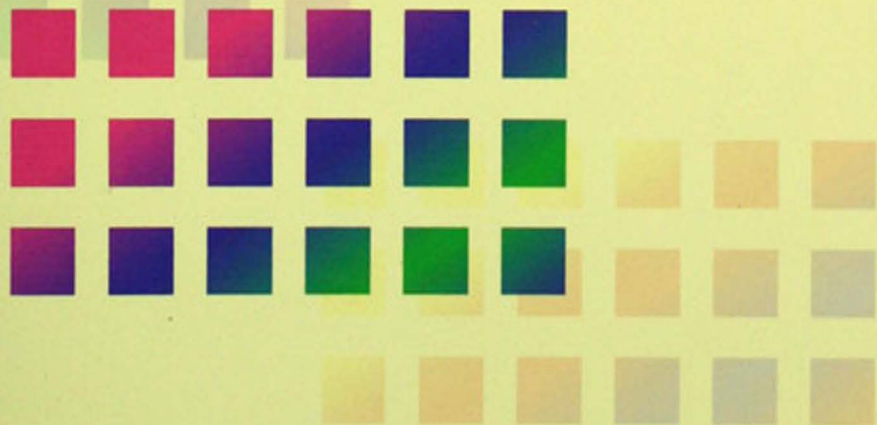


万兰英 编著

中国创业板市场

的理论与实践



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国创业板市场的理论与实践

万兰英 编著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业板市场的理论与实践/万兰英编著. —北京:
经济管理出版社, 2006

ISBN 7-80207-561-0

I. 中... II. 万... III. 股票—资本市场—研究—
中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 031387 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：张 艳

技术编辑：杨 玲

责任校对：孟赤平

787mm×960mm/16

15.25 印张

249 千字

2006 年 5 月第 1 版

2006 年 5 月第 1 次印刷

印数：1—3000 册

定价：35.00 元

书号：ISBN 7-80207-561-0/F·478

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

序

对我来说，为万兰英女士这本谈论创业板市场的书作序，实在是有点赶鸭子上架。因为，第一，我的专业领域是国民经济学，而非股票、证券、投资等资本市场领域。常言道，隔行如隔山。我就像从不涉赌一样从不涉股，所以对这样一本专业性很强的著述，我真的感觉自己是一个外行在给内行做评价，自不量力。第二，虽然我是万兰英硕士论文的指导教师，但这完全是因为一次有关高新技术企业孵化器的讲课，使得她主动提出要我指导她的学位论文。20世纪90年代末，由于一次科研课题研究的机会，我接触到了北京及全国的高新技术企业孵化器发展情况，并展开了一些调研，形成了一些成果。通过这些研究，感受到了中国高新技术产业领域的中小企业在创业阶段筹措资金的艰辛与困难。试想，一方面是强势企业和庄家在股市上大把“圈钱”，而另一方面是一大批专业技术人员下海创业却苦于几十万元的资金没有着落而举步维艰，这样的情况合理吗？能不能为这些兴办企业的专业技术人员解资金困乏之忧？正好那时美国的纳斯达克做法介绍到了中国，而万兰英要做的题目就是“如何建立中国的纳斯达克”。于是，一个对股市一窍不通的我欣然答应了她的请求。以后的论文指导、修改、答辩就是按部就班了。我对她的学位论文所起的作用，主要是形式上的，如论文的规范性、论点和论据的充分性、论文的结构合理性等。具体研究和观点都是她自己的。

一晃数年，当我在北京再次见到万兰英女士时，这本厚厚的研究专著已经脱稿了。经不住她的再三请求，一个继续对股市一窍不通的我居然又答应为这本书写序。初步看完这本书后，给我留下了几点印象：首先，这本书全景式地讨论了建立和管理中国创业板市场的问题。书中不是就事论事，就创业板市场说创业板市场，而是从相关方面拓宽了研究视野，具有了宏观性和系统性。也许这是得益于那几年在人大攻读国民经济学硕士学位的缘故。其次，理论与实践结合得很紧密。说实在的，就在她进行硕士

