

# 上篇： 认识创业板





## 揭开创业板

### 创业板兴起中国

用一句话来形容创业板在中国内地的近况是再恰当不过的了，那就是“千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面”。应该说，创业板之热的帷幕是在1998年7月拉开的，当时，一批香港证监会、联交所的专家来京举办“大陆中小企业在港第二板市场融资上市询证会”，其间宾主联手，为寻求社会各界对创立香港第二板市场的支持而奔走呼吁；一年多以后，也就是1999年的11月，人们热切关注已久的香港创业板终于披挂整齐，正式开始运行，至此，创业板在国内尽管依旧是“雾里看花”，但已不再是“水中望月”；又一年过去了，随着祖国大陆相关咨询文件的出台，创业板与我们仿佛不过咫尺之遥，却终归是真身未现。总之，两年多来，创业板的脚步声渐近渐远、扑朔迷离，

人们对它的关注更是高潮迭起、沸沸扬扬。可谓，早已“众里寻它千百度”，却仍“不识庐山真面目”。那么，名噪一时的创业板究竟何许人也？又姓甚名谁？现在，就让我们来揭开它神秘的面纱。

## 一、创业板扫描

“创业板”全称“创业板市场 (the growth enterprise market)”，是指在传统证券市场之外另设的专为中小企业或新兴公司提供融资途径的一种新兴资本市场，同时它也是方便风险资本运作和退出的场所。由于“创业板”乃是与传统资本市场，即由证券交易所运营的证券市场（如美国纽约的证券交易所、伦敦证券交易所）相对而言产生的概念，故习惯上人们又形象地称它为“第二板市场 (the second board)”，而将后者称为“主板市场 (the main board)”。其实，如果没有后来所谓“创业板”的出现，也就不会有“主板市场”这一概念，而“创业板”无疑又是在“主板市场”发展到一定规模和相当程度以后才得以出现的。在我国，也曾有人称之为高新技术板、第二交易系统、中小企业市场和创业股市场等。

要想真正弄懂二板（创业板）的含义就不得不对一板（主板）市场先有所了解。众所周知，股票市场是发行和交易股票的场所。通过发行股票进行筹资活动的市场，即发行市场，称为“一

级市场”。发行市场一方面为资本的需求者提供筹集资金的渠道，另一方面又为资本的供应者提供投资场所。对已发行的股票进行转让的市场，即流通市场，称为“二级市场”。我们今天进行股票买卖的场所就是“二级市场”。其中，对股票上市并在“二级市场”交易的企业提出严格限制条件的市场就是所谓的“主板市场”，其构成主体绝大部分是比较成熟的企业——有较强的获利能力，发展前景较为明朗，投资风险也相对较小，且它们在上市前均须经过较为严格的审核。

那么为什么仅有主板不行，还要有二板呢？原因主要在于：

首先，企业发展一般要经历创业期、成长期和成熟期，在创业阶段，企业正进行新产品、新技术开发，或刚刚推出新的产品或技术，开始扩充员工队伍，购置生产设备，并进行市场开拓，但企业还没有形成盈利，或盈利能力有限。这时的企业最需要资金的投入。但是，由于主板市场对上市企业有严格的限制条件，这就给处于初创期的中小企业设置了融资障碍：需要在证券市场融资，却又达不到主板市场要求的上市条件。这其中自然包括许多以技术开发为主的高科技企业。而且由于这些企业股权不能上市流通，也使得许多为获取高回报而勇于承担风险，有意投资于高成长企业的投资者丧失了机会。

其次，在全球高科技产业突飞猛进的今天，发展高科技产业对任何国家来说都显得极为紧迫。但是发展高科技产业不仅需要技术人才和创新精神，还要有一个将研究与开发、人才、创业精神和资金结合起来的机制。从国际上，特别是美国发展高科技产业的经验来看，完备的风险投资机制是发展高新技术产业的核心推动力。而创业板恰恰是这一机制有效供给源，主板市场则因其对高风险的天然规避而难当此任。

看来，由于具备方便中小型创新企业融资的作用，拥有为风险投资提供退出渠道以及完善资本市场体系等功能，创业板得以诞生是顺理成章的，也是必要的。

以上其实是对创业板含义和功能的简要介绍。想了解创业板的全貌，还应当知道它的一些主要特征。

概略地说，创业板的特征主要表现在：1、上市制度的前瞻性。这是指创业板市场对申请上市的企业的历史业绩不作要求，或要求不严。企业过去的表现如何，在这里并不很重要，而关键是看它有没有发展前景和成长的空间，是否有明确的战略计划与独特的主题概念。2、高市场风险。所谓高市场风险性是指相对于主板市场来说，创业板市场投资具有更大的风险。原因是，创业板市场主要是面向新兴中小企业和高科技企业，上

