

透视

TOUSHI
CHUANGYEBANSHICHANG

创业板市场

隆武华 ©著



中国金融出版社

透视创业板市场

隆武华 著

 中国金融出版社

责任编辑：古文君 郑春青

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

透视创业板市场/隆武华著. —北京：中国金融出版社，
2003.10

ISBN 7 - 5049 - 3184 - 5

I. 透… II. 隆… III. 高技术产业—资本市场—
研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 099513 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 10.375

字数 307 千

版次 2003 年 11 月第 1 版

印次 2003 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 35.00 元

如出现印装错误本社负责调换，

序言

国家竞争中的资本市场战略

张育军

21 世纪的国际竞争归根结底是国家与国家之间综合国力的竞争。中华民族能否屹立于世界民族之林，实现伟大的民族复兴，关键在于形成和提升国家核心竞争力。相关专家就形成国家竞争力所要求的核心资源作了许多研究，将它们概括为八种资源：经济资源、人力资本、自然资源、资本资源、知识技术资源、政府资源、军事资源和国际资源等¹。大量事实表明，一个国家、一个民族核心竞争力能否形成并得到有效提升，取决于对这些资源的掌控和配置能力。其中，能否形成一整套合理、科学和有序的制度和战略安排，能否熟练运用和驾驭各种要素市场至关重要。资本市场作为资本资源的主要组成部分和市场经济中主要的要素市场，它不仅影响、制约和支配着资本资源的合理流动与布局，而且是调动、配置和融合各种核心资源的桥梁与纽带，有着不可忽视的重要地位。

当前，国家竞争中与资本资源和资本市场相关的四个现象，值得我们高度关注。

一是世界主要发达国家虚拟经济已经大大超过实体经济。截至 2001 年底，全球 GDP 总量为 30.99 万亿美元，股票市场市价总值为 28.88 万亿美元，债务证券总额 41.79 万亿美元，场外衍生品合约总额 114.89 万亿美元，交易所衍生品合约总额 9.41 万亿美元。也就是说，虚拟经济总量已经是实体经济的 6.29 倍。即使不计衍生品合约价值，美国虚拟经济总量是实体经济总量的 3.21 倍，欧盟 15 国为 2.35 倍，日本为

¹ 胡鞍钢主编：《中国大战略》，第 64 页，浙江人民出版社，2003 年版。

2.21 倍。如果将银行资产计算在内,则美国、欧盟和日本的金融总资产分别是实体经济的 5.40 倍、6.51 倍和 5.19 倍²。

二是我国虚拟经济规模远远低于实体经济规模。在实体经济中,我国有许多产品已经位居世界前列。如我国水泥生产和消费已经连续 16 年名列世界第一,分别占世界上水泥生产和消费的 37% 和 30%。自 1996 年中国钢产量首次突破 1 亿吨以来,我国一直保持着世界钢铁第一大国的地位,2002 年达到 1.7 亿吨以上。同时,中国还是全球最大的小麦生产国和产棉国。2002 年,中国的汽车产量达到 325 万辆,从 2001 年的世界第 8 位上升至第 5 位。在实体经济接近于发达国家水平的同时,我国的虚拟经济与主要发达国家相比差距却很远。据统计,2001 年底,全部金融机构(含证券、保险公司)总资产为 21.8 万亿元人民币。2002 年底,全部金融机构存款余额为 18.43 万亿元人民币,手持现金 1.73 亿元,股票市场流通市值 1.25 万亿元,进入中央债券托管系统托管的各类债券已达 2.5 万亿元,保险总资产 0.65 万亿元,全部金融资产 24.46 万亿元。也就是说,不计银行资产和手持现金,我国虚拟经济仅相当于实体经济的 42.9%。即使把银行资产计算在内,我国金融总资产也只是实体经济的 2.38 倍。

三是中国储蓄转化为投资的渠道不畅,资本短缺和资本过剩同时存在。作为一个处于工业化过程中的发展中国家,资本短缺始终是一个重大的制约因素,但与之同时,这些年来我国银行存贷差却在不断扩大。据中国人民银行公布的数据,1999 年底,全部金融机构人民币存贷差为 1.5 万亿元,2002 年底达到 3.96 万亿元,2003 年 3 月达到 4.29 万亿元,占到全部金融机构人民币总存款的 23.5%。当前,经济学界对大量的存贷差是否会引发银行业的风险,有着不同的认识。但大家均承认,这种现象的存在,表明我国储蓄转化为投资的渠道过于狭窄。在这种情况下,中国居民金融资产主要体现在高储蓄率的银行存款上,品种过于单一,风险比较集中。据国家统计局的数据,从 1984 年到 2002 年,我国城市居民户均金融资产年平均增长 25.5%。至 2002

