

“三高”缓解 创业板步入市场化新阶段可期

证券时报记者 杨冬 邱晨

2009年6月,证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,正式拉开了新股发行体制市场化改革的序幕。

2009年10月30日,第一批28家企业在完成市场化发行之后正式在创业板挂牌上市。可以说,创业板从诞生之日起就带着浓厚的市场化色彩。

如今,两年过去了,市场化的约束机制在创业板上体现出的效果尤为显著,其中之一就是创业板“三高”现象如今已得到明显的缓解。据Wind数据统计,2009年10月30日,创业板平均市盈率高达82.36倍,2010年10月29日创业板平均市盈率降至65.27倍,2011年10月31日,创业板平均市盈率则进一步降至42.38倍。

这是市场化的胜利!这也为创业板进入市场化的新阶段奠定了良好的基础。展望未来,可以预见,创业板市场将更具兼容性,中介机构的行为将更加规范,投资者的风险意识将进一步提升,监管思路将会更加成熟。与此同时,在市场化新阶段中,创业板还将面对监管问责、退市机制设计、去泡沫化、成长性等方面面临的挑战。如何迎接这些挑战?如何更好地完成市场化新阶段的使命?带着这些问题,证券时报记者日前采访了国信证券副总裁胡华勇、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新、独立财经评论员皮海洲和招商证券执行董事沈卫华,以期对创业板未来的发展献计献策。

胡华勇:推进创业板市场化新阶段的条件已成熟

在国信证券副总裁胡华勇看来,经过两年的发展,创业板的内在机制、参与各方都得到了锻炼并日益成熟;创业板市场建设应抓住目前有利时机,快速推进到市场化发展新阶段,使创业板市场在支持成长企业、支持创新企业、支持国家战略方面发挥更大作用。

胡华勇认为,经历了两年的探索,现阶段整个创业板市场的基础条件出现了五个方面的新变化。

首先是规模上的变化,创业板市场已完成了起步阶段的量的积累。创业板从首批28家到2年后的270多家,在数量上已初具规模。

其次,创业板市场估值体系实现了两个变化,并日趋成熟。这两个变化包括:一方面,市场估值体系中的“制度溢价”已被逐渐消化。创业板整体发行市盈率由2010年的52.88倍到今年上半年的43.13倍,特别是在2011年6月,整体发行市盈率为29.63倍,市场估值体系趋于理性。另一方面,不同公司在一级市场、二级市场的估值已出现明显差异,市场最初的“制度溢价”已被“公司溢价”替代。例如,在2011年6月上市的12家企业中,发行市盈率最高为49倍,最低为21倍,上市当日涨幅最高为46%,最低为-7%。

再次,针对创业板的监管体系也更加完善。目前,创业板市场已经建立了证监会、交易所、地方证监局的监管体系,在今年上半年,证监会推动对创业板上市公司进行现场核查的试点工作,强化了保荐机构的持续督导作用,完善了对创业板上市公司特别是募集资金使用的监管。

另外,中介机构对创业板企业的选择、评价、推荐机制已建立并基本完善,在创业板企业保荐推荐等方面积累了基础经验。保荐机构在实践中,逐渐探索出推进创业板企业与资本市场结合的良好运作方式,建立了企业选择标准和评价机制,形成了更加适合民营企业上市和促进规范运作的客户服务方式。同时,强化保荐责任的内部控制体系,从项目质量控制到执业过程管理,都形成了良好的管理方式。

更重要的是,站在投资者的角度,目前投资者对创业板市场的风险认识已明显提高。2011年1-8月,创业板公司首日涨幅平均为21%,相比首批创业板公司首日平均高达106%的涨幅以及2010年创业板公司首日平均38%的涨幅,出现较大幅度下降,说明投资者对于创业板市场



中国的创业板退市制度设计,必须遵循对称性、多元性以及定量性三大原则。合理的上市标准设计的首要目标是确保“优者准入”,合理的退市标准设计的首要目标则是“劣者必



现阶段A股市场还不是一个成熟的市场,市场机制还未完全、充分发挥作用。不过,今年以来,市场化约束机制的作用开始显现,创业板“三高”现象明显有所收敛。为抑制“三高”发行,需进一步完善新股发行制度

