

# Discussion on the Innovation of GEM System in Contemporary China——Taking the World Venture Capital Market as a Reference

Xiaoming Qiao

Editorial Office, Journal of Yunnan Normal University, Kunming, Yunnan, 650092, China

## Abstract

By summarizing the successful experience of the world's mature venture capital market, this paper puts forward the following suggestions for the innovation of China's GEM system: constructing the market with different risk levels, gradually implementing the registration system, controlling and optimizing the investor structure, implementing the mixed trading system, and perfecting the market supervision system.

## Keywords

contemporary China; venture capital market; GEM

---

# 当代中国创业板制度创新之探讨——以世界风险资本市场为借鉴

乔小明

云南师范大学学报编辑部, 中国·云南 昆明 650092

## 摘要

本文通过总结世界成熟风险资本市场的成功经验,对中国创业板制度创新提出了以下几点建议:构建不同风险层次的市场、逐步实现注册制、控制优化投资者结构、实行混合交易制度、完善市场监管体系。

## 关键词

当代中国; 风险资本市场; 创业板

---

## 1 当代风险投资与风险资本市场

风险投资,也称创业投资,是指对新兴的、处于发育成长期的创业型企业进行的投资,其具有高风险、高收益的特点。风险投资不同于传统的投资行为,它是一个完整的投资过程,承担者研究开发、生产、市场营销、管理以及发展战略等多种风险,是创造企业的投资行为。<sup>[1]</sup>

风险资本市场是风险投资发展的必然需求,是满足风险投资发展融资、投资、撤出需要的资本市场。风险资本市场体系由投资对象、投资者、创业撤出渠道、有关法律法规、相关的中介服务等构成,是能带来经济活力和促进经济增长的系统体系。

风险资本市场具有如下的基本功能。首先,它具有融资

功能。风险资本市场能够应风险投资的需要,提供大量的风险资本金,对创业性企业起到推动作用。其次,它具有投资功能。风险投资对创业型企业的投资是通过多次投入而实现的。在企业成长过程中,每个阶段的投资量不同,在各个阶段运用的投资工具也有所不同,需要风险资本市场为风险投资提供投资的市场环境。<sup>[2]</sup>此外,它具有撤出功能。一旦创业型企业成熟,风险资本的经济价值也就实现了。风险资本的价值体现在两个方面:一是使企业创业成功;二是风险资本自身获得巨大的增值。风险资本需要通过某种形式,将其增值资本以货币资本的形态回到投资者手中。可见,风险资本市场为风险投资提供了撤出渠道。

风险资本市场是资本市场的重要组成部分,对于构建多层次资本市场,完善金融体系具有重要意义。

## 2 世界主要风险资本市场

### 2.1 纳斯达克市场

美国拥有全球最完备的证券市场分层体系，为各国进行相应的制度设计提供了最有价值的市场模式和经验借鉴。完备的多层次证券市场体系，为美国发达的公司制度提供了坚实的基础。其中纳斯达克市场主要面向成长型企业，是世界上成熟资本市场的典范。

纳斯达克市场成立于1971年，其独特的上市制度，使得70年代和80年代信息技术产业大发展时期的许多公司都在纳斯达克上市交易。这些公司的发展也进一步推动纳斯达克的发展，使之成为与纽交所评分美国证券市场的超级证券市场。

纳斯达克市场的交易制度是竞争性做市商制度，做市商在交易过程中发挥着关键性的作用。在纳斯达克市场上市的每只证券至少要有两家做市商，目前平均每只证券约有11家做市商，一些流动性好、交易活跃的证券有50多家做市商。<sup>[1]</sup>做市商众多有利于它们相互竞争，有利于确定公平的交易价格、保证市场的“深度”与交易的连续和提供额外的流动性。完善的做市商制度保证了纳斯达克市场的活力与健康发展，这一点值得中国借鉴。

2008年6月，纳斯达克正式将其股票市场分为3个层次：“纳斯达克全球精选市场”、“纳斯达克全球市场”（即原来的“纳斯达克全国市场”）以及“纳斯达克资本市场（即原来的纳斯达克小型股市场）”，进一步优化市场结构，吸引不同层次的企业上市。市场内部再划分出不同层次的做法，使纳斯达克拥有多层次的股票市场构架，便于风险控制与管理。笔者认为，对不同类型的公司设计不同的上市条件，进行不同的市场划分这种理念值得中国借鉴。

### 2.2 另类投资市场

另类投资市场 AIM 是英文 Alternative Investment Market 的缩写，指英国为那些不够资格在伦敦股票交易所正式上市的公司所设的市场，这些公司通常是规模较小或高风险的企业。另类投资市场是世界少数成功的风险资本市场之一。另类投资市场 AIM 于1995年设立，在协助广大中小企业，特别是中小型高科技公司通过资本市场获取资金进行投资方面发挥重要作用。