学位论文答辩时，中国的创业板市场还没有，因而参加答辩的老师始终觉得论文有点纸上谈兵。没想到，几年下来，中国的创业板市场已初显端倪，尽管市场刚刚起步，容量不算大，但是既然有了第一批中小企业挂牌上市，自然就会有更多的中小企业跟进。万兰英女士及时总结了这些变化，并将其新情况吸收到最终成果中，因而研究具有了前沿性。有了早期的理论准备，再加上及时跟踪实践的变化，论著的意义就厚实得多了。其三，文如其人。万兰英是一个非常有个性、有追求的女士。对自己喜欢的事情，执著不弃，甚至很激情；对自己不甚了解的事情，肯钻好学，甚至有“追星族”的精神。这本著述比较集中地反映了她近 10 年来的求学与科研经历的思考与感悟。或许不是每位读者都同意书中的观点，但是对作者的执著与钻研态度应当给予认可。

因为是外行评价内行，所以话不能说得太太多，否则言多有失，让人见笑了。是为序。

刘 瑞

2006. 3. 24

前 言

跨世纪的中国正面临两大转轨：一是计划经济向社会主义市场经济的转轨；二是传统经济向知识经济的转轨。能否顺利完成这两大转轨关系到中国未来在世界上的综合竞争力。而在这场大变革中，既不是简单的东施效颦似的模仿，也不是闭门造车似的主观臆断，而是一个全新的创新过程，是一个浩大的系统工程。中国是一个有着几千年历史积淀的国家，有自己的国情，在这场大转轨中，完全照抄、照搬势必碰壁，但如果闭关锁国，不接受外来的先进思想及科技知识也将拉大中国与世界的距离。

在这一创新的浩大工程的建设中，创业板即是其中的一部分。如何建设好创业板关系到中国的科技发展，关系到中国经济的可持续发展与产业、产品结构的升级换代，关系到中国的未来，更关系到能否用科学的态度，用科学发展观解决改革发展中遇到的一系列问题。

中国证券市场已走过了近 20 年的历程，发展到今天已形成了初步分层的市场体系，由 A 股、B 股、N 股、H 股、中小企业板、OTC 等组成。下一个要建设的目标是中国创业板，本书正是在借鉴国际创业板市场及总结主板经验的基础上，围绕中国创业板市场建立的目的与意义，中国创业板市场的模式、区域定位，中国创业板市场的发行与承销，中国创业板市场的交易，而且中国创业板市场的并购等相关方面进行了系统的构建。同时也对创业板的监管提出了自己的看法，力图在总结主板经验的基础上对创业板有更深一步的创新与完善。在本书的最后，对建立中国创业板市场遇到的问题进行了探讨，同时结合实际对中国创业板实践进行了系统评析，并提出了一些思考与建议。

本书的特色在于：

(1) 注重体系性和原理性的建设：本书从宏观经济学的角度注重创业板的体系性和原理性的建设。它不只是关注传统的按时间序列纵向排列的发行、承销、交易，而且将并购也纳入按时间序列排列的纵向体系。另

外，横向切入促进美国硅谷发展的风险投资机制，使其与创业板浑然一体。再者更加注重创业板建设的目的和方向性，是要为中国的科技发展和中国经济的可持续性发展服务。同时，呼唤用科学的态度解决改革发展中遇到的各种问题。本书也注重在宏观框架下的原理性的发掘，如创业板的投融资及流动性原理、风险投资权益增值及退出原理、可持续发展原理。这些原理以不变应万变，具有普遍性。

(2) 注重知识的普及性：本书虽然以中国创业板命题，但书中依然对我国 A 股市场的现行制度进行了系统的归纳与整理，使得与现有证券体系有一个较好的衔接，同时意在系统宣传和普及股份制的相关知识。在写作过程中，力求使本书内容简单易懂，所以，对各级领导来说是一本决策的参考书，对学者及同行来说是一本参考书，对普通读者来说则是一本系统学习和长知识的好书。本书适合各类读者阅读。

(3) 注重创新性：本书在借鉴国际创业板市场经验及总结中国主板市场经验的基础上，针对中国创业板市场遇到的问题，力图提出一些建设性的解决方案，使主板与创业板相互借鉴，使本书有一定的前瞻性和创新性。

本书是作者在 2000 年中国人民大学经济学硕士毕业论文《试析中国创业板市场的建立与管理》的基础上扩充而来的，历时几年才得以出版，其间经历了理论与实践的多次反复，但依然感觉有一些新知识还没完全消化，文中一些概念界定尚需完善，一些疏漏希望各位读者指正。改革是一个动态的过程，许多新的问题在不断涌现，许多创新也在不断实施，但愿中国创业板是其中的一朵奇葩！

