

上海证券交易所
迈向新世纪的证券交易所丛书

创新市场：

崛起与机遇

主编 屠光绍

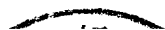
上海人民出版社



上海证券交易所
迈向新世纪的证券交易所丛书

创新市场： 崛起与机遇

主编◎屠光绍



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

创新市场:崛起与机遇/屠光绍主编.

- 上海:上海人民出版社,2000

(迈向新世纪的证券交易所丛书)

ISBN 7-208-03433-8

I.创… II.屠… III.高技术产业-资本市场-概论

IV.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 17897 号

责任编辑 秦建洲

封面装帧 陈楠

·迈向新世纪的证券交易所丛书·

创新市场:崛起与机遇

屠光绍 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店上海发行所经销 上海天马印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 6.25 插页 5 字数 140,000

2000 年 5 月第 1 版 2000 年 5 月第 1 次印刷

印数 1-5,100

ISBN 7-208-03433-8/F·700

定价 13.20 元

序

上海证券交易所组织专门力量对国际上证券交易所的运作与最新发展进行了研究,在世纪之交推出这套以证券交易所为研究对象的丛书,是一件非常有意义的事情。

证券交易所是证券市场发展到一定阶段的产物,是集中交易制度下证券市场的组织者与一线监管者。实践证明,证券交易所的健康发展、规范运作和体制创新,直接关系到证券市场广度和深度的拓展,关系到市场运作效率的提高,因此,证券交易所所在促进资本形成、资源配置优化以及国民经济发展方面扮演了十分重要的角色。

从1990年成立了上海和深圳证券交易所至今,我国证券市场在邓小平理论指引下,从无到有,从小到大,从地方性市场发展为全国性的市场,充分展现了我国证券市场巨大的发展潜力。江泽民在《证券知识读本》的批语中指出:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,对我国优化资源配置,调整经济结构,筹集更多的社会资金,促进国民经济的发展具有重要的作用。”党的十五届四中全会通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,当前证券市场承担促进为国企改革和国民经济发展的任务。要按照江泽民在《证券知识读本》中的批语精神和

EX73/57

“法制、监管、自律、规范”的八字方针,进一步发挥证券市场的功能和作用,为国有企业筹集更多的资本金,转换经营机制,促进技术进步和调整经济结构作出更大的贡献。

证券交易所是证券市场的枢纽,市场发展离不开证券交易所运作机制的规范、成熟和发展。进入 90 年代以来,随着信息技术的发展,资本流动的全球化,各国各地区的证券交易所的运作环境日益复杂多变。为了迎接信息革命、知识经济以及国际金融秩序和市场变革带来的挑战,国际上证券交易所对运作机制甚至组织制度进行了较大程度的改革和发展。面对国际上证券市场日新月异的变化和历史赋予我国证券市场的特殊使命,我们要按照江泽民“勤学之、慎思之、明察之”的要求,积极探索,努力研究新情况、新问题,借鉴国际经验,不断完善我国证券交易所的运作机制,使证券交易所的建设迈上新的台阶。

上海证券交易所研究中心长期以来注重对国际证券市场的研究,取得了丰富的成果。这次出版的《迈向新世纪的证券交易所》丛书,从证券交易所的上市、交易、监管、清算等方面剖析了证券交易所的运作规律和发展趋势,资料翔实,分析全面,很有借鉴意义,对加强中国证券市场的制度建设,更好地发挥证券市场的作用,是非常有益的。相信这套丛书的出版能对我国证券市场和证券交易所的运作研究起到推动作用。

周正庆

一九九九年十一月四日

目 录

序	周正庆
导 言	1
1 创新股票市场概论	6
1.1 创新股票市场的内涵与特征	6
1.2 创新股票市场发展概况	7
1.3 创新股票市场的功能与意义	16
2 创新股票市场:组织模式与运作体系	29
2.1 组织模式	29
2.2 上市规则	30
2.3 交易机制	37
3 创新股票市场发展机制	41
3.1 那斯达克成功经验	41
3.2 台湾店头市场的启示	50
3.3 美国证券交易所与 80 年代欧洲的失败教训	54
3.4 创新机制:发展动力	58

