



中国资本市场实务丛书

创业板企业 上市指引

张学军 唐清利 刘为民◎著

CHUANGYEBAN QIYE SHANGSHI ZHIYIN

经过理论界和实务界近十年的努力，
中国创业板已经成功创设运行。

我国创业板市场资本市场中重要的融资平台，
将为具有市场潜力的成长型企业提供宝贵的融资渠道。



法律出版社
LAW PRESS·CHINA



中国资本市场实务丛书

创业板企业 上市指引

张学军 唐清利 刘为民◎著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

创业板企业上市指引/张学军,唐清利,刘为民著. —北京:法律出版社,2009.7

ISBN 978-7-5036-8987-1

I. 创… II. ①张…②唐…③刘… III. 资本市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 172386 号

创业板企业上市指引

张学军 唐清利
刘为民 著

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 787×960 毫米 1/16

版本 2009 年 10 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 永恒印刷有限公司

印张 25.5 字数 457 千

印次 2009 年 10 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张宇东

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-8987-1

定价:58.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前 言

Foreword

“千呼万唤始出来”，这句话恰恰揭示出我国创业板市场的酝酿、建立过程。从2000年2月中国证监会正式提出“创业板”概念、2000年10月深交所发布创业板股票市场的9个规范性文件以来，我国创业板市场在全球高新技术板市场大起大落的背景中也一再推延，直到2009年3月份证监会发布《首次公开发行股票并在创业板市场上市管理办法》，中国创业板市场才正式宣告成立。中国证监会副主席姚刚在中国政府网访谈时明确表示，当前建立创业板市场的各项条件已经具备，我国创业板市场的建立终于进入倒计时阶段。我国创业板市场的建立，对于尚不能达到主板上市标准并具有市场潜力的发展性企业，尤其是处于发展阶段的高新技术企业的意义，无论从创业板市场自身定位功能和其他国家的现实经验，以及当前宏观经济剧烈变局的现实背景中，其重要性不言而喻。这也是我国理论界和实务界一直关注创业板市场建立进程的重要原因之一。

党的十七大明确提出，我国资本市场的主要任务是“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”，大力发展多层次资本市场，是贯彻十七大关于“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”目标的必然选择。《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》进一步明确我国资本市场改革和发展的主要纲领，国务院副总理王岐山在2008年的“陆家嘴论坛”上再次强调，国家将继续推动资本市场稳定健康发展，加快发展保险市场、债券市场、外汇市场和货币市场，逐步形成多层次金融市场体系，更大程度地发挥市场配置资源的基础性作用。针对中小企业融资难这一世界性难题，我国2004年成立中小企业板，并自成立以来得到了较快发展，已成为我国多层次资本市场重要的组成部分。截至2007年11月23日，中小企业板已有196家公司发行（其中188家已经挂牌上市），市值达到7889亿元，机构投资者持股比例达到43%。对中小企业板的将来发展，中国证监会主席尚福林在2008年的“陆家嘴论坛”上表示，将

继续秉承“从严监管、加快发展、优化结构、推进创新、培育服务”的基本原则,使中小企业板能够又好又快地为更多成长性较好、科技含量较高的中小企业提供直接融资服务。而建设创业板市场,是2007年8月国务院批复的多层次资本市场体系建设方案的主要内容,更是资本市场贯彻落实十七大精神的重要举措。根据《首次公开发行股票并在创业板市场上市管理办法》立法说明书的意见,我国创业板制度设计上要坚持以下几点原则:一是合理确定创业板市场的准入门槛。二是创业板市场上市公司要体现成长性、创新性和行业的多样性。三是创业板市场制度设计要适应创业企业特点。建设创业板市场,对于推动中小企业的发展,形成技术创新、风险投资和资本市场良性互动的格局,具有极其重要的意义:一是有利于完善科技型中小企业的融资链条,促进科技成果的产业化;二是有利于健全资本市场对创新类企业的支持力度,支持区域特色与优势企业的发展;三是有利于促进风险投资基金的发展;四是有利于改善长期存在的直接融资和间接融资比例严重失衡的格局。而在中小板之外建立独立的创业板,是国家实行更能适应创业型企业投融资需求和风险管理要求的制度安排。

