

第一章 全球化知识经济 催生创业板

第一节 创业板——中国新经济腾飞的助推火箭

一、新经济——人类社会的经济变革

人类跨入 21 世纪，世界经济正处于第三次飞跃的转折时期。与以往几次深刻的经济变革相比，毫无疑问，这一次飞跃的意义更伟大、更深刻，将极大地改变人类经济与社会生活的面貌。大发展、大变革的多重趋向已日渐清晰，特别是经济全球化、网络化、信息化的演进尤为引人注目。现在人们普遍用“新经济”一词来描述知识经济全球化的发展特征。

仅在短短的 30 年中，信息技术已经发展成为当代高新科技群中的核心技术，以信息产业的兴起为先导的高新技术产业的涌现，为世界经济的发展注入了新的活力，整个世界经济体系的各个领域、结构及运机制都在发生深刻的变化。信息技术及信息产业的崛起不仅使整个世界经济变得更加“信息化”，而且正在把世界经济

及整个人类社会推向新经济时代。

伴随全球新经济蓬勃发展，经济驱动要素发生变化，经济生活中的支柱产业向新经济转移。我国著名学者萧琛曾对此有精辟阐述，他首先介绍诺贝尔奖得主哈耶克的观点，即世界上的经济有两种，一种是有了“权”才能买到“钱”的经济；另一种则是有了“钱”才能买到“权”的经济。但现在世界上出现了第三种经济：在这种经济中，有了“智能”就能买“钱”和“权”。通俗地说，新经济首要驱动要素是智慧或者说知识、信息等等。所以，我们不难理解，美国的比尔·盖茨、戴尔、中国的王选、柳传志等智者为何能迅速成为百万甚至亿万富翁。

在新经济时代，经济发展的基础设施与生产的组织方式发生重大变化。以计算机、通讯设备为核心的电子通讯成为最基本的基础设施。网络经济时代更是使人足不出户便能完成其所要实现的交易活动。世界变得越来越小，国家间的相互依存日趋加深，从而使世界经济的一体化程度不断提高。生产要素不断冲破民族、国家的束缚在世界市场加速流动。

新经济时代，经济运行法则出现重要变革，有学者概括了新经济拥有 10 大“黄金法则”，这些法则包括：简便有效的运作；效率至上；技术创新等等。单独看来这些法则无甚希奇，然而一旦连成一体，却能取得惊人的成效。有了这 10 条“基本法则”，新经济才如虎添翼，在近年间创造了非凡成就。

二、经济全球化促进我国经济结构调整

全球化是生产力发展的必然趋势，全球化对于世界上各种类型国家经济发展都是有益的。它推进世界经济的快速增长。而经济快速增长必然进行经济调整似乎是一个铁的规律。欧美在 80 年代的

调整；日本高速增长近 30 年，90 年代进入全面的大调整过程，至今尚未完成；东亚各国在高速发展 20 多年以后，一场危机逼迫作出全面调整。中国经过近 20 年的经济调整增长，现在也面临着大调整。可见，大调整是经济全球化中世界各国面临的共同主题。由于我们进行过多次经济调整，于是看到“大调整”的提法，有人不以为然。其实，全球化中的我国经济大调整，既不同于自己历史上的经济调整，也与其他国家的经济调整有别，具有自己的特点和内涵。

经济全球化的这一次浪潮始于 70 年代，在 90 年代浩荡其势，蔚为壮观。它是以贸易流、资本流、信息流和跨国公司的全球性渗透和膨胀为鲜明特征的，将世界变得越来越小，世界的每一个角落都或多或少地涌入了世界产品，涂抹上了全球化色彩。人们会自然地将其确认为世界潮流。

