

# 东亚地区创业板市场的建设

傅俊霖\*

**【内容提要】** 本文描述了东亚地区创业板市场的建设情况,并结合我国国情,讨论了我国创业板市场的建设

高技术产业化是当代世界科技、经济发展的必然趋势,“加强技术创新,发展高科技,实现产业化”已成为我国政府的重要任务。从国际上的经验来看,风险投资业已成为一些国家高新技术产业化的驱动器。当前,国际上风险资本退出风险企业主要有三种途径:公开上市、股权转让和公司清算。公开上市是指风险企业在股票市场上公开发售股票;股权转让是指风险投资者将手中所持股份私下卖给他人;公司清算是指风险企业申请破产。由于公开上市是风险资本的最佳退出方式,而公开上市又离不开创业板市场,又因为东亚地区<sup>①</sup>的经济发展状况与我国的经济发展状况较为相似,因此,本文将在描述东亚地区创业板市场的建设情况的基础上,结合我国国情,讨论我国创业板市场的建设。

## 东亚地区创业板市场的概况

创业板市场是主板市场之外专为中小企业和新兴企业,尤其是中小型高科技企业提

供上市途径的一个股票市场。它和主板市场的根本差异在于其上市标准不同:创业板市场对资产规模、盈利水平、盈利记录的要求都比较低;在监管方面,创业板市场重点要求上市公司充分的信息披露,而不在于上市公司的经营状况。

80年代中期以来,随着经济的迅速发展和产业升级的加速,东亚地区开始了创业板市场的建设。新加坡股票交易所的自动报价市场(SESDAQ)于1987年2月18日开始运行,它主要是为那些尚不具备主板市场上市条件的公司而设立的,至2000年4月21日已有上市公司96家,市值超过80亿新元。吉隆坡证券交易所于1988年11月推出了创业板市场(KLSE)后,又于1998年11月成立了马来西亚自动报价市场(MESDAQ),到2000年6月中旬已有上市公司287家,市值390多亿林吉特。成立于1989年的台湾柜头

\* 厦门大学南洋研究院

① 在本文中东亚国家与地区主要是指香港、台湾和东盟。

市场 (OTC), 截止到 1998年 11月共有 157家公司在此上市。1994年, 它进一步放宽了高科技企业的上市标准, 从而大大促进了市场的发展, 使得 OTC 成为当今世界上最大的场外交易市场之一, 对台湾的产业结构调整起了积极的作用。泰国证券交易所也在 1999年 6月成立了另类投资市场 (MAI), 香港创业板市场 (GEM) 成立于 1999年 11月 15日, 它定位于处于创业阶段的中小高成长性公司, 尤其是高科技公司服务, 到 2001年 8月底共有 84家公司上市, 市值达 700亿港元左右, 并享有“东方的纳斯达克”之称。它将使香港经济的发展更添活力。

## 东亚地区发展创业板市场的原因

### 1 发展中小企业尤其是发展高科技中小企业的需要

中小企业由于盈利的不确定性、风险高、资产规模小、建立时间短等原因, 难以达到主板市场的上市标准, 无法以发行股票或债券的方式融资; 同样, 也由于这些原因, 中小企业很难从银行等间接融资渠道获得资金, 使其创业与发展受到了严重的制约。而发展创业板市场能很好地解决这些问题, 为中小企业尤其是高科技中小企业的发展提供良好的市场环境: 证券市场的多次筹资功能可以增加中小企业的资金来源; 由上市所带来的广告效应能帮助企业开拓市场; 证券市场还能发挥优胜劣汰的优化功能, 将不具备发展前景的企业淘汰出局。因此, 东亚地区相继推出了以有潜力的中小企业尤其是以高科技中小企业为对象的创业板市场。

