企业容易获得资金，却浪费性地使用，而效率高的企业没有足够的资金支持，造成发展乏力，造成整个社会的资金配置起不到优化资源配置的作用。

设立创业板市场，一方面为急需资金的中小企业和民营企业提供了必要的金融支持，同时也为逐利的投资者提供了投资渠道，从而启动民间资金，改善投资结构，使资本调节资源配置的作用得以充分发挥。

设立创业板市场，不仅可以启动民间投资，改善投资结构，提高资金使用效率，而且可以支持中小企业特别是民营企业发展，改善所有制结构。应当看到，近年来民营企业虽然发展较快，但与其发展潜力相比较，还有较大差距。究其原因，除了种种歧视性待遇以外，民营企业自身制度落后，管理方式落后，缺乏研发能力，也是限

制其发展的重要因素。例如，大多数民营高科技企业仍然采取家族制、合伙制封闭型的财产组织形式，沿袭传统陈旧的管理方式，产品单一，缺乏市场拓展能力。设立创业板市场，可以通过股票上市这一私人资本的社会化过程，促使民营企业普遍由家族式封闭的财产组织形式迅速转化为规范化开放式的现代企业财产组织形式，进而推进公司治理结构的迅速完善，加快管理机制和手段的现代化，提升企业研发水平，使其具备持续技术创新的能力。民营企业发展了，多种所有制形式并存的结构完善了，中国市场经济运行的微观基础自然就会巩固了。

### **带动知识经济增长 改善产业结构**

近几年来，我国知识经济迅猛发展，方兴未艾。高新技术企业、民营企业、中小型成长企业星罗棋布，充满活力。据初步统计，目前全国已建立 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，各地高新技术产业开发区的企业共有近 2 万家，全国科技型中小企业超过 7 万家，它们生机勃勃，构成了我国市场经济的重要组成部分。随着知识经济迅速发展，高新技术产业在整个国民经济中的重要地位和作用日益凸现。高新技术产业的发展将极大改善我国

传统的产业结构，降低能源消耗，提高资源使用效率，为我国经济未来可持续发展提供坚实有力的基础。

但是，应当看到，我国高新技术产业化水平还很低，不仅大大低于发达国家水平，甚至低于某些发展中国家水平，科研成果市场转化率低，高新技术产业化水平低，严重削弱了我国科技竞争力，抑制了我国经济发展的后劲。究其原因，既有科研成果不符合市场需求的问题，也有持有科研成果的高新技术企业资金严重短缺、产品难以拓展市场的问题。因而通过设立创业板市场，运用市场杠杆调节资源配置和产业结构，给那些代表知识经济发展方向的高新技术企业注入金融资本，使其在创业板市场的规范、培育和竞争中迅速成长壮大。十分明显，高技术含量、高附加值和低消耗的产品和产业发展起来了，会引致资本从低技术含量、低附加值和高消耗的产品和产业中转移出来并投向新兴产业部门，结果必然带来整个产业结构的变化和社会资源使用效率的提升，为整个国民经济发展提供新的增长点。

### **构造市场调节资源配置机制 完善资本市场功能**

资本按照市场调节流出流入，必然导致资源在企业 and 产业之间流出流入，进而实现资源的优

化配置。市场经济条件下，是“物随钱走”，资源跟着资本走。资本市场在市场经济运行中起着十分重要的调节作用。客观说来，我国的主板市场是在经济转轨这一特定历史条件下形成的，因此不免带有旧体制的痕迹，从而极大地抑制了资本市场调节资源配置的功能。设立创业板市场，其目的不仅在于为高新技术企业和高成长型中小企业提供有力的金融支持，还在于形成一个真正市场经济意义上的资本市场，充分发挥资本调节资源配置和优化产业结构的作用。建立规范化和高效率的创业板市场，一方面可以充分发挥风险资本在高新技术领域的独特作用，推动高新技术产业发展；另一方面，可以形成与主板市场竞争的格局，促进主板市场的完善。建立和发展规范化和健康的创业板市场，可以促进完善主板市场运作规则，改善主板市场的机制和功能。我国的创业板市场是在经济全球化、中国即将加入世界贸易组织和知识经济迅猛发展的历史背景下设立的，因此起点要高，标准要符合国际惯例，规制要更加严格。这样做，不仅有利于吸引国外资本，而且也是对股民和投资者负责，同时也是建立和完善市场经济体制不可或缺的重要内容。