3.5	支持创新的股票市场组织	62
4	创新股票市场国际比较	71
4.1	那斯达克	71
4.2	加拿大 CDN 市场	84
4.3	Easdaq	91
4.4	英国 AIM	99
4.5	英国技术股市场	106
4.6	法国新市场	108
4.7	德国新市场	114
4.8	阿姆斯特丹新市场	122
4.9	欧洲新市场(EURO.NM)	125
4.10	日本 OTC 市场	129
4.11	东京证券交易所高成长新兴公司市场	134
4.12	台湾店头市场与报备市场	136
4.13	香港创业板市场	143
4.14	其他亚洲地区的创新股票市场	155
5	中国创新股票市场的构建	163
5.1	创新股票市场对中国经济意义	163
5.2	发展中国创新股票市场的制约因素	171
5.3	中国创新股票市场:运作机制设想	178
	参考文献	187
	后 记	190

导 言

1

进入 20 世纪 90 年代,国际资本市场的一大亮点是众多资本市场都设立了针对中小创新公司的股票市场——创新股票市场。创新股票市场还有其他称呼如第二板、创业板、另类股票市场、新市场、增长型股票市场,等等。本书采用创新股票市场的名称是基于如下考虑:一是从国际上来看,该类市场在 70 年代才开始逐步发展,本身就是一个新的股票市场;二是该市场上市公司主要是创新公司;三是这些市场大都建立在新的技术设施之上。

创新股票市场的出现与发展不是一种偶然和孤立的现象,它实质上是知识经济发展和经济全球化趋势的必然。

首先,90 年代,世界经济发展已经进入所谓“信息时代”或“知识经济”(the knowledge-based economy)阶段。知识经济的显著特征是:知识运用取代劳动与资本成为经济增长的主要源泉,以知识密集型技术为基础的知识产业或高科技产业,成为全部产业的核心,成为一个国家获取长期竞争优势的最主要来源,成为社会经济可持续增长的重要推进器。

在知识经济中,一大批知识密集型的中小创新企业在促进创新、推进高科技产业发展方面发挥重要作用。但这些创新型企

业,由于产品、技术、市场、财务的不稳定性,它们的发展具有较高的风险,在融资方面遇到了较大的障碍。一方面,由于中小创新企业无形资产较大、风险大,商业银行不愿贷款;另一方面,传统股票市场上标准高,要求上市公司规模大、盈利稳定,使许多有发展前景的中小企业特别是高新技术企业无法问津这些市场。

资金障碍限制了中小企业的发展,从而也制约了一国产业结构的调整和经济增长。为了突破这种资金障碍,资本市场进行了创新,设立专为中小增长型企业尤其是中小高科技企业融资的股票市场,也即创新股票市场。

其次,主板市场交易集中度高,小公司与大公司股票流动性有较大差别,90年代经济全球化的加剧使这种差别更为明显,因为国际投资者很少有精力与时间去分析众多小公司,从而对小公司融资造成障碍。解决这一问题的一个途径便是创新股票市场,在一个有共同主题的细分市场,有易于辨认的特征,形成市场聚焦,更能得到市场参与者的认同。90年代以来,各国纷纷设立创新股票市场在某种意义上就是对经济金融全球化的一个反应。

2

从上市公司发展的特点看,创新股票市场是一个前瞻性市场,对公司的上市规模、历史业绩、盈利记录要求都较低,关注的是公司是否有发展前景,是否有较好的战略计划。另一方面,由于针对的公司历史比较短,上市条件比较低,与主板市场相比,创新股票市场面临的风险较大,上市公司破产倒闭的概率比主板市场要高。因此,对投资者要求也较严格,主要针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者,同时对信息披露的要求也要比主板市场严格。

从组织方式看,国际上创新股票市场在发展过程中,逐渐演变成如下两种主要模式:独立模式与附属模式。独立模式指创新股票市场与主板市场分别独立运作,拥有独立的组织管理系统和交易系统,并且大多数采用不同的上市标准,如美国那斯达克市场。附属模式指创新股票市场附属属于主板市场,这又可分为第二部形式(如吉隆坡证券交易所第二部)、相对独立模式(如香港创业板)与市场中市场或板块模式(指创新股票市场公司本身就是主板中的公司,如英国的技术股市场)。

