

创 业 板 市 场

——上市与运作

张摇颖摇杨摇杰摇编著

对外经济贸易大学出版社

陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑
印數 陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑 陽昇苑 定價 陽昇苑 元

前摇摇摇言

摇摇圆世纪 怨园年代以来 ,世界经济出现了向新经济转化的明显特征 ,新经济的实质 ,是现代科学技术与现代金融体系的有机结合、交互作用和协调发展。由于现代金融体系是建立在资本市场基础上的 ,因此 ,在新经济的形成和发展过程中 ,资本市场特别是创业板市场对其提供了一个完整的支持体系 ,没有资本市场特别是创业板市场的存在和作用 ,就不可能有新经济的异军突起和蓬勃发展。创业板市场的设立将对中国资本市场的发展和完善起到重要的作用。

创业板市场就是一个专为高新技术企业和高成长型中小企业上市融资提供便利以帮助其扩展业务 ,同时也为风险投资者提供套现或集资机会的投资场所。该市场不论从市场的组织构架 ,还是上市与规则 ,乃至行情显示器或电脑显示系统 ,都与先行的沪、深证券交易市场(主板市场)完全独立 ,是一个全新的证券交易市场。从市场功能及运作程序上讲 ,创业板与先行主板市场并无主次之分 ,只是在功能上各有侧重。设立创业板在中国资本市场发展史上具有革命性变革的意义。

中国资本市场从形成到发展 ,已经走过了将近 贰年的历程。在这个过程中 ,既有比较成功的经验 ,也有值得吸取的教训。从发展主板市场到建立创业板市场 ,既是资本市场发展的逻辑结果 ,也是人们对社会经济发展和资源配置机制在认识上得以深化的综合结果。我国建立创业板市场 ,是改革与发展的双重要求和客观趋势。首先 ,建立创业板市场是发展股份经济的内在要求 ,这是因为 ,建立创业板市

场是校正主板市场行为偏差的必要手段,是完善资本市场体系的重要途径。其次,建立创业板市场是在我国发展高新技术产业和知识经济的内在要求。创业板市场为中小企业提供了一个适宜的、公平的融资环境,使其既成为中小企业进入资本市场的“龙门”,又成为高新技术企业的摇篮。创业板市场为风险投资提供了一个退出机制,这在客观上会促进风险社会化过程的加快和完善。创业板市场为中小企业和科技创新提供了一个社会评价机制和选择机制,通过市场竞争的压力和优胜劣汰的作用,实现强者恒强和弱者变强的发展过程。第三,建立创业板市场是培育我国市场经济微观基础的内在要求。由于我国正处于经济体制模式 and 经济发展模式的转型阶段,因而我国的创业板市场除了主要服务于支持技术创新外,还负有促进资源配置机制市场化的功能,除主要服务于中小企业特别是高新技术企业融资外,还负有促进企业转制的功能,即促进公司法人治理结构的建设。创业板市场的建立,全流通的股票可以极大地提高企业高级管理人员经营和管理的积极性,使公司的经营业绩及股票价格的变动与经营者自身的利益建立起内在的和有机的联系,而且,采取滚动式变现的期股、期权制度,还可以对经营者产生内在制约,促使其科学决策和经营。同时,创业板市场的示范效应也会激活主板市场,促使主板市场尽快建立起有效的制约机制和激励机制,完善公司法人治理结构。

本书通过对创业板市场相关知识的介绍,旨在为广大投资者在进行投资决策时提供参考。由于时间仓促,作者水平有限,难免有不少不当与遗漏之处,敬请读者批评、赐教。

作者

圆园园年 怨月

目摇摇录

第一篇摇创业板市场概述篇

第一章摇创业板的内涵与特征	(猿)
摇摇一、创业板的内涵	(猿)
摇摇二、创业板的特征	(源)
第二章摇我国创业板市场设立的客观必然性	(员园)
摇摇一、设立条件	(员园)
摇摇二、市场规则	(员员)
摇摇三、政策支持	(员圆)
第三章摇创业板的定位	(员猿)
摇摇一、创业板的合理定位是市场正常运作和 有效运作的前提	(员猿)
摇摇二、政府部门参与认定的弊端	(员源)
摇摇三、市场竞争的需要	(员缘)
摇摇四、市场稳定发展的需要	(员缘)
第四章摇创业板市场 :中国资本市场的发展和完善	(员远)
摇摇一、建立创业板市场是发展股份经济的内在要求	(员远)
摇摇二、建立创业板市场是发展高新技术产业和	

