

中国式创业板的制度性缺陷

2011年10月30日，创业板两周年。这个“十年磨一剑”的板块曾经承载了投资者太多的希望，千呼万唤始出来时，也获得过市场无数掌声，但两年过去，我们却看到了创业板的种种怪状。

不少公司上市前业绩靓丽，上市后立即变脸；发行时市盈率畸高，之后股价接连破发，许多高管为了套现不惜辞职。与此同时，上市造假、恶意圈钱、用超募资金买房购车等丑闻也频频出现。凡此种种，让创业板背离了初衷。

两岁的创业板正在经历成长的烦恼。我们不可否认创业板的现有价值，也不怀疑创业板应有的未来。但在两周年之际，我们认为创业板需要深刻自省与反思，在制度性缺陷方面更需“刮骨疗毒”。创业板应成为资本市场变革的加速器。

创业板的六大怪相

两年前金融危机时，中国推出创业板，不但承载着能否给困境中的中小企业打开融资通道的厚望，也承担着能否为国家创新战略谱写新篇的责任。

但两年过去后，创业板推出267家公司让部分创业者和投资者致富的同时，也暴露出六大怪状。

一是上市后业绩变脸

两周年之际，在194家具有可比数据的创业板公司中，上市后净利润增速不及上市前的达到七成，其中41家公司上市当年净利润出现负增长，占比两成。

二是高管套现成风

据《投资者报》统计，创业板开板两年来，共有83家创业板公司遭到203名高管抛售，抛售股数为1.24亿股，套现总金额达到28.8亿元。其中8家公司的高管套现总金额超过亿元，有7名高管通过套现成为亿万富翁。

三是成长性堪忧

创业板公司原本是一些高成长性公司，但从已上市的267家创业板公司行业属性看，近七成成为机械设备、石化等制造业。而截至2010年末，此前上市的创业板公司营业收入增长率仅比主板非金融类上市公司营收增速高不到1个百分点。今年上半年，创业板公司营收增速也仅高于主板非金融类公司5个百分点。

四是高管离职潮不断

截至今年9月30日，创业板高管离职公告超过了170份，其中2011年前三季度就超过120份。虽然高管

们辞职理由多为“因个人原因”，但辞职后的减持事件已使其醉翁之意昭然若揭。

五是大幅超募资金。

创业板267家公司募集的资金不是平均每家预计募集2.5亿元资金的660亿元，而是1874亿元，超募资金达1209亿元，实际融资是计划融资的近三倍。而大部分超募资金都“躺”在银行指定账户吃利息，而不是用来扩大生产。

六是退市制度迟迟不出。

创业板退市制度一度被寄予厚望，是创业板区别于主板和中小板的最大特色，但深交所相关人士日前接受《投资者报》采访时表示“仍没有具体时间表”。

创业板要重成长的潜力

为什么原本承载着中国资本市场改革梦想的创业板会出现这些怪现象？这与中国特有的管制型发审制度和市场各方对资本市场的缺陷性认识有关。

创业板的初衷是低门槛、高成长性，但创业板公司在发审时却有着较高的上市门槛，重要一条是最近两年连续盈利。

发审委定下这样的硬性规定，出发点是为了让优秀的、能较好盈利的中小企业登陆创业板，而不少投资者也认为这样筛选出来的公司风险更小。

但事实却走向了反面。这是因为，由于监管层要让真正的好公司有机会上市，使得创业板成为一家“贵族高校”，培育一些眼前盈利好或者早已过了创业期的看似优秀的公司。而一些暂时盈利不好、不盈利甚至亏损但有着良好发展前景的“平民公司”却被拒之门外。

这类公司前期的有百度、新浪、搜狐、腾讯、如家、携程等，后来的有网易、优酷、土豆等，新浪、网易、优酷上市时都是亏损的，新浪、网易上市时甚至连盈利模式都没明晰，因此无一符合国内上市标准，这些上不起“贵族高校”的平民公司因此转辗到国外上市。

