

# 理 念 篇



## 第一章

# 创业板的时代背景与特点

- 一、创业板产生和发展的时代背景
- 二、初看创业板市场：创业板是什么
- 三、创业板的特点在哪里
- 四、中国网络企业的纳斯达克之梦



随着新经济时代的来临，以信息技术为核心的高新技术发展日新月异，新经济改变着人类的生活模式，同时，也改变着人类社会的经济生活尤其是改变着传统的金融市场运行模式。创业板就是新经济带给人们的一种新型的金融市场运行模式。

创业板市场，简称创业板，又被人们称为“高科技板”和“二板”。创业板市场的主要功能在于为成长性的中小企业，特别是高科技企业募集创业资金。由于创业板在上市标准、审核规则、场上交易等方面，弥补了传统的证券市场（通常被人们称为“主板”）的缺陷，所以，创业板一问世，在全世界就得到迅猛发展。

## 一、创业板产生和发展的时代背景

创业板产生和发展所依托的背景是新经济时代。新经济时代的重要标志是信息技术、网络技术、通讯技术及电子交易等

新技术的出现。按制度经济学的理论解释新经济时代的形成原因是：技术的发展导致交易成本大大降低；由于交易成本的降低引起人类社会经济运行模式的改变；产品的价格与成本的下降及交易方式的简单化，使商务活动更加便捷和透明，商务活动的中间环节大大减少；从而不但使消费者大获其益，同时也使大量中小型的高新技术产业及投资者获得了更佳、更多的竞争发展机会。

### 1. 新经济带动美国经济持续增长

“马拉松式”的 2001 年美国总统选举以小布什当选而告终，这意味着美国选民并未把连续 10 年的美国经济增长的功劳，归功于克林顿领导的民主党政府，正如美国媒体所言，“是新经济潮流而不是克林顿带动了美国经济的发展”。从某种意义上说，新经济不仅使美国经济连年增长，也使全球经济处于增长状态，亚洲能在较短时间内克服东亚金融危机，恢复经济增长态势，新经济的带动因素也有一定的功劳。

在新经济潮流中，美国的创业板市场——纳斯达克扮演了重要的角色，是美国新经济潮流最重要的金融“驱动器”，发展迅猛，运作业绩非凡，在一定程度上影响甚至主导着美国的新经济潮流。这集中体现在两个方面：

一是纳斯达克孕育支持的新兴产业的市值增长极为迅速。近 10 年来，以纽约交易所为主的道 - 琼斯工业平均指数上涨了 400%，而纳斯达克指数上涨了 900%，后者超过前者一倍多。一批新兴产业和企业从小到大迅速扩张，并在短时间内赶上或超过了具有百年历史的传统的大型企业。目前，美国资本市场市值居于前五位的企业，有两位是传统巨人企业——通用电气和沃尔玛，另三家均为纳斯达克培养的新兴巨人——微软、英特尔和思科。正是纳斯达克孕育并支持了这些新兴企业

的发展，帮助它们由默默无闻迅速成长为新经济时代的巨人。

二是纳斯达克通过创造新经济改变传统经济。新经济之所以在短时间内可以得到巨大的增长，一个重要原因是新经济更符合现代消费者的需要，更符合人性，满足了多元化社会多样化的消费。比如，戴尔公司创造了一种定单式的组装制造模式。这种模式把原来死板的、冰冷的制造业，用一种类似定做蛋糕式的方式运行，从而给传统的工业制造界带来了一股新风。再比如，亚马逊公司使消费者坐在家中点击鼠标就能完成购买的过程，雅虎网站则简化和便利了互联网信息的搜索和查询过程，从而引发了全球信息容量和交流的爆炸性增长等等。

## 2. 新经济需要创新的金融方式

新经济中，许多企业的运行模式与传统经济明显不同。著名的美国戴尔公司适应新经济发展的需要，创立的“直接商务模式”被经济学家称为“直接经济模式”。所谓直接经济，是指在生产者和消费者之间，财富产生的方式和过去传统经济相比有了 180 度的大转变，原来是中间环节众多，现在把中间环节都去掉了，生产者与消费者直接打交道。

直接性是新经济的一个重要特点，在电子商务中这种特点体现得极为突出。当然，实现经济生活的直接性并不是非有网络不行，《数字化生存》一书的作者尼葛洛庞帝来中国时曾说，北欧的一些国家很少使用电脑和信息网络，但是，由于他们非网络的信息媒介极为发展，所以，信息业特别发达，其新经济水平也处于较高的水平。也就是说新经济实质是生产方式发生了根本的转变，在改变过程中使用什么工具并不重要。当然，使用电脑和网络可能更有助于这种生产方式的转变。

