创业板家族企业一股独大比发行制度不合理更可怕

刘纪鹏 付宇

2010年12月以来，创业板新股大面积跌破发行价，而且有愈演愈烈之势。一般来说，新股上市后价格上涨或下跌都应当是市场选择，是市场机制自发调节作用的结果，属正常现象。但我国创业板自2009年10月开通至今，由于“三高”（高发行价、高市盈率、高超募资金）发行与“体制性造富”严重违背了公平与效率的初衷，走了一个极大的弯路。在这种背景下，如今新股大面积破发的现象就显得很不正常。

笔者近日对这种现象进行了调研，至成文之时，已上市的212家创业板公司均纳入调研范围。笔者认为，目前创业板主要面临两大问题：一是不合理的新股发行制度，二是创业板家族企业“一股独大”的股权结构。其中，创业板家族企业“一股独大”比发行制度不合理更可怕。

创业板面临的两大重要问题

（一）创业板发行制度的市场化实质是“伪市场化”

表面上看，监管部门一直在追求发行制度市场化，但实际上由于不放开发行规模，仅仅对个股进行市场化询价，粥少僧多，必然导致询价询到天花板上，这样的市场化实质上是“伪市场化”，而在这背后则是监管部门的行政垄断和行政审批，在这样的审批制度下，企业若想在创业板上市，就要经历复杂的审批程序，千军万马过独木桥，而监管部门也要消耗大量人财物，如此效率低下的市场化也必然是“伪市场化”。

除此之外，创业板的发行体制也导致了新股发行的各个参与主体，如保荐承销券商、PE、基金，甚至拟上市企业等构成了复杂的利益链条，环环相扣。以保荐承销券商为例：首先，目前券商直投现象十分普遍，他们在保荐企业上市前以很低的市盈率进行直投，购买企业原始股，因此对券商来说发行定价越高，回报也就越高，暴利驱使他们在询价过程中发生各种腐败。根据笔者调研显示，券商一般都以5-8倍甚至更低的市盈率进行直投，而笔者所调查的创业板212家企业发行市盈率达69倍，因此其在短时间内产生至少10倍以上的暴利。

其次，券商有赚取超额承销费的动机。一般来说，券商对计划内募集资金收费3%-5%，而对超募资金部分收费则要高得多，达到6%-8%，这让他们产生了询价询到天上的牟利冲动。创业板212家企业计划募集资金537亿，实际上募集了1635亿，超募1088亿；平均每家预计募集资金2.5亿，实际募集7.7亿，超募5.2亿，超募比达204%，超募资金远远高于预计募集资金，造成了极大的浪费。同时超募资金还受到严格监管，多余的资金通常只能被闲置到银行专用账户中吃利息，而需要融资的企业又因为复杂的审批程序与严格的标准而无法获批，很多成长性好的新兴企业被迫到海外上市。

因此，创业板目前的发行制度完全是“伪市场化”泡沫的堆积和券商等各参与主体的狂欢盛筵。这种打着市场化旗号，进行行政垄断和行政审批，履行“伪市场化”的实质之举，再加上不良的利益机制驱动以及层层的利益链条相互作用，必然会造成发行价格畸高，而一旦泡沫被刺破，新股二级市场交易价格就会迅速跌落，进而导致发生大面积的破发。

（二）家族企业一股独大的股权结构是创业板问题实质

上述创业板发行制度不合理已经被人们充分看到并被揭露，但这只是创业板问题的表象，创业板问题的真正实质，是其在股权结构上出现了渗透着夫妻、父子、兄弟这种血缘关系的家族上市公司“一股独大”。对212家企业的调查表明，其中200家企业都是家族企业，其发行上市前第一大家族股东平均持股比例高达54%，持股超过70%的有51家，50%-70%的有64家，30%-50%有61家，30%以下的仅有23家。其中，雷曼光电公司李跃宗家族，发行前持股99%，发行后持股74%。这才是创业板效率低下和暴富的根源所在。

