

资本市场世纪丛书

# 创业板 与 主板

CHUANGYEBAN YU ZHUBAN

## 相互排斥还是协调发展

主编 / 韩志国 段 强

XIANGHU PAICHI  
HAISHI  
XIETIAO FAZHAN



经济科学出版社

资本市场世纪丛书

# 创业板与主板： 相互排斥还是协调发展

主 编：韩志国 段 强

副主编：吴敏文 于宝刚

经济科学出版社

经济科学出版社

责任编辑：张 力

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

## **创业板与主板：相互排斥还是协调发展**

主编 韩志国 段 强

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国科学院印刷厂印刷

华丰装订厂装订

850×1168 32 开 7.25 印张 150000 字

2002 年 5 月第一版 2002 年 5 月第一次印刷

印数：0001—4100 册

ISBN 7 - 5058 - 2730 - 8 / F · 2121 定价：13.20 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 中国股市正在“危机变法”

## （代 序）

世纪元年的中国股市，可以用两句话来概括：风云变幻，曙光初现。说它风云变幻，是因为在这一年里，股票市场经历了大起和大落，在发展中陷入了前所未有的困境和出现了数不清的难点。从中科创业的崩盘到亿安科技的股价操纵，从银广夏的大肆造假到麦科特的欺骗上市，从三九集团挪用上市公司的巨额资金到市场上大范围的违规理财行为，大案要案和重大违规行为不但一个接着一个，而且从年初到年末都始终未断；湖北立华与中天勤会计师事务所帮助和参与上市公司造假，以及国家审计署在年底公布的 16 家具有上市公司财务审计资格的中介机构的审计报告的大面积失实，使得中介机构出现了严重的信用危机；因国有股减持的决策失当所

诱发的连续 4 个月的股市暴跌，使得市场的投资者在遭受了巨大的财产损失的同时也对股市的发展前景陷入了深深的困惑，市场出现了严重的信心危机。说它曙光初现，是因为管理层在市场的重重压力之下处乱不惊，并且果断地开始“危机变法”，在平均每 3 天就推出一个新的规范市场政策的情况下，政策走向也一步一步地向市场化的方向发展。可以毫不夸张地说，刚刚过去的 2001 年是我们在制度创新上步伐最大、进展最快、方向最为正确的一年，也是中国股市在经历了长达 10 年的行政权力与市场机制激烈对抗、市场机制被重重钳制和严重扭曲之后，市场的力量开始逐步取代行政的力量、市场机制开始逐渐发挥重大作用、市场开始发生重大转折的一年。

——市场的发展宗旨正在进行调整。“类别股份”与定向为国企服务，是我国股票市场的两个最重大缺陷。“类别股份”导致市场上只有 1/3 的股票可以流通，2/3 的国有股和法人股的沉淀不但造成了上市公司股权结构的严重扭曲，而且还导致上市公司的社会评价机制发生紊乱，市场价格与上市公司的经营实绩出现了比较大的偏

离和市场信号严重失真；由于定向为国企服务，市场经济本身所应有的平等竞争原则在这里流于形式，对国有上市公司的温情脉脉的“父爱主义”保护和“一股独大”进而“一股独霸”的局面使得上市公司大都保留着原有的国有机制，公司治理结构的失效也使得股市的优化资源配置功能受到了严重制约。2001年，中国股市的发展宗旨发生了悄悄的但却是意义深远的变化，国有股减持机制的启动和一大批民营企业的上市预示着市场的发展宗旨已经开始了重大调整，这对中国股市的长远影响将不可估量。

——市场的监管方针出现了重大改变。在这方面，最为引人注目的是我们正在从长达10年的“政策市”中走出来，并且开始了市场与监管部门的功能归位过程。虽然由于国有股减持的决策失误使得中国证监会不得不启动了紧急叫停机制，从而使这一举措带有了“救市”的性质，但必须指出的是，这一次的“救市”与以往的“政策市”有着重大的不同，它首先是纠错，是在一个极为特殊的背景下所采取的一个非常措施。可以预见的是，中国股市正在走出“政策市”而走向市场化，股市