当然我们同时也应该看到,目前我国创业板市场仅仅初具模型,其中的诸多内容还需要进一步完善,如创业板与主板市场关系界定、企业准入条件、发行审核程序、竞价交易制度、市场监管规则、交易运行和退市制度等方面,仍需要进一步完善。

可以合理地预计,我国创业板市场建立后,上市申请将会越来越多,由于各项制度处于初级阶段,很可能出现这样或那样的矛盾与问题,但各种问题的解决也会不断促进我国创业板市场的发展。为方便广大企业实务界人士,特别是拟在创业板上市的中小企业认识我国创业板上市规则和具体程序,我们组织长期关注我国证券市场发展,特别是一直跟踪我国创业板法律制度的理论界和实务界专家,对我国创业板规则和程序进行全方位整理和诠释,并将我们在实务中获得的大量经验进行总结,形成全书,希望能对中小企业创业板上市有所裨益。

我国创业板市场刚刚建立,许多制度还有待进一步完善,本书作为这一方面的尝试性成果,是集合众人之力合作而成的。全书的策划、体例等是由唐清利博士、张学军律师二人共同完成。第一章、第三章由四川国金律师事务所主任张学军执笔,第四章由西南财经大学唐清利博士、刘为民博士、邵兴全博士、庞永硕士撰写,最后全书由张学军律师、唐清利博士统稿、修订,刘为民博士、庞永硕士协助统稿,修订。

本书的完成离不开法律出版社郑导先生为我们提供的一切帮助和不遗余力

的支持,他同时还为本书的编辑付出了大量的心血,我们对此表示由衷的感谢。然而由于时间仓促和水平局限等诸多原因,文中错误与缺漏在所难免,我们诚恳地接受理论与实务界同仁善意批评与指正。

2009 年 8 月于成都

目 录

Contents

前 言	1
第一章 创业板概述	1
第一节 什么是“创业板市场”	1
一、创业板市场概述	1
二、海外创业板市场的发展历史	8
第二节 我国创业板市场与主板、中小企业板关系	10
一、我国创业板市场发展过程	10
二、创业板市场与主板市场的关系	13
三、我国创业板市场与中小企业板关系	21
第三节 上市服务专业机构	26
一、证券公司	26
二、律师事务所	54
三、会计师事务所	58
四、资产评估事务所	61
本章附录一：各国创业板市场介绍	69
一、美国纳斯达克市场	69
二、伦敦证券交易所另类投资市场	70
三、欧洲易斯达克市场	71
四、欧洲新市场	72
五、韩国科斯达克市场	73
六、日本加斯达克市场	74
七、新加坡证券交易所西斯达克市场	75

八、我国台湾地区证券柜台买卖中心	75
本章附录二:2007 年全球创业板市场报告	76
第二章 创业板发行制度	78
第一节 发行主体资格	79
一、发行人企业性质	79
二、发行人资产	109
三、发行人生产经营	111
四、发行人持续经营	113
第二节 财务指标与会计要求	118
一、比较法视野下的我国创业板财务标准	118
二、我国创业板的具体财务标准	119
三、持续盈利能力	123
四、依法纳税	126
五、不存在重大偿债风险及相关或有事项	127
六、会计报表规范	131
七、发行人独立性	147
第三节 公司治理结构完善	149
一、公司治理(Corporation Governance)概述	150
二、发行人股权结构清晰、组织机构完善	151
三、对外担保与资金运用	186
四、内部控制制度	190
五、发行人其他禁止性条件	194
第四节 募集资金运用	195
本章附录:世界主要国家或地区对创业板上市标准的比较考察	203
一、世界主要国家或地区创业板上市标准	203
二、世界主要国家或地区对创业板上市标准的比较分析	207
第三章 创业板上市程序	211
第一节 上市公司内部程序	211
一、董事会制订上市方案	211
二、股东大会的决议	212
第二节 上市保荐与辅导制度	213

