

理性看待创业板市场非线性发展路径

乐水

(上接 A1版)

如何看待创业板企业的成长性? 公司不成长甚至失败都不是意外,但现行制度规则下的创业板市场一定会涌现出具有高成长潜力的公司,甚至是如同美国NASDAQ涌现出的微软、INTEL一样的明星企业。IPO的规则是“达标者准入”,进入市场的企业有“合格生”,也有“优等生”。创业板发行上市实行指标门槛安排,难免有操纵财务指标的行为出现。过度包装的报告期“成长性”伴随的可能是上市后的成长性“滞涨”。有的创业板公司业绩下滑甚至个别季度亏损,原因是多方面的,比方有的是季节性波动,个别可能是业务竞争力暂时出了问题。创业板公司总体规模较小,虽然不少具有创新性和成长性的潜质,且大都处于成长上升通道中,但现实的波动是正常现象,科学分析者当看长远、看主流。

如何看待创业板企业的创新性? 创业板定位鼓励创新,在发行人推荐行业指引、公司披露规则、保荐人专项意见等诸方面体现了对创新的监管导向。有人质疑一些公司创新性不强、技术含量不尽如人意。发行人大都处创业阶段,不少处在战略性新兴产业或政策引导的九大行业中,创新的体现也因此存在差异。创新有“脸谱”,却无指标。创业板的价值提升机制,从根本上激励社会资源创新配置。创业板的创新舞台效应也激励全社会的创新努力。中国式创新成长是一个长效工程,创业板市场发展可能使创业、创新、创造成一项现实的全民工程。

如何看待创业板企业的诚信规范? 创业板95%以上的公司属民营企业(不少属于智慧创新型民营企业)。有人称之“一股独大”的私人公司,公司治理风险大。这也不能一概而论。其实,股权分散型发行人可能风险更大。今天的知识技术专业型民营企业公司,其治理水平可能远高于若干年前民营企业的总体水平,也高于一些国有企业。并且,创业板采取诸多“揭开面纱”的措施,保持更大的诚信规范促进力度,如对实际控制人提出诚信合规的要求,实行网站披露方式等。创业板倡导“专业诚信规范”理念,引导作为资本文明内含的诚信进步。

创业板是不是一条创业创新资源配置的优化路径? 有人认为,百家创业板企业超募浪费了大量的社会资源,直接导致创业板发展效率低下”。实际上,从全局看,创业板的开启引导着社会资本大整合和大配置格局调整。从动态看,创业板公司有可能成为行业、区域创新创业的“发动机”。从综合金融体系看,创业板可能成为引导直接融资与间接融资结合的引擎。从资本市场体系看,创业板推动PE市场大发展,促进了社会资源的创业创新创造性配置。虽然全国性PE热”存在一些人担心的问题,但是通过PE的作用,将分散的民间资金聚集成为创业资本,集中地追逐创业创新创造性的社会活动,积极意义远大于公平损耗。

如何看待创业板市场引领的资本市场“造富”功能? 创业板市场提升和实现价值的效应突出,显示出巨大的财富效应。PE回报效应,但绝不是一种功利性的消极“造富”效应,其从根本上反映的是资本的文明进步。让资本的价值之光普照创业大地,社会各种资源朝着资本指引的方向去流动配置,国家自主创新战略、中华民族复兴伟业才有可能更好、更快地实现。可以说,每一个市场参与者都从一个微小角度承载着整个国家民族建设使命的光荣。万事开头难、持续不易,但市场一天天渐强渐大,功效累积,就可成燎原之势。

如何看待创业板市场初期的股权锁定、股东减持和高管离职? 创业板市场流动性是AIM市场等境外市场共同担忧的问题,但中国创业板市场设计之初,担心的却是活跃过度或投机过浓。因此,创

