

Chuang Ye Ban Chang Shang Shi Yu Tou Zi Shuang Ying Zhan Lue

创业板

创业板市场

市场上市与 投资双赢战略

张学森 主编



经济科学出版社

创 业 板 磁 场

创业板市场 上市与投资双赢战略

张学森 主编

经济科学出版社

责任编辑：刘海燕

责任校对：马金玉

版式设计：戴小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

创业板市场上市与投资双赢战略/张学森主编. - 北京: 经济科学出版社, 2000.12

(创业板磁场)

ISBN 7-5058-2364-7

I. 创… II. 张… III. ①高技术产业-资本市场-研究-中国②高技术产业-股份有限公司-证券交易-研究-中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 56572 号

创业板市场上市与投资双赢战略

张学森 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区万泉河路 66 号 邮编: 100086

总编室电话: 62541886 发行部电话: 62568485

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@public2.east.net.cn

北京天宇星印刷厂印刷

河北三河永明装订厂装订

850×1168 32 开 17.5 印张 440000 字

2000 年 12 月第一版 2000 年 12 月第一次印刷

印数: 0001—5000 册

ISBN 7-5058-2364-7 / F·1756 定价: 29.50 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

策划/主编 张学森

撰 稿 人 (笔画序)

孙克任 刘法铮

宋一欣 张学森

前 言

20 世纪 90 年代以来，知识经济的加速发展和经济全球化趋势的不断强化，对世界各国的资本市场产生了极为深刻的影响。这种影响的重要表现之一就是，世界各主要国家和地区纷纷借鉴美国纳斯达克（NASDAQ）市场的成功经验，对各自的证券市场进行整合，展开制度和机制上的创新，设立专门的针对中小型、高科技新兴企业的股票市场，即创业板市场（the Growth Enterprise Market），也称二板市场（the Second Board）。不断创造经济奇迹、正致力于发展高科技产业的中国也不例外，继香港特区在联交所设立创业板市场之后，中国内地也于 2000 年底设立了创业板市场。

1999 年 11 月 15 日，作为主要面向中国“两岸三地”新兴企业的我国香港联交所二板市场正式设立，称为“创业板市场”（Growth Enterprise Market，简称 GEM）。当月 25 日，在香港当地注册的“天时软件”（香港天时软件有限公司）和注册于开曼群岛的“浩伦农业”（中国浩伦农业控股有限公司）作为首批公司在香港创业板挂牌上市，揭开了香港证券市场跨世纪创新发展的序幕。截至 2000 年 8 月 4 日，复旦微电子亮相创

业板，在香港创业板市场上市的股票已达 40 家。其中，来自内地的企业已有两家，除复旦微电子外，作为首家在香港创业板上市的内地公司的北大青鸟环宇于 7 月 27 日成功上市。

在中国内地，对目前证券市场进行整合、推出创新股票市场的条件已经成熟。主管部门关于创业板市场的方案设计业已完成，相关法律、法规和规则相继出台，市场上对创业板市场的研究逐步深入，科技界、企业界对如何到创业板市场发行、上市的操作实务，迫切需要得到权威指导；广大投资者急需获得关于创业板市场股票交易机制和投资获胜策略的中肯帮助。在这样一个大的背景下，为满足创业企业到创业板市场上市、证券投资者在新板块市场投资获胜的迫切需要，我们策划并与部分专家联袂撰写了《创业板市场——上市与投资双赢战略》一书。本书兼顾理论与实务，侧重实践操作，对中国创业板市场的基本原理，高科技创业企业发行、上市的整套操作实务，投资者在创业板市场投资的获胜技巧和避险策略等，进行了超前性的研究和实证性的解析。

张学森

2000 年国庆节于上海浦东花木寓所

目 录

前言	(1)
----	-----

上篇 创业板市场基本原理

第一章 创业板市场概述	(2)
第一节 创业板市场的兴起	(2)
第二节 创业板市场的功能及意义	(17)
第三节 创业板发展的基础与环境	(25)
第四节 中国内地与香港创业板市场的兴起	(41)
第五节 创业板与主板市场比较分析	(53)
第二章 创业板市场的组织模式与运营体系	(61)
第一节 创业板市场的组织机制	(61)
第二节 创业板市场的运营体系	(72)
第三节 创业板市场的交易机制	(77)
第三章 独立保荐人制度	(82)
第一节 主板市场的保荐人制度	(82)
第二节 创业板市场各主体的风险	(86)
第三节 创业板市场风险的防范	(90)
第四节 创业板市场中的保荐人制度的必要性和有效性	(93)
第五节 上市保荐人的尽职调查	(102)
第六节 香港创业板市场对于保荐人的规定	(102)

