

第一章 期待创业板

第一节 创业板——再掀资本市场风暴

不久前，在西安高新技术开发区曾发生这样一件事：一个来自温州的私营企业主，拎着满满一皮箱现金在开发区内各个准备改制的企业间奔走，他努力的只有一件事，“推销”出他这一皮箱现金。这故事很像前一段时间的网絡传奇，但投资对象变了，不再是梦想到 NASDAQ 上市的网站，而是有望抢滩国内创业板的新兴企业；投资主体变了，不再是美国的风险投资商，而是明了并敢于承担风险的国内民间资本所有者。

如果说一个故事不足以说明一种趋势的话，那么以西安高新技术开发区为例，1999 年开发区仅有一家风险投资公司，目前则有十余家成立或入驻，投入的风险资金约 4 亿多元。风险投资商的迅速涌入也远远超过了政府的预期。2000 年 4 月份，陕西省预计全省年内可望有 20 家企业完成股份制改造，为上创业板做准备。而现在估计这一数字至少要翻一番。

东部地区的热情更是有增无减。深圳市据调查有意上

创业板的企业达千家以上，北京市据称有 2000 家企业在做进军创业板的准备。如果仅从上创业板本身这一角度考虑，在近期内，这些新兴企业也许只有 1% 能进入创业板，因而，全国数千家、乃至上万家企业争上创业板似有过热之嫌。但若从引导民间资本投资这一角度看，1 家企业上市的示范作用可能为 99 家企业带来它们急需的现金，100 家企业上市的背后可能是 1 万家新兴企业获得民间资本的支持。我们相信，创业板大门的打开将从根本上改变我国新兴企业现金少、负债高、资金来源单一的局面，推动我国民间投资高潮的到来。

1997 年的亚洲金融风暴使我们看到，技术含量高、成长性好的新兴企业其抗风险能力不仅好于同为中小企业的传统产业，也好于大型企业集团。印度软件业的飞速发展也促使我们重新评估高新技术产业对国民经济的拉动作用。因而，设立创业板，为我国新兴企业建立一个全新的直接融资通道，通过市场化配置资源，实现调整经济结构，促进我国新兴企业的迅速成长壮大，使其尽快成为推动国民经济持续、稳定、快速发展的一支主导力量，这是现实最佳选择。

科研成果转化率低一直是我们亟待解决的问题。1999 年，我国共取得省部级以上科研成果 29 500 项，实际转化为生产力并形成规模的不足 20%，这不仅造成了科研资源的浪费，也严重阻碍了产业结构的调整。这其中的原因，有科研成果不符合市场需求的问题，有新兴企业总体经济实力过小的原因，更主要的是缺乏风险投资商的介

入。由于不仅缺乏资金更缺乏专业化管理人才，许多高新技术企业缺乏市场拓展能力，其产品往往尚未到产业化推广阶段，生命周期即已完结。风险投资商不仅为新兴企业带来了资金，更带来现代化的管理手段，促使这些企业完善了现代企业制度，使决策更科学。

从已经见诸报端的管理层的思路可看出，创业板与主板有许多不同。其中完全的市场化应是创业板最大的特色。市场接纳企业的惟一标准是盈利能力和成长性，在更为严格的监管和透明度更高的信息披露中，市场将形成一个社会评价机制和选择机制，通过优胜劣汰，我国最具活力的新兴企业将实现腾飞。可以相信，创业板将为中国资本市场引入一种全新的更为健康合理的机制，并且它还将为我国证券市场引入竞争的机制。历史一再证明，没有竞争就没有真正高质量的发展。因此，创业板设立后，我国证券市场会向更高层次发展，会更健康地发展，并为中国经济带来难以估量的意义。

第二节 中国创业板——五年历程

1996年初，深交所会同深圳市有关部门讨论在深圳设立特别交易系统的可行性。

1997年，针对大量高新技术企业上市困难，深交所根据广东省和深圳市政府要求多次探讨在深交所设立成长板市场的具体运作问题。

1998年，深交所组织力量研究利用证券市场促进发

展高科技产业的可能性与有效性，完成了两篇有份量的专题研究报告。第一篇研究报告系统研究了美国 NASDAQ 市场和欧洲小盘股市场的运作状况，使我们看到了 NASDAQ 市场的成功经验，了解了国际证券交易所的发展动向。第二篇报告全面总结了深交所 59 家高新技术企业上市后的成长速度和市场认同程度，论述了高新技术企业上市后的运行特点和巨大前景。

