

海外创业板市场的发展趋势及对我国的启示¹

祁斌

创业板市场，或称创新经济板块，是与传统主板市场在上市资源、上市条件、交易方式、监管手段等方面有显著差别的新市场的总称。从全球范围来看，美国的纳斯达克市场、英国的 AIM 市场及韩国科斯达克市场是目前发展较好、交投活跃、影响力大的创业板市场，欧洲新市场、台湾柜台交易中心等也都取得了一定成绩，而日本 Jasdaq、新加坡的希斯达克市场等的发展则不如人意。

一、过去几十年内，在全球范围内，资本市场上创新经济板块的发展推动了全球高科技产业的兴起，帮助了一些发达国家和发展中国家完成了产业升级的过程，成为了很多国家经济可持续发展的重要动力。

1、NASDAQ 市场。NASDAQ 市场建于 1971 年，全称为“全国证券交易商协会自动报价系统”，隶属于美国全国证券交易商协会（NASD）。NASDAQ 的“精神祖先”是早期在纽约交易所外面马路上进行交易的“场外市场”。上个世纪七十年代以后，NASDAQ 成为美国高科技企业的摇篮。截止到 06 年 11 月，NASDAQ 综合指数包含 3158 家上市公司，最新市值达到 4.2 万亿美元，占 05 年美国 GDP 的比例为 33.6%。虽然 NASDAQ 的市场规模小于历史悠久 NYSE（标普 500 市值 12.84 万亿美元），但 NASDAQ 上市公司中云集着代表知识经济的力量，正是它们成为推动着美国新经济增长的引擎。

NASDAQ 行业分布：

| 行业名称 | 行业比例 |
|------|-------|
| 计算机 | 42.4% |
| 工业 | 30.2% |
| 电信 | 12.1% |
| 银行 | 8.3% |
| 其它金融 | 3.0% |
| 运输 | 2.2% |
| 保险 | 1.9% |

NASDAQ 市值最大的 15 只股票：

| 序号 | 名称 | 市值（亿美元） |
|----|--------|---------|
| 1 | 微软 | 3331 |
| 2 | 思科 | 1868 |
| 3 | 英特尔 | 1384 |
| 4 | Google | 1200 |
| 5 | 甲骨文 | 1135 |
| 6 | 安进 | 958 |
| 7 | 苹果电脑 | 885 |
| 8 | 戴尔 | 709 |
| 9 | 高通 | 684 |

¹ 根据作者在 2006 年 12 月深圳创业板论坛上的发言作少量修改而成。

| | | |
|----|-----------|-----|
| 10 | 康卡斯特 | 621 |
| 11 | 电子湾 | 517 |
| 12 | 雅虎 | 422 |
| 13 | Gilead 科学 | 344 |
| 14 | 康卡斯特 | 318 |
| 15 | 星巴克 | 305 |

2、KOSDAQ 成立于 1996 年 7 月,是在已有的场外交易市场上发展起来的,它的目的是为知识密集型、创造高附加值的高科技新兴公司以及小企业融资,同时也为寻求高风险、高预期回报的投资者提供新的投资工具。KOSDAQ 到了 2006 年 11 月,总市值达到了 73.4 万亿韩元,占 2005 年韩国 GDP 比例为 11.3%,上市公司共 965 家,交易量仅次于 NASDAQ。韩国的创业板市场也以信息技术和电信公司居多,市值前 15 大公司中有 10 个属于 IT 行业。特别值得一提的是,KOSDAQ 对韩国网络游戏产业的发展起到举足轻重的作用。2005 年,在不包括日本在内的亚太地区网络游戏市场,韩国一个国家已经占据了 45.3%的份额。

KOSDAQ 行业分布:

| 行业名称 | 行业比例 |
|------|-------|
| IT | 55.5% |
| 制造业 | 28.5% |
| 物流 | 7.6% |
| 金融 | 2.3% |
| 建筑 | 2.2% |
| 其它 | 3.9% |

KOSDAQ 市值最大的 15 只股票:

| 序号 | 名称 | 市值 (亿美元) | 行业 | 说明 |
|----|--------------------------|-------------|----|-----------------------|
| 1 | NHN Corp | 52.8 | IT | 拥有韩国最大的搜索网站和网络游戏网站 |
| 2 | LG 电信 | 32.2 | IT | 无线通讯商,世界上首先使 CDMA 商业化 |
| 3 | Hanaro 电信 | 19.7 | IT | 电信业务提供商 |
| 4 | 韩亚航空 | 12.8 | 物流 | 航空公司 |
| 5 | CJ 家庭购物 | 9.5 | IT | 电视购物公司 |
| 6 | MegaStudy Co Ltd | 8.7 | 其它 | 教育服务 |
| 7 | Humax Co Ltd | 8.7 | IT | 数字设备制造商 |
| 8 | Daum Communications Corp | 8.1 | IT | 韩国最大门户网站 |
| 9 | Hana 旅游服务公司 | 7.6 | 物流 | 旅游服务公司 |
| 10 | Dongsuh Co Inc | 7.5 | 物流 | 食品生产加工和运输 |
| 11 | Posdata Co Ltd | 6.2 | IT | 无线通讯设备制造商和门户网站 |

| | | | | |
|----|------------------------------|-----|----|------------------|
| 12 | CJ Internet Corp | 6.2 | IT | 网络游戏开发公司 |
| 13 | GS 家庭购物 | 6.1 | IT | 原 LG 家庭购物公司，韩国最大 |
| 14 | Neowiz Corp | 6.1 | IT | 网络游戏开发公司 |
| 15 | Ssangyong Engineering & Cons | 5.4 | 建筑 | 从事建筑，属于双龙集团 |