### 解读之三：如何有效地运行创业板市场

公平、公正、公开是资本市场有序运转的三个基本原则。它不仅适用于主板市场，同样适用于创业板市场。上述三个基本原则，要靠制度来贯彻，靠机制来实现，靠政府和中介机构来监督保障，靠企业、投资者和券商行为自律来维护。市场本身就是一种制度，一种建筑在等价交换关系基础上的制度。等价交换关系实现的前提是经济当事人进入市场、退出市场和彼此间的交换活动必须在平等的条件下进行。这就是所谓的市场公平。没有市场公平，不可能有市场效率。就资本市场而言，市场公平可以具体化为三个要素：一是市场进入条件和市场退出机会对每一个企业和每一个投资者都应该是均等的；二是企业和投资者在市场上获取信息的渠道和数量都应该是一样的；三是企业和投资者只能接受市场给定的价格而不能控制和改变价格。尽管在现实市场中，市场公平并不容易实现，但它毕竟是成熟健康市场的基本标志和完善市场的目标。实现这一目标，要靠市场建设者和市场行为主体的共同努力。既然市场是由人的交换关系构成的，因此肯定少不了政府和组织对经济行为人活动的规范和制约。

谈到规范和制约，主要有两个方面：一方面是正式的制度约束，通过政府有关法规和组织相应的管理条例来体现；另一方面是非正式制度约束，通过文化和组织外关系来体现。其中，正式的制度约束是基础，非正式制度约束是补充，二者缺一不可。要使正式制度充分发挥作用，首先，制度设计本身必须符合市场规律，有助于机制有效运行；其次，制度设计不能过于复杂，有利于提高管理和监督效率；此外，制度的实施比制度设计更重要。主板市场之所以不规范，主要在于制度实施过程中考虑太多的“例外情况”，从而丧失了法律和制度的严肃性。对于一个健康的市场来说，从业人员的自律约束也是十分重要的。因为，再完善的制度也会有漏洞，一方面，正式的制度设计不可能顾及市场活动的所有方面；另一方面，即便它能够顾及到，也难以处处防范从业人员的机会主义行为。所以，从业人员的自律行为在市场交换活动中显得尤为重要。

市场效率源于充分竞争。垄断抑制竞争，从而降低效率。因此，反垄断和鼓励竞争一直是各国政府规制市场主体行为的重要内容。我国资本市场上的垄断主要来自两个方面：一是政府审批上市公司的垄断权；二是大户对信息的垄断权。很明显，要使市场健康运行，必须抑制政府的审批权力，堵塞寻租途径。同时，完善信息公开制

度，抑制大户炒作，保护中小投资者利益。

必须看到，我国的主板市场和即将设立的创业板市场是在不同的条件下形成的，因此它们的运作也有着明显不同的“路径依赖”。主板市场是在新旧体制转轨条件下形成的，其运作模式带有政府和市场双重调节的痕迹。这种体制上的先天不足源于中国市场经济发展的不成熟性。创业板市场则是在市场经济体制逐步确立的条件下形成的，充分汲取了主板市场发展的经验教训，吸收了国外资本市场发展的新鲜经验，强化了市场调节的作用和功能，它的运作模式更加符合市场经济规范。如果说，主板市场产生之前，中国经济尚未形成市场经济规范运作的微观基础，那么，创业板市场设立之际，中国市场经济运行的微观基础已开始形成。创业板市场启动前业已披露的种种信息表明，政府对资本市场监管的内容和方式正在或已经发生改变，券商和上市企业的关系也将发生重大变化，市场将更加透明，程序将更加合理，交易行为将更加理性，上市公司和券商的责任更加明确，监管将更加严格，所有这些无疑给人们提供了这样一个强烈的信息，那就是中国的创业板市场将以规范、有序、健康的全新面貌展示在世人面前。

创业板市场启动在即，国人在企盼创业板市场能够拉动中国经济的迅速腾飞，企业在企盼创

业板市场为自己提供快速成长的强大引擎，投资者在企盼创业板市场带来更多的利好消息。我们应该相信而且有充分的理由相信，中国的创业板市场一定会“开市大吉大利”，中国经济也一定能够在新的千年里有更为出色的表现。

本书是在较短的时间内通过集体合作完成的，因此肯定会存在种种不完善的地方，我们真诚希望读者给予批评指正。

宋冬林

2000年11月19日于新西兰奥塔哥大学商学院