

创业板的市場展望与投资分析

■ 刘 华

创业板是20世纪70年代以来世界各国致力于扶持创业企业和支持创新的产物,在推动产业升级和科技进步方面发挥着重要作用。2008年年底全球共有创业板47家,上市公司总数约9 000家,总市值约2万亿美元。国际上的创业板已成为中小企业的“孵化器”,众多世界知名的高科技企业在这里诞生。以创业板的发源地、全球最为成功的创业板美国纳斯达克(NASDAQ)为例,它相继“孵化”出了微软、思科、英特尔、雅虎等一大批创新能力强、竞争力高、影响力广的世界级公司,极大地推动了美国中小企业的成长与发展。2008年全球金融危机爆发后,出现了新一轮的创新潮和创业潮,以激励创新、扶持创业为己任的创业板市场由此迎来了新的发展机遇。

我国创业板即将推出

我国创业板市场的推出可谓“十年磨一剑”。1998年12月,原国家计划发展委员会向国务院提出尽早研究设立创业板股票市场问题。2000年4月,中国证监会向国务院报送了《关于支持高新技术企业发展设立二板市场有关问题的请示》。2000年5月,国务院原则同意中国证监会意见,将二板市场定名为创业板市场。直至2009年3月,中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(简称《暂行办法》),创业板市场终成定局。在整个资本市场体系中,创业板上接主板、中小板,下连板

外交易市场及并购市场,在满足企业多元化融资需求及广大投资者多元化投资需求方面,起着承上启下的作用。

我国监管层对创业板的定位是“两高六新”,即“高成长、高科技、新经济、新服务、新能源、新材料、新农业和新商业模式”,涵盖了实体经济领域的各个层面。从“两高”来看,《暂行办法》中关于最近两年营业收入的增长率均不低于30%的发行条件的规定,体现了高成长性的要求;《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020)》则给出了高科技的基本方向,《国家重点支持的高新技术领域》可以作为高科技的判断依据。再从“六新”来看,新经济涵盖信息产业、研究产业、软件产业、智力密集型产业、智能卡产业、文化娱乐产业和心理咨询产业等;新服务涵盖消费升级、文艺娱乐、文化旅游、咨询策划、网络社区和垂直门户等;新农业涵盖农副产品深加工、农业科技创新和转化、农村现代流通体系、循环农业和农村金融等;新能源涵盖太阳能、风能、地热能、海洋能、水能、氢能、天然气水合物和生物质能源等;新材料涵盖电子材料、复合材料、陶瓷材料、玻璃材料、高分子材料和新型金属材料等;新商业模式涵盖连锁经营、经济型酒店、家庭旅馆和基于互联网的商业模式等。当然,考虑到创业企业规模小且处于成长发展阶段,如果业务范围分散,缺乏核心业务,既不利于有效控制风险,也不利于形成核心竞争力,《暂行办法》规定发行人

应集中有限的资源主要经营一种业务,同时募集资金只能用于发展主营业务。

创业板有投资风险

创业板的相关制度发布后,投资者的普遍心态是“创业板是中国的纳斯达克”、“新的就是好的”。其实,创业板是一个高风险市场,如果把我国资本市场比作游泳池,那么主板是浅水区,创业板则是深水区。

首先,由于创业板公司的经营尚不稳定,盈利模式、市场开拓都处于初级阶段,新技术的先进性与可靠性、新模式的适用面与成熟度、新行业的市场容量与成长空间等往往具有较大的不确定性,因而创业板虽然定位于高成长性的创业企业,但并不代表所有在创业板上市的企业都会获得高成长,甚至创业板市场的投资者主要承担的恰恰就是较高的成长性风险。另外,即便是选择发展良好的企业,证券市场本身的波动也会给投资者带来损失。如美国纳斯达克市场经历过初创时期的惨淡经营和熊市中的大幅调整,在网络泡沫破灭时期股指短期内下跌了72%。此外,在海外创业板市场上,公司退市是一种十分普遍和正常的现象。美国纳斯达克市场上每年大约有8%的公司退市,高于美国纽约证券交易所的退市比率(6%);2003~2007年间的退市公司数量甚至超过了同期该市场新上市公司的数量。我国创业板也将实行多元、快速的退市程序,而且是

直接退市,如不符合代办股份转让系统条件或没有办理相应申请,将不得在代办股份转让系统中进行股份转让。上市公司如果被强制退市,其股票的流动性和价值都将急剧降低甚至归零,投资者应高度重视此风险,即便是原始股东和发起人股东也不例外。

其次,我国的创业板公司多为民营企业,存在较为突出的信息不对称问题。如保荐机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等社会中介机构不能充分发挥市场筛选和监督作用,上市公司的质量就很难保障。另外,考虑到创业板公司平均规模较小,为满足实时信息披露要求及适当减轻公司的信息披露成本,创业板公司的临时公告和定期报告仅需在中国证监会指定网站(巨潮资讯网)及公司网站上披露,不像主板上市公司可能还要同时到报纸上披露。因此,原来习惯于通过阅读指定信息披露报刊来了解有关信息的投资者,需要及时调整和适应,充分利用好互联网这一便捷、迅速的渠道。

