

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 NASDAQ 市场、欧盟的 EASDAQ 市场和香港的 GEM 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 GDP 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 NASDAQ 市场的 @ Home Network 公司为例。@Home Network 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。从这个意义上来讲，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 NASDAQ 小盘股市场仅需要 10 万股，香港创业板也仅要求公众持股的最低量为 3 000 万港元，并且均不要求有盈利记录。

（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—创建—成长—扩张—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 NASDAQ 指数从 5 000 点左右回调到目前的 3 000 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 90 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 90 年以来年均 25% 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 2 000 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 35% 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 800 万元”。我们可以推算出，净资产值在人民币 1 000 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”、“上市公司公开发行人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，“ST股”、“PT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 NASDAQ 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。

NASDAQ 是世界上公认最成功的科技股市场，经过 30 年的发展，已经比较成熟，目前上市公司总数已有 4 500 家，市值达 5 万亿美元的水平，股价指数也从 20 世纪 90 年的 500 点左右、1996 年的 1 000 点左右一路上升，至 2000 年年底达到 5 000 点的水平，经过调整现在仍在 3 000 点以上，显示出其健康成长的基本特性。香港创业板市场于 2000 年年末开设，至 2001 年 3 月底其上市公司数目在 40 家左右，该市场在 2001 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 1 000 点左右下滑至目前的 400 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 B 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。NASDAQ 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 17% 左右，市值为整个市场的 43% 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 18% 和 15% 左右，生物制药公司数也占上市公司总数的近 6%，市值占总市值的 5%。这几类行业在 NASDAQ 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 75%，计算机软硬件公司数仅占 9%。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。

第一章

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 NASDAQ 市场外，其他国家和地区新设的创业板市场（或类似创业板的市場）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

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（更没有宣布证券交易所以外的交易均为非法交易，予以取缔），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（因为欲上市的公司均已在其他股市上市了），也缺乏必要的投资者需求（因为欲投资的机构和个人均已在其他证券市场投资了）。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，1 000 多万家的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。

二、市场规则

我国创业板市场从设计伊始就充分吸取 10 年我国证券市场发展中的经验教训，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，为避免 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。

三、政策支持

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和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。

第三章

创业板的市場定位

一、创业板市场的合理定位是市场正常运作和有效运作的前提

我国主板市场存在着的种种弊端固然与建立证券交易所时的复杂的经济和社会背景有关，但也与当时市场自身的定位不清、不准有着直接的关系。因此，为了使我国的二板市场在建立和发展中少走或不走弯路，就必须解决二板市场的自身定位问题。

创业板市场的市场定位：我国的创业板市场与主板市场应是一种什么样的关系，是独立型市场还是依附型的市场，这是创业板市场自身定位的关键。无论是在主板内部设立创业板指数还是单独设立为主板服务并且为主板培养上市公司的依附型市场都不符合我国经济改革和产业转型的客观要求。由于主板市场现存的问题较多，行政色彩过浓，因而在主板市场的基础上建立创业板市场，就很难把创业板市场真正建立在市场经济的基础之上。因此，比较可行的思路是在现有的主板市场之外，建立一个有独立的运行规则、独立的发展目标、独立的服务对象、独立的上市基准和独立的交易机制的完全独立的创业板市场，使其成为具有充分市场含量的证券交易场所。

创业板市场的方向定位：我国的创业板市场的服务对象是什么，是单纯服务于高科技企业还是综合服务于各种类型的中小型企业，这是创业板市场自身定位的核心。在我们看来，把创业板市场的服

务对象局限在高科技企业上，虽然有利于加快高新技术企业的发展，但却不利于贯彻市场经济的权利与义务平等原则，不利于不同行业的企业在市场上竞争，不利于形成整个社会的市场融资体系，也不利于从整体上提升整个国民经济的内在素质。而且，单纯地为高新技术企业服务还会使行业风险过度集中，也会使资本市场所固有的社会评价机制在实践中演变为行业评价机制，不利于发挥资本市场在行业之间和企业之间通过资本转移而形成的资源配置和优化功能。