二、海外创业板或创新经济板块发展的重要经验

1、海外创业板市场或创新经济板块是适应当时各国和地区经济发展客观需求应运而生的产物。

美国：美国经济在二战结束后曾快速增长。但进入七十年代以后，随着初级消费需求放缓以及石油危机等因素，美国经济进入“滞涨”阶段，社会矛盾凸现，这个从上个世纪初就超越了欧洲强国的“经济巨人”风光不再。但是，与此同时，在美国不断完善的资本市场推动下，以硅谷为代表的高科技产业悄然兴起。从那时起，美国的计算机、半导体、生物技术、网络等高科技产业相继涌现并迅速在全球确立了领先优势，促使美国经济实现了产业升级。九十年代后，美国进入了以信息产业为先导的新经济时代，其高科技产业的优势进一步加大，特别在一些附加值最高的尖端科技行业占有垄断地位；同时，由于资本市场和实体经济的良性互动，美国进入有史以来持续时间最长的一次经济扩张。据统计，1994年至1996年，高科技产业对美国国内生产总值的贡献高达27%，而同期传统经济的带头产业——建筑业和汽车业的贡献率分别只有14%和4%。高科技产业已成为当今美国经济持续增长的主要动力。而在这一过程中，美国创业板市场NASDAQ功不可没。

韩国：作为亚洲四小龙之一，韩国经济在上个世纪七、八十年代经历了迅猛的发展，但进入90年代，未及时调整产业结构是1997年韩国爆发金融危机的主要原因之一。亚洲金融危机发生后，韩国政府意识到仅仅依靠扶植大企业集团的发展、以附加值较低的制造业为主的战略难以维持国家的竞争力和经济的持续发展，转而扶持高科技产业的发展。一方面，韩国大企业开始进行结构调整，实现向尖端产业的战略性转移，如三星集团大力发展电子产业；另一方面，韩国政府出台一系列政策以扶持中小高科技企业、风险投资的发展。此外，韩国政府大力支持其创业板市场高斯达克（KOSDAQ）的发展，为高科技成果的产业化建立一种创业投资机制，为风险投资退出提供便捷渠道，并解决科技创新中中小企业的融资问题。

台湾：我国台湾地区自60年代初开始，充分发挥拥有丰富的劳动力资源、工资水平比较低的比较优势，以轻工业为主，大力发展中小企业，努力扩展出口，开拓国际市场，在60年代后期实现了经济起飞。但是，这种经济增长方式主要是靠初级消费和出口拉动的，到80年代后，初级消费逐渐饱和，经济增长出现停滞，产业亟待升级。因此，台湾开始大力发展高科技产业和风险投资，实现向创新型经济转型。90年代，台湾许多产业都成功地实现了产业升级，1996年以后，台湾的电脑终端、监视器、印刷电路板、影像扫描器、游艇、电子计算器等生产量在全世界首屈一指。高科技产业的发展已成为台湾综合能力的重要标志，也是其经济持续增长的支柱。台湾在产业升级过程中，风险投资做出了巨大贡献，据统计，自1983年到1998年，创投公司带动约5600亿元新台

币的高科技产业资本形成，从而为台湾高科技产业的发展奠定了坚实的基础。而风险投资之所以取得巨大成功，在很大程度上也归功于其有一套灵活高效的风险资金退出机制。台湾创业投资不仅有主板市场支持，还有证券柜台买卖中心（二板市场），这为风险投资提供了有效的退出渠道，也为大量高科技企业提供了资本运作平台。

2、一系列市场化的制度设计是海外创业板成功发展的重要条件

首先是市场化的准入机制。以发展最为成功的美国 Nasdaq 为例，宽松的上市环境是纳斯达克成功最核心和重要的原因。这与纳斯达克脱胎于柜台交易有关，但更为重要的是由于纳斯达克清醒认识到当今信息社会的新兴企业具有与传统企业截然不同的特点。放松上市标准，鼓励和扶植新兴高新技术企业上市，是纳斯达克鲜明的特点，也是其成功的根本所在。又如，英国另类投资市场（AIM）、欧洲新市场、比利时新市场、东京证交所高成长新兴市场和新加坡希斯达克市场等，也不对公司经营或设立年限做出任何数量要求。

