



HUANGYEBAN
TOUXIYUTOUZICELUE

创业板

透析与投资策略

赵海军 华成 ◎编著

2009年10月30日，创业板——中国的纳斯达克终于破茧而出，它会是谁的致富天堂？创业板的投资者要更擅长资金布局，才能赚到自己该赚的钱。

中国铁道出版社

创业板

透析与投资策略

赵海军 华成 ◎编著

中国铁道出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业板透析与投资策略/赵海军,华成编著. —北京:
中国铁道出版社,2009.11
ISBN 978-7-113-10675-1
I. 创… II. ①赵…②华… 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 193863 号

书 名: 创业板透析与投资策略
作 者: 赵海军 华 成 编著

责任编辑: 王淑艳 电话: 010-51873457
封面设计: 大象工作室
责任校对: 张玉华
责任印制: 李 佳

出版发行: 中国铁道出版社(100054,北京市宣武区右安门西街8号)
网 址: <http://www.tdpress.com>
印 刷: 北京市兴顺印刷厂
版 次: 2009年11月第1版 2009年11月第1次印刷
开 本: 700 mm×1 000 mm 1/16 印张: 10.5 字数: 162 千
书 号: ISBN 978-7-113-10675-1/F·624
定 价: 24.00 元

版权所有 侵权必究

凡购买铁道版的图书,如有缺页、倒页、脱页者,请与本社读者服务部调换。

序

中央财经大学证券期货研究所所长 贺 强
中国投资学会常务理事

2009年10月30日成为中国资本市场的一个历史性时刻，因为在这一天，首批28家创业板公司将集中在深圳证券交易所挂牌上市，这是中国创业板的誕生日。无论是政府还是证券监管机构，无论是证券交易所还是创业企业，无论是广大股民还是创业投资机构，无论是证券公司还是其他中介机构，都在期待着这一天的到来。因为创新型国家战略的实施和国民经济结构的战略调整需要创业板，广大创新型中小企业的融资发展和多层次资本市场的建立需要创业板，创业投资机构需要借助创业板建立通畅的退出机制，有风险偏好的股市投资者也希望创业板能为其带来更多的赢利机会，投资银行、保荐人等中介机构更希望创业板能增加其业务量和利润来源。

回顾中国创业板的诞生过程，真可谓“艰辛”和“曲折”，“十年怀胎终分娩”是中国创业板的真实写照，我国政府、监管机构、深圳证券交易所和关心创业板的各级领导、专家学者与业内人士为创业板的建设付出了无数的心血与汗水，现在创业板的正式推出，正当其时。当前中国经济正在走出全球金融危机的阴影并呈现企稳回升的关键时期，整个市场环境对创业板的推出比较有利，尤其是最近几个月的经济运行数据已显示出乐观趋势，创业板的推出不但有助于改善部分创新型和成长型中小企业的微观环境、引领企业走出外向依赖的困境，而且能对企稳回升的中国经济起到刺激拉动作用。

总之，创业板的推出是我国社会经济生活中的一件大事，意义重大。我们需要从多方面、多角度来认识创业板，前天刚好接到赵海军博士的电话邀请，要我为其《创业板透析与投资策略》一书作序。通览内容后，感觉这本书是以分析创业板市场各方参与者行为特征为主线而写的，涉及我国创业板市场风险投资的运作规程、创业企业获得风险资本的融资技巧、创业企业上市路线图、创业板市场的投资策略及创业板推出后跨市场投资的基本技巧等内容，比较适合热心创业板投资的广大投资者和关心创业板

市场建设的各方人士参考阅读。因此，我就同意写上这个序。我和赵海军同志认识十多年了，他曾经做过中国证券商研究机构联系会的总干事、深圳证券交易所信息公司总监、中国电子商务协会证券信息专委会秘书长，现在又去高校做科研工作。现在他和深圳证券交易所博士后工作站的同志合著了《创业板分析与投资策略》，在创业板即将创立的重要时刻，我深感必要表示对这本书的支持。

祝愿深圳创业板市场成功开盘、永续发展！祝愿中国的创业板市场成为世界资本市场的新亮点，祝愿广大的创业板投资者都能有好的收益，祝愿创业板参与各方顺利成功！

2009年10月22日于中央财经大学

前 言

“十年怀胎”的我国创业板，终于分娩出世了，我们期待着她的第一次生命之声——创业板开市钟声的敲响，更期待着她能奏出中国资本市场辉煌乐章，期待着她能成为世界资本市场的新亮点，能够把遭受金融危机影响的中国经济重新带向持续快速发展的坦途，最终能够为广大的创业板投资者带来丰厚的投资回报。