为什么人们会热衷于新经济？关键在于新经济由于其直接性导致交易质量提高，交易费用降低，交易可以超越时空。在

农业时代，生产者就是消费者；工业化时代，生产者与消费者之间有中间环节，甚至随着中间商的增加，可以促进产品的增值。比如，生产者在一个村里，他要把产品送达县里或市里的消费者，或者到国际的市场，中间费用一定是递增的，但产品也是不断增值的；但在信息时代，随着交易范围的扩大，中间的设备、中间的环节虽然不断增加，但费用却不断减少，如果产品同样增值，便产生了巨大的利润空间。这正是新经济运行模式的本质所在。

正是这种直接性本质，导致新经济对金融市场提出了独特的要求，中间环节的资本需求降低了，生产初期的资本需求的数量增多，强度增加，这种较高强度的资本需求都是传统的金融市场无法提供的。传统的银行体系对那些有成长潜力，但眼前无法见到实质产品的企业一般不提供贷款，即使因企业信用良好提供了，也只是很小的规模。传统的证券市场对企业上市要求很严，那种有巨大的发展潜力的企业，由于发展呈“非线性增长”的特点，没有相应的长期利润增长记录，所以，也难以在传统证券市场上获得上市资格。所以，只有采取新型的金融运行模式，才能满足新经济发展的需要，正是在这种背景下，创业板应运而生。

### 3. 新经济不断推动着经济全球化

美国是“新经济”的领头羊，当代新经济模式很大程度上是由美国向全球传播的，在传播过程中，我们可以看出经济全球化的痕迹。由于新经济是以高新科技为核心的，而美国在科技领域拥有独特的优势，所以，全球的新经济发展不得不“惟美国马首是瞻”。美国以高科技类股为主的纳斯达克综合指数是全球新经济发展的“晴雨表”。纳斯达克指数如果接连下挫，欧洲股市、亚洲股市、拉美股市等也会应声走跌，意味着全球

的新经济遭遇挫折；如果美国的纳斯达克指数全面上扬，就意味着全球的新经济在美国领导下，荣景可期。显然，新经济的发展极大地促进着经济全球化进程。

当然，就全球范围的新经济而言，其未知数仍然很多。网络经济、绿色经济和知识经济等所需的技术成果已诞生，但作为新的产业（或行业）还是幼稚型的，正处在形成过程之中，还需巨额投资进行培育，所以，显然新产业并未形成规模；科技、网络、传媒和电信等产业虽然在创业板上市，由于市场预期的拉动，定价过高，所以，投资效益并不高。对这些产业来说，高处不胜寒，让这些企业在短期内有高额投资回报率是十分困难的。高技术企业建设的新网络社会的基本结构使新经济所要求的市场已出现，新经济整体上仍处于搭建平台的阶段，新经济还不能对经济效率的提高有实质性贡献。

有人把新经济的未知数归纳为“三不见”，即：新技术已诞生，不见新产业；新股市虽看好，不见投资效益；新市场已出现，不见新效率。虽然，这种归纳有些偏颇，但的确指出了新经济的“软肋”。

#### 4. 世界处于一个资金过剩的时代

当今世界已经进入了一个资金过剩的时代，大量的游资在资本市场上兴风作浪，这种局面极易培育“索罗斯式”的“英雄”。资本的严重过剩也构成了创业板产生的重要背景，巨额游资的流动为全球股市上炒作话题、掀起波澜，提供了资金基础。创业板在这种背景下就成为股市游资的一个可资利用的舞台，同时，创业板市场上充斥着许多新经济题材，这些题材可以成为当今“圈钱”运动的响亮招牌。例如，香港的李嘉诚之子李泽楷，营造了一个概念股：香港数码港，并以此上市募集到几百亿资金。因此李泽楷成了时代英雄，也成了新经济的代

表，甚至成为被崇拜的新经济的偶像。

2000 年全球股市急速上涨，上市公司市值出现大幅膨胀。目前全球上市公司的总市值已首度超越了全球总产值，而在 1997 年底，全球股票的总市值仅相等于总产值的 64%。美国微软的市值在 2000 年更是创纪录首次超越了 6000 亿美元大关，比中国 2000 年 GNP 的一半还多。

