

我国创业板市场风险分析及其防范体系研究

柳瑞禹,朱晶晶

(武汉大学 经济与管理学院,武汉 430072)

摘 要:本文在借鉴海外创业板的基础上,结合我国创业板市场的实际情况,对其存在的系统风险和非系统风险进行了全面深入的研究,并在创业板的风险防范和控制方面提出一些想法。

关键词:创业板;系统风险;非系统风险;风险防范

中图分类号:F832.5 文献标识码:A 文章编号:1002-980X(2009)12-0093-05

2009 年 10 月 23 日,我国创业板正式开板,10 月 30 日,创业板首批 28 家公司集体上市,这意味着酝酿十年之久的创业板终于启动。创业板的推出为股市注入了新鲜的血液,但是高成长性、高风险、高新技术和小规模的市场定位不得不引起我们对创业板市场风险的高度重视。因此,对创业板市场进行风险分析并据此建立有效的风险防范体系对整个创业板市场的发展具有十分重要的意义。

1 海外创业板的启示^[1]

20 世纪 90 年代以来,随着网络经济泡沫的破灭,海外创业板市场的发展出现了分化。美国的 NASDAQ、英国的 AIM、日本的 JASDAQ、韩国的 KOSDAQ、加拿大的 TSX-V 等 5 个市场成为成功市场的典范,与此同时,德国新市场等 10 余个市场因为种种原因被关闭或合并。成功的经验主要体现在以下几个方面:一是不断进行制度改革和创新以适应市场形势的变化;二是注重上市公司的质量和行业分布的合理性;三是推行有效的保荐人制度,完善市场监管;四是积极探索适合创业板自身特点的市场交易制度。在借鉴成功经验的同时更需要引起注意的是部分海外创业板的失败带来的教训,这些市场因其自身的某些缺陷导致其仅生存了短短几年。表 1 列出了部分失败的海外创业板概况,并总结了海外创业板市场部分失败的主要原因。

2 我国创业板市场风险分析

2.1 系统风险

2.1.1 国际金融危机对创业板市场的影响

2008 年 9 月 15 日,美国雷曼兄弟公司的破产标志着国际金融危机的全面爆发。作为世界经济的

一部分,我国经济不可避免地受到了金融危机的影响,面临着严峻挑战。创业板的推出为融资困难的中小企业创造了机遇和条件,但是金融风暴并未散尽,创业板公司上市后的经营不可避免地会受到影响,进而引起股价的波动;同时金融危机带给投资者的心理恐慌依然存在,投资者信心不足会给上市公司融资带来不利影响。

表 1 部分失败的海外创业板市场概况及原因总结

市场	所在国家	设立年份	关闭年份	主要原因总结
Neure Market	德国	1997	2003	缺乏明确的上市标准和严格的审核程序;缺乏上市资源;诚信危机导致市场失去流动性;没有实施严格的退市制度。
Nuovo Mercato	意大利	1999	2005	
New Market	瑞典	1998	2003	
New Market Section	日本	1999	2003	
New Market	希腊	2001	2005	
Novo Mercado	葡萄牙	2000	2005	

2.1.2 我国创业板相关制度的缺陷

虽然证监会制定的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称《上市办法》)和深圳证券交易所制定的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(以下简称《上市规则》)对我国创业板发行、上市和交易制度做出了细致而明确的规定,但是与创业板市场相关的政策及法律、法规还不健全,监管队伍尚未建立起来,创业板上市公司后续监管方面的法规、细则等还比较缺乏。当创业板上市公司及其利益各方在创业板运行过程中遇到问题时,可能由于无法依据有效的法律法规条文而难以解决,因此使创业板的运营面临很大的风险^[2]。

2.2 非系统风险

2.2.1 创业板自身层面的风险

收稿日期:2009-11-13

作者简介:柳瑞禹(1955—),男,辽宁大连人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师,研究方向:项目管理与投融资、技术经济;朱晶晶(1986—),女,湖北襄樊人,武汉大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向:项目管理与投融资、技术经济。

1) 上市标准低的风险。

我国创业板市场面向的是新经济、新技术、新材料、新能源、新服务的高成长性企业,它与大型成熟上市公司的主板市场不同,是一个前瞻性市场,更加注重公司的发展前景和增长潜力,其上市标准要低于主板市场。表 2 从主体资格、盈利能力、资产、股本、董事及管理层、实际控制人等方面比较了我