### 2 产业转型的要求

从 80年代中期起, 东亚地区开始加速调整经济结构: 淘汰劳动密集型企业, 鼓励和扶持中小企业特别是技术密集型企业, 强调经

济结构的技术升级, 重视发挥私人资本的作用。从 1986年开始, 新加坡相继建立了中小企业署、中小型企业委员会, 并实行了小型企业电脑化计划。1986年马来西亚政府将 1968年的《鼓励投资法》改为《投资促进法》, 将新兴工业企业的税务优惠期限延长到 10年之久。1986年、1987年台湾曾两度修改对风险投资的“管理规则”, 逐步放宽若干限制。1997年的东亚金融危机暴露出了东亚地区经济的缺陷: 产业结构的调整与升级滞后, 经济缺乏科技创新能力和内生的增长动力, 过于依赖国外的技术和市场, 没有自己的科研开发基础, 产品更新换代靠仿制。为了增强竞争力, 扶持本地中小高科技企业的发展, 马来西亚于 1998年、香港和泰国于 1999年相继设立了创业板市场。

### 3 发展风险投资的要求

风险投资是指把资金投向风险较大的高科技项目及其产品开发领域, 以期在促进新技术成果尽快商品化的过程中获得资本收益的一种投资行为, 是科研成果和高新技术转化的“孵化器”。首次公开上市是风险投资的最佳退出方式, 而主板市场的门槛又太高, 创业板市场的设立为风险投资提供了出口和回报实现机制, 促进了高科技投资的良性循环, 提高了风险资本的流动性和使用效率。事实证明, 风险资本的发展与创业板市场的运作存在着正相关关系: 一个活跃的创业板市场能够极大地刺激风险投资的发展, 而风险资本的发展又为创业板市场培育一大批成长性企业, 这些企业的上市又活跃了创业板市场; 反之, 创业板市场的缺位或萎缩制约着风险资本的健康发展, 风险投资发展不足又会导致创业板市场失去活力。如台湾与新加坡的风险投资从它们各自的第一家风险投资公司建立之后, 就迅速发展壮大起来, 而香港的风险投资由于“退出机制”的困难, 虽然也有 10

多年的历史,却至今其规模仍然较小。

4 国际金融市场竞争和多层次发展本地资本市场的要求

随着世界经济的发展,国际金融中心的竞争日益激烈,若没有创业板市场,则会造成市场结构的断层,由此也会失去许多商业机会。为把自己建设成为国际性的金融中心,新加坡、马来西亚、台湾和香港等地都建立了创业板市场。此外,建立多层次的资本市场体系,可以使每一层次的市场运作规范化,具有可对比的参照对象,有利于促进各层次市场运作的规范化,进而促进资本市场的整体规范化,并能扩大和深化本地区的股票交易市场,提高股市集资和资金流通的有效性。

### 东亚地区创业板市场的特点

创业板市场有“独立模式”与“附属模式”之分。东亚地区的创业板市场一般都是“附属模式”的,即创业板市场是作为主板市场的补充,附属于主板市场,其主要目的在于为主板市场培养上市公司。它具有以下几个特点。

#### 1 注重上市公司的发展潜力

创业板市场对上市公司的历史并不苛求,过去的表现不是融资的决定性因素,关键是看公司是否具有发展的前景和成长空间,是否具有较好的战略计划和明确的主题概念。比如,香港创业板市场是为高增长企业而设的,其主要目标是为在香港及内地营运的大量有增长潜质的企业提供方便而有效的渠道来筹集资金,以扩展业务,其中也包括为在内地投资的香港和台湾的增长公司和大量的三资企业以及内地的一些有发展前景的大中型国有科技企业和中小型民营科技企业提供一个集资市场。显然,尽管当前高科技企业在全球创业板市场上占据着越来越重要的地位,但市场并不苛求申请上市的企业一定是

高科技企业,而是注重其发展前景和增长潜力以及能否为投资者所接受。如2000年在香港创业板市场上市的19家公司中,网络公司8家,电讯业公司4家,化工、能源、财务顾问、制造、分销各1家。