其次，严格的优胜劣汰机制和相对较高的淘汰比例也保证了创业板市场上市公司的领先性和市场的活力。例如，英国 AIM 市场采取非常严格的退市制度，1998 年，当年新上市公司为 75 家，退市公司达 91 家。截至 2002 年底，英国 AIM 市场共有 462 家公司退市（其中包括 43 家公司转向主板上市），退市公司占新上市公司的 39.6%。正是通过这种优胜劣汰的退市机制，使 AIM 市场抗风险能力大大提高。相对而言，欧洲新市场、日本和香港新兴市场公司退市数量比较少。如欧洲新市场在 2001 年以前只有 13 家公司退市，法国新市场只有 46 家，瑞士新市场只有 1 家。

其它的一些制度设计包括：严格的信息披露为主的监管体系；允许私募机构投资，以便于风险资金的进入；对发起人和管理层持股的限制流通时间较短，以便于风险投资的退出；允许推行股票期权等员工和管理层激励措施；以及对无形资产的出资比例限制较宽松等。

可以说，灵活的上市机制和严格的退市机制相辅相成，以及一系列其它的市场化制度设计，是海外发展较为成功的创业板市场的共同特点。

3、先进的交易系统和不断创新的服务意识是海外创业板市场持续高速发展的重要原因。

美国 Nasdaq 自成立起就利用电子系统进行交易，是世界第一家股票电子交易市场。目前纳斯达克仍在不断尝试新的创新，其中最引人注目的是 24 小时的连续交易制度。纳斯达克充分利用电子交易系统的先进性不断革新交易手段，为保证在新世纪的竞争中保持领先进行不懈的努力。

韩国的科斯达克市场也通过不断更新其先进的计算机技术和电子通讯技术，确保了交易系统的效率和信息及时准确地发布。2001 年年末，科斯达克电子交易系统的日处理交易量已从 1997 年的万笔扩大到 500 万笔；另外，以网上交易为代表的新交易技术也刺激了市场交投，网上交易量占总交易量的比重在 2001 年就已达到 70%。

另一方面，由于创业板市场服务的对象主要是最具创新性、高成长性的一大批中小型企业，因此市场本身的创新及服务意识对于创业板的发展至关重要。例如，自成立以来，美国 Nasdaq 始终走在证券市场创新的前列，不断提高自身的服务水准，增加市场竞争力，如今更是在国扩展和并购的进程中走在了美国各大股票交易所的前沿。

三、对我国的启示

1、我国经济目前的发展阶段有发展创新经济的内在需求，发展创新经济要以建立资本市场这一市场化的发现和引导机制为核心。

(1)、我国经济在取得改革开放的巨大成绩的同时，也逐步显现内需不足、产业升级、可持续发展等方面的压力，迫切需要发展创新经济为主的新型经济发展模式。

(2)、资本市场是自主创新经济体系建设的核心。

自主创新经济发展模式的本质决定了其必须要充分依靠市场的力量。创新经济的典型代表高科技产业，具有高度的行业风险，这首先是因为从科学技术的研究到科技产业的形成有一个繁复和昂贵的过程，更为重要的是，在今天这个科技进步日新月异的时代，任何技术都随时面临被淘汰的危险。高度的竞争和淘汰率使得对于科技产业的具体行政指导很容易变成社会资源的巨大浪费。因此，建设让高科技产业所需要的各种生产要素——包括人才、技术、资本等等——进行高效率交换的要素市场，让市场去选择、辨别和推动高科技产业的发展，是一条可行之路。而政府的职能定位，则更多地是应该去推动这些要素市场的发展，营造外部环境，完善法律法规，维持市场公正，等等。在现代经济的各种主要生产要素中，人才、技术和资本的市场都是重要的要素市场，而其中资本市场是最为核心的，因为其它生产要素都需要围绕和依托资本市场进行定价。因此，资本市场也成为推动创新经济的各种生产要素市场中最为重要的要素市场。

2、一定的政策推动与市场化的制度设计对于创新经济板块的发展有举足轻重的作用。

(1)、新兴市场和我国市场发展的特点应该是政府推动和市场自由演进相结合，所以，一定的政策扶持和制度设计是必不可少的。最典型的例子是韩国的科斯达克市场。韩国政府曾给予风险企业 50%的税收优惠，并给予在科斯达克上市的中小企业 5 年内享受免税的待遇。此外，韩国政府在 1986 年出台了《支持中小企业法案》，1997 年出台了《推动风险投资的特殊政策法案》，同时，韩国政府还高度重视科斯达克市场的发展，把建设科斯达克作为振兴韩国经济的战略措施之一，在 1999 年提出《健全科斯达克市场的政策》，从而为科斯达克的迅猛发展注入活力。

(2)、相对主板来说更加市场化的制度设计，海外的创新经济板块的制度设计更加市场化，更多地将决策权交给市场的参与者去判断和博弈。国际经验表明，较为市场化的创新经济板块制度设计是其成功的重要原因。

3、大力推动相关产业的发展有助于创新经济的发展。

首先，要进一步完善以市场为导向的科技产业的发展机制。其次，应该大力推动风险投资产业的发展。最后，应该统筹兼顾，加强协调，借鉴国际经验，结合我国经济发展的现状，统一规划和发展我国多层次资本市场。