风险的认识更加成熟。

胡华勇表示,在新的市场阶段,创业板市场应至少具有三大特征。

首先,市场发展要更具兼容性。市场发展导向应从目前的风险防范为主转向支持发展为主,市场既要容纳成熟企业,更要容纳成长阶段企业;既要支持战略性新兴产业,还要支持其他符合经济发展方向、社会发展方向的企业。

其次,监管问责将更具开放性。创业板企业相对主板、中小板等市场来说,企业的未来发展相对具有更大的不确定性,经营管理相对具有更大的波动性。在对待这些问题时,从监管问责的角度看,应审慎处理,要区分主观与客观,区分是否欺诈,区分信息是否充分披露。

另外,制度设计将更加市场化。在市场审核制度方面,创业板应先行一步进行市场化创新。在首次公开发行(IPO)审核把关方面,向强化信息披露方向转变。创业板企业由于其内在特征,企业价值判断更难,信息更加不充分,因此在审核方面应重点以信息披露为导向,强化企业及相关机构在整个上市过程以及上市后的信息披露责任。在上市资本运作方面,要鼓励市场化的资本运作方式。创业板企业要成长为技术水平领先、创新能力突出的行业龙头企业,必须充分利用资本市场平台进行资本运作。因此,应该根据创业板企业的特征,推动建立适应创业板的并购重组制度,鼓励多样化的并购重组方式,促进符合战略性新兴产业的创业板公司进行行业整合。

董登新:创业板退市制度设计应遵循三大原则

在现有的发行制度基础上,构建科学有效的退市机制对于创业板未来的健康发展尤为重要。在具体的制度设计上,目前业界议论颇多。对此,

经过两年的发展,创业板市场的内在机制、参与各方都得到了锻炼并日益成熟;创业板市场建设应抓住目前有利时机,快速推进到市场化发展新阶段,使创业板市场在支持成长企业、支持创新企业、支持国家战略方面发挥更大作用。在新的市场

阶段,创业板市场应至少具有三大特征。首先,市场发展更具兼容性。既要容纳成熟企业,更要容纳成长阶段企业;既要支持战略性新兴产业,还要支持其他符合经济发展方向、社会发展方向的企业。其次,监管问责要更具开放性。另外,制度设计更加

未来创业板的发展应进一步与国家发展新兴产业的战略紧密结合。在我国建立多层次资本市场体系的过程中,创业板应该是上承主板、下启全国统一监管的场外交易市场的关键板块;资本市场各板块为国家战略性新兴产业

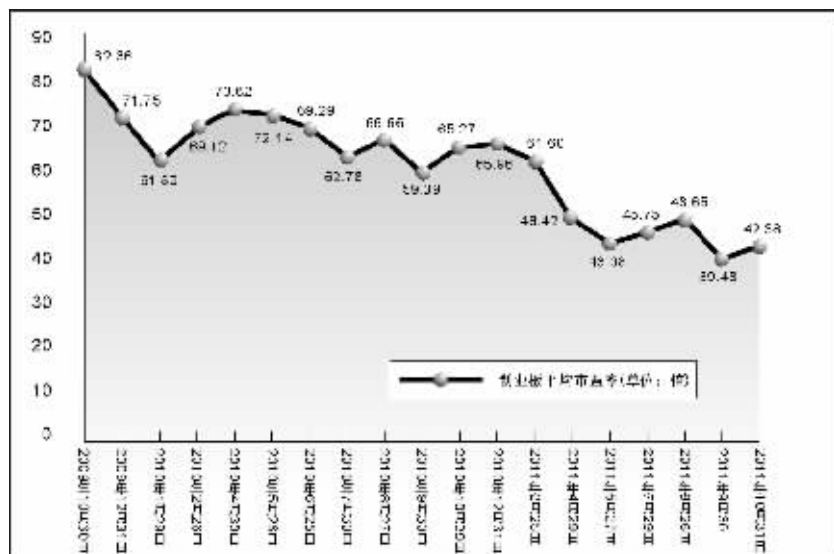
和询价制度,“让报高价者对自己的行为负责。”另外,现行的券商“保荐+直投”或“直投+保荐”模式为券商提供了操作空间,应该彻底禁止。还应降低承销商超募资金的提取比例。不仅如此,还需进一步加大对保荐机

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新认为,中国的创业板退市制度设计,必须遵循对称性、多元性以及定量性三大原则。

