

创业板超募问题反思

罗媛 宋梦卉 李燕

(北京工商大学 北京 100048)

【摘要】 本文以截至2012年12月31日在创业板上市的353家公司为对象,实证研究创业板公司的超募问题。结果表明,我国创业板整体超募现象严重,平均超募率高达156.44%;但是募集资金使用效率较低,财务报表显示有121家存在募集资金投向变更行为;巨额募集资金支持下,公司业绩呈现持续下降的趋势,“超募”意味着市场高预期,但并不意味着高回报。

【关键词】 创业板超募 募集资金使用效率 企业成长性

创业板设立的目的主要是为高新技术企业提供融资渠道,提高高科技投资资源的流动和使用效率,促进我国产业结构调整以及推动我国经济体制改革。在我国“项目型股权融资制度”背景下,创业板新股发行呈现“三高”态势——高发行价格、高市盈率、高超募率,其中高超募率尤为突出。超募资金理应支持可投资项目的发展进而促进创业板企业的高成长,然而创业板公司自身高成长动力不足,业绩变脸现象层出不穷、募集资金使用变更、超募资金使用低效,超募所蕴含的风险愈来愈引起市场参与者的关注。

一、创业板上市公司超募概况

本文数据来源于深圳证券交易所各公司发布的募集资金年度存放与使用情况公告及其相关公告,国泰安CSMAR数据库,瑞思(RESSET)金融研究数据库等。截至2012年12月31日,已有356家公司在创业板成功上市(300060退市、300297和300317数据缺失,剔除后本文实际研究对象为353家上市公司),平均超募率高达156.44%。在首批集中挂牌上市交易的28家创业板公司中,神州泰岳作为中国移动飞信业务的运营商,受到了众多投资机构的热捧,超募率高达238.96%,成为名副其实的“吸金王”和“超募王”。随后,创业板超募现象愈演愈烈,2010年在创业板上市的天立环保其超募率甚至高达714%。如此高的超募率,或多或少显示出市场资源配置方面的问题。图1显示了2009~2012年创业板上市的353家公司的超募率分布情况。

如图2所示,从行业分布角度看,创业板353家上市公司涉及农林牧渔业、采掘业、制造业、建筑业、交通运输仓储业、信息技术业、批发和零售贸易业、社会服务业、传播与文化产业九个行业,其中制造业228家、信息技术业

76家。建筑业以2.26倍的超募率居首,农林牧渔业、采掘业、社会服务业则分别以2.18、2.02、1.82倍超募率紧追其后,制造业和信息技术业超募率也分别达1.47、1.73,最低的交通运输仓储业,其超募率也有0.40。由此可见,市场普遍认为创业板公司具有高成长性,投资会获取较大超额回报,于是形成创业板严重超募现象。

