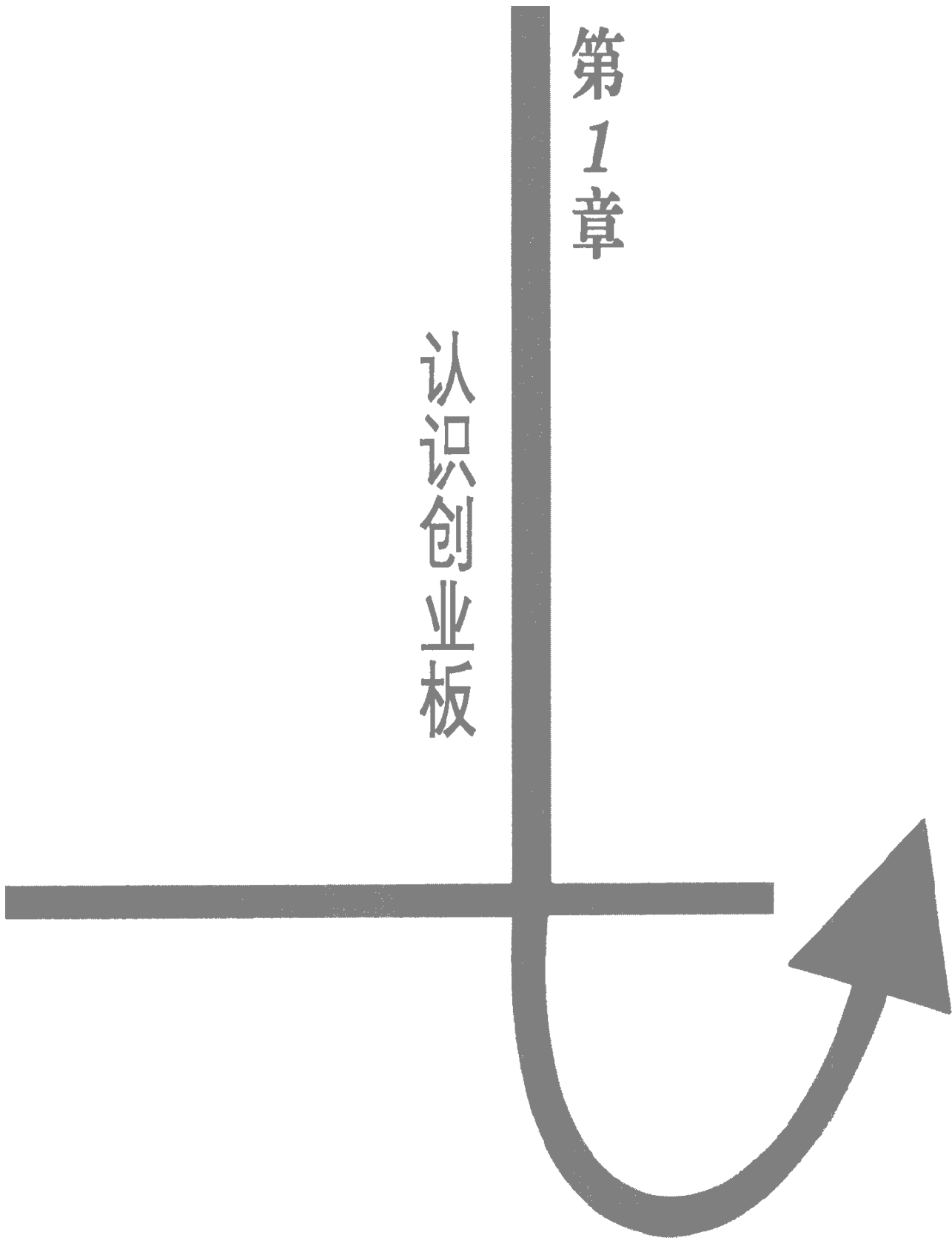


# 第1章

## 认识创业板





## 第一节 创业板市场的产生与发展

### 一、创业板市场的两个发展阶段

从世界范围看，创业板市场的发展经历了以下两个基本阶段：

(1) 起步阶段 20 世纪 60 年代至 80 年代。从 20 世纪 60 年代起至 80 年代末 欧洲、美国、亚洲地区为了解决中小企业融资问题，都致力于发展创业板市场，但大多数市场的发展不是很成功。

