

德国与我国香港创业板失败的原因及启示

陈晓芳(博士生导师) 李瑾瑾
(武汉理工大学管理学院 武汉 430070)

【摘要】 本文主要以我国香港创业板和德国创业板为例,对它们失败的原因进行了分析,并得出几点启示,以期能为我国内地创业板市场的可持续发展提供参考。

【关键词】 创业板市场 NASDAQ 可持续发展 上市资源

创业板市场(又称“创业板”)诞生于20世纪70年代,经过30多年的实践与探索,目前全球有40多个创业板在运作,在此期间也有许多创业板因经营不善而倒闭,而国际上最成功的创业板市场是美国纳斯达克市场(NASDAQ)。创业板市场是中小创新型企业进行上市融资的股票市场,它主要服务于高新产业,旨在促进科技创新和技术进步。创业板市场作为证券市场的一种,具有一般证券市场的共性,包含上市企业、券商和投资者三类市场主体,是企业融资和投资者投资的平台。相对于主板市场而言,创业板市场在上市公司数量、单个上市公司规模以及上市条件等方面的要求较低,所以创业板市场的性质属于二板市场。

一、德国创业板失败的原因

德国作为一个各项制度都很健全的国家,依然未能让创业板成为中小创新型企业发展壮大的舞台。究其原因,除了全

督方面,除此之外,还可对一些关系国计民生的国有企业、接受财政补助较多或者亏损数额较大的国有企业进行审计。对于一般中小型国有企业和国家控股企业,可以委托民间审计组织进行审计。

5. 增强审计成本控制意识,改变审计人员的激励措施。审计成本控制意识的增强是有效控制政府审计成本的前提,没有审计成本控制意识,其他一切审计成本控制措施皆是空谈。这就需要对政府审计人员的教育,让其认识到控制成本的重要性;同时要逐步改变审计人员的薪酬评价标准,把成本的节约纳入薪酬评价体系中,从而提高审计人员参与成本控制的积极性。审计机关要树立审计成本控制意识,要做到审计成果以审计成本为前提和基础,建立“审前调查有概算,正式进点有预算,审计过程有核算,项目结束有决算”的项目成本管理机制,强化审计项目成本控制。通过薪酬制度的改革激励审计人员参与审计成本管理,促进以审计组为单位的“预算有约束、执行有标准、决算有考核”的成本管理体系的形成,建立长效控制机制。此外,实践中我们还需要整合各种审计资源,提高审计工作效率。审计资源的利用状况直接决定着审计成本的高低,实现审计组织内部及外部相关资源的协同和联

球网络股泡沫破灭的大背景,还存在固有的内在原因。

1. 行业覆盖面过窄。创业板市场(在德国又称“新市场”)设立的初衷是为了给大量高科技企业提供便捷的融资平台,使其能够在初创期获得充足的资金支持。然而,新市场的行业覆盖面过于狭窄,IT企业占据很大比例,以至于新市场的发展紧跟IT行业的发展,最终新市场随着网络股泡沫的破灭开始走下坡路。恰逢德国证券交易所整体战略调整,关闭新市场成为改革的一部分。

2. 上市标准过低。德国新市场设立之初以NASDAQ为榜样,希望能在国际市场上占据重要地位。与国际上成功的创业板相比,德国新市场的上市条件宽松许多,再加上审核制度的不严密,使得一大批依靠包装、概念股炒作的公司以及一些治理效果很差的公司涌入新市场,新市场上市资源的整体质量不高,最终沦为垃圾板。

动,促进现有审计力量与审计对象的最佳结合。

6. 改进审计手段与方法。我们在实践中可大力引进、吸收、使用和推广先进的审计思想与方法,积极探索信息化条件下新的审计方式和方法,提高审计机关技术装备水平,不断改进现有的审计技术方法,增加审计工作的技术含量,总结审计实践中形成的行之有效的技术、技巧、经验与方法等,以求在不增加或不大幅度增加人力、财力、物力的情况下,较大幅度地提高审计效率和增强审计效果。同时,审计机关要定期对审计人员进行业务培训,使其不断获得现代管理和审计方面的新知识,这也会增强审计能力和提高审计水平。