作 者

2006 年 1 月于北京

目 录

第一章 问题的提出	(1)
第一节 知识经济及美国的强盛之谜	(1)
一、知识经济的由来	(1)
二、知识经济的特点	(2)
三、从知识经济看“科学技术是第一生产力”的论断的 真理性、预见性	(4)
四、美国的强盛之谜	(6)
第二节 我国面向知识经济时代的策略及遇到的资金“瓶颈” 问题	(9)
一、构建面向知识经济时代的国家创新体系	(9)
二、国家创新体系中的缺憾——无创新的金融支持 系统	(11)
第三节 解决科技发展资金“瓶颈”问题的探索	(14)
一、传统资金支持力度有限	(14)
二、新的融资方式的探索——创业板市场	(16)
第二章 国际创业板市场概述	(18)
第一节 什么是创业板市场	(18)
第二节 国际创业板市场概述	(19)
一、国际创业板市场概况	(19)
二、世界各国发展创业板市场的成功案例	(20)
三、世界各国发展创业板市场的失败案例	(39)

第三章 我国创业板市场的建立	(43)
第一节 我国建立创业板市场可行性条件分析	(43)
一、日益增长的多元化投资资源为创业板市场准备了 丰富的资金来源	(43)
二、高速发展的新兴中小企业为创业板市场提供了充足的 发行主体	(44)
三、逐步走向成熟的证券市场为创业板市场的建立奠定了 坚实的基础	(44)
第二节 创业板市场的构建原理	(44)
一、直接投资、融资及流动性原理	(44)
二、风险投资资本退出及权益增值原理	(45)
三、经济增长原理	(46)
四、可持续发展原理	(47)
第三节 我国创业板市场的基本架构	(47)
一、创业板市场的模式定位	(48)
二、创业板市场的区域定位	(49)
三、创业板市场的功能定位	(49)
第四节 证券市场现行发行制度及中国创业板发行制度创新 选择	(50)
一、证券发行市场的概述	(50)
二、股票发行与承销准备	(52)
三、股票发行与承销实施	(68)
四、中国创业板发行制度创新选择	(98)
第五节 证券交易市场与中国创业板交易市场创新 选择	(115)
一、证券交易市场概述	(115)
二、证券交易所的会员和席位	(118)
三、证券交易程序	(123)
四、代办股份转让市场	(146)
五、中国创业板交易市场制度创新选择	(151)

第六节 公司并购与中国创业板市场并购创新选择	(154)
一、公司并购的概念	(154)
二、公司并购的业务流程	(164)
三、中国企业并购的历史沿革	(167)
四、关于上市公司并购的特殊处理	(170)
五、中国企业并购创新选择	(179)
第四章 证券市场的监管体系及中国创业板市场监管 创新选择	(183)
一、国际证券监管运行模式	(183)
二、中国现行证券市场监管体系	(185)
三、中国创业板监管体系创新选择	(193)
第五章 中国创业板市场遇到的问题及其政策建议	(199)
一、在金融资源的再配置过程中的利益平衡问题	(199)
二、中国是否需要高新技术的争论	(203)
三、防止过度投机问题	(204)
四、防止过度冷清问题	(206)
五、创业板上市企业后期的发展问题	(207)
六、立法及与其他法律的配套及有效衔接问题	(208)
第六章 中国创业板实践及评析	(210)
第一节 中国创业板实践	(210)
一、中国创业板市场建设大事记	(210)
二、深交所设立中小企业板块的实施方案	(212)
三、深交所颁布《中小企业板块交易特别规定》等 规定	(214)
四、首批挂牌的 8 家企业首发基本情况	(215)
五、中小企业板上市公司 2005 年上半年基本情况	(216)

六、中小企业板股权分置改革.....	(219)
第二节 中国创业板实践评析.....	(220)
一、中小企业板实践总体评析.....	(220)
二、首批挂牌企业评析.....	(223)
三、中小企业板股权分置改革评析.....	(225)
后记	(231)