从社会经济作用看,创新股票市场具有如下功能:为中小型创新企业的持续发展融资;为创业投资提供出口,增加企业股份的流动性,便于早期投资者,尤其是创业投资公司退出;促进公司建立激励机制,鼓励员工参与企业价值创造;推荐与优化企业。由于创新股票市场具备上述功能,它有力地支持一国或地区高科技产业的发展,促进经济增长,增加就业,发展壮大资本市场,提高资本市场整体效率,对一国经济具有重要意义。

3

虽然创新股票市场在经济中占有重要地位,但取得成功的市场并不多。与其他股票市场一样,创新股票市场成功因素关键在于企业本身的素质与投资者对市场的兴趣。成功的创新股票市场应达到两个标准:一是足够大的规模;二是公平、高效、流动性强,透明度高,具有创新性。从创新股票市场发展的经验与教训来看,上述两个标准能否得以满足,在于是否有如下合理机制:第一,创新机制。创新股票市场是整个创新活动与体系的一部分,一个成功的创新股票市场要有一个高效的创新活动与体系、一个发达的自由竞争市场经济作支撑。第二,适合小公司的股票市场组织。必须有一套合理的市场组织方式,保证小公司

能低成本上市筹资及继续融资,保证投资者、中介机构能有足够的动力长期参与该市场,这是发展成功的必要条件。

建立适用创新股票市场发展的创新环境主要包括如下几个方面:创新源泉、创新文化和推进企业成为创新主体的机制,有利于创新的法律与监管环境,创业投资、研究开发与产业的结合和高技术产业区或地带的发展。

设计支持创新企业的股票市场时,应充分考虑到公司规模小、经营历史短、信息不对称的特点,做好上市标准降低与监管的最佳平衡,同时要建立一个提高流动性的交易机制,建立管理层与股东,尤其是机构股东持续、高效的交流机制,选择合理的组织模式,等等。

除上述因素之外,创新股票市场的发展还需要政府的支持,并且必须具备一定的市场基础,如有比较成熟的主板市场,有健全的法规、制度与强有力的监管队伍,拥有大量的理性的机构投资者队伍与保荐人,等等。

4

通过改革开放以来的不断增长,中国经济发展现已进入了一个新的转折点,即由卖方市场变为买方市场,由资源或供给约束型的短缺经济,变为市场需求约束型的非短缺经济。如果不大力进行技术创新,不大力发展高科技产业,当前经济发展中越来越突出的结构性矛盾,便难以得到实质性的解决,社会经济的总体发展步伐将受到严重的制约,经济发展的质量和效率将难以提高。

适应科教立国,完善和发展科技风险投资机制,改变经济增长方式的需要,建立创新股票市场乃经济发展的大势所趋。因此,探讨如何发展中国的创新股票市场,促进高科技产业中增长

型公司的上市发展,极大地推动高新技术成果的产业化,具有深远意义。

在中国大陆发展创新股票市场,一方面应认识到市场发展还受到许多限制因素,一些条件还不具备,如创新体系还很不完善,主板市场运作还不成熟,另一方面也应认识到这些条件本身不是与生俱来的,一些条件也会在创新股票市场中逐步具备。因此需要本着发展的原则,在充分考虑上述各种制约因素的前提下,选择好时机,针对制约因素,培育有关机制,积极发展创新股票市场。

从我国的实际情况与国际经验来看,发展创新股票市场要注意以下原则:第一,系统配套原则。发展创新股票市场应从整个系统着眼,关键是要鼓励创新文化与企业精神,建立有利于创新的法律、金融体系,强化产学研结合,加大人力资源投资,发展机构投资者,培育资本市场主体,只有通过这样的体制安排,创新股票市场的发展才能建立在技术发展、技术创新的基础上,建立在规范运作的基础上;第二,稳妥原则。考虑到目前主板市场运作状况,以及我国大陆资本市场还处于发展阶段,应采取循序渐进的原则。在市场设立运作的初期,需要控制上市的规模和节奏,在成功试点、稳步推开的基础上逐渐扩大上市规模。要认识到拟设立的创新股票市场主要是提供一种机制,在初期,不能期望高科技企业在市场上“遍地开花”。

