

公司上市动作指南

二板（创业板）市场

第一章 二板市场概述

第一节 二板市场概述

二板市场，顾名思义，即第二证券市场，也就是“标准”股票交易市场之外的市场。不过，千万不要因其名为“第二”，便小看了它的重要作用。二板市场，有时称为场外交易市场，也有叫做店头交易市场的。通俗地讲，二板市场就是一国证券主板市场（第一板市场）之外的证券交易市场，它的明确定位是为具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务，是一条中小企业的直接融资渠道，是针对中小企业的资本市场。与主板市场相比，在二板市场上市的企业标准和上市条件相对较低，中小企业更容易上市募集发展所需资金。二板市场的建立能直接推动中小高科技企业的发展。因此，二板市场通常被称为“高科技企业的孵化器”、“新兴产业的摇篮”。

国际上成熟的证券市场绝大部分都设有二板市场，不同的国家，对二板市场有不同的命名。美国的 ~~纳斯达克~~ 股票市场原来是独立于纽约证券交易所（~~NYSE~~）和美国证券交易所（~~AMEX~~）的美国二板市场，现在和美国证券交易所合并已经成为交易额超过纽约证券交易所的第一大证券交易市场。~~纳斯达克~~ 市场是二板市场的鼻祖，其他各国二板市场基本都是借鉴 ~~纳斯达克~~ 的运作建立起来的。~~纳斯达克~~ 股票市场

的上市要求低于纽约证券交易所和美国证券交易所，它的建立为那些不能在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的中小型企业提供了上市发展的机会。在英国，伦敦证券交易所主板市场设有专为中小企业服务的第二板市场——另类投资市场，对拟上市企业没有业绩要求；新加坡证券交易所主板之外的二板市场叫做自动报价市场；台湾地区的二板市场叫做柜头市场。尽管海外二板市场命名各不相同，建立时间上有很大差异，组织结构的设计上也有很多不同之处，但是，其建立的目的是相同的——都是为本国的中小企业和高科技企业提供融资服务。

进一步讲，二板市场是不同于主板市场的独特的资本市场，通过各国二板市场的比较可知，二板市场一般具有以下几个基本特征：

①没有统一的交易场所。主板证券交易市场的交易大厅以及各地营业厅向人们显示：这是从事证券买卖的地方。而二板市场的交易是一种典型的没有交易大厅、没有固定交易地点的证券交易形式，它是一个利用现代信息系统建立起来的电子网络交易系统。

②上市标准低，交易证券种类繁多。证券交易所为了保护投资者的利益，往往对上市公司的财务状况有着严格的规定。新兴中小企业虽然有好的发展前景，但在创业之初却难以达到上市标准。第二板作为主板市场的补充，对上市公司的资本规模、营业期限、前期盈利记录等方面规定相对宽，从而把那些无法在交易所上市的公司纳入市场。就交易的大类来看，主要以未能在证券交易所登记上市的证券和定期还本付息的债券为主。从发展的趋势看，交易种类呈日益上升

的趋势。

交易机制灵活。 二板市场的交易基本上是投资者与证券商、证券商与证券商双方之间的一对一的直接交易。就交易价格来讲，一般是按净价基础来确定，交易之间没有佣金。就交易额来讲，证券交易额没有数量起点和单位限制，既可以进行零数交易也可以进行大额交易。二板市场对市场参与者没有限制，既可以是机构，也可以是个人。新兴中小企业的小盘股常会遇到流动性不强的问题，良好的流动性是二板市场发挥其功能的保证。所有二板市场都采用了区别主板市场的交易机制：一是它有众多相互竞争的做市商；二是它利用了先进的科技，是一个电子化市场。做市商制度保证了市场的活跃和交易的“深度”，而电子化带来了充分快捷的信息披露。

产业构成以新兴行业为主。 二板市场是一个以新兴高科技公司为主的市场，是风险资本套现和高科技公司发展壮大市场。二板市场现代化的交易、做市商的支持、较低的上市要求和良好的服务，是高科技公司上市的首选地。

投资者构成以机构投资者为主。 鉴于市场风险较高，二板市场不宜成为一个向所有投资者开放的大众市场，而是发展为以专业投资者为主要对象的特定市场。个人投资者主要是通过共同基金和养老基金间接参与市场，这使二板市场投资者市场构成呈现出投资机构化的倾向。

