

上 篇

创业板市场基本原理

第一章 创业板市场概述

第一节 创业板市场的兴起

创业板市场的产生与兴起，从 1971 年美国纳斯达克市场正式成立算起，至今还不到 30 年的时间，但其为中小型创业企业持续发展融资、为创业投资者提供有效出口以及促进企业激励机制建立和完善的功能已得到极大彰显，其对高科技产业发展、产业结构调整 and 资本市场深化的推动作用，已在新经济的快速成长中充分展现。

一、创业板市场的含义

创业板市场 (GEM) 又称“二板市场”(the Second Board) 其作为对证券市场特定创新形式和组成部分的称谓，是一个与主板市场(the Main Board) 相对的概念，而且都是在主板市场发展 to 一定规模和达到相当的成熟度之后才出现的。对于创业板市场，不同的国家和地区有不尽一致的称谓，如另类投资市场 (AIM)、新市场 (NM)、技术股市场 (Techmark) 等，但它们的内涵是基本一致的。

从世界范围来看，所谓主板市场，是指已有充分发展的、由证券交易所营运的包括股票、债券、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

所等；而二板市场则是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，如美国的纳斯达克市场、欧洲的 Easdaq 市场、新加坡的 Sesdaq 市场以及我国的香港创业板市场（GEM）和台湾店头市场（OTC）等。

可见，主板市场是针对各行各业大型公司、交易品种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，主要面向中小型公司，特别是成长性强的新兴高科技企业。无论是在国外，还是在我国内地、香港或台湾，与主板市场相比较，创业板市场或二板市场的特点主要表现在以下几个方面：

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筹集资金的渠道，促进高科技产业的发展。这类公司往往具有科技含量很高、战略计划较好、主营业务明确的特点，其股票上市后，因概念独特、成长性高、潜力巨大而最能得到投资者的认同和市场的追捧，有利于创业板市场交易的活跃、功能的发挥。

根据香港联交所颁布的《香港联合交易所创业板证券上市规则》第 2 章第 12 款的规定，“创业板的设立，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的，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筹

资服务的创业板市场。

第二，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、经营历史和盈利纪录的要求都要降低。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。事实上，世界各地的创业板市场的上市标准均比主板市场低得多，但在公司管制方面，创业板市场有着更为严格的要求，主要表现在公司治理结构、持续信息披露、市场退出机制等方面。

香港创业板市场对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在要求上市时公司股票的市值不少于 1 亿港元；同时，创业板市场不设最低盈利要求，只需有两年从事活跃业务活动的记录及未来两年的业务目标及达成计划；而主板市场在要求过去 3 年企业盈利合计达到 5000 万港元，其中最近 1 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特点。

在我国大陆，根据公司法 and 证券法及相关法规的规定，沪、深证券交易所要求公司发行后的股本总额不少于人民币 5000 万元，持有人民币 1000 元以上的个人股东不少于 1000 人，社会公众股的比例不少于总股本的 25%，公司最近 3 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”。而根据创业板市场的特别法律规定，公司股票上市时，股本总额不少于人民币 2000 万元，持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 200 人，社会公众持有的股份达公司股份总数的 15% 以上，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》的有关规定外，还应按照国际标准强化公司管

制机制，内容主要包括独立董事制度的建立、上市监察委员会、财务审核委员会的组成及相应的权责规范等。

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更高，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《创业板上市规则》规定，创业板上市公司的一切公告、通告、年报、中报、季报及其他文件，均以在创业板网页（该网页的网址为：www.hkgem.com）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是规模小的新兴企业，业务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、经营风险均较大企业高，运作失败、破产倒闭的概率比主板市场要高。由于投资风险高的特性，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，包括有投资经验的私人投资者，专项基金，如证券投资基金，小盘股基金，高科技产业、行业基金，创业（风险）投资公司等。

