



# 论创业板公平和效率的缺失及其对策建议

任 婷,陈宏桥

(武汉职业技术学院,湖北 武汉 430074)

**摘 要:** 创业板推出至今已有近两年的时间,其 IPO 超募,以及由超募带来的体制性造富,进而造成二级市场股价剧烈波动引起了社会的极大关注和质疑。从“效率”与“公平”的视角出发,“三高”是证券市场效率、公平缺失的表现,造成体性性造富的合法化,必将给创业板的长远发展带来不利影响。为改善上述问题,应施行开放发行规模、合理设计定价制度、监审分离、完善股东治理结构等措施。

**关键词:** 创业板;效率和公平;“三高”超募;体制性造富

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1671-931X (2011) 05-0058-04

## 一、问题的提出

创业板推出至今已有近两年时间,它的建立标志着我国多层次资本市场体系的建立,是促进创新,推动中小企业发展,满足投资者多元化投资需求的重要途径。然而,创业板推出所产生的“三高”超募与“体制性造富”现象所引发的二级市场的剧烈动荡,引起了社会极大的关注和质疑。

截止 2011 年 10 月 13 日,共有 265 家企业创业板在上市,平均发行价 32.27 元,平均发行市盈率 63 倍;其中汤臣倍健发行价最高,达 110 元,新研股份发行市盈率,达 150.82 倍。<sup>①</sup>根据《证券时报》网络数据部统计,今年以来,100 只创业板新股首发超募资金总额达 336.35 亿元,平均每家超募 33.6 亿元,这一数字是其首发预计募集资金总额 253.51 亿元的 1.35 倍。以超募比最高的深圳国民技术公司为例,其预计募集 3.4 亿,实际募集 23.8 亿,超募比高达 608%。<sup>②</sup>尽管创业板的超募资金总额相对主板和中小板并不高,但从占流通市值的比例来看,创业板的超募资金规模占到了其 8 月底前全部流通总市值的 11.9%,高于中小板和主板市场的 0.02%和 0.01%。<sup>③</sup>

“三高”发行的必然结果是体制性造富,而与体制性造富过程相随相伴的是大量创业者及公司高管的不正常离职,以及由此引发的投资者对上市企业的怀疑,导致二级市场的巨幅下挫。以 2010 年 12 月 31 日最高点 1239.6 点为基准,到 2011 年 6 月 31 日最低点 783.86,创业板指数重挫 455.74 点,几近腰斩。<sup>④</sup>

资本市场作为市场经济资源配置最主要的场所之一,“公平”和“效率”从来都是指引其生存和发展的两面旗帜。如何在竞争中体现公平,在公平中追求效率,在兼顾“公平”和“效率”原则上去探讨创业板在中国社会转型和经济改革中的作用和地位,对创业板公平和效率缺失的反思就尤为重要了。

## 二、“三高”超募是证券市场效率缺失的表现

新股发行“三高”主要指高发行价、高市盈率、高募资额。创业板“三高”现象的出现,是我国证券市场效率缺失的表现。

### (一)“三高”超募导致创业板发展效率下降

从世界范围来看,创业板的建立都是为解决新兴产业融资需求而产生的,其特点是门槛低,融资规模小,风险高。其宗旨是点燃创业激情,促进新经济发展。

收稿日期:2011-10-10

作者简介:任婷(1976-),女,湖北武汉人,武汉职业技术学院科研处干事,研究方向:教育管理、教育经济、财务管理;陈宏桥(1966-),男,湖北红安人,武汉职业技术学院副教授,研究方向:会计学。

而中国的创业板要走什么样的路?是为为数众多的符合条件的中小企业融资,还是为少数利益者服务,这是决定创业板发展方向的重大问题。

从创业板自身的发展来说,理论和实践均表明,当证券市场容量没有达到一定规模时,由于其收支无法配比,从而无法形成规模效应,市场的长期运作将不可持续。据统计,20世纪60年代末以来,先后有39个国家或地区成立了75个创业板市场,其中将近一半被关闭,另一些则被整合,而创业板市场规模较小就是其主要原因之一。例如荷兰、法国、比利时新市场的整合,新加坡西斯塔克的更名等。在交易所并购浪潮风起云涌的今天,这些缺乏规模效应的小型市场不但自身运作困难,而且极易成为他人收购的目标。因此,在全球范围内争夺优质上市资源,做大市场,已成为一种竞争态势。例如同属金砖四国的印度,在推出创业板二三年内即产生了两三千上市公司。