第一章 问题的提出

第一节 知识经济及美国的强盛之谜

一、知识经济的由来

自 20 世纪 70 年代以来，科技进步逐渐成为经济发展的决定性因素，“科学技术是第一生产力”开始成为现实。今天世界的竞争已成为以经济为基础，以科技特别是高科技为先导的综合国力的竞争。事实上，以信息技术为主的知识密集型企业及服务已是美国经济的重要组成部分，经合组织主要成员国国内生产总值的近 50% 来自以知识为基础的产业。

自 20 世纪 70 年代初以来，对未来经济出现了多种说法，先是前美国国家安全事务助理布热津斯基（Z. K. Brzezinski）在《两个时代之间——美国在电子技术时代的任务》之中提出，我们面临一个“电子技术时代”。1973 年，美国社会学家丹尼尔·贝尔（Daniel Bell）又把它称为“后工业社会”。记者出身的美国社会学家托夫勒（A. Toffler）1980 年在《第三次浪潮》中大力宣传了“后工业经济”，并把它描写成“超工业社会”，提出出现了一种不同于工业经济的经济。美国经济学家和未来学家奈斯比特（J. Naisbitt）1982 年在《大趋势》中提出的“信息经济”，以新型经济的主要支柱产业命名这种经济。英国的福莱斯特 1986 年在《高技术社会》中提出的“高技术经济”，准确地以新型经济的产业支柱群体命名这种经济。1990 年，联合国研究机构提出了“知识经济”的说法，明确了这种新型经济的性质。1992 年，联合国教科文组织在《国际社会

科学》杂志（英、法、西班牙文版）第 132 期撰文提出由自然科学、技术和社会科学支配的经济——“智力经济”的概念。1996 年，经合组织明确定义了“以知识为基础的经济”（knowledge based economy），第一次提出了这种新型经济的指标体系和测度。1996 年 12 月 30 日的美国《商业周刊》发表一组文章提出“新经济”，指出一种新型经济已经形成。1997 年 2 月，美国总统克林顿又采用了联合国研究机构以前提出的“知识经济”（knowledge economy）的说法。

这些令人眼花缭乱的名词实际上是在逐步建立一个目标日渐清晰的概念，即“人类正在进入一个以智力资源的占有、配置，知识的生产、分配、使用（消费）为最重要因素的经济时代”，简而言之就是“科学技术是第一生产力”的时代。

二、知识经济的特点

（一）知识经济的资源配置

知识经济在资源配置上以智力资源、无形资产为第一要素。对于自然资源通过知识智力进行科学、合理、综合、集约的配置，主要不依赖于土地、石油等已经短缺的自然资源。与此同时，知识经济致力于通过智力资源开发富有的自然资源来创造新财富，逐步替代工业经济依赖命脉的、已经短缺的自然资源。例如，信息科学技术的计算机芯片来自石头；新能源和可再生能源科学技术的受控热核聚变原料来自水中的氢。因此，在知识经济中对智力资源——人才和知识的占有比工业经济中对稀缺自然资源——土地和石油的占有更为重要。

（二）知识经济的产业支柱

知识经济以高技术产业为支柱。高技术产业以高科技为其最重要的资源依托，高科技不是传统工业技术的简单创新。按联合国的分类，它主要有信息科学技术、生命科学技术、新能源与可再生能源科学技术、新材料科学技术、空间科学技术、海洋科学技术、有益于环境的高新技术管理（软科学）技术。必须特别强调的是，注入了一些高技术的传统技术并不就是高技术。近年来美国汽车技术已注入许多高技术，但它仍是传统技术，只有高技术含量大大提高，按国际科技工业园区的规范超过 70% 时，传统技术才转变为高技术。仍以汽车技术为例，发动机改为新能源燃料电池

池,不再污染环境,控制系统全都电子化,操纵安全性极大提高,才能成为综合性的高技术。当然,在知识经济社会中,就像工业经济社会中存在农业一样,农业和工业仍然存在。在高技术存在的同时,新技术依然存在,新技术积累达70%则构成高技术。

(三) 知识经济的社会消费

知识经济的消费(使用),以高新技术产品和通过信息产生的新知识为主。例如:在食物中,基因农作物产品的组成部分大于传统农作物;在能源中,太阳能、受控热核聚变能的组成部分大于煤和石油;在人们的交流中,信息网络终端及多媒体的利用多于火车、汽车、飞机和电话。与此同时,利用知识和智力开发富有自然资源作为载体的知识财富,将大大超过由传统技术使用的稀缺自然资源所创造的物质财富。