在美国，纽约商品交易所为了实现业务多元化，于 1962 年设立了专门针对小公司的股票市场——全国证券交易所。但是，全国证券交易所运作情况并不理想，上市公司少，知名度不高，新闻报刊甚至不愿发布它的行情。而且，它声誉欠佳，其总裁是美国证券交易所因丑闻辞职的前任总裁。1968 年美国股市虽然是大牛市，全国证券交易所却停止了交易。

与全国证券交易所相比，20 世纪 70 年代美国诞生的另一个创业板市场——Nasdaq(National Association of Securities Dealers Automated Quotation)——发展非常迅速。它于 1971 年 2 月 8 日

成立，但其诞生可追溯到 1961 年。当时，美国场外交易的行情是通过全国报价局（National Quotation Bureau）的印刷品公布的，粉红色纸公布股票行情，黄色纸公布公司债券行情。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。美国国会为了改善证券交易环境，增加证券交易品种，扶持中小企业发展，责成美国证券交易委员会对所有证券市场进行一项专项研究。1963 年美国证券交易委员会提交了其研究报告，提出了交易自动化的设想，并要求全国证券商协会将其进一步补充和完善。1964 年美国证券交易委员会聘请了一名叫阿瑟·D·利特尔的人设计自动报价系统。1971 年自动报价系统研制成功，诞生了 Nasdaq 市场，成立之初就有 2 500 家公司上市。之后，取得了迅速的发展，尤其是 80 年代一批高科技公司如微软、英特尔的上市，大大提高了 Nasdaq 的公司素质，使其成为世界上最大的创业板市场和高科技公司的摇篮。

在欧洲，创业板市场的起步是在 20 世纪 80 年代。当时，几乎欧洲的每一个股票市场都设立了一个为小公司提供上市地的市场，如伦敦交易所设立了非正式上市市场（Unlisted Securities Market）和第三市场，阿姆斯特丹设立了正式平行市场（Official Parallel Market）米兰设立了 Mercato Ristretto 巴黎设立了 March Hors Cote。但是，它们中的大多数经过短暂繁荣之后，都遇到了价格不透明和流动性较差等严重问题，对投资者和企业都无吸引力，一些市场停止交易，如阿姆斯特丹首先关闭了正式平行市场。

在亚洲，创业板市场起步很早。1963 年，日本东京证券交易所设立了面向小公司的第二部。1963 年启用 OTC 注册制度。1981 年日本派遣调查小组赴美国 Nasdaq 市场考察，回国后提出报告，建议重振日本的 OTC 市场。1983 年 6 月，证券与交易委

员会提出一份临时报告，题为《增强股票市场功能的措施：关于中小企业股票融资的可行性》，在这份报告提出后，日本监管机构决定重振 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。自此之后，OTC 市场注册的公司数量提高了 6.5 倍，使得 OTC 市场成为日本的一个重要二板市场。在新加坡，新加坡证券交易所根据 1986 年修订的“证券业法”于 1987 年 12 月 18 日正式启动交易自动报价系统 (Sesdaq)，从而形成了新加坡证券交易所的第二证券市场。之后，吉隆坡证券交易所也于 1988 年设立了第二板市场。另外，我国台湾地区的店头市场也开始发展。

(2) 发展阶段 20 世纪 90 年代。20 世纪 90 年代，人类社会逐步进入“知识经济”时代，高科技产业成为经济增长的发动机，创新企业尤其是中小高科技企业在经济发展中的重要性越来越大。在 Nasdaq 市场成功运作的示范下，为中小企业融资的创业板市场成为国际资本市场的热点，步入了发展阶段。