在经济全球化大潮中，国内经济活动在一国的经济总量中占主体部分的事实并没有发生根本性的改变。支持这一判断的一些事实是：内部需求依然是各国实物生产和服务体系的主要承接对象，根据最新统计资料，美日两国经济的外贸依存度仅为 10% 左右，欧共体国家的这项指标大体分布在 25% 附近，中国为 19%；国内储蓄水平依然决定着大多数国家的固定资产投资规模；跨国公司的国外投资仅占其总投资的 6%；世界产业工人中 10 个有 9 个在从事国内生产。这说明，支撑世界经济发展和经济交往的基本因素和动力还存在于各国内部，而一国经济和社会的健康发展，则又主要取决于该国的经济结构是否合理。于是，许多国家都在对经济结构进行大调整。

世界经济结构调整主要通过国际经济关系变化、产业结构升级、企业经营管理体制调整和规模发展、国家经济政策和经济模式

调整等方面反映出来。开始于 20 世纪 40 年代末的世界经济结构调整可分为三个阶段：20 世纪 40 年代末到 70 年代初为开始阶段，70 年代初到 80 年代末为持续阶段，90 年代初开始至少到新世纪前期是深化阶段。这一时期，经济全球化为各国经济发展带来更大的活动空间，提供更多的发展机会，同时也提出新的挑战，增加了发展中的风险；新科技革命决定着未来世界产业结构的特点和经济增长的方式，为经济发展提供新的活力，竞争优势进一步向科技创新力强的国家和地区倾斜；全球范围的结构调整进一步深化，世界经济增长面进一步拓宽，各国经济融合度进一步提高，同时也导致各国在国际分工格局中的重新定位。能否适应这一变化，是摆在各国面前的历史性机遇和重大挑战。在世界经济结构大调整的这一背景下，为适应经济全球化的发展，我国也进行了这次大调整，并具有自己的特点和内涵。

我国经济大调整是根据自己的国情，为适应经济全球化的发展而进行的，具有自己的特点。

第一，战略性调整。这次经济大调整不是暂时性、局部性调整，而是战略性调整。进入 90 年代中后期以来，结构性短缺的矛盾基本消除，产业结构方面存在的主要问题是资源、劳动密集型和附加价值低的产业比重高，技术、资金密集型和附加价值高的产业比重低，产业集中度低，企业规模经济差。以往“填平补短”、“取长补短”，以实现产业之间的总体结构平衡的调整思路很难行得通，更重要的是鼓励产业细化、产业深化，结构调整的任务转向大力推进产业优化和升级，提高产业整体素质。结构调整的重点由产品结构调整为主转向组织结构调整为主。结构调整的方式由增量为主转向存量调整与增量调整并重。调整的手段由计划为主转向市场为主。

第二，主动性调整。经济大调整既可发生在危机之后，也可在危机之前进行。一般来说，大多数经济大调整都是在危机发生之后不得不进行的。中国 60 年代初的大调整是这样，70 年代末 80 年代初的改革和调整也是如此。前者是由于“大跃进”的失败，再加上自然灾害，造成了严重的衰退；后者是由于“文化大革命”使中国经济到了崩溃的边缘。目前东南亚国家的经济大调整也是在金融危机以后，危机中断了这些国家原来的经济发展进程，打乱了既有经济秩序，社会危机到政治危机，造成更大的破坏性后果。因此，这些国家的大调整不是自愿和主动进行的，而是带有被动调整的性质。中国现在所要进行的经济全面大调整，不是在严重的危机发生之后，而是在经历了近 20 年的经济高速增长之后，主动实施的。这种大调整一是来得比较早，是提前发生的；二是带有“未雨绸缪”的预谋和预防性质。这样我们就可牢牢地掌握调整的主动权，调整什么，如何调整，力度的大小，速度的快慢，方向的选择，都由自己掌握。同时，大调整开始时的经济状况决定大调整的特点。危机后的调整面对的是经济的混乱，一般都是恢复性调整。而危机前的调整遇到的是经济增长速度趋缓。这种调整是为了进一步适应经济增长的需要。中国经济保持了近 20 年的高增长，而且由于改革的累积效应和坚持实施一致性稳定政策，近几年来，增长率高，而且经济运行持续稳定。因此，中国当前面对的经济大调整不是暂时性的，而是适应性的调整。这样，我们就可抓住一切有利时机，充分利用一切有利的环境和条件，扬长避短，趋利避害，一步步达到调整的目标。