香港联交所在《创业板上市规则》第2章“导言”中所作创业板特色声明中指出，“创业板乃为带有高投资风险的公司提供

一个上市的市场，在创业板上市的公司无须有过往溢利记录，亦毋须预测未来溢利；创业板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；由于创业板上市公司新兴的性质所然，在创业板买卖的证券可能会较主板市场买卖之证券承受较大的市场风险，并无法报纸在创业板买卖证券会有高流通量的市场，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”。创业板的较高风险及其他特色表示创业板较适合专业及其他老练投资者。

第五，强化保荐人责任，引入做市商制度。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问题，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即可达到控制风险的目的。

由于创业板市场具有高风险的特点，做市商（Market-maker）的引入，可以保证交易在价格发现的基础上更为流畅和稳定，从而吸引更广泛的投资者参与这个市场，避免交投过于清淡、甚至交易中断的情况发生。作为做市商的合格的证券交易商，就某种或某些证券提供买卖双向报价，并以其自有资金和证券按报价与公共投资者进行交易，达到提高证券的“三性”，即效率性、稳定性和流动性的目的。在做市商制度中，许多投资银行实质上以双重身份向上市公司提供一条龙服务：股票发行时，投资银行作为承销商承销股票，并将其分销给投资者；股票上市

后，投资银行又作为做市商为公司股票做市，向投资者发布公司研究报告，自己从增加的股票交易量中获益；进而，投资银行为公司二次股票发行进行承销工作。这样，投资银行与公司建立了长期的战略合作关系，既刺激了投资银行承销小公司股票的积极性，又保证了小公司股票交投的活跃性。

二、创业板市场的兴起与发展

从世界范围来看，中小型高科技新兴企业在经济中占有的地位越来越重要，在技术创新、产业调整、提供就业等方面发挥着重大作用。以美国为例，中小企业就业人数占全国就业人数的 60%，20 世纪 80 年代以来，约有 70% 的科技创新是由新兴企业实现的。但是，由于高科技新兴企业具有风险高、规模小、建立时间短等特点，一般不能达到在证券交易所上市融资的基本条件，从而难以进入一国的证券“主板”市场。这样，就造成了中小企业、新兴公司在成长初期缺乏合适的融资渠道的局面：一方面，企业风险较大，难以获得银行贷款，单纯举债会使得负债率过高，阻碍了新兴企业的成长；另一方面，缺乏上市这一有效的退出途径，创业（风险）投资（Venture Capital）也往往不愿意进行投资，严重制约了新兴企业、技术创新、高科技产业的发展。

在此背景下，为了促进高科技产业的发展，同时为风险资本的退出提供“出口”，许多国家或地区根据各自的实际情况，在“主板市场”之外，专门建立了创业板市场。与主板市场相比，在创业板市场上市的企业标准和上市条件相对较低，中小企业、高科技企业更容易上市，以募集快速扩张发展所需要的宝贵资金，因此创业板市场被誉为高科技企业成长的摇篮。在这方面，堪称世界创业板市场之鼻祖的美国纳斯达克（NASDAQ）市场，神话般地培育了如微软（Microsoft）、雅虎（Yahoo）、亚马逊

(Amazon)、苹果(Apple)等一批高科技企业,对美国高科技产业及全美经济发展所做的贡献,堪称典范。

成立于 1971 年 2 月的美国纳斯达克市场,历经近 30 年的风风雨雨,已发展成为世界上最具活力的创业板市场,在此挂牌上市的企业已达 5100 多家,来自世界各国。纳斯达克市场的最大特点就在于,一方面,它独立于美国各证券交易所,是美国的创新股票市场,拥有高效的电子交易系统,形成了独具特色的上市规则、交易制度和监管体制;另一方面,纳斯达克市场面向高风险、高成长性的高科技中小型企业,已成为国际性的创业板市场,具有显著的风险资本市场的特征,为风险资本提供了有效的出口,对美国高科技产业的培育和发展立下了汗马功劳。

