

# 內地創業板開局藏隱憂

內地資本市場醞釀創業板已經接近十年，期間因為多種原因反覆未成事，而在2009年10月23日終於修成正果，由中國證監會主席尚福林宣布創業板正式啟動，「十年磨一劍」的內地創業板正式開局。在全球經濟仍未走出危機陰影的宏觀背景下，內地突進創業資本市場，意義更顯豐富。

## 高市盈率引發憂慮

內地證監會於2009年7月26日開始正式會受理創業板企業上市申請，目前已經通過審核程式，上市交易的首批二十八家公司，平均發行市盈率高達五十五點七倍，是內地主板平均發行市盈率的二倍，內地主板的發行市盈率已經是遠遠高於其他主要國家市場的平均水平。

即使與同樣高發行市盈率的內地中小板相比，也是同期對應平均發行市盈率四十倍，也要高三成多。其實很多成熟的創業板市場的上市公司根本沒有盈利記錄，因此更談不上市盈率。但是，在內地創業板，公司盈利仍是不可或缺的上市條件之一，所以奇高的市盈率，更像是對於創業板制度創新不足的反諷。

縱觀內地十數年的資本市場，內地股市投機之風一直長盛不衰，每逢新的交易品種出現，必然引發一輪暴炒，將新型投資品種的制度價值沖刷稀釋，嚴重扭曲了資本市場的內在遊戲規則。創業板也概莫能外，在此次創業板正式開局前，內地主板市場已經炒作了幾輪所謂創投概念。

可以預見，內地創業板在如此高的市盈率基礎上開始交易，加上創業板固有的內在投機性，出現價格暴漲暴跌在所難免。創業板的示範效應之下，內地主板市場的價格波動，恐怕也會跟風而動。更多的理性投資者認為，如此高的發行市盈率已高度「透支」了企業未來的成長性，從而有可能扼殺創業板的未來發展。

## 增上市數量 限交易投機

內地監管機構控制創業板炒作風險的一個根本方式，即是迅速擴大創業板上市公司數量，增大市值以稀釋投機空間。為此，證監會披露目前已經有接近二百家企業提出了發行申請，證監會在創業板運行一段時間後，會總結經驗，擴大板塊規模。而在創業板即將公開交易之際，內地監管機構將監控重點放在了限制創業板被惡意「爆炒」、過度投機的問題上。

內地創業板由於其定位為成長中的中小企業，因此公司規模普遍較小；由於存在個人實際控制人，流通股比例有限；而整體板塊容量有限，很容易被投機資金左右。為此內地監管機構進行了多重的制度設計，以避免創業板短暴炒後，成交量嚴重萎縮，個股交投淡靜，板塊價值喪失，市場喪失效力。

因此，在上市的節奏控制上，內地證監會採取了分配審批覆核、同步上市的方式，即分三批核准了二十八家創業板企業，但是在同一天上市公



中國證監會主席尚福林宣布創業板正式啟動，「十年磨一劍」的內地創業板開局。

(資料圖片)

開交易，由此在可能的範圍內，最大化了創業板的新股供給，試圖最大程度的對沖資暴炒風險。

在具體交易環節，深圳交易所也針對創業板首天交易進行特殊停牌制度，以確保控制投機。這一停牌制度被概括為三檔停牌規則，即即新股上市首天盤中漲跌幅達到或超過20%和50%時，會各停牌三十分鐘，以及首次上漲或下跌達到或超過80%時，臨時停牌至集中競價收市前三分鐘的規定。另外，深交所還成立專門部門，嚴格監控大筆集中申報、連續申報、高價申報或頻繁撤銷申報等異常交易方式。

## 創新有限 創業不足

雖然內地各種主流媒體對於創業板大多持積極支持態度，但是內地證券業內部，創業板都頻頻被戲稱為小小板或中小二板，即指創業板與主板、中小企業板的區別，主要在於公司規模。各國的創業板多以簡單上市流程的方式，賦予中小創業企業以更多的融資便利，而在這一點上，內地的創業板卻紮紮實實的保持了以往的政府審批模式。

如果以目前的創業板上市標準來要求以後的擬上市企業，則創業板的上市資源很快就會枯竭。因此，降低上市標準，賦予市場內在的風險識別機制以更大的作用空間，真正發揮創業板的價值發現和價值創造功能，是內地創業成敗的關鍵。

針對目前創業板企業的更深憂慮時，現在創業板企業的創新性仍然有限，擁有核心技術的企業寥寥無幾；多數公司的創新研發投入佔經營收入的比重，也遠低於內地外創新性投入較高的公司。這些企業還是千挑萬選出來的優質創業性企業。由此，對於內地創業板未來的發展，更有充分討論修正的必要。

何順文 澳門大學副校長兼教授  
李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授