第三，多维性调整。由于中国是一个大国，且有着特殊的机遇和条件，特别是由于中国处于体制转型和发展转型的双重过渡之中，因此，中国经济的调整不是单维度的，而是多维度的。这也是

与很多发达国家和发展中国家的调整明显不同的地方。与发达国家相比，由于其市场制度基本定型，并相对完善，因此，在经济调整中，体制上只需作很小的补充和边际上的调整，不必进行根本性的改造；同样，发达国家由于实现了现代化，走出了二元经济，也没有了工业化、城市化的任务。尽管有些国家的调整不限于一个方面，例如日本既要增加内需，又要改革金融体制，但不需进行体制的全面改革。中国面临从计划体制向市场体制的转变，经济调整无论深度、广度、力度和集中度，与发达国家和其他发展中国家都有很大的不同。就是在产业调整方面，一些小国也不可能从出口导向调整到以内需为主，也不一定要建立和发展自己的大跨国企业，更不会遭遇到大国调整中的地区发展问题。至于巨大的人口规模和丰富的劳动资源，更是中国调整中的特殊问题。中国的多维性的经济调整，具有很大的复杂性和艰巨性。

第四，规则性调整。中国经济发展中的很多问题，决不简单是一个生产问题和技术问题，而主要是一个制度和政策问题。因此，规则性调整就成为中国经济大调整的重要特点。规则的调整首先是政府行为规则的调整，其次是市场规则的调整。二者密切联系，缺一不可，而在制度变革和社会转型时期，前者的调整具有更为重要的意义和作用。因为，在建立规则和秩序中，政府处于其他主体难以替代的地位。

全球化中的我国经济大调整不仅具有自己的特点，而且具有自己独特的内涵。我国经济结构大调整主要是在以下四个层面展开。

第一，需求结构的调整

启动内需是这次中国经济大调整的主要方向，特别是在国际环境发生重大变化的情况下。如果说改革开放以来，中国完成了从进口替代型内需经济向出口导向型经济的转变，造成了今日的繁荣、

使得中国经济上了一个台阶，那么今天，在继续扩大开放的基础上，转向以内需为主，通过开拓和细分国内市场，中国的经济会再上一个新台阶。目前，世界经济的发展出现了许多新的变化和特点。国际经济结构加速重组，知识经济迅速发展出现了许多新的变化和特点。国际经济结构加速重组，知识经济迅速发展，传统产品生产能力普遍过剩。贸易保护主义抬头，贸易壁垒明显增加。随着国际资本流动的加快，世界经济发展的不确定性增多，我们宁可把事态估计得严重一些，立足于扩大国内需求，以弥补出口增长受阻所造成的不利影响，把经济发展的主动权掌握在自己手中。扩大消费需求，则是启动国内需求的主要方面。如果说在计划经济条件下，经济的回升主要依靠投资拉动，那么，在从计划周期向商业周期转变的情况下，仅靠投资的拉动作用是有限的。不仅如此，在消费需求回升乏力的情况下，投资需求的大幅度回升反映出行政力量的推动。目前的状况就是这样。为此，稳定消费者预期是扩大消费需求的基础，这就需要把一些改革措施的长期作用和短期的政策操作恰当结合起来。由于市场化改革的加速，特别是国有企业职工部分下岗，医疗改革、教育改革、社会保障体制改革等，导致未来预期不稳，使消费者的风险预期增大，消费倾向下降，消费需求不振，农村非农产业产值下滑和外出打工的减少，农村预期收入调低，农村消费不旺。在这种情况下，稳定消费者预期也是反周期的一个重要手段。

第二，产业结构调整

产业结构调整包括产业组织优化和产业结构提升两个方面。我们现在面对的是调整的阵痛期。产业结构调整的内容和办法很多，包括过剩产能的产业重组，加大行业集中度，高新技术产业的重组科研生产一体化，金融服务业的重组，基础重工业纵向一体化