国内制度认为这些平民公司盈利不好，但正是这些公司，今天都成长为真正的好公司，如腾讯现在已经是百亿美元以上的市值，百度在美国发展得也非常好。

事实上，这也是中国的科技企业不得不出走国外的原因之一。因此，不少人呼吁创业板应该从审批制改成报备制，因为只有这样，才能够让那些符

合条件的企业都上市，并由市场决定到底哪个企业值钱，哪个企业不值钱。

“中国国家长式”风格

尽管监管层在到底实施审批制还是注册制或报备制上有过犹豫，但最终仍采取了与主板相似的审批制。

这其实是一种家长式的监管思想，必须为孩子做出选择，因为他们不会自己选择。必须制定高门槛，保证上市的企业都是好公司。监管层对报备制的担忧，主要是认为如果不进行审批，将有一大堆坏公司浑水摸鱼上市，不利于保护投资者利益。



但目前审批制真的保证了投资者利益吗？目前国内267家创业板上市公司中，144家与发行价相比，出现不同程度的下跌，跌破发行价的创业板股票占总数的54%。

事实上，股市门槛越高，越实行严格审批制，股市质量往往越差，越容易投机。这从美国与中国股市的对比就可看出。

美国股市门槛很低，企业基本上有人保荐，就可以上市，监管机构关心的不是企业盈利多少，而是企业财务报表是否作假。如果报表作假，会受到严厉惩罚。

这样就形成了一种市场机制：企业可以决定是不是想上市，监管机构保证你报表不敢作假，而市场则根据报表决定买不买你的股票。如果这个企业太差，还想上市，它的股票或许没有一个人会买，上市自然也就黄了。而另一个企业也许现在报表很难看，亏损很严重，但是人们认为它的前景很好，也会纷纷购买。

这就好比一个孩子，如果父母什么都替他想好，怕他经历风雨，那他就



更加害怕风险，永远长不大，永远见不到彩虹。

创业板退市机制迟迟不能出台的原因，也是监管层害怕投资者承担更大风险。但“流水不腐”，没有退市制度的创业板市场就像是一个只有进口没有出口的水池。正是因为没有退市制度，创业板整体估值错误，“三高”不断出现。

同样是创业板，美国纳斯达克如今已有3000余家企业，每年大约有8%的公司退市，而英国创业板AIM的退市率则高达12%，都明显高于主板市场。只有通过退市制度让创业板通过市场化“流动”起来，让创业板成为真正的“孵化器”，也才能真正减少投资者的风险。

风险应自担

在美国资本市场，因为实行的是注册制，只要投行愿意承销，公司财务等状况达到法律规定的资格，就可以发行上市。

至于美国的证监会，公司只要在那里备案即可，当然，如果公司违规，作为监管机构的证监会也不会坐视不管。也就是说，在发达资本市场，对上市公司资格进行把关的是交易所而非证监会。

我国是否也可以把公司能否上创业板的决定权交给交易所？显然不少人会反对，因为交易所也是证监会管

理的，交易所的领导也是证监会任命的。但问题在于，证监会作为中国证券市场的最高监管机构，等于既是监管者又是决策者，出了问题谁管？

长江商学院金融教授周春生表示，从长远来看，决定公司能否上市的权力放在交易所更合适。如果交易所做得不规范不适当，证监会可以查处、规范，这样可以建立起有效的责任机制。

值得注意的是，监管者们不止考虑一家公司是否达到上市门槛，还考虑这家公司的股票上市后对大盘会带来什么影响。于是，发行上市在中国股市一直有着特殊的功能：调节股指高低。结果由于政府对市场干预过多，股民的依赖性就越来越大。

事实表明，只做合规性审核而非实质性审核，让公司和投行自己选择上市时机，让投资者自己对股票做出价值判断，才是创业板发审制度改革的方向。

经济学家刘纪鹏表示，创业板制度改革一方面可考虑在加大承销商和保荐人责任的基础上，监管部门抓大放小，主要从政策制定及监管层面进行宏观调控。另一方面，进一步加大对承销商和保荐代表人的处罚力度，同时切断其和拟上市企业在超募资金获取超额利润以及券商利益相关直投业务绑定的利益链，让市场回归“三公”本源。

（摘自《投资者报》文 / 赖智慧）

■证券课堂 I

投资者常犯的六种错误

一、总想在短时间内不费力气就赚到钱。

这是刚进入股市的朋友们经常犯的错误。由于太心、太急功近利，却没有做好充分的准备，没有学会合理的投资方式，没有掌握应有的技能和应遵循的原则，所以，只能是以失败而告终。太急功近利，在作出错误的投资决策之后，过于犹豫不决，错过了改正的机会。总认为买了股票就能赚钱，而不去思考赚钱的道理，认为赚钱很容易。2008年的大跌使得到现在为止很多朋友还没有缓过气来。