一、上市保荐制度	213
二、上市辅导	224
第三节 申报与审核	228
一、申报与审核概述	228
二、申报材料的编制	230
三、受理与审核	258
第四节 创业板上市与交易	272
一、估值与询价	272
二、发行前的准备工作	283
三、发行方式与流程	285
四、上市交易	292
本章附录:海外主要创业板市场审核程序比较	300
表1:美国纳斯达克股票市场发行上市审核程序	300
表2:日本加斯达克股票市场发行上市审核程序	300
表3:台湾柜台买卖中心股票挂牌上柜审核程序	301
 第四章 创业板信息披露及证券法律责任	 303
第一节 创业板信息披露概述	303
一、创业板信息披露的意义	303
二、创业板信息披露原则	305
第二节 发行上市阶段的信息披露	309
一、招股说明书	309
二、上市公告书	331
第三节 持续信息披露义务	336
一、持续信息披露概述	336
二、定期信息披露	337
三、临时信息披露	357
第四节 相关法律责任	379
一、发行人虚假记载与陈述的法律责任	379
二、保荐人虚假记载与陈述的法律责任	381
三、专业中介机构虚假与陈述的法律责任	381
四、监管人员、自律人员等其他主体虚假记载与陈述法律责任	383
本章附录:其他国家和地区创业板市场信息披露制度	383

一、美国 NASDAQ 信息披露制度	383
二、香港 GEM 市场信息披露制度	387
三、台湾地区 OTC 市场信息披露制度	389
四、英国 AIM 市场信息披露制度	390
五、日本 MOTHERS 市场信息披露制度	390
六、法国新市场信息披露制度	391

参考文献	392
------	-----

第一章

创业板概述

创业板市场作为尚未达到主板上市标准的市场潜力型发展企业、高新技术企业的重要融资场所,对于促进企业发展壮大、国家经济繁荣的巨大意义,从美国、英国、日本以及我国香港地区、台湾地区的实践可以明显地看出来。特别是在我国当前主板市场长期低迷、国家采取抑制性金融政策、中小企业融资难的金融政策背景下,创业板作为企业融资的重要渠道,社会各界对其建立发展的期望越来越高,正是基于创业板在国家金融体制中的重要作用,我国从 20 世纪 80 年代末就开始提出建立创业板市场的想法并积极研究讨论制度落实,经过近十年的不断研究讨论与准备,终于在 2009 年 3 月 31 日公布《首次公开发行股票并在创业板市场上市管理办法》(以下简称《管理办法》),标志着我国创业板市场建立已经从长期的理论探讨开始进入实质性阶段。创业板市场的建立,将打破我国证券市场既有的主板与中小企业板并列格局,并促使许多优质发展型企业选择创业板上市。

第一节 什么是“创业板市场”

一、创业板市场概述

(一) 创业板市场的概念

创业板市场(Growth Enterprise Market),又称“二板市场”(the Second Board),是一个与主板市场(the Main Board)相对的概念。不同国家和地区对之有不同的称谓,如另类投资市场(AIM)、新市场(NM)、技术股市场(Tech mark)等。一般而言,主板市场是指已有充分发展的、由证券交易所经营的包括股票、债券、证券投资基金券以及金融期货等交易在内的证券市场,如美国的纽约证券

交易所、日本的东京证券交易所、英国的伦敦证券交易所以及我国的上海证券交易所和深圳证券交易所等;而创业板市场则指主板市场之外专为高成长性中小型新兴公司提供筹资途径,以促进高科技产业发展为主要宗旨的创新股票市场,如美国的 NASDAQ、英国伦敦证券交易所另类投资市场(AIM)、香港创业板市场(GEM)、欧洲的 EASDAQ、台湾地区的柜台交易市场(OTC)等。总体而言,主板市场主要是针对各行各业大型公司、交易品种更为多样的成熟证券市场;创业板市场是在主板市场基础上的创新股票市场,主要面向中小型企业,特别是成长性强的新兴高科技企业。

