

NEW

Shenzhen Stock Exchange

深交所 新使命

——创业板市场探索

张育军●主编



中国金融出版社

深交所 新使命

—创业板市场探索

张育军 主编

 中国金融出版社

SHEN JIAO SUO XIN SHI MING

责任编辑：古文君 周 炜

封面设计：韩湛宁

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

深交所 新使命：创业板市场探索 (SHENJIAOSUO
XINSHIMING) / 张育军主编. —北京：中国金融出版社，
2005.2

ISBN 7 - 5049 - 3609 - X

I. 深… II. 张… III. 高技术产业—资本市场—
研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 139745 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63286832 (010)63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63365686

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 10.375

字数 266 千

版次 2005 年 2 月第 1 版

印次 2005 年 2 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 30.00 元

如出现印装错误本社负责调换

代前言：大力发展中小企业是全面 建设小康社会的必由之路^①

在我国的《中小企业促进法》刚刚颁布时，深圳证券交易所以学习《中小企业促进法》为主题主办了第一届中小企业融资论坛。

本次论坛正值《中小企业促进法》实施一周年之际，请允许我借此机会，就贯彻落实《中小企业促进法》和大力发展中小企业的重要性、必要性和紧迫性谈几点初步看法。

一是大力发展中小企业是开创中国特色社会主义新局面的必然要求。随着经济全球化的不断深化，发展中小企业已经成为世界各国面临的共同课题。发展中小企业以增强本国经济和社会的活力，进而提升本国在全球中的竞争力，早已成为发达国家的一个基本国策。20世纪70年代以来，欧盟、美国和日本都加大了对中小企业的扶持力度，出台了包括机构设置、财政、税收、信贷、担保以及资本市场融资等一整套的综合政策。中小企业已经成为其“现代企业制度的基石”、“经济发展的中坚力量和发动机”。改革开放以来，随着我国经济从计划经济到商品经济、市场经济的变革，中小企业的发展大体上经历了一个萌芽、整合、改革和蓬勃发展的过程。中小企业的发展与经济的增长和社会的进步相互交融。针对我国社会主义初级阶段现状，党的十六大提出了全面建设小康社会的战略目标，十六届三中全会又做出了完善社会主义市场经济体制若干问题的决定。在这种大的历史格局下大力发展中小企业已经成为历史发展的

^① 本文系深圳证券交易所理事长陈东征在第二届中小企业融资论坛上的致辞

必然要求。因为，缩小城乡差距、地区差异，实现共同富裕，开创协调发展的新局面，需要加大中小企业在国民经济中的比重；鼓励非公有制经济，保护私有财产，促进多种所有制共同发展，中小企业是最有效的实现形式和载体；增强经济活力，扩大内需，促进经济增长方式转变和经济结构调整，确保经济可持续发展的重担已经历史地落在中小企业身上。大力发展中小企业是我国社会经济结构变迁和协调发展的必然结果。

二是大力发展中小企业是解决当前经济发展中各种突出问题的最有效的突破口。解决就业、“三农问题”，推进产业结构调整，加快城乡一体化和工业化进程，推动科技向生产力转化，统筹城乡经济发展等一系列问题，都将在大力发展中小企业中得到有效缓解或逐步解决。

三是大力发展中小企业是把储蓄转化为直接投资的最有效、最稳妥的方式之一。我国有超过 11 万亿元的庞大居民储蓄，而中小企业作为我国经济中最有活力的部分，对资金有着巨大的需求。温家宝总理 2003 年底在哈佛大学演讲中提到，我们的发展必须也只能是把事情放在自己力量的基础上，在依靠体制创新、开发国内市场的基础上，还要依靠把庞大的居民储蓄转化为投资。大力发展中小企业正是促进储蓄转化为投资、化解潜在金融风险的最有效途径之一。

同时，大力发展中小企业也是完善社会主义市场经济体制和推动政治文明建设的现实途径。经济基础决定上层建筑。建立完善的社会主义市场经济体制是建设社会主义政治文明的前提和基础。中小企业已成为促进我国社会生产力发展的重要支撑力，是我国社会主义市场经济体系中最活跃的微观主体，中小企业成长和壮大是完善社会主义市场经济体制的重要基础。党的十六届三中全会提出要注重发展扶持中小企业，最近中共中央在关于修改宪法部分内容的建议中明确提出，“公民的合法的私有财产不受侵犯”，“国家鼓励、