第四章 做市商制度	(105)
第一节 交易方式与交易制度	(106)
第二节 做市商制	(112)
第三节 做市商制的机理与运用	(122)
第四节 我国创业板市场交易制度的建设问题	(127)

中篇 创业板市场上市实务

第五章 创业板市场的上市资格及上市程序	(142)
第一节 市场上市资格	(142)
第二节 创业板市场上市程序	(151)
第六章 创业企业在创业板市场上市前的准备工作	(178)
第一节 中介机构的选择	(178)
第二节 企业的改制与重组	(201)
第三节 风险投资的进入	(236)
第七章 创业企业发行与上市的操作实务	(260)
第一节 创业板市场股票发行的程序与要求	(260)
第二节 创业板市场股票上市的程序与要求	(275)
第八章 创业企业在创业板上市后的规范运作	(282)
第一节 上市后的持续信息披露	(282)
第二节 上市后的监管	(296)

下篇 创业板市场投资战略

第八章 创业板投资基本原理	(314)
第一节 创业板交易方式及其特点	(314)
第二节 创业板股票品质分析	(326)
第三节 机构投资者及其入市资金	(334)
第九章 主力机构投资战略	(350)

第十章 散户投资策略与技法	(374)
附 录 股市常用术语	(386)
附件一 主要参考文献	(393)
附件二 创业板市场规则	(396)



上 篇

创业板市场基本原理



第一章 创业板市场概述

第一节 创业板市场的兴起

创业板市场的产生与兴起，从 1971 年美国纳斯达克市场正式成立算起，至今还不到 30 年的时间，但其为中小型创业企业持续发展融资、为创业投资者提供有效出口以及促进企业激励机制建立和完善的功能已得到极大彰显，其对高科技产业发展、产业结构调整 and 资本市场深化的推动作用，已在新经济的快速成长中充分展现。

一、创业板市场的含义

创业板市场(GEM),又称“二板市场”(the Second Board),其作为对证券市场特定创新形式和组成部分的称谓,是一个与主板市场(the Main Board)相对的概念,而且都是在主板市场发展达到一定规模和达到相当的成熟度之后才出现的。对于创业板市场,不同的国家和地区有不尽一致的称谓,如另类投资市场(AIM)、新市场(NM)、技术股市场(Techmark)等,但它们的内涵是基本一致的。

从世界范围来看,所谓主板市场,是指已有充分发展的、由证券交易所营运的包括股票、债券、金融期货等交易在内的证券市场,如美国的纽约证券交易所、日本的东京证券交易所、英国的伦敦证券交易所,以及我国的上海证券交易所和深圳证券交易所

所等；而二板市场则是指主板市场之外专为高成长性中小型新兴公司提供筹资途径，以促进高科技产业发展为主要宗旨的创新股票市场，如美国的纳斯达克市场、欧洲的 Easdaq 市场、新加坡的 Sesdaq 市场以及我国的香港创业板市场（GEM）和台湾店头市场（OTC）等。

可见，主板市场是针对各行各业大型公司、交易品种多样的成熟证券市场；创业板市场是在主板市场基础上的创新股票市场，主要面向中小型公司，特别是成长性强的新兴高科技企业。无论是在国外，还是在我国内地、香港或台湾，与主板市场相比较，创业板市场或二板市场的特点主要表现在以下几个方面：

第一，面向新兴企业，注重增长潜力。创业板市场作为服务于中小企业和新兴公司的创新股票市场，其设立的目的就是为具有增长潜力和发展前景的中小型高科技公司提供筹集资金的渠道，促进高科技产业的发展。这类公司往往具有科技含量很高、战略计划较好、主营业务明确的特点，其股票上市后，因概念独特、成长性高、潜力巨大而最能得到投资者的认同和市场的追捧，有利于创业板市场交易的活跃、功能的发挥。

根据香港联交所颁布的《香港联合交易所创业板证券上市规则》第 2 章第 12 款的规定，“创业板的设立，乃为带有高投资风险的公司提供一个上市的市场”。可见，香港创业板市场就是主要面向高新技术企业和高成长性企业的，以为这些新兴公司提供上市融资便利、助其扩展主线业务为宗旨和目标。

我国内地的创业板市场，开始时就称为“高科技板块”或“高新技术板市场”，后来又称为“二板市场”，最后定名为“创业板市场”，其定位是培育高成长性科技企业的摇篮。早在 1999 年 8 月 20 日，中共中央、国务院在《中共中央、国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》中明确提出，适当时候要在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块，于是就有了中国大陆专门为中小型高科技新兴企业上市筹