业板沿承主板做法,对控股股东或实际控制人及其关联方的股份采取锁定三年的从严做法,对公司高管股份采取“锁一爬二”的做法。创业板初期由于突发增资或转让股份引发市场不公的争论,所有公司对最近六个月的突发增资或转让股份承诺延长锁定。对延长锁定做法,质疑者认为影响了可流通股份数量,限制了股权的流通性权利,且可能助长市场投机炒作,但也有人认为锁定时间还不够长。站在不同的角度,观点自然各异。符合规则的投资者伺机减持股份,这是一种市场博弈自由,不管减持动机如何,都是行使股权权利的自由选择,不能以市场一部分人的好恶主张,去限制另一部分人依规则行使权利的自由。股权分置时代已经一去不返,创业板公司减持、增持、增发、配股、股权结构调整……股权流动是否顺畅是否有效率,也在一定程度上检验着创业板市场的功能和效率。

对个别公司高管离职,是否存在减持套现的不良动机,很难一概而论。创业板个别公司高管离职是正常现象,公司出现关键核心人员离职而引致失败也在所难免,这也是创业板市场特有的风险。目前看来,创业板高管离职较之主板并非更为严重。对于创业板减持股份和个别高管离职,大可不必杯弓蛇影。但是,如何激励高管承担责任,保持持续创新动能,也是创业板市场应当加以重视的课题。在创业板建设初期,“容忍错误”,“容忍大众行为的非理性”,这或许也是市场走向成熟和趋向理性的一种体现。监管者也不宜见风就是雨,更不能头痛医头脚痛医脚,忘记根本长远大计。

创业板作为我国资本市场水到渠成的事业,首批28家公司个个成为“宠儿”,创业板企业源源不断,生生不息,备受社会关注,亿万双眼睛聚焦,功过皆会放大。在全球金融危机中推出创业板,反映了中国政府的胆识。精彩也罢,不如意也罢,创业板的故事还得大家去演绎。

创业板高市盈率发行、高发行价、高募集资金量的“三高”非“狼”非福,宜中性看待,理性应对。

高市盈率发行、高发行价、高募集资金量“三高”,与高成长性、高技术含量、新业务模式“二高一新”相对应。从本质上讲,这就是创业企业所禀赋的创新性、成长性和风险性“三性”并存,构成了创业板市场独特的风景线。但是,现实中人们往往不会全面看待这种“并存性”,预期、决策可能失之理性,加之少数投机炒作者恶意推波助澜,创业板市场建设初期理性被扭曲在所难免。创业板市场总是在理性滋长与理性扭曲相伴下非线性向前发展的。

以市盈率倍数法评估创业板公司价值或确定IPO发行价格可能易犯的错误。 有一种错误看法是,“我给了一个高市盈率价格,你就得给我一个等额投资回报”。这种看法的本质就是“创业板市场无风险预期”。如果说,投资者的愿望是合理的,即要求公司创造出与IPO市盈率倍数相当的即期回报是可以理解的话,从资本市场规则来讲,这却是一种错误的苛求。

首先,对于创业企业特别是创新型的企业,不能简单以市盈率倍数进行价值评估。由于创业企业的波动性、业务模式的多样性、成长周期的特殊性,采取市盈率、市净率定价与采取“市梦率”定价一样,可能都是不切实际的“先知”想象。中国创业板市场应当在实践中创造多样化的恰当的价值评估机制,而这也恰恰是一个世界性的难题。

其次,IPO环节不能给所有创业企业一个平均的估值。对不同质地公司给予平均市盈率估值投票,这是“资本平

均主义观”。个体公司价值评估应当在公司盈利能力与风险状态之间进行平衡。

再次,市盈率是结果而非标准,以报告期期末每股盈利作为评价未来的参照,对于一些稳健成熟企业或许适用,对创业企业偏差可能太大。中国新兴市场经济,投资者回报充满不确定性,这正是创业板市场的风险性魅力所在。

