

362

F822.51

A118

决胜创业板

——中国创业板投资策略选择

马维刚 编著



A0943943

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

决胜创业板：中国创业板投资策略选择/马维刚编著. —北京：
中国财政经济出版社，2001.1

ISBN 7-5005-4907-5

I. 决… II. 马… III. 高技术产业-资本市场-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 84186 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码：100010

发行处电话：64033095 财经书店电话：64033436

财经图书发行中心电话：88119132 88119130 (传真)

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 8.25 印张 194 000 字

2001 年 2 月第 1 版 2001 年 2 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 000 定价：18.00 元

ISBN 7-5005-4907-5/F·4402

(图书出现印装问题，本社负责调换)

前 言

在新世纪开始之际，经历了近 10 年探索和中国发展的中国证券市场，正在孕育着一场重大变革，历时三载才得以浮出水面的中国二板市场——中国创业板市场终于要诞生了。

中国创业板的诞生，是中国经济向纵深发展的必然选择，也是新经济发展的内在要求。

近几年来，中国新经济迅猛发展，方兴未艾。高新技术企业、民营企业、中小型成长企业星罗棋布，充满活力。据初步统计，目前全国已建立 100 多个高科技企业孵化器、30 多个大学科技园、20 多个留学生创业园、500 多家为中小企业服务的生产力促进中心，各地高新技术产业开发的企业共有近 2 万家，全国科技型中小企业超过 7 万家，它们生机勃勃，构成了我国经济的重要组成部分。

回首改革开放 20 年来的风风雨雨，既有成功的典范，也有失败的教训。80 年代崛起的乡镇企业在第一轮改革大潮中表现得生机勃勃，但由于其内部管理的缺陷，以及银行融资受阻、市场融资困难，因而从 90 年代开始，绝大部分乡镇企业失去了活力。现在，中国新一轮经济发展浪潮已经伴随新经济和全球化，伴随着“入世”挑战一起扑面而来，为了牢牢抓住这一机遇，中国推出创业板市场，为我国高成长型企业建立一个全新的直接融资渠道，通过市场化配置资源，促进它们迅速成长壮大，进而达到调整经济结构，迎接经济全球化的挑战，这的确是现实

最佳选择。

深交所副总经理胡继之在深圳高交会论坛上满怀激情地说：创业板市场，它将成为一个枢纽，促成科学家、企业家和千百万中小投资者的集合，进一步激励民族的创新精神和创业勇气。而这种创新精神和创业勇气，正是新经济发展的灵魂，更是一个民族兴旺发达的不竭动力。

中国创业板是不同于现有主板的、主要为中小型成长企业服务的新市场，对于中国企业和投资者来说都是新事物，因而有必要多看看其他各国二板市场是怎样运作的，同时，结合中国的实际情况，来研究和决定在中国创业板上的投资策略。基于这一愿望，我们出版这本拙著。本书分上下两篇，上篇主要介绍各国二板市场，并对各国二板市场上市、交易、信息披露和监管等诸方面进行对比分析；下篇主要分析中国创业板的基本面情况和创业板重点行业，最后在分析比较的基础上，对投资中国创业板应采取的策略进行探讨。

本书写作过程中，得到了中国财政经济出版社刘航编辑和广大证券业同仁的大力支持，在此致谢。同时，笔者也广泛参考了众多研究成果和数据，鉴于资料来源广泛，无法一一注明出处，加以时间仓促，错误之处在所难免，望批评指正。

作 者

2000年12月于羊城

上 篇

全球二板市场及其比较

第一章 二板市场概略

第一节 二板市场的涵义

二板市场, Second Board, 是相对于主板市场 (“Main Board” 或称第一板市场) 之外而言的市场。

二板市场, 从国外来讲, 又叫另类股票市场, 实际上没有更多规范的定义。从广义上讲, 凡属针对大型成熟的公司的股票市场, 我们称之为主板市场; 而面向中小公司的市场, 都可以称其为二板市场, 或者叫另类股票市场。从狭义上讲, 二板市场是针对中小型公司、新兴的企业, 尤其是目前的高新技术企业上市的市场。

第二板市场, 是一国资本市场的重要组成部分, 和主板市场的根本差异在于其不同的上市标准, 且上市对象多为具有潜在成长性的新兴中小企业, 因此许多二板市场又称为小型公司市场或新兴公司市场。二板市场的建立能直接推动中小高科技企业的发展。因此, 二板市场通常被称为“高科技企业的孵化器”、“新兴产业的摇篮”。