第二节 二板市场与主板市场的比较

建立二板市场的主要目的在于为新兴公司（尤其是高科

技公司)提供融资途径,助其发展或扩展业务。新兴企业的高风险、高收益、高成长的特性决定了为其服务的二板市场与主板市场存在着许多显著差异:

一是特殊的市场定位及上市要求。世界各国和地区的二板市场(如美国的NASDAQ、英国的另类投资市场AIM、新加坡证券交易及自动报价系统SEAC、香港创业板市场等)大多数以“增长潜力”为定位主题,其主要服务对象为成长性好、发展前景广阔的中小型科技公司。

二是NASDAQ及欧洲主要二板市场如AIM(欧洲证券商协会自动报价系统)和NEO(欧洲新市场)的上市公司所处行业均以软件、生物工程和微电子技术为主。相比之下,主板市场主要为较大型及基础较佳的公司筹集资金。因此,主板市场的上市标准相对严格。我国的民营高科技企业规模较小,基础稍逊,不确定因素较多,主板市场的上市标准对它们而言显然过于苛刻。二板市场较低的上市要求迎合了它们的需要。通过比较很容易发现,世界主要二板市场对上市申请人的企业规模、过往业绩、经营赢利等方面的要求均较主板市场宽松得多。

三是上市企业的整体风险比较大。高科技企业本身基础较薄弱,它们可能要在一些尚未被开垦的领域寻求发展,因而,它们在产品开发及开拓市场过程中遭遇失败的可能性较大。另外,二板市场较低的上市要求也可能被一些质量较次的公司利用。这些因素均会造成二板市场上市公司的整体风险远高于主板市场。这一关键性的区别决定了二板市场与主板市场在投资者类别、交易机制和监管取向等诸多方面的差异。可以说,正是高风险性致使二板市场必须在很大程度上

独立于主板市场。

以机构投资者为主的市场。对投资者而言，二板市场风险偏高。因此，二板市场主要针对那些有能力对公司的业务情况以及所涉及风险作出透彻、客观评价的投资者（即专业投资者和充分了解市场的散户投资者）为对象。二板市场的运作理念是“买者自负”。证券监管部门向投资者提供的指引也包括明显的风险警告。世界各国许多二板市场的交易制度特别为资金量较大且熟悉投资技巧的专业投资者（尤其是机构投资者）而设，以防许多不太了解市场的投资者盲目投资于二板市场，造成不必要的损失。这些措施包括提高最低交易数额及限制投资者身份等。另外，有些二板市场对股东出售股权加以限制，并在特殊情况下发出成交单警告通知。

严格的信息披露制度。由于二板市场上市公司的不确定性因素较多，因此，二板市场的上市公司应对公司信息做更为详尽、充分、及时的披露。如香港创业板市场规定：发行人在上市之初除须按主板市场上市规则进行信息披露外，还须额外进行两项重要信息披露——活跃业务活动陈述及业务目标陈述。这两项额外信息披露的目的在于：其一，让有兴趣的投资者取得有关资料以判断申请人的业务日后是否会有良好发展；其二，防范过分激进的发行人及公司发起人取得二板市场的上市地位。如美国纳斯达克市场要求上市公司披露季度报告及重大消息，另外，香港创业板市场也规定其上市公司的持续披露责任中应增加编制季度财务报表。

特殊的保荐人制度。保荐人在为二板市场建立信心方面扮演一个关键角色。因此，二板市场保荐人必须具备高

度的专业水平。通常，监管部门对二板市场上市保荐人要求较主板市场保荐人更为苛刻。保荐人的主要责任在于以一个独立的专业团体的身份，确保申请上市的公司完全符合二板市场的上市规定、所有上市文件均完全符合二板市场上市规则，并且公司已对所有重大事项和必要信息作出充分披露。此外，二板市场上市公司往往要在更长的时期内保留保荐人。如香港主板市场申请人上市后，公司须聘有保荐人的规定即告终止，而创业板市场的发行人须于上市后至少两年内保留一名保荐人。美国证券交易委员会规定保荐人须留任 5 年。为确保保荐人符合规定的要求，主管机关定期对保荐人进行评核，以确定其是否具有保荐资格。

