

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

创业板市场上市 操作与案例

**IPO and Listing
on the Second Board**

李敏波 焦 健/编著



中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

创业板市场上市 操作与案例



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业板市场上市操作与案例/李敏波, 焦健编著. —北京:
中国发展出版社, 2009. 9

(北大投资银行学丛书/何小锋主编)

ISBN 978 - 7 - 80234 - 469 - 3

I. 创… II. ①李…②焦… III. ①资本市场—研究—中国
②股票—证券投资—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 168384 号

书 名: 创业板市场上市操作与案例

著作责任者: 李敏波 焦 健

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 469 - 3

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 17. 25

字 数: 266 千字

版 次: 2009 年 9 月第 1 版

印 次: 2009 年 9 月第 1 次印刷

印 数: 1—8000 册

定 价: 45.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换



总·序

Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋
于未名湖东畔

目·录

Contents

第一章 创业板简介 1

1. 创业板的历史 3

【1】 海外创业板发展概况 3

【2】 国内创业板发展概况 7

2. 创业板与中小板的区别 9

【1】 创业板市场的主要特点 9

【2】 创业板企业的选择范围 12

【3】 中小企业在选择创业板和中小板时所需
考虑的因素 14

3. 推出创业板的意义 15

【1】 助推创新型企业发展 15

【2】 丰富投资渠道, 推动技术创新 15

【3】 完善我国多层次资本市场建设 16

第二章 创业板市场上市 17

1. 创业板上市制度 19

- 【1】 上市审核制度..... 19
- 【2】 保荐人制度..... 23

2. 创业板上市条件 31

- 【1】 美国纳斯达克市场上市条件..... 32
- 【2】 香港创业板上市条件..... 34
- 【3】 中国内地创业板上市条件..... 36

3. 创业板上市流程 41

- 【1】 保荐机构和承销商选择..... 41
- 【2】 组建 IPO 小组..... 42
- 【3】 尽职调查..... 43
- 【4】 制定重组方案和发行方案..... 44
- 【5】 编制募股文件与申请股票发行..... 44
- 【6】 上市申请..... 46
- 【7】 路演..... 46
- 【8】 定价..... 47
- 【9】 发行上市..... 48
- 【10】 上市后维护 48

第三章 创业板市场交易规则 49

1. 交易所市场交易规则 51

- 【1】 交易规则的作用..... 51
- 【2】 交易规则框架..... 52

2. 创业板市场特点	53
【1】 创业板市场的交易活跃程度	53
【2】 创业板市场的波动性	54
【3】 创业板市场股票构成的多样化	55
3. 价格形成机制选择	56
【1】 做市商制度特点	56
【2】 竞价交易制度特点	57
【3】 混合交易制度	58
【4】 创业板交易制度选择	60
4. 我国台湾证券柜台买卖中心交易制度	62
【1】 一般类股票交易制度	62
【2】 二类股票交易制度	63
5. 香港创业板市场交易制度	64
【1】 香港创业板市场交易规则	64
【2】 香港创业板市场做市商	65
【3】 交易委托方式	65
【4】 香港创业板市场的稳定措施	66
【5】 香港创业板市场对信用交易的规定	66
6. 中国创业板市场将采用的交易规则	66
【1】 交易市场	66
【2】 证券买卖	68
【3】 其他交易事项	70
【4】 交易信息	71
【5】 交易异常情况	72

第四章 创业板市场风险与信息披露 75

1. 创业板市场风险 77

- 【1】 创业板市场启动前期风险 77
- 【2】 创业板市场中长期风险 80
- 【3】 创业板对于投资者的风险 82

2. 创业板市场信息披露 85

- 【1】 信息披露制度 85
- 【2】 香港创业板市场信息披露制度 87
- 【3】 中国创业板市场信息披露要求 91

3. 创业板市场风险防范 98

- 【1】 严格的信息披露制度 98
- 【2】 完善上市公司的监管体系 98
- 【3】 严格上市保荐制度 99
- 【4】 主要股东出售股权的限制 100
- 【5】 必须有明显的风险投资警告 100
- 【6】 建立和完善市场退出机制 101
- 【7】 抑制小额散户投资，大力培育风险投资机构 101
- 【8】 责任制度的完善 102