国际上成熟的证券市场绝大部分都设有二板市场, 不同的国家, 对二板市场有不同的命名。概括而言, 世界主要二板市场命名大致可以分为四种:

(1) “SDAQ” 后缀

以“SDAQ”为后缀命名二板市场，是世界上很多国家的做法。“SDAQ”是“Securities Dealers Automated Quotation”的缩写，中文翻译为“证券交易商自动报价系统”。NASDAQ的全称为“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”，即“全美证券交易商协会自动报价系统”。除NASDAQ以外，世界上还有韩国的KOSDAQ，新加坡SESDAQ，日本的JASDAQ，设在比利时的EASDAQ，马来西亚的MESDAQ及罗马尼亚的RASDAQ等，其意思就是某某（国家，或地区）证券交易商协会自动报价系统。

（2）新市场

以新市场命名的二板市场主要集中在欧洲，如德国新市场、法国新市场、意大利新市场、荷兰新市场、比利时新市场及瑞士新市场等。前五者已联合为欧洲新市场。欧洲各国的新市场基本上都是依附于主板市场的独立市场，以新市场命名，主要是为了与主板区分开，同时又表明不是一个次类市场，只是市场的定位和运作上更为灵活和务实。

（3）形象名词

目前，以一个比较形象的名词为命名的二板市场主要有两个，一个是日本的“MOTHERS”，另一个是台湾OTC市场的“TIGER”。“MOTHERS”意即“母亲”，日本迫切希望借助“MOTHERS”的力量获得新生，重振往日的辉煌。台湾的“TIGER”，意即“老虎”，代表其是充满活力及朝气之成长性市场。

（4）定位名词

一些国家以二板市场的功能定位缩写或直译作为二板市场的名称，如英国伦敦证券交易所的AIM，是“Alternative Investment Market”的首字母缩写，即另类投资市场的意思。香港创

业板，英文全称“Growth Enterprise Market”，简称 GEM。香港创业板非常强调其是为增长企业而设的市场，欢迎各行各业具有高增长潜力的公司上市，而且 GEM 对上市企业不要求具有赢利记录，这都体现了 GEM 强调高增长性和鼓励创业的特色。

各国二板市场的运作模式大致可分为以下三种：

(1) 附属市场模式

第二板市场附属属于主板市场，和主板市场拥有相同的交易系统；有的和主板市场有相同的监管标准和监察队伍，所不同的只是上市标准的差别。该市场旨在为主板培养上市公司。二板的上市公司发展成熟后可升级到主板市场。换言之，就是充当主板市场的“第二梯队”。采用这种模式的有英国 AIM，新加坡、马来西亚、泰国的第二板市场等。香港创业板市场就采用这种模式。

(2) 独立运作模式

第二板市场和主板市场相比有独立的交易管理系统和上市标准，完全是另外一个市场。采用这种模式的有美国 NASDAQ、日本 JASDAQ、我国台湾的场外证券市场（ROSE）等。

(3) 新市场模式

以欧洲新市场（EURO - NM）为代表，由法国新兴证券市场（Nouveau Marché）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的运作标准，具有实时的市场行情，承认彼此的会员资格。

就国际各二板市场的实际运作来看，以独立模式运作的美国 NASDAQ 最为成功，目前已成为世界第二大证券交易市场，并与美国交易所（AMEX）合并。而许多以附属市场模式运作的二板市场大多不成功，如 1992 年 AMEX 设立的 ECM（Emerging Companies Marketplace）于 1995 年关闭；英国的 USM（Unlisted

Securities Market) 于 1996 年关闭。其原因在于, 当企业成长至符合主板上市条件后, 往往转移至主板, 给人留下的印象是在第二板上市的多是不成功的企业, 影响了投资者的投资兴趣和其他企业的上市意愿, 使得市场因缺乏流动性和新鲜血液从而衰亡。

虽然各国对二板市场的称谓和运作模式各不相同, 但其为高风险、高收益、高成长的新兴企业提供融资服务的宗旨却是完全相同的, 它们与主板市场存在着许多显著差异:

1. 特殊的市场定位及上市要求。世界各国和地区的二板市场(如美国的 NASDAQ、英国的另类投资市场 AIM、新加坡证券交易及自动报价系统 SESDAQ、香港创业板市场等)大多数以“增长潜力”为定位主题, 其主要服务对象为成长性好、发展前景广阔的中小型科技公司。