知识经济的内在要求	(员圆)
摇摇三、建立创业板市场是培育我国市场经济微观基础的内在要求	(圆圆)

第二篇 创业板市场运行机制篇

第五章 创业板市场上市标准	(圆缘)
摇摇一、创业板市场上市标准选择	(圆缘)
摇摇二、创业板市场关注的相关产业	(圆远)
摇摇三、创业板市场企业预选标准	(猿圆)
第六章 创业板市场的结构、交易机制	(源圆)
摇摇一、创业板市场的结构	(源圆)
摇摇二、创业板市场的做市商制度	(源猿)
摇摇三、创业板市场的保荐人制度	(源圆)
摇摇四、创业板市场的交易机制	(苑圆)
摇摇五、海外创业板市场交易制度比较分析	(苑圆)
第七章 创业板市场会计	(苑圆)
摇摇一、我国创业板市场会计问题的处理	(苑圆)
摇摇二、内地企业在香港创业板上市前财务会计问题的处理	(苑圆)
摇摇三、香港创业板上市会计问题的处理	(愿圆)
第八章 创业板市场对主板市场的影响	(愿圆)
摇摇一、部分主板上市公司的重新定位	(愿圆)
摇摇二、券商面临更大挑战	(怨圆)

第九章 创业板市场的退出机制	(猿缘)
摇摇一、创业板市场建立摘牌制度的必要性	(猿缘)
摇摇二、创业板市场建立摘牌制度的可行性	(猿远)
摇摇三、纳斯达克退市规则透析	(猿愿)
摇摇四、纳斯达克退市程序	(猿怨)
摇摇五、香港创业板上市公司如何退市	(猿猿)

第三篇 创业板市场风险篇

第十章 创业板风险分析	(猿怨)
摇摇一、风险投资与创业板	(猿怨)
摇摇二、创业板市场风险分析	(猿源)
摇摇三、创业板市场风险防范	(猿缘)

第十一章 创业板的法律、法规介绍	(猿愿)
摇摇一、《公司法》针对创业板市场需要修订的有关条款	(猿愿)
摇摇二、公司法和创业板存在抵触的方面	(猿怨)
摇摇三、深圳证券交易所创业板股票上市规则	(猿圆)
摇摇四、中国境内企业申请到香港创业板上市审批与 监管指南	(猿缘)
摇摇五、赴香港创业板上市的法律要点指引	(猿愿)
摇摇六、香港创业板上市规则及法规政策分析	(猿员)

第四篇 创业板市场借鉴篇

第十二章 创业板、主板与香港创业板比较分析	(猿怨)
摇摇一、发行上市核准主体及上市标准	(猿怨)
摇摇二、公司管治及股票购买、出售限制	(猿圆)

摇摇三、信息披露	(圆园园)
摇摇四、股票交易	(圆园袁)
摇摇五、保荐人	(圆园原)
 第十三章 摇境外创业板简介	(圆园元)
摇摇一、美国 纳斯达克市场简介	(圆园元)
摇摇二、巴黎股市的“ 新市场 ”	(圆园愿)
摇摇三、吉隆坡二板市场	(圆园元)
摇摇四、伦敦证券交易所 创业板市场	(圆园猿)
摇摇五、韩国“ 高斯达克 ”市场	(圆园缘)
摇摇六、香港创业板市场	(圆园愿)
摇摇七、日本 创业板市场	(圆园元)