证券市场通常分为发行市场与流通市场。发行市场又称一级市场或初级市场,是新股发行市场的简称。股票流通市场,也称二级市场,主要包括有组织的证券交易所与柜台交易市场(或场外交易,Over The Counter,OTC)。在传统的证券交易方式中,交易或是发生在证券交易所的交易大厅之内,或是交易大厅以外,没有在证券交易所大厅内进行的交易被称为柜台交易或场外交易。然而,计算机交易系统在交易所和柜台交易市场的广泛运用已经使场内场外交易的界限非常模糊了。对投资者来说,只要他们能够得到公平的交易价格,交易发生在何处已经变得越来越不重要。

传统证券交易所存在两大特点:一是交易所上市标准高,各国证券法律一般都对上市公司的规模、经营状况、盈利状况等有所要求,如我国《证券法》规定,股票上市交易必须满足公司股本总额不少于人民币 3000 万元;公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过人民币 4 亿元的,公开发行股份的比例为 10% 以上;公司最近三年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载等条件。纽约证券交易所要求普通股的发行额按市价计算不少于 4000 万美元,公司有形资产净值不少于 4000 万美元,最近一年的盈利不少于 250 万美元,社会公众持股不少于 110 万美元,至少有 2000 名投资者各拥有 100 股以上。东京证券交易所要求上市申请日前一年公司净资产必须达 10 亿日元以上,连续三年的税前盈利必须分别达到 1 亿日元、1 亿日元和 4 亿日元,上市股份在 2000 万股以上。香港联交所要求公司上市时的股票总市值不少于 1 亿港元,社会公众持股不少于 5000 万港元。二是交易所靠有形的交易大厅和人工撮合运作,上市费用高昂。这些规定使许多有前景的中小企业特别是高新技术企业无法问津资本市场。

有鉴于此,自 20 世纪 70 年代初以来,世界各国的大多数证券交易所都陆续建立了上市标准低于传统交易市场,但监管更为严格,旨在满足中小企业融资需要的交易市场,这些市场被命名为创业板市场、新市场或第二板市场(Second

Board),与传统的交易市场即主板市场(Main Board)相区别。与此同时,各国的证券商协会纷纷建立有组织的、使用现代化通信与电脑网络进行报价与交易的系统,为柜台交易市场中部分质地优良的股票提供电脑自动报价与交易服务。通常这类组织的自动报价与交易系统也被认为属于创业板市场的范畴。这类市场中最为成功的是美国纳斯达克市场(National Association of Securities Dealers Automated Quotations,NASDAQ,全美证券交易商协会自动报价系统)。NASDAQ市场自建立以来,经过三十多年的发展,现已经在美国多层次资本市场体系中处于核心地位,并为世界其他国家提供诸多借鉴。其特点具体表现在:

首先,NASDAQ市场自身结构完善,具有很强的市场潜力。1982年NASDAQ设立全国市场,自此形成了NASDAQ小型市场与全国市场的良性互动模式,从而使NASDAQ充满活力,真正成为一个独立市场。相关数据显示,NASDAQ市场最多时上市公司达到近5000家,市值最高时达6.7万多亿美元,占当时全球股票市场总市值30多万亿美元的1/5,培养了像微软、戴尔、英特尔和思科等一大批著名企业。尽管经历了2000年以来的科技股破灭后市场的暴跌,到2002年底,上市公司仍然达到3649家,市价总值为1.997万亿美元,在全球证券市场中位居前列。

其次,NASDAQ市场带动了美国OTCBB市场(三板市场)的发展。OTCBB市场成立于1990年,由美国证券商协会(NASD)运作,最多时挂牌证券达6613家。1999年4月到2000年6月,OTCBB市场摘掉3000只证券,到2002年底还有3742只证券。2002年10月以来,美国证券商协会正在与美国证监会商量,准备将OTCBB市场改组为BBX交易所。