(一)肇端:1971 年 2 月 8 日美国纳斯达克系统正式诞生

早在 20 世纪 60 年代,世界各主要国家和地区为促进新兴产业的发展、解决中小企业融资的问题,就开始了股票市场创新的试验,但成功者不多。在美国,继 1962 年设立的专门针对小公司的全国证券交易所失败并于 1968 年关闭之后,由美国全国证券商协会(NASD, the National Association of Securities Dealers)采用电子计算机网络技术建立的纳斯达克(NASDAQ, the National Association of Securities Dealers Automated Quotation System)于 1971 年 2 月 8 日正式诞生,并得到迅速发展,标志着全球证券市场以创业板市场为核心的股票市场创新运动走上了成功之路。

事实上,纳斯达克市场的产生也有一个的过程,可以追溯到 60 年代初。当时,美国场外交易的行情通过全国报价局(the National Quotation Bureau)的印刷品公布,以粉红色纸公布股票行情,以黄色纸公布债券行情。由于这些公告每天只印刷一次,投资者不能随时掌握变动着的市场行情,极不利于证券交易和中

小企业融资。至 1961 年，为改善证券交易的环境，增加证券交易品种，扶持中小企业发展，美国国会责成美国证券交易委员会（SEC）对证券市场进行一项专题研究。1963 年 SEC 提交了研究报告，提出交易自动化的思想，并要求全国证券商协会进一步补充和完善。1964 年，SEC 聘请阿瑟·D·利特尔设计自动报价系统。1971 年，自动报价系统的研制成功，直接催生了纳斯达克市场。

纳斯达克市场成立伊始就取得了巨大成功，短短的时间内上市公司就达到 2500 家。系统的先进，规模的扩张，机制的完善，极大地吸引了中小型科技企业和广泛的投资者，进一步促进了纳斯达克市场的迅速发展。及至 80 年代，一大批高科技公司如微软、英特尔等的上市，大大提高了纳斯达克市场公司的素质，使其成为世界上最大的创业板市场、美国高科技企业的摇篮。

（二）发展：20 世纪 90 年代创业板市场在全球风起云涌

20 世纪 90 年代以来，世界经济进入“知识经济”（the Knowledge Economy）或“信息经济”时代，知识的运用取代劳动和资本成为经济增长的主要源泉，以知识密集型技术为基础的高科技产业成为全部产业的核心。高科技产业的发展，成为一个国家或地区取得长期竞争优势的最主要动力，成为社会经济持续增长的重要助推器。这时，以中小型高科技企业为服务目标的美国纳斯达克市场，由于其本身的巨大成功和对高科技产业发展的促进作用，更加引起了世界各国的关注与重视，成为世界各国或地区纷纷效仿的目标。世界各主要国家和地区对各自的证券市场进行整合和创新，都设立了针对中小型创新公司的创业板市场，构成了近年来国际资本市场的一大亮点。

1. 美国纳斯达克市场。实际上，美国纳斯达克市场是一个电子化的自动报价系统，由 1971 年设立于华盛顿的全国证券商

协会 (NASD) 负责其组织、管理和运营, 全国证券商协会是惟一在美国证券交易委员会 (SEC) 登记注册的全国性证券交易商协会。纳斯达克市场由两个部分组成, 即全国市场 (the NASDAQ National Market, 简称 NNM) 和小盘股市场 (the NASDAQ Small Cap Market 简称 NCM)。