² 据国际货币基金组织 2003 年 3 月发布的《全球金融稳定报告》, <http://www.imf.org/external/pubs/ft>。

年6月末,户均达到7.98万元,其中人民币金额为7.37万元,占92.4%;外币折合人民币为0.61万元,占7.6%。在人民币金融资产中,储蓄存款占69.4%,A股股票占10%,国库券占4.4%,储蓄性保险占4.2%,住房公积金余额占4.1%,手持现金占3.7%,借出款占3.4%,其他有价证券占0.5%,其他占0.3%³。这种状况与成熟市场有天壤之别。如同期美国居民金融资产结构就呈现出多样化的特点,养老金账户占28.4%,股票占21.6%,货币市场基金及存款占14.6%,共同基金占12.2%,债券占5.4%,生命保险占5.3%,其他占12.5%⁴。

四是全球金融市场特别是资本市场的竞争日趋激烈。自20世纪70年代以来,西方成熟市场把发展资本市场作为增强国家竞争力的一个重要方面,强化资本市场支持战略,对资本市场的建设进行了卓有成效的探索。在美国,形成了联邦储备委员会(FED)、证券交易委员会(SEC)、商品期货交易委员会(CFTC)、财政部货币监理署(OCC)、储蓄监督局(OTS)、联邦存款保险公司(FDIC)、国家信用合作社管理局(NCVA)、州银行和保险委员会等八大联邦金融监管机构体系;建立了以纽约证券交易所和纳斯达克市场两大集团为核心的多层次资本市场体系,股票市值占全球股票总市值的一半以上;构造了芝加哥商品交易所、芝加哥期货交易所等有世界影响的期货交易所,影响和决定着世界农产品和畜产品等产供销价格,影响和决定着世界利率和外汇等市场的走势。20世纪90年代以来,欧洲致力于资本市场建设,相继通过了欧盟《投资服务指令》⁵、法国《金融活动现代化法案》⁶、德国《第三金融市场推进法》⁷,以及英国《金融服务与市场法案》⁸。这些法案与美国1999年的《现代金融服务法》⁹一道,打破了20世纪30年代建立的

3 国家统计局:《我国家庭金融资产的分布》(2002年10月17日),<http://www.rixin.com.cn/Industry/service/2002-10-17.htm>。

4 Assets of Households, <http://www.financialservicesfacts.org/financial2/savings/ah/>。

5 The Investment Services Directive of 1996 in the European Unions.

6 The Modernization of Financial Activities Act of 1996 in French.

7 The Third Financial Market Promotion Act of 1997 in Germany.

8 The Financial Services and Markets Act of 2001 in United Kingdom.

9 The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 in United States.

金融分业经营的篱笆,大力推进金融自由化,努力构筑以混业经营为主导的金融市场新格局,使资本市场的竞争趋于白热化。我们可以看到,作为增强国家竞争力的重要手段,欧美等国为争夺全球资源和市场份额全面出击。如美国纳斯达克和纽约证券交易所相继打造先进的交易平台,实施全球发展战略,共同联手拓展全球市场。在欧洲,德国法兰克福交易所、法国Euronext和伦敦交易所等三大交易所同时挂牌上市。德国和法国不仅整合包括新市场在内的国内现货和期货市场,而且积极实施合纵联横战略。如德国交易所下的欧洲期货交易所成为全球最大期货交易所,抢夺了伦敦国际金融期货交易所的市场份额,赶超美国芝加哥期货交易所的交易量。巴黎交易所则将比利时、荷兰和西班牙交易所集结在自己的旗帜下,抢购伦敦国际金融期货交易所,接管纳斯达克德国市场(NASDAQ Deutschland)。

早在20世纪80年代,邓小平同志就强调:“金融是现代经济的核心。”根据小平同志的教诲,我国开始重视发挥金融在国民经济中的核心作用,并在金融市场建设方面迈出了坚实的一步。到目前为止,我国基本上建立了以中国人民银行、银监会、证监会和保监会为主体的全国金融市场监管框架,大力推进了以商业银行为目标的国有银行体制改革,发展了地方商业银行,成立了外汇交易中心,设立了金融资产管理公司,壮大了证券公司的实力,扩大了保险公司的队伍,清理和规范了信托公司,票据、债券、股票、基金、黄金、期货合约等创新品种得以重新登上舞台。但是,我们不得不承认,在与西方成熟市场的差距方面,不仅仅是我国金融市场特别是资本市场的发展严重滞后,更为重要的是我国缺乏整体资本市场发展战略,缺乏国家竞争中的资本市场支持意识,有时甚至自觉或不自觉地成为国外竞争者的帮手,这对增强国家竞争力和国家间竞争是十分不利的。