主要参考文献

1. 最佳.我国国家审计体制的改革初探.消费导刊,2008;7
2. 肖振东.关于审计本质的思考.审计月刊,2008;8
3. 吴秋生.政府审计职责研究.北京:中国财政经济出版社,2007
4. 伍自尧.审计服务和谐社会的思考.审计与理财,2007;1
5. 李凤雏.论国家审计与国家安全.商业会计,2008;12
6. 刘家义.以科学发展观为指导推动审计工作全面发展.审计研究,2008;3

3. 监管部门的审核制度不够严格。基于本土资源的限制,为了吸纳更多国外企业来德国新市场上市,新市场相关审核部门并没有很严格地依照制度对上市公司进行审核,导致大量依靠包装和概念股炒作的公司混入市场。另外,保荐机构的两名保荐人只作为公司申请上市时的一个必要条件来满足证券交易的要求,弱化了保荐机构的责任意识,再加上利益的驱使,保荐机构放松了对保荐责任的履行。

4. 缺乏明确的退市机制。健全的上市公司的退市机制是决定创业板成败的关键因素之一。德国新市场在成立之初,缺乏优胜劣汰的退出机制,运作几年之后这一问题仍然未得到解决。不管上市公司的市场表现怎样、经营业绩如何,只要它还在经营、没有破产,便不会被摘牌,这样下来,大量的垃圾股没有被淘汰而继续充斥市场,其他一些优质的上市公司由于受到这些劣质公司的影响,最终陷入泥沼之中。德国新市场整体形象严重受挫,大量投资者尤其是一些重要的机构投资者被迫纷纷离场。

二、我国香港创业板失败的原因

我国香港创业板的失败,很重要的一个原因就是时机不对。与德国创业板相比,它经历的网络股膨胀期更短,但遭到全球网络股泡沫破灭的劫难。另外,还有许多因素也造成了我国香港创业板市场的低迷。

1. 缺乏上市资源。虽然国际上成功的创业板的经验表明上市资源已趋于国际化,但是本土企业仍然是上市的主要资源。香港作为我国的一个经济特区,高新技术企业占创业板的比重较低、研发成果较少,地域方面的因素决定了我国香港创业板的本土上市资源匮乏、自身竞争力不足,从而其上市资源主要依赖于外部,尤其是国内内地的资源。全球网络股泡沫破灭之后,我国香港创业板的融资功能大幅减弱,加上不少国家创业板纷纷建立起来,国内内地的企业大部分选择在NASDAQ、韩国科斯达克市场(KOSDAQ)等一些运营状况良好的创业板上市,另外深圳证券交易所的中小板市场也能够分流一部分成长型创业公司,我国香港创业板的竞争力明显不足。

2. 交易制度不能保证股票的流动性。目前国际上两种主流交易制度是做市商报价驱动交易制度与委托指令驱动交易制度。我国香港创业板在考虑到市场透明度等因素后选择的是委托指令驱动交易制度,虽然这种制度会带来一些弊端,如处理大额买卖盘的能力较弱、某些不活跃的股票可能会持续萎缩从而最终导致市场流动性不足。当我国香港创业板大幅下挫时,这种制度性因素加大了交易者以市场价交易的难度,有些股票甚至全天都没有一笔交易,创业板市场的流动性严重不足。

3. 投资者结构错位导致过度投机。根据国际标准,机构投资者超过33%的市场份额就是成熟的交易市场。NASDAQ的投资者多为机构投资者。我国香港创业板创建初期,由于上市公司规模小且不稳定、风险极高,大多数机构投资者都不愿意选择我国香港创业板市场,而将资金投向有一定实力、收益有保障的项目。散户往往对上市公司的情况不了解,信息获取

渠道大多是机构投资者对上市公司的分析报告,一旦市场内缺乏机构投资者,散户也就无法获取入市的参考信息。我国香港创业板创立首日及最初数周,股价系统高估给投资者尤其是盲目参与“炒新”的散户带来了巨大的损失。在最初挂牌上市的14家公司中,有3家的股票首日价格就是历史最高价格,有7家的股票的历史最高价格都出现在最初5个交易日内,参与“炒新”的大批散户至今都没有解套的机会。