顾名思义，创业板就是为创业企业、热心创业的投资者和具有创业风险偏好的证券投资者开设的专门化的细分资本市场板块，创业板是创业者、融资者、风险投资者和普通投资者共同关心的新兴市场板块。创业者想要借助风险资本进行项目“孵化”、借助资本市场实现上市融资与跳跃式发展，就需要深入了解创业资本市场并全面认识创业板市场；风险投资者要想找到好项目并能成功实现风险资本的增值退出，也需要广泛了解创业者并深入研究创业板市场；广大的证券投资者想要在创业板市场“掘金”，更需要深入了解创业企业和创业板市场。在创业板正式推出之际，从亟需一部全面解读创业板市场特点、创业板各参与主体的行为特征以及深度研究创业板投资策略的参考读物。这本书就是为此而草就的，希望能对广大的创业板投资者和市场参与各方起到一定的参考作用。

全书共五章：第一章对创业板进行了概念性解析，剖析了创业板与主板市场的关联性；第二章从实务操作的角度透视了风险投资的运作规程，给出了创业企业获得风险资本的融资技巧；第三章从创业企业的成长周期和风险分析入手，描绘了创业企业上市路线图；第四章是本书的重中之重，从创业板市场风险、创业板市场特征和金融市场情报等详细阐述了创业板市场的投资策略；第五章从分析多层次资本市场的联动效应出发，给出了创业板时代跨市场投资的基本技巧与策略。

书中参考和引用了相关学者、相关网站的文献资料与基础数据，在此表示深深的感谢！由于时间仓促，书中可能存在诸多遗漏与缺陷，敬请广大读者批评指正！也望读者择适而阅、疑而略之，谢谢亲爱的读者。

作 者

2009年9月23日

目 录

第一章 概论/1

第一节 创业板的概念	3
创业板的内涵	3
创业板的特征	5
创业板的功能	7
创业板的基本模式	8
创业板的发行上市	9
创业板的交易规则	13
第二节 创业板与主板及中小企业板	14
创业板与主板市场的关联性	14
创业板与主板市场的差异性	15
创业板与中小企业板的区别	17
创业板与中小企业板的联系	19
第三节 创业板推出对市场的影响	20
有利于整个资本市场的发展	20
在主板市场频频诱发“创投”行情	21
创业板股价预期推动中小板市场稳步上扬	26
创业板开锣对主板资金分流影响有限	27
创业板登场将促使 A 股市场的结构性分化	29

第二章 创业企业与风险投资/31

第一节 风险投资透视	33
风险投资的内涵	33

风险投资的外延	34
风险投资的特征	36
风险投资的退出机制	37
风险投资的功能	41
风险投资运作实务	42
我国风险投资发展评析	53

第二节 创业企业融资技巧	57
熟知并顺应风险投资的运作法则	57
突出展示融资项目亮点与赢利模式	58
要做周详的融资答辩准备	59

第三章 创业企业上市之路/63

第一节 创业企业透视	65
创业企业的含义	65
创业企业的成长周期	68
创业企业的成长风险	70

第二节 创业企业上市路线图	73
创业企业上市动因	73
创业企业上市服务主体	75
创业企业上市途径	77
创业企业上市的一般程序	79

第四章 创业板投资策略/101

第一节 深刻认识创业板市场风险	103
创业板市场风险管理制度	103
创业板的系统风险与自身的风险承受能力	104
创业板的非系统风险与自己的投资偏好	108

第二节 准确把握我国创业板市场特征	115
区分创业板企业构成的分散投资理念	115
注重企业成长性的长期投资理念	116
追踪创业创新故事的主题投资理念	120
第三节 深度挖掘金融市场情报	122
比较分析国际创业板市场的实际表现	122
参照国内中小板市场的运行轨迹	126
做好行业研究与公司研究	130
实时跟踪金融经济运行数据	133
及时掌握国际金融市场动向	135
深入剖析创业板参与者的行为特征	136
 第五章 多层次资本市场的联动效应/139	
 第一节 创业板时代的多层次资本市场体系	141
多层次资本市场体系的基本构成	141
多层次资本市场体系的结构关系	148
 第二节 多层次资本市场的投资策略	149
主板市场投资策略分析	150
三板市场投资策略分析	153
产权市场投资策略分析	154
 参考文献	155