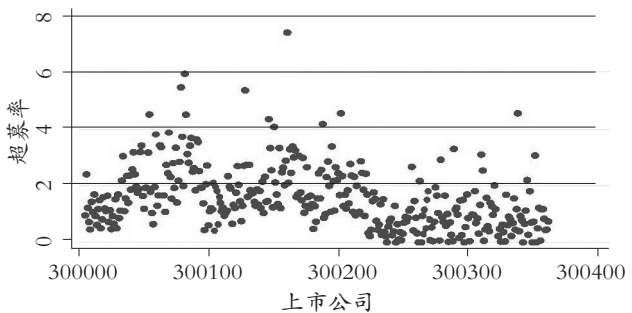


图1 创业板公司超募率分布情况

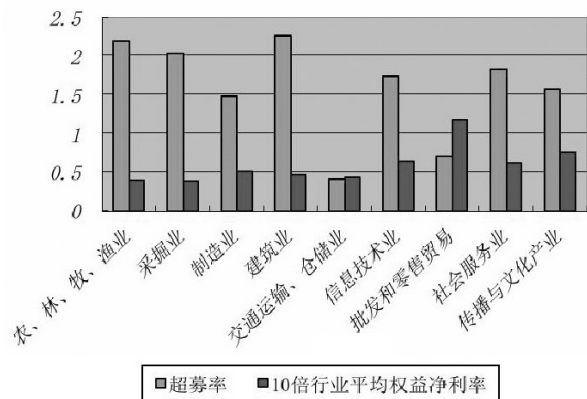


图2 创业板公司超募率、权益净利率的行业分布

与其他板块超募状况相比,蒋欣和李全(2010)通过对比发现2009年12月初主板市场平均股价为10.62元、市

盈率为6.02倍、市净率为3.45倍;中小板市场平均股价为15.17元、市盈率为52倍、市净率为4.69倍;而创业板市场的平均股价则高达54.07元、市盈率为83.6倍、市净率为12.53倍,高股价下带来的高超募率也显示出市场的非理性,广大投资者对创业板发展前景过度乐观。然而,创业板各种乱象丛生、业绩变脸事件层出不穷,这也反映出创业板自身成长性不足的问题,“超募”意味着市场的高评价,却并不意味着高回报。

二、创业板成长性

孙建强等(2003)在《企业生命周期的界定及其阶段分析》一文中指出:企业的成长性是指企业在自身的发展过程中,通过对生产要素与生产成果变动速度进行优化而获得公司价值增长的能力,其表现为公司产业与行业具有发展潜力,产品前景广阔,公司规模逐年扩张,公司经营效益不断改善。企业成长性表现为企业的持续增长能力,对创业板上市企业来说体现为产品科技创新能力。超募为企业带来高资产,净资产净利率蕴含企业盈利能力、营运能力以及偿债能力的信息,用净资产净利率作为衡量创业板企业高成长性指标,能较好地体现创业板企业的价值创造能力。

创业板超募为上市公司带来巨额募集资金,在一定程度上解决了我国中小企业融资难的困境。具有“高成长性”的创业板上市公司在取得募集资金后其计划募集资金用来支持可行性项目的投资与发展,超募资金部分则应被用来支持主营业务的发展,最终结果都应推动创业板企业高成长,其表现在业绩水平上应为净资产净利率持续上升。

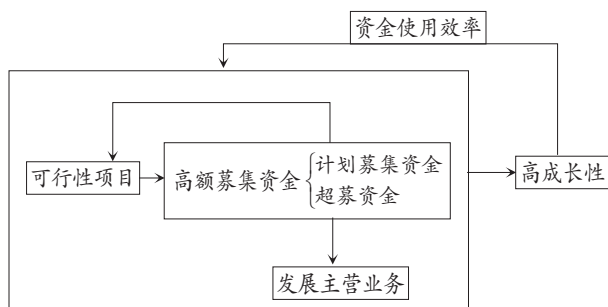


图3 创业板超募与成长性的关系

然而,创业板上市公司年报数据却表现不佳。如图4所示,2009年上市的58家公司净资产净利率平均为0.135 815,2010年上市的188家上市公司净资产净利率均值为0.104 368 4,2011年上市的293家上市公司净资产净利率表现出较为明显的下降趋势,均值为0.086 533 9,截至2012年12月31日在创业板上市的共353家公司平均净资产净利率仍然持续走低,降至0.070 706。通过对2013年第一季度财务报告分析,创业板上市公司整体收益依然

呈现下降趋势,没有呈现出高科技、高成长性企业应有的高成长性,显示出成长动力不足等问题。

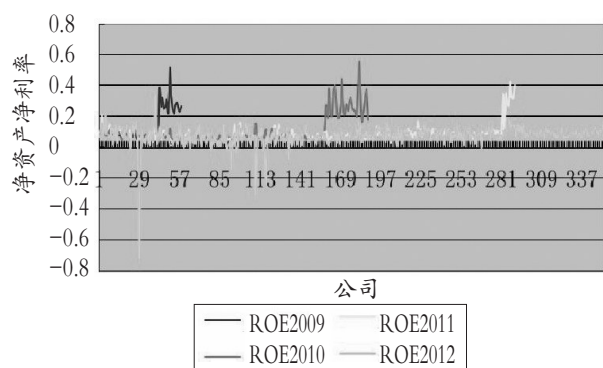


图4 创业板各年净资产净利率分布情况

黄琴和马俊杰(