先进的交易系统。二板市场的交易往往不如主板市场活跃，如果采用电脑自动撮合成交的买卖盘驱动制，很可能造成市场的流通性和连续性欠佳。有鉴于此，世界各地许多二板市场全面采用以报价带动的系统（即做市商制度），包括美欧四大高科技产业证券市场（纳斯达克、纽交所、伦敦证券交易所、香港交易所）在内。报价驱动系统又称做市商制度，在这样一个交易机制下，相互竞争的做市商（做市商）为其所负责的股票挂出买卖双向报价，投资者即按此报价以做市商为对手进行交易。每只股票均有几名做市商，为同一只股票报价的做市商互为竞争对手。如纳斯达克市场每只股票必须有 5 名以上活跃的做市商。做市商制度较好地维持了证券的流通性、价格公正性及市场连续性，并大大抑制了二板市场的投机心理和投机可能性。从这一角度来说，二板市场不宜采用主板市场的交易制度。当然，为节约交易成本，二板市场可考虑采用主板市场

的结算及交收设施，两个市场可采用联合形式。

以信息披露为核心的监管取向。与主板市场相比，二板市场往往波动性较大、股份流动性偏低、公司倒闭及破产的可能性较高。同时，上市公司质地两极分化较严重。因此，二板市场的监管理念以“加强信息披露为本”，这有别于主板市场“以公司本身条件为本”的监管取向。

第三节 二板市场存在的理论基础

美国二板市场——纳斯达克二十多年的巨大成功表明：第二板市场作为一种新型的市场形态，其在实践上的尝试是成功的。探寻并深刻理解蕴藏在实践背后的理论依据是一个有意义的命题。众所周知，资本市场最本质的功能是实现资源的合理配置，第二板市场的意义就在于使这一功能得以充分发挥。首先，第二板市场特有的高风险、高收益的资源配置结构，是对主板市场单一结构的重要补充，它使资本市场变成一个交易品种琳琅满目的超级市场，从而吸引更多的企业和投资者前来参与，扩大了资源配置的“广度”；其次，第二板市场普遍采用的是做市商报价制度，这种报价交易系统与主板市场的竞价系统相比较，在市场效率和市场风险方面具有自身的优势，从而提高了资源配置的“深度”。

从增加资源配置“广度”来看，二板市场比主板市场更加宽泛。主板市场的构造设计假定投资者都是“风险厌恶者”，因而主板市场制定了严格的上市条件来保证交易客体的品质。但事实上市场主体对风险——收益组合的偏好是不尽相同的，其偏好的共同趋向是一定收益下的最低风险和

一定风险下的最高收益，而不是单纯的低风险。当追求高风险、原高收益的投资者参与主板市场交易时，其交易行为必然与暗含风险厌恶偏好的主板市场构造体系相背离，从而造成市场的结构性风险。从公司角度讲，主板市场的上市造成了公司融资的悖反现象：能够达到上市标准本身说明公司财务状况良好，从而其可获得的融资便利比较充分，既使不上市，亦可在合理成本上获取资金；而急需融资支持的公司，往往是处于初创或投资阶段，财务状况不理想，无法达到主板市场的上市标准。二板市场则可以很好地解决这些问题。二板市场的上市标准相对宽松，例如，~~香港交易所~~规定凡属研发性质的高科技公司，只要有 ~~1000~~ 1000 万美元的净资产，即使亏损也能上市。这样既为新兴中小企业的成长创造了直接融资支持，也为不同偏好的投资者提供了丰富的风险——收益投资组合，形成一个范围更广、功能更强的资本市场。

从增加资源配置“深度”来看，二板市场的做市商制度带来了交易效率、配置效率的提高和风险处置能力的增强。

(员) 交易效率是指市场以尽可能低的成本提供交易便利的能力。一般来讲，投资者进行证券投资至少要付出两种成本：信息成本和交易成本。分析表明：二板市场的信息成本和交易成本要较主板市场低。首先，二板交易的信息处理分布在两个层面上，即做市商对做市证券进行信息处理并据此提出报价，这种报价进而又成为投资者层面上进行信息处理的重要参考指标。这种机制使投资者的信息成本大为降低，特别当市场存在大量散户时，这种作用更加显著。其次，二板市场上的做市商与投资者之间是纯粹的买卖关系，他们之