合并，传统农业向高效农业的转化等。在重组过程中，一定要大幅度提高企业开拓和细分国内外市场的能力。这是产业重组和结构调整的关键，该项能力提高了，重组就能成功，否则，重组就要失败。为此，必须坚持一个基本原则：即优化要素价格，不能软化预算约束和造成新的扭曲，否则，就会前功尽弃。产业组织重组既包括大型跨国企业的组建，也包括中小企业分工协作的组织。我们不能因韩国大企业出了问题，就怀疑大企业战略的必要性和重要性，关键是采取什么方式，也不能因为实施大企业战略，而置中小企业于不顾。组建大企业不是简单的政府行为，更要通过市场化途径，发展中小企业也不是一放了之，还要建立各种服务机构，提高其创新能力和组织化程度。如果说过去的调整主要是靠政府推动的“关停并转”，那么，今天，就必须突出资本的纽带作用，发挥资本市场的重组作用，强调中介组织的服务作用。总之，就是要发挥市场机制的力量，使市场经济下各个行为主体参与到全国性的产业重组过程中去。

第三，城乡结构的调整

农村建设问题始终是中国发展的核心问题。改革以来，中国农村的非农化有很大发展，但无论是从经济发展水平，还是从产业结构特征来看，中国的城市化水平大大滞后了。更为严重的是，城市化滞后的程度不仅没随着经济的高速增长和经济结构的变化而缩小，反而明显地放大了。这不仅导致第三产业长期发展不足和工业的过度增长，也造成今日的有效需求不足。与此同时，城乡之间和地区之间的收入差距明显地扩大了，1995年城乡收入比率为2.47:1，比1978年还高10个百分点，全国居民可支配收入的基础系数高达0.445，比1988年高7个百分点。因而，城乡结构的调整，关键就是加速城市化进程，大大提高农民以及进城人口的收入水平，

由此产生的需求，是以传统产业的产能为基础的。加快城市化进程，不仅是中国工业化和现代化的最重要的步骤，而且是启动内需的关键一环，构成中国经济大调整的重要内容。中国经济未来之希望正在于此。至于中国城市化道路怎么走？是采取大城市和卫星城的美国模式，还是采取产业相对集中的巴西模式，不同的地区可以采用不同的方法。这里更需要我们自己去创新。鉴于我国地方大而地区发展又不平衡的复杂国情，以中心城市带动区域中小城市共同发展，形成城市带，也许是可供选择的一种模式。不过，强制推行一种模式终非好办法，以自然演进为主，加上适当而有效的规划引导，才是最好的选择。

第四，区域结构的调整

区域结构的协调，可以使多种资源在全国范围内进一步进行优化配置。多种资源，就不仅是资本这一资源，也不仅是看投资回报率这一个指标。西部的自然资源非常丰富，而东部比较缺乏自然资源。自然资源除了人们常提到的地下矿藏外，还有土地资源，这在西部是非常丰富的。西部宝贵资源需要在全国范围内有一个更有效益的配置。再进一步讲，即使从资本的最优配置角度考虑，现在东部资本回报率经过 20 年增长后开始下降，提出开发西部，正是要解决东部资本的新出路问题。同时，西部本身的资本大开发中会提高回报率，这也是没有疑问的。资本从属上有政府的，也有民间的。政府财政在西部基础设施上投资的回报率可能一个阶段是下降的，但公共投资的评价还必须，甚至更看重社会效益。同时，由于有了基础设施，民间资本的投资就可能是上升的。同时，现在开发大西部也有了可能。经过 20 年改革开放，我国经济的综合国力已经有了显著增强，国家财力支持西部开发，有了力量。粮食出现阶段性过剩，有助于在西部搞生态建设，如还林还草。加入世界贸易

组织后，外资的进入将会出现新的动向，现在提出区域结构调整，开发大西部，就是要向外商发出一个强烈的信号，让他们考虑向我国西部来投资。区域协调发展标志着我国区域经济发展已进入一个新的阶段。协调不是等同，也不是平均。协调承认差别，但要求缩小差距，要求配合。区域经济在协调发展若干年后，将可能进入均衡发展的阶段。