在这段时期，创业板市场发展十分迅速：

在北美，受美国高新技术产业的推动，Nasdaq 市场迅猛发展。1998 年末与 1988 年末相比，其市值上升了 664.3%，交易金额增长了 1559.1%，成交量增加了 549.5%，10 亿美元以上大公司的数量增长 532.2%，其市值与交易的增长率为世界主要股票市场之冠。到 1999 年底，它有 4800 多家上市公司，市值 5.2 万亿美元。此外，在加拿大，多伦多证券交易所 1991 年成立了 CDN，运作场外交易市场，吸纳新兴公司，该市场发展速度很快。而且加拿大还准备对整个证券市场进行系统分工，将 CDN 与其他的地区证券交易所（如阿尔贝塔和温哥华证券交易所）定位为专为中小公司融资的股票市场，统一管理，从而壮大了创业板市

场规模。

在欧洲，人们进一步认识到，由于缺乏一个像 Nasdaq 那样的股票市场，欧洲高成长性的小型企业很难通过股票发行上市获得发展所需资金，只能通过借债，其结果是不健康的高负债率严重制约了高成长性小企业发展。欧洲委员会支持上述观点，在 1995 年的宣言中表示：传统的欧洲股票交易所偏重于为大公司服务而忽略了小公司，导致众多小公司到美国股票市场上市，这种状况不利欧洲金融服务业发展。更为严重的是，上市困难使创业资本不易退出，阻碍了创业资本产业与中小企业发展。鉴于新兴中小企业在经济发展和就业中的重要地位，欧洲委员会鼓励采取一切必要措施建立和完善为中小企业服务的欧洲股票市场。

在欧洲委员会的推动下，从 1995 年开始，欧洲吸取了 20 世纪 80 年代失败的教训，开始新一轮的尝试，重新推出或成立新的创业板市场，包括：

1. OFFX 成立于 1995 年，独立于伦敦证券交易所，由 JP Jenkins 运作，上市条件宽松。

2. 英国另类投资市场 (AIM, Alternative Investment Market)，由伦敦证券交易所于 1996 年推出。

3. 法国新市场 (Le Nouveau Marche) 由法国证券交易所于 1996 年 2 月 14 日成立。

4. Easdaq 全称是欧洲证券经纪商协会自动报价系统，是模仿美国 Nasdaq 而成立的欧洲股票市场。它是覆盖欧洲大陆的第一个专职服务于高成长性小型企业的独立的股票市场。它的法律地位是根据 1996 年 6 月 10 日的比利时皇家法令建立的，于 1996 年 9 月 30 日正式开始交易。

5. 荷兰新市场 (NAMX)，由阿姆斯特丹证券交易所于 1997

年 2 月 20 日开设。

6. 德国新市场 (Neuer Markt), 由法兰克福证券交易所于 1997 年 3 月 10 日成立。

7. 比利时新市场, 由布鲁塞尔交易所于 1997 年 4 月成立。

8. 瑞士新市场, 由瑞士证券交易所于 1999 年设立。

9. EURO.NM 由法国、荷兰、德国、比利时、瑞士新市场等 8 个股票市场组成的欧洲创业板市场。

10. 英国技术股市场 (TechMARK) 由伦敦交易所于 1999 年 11 月推出。

在亚洲, 引人注目的是中国香港特别行政区于 1999 年秋推出创业板市场。在香港特区设立创业板市场的讨论早在 20 世纪 80 年代中期即已开始。1986 年、1990 年及 1996 年香港联交所曾三次公布关于设立创业板市场的咨询文件, 结果均因条件不成熟而遭搁置。1997 年 7 月, 中国香港联交所成立一专门小组, 因应最新情况就设立创业板市场作出研究, 中国香港特区行政长官董建华在其 1998 年度施政报告中, 也提出了设立“第二板”市场的措施, 联交所就此第四次发出咨询文件, 最后于 1999 年 11 月 15 日成立了创业板。创业板的推出, 有利于中国香港调整产业结构, 改变香港股市金融业、地产业比重过高的状况, 巩固香港国际金融中心地位。

