

成长企业的摇篮

挑战 创业板

宣 洋 著

创业板是指专为暂时无法在主板上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场，是对主板市场的重要补充，在资本市场有着重要的位置。可以说，**创业板**是一个门槛低、风险大、监管严格的股票市场，也是一个孵化科技型、成长型企业的摇篮。

创业板是一个门槛低、监管严格的股票市场



中国致公出版社

成长企业的摇篮

挑战 创业板

宣 洋 著

创业板是指专为暂时无法在主板上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场，是对主板市场的重要补充，在资本市场有着重要的位置。可以说，创业板是一个门槛低、风险大、监管严格的股票市场，也是一个孵化科技型、成长型企业的摇篮。

创业板是一个门槛低、
监管严格的股票市场



中国致公出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

挑战创业板/宣洋著. —北京: 中国致公出版社, 2009. 10

ISBN 978-7-80179-879-4

I. 挑… — II. 宣… — III. 股票—证券投资—基本知识—中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 163198 号

挑战创业板

著 者 宣 洋

责任编辑 董拯民

出版发行 中国致公出版社

(北京市西城区德胜门东滨河路 11 号西门 电话 66168543 邮编 100120)

经 销 全国新华书店

印 刷 三河市文阁印刷厂

印 数 1—8000 册

开 本 710×1000 毫米 16 开

印 张 15

字 数 200 千字

版 次 2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-80179-879-4 定 价 29.80 元

版权所有 翻印必究

序 言

眼光制胜 操作护航 进退有道

“创业板风险非常大，绝非一般投资者所能驾驭。”

“世界上只有美国的创业板是成功的，中国创业板很难成功。”

“投资创业板非亏损不可。”

在创业板经过多年孕育即将开市登场的时候，以上种种似是而非的担心和揣测还是能经常见到，多数投资者在兴奋的同时又感到有些担心和迷茫。宣洋女士所著的《挑战创业板》适逢其时，以其多年来对创业板的关注，并结合境外多家市场和国内创投的实际案例，提出了非常鲜明和具有实战借鉴意义的操作策略建议，相信对读者有所助益。

创业板确实是一个高风险的投资领域。但是，与一般大众认识不同的是，从逻辑上讲，高风险所对应的是高收益。如果一项投资是高风险低收益这样的配比关系，那么市场的生存依据又是什么呢？正如期货投资，在很多人眼中宛如洪水猛兽，一方面确实是高风险，但另一方面，它也有着价值发现、风险规避等多种功用。因此，在很多介入者失败的同时，我们看到的是期货市场在最近短短的十年间，市场容量和交易规模增长了数十倍。这个案例既能说明管理层为什么要推行创业板的原因和本意，又能告诉我们：任何一个市场都是风险收益比对应，都是合理存在的，胜者自为，败者亦有其自身的误差。

投资是一门专业技术。由于创业板的人场规则要求必须具有两年的投资经历（并非经验）或要求投资者面签风险声明，因此我相信阅读本书的投资者多少都对股市有一些见识。因此，我想大家更能理解宣洋女士在本书中罗列的一些技巧。我个人体会：眼光制胜、操作护航、进退有道三点比较适用于创业板投资。

首先，眼光制胜，我强调功夫在诗外。创业板的特点不同于创投基金，创业板上市公司理论上已经经过了创投基金的前期“猴子扎标枪”式的筛选，通过推荐券商也有着较大的保荐责任，安全性已经有所提高。但是，我想这远远是不够的，因为在当前的经济和技术发展创新速度下，很多技术和商业模式的生命力都在缩短，甚至容不得你“好三年、坏三年，辛辛苦苦又三年”，因此，建议投资者花费一定的时间和精力去努力“理解”一些新鲜事物。看一个企业或投资一个企业的评判标准的规则基本是相同的，但是创业板无疑更具特色和“硬标杆”，第一是看企业有没有竞争性，也就是它有没有核心技术，有没有核心商业模式，有没有别人不能复制的特点。第二个特点是成长性，意味着它有没有市场，国家政策支不支持。第三是企业是否有规范性。第四是看管理团队，每个投资企业都认为管理团队很重要。品牌的管理团队主要具备三个方面：第一个方面是具有企业家精神；第二个方面是拥有专业能力包括组织领导能力；第三个方面是职业化素养。第五是它的盈利模式和业务模式。创业板比拼的不仅仅是单一盈利，更比拼的是速度以及抢占制高点的意识。否则，投资者的机会成本很大。