#### 2 上市条件宽松标准低

因为创业板市场是具有前瞻性的市场,它主要是面向新兴的中小企业和高科技企业,因而对要求上市的公司规模和盈利方面的条件都较低。与主板市场相比,创业板市场的上市条件相对来说要宽松和灵活一些。如在新加坡自动报价市场上市,对实缴资本和盈利都未作要求。同时,相对于主板市场所要求的必须拥有5年的业务记录来说,新加坡自动报价市场只要求有3年的业务记录即可,且如果能够证明把所筹资金用于已经过充分研究与评估的项目或产品开发,并能很快产生收益的公司,其营业时间少于3年亦可以上市。在香港创业板市场,创业板在上市资格方面也无盈利要求,而若要在主板上市,上市前3年至少要有5000万港元利润;在业务记录方面,创业板只要求有两年的业务记录,但对市值超过5亿港元的公司还可豁免至1年,主板则要求要有3年的业务记录。台湾的主板市场要求实缴资本在4亿台币以上,最近两年营业收入和税前净收入同实收资本的比率均不得低于10%,还要有3年的财务记录。在台湾柜台市场上市的公司则只要求有5000万台币的实缴资本和在上市前两年内每年的合并全年收入及除税前纯利必须为资本总额的2%,且符合资格的科技类企业不受此限制。在马来西亚,主板市场要求公司缴足至少5000万林吉特的资本,还要有5年的盈利表现,且每年税后净利平均不少于500万林吉特及3至5年的追踪记录。而面向中小企业和高科技企业的马来西亚自动报价市场则只要求200万林吉特的实缴股

本,且无盈利要求,除高科技公司外,其他公司要提交意念的业务记录

### 3 严格的市场监管

由于创业板市场上市公司的规模较小,交易不如主板市场活跃,资产与业绩评估分析的难度也较大,因而容易出现内幕交易和市场被少数人操纵的现象。为了保护投资者的利益,其监管通常要比主板市场更加严格。比如在信息披露方面,香港的创业板市场要求上市申请人的上市文件必须列出其业务发展历程及未来的业务计划;上市后,公司发行人必须每半年就首两个财政年度的业务发展与原定的业务计划作比较;除了一般的半年度财务及全年财务外,发行人还须编制季度报告,且必须在有关期间结束后 45天内公布,而末期经审核的全年业绩报告须于年度结束后的 3个月内公布。为了方便市场参与者查阅有关资料,创业板设有独立网页,所有有关信息应有尽有;董事酬金必须在年报中披露。而在主板市场上,只需要各有关财政期间结束后 5个月及 3个月内分别刊发年报及半年报告,董事酬金以累计形式披露。台湾的柜头市场规定公司每季度进行报告,并及时披露股价敏感、有关的事项,及遵守一系列有关维持上市地位数值的标准。新加坡和马来西亚的自动报价市场都要求上市公司发布半年报告,并及时披露重大消息。在上市保荐方面,香港的创业板市场一方面提高了保荐人的资格要求,另一方面加大了保荐人承担的责任:要求公司必须委托保荐人以协助上市申请,审阅所有有关文件并确保公司对其信息做出适当、准确、完整的披露;公司上市后两年内亦须继续聘用原保荐人,如公司未能履行创业板市场上市规则所规定的责任,联交所有权将期限延长;保荐人必须具有高度专业水平和诚信及必需的资源,欲成为创业板公司保荐人的申请人必须证明其符合资格