支持和引导非公有制经济的发展”，所有的这一切，都将为中小企业发展提供可靠的法律保障，为推动政治文明建设奠定坚实的经济基础。

党的十六大提出全面建设小康社会的战略目标和十六届三中全会做出《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，为中小企业发展提供了最好的历史条件。我们有理由相信，大力发展中小企业是全面建设小康社会的必由之路。当然，大力发展中小企业，还需要各级政府的高度重视和社会各界的大力支持，而作为现代市场经济中最活跃的市场要素，资本市场是满足成长性中小企业融资需求的直接融资平台和产权流转平台，其独特的引导、示范和催化功能，对促进中小企业成长将发挥无可比拟、不可替代的重要作用。大力推进我国多层次资本市场建设，建立全方位中小企业支持服务体系是重要的突破口。同时，我们还必须看到，我们正在走前人未曾走过的路，前途光明，但也必然充满艰辛和曲折。我们真诚地希望能够与各界携起手来，共同为推进我国中小企业成长，为资本市场改革开放和稳定发展而不懈努力！

陈东征

二〇〇四年一月十日

目 录

代前言：大力发展中小企业是全面建设小康社会的必由之路	1
----------------------------------	---

第一篇 创业板市场的海外经验借鉴与战略思考

第 1 章 多层次证券市场建设的国际经验与我国的选择	3
一、证券市场分层的路径与意义	3
二、成熟市场国家建设多层次证券市场的经验	5
三、推进我国多层次证券市场建设的意义与问题	11
四、推进我国多层次证券市场建设的基本原则	15
五、推进我国多层次证券市场建设的建议	17
第 2 章 全球创业板市场的发展、调整、改革与启示	20
一、全球创业板市场的产生、发展和调整	20
二、全球创业板市场的改革和整合	29
三、全球创业板市场发展的启示	35
第 3 章 创业板市场法规建设	42
一、高新技术企业板块的提出及相关政策法规设计	42
二、创业板市场的提出及相关法规准备	47
三、对创业板市场法规建设的思考	52

第4章 创业板市场的定位	54
一、反映创业板市场定位的主要标志	54
二、影响创业板市场定位的主要因素	55
三、海外创业板市场定位及其经验教训	56
四、海外创业板市场定位的经验与教训	59
五、我国拟设立创业板市场定位的起源及其变化	61
六、我国对创业板市场定位的讨论	62
七、对我国创业板市场定位的分析	66

第二篇 创业板市场建设中需要重点关注的若干问题

第5章 创业板市场建设与主板市场改革、创新与发展	75
一、推出创业板市场不会对主板市场带来很大的冲击	75
二、创业板市场制度创新对主板市场发展具有促进作用	79
三、推出创业板市场有助于解决证券市场历史遗留问题	81
四、创业板市场有助于建立多层次证券市场体系， 分散和化解金融风险	82
五、创业板市场与主板市场可以相互促进共同发展	84
六、创业板分步实施更有利于降低对主板市场的 影响和冲击	86
第6章 创业板市场的风险问题	89
一、创业板市场存在的主要风险	89
二、创业板市场风险的防范	96
三、对我国创业板市场风险的认识	100

第7章 创业板市场的中小企业上市资源问题	103
一、我国中小企业的发展状况	103
二、制约我国中小企业发展的主要障碍	105
三、中小企业更需要直接权益融资	106
四、创业板市场可以有效地解决中小企业 发展“瓶颈”问题	108
五、拟上市中小企业资源与创业板市场互动共进	109
六、我国拥有数量丰富成长性较好的 中小企业上市资源	111
第8章 创业板市场投资者教育问题	117
一、投资者教育的兴起	117
二、投资者教育的内容与方式	124
三、投资者教育对创业板市场的重要意义	130
四、对建立我国投资者教育体系的思考	133
五、创业板市场投资者教育的基本思路和总体规划	135

第三篇 创业板市场制度创新与设计

第9章 创业板市场发行审核制度设计	143
一、海外创业板市场发审制度	143
二、我国创业板市场发审制度和审核程序设计	149
三、我国创业板市场发行上市的条件	158
第10章 创业板市场交易制度设计	174
一、证券交易制度及其选择	174