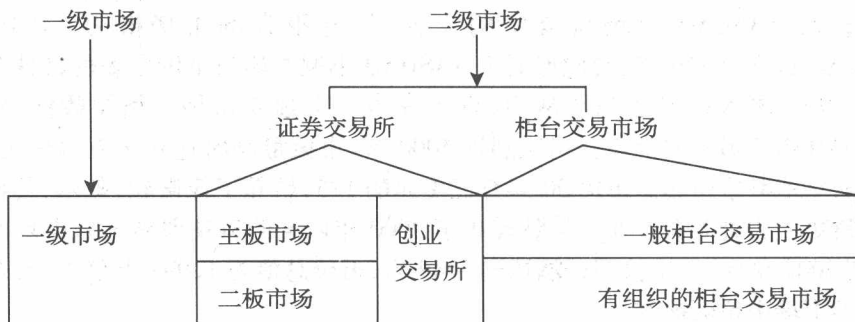
最后,NASDAQ的发展促进了美国风险资本的发展。美国风险资本与NASDAQ市场几乎是同时起步,两者的发展具有明显的联动性质。20世纪90年代以后,NASDAQ市场与风险资本的联动关系更加明显,真正体现了一损俱损、一荣俱荣。如1991年到1999年,受NASDAQ市场近十年牛市的影响,风险投资持续景气;2000年以来,伴随着NASDAQ市场的持续下跌,风险资本出现了持续萎缩的局面。

近年来,各国证券市场的发展趋势是:一国范围内交易所的分工日益明确,小型证券交易所为避免与国内主要证券交易所的市场定位重复,通过合并及改制,对其市场重新定位,变为专门针对处于初创期的成长型中小企业与高科技企业的交易所,这类证券交易所也被认为是创业板市场的一部分。加拿大创业交易所(Canadian Venture Exchange)就是这类市场的一个范例,该交易所由加拿大的阿尔伯塔证券交易所和温哥华证券交易所合并而成,主要面向高成长性的中

小企业与高科技企业。

综上所述,创业板市场的概念不局限于由证券交易所开办的第二板市场,而是泛指那些上市标准低于传统证券交易所主板市场,主要以处于初创期、规模小、但成长性好的中小企业和高科技企业为服务对象的证券市场。创业板市场除包括由证券交易所设立的狭义的第二板市场外,还涵盖了柜台交易市场中有组织的集中报价与交易系统以及主要为高成长性的中小企业与高科技企业服务的证券交易所。

一个成熟的证券市场结构如下图所示:



图一:证券市场结构及创业板市场示意图

(二) 创业板市场的特征

通过上文创业板市场的简要概述,我们也可以看出创业板市场不同于主板市场的几个主要特点:

第一,面向新兴企业,注重增长潜力。

创业板市场作为服务于中小企业和新兴公司的创新股票市场,其设立的目的就是为具有增长潜力和发展前景的中小型高科技公司提供募集资金的渠道,促进高科技产业的发展。这类公司往往具有科技含量较高、战略计划较好、主营业务比较鲜明的特点,其股票上市后,因概念独特、成长性高、发展潜力大而最能得到投资者的认同和市场的追捧。根据香港联交所颁布的《香港联合交易所创业板市场证券上市规则》第2章第12款的规定:“创业板市场的设立,乃为带有高投资风险的公司提供一个上市的市场。”可见,香港创业板市场就是主要面向高新技术企业和高成长性企业,以为这些新兴公司提供上市融资便利、助其扩展主线业务为宗旨和目标。我国内地的创业板市场,开始时就称为“高科技板块”或“高新技术板市场”,后来又称为“二板市场”,最后定名为“创业板市场”,其定位是培育高成长性科技企业的摇篮。早在1999年8月20日,中共中央、国务院在《中共中央、国务院关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》中明

确提出,适当时候要在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块,于是就有了中国大陆专门为中小型高科技新兴企业上市融资服务的创业板市场。