1999 年 1 月，深交所向中国证监会正式呈送了《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》，并附送了实施方案。报告受到中国证监会和广东、深圳党政领导的高度重视。

1999 年 8 月 20 日，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》指出，要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块。

1999 年 10 月 13 日，经国务院批准，中国证监会发布了《境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引》，规定各种所有制企业均可申请，经国家科技部认证的高新技术企业享有优先权。

1999 年 10 月 18 日，中国证监会主席周正庆在《人民日报》发表署名文章指出，充分发挥证券市场功能，支持高新技术产业发展。

2000 年 1 月 27 日，国务院办公厅批转了由科技部等起草的《关于建立风险投资机制的若干意见》。科技部表

示，将按照国务院领导的指示，会同有关部门尽快完成《高新技术企业板块的发行上市条例》、《创业投资基金管理条例》、《创业投资公司管理条例》和《中介机构运作规范》实施细则的制定工作，尽快完成我国风险投资体系的建设。

2000 年 1 月 26 日，中国证监会主席周正庆在全国证券期货工作会议上指出，2000 年证券期货工作要着重抓好十项工作，其中第一条就是建立高新技术板，推进技术进步和产业升级。要在加强风险控制和监管力度的同时，在上海、深圳证券交易所设立高新技术板，单独编制股票指数，单独集中显示行情，为高新技术企业发行上市创造更加优惠的政策条件。

2000 年 3 月 2 日，由科技部火炬高技术产业开发中心、国家科技风险开发事业中心等单位主办的“利用资本市场促进高新技术成果转化实务研讨会”在深圳举行，全国各地 100 多家高新技术企业、证券公司、风险投资公司的代表共 200 多人参加了会议。研讨会的一个热点话题就是在深、沪证券市场设立高新技术板。与会者就高新技术板的上市规则、交易规则、结算规则、监管规则、上市公司发行与上市条件、股份设置特点、再次融资的条件等问题进行了热烈研讨。

2000 年 3 月 17 日，科技部部长朱丽兰在国务院新闻办公室举行的记者招待会上透露，关于在深沪两个交易所创立高科技板块的工作最近进展很快，虽具体开设时间尚未确定，但中国证监会和科技部都在加快步伐，积极推进

这一工作。她说，设立高科技板块，为投资高新技术产业的风险投资提供必要的退出机制是十分必要的，有关方面都很积极，但其中涉及一系列法规上的问题，如《公司法》中关于最低上市标准等问题的规定等等，所以高科技板的推出需要与《公司法》和《证券法》等修订的法律程序相适应。她说，关于高科技板块的一系列规定目前已经研究出来了，修订相关法律的程序目前也已有计划在做，工作进程正在加快。她还透露，高科技企业的认定工作将由科技部和中国科学院的专家担任，高科技企业能否上市不是按所有制性质，也不根据谁更需要钱，而是由上市条件来定。在吸引高科技人才的激励机制等方面有更多考虑，在强调产权结合上有所突破。另外科技部还将在加强完善市场中介组织方面做出一些规定。

2000 年 3 月 28 日，国家计委“2000 年中国国民经济和社会发展报告”白皮书出版。该书对于 2000 年我国高新技术产业发展取向提出，要培育与社会主义市场经济相适应、符合高技术产业自身特点的投融资体制，2000 年要设立证券市场的高新技术股板块，放宽高科技企业上市条件。制定高新技术企业发行上市和配股的有关办法，在沪、深证券交易所设立高新技术板，单独编制股票指数，为高新技术企业发行上市创造更加优惠的政策条件。同时，在高新技术企业开展认股权证制度试点，为我国高新技术企业创造融资机制和激励机制。

2000 年 4 月 1 日，“中国高新技术板上市运作高级研讨会”召开，上海证券交易所研究中心提交的一份研究报

告引起了与会者的浓厚兴趣。这份报告指出，二板市场应与主板市场相对独立、平行运行，不宜在同一套监管理念与规则下运作。为避免对主板交易造成冲击，主板的高科技公司不宜转入二板。