市标准低于主板市场。较低的上市标准在为中小企业上市融资创造更多机会和更好条件的同时,也蕴藏着很大的风险。因为较低的门槛可能吸引更多的公司和企业为争取上市资格而进行激烈的竞争,有的企业甚至会把在创业板上市作为“圈钱”的手段而引发恶性竞争,从而大大损害投资者的利益,影响整个创业板市场的发展^[3]。

表 2 我国创业板和主板上市条件比较

条件	A 股主板	创业板
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司。	依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司。
盈利要求	最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元; 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5000 万元,或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元; 最近一期末不存在未弥补亏损。	最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于 1000 万元,且持续增长,或者最近一年盈利,且净利润不少于 500 万元,最近一年营业收入不少于 5000 万元,最近两年营业收入增长率均不低于 30%; 最近一期末不存在未弥补亏损。
资产要求	最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20 %。	最近一期末净资产不少于 2000 万元。
股本要求	发行前股本总额不少于 3000 万元。	发行后股本总额不少于 3000 万元。
董事及管理层	最近 3 年内未发生重大变化。	最近 2 年内未发生重大变化。
实际控制人	最近 3 年内实际控制人未发生变更。	最近 2 年内实际控制人未发生变更。

2) 估值风险。

创业板上市公司一般处在成长期,经营历史不长,投资者对股票的估值主要建立在对公司未来成长的预期上。但由于其创新性,往往创造了全新的盈利模式,经营业绩还不够稳定,公司前景很难判断,其定价没有现成的适用的参考系,对其进行准确估值具有很大的难度。此外,高科技公司的核心竞争力是衡量其价值的重要指标,但是判断核心竞争力的价值要求更加专业化,一般投资者对这些公司的估值不如主板市场上市公司那样游刃有余,因此,投资者在判断上市公司投资价值时不可避免地存在很大的主观性、随意性和盲目性,从而加大了股票价格的波动性。

3) 流动性风险。

由于创业板上市公司规模小、数量少、经营业绩不稳定,加之国际金融危机等因素的影响,投资者的信心受到损害,从而影响了其买卖股票的积极性和交易的活跃性,进一步影响股票的流动性。此外,根据其他国家的经验,经过初期炒作,接下来创业板的成交可能日渐清淡、流通性不畅,而我国目前并未引入做市商制度,因此流动性风险不容忽视。

4) 股价大幅波动的风险。

创业板上市公司流通股本较少,换手率高,交易过程中很可能因为盲目炒作诱发股价出现大幅波动。我国创业板 28 家公司上市首日遭遇爆炒,均先后被深交所临时停牌,其中 20 只个股被盘中停牌两次,金亚科技被停牌三次,首日涨幅最高达

209. 735 %。创业板高增长、高风险的特点使得市场操纵风险更加突出,加之创业板发展初期公司数量少和全流通的股份性质,容易被资金实力雄厚的机构投资者所操纵,这些投资者通过内幕交易使得股价暴涨暴跌,获得高额利润后立即退出股市,对股市造成重大不利影响。

2. 2. 2 上市公司层面的风险

1) 上市公司高市盈率发行的风险。

我国创业板上市公司发行市盈率普遍较高,从表 3 所示的首批 28 家创业板上市公司发行情况来看,市盈率最高的鼎汉技术达 82. 22 倍,最低的上海佳豪也有 40. 12 倍,平均市盈率 55. 7 倍,与上海主板市场(26. 63 倍)和中小板市场(39. 30 倍)相比,创业板新股高市盈率发行,不仅导致上市公司大幅超募,引起投资者对上市公司超募资金如何使用的猜疑,更为严重的是,上市公司高市盈率发行使得挂牌之后二级市场的炒新风险在无形之中加大,未能申购到新股的投资者可能会在上市首日蜂拥而至,从而推高股票的价格,以后随着交易的逐渐淡化股价下跌,甚至出现跌破发行价的可能,参与者存在被套或产生巨亏的风险。

2) 上市公司经营和技术风险。

从图 1 所示我国创业板首批 28 家上市公司的行业分布来看,其主要集中在机械、医药、软件、电子、电力等新兴产业,这类企业一般处于发展初期,股本规模小,稳定性较低,因此抵抗风险的能力较弱。同时创业板上市公司不如主板公司成熟,在融

资成功之后可能因决策失误和公司治理不当导致经营业绩下滑。首批 28 家上市公司大量超募,能否科学合理地使用超募资金为公司和投资者带来更多的收益还是一个未知数。由于公司的成长和新技术市场容量具有不确定性,因此投资失败率较高。当今