(四) 知识经济是经济发展可持续化

1. 知识经济是促进人与自然协调、可持续发展的经济。在人与自然协调、可持续发展的目标下,工业技术发展的指导思想发生了变化。传统工业技术发展的指导思想都是单一地、尽可能多地利用自然资源,以获取最大利润,而不考虑或极少考虑环境效益,建筑在自然资源取之不尽、环境容量用之不竭的基础上,甚至以向自然掠夺为目的,这不能不说是技术与科学分离的悲剧。而高技术产生在多种自然资源几近耗竭,环境危机日益加剧的时代,把科学与技术融为一体,反映了人类对自然界与人类科学全面的认识。因此,高技术的指导思想是科学、合理、高效地利用现有资源,同时开发尚未利用的自然资源取代已近耗竭的稀缺自然资源。

2. 国家也需要不断进行行业创新,实现产业结构升级,以实现可持续发展。例如,国家产业结构中第一、第二产业所占比重较大,但世界经济的日新月异,新的产业、行业不断涌现,第三产业迅速崛起也需要国家的不断创新,跟上时代发展的步伐,实现可持续发展。

3. 不同企业也需要知识经济的创新以实现可持续发展。企业为了使其产品在市场上更有竞争力,必须有质的保证,而质的来源则是科技创新,只有不断地持续创新,企业才能实现可持续发展。

(五) 资产投放无形化

知识经济是以无形资产投放为主的经济,如信息科学技术的软件、生命科学技术的基因工程等。传统工业经济需要大量资金、设备,有形资产起决定作用,而知识经济则是知识、智力等无形资产的投放起决定性作

用。当然，知识经济也需要资金投入，对于高技术产业甚至是风险资金投入，但是如果没有更多的信息、知识、智力的投入，它就不是高技术产业。目前，美国许多高技术企业的无形资产已超过了总资产的 60%。无形资产的升值也将带来社会价值观的变化，拥有更多知识的人获得高报酬工作的机会增多，知识强国的产出增加。

（六）世界经济一体化

知识经济是世界经济一体化条件下的经济。20 世纪 90 年代以来的美国在自然资源消耗没有大量增加的情况下，经济持续增长，世界市场是主要因素之一。与此同时，高技术产业较之以前钢铁、机械和纺织等产业不同，产业技术领域十分广阔。仅以信息科学技术为例，任何国家都不可能在计算机技术、微电子技术、光电子技术、芯片技术、大规模集成电路技术、光纤技术、激光技术、网络技术和软件技术以及层出不穷的高新技术中全面领先，任何一个国家都可以充分利用自己的智力资源，“有所为，有所不为”，在世界市场中占有一席之地，成为世界经济一体化不可缺少的一部分。

（七）经济决策知识化

知识经济是以知识决策为导向的经济。知识经济的决策和管理必须知识化，科学决策的宏观调控作用在知识中有逐渐增强的趋势。美国政府自 1992 年起就接连提出“全国信息基础设施”（“信息高速公路”）等一系列高技术经济导向政策，对美国经济的持续增长起了巨大作用。如汽车产业不是在世界市场的价格竞争中坐等被淘汰，而是由政府导向大公司向传统汽车注入高技术，又夺回了世界汽车王国的宝座。

三、从知识经济看“科学技术是第一生产力”的论断的真理性、预见性

知识经济的兴起，是人类物质财富尤其是精神财富长期积累的产物，是当代科学技术对社会作用的日益深化，科技与经济关系日益复杂化、高级化的结果。

首先，人类社会的发展是一部活生生的生产力进化史，是走向知识经济的演化史。生产力每一次划时代的进步，都是人类知识特别是科学技术的重大飞跃。人类发展到今天，主要经历了四个时代：石器、铜器、铁器

和机器时代。其中，机器时代又可分为动力机、自动机和智能机三个阶段，并对应着三次大的科技革命和产业革命。每次革命都表现为智力的伟大飞跃，知识和智力的作用已成为根本性的推动力量。世界格局一再出现这样的场面，政治和军事力量取决于经济、产业的发展，而经济、产业的发展又取决于科技的进步和突破。20 世纪以来，世界科技和经济中心从欧洲转移到现在的北美，这在科技层面上就表现为创新知识和开发先进技术能力的接替。“知识就是力量”，并且是可以创造和改变历史的力量，这一观念不断被历史证明。在历史的转折阶段，谁先掌握先进的工具，谁就在历史中掌握了优先权、主动权和决定权。

