



编者按:上周,股市仍然“牛气”不改,沪指已冲上5000点,创7年来新高。创业板在这波行情中,可谓风头无二。创业板中的公司大多都是科技公司或者处于新兴产业的公司,它们在资本市场风起云涌,留给市场巨大的想象空间。

创新融资方式 迎接中概股“返乡”

海外上市的“游子”如今正被召唤回国创业。日前,国务院常务会议提出创新投贷联动、股权众筹等融资方式,推动特殊股权结构类创业企业(VIE)在境内上市。业内人士分析,在新政策感召下,原已搭建红筹架构的境外上市公司,有可能会“去VIE,拆除红筹架构”,踏上回归中国资本市场的道路。

“等不起”企业选择“出海”

国务院新政中提出的特殊股权结构类企业,是指红筹架构和VIE模式的企业。据专家介绍,红筹模式是指中国境内的公司(不包含港澳台)在境外设立离岸公司,然后将境内公司的资产注入或转移至境外公司,实现境外控股公司海外上市融资的目的;VIE模式是红筹架构的一种演变,又称协议控制,指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离,境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体,业务实体就是上市实体的VIE。

据不完全统计,在纽约证券交易所和纳斯达克上市的中国企业中,大约有近百家使用VIE架构。一些中国企业舍近求远漂洋过海募集资金,实有难言之隐。

之前,A股市场持续多年低迷,且IPO门槛高、排队久,难解企业上市融资之渴。业内人士分析,强调盈利指标让很多新兴行业企业对A股望而却步。以互联网公司为例,易官分析师唐佳说,许多大型互联网公司选择赴美上市,原因之一是A股

对上市公司业绩要求比较高,而很多互联网公司一开始都不盈利。

进入海外股市则相对宽松得多。据介绍,美国资本市场长期以来对创新企业持欢迎态度,一家科技公司的董事长总结说:“美国是看到企业未来有前途就让它上市,我们是挣了钱才能上市。”

在中国“等不起”的企业转而选择海外上市。有统计显示,仅在2010年,就有43家中国企业赴美上市,融资金额高达39.9亿美元;2013年海外上市的66家企业,分布于香港主板、纽约证券交易所、纳斯达克、法兰克福证券交易所和伦敦5个市场;截至2014年底,已有超过300家来自中国的公司在纳斯达克敲钟。

海外上市也会“水土不服”

离家打拼的海外上市企业,在陌生国度不时因水土不服患病。武汉科技大学金融证券研究所所长董登新介绍,中国企业赴境外上市,尤其是到美国上市,不可忽视的是,要承担的监管成本十分高。

“中美之间除了会计准则及相关法律存在巨大差异外,更重要的是大部分中国企业很难适应美国的信息披露制度。”董登新指出,这也正是美国监管层及投资者普遍喜欢“找中国企业麻烦”的主要原因。

此外,海外投资者普遍对中概股了解甚少,还有一些机构肆意做空,造成中概股虽然业绩高速增长,但估值偏低,股价与业绩偏离,融资能力因此受限。

牛市基础还在 中国资本市场脚步不会停

6月5日,大盘终于站上了5000点。这是7年多来A股首度重返5000点,对中国资本市场来说,意义不同寻常。

回顾从去年7月开启的此轮牛市,迄今已经走过了11个月。虽然速度不快,却也非一帆风顺。大盘走过的曲线尽管高低起伏,但流畅有力,折射出的,正是中国经济改革的节奏和步伐。

中国股市能这么快就站上5000点,推动力当然是改革。首先是一系列持续不间断的稳增长、调结构的宏观经济政策,让股市走牛获得了巨大的推力。从“一带一路”、京津冀协同发展规划、长江经济带规划,到国企改革方案、《中国制造2025》,以及中央密集出台实施的多项助力创新创业的政策措施,每一次都给市场带来了上涨的激情和充足的信心。