世界科学技术突飞猛进,相关产品和技術更新换代的速度越来越快,新技术可能很快就落后,造成无形损耗,减少产品科技含量,降低产品质量,削弱企业核心竞争力,从而降低市场占有率。

表 3 创业板首批 28 家上市公司发行情况

公司简称	发行数量 (万股)	发行价格 (元)	市盈率 (倍)	公司简称	发行数量 (万股)	发行价格 (元)	市盈率 (倍)
特锐德	3360	23.8	52.76	爱尔眼科	3350	28	60.87
神州泰岳	3160	58	68.8	北陆药业	1700	17.86	47.89
乐普医疗	4100	29	59.56	网宿科技	2300	24	63.16
南风股份	2400	22.89	46.24	中元华电	1635	32.18	52.62
探路者	1700	19.8	53.1	硅宝科技	1300	23	47.96
莱美药业	2300	16.5	47.83	银江股份	2000	20	52.63
汉威电子	1500	27	60.54	大禹节水	1800	14	53.85
上海佳豪	1260	27.8	40.12	吉峰农机	2240	17.75	57.26
安科生物	2100	17	46.83	宝德股份	1500	19.6	81.67
立思辰	2650	18	51.49	机器人	1550	39.8	62.9
鼎汉技术	1300	37	82.22	华星创业	1000	19.66	45.18
华测检测	2100	25.78	59.95	红日药业	1259	60	49.18
新宁物流	1500	15.6	45.48	华谊兄弟	4200	28.58	69.71
亿纬锂能	2200	18	54.56	金亚科技	3700	11.3	45.2

数据来源:深圳证券交易所。

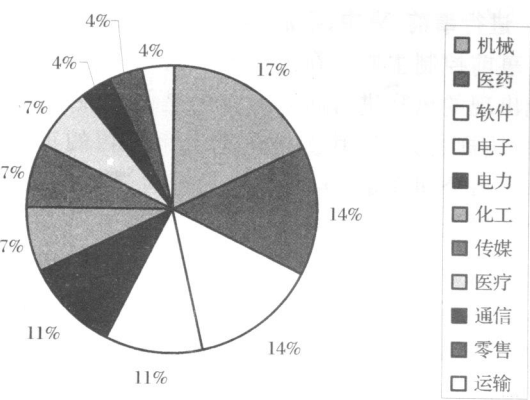


图 1 创业板首批 28 家上市公司行业分布图

3) 上市公司道德风险。

上市公司的道德风险是公司大股东、管理层等利用自己的控制权有意违规而对创业板市场和投资者造成的风险。主要体现在 3 个方面:一是大股东恶意套现风险。创业板市场实行股份全流通制度,虽然《上市规则》规定大股东所持发起股份的限售期为 3 年,但这样并不排除部分上市公司在上市初期通过恶意包装骗取上市,逐步抬高股价,待大股东限售期满、股份全流通之后就立即套现,导致投资者的利益受到严重损害。二是信息披露风险。《上市规则》对创业板上司公司信息披露做了比主板更加严格、完善的规定,但是上市公司出于自身利益,依然会在相关重大事件、关联交易方面未披露或未及时

披露应该披露的信息,造成投资者获取的信息不完全和不对称而采取不恰当的投资行为。三是公司管理层未履行忠实勤勉义务的风险。《上市规则》规定上市公司董事应当履行忠实义务和勤勉义务,然而公司董事仍然可以挑选忠于自己的人担任独立非执行董事,做出利于自己而不利于投资者的决策,损害投资者的利益^[4]。

4) 退市风险。

我国创业板上市公司退市制度比主板市场更为严格,《上市规则》增加了 3 种退市情形,多元化的退市标准体系已经建立,上市公司一旦触发任何一项退市标准都将面临直接退市的命运,这样投资者手中持有股票的流动性和价值都将急剧降低甚至归零,造成重大损失。另一方面而言,尽管《上市规则》缩短了退市时间,由于创业板上市公司多为民营企业,机制比较灵活,因此企业仍然可以在规定期限内迅速完成重组而逃过退市“劫难”。

2.2.3 投资者层面的风险

从主板运行的情况可以看出,目前我国投资者的理念还不够成熟,投机心理依然存在,缺乏一种长期投资的理念,投资风险意识有待提高。创业板市场高风险的特点决定了投资者将面临更大的风险。尽管《上市办法》第 40 条规定,发行人应当在招股说明书显要位置进行风险提示,投资者应充分了解创业板市场的投资风险及上市公司披露的信息内容,