正因为如此,适时制订中国合理与科学的金融及资本市场发展战略,就显得特别紧迫和必要。我们认为,金融及资本市场发展战略的基本内容主要应该包括以下几个方面,一是需要健全和完善国家金融宏观调控与监管体系,以提高国家防范和化解金融风险的能力;二是需要构建多元化的金融机构体系和多层次的市场体系,以提高国家在

全球金融市场中的竞争能力；三是需要形成灵活快捷的金融制度与产品创新体系，以提高国家在全球竞争中的适应能力；四是需要建立适应金融市场对外开放格局的信息及服务体系，以提高国家全球金融服务的深度和广度。

在这个资本市场发展战略中，积极推进多层次资本市场体系建设，不仅是我国资本市场发展的基本内容，而且是国民经济战略性调整和居民投资多元化的客观要求，事关中国经济能否持续、快速、健康发展和全面建设小康社会的成败。事实已经证明，我国现有资本市场制度难以满足中小企业发展中的融资需求和制度规范的要求。考虑到多层次资本市场体系建设绝非一日之功，应该区分轻重缓急，在现有的两个交易所格局下，首先建设面向中小企业的创业板市场，以加快拓展市场的深度和广度，尽快形成中国多层次资本市场体系。

建立中国自己的创业板市场，是党中央、国务院做出的符合时代发展要求的正确战略决策。发展创业板市场的重要性，是基于国家竞争中的中小企业在推动经济持续增长、实现资本与技术结合、缓解就业压力、调整国民经济结构等方面的重要作用。我们认为，加快推出创业板市场，是我国资本市场发展战略的重要组成部分。

隆武华博士《透视创业板市场》一书，围绕中小企业的整体重要性和个体弱势地位的矛盾，介绍了海外推进中小企业发展的综合对策，勾画了创业板市场建设在多层次资本市场建设中的核心地位，描绘了全球创业板市场的发展、改革及其启示。在此基础上，作者从国民经济全局的战略高度和全面建设小康社会的独特视角，深入分析了建立中国创业板市场的必要性、可行性和紧迫性，并结合国际创业板市场的最新趋势对我国创业板市场的相关制度安排作了深入探讨。这无疑有利于进一步推动我国资本市场发展战略研究和创业板市场建设。是为序。

2003年10月1日

前 言

20世纪90年代以来,创业板市场成为国际政治经济生活中的一个热点。美国纳斯达克市场不仅孵化出微软、戴尔、英特尔和思科等一大批著名高科技企业,而且交易量一举超过纽约证券交易所,成为全球最大的电子化证券市场。于是,积极推进创业板市场建设,成了世界各国和地区矢志不渝、百折不挠的战略目标,成为全球证券市场一道独特的风景线。据统计,到2002年底,全球创业板市场已经达36家,遍及美洲、欧洲、亚洲和大洋洲。在其发展的高峰时期,每年到创业板市场进行首次公开发行的公司占到全球新发行的50%,上市公司数占到全球证券市场的30%,市价总值占到17%,交易量占到35%。尽管遭遇了2000年以来重大调整,但创业板市场已经是全球证券市场不可或缺的重要部分,已经是全球成长性中小企业赖以发展壮大的重要支撑,已经是推动全球经济增长、实现科技与资本结合的重要力量。

在我国,自1998年3月全国政协“一号提案”和1999年3月中国证监会提出设立高新技术板块以来,创业板市场就始终是各方面关注的一个焦点。全国技术创新大会的决定、《公司法》的修改、《“十五”规划纲要》的强调、《中小企业促进法》的要求,使越来越多的人认识到中国建立创业板市场的必要性。总之,创业板市场建设不仅事关风险投资的退出、证券市场的分工和多层次资本市场体系的建设,更关系到我国中小企业的成长、科技向现实生产力的转化和就业压力的缓解,关系到国民经济持续快速健康发展和全面建设小康社会的进程。

本书分4编共13章。全书以中小企业是整体重要与个体弱势的矛盾体作为突破口,以创业板市场的收益大大超过风险作为立足点,将全面建设小康社会需要发挥创业板市场的制度优势作为中心内容。全