NASDAQ 及欧洲主要二板市场, 如 EASDAQ (欧洲证券商协会自动报价系统) 和 Euro—NM (欧洲新市场) 的上市公司所处行业均以软件、生物工程和微电子技术为主。相比之下, 主板市场主要为较大型及基础较佳的公司筹集资金。因此, 主板市场的上市标准相对严格。

我国的民营高科技企业规模较小, 基础稍逊, 不确定因素较多, 主板市场的上市标准对它们而言显然过于苛刻。二板市场较低的上市要求迎合了它们的需要。通过比较很容易发现, 世界主要二板市场对上市申请人的企业规模、过往业绩、经营赢利等方面的要求均较主板市场宽松得多。

2. 上市企业的整体风险比较大。高科技企业本身基础较薄弱, 它们可能要在一些尚未被开垦的领域寻求发展, 因而, 它们在产品开发及开拓市场过程中遭遇失败的可能性较大。另外, 二板市场较低的上市要求, 也可能被一些质量较次的公司利用。这些因素均会造成二板市场上市公司的整体风险远高于主板市场。

这一关键性的区别决定了二板市场与主板市场在投资者类别、交易机制和监管取向等诸多方面的差异。可以说，正是高风险性致使二板市场必须在很大程度上独立于主板市场。

3. 以机构投资者为主的市场。对投资者而言，二板市场风险偏高。因此，二板市场主要针对那些有能力对公司的业务情况以及所涉及风险作出透彻、客观评价的投资者（即专业投资者和充分了解市场的散户投资者）为对象。二板市场的运作理念是“买者自负”。证券监管部门向投资者提供的指引也包括明显的风险警告。世界各国许多二板市场的交易制度特别为资金量较大、且熟悉投资技巧的专业投资者（尤其是机构投资者）而设，以防许多不太了解市场的投资者盲目投资于二板市场，造成不必要的损失。这些措施包括提高最低交易数额及限制投资者身份等。另外，有些二板市场对股东出售股权加以限制，并在特殊情况下发出成交单警告通知。

4. 严格的信息披露制度。由于二板市场上市公司的不确定性因素较多，因此，二板市场的上市公司应对公司信息做更为详尽、充分、及时的披露。如香港创业板市场规定：发行人在上市之初除须按主板市场上市规则进行信息披露外，还须额外进行两项重要信息披露——活跃业务活动陈述及业务目标陈述。这两项额外信息披露的目的在于：其一，让有兴趣的投资者取得有关资料，以判断申请人的业务日后是否会有良好发展；其二，防范过分激进的发行人及公司发起人取得二板市场的上市地位。如美国NASDAQ市场要求上市公司披露季度报告及重大消息。另外，香港创业板市场也规定其上市公司的持续披露责任中应增加编制季度财务报表。

5. 特殊的保荐人制度。保荐人在为二板市场建立信心方面扮演一个关键角色。因此，二板市场保荐人必须具备高度的专业

水平。通常，监管部门对二板市场上市保荐人要求较主板市场保荐人更为苛刻。保荐人的主要责任在于以一个独立的专业团体的身份，确保申请上市的公司完全符合二板市场的上市规定、所有上市文件均完全符合二板市场上市规则，并且公司已对所有重大事项和必要信息作出充分披露。此外，二板市场上市公司往往要在更长的时期内保留保荐人。为确保保荐人符合规定的要求，主管机关定期对保荐人进行考核，以确定其是否具有保荐资格。

6. 先进的交易系统。二板市场的交易往往不如主板市场活跃。如果采用电脑自动撮合成交易的买卖盘驱动制，很可能造成市场的流通性和连续性欠佳。有鉴于此，世界各地许多二板市场全面采用以报价驱动的系统（Quotation Driven Market），包括美欧四大高科技产业证券市场（NASDAQ、EASDAQ、AIM、Euro-NM）在内。报价驱动系统又称做市商制度，在这样一个交易机制下，相互竞争的做市商为其所负责的股票挂出买卖双向报价，投资者即按此报价以做市商为对手进行交易。每只股票均有几名做市商，为同一只股票报价的做市商互为竞争对手。如NASDAQ市场每只股票必须有3名以上活跃的做市商。做市商制度较好地维持了证券的流通性、价格公正性及市场连续性，并大大抑制了二板市场的投机心理和投机可能性。从这一角度来说，二板市场不宜采用主板市场的交易制度。当然，为节约交易成本，二板市场可考虑采用主板市场的结算及交收设施，两个市场可采用联合形式。