关于对称性原则,董登新认为,从海外成熟市场的经验来看,大进大出是创业板的特色与活力所在,同时也是创业板高成长与高风险的具体表现,合理的上市标准设计的首要目标是确保“优者准入”,合理的退市标准设计的首要目标则是“劣者必汰”;因此,在设计理念上,退市标准应与上市标准相辅相成、遥相呼应,在中国创业板退市制度设计上,也必须保证上市标准与退市标准的对称性。

关于多元性原则,董登新认为,目前中国上市公司的诚信与法制意识不强,高溢价与股价扭曲现象仍十分严重,因此,中国创业板退市制度设计必须建立多元化的标准体系,以财务制度为主,以市场化标准及行政性标准为辅,并将净利润、净资产、总资产等指标纳入财务类退市标准之中。

开板以来,创业板平均市盈率趋于下降



数据来源: Wind

制表/杨冬 制图/张常春

阶段,创业板市场应至少具有三大特征。首先,市场发展更具兼容性。既要容纳成熟企业,更要容纳成长阶段企业;既要支持战略性新兴产业,还要支持其他符合经济发展方向、社会发展方向的企业。其次,监管问责要更具开放性。另外,制度设计更加

准之中。而就定量性而言,量化的退市标准更清晰、更透明、更易于操作、便于理解,可以减少人为因素或主观因素干扰。

——董登新

的服务功能是一样的,创业板应该明确服务于处于初创期、规模小、具有较大发展潜力的新兴成长型企业。创业板应该明确定位于那些发展尚处于较早阶段、但有良好成长预期及核心竞争能力的企业。以

国违法违纪行为的惩处力度,一旦出现包装上市等问题,可没收保荐机构的保荐收入,并处以2倍以上的罚款;同时追究保荐机构与主要责任人的法律责任。

——皮海洲

关于定量性原则,董登新认为,量化的退市标准更清晰、更透明、更易于操作、便于理解,可以减少人为因素或主观因素干扰。

沈卫华:应鼓励新兴产业登陆创业板

开板两年来,创业板上市公司的行业分布已非常广泛,比如机械设备、新能源、新材料、医疗器械、农业等等。那么,未来创业板应支持哪类企业优先上市呢?

对此,招商证券执行董事沈卫华认为,未来创业板的发展应进一步与国家发展战略性新兴产业的战略紧密结合。

创业板定位与国家战略性新兴产业发展完全吻合,沈卫华表示,根据对海外成功的创业板上市企业的行业分类统计看,各国的创业板上市公司行业分布与本国的产业结构特点或具有比较优势的产业有较大的相关性,比如,按照市值统计,NASDAQ市场软件与服务类公司占比最大,为25%;中国台

湾OTC市场则是电子工业和半导体上市公司占比最大,达到64%;英国的AIM市场则从2005年开始,专门从事不动产投资的金融类公司作为其主要的上市资源。

——胡华勇



美国NASDAQ市场为例,其较低的上市门槛、宽松的市场环境,为新兴成长型企业发展提供了一个孵化器,也充分验证了创业板市场的服务宗旨,即始终服务于“新兴成长型”公司。

——沈卫华



再以NASDAQ市场为例,其行业分布已不再是传统意义上的创业板市场,它不仅超越了国界的限制,也不再囿于中小企业和高科技企业的范围。全球各创业板市场的行业定位呈多样化趋势,并未单一聚焦于IT、网络等新兴经济业态,而是各自根据各国的产业结构特点及优势产业有所侧重,并呈动态发展的趋势。

沈卫华表示,关于我国创业板的定位问题,自创业板开板以来就一直议论颇多,经过8个月的探索实践,监管部门逐步明确了创业板公司的行业定位。2010年3月19日,证监会发布了《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》,明确了保荐机构应当重点推荐新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航空航天、海洋、先进制造、高技术服务等九大领域的企业在创业板发行上市,这与2010年10月国务院下发的《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》的精神完全吻合。

沈卫华认为,我国在建立多层次资本市场体系的过程中,创业板应该是上承主板、下启全国统一监管的场外交易市场的关键板块;资本市场各板块为国家战略性新兴产业的服务功能是一样的,创业板应该明确服务于处于初创期、规模小、具有较大发展潜力的新兴成长型企业,以区别于主板企业。

从投资银行业务发展的实务来看,计划在资本市场融资的企业是按照自身目前的规模、盈利能力和成熟阶段来选择上哪一个板块的,例如一家规模较大的新材料公司,年度净利润超过5000万元以上,企业自身还是倾向于主板上市。我们认为,创业板应该明确定位于那些发展尚处于较早阶段、但有良好的成长预期及核心竞争能力的企