二、买入处于跌势中的股票。

这个错误，不仅是刚入股市的新股，也是拼多年的老股经常犯的错误。买入处于跌势中的股票，看起来好像是笔很合算的交易，因为其价格要比数星期前便宜很多。我的大哥就是这样的人，他挑选的股票都是下跌了很多的股票，认为股票价格既低，又下跌了很多，应该不会再次下跌了吧。请记住，跌势中的股票，尤其是基本面变坏、股价大幅下跌的股票，千万不要买入。

三、买入时向下摊平而不是向上摊平。

这个错误指的是当你以20元的价格买入某只股票，之后又以15元的价格加码买入该只股票，使得此时的平均持股成本降至17元左右。而只顾降低成本，不去认真分析股票的质地如何，为什么会下跌。就像一个红眼的赌徒，一心想着翻盘。这样会加重错误的程度，白白地将资金押在原已错误的投资上。这种业余水准的策略会让你严重亏损，多玩几个会让你破产。

四、总是买很多价格很低而不是少量价格较高的股票。

很多人认为买入较多的股票是一种聪明的做法，觉得会因此赚更多的钱，加上虚荣心在作祟，好像拥有了很多资产，很飘飘然。实际上，投资股价20元或者40元且业绩很好、很有发展前景的公司，回报率会更令人满意。你们要考虑的不是买了多少股，而是投入了多少钱。股票要买就买最好的，而不是最便宜的。我们平时知道“便宜没好货，好货不便宜”，但在股票交易上就不清楚了，不少投资者无法抗拒一些价格很低的股票，但要知道，之所以如此低的价格总是有内在原因的，这些公司要不是过去表现一直不好，就是现在遇到了什么问题。

你们去查看低价股，至今还有不少股票没有达到“5·30”前的高点，而上证指数已经5900多点了。

五、依据小道消息、传言和所谓的专家的建议来进行买卖。

很多人宁可信别人的话，拿自己辛辛苦苦赚来的钱去冒险，而不愿花时间学习、研究和确定自己正在做什么，结果是经常听信谣言和别人的建议，以致亏损很多钱，还认为是自己的运气不好。

六、选择发股息或者低市盈率的二流股票。

股息和市盈率的重要性比不上每股收益的增长以及公司的成长能力、盈利能力。对于股息来说，如果是以现金形式发放的，公司可能因此造成资金缺口，或损害公司将来的发展。对于低市盈率，可能是公司的估值不好，没有成长性。一分价钱，一分货。价格高的股票，市盈率没有一个是低的。

（摘自《东方财富网》）



医药股带头砸盘 空方即将弹尽粮绝

华讯投资认为：三季度中国经济总体保持平稳发展，经济增速回落速度温和，GDP同比增速仍维持在9%以上，短期内放松货币政策以提振经济的必要性有限。这种经济软着陆态势符合政府调控目标；本周公开市场到期资金共990亿元，因此本周已经实现资金净回笼。日前银行间资金价格仅小幅反弹，说明市场资金面仍较宽松。央行该资金回笼力度和本期央票收益率持平均符合市场预期。

后市展望：技术上看，大盘分时走势出现较为剧烈震荡，显示多空双方对大盘未来走势出现分歧，尤其是作为行情指示器券商股异动仍未能带动大盘上扬，加上由于大盘仍未走出下降通道，难以形成合力做多局面。大盘日K线收一根小阴线，各板块下跌，说明在此弱势情形下，做多能量和人气均不足，KDJ短期指标有死叉趋势，近几日权重板块资金流出较多，筹码开始松动，不利于大盘反弹。

政策面上GDP降速已成定局，市场预期的政策拐点还未出现，因此短期走势难以出现较大改观，同时资金面方面央行的短期放松对已经极度缺血的市場无异于杯水车薪，今日大盘的小阴K线，预示大盘将再次面临方向性选择的节点，建议投资者注意控制仓位，在大盘下降趋势仍未扭转前，轻仓短线操作仍是主要的操作思路，对于破位个股及时止损，不宜盲目抄底，耐心等待市场的反转信号出现。