第二,适当降低上市标准,严格公司管制。

既然把新兴企业作为其主要服务对象,创业板市场就必然要适当降低上市标准,对公司的资本规模、经营期限和盈利记录的要求都要降低。如美国纳斯达克全国市场对首次上市公司的有形资产净值的要求为 600 万美元,美国纳斯达克小盘股市场首次上市公司的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。香港创业板市场上市公司股票的最低市值无具体规定,实际操作中以不少于 4160 万港元为限,而作为主板市场的香港联交所要求上市时公司股票市值不少于 1 亿港元;同时,创业板市场不设最低盈利要求,只需有两年活跃的业务记录及未来两年的业务目标及达成计划;而主板市场要求过去三年企业盈利合计达到 5000 万港元,其中最近一年的盈利须达到 2000 万港元。在公司管制方面,创业板市场要求上市公司具备充足而有效的内部监控机制,内容包括财务及规则遵守上的规定。创业板市场的规定,适应了新兴企业和成长性公司的发展特点。我国目前的上海、深圳主板市场,根据《公司法》、《证券法》及中国证监会的有关规定,IPO 公司发行后的股本总额不少于人民币 5000 万元,社会公众股的比例不少于总股本的 25%,总股本超过 4 亿股的,社会公众股的比例不少于总股本的 10%,公司最近三年连续盈利,这就给成长性中小型公司的入市筑起了一道高高的“门槛”;而根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定,公司股票上市时,股本总额不少于人民币 3000 万元,最近一期末净资产不少于 2000 万元,且不存在未弥补亏损。门槛显然大为降低;但同时,创业板市场上市公司除应遵守《公司法》等有关规定外,在公司治理结构、独立董事制度、市场退出机制等诸多方面将按照国际标准强化公司管制。

第三,强化信息披露,降低公司负担。

创业板市场由于风险相对较高,奉行严格的以信息披露为本的监管理念,针对创新股票市场上市公司的特点,规定发行人在上市时和上市后持续做出准确、及时和完整的信息披露。上市后,要增加信息披露的时点和频度,除了披露季度报告之外,要求公司加强对涉及技术、科技人员等非财务信息的披露,并细化关联交易、资金投向等方面的信息披露。监管理念上以信息披露为本,有利于让投资者根据信息自行承担风险。在强化信息披露的同时,考虑到创业板市场上市公司规模较小、积累有限,为降低公司负担,规定季度报告可以未经审计,并可以

选择通过网上进行信息披露。如根据香港联交所《创业板市场上市规则》规定,创业板市场上市公司的一切公告、通告、年报、中报、季报及其他文件,均以在创业板市场网页上刊登的方式向投资者及公众披露。

第四,高风险的市场,成熟的投资者。

与主板市场相比,创业板市场作为创新股票市场,是一个投资风险更高的市场,因为在创业板市场上市的公司往往是规模较小的不很成熟的新兴企业,主营业务大都属于新兴行业并处于初创阶段,缺乏盈利业绩,所面临的技术风险、市场风险、经营风险均较相对成熟的大企业高,运作失败、破产倒闭的概率比主板市场要高。正因为投资风险高的特性,创业板市场更强调“风险警示,买者自负”原则,主要针对成熟的个人投资者和专业的机构投资者,即寻求高投资回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的个人和机构。香港联交所在《创业板市场上市规则》第二章“导言”中所作创业板市场特色声明中指出:“创业板市场乃为带有高投资风险的公司提供一个上市的市场,在创业板市场上市的公司无须有过往盈利记录,亦毋需预测未来盈利;创业板市场的上市公司可能因其新兴性质及该等公司经营业务的行业或国家而带有风险;由于创业板市场上市公司新兴的性质使然,在创业板市场买卖的证券可能会较主板买卖之证券承受较大的市场风险,因此,有意投资的人士应了解投资于该等公司的潜在风险,并应经过审慎周详的考虑后方做出投资决定。”