第一章

..... 概论>>



第一节 创业板的概念

创业板的全称叫“创业板市场”，这一词来自于我国香港股票市场 Growth Enterprise Market(简称 GEM)，在其他国家和地区，创业板则有不同的称呼，比如美国称创业板为二板市场(Second-Board Market)，这种称呼也被我国的一些学者使用。在台湾被称之为柜头市场，新加坡则称自动报价市场。创业板虽然在称呼以及设置机构和成立时间上各国有所不同，但是对于投资者来说，其作为资本市场的一个层次所具有的金融功能却是基本相同的。其设立的目的，一是为高科技企业提供融资渠道；二是通过市场机制，有效评价创业资产价值，促进知识与资本的结合，推动知识经济的发展；三是为风险投资基金提供“出口”，分散风险投资的风险，促进高科技投资的良性循环，提高高科技投资资源的流动和使用效率；四是增加创新企业股份的流动性，便于企业实施股权激励计划等，鼓励员工参与企业价值创造；五是促进企业规范运作，建立现代企业制度。

由此看来，创业板又可称为二板市场，即第二股票交易市场，是指主板之外的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，是对主板市场的有效补充，在资本市场中占据着重要的位置。在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短规模较小，业绩也不突出，关键是看公司的成长性与未来发展潜力。创业板市场最大的特点就是低门槛进入，严要求运作，有助于有潜力的中小企业获得融资机会。

创业板的内涵

国际上成熟的证券市场绝大部分都设有创业板市场，其中以美国的纳斯达克(NASDAQ)市场规模最大，运作最为成功，英特尔、微软、网景公司均在该市场挂牌交易。而仿效美国的纳斯达克，欧洲大陆建立了欧洲证券经纪商协会自动报价(EASDAQ)，新加坡证券交易所建立了新加坡证券经纪商协会自动报价(SESDAQ)，马来西亚证券交易及自动报价场外证券市场(MESDAQ)和吉隆坡证交所第二板市场(KLSE)在过去的几年中非常活



跃,日本独立的第二板市场“场外交易所”(OTCE)已颇具规模,法国巴黎1996年诞生的“新市场”,如同英国伦敦继“非上市证券市场”(Unlisted Securities Market)1996年停止运作后设立的附属于伦敦证券交易所的“另项投资市场”(Alternative Investment Market,简称 AIM)那样,自启动以来表现也不错。德国法兰克福证券交易所1997年3月设立的“新市场”,更与法国、荷兰、比利时的新市场连接成网络,组成“欧洲新市场”(Euro-NM)。1999年香港联交所出台了《创业板证券上市规则》,自1999年11月25日起香港创业板正式运作。创业板的功能就是帮助中小企业,尤其是中小高科技企业解决融资难的问题,为创业资本建立了退出机制,在促进创业投资的发展和企业创新机制的形成,对创新型国家的构建、经济结构的调整、资本市场功能的完善和促进主板市场健康稳定的发展等方面起到了极其重要的作用。创业板上市公司选择标准,将重点支持新经济、“中国服务”、“中国创造”、文化创意、现代农业、新商业模式等六种模式的优秀企业。全球GDP前10名的国家中,只有中国尚未正式推出创业板。创业板已成为主要经济体增强竞争力的重要平台和产业升级的推动力。截至2007年底,全球有超过40家创业板在运作,这些市场覆盖了全球主要经济实体和产业集中地区。美国纳斯达克、英国另项投资市场、日本佳斯达克、韩国科斯达克、加拿大TSX-X等5家创业板市场已成为全球发展最为成功的创业板市场。从2002年到2007年,这5家市场的总市值由21 958.9亿美元增长到44 961.57亿美元,增长了105%,成交量由75 032亿美元增加到162 832亿美元,增长了117%。市场的流动性和融资能力也得到大幅提升,有的甚至超过了相应的主板市场。

为什么各国在拥有了主板市场后,还要继续建立创业板市场呢?因为无论从企业的规模来说还是从企业的成长周期来讲,均存在一定的层次结构,处于不同成长周期的不同规模的企业,其融资需求不同,而主板市场的上市门槛较高,绝大部分中小企业尤其是创业型企业达不到主板市场的上市要求,无缘于主板融资,客观上需要一个适宜的市场来满足这部分企业的融资需求,创业板应运而生,建立创业板对一个国家促进其企业发展有着重大意义。

在纳斯达克创立的20世纪70年代,美国的中小企业家们就发现,作为主板的纽约证券交易所没有他们的位置:上市的高标准要求,信息的完全披露等。最重要的是,对于美国的风险投资商们来说,纽约证券交易所不能提供完全的风险退出机制。那么在这里有必要首先介绍一下什么是风险退出机制。所谓风险投资,是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨

大竞争潜力的企业中的一种权益资本。风险投资也可以理解为一个动态循环的过程。风险投资者以自身的相关产业或行业的专业知识与实践经验,结合高效的企业管理技能与金融专长,对风险企业或风险项目积极主动地参与管理经营,直至风险企业或风险项目公开交易或通过并购方式实现资本增值与资金的流动性。一轮风险资本投资退出以后,该资本将投向被选中的下一个风险企业或风险项目,这样循环往复,不断获取风险资本增值。而所谓风险投资退出,是指风险企业发展到一定阶段以后,风险投资者认为有必要是时候将风险资本从风险企业中退出,因而选择一定的方式(公开上市、出售或回购、清算)通过资本市场将风险资本撤出,以求实现资本增值或者降低损失,为介入下一个项目做准备。高收益是通过风险投资成功的退出而实现的,可行的退出机制是风险投资成功的关键。

创业板创立的另一个因素是各国对于本国高科技企业的支持。20 世纪的 70 年代和 90 年代,分别是传统高科技企业和互联网新科技企业的兴起时代,由于科技型生产的需要,前期投资巨大,所以这些企业的发展有着巨大的风险性,同时假如他们的技术发展成功,那么投资者也将获得巨大收益,包括股票的溢价和对于公司原始股份的占有。比如当雅虎等互联网企业发展起来后,当初在美国纳斯达克市场上购买了雅虎股票的投资者们就都享受了雅虎股票飙升带来的巨大收益。创业板对美国高科技企业的促进作用是非常巨大的,比如其直接催生了像微软这样的全球软件顶级企业,可以说没有纳斯达克,微软的融资渠道将大打折扣。

尽管其后随着全球经济的发展,创业板市场也经历了很多波动,除了美国的纳斯达克以外,似乎其他的创业板市场并没有经历什么大的成功,就连纳斯达克本身现在也处于一种缓慢发展的状态之中。但是这正好对应了创业板市场产生的原因:创业板市场大浪的掀起,需要有一次新的科技发展浪潮。而对于中国的创业板来说,随着蓄势待发已久的中小企业一旦上市,必将迎来一轮大的发展。据了解,中小企业创造的 GDP 占我国总 GDP 的 60%,上缴的税收占国家税收总额的 50%。每年有 75% 以上的城镇新增就业是由中小企业创造的,同时 66% 的技术发明专利,82% 以上的新产品开发,都是以中小企业为主体的来完成的。推出创业板对于解决中小企业融资难问题至关重要。

创业板的特征

创业板市场是不同于主板市场的独特的资本市场,通过各国创业板市

场的比较可知,创业板市场一般具有以下几个基本特征。

1. 创业板市场的前瞻性

创业板市场对公司历史业绩要求不严,过去的表现不是融资的决定性因素,关键是公司是否有发展前景和成长空间,是否有较好的战略计划与明确的主题概念,市场认同的也是公司的独特概念与高成长性。以纳斯达克市场的 Home Network 公司为例。Home Network 于 1996 年 7 月发行,该公司主要业务是利用公司在技术上的突破通过自己的网络提供因特网服务,使下载信息的速度大大超过传统的拨号方式。独特的概念刺激了投资者的需求,公司因此扩大了发行规模,并将发行价提高 9 至 11 美元。在发行日公司股票涨幅超过 130%,市值达 15 亿美元,随后超过 20 亿美元。但是公司第一季度只有 8 万美元的收入,开支却达 1 100 万美元。显然投资者购买的是一家“概念”公司,而不是一家盈利丰厚的成熟公司。从这个意义上来讲,创业板市场并非只是主板市场之外的一个市场,它具有很强的针对性,主要是吸纳那些能提供新产品与新服务,或公司动作有创意,具有较大增长潜力的公司。

2. 创业板上市标准低

因为创业板市场是前瞻性市场,因此其上市的规模与盈利条件都较低,大多对盈利不做较高要求。如美国纳斯达克小盘股市场仅需要 10 万股,香港创业板也仅要求公众持股的最低量为 3 000 万港元,并且均不要求有盈利记录。

3. 高收益性和高风险性

作为全新的投资市场和投资品种,创业板为投资者提供高收益的机会,同时也伴随着较大的投资风险。原因就是由于创业板上市企业一般都是中小型创业企业,它们可能通过创业板融资从而做大做强,并且由于其做强后股票价格的大涨而给投资者带来巨大收入。同时,这些未来并不确定的企业也可能由于种种原因创业失败,投资者的资本也就随之付之东流。所以,入市创业板,极可能造就亿万富翁,也可能导致大批投资者成为“无产阶级”。对于投资者来说,一定要充分认识到创业板的风险性。