第 一 篇

创业板市场概述篇

第一章

创业板市场的内涵与特征

一、创业板市场的内涵

创业板称谓先后经历过高新技术板、第二交易系统及创业板的名称演变。与之类似的市场有美国的纳斯达克市场、欧盟的创业板市场和香港的创业板市场等等,其中最具可比性的当然是香港创业板市场。那么什么是创业板市场呢?香港联交所颁布的《香港联合交易所创业板证券市场上市规则》是这样定义的:“创业板市场就是一个专为高新技术企业和高成长型中小企业上市融资提供便利以帮助其扩展业务,同时也为风险投资者提供套现或集资机会的投资场所。”

创业板不论是从市场的组织构架,还是上市与规则,乃至行情显示器或电脑显示系统(专门显示创业板市场的证券行情,且欲进入创业板市场交易者还必须另开专门的股票账户),都与现行的沪深证券交易市场完全独立,因此是一个全新的证券交易市场。也就是说从市场功能及运作程序上讲,创业板与现行主板市场并无主次之分,只有诞生时间的先后而已。因此,我们可以把今后的创业板市场理解为与现行沪深证券市场(主板市场)是功能上各有侧重的市场。

理论上,因近几年我国民营企业及乡镇企业发展迅猛,它们对中国经济的贡献越来越大,也就是说,这些企业成长相当快,但大多数

规模偏小,迫切需要进一步吸收资金来实现资本更大规模的扩张。这就为内地创业板市场的发展留下了宽广的空间。

二、创业板市场的特征

创业板市场有如下特征:

(一) 创业板市场是前瞻性市场

创业板市场对公司历史业绩要求不严,过去的表现不是融资的决定性因素,关键是公司是否有发展前景和成长空间,是否有较好的战略计划与明确的主题概念,市场认同的也是公司的独特概念与高成长性。以美国纳斯达克市场的网景公司为例。网景公司于1995年5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12.5美元之间。发行日公司股票涨幅超过100%,市值达1.5亿美元,随后超过2亿美元。但是公司第一季度只有100万美元的收入,开支却达1500万美元。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。从这个意义上讲,创业板市场并非只是主板市场之外的一个市场,它具有很强的针对性,主要是吸纳那些能提供新产品与新服务,或公司动作有创意,具有较大增长潜力的公司。

(二) 上市标准低

因为创业板市场是前瞻性市场,因此其上市的规模与盈利条件都较低,大多对盈利不作较高要求。如美国纳斯达克小盘股市场仅需要100万股,香港创业板也仅要求公众持股的最低量为1000万港元,并且均不要求有盈利记录。

摇摇(三) 创业板市场是高风险市场

与主板相比,创业板市场上市公司规模小,业务属于初创时期,有关企业业务属于新兴行业,缺乏盈利业绩,面临技术风险、市场风险、经营风险以及内幕交易和操纵市场风险都很大,上市公司破产倒闭的概率比主板要高。

(四) 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。

(五) 创业板上市公司行业特性优良

创业板上市公司是代表新经济发展方向、科技含量高、有广阔前景的企业。一般而言,高科技企业的成长过程可分为“种子 原创建 原成长 原扩张 原成熟”五个阶段。其中创建阶段是技术创新和产品试销阶段,成长阶段是技术发展和产品批量上市阶段,扩张阶段是不断赢得顾客、扩大市场份额的阶段。在这三个阶段中由于企业对资金的需求和对企业投资巨大的风险存在,风险投资的介入是必需的,而创业板的开设则是在上述企业发展到成熟阶段后为风险投资设立的一个退出通道。也就是说,创业板上市企业大多数是处于成长、扩张阶段的高新技术企业,虽然对它们投资的风险较大,但总体上其巨大的发展前景对投资者仍有相当大的吸引力。无论在什么情况下,这一判断不应有丝毫动摇,即使是 纳斯达克指数从缘四点左右回调到目前的猿四点左右,那也是上升过程中的调整。