市规模与盈利条件的限制都较低，该类市场有的甚至允许经营亏损或者无形资产比重很高的企业上市。

3、严格的监管制度。由于一般在创业板上市的公司规模较小，交易不如主板市场活跃，资产与业绩评估分析的难度也较高，容易出现内幕交易和被少数人操纵市场的现象。所以为了保护投资者的利益，监管通常比主板市场更严格。

4、交易方式的电子化。创业板市场采用高效率的电脑交易系统，无须交易场地，因而具有交易费用低和效率高的突出优势，而且交易的透明度也极高。

5、做市商制度。做市商（Market Maker）制也被称为“庄家制度”。乍一听到“庄家”这一名词，国内投资者可能会一惊，立刻会联想到国内主板市场中的“害群之马”——恶庄，但创业板市场中的做市商与国内主板中的“做庄者”截然不同。它指的是承担股票买进和卖出义务的交易商。在这一制度下，所有做市商必须报出买入价格和卖出价格，并随时准备按照自己的报价进行交易，从而有利于资金流动和市场竞争。

6、成熟的投资者。由于投资高风险的特性，创业板主要针对于寻求高回报、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、风险投资公司、共同基金以及有经验的私人投资者。总之，正如朱镕基总理所言，创业板是“科技与金融的纽带，运气与成功的摇篮”。

## 二、创业板中国之路

### （一）香港创业板风雨兼程

早在十几年前，香港证券界人士就提出了在香港创建二板市场的设想，但由于在香港联交所与二板市场的关系、高科技上市公司的来源与二板市场的风险等方面一直存有争议，所以直到1998年7月，香港二板市场还始终处于探讨阶段。

1998年亚洲金融危机暴露了香港资本市场存在的严重问题，突出表现为两点：第一，上市公司结构不合理，第三产业公司过多，加工业和高科技企业太少；第二，泡沫过大，房地产、上市公司的价值和价格相背离，给国际炒家提供了可乘之机。香港有识之士认为，想要抵御国际炒家对香港股市的冲击，仅靠政府被动入市干预是不够的。要从根本上压缩泡沫，必须主动进行自身结构的调整，尽快弥补因缺乏实业增长，特别是高技术含量增长所产生的内在不足。不仅如此，香港资本市场在金融风暴中依靠现有存量已不足以抵御来自外部炒家的挤压，必须引进新的构成元素，尤其要依托中国内地民营、中小高科技企业的上市资源，方能牢固确立香港在亚洲的国际金融中心地位。在这样的背景下，香港方面准备加快探讨开辟“二板市场”，吸引香港和内地成长性良好的中小企业特别是科技企业加盟，进而提

高香港资本市场高增长的实业基础。

1998年7月，香港对组建二板市场的讨论开始进入高潮。鉴于香港的二板市场主要以中国内地雄厚的成长性较好的高科技上市资源为依托，但是，由于对内地的反应心中无数，香港证监会和联交所决定先在中国内地企业界和理论界征求意见。正是在这样的背景下，北京标准咨询公司于1998年7月28日在北京召开了首次“大陆中小企业赴港第二板市场融资上市询证会”。来自香港证监会和联交所的专家、内地70多家著名民营公司和企业集团、38家证券公司和投资银行、14家香港中介机构和11家新闻单位的代表，共约220余人出席了会议。

会议首先对彭如川先生代表香港联交所提出的“是否需要建立香港二板市场，为中小型公司筹集资金或业务拓展服务”给予明确肯定的答复；其次对《香港二板市场上市规则咨询文件》进行了热烈讨论。与会内地专家一致认为，香港证券市场迫切需要注入新的活力，尽快走出金融危机的阴影，牢固树立其作为国际金融中心的战略地位；中国内地则应该在经济低迷时期将民营、中小型高科技企业确立为国民经济实现可持续发展的新的增长点，落实“科教兴国”的基本国策；同时，二板市场可扩大香港与内地的交流，拓展内地企业特别是民营企业在港融资的渠道，促进

现代企业制度的建立，从而推动内地与香港经济的良性互动。

这次会议充分反映了中国内地企业对资本市场的需求得不到满足的现实，表现了民营中小企业对赴港二板上市的强烈呼声。会议给香港方面提供的完整系统的咨询意见，对香港最终明确建立二板市场起了重要的作用。正如彭如川在答谢函中所说：“大陆企业对香港二板的反应出乎我们的预料，宝贵的咨询意见对香港建立二板市场发挥了决定作用。”