AIM 最大的特色是它的终身保荐人制度，它的监管核心是一个以终身保荐人为责任主体的市场自我监管。保荐人承

担市场准入与持续监管的职责。终身保荐人制度对 AIM 的稳定与健康发展起着很大作用，值得中国借鉴。

世界上风险资本市场的成功案例并不多，德国、香港都曾设立过创业板，但只是昙花一现。纳斯达克、AIM，以及韩国的科斯达克的成功一定有它在制度建设上的独特之处，对他国创业板市场制度的建立与创新树立了榜样。

## 3 当代中国创业板制度创新的思考

中国在2009年10月15日推出创业板，为中国多层次资本市场的建设迈出历史性的一步。但总体而言，中国的创业板在制度建设上依然不够成熟。在加快发展中，创业板制度改革已经成为中国专家学者的共识，笔者在总结海外成熟风险资本市场成功经验的基础上，对创业板制度创新提出几点建议。

（1）以满足多数中小企业融资需求为目标，分出层次

中国创业板门槛同海外相对成熟的创业板市场相比是最高的。海外创业板市场普遍门槛很低，但是存活至今且仍然活跃的寥寥无几，考虑到吸取海外创业板建设的经验教训，中国的创业板规定了相对较高的上市标准。但是，这样的规定同时把大多数处于创业初始阶段的中小企业拒之门外，不能够满足大多数创业型企业的融资需求，不利于资本市场的发展。<sup>[4]</sup>

笔者建议在创业板内部分出高低两个层次的市场，处于成熟期或扩张期，即创业后期的中小企业进入高层次市场，处于成长幼稚期或初始期，即创业中前期的创业型企业进入低层次市场，并且低层次市场上市的财务和数量指标要求上低于高层次市场。这样可以使具有不同成长特性、风险级别、融资需求的创业企业都能获得风险投资。创业企业在低层次市场发展达到一定阶段后，规模有所增大，前景逐渐明朗，风险评级降低，则可由低层次市场迁入较高层次的市场，自然而然，高市场的准入门槛相对较高。这样便可以兼顾不同公司的特点和融资需求，保证充足的上市资源。

不同层次市场对应的是不同收益风险偏好的投资者，因此该做法能够使资金供求方都能够满足自身的需求，有利于资本的合理配置以及配置效率的提高。多层次市场的建设不仅为不同的投资者提供了差异化的市场，满足了多样化的市场需求，同时有利于实现对不同风险级别的市场专业化管

理,更清晰的揭示风险,降低创业板的系统性风险。

考虑到中国的创业板和中小板的服务对象都是中小企业,经过一段时间发展,笔者建议将中小板市场和创业板市场合并成一个专门为中小企业服务的市场,当中再细分为成熟的中小企业服务的市场和成长型企业服务的市场。

#### (2) 以市场化监管理念为基础,逐步实现注册制

中国创业板目前实行的发行审核制,存在两大弊端。首先,审核制程序的繁琐延长了创业板股票上发行需要的时间。由于挨家审批,速度自然跟不上,导致上市规模小,对创业板的发展极为不利。其次,严苛的审核条件成为多数创业型企业上市的阻碍。

市场竞争要求政府对资本市场的行政监管重心从前台走向后台,即从事前监管移向事后监管,那么审核制改革为注册制的趋势在所难免,但同时也存在上市门槛过低导致企业蜂拥而至的问题。考虑到应该逐步推进改革,笔者建议在创业板内部分出层次的基础上,高层次市场实行较严格的发行审核制度,低层次市场则采取注册制,即法律规定一定标准,中小企业若达到要求就可以上市。同时,低层次市场务必以高门槛的投资者资格准入制度、严格的信息披露规范、严格的保荐人制度和退市制度、严厉的事后监管惩处等等为配套措施,以保证注册制的实行不至于增加创业板的系统性风险。如此一来,低层次市场可以给更多成长型的创业企业创造融资机会,同时高层次市场的严格把关,控制了成熟中小企业的上市质量。发行制度改革需要过渡,上述实践以试错的态度进行市场化试验,等到时机足够成熟,即可用注册制取代审核制。<sup>[5]</sup>

实现注册制的意义不仅在于创业板,同时为中国资本市场的市场化监管积累经验。通过注册制允许市场参与者对于具体的行为作出各自的判断并承担相应责任,使监管机构从市场的参与者变为市场秩序的维护者,推动中国资本市场朝着市场化监管的方向前进。

#### (3) 以强化风险控制为目标,控制优化投资者结构

创业板市场与主板相比有更高的风险,其特点为上市公司价值评估难度大、不确定性多、投资难度大。因此,创业板的投资主体的主要组成应该为专业于中小企业投资的成熟机构投资者。

创业板内部分层的设计使得严格的投资者准入制度得以

实现。低层次市场吸纳的是高成长性、高风险的创业型企业,市场本身风险水平较高,故应设置严格的投资者准入标准,例如必须是专业于中小企业投资的成熟机构投资者才能进入该市场。高层次市场的门槛较高,其本身的风险水平相对较低,那么该市场投资者构成中成熟机构投资者的比重便可降低,鼓励有经验、有实力的个人投资者进入。投资者主体构成的差异,将会直接影响到创业板市场的成熟性和稳定性。