创业板“三高”会不会导致创业效率丧失或递减? 有人认为百家创业板企业超募“浪费了大量的社会资源,从而导致效率低下”。从创业板与主板比较来看,100家企业募700余亿,不及主板一个大企业单个募集量,功效何大何小显而易见。从100家企业的实际情况看,超募有多有少,有的已经用毕,走上了创新发展大道;也有不少在监管压力下慎之又慎地暂时闲置,从而成为一些人的理想之源。“超募”及其资金闲置的形状,考验着企业家的能力。未来谁都难以准确预知,但超募资金属于全体股东的“资本公积”,在监管压力下、在公开监督下财务安全系数较高,较之过往市盈率“窗口指导”下“打新”收益滞留中间环节,孰好孰坏自不用争议。更重要的是,超募现象随着市场理性增加而逐步分化,这正是资本市场资源配置功能的规律反映。对于超募现象,喜欢与否都不是回到以前的行政限制老路上去的理由。如果将视角放大放远,从引导社会资源向创业创新创造性活动配置的宏观功效看,有何理由不能对创业企业家多一点宽容和忍待呢?

创业板“三高”无论何种评价只是命题的一个方面,必须看到的另一方面是,要看由谁并怎样形成了“三高”,这关乎资本市场规律之基本常识。 有人批评“核准制本质上是造富机器”。依照“证券法”核准公开发行证券,这是有法必依,如果非说法理不对,或许也只是一种不合逻辑的妄议。

就事实或客观而论,从严核准也不应是“三高”之主因。十年孕育之创业板预期,投资者“非理性”之助推,创业板初期出现“三高”当属必然,社会“容富度”也应该相应地大一些。辩证地看,“三高”中也有高低差异,而创业板公司数量的增多,也在持续不断地熨平着其中存在的非理性成分。

有人希望将有限资源由监管部门按每家2个亿,给355家企业机会,而不是培育出100个“高价宝宝”,希望创业板不要成为“贵族学校”而要成为“平民学校”(刘纪鹏,《论我国创业板上市公司存在的问题及建议——“三高”超募“体制性造富”导致公平和效率缺失》,2010年9月),希望将“超募”资金公平分配,这或许是对资本市场常理之歪曲。

创业板和创业者的创新热情和创业效率如何递增? 人性的懒惰,落袋为安”,急过近利,浅尝辄止,小富即安……一句话,缺乏现代市场经济精神,缺乏创业创新冲劲,缺乏现代企业家人格魅力,缺乏“知足常乐”或陷入“知足常乐”,这是人性共有的缺陷,中国“中庸”传统或东方式“和”的哲学,这就是文化背景。

说“三高”泯灭了创业板上市公司创业者的激情,或许个别人身上已有反映,但说泯灭却不见得,这多少有些以“自我之心”度“他人之腹”之嫌。有理由相信,在世界金融危机中降生的创业板,完全可能诞生出积极创新进取型企业来,可能出现中国的“微软”,中国人不应当缺失这样的信心。

从更广阔角度看,正是创业板的“财富效应”或“估值效应”(价值发现、价值提升、价值实现),构成一种“灯塔效应”和“舞台效应”,引导着全国性的全方位的创业创新创造效应,引导全社会的创业投资效应和创业科研效应,这是多年来光靠政府一个“锣鼓”所未能敲响的效应,视而不见或充耳不闻只能算是“气质性”的“瞎子”、“聋子”。

创业板市场建设需要正本清源,明确谁是主体,相信市场力量会走过坡坎坎坎。

市场化”是一个典型的伪命题,就像“自由化”一样。科学的态度是少谈“主义”和“化”,多研究具体问题,多就事论事。

创业板作为一个新市场,市场规模、市场主体、市场结构、市场制度、市场运行习惯都需要时间去形成和完善,如果尚未出发太远就“打一棍子”,不打死也得打昏,如何自然、正常地发展下去?