此外, 日本的 OTC 市场于 1991 年引入 Jasdaq 交易系统, 提高了市场流动性, 市场发展迅速, 上市公司达 800 多家。另外, 东京证券交易所于 1999 年 11 月推出了新兴增长公司市场。韩国于 1996 年 7 月将 Kosdaq 交易系统引入场外交易市场, Kosdaq 正式成立, 并计划成立针对更小公司的第三市场。马来西亚于 1997 年模仿 Nasdaq 设立了 Mesdaq。我国台湾地区店头市场于 1994 年进一步放松了对高科技企业上市标准, 市场规模继续扩

大，成为世界上最大的场外交易市场之一。此外，台湾地区证券交易所还准备开设一个针对规模更小企业的股票市场。泰国证券交易所于 1999 年 6 月成立了另类投资市场 (Market for Alternative Investment)。

## 二、创业板市场的功能与意义

创业板市场的迅速发展，具有十分重要的功能与意义。从微观上看，创业板市场具有为中小创新企业持续发展融资、为创业投资提供出口、促进企业激励机制建立的功能；从宏观上看，创业板市场对高科技产业的发展、产业结构的调整、资本市场的深化以及就业的增长都具有深远的意义。

### 1. 创业板市场为中小创新企业提供了重要的融资渠道

新兴的创新型企业资金来源一般有如下几种渠道：

- \* 个人、家庭成员或好友资金
- \* 银行贷款
- \* 创业投资基金
- \* 私人投资者或投资天使 ( informal investor, business angel)
- \* 公司投资 ( corporate venturing)
- \* 股票市场

个人与亲朋好友资金为内部资金，其他为外部资金，外部资金中银行贷款为债务融资，其他为股权融资。

一般地，股票市场在创新企业的种子期、起步期的融资中不发挥直接作用，但是在创新企业的早期发展与持续发展阶段为中小公司提供了有力的资金支持，它从创业投资家手中接过“接力棒”促进企业发展壮大。在 Nasdaq 证券市场上，高科技公司

由小做大的例子俯拾皆是。

以微软为例。微软创立于 1975 年，发行上市前的 1985 年，其总收入为 1.62 亿美元；1986 年 3 月上市，股票发行上市为其增资扩张创造了良好的外部条件。从 1995 年到 1998 年 4 月，微软公司顺利实施了 28 项并购与 32 项投资，总资产和净资产分别增长了 1.7 倍和 1.4 倍。到 2000 年，总收入增加到 229.56 亿美元，1999 年底市值突破 5 000 亿美元，居世界首位。

又如美国的高科技网络公司。在 20 世纪 90 年代后期它们依托资本市场源源不断的资金供给，展开了大规模的兼并重组，在剧变的网络市场竞争中整合资源与市场，如：1998 年美国在线 AOL 重组网景业务，Home 购并 EXCITE，Yahoo 购并美国网上广播公司。

## 2. 为创业投资提供出口

创业板市场除了为企业持续发展提供资金之外，还增加了企业股份的流动性，便于早期投资者，尤其是创业投资公司退出。

创业投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。它具有如下几个特征：一是高风险，高预期收益，高成长性，投资周期长；二是拥有一批具有创新精神的专家，包括财务专家、技术专家和管理专家，凭借专家优势直接参与企业战略管理；三是有一个退出机制。创业投资家投资的目的不是长期控制企业，无限期投资，不以追求产品利润的实现来获得回报，其根本目的与动机是获得高额投资回报。往往在企业发展到一定阶段后，创业投资家就会抽出投资，实现风险投资的增值，并将套现资金投入新的项目，形成良性循环。一个创业投资的退出机制是创业投资存在的必不可少的条件。