书以正面阐述为主,以数据和事实说话,几乎主要论点均以大量翔实的国内外第一手资料为根据。力图从理论、历史和现实等多个层面,从中小企业的矛盾性和国民经济的需要等多个角度,初步搭起创业板市场的整体分析框架。在具体的论述中,本书还有如下几个特点:一是第一次比较系统地分析了20世纪70年代西方改变中小企业政策的社会政治经济根源;二是第一次系统阐述中小企业是整体重要和个体弱势的矛盾体,并用西方和中国有关中小企业的详实数据和事实加以分析;三是第一次比较全面客观地回顾了海外创业板市场的产生、发展、调整 and 改革;四是第一次明确地将创业板市场与全面建设小康社会联系起来,深入分析了创业板三大机制与小康社会三个关键的辩证关系。

为了如实地反映笔者对创业板市场的逐步认识和深化的过程,也为了从一个侧面印证中国创业板市场筹备过程演变的某些环节,本书收集了笔者参与创业板论证过程中所写的8篇报告和文章。尽管有些观点现在看来并不完全合适,但它确实是当时特定历史条件下的产物,对于我们今天根据变化了的实际调整相关原则和办法仍有一定的参考意义。故笔者只在文章的前面作了简短的说明,并标明定稿时间,文章未作任何改动,以保持原貌。

2003年10月1日

目 录

第1编 整体重要与个体弱势：中小企业的矛盾地位·····	1
第1章 西方国家对中小企业由淘汰到重视·····	3
一、大企业淘汰小企业是普遍现象·····	3
二、中小企业的角色和重要性被惊奇地发现了·····	7
三、重视中小企业的社会政治经济根源·····	9
第2章 中小企业是整体重要性个体弱势地位的矛盾体·····	16
一、欧美中小企业是“自由企业制度的基石”·····	16
二、亚洲地区中小企业的重要性越来越突出·····	22
三、中小企业个体弱势地位的四种突出表现·····	28
第3章 西方国家推动中小企业资本形成的综合对策·····	34
一、推进中小企业发展的专门立法·····	34
二、财政、税收、信贷、担保与创业板市场各显神通·····	39
三、三次白宫小企业会议营造小企业发展的政策环境·····	44
四、美国证监会致力于小企业资本形成·····	48
第2编 沧海横流显本色：海外创业板市场大盘点·····	52
第4章 全球创业板市场的发展与不确定性·····	53
一、全球创业板市场的产生和发展·····	53

2 目录

二、创业板市场风险加大其建设的难度·····	59
三、案例分析：纳斯达克退出日本市场·····	64
第5章 海外六个主要创业板市场发展鸟瞰·····	73
一、纳斯达克模式的神话与日本店头市场的转型·····	73
二、德国新市场与加拿大创业板市场的整合与改革·····	82
三、英国AIM市场和韩国科斯达克市场成为新亮点·····	91
第6章 庖丁解牛：纳斯达克市场与多层次资本市场体系建设·····	100
一、纳斯达克神话的制度根源·····	100
二、纳斯达克小型市场与全国市场的良性互动·····	104
三、纳斯达克市场完善美国多层次资本市场体系·····	108
第7章 全球创业板市场的改革及启示·····	113
一、理性认识全球创业板市场的调整与整合·····	113
二、全球创业板市场的十大改革·····	118
三、全球创业板市场发展的九点启示·····	123
第3编 小康社会与创业板市场·····	133
第8章 中国经济大转型呼唤全新融资体系·····	134
一、中国中小企业在改革开放中异军突起·····	134
二、中国中小企业的治理、融资和科技开发三大瓶颈·····	139
三、解除瓶颈、促进发展需要综合配套，更需要直接融资体系·····	152
第9章 全面建设小康社会需要充分发挥创业板市场的制度优势·····	156
一、“扩大内需”战略方针与创业板市场启动民间投资机制·····	156

二、“新型工业化道路”与创业板市场推动科技同资本结合机制···	165
三、“就业是民生之本”与创业板市场扩大就业、鼓励创业机制···	170
第10章 中国创业板市场的推出时机及分步实施构想·····	176
一、中国创业板市场的论证与设计·····	176
二、中国适时推出创业板市场具有诸多有利条件·····	184
三、明确证券市场分工、维持有序竞争格局·····	190
四、积极稳妥推进中国创业板市场建设的初步构想·····	200
第4编 见证中国创业板市场·····	207
第11章 二板市场的早期论证与高新技术板块的提出·····	208
一、对产业投资基金、创业投资基金与第二板市场的意见·····	208
二、国外创业板基本情况与我国“高科技企业板块”·····	214
三、关于在沪深证券交易所建立高新技术板块的研究意见·····	217
第12章 中国创业板市场建设的原则与多层次市场体系建设·····	222
一、关于创业板市场建设与中国证券市场重组的几点看法·····	222
二、关于我国创业板市场推出的时机分析·····	232
三、关于构建我国多层次证券市场体系的基本设想·····	240
第13章 从国民经济战略全局高度把握中国创业板市场·····	247
一、持续、健康和快速发展的中国经济呼唤创业板市场·····	247
二、建立和健全资本市场对中小企业的直接融资体系·····	261
附录	
附录1：中国创业板市场建设大事纪年·····	269