4. 转板机制不合理。我国香港创业板初始定位于作为一些不符合主板上市标准的企业的融资平台,但这些企业往往被外界贴上了次等的标签,加上投资交易不旺盛,达不到集资的目的,不少创业板上市公司都力争去主板市场上市。2008年5月,港交所将创业板市场重新定义为二板市场及跃升主板的“跳板”,这一改动触发了创业板上市公司的转板潮,单是2008年第三季度就有8家公司成功转至主板市场上市,是过去三年转板公司数量的总和。按低标准上市的劣质公司和未能在创业板内成长起来的公司,在创业板内大量沉淀,导致创业板上市公司整体质量下降。我国香港创业板目前进入恶性循环状态,简化转板程序令大批公司转去主板市场上市,创业板面临后继无人的境地,剩下的公司多半不好,投资者也少有兴趣投资,我国香港创业板很难吸引新公司入市。

三、对我国内地创业板市场可持续发展的启示

我国内地创业板市场的发展既要充分借鉴其他国家和地区创业板市场的成功经验,又要认真汲取其他国家和地区创业板市场失败的深刻教训,要立足于国情,不断深化对创业板市场规律和特点的认识,努力探索出一条符合我国实际的创业板市场的可持续发展之路。分析完德国和我国香港创业板失败的原因之后,我们可以得出很多有益的启示。

1. 上市资源应多元化。上市公司结构对于创业板市场的正常运行意义重大。上市公司结构过于单一会导致风险的集中,降低市场抗风险和抗冲击的能力。创业板资源应包括广泛的内容,网络股只是一小部分,新材料、生物科技、通讯技术等领域的企业都不可少。我国地域辽阔、资源丰富,能在创业板上市的公司数量不在少数,但在创业板推出之初以及今后的运行过程之中,必须严格控制上市资源的类型,行业不能过于单一,避免风险过于集中;应建立起严格的挑选机制,让真正具有成长潜力和创新能力的公司上市,接受市场的考验。

另外,国内有不少创新型企业,尤其是在新能源、新服务这块,它们不认为我国创业板是一个很好的融资渠道,而希望去国外上市以获得更高估值。如何留住这些优秀种子企业,还需要逐步完善各项交易机制,并有待市场进一步发展。

2. 上市标准应严宽适中。我国内地创业板制定了较高的上市门槛,它要求公司必须经营三年以上,并且要完成相关的绩效指标,除此以外还设计了两套重要的财务门槛指标,这些严格的上市条件意在筛选出真正能经得起市场考验、具有发展潜力的创新型企业。但过高的上市门槛无疑会“扼杀”一些没有达到上市标准但具有成长潜力的优秀企业,长此以往会影响市场的发展。日本创业板的上市标准就非常灵活,没有设定数字性的标准。随着市场逐步走向成熟,我国内地创业板应

该不断调整上市标准,保持标准的灵活性,积极扶持我国技术创新型企业的成长。同时,创业板应着重引入成长性指标,关注企业长远发展,吸纳更多具有成长潜力的企业。

总之,太宽松的上市标准不能保证上市公司的质量,同时还增大了创业板市场的风险;太严的上市标准又会阻碍市盈率不高但有增长潜力的中小企业上市。笔者认为,创业板市场必须根据经济环境制定严宽适中的上市标准。

3. 调整投资者结构。综观世界上成功的创业板市场可知,机构投资者是投资者中的主力军。个人投资者的投机性过强、数量过多会使市场面临风险,不利于证券市场的长期稳定发展。

我国证券市场目前是一个散户市场,我国可以借鉴KOSDAQ的做法,由政府出台一些政策保护散户的利益,提高散户的专业素养。同时,还应该着重吸收机构投资者,扶持一批有实力的投资银行、风险投资公司等,保证机构投资者达到一定比例,使精通投资技巧、善于控制投资风险的机构投资者成为二板市场的主力军,减弱市场的投机性。