其次，操作护航。操作的层面涉及策略、买卖时机选择、止损等。介绍这方面投资能力的书籍摆满了书店。我想创业板更多的策略在于讲究技巧的灵活运用以及多种方案的交叉交叉。投资大师查利·芒格的“格栅理论”中一个常见的思考方法是：我想知道我最可能死在哪里，如此我就永远也不去那里。投资世界是个复杂的系统，面对这样的复杂系统，过度自信是大敌，首先是不能遭受伤元气的损失。在2004年伯克夏公司股东会上，一位投资人问巴菲特如何在生活中成

功，查理插话：不要吸毒，不要乱穿铁路，不要染上艾滋病。这不仅

目 录

第一章 揭开创业板的神秘面纱	(1)
一、风险投资家的成功故事	(1)
二、追根溯源创业板	(3)
三、境外主要创业板市场介绍	(12)
四、中国创业板市场的功能和主要特征	(17)
五、十年磨一剑，创业板终开闸	(23)
案例分析 1：北大青鸟环宇香港创业板上市	(25)
案例分析 2：易拓迈克获天图创投 2000 万元	(38)
第二章 创业板拉开资本角逐序幕	(41)
一、创业板的推出形成多赢格局	(41)
二、世界风投浪潮正涌向中国	(42)
三、风投规模猛涨，人民币资金热潮兴起	(46)
四、创业板为中小企业融资带来机遇	(50)
五、创业板吸引众多上市公司“奔私”	(57)
六、创业板推出为证券行业的发展带来巨大机遇	(59)
案例分析 1：风险投资为何偏爱阿里巴巴	(62)
案例分析 2：迪源半年融资 2 亿元	(74)

第三章 创业板投资策略 (77)

- 一、宏观控制——凡事预则立，不预则废 (77)
- 二、长短结合——“先投机，后投资”的原则 (80)
- 三、整体把握——国内创业板投资策略浅析 (81)
- 四、运筹帷幄——投资创业板的战略战术 (82)
- 五、火眼识金——散户投资者如何投资创业板 (86)
- 案例分析 1：深圳创新投为何看中朗科 (88)
- 案例分析 2：宁波银行中小企业融资案例 (95)

第四章 创业板实战操作技巧 (97)

- 一、创业板实战操作须知 (97)
- 二、创业板的新股配售 (100)
- 三、新股定位分析技巧 (101)
- 四、换手率在新股投资中的应用 (102)
- 五、创业板的技术分析技巧 (103)
- 六、创业板市场进入操作阶段 (105)
- 案例分析 1：软银助上海盛大腾飞传奇 (109)
- 案例分析 2：威尔股权投资助小企业业绩翻番 (115)

第五章 创业板运行保障体系 (117)

- 一、创业板市场的保荐人制度 (117)
- 二、创业板市场的做市商制度 (126)
- 三、创业板市场的信息披露制度 (129)
- 四、创业板市场的风险防范制度 (136)
- 五、上市公司的股票期权制度 (140)
- 六、创业板市场的退市制度 (142)
- 七、创业板市场的监管制度 (144)

案例分析 1: 高特佳巧妙退出蒙特利	(148)
案例分析 2: 公司上市过程中的资产剥离与分析	(153)
第六章 创业板市场的风险防范	(155)
一、创业板市场风险的定性分析	(155)
二、创业板市场风险的种类	(157)
三、创业板市场风险的特征	(162)
四、创业板市场风险评估的方法	(164)
五、创业板市场风险的预测	(168)
案例分析 1: 分散投资是降低风险的最好办法	(178)
案例分析 2: 一波三折的裕兴创业板上市之路	(184)
附录 1	
创业板上市管理办法	(189)
附录 2	
深圳证券交易所创业板交易规则 (送审稿)	(199)
附录 3	
外商投资创业投资企业管理办法 (2008 年 4 月征求意见稿)	
.....	(213)
参考文献	(228)

第一章 揭开创业板的神秘面纱

一、风险投资家的成功故事

2000年7月，美国中央情报局在沙山路2440号设立办事处。那是一条繁忙的交通支线，向东北蜿蜒于圣克鲁斯山脉脚下。它穿过一片殖民地时期的低层建筑，旁边有一座气派的天主教堂，环绕着沙伦购物中心，正对着一排郊外公寓。在这个拐角的缺口处是迎合高消费群体的斯坦福商厦，而路的尽头是埃尔卡米诺瑞尔大街——通往加利福尼亚硅谷的交通要道。沙山路2440号现在就属于中央情报局的In-Q-Tel公司了。公司的名称是经过精心设计的，取自单词“Intelligence”的字母组合，这种做法时下很流行；而字母Q来自伊恩·弗莱明的詹姆斯·邦德的故事：Q是个奇才，私下里偷偷向邦德提供一些高科技的小发明装置，使其总能挫败对手。中央情报局希望通过In-Q-Tel公司进行的风险投资，能够像那些Q的小发明装置一样给他们带来巨大的帮助。