创业投资退出的途径主要有：股份上市、股份转让、公司

清理。

(1) 股份上市 通过创业投资企业向社会公开发行股票，创业投资家可以得到增值数倍的资本回报，创业人员也得到较高的报酬。创业板市场专为新兴企业制定了发行与上市的条件与标准，是创业投资退出的理想股票市场。

(2) 股份转让 这包括股份出售与股份回购两种形式。

出售可分为一般收购和“第二期收购”。一般收购主要指公司间的收购和兼并；“第二期收购”指一家创业投资公司投资的企业被另一家创业投资收购，并由其进行下一期投资。出售方式的优点是创业投资家可以获得现金，从企业完全退出；其缺点是管理层不欢迎收购方式，因为一旦收购后企业就缺乏独立性，管理层权力受限。

股份回购指由公司回购创业投资家所持有的本公司股份。股份回购可以通过卖股期权和买股期权来实现。卖股期权指给予创业投资家一项期权，要求创业者或公司以预先商定形式购买其手中的公司股票。买股期权指给予公司一项期权，使其以相同或类似的形式购买创业投资者手中的股票。

(3) 清算与破产 当创业投资家认为其所投项目不能安全运行，不能保证预期的较高资本回报时，可以采取清算与破产的方式退出。通过清算方式退出，创业投资公司只能回收原投资额的一部分。

从以上几种退出方式比较来看，股份上市以其较好的激励效应、示范效应与增值效应成为实现投资收益的理想退出途径。在美国约有 30% 的创业投资采用这种方式退出。从各国与地区创业投资业发展来看，一个支持创业投资退出的资本市场对创业投资业的发展至关重要，美国的创业投资业之所以蓬勃发展，部分原因就在于有一个支持创新的 Nasdaq 股票市场。

反观亚洲 创业投资业不甚发达 原因有多方面 如在文化方面 亚洲人较少愿意承担风险 在运作方面 许多创业投资公司的管理人员来自银行业，过于保守。除此之外，一个重要因素是在资本市场组织方面，缺乏一个能为创业投资提供出口的有效机制。以日本为例。日本在 20 世纪 60 年代后期，一批创新企业设立，成立了几家创业投资公司，出现了一个创业投资高潮。但是，当时日本场外市场自身有缺陷，未能提供一个有效的出口机制，制约了日本创业投资业发展，导致新企业筹资有困难。

欧洲，德国、法国、瑞士等也意识到缺乏一个高效的创业板市场，限制了中小型创新企业以及创业投资业的发展，因此大力发展创业板市场。

### 3. 促进公司建立良好的激励机制

中小型的创新企业大多是知识密集型企业，人力资本发挥着重要作用。通过在创业板市场上市，公司可以采取股票期权、职工持股计划等激励手段，使职工更关注企业的发展，关注外界对企业的评价，从而鼓励职工参与公司的价值创造，促进企业高速发展。这种作用在中小高科技公司中尤其明显，因为雇员的表现对中小科技公司更易产生影响。

## 第二节 认识创业板市场

### 一、创业板市场基本特征

就狭义的创业板市场而言，它有如下基本特征：

### 1. 前瞻性市场

从上市公司发展特点来看，创业板市场注重的是公司是否有发展前景和增长潜力，是否有较好的战略计划与明确的主题概念。独特概念与高成长性最能得到投资者认同。以 Nasdaq 市场的 @ Home Network 公司为例。@ Home Network 公司股票于 1996 年 7 月发行，该公司主要业务是利用公司在技术上的突破通过自己的网络提供因特网服务，使下载信息的速度大大超过传统的拨号方式。独特的概念刺激了投资者的需求，公司因此扩大了发行规模，并将发行价提高至 9~11 美元之间。发行日，公司股票涨幅超过 130% 市值达 15 亿美元 随后 超过 20 亿美元。但是公司第一季度只有 8 万美元的收入，开支却达 1 100 万美元。显然投资者购买的是一家“概念”公司，而不是一家盈利丰厚的成熟公司。