从我国目前创业板发展的现状来看,高价、高市盈率、高融资额发行给二级市场带来极大的破坏,造成信心的摧毁,这势必影响创业板股票发行的节奏,使其他优质企业推迟上市或选择其他渠道上市,进而影响创业板自身的发展。这无一不有背于创业板当初为全国近千万家中小企业融资服务的初衷,也偏离了世界创业板发展的趋势及潮流。由此带来一系列不平衡的现象:一边是大量中小企业缺少资金而无法生存和发展,另一方面却是上市公司超募带来的大量资金闲置;一边是二级市场巨大的风险,另一边是一级市场非常态的暴富。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的低下。

#### (二)“三高”超募带来企业发展效率的下降

根据创业板213家公司于2011年8月底公布的半年报来看,“低增长”与“高估值”并存已成为一个现实,其利润的增长甚至远低于主板和中小板。以超募资金最多的深圳国民技术公司为例,其在2011年10月1日发布公告宣称,公司三季度净利润与上年同期相比下降50%~60%。<sup>⑤</sup>而这一切还均在超募20.4亿元背景下发生。我们计算不难得出,若这20.4亿资金按深交所指定帐号坐收投资收益,那么按目前各商业银行大额存款平均年化收益率5%~8%计算,一年就可创收红利1.02亿至1.63亿,以其目前对应的总股本2.72亿来看,则可对增厚每股盈利0.38元至0.6元。换句话说,若没有超募资金所带来的利息收入,国民技术业绩的实际下滑远超过50%。

较高的股价及市盈率尽管能使企业融得更多的资金,理论上可快速推动企业发展,为投资人带来较好的回报,形成企业与资本市场的良性对接,但更多的事实是,由于创业板上市企业多数规模不大、主业单一且市场容量有限,盲目投资事实上会造成重复投入却无法形成销售。多元化发展却又面临在短时间内寻找新的投资机会不仅困难且风险极大,严重者甚至会给公司带来经营上的巨大风险。

股价在某一时刻或许会受事件性因素的影响,但从长远看,还是持续成长的业绩作支撑。企业一旦经营出现困难,无法实现持续成长,而又面临高估值,其结

果必然是股价的大幅跳水,打击投资者的信心,造成后续融资困难,甚至出现退市的风险。

#### (三)“三高”超募导致创业者创业效率的下降

“三高”现象带来的另一个更为直接的后果就是创业者创业激情的泯灭。根据深圳证券交易所创业板公告显示,截至2011年5月31日,创业板224家上市公司中,一共有327名高管提出辞职,占创业板上市公司所有高级管理人员的8.6%。2011年9月6日刚登录创业板的雅本化学,其董事汪新芽甚至在8天后就提出辞职,离职速度创下了创业板高管上市后离职最快纪录。而雅本化学招股说明书显示,汪新芽不仅是董事长蔡彤的配偶,而且通过其100%控股的苏州大盈投资咨询有限公司间接持有雅本化学1027.83万股。

按照深交所的规定,新股上市后6个月内申报离职的高管,从申报离职之日起18个月内不得转让公司股份;从第7个月到第12个月之间离职的,则12个月内不得转让公司股份。但从实际情况看,离职套现已然成为上市公司高管的最理性选择。有些公司甚至因为部分高管的离职而使得管理“捉襟见肘”,如天源迪科公司,由于董秘辞职,董事长陈友不得不亲自出马代行董秘的职责。

大量高管辞职,尽管不排除有别的原因,但也在相当程度上反映了其迫切套现的心情。两年时间不到即有327名高管辞职,原本是要点燃创业激情的IPO融资和上市,结果却可能泯灭了创业激情,导致创业者创业效率的下降。

#### (四)“三高”导致监管机构监管效率的下降

世界主流证券监管体制的改革方向多为投资者选择,公司经营管理风险自负,中介机构与保荐人法律责任承担。而面对创业板高发行带来的超募资金,监管部门和交易所花费了无数精力对此作出种种限制,例如要求超募资金只能用于主业,不得用于开展证券投资、创业投资以及为他人提供财务资助等;即使用于永久补充流动资金和归还银行贷款的金额,也规定每12个月内累计不得超过超募资金总额的20%。如此繁多的限制与世界主流监管体制背道而驰,其实质是用一个技术手段去纠正一个体制上的错误,不仅是管理体制上的倒退,实践过程中能否有效也值得怀疑。试想,如若银行贷款的利息支出远超出超募资金专户理财的资金收益,把钱放在募集资金专户里闲置就一定合理吗?即使超募资金必须用于主业,那种违背市场规律的盲目扩张就一定合理吗?事实上,企业不使用超募资金,而仅仅将其放在银行里收息本身就是对资金资源最大的浪费,是对投资人另一种变相的风险。

### 三、体制性造富导致股市公平缺失

公平、正义的资本场所遵循的一般逻辑是,企业通过上市获得资金,然后用所获资金撬动公司核心业务的更快发展,进而快速进行规模扩张,最终实现较高的股东收益和社会效益。而在这整个过程中,上市只不过是四两拨千斤的推动作用。<sup>⑥</sup>但在目前的中国证券市场中,创业板企业的财富并非通过上市后努力经营创