首先，一股独大造成了极不合理的财富分配体制。创业板一股独大使得IPO高溢价获得的财富实际上被家族掠夺。212家创业板企业造就了676个亿万富翁与100个十亿以上的富翁家族，完全没有实现创业板点燃企业家创业激情的预期目标，而仅仅是财富在特定群体中的重新分配。

其次，一股独大的股权结构造成治理结构不合理，其限售股解禁对二级市场造成巨大压力。国有企业与创业板家族企业的一股独大不同，国有企业治理结构较为完善，其股权转让行为被严格限制，而且它的财富创造溢价部分属于国家，或者至少不属于高管或某个私人业主，虽然很多已经全流通，但在各级国资委包括中投公司的控制下，不管是央企、国企股，还是大盘的金融股，都没有大规模减持流通的现象；而家族企业由于公司治理结构、股权结构、信息披露都是由家族控制，而且解禁后的流通不受约束，他们可以利用高抛低吸等手段多频次地、在短时间内获取暴利。与此同时，有些家族企业高管为在解禁后售出股票甚至不惜辞职，因为他们已经看到这些靠垄断上市的家族企业控制人，在解禁后巧取豪夺社会财富的实质。

而对于中小投资者而言，他们长期以来一直秉持一种观念：打新股带来的是稳赚的利润。那么，今天创业板新股为何大面积破发？背后的重要原因就是：投资人认识到，一旦买入创业板股票就必须尽快抛出。很多最初打新股的人还有抱着侥幸心理，选择继续持有，但是看到创业板家族企业背后一股独大的实质，就失去了信心。

综上所述，我们可以得出一个结论：创业板现在面临的“三高”发行、“造富”等公平与效率缺失的局面，从表面上看是因为“伪市场化”的发行定价机制，实际上是家族企业“一股独大”的股权结构所致。

改革创业板发行体制 走出创业板发展困境

发行制度不合理加上责权利严重不对等，必然导致创业板出现“三高”现象，也为今天创业板上市公司大面积破发埋下了隐患。要走出创业板发展面临的困境，就必须从监审分离、责权利统一和治理“一股独大”的股权结构入手，进行改革。

首先，实行监审分离。证监会行使其监管职能，将审批权力下放，券商等各中介机构切实履行其职责和义务，这样就能大大降低审批环节的门槛和成本，扩大发行规模，在此基础上，市场化询价机制才能正常地发挥作用，进而“三高”发行现象就会被抑制住。

其次，坚持保荐代表人、承销商等责权利统一。保荐代表人每年进账数百万元，券商也收取巨额承销费，在获得如此巨大收益的同时，两者就应该承担与收益相匹配的责任。因此，监管部门应该紧紧抓住保荐人和承销商这两个环节，如果其中出现问题或者出现造假等现象，就应该对不负责任的承销商和保荐人课以巨额罚款、吊销执业资格，甚至将保荐人永远罚出场、苛以刑事制裁，真正做到责权利统一。这样才能保证券商和保荐人严格履行义务、承担法律责任。

总之，创业板的良好运行离不开各参与者责权利的统一，股民是证券市场中弱势一方，既然已经甘冒风险进行投资，享受了权力与利益的证券监管部门与保荐人、承销商就要担负起责任，不要让股民成为这种伪市场化行为的最终埋单者。

再次，逐步改善家族企业“一股独大”的股权结构。应该从法律和政策上要求已上市创业板“一股独大”的大股东逐步将家族持股比例降低到30%以下，同时要求申请创业板上市的公司，其第一大（家族）股东持股也必须低于一定比例，并严格限制家族股东高抛低吸行为，切实保护广大中小投资者利益。

（刘纪鹏系中国政法大学教授，付宇系中国政法大学硕士研究生）

募资利息影响创业板新公司真实经营业绩

倪一帆

在本轮年报中笔者发现，新上市公司的财务费用利息收入普遍较上市前有较大增长，并且对公司当年利润贡献也较大，这在2010年上半年创业板新上市公司中尤为明显。2010年上半年，创业板54家新公司中，有相关数据可供分析的公司42家（以下简称样本公司）。统计结果表明，样本公司2010年度平均实现利息收入994万元，远高于上市前56万元的水平。同时样本公司利息收入占利润总额的比重较大。