第五,强化保荐人责任,借鉴做市商制度。

创业板市场实行保荐人(Sponsor)制度、强化其责任,是通过赋予中介机构更多的权利和责任来防范风险的一个重要措施,筑起创业板市场风险防范的第一道墙。保荐人将符合条件的企业推荐上市,并对申请人适合上市、上市文件的准确完整以及董事知悉自身责任义务负有保证责任,可以理解为一种连带责任。对于投资者而言,保荐人制度的目的是保证公众投资的企业是一个值得投资的有良好发展前景的企业。对于监管者来说,保荐人制度既可以解决市场规模越来越大、直接监管鞭长莫及的难题,也可以减少监管部门对创业板市场这一高风险市场的直接监管责任,监管部门通过对保荐人的重点监管将较好地达到控制风险的目的。做市商制度是目前国际证券市场存在的两种基本交易制度之一,其自身存在较突出的功能优势,如成交的及时性、提高交易的流动性、保持交易价格的稳定性,特别是对抑制股价过度投机炒作等方面发挥积极的作用。因此,借鉴引入做市商制度是必要的,特别是在创业板市场运作一段时间以后可能存在的某些交易严重不活跃的股票适时采用做市商制度将会产生较好的效果。但同时,做市商制度存在的一些缺陷也是不能忽视的,如交易信息滞后、缺乏透明

度,成本高,可能滥用特权、合谋串通等。我国创业板市场借鉴引入做市商制度要结合我国国情循序渐进。

(三) 创业板市场的基本功能

创业板市场的上市公司多为成长型企业和高科技企业,相对主板市场而言,其上市条件较为宽松,随之而来的是其风险也大大高于主板市场。为了有效控制市场风险,创业板市场的监管标准与主板市场相比并未降低,有些方面还高于主板市场。创业板市场独特的市场功能主要表现在以下三个方面:

1. 为处于初创期的中小企业提供利用证券市场进行股权融资的机会

处于初创期的中小企业的创新成果要实现产业化,一般要经历种子期、导入期、成长期、扩张期、成熟期五个阶段。企业处于不同的发展阶段,具有不同的投资需求。种子期是产品的研究开发阶段,资金需求量较小,创业者可通过自有资金来解决。成熟期企业有稳定的生产规模和较强的资产实力,所需资金可通过内部留存利润或银行贷款解决。但在导入期、成长期、扩张期这三个阶段中,企业要进行试制、初期固定资产投入、市场开拓以及扩大再生产等,因此,在这几个阶段资金的需求量相当大,一般创业者的自有资金已经无法满足,需要进行对外融资。

一般企业融资的渠道有两个:一是向银行贷款,进行债权融资;二是出让企业的部分股权,进行股权融资。然而,对中小创新企业来说,在从导入期到扩张期的发展阶段中,由于存在风险与收益的高度不对称,银行一般不愿向这类企业贷款,因为对银行来说,如果贷款给这类企业,即使今后企业创业成功,提供贷款的银行除了得到正常的贷款利息外,得不到任何额外的风险收益,全部风险收益均为企业所获;相反,如果企业创业失败,银行则要承担损失全部贷款的风险。另外,处于这一发展阶段的创新企业的特点是投资需求量大,且投入大于产出,资金的回收较慢,因而需要稳定的资金。银行贷款对处于这一发展阶段的企业来说期限太短,而成本又太高。股权融资则可以避免上述风险与收益不对称的问题,使企业得到成本较低而又相对稳定的资金。承担高风险的股权投资者一旦企业创业成功,就可以获得高收益。因此,初创期的中小企业的最佳融资渠道是通过资本市场进行股权融资。

2. 为风险投资退出提供出口

风险投资(Venture Capital)是一种向具有发展潜力的中小企业提供股权融资的投资行为,它具有高风险、高收益的特点。其根本目的与动机是通过投资处于高成长期的创业公司,实现高额创业投资回报。因此,当创业企业进入成熟期,无法再获得超额创业投资收益时,风险投资就要变现退出,再利用变现的资