造的, 而是由于不合理的发行制度通过采取高溢价发行股票获得的对社会财富的一种合法掠夺。以雷曼光电为例, 发行前其家族持股比例为 99%, 发行后持股 74%。该企业发行前总股本为 5020 万股, 以每股 38 元, 对应市盈率 131.49 倍发行 1680 万股, 共融进资金 6.384 亿。通过计算可以得知, IPO 给第一大股东原始股带来几近 18.84 亿市值, 合法占有资本公积金近 4.6 亿元。其持有的每股净资产也从发行前的 2.07 元增值到发行后的 10.66 元, 增值 5.15 倍。该股发行首日股价一度冲到 48 元高位, 其大股东持有的股票再次巨幅增值。

如果创业板控股股东的财富不是依靠其个人才华和创新精神而产生, 而仅仅是依靠权势、垄断、腐败等体制性因素所获得, 那么这种财富的质量是经不起法律、道德、商业文化的检验的。若以马克思关于生产、交换和分配关系的经典理论反观, 其利益实质是通过对社会财富的再分配而产生的, 是体制性分配的骤然暴富, 非但无法促进经济社会的有效发展, 还有失市场经济和证券市场的公平原则。

必须指出的是, 还有一种更为让人担心的隐性不公, 那就是在大小股东间由于信息不对称所引发的大股东侵占小股东利益的现象。在目前中国股市全流通的背景下, 一旦创业板非流通股解禁, “一股独大”的私人 and 家族股东完全可以利用其绝对控股权和现行法律与会计制度无法刚性约束的财务及并购信息批露, 实现高抛低吸式资本化运作, 一旦如此, 这对我国资本市场的稳定健康发展将会构成制度性威胁。

#### 四、建议及对策

##### (一) 扩大发行规模

我国中小企业上市资源丰富, 目前, 仅在科技部的统计范围内达到上市标准的企业就有 1183 家, 这就为我们扩大创业板发行规划提供了较好的资源。而对全球现有的 41 家创业板市场进行分析不难发现, 降低对上市公司盈利能力和运营时间的要求而着眼于其商业模式和长远发展的考量已成为一种趋势。导致中国创业板的“三高”和超募现象的原因之一就在于我们控制了创业板上市企业的规模, 造成了上市企业资源的稀缺。因此, 中国创业板要向国际趋势靠拢, 在适度降低对财务指标的要求的同时, 而着眼于对其长远发展要素的考量, 通过扩大企业的供给量, 扩大创业板上市企业规模来调节发行价(如可对新股发行采取批量发行、批量上市的方式), 即推行在规模化前提下的个股市场化询价发行制度, 通过调节发行量、发行节奏来使市场化询价范围达到合理程度, 从而抑制“三高”和超募问题。

##### (二) 建立合理的定价体系

我们的创业板需要一个什么样的市场化发行机制, 这是我们当前所必须考虑的问题。是任由那种从天花板到地板的“伪市场化”机制, 还是建立起真正符合企业发展、股东利益需求的有效市场定价机制? 按目前现状来看, 有几种思路可供选择: 其一, 可参考国际

市场运行的规律。根据国外创业板成功经验, 2005 年以来, 纳斯达克市盈率相对纽交所始终保持一倍左右的溢价, 按照当前 A 股整体 20 倍左右的市盈率, 创业板发行价估值下限应为 40 倍左右。其二, 如可以象定向增发那样按市场同类公司近一个月或三个月市平均市盈率来指导发行价, 将创业板企业市盈率逐步调整到合理区间, 超募比例控制在 10%—20% 左右。其三, 采取将新股询价范围覆盖到 80% 以上的询价机构, 如果有超过 20% 的询价机构放弃报价, 则视为询价无效。同时, 主承销商应拿出承销收入的一定比例(如 50% 或以上), 按照询价结果购买所承销的股票, 并且锁定一年等种种措施。

##### (三) 改革监审制度

我国目前创业板发行采取的是核准制度, 其明显的弊端在于容易产生“三高”利益链条的温床, 无法做到全面、公正评估企业, 对市场投资人负责。基于此, 我们可以采取国际通用的办法, 在加大承销商和保荐代表人的责任的基础上, 把审核的权限下放到交易所, 真正做到让交易所、承销商、保荐代表、投资人责、权、利统一, 一二级市场均衡统筹, 而监管部门则主要从政策制定及监管层面上进行宏观调节和控制, 有效地从源头上切断“三高”利益链条, 让市场回归“三公”本源。