本书详细阐述创新股票市场理论与实务:第一章概述创新股票市场的概念、内涵、发展历史及其意义;第二章简要地描述创新股票市场的组织模式和运作机制;第三章在分析国际上创新股票市场发展经验与教训的基础上,深入剖析创新股票市场的发展机制;第四章介绍国际上主要创新股票市场的情况;第五章分析在中国大陆发展创新股票市场的可行性及其运作机制。

1 创新股票市场概论

1.1 创新股票市场的内涵与特征

创新股票市场又称第二板市场、创业板、另类股票市场、新市场、增长型股票市场等。就其广义来说,指与针对大型成熟公司的主板市场相对应,面向中小公司的股票市场。就其狭义来说,指协助高成长的新兴创新公司尤其是高科技公司筹资的市场,具有较强的针对性。

就狭义的创新股票市场而言,它有如下特征:

第一,前瞻性市场。从上市公司发展特点来看,创新股票市场注重的是公司是否有发展前景和增长潜力,是否有较好的战略计划与明确的主题概念。独特概念与高成长性最能得到投资者认同。以那斯达克(Nasdaq)市场的 Home Network 公司为例。Home Network 于 1996 年 7 月发行,该公司主要业务是利用公司在技术上的突破通过自己的网络提供因特网服务,使下载信息的速度大大超过传统的拨号方式。独特的概念刺激了投资者的需求,公司因此扩大了发行规模,并将发行价提高至 9—11 美元之间。发行日,公司股票涨幅超过 130%,市值达 15 亿美元,随后超过 20 亿美元。但是公司第一季度只有 8 万美元的收入,开支却达 1100 万美元。显然,投资者购买的是一家“概念”公司,

而不是一家盈利丰厚的成熟公司。

第二,上市标准低。因为创新股票市场是前瞻性市场,所以对公司的规模与历史记录要求都较低。如美国那斯达克小盘股市场对有形资产净值的要求为 400 万美元,而纽约证券交易所的要求为 4000 万美元。香港创业板市场对上市公司最低市值要求为 4160 万港元,而主板市场对此要求为 1 亿港元。

第三,高风险市场。与主板市场公司相比,创新股票市场上公司通常规模小,业务处于初创阶段,有关企业业务属于新兴行业,缺乏盈利业绩,面临的技术风险、市场风险、经营风险较大,上市公司破产倒闭的概率比主板市场要高。因此,创新股票市场运行有较大风险。

第四,信息披露为本的监管理念。由于创新股票市场的高风险,创新股票市场要奉行严格的监管原则。不过,在监管理念上以信息披露为本,让投资者根据信息自行承担风险。

第五,针对熟悉投资的个人投资者与机构投资者。由于投资高风险的特性,创新股票市场主要针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者,包括:专项基金,如小盘股基金、高科技、电信或生物科技等行业基金;创业投资公司;共同基金;有经验的私人投资者;等等。

1.2 创新股票市场发展概况

1.2.1 萌芽时期:19 世纪—20 世纪 50 年代

在国外,早期的店头市场与众多的地方性交易所都可看作创新股票市场的原始形态。

19 世纪美国有数百家地方性交易所,当时几乎每一个大城市都有一家交易所。地方上的公司在这些交易所上市,当地居

民也可通过这些交易所交易其他地方的股票。随着通讯手段的提高,大公司股票的交易所逐渐集中到纽约证券交易所。不符合纽约证券交易所或美国证券交易所上市标准的小公司便在场外交易市场和地方性交易所上市,自然形成大公司股票市场与中小公司股票市场分工的格局。在地方性证券交易所与场外交易市场之间,大多数小公司都选择在场外市场上市,地方性证券交易所日益萎缩,因此在早期中小公司的股票市场主要是场外市场。

1.2.2 起步时期:20世纪60年代—80年代

从20世纪60年代起至80年代末,欧洲、美国、亚洲地区为了解决中小企业融资问题,都致力于发展创新股票市场,但大多数市场的发展不很成功。

在美国,纽约商品交易所为了实现业务多元化,于1962年设立了专门针对小公司的股票市场——全国证券交易所。但是,全国证券交易所运作情况并不理想,上市公司少,知名度不高,新闻报刊甚至不愿发布它的行情。而且,它声誉欠佳,其总裁是美国证券交易所因丑闻辞职的前任总裁。1968年,美国虽然是大牛市,全国证券交易所却停止了交易。