(六) 创业板的开设是民营企业发展的历史性机遇

新中国成立以来,我们一直强调发展国有经济,而国有企业也一

直在我们的经济活动中占绝对主导地位。改革开放以来,一大批乡镇企业得到了很好的发展,这是改革开放以来党和国家鼓励乡镇企业发展以及在中国农村经济强烈的提升要求背景下实现的。在今天的上市公司中,“万向钱潮”、“科龙”、“雅戈尔”等一批乡镇企业已经壮大到相当的规模,资产已到十几亿、几十亿元的水平,在同行业中处于领先地位,收益也稳定增长。可以说,中国乡镇企业的发展已经到了一个新的水平。

同时我们也看到,中国的民营企业至今还处于发展的初期。这与我们的政策导向与社会背景密切相关。就在十年以前,我国居民的个人积累都不可能达到可以创业的水平,而在 20 世纪 80 年代初、中期成立的民营企业,它们的原始积累也多多少少含有“灰色”的成分。今天,我国的民营资本积累已经有了一定的水平(这从我国城乡居民储蓄自 1980 年以来年均 15% 以上的增长率、目前在六万亿元的水平可见一斑,而这个数字的绝大部分是由人口只占百分之十几的城镇居民所掌握)。但民营企业的发展目前仍处在初期的水平,这一方面是因为个人投资面临的风险因素较多(这不仅仅表现在经济方面)使不少人望而却步,另一方面民营企业在创立以后发展中所面临的环境也不是有利于其得到良好发展的,就拿贷款来说,民营企业在这方面就长期受到相当不合理的限制。

从创业板的上市规则看,“首次公开发行新股后,股本总额达到人民币 3000 万元”、“首次公开发行新股后,发行前股东持有股份达到公司股份总数 25% 以上”、“申请股票发行的审计基准日,其经审计的有形净资产达到人民币 1000 万元”。我们可以推算出,净资产值在人民币 1000 万元左右的企业就达到申请创业板上市的基本要求。而我们认为,我国有发展潜力的民营企业中相当一部分处于这一规模。同时我们也看到,创业板的服务对象中,科技含量高的企业、中小企业、民营企业是其中之首选。这样,有充分理由认为,创业板的开设对于我国的民营企业而言,是一个重大的历史性机遇。

民营企业作为我们国家经济中越来越重要的一个成分,在我国的经济舞台上扮演着越来越重要的角色,在其面临历史性发展机遇的时候,证券市场会以相当大的热情来反映这一历史事件。从这个意义上讲,创业板市场也会受到投资者的热烈追捧。

(七)良好的股本结构设计使创业板上市公司从根本上健康

根据创业板股票上市规则:“上市公司董事、监事、高级管理人员在离职六个月后方可出售其持有的该上市公司股份”、“上市公司公开发行前的所有股东自公司股票上市之日起一年内不得出售其所持该公司股份”。这两条规定意味着创业板上市公司股票在上市后的一个不太长的时间,可以全部流通。对于我国的证券市场而言,这是一件意义相当重大的事情。我们可以通过对目前主板市场的相关情况说明加以解释。

主板市场的十年发展说明了一个问题,由于股本结构设计上的缺陷,大量非流通股的存在,使我们的上市公司不同程度地存在大股东控制、大股东侵犯小股东权利的现象,经理班子由大股东任命而缺乏淘汰机制,流通股和非流通股在一个公司中存在导致公司价值扭曲,更进一步导致上市公司行为扭曲,即上市公司不以股东权益最大化为自己的经营目标。由此种种导致上市公司二级市场价格的扭曲。

从我们股市十年左右的发展历史中还可以发现,它的运行规律并不是价值的回归的实现,而是“流通市值回归”。这从两个方面可以得到印证:一是在历年出现的涨幅惊人的大黑马中,小盘股居多;二是不论业绩好坏,小盘股股价普遍较高,而大盘股的定位则普遍较低。在这种情况下,业绩已不是投资价值发现的重要依据,“垃圾股”、“绩差股”疯狂投机;“劣币逐良币”在股市中出现,资源配置优化功能难以充分实现。