其次，科学技术已极大地改变了世界，成为人类进一步生存和发展的基本前提。人类平均寿命的延长是科学技术改变人类和历史的最直接和无可辩驳的例证。如今人类面临的是越来越多的人工世界——一个用现代科技元器件组装的世界。现在，不论是人工合成的材料、转基因物种，还是网络媒体中的各种虚拟现实，它们已成为人类新的工作环境、劳动对象、生产基础、操作工具等。历史昭示人们，任何民族只有适应这不断进化的世界，才能够生存和进步，只有改变和创造新的世界，才能以自己的能力和智慧参与世界的进步。因此可以说，如何与这个科技化的人工世界打交道，是人类所面临的最紧迫的生存问题。

再次，科技知识为生产和经济不断注入新活力，产生新的经济增长点，促进产业结构优化升级。综观世纪之交的世界产品市场，智能的物化产品也登上了经济发展的舞台，快速扩张的软件产业已成为当前最为夺目的朝阳产业，其他智能商品和智能服务也大放异彩。产品、产业结构的智能化、高级化是社会发展的趋势。在生产和经营中，研究开发、战略分析、决策、管理、企业策划、形象设计等软件组织功能的作用越来越显著，市场竞争已从产业竞争延伸到工作时间中的创意及实验室中的交锋。而这正是知识的较量，是智慧的对抗。所以，只有具备更多知识的企业才能成为市场上的优胜者，只有具备更多知识的国家才拥有较高的生产率。

最后，科技知识造就新的产业主体。伴随着知识经济的来临，一个更显著的特点是，知识型劳动者从后台走向前台，成为决定生产和管理运作的主体，人力资本或知识积累已成为改变经济系统产出的显著变量。这主要表现在：①白领人员的数量早已超过蓝领人员的数量，并且在白领阶层内正在产生更复杂的分工。②产业主体的素质要求越来越高，个人知识水

平决定着就业起点和收入，个人的知识结构决定着就业方向，个人的知识积累决定工作中的进步。③高附加值向新技术产业或智力密集型产业转移。所以，知识不仅仅是力量，更是机会；知识不仅仅是可兑现的资本，更是新财富的源泉。

总之，在知识经济中，科学技术起着真正的核心和关键作用，这使我们再次想起邓小平同志早在 20 年前就讲过的一句话：“科学技术作为生产力越来越显示出巨大的作用。”而 10 年前，他又做了进一步的概括：“科学技术是第一生产力。”这些话虽然是多年前所言，但其洞见性和远见性都已为后来的现实所印证。它充分揭示了科学技术在当代所具有的那种先决性、动力性的本质，深刻阐明了其广为应用的价值、无所不在的渗透作用和极富冲击性的力量。第一，阐明了科技发展，如历史上的生产力进步，不可阻挡也无法回避；第二，阐明了科技是经济发展的动力，经济的增长和产业结构的变迁都源于科技的推动；第三，阐明了科技是社会进步的基础，是物质文明发展的基础；第四，阐明了科技是建设有中国特色社会主义的关键；第五，阐明了依靠科技是中国走向现代化、走向世界、走向新世纪的重要途径。总之，邓小平同志的这一论断包含着意义深远的预见，即人类必将走向以科技发展为动力或以知识为基础的新社会，从而为我们指明，一个民族求得发展和强盛的出路在于依靠科技进步和提高劳动者的科技文化素质。

江泽民同志提出的“创新是一个民族的灵魂，是民族发展的不竭动力”，也是这一思想的体现。

四、美国的强盛之谜

美国是世界超级强国，20 世纪 90 年代以来，特别是以计算机、互联网、基因工程等高新技术为代表的新经济群体迅速崛起，已经引起了整个西方经济增长方式、经济结构以及经济运行规则的改变。在新经济的带动下，整个 90 年代成为了美国“二战”后最长的景气周期，创造了美国经济“双低一高”的神话。以美国为代表的新经济何以能发展如此迅速？它的秘密在哪里？我们有必要进行很好的探讨。

（一）科学和技术的迅速发展是美国的强盛之源

1. 传统的经济增长理论难以解释新的经济增长事实