

再論內地創業板多重隱憂



華誼兄弟最能代表內地創業板投機交易和嗣後的泡沫現象；右二為華誼兄弟總裁王中磊。(中新社圖片)

數月前內地創業板開盤前夕，本欄曾評論未來發展及得失，並指出高發行市盈率將製造短期內的市場巨幅波動；而後續上市資源開發，則將成為制約內地創業板長遠發展的根本因素。現在內地創業板正式運行滿月之際，稍作回顧，似乎更能印證當初的擔心和憂慮。

投機瘋狂 泡沫嚴重

2009年10月30日上午，內地創業板二十八公司同時上市交易，由於深交所無法容納二十八家上市公司同時舉行開鐘儀式，這些創業板公司只能臨時改到深交所附近一家酒店舉行開鐘儀式。就在10月30日開盤當天，內地創業板首批二十八家公司平均漲幅高達一倍以上。如果以傳統的市場指數衡量，則只能瞠目結舌的看到：創業板公司平均動態市盈率超過八十倍，靜態市盈率超過一百倍。

開盤當天的瘋狂投機，遠遠超過正常公司價值的市值泡沫，只能帶來此後二級市場交易的持續調整。自從第二天交易開始，內地創業板公司即進入持續暴跌。如果舉例說明，內地此次創業板的非理性IPO定價、上市當天投機交易和嗣後的泡沫現象的話，那麼非華誼兄弟傳媒股份有限公司（簡稱華誼兄弟）莫屬。

在內地創業板近一個月過山車行情中的集大成者，華誼兄弟IPO發行時，以28元創下七十倍發行市盈率；10月30日，華誼兄弟則以60多元超高價開盤，盤中最高價逾90元，最高市值達150億元。但是自上市第二天開始，華誼兄弟即開始跌個不停，最低至53元。

如果需要一個判斷華誼兄弟估值高低的直接參照公司，就是英皇娛樂（8078），旗下有謝霆鋒、容祖兒、Twins、房祖名等多名大牌藝人的英皇娛樂，最新市值僅2億港元，只是華誼兄弟的五十分之一

左右。

公平地講，內地此次創業板上市公司的確是各自行業中的創新者和領先者，仍以華誼兄弟為例，依靠內地廣闊的影視市場，以民營企業的靈活市場策略，不斷發掘影視明星，基本壟斷了最近幾年內地最受歡迎的電影製作。但是，影視行業特有的明星效應，對於公司的經營實際業績不無放大效應，光環之下其實隱憂重重。

而且，在不談影視行業明星體制下，核心資源的高度流動性造成的公司盛衰更替，僅從上市後第一份季報來看，華誼兄弟的淨利潤竟出現一成以上的負增長，是二十八家創業板公司中唯一淨利潤同比下滑，每股收益更是下降15%。固然行業的季節性可以解釋部分業績波動，但是對於業績波動巨大的公司給予近百倍的市盈率本身就是問題。

與此同時，內地監管部門已經開始有意識的控制創業板的發行節奏，證監會審議公司的申請，明顯加大了否決力度，9月底創業板發審委審核了三十一家公司的IPO申請，僅有二家被否決。而自從11月2日以來，四次創業

板審核會議審核的十家公司中有僅有五家過關。但是，控制上市公司數量，尚不足以改變發行制度、詢價制度等的先天缺陷，創業板市值泡沫之憂恐怕短期內無法破解。

縱觀世界各國的創業板市場中，也是失敗者多。在全球所有的創業板或類似市場中，目前僅美國的納斯特、加拿大TSX-V市場、英國AIM市場及南韓科斯達克市場發展較好，餘下的絕大多數國家或地區的創業板都趨向邊緣化。日本、新加坡、香港創業板在艱難中緩慢前行，德國創業板甚至在2003年被迫關閉，僅僅維持了六年的生命。

創業不易須加強監管

從經濟基本面而言，中國是成長中的世界第三大經濟體，最有可能創造一個以中小企業為主的創業板市場。但是，在宏觀美好下，具體挑戰之多，恐怕需要多方努力。比如，從內地的政治經濟邏輯出發，內地創業板似乎從一開始，就不是為了真正的創業和創新型公司，二十八家公司首批上市公司中，多數已夠上中或主板資格。

再如市場監管問題，因為創業板市場主要面向中小企業，這類企業發展歷史短、內部管理難以健全、市場競爭壓力大。如果市場監管措施乏力，則一些公司很容易就出現欺詐、造假等情況，這已在其他多個國家有事實所印證。

但是，在內地主板上市公司和市場參與者的各種違規事件屢有發生，創業板市場想要獨善其身，恐怕也不是一朝一夕的事。

何順文 澳門大學副校長（學術）兼教授
李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授