不对行业作出明确的限定是全球创业板市场的通行做法。目前全球已经有不少的国家和地区开设了创业板市场，从这些国家和地区对创业板市场的提法来看，很少有对上市公司所处的行业有明确定位的。美国的那斯达克市场 (NASDAQ)，英国的另类投资市场 (AIM) 德国的 NeuerMarket，香港地区的创业板市场等，无一不是如此。这些创业板市场一般不刻意要求申请上市的企业一定是高科技企业，只要有比较好的发展前景和增长潜力，只要投资者接受，那些非高科技企业，也可以通过发行股票在创业板市场上市。当然，由于高科技企业的前景和增长潜力比较好，投资者也比较乐于接受，因此高科技企业在创业板市场占据着越来越重要的地位，但这并不意味着创业板市场就必须明确定位成高科技板。定位过于明确不符合国际惯例，是不利于创业板市场长远发展的。即将开设的创业板市场必须坚持高起点，这首先就应当体现在对这一市场的提法和定位上。

二、政府部门参与认定的弊端

当今科学技术发展突飞猛进，高新技术处于动态的变化发展之中，今天的高新技术和高科技产业明天可能就不属于高新技术和高科技产业了，同时一些新兴的高新技术和高科技产业随时都可能出现。在这种情况下，很难事先对高新技术确定一个标准，对高科技企业的认定就更是困难了。企业的发展潜力很难用条条框框来测定，

专家在瞬息万变的技术和市场面前也往往会显得无能为力。因此，减少政府对股票发行的直接干预，提高企业上市的透明度，推动股票发行的市场化进程 由股票上市‘审批制’改为‘核准制’是一个不可逆转的趋势。创业板市场的开设可以为我国证券市场尽快与国际惯例接轨，推进市场化进程提供一个很好的契机。

三、市场竞争的需要

从某种意义上讲，证券市场只是一个中介市场，这个市场能否取得持续的发展，主要要看这个市场能不能吸引优秀的企业来上市，从而吸引更多的投资者来投资。高科技企业具有良好的发展前景和增长潜力，应该成为创业板市场争取的重点，但一些非高科技企业，如人寿保险公司、中药生产企业、电信企业等也是有着良好发展前景和巨大增长潜力的。如果把这些企业排除在外，则市场对投资者的吸引力就会受到很大的影响。同时这些优秀企业很可能会流到美国 NASDAQ、香港创业板等海外创业板市场去上市。改变现在的提法，并进而对创业板市场进行重新定位，就可以增强创业板市场的包容性，进一步扩大市场范围，从而可以满足不同层次和不同类型投资者的投资需要，同时这也有利于投资者分散投资风险，有效地进行组合投资。从高科技企业拓展到更宽更广的领域，将会增加市场参与者的数量，提高投资者的投资热情。只有有了投资者的广泛参与，证券市场才能取得长足的发展。

四、市场稳定发展的需要

投资者的偏好总是在不断发生变化的，投资者今天喜欢这一类型的企业，明天可能又喜欢其他类型的企业。从这个角度看，如果上市公司的分布过于集中，则对于市场的稳定发展是极为不利的，因为如果上市公司的分布过于集中，则在投资者的投资偏好发生很大变化时，市场就会出现剧烈的震荡。试想一下，如果美国 NASDAQ 市

场和香港创业板市场的上市公司都是高科技企业，则两个市场的波动幅度可能比目前的情况还要严重得多，NASDAQ 市场很可能是从 8 000 点跌到了 2 000 点而远不止是从 5 000 点跌到 3 000 点。如果是前面那种状况，则 NASDAQ 市场就很难恢复元气了。因此，正确确定我国即将开设的创业板市场的提法和定位，将有利于这一市场今后的平稳和持续发展。

第四章

创业板市场中国资本市场的发展和完善

20 世纪 90 年代以来，世界经济出现了向新经济转化的明显征兆。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、相互作用和协调发展。由于现代金融体系是建立在资本市场而不是银行的基础上的，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。正是在这样的前提下，我们说创业板市场的建立将是中国资本市场发展史上的革命性变革。

中国的资本市场从形成到发展，已经走过了将近 10 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反映。也就是说，在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。

一、建立创业板市场是发展股份经济的内在要求

这可以从两个方面来进行分析：一方面，建立创业板市场是校正