与全国证券交易所相比,70年代美国诞生的另一个创新股票市场——那斯达克(Nasdaq, National Association of Securities Dealers Automated Quotation)——发展非常迅速。它于1971年2月8日成立,但其诞生可追溯到1961年。当时,美国场外交易的行情是通过全国报价局(National Quotation Bureau)的印刷品公布的,粉红色纸公布股票行情,黄色纸公布公司债券行情。由于这些公告每天只印刷一次,投资者不能随时掌握变动着的市场行情,极不利于证券交易和中小企业融资。美国国会为了改善

证券交易环境,增加证券交易品种,扶持中小企业发展,责成美国证券交易委员会对所有证券市场进行一项专项研究。1963年美国证券交易委员会提交了研究报告,提出了交易自动化的思想,并要求全国证券商协会将其进一步补充和完善。1964年,美国证券交易委员会聘请了一名叫阿瑟·D·利特尔的人设计自动报价系统。1971年自动报价系统研制成功,诞生了那斯达克市场,成立之初,就有2500家公司上市。之后,取得了迅速的发展,尤其是80年代一批高科技公司如微软、英特尔的上市,大大提高了那斯达克的公司素质,使其成为世界上最大的创新股票市场和高科技公司的摇篮。

在欧洲,创新股票市场的起步是在80年代。当时,几乎欧洲的每一个股票市场都设立了一个为小公司提供上市地的市场,如伦敦交易所设立了非正式上市市场(Unlisted Securities Market)和第三市场,阿姆斯特丹设立了正式平行市场(Official Parallel Market),米兰设立了Mercato Ristretto,巴黎设立了March Hors Cote。但是,它们中的大多数经过短暂繁荣之后,都遇到了价格不透明和流动性较差等严重问题,对投资者和企业都无吸引力,一些市场停止交易,如阿姆斯特丹首先关闭了正式平行市场。

在亚洲,创新股票市场起步很早。在1963年,日本东京证券交易所设立了面向小公司的第二部。1963年启用OTC注册制度。1981年日本派遣调查小组赴美国那斯达克市场考察,回国后提出报告,建议重振日本的OTC市场。1983年6月,证券与交易委员会提出一份临时报告,题为《增强股票市场功能的措施:关于中小企业股票融资的可行性》,在这份报告提出后,日本监管机构决定重振OTC市场,把它建设成为中小企业融资和为投资者创造投资机会的市场,为此放松了OTC市场的注册要

求,并允许在 OTC 市场交易的公司公开发行人股票。自此之后,OTC 市场注册的公司家数提高了 6.5 倍,使得 OTC 市场成为日本的一个重要创新股票市场。在新加坡,新加坡证券交易所根据 1986 年修订的“证券业法”,于 1987 年 12 月 18 日正式启动交易自动报价系统(SESDAQ),从而形成了新加坡证券交易所的第二证券市场。之后,吉隆坡证券交易所也于 1988 年设立了第二板。另外,台湾的店头市场也开始发展。

1.2.3 发展时期:20 世纪 90 年代

90 年代,人类社会逐步进入“知识经济”时代,高科技产业成为经济增长的发动机,创新企业尤其是中小高科技企业在经济发展中的重要性越来越大。在那斯达克市场成功运作的示范下,为中小企业融资的创新股票市场成为国际资本市场的热点,步入了发展阶段。

在这段时期,创新股票市场发展呈现出如下特点:

1. 发展迅速。

(1) 北美。受美国高新技术产业的推动,那斯达克市场迅猛发展。1998 年末与 1988 年末相比,其市值上升了 664.3%,交易金额增长了 1559.1%,成交量增加了 549.5%,10 亿美元以上大公司的数量增长 532.2%,其市值与交易的增长率为世界主要股票市场之冠。到 1999 年底,它有 4800 多家上市公司,市值 5.2 万亿美元。此外,在加拿大,多伦多证券交易所 1991 年成立了 CDN,运作场外交易市场,吸纳新兴公司,该市场发展速度很快。而且加拿大还对整个证券市场进行系统分工,将 CDN 与加拿大风险交易所定位为专为中小公司融资的股票市场,统一管理,从而壮大了创新股票市场规模。

(2) 欧洲。在欧洲,人们进一步认识到,由于缺乏一个像那