资服务的创业板市场。

第二，降低上市标准，严格公司管制。既然把新兴企业作为其主要服务对象，创业板市场就必然要适当降低上市标准，对公司的资本规模、经营历史和盈利纪录的要求都要降低。如美国纳斯达克全国市场对首次上市公司的有形资产净值的要求为 600 万美元，美国纳斯达克小盘股市场首次上市公司的有形资产净值的要求为 400 万美元，而纽约证券交易所的要求为 4000 万美元。事实上，世界各地的创业板市场的上市标准均比主板市场低得多，但在公司管制方面，创业板市场有着更为严格的要求，主要表现在公司治理结构、持续信息披露、市场退出机制等方面。

香港创业板市场对上市公司股票的最低市值无具体规定，实际操作中以不少于 4160 万港元为限，而作为主板市场的香港联交所在要求上市时公司股票的市值不少于 1 亿港元；同时，创业板市场不设最低盈利要求，只需有两年从事活跃业务活动的记录及未来两年的业务目标及达成计划；而主板市场在要求过去 3 年企业盈利合计达到 5000 万港元，其中最近 1 年的盈利须达到 2000 万港元。在公司管制方面，创业板市场要求上市公司具备充足而有效的内部监控机制，内容包括财务及规则遵守上的规定。创业板市场的规定，适应了新兴企业和成长性公司的特点。

在我国大陆，根据公司法 and 证券法及相关法规的规定，沪深证券交易所要求公司发行后的股本总额不少于人民币 5000 万元，持有人民币 1000 元以上的个人股东不少于 1000 人，社会公众股的比例不少于总股本的 25%，公司最近 3 年连续盈利，这就给成长性中小型公司的入市筑起了一道高高的“门槛”。而根据创业板市场的特别法律规定，公司股票上市时，股本总额不少于人民币 2000 万元，持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 200 人，社会公众持有的股份达公司股份总数的 15% 以上，门槛显然大为降低；但同时，创业板市场上市公司除应遵守《公司法》的有关规定外，还应按照国际标准强化公司管

制机制，内容主要包括独立董事制度的建立、上市监察委员会、财务审核委员会的组成及相应的权责规范等。

第三，强化信息披露，降低公司负担。创业板市场由于风险相对更高，奉行严格的以信息披露为本的监管理念，针对创新股票市场上市公司的特点，规定发行人在上市时和上市后持续做出准确、及时和完整的信息披露。上市后，要增加信息披露的时点和频度，除了披露季度报告之外，要求公司加强对涉及技术、科技人员等非财务信息的披露，并细化关联交易、资金投向等方面的信息披露。监管理念上以信息披露为本，有利于让投资者根据信息自行承担风险。

在强化信息披露的同时，考虑到创业板市场上市公司规模较小、积累有限，为降低公司负担，规定季度报告可以未经审计，并可以选择通过网上进行信息披露。如根据香港联交所《创业板上市规则》规定，创业板上市公司的一切公告、通告、年报、中报、季报及其他文件，均以在创业板网页（该网页的网址为：www.hkgem.com）上刊登的方式向投资者及公众披露。

第四，高风险的市场，成熟的投资者。与主板市场相比，创业板市场作为创新股票市场，是一个投资风险更高的市场，因为在创业板市场上市的公司是规模小的新兴企业，业务属于新兴行业并处于初创阶段，缺乏盈利业绩，所面临的技术风险、市场风险、经营风险均较大企业高，运作失败、破产倒闭的概率比主板市场要高。由于投资风险高的特性，创业板市场更强调“风险警示，买者自负”原则，主要针对成熟的个人投资者和专业的机构投资者，即寻求高投资回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的个人和机构，包括有投资经验的私人投资者，专项基金，如证券投资基金，小盘股基金，高科技产业、行业基金，创业（风险）投资公司等。

香港联交所在《创业板上市规则》第2章“导言”中所作创业板特色声明中指出，“创业板乃为带有高投资风险的公司提供

一个上市的市场，在创业板上市的公司无须有过往溢利记录，亦毋须预测未来溢利；创业板的上市公司可能因其新兴性质及该等公司经营业务的行业或国家而带有风险；由于创业板上市公司新兴的性质所然，在创业板买卖的证券可能会较主板市场买卖之证券承受较大的市场风险，并无法报纸在创业板买卖证券会有高流通量的市场，因此，有意投资的人士应了解投资于该等公司的潜在风险，并应经过审慎周详的考虑后方做出投资决定”。创业板的较高风险及其他特色表示创业板较适合专业及其他老练投资者。