对于低层次市场,笔者建议引入创业投资公司或者私募股权投资公司等具有专业知识的机构投资者,它们更了解公司本身及其所在行业,其介入还有助于改善公司的管理。鉴于中国目前长期资深的创业性企业股权投资机构数量不足,可通过引入风险投资信托基金等成熟的早期机构投资者,来带动更多风险投资机构进入市场以信托基金的形式运作,加快改善市场的投资能力。

针对不同风险级别的市场设置相应的投资者,是为了更好地维持市场的稳定性和市场的投资价值,强化风险控制,保护投资者特别是中小投资者的合法权益。同时,加强了市场的吸收能力,使得更多不具备创业企业投资能力的个人投资者,以更安全的形式参与到创业板市场中来,可谓一举多得。<sup>[6]</sup>

#### (4) 以创业板健康发展为目标,实行混合交易制度

目前中国创业板实行的集合竞价交易制度,有可能造成两个极端:或者缺乏稳定性,机构大资金参与与散户炒新心态导致小盘创业板的大起大落;或者缺乏流动性,使创业板上市后缺乏交易使得后续企业受到影响,从而影响到整个创业板的生命力。从国外风险资本市场成功的经验看来,做市商制度是创业板市场健康发展的必要条件。

所谓做市商制度,其不同于中国交易所的连续竞价方式确定交易价格,而是由具备一定实力和信誉的证券商来作为交易中介,由券商买卖证券。在这种交易制度模式下,证券商通常先垫入一笔资金建立某种证券的足够库存,并承诺维持这些证券的买卖双向交易,即证券商面对一个交易群体,同时推出买入价格与卖出价格,投资者可以根据证券商的报价向其买入或卖出一定数量的证券。

做市商通过持续合理报价解决市场流动性问题,并通过参与价格决定过程,改善投资者预期、稳定市场情绪,从交易机制上降低市场波动。

中国对建立做市商制度的呼声越来越大,但是考虑到做

市商制度信息透明度低,容易形成垄断报价,损害投资者利益等弊端,笔者建议创业板尝试实行集合竞价制和做市商制相结合的混合制度。对每一只上市的股票,同时实行做市商制度和竞价制度,即一只股票存在多个做市商,同时报出自己的要价和出价,而市场上的投资者既可以与做市商交易,也可以与其他投资者直接成交,做市商的报价和投资者的报价一同进入竞价系统,按照竞价制的价格、时间优先原则成交,从而以投资者的报价限制做市商报价的随意性。

混合制度能够使做市商的报价参与竞价,同时以竞价制来限制做市商报价的随意性。如再辅之严格的监管措施,建立对做市商的成交报告制度、报价监管制度、卖空交易监管制度、信息披露制度,则能进一步促进创业板健康发展。

#### (5) 借鉴海外成功经验,完善市场监管体系

为促进中国创业板持续健康发展,笔者认为应结合海外成熟风险资本市场的成功经验与中国实际情况,完善创业板的监管模式。

笔者建议借鉴英国 AIM 的经验,建立以终身保荐人为核心的监管体系。目前中国的保荐人在保荐期限届满之后便不再承担因其保荐不得力而产生的责任,这样的规定对于高风险的创业板市场是值得商榷的。若建立终身保荐人制度,将某些保荐期限届满后出现的属于保荐人权责范围内的风险隐患,可以溯及追究保荐人的责任,严加惩罚,这样才能够有效防止恶性的造假丑闻,保证创业板市场的规范运行。

其次,通过设立对立于保荐人的中介机构,承担发行人上市后的持续协助和督导责任,同时设立专门的会计师事务所,承担发行人重大交易或安排的审查责任,并对上市公司

的报表进行独立的第三方审计。二者与保荐人形成互相制约关系,对上市公司实施定期的、严格的信息披露,并对发行人的投资风险级别进行评级,以保护投资者权益。

此外,加强执法力度,建立严格的退市制度。出现问题或者风险级别增加的企业,或者强令其降到低层次市场,或者通过收购、重组,令其直接退市。

从海外创业板市场经验和教训来看,建立直接退市制度是保证市场成功非常关键的一点。源源不断的公司流出和流入是创业板市场得以保持活力的根本保证。严格的退市制度能够使创业板市场形成良好的信号传递效应,建立起对上市公司严格的约束机制,促进资源的优化配置,从而提升创业板市场的质量。

#### 参考文献

- [1] 陈军.对经济学的“手”理论的述评[J].云南财经大学学报,2013,(9).
- [2] 张钦.论全面风险管理(ERM)框架体系的构建[JE/ON].价值中国网.2018-12-15. <http://www.chinavalue.net/Article/Archive/2018/12/15/149535.html>.
- [3] COSO.Enterprise Risk Management-Integrated Framework.[R]. Committee of Sponsoring Organizations of the Three-way Commission,2014:2-8.
- [4] 王建.经济资本——风险和价值管理的核心[J].国际金融研究,2014(6):46-48.
- [5] 卢军.保险公司资本配置的方法[J].保险职业学院学报,2015(3):18-19.
- [6] 祁祥.风险管理新趋势——整合风险管理及其在中国的应用[J].经济学动态.2016(9):25.