准则,方可进入创业板保荐人登记册。而在主板市场,保荐人在发行上市工作完成后,即不再承担责任。

### 4 严格的公司管理

为促进上市公司遵守上市规则及符合适当的商业守则,创业板市场实施比主板市场更为严格的公司管治措施。如香港创业板市场规定,发行人从上市之日起,即要建立稳健的公司管理制度,以支持其遵守创业板上市规则,并制定一些措施:聘请一名符合资格的全职会计师负责监督财会、会计和内部监管职能;指派一名执行董事出任监察主任,督促公司及董事遵守上市规则;成立由一名独立非执行董事为主席,大部分成员为独立人士的审计委员会审查有关内部监管事宜;委任两名独立董事以及设立审核委员。公司管理层股东及财务股东在公司上市时,须至少持有公司的发行股本的 35%。上市后,须继续聘用保荐人至少两个完整的财政年度。管理层股东、财务股东在 1年内不允许转让。另外,为了防止大户控制市场,东亚各创业板市场还对公众人物持股量有一定的要求,如香港创业板市场规定,创业板申请人必须保证最低公众持股量,对于市值少于 40亿港元的公司,其最低公众持股量为 25%;对于市值为 40亿及超过 40亿港元的公司,其最低公众持股量为 20%,而获豁免的公司在申请上市时公众股东必须不少于 300人,其公众持股量市值最少达到 1.5亿港元的要求。新加坡、马来西亚的自动报价市场和台湾的柜头市场的情况也大体相同。

### 5 实行“买者自负”的运作理念

在创业板上市的公司,其规模都较小,又处于创业初期,并属于新兴行业,缺乏盈利业绩,导致创业板市场是一个高风险的市场(如 2000年 3月 27日,创业板指数高达 1045点,但 5月就降至 441点,到 2000年年底跌

至 330 点以下, 2001 年年中更跌到 220 多点, 跌幅近 80%), 因此, 它实行的是以信息披露为前提的“买者自负”的运作理念, 一切风险由投资者自行承担。对此, 投资者必须是专业的且能充分了解市场的投资者。

6 实行电子化交易, 遵循“信息”和“透明”两个运行准则

创业板市场大多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。又由于采用电子化的交易方式, 其交易过程中信息量很大透明度极高。如新加坡自动报价市场从开业起就实行无票制度, 所有的可交易的股票都由中央托收公司保管, 它是所有交易的清算所, 由它负责保存交易记录和更新所有的资金账户。

1988 年 3 月, 自动报价市场与美国的 NASDAQ 市场联网, 使新加坡投资者可以买卖美国场外交易市场的上市股票。到 1993 年 6 月 30 日, 在该系统可交易 100 种美国场外股票, 总市值 1695.96 亿美元。香港创业板则采用一套先进的交易袭用及电子信息发布系统, 以减低参与者的成本, 增加投资者的信心。投资者可以通过电话、互联网及家庭电脑直接进入联交所的交易系统进行买卖, 直接落盘。买卖实行单一价, 交易分段进行, 每一时间段采用集合竞价的方式, 决定成交价格 and 成交委托, 为投资提供一个公平有效的交易方式。

## 对我国的启示

我国的网络市场潜力很大, 这无疑是我国企业前所未有的机遇。而在加入 WTO 后, 随着我国金融产业与国际金融业的接轨和我国金融市场的开放, 大批的外国资本将会不断涌入我国, 而对一些小网络企业来说, 创业板市场无疑是理想的融资场所。目前, 我国风

险投资业面临的重大难题就是风险资本的退出问题。我国的主板市场由于种种原因, 使得风险企业 (主要是中小型高科技企业) 在主板市场上市难度较大及主板市场无法成为风险投资体系中的有机组成部分。

早在 90 年代初, 我国就建立了创业板市场, 即 1990 年成立的全国证券交易自动报价系统和 1993 年成立的中国证券交易系统有限公司, 但由于种种原因最后都失败了。回顾过去, 我们应该总结经验, 吸取教训, 努力为创办中国创业板市场创造条件。我国加入了 WTO, 根据我国现今风险投资退出机制中所存在的问题, 并借鉴东亚地区创业板市场的建设经验, 笔者认为在建设我国的创业板市场时应注意以下几个问题

### 1 创业板市场的主体定位问题

创业板市场应作为高新技术产业的一个孵化器, 扶持、培育中小高科技企业的成长, 为这类企业的发展提供直接的融资渠道, 为风险投资提供一个退出的渠道, 这是开办创业板市场的一个很重要的目的。因此, 它必须是为中小企业服务的市场, 是为中小民营企业服务的市场, 其重点是为高科技企业服务, 实际上应是为有潜力、有成长前景、能盈利的中小企业服务。同时, 由于创业板市场的高风险性, 民营企业必须进行改制, 必须改变以往本人是董事长兼总经理, 夫人是财务总监的家族式管理, 必须改成公司制, 必须建立完善的法人制度结构和真正的法人治理结构, 必须改变中国的民营企业各领风骚三五年的状况。