2000 年 4 月 17 日，新任中国证监会主席周小川在“2000 中国企业高峰会”上表示，一旦立法方面和技术方面的准备成熟，高新技术板块应该可以尽快出台。他说，中国证监会已经就设立高科技板做了充分的准备工作。

2000 年 5 月 19 日，中国证监会副主席高西庆在中国金融业改革国际高级研讨会上发言时指出，要在合理布局的基础上，建立全国集中统一的分层次的证券市场体系。以现有的上海、深圳证券交易所为主体，同时建立一定规模的第二交易系统，并积极发展网上委托交易。他明确表示，争取在年内建成二板市场。

2000 年 6 月 8 日，中国证监会首席顾问梁定邦在湘财证券主办的“2000 年中国西部企业融资高级研讨会”上说，有关部门正在积极推进二板市场的设立，从目前进展情况看，估计 2001 年初出台。

2000 年 6 月 30 日，深交所第二交易结算系统正式启用。该系统的启用使深交所交易结算系统综合处理能力提高了 3 倍以上，能充分满足未来 5~8 年市场发展的需要。同时，为市场创新提供了高效率、大容量和安全独立的系统平台。

2000 年 7 月 25 日，中国证监会秘书长屠光绍在亚太金融学会第七届年会上发表的讲话中，正式出现了“创业

板”的字样。

2000年8月8日，深圳市市长于幼军在国务院新闻办举行的新闻发布会上回答记者提问时表示，深圳市政府正在积极争取将二板市场设在深圳，深圳市已具备了开设二板市场的条件。

2000年8月22日，深圳证券交易所在《人民日报》（海外版）、《光明日报》及各主要证券类报刊上同时刊登招聘广告，面向国内外公开招聘50名财会、法律和计算机专业人才，为创业板做人力资源准备。

2000年8月30日，中国证监会主席周小川在全国证券工作会议上明确指出，下半年要着眼于促进高新技术企业的发展，加快创业板市场的筹建工作。伴随着各方面准备工作的升温，创业板诞生的日子已经为期不远，可以说正在进入倒计时。

2000年9月8日，中国证监会主席周小川在新出版的《中国金融》月刊第八期上撰文透露，今后，中国证券市场将适时进行结构调整，积极推进创业板市场设立。

2000年9月19日，深交所发布新版《数据接口规范》，宣布正式启动创业板券商系统技术准备工作。当日，深交所召开创业板市场行情另板显示技术准备讨论会，要求各券商务必在11月1日前按照深交所下发的《接口规范》做好创业板行情另板显示的技术准备工作。为了确保实现创业板市场的行情另版显示要求，会议要求全国各证券营业部应安装独立的行情揭示屏；市场分析软件必须将创业板证券列为类似于主板市场证券的一类独立证券，必

须将创业板指数等同于主板市场指数列出。在信息公告披露方面，创业板市场信息将利用现有的主板信息公告披露渠道发布并另板揭示；创业板市场启动初期，每日信息公告发布周期与主板保持一致。国内 50 家券商及相关的系统和信息开发商的代表近 200 人参加了会议。

2000 年 9 月 29 日，深圳证券交易所受中国证监会的委托，召开了“创业板市场法规海外专家座谈会”，就创业板规章制度征询海外专家的意见。进入征求意见的法规有：《创业企业股票发行上市审核规则》、《创业企业股票发行核准程序》、《创业企业公开发行股票申请文件标准格式》、《创业企业股票发行上市保荐制度暂行办法》、《创业企业股票发行审核委员会暂行办法》、《公开发行股票证券公司信息披露的内容与格式准则——创业板公司招股说明书》（第 9 号）、《公开发行股票证券公司信息披露的内容与格式准则——创业板公司上市公告书》（第 10 号）以及《深圳证券交易所创业板交易规则》和《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等 9 项涉及创业板市场的规章制度，基本包括了创业板市场发行、上市、交易所需的法规。