（摘自《和讯网》）

文化传媒掘金或有第二波

文化传媒板块近期受到市场普遍关注。数据显示，10月份以来中信传媒板块累计上涨6.21%，而同期上证指数涨幅为1.03%，中信传媒板块领先大盘5.18个百分点，明显跑赢大盘；其中，平面媒体板块涨幅为9.09%，整合营销板块涨幅为8.12%，广播电视板块涨幅为7.28%，电影动画板块涨幅为6.51%，互联网板块涨幅为6.48%。随着后续政策的相继出台和具体产业扶持措施的落地，预计未来文化传媒板块仍然具备良好的投资机会。

传统媒体重组改制忙

我国当前文化传媒企业的重组改制已经在进行当中，但是还是缺少像新闻集团和时代华纳那样在国际上有影响力有话语权的龙头企业，这不符合我国的国际化战略意图。综合传媒是龙头企业的前进方向。

报刊杂志和图书出版等传统媒体，面临地域限制、用户数瓶颈、业务天花板等问题，需要向新媒体领域发展，拓展新的客户群，打破行政和地理限制，而跨区域整合和跨业务整合是必要的实现途径。

我国目前文化传媒多头管理体制正在优化，体制上有利于传统媒体整合，有利于地方综合传媒集团的形成。图书出版、报刊杂志等平面传媒将是未来并购重组的热点领域，相关公司包括光纤传媒、粤传媒、中南传媒、出版传媒和浙报传媒等。

影视动漫或最先受益

影视动漫广告等子行业，市场化程度较高，受政策环节约束较少，将是短期内政策的最大受益者。

电影时代来临。公开资料显示，2010年中国电影产业票房正式迈入“百亿时代”，达到101.71亿元历史新高。民生证券预计未来5年电影票房有望保持30%的增速。国内龙头企业全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线终端放映和衍生品产业的投资，包括投资建设电影娱乐城、主题公园、文化产业园，对音乐、游戏等衍生产业，意欲通过全产业链的布局来加强盈利能力，同时促进各环节达成协同效应，实现全产业链共赢。电影产业的主要扶持政策主要体现在加大对电影制作的扶持力



度、扩大院线经营规模和影院建设、培育新型业态、加大投融资政策支持、鼓励“走出去”等方面。相关公司包括华策影视、华谊兄弟、乐视网等。

动漫行业发展迅猛。近年来动漫行业年均增速近30%，2010年中国以动画年产22万分钟取代日本成为世界动漫生产第一大国。不过，尽管市场空间快速扩大，但企业普遍小、散、弱，整个行业尚处于成长期的初期。这有利于一些拥有财务和营销优势的企业占据更多市场份额，奠定竞争优势。目前资金链、产业布局较好的企业将牢牢控制先发优势，相关公司包括奥飞动漫、中南传媒等。

广告行业发展潜力巨大。广告行业一定时期内的发展与宏观经济发展密切相关，这决定了其很难取得爆发式增长。但是，目前我国人均广告支出及广告在GDP的占比都远低于发达国家，这决定了我国广告行业长期增长潜力巨大。预计广告营销行业的集团化与集中化趋势，将在未来的五到十年得到逐步展现。相关龙头公司包括省广股份、宋城股份、蓝色光标等。

有线运营再迎良机

传媒行业大发展要建立在发达的传输途径的基础之上，新媒体、互联网广告、网络游戏等业务客观上都一定程度地依靠发达的有线网络，这也使得相比文化传媒领域的其他板块，有线运营企业内在的整合改革动力最为充足。

三网融合前期艰难推进，文化体制改革将为目前的困局提供新的解决思路。首先文化体制改革可以加速有线行业跨区域整合，鼓励有条件的地方企业以较小的并购成本快速提高用户数并降低固定资本开支，快速显现规模效应；其次，后续政策将继续支持有线网络数字化改造和双向改造，一些通信硬件商有望受益，广电网络双向改造过程将会提速，看好三网融合整体解决方案提供商；再次，新政策环境下，有线运营商可望参与上游节目制作，培育增值互动业务，提供手机电视、网络高清电视等服务，提升业务盈利能力，从而提高ARPU值。

相关公司包括数码视讯、天威视讯、三维通信等。

（摘自《中国证券报》）