### 2 发行机制确定的标准问题

目前, 我国的主板市场实行“控制总量、限制家数”的指标管理方法, 即对 A 股实行额度管理, 而对 B 股和 H 股则采用证监会推荐的方式来决定上市公司。这种方式由于是按行政分配指标, 各部门、各地方政府为把

“限制家数”的政策用足,大都选取规模较大的企业为首选对象,这严重影响了上市公司的质量,并使中小企业失去了上市机会。为了避免这些弊病,创业板市场的上市机制应当采用国际上通行的标准来制定,将指标管理改为标准控制,确定某些上市标准,只要达到一定标准,即可发行股票并上市。这不但可以解决上述问题,还可以减少围绕配额的“公关”、“寻租”行为和某些不正当现象,使资金配置到成长性最好的企业中去,从而大大降低上市公司的经营风险和主板市场的系统性风险。

### 3 建立严格的监管制度

在监管思想上,由于高科技创业风险高,发展历史短,业绩评价和资产评估难度大,较之主板市场更易出现内幕交易和操纵市场的现象,因此,应采用“信息充分披露基础上的投资者自我保护”的监管思想。目前,我国正在主板市场上推行保荐人制度的做法,那么,在创业板市场中,我国就更应该建立保荐人制度。因为,监管机构难以对高成长性的高科技公司做出专业评价,所以,只能让对上市公司负有连带责任的保荐人确保公司具备发行条件,督促公司按有关法规运作。

### 4 建立防止过度投机的机制

由于创业板市场中的上市公司的规模会远远小于主板市场中的上市公司,因此,创业板市场相对容易受到人为操纵,导致股市暴涨暴跌,对此,有必要借鉴东亚各创业板市场的经验,在规定最低公共持股比例的同时,实行相对严格的交易制度。

### 5 培养创业板市场交易者

从各国的情况来看,由于创业板市场是一个高风险市场,所以其投资者主要包括各种基金在内的机构投资者,而我国目前证券市场中的投资者主要是个人投资者,那种具

有风险投资家素质和富有远见的专门人才在我国还很缺乏,因此,培养具备较强金融理论和高科技企业管理实践的人才,是设立创业板市场时值得注意的问题之一。

### 6 建立创业板市场退出机制

为使创业板市场中的高科技企业不断提高业务业绩,创业板市场必须建立一个以市场指标为评判依据的退出机制。由于创业板市场不再实行配额制度,也不区分公司的所有制,而是按照上市要求进行市场运作,因此,这样的市场不存在任何历史遗留问题,该退出时就退出,不应有任何疑问。对此,证监会应制定一定的程序及终止上市的定量标准,对达到标准的上市公司一律停止其股票上市,另外,即使上市公司终止上市公司的定量标准,但公司发生了一些影响其持续经营的特定情况,公司主营业务变更或二级市场上公司股票的公正、公平交易被扭曲时,其股票也应被停止上市。

### 参考文献

- 1 《香港创业板重整山河待后生》,载《参考消息》2001年8月21日。
- 2 《创业板:香港高风险的新型证券市场》,载《参考消息》2000年6月23日。
- 3 姚小远等:《创业板市场:中小高科技企业发展的推进器》,载《世界经济文汇》2001年第1期。
- 4 《吉隆坡二板市场运作有章可循》,载《参考消息》2000年6月17日。
- 5 《亚太公司迈向全球的跳板:记新加坡证交所自动报价股市》,载《参考消息》2000年6月16日。
- 6 曹凤岐:《依托创业板市场,发展中国民营企业》,载《上海投资》2001年第3期。
- 7 左聪:《香港创业板玩的就是心跳》,载《新经济》2000年3-4月号。