创业板发展之关键靠众锣齐鸣,要各方助力,最重要的是发挥市场主体之多向约束功效。走向规范,让市场发挥更大作用”,或者让市场主体归位尽职,这就不可能一言就行,也不可能监管者放任就灵。

从实际看,或许最主要的矛盾一是发行准入核准的管控力度,二是发行估值定价机制。这正是“三高”问题实质所系,也是考验市场智慧和容忍力之关键。发行核准或发行定价表面看似都是监管问题,实质则是市场约束功能滞后的问题。

发行监管是一级市场管控,这是创业板市场的源头。创业板成立单独的发审部门和发审委体系,还成立专门的咨询委,这是保障创业板始人诚信、透明披露、规范底线、门槛约束的体制安排。2009年7月26日,创业板一开始破天荒对中外媒体公开受理,第一场发审会对媒体开放。监管者“按程序、标准、纪律”尽可能保障着公平和效率。创业板市场从无到有,从小到大,自然有一个过程。创业企业的发育如雨后春笋,也是一个动态的景观。

有人说“创业板发行审核限制了创业板的进入规模”,限制了企业的融资机会”,这无疑不合逻辑和事实现状。

如果硬说发行审核限制企业发行家数,从而导致投资需求与股票供给的失衡,成为导致“三高”的主要原因,这无疑是一种没有以专业常理作为基础的妄论。股票发行价格当以公司价值评估为基础,不可能有脱离公司基本面的孤立高价。发行审核不是做实质性判断,不是对公司未来加以保证,发行人披露信息,中介尽职调查并出具专业意见,这是以法定责任作底线的实质性安排。发行审核简化程序,加快进度,逐步引入更多备案和责任事后追究因素,从而使市场主体发挥各自约束功能,这也是对市场成长有益的监管路径选择,但具体步骤要以司法和市场约束力量的有效性为基础。

是否通过降低发行财务指标让更多企业进入创业板市场,这是一个风险博弈的选择。随着创业板市场规模扩大和投资者选择习惯、风险偏好的建立,降低监管力度,减少直接干预,这应当成为一种更有价值的制度演进选择。

股票发行供给机制是一种特殊的投融资机制,监管者放松价格管控是培育市场约束力量不可动摇的政策选择。创业板诞生恰逢发行方式改革之机,一开始监管者就没有沿承“窗口指导”老路,新市场市场约束机制因此而强化。“三高”与发行定价放开共生,肯定有相互影响的因素存在,但要看到市场理性在滋生,公司IPO的PE倍数也因此有高有低。其实,“超募”是一个没有定义的概念,因为公司募多募少取决于投资者的集合投票。

为应对“三高”和“超募”,证监会守住“地板”“25%”发行的监管要求,要求公司公告定价和发行询价信息,要求公司专户管好募集资金。除此之外,是否还应应对发行定价过程中不当行为加大监管力度,这需要在总结实际经验之后决定。一条基本的原则是,创业板已经实行了适当性投资者安排,不能由监管者用“皮鞭”告诉投资者要成

熟,更不能将市场定价的募集资金抽走,由其他主体再分配。也就是说,“三高”问题“解铃还须系铃人”。

此外,还有呼吁创业板发行市盈率逐步调整到30倍、超募比抑制在10%左右者。如果说这是所谓的历史经验目标,现在也不可能“复辟”。市盈率30倍也好,净资产2倍也好,高低自不必评价,但像定计划指标一样去定替代“三高”的发行市场指标,那是一种不合逻辑、不合所有市场通行做法的假设,在发行定价由市场做主的改革推进之后,开弓没有回头箭”,回头路没法走。

应当相信中国的市场力量,过急没有用”,时间是最有效的利器”。创业板“三高”引发的诸多不适应症只能通过市场的方式去调整,相信中国创业板市场会走过坎坎坡坡。

创业板监管是否存在错位? 相对对从严监管保护下的市场发展模式或许是中国创业板健康发展必由的选择和相对最优的路径。

资本市场监管规则是程序为本,实践总是因时制宜。 质疑具体监管措施不能脱离当时的实际情况,看某项具体做法的正确与否,只能基于彼时此境下的相对性选择。

“三高”并非突发性现象,监管者在IPO发行规则、交易规则、退市规则设计时,当有所预料且未雨绸缪。面对新生的创业板市场的问题,监管者已是劳心过度,创造出“五加二、白加黑”超越生命极限之“创业板精神”,展示中国人应对国际金融危机之“创业板速度”。即使不谓其“苦劳”,至少所凝聚的中国国情下的智慧,应该也是可解悟得到的。