政策的变化与 market 价格的走势将会出现日益疏离的趋势，管理层的职责将会越来越转向保护投资者利益和惩处市场的违规行为。今年以来，行政问责机制和法律追究机制的启动与一线、二线监管体系的初步形成，对违规、违法行为惩处力度的加大和违规成本的大幅度提高，都将对市场的不正当竞争和不合规行为形成强大的威慑，可钻的市场漏洞也在呈现出日益缩小和减少的趋势。

——市场的制度创新出现了加快的趋势。2001 年，市场上制度创新的步伐可谓越来越快。退市机制的正式推出结束了我国股市中只能进不能退的历史，市场对上市公司的压迫机制明显加大；财务会计制度与信息披露制度的日益完善从源头上堵死了“报表重组”和“虚假重组”的路子，“垃圾股”只要一与“资产重组”沾边就“鸡犬升天”的局面在市场上已经结束，崇尚绩优和追捧蓝筹将会日益成为市场上的新的投资理念和投资主流；信息披露制度的日趋完善、对中介机构监管力度的日益强化以及董事对上市公司披露年报须承担法律责任等一系列重大措施的实施都将不断提高市场的透明度和公信度，再

加上民事赔偿制度的逐步建立，投资者特别是中小投资者的权利和利益都将会得到越来越有效的保护。

——市场的评价机制正日益趋向统一。制度创新步伐的加快将逐渐地把行政权力挤出市场，对企业和市场的评价机制将从行政评价转向市场评价，评价体系也将从双重评价转向单一评价。在社会化的市场评价体系逐步建立起来以后，企业的股票发行与上市、企业的发展与淘汰都将在一个统一的市场机制下进行，这不但可以大大地强化优胜劣汰机制的作用，而且也将为投资者提供一个更公平的市场环境，并且在企业和投资者的双向选择与市场的相互竞争中不断地提高资源的配置效率。

“出了问题正是发展的契机。”（樊纲，2001）从短期来看，股市中问题迭出不可避免地会对市场和投资者造成伤害，但也应该看到，这些问题的出现也恰恰暴露了市场的内在缺陷，并且可以为我们下决心解决这些矛盾和问题找到切入点和着力点。在我看来，我国股市的规范化进程还只是刚刚起步，随着中国加入 WTO 和国际资本步步紧逼地叩击中国的大门，我国股市的制度创新步伐还必定会出现加快的趋势。

就我国股市的总体状况来说，我们现在已经站在了现代市场经济的门槛上，如果我们在国有股减持问题上能够再走出实际的和科学的一步，那么我们就可以在上市公司中完成股权革命，这就可以大大地推进集生产社会化、资本社会化、风险社会化和经营社会化于一体的股份经济的发展进程，也就可以在国民经济的主体上实现从计划经济向市场经济的制度跨越，到那时，我国整个经济体制走向市场经济的改革目标的实现也就为期不远了。对此，我们充满信心也充满期待！

资本市场世纪丛书

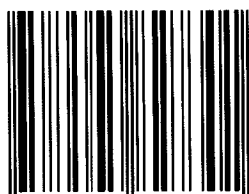
# 创业板与主板： 相互排斥还是协调发展

XIANGHU PAICHI  
HAISHI  
XIETIAO FAZHAN

资本市场世纪丛书

国有股减持：历史机遇还是现实风险  
退市机制：市场压迫还是压迫市场  
独立董事：管制革命还是装饰革命  
创业板与主板：相互排斥还是协调发展  
私募基金：稳定因素还是紊乱因素

ISBN 7-5058-2730-8



9 787505 827301 >

ISBN 7-5058-2730-8

F · 2121 定价：13.20 元

# 目录

|                        |     |
|------------------------|-----|
| 中国股市正在“危机变法”（代序） ..... | (1) |
|------------------------|-----|

## 第一章 创业板与主板：相互排斥还是协调发展

创业板的设立必定会对主板提出挑战。这种挑战不是单一层次或个别的，而是多层次和全面的。从总体上说，创业板是与国际惯例接轨的，它对主板是国际惯例对“中国特色”的挑战；创业板是建立在市场化的基础上的，它对主板是市场机制对行政机制的挑战；创业板是为发展新经济服务的，它对主板是知识经济对工业经济和农业经济的挑战……（1）