并审慎作出投资决定,但是我国目前的资本市场投资者以中小散户为主,他们缺乏相关的专业知识,无法对高科技的创业板上市公司进行全面而准确的认知,因而在采取投资决策时带有很大的盲目性。其次,由于创业板上市公司自身的特点以及投资者对高科技的过分热情和盲目追捧,创业板市场更容易被操纵,导致股价波动而对投资者造成风险。此外,我国对公众投资者的风险教育和保护力度还不够,如果投资者的合法权益不能得到有效维护,势必影响投资者的积极性,降低他们的市场参与度,从而导致市场流动性不足。

2.2.4 中介机构层面的风险

《上市规则》制定了更加严格的保荐制度,然而在实际操作中,保荐机构运作不规范和保荐人专业水平不够仍然可能产生风险。一是保荐人缺乏专业知识,无法对发行人的行业和企业创新能力做出客观而准确的评价,导致认定失败,或者无法有效判断信息的真伪,从而产生上市公司披露虚假信息的信息。二是保荐机构的诚信风险。保荐机构可能为了追求自身利益而与发行人串通,制造虚假文件,公开虚假信息,使得投资者利益受到损害。

3 创业板市场风险防范和控制

3.1 风险防范体系的建立

由于创业板市场上市公司的规模小于主板市场上市公司,经营风险、技术风险、道德风险等不容忽视,因此建立适合我国创业板运作的有效的风险防范体系显得尤为必要。图 2 描述了创业板风险防范体系的构成以及各构成要素之间的关系。

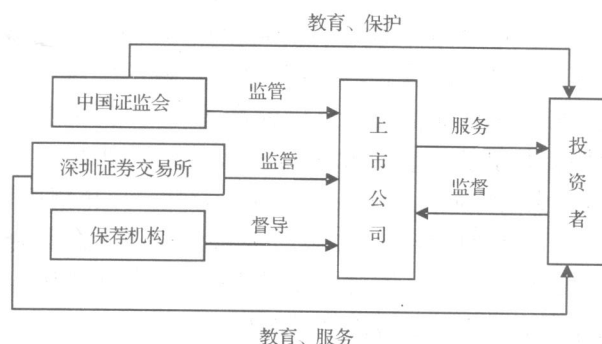


图 2 创业板市场风险防范体系

首先应当加强创业板市场监管和上市公司的监管。我国创业板的市场监管遵循主板以证监会为主体、交易所为支撑的集中型监管模式^[5]。本文认为可以在此基础上加以完善,建立起“三个层次”的监管体系。第一层监管是中国证监会对创业板市场的宏观监管,证监会应当根据创业板市场的特点,遵循

市场化原则,进行有针对性的宏观调控,同时应注意在监管过程中淡化政府干预的色彩,让上市公司在市场中自由竞争,充分发挥市场机制的作用。第二层监管是深圳证券交易所对上市公司的中观监管,深交所在执行层面对证券公司的业务活动进行监督检查,可以使监管渗透到更深层次,监管范围更加广泛,监管措施更加灵活和到位,有效补充证监会监管功能的缺失。第三层监管是保荐机构对上市公司的持续督导,保荐机构应当在督导期内在信息披露、规范运作、公司治理、内部控制等方面对上市公司的实际控制人、董事会和管理层持续严格督导,充分发挥自身的监管功能。

其次,上市公司和深圳证券交易所应加强对投资者进行风险教育和创业板市场整体风险的提示,保护投资者的合法权益;上市公司应在服务投资者的同时将公司自身存在的风险对其投资者进行全面揭示,并不断完善公司的治理结构以降低自身风险;投资者不断提高自己的风险意识,加强对所投资公司的监督,团结起来通过建立一定的组织积极维护自身的合法权益。

3.2 进行事前、事中、事后全过程的风险防范和控制

事前控制主要是在公司上市前采用各种措施对可能出现的风险进行防范。首先是创业板市场相关法律、法规的完善;其次是严把上市公司的审批关,提高上市公司质量;再次是对投资者进行全面风险教育和提示。

事中控制是在公司上市后对上市公司严格监管。一是实施严格的信息披露制度,提高上市公司透明度;二是完善保荐人制度,加强保荐人的责任追究。

事后控制是针对创业板市场的新形势不断进行改革和创新,及时总结我国创业板发展过程中存在的问题和经验,寻求解决问题的最佳途径。例如在交易制度方面考虑在我国现行的集中竞价交易制度下逐步引入做市商制度,积极探索并试验混合交易制度,提高市场流动性^[6]。