### 2. 上市标准低

因为创业板市场是前瞻性市场，所以对公司的规模与历史记录要求都较低。如美国 Nasdaq 小盘股市场对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 4 000 万美元。中国香港创业板市场对上市公司最低市值要求为 4 160 万港元，而主板市场对此要求为 1 亿港元。

### 3. 高风险市场

与主板市场公司相比，创业板市场上公司通常规模小，业务处于初创阶段，有关企业业务属于新兴行业，缺乏盈利业绩，面临的技术风险、市场风险、经营风险较大，上市公司破产倒闭的概率比主板要高。因此，创业板市场运行有较大风险。

#### 4. 信息披露为本的监管理念

由于创业板市场的高风险，创业板市场要奉行严格的监管原则。不过，在监管理念上以信息披露为本，让投资者根据信息自行承担风险。

#### 5. 入市门槛较高

在中国，创业板市场将主要针对熟悉投资的个人投资者与机构投资者。由于投资高风险的特性，创业板市场主要针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者，包括：专项基金，如小盘股基金、高科技、电信或生物科技等行业基金；创业投资公司；共同基金；有经验的私人投资者等。

## 二、创业板市场组织模式

从各国和地区创业板市场发展过程看，创业板市场逐渐演变成如下两种主要组织模式：附属模式与独立模式。

### 1. 附属模式

即创业板市场附属于主板市场，这种模式又可分为如下三种形式：

(1) 第二部形式 创业板市场作为主板市场的补充，与主板市场组合在一起共同运作，拥有共同的组织管理系统和交易系统，甚至采用相同的监管标准，所不同的主要只是上市标准的差别。它通常是主板市场的后备市场，培育一些日后可在主板市场上市的公司，同时也接纳不再符合主板上市条件、

从主板市场退出的公司。日本东京证券交易所的第二部和吉隆坡证券交易所的创业板市场等即是这种形式。这种模式的优点是相对较简单，设立成本低，在上市公司之间建立了流动机制，缺点是缺乏独立的管理与独立的监管概念，没有明显的针对性，与主板市场运作容易出现趋同，不能体现其独特优势。

(2) 相对独立模式 即创业板市场虽附属于主板市场 但由主板成立的一个独立的机构运作，拥有独立的组织管理系统与监管标准，有的市场的交易系统建立在主板交易平台上，有的则采取与主板完全不同的交易系统。英国的 AIM、法国新市场、加拿大的场外交易市场 CDN、中国香港的创业板属于这种模式。这种模式设立的成本比第二部高，但在形成创业板市场的独特概念方面优于第二部，在 20 世纪 90 年代日益被越来越多的国家与地区采用。

(3) 市场中市场模式或板块模式 即创业板市场是由主板市场中创新高科技公司组成的一个板块，同时主板市场上市规则中有鼓励中小创新公司上市的特别规则，伦敦证券交易所的技术股市场就属于这种模式。这种模式设立的成本低，不过目前采取这种模式的不多。

## 2. 独立模式

创业板市场与主板市场分别独立运作，拥有独立的组织管理系统和交易系统，并且大多数采用不同的上市标准。而采用的监管标准，在一些情况下是完全相同的，在另一些情况下则存在着或大或小的差异。美国的 Nasdaq、日本的 Jasdaq 和马来西亚的 Mesdaq 即是如此。这种模式有利于证券市场间竞争，形成独特的市场概念，不利之处在于设立成本、组织费用相对于附属

模式较高，耗用的人力资源也较多。

### 三、创业板市场上市机制

与主板市场相比，创业板市场的上市机制具有一些独特的特点，具体体现在创业板市场的上市规则之中。

#### 1. 保荐人制度

由于创业板市场风险较高 为建立市场信心 加强监管 大多数创业板市场在上市规则中明确规定了保荐人（上市顾问或推荐人）制度，要求上市公司必须聘请一名保荐人负责进行首次上市的工作，并在公司上市后的一段时间内提供专业协助，确保上市公司履行创业板市场上市规则，并充当上市公司与创业板市场组织者之间的桥梁，在监管方面承担着较大的责任。保荐人承担较大的监管责任是创业板市场监管方面的一个特点。保荐人可以是会员，也可以是一些专业团体（例如会计师或律师事务所）