二、海外创业板市场交易制度	180
三、我国创业板市场交易制度的选择	183
四、关于我国创业板市场是否引入做市商制度问题	185
五、关于创业板市场的大宗交易问题	186
 第 11 章 创业板市场监管制度设计	190
一、创业板市场必须是监管更严的市场	190
二、我国证券市场监管能力的基本评价	192
三、创业板市场的监管内容和主要措施	195
四、我国创业板市场监管工作的准备情况	201
五、打击恶意炒作和过度投机行为是市场启动 初期监管工作重点	203
六、对创业板市场监管的一些认识与思考	207
 第 12 章 创业板市场证券交易账户管理	209
一、创业板市场证券账户的选择	210
二、创业板单独开户需要考虑的问题	210
三、创业板证券账户设计方案	213
 第 13 章 创业板市场上市公司的退市安排	215
一、完善的退市制度是创业板市场的重要组成部分	215
二、海外创业板市场退市制度	216
三、我国主板市场退市制度	226
四、我国创业板市场退市制度的设计	234

第四篇 分步推进创业板市场建设成为共识

第 14 章 创业板市场建设与发展的长期性	243
一、股份制的形成经历了长期的过程	244
二、国外证券市场的成长和发展都经历了曲折和漫长的过程	246
三、国际创业板市场经验证明了发展的长期性	248
四、我国证券市场的发展历程显现出特殊的困难和巨大的风险性	248
五、创业板市场自身特点及所处环境决定了发展的复杂性和艰巨性	252
第 15 章 创业板市场的出台时机问题	255
一、国民经济持续稳定发展对创业板市场的需求问题	257
二、国内外市场环境是否适宜创业板市场启动问题	261
三、创业板市场筹备尤其是风险防范和市场监管方面的准备问题	264
四、我国创业板市场持续发展问题	266
五、创业板市场推迟启动的效应问题	268
六、结论	271
第 16 章 创业板市场分步实施的制度设计与创新	272
一、创业板市场分步实施的基本内涵	272
二、创业板市场模拟运行阶段的制度设计与创新	273
三、创业板市场政策过渡阶段的制度设计与创新	274

四、创业板市场正式推出阶段的制度设计与创新	276
 第 17 章 关于市场划分标准的初步分析	282
一、以流通股 8000 万股为标准是划分现有市场与 中小盘股市场较为合理的界限	283
二、以流通股 5000 万股为标准是中小盘股 市场生存的底线	284
三、中小盘股市场规模过小将使开设意义 受到局限	285
四、从国际惯例看, 中小盘股市场通常只设最低标准, 不设规模上限, 并应保持较大的规模	286
五、确定市场划分标准还需要考虑的几个特殊因素	288
 第 18 章 中小盘股市场发行上市速度与节奏的预案	299
一、中小盘股市场发行上市的指导思想和原则	299
二、发行定价方式的选择	300
三、影响和制约中小企业发行速度和 节奏的主要因素	302
四、保障中小盘股市场发行方案顺利 实施的相关建议	303
 附录 中国创业板市场建设大事记	306
 后记	316

第一篇

创业板市场的海外 经验借鉴与战略思考

第1章 多层次证券市场建设的国际 经验与我国的选择

根据金融工具的风险特征和投资者风险偏好程度不同，将证券市场细分为多个具有递进和互补关系的子市场，是证券市场向纵深发展的必由之路。目前，我国资本市场结构单一的缺陷十分突出，已成为制约资本市场进一步发展的瓶颈。拓展融资渠道，探索建立能满足多样化投融资需要的多层次证券市场体系，充分发挥证券市场直接融资功能，已成为目前我国证券市场面临的一项紧迫任务。本文在总结美国、英国、日本等成熟市场国家多层次证券市场的基本模式及分层发展趋势的基础上，讨论了我国发展多层次证券市场的必要性、可行性、存在的问题及建设的原则，并提出了当前推进我国多层次市场建设的措施和建议。

一、证券市场分层的路径与意义

（一）证券市场分层结构展开的三个可选择维度

从结构的角度审视证券市场发展，多元化和层次化是两条主线。多元化主要表现为基于金融工具创新而形成的新市场，如债券市场、基金市场、票据市场、衍生金融工具市场以及资产证券化产品市场等。证券市场的多元化也可以被理解为横向展开的证券市场分层。