三、中国创业板——箭在弦上

1. 当前我国尚未具备良好的科技风险投资宏观环境

科技风险投资的社会平均盈利率是高新技术产业是否兴旺的决定因素。以我国目前的情况来看，尽管社会舆论把科技风险投资炒得很热。但科技风险投资业的发展却举步维艰。这恰好说明我国科技风险投资的盈利率低，尚未成为一个赚钱的行业。主要原因是我国目前尚未具备科技风险投资的良好环境。其主要表现是：

我国科技人员大多习惯于计划经济时期的运作模式，过分强调技术的价值，不承认投资风险，不愿接受投资者参与管理。由于技术掌握在他们手上，投资者少有规避风险的调控手段。

②科技风险投资需要有专门的高级人才，筛选项目，策划方案，并能与科技人员沟通、参与过程管理。他们既要有专业知识，又要有管理经验，还要有强烈的责任心和良心。然而我国科技风险投资刚刚起步，这方面的人才及其激励机制极度缺乏。

知识产权保护乏力。一项技术一旦开发成功，立即就有许多竞争者出来争夺市场，压低价格。由于他们不承担前期开发费用，其成本低于原技术开发者，使得原技术开发者处于竞争劣势。

由于担心技术对投资者公开而失去控制权，甚至被投资者抛弃，技术入股方往往名义上将技术作为股份投入，实际上仍掌握在

自己手中，难以真正为股东所共享。

我国风险投资的撤出渠道尚待完善，尚难利用股票市场对技术未来效益的预期来投资，在短期内形成较高的市值，使投资者获得高额回报。

⑥我国许多投资者即使愿意投资科技，也不愿合资组建投资公司，更少有多个投资公司进行组合投资。结果是资金规模小，投资主体少，风险难以分散。

我国科技风险投资行业盈利率低的原因是多方面的，它涉及观念、人才、法制、金融体制、管理体制等诸多问题。即我国科技风险投资在成熟之前，将会有一个过渡期。

过渡期内，我国科技风险投资难以盈利，民间资金就难以进入，科技风险投资以民间资金为主的愿望就难以实现。因此，过渡期内我国多数地区科技风险投资将只能以政府资金为主，民间资金为辅。只有通过过渡期内政府资金为主的介入，我国多数地区才能开展科技风险投资的实践。

要从根本上解决我国科技风险投资的资金来源问题，必须吸引大量民间资金介入。现阶段政府资金的作用除解燃眉之急外，主要是探索适合我国国情的科技风险投资方式，在实践中逐步建立科技风险投资的宏观环境，示范科技风险投资能够产生高额回报，从而吸引民间资金参与。

因此，中国创业板的设立，是处于最佳时机，势在必行。

2. 创业板必须是开放的市场

目前在中国尚未完全建立完善的市场经济体制，经济全球化和加入世界贸易组织以及信息网络技术的发展又给中国的经济体制改革提出了新的更高要求，使中国的改革更具紧迫性。

首先，经济的全球化和加入世界贸易组织使中国的经济走向国

际化，已成为无可选择的必然进程。为了适应经济的全球化和世界贸易组织的规则，以及由此带来的激烈的国际竞争，中国的经济体制必须向正在发生深刻变革的国际市场经济接轨，中国的市场经济必须按国际的规则运行。也就是说，在中国经济的市场化改革中，需要突出和强调的将是遵循“国际惯例”。过去我们在实施改革和制定市场经济运行的规则时，还感受不到来自外部的这样大的压力。我们强调照顾中国的特殊情况，这使得正在建立中的市场经济体制以及已经制定的市场规则有许多不符合“国际惯例”。那些与“国际惯例”相抵触的改革，又需要再次改革。

其次，作为发展中国家的中国要与发达国家按照同样的国际规则竞争，是巨大的挑战。在国际规则中有些是适应现代市场经济的正常运行的需要而形成的，有些则是发达国家为增进自身的利益而制定的并迫使发展中国家接受的。对于发展中的中国来说，无论是与前者接轨，还是与后者接轨，都是困难的。