7. 以信息披露为核心的监管取向。与主板市场相比，二板市场往往波动性较大、股份流动性尚低、公司倒闭及破产的可能性较高。同时，上市公司质地两极分化较严重。因此，二板市场的监管理念以“加强信息披露为本。”这有别于主板市场“以公司本身条件为本”的监管取向。

第二节 二板市场的产生与发展

中小企业、新兴公司在各国经济中占有重要地位，在提供就业和技术创新方面发挥着重要作用。以美国为例，小企业就业人数占全国总就业人数的 60%；80 年代以来约有 70% 的科技创新是由小企业实现的。

但是中小企业、新兴公司在成长初期往往缺乏合适的融资渠道：企业风险较大，难以获得银行贷款，而且单纯举债也会使负债率过高，制约发展；主板市场的上市条件又较严格，难以在主板市场上进行股权融资。如果缺乏上市这一退出途径，创业资本（Venture Capital，风险资本），往往也不愿意进行投资。在此背景下，第二板市场应运而生。

在二板市场发展历史中，二板市场刚开始是对应于具有大型成熟公司的主板市场，以中小型公司为主要对象的市场形象而出现的。19 世纪末期，一些不符合大型交易所上市标准的小公司，只能选择场外市场和地方性交易所作为上市场所。到了 20 世纪，众多地方性交易所逐步消亡，而场外市场也存在着很多不规范之处。自 60 年代起，以美国为代表的北美和欧洲等等地区，开始大力创建各自的创业板市场，为中小型企业解决融资问题。发展至今，创业板已经发展成为帮助中小型新兴企业、特别是高成长性科技公司融资的市场。

二板市场的发展经历了以下几个时期：

萌芽时期：19 世纪—20 世纪 50 年代

在国外，二板场有着悠久而曲折的历史。早期的店头市场与众多的地方性交易所都可看作另类股票市场的原始形态。

19世纪美国有数百家地方性交易所，当时几乎每一家大城市都有一家交易所。地方上的公司在这些交易所上市，当地居民也可通过这些交易所交易其他地方的股票。随着通讯手段的提高，大公司股票的交易所逐渐集中到纽约证券交易所。不符合纽约证券交易所或美国证券交易所上市标准的小公司的上市地有两种选择：场外市场和地方性交易所。然而，到20世纪50年代，大多数符合地方性交易所上市标准的小公司都选择在场外市场上市，地方性证券交易所日益萎缩。据美国证券交易委员会1994年的报告，幸存下来的地方性交易所的97%的交易发生在纽约证券交易所和美国证券交易所上市的股票上，而非自身的上市股票。

起步时期：20世纪60年代—80年代

从20世纪60年代起至80年代末，欧洲、美国、亚洲地区为了解决中小企业融资问题，都致力于发展另类股票市场，但这段时间内，除美国、台湾、日本之外，其他市场发展不是很成功。

在美国，纽约商品交易所为了实现业务多元化，于1962年设立了专门针对小公司的股票市场——全国证券交易所。但是，全国证券交易所运作并不成功，上市公司少，知名度不高，新闻报刊甚至不愿发布其行情。而且，它声誉欠佳，其总裁是美国证券交易所因丑闻辞职的前任总裁。1968年，美国虽然是大牛市，全国证券交易所最终停止了交易。

与全国证券交易所相比，70年代美国诞生的另一个另类股票市场——Nasdaq（National Association of Securities Dealers Automated Quotation）市场，发展则相当成功。

NASDAQ成立于1971年2月8日，但其诞生可追溯到1961年。

当时，美国场外交易的行情是通过全国报价局（National Quotation Bureau）的印刷品公布的，粉红色纸公布股票行情，黄色纸公布公司债券行情。由于这些公告每天只印刷一次，投资者不能随时掌握变动着的市场行情，因而极不利于证券交易和中小企业融资。美国国会为了改善证券交易环境，增加证券交易品种，扶持中小企业发展，责成美国证券交易委员会对所有证券市场进行一项专项研究。

1963年，美国证券交易委员会提交了其研究报告，提出了交易自动化的思想，并要求全国证券商协会将其进一步补充和完善。

1964年，美国证券交易委员会聘请了一名叫阿瑟·利特尔的人设计自动报价系统。1971年自动报价系统研制成功，诞生了NASDAQ市场。

NASDAQ成立之初，就有2500家公司上市。之后，取得了迅速的发展，尤其是80年代一批高科技公司如微软、英特尔的上市，大大提高了NASDAQ的公司素质，使其成为最大的另类股票市场，高科技公司的摇篮。