4 目录

附录 2：三次白宫小企业会议·····	276
附录 3：美国证监会小企业资本形成论坛·····	289
附录 4：美国证监会 D 条例 504 条款·····	300
主要参考文献·····	308
后 记·····	314

第1编 整体重要与个体弱势： 中小企业的矛盾地位

中小企业的整体重要性与个体弱势地位的矛盾，是笔者2002年7月在准备“学习《中小企业促进法》座谈会”的相关会议材料时形成的一个观点。笔者在当时一份名叫《建立和健全资本市场对中小企业的直接融资体系》的材料中写道：“为什么要就某一类企业单独立法呢？我理解，这是由中小企业整体的重要性与个体的弱势地位这个矛盾决定的。¹⁰”2002年8月，笔者在公开发表的《促进中小企业发展需要综合对策》一文中是这样表达的：“中小企业整体重要性与个体弱势地位的矛盾，需要有专门针对中小企业的立法，以便政府能够通过一系列的政策措施制度安排，达到巩固和发展个体完善整体的目的。¹¹”作为本书的开篇，笔者强调中小企业是整体重要性与个体弱势地位的矛盾体，更多地是想把这个矛盾作为本书的一个核心主题和切入点，以便将中小企业资本形成、创业板市场建设和全面建设小康社会有机地联接起来，突出以创业板市场为核心的多层次资本市场建设在健全中小企业直接融资体系和推动中小企业资本形成等方面的巨大意义和深远影响，从而建立起创业板市场的整体分析框架。

本编分为3章。第1章对西方主要国家从忽视、淘汰中小企业到

¹⁰ 2002年6月29日，九届全国人大常委会第28次会议通过了《中小企业促进法》，深圳证券交易所即于7月19日举办了“学习《中小企业促进法》座谈会”。这是国内最早召开的关于《中小企业促进法》的会议。

¹¹ 《证券市场导报》2002年第8期。

2 透视创业板市场

重视、扶持中小企业的过程进行了回顾，分析这种转变背后的社会政治经济根源。第2章用具体的数据展示了中小企业在各主要国家国民经济中的重要地位和作用，描绘中小企业个体弱势地位的种种表现，把中小企业整体重要性和个体弱势地位的矛盾突出地摆在读者的面前。第3章着重强调对中小企业扶持涉及到方方面面，中小企业的资本形成是一项复杂的系统工程，需要有专门立法和综合对策，西方国家特别是美国对此进行了卓有成效的探索，积累了许多宝贵的经验，形成了间接融资和直接融资相结合的中小企业政策支持体系。

第1章 西方国家对中小企业 由淘汰到重视

当今世界，中小企业问题已经成为一个全球性的热门话题。各国纷纷采取措施，解决中小企业面临的困难，推进中小企业发展，以此推动本国经济增长、实现科技与资本结合，妥善解决就业难题。然而，在20世纪70年代以前，西方国家更多地是采取淘汰政策，或者任其自生自灭。本章拟对西方主要国家从忽视、淘汰中小企业到重视、扶持中小企业的过程作一回顾和描述，并剖析这种转变背后的社会经济根源。

一、大企业淘汰小企业是普遍现象

从严格意义上讲，企业是资本主义文明特别是产业革命带来机器工业后的产物。封建文明下的手工作坊无论是规模还是产量均较小，马克思把它们称作“以劳动者对他的生产资料的私有为基础的小生产”、“必然是小的、简陋的、有限的”¹²。随着产业革命的推进，随着股份公司的发展，随着并购浪潮的开展，规模经济和大企业受到普遍的推崇，企业规模越来越大，在国民经济和行业中的地位愈来愈重要。以美国为例，1948年到1972年，美国前100家最大制造业企业占全部企业资产的比重由40.2%上升到47.6%，前200家最大制造业企业的份额则由48.2%上升到60%(见图1-1)。

由于“较大的资本战胜较小的资本”，“较小的资本挤到那些大工业还只是零散地或不完全地占领的生产领域中去”¹³，中小企业在国民

¹² 《马克思恩格斯全集》第3卷，人民出版社，1956年版，第308～309页。

¹³ 马克思：《资本论》第1卷，人民出版社，1975年版，第686页。