2000 年国庆期间，深交所积极筹备创业板市场，抓紧进行了创业板技术系统、人力资源、业务流程、宣传培训以及办公场地等多项准备工作，实现了预定的阶段性工作目标。

2000 年 10 月 12 日，第二届中国国际高新技术成果交易会在深圳隆重开幕，创业板成为本届高交会的热点。

2000 年 10 月 12 日，全国人大常委会副委员长成思

危在深圳第二届中国国际高新技术成果交易会举办的主题为“高新技术创业投资”的论坛上发表演讲时认为，创业板近期推出较为有利。

2000年10月12日，深交所举办创业板保荐人培训班，经过与会人士的讨论，深交所决定建立保荐人联席会议制度。

2000年10月13日，中国证监会主席周小川在第二届高交会高新技术创业投资论坛上发表了题为《资本市场与新经济的增长》的演讲，并回答了现场听众的提问。关于创业板市场年内挂牌的可能性，周小川认为在技术准备和规则方面的准备就绪之后，创业板的设立和运行将无别的障碍，即能在较短时间内出台。

2000年10月15日，中国证监会主席周小川在中国证监会秘书长屠光绍、发行监管部主任宋丽萍、信息中心主任徐雅萍、战略委员会委员宣昌能、深圳证管办代主任张云东的陪同下，视察了深交所创业板市场筹备情况。

2000年10月15日，第二届高交会“高新技术论坛”上，深交所副总经理胡继之发表了题为《创业板市场与深交所使命》的演讲。这是深交所首次公开就创业板市场所做的全面系统的阐述。胡继之在演讲中重点介绍了这个新市场的六大运作思路：第一，严格公司上市的筛选和审核。第二，强化创业板市场中介机构的职责。第三，切实抓好上市公司信息披露。第四，严格实行市场监管。第五，开展广泛、深入、持久的投资人教育活动。第六，建立创业板市场的社会智力支持系统。据介绍，到此时为

止，深交所已基本完成了创业板市场的业务规则制定、组织体系确立、工作人员招聘、技术准备、市场指数编制、发审和监管工作规则及操作流程制定、证券托管和资金交收的准备、办公场地装修、市场宣传培训教材编写等九项工作，可以说，创业板市场的各项基础工作已经准备就绪。

2000 年 10 月 16 日，深圳市政府颁布施行《深圳市创业资本投资高新技术产业暂行规定》，这是国内地方政府颁布有关创业投资的第一部规章，是深圳市在创建创业资本市场体系方面的又一重要举措。

2000 年 10 月 18 日，深交所通过巨潮网首次正式发布了《创业板市场规则（咨询文件）》，面向社会各界广泛征求意见和建议。

2000 年 10 月 26 日，为期一天的深交所创业板拟上市企业第一届培训班在深圳举行，共计有近 240 家拟上市企业和 30 多家保荐人相关人士参加培训。

2000 年 10 月 28 日，深圳证券交易所组织全部会员单位顺利完成了创业板技术系统全网测试。

第三节 欠东风——创业板无奈推迟

目前，创业板的热度有所降温，从最初预计 2000 年推出推迟到 2001 年 1 季度再到 2001 年 8 月、9 月甚至更晚。究竟何时推出，这一问题不仅是拟上市公司、券商所关心的，也是想在创业板上淘一桶金的投资者，甚至主板

市场投资者所必须要考虑的。

我们的看法是：创业板推迟的时间不会短，最早也要在 2001 年下半年推出，甚至更晚。

我们认为：推迟的原因如下。

1 目前推出创业板的资源基础尚不完备。

近年来，我国的风险投资虽说有了很大的发展，基本形成了自己的体系，但现代意义上的风险资本产业还没有真正形成，它在高新技术发展中远未起到应有的作用。“世界经济论坛”1998 年对 53 个主要国家和地区的全球国际竞争力评价显示，中国技术水平列世界第 33 位，美、日占居世界霸主地位。中国的高新技术水平与发达国家相比，有很大差距。与美国、甚至与欧盟相比，我国的高新技术水平、高新技术产品的商业化、风险投资事业都处于一个相对较低的水平。我们推出创业板的目的是，为了改变具有成长性的中小企业筹资困难的现状，从而促进我国高新技术产业的发展。但由于风险投资体系尚不完善，创业板就很有可能出现这样那样的问题。而如果创业板的推出出师不利，后果将不堪设想。创业板是市场发展 to 一定阶段的产物，必须具备良好的中介服务，必须拥有一批成熟的机构投资者队伍，必须有相应鼓励风险投资的优惠政策等诸多条件才能设立。而我们的条件不能说已经成熟。比如，我国风险基金的有关法规正在探讨之中，风险资本刚刚起步，创业板市场的保荐人制度以及中小高科技企业的公司治理结构远未形成，未来创业板市场投资人主体仍为大量散户，这使得市场潜伏着巨大风险。一旦出现问