例如，按照国际规则，中国的市场要对外开放，要降低关税，放弃非关税保护，但作为发展中国家，中国的许多产业又无力与外国的企业竞争，有些企业可能被挤垮。但是，在经济全球化和加入世界贸易组织的情况下，我们不能不接受国际规则。这样，我们除了利用发展中国家的地位，在特定的时期内对自己的“幼稚产业”实行某些保护外，只有通过改革和发展，提高自己的市场竞争力。

因此世界经济一体化的进程已经决定了我们不能将证券市场对外封闭，通过开放的资本市场引进外资是我们参与全球资源配置非常重要的一环。

最近中国股市的发展引起了美国经济学界及投资界的注意，原因不单是因为 A 股市场大涨，关键是政府对股市的态度，他们从一系列政策中，看到了所熟悉的凯恩斯方法的影子，也看到了中国

似乎在走以股市牵动经济的路子。

目前，国内 A 股市场的投资主体仅限于中国的机构投资者和个人投资者，投资主体过于单一，虽然 1999 年沪深股市股票总市值达到 3 万多亿元人民币，占国内生产总值 GDP 的比例突破三分之一，但与美国证券交易所、纳斯达克等相比还相去甚远，仅以最近美国纳斯达克的 7 只股票在香港挂牌为例，7 只股票总市值为 90000 多亿港元，相当于中国 1000 多家股票市值的 2 倍多。重要原因之一就是我国的证券交易市场对外资资本实行封闭，仅靠国内资本维持交易，长此以往，将不利于我国证券市场国际化进程，不利于众多有发展前景的公司上市融资的需要，不利于证券市场功能的充分发挥，阻碍证券市场的长远发展。

其次，1992 年作为直接对外开放的 B 股市场在经历了近 10 年的牛短熊长的历史说明，我们在政策选择上的失误，以致于长期以来，B 股市场一直处于前景不明的状态，严重打击了海外投资者的信心。B 股市场引进外资的功能也逐步让位于境外上市外资股。

投资主体多元化、分散化，各投资主体按照自己的意愿及市场规则，为追求自身物质利益，选择投资方向进行投资是市场运行的必然规律。遵循这一规律，开放是必然，是市场规律的自然要求。此外，中国加入 WTO 势在必行，而 WTO 的宗旨就是使投资和贸易在全球实现自由化。它要求加入国充分开放本国市场，突破国家和地域间的贸易壁垒，实现充分就业，达到全球资源优化配置，推动全球经济增长。中国今年实现入世已成定局，那么入世后，外资必然会选择进入我国的资本市场，因为我国的市场还未被完全开发和利用，市场潜力巨大，对外资的吸引力是不言而喻的。外资进入虽然在一定程度上会对我国资本市场造成一定的冲击，例如对国有商业银行的冲击等，但是外资进入中国也是我们所期望的，有利于利

用外资发展我国的经济，只不过如何利用外资是我们研究的课题。因此，创业板市场的设立、开放是大势所趋。

四、创业板前景光明

在 2000 年中国企业高峰会上，中国证监会主席周小川表示，证监会已经对设立创业板市场作了充分准备。一旦立法和技术条件成熟，将尽早推出。据业内人士透露，中国的创业板市场，已呈呼之欲出之势。

1. 设立创业板的基础

从国际社会看，除美国 Nasdaq 市场外，其他国家和地区新设的创业板市场（或类似创业板的市场）尚无成功的先例；我国香港设立创业板近 1 年，其走势尚难令人满意；因此，我国新设创业板能否成功，成为一个值得关注的前提性问题。换句话说，如若像诸多国家和地区那样，新设创业板难以卓有成效，那么，设立该市场就失去了本来应有的意义。我们认为，中国创业板的设立，有其内在的客观必然性，其成功是有充分把握的。

首先，一个新设股市能否成功，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；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，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，由此，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，也缺乏必要的投资者需求。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。