经过近 30 年的苦心经营, 纳斯达克市场依靠先进的电子交易系统、独特的做市商制度、细致优良的服务和勇于创新的管理精神, 成为美国甚至全球发展最快的证券市场。截至目前, 纳斯达克市场已成为仅次于纽约证券交易所的全球第二大证券市场, 只是在交易额和市值方面还不及纽约证券交易所, 但在上市公司数量、成交量、市场表现、流动性比率、机构持股比率等方面, 都已超过了纽约交易所, 并且仍保持着良好的发展态势, 努力在全球范围内扩张业务, 成为全球最大证券交易市场的有力竞争者。1998 年 纳斯达克与美国证券交易所 (AMEX) 进行合并, 成立了 NASDAQ - Amex 市场集团。1999 年, 纳斯达克进军日本和欧洲, 分别成立了 NASDAQ·日本和 NASDAQ·伦敦市场。正如有的专家所言, “确切地说, 纳斯达克发展到今天, 早已不再是一个最初意义的相对主板市场 (纽约交易所) 存在的创业板市场, 它内部的全国市场与小盘股市场之间才可称是真正的主板市场和创业板市场关系。”

从上市公司结构来看, 在纳斯达克市场上市的公司来自各行各业, 大部分为高成长行业, 如信息技术、电讯、医药生物、金融、保险等。20 世纪 90 年代以后, 高科技企业在纳斯达克市场上市公司中所占比重越来越大, 全美软件行业上市公司的 93.6%、半导体行业上市公司的 82.6%、计算机及其外围设备行业上市公司的 84.5%、通讯服务业上市公司的 82.6%、通讯设备行业上市公司的 81.7%, 都集中在纳斯达克市场。到 1999 年底, 纳斯达克市场上市公司总数已达 5168 家, 其中全国市场 3983 家、小盘股市场 1168 家。纳斯达克上市公司的总体情况,

见表 1-1。

表 1-1 纳斯达克上市公司总体情况表 单位：百万美元

	NASDAQ 总体市场		全国市场 NNM		小盘股市场 NCM	
	总数	平均	总数	平均	总数	平均
市 值	2645792	520.3	2616736	662.0	28228	25.4
资 产	2929603	583.5	2542527	650.8	386945	348.3
收 入	1442282	287.3	1155136	295.7	287122	258.4
股 本	838432	167.0	706307	180.8	132045	118.9
净收入	44235	8.8	38546	9.9	5684	5.1
做市商数目(个)		10.8		11.5		8.1
平均股价(美元)		28.14		30.82		3.15
市盈率(倍)		93.2		86.4		

资料来源 深圳证券交易所《高新技术企业上市研修班资料汇编 第一版》

2. 欧洲 EASDAQ 市场。EASDAQ 即欧洲证券商协会自动报价系统，是模仿美国纳斯达克而成立的覆盖欧洲大陆的第一个专门服务于高成长性中小型企业的独立的创新股票市场。EASDAQ 于 1995 年 5 月 1 日在比利时宣告成立，1996 年 9 月 30 日正式开始运作，其股东超过 92 个 均为来自 14 个国家的金融团体。截至 1999 年底，EASDAQ 有上市公司 56 家，总市值达 443 亿美元。

EASDAQ 能够及时地创立，是因为其创建者相信，欧洲经济的未来取决于那些发展迅速、附加值高的行业的进步，例如生物技术、医药保健、通信和计算机技术等。EASDAQ 作为一家面向整个欧洲大陆的成长潜力大、风险较高的创新股票市场，其目标就是为高成长性中小公司提供筹资场所，并满足机构和个人投资者的投资需要。EASDAQ 只在其欧洲会员之间进行交易，这些会员分处于英国、法国、德国、新西兰、瑞士、澳大利亚、比利时、葡萄牙、丹麦和意大利。EASDAQ 通过一本规则手册

和一个简单的交易平台，为投资者、会员和公司提供了一个简单、透明的欧洲股票市场。

纳斯达克是 EASDAQ 的股东之一，两者于 1996 年 6 月签订了合作协议，由纳斯达克为其后来者提供技术和操作上的建议和帮助。同时，EASDAQ 的规则和要求是建立在 NASDAQ 的规则及 SEC 的要求之基础上的，这使得在纳斯达克上市的公司不用再满足任何其他额外的条件就可以在 EASDAQ 作第二上市；反之，在 EASDAQ 上市的公司到纳斯达克作第二上市时，要求和手续也大大简化。如果公司股票在 EASDAQ 和纳斯达克两个市场同时交易，这将意味着公司的股票发行与交易将直接面向欧洲和美国的中介机构和投资者，其证券交易的时间几乎延长了一倍。