其次是一系列直接针对资本市场的改革,源源不断地使市场充盈着内生力量。从年初的IPO重新开闸,到指明方向的新国九条;从联通国际资

金投资的沪港通,到火爆的融资融券,还有不断升温的注册制改革……或着力于布局,或丰富于投资标的,或引入更多的资金来源,每一项都在完善繁荣着资本市场。

毋庸置疑的是,随着改革的深入,为市场输送利好的重磅政策还会继续加码。目前,无论是经济转型升级中的国企改革、化解过剩产能、去杠杆,还是促进资本市场繁荣关键的注册制,其历史使命都尚未完成,改革不停,升势不止。那么,5000点也只是资本市场陪伴中国经济改革走过的一小段路程而已。

5000点后会怎样?除了看宏观政策的支持力度外,当然也要看市场的流动性如何。还要看到,目前市场的资金尚很充盈。

首先,今年央行在货币政策操作手段上更加积极。数据显示,两次降准释放的流动性超过2万亿元,而今年一季度每个月的新增信贷均超过了万亿

改革不停,升势不止。业内专家认为,5000点也只是资本市场陪伴中国经济改革走过的一小段路程而已。一年来,中国资本市场成为全球最火热的市场。政策的调整,A股市场的火热朝天,让更多海外上市公司萌发了“回乡”意愿。有业内人士预测,未来三年,会有近千家上市公司回归A股。

如今,随着中国股市向好,在境内外上市的同类型企业融资差距越来越大。据报道,有些在美国上市的企业市值徘徊于3亿美元到5亿美元一线,而同行业较小公司在A股市值已动辄数百亿元人民币。

政策“红包”敞开回归大门

一年来,中国资本市场成为全球最火热的市场,吸引着许多企业回归。据外媒报道,“监管信息显示,目前至少有20多家已在美上市的中国企业正采取私有化措施,并计划在中国上市。”

专家分析,中国资本市场IPO重启、沪港通落地、注册制改革,更为宽松的、有利于促进互联网和创新型企业上市的规则不断出台,加上市场氛围好,发行价格高,对于企业来说十分有吸引力。

据已经“打破VIE架构、回归A股”的公司——暴风科技的天使投资人、IDG亚洲区总裁熊晓鸽介绍:“我在中国做风投20多年,投了很多互联网公司,但一直有个遗憾:这些公司都是在国外上市的。4年前,我们决定让暴风科技在A股上市。今天暴风成功站在了这里,我再也没有遗憾了。我希望以后优秀的公司不一定非要去国外上市,而是在国内创造好的产业、好的就业机会,同时带给国内投资人更多的投资机会。”

北京盛世景投资管理公司董事长吴敏文预测,未来3年内将有近1000家美元背景的“存量创新公司”集体回归国内资本市场,或将吸引近两万亿美元的资产进入A股和新三板市场。(罗 兰)

元。更有信息表明,今后降准降息将是一种灵活的调控手段,央行会根据经济运行情况适时使用。

其次,居民财富重配的需求依然旺盛,这对股市的上涨是一种坚实的支撑。数据显示,5月最后一周,两市新增A股开户数高达442.80万户,再创历史新高;而新基金的发行更是呈井喷态势。后续还会有养老金入市、香港和内地基金互认、深港通等,更多资金渠道被打开,更多的资金被引入市场,这些都能有力支持大盘再创新高。

因此,5000点不会是牛市的尾声。撇开社会财富配置转型高峰期、IPO注册制落地前热身期、市场信用业务培育步入爆发期不说,单看蛰伏已久的银行券商板块,以及不少低估值尚未大涨的蓝筹股,5000点就不可能是牛市的尾声。

同时,不用回避,5000点后的行情也不会一帆风顺,可能会有各种波动。但只要牛市的基础存在,中国的资本市场就不会停下脚步。(才 道)

评创业板：有些泡沫是伟大的，有些则十分卑微

■ 钟 伟

越来越多的人在讨论中国的创业板泡沫问题,并且将其和纳斯达克(Nasdaq)泡沫相比。毫无疑问,这是一场还在吹大的泡沫,但有些泡沫是伟大的,有些泡沫是卑微的。如果我们能够拥抱一场新经济的Nasdaq泡沫,那是我们的幸运,而非不幸。

Nasdaq 泡沫对美国有何意义

一是重新确立了美国的自信。在新经济之前,美国开始羡慕日本和德国,有些怀疑自身所选择的道路。而持续十年的新经济,使美国人很大程度上修复了“制度自信”。这是能源危机和滞胀冲击后,是里根时代之后,给予美国最好的礼物。