间的交易不需支付佣金。当买卖价差相同时，投资者在二板市场的交易利润较竞价市场高，特别是当发生大额交易时，这种成本差异更加明显。

（圆）配置效率是指市场对稀缺资源进行最优配置的能力。配置效率的核心问题是交易信号即价格的准确性。在二板市场中，价格信号是这样形成的：做市商作为专业证券分析师优先掌握信息，通过合理分析得出报价，并将该报价交由交易者判断，市场对报价的接受程度反过来又促使报价向公平价格不断趋近，由此可见，二板市场中价格的形成是做市商综合研究与市场竞争的双重结果，它具有相当的合理性和准确度。虽然，理论上认为主板市场的竞价交易对价格揭示更有深度，并通过对金融资产的自由配置使资源由低效率部门向高效率部门流动，但这个结论是建立在完美的理论前提下，即假定交易主体是成熟理性的“经济人”，市场充分竞争且充分流通，现实中的证券市场几乎都达不到这一要求，特别是对于发展中国家的证券市场而言，因而，在许多场合中，二板市场的价格会比竞价市场来得准确和可靠些。

（猿）在风险处置方面，二板市场的做市商制度表现出独特的灵活性。竞价市场是一个由众多同质“节点”连接而成的平面网状结构。“节点”是指交易主体，它们不论是个人投资者还是自营商，在作为交易者这一角色方面是同质的。在市场还不够成熟时（即达不到充分竞争和充分流动两个要求），竞价市场的风险就会迅速扩大和深化。其原因在于竞价市场主体的同质性，在以利润最大化为惟一经营目标的约束下，市场行为同一化，市场缺乏对冲机制和稳定力量。这时竞价市场的平面网状构造与信息平行传导机制可能反而成

为加剧市场波动的因素。二板市场也是一种网状构造，但它分为两个层次：投资者作为最基本的“节点”形成第一层次，做市商构成市场的第二层次。两个层次的“节点”是不同质的，因为做市商的利润来源主要是双向报价差额，而投资者的目标是获取单向预期价差。这样，市场风险冲击被分散于两个层次上，尤其是对于非系统风险，做市商可以比较有效地加以削减。

第四节 二板市场的功能

一、二板市场功能

由于二板市场与主板市场之间存在着前面所述的诸多差异，导致了二板市场的功能和作用与主板市场相比也有着自身的特点：

其一，二板市场的市场交易容量的伸缩性，缓解了证券市场扩张期的风险。证券市场的发展往往是不平衡的。一般来说，有固定交易地点的证券交易所的扩容能力是有限的。当一国的证券发行量迅猛增长时，证券市场上的交易量不会以同速度增长，否则容易导致发行市场和交易市场发展的不平衡。因此，如果仅以加快证券上市的速度来解决证券市场容量不足的问题，则有可能会因证券交易所的超负荷运营而诱发证券市场的风险。

但二板市场则不同，由于没有固定的交易场所，二板市场的扩容能力近乎是无限的。如果把大量的新发证券分流到二板市场进行交易，充分利用二板市场的市场交易容量的伸缩性，在一定程度上可以起到化解证券市场的潜在危险的目的。

其二，二板市场的自由性，加快了资本社会化的进程。随着经济的不断发展，社会公众手里拥有的闲散资金量也在不断地扩大。如何把巨额闲散资金变成资本投资，是一国经济发展和社会稳定过程中需要解决的一个重要问题。作为证券市场的一个重要组成部分，二板市场具有提高社会公众从事

投资的热情和从根本上改变公司资本结构和经营机制、提高资源配置效率的重要作用，从而可以使资本的社会化程度越来越高。

新三板市场促进了新兴产业的成长与发展。由于新兴产业在总体上是一个高收益、高风险的产业，国际经验表明，二板市场这种直接融资方式在促进高科技产业等新兴产业发展中的作用主要体现在以下几个方面：

第一，从融资效率的角度来看，资本市场和直接融资可以为高科技产业发展，提供一种高效早在 20 年代初，在中国证券市场诞生的同时就建立了中国内地的二板市场。这就是 1991 年 10 月 1 日成立的全国证券交易自动报价系统（即 151 系统）和 1993 年成立的中国证券交易系统有限公司（即 151 系统）。其中又以 151 系统在国内的影响最大。

151 系统是国内二板市场最早的探索。当时的 151 系统是由中国证券市场研究设计联合办公室（简称联办，后改名为中国证券市场研究设计中心）的一批从国外归来的有华尔街背景的留学生创办的。当时的中国证券市场还处于早期的研究探索阶段。公司法尚未出台，证监会尚未成立，股份制尚未得到认可，全中国对股票、证券的认识尚处于争议的环境下，猛然间出来一个很超前的全国证券交易自动报价系统，用今天的眼光来看，几乎是不可思议的事情。香港有 100 年的证券交易历史，联交所推出二板市场还要力排众议，而中国内地的二板市场却与深沪两个一板市场同时起步。