## 第二章 创业板与主板的制度差异

创业板存在和发展的基础是高科技成长型企业，是创业企业。创业板能否成功，取决于其能否催生出无数创业者，催生出无数高科技成果走出实验室，走进市场，以及能否出现一批像微软、思科和美国在线这样的超高速增长、超大规模

模的高新技术企业群体。因此，创业板担负着制度创新的任务，担负着使创业的理念深入人心的任务。创业板市场是培育创业者理念、催生创新机制的市场 …………… (16)

### 第三章 创业板市场的制度供给

现在是中国推出创业板市场的最好时机，主要原因在于：目前国内外投资者有着旺盛的投资需求；经济结构调整需要这样一种投融资制度安排；当前理论界、决策层在创业投资体系建设重要性、必要性问题上已基本达成共识；以证监会和深交所为代表的监管机构已进行了充分的技术准备和相当水平的法则准备；创业板的上市公司资源也比较充裕 …………… (32)

### 第四章 创业板市场的创新机能

创业板市场规则的设计，凝聚了我国资本市场 10 年改革探索的成果，不再坚持国有股在创业板上市企业的控股地位。创业板市场全面肯定了主板市场股票发行审核制度市场化改革所取得的成果，在市场中推行更为市场化、更为符合国际惯例的股票发行核准制度。同时，创业板不再盲目地坚持所谓“中国特色”，而是全面借鉴海外二板市场的探索成果，为高起点地进行市场的制度设计从而取得创业板市场的成功运作奠定了良好的基础 …………… (53)

### 第五章 创业板市场的运行方式

由于中国有着独立的货币政策和基本完全独立的证券市场政策（中国香港与美国则只有一条市场化政策），同时创业

板的投资者基本上局限于国内，再加上中国的创业板公司的业务基本上局限于国内，因而可以肯定，在创业板开市之后，决定创业板市场走势的主导因素还是国内的基本面，创业板市场不可能跟随纳市的走势 ..... (77)

## 第六章 创业板市场的操作理念

一个国家或地区二板市场的炒作热点可能会很快转换到其他二板市场，美国纳斯达克的网络热传递给香港创业板市场就是一个典型的例子；与此同时，主板市场出现下挫，可能会引发一部分资金流向二板市场，美国纽约证券市场与纳斯达克市场之间的轮动就是一个很好的例证；二板市场热点板块的股价飙升可能会带动主板市场相关板块的股价上涨 ..... (96)

## 第七章 创业板市场的独立特征

设立创业板，从根本上说，不仅仅在于新设一个股票市场，提供一些新的股票上市，而在于建立一种机制来保障社会各界的投资顺利进入创业投资领域，并在投资者感到需要时，能够顺利撤出该领域，从而从国民经济的各个层面、各个产业推进技术、生产和产品的产业化和更新换代，优化产业结构、提高国际竞争力。为此，应允许上市公司股份的全额流通，为创业投资的“撤出”提供市场定价和市场交易的机制 ..... (112)

## 第八章 创业板市场的投资选择

在每一个经济周期中，市场都将造就一批新的成功者

并淘汰落伍者。尽管创业板发展初期市场的投机气氛会超过投资气氛，因而会存在很多不确定性及风险，但从经济发展的趋势看，创业板上市公司以全流通股的新面孔出现，必然对中国经济产生深远影响，因此，创业板市场是中国经济改革的又一个重要里程碑，机构投资者绝对不能错过这个机会 ..... (148)

## 第九章 创业板市场的发展优势

在一个只有主板市场的国家中建立二板市场，必然会对主板市场产生一定的影响。然而只要科学地协调二者的关系，不但可以减少对主板市场的冲击，还将实现主板与二板的良性互动进而实现双赢。由于创业板市场的市场化程度相对较高，在设立初期，创业板将凭借其发展优势对主板市场在资金分流、资源分配等方面产生一定的冲击，这是不可避免的，因而更要求市场各参与主体在投资理念、经营模式和运作机制上进行一次彻底的革命 ..... (168)

## 二板市场：现代科技创新的动力之源

——我国证券界关于二板市场问题讨论综述 ..... (185)