其次，我国创业板市场从设计伊始就充分吸取我国证券市场 10 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，避免 A 股市场早期混乱格局再现，从而为创业板成功设立提供了制度上的保障。

第三，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，支持高新技术开发的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、提高经济运行效率等等，很大程度上取决于中小企业的发展和民营经济的成长。值得一提的是，政府部门在研究制定有关政策中，充分借鉴了发达国家和地区的有关经验和教训，选择各种措施手段来解决和预防创业板市场运行中可能发生的问题。这决定了，我国创业板市场将在较好的政策环境中运行。

2. 创业板风险有一个缓慢释放的过程

创业板市场作为支持成长型中小企业和高新技术产业化的市场，其运行风险较大，在国际范围内，是一个不争的事实。从理论上说，成长型中小企业的发展前景并不十分明朗。随着高新技术发展、销售市场、内部管理及其他条件的变化，一些中小企业将失去原先预期的前途甚至破产淘汰，因此，与在主板上市的企业相比，运行风险较大。从实践上说，美国 Nasdaq 的风险的确明显高于纽约证交所。一个典型的事实是，在过去 5 年中，Nasdaq 市场中，有 1179 家上市公司被摘牌，近 3 年中摘牌上市公司数量均超过了新上市公司的数量。鉴此，一些人认为，我国的创业板市场风险也将明显高于 A 股市场，不是毫无道理的。但我们认为，这一认识并不完全符合我国实际，从我国的具体情况看，创业板市场风险在近期不见得高于 A 股市场。主要理由如下：

首先，股市风险首先取决于上市公司质量状况。一般来说，上市公司质量高，则股市风险较低；反之，股市风险较大。在发达国家（或地区）中，由于市场经济较成熟，企业只受市场“门槛”限制，不受政策取向限制。在美国，由于纽约证交所的入市门槛较高，适用于大企业，而 Nasdaq 的入市门槛较低，适用于中小企业，所以，大量中小企业申请在 Nasdaq 市场发行股票并上市。我国情况则不同。1992 年以来，在实行“指标控制”的条件下，股票发行指标主要被用于支持国有企业“解困”。在这个过程中，一批质

量较低的国企通过“包装”、“伪装”而上市，使得 A 股市场中公司质量较低。一个明显的事实是，到 2000 年上半年（以中期报表为准），亏损的上市公司数量已高达 100 多家，而通过作假财务账未报亏损的上市公司还有相当数量。与此相比，从目前拟申请在创业板上市的公司情况来看，第一，虽然创业板规则并不要求这些企业必须盈利，但它们事实上均有相当高的盈利水平，且这些盈利是实实在在的，没有水分；第二，这些公司产业定位清晰明确，没有国企那种“多元化经营”下的资产不清问题，其中，相当多年公司资产负债率相当低，每股净资产相当高，有着较高的防范财务风险的能力，因此，不需要作虚假账目来争取股票发行和上市；第三，这些公司发展潜力明显且巨大，在未来几年内，有着良好的业绩增长前景。因此，就总体而言（并非个别而言），创业板上市公司的质量将明显高于 A 股市场。

值得强调的是，虽然创业板规则并不要求申请发行股票和上市的中小企业必须盈利，但事实上，在 1000 多家申报企业中，有盈利的不在少数，有高额盈利的也不在个别。在我们的调查中，一些企业按照目前的股本利润率计算，其税后利润率水平可达 200% 以上，最高的可达 1000% 以上。因此，在创业板市场开业的最初几年，实际形成的竞争格局将是“高中挑高”，而不是“矮中拔高”，这与 A 股市场的“解困”选择方式，有着极大的差别。

第二，公司运行机制是制约公司业务发展的关键性因素。在 A 股市场中，相当多国企虽然已上市多年，但“政企分开”迄今尚未实现，内部运行机制基本是原国企机制，产权模糊、权益不清、政府干预、法人治理结构不合理、重上级要求和职工要求，轻股东权益、缺乏市场观念、忽视资产质量和财务结构、盲目投资等现象依然严重存在。与此相比，拟在创业板上市的公司绝大多数为民营企