题，市场的大起大落将不可避免，不仅拖累创业板个股联动下跌，而且有可能引发主板市场的暴跌，这种情况是谁也不愿意见到的。

2. 市场监管能力严重不足。

从主板市场看，由于我国监管手段的落后和庄家违规手段的隐蔽，1996 年、1997 年尚有二级市场个别违规事件被查处，但 1999 年和 2000 年则一件没有，更何况增加了一个创业板市场。主板市场市盈率高企，泡沫严重。创业板没有了市盈率标准，难于认定何属恶炒行为；因设 20% 涨跌停板，难于抑制股价异常波动；原有适应主板的法规难以参照，对违法违规行为更难查处。

最高行政主管对主板市场的评价言犹在耳。在 2000 年 3 月全国人大记者招待会上，朱总理在回答记者关于对中国股市看法的提问时，语调严厉地说：“成绩很大，问题很多，很不规范。”基金黑幕事件刚刚淡去，郑州百文严重弄虚作假刚刚被曝光，中科系股票又暴跌，特别是中科创业连续十个跌停产生了巨大的负面影响，必将进一步引起高层领导的关注。管理层已经连连出台规范股市的措施，相信这一进程不会很短。眼下，主板市场的问题和规范都未及解决，怎么可能在短时间内再搞一个短期内无法规范的创业板？显然，目前开设风险更大的创业板有些不合时宜。

3. 创业板交易制度本身的规范化需要一个较长的过程。

原先创业板方案是实行保荐人制度，但比较规范的应

是实行做市商制度，形成一批规范的、有实务、有信誉的做市商，这非一朝一夕可以完成，恐怕需要一二年时间。原创业板的功能定位，也容易使创业板走上邪路。原先都这么认为，由于中小企业、尤其是高新技术的中小企业在主板市场上不了市，融不到资，所以，要搞创业板，把门槛设得低一些，来满足它们。但中国在此情况下，匆忙把一些不太成熟，基础不牢，技术含量低的企业推向市场，等于把风险推给了大众，推给了社会，将后患无穷。

4. 全局考虑，创业板需要推迟。

目前推出创业板，将夺走主板市场的资金，使国企股融资变得困难，影响国企改革。在目前，二级市场中资金仍然有限，要维持两个市场的同时繁荣发展并不现实。推出创业板，必然会影响到国企大盘股的上市融资，而且连国有股减持、充实社保基金都成了空话。商品市场的利益权衡和利益驱动，决定了创业板只能推迟、让路。因为全局的利益、国家的利益高于一切。

充裕的资金是一个证券市场能否取得成功的关键，也是制约我国主板市场发展的一个重要瓶颈。一方面，我国每年通过股票和债券的发行要从一级市场抽走近千亿元的资金，另一方面每年以印花税、佣金和其他形式从二级市场流出的资金也有近千亿元左右。这样看来，我国股市每年至少要保持 2000 亿元左右的入市资金才能维持现在这样的格局。由于体制和政策的制约，控制了大部分社会流动资金的银行和保险资金不能入市或很难入市，所以这近 2000 亿元的资金大都要来自民间，政府和学者往往把眼