创业板上市公司由于股本结构的设置相对于目前主板上市公司

而言比较优良,因而公司的法人治理结构会有比较好的体现,上市公司的成长会更为健康,公司价值也有望得到正常的市场反映。

资本在追逐利润的同时也是非常理性,由于股本结构的优良使创业板上市公司从根本上比较健康,那么,我们完全相信资本市场会以比目前对主板市场更大的热情来欢迎创业板的诞生,从这点出发也可得出创业板会受到市场热烈追捧的结论。

(八)我国创业板有广泛借鉴后的高起点

在主板以外开设第二板或创业板,世界上不少国家都做过这方面的工作。那么,对境外的同类市场作一些比较研究,相信对于我们的创业板市场有不少益处,这里我们通过对美国、~~曼哈顿~~和香港创业板市场的一些特点分析来得出对我们开设创业板有益的东西。

~~曼哈顿~~还是世界上公认最成功的科技股市场,经过 ~~猿~~年的发展,已经比较成熟,目前上市公司总数已有 ~~源~~家,市值达 ~~缘~~亿美元的水平,股价指数也从 ~~圆~~世纪 ~~怨~~年的 ~~缘~~点左右、~~灵~~年的 ~~员~~点左右一路上升,至 ~~圆~~年年底达到 ~~缘~~点的水平,经过调整,现在仍在 ~~猿~~点以上,显示出其健康成长的基本特性。香港创业板市场于 ~~圆~~年年末开设,至 ~~圆~~年 ~~猿~~月底其上市公司数目在 ~~源~~家左右,该市场在 ~~圆~~年年初曾比较活跃,后来就渐渐淡静,目前指数也从最高时的 ~~员~~点左右下滑至目前的 ~~源~~点左右。

由于两个市场发展历史相距太大,所以简单地进行类比是不恰当的,但对现状差异的原因加以分析,其启示还是相当强的。

首先是市场规模,虽然这个规模要经过时间来达到,但显然它是证券市场成败的基础之一,大资金无法进出的市场是不可能得到良好发展的,股市的几大功能也无法在此充分实现,在这方面,我们有过月股市场的教训。

其次是上市公司的行业结构,上市公司整体的科技水平和发展潜力。~~曼哈顿~~市场中,计算机、电子、通讯、生物制药等行业占据主

导地位,其中从事计算机行业的公司占公司总数的 员豫左右,市值为整个市场的 源豫左右,市值紧随其后的是电子和通讯公司,其市值分别为总市值的 员愿豫和 员缘豫左右,生物制药公司数也占上市公司总数的近 远豫,市值占总市值的 缘豫,该几类行业在 粤粤粤市场中充当了发动机的作用。反观香港创业板市场,其上市公司行业结构就显得比较单薄,网上资讯公司数占了公司总数的 苑豫,计算机软硬件公司数仅占 怨豫。这种市场结构在网络股降温的大背景下市场情况可想而知。

第三是盈利性的要求,股市发展的最终动力在于上市公司业绩的总体提高,所有概念的炒作最后必须落在公司盈利实在增长上,大多数网络公司达不到这一要求,所以市场对其进行冷静反思实属正常。

相信以上几点在我们的创业板设计时,管理层会予以充分考虑。这从“咨询文件”中也可以找到一些答案,比如保荐人制度可以认为是仿效香港创业板设立的。这样,通过对先行者经验教训的认真总结,有理由认为我们的创业板市场站在更高的起点上,有着更加广阔的前景。

第二章

我国创业板市场设立的客观必然性

设立创业板是否存在风险,这是相当多市场人士存疑的问题。其主要根据是,从国际社会看,除美国、香港、台湾市场外,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10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问题。换句话说,如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。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。主要理由如下:

一、设立条件

一个新设股市能否成功,首先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:公司的上市需求和投资者的投资需求。

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