紧接着，1998年8月，香港政府正式批准建立二板市场。一年后的1999年7月22日，联交所行政总裁徐耀华公布了创业板的上市规则；9月份，创业板上市委员会正式接受公司申请上市；10月12日，中国证监会发布“香港创业板上市指南”，这标志着中国证券管理部门对香港二板市场的政策支持；11月15日，香港创业板正式宣告运行。

## （二）内地创业板雄关漫道

随着香港二板市场建设进程的加快，内地民营中小企业赴港上市的呼声日益增高，特别是在中国经济持续低迷的状态下，人们日益感到把高科技企业作为新的经济增长点的重要性。在此背景下，国家科委从引入风险投资、发展高科技企业的政策出发，考察了香港联交所，随后提出在

中国建立以高科技企业为对象的二级市场的设想，并成立了方案设计小组。

1998年9月，国家科委召集了咨询论证会，会议的主题是如何通过建立中国二板市场，创设风险资本的撤出渠道，从而推动中国高科技的发展。这是由邓楠副主任在向朱镕基总理汇报科技发展和资本市场的关系时提出并得到首肯的课题。由于这次会议所讨论的是模仿香港二板模式在上海证券交易所建立附属型二板市场，因此在未来二板市场的监管体制、上市标准等众多问题上存在争议。

此后，由于深沪交易所的股市长期走低，股市的扩容速度受到极大限制，加之由于证券监管部门以为国企脱困服务作为资本市场的首要目标，使民营和中小企业的上市融资难上加难。因此，内地民营、中小高科技企业赴香港二板上市的呼声日益强烈，香港联交所也对其加紧动员，并希望中国证监会制定相关政策，积极支持香港二板市场的运作。

1999年3月，全国人大和政协年会上，董辅弼、肖灼基等著名经济学家提出，应积极支持香港二板市场并建立中国二板市场的思路。为摆脱被动局面，中国证监会决定在深沪交易所建立科技板块，并从1999年第四季度开始，由科技部与中科院的专家把关，对申请在科技板块上市的企

业进行“两高”论证。自此，内地对二板市场的探讨和企业申请二板上市活动进入高潮。

2000年4月，证监会副主席高西庆在一次会议中指出，由于高新技术企业的鉴定标准难于把握，因此，内地的二板市场以科技板命名不合理，同时，“两高”论证予以停止。同年5月，中国证监会有关负责人提出建立中国资本市场的第二交易系统。伴随这一概念，二板市场模式由对深交所主板附属模式，即“一所两板制”转到了上海交易所搞主板、深圳交易所搞二板的“沪一深二制”的独立模式。不久，有关部门根据我国二板市场设立的宗旨，正式将其命名为创业板，深圳作为试办城市的地位，也很快被国务院正式批准。

此后，尽管创业板的头上一直被蒙着一层薄薄的面纱，但隐藏其下的面孔已经渐渐变得清晰：

2000年9月深交所正式启动创业板券商系统技术准备工作。

10月，深交所首次网上披露《创业板市场规则咨询文件》，公开征求社会各界修订意见和建议。

同月28日，创业板市场技术系统通过深交所及其所有会员单位进行首次全国联网测试。

11月2日，中国证监会副主席高西庆在北京举行的“对外开放形势下的中国证券市场”研讨

会上透露，经过大半年的准备，创业板的各方面筹备工作包括机制准备已经在相当程度上到位，一旦相关的法规出台，将很快可以实施。

于是乎，被热切关注了近一年的中国创业板终于呼之欲出，中国内地即将拥有自己的创业板！

### 三、创业板中国探源

创业板一词为什么会在短短两年多的时间内风靡中国大陆？创业板在中国内地的兴起究竟属于东施效颦还是大势所趋？它又会不会在新闻媒体大红大紫地炒作之后，成为一个中国特色的昙花一现的事物呢？其实，创业板在中国大陆的最终兴起并非出于偶然，而是改革与发展的双重要求，是历史发展的必然。

首先，中国的风险投资业在召唤。由于历史原因，我国的风险投资业一直很不发达，风险投资机制很不健全，这突出地表现在：一方面，有前途的高新项目得不到急需的资金注入；另一方面，有能力的风险投资家又由于担心被套而不敢贸然斥资。结果导致经济肌体的创新能力匮乏，而创新正是使一个国家自立于世界民族之林的根本，是当今时代的本质特征。创业板恰恰由于它能够为已孵化成功的企业提供安全的融资出路而成为风险投资家的乐园，风险资本运作的平台。