在欧洲，二板市场的起步是在80年代。当时，几乎欧洲的每一个股票市场都为小公司设立了一个提供上市地的市场，如伦敦交易所设立了非正式上市市场（Unlisted Securities Market）和第三市场；阿姆斯特丹设立了正式平行市场（Official Parallel Market）；米兰设立了Mercato Ristretto；巴黎设立了March Hors Cote。但是，这些市场的大多数经过短暂繁荣之后，都遇到了严重的信息不灵、价格不透明和流动性较差等问题，缺乏活力，对投资者和企业都无吸引力，一些二板市场最终停止交易，如阿姆斯特丹首先关闭了正式平行市场。

在亚洲，另类股票市场起步很早。在1963年，日本东京证

券交易所设立了面向小公司的第二部。1963 年启用 OTC 注册制度。1981 年日本派遣调查小组赴美国 NASDAQ 市场考察，回国后提出报告，建议重振日本的 OTC 市场。1983 年 6 月，证券与交易委员会提出一份临时报告，题为《增强股票市场功能的措施：关于中小企业股票融资的可行性》。在这份报告提出后，日本监管机构决定重振 OTC 市场，把它建设成为中小企业融资和为投资者创造投资机会的市场，并为此放松了 OTC 市场的注册要求，允许在 OTC 市场交易的公司公开发行股票。自此之后，在 OTC 市场注册的公司数量提高了 6.5 倍，使得 OTC 市场成为日本的一个重要另类股票市场。在新加坡，新加坡证券交易所根据 1986 修订的“证券业法”，于 1987 年 12 月 18 日正式启动交易自动报价系统（SESDAQ），从而形成了新加坡证券交易所的第二证券市场。该市场类似于美国的 NASDAQ 市场，是一种通过电脑屏幕进行交易的系统，由一些注册的做市商通过双向报价负责维持该市场。之后，吉隆坡证券交易所也于 1988 年设立了第二板。另外，台湾的店头市场也开始发展。

发展时期：20 世纪 90 年代

90 年代，人类社会逐步进入“知识经济”时代，高科技产业成为经济增长的发动机，创新企业尤其是中小高科技企业在经济发展中的重要越来越大。在 Nasdaq 市场成功运作的示范下，为中小企业融资的另类股票市场成为资本市场的热点，步入了发展阶段。

在这段时期，另类股票市场发展呈现出如下特点：

1. 发展迅速

北美

Nasdaq 证券市场得到进一步的发展。1998 年末与 1988 年末相比，其市值上升了 664.3%，交易金额增长了 1559.1%，成交

量增加了 549.5%，10 亿美元以上大公司的数量增长 532.2%，其市值与交易的增长率为世界主要股票市场之冠。

此外，加拿大多伦多证券交易所 1991 年成立了 CDN，运作场外交易市场，发展迅速。而且加拿大还准备对整个证券市场进行系统分工，将 CDN 与其他的地方证券交易所——阿尔贝塔（Alberta）和温哥华（Vancouver）证券交易所，定位为专为中小公司融资的股票市场，统一管理，从而壮大了另类股票市场规模。

欧洲

在欧洲，随着欧洲一体化进程的加快，欧洲人铆足了劲儿要与美国争高低，但二板市场发展滞后却延缓了他们经济前进的步伐。许多高新技术公司一时由于种种原因不能上市，难以筹措足够的发展资金，只好去敲美国 NASDAQ 市场的大门，更有甚者心甘情愿地被美国公司收购，或是干脆跨海过洋转移到美国去发展。人们进一步认识到，由于缺乏一个象 NASDAQ 那样的股票市场，欧洲高成长性的小型企业很难通过上市、发行股票获得所需发展资金，只能通过借债，其结果是不健康的高负债率严重制约了高成长性小企业发展。

这些事实，可以从欧洲委员会 1995 年的宣言中得到证实。该文件指出，传统的欧洲股票交易所偏重于为大公司服务而忽略了小公司，导致众多小公司到美国股票市场上市，这种状况不利欧洲金融服务业发展。更为严重的是，上市困难使创业资本不易退出，阻碍了创业资本产业与中小企业发展。鉴于新生中小企业在经济发展和就业中的重要地位，欧洲委员会鼓励采取一些必要措施建立和完善为中小企业服务的欧洲股票市场。

在欧洲委员会的推动下，从 1995 年开始，欧洲各国吸取了 80 年代失败的教训，重新推出或成立新的二板市场，开始新一