后记 ..... (214)

# 第一章 创业板与主板：相互排斥还是协调发展

---

完全市场化的运行机制、全部流通的股权结构和高度透明的信息披露使创业板的发展机制优于主板；创业板市场所具有的制度优势和机制优势将使其发展速度快于主板，其发展质量要高于主板，从而拥有更大的发展潜力。作为一个制度创新的市场，创业板的开设与运行将对主板市场形成全面挑战：创业板对主板市场是国际惯例对“中国特色”的挑战；是市场机制对行政机制的挑战；是知识经济对工业经济和农业经济的挑战。主板市场为了回应创业板的冲击与挑战，就必须进行自我调整和制度革新

---

自从建立创业板市场的改革任务在我国提出以来，创业板与主板的的关系问题就引起了人们的极大关注，但这种关注的焦点，更多的是分析主板市场会不会因为创业板的设立和运行而大量失血，进而引起主板市场股票价格的下跌。我们认为，仅仅从这样的角度来分析创业板与主板的的关系，视野未免太狭隘了。创业板与主板的的关系，固然有

资金层面的，但更重要的差异则是制度层面的，即是说，创业板市场是一个更具制度创新色彩的市场化场所，比主板更适合市场经济的内在要求和改革的发展趋势。正是从这个意义上，我们认为创业板的建立将对主板形成全方位的挑战。

创业板是反映时代发展潮流的创业之板，它的建立与发展将为我国高新技术产业的发展提供一个完善的资本市场支持体系；创业板是适应改革推进趋势的创新之板，它是社会创新体系、社会融资体系和社会激励体系的整合体

建立创业板市场的设想已经提出两年多了。两年多来，创业板市场受到了全国上下的广泛关注，有关创业板市场的全国性研讨会开了不下几十次，准备争取到创业板上市的高科技企业已超过 3000 多家，单是具有主承销商资格的各大券商向中国证监会推荐的拟在创业板上市的企业就已超过 300 家。创业板市场之所以受到如此广泛的关注，不仅是由于美国纳斯达克市场的成功而带来的示范效应，还在于创业板市场的建立反映了我国经济体制转换和提升国民经济总体竞争能力与竞争实力的客观要求。

创业板是反映时代发展潮流的创业之板。20 世纪 90 年代以来，人类社会已经出现了向知识经济转变的明显征兆。知识经济的最典型特征是在劳动力、资本和技术进步这三个社会经济发展的主要推动因素中，后者所占的因素越来越大，并且逐渐超过劳动力和资本而成为推动社会经

济发展的主导力量。根据上海证交所有关专家提供的资料，1970～1990年间，亚洲主要新兴国家和地区不同生产要素的贡献率分别是：劳动力17%，资本73%，技术进步10%；而在同期，美国的情况是：劳动力19%，资本28%，人力资本10%，技术进步43%，经济增长的主要决定因素是被称为“无形资源”的技术和人力资本的投入。（司徒大年，2000年1月）这也就是说，在亚洲主要新兴国家和地区中，已经完成了从劳动密集型向资本密集型的转变；在美国等发达市场经济国家，更进一步完成了从资本密集型向知识密集型和技术密集型的转变。而在我国，目前还处于劳动密集型的发展阶段。1999年，在我国国内生产总值的构成中，第一、第二产业所占比例仍高达67%，就是在第三产业所占的33%中，商业、服务业、交通运输业等传统产业也占有绝大部分比重，科技创新机制的缺失和创新能力的不足，已经成为我国经济从传统经济走向新经济的主要制约因素。创业板市场的建立和发展，将为我国高新技术产业的发展提供一个完善的资本市场支持体系，并且将极大地拓展我国高新技术产业和企业的发展环境和市场空间。

创业板是适应改革推进趋势的创新之板。进入21世纪的中国，面临着体制创新与科技创新的双重任务，而创业板既是在体制创新与科技创新的呼唤下产生的，又会反过来推动这双重创新的进一步发展。创业板是建立在市场化的基础上的，并且是与市场经济改革的价值取向相一致的，因而创业板的建立将从根本上改变主板市场的“有