最后,在“风险自担、买者自负”的原则下,投资者有必要接受开户券商的全面风险测评,认清自身的风险承受水平,遵循风险和承受能力相匹配的原则谨慎入市。深圳证券交易所发布的《创业板市场投资者适当性管理实施办法》规定,具有两年以上(含两年)股票交易经验的自然人投资者可以申请开通创业板市场交易,不足两年的投资者原则上不鼓励进入创业板市场,并要求创业板的投资者必须在券商开户现场签署风险揭示书。以前不管是A股主板市场还是权证,投资者开户前都没有系统的风险提示,这也是我国资本市场的第一次。总体而言,创业板的投资风险大于主板,只适合那些具有成熟的投资理念、较强的风险承受能力和市场分析能力的风险投资者参与。

创业板公司的投资价值

在“卖者自愿、买者自负”的原则下,

投资者需要自主判断企业价值并进而决定是否进行目标公司的投资交易。在判断创业板公司的价值时,投资者要重点关注其不同于成熟企业的一些基本特征。由于创业板公司的“两高六新”定位代表的是朝阳产业,因此市场给予创业板公司的估值应该比主板和中小板高一些,上市之后经过爆炒股价可能会更高。

在具体估值方法的选择上,由于创业板公司的技术、市场环境千差万别,传统的以未来现金流贴现为主的绝对估值方法往往无法使用;创业板公司往往具有全新的企业盈利模式和生存法则,很难找到行业、技术、规模等相近的可比企业,相对估值法也不易操作;创业板公司业绩的非线性发展规律和不稳定性,意味着在国内外证券市场上应用最为广泛的市盈率法的适用性也较差。笔者认为,理论上较为适合创业板公司估值的应是市盈增长比率法,它同时考虑了市盈率及成长率这两个决定股票投资价值的关键因素,但成长率的判断需要很高的专业性,必须综合考察企业的技术能力、经营模式和经营理念是否先进或独特,经营管理团队的整体素质如何,行业发展趋势以及在行业中的具体地位,等等。

创业投资及券商机遇

创业投资作为与创业相联系的资本经营,应多学着去“种树”和“浇树”,而不能只想着“摘果子”。创业投资要获得较高的资本增值收益,关键在于三个环节:一是独具慧眼发现创业企业的潜在价值,提供创业资金支持;二是通过增值服务帮助企业规范发展,为创业企业创造价值;三是利用创业板在内的多层次资本市场,适时退出实现价值,再投入新的创业投资基金,推动新一轮的企业自主创新。例如,2000年,深圳市大族激光科技股份有限公司(简称大族激光)在产品市场开拓方面遇到了阻力,流动资金出现较大缺口。此时,深圳

市高新技术投资公司以430万元的投资额,取得大族激光51%的股份。在提供宝贵的创业资金的同时,深圳市高新技术投资公司还为其提供了一系列的增值服务,使其很快进入快速发展轨道,并在中小板市场成功上市,从而实现了超常的投资回报。近期不少上市公司(如海越股份、澳洋顺昌、青海明胶)纷纷成立创投子公司,将商业触角伸到了灵敏的创投行业。但要注意的是,从国际创投业的发展历程来看,一个项目从进入创投资本视野到最后完成投资的过程是极为繁杂的,本质上是一种风险投资。国内民间创投第一人刘晓天近期就因无力偿还民间集资被迫向警方自首,其所创办的红鼎创业投资有限公司也是人去楼空。

对券商而言,由于我国未上市的大型企业越来越少,而有发展潜力的中小型企业众多,所以推出创业板将大幅增加券商的承销业务量及收入。而且从境外创业板市场的发展情况来看,2008年美国纳斯达克市场交易额甚至超过了纽约证券交易所的交易额。同样可以预期,我国创业板市场推出后,随着交易不断活跃,券商也将从中获得可观的经纪业务收入。同时,从国际投行市场的发展历程来看,由于券商投行业务部门经常接触拟上市企业,掌握了比较丰富的上市资源,因此创业板的推出将促使这些券商积极进行直接投资,从而改变国内券商以传统业务为主“靠天吃饭”的发展模式。截至2009年3月底,我国已有11家券商获得了直接投资试点业务资格。此外,创业板的推出还会促使券商积极参与创业板市场的研究发展,建立可信赖的品牌和声誉,加大对机构客户的投资咨询服务,用良好的特色服务获得更多的回报。据测算,创业板设立初期,对上市券商的业绩贡献度在3%~6%,而综合实力强的证券公司受益会更多。

(作者单位:上海财经大学会计学院)

责任编辑 陈利花