EASDAQ 作为新兴股票市场，在制度和机制上有对先进的借鉴，也有若干创新。EASDAQ 要求，公司股票挂牌上市时，必须有一名 EASDAQ 保荐人，有不少于两名的在 EASDAQ 登记的做市商，保荐人可充当做市商。保荐人和做市商均为持续性要求。

3. 新加坡 SESDAQ 市场。SESDAQ 即新加坡证券交易所自动报价系统 (Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System , 简称 SESDAQ)，是新加坡证券交易所于 1987 年 12 月 18 日建立并运行的创业板市场，其宗旨是帮助具有良好发展前景的新加坡中小型公司发现上市、筹集资金。1988 年 3 月，SESDAQ 与纳斯达克市场联网，投资者在 SESDAQ 市场可以买卖纳斯达克市场的股票。截至 1999 年底，SESDAQ 市场的上市公司共计 72 家。

SESDAQ 是根据 1986 年修订的新加坡《证券业法》关于发展自动化市场交易的规定而设立的，它是一种通过电脑屏幕进行交易的自动化系统，由一些注册的做市商通过双向报价负责维持市场流动性。SESDAQ 市场主要是为那些尚不符合主板市场上

市要求的中小型公司设立的市场，在此上市的公司经交易所认为已符合主板市场上市要求时，可以申请移至主板上市。

新加坡证券交易所对在 SESDAQ 市场上市的公司没有盈利与股本的要求，在评估某公司是否适合在 SESDAQ 市场上市时，交易所考虑的因素主要有：公司必须为在新加坡注册成立的公司；一般需要 3 年的营运记录，但更短甚至没有营运记录也可考虑；至少有 50 万股或发行和实收股本的 15% 必须为公众股东所持有，且交易开始前公众持股不超过发行股本的 50%；公司必须从事预计可成功和盈利的业务，具有增长和扩张潜力等。从 SESDAQ 转向主板上市的条件主要有：在 SESDAQ 市场上市满 2 年，符合主板关于股本和盈利的要求，需增发股本以满足关于最少股东人数要求等。

4. 香港创业板市场 (GEM)。香港创业板市场是由香港联交所主办并营运、专门为具有成长潜力的中小型企业设立的创新股票市场，1999 年 11 月 15 日正式成立 同月 25 日首批公司股票挂牌上市。香港创业板一成立，就成为亚洲地区创业板市场的明星；截至 2000 年 8 月 4 日，在香港创业板市场上市的公司已达 40 家，其中内地企业有 2 家，即北大青鸟环宇和复旦微电子。

香港创业板的定位是为具有“增长潜力”的企业提供上市融资的渠道，其对象主要是各行业中需要额外资金来进行发展的新兴公司，特别是高科技企业。1999 年 7 月 22 日 香港联交所正式公布了《香港联交所创业板证券上市规则》。相对于主板市场，香港创业板的上市条件较为宽松，“门槛”较低，没有发行数额的限制。简单讲，凡经营两年以上并有今后 3 年发展计划，主营业务明确，在中国内地、香港、百慕大及开曼群岛注册的企业，包括内地的民营企业，都可以申请到创业板上市。

同时，香港创业板的运作理念在于，透过严格的信息披露制度，强调“买者自负”和“由市场自行决定”，达到保证市场有效性的目的。在制度设计上，香港创业板引入了保荐人计划，即