##### (四) 完善股东治理结构

中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏教授认为, 凡申请创业板公开募集并上市的公司, 发行前其第一大股东及其家族关联股东的合并持股比例应控制在 50% 以下, 其意义有二: 第一, 在当前的核准体制下, 减少在公开募集股票中的社会财富配置不合理和不公平; 第二, 通过股权适度分散, 改变私人及其家族“一股独大”的治理结构, 在创业板上市公司中尽快形成在相互制衡的公司治理机制基础上的现代公司制度。发行后第一大股东比例应该降到 30%, 目的是完善董事会治理结构, 一方面对公司发展有好处, 公众公司应该有公众的声音, 而不仅是家族说话。总之, 应加大对上市公司控股股东和实际控制人的激励与约束, 避免他们滥用控制权损害上市公司及其他中小股东的利益。

##### (五) 建立完善的监管体系

必须完善创业板相关法律、法规体系, 对我国创业板保荐人制度、信息披露制度、退市制度等配套制度进行详尽的设定与有效的监管, 并着力强化各项制度间的整体协同性。以保荐人制度为例, 从当前我国创业板企业发行机制来看, 承销商与发行人都不需要对新股高价发行承担任何责任, 甚至承销商与发行人的利益高度关联。仅以佣金提取而言, 以 218 家上市公司为例, 平均超募 5.1 亿, 若按目前超募一个亿可多得 5%—8% 的佣金来看, 平均每家承销商可多得高达 2550 万到 4080 万佣金, 其利益则完全和创业板 IPO 公司“三高”绑定到了一起。正是在这种发行机制下, 承销商积极地为新股高价发行推波助澜。不仅人为地拔高发行人的投资价值, 而且操纵新股发行的询价过程, 甚至公开要求询价机构提高报价。因此, 监管部门应该紧紧抓住保荐人和承销商这一环节, 进一步完善保荐人制度。如果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,只有这样,承销商和保荐人才会积极负责,严格履行义务、承担法律责任。与此同时,加强上市公司信息披露制度,以确保投资人在进行投资决策时拥有完整的相关信息。对扰乱市场秩序的内幕交易和市场操纵等违法行为要给予严厉的监管和处罚,情节严重的甚至处以退市。

(六)加强股市文化建设

首先,应加强对投资人合法利益的保护,不管是在财富效应还是政策制定上都应该切实保障二级市场投资人的利益,不能采取长期只索取,不回报的政策。其次,要加强投资者教育。创业板企业本质是高成长、高风险的企业,从全球来看,成功者还凤毛麟角,因此,要加强对创业板二级市场参与者的风险教育,让他们对创业板市场的特点、功能、定位及风险有充分的认识,培养他们正确的投资理念及投资观,抑制过度投机,避免跟风炒作。

注释:

① 数据来源: 由深圳证券交易所数据整理而来, <http://www.szse.cn/main/sme/>

- ② 数据来源: 由巨潮资讯网整理而来, <http://www.szse.cn/main/sme/>
- ③ 数据来源: 由深圳证券交易所数据整理而来, <http://www.szse.cn/main/sme/>
- ④ 数据来源: 由深圳证券交易所数据整理而来, <http://www.szse.cn/main/sme/>
- ⑤ 数据来源: 由巨潮资讯网整理而来, <http://www.szse.cn/main/sme/>

参考文献:

- [1] 陈霞. 190只新股超募916亿,近三成资金还贷补血[N]. 证券时报, 2011-09-09(B1).
- [2] 王晓津, 余坚. 海外创业板市场发展状况及趋势研究[J]. 证券市场导报, 2008, (7).
- [3] 肖君秀. 创业板辞职高管占比8.6% [N]. 羊城晚报, 2011-06-28(A13).
- [4] 刘纪鹏, 曹凤歧. 对创业板公平和效率问题的思考[J]. 中国科技投资, 2011, (5).
- [5] 郭菊娥, 熊洁. 创业板风险的形成机理及其防范对策[J]. 西安交通大学学报, 2011, (1).

[责任编辑: 张磊]

## On the Lack of Equity and Efficiency of Growth Enterprises Market and Its Countermeasure

REN Ting CHEN Hong-qiao

(Research Institute, Wuhan Polytechnic, Wuhan 430074, China)

**Abstract:** GEM has been introduced for nearly two years. The oversubscription and coin money by taking advantage of the institution in GEM has resulted in unsteadiness of the secondary market price, which has aroused great concern and question. This article sets out to reveal the "Three Highs" in stock market which embodies the lack of efficiency and absence of fairness and eventually results in legitimacy of coin money. It points out that the "Three Highs" is bound to have ill impact on GEM in the long term. In the analysis of these problems, this paper proposes an open issue size, reasonable pricing system design, the separation of supervision and examination, and other proposals to improve governance of shareholder.

**Key words:** GEM; efficiency and fairness; Three Highs; coin money