公司财务费用利息收入来源有两个途径，一是银行存款，二是资金拆借。创业板严格的监管基本杜绝了拆借资金的可能性，巨额的募集资金存款才是利息收入大涨的主要原因。通过WIND统计，样本公司首发募集资金共计344亿元，截至2010年末仍未使用的募集资金达254亿元，占74%。由于对存量募集资金高风险投资的监管限制，新上市公司纷纷采用定期存款、协定存款和通知存款（以下简称定期存款）等形式予以存放，其目的不外乎在合规前提下，获取尽可能高于活期存款利息的收益。样本公司2010年末结存募集资金254亿元中就有244亿元用于定期存款，占96%；同时定期存款余额占当年末资产总额的近一半。可以说募集资金定期存款利息为创业板新公司带来了一笔“外快”收入。而投资者在分析其经营业绩时，则需剔除这笔外快收入的影响。

证监会设定了非经常性损益指标，旨在为投资者了解公司的持续盈利能力、做出科学合理的投资决策提供更为相关的信息。但在《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》中未将募集资金定期存款利息收入予以明确列示，因此也少有上市公司将此作为非经常性损益核算。通过对照定义，笔者发现募集资金定期存款利息收入应当作为非经常性损益。

一是募集资金定期存款利息收入和公司正常业务无关。募集资金之所以用于定期存款，是由于这部分资金处于公司正常经营所需的安全现金水平之上，属闲置资金，其并未参与公司正常的生产经营循环，也没有为公司产品增值做出贡献。其次如果没有监管限制，不排除公司会将它用于委托理财或者证券投资等业务，其收益由此将成为非经常性损益。而不能因为监管限制，将实质相同的同一事项做不同的界定；最后募集资金定期存款利率体现的是社会平均投资回报率，无法体现公司因正常经营业务产生的差别化的投资回报率。

二是募集资金定期存款利息收入在发生频率上具有偶发特点，不具可持续性。在证券市场上募集资金本身就是一个偶发事件。据统计近三年平均每年只有不到20%的公司从证券市场获得资金，平均一个公司两次融资的时间间隔超过5年。其次，随着募集资金项目的投入，能用于定期存款的资金必然减少，利息收入不具可持续性。

三是募集资金定期存款利息收入可能会影响投资者的判断。若将利息收入作为非经常性损益扣除，那么样本公司扣非后净利润负增长的公司将由原先的14家增加到24家。前述的东方财富将由扣非后净利润增长6.78%变为下降40.8%；鼎龙股份将由增长27.85%变为下降4.37%。由此直接影响投资者对公司真实经营业绩的判断。

因此投资者在分析新上市公司经营业绩，尤其是本身盈利规模较小而募集资金结存余额相对较大的创业板新公司时，需要特别考虑利息收入对公司当期业绩的影响。另一方面，也希望监管层明确将募集资金定期存款利息收入作为非经常性损益核算，为投资者提供更多相关的财务会计信息。

（作者就职于浙江证监局）

证券代码：002497　证券简称：雅化集团　公告编号：2011-31

四川雅化实业集团股份有限公司
关于完成工商变更登记的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

四川雅化实业集团股份有限公司（简称"公司"）2011年4月18日召开的2010年年度股东大会审议通过了2010年度权益分派实施方案：以本公司2010年末的总股本160,000,000股为基数，向全体股东每10股派3元人民币现金（含税），共计分配现金红利48,000,000.00元，剩余未分配的利润54,758,356.76元结转以后年度分配。同时，按公司2010年末总股本160,000,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。该分配方案已于2011年4月27日实施完毕，公司总股本由160,000,000股增加至320,000,000股。

公司已于2011年5月17日完成工商变更登记手续，并取得雅安市工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》（注册号：513100000001760），注册资本由16,000万元变更为32,000万元，实收资本由16,000万元变更为32,000万元。其他项目内容不变。