拥有3400万美元可分配资金的In-Q-Tel公司在寻找符合美国中央情报局要求的小型高新技术创业公司进行投资。当然，投资不是无偿的，也必须得到一定的回报，In-Q-Tel公司占有新公司的部分股份，成为股东。同时，它还给创业者提供一些有益的管理建议，以确

保他们每个好的创意都能发展成为可以赚大钱的生意。

美国中央情报局不仅想要扶持新技术企业的发展，更重要的是在扶持这些企业发展的同时得到资金回报——通过最终出售拥有的股权而获得可观的收益。

美国中央情报局的这种做法也没有什么超人之处，这也是大部分经营者的一贯思维，只不过在投资获利方面他们是开了先例。遵照这种模式进行的活动不仅仅发生在沙山路，在门洛帕克、加利福尼亚，乃至整个硅谷都有类似的事情发生。后来人们把这种投资方式称为风险投资，遍及全美。

这种大资金、高风险以及有时可以改变整个国家或一个地区文化的回报，是典型美国式的。这不仅仅是因为风险投资主要在美国进行并取得巨大成功，事实上，其他的国家也在奋起直追，最主要的原因是风险投资只有在这样的地方才能运作得最好，那里拥有大量有能力将它们付诸实施的人；那里还有许多敢于挑战的人。风险投资预示着前瞻性的社会价值——接受进步的变化、推崇超越传统的发展和保持对未来的乐观态度。

总之，风险投资在美国运作良好是因为它所受的约束较小。风险投资充满活力，不断变化，它挑战既有的实践，冲击商业力量的中心，打破传统的规则。而且无须言明，风险投资已经成为颠覆性的活动，而颠覆性正是美国的基本原则之一。

这一切似乎是在情理之中，但这种颠覆的思想是否真的深入众多风险投资家的心里却值得怀疑。可以肯定的是，美国中央情报局忽略了这一点。

当然，风险投资通常也被当作一种普通的投资。不同的是，它投资于特殊领域——富含科技成分的新兴企业，但也并非全是新兴企业。官方统计显示，大概 90% 的新企业按照通常的商业生命周期模式上路，而其余的 10% 则由有组织的风险投资机构管理，使这些公司或准公司按高速和强冲击力的模式发展。



被风险投资支持的具有诱人前景的新兴企业都包含了新技术。当然，不完全是这样，有时也有例外。但迄今为止，几乎所有的风险投资都集中在具有巨大商机的技术突破环节。突破性技术意味着巨额的投资回报，因为它创造了一个还没有被现有的行业巨头占领的新市场。那里有足够的空间让一些原本不出名的新公司在短时间内成名并暴富。新公司还会威胁老公司，因为新公司会逐渐取代那些安于现状的老公司。由于新技术更具有实用性，所以很快就能占有市场，回报也是特别巨大的，因为新创企业的启动价值是零或接近于零。它们无路可走，只有向前发展，否则就必须退出。风险就是一直存在的，由获得巨额回报的概率来衡量的失败威胁，正是这种风险评估的过程反映了成功的风险投资家的投资技巧和原则。

由于资金的问题，初创企业需要特殊的照顾。风险投资之所以存在的根本原因在于满足这些弱小而又嗷嗷待哺的初创企业的特殊需要。当然，也有一些人可以随便将钱注入这些企业之中，因为他们也能从中赚取收益。但风险投资却与它们不同，它是一种积极的投资。为获得高额回报，风险投资者要承受巨大的风险——支持新企业扫除前进道路上的重重障碍。在这个过程中，风险投资家将极力动用众多的专业资源以保证他们的投资能收到一定的回报。

因此，有关风险投资的秘密就在风险投资家的实战操盘上，另外，他们也特别为其获得的成就而沾沾自喜。特别感到欣慰的是，他们对20世纪后期科学技术的飞速发展做出了巨大贡献。诸如今天已经成为一种文化景象的互联网就是他们的杰作。风险投资家们不仅通过参与塑造一个庞大而积极的企业家阶层，更重要的是他们的举动也正在一步步改变着这个世界。