第五，强化保荐人责任，引入做市商制度。创业板市场实行保荐人（Sponsor）制度、强化其责任，是通过赋予中介机构更多的权利和责任来防范风险的一个重要措施，筑起创业板市场风险防范的第一道墙。保荐人将符合条件的企业推荐上市，并对申请人适合上市、上市文件的准确完整以及董事知悉自身责任义务负有保证责任，可以理解作为一种连带责任。对于投资者而言，保荐人制度的目的是保证公众投资的企业是一个值得投资的有发展前景的企业。对于监管者来说，保荐人制度既可以解决市场规模越来越大、直接监管鞭长莫及的问题，也可以减少监管部门对创业板市场这一高风险市场的直接监管责任，监管部门通过对保荐人的重点监管即可达到控制风险的目的。

由于创业板市场具有高风险的特点，做市商（Market-maker）的引入，可以保证交易在价格发现的基础上更为流畅和稳定，从而吸引更广泛的投资者参与这个市场，避免交投过于清淡、甚至交易中断的情况发生。作为做市商的合格的证券交易商，就某种或某些证券提供买卖双向报价，并以其自有资金和证券按报价与公共投资者进行交易，达到提高证券的“三性”，即效率性、稳定性和流动性的目的。在做市商制度中，许多投资银行实质上以双重身份向上市公司提供一条龙服务：股票发行时，投资银行作为承销商承销股票，并将其分销给投资者；股票上市

后，投资银行又作为做市商为公司股票做市，向投资者发布公司研究报告，自己从增加的股票交易量中获益；进而，投资银行为公司二次股票发行进行承销工作。这样，投资银行与公司建立了长期的战略合作关系，既刺激了投资银行承销小公司股票的积极性，又保证了小公司股票交投的活跃性。

二、创业板市场的兴起与发展

从世界范围来看，中小型高科技新兴企业在经济中占有的地位越来越重要，在技术创新、产业调整、提供就业等方面发挥着重大作用。以美国为例，中小企业就业人数占全国就业人数的60%，20世纪80年代以来，约有70%的科技创新是由新兴企业实现的。但是，由于高科技新兴企业具有风险高、规模小、建立时间短等特点，一般不能达到在证券交易所上市融资的基本条件，从而难以进入一国的证券“主板”市场。这样，就造成了中小企业、新兴公司在成长初期缺乏合适的融资渠道的局面：一方面，企业风险较大，难以获得银行贷款，单纯举债会使得负债率过高，阻碍了新兴企业的成长；另一方面，缺乏上市这一有效的退出途径，创业（风险）投资（Venture Capital）也往往不愿意进行投资，严重制约了新兴企业、技术创新、高科技产业的发展。

在此背景下，为了促进高科技产业的发展，同时为风险资本的退出提供“出口”，许多国家或地区根据各自的实际情况，在“主板市场”之外，专门建立了创业板市场。与主板市场相比，在创业板市场上市的企业标准和上市条件相对较低，中小企业、高科技企业更容易上市，以募集快速扩张发展所需要的宝贵资金，因此创业板市场被誉为高科技企业成长的摇篮。在这方面，堪称世界创业板市场之鼻祖的美国纳斯达克（NASDAQ）市场，神话般地培育了如微软（Microsoft）、雅虎（Yahoo）、亚马逊

(Amazon)、苹果 (Apple) 等一批高科技企业，对美国高科技产业及全美经济发展所做的贡献，堪称典范。

成立于 1971 年 2 月的美国纳斯达克市场，历经近 30 年的风风雨雨，已发展成为世界上最具活力的创业板市场，在此挂牌上市的企业已达 5100 多家，来自世界各国。纳斯达克市场的最大特点就在于，一方面，它独立于美国各证券交易所，是美国的创新股票市场，拥有高效的电子交易系统，形成了独具特色的上市规则、交易制度和监管体制；另一方面，纳斯达克市场面向高风险、高成长性的高科技中小型企业，已成为国际性的创业板市场，具有显著的风险资本市场的特征，为风险资本提供了有效的出口，对美国高科技产业的培育和发展立下了汗马功劳。

(一) 肇端：1971 年 2 月 8 日美国纳斯达克系统正式诞生

早在 20 世纪 60 年代，世界各主要国家和地区为促进新兴产业的发展、解决中小企业融资的问题，就开始了股票市场创新的试验，但成功者不多。在美国，继 1962 年设立的专门针对小公司的全国证券交易所失败并于 1968 年关闭之后，由美国全国证券商协会 (NASD, the National Association of Securities Dealers) 采用电子计算机网络技术建立的纳斯达克 (NASDAQ, the National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) 于 1971 年 2 月 8 日正式诞生，并得到迅速发展，标志着全球证券市场以创业板市场为核心的股票市场创新运动走上了成功之路。

事实上，纳斯达克市场的产生也有一个的过程，可以追溯到 60 年代初。当时，美国场外交易的行情通过全国报价局 (the National Quotation Bureau) 的印刷品公布，以粉红色纸公布股票行情，以黄色纸公布债券行情。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，极不利于证券交易和中