特此公告。

四川雅化实业集团股份有限公司
董事会
2011年5月18日

大成基金管理有限公司关于旗下部分基金增加天源证券经纪有限公司为代销机构并开通相关业务的公告

根据大成基金管理有限公司（以下简称"本公司"）与天源证券经纪有限公司（以下简称"天源证券"）签署的销售代理协议及相关业务准备情况,自2011年5月20日起天源证券各营业网点开始代理下列基金的开户、申购、赎回、定期定额投资等业务，具体基金如下：大成沪深300指数证券投资基金、大成积极成长股票型证券投资基金、大成创新成长混合型证券投资基金、大成景阳领先股票型证券投资基金，具体办理程序遵循天源证券相关规定。

投资者可通过以下途径咨询有关详情:
1、天源证券经纪有限公司
客户服务电话：4006-5432-18
网址：www.tyzq.com.cn
2、大成基金管理有限公司
客户服务电话：400-888-5558（免长途通话费用）
网址：www.dcfund.com.cn

风险提示:基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。投资者投资于上述基金时应认真阅读上述基金的基金合同、招募说明书等资料。敬请投资者留意投资风险。

特此公告

大成基金管理有限公司
二〇一一年五月十九日

证券简称：天威保变　证券代码：600550　编号：临2011-030

保定天威保变电气股份有限公司
关于举行2010年度业绩网上说明会的公告

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。

本公司2010年年度报告已于2011年3月1日发布。为了方便投资者深入全面地了解公司生产经营情况，本公司定于2011年5月24日（星期二）下午15:00-17:00，举行2010年度业绩网上说明会，现将会议有关事项公告如下：

本次业绩说明会将采取网络远程方式举行，投资者可以登录"河北地区上市公司投资者关系互动平台"（http://chinairm.p5w.net/dqhd/hebei/）参与交流。

本公司总经理利玉海先生、财务总监段晓芝女士、董事会秘书尹晓南先生将参加此次业绩说明会，就公司有关情况与投资者进行深入交流，欢迎广大投资者积极参与。

特此公告。

保定天威保变电气股份有限公司
2011年5月18日

迁 址 公 告

联合信用评级有限公司是获得中国证券监督管理委员会行政许可，从事证券市场资信评级业务的资信评级机构。为了适应公司业务发展需要，于2011年5月9日正式迁址到联合信用管理有限公司新办公楼（联合大厦）办公，现将新址相关信息公告如下：
一、地址：天津市和平区曲阜道80号
邮编：300042
二、电话：（022）58356998
传真：（022）58356989
三、其他信息不变。
特此公告

联合信用评级有限公司
2011年5月18日

富国基金管理有限公司
关于在中信证券开通旗下部分基金定投及转换业务的公告

根据富国基金管理有限公司（以下简称"本公司"）与中信证券股份有限公司（以下简称"中信证券"）协商，自2011年5月20日起，本公司旗下富国天源平衡混合型证券投资基金、富国天利增长债券投资基金、富国天益价值证券投资基金、富国天瑞强势地区精选混合型证券投资基金、富国天时货币市场基金、富国天惠精选成长混合型证券投资基金、富国天博创新主题股票型证券投资基金、富国天合稳健优选股票型证券投资基金、富国天成红利灵活配置混合型证券投资基金、富国优化增强债券型证券投资基金、富国天鼎中证红利指数增强型证券投资基金、富国沪深300增强证券投资基金、富国通胀通缩主题轮动股票型证券投资基金、富国全球债券证券投资基金、富国可转换债券证券投资基金、富国上证综指交易型开放式指数证券投资基金联接基金在中信证券开通基金定投业务，最低申购金额100元，申购金额阶梯为100元的整数倍。