二是国际格局的变化重新有利于美国。美国拥有了新经济,苏联和日本却先后被美国抛远,这使得美国此后在全球放心地推动全球化。没有Nasdaq创新,这些恐怕难以想象。而在当时,进入新经济的美国由于通过全球贸易和投资将制造加工进行外包,被批评为“产业空心化”。人们可能忽视了美国留在本土的是什么。

三是创新的不可预知性。Nasdaq时期,并非只有美国在谋求创新,全球主要经济体,包括苏、德、日也不例外。但没有遍地泡沫便没有稀缺的创新硕果。追求科技立国和产业政策的日本相形见绌了。根源就在于,创新是向所有可能的方向试错,政府定向注水通常更容易收获泡沫,而不是创新。

四是泡沫的不可避免性。能否只要Nasdaq的创新,却不要其泡沫?这几乎是不可能的。现在被高度丑化的格林斯潘在1996年就提出了非理性繁荣,但市场对他的警告熟视无睹。泡沫成就了新经济,而席勒则因重复格林斯潘的判断而获得诺奖。格林斯潘是聪明的,他没有在1994年至1996年采取更激烈的举措,才造就了超常的景气。

五是泡沫是否致命?似乎并非没顶之灾。一些伟大的公司涌现了并引领着美国经济,美国恢复了制度自信和经济活力,金融泡沫的退潮看来只是恰当时机。考虑到Nasdaq投资人的开放性,本质上美国烧的是全球净储蓄,却独自收获了诸多伟大的行业和公司。

Nasdaq泡沫的伟大,只是因后来的9·11而有所误读。从相对长周期的视角来看,新经济和Nasdaq对美国而言,是极其重要的事件。

对比中国,现在创业板仿佛有一些类似的味道。例如,估值离谱。但如果我们看现在一些被认为是好的美国公司,例如谷歌、脸谱、亚马逊也都曾离盈利无限远。即便今日。美国Nasdaq中剔除少量手持巨额现金、估值便宜的大公司,恐怕大多数公司也仍然是新奇却尚难估值的企业。

中美两国创业板有何差异

一是中国现在承受严峻的外部压力,尤其是来自美国的巨大而持续的安全压力和竞争压力。中国必须有自己的创新体系,而小型开放经济体则没有这种生死攸关的压力。

二是美国Nasdaq泡沫破灭时,实体经济转型基本完成,而现在中国的转型道路还很曲折。不仅如

此,中国已经尝试了10万亿元刺激、微刺激等各种卑微的泡沫,却一无所获。

三是金融氛围不同。美联储从1994年底开始犹豫是否应加息,到1995年下半年开始坚定持续加息,而中国目前还看不到有加息的可能性。这也折射出在中国创新更稀缺、更紧迫。

四是美国没有吞噬巨大资源的国有经济部门,因此其创新更容易通过市场方式完成。而在中国,创业板的估值和热闹,是刺激和提醒政府:国有经济除了必然的市场化改革之外,已无其他假改的时空。

五是创新背后并非没有政府的影子,即便在Nasdaq泡沫中,我们仍可以看到,政府和军方主导的领域覆盖了互联网、GPS、人类基因组测序等。而至今,注入创业板创新的政府采购并不充分。

中国如有与 Nasdaq 可比的泡沫是万幸

不必否定Nasdaq曾经历了巨大的泡沫,但这种泡沫是为收获创新所不可或缺的伟大泡沫。

不必讳言10万亿元之类很大程度上也是泡沫,但这是除了泡沫还是泡沫的卑微泡沫。

和仍然缺乏危机感和创新意愿的庞大国有经济相比,中国创业板更弱小而泡沫化,如果说它是一场泡沫,那它是体制异化环境下,最为绝望和狂想的伟大泡沫。

中国不需要空洞的制度自信,需要一场救亡运动,无论它是悲剧性的还是戏剧性的。

如果中国能有和新经济、和Nasdaq可比的泡沫,有被泡沫淹没的大多数投资者,那不是中国的不幸,而是万幸。

(作者系北京师范大学教授、经济学家)