这正是上市公司的魅力所在，上市公司的市值包含着对其成长性即未来价值的估计，未来是不可限量的。好比玻璃瓶里的“基因”培育，人们看着那么一点东西，却已把未来的新产品可能带来的丰硕成果计入自己的预期收入之中。

专家分析，当股票资产的上升远远超过实物经济时便被称为资产膨胀，而资产膨胀的结果就是经济中“泡沫”的增加。这种资产膨胀究竟是好是坏，现在还真说不好，但有一点可以肯定，资本膨胀是由于资本过剩造成的。

资本膨胀的实质是全球金融市场出现的“信用膨胀”。目前仅全球股市总值和债券余额两项就达 60 万亿美元。股值占各国 GDP 的平均比重已接近 1:1，其平均增长率也超过了 GDP 的增长速度。资本的膨胀速度大大超过 GDP 的增长，其增长的来源显然不是实体经济活动而是金融市场中的虚拟经济，庞大的高速增长金融资产带来大量的泡沫成分（比如价格的高估以及在股市、债市飞速发展时期形成的大量不良资产和债权），影响着实体经济的运行。同时，资本膨胀及信用膨胀还表明，为了追逐高额利润，大量的资金从生产、服务领域流入金融市场，从长远讲，这对经济发展是不利的。

正是由于资金的过剩，使新经济一开始就可能与圈钱连在一起。使主板上的科技板块和创业板市场不断被人们与新经济混为一谈。有人甚至把李泽楷这类圈钱英雄与一些真正从事新经济活动的科技英雄混为一谈。顺着这条道路走下去，创业板

就会变成“圈钱场”，人们会越来越反感创业板，纳斯达克进入香港后，港人对纳股反应冷淡，就很说明问题。

## 二、初看创业板市场：创业板是什么

创业板源于主板市场，主板市场中小规模的、不合法的场外交易模式是创业板的萌芽。

19世纪末期，一些不符合大型交易所上市标准的小公司只能选择场外市场和地方性交易所作为上市场所。到了20世纪，众多地方性交易所逐步消亡，而场外市场虽然存在着很多不规范之处，但生命力极强，仍然存在下来。自60年代起，以美国为代表的北美和欧洲等地为了解决中小企业的融资问题，开始大力探索以场外交易为基础创建创业板市场。至今，创业板已经发展成为世界各地帮助中小型的新兴企业、特别是高成长性科技公司融资的重要证券市场。

### 1. 从美国的纳斯达克谈起

从某种意义上说，创业板是美国金融界为了弥补主板的不足而建立起来的。美国的纳斯达克市场是美国主板市场发展 to 较高水平的必然产物。创业板引起全世界的注意是从80年代开始的，而创业板真正被中国媒体关注只是近几年的事。创业板进入中国后，在国内媒体热炒的过程中，难免炒过了头，因此，我们有必要客观地介绍世界上第一个创业板——纳斯达克市场的情况，以帮助我们了解创业板，理智地认识创业板。

1961年，为了推进证券业的全面规范，美国国会要求美国证券交易委员会对所有证券市场进行研究。两年之后，美国证券交易委员会放弃了对证券市场的全面研究，而将目光锁定在当时处于朦胧和分割状态的场外市场，并提出了将“自动操

作系统”作为解决美国证券业发展窘境的途径，并由全国证券商协会（NASD）进行管理。

1968年，“自动报价系统”研制成功，NASD将其改称为“全国证券商协会自动报价体系”，英文全称为 National Association of Securities Dealers Automated Quotations，简写成 NASDAQ，中文称为纳斯达克市场，有时也简称纳市。

1971年2月8日，纳斯达克市场正式成立，当日完成了系统的全面试运行，中央牌价系统显示出2500个证券的行情。直到1975年，纳斯达克市场建立了新上市标准，要求所有的上市公司都必须将在纳斯达克市场上市的公司和传统证券分离开来。

美国建立纳斯达克市场的目的，是为了促进非交易所证券的交易自动化，通过增加交易透明度的办法妥善管理市场、保护投资公众的利益。纳斯达克市场运用计算机技术，采用“统一报价、分散交易、集中管理”的方式，解决了传统场外交易中信息披露不畅的问题。更重要的是，纳斯达克市场的做市商制度成功地解决了新兴中小企业的小盘股票流动性不足的问题。

1992年，崇尚竞争的美国人为了避免纳斯达克市场形成垄断的局面，美国证券交易所为小盘股票提供了另外一个竞价市场，即新生企业市场（ECM - Emerging Company Market），这个竞价市场由于存在交易制度、组织管理等方面的缺陷，运作未滿三年就关闭了。而纳斯达克却欣欣向荣，因自己鲜明的角色定位，渐渐成为全美高科技上市公司最多的证券市场，成为世界上最成功的创业板市场。