保荐人主要作用通常包括：

- ☞ 保证发行人遵守上市规定；
- ☞ 保证发行人遵循上市申请过程；
- ☞ 对上市文件进行审慎仔细审核，确保文件符合上市规则及其他规定，其中所载信息完整、准确、无误导，使投资者能在掌握有关资料的情况下就公司投资性作出判断；
- ☞ 保证上市公司管治程序符合有关规定；
- ☞ 对发行人董事履行其责任与义务方面提出指导。

保荐人要履行上述责任 需具有较高的专业水平 使管理层

确信其能履行相关的责任和活动。为此，创业板市场上市规则通常对保荐人、申请人规定了一系列资格条件。这些条件包括：可从事投资顾问业务的资格；一段时间前未曾受过证券监管机构的处罚的记录；资本要求；有在主板市场从事过保荐人的经验，等等。

如果保荐人没有很好地履行相关责任和义务，其保荐人资格可能被撤销。在这种情况下，发行人必须努力寻求新的保荐人。

一些市场规定上市公司在上市期间须一直有保荐人，一些则规定在上市后一段时间内须有保荐人。

保荐人是投资者了解创业板上市公司信息的一个重要参考指标，不可忽视。

## 2. 上市标准与上市费用低

同主板市场一样，创业板市场的上市要求主要包括市值、股本数额、净资产值、业务记录、公司股东数目、最低公众持股量等等。但是它主要是为基础较薄弱、不符合主板市场要求的新兴公司所设立，上市要求相对较低。通常这种标准的放松体现在公司（股本、资产与市值）规模、盈利能力及经营历史这三个方面。从表 1.1 Nasdaq 和纽约证券交易所上市标准的比较中即可窥见一斑。

从比较中可以看出，纽约证券交易所对上市公司要求很高，在企业规模方面，要求企业有形资产净值达到 4 000 万美元，是 Nasdaq 小型资本市场所要求净值的 10 倍，在税前收入、公众流通股数量、流通市值等方面，纽约证券交易所的要求也都远高于 Nasdaq 市场。

表 1.1 Nasdaq 与纽约证券交易所上市标准比较

指 标	Nasdaq 小型资 本市场	Nasdaq 全国 市 场	纽约证券交 易 所
有形资产净值	400 万美元	600 万美元	4 000 万美元
税前收入	—————	100 万美元 <sup>②</sup>	250 万美元
公众流通股	100 万	110 万	110 万
流通股市值	500 万美元	800 万美元	4 000 万美元
最低股价	4 美元	5 美元	—————
公众持股人数	300	400	2 000
经营历史	1 年或 5 000 万 美元 <sup>④</sup>	—————	至少 3 年

证券交易市场为股票交易提供了必要的场所、技术设施和相关服务，相应地应向上市公司收取上市费用。上市费用通常依流通股数量而定，包括上市初费和上市年费两部分。由于创业板市场的公司大多无盈利，为了减轻中小企业上市负担，创业板市场上市费用低于主板市场。如以一只 1 000 万股的小盘股为例，纽约证券交易所的最初上市费用比 Nasdaq 小型资本市场高出近 10 倍，达到 102 100 美元，而每年的年费也要高出 66%。上市费用是纽约证券交易所最主要的收入来源，而 Nasdaq 证券市场的收入来源主要是股票上市后的交易。

所有市场的上市标准都在不断调整中，对再次发行的标准一般低于初次发行。在某些指标上存在着可供选择的标准。

② 以过去一个财政年度或过去三个财政年度中的两个作计算时间。

③ 除此之外，企业需要在过去每年有 200 万美元的税前收入或过去三年的税前收入总和达 650 万美元，其 450 万美元是在上市前一年获得的。所有三年必须是盈利的。

若经营历史少于一年，则需市价总值达到 5 000 万美元。