通常所指的证券市场分层是纵向展开的。根据金融工具的风险特征和投资者风险偏好程度不同，将证券市场细分为多个具有递进和互补关系的子市场。市场分层的主线是金融工具的风险特征。这一主线在具体操作中可以分解为以下三个维度。

1. 在证券交易组织方式的选择上，可以分为集中交易和场外交易。历史上，集中交易和场外交易的区分是由证券交易的技术实现手段限制造成的。受益于 IT 技术的爆炸式发展，集中交易的技术实现手段已可低成本获得，场外交易（尤其是股权类和企业债券类产品的场外交易）仍然被保留的理由，主要来自于风险控制方面的考虑。

2. 在空间维度上，可以分层为全球性市场、全国性市场及区域性市场。空间维度上市场分层的背后是信息在空间维度上分布的不对称，而信息不对称在解读风险时无疑是一个关键词。相对而言，地域辽阔的大国有条件也有必要在这个维度上展开分层。

3. 在上述两个维度既定的条件下，同一个市场内部也可以根据金融工具集合中的不同“亚群体”（或板块）进行市场分层。

在现实中，证券市场分层往往会同时沿着两个或三个维度交叉展开。交叉展开为分层提供了更多的选择，为构建更具弹性的证券市场体系提供了条件。

（二）建设多层次证券市场的意义

1. 更好地满足投融资主体多样化的需求。证券市场具有四项基本功能：股权创造、债务创造、流动性增强和风险转移。随着经济和社会的逐步发展，投资主体和融资主体的需求进一步细化，对证券市场上述四项功能会提出更高、更个性化的要求。多层次的市场架构可以比较有效地满足和挖掘投融资主体对证券市场服务的需求，更好地服务于经济发展，提升证券市场在国民经济中的地位和渗透能力。

2. 有利于实施更有针对性的市场监管和风险防范。监管是为了寻求一个安全、稳定的市场。但是，世界上不存在绝对的安全和绝对的风险，一切都是有条件的，关键是风险与收益如何匹配。将具有不同风险收益特征的金融工具放在不同的市场里进行交易，为不同风险偏好和风险承受能力的投资者提供不同的市场选择，正体现了“限制风险”与“买者自负”原则的有机结合。多层次市场进一

步提高了市场的风险揭示能力，有利于市场导向的监管体系的运作。

3. 有利于降低金融市场系统性风险。多层次市场可以降低金融市场系统性风险。正如美联储主席格林斯潘所说：多层次资本市场的发展使美国金融系统拥有了更多的“备用轮胎”，企业的资金来自无数不同类型的投资者，从而降低了一个“凹坑”就导致爆胎误车的可能性。

4. 当前推动我国多层次证券市场建设有着更为重要的意义。经过 10 多年的发展，我国证券市场已具有相当的规模，已成为推动国民经济发展的力量。但是，我国证券市场结构不合理、功能不健全等问题，目前已严重制约了证券市场资源的充分利用和作用的发挥，也使市场风险的积聚效应明显放大，为证券市场的改革开放和稳定发展埋下了严重的隐患。因此，加快推进我国多层次证券市场建设，不仅能够拓宽企业直接融资渠道，更好地满足企业融资需求、兼并重组需求、多元化投资需求，而且可以进一步降低和化解证券市场系统风险、健全和完善企业法人治理结构、推动现代企业制度建设、提升我国证券市场国际地位与竞争力、促进国民经济持续快速健康发展。

二、成熟市场国家建设多层次证券市场的经验

（一）成熟市场国家多层次市场的形成

成熟市场国家的多层次证券市场体系，是由市场自然演进形成的。股份有限公司制度作为一种企业的组织形式产生以后，与此相配套的股票发行及交易市场也就应运而生。早期的证券市场完全采用分散交易的方式，证券集中交易的场所——证券交易所——是在分散交易的基础上发展起来的。尽管证券交易所集中交易在一些国家逐渐发展成为证券交易的主要形式，但是交易所外的分散交易市场始终存在。多层次市场体系的形成，既是证券市场逐步健全市场