151 系统于 1991 年 10 月 1 日向当时的国家体改委提交报告，11 月就实现了国内 20 个城市、100 家公司的通讯联

网，并于 1995 年 12 月 1 日在人民大会堂举办了隆重的开通典礼。

二、运作情况

深圳证券交易所成立之初并未从事股票交易。先是于 1995 年 1 月 1 日承担了我国第一次国库券发行承销试点的市场支持，然后于 1995 年 12 月 1 日上市了第一个法人股——珠海恒通置业股份有限公司。到 1996 年 1 月 1 日止，在深交所系统上市的公司共 15 家。同年，中国有关部门通知，深交所系统暂停新股上市。在此以后，深交所系统的法人股交易一直处于名存实亡的状态。上海证券交易所更是在短暂地支撑了一段时间后，同样名存实亡。

应该说，两个系统在当时都构筑了市场的基本要素，也制定了上市的基本条件。

- 系统本身依托了当时的电子网络为市场的交易载体，网络覆盖面曾达到 100 多个城市。

- 建立了市场的主要功能：即时报价，自动撮合，信息分析，统一结算。

- 形成了国债、金融债、公司债、法人股等交易品种。

- 投资建设了符合现代市场交易条件的各种软硬件设施和程序。

深交所系统主要功能可总结如下：

即时报价，自动撮合，信息分析，统一结算。

在深交所系统的 15 只法人股为：

珠海恒通、广西玉柴、成都蜀都、海南华凯、沈阳华凯、沈阳长白、杭州大自然、海国实、北京五星三环、南洋中央商场、海南航空。

在股票市场方面，**新三板**系统根据当时中国股份制改革的特点，在国家股、法人股、内部职工股并存的特殊情况下，选择了既可以交易，又不影响深沪两市公众股市场的法人股作为交易品种。

新三板系统于**1998年**1月达到交易额的最高峰，**10只**股票创下了**100亿元**的交易纪录。

尽管处于名存实亡的状态，目前**新三板**系统仍在交易。

三、主要上市条件

- 股本金 **1000**万元以上；
- 公司连续三年盈利，且利润高于银行同期利率水平；
- 法人股东必须在 **100**个以上；
- 法人股的转让，交易实行做市商制；
- 必须有财务公证机构、资产评估机构、法律顾问总协调作为流通的中介机构；
- 每笔交易的最低交易量为 **1000**股；
- 其股份制改制必须经过公司所在地方政府的批准；
- 上市流通的总协调人为中国证券市场研究设计中心；
- 上市流通由 **新三板**系统审核批准；
- 参与法人股流通的交易者必须是法人，不允许个人交易。

四、**新三板**简况

新三板法人股市场于**1998年**1月1日随着**新三板**系统的开通而建立，其管理机构中国证券交易系统有限公司经国务院主管部门批准，在国家工商行政管理局注册登记。

科创板市场有 远家上市公司，还拥有 愿家会员的 圆园余家证券营业网点以及几十万人的投资者。

由于 科创板市场其后的发展没能体现设计者的初衷，投资者实质已个人化，其历史使命和功能已完成，目前已关闭。

今天看来， 科创板系统也好， 科创板系统也好，都是在市场规则极不规范的环境下运作的，与规范的市场条件相去甚远，但这是中国经济体制改革的必然现象，没有那种勇敢的探索就不会有今天中国证券市场的成就，当时，这两个系统也为后来的中国证券市场培养了第一批市场人才，至今这些早期的弄潮儿，还是中国证券市场的骨干。

如果与即将创办的香港二板市场比较， 科创板系统与 科创板系统的市场规则、法制环境、市场环境、规范程度、设计运作水平都不可相比，这也是国内的两个不成熟的二板市场仓促诞生，纷纷消失的基本原因。虽然这已是快 愿年前的事情了， 愿年后的中国内地仍然还缺乏达到设立二板市场的一些条件。回顾过去，我们应该更多地去总结经验吸取教训，努力为创办内地二板市场创造条件。

令人感到欣慰的是，从最近获悉的消息得知，深圳证券交易所获得国务院批准设立第二板市场。深交所已原则上获准参照全美证券商协会自动报价系统（ 科创板）模式设立第二板市场。此事正处于筹划阶段。深圳市科技局局长李连和表示，国务院已原则上同意深交所建立第二板市场的计划。李连和表示，建立第二板市场不是一个城市能独立完成的。他说，国务院指出在批准深圳设立第二板市场之前，国家将借鉴香港第二板市场的运作方式。