自2011年5月20日起，本公司旗下富国天源平衡混合型证券投资基金、富国天利增长债券投资基金、富国天益价值证券投资基金、富国天瑞强势地区精选混合型证券投资基金、富国天时货币市场基金、富国天合稳健优选股票型证券投资基金、富国天成红利灵活配置混合型证券投资基金、富国优化增强债券型证券投资基金、富国天鼎中证红利指数增强型证券投资基金、富国沪深300增强证券投资基金、富国通胀通缩主题轮动股票型证券投资基金、富国可转换债券证券投资基金、富国上证综指交易型开放式指数证券投资基金联接基金在中信证券开通基金转换业务。

业务咨询方式：
中信证券：
网址：www.cs.ecitic.com
客服电话：95558
富国基金管理有限公司：
网址：www.fullgoal.com.cn
客服电话：4008880688、95105686（全国统一，均免长途话费）

风险提示：本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。敬请投资人注意投资风险。投资者投资于上述基金前应认真阅读基金的基金合同、更新的招募说明书。

本公告的解释权归富国基金管理有限公司。

特此公告。

富国基金管理有限公司
二〇一一年五月十九日

富国基金管理有限公司
关于富国全球债券证券投资基金基金经理变更的公告

2011年05月19日

1 公告基本信息

基金名称	富国全球债券证券投资基金
基金简称	富国全球债券（QDII-FOF）
基金主代码	100050
基金管理人名称	富国基金管理有限公司
公告依据	《证券投资基金信息披露管理办法》
基金经理变更类型	解聘基金经理
共同管理本基金的其他基金经理姓名	张峰；
离任基金经理姓名	林如恩；

2 离任基金经理的相关信息

离任基金经理姓名	林如恩
离任原因	个人原因
离任日期	2011-05-19
转任本公司其他工作岗位的说明	-
是否已按规定在中国证券业协会办理变更手续	-
是否已按规定在中国证券业协会办理注销手续	是

3 其他需要说明的事项

本公司已按有关规定向中国证监会上海监管局备案。

富国天盈分级债券型证券投资基金之天盈A份额提前结束募集的公告

为保护投资者利益，根据《富国天盈分级债券型证券投资基金基金合同》、《富国天盈分级债券型证券投资基金招募说明书》、《富国天盈分级债券型证券投资基金基金份额发售公告》及中国证监会的有关规定，富国基金管理有限公司决定提前结束富国天盈分级债券型证券投资基金之天盈A份额的募集，自2011年5月19日（含当日）起不再接受认购申请。若发生比例确认，天盈A的认购申请确认份额和比例以基金管理人公告为准。

特此公告。

富国基金管理有限公司
二〇一一年五月十九日

上投摩根基金管理有限公司
关于旗下基金申购费率调整的公告

为适应投资人需求，经与托管行协商一致，上投摩根基金管理有限公司（以下简称"本公司"）决定对旗下十二只基金产品的申购费率进行调整，将基金申购费率结构从原先的四档费率结构调整为三档，对于申购金额低于500万元的申购保持原有的费率，而对于申购金额在500万元以上（含）的申购统一收取每笔1000元的申购费。具体调整基金及调整后的申购费率如下：

1、上投摩根中国优势、上投摩根阿尔法、上投摩根双息平衡、上投摩根成长先锋、上投摩根内需动力、上投摩根双核平衡、上投摩根中小盘、上投摩根行业轮动、上投摩根大盘蓝筹：

申购区间（M）	申购费率
人民币100万以下	1.5%
人民币100万以上（含），500万以下	1.0%
人民币500万以上（含）	1000元/笔

2、上投摩根亚太优势：

申购区间（M）	申购费率
人民币100万以下	1.8%
人民币100万以上（含），500万以下	1.2%
人民币500万以上（含）	1000元/笔

3、上投摩根全球新兴市场：

申购区间（M）	申购费率
人民币100万以下	1.6%
人民币100万以上（含），500万以下	1.0%
人民币500万以上（含）	1000元/笔

4、上投摩根纯债债券A：

申购区间（M）	申购费率
人民币100万以下	0.8%
人民币100万以上（含），500万以下	0.4%
人民币500万以上（含）	1000元/笔

调整后的费率自2011年5月24日起生效实施，基金申购其他业务规则不变。基金转换费率在适用上述调整后申购费率的基础上，按照本公司《上投摩根基金管理有限公司基金转换业务规则》的相关规定执行。