美国纳斯达克市场作为世界创业板市场的典型，代表着一种证券交易的国际发展趋势。到了90年代初，其培育高科技产业成功的示范效应，使越来越多的发达和发展中国家仿效，

如英国 ATM 市场，德国法兰克福交易所开设的“新市场”、德国与法国、比利时、荷兰、瑞士的新市场联网成立“欧洲新市场”（EURO - NM），欧洲 EASDAQ 市场，台湾地区的 OTC 市场、香港特区创业板市场、韩国的 KOSDAQ 市场等。日本和马来西亚的创业板市场也升级为 JASDAQ 和 MESDAQ 形式。

## 2. 从名称看创业板

就众多创业板市场的名称进行分析概括，世界主要创业板市场命名大致可以分为三种：一是后面加“SDAQ”后缀，二是称为“新市场”，三是另外命名。

以“SDAQ’，为后缀命名创业板市场是比较普遍的做法。除了美国的纳斯达克（NASDAQ）外，还有韩国的高斯达克（KOSDAQ），新加坡的赛斯达克（SESDAQ），日本的加斯达克（JASDAQ），比利时的伊斯达克（EASDAQ），马来西亚的米斯达克（MESDAQ）及罗马尼亚的拉斯达克（RASDAQ）等，“SDAQ’，是“Securities Dealers Automated Quotation”的缩写，中文翻译为“证券交易商自动报价系统”，意思就是某某国证券交易商协会自动报价系统。

将创业板市场称为“新市场”的情况，主要集中在欧洲，如德国新市场、法国新市场、意大利新市场、荷兰新市场、比利时新市场及瑞士新市场等。前五个市场已联合为欧洲“新市场”。欧洲各国的新市场基本上都是依附于主板市场的独立市场，以新市场命名，主要是为了与主板区分开，同时又表明不是一个层次的证券市场，而是市场的定位和运作上更为灵活和务实。

重新命名的形式主要是以形象名词或功能性的名词为创业板市场命名。目前，以一个比较形象的名词为命名的创业板市

场主要有两个，一个是日本的创业板市场叫“母亲市场”（MOTHERS），另一个是台湾创业板市场叫“老虎市场”（TIGER）。日本迫切希望借助 MOTHER 创业板市场的力量获得新生，重振往日的辉煌。台湾的 TIGER 创业板市场则代表其是充满活力及朝气之成长性的市场。

此外，还有一些创业板市场是以功能定位缩写或者词义直接翻译作为自己的名称，如英国伦敦证券交易所的 ATM，是“Alternative Investment Market”的首字母缩写，即“另类投资市场”的意思。香港创业板，英文全称“Growth Enterprise Market”，简称 GEM，是“成长性企业的市场”的意思，香港创业板非常强调其是为增长企业而设的市场，欢迎各行各业具有高增长潜力的公司上市，而且 GEM 对上市企业不要求具有赢利记录，这都体现了 GEM 强调高增长性和鼓励创业的特色。

### 3. 创业板不可称为“二板”

创业板又被称作小盘股市场、自动报价系统、可供选择的投资市场及高科技板、二板市场等等，国内外关于这一市场的叫法不一而足，也没有十分准确的概念。创业板称为高科技板，有一定的道理，但称为“二板”则容易产生歧义。

在海外，创业板作为一个市场，一件事，或者一个概念，并不像在中国这样被热炒。国际上从来没有“创业板市场”之说，也没有这么一个词。比如、美国、加拿大共有大小股票交易所几十家，证券交易所近百家，没有一家叫创业板的。北美股票市场有一级市场、二级市场、三级市场和四级市场之说，一级市场指的是股票或债券首次发行的市场；二级市场指的是股票或债券上市和上市后，普通投资者都可以参与交易的市场；三级市场指的是场外交易市场，即股票没有在交易所，而

是通过柜台 (OTC) 进行交易的市场；四级市场指的是机构投资者之间通过一个叫做 INSTINET (机构网络公司) 的计算机系统进行的大宗股票交易市场。

在世界上，股票市场主要划分为高级市场或交易所，如纽约、多伦多、伦敦、东京、香港等交易所；初级市场，如温哥华风险资本交易所。或分为全国性市场，如纽约、东京等；区域性市场，如美国波士顿、太平洋股票交易所等。或分为有中央交易场地的市场，如以上各交易所；无中央交易场地的市场，如纳斯达克。