其次，中小企业在召唤。中小企业是国民经

济的重要组成部分，是推动创新的重要主体，在促进生产的专业化、系列化、提高规模效益以及吸收就业等方面都有十分显著的作用，这些早已被发达国家的发展历程所证实。据统计，美国 1997 年小企业占企业总数的 99% 以上，产值占国内生产总值的 39%，产品销售额占 4%，就业人数占全国在职人数的 60%。但是在我国，由于采取抓大放小的政策导向，即使是国有中小企业都难以获得国家资本的直接投入，更不用说其他性质的中小企业了。中小企业难以将银行体系作为主要的融资渠道早已是不争的事实；同样道理，主板证券市场也因门槛过高而让中小企业望洋兴叹。因此，筹资渠道的匮乏最终成为制约中小企业发展的“瓶颈”因素。

再次，高技术产业在召唤。高技术产业作为国际竞争的焦点和大国之间竞相争夺的战略制高点，早已引起了世人的关注。谁赢得了这场竞争，谁就赢得了未来。然而，相对于传统产业而言，高技术产业有“三高”特点，即高投入、高风险、高收益。其中，高投入无疑是高科技产业化程度和规模的主要制约因素，而高风险又是高投入的决定性制约因素，所以通过建立一种有效的风险投资机制来推动高科技的产业化进程就成为一个必然的选择。从国内外的实际经验看，利用创业板创立的风险投资体制比较适合高科技产业成长

的需要，能够较大限度地为高科技产业提供有力的资金保障，这一点，传统的资本市场则显得无能为力。

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、交互作用与协调发展。由于现代金融体系建立在资本市场而不是银行的基础上，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为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。如此看来，创业板的建立也是中国资本市场乃至整个经济体制发展和改革的需要。

## 创业板中国写真

尽管创业板在内地正式推出的时间至今尚未敲定，尽管对于未来真正属于中国的创业板的些许话题还仅仅停留于设想和猜疑，尽管世界经济与资本市场的风云变幻让人们不得不谨言慎行，但有一点却是不容否定的，那就是创业板正在中国内地的母体中孕育和成熟，瓜熟蒂落、面世分娩的那一天迟早会到来。从现有资料和有关部门

的信息中，我国创业板的轮廓已是依稀可见。

## 一、特色鲜明的角色、定位与特点

### （一）中国创业板市场的角色

中国创业板不仅会勇敢地承担起为资本市场注魂、为中小企业造力的历史重任，还必将在事实上充当培育创业者理念、催生新机制和制度创新的重要角色。中国创业板将使创业的理念风行；将造就一大批知识经济的神话；创业一旦与创业板对接，将显示出令人惊异的力量。由于创业板的主体是高科技成长型企业，创业板的启动将催生出无数创业者，催生出无数高科技成果走出实验室，走进市场。一批新经济的弄潮儿将在创业板创造的氛围中迅速壮大。在不远的将来，一大批像微软、思科和美国在线这样的超高速增长、超大规模的高新技术企业群体必将在中国创业板市场上涌现。由于创业板在中国将是一个相对充分的市场，它的各个要素将经受市场化的考验和洗礼，这个市场将会催生出一个全新的现代企业制度，整个中国经济也会因此而生机勃勃！

### （二）中国创业板市场的定位

#### 1. 中国创业板服务对象的定位

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，或是其他，这是问题的核心。中

国创业板对上市企业的选择，不仅包括以电子信息、生物医药、新材料、环保等为主导的高科技产业，还包括运用高新技术对传统产业改造后具有很高科技含量的企业，其中的中小企业只要产品销路好、经济效益高、发展潜力大也可获得上市机会。也就是说，既非仅为高科技企业服务，也并非为一切中小企业服务，而是为成长型中小企业设立的。

## 2. 中国创业板的市场模式定位

国际上，创业板市场的模式主要有以下三种：

1) 独立运作模式。在该种模式下，创业板市场拥有与主板市场相对独立的交易管理系统和上市标准，完全是另外一个市场。代表性的国家和地区为：美国、日本和我国台湾省。

2) 附属市场模式。在该种模式下，创业板市场附属于主板市场，和主板市场拥有相同的交易系统；有的甚至拥有相同的监管标准和监管队伍，只是在上市标准方面彼此有所不同。代表性的国家和地区为：英国、新加坡、马来西亚、泰国以及我国香港。

3) 新市场模式。欧洲新市场（EURO.NM）为此模式的代表。欧洲新市场由法国新兴证券市场（Nouveau Marche）与布鲁塞尔、阿姆斯特丹、法兰克福的小盘股市场连接而成，其会员市场达成最低运作标准，具有实施的市场行情，承认彼