4 结束语

我国创业板市场机会与挑战同在,收益与风险并存,未来的发展依然存在很大的不确定性。创业板运作过程中各种风险不断暴露,只有积极应对这些风险并及时采取有针对性的措施,才能化险为夷。海外创业板的成功经验和失败教训都是个性化的,在借鉴时需要充分结合我国的国情和创业板市场的实际,建设具有我国证券市场特色的创业板。

参考文献

- [1] 兰翔. 新世纪海外创业板市场的变革与分化发展[J]. 证券市场导报, 2008(4): 48-54.
- [2] 张平, 钟春梅. 中小企业板风险分析[J]. 科技管理研究, 2005(10): 164-166.
- [3] 中国证监会. 首次公开发行股票并在创业板上市暂行办法. 2009(4).
- [4] 深圳证券交易所. 深圳证券交易所创业板股票上市规则. 2009(6).
- [5] 邢会强, 黄卉. 对我国创业板市场风险防范的法律思考[J]. 福建金融, 2009(8): 37-40.
- [6] 叶春和. 我国创业板市场的风险因素及监管对策初探[J]. 国际金融研究, 2009(8): 85-91.

Study on Risk and Defense System of Growth Enterprises Market in China

Liu Ruiyu, Zhu Jingjing

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: Through using overseas Growth Enterprise Market (GEM) for reference, and according the statue quo of China's GEM, this paper makes comprehensive and deep research on system risks and non-system risks existing in China's GEM, and brings forward some ideas on the defense and control of risk of GEM.

Key words: growth enterprise market; system risk; non-system risk; risk defense

(上接第 16 页)

- transition: how industry events (re) shape interfirm relationships[J]. Strategic Management Journal, 1998, 19: 439 - 459.
- [12] IANSITI M, LEVIEN R. The Keystone Advantage: What the New Dynamics of Business Ecosystems Means For Strategy, Innovation and Sustainability [M]. Harvard Business School Press, 2004.
- [13] JARILLO J C. On strategic networks[J]. Strategic Management Journal, 1988, 9(1): 31-34.
- [14] MEHRA A, KILDUFF M, BRASS D J. The social networks of high and low self-monitors: implications for workplace performance [J]. Administrative Science Quarterly, 2001, 35: 121-146.
- [15] SHAW E. Social networks: their impact on the innovative behavior of small service firms [J]. International Journal of Innovation Management, 1998, 2 (2): 201-222.
- [16] LANDRY R, AMARA N, LAMARI M. Does Social Capital Determine Innovation? To what extent[Z]. The 4th International Conference on Technology Policy and Innovation. Curitiba Brazil, August 28-31, 2000.
- [17] SUBRAMANIAM M, YOUNT M A. The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities [J]. Academy of Management Journal, 2005, 48 (3): 450-463.
- [18] GORDON C. Aligning as a team: forms of conjoined participation in (Stepfamily) interaction [J]. Research on Language & Social Interaction, 2003, 36(4): 395-431.
- [19] ALLEE V, JAN T. Collaboration, innovation, and value creation in a global telecom [J]. The Learning Organization: An International Journal, 2006, 13(6): 569-578.
- [20] 林略, 周力全. 小世界网络下用户创新扩散效果分析 [J]. 技术经济, 2009(7): 18-21.
- [21] RINDFLEISCH A, HIEDE J B. Transaction cost analysis: past, present, and future applications [J]. Journal of Marketing, 1997, 61(4): 30-54.
- [22] O'DRISCOLL A, CARSON D, GILMORE A. Developing marketing competence and managing in networks: a strategic perspective [J]. Journal of Strategic Marketing, 2000, 8(3): 183-196.
- [23] JAWORSKI B J, KOHLI A K. Market orientation: antecedents and consequences [J]. Journal of Marketing, 1993, 57(3): 53-70.
- [24] WOODRUFF R B. Customer value: the next source of competitive advantage [J]. Journal of the Academy of Marketing Science, 1997, 25(2): 139-153.

Preliminary Study on Service Innovation Network of Multidimensional Perspectives

Liu Dewen, Lu Ruoyu

(School of Management and Economics, University of Electronic Science and Technology of China, Chengdu 610054, China)

Abstract: Based on literature review, phenomenon description and logic reasoning on service innovation network with multi-participants, this paper considers that service innovation network should be analyzed from different perspectives, such as cognitive network, social network, market network and value network, and service innovation network should be borderless hybrid network.

Key words: service innovation; service innovation network; social network; cognitive network; value network