二、追根溯源创业板

1. 创业投资的兴起

创业投资也就是风险投资，最早兴起于20世纪40年代的美国硅

谷，从 20 世纪 60 年代开始迅速通过英国扩展到欧洲，随后在世界各地成为促进高新技术产业发展和产业结构升级换代的金融工具。

在创业投资的快速发展中，创业投资也成为了金融研究的一个新的领域。虽然学术研究没有创业投资实践发展的那么快，但是，国内外有一大批金融学者、经济学家和管理专家积极投身于创业投资的实践研究。

传统的创业投资指投资高成长性企业的投资过程，一般主要是指富有个人，同时保险公司和商业银行也可以提供大量资金，主要采用封闭性向社会募集基金。

创业投资在美国兴起以后，紧接着迅速向世界各地蔓延，马尼加特运用人口生态学的方法，通过对英国、法国和荷兰数据的研究表明，产业密度是推动创业投资产生的主要动力因素，而非二级市场和优惠的税收政策环境等组织变化因素。

哈聿比较了日本和美国创业投资发展动力的富有意义的差异。他认为美国是以“项目战略”运营模式，直接追求盈利为目的；而日本则通过“期权战略”运营模式，为创业投资获得新技术创造机会，亦即通过初始投资，风险投资公司得到隐式期权，还需要后继投资才能拥有新技术。

2. 创业投资的概念

创业投资有各种各样的定义，大体有下列几种：

(1) 全美风险资本协会的创业投资定义：由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的中小型企业中的一种股权投资形式。

(2) 经济合作和发展组织的创业投资定义：以高科技与知识为基础，从事生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资。

(3) 中华人民共和国《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》中的定义：主要指向未上市高新技术企业进行股权投资，并且为之提供创业管理服务，以期获得资本增值收益的投资方式。



综合以上得出创业投资的定义：创业投资机构或个人通过向高成长性的技术项目或企业投资，并通过本身的市场优势提供资本运营和经营管理等方面的服务，实现资本增值后退出的投资方式。

由于高技术产业投资风险十分巨大，在高新技术项目只有 60% 的研究开发计划在技术上获得成功，其中只有 30% 能够推向市场，最终投资盈利的仅有 12%。所以，创业投资的回报具有高度的不确定性，从风险属性的角度，创业投资往往也是风险资本，习惯上也将创业投资称为风险投资。

传统的创业投资主要针对高技术产业投资，而且狭义的创业投资一般指对创业早期的高新技术企业的投资。但是，莱特等认为，高技术企业的后期投资也是创业投资，因为它有利于企业产品和组织的创新，并且大多数投资也是通过风险资本作为交易工具的。

世界各国的创业投资实践不断发展，风险基金不仅逐渐从高新技术发展的早期阶段的投资转移到了从事创业后期投资，而且广泛地涉足于非高技术产业的高成长性的投资领域，如提供特色服务零售业、企业的购并、企业扩展期投资等。如阿那戈提出了创业投资的阶段混合性，论证了不同投资阶段的不同收益，并且通过对风险资本投资业的统计，确认了创业投资越来越增大后期阶段的投资。

随着世界上创业投资工具的创新速度的加快，从单纯所有权形式的权益投资，已逐渐延伸到和债权等其他证券相结合的混合投资工具，并且世界性的风险资本市场也开始形成。

创业投资的发展方向也从狭义走向广义，包括对所有企业和不同阶段的具备创业概念并有超额回报潜力的商业活动投资，甚至是成熟企业由于财务困难可能导致破产等而需融资的资本支持等。

结合目前我国经济转型期的产业发展状况和企业对风险资本需求的特点，我国创业投资应该包括以下几个方面：高技术企业发展的创业投资，国有企业演变高技术企业的二次创业的创业投资，中小型民营高科技企业的创业投资。

3. 创业投资属性

创业投资与一般传统投资有着明显的区别。

(1) 创业投资有别于传统商业银行的借贷投资。

银行借贷资金是从企业的实际情况出发，立足于资金的安全性和流动性，通过抵押等信用形式实现资本收益的。而创业资本，特别是风险资本，通过建立在知识和技术价值的基础上，重视企业的无形资产的增值潜力和企业新开发产品的未来市场份额，和风险企业共同经营来实现资本增值的。

(2) 创业投资和产业投资也有很大的不同。

传统的产业投资的目的是获得企业长久的经营管理权，而创业投资的目的是获得资本的增值收益而非财务收益，一旦成功就积极退出。

具体来讲，创业投资是专业化、知识化和信息化投资。创业投资必须建立在专业基础上，如创业投资拥有集资本运营和技术研究开发等知识经验于一身的复合型人才群体。在创业投资整个运营过程中，各相关人才必须充分利用信息和知识资源，创造和实现信息知识的价值。