要求发行人在上市时聘用一名保荐人，保荐人任期至少涵盖公司上市时该财政年度的余下时间及其后的两个财政年度。创业板要求保荐人必须符合详尽的资格准则，并明确规定：保荐人为发行人的上市提供保荐责任，就公司是否符合创业板市场的上市规定向董事会提供意见，就公司信息披露的真实、准确和完整提供保证，承担公司与交易所之间的信息沟通等。保荐人在公司上市过程中起着重要的作用、承担着重大的责任，在制度上减轻了监管机构对市场的直接监管责任，监管者通过强化对保荐人的监管就可达到控制风险的目的。

5. 其他地区创业板市场。进入 20 世纪 90 年代，在知识经济和高科技产业化发展的推动下，世界各国和地区纷纷设立创业板市场，形成了国际资本市场的一大亮点。

在英国，伦敦证券交易所于 1995 年 6 月 19 日建立了另类投资市场（Alternative Investment Market, AIM），专门服务于小规模、新成立和成长型企业。AIM 由伦敦证交所设立专门机构进行管理，有单独的规章和交易规则，并由交易所为其交易活动、市场监控和结算提供保障。AIM 没有制定最低的上市标准，没有对公司规模、经营年限及公众持股量的要求等，成立以来发展迅速。截至 1999 年 10 月，AIM 市场有上市公司 333 家，总市值 72 亿英镑。

在日本，柜台交易（OTC）市场最初是把未在交易所上市的股票交易活动组织起来而诞生的，其发展过程中有两次飞跃：一是 1983 年 6 月日本证券与交易委员会提出《扩展股票市场功能》报告，决定重振 OTC 市场，把它建设成为中小企业融资和为投资者创造投资机会的市场，为此放松了 OTC 市场的注册要求，并允许在 OTC 市场交易的公司公开发行股票；二是 1991 年 10 月引入 JASDAQ 交易系统，通过一个在线经纪交易系统把券商和 OTC 直接沟通起来，日本证券场外交易市场进入现代化发展的新阶段。截至 1996 年，在 OTC 市场注册的公司达 762 家。日

本 OTC 市场得以快速发展，主要在于它吸纳中小公司上市，注册挂牌和交易体制更具灵活性。

在加拿大，加拿大交易网络（Canadian Dealing Network，简称 CDN），也是针对不能满足多伦多证券交易所上市条件的小公司而设立的创新股票市场，由作为多伦多证券交易所全资子公司的 CDN 公司运作。所谓的 CDN 市场，即由成立于 1991 年的 CDN 公司运作的加拿大柜台自动交易系统（COATS，即 Canadian Over-the-Counter Automated System），而 COATS 是由安大略省证券委员会（OSC）于 1986 年成立的。CDN 成立以来，COATS 市场发展迅速，1991 年成交量为 2.81 亿股，成交金额为 5 亿加元；到 1997 年，股票总成交量比 1991 年增长 10 倍，达到 30 亿股，成交额 126 亿加元。

在我国台湾地区，除作为集中交易市场的台湾证券交易所外，还设立了针对公开发行业股票的中小型企业 and 成长型企业的柜台市场（OTC）和报备市场，是台湾为中小企业提供融资场所的创新股票市场。柜台市场和报备市场均已成为台湾证券市场的重要组成部分，而且均具有“预备市场”或“后备市场”的特点：OTC 可以看作是交易所的预备市场，报备市场可以看作 OTC 的预备市场。

早在 1950 年初，台湾地区的柜台股票买卖就已经非常发达。1961 年台湾证券交易所成立，并于次年 2 月正式营业，建立其集中交易市场机制，柜台市场随之关闭，证券的柜台交易为法律禁止。至 1982 年，为公开发行但尚未上市的公司股票提供流通渠道，并活跃政府债券的买卖，店头市场的柜台交易得以重新开张。但在 1994 年以前，台湾 OTC 市场还主要定位于债券的买卖。1994 年 11 月，作为财团法人的“台湾证券柜台买卖中心”成立，负责 OTC 市场的运作和证券的柜台买卖业务；12 月股票等价自动成交系统建成，OTC 市场公司股票的交投逐渐活跃起来，吸引了更多的中小企业前来募股筹资。截至 1998 年 11 月，