风险提示：本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。敬请投资者注意投资风险。投资者投资基金前应认真阅读基金的基金合同、更新的招募说明书。

特此公告

上投摩根基金管理有限公司
2011年5月19日

上投摩根基金管理有限公司
关于调整旗下开放式基金转换业务补差费用计算方法的公告

根据中国证监会《开放式证券投资基金销售费用管理规定》中关于基金转换业务的相关规定，为向投资者提供更好的服务，上投摩根基金管理有限公司（以下简称"本公司"）决定自2011年5月24日起，调整旗下开放式基金转换业务规则中关于基金转换补差费用的计算方法。具体事项公告如下：

一、适用基金范围
适用于本公司旗下已开通基金转换业务的开放式基金。

二、调整后的基金转换业务补差费用计算方法
1、基金转换费用按照转出基金赎回费用加上转出与转入基金申购费用补差的标准收取。当转出基金申购费率低于转入基金申购费率时，费用补差为按照转出基金金额（不含转出基金赎回费）计算的申购费用差额；当转出基金申购费率高于转入基金申购费率时，不收取费用补差。
2、基金转换采取未知价法，以申请当日（以下简称"T"日）基金份额净值为基础计算。计算公式为：
转出金额=转出基金份额×转出基金T日基金份额净值
转出基金赎回费用=转出金额×转出基金赎回费率
转入金额=转出金额-转出基金赎回费用
补差费用=转入基金申购费-转出基金申购费
如计算所得补差费用小于0，则补差费用为0
转入基金申购费=转入金额/（1+转入基金申购费率）×转入基金申购费率
如果转入基金申购费适用固定费用时，则转入基金申购费=转入基金固定申购费
转出基金申购费=转入金额/（1+转出基金申购费率）×转出基金申购费率
如果转出基金申购费适用固定费用时，则转出基金申购费=转出基金固定申购费
净转入金额=转入金额-补差费用
转入份额=净转入金额÷转入基金T日基金份额净值
转入份额按照四舍五入方法保留到小数点后两位，由此产生的收益或损失由基金资产承担。
例：某投资者将10万份上投摩根纯债A债券型证券投资基金（以下简称"上投纯债A"）转换为上投摩根阿尔法股票型证券投资基金（以下简称"上投阿尔法"），上投纯债A对应申请日份额净值假设为1.020元，对应申购费率为0.8%，对应赎回费率为0.1%？上投阿尔法对应申请日份额净值假设为3.055元，对应申购费率为1.5%？则该笔转换投资者得到的上投阿尔法基金份额计算方法为：
转出金额=100，000.00×1.020=102，000.00元
转出基金赎回费用=102，000.00×0.1%=102.00元
转入金额=102，000.00-102.00=101，898.00元
转入基金申购费=101，898.00/（1+1.5%）×1.5%=1，505.88元
转出基金申购费=101，898.00/（1+0.8%）×0.8%=808.71元
补差费用=转入基金申购费-转出基金申购费=1，505.88-808.71=697.17元
净转入金额=101，898.00-697.17=101，200.83元
转入份额=101，200.83/3.055=33，126.29份
根据以上方法计算，该投资者将10万份上投纯债A转换为上投阿尔法，经注册登记确认后，投资者需要支付上投纯债A基金赎回费102.00元，需要支付从上投纯债A转换到上投阿尔法的补差费用697.17元，转换后获得上投阿尔法基金份额为33，126.29份。

三、重要提示
1、各代销机构对本公司旗下基金转换业务的开通时间以具体公告为准。
2、请投资者提前做好安排。如有疑问，可拨打400 889 4888、021-3879 4888或访问www.51fund.com了解有关详情。

本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。敬请投资者留意投资风险。

特此公告。

上投摩根基金管理有限公司
2011年5月19日