睛盯在老百姓的 6 万亿银行存款上，殊不知老百姓既要买房买车买保险，又要读书旅游穿衣吃饭，每年能拿出 2000 亿元的资金来支持股市已经非常难能可贵了，对此我们还能苛求什么呢？目前政府正致力于解决我国主板市场发展的最大隐患——国有股的流通问题，政府力图在保证国有资产不会流失、又保证股市不大幅下挫的前提下妥善解决国有股流通问题，为了不给二级市场造成更大的资金和心理压力，政府采取了先让转配股流通的方法，但我们应该看到，在这背后是占 1000 多家上市公司总股本 70% 以上的国有股的流通，而解决这个问题的关键是市场有持续的、增量的资金入市。而据《中国证券报》报道，目前各家主承销商已向中国证监会申报了 238 家拟上创业板的中小企业，我们可以做这样的一个预测：假设创业板开市时有 50 家上市公司，平均每家的流通盘为 3000 万股，股价平均炒到 50 元，就需要投入资金 750 亿元。在目前这种资金紧张的情况下，如何来筹措这笔说大不大说小不小的资金呢？

5. 美国 NASDAQ 和香港创业板的大跌，也给中国创业板推出蒙上阴影。香港创业板于 1999 年 11 月 23 日成立，2000 年 3 月 7 日指数创下 1423 点的历史高位，随后急转直下，10 月 20 日曾跌至 344 点的历史低位，至 11 月 14 日跌幅高达 64.95%，而同期香港恒生指数跌幅为 10.7%，美国 NASDAQ 指数跌 30.6；新加坡 SESDAQ 指数跌 29% 左右。试问，中国创业板的股价若也跌成那样子，股民能承受吗？社会能稳定吗？

第四节 新经济的呐喊—— 依然期待创业板

上一节，我们列举了不利于创业板推出的种种因素，但这并不意味着我们持否定态度，我们同样期盼着经过各方面的努力，一个崭新的市场能够早日出现在我们的面前。实际上，一个新设股市能否成功，首先取决于设立条件是否充分。设立股市所需的条件很多，但最基本的有二：公司的上市需求和投资者的投资需求。

从国际社会看，发达国家的股市已发展了几百年，在这段历史中，从橡树下、咖啡馆的私下交易发展到店头、场外交易系统和证券交易所的公开交易，虽然集中交易程度不断提高、技术系统日益先进完善，但在建立证券交易所以后，各国均没有完全取消其他交易场所（更没有宣布证券交易所以外的交易均为非法交易，予以取缔），同时，各国证券市场（包括场外市场）是一个开放式市场，欧洲或其他国家的企业可申请在美国 NASDAQ 市场上市。一方面，欲上市的企业，可自由选择时间、地点和市场发行股票和上市；另一方面，投资者面对诸多的投资品种和证券供给数量，也能够自由选择。这意味着，再新设一个股市（如创业板）既缺乏必要的企业上市需求（因为欲上市的公司，均已在其他股市上市了），也缺乏必要的投资者需求（因为欲投资的机构和个人均已在其他证券市场投资了）。虽然从发展来看，还将有新的公司拟发行股票并申请上市，也将有新的投资者和新资金寻求投资，但在企业

权衡和投资者权衡中，究竟会有多少数量介入新设创业板难以明确，因此，大多数国家新设创业板在相当一段时间内难以有效发挥作用。

我国的情况与发达国家和地区的情况极为不同。一方面，1000多万家的民营企业和高科技企业在实现新技术新产品的市场化和产业化过程中，急需解决资本金问题，途径极为狭窄。这决定了我国设立创业板不乏企业需求。另一方面，城乡居民手中拥有的金融资产高达8.5万亿元左右，仅储蓄存款就高达6.3万亿元，同时，机构存款数量也快速增加至4万多亿元。虽然相当多的个人和机构有着投资证券的要求，但由于全国证券品种较少且规模较小，所以，投资者的选择相当有限。这决定了我国设立创业板不乏投资者需求。既然在企业 and 投资者两方面都有着急迫需求，那么，在我国设立创业板就有着较好的基础性条件。

(1) 市场规则。我国创业板市场从设计伊始就充分吸取我国证券市场十年发展中的经验教训，从我国体制改革、经济发展和国际规则的要求出发，努力按照市场经济规则来规范市场运行，为避免A股市场早期混乱格局再现从而使创业板成功设立提供了制度上的保障。

(2) 政策支持。在双重体制并存条件下，设立创业板离不开政府的政策支持。在我国，设立创业板已得到政府政策的大力支持。其原因不仅在于支持高新技术开发和产业化已成为增强国际竞争力、保障国民经济持续发展的决定性因素，而且在于改善社会资产质量、调整经济结构、