除已转至证券交易所上市者外，在 OTC 市场上柜公司总数为 157 家。

（三）前景：国际证券市场的资源整合与创新发展

证券市场是资源配置的重要场所，其本身也是一种非常重要的资源。放眼国际资本市场，20 世纪 90 年代末以来，以一些国家和地区甚至于国际间的证券交易所合作、创新股票市场的设立等为主要内容的证券市场整合，逐渐成为一种潮流。而且，这种潮流正如火如荼、方兴未艾。

在北美，全球最大的电子化证券市场纳斯达克与作为美国第三大股票交易所的美国证券交易所于 1998 年 3 月合并，成为 NADAQ - AMEX 集团公司；在欧洲，英、德、法、荷、匈、意、西班牙、瑞士等 8 国的证券交易所于 1999 年 6 月就组建泛欧证券交易市场达成一致；在亚洲，继新加坡证券交易所与国际金融交易所合并之后，我国香港地区也于 2000 年 3 月实现了证券交易所与期货交易所的顺利合并，合并后的香港交易及结算有限公司（简称香港交易所）于 2000 年 6 月 27 日成功挂牌上市。

在国际资本市场一体化的背景下，不同交易市场之间的比较分工将不再具有地域性的优势，或者说，区域经济的容量将不再成为支撑这一地区资本市场的惟一动力。资本市场的持久发展更多地来自于其开放性的设计及市场化的结构，特别是其交易品种和交易规则的个性化特征。如加拿大多伦多交易所、蒙特利尔交易所、温哥华交易所和阿尔巴特交易所等 4 家交易所合并与重组，就是以其业务的重新整合为核心的。重组之后，多伦多交易所把衍生产品交易转给蒙特利尔交易所，而后者则把大中型企业股票交易转给前者；温哥华、阿尔巴特及店头市场 CDN（加拿大交易网）合并，成为加拿大风险资本交易所（CDNX）。

可以认为，一些国家内部证券市场的整合，实际上是其国内资本市场一体化的表现。如果国内不同交易市场之间的区别仅在

于地域的不同，而彼此间并不存在业务的分工和层次性，就像我国内地沪深两个交易所一样，那么多家交易所的存在就失去了应有的意义；这种格局如果在短期内得不到改变，不但不利于国家经济资源的优化配置及资本市场效率的提供，也不利于国内资本市场的长远发展和尽快融入国际资本市场体系之中。正因为如此，我国将整合证券市场，设立创业板市场、合并主板市场等问题提上了国家最高决策层的议事日程。我国证券市场中创业板市场的设立及随后主板市场的合并，构成我国资本市场整合的重要组成部分，对我国证券市场功能的发挥具有重大意义，必将大大提升其自身运营的效率和在国际市场上的地位。

第二节 创业板市场的功能及意义

从世界范围来看，创业板市场对国家或地区经济的发展具有多元化的积极作用，主要体现在促进高科技产业发展、推动产业结构调整 and 有利于资本市场深化，以及增加就业等方面；就其具体功能而言，创业板市场担负起了为中小型创新企业持续发展提供融资渠道、为创业（风险）投资提供有效出口、促进企业治理结构和激励机制的规范化建立等重任。应该说，只有创业板市场的功能得到充分发挥，其对国民经济持续发展的积极作用才能够真正实现。

一、创业板市场的功能

1. 为中小型创新企业持续发展提供融资渠道。各国和地区创业板市场或二板市场的设立，其直接目的就是为中小型公司特别是高科技企业的持续发展提供融资渠道。事实上，自纳斯达克市场建立以来，所有的创新股票市场都在这方面发挥了重要作用。