业。”沈卫华认为,以美国NASDAQ市场为例,其较低的上市门槛、宽松的市场环境,为新兴成长型企业发展提供了一个孵化器,也充分验证了创业板市场的服务宗旨,即始终服务于“新兴成长型”公司。

皮海洲:抑制“三高”需完善新股发行制度

回顾创业板两年的成长历程,“高股价、高市盈率、高募资”的“三高”问题曾让创业板企业饱受质疑。对此,独立财经评论员皮海洲认为,现阶段A股市场还不是一个成熟的市场,市场机制还未完全、充分发挥其作用;从一些极端的例子可以看出,在二级市场市盈率只有20倍的情况下,某些新股却能发出百倍的市盈率来,这就表明市场机制的约束力是比较有限的。

皮海洲亦表示,今年以来,市场化约束机制开始发挥作用,创业板“三高”现象明显有所收敛。从今年上半年各月份的统计数据来看,创业板新股发行市盈率分别为80.38倍、59.72倍、55.95倍、56.71倍、39.81倍、29.63倍,呈现出一种逐级下降的趋势,5、6月份的发行市盈率更是大幅跳水,特别是6月份发行市盈率为29.63倍,创下近两年最低。

不过,创业板的“三高”现象目前虽已明显缓解,但市场仍担心一旦行情回暖,“三高”问题又将死灰复燃。

对此,皮海洲认为,市场约束机制一直存在,但其发挥作用通常都具有阶段性。他举国航破发为例,称每当行情低迷时,往往会出现新股发行困难的局面,这也从一个侧面说明了市场约束机制的存在。皮海洲表示,现阶段市场化约束机制的效果是短期的,一旦股市行情转暖,特别是牛市来临,新股发行价格又会大幅飙升;就当前的现状来看,由于6月下旬创业板行情出现止跌回升的走势,创业板新股的发行价格又明显回升,如今年7月、8月创业板新股的发行市盈率平均达到36.40倍、44.48倍,较6月的29.63倍市盈率分别上涨了22.85%、50.12%。

那么,为抑制“三高”发行,有哪些制度是需要完善的呢?皮海洲认为,首当其冲的是尽快完善新股发行制度,新股市场化发行须通过“窗口指导”下进行,在发行价格偏高时,通过“窗口指导”予以修正。或者把新股发行市盈率与二级市场同类上市公司的市盈率挂钩,在二级市场市盈率基础上上下浮动,其浮动幅度由市场决定。由于创业板、中小板股票二级市场定位较高,因此在新股发行时,可同时参照创业板或中小板以及主板的二级市场市盈率来确定。

“让报高价者对自己的行为负责。”皮海洲说。他认为,目前的询价制度也有值得完善的地方。皮海洲建议在有效询价的基础上,报高价的询价机构必须按高价申购成交,报低价者按低价申购成交;其中有效报价的最低报价作为网上发行价格,高报价者多支付的金额,悉数划拨给投资者保护基金所有。

另外,针对目前的保荐制度,皮海洲指出,现行的券商“保荐+直投”或“直投+保荐”模式为券商提供了操作的空间,应该彻底禁止。针对超募提成带给承销商的诱惑,皮海洲则建议大幅降低承销商超募资金的提取比例,将其规定为正常募资的1/3,或干脆予以取消。

券商的保荐承销费用甚至可以按新股发行价格折算成股票支付给承销商,并设锁定期12个月。”皮海洲表示,这将使承销商的最终承销收入与二级市场股票的涨跌结合起来,如果新股破发,承销商的保荐承销收入也将因此大打折扣。

不仅如此,还需要进一步加大对保荐机构违法违规行为的惩处力度。皮海洲建议,一旦出现包装上市等问题,可没收保荐机构的保荐收入,并处以2倍以上的罚款。同时追究保荐机构与主要责任人的法律责任,让保荐机构与上市公司一起赔偿投资者损失,并对保荐机构负责人及责任人进行刑事处罚,以及施以一定数目的经济罚款。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。

最后,应该赋予发行人相应的责任,规定在一定时期内,当新股出现破发时,投资者应该有权按发行价将股票卖给发行人”,皮海洲表示,这将有效抑制发行人试图一味追求高发行价的情况,因为一旦新股破发,发行人就不得不将募集的资金退还给投资者。