此外，由于发展中国家的股市起步较晚，一般称为新兴市场。在北美股票市场，纽约股市一直是业内老大，俗称大板块。于是便有人不假思索地将小一些的交易场所称为“二板市场”。也有人把所有传统的证券市场称为主板，而将传统市场之外的市场通称为“二板”，国内还有知名学者将相当于沪深股市主板而言的“场外交易”称为“二板”。所以，二板之称呼早已有之，不能再称创业板为二板，因为可能造成误会。

### 三、创业板的特点在哪里

通俗地讲，创业板市场就是在证券主板市场之外的证券交易市场，它的定位是给具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务，成为中小企业直接融资的渠道。中小企业在任何国家的技术创新中都发挥着重要作用，因此，创业板在美国一出现，就引起全世界的关注。

创业板市场的独特之处在于：一是在风险投资机制中的作用，即承担风险资本退出出口的作用；二是作为资本市场所固有的功能，包括优化资源配置、促进产业升级等作用。对企业来讲，上市除了融通资金外，还有提高企业知名度、分担投资

风险、规范企业运作等作用。建立创业板市场是完善风险投资体系、为中小高科技企业提供直接融资服务的重要一环。

创业板市场主要是为中小型创业企业，尤其是为中小型高科技企业服务的，一般地说，创业板的上市标准与主板市场有所区别。成立创业板旨在支持那些一时不符合主板上市要求、但又具有高成长性的中小企业，特别是高科技企业的上市融资。因此，它的建立将大大促进那些具有发展潜力的中小型创业企业的发展。创业板一经传入中国，即引起国人广泛的注意，虽然，时而又传出怀疑的声音，但在创业板必要性的问题上基本达成了共识，之所以如此，在于创业板向国人展示了独特魅力。

### 1. 上市门槛明显降低

创业板的股本规模起点较低，总股本要求在 2000 万元以上，流通股占总股本的 25% 以上，发起人拥有的股本占总股本的 35% 以上。因此，在创业板上市的企业，流通股在 1000 万元左右的将占相当的比例，大部分将不会超过 3000 万元，比目前主板市场的流通股要小得多，流通股本小，袖珍股大量涌现，这使企业的上市门槛明显降低。

主板申请上市，规定须有中国证监会的派出机构对券商的辅导工作进行检查验收；而创业板对此没有作明确规定，从而省去了一道程序。创业板申请上市，无需事前得到省级人民政府和国务院有关部门的获准，简化了各级政府层层审批的繁琐程序。

将深圳创业板首次发布的有关发行规则（征求意见稿）与主板规则进行比较：

股本总额：创业板规定首次公开发行新股后，达到 2000 万元，而主板要求不少于 5000 万元；

持有股东人数：创业板规定持有面值 1000 元以上的个人股东达到 200 人，而主板要求不少于 1000 人；

财务指标：创业板不仅取消了公司必须赢利的规定，而且对公司的预期利润率也不再做出硬性要求，只规定创业企业开业时间须在 24 个月以上，在同一管理层下持续经营 2 年以上，经审计的有形净资产达 800 万元（系指总资产减去总负债和无形资产后的净值，但不包括土地使用权），资产负债率不高于 70%，最近两个会计年度主营业务收入净额合计达到 500 万元，最近一个会计年度达到 300 万元；而主板要求公司有最近 3 年连续赢利的记录。

这样一来，使得过去因为公司规模偏小、企业初创暂不能赢利，而产品有市场、增长有潜力的高新技术企业，或手中有好项目，而无融资渠道的中小企业获得了进入证券市场的“入场券”。

## 2. 涨跌幅度限制放宽

在《创业板交易规则》（征求意见稿）中，创业板的涨跌幅限制比例定为 20%，比主板高 10%；证券在上市首日集合竞价的有效竞价范围为发行价的上下 150 元，而主板市场规定为 5 元。如果与承销商签订协议的拟上市公司，大部分发行价在 13—15 元，如发行价在 15 元，集合竞价在开盘价最高可达 165 元，这与主板市场交易涨幅过大将设立涨停限制的做法明显不同，比深圳交易所主板市场规定的 15 元也要高得多；连续竞价的有效竞价范围，为最近成交价的上下 15 元。创业板根据市场需要，视情况还可以开设大宗交易，这也是主板市场所没有的。

创业板存在种种不确定因素，使市场风险将明显大于主板市场，但作为一个新兴的市场，其独特的魅力，将引起高风险