4. 针对熟悉投资的个人投资者与机构投资者

由于投资高风险的特性,创业板市场主要针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者,包括:专项基金,如小盘股基金、高科技、电信或生物科技等行业基金;创业投资公司;共同基金;有经验的私人投资者。

我国创业板定位于成长型企业,首次公开募股(Initial Public Offering,



简称 IPO)遵循如下三大原则。

1. 立足中国实际情况, 借鉴境外市场经验

一方面要借鉴境外市场经验教训, 吸引成长型创业企业充分利用创业板市场; 另一方面要考虑国内诚信法制建设环境、市场约束机制的现状, 设计合适的发行监管制度。

2. 遵循现有法律规定, 适度降低准入门槛

在现有《公司法》和《证券法》的框架内设计有关制度, 保持法规的一致性和连续性; 适应不同类型创业企业的需求, 在整体风险基本可控的前提下, 适度降低准入门槛, 促进高成长型特别是有自主创新能力创业企业的发展。

3. 强调市场化运作, 同时突出风险控制

建立投资者风险自担、充分发挥保荐人等中介机构作用的市场化运作机制, 并通过改进发行审核、单独设立创业板发审委、实施网站信息披露等方式, 突出创业板市场特色; 同时通过加强信息披露, 强化市场各方责任, 防范市场风险。

创业板的功能

除了具有资本市场的有效配置生产要素资源功能外, 创业板市场的基本功能还应当包括如下几点。

1. 为中小型科技企业和处于初创阶段的民营企业提供一个持续融资的渠道

中小型科技企业在初创和成长阶段普遍需要大量的资本投入。同时, 尽管拥有先进的技术, 但由于市场尚未开发或科技成果产业化尚未实现等因素的影响, 这一时期的创利能力不强, 从而导致资本的高投入与低产出之间的矛盾。无论在国内还是国外, 中小型科技企业都曾经或正在面临融资的困境。在我国, 数量众多的民营企业也同样遭遇融资渠道狭窄的困境。创业板市场的设立将使中小型科技企业或部分成长潜力较好的民营企业通过初次上市、增发新股、配股等途径获得企业发展所必需的资金。

2. 为风险资本提供一个退出渠道

创业板市场作为风险资本市场的重要组成部分, 它的功能之一是便利风险资本的进入和退出而刺激风险资本市场的发展。众所周知, 如果没有便捷的退出渠道, 已进入的风险投资的资金容易被套牢在某个企业, 无法通

过循环流动实现风险资本的不断增值,从而也无法吸引更多的资金投入风险资本市场。因此,从这个意义上讲,退出机制是风险资本市场的基本机制。虽然在现实生活中可供选择的资本退出渠道是多种多样的,包括在创业板市场公开上市、股权协议转让和企业回购等,其中在创业板市场公开交易,是最为重要同时也是投资收益率最高、最简便的一种风险资本退出渠道。

3. 推动企业内部治理结构的完善和进一步提高公司的市场竞争力

对于我国的中小型企业来说,变革其不尽合理的内部治理结构与扩大融资是同样急迫的任务。这些企业通过在创业板市场上市而转变为公众公司,将推动国内企业逐步成长为真正的规范运营的现代股份公司。

4. 调整证券市场结构、完善资本市场体系

在经济发达的国家和地区,证券市场都体现出适应不同资本供给与需求的多层次特征。不同层次的市场服务于不同类型的企业,满足不同的资本供给与需求;主板市场主要是为国内国际较大型的成熟企业融资提供支持,创业板市场则为成长潜力较大但规模不足的中小型企业融资提供服务,此外还有一些为更小型的企业提供服务的场外交易市场等等。创业板市场是资本市场体系中的一个重要层次。

创业板的基本模式

归纳目前国际上设立创业板市场的模式主要有以下三种。

1. 平行共生模式

在现有的主板市场中设立一个二板(Second Board),作为主板的补充,与主板平行运作,二者拥有共同的组织管理系统和交易系统,甚至相同的监管标准,不同的只是上市标准的高低,如香港的创业板和新加坡、马来西亚、泰国的二板市场,在主板市场和二板市场之间不存在转化关系。

2. 附属型模式

在现有证券交易所中设立一个独立的为中小企业服务的交易市场,上市标准低,上市公司除了要有健全的会计制度及会计、法律、券商顾问和经纪人保荐外,并无其他限制性标准,其附属于主板市场,旨在为主板培养上市公司。如英国伦敦证券交易所的替代投资市场,加入 AIM 市场两年后若