创业板市场在万众期盼中诞生,创业板公司陆续登场,现实中必然不时出现新情况、新问题,建议监管者既不能反应过度,也不能不采取对应之策。

一是面对突击性增资或转让股份可能引发的不公平问题,顺应市场呼声,监管者鼓励自愿延长锁定(最近六个月的增资或转让锁定三年),加大了中介核查责任,加大了披露力度。

二是面对操纵发行财务指标特别是成长性条件,监管者选择宁缺勿滥,加大反财务操纵和打击信息披露不实力度,强调创业板成长性质量,给铤而走险者以极大震慑。这种从“严把关”可以放慢部分企业“闯关”速度,但对初期创业板公信力和诚信的建设而言显然得大于失。

三是面对“三高”,监管系统从发行监管、上市公司监管、交易所自律管理到保荐人持续督导,围绕承诺兑现,强化资金财务管控、杜绝公司治理人超越规则滥用,进行了疏而不漏之努力,虽苦犹功,不得已却甚为有效。

四是面对创业板推荐企业良莠不齐与创业板市场定位出现较大偏差,监管者充分论证推出保荐指引,明确九大行业导向,落实了创业板创新定位,促进了产业结构升级战略的实施。

“发行监管从严”是创业板市场发展模式的相对最优选择,这里讲的监管是科学理性监管。 发行监管是一种合规性审核,监管部门直接监管也好授权交易所也好,不可能对发行人的未来做实质性判断,也不可能担保发行人没有风险。

发行审核重心是为信息披露质量尽法定的基本的控制性的职责,同时对发行人和中介人的规范和诚信尽法定的基本的控制性的责任督促。这里的法定、基本、控制,是一种有边界的、有限的监管功能定位。投资者依法承担投资风险,发行人及其中介人依法承担各自责任,市场参与主体各司其职,各尽其能,各负其责,各担风险,各自尽责,这是核准制之基本原则。这一原则能否得到贯彻,关乎创业板市场持续兴旺大计。

发行审核配合建设创新型国家战略的实施,这是中国资本市场监管的特殊使命。

有人说,监管者的从严助长了投资人的道德风险和不理性选择,这可能是一种逻辑必然的担心。但在“新兴加转轨”环境中“发行监管从严”,好处大于坏处,这是毋庸置疑的。

监管从严,并不是逻辑地保障市场无风险或低风险,也不保证投资人的利益。保护投资者权益是整个监管体系的重中之重,但这里讲的保护不是替代投资者自主决策和各自承担风险。

假设监管不从严,或者从极端讲监管采取全放任,任由一轰而起,可能出现供给数量大增,也或许对降低“三高”有作用,但必然的结果是诚信缺失、公信殆尽,市场或许就地坍塌。这一教训在拉美、捷克资本市场发展进程中不可谓不深刻。

综合权衡,在法治化渐进过程中,发行监管从严且顾及国家战略实施,是中国创业板市场培育建设过程中相对最优选择。在维持诚信和规范底线过程中放松监管控制,是一种监管价值取向,但必须取决于市场建设环境。

有价值的取向是全社会讨论一些专业命题,解决一些实际问题,规划绸缪一些战略性根本性大计。

少一些牢骚、挑剔、功利,多一些实际专业功夫。事归有理,骂当守度。资本市场不以个人意志转移,必将在推动自主创新 and 创业增长方面功效递增,在经济持续增长中发展壮大。快也好,大也好,并非发展终极目的,有意义的持续健康展示市场优化资源配置和促进资本文明的功能。对一个刚满周岁的新生市场而言,目前重点研究的战略性结构性问题可以是:

创业板发行门槛如何适度? 门槛是“双刃剑”,没有门槛不必然产生高效率。创业板IPO“试行办法”设定的选择性双业绩财务指标条件并不高,特别是“一年盈利500万元营业收入增长30%”,再降低门槛,创业板市场在发展中逐步分层也应是可讨论的话题。