(3) 创业投资具有价值发现的功能和价值创造的属性。

创业风险资本的价值发现属性表现在对投资机会的挖掘和把握，因为创业投资机构具有各项技术的专业人才，了解项目技术的成熟性和发展前景、项目产品的使用价值及其市场价值，所以能迅速把握科技成果商品化的先机，掌握和控制投资的机会。

同时，创业投资的价值创造属性是为风险企业提供非金融服务，与风险企业共同承受风险，一起创造企业未来的市场价值。创业投资提供非金融服务具体内容包括：在投资风险企业的种子期提供产品开发设计的信息支持；起步期创业投资利用市场优势，提供市场开发的营销策划方案；扩展期提供质量管理体系建设的管理计划，以及为风险企业上市或其他产权交易提供精心策划和辅导服务；对于企业重整期的二次创业，提供企业重组和发展战略的咨询服务。

由此可以归结,创业投资的基本属性为一种高成长性的市场产品或服务的权益投资,也包括有理想获利的一般企业或项目;不直接参与企业的日常经营管理,但具有对企业阶段性控制权;在企业和投资者取得增值后积极从风险企业中退出,实现超额利润回报。

4. 创业投资与创业投资家

创业投资家是创业投资的灵魂,直接决定了创业投资公司的运营业绩。由于风险企业发展的高度不确定性,风险资本家必须积极介入风险企业的运作管理,对投资进行监督;同时,创业投资家通过密切监督,尤其是丰富的专业素质,使得风险企业的价值增大。

创业投资家包括创业投资管理入必须富于创新精神,有较高的综合素质和业务能力,并且对我国资本市场和产业发展趋势有明确的判断和分析能力,能够及时发现和控制运营风险。

(1) 金融专业领域的经验和知识,是创业投资成功的重要前提。

风险企业的存活率较低,创业投资管理者面对的企业时刻都有破产可能。因此,创业投资管理者筛选项目时要十分谨慎,必须具备高技术产业知识和高科技产业管理经验,或者公司具有技术专家组成的投资评估委员会,才能对所有投资项目的发展潜力做出科学分析评估,从中选择发展潜力巨大的投资机会。

美国网景公司投资人克拉克,是斯坦福大学的一位电子工程教授,曾在硅谷创办图形公司,成功开发三维图形技术。因此,敢于首先向网景公司投资,并获 5.65 亿美元收益,投资回报率为 141.25 倍。

(2) 创业投资管理者必须精通和熟悉财务金融管理。

① 风险企业不仅技术产品及其市场具有较高的风险,而且面临融资困难。风险企业前期的现金流可能为负,需要及时追加资金投入才能保证企业的生存和发展。

② 在融资中,股权安排会导致企业控制权的分散,影响企业的投资决策和经营管理,而债务融资又会加大企业的财务风险,所以创业投资管理者需要具备平衡多种财务风险的能力。

③风险企业经营过程中，有效的财务监控、规范财务管理是控制投资风险的重要手段，如风险企业的阶段性投资决策中追加投资或中止投资，以及企业的上市、购并等产权交易问题，都需要创业投资管理人具备灵活的财务决策能力。

(3) 创业投资管理者必须具有管理团队经验。

由于科学技术的发展十分迅速，面对众多的专业领域，创业投资管理者的精力是有限的，不可能面面俱全，所以创业投资者需要具备团队精神，通过科学管理的激励机制，建立一个专业互补和分工合作的强有力的领导班子。管理团队是创业投资公司的核心组织，同时也可以为风险企业提供各种管理服务和业务网络资源。

如何培育一个真正的创业投资管理者，是我国创业投资发展的关键。因为一些大的创业投资机构资金基本是以政府资金为主，政府具有监督的权利和义务，那么，可以任命具备有效督导风险项目运作的专业素质委员会。

从国外创业投资实践看，为了投资决策的科学准确性和经营稳定性，董事会通过聘用合同对专家实施有效的激励和约束机制。

专家的聘用合同内容包括董事会的授权范围以及激励、违约责任等条款，如聘用时首先签订较短的聘用期合同，经考核后再签订聘用期较长的合同。专家的报酬主要由工资和年终奖励组成，并且可以积极要求专家持有项目或者公司的股票和期权，将专家的个人利益和公司长期发展目标相结合。

5. 创业板市场及其特征

(1) 创业板市场概述。

创业板市场也即人们通常所称的二板市场，即股票第二交易市场，这里的“第二”是相对于主板市场而言，是指主板之外的专为暂时无法上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场，是对主板市场的有效补给，在资本市场中占据着重要的位置。为了解决小企业的融资困难，自 20 世纪 60 年代起，北美和欧洲等地的