4. 增强市场流动性。针对二板市场流动性差的问题,美、英等国皆采用了做市商制度,德国采用的是做市商与集合竞价相结合的制度。做市商制度最大的优势是能够很好地解决市场流动性等问题。目前,我国两大证券交易所采用的均是委托单驱动型的电子撮合交易制度。在这种交易制度下,交易活跃性差,当市场突然面对较大的买单和卖单时,无法保证流动性和稳定性。然而,从我国资本市场发展状况及相关法律完备情况来看,短时间内我国不具备引进做市商制度的能力,委托指令驱动交易制度在一段时间内仍然符合我国国情。

为保证我国内地创业板市场的交易活跃性,可以采取一系列措施,如适度放宽创业板股票价格涨跌幅限制、提高每手交易股数、降低交易费用等,以弥补集合竞价制度的不足。在今后的发展过程中,应逐步完善相关法律法规,建立严格的监管体制,待时机成熟后,再引入做市商制度,将其与集合竞价制度结合起来。

5. 建立严格的监管体制。创业板上市公司的规模较小,与主板市场的公司相比具有更大的不确定性和风险,因此对信息披露的要求比主板市场更为严格,这样才能为投资者提供大量信息,将风险降到最小。

我国应学习其他国家和地区的做法,建立健全创业板监管制度,加大对中小高新技术型企业的监管力度。监管不仅要体现在财务标准上,更要在公司治理结构等方面有所体现,用以提高创业板市场运作的透明度,防范和化解创业板市场的系统性风险,从而促进创业板市场的规范、稳健、有序和高效运作。针对当前中小企业的账目混乱、财务体制不健全的状况,必须督促企业完善财务体系,实现财务信息的透明。对于

保荐人制度,可以借鉴我国香港创业板的多重保荐制度,将保荐人分为三种,即保荐人、合规顾问和独立财务顾问。保荐人承担对申请人上市前的推荐和辅导责任,承担发行人上市后的持续协助和监督责任,承担对发行人重大交易的审查责任。

6. 完善退市制度。我国主板市场的退市制度不完善也是造成A股市场投机气氛过重、炒作盛行的原因之一。在对海外创业板市场做了大量的研究和探索之后,我国创业板采取了比主板更为严格的摘牌制度,增加的三条退市标准和直接退市的方法使得创业板更市场化。一旦达不到规定的标准,上市公司就会被摘牌,这样就规避了主板市场上壳资源过度炒作带来的风险。在退市程序上,从创业板退市后不再像主板那样要进入代办股份的转让系统,而是针对三种退市情形启动快速的退市程序。但是严格的退市制度也会带来一些弊端。如果仅仅因为企业短期内的经营困难就让其“快速退市”,可能会像上市门槛过高一样“错杀”掉一些具有发展潜力的优良企业。因此在退市机制上,还应该制定一些与创业板发展相符的灵活的规则,尤其是对退市的创业板上市公司管理层的渎职处罚要有所突破。我国创业板开板时间不长,退出机制仍然停留在制度层面,能否落实下来还需要接受市场的检验。

【注】本文系2009年湖北省科技厅计划项目“资本市场服务于湖北省高新技术产业发展实证研究”(项目编号:20091g0060)的部分研究成果。

主要参考文献

1. 郭凤雯. 德国新市场和英国AIM市场的考察. 经济咨询, 2001; 4
2. 贾飞. 德国新市场的失败对我国二板市场的启示. 金融理论与实践, 2003; 1
3. 张书华. 香港创业板现状及发展前景分析. 金融与经济, 2008; 11
4. 庄学敏, 张蔚文. 香港创业板对建立创业板市场的借鉴作用. 财经纵横, 2009; 4
5. 深交所. 海外创业板最新发展——香港创业板: 在困境中谋求改革. 创企园地, 2008; 1
6. 张环宇, 徐可. 国际创业板教训. 金融实务, 2008; 5
7. 欣士. 海外创业板最新发展——德国新市场: 已经关闭的创业板市场. 深交所, 2008; 1
8. 宋琛. 美国与香港创业板的比较分析及对我国创业板的启示. 特区经济, 2009; 1
9. 胡进. 二板市场: 国际经验与中国的模式选择. 荆州师专学报, 2001; 1
10. 盖建飞. 全球各地创业板发展之鉴. 国际融资, 2009; 6
11. 王晓津, 余坚. 海外创业板市场发展状况及趋势研究. 证券市场导报, 2008; 7