创业板市场如何形成和强化更加理性科学的创业创新创投促进机制? 创新显然不能靠政府一个“锣鼓”,关键在于社会创新机制的形成。别的部门决定不了创新,证监会更决定不了创新。

如何加大创业板公司实际控制人和高管的监管约束,引导诚信自觉? 创业板退出机制是资本市场功能的核心,没有退出机制就没有创业投资。创业者的价值应当值得全社会尊重,尊重财产权、尊重资本权益、尊重市场自由选择,这应当是我国宪法和各项法律制度的精神所在。对于是否采取税收杠杆等加以限制,这是需要从战略高度考虑的大政方针。

创业公司的估值和发行定价采取何种机制? 以平均市盈率倍数定价或许对稳健成熟型公司有参考意义。对于创新成长初期、创新性强(风险性相应强)、模式特殊的企业则基本不合试。创业创新创新型公司的估值定价,应与主板公司有差异,股权估值可以多元化,需在实践中总结。

创业板上市公司再融资机制和持续促进公司发展的机制如何设计? 创业板市场功能健全,IPO功能较强,再融资功能有效率,收购兼并机制更好,退市机制科学,这些都是新兴市场品质的决定性因素。我国创业板市场规则建设和监管配置正方兴未艾。

创业板市场促进良性创业投资机制的功能如何更加有效? 动员民间资金,将社会资源资本化、证券化,对于中国未来至为关键,对于金融市场和整个宏观经济体系也是一个挑战性强和课题。

银华基金管理有限公司
关于暂停网上交易等系统服务的公告
为进一步方便投资者通过网上交易方式投资银华基金管理有限公司(以下简称“本公司”)旗下的开放式基金,本公司将于2010年10月30日7:00至2010年10月31日19:00进行系统升级,届时网站账户服务、网上交易系统、电话交易系统及客服电话系统将暂停服务,从2010年11月1日起,本公司将恢复上述系统的正常服务。为此给投资者带来的不便,敬请谅解。
特此公告。
银华基金管理有限公司
二零一零年十月二十九日

股票代码 600354 股票简称 敦煌种业 编号:临 2010-023
甘肃省敦煌种业股份有限公司
股东减持公司股份公告
本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负有连带责任。
2010年10月28日,公司接到第一大股东酒泉地区现代农业(控股集团)有限责任公司通知:2010年8月29日至2010年10月25日,该公司通过上海证券交易所交易系统售出流通股份1,900,000股,占公司股份总数的1.02%,本次减持后,该公司仍持有公司股份30,279,919股,占公司股份总数的16.15%,仍为公司第一大股东。
特此公告。
甘肃省敦煌种业股份有限公司
董事会
二〇一〇年十月二十九日

证券代码:600146 证券简称:大元股份
编号:临-2010-34
宁夏大元化工股份有限公司更正公告
本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。
公司2010年10月28日披露的《宁夏大元化工股份有限公司董事会非公开发行股份事宜进展公告(五)》中,由于工作疏漏,将内蒙古自治区阿拉善左旗珠拉扎嘎矿区金矿的平均品位1.98克/吨误写为0.98克/吨。特此更正并致歉。
特此公告。
宁夏大元化工股份有限公司
董事会
二〇一〇年十月二十八日

信诚基金管理有限公司
关于副总经理任职的公告
经信诚基金管理有限公司第二届董事会第十次会议审议通过,聘任黄小坚先生担任公司副总经理。黄小坚先生的基金行业高管人员任职资格已经中国证监会证监许可[2010]1442号文核准。
特此公告。
信诚基金管理有限公司
二〇一〇年十月二十九日
附:黄小坚先生简历
黄小坚,经济学硕士。历任银万国证券公司研究所行业分析师,银华基金管理有限公司行业研究员,投资管理部组合经理、基金经理,华宝兴业基金管理有限公司基金经理。现任信诚基金管理有限公司副总经理、首席投资官、股票投资总监、信诚优胜精选股票型证券投资基金基金经理。