第五章 创业板市场退市 105

1. 退市制度存在原因 107

- 【1】 是提升证券市场信誉，建立多层次市场的需要 107
- 【2】 是规范上市公司运作的需要 108
- 【3】 是实现市场资源有效配置的需要 109

2.	海外创业板退市制度	110
【1】	海外创业板市场公司退市情况概览	110
【2】	海外创业板市场退市制度设计	111
【3】	退市后的制度安排和实际情况	115
3.	中国内地创业板市场退市制度	118
【1】	中国内地创业板市场退市规则	118
【2】	中国内地创业板市场退市制度特点	121
第六章 创业板市场上市程序与案例		125
1.	创业板市场上市基本流程	127
2.	公司上市后的融资方式及其特点	129
3.	案例一：侨兴环球	
	——中国第一家在纳斯达克	
	上市的民营企业	133
【1】	公司简介	133
【2】	上市前公司的创立与成长	134
【3】	纳斯达克上市过程	136
【4】	上市后公司的发展	137
【5】	上市后公司股价变化	139
4.	案例二：亚信科技	
	——第一家在纳斯达克成功上市的	
	中国高科技企业	141
【1】	公司简介	141
【2】	上市前公司的创立与成长	141

【3】 IPO 过程	146
【4】 上市后公司的发展	149
【5】 公司的股价变动	152

5. 案例三：携程网

——中国第一家在纳斯达克上市 的旅游网络企业

【1】 公司简介	154
【2】 上市前公司创立与成长	155
【3】 IPO 过程	158
【4】 上市后公司的发展	160
【5】 公司市场价值的暴涨	165
【6】 公司的致富神话	167

6. 案例四：百度

——纳斯达克上的中国第一股

【1】 公司简介	169
【2】 上市前公司的创立与成长	169
【3】 IPO 过程	173
【4】 上市后公司的发展	177
【5】 财富神话的创造	181

7. 案例五：中华网

——第一家在纳斯达克上市的 中国概念网络股

【1】 股票的市场表现及募资情况	186
【2】 纳斯达克上市之路	189
【3】 上市后公司的并购与投资事件	190
【4】 中华网公司上市成功因素分析	193

8. 案例六：前程无忧	
——第一家在纳斯达克上市的	
中国人力资源服务公司	194
【1】 公司简介	194
【2】 上市前公司的创立与成长	195
【3】 IPO 过程	198
【4】 上市后公司的发展	199
【5】 公司的股价变动	203
【6】 前程无忧上市的三点启示	205
附录 创业板与主板（中小板）招股说明书	
条文对照简析表	207
后记	262

第一章

创业板简介

- 1 创业板的历史
- 2 创业板与中小板的区别
- 3 推出创业板的意义

创业板又称二板市场,即第二股票交易市场,是指主板之外的专为暂时无法上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场,是对主板市场的有效补充,在资本市场中占据着重要的位置。在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务,具有较高的成长性,但往往成立时间较短,规模较小,业绩也不突出。创业板市场最大的特点就是低门槛进入,严要求运作,有助于有潜力的中小企业获得融资机会。2009年3月31日,中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》,自5月1日起实施。2009年6月5日,深圳证券交易所颁布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,2009年7月1日,深圳证券交易所颁布《深圳证券交易所创业板市场投资者适当性管理实施办法》,翌日颁发《创业板市场投资者适当性管理业务操作指南》。这意味着,从1999年至今,经过长达10年的酝酿和准备,备受瞩目的创业板终于破茧而出。

1. 创业板的历史

1.1 海外创业板发展概况

海外创业板市场的发展大致经历了起步、繁荣、调整和复苏四个阶段。在不同的发展阶段,海外创业板市场的整体规模、市场表现、市场定位、制度设计和交易所组织形式等方面具有不同的阶段性特征。

①起步阶段(1990年以前)。1962年,纽约商品交易所设立了专门针对中小企业的股票市场——全国证券交易所,但该交易所设立后一段时间上市公司家数少、知名度不高、声誉欠佳,很快便被迫关闭。1971年,美国纳斯达克成立,标志着创业板市场的真正起步。尽管2006年之前这家称为“全美证券交易商协会自动报价系统”的市场一直不是法律意义上真正的证券交易所,但这没有妨碍纳斯达克在创业板市场功能上的定位,尤其是20世纪80年代以后一批高科技公司如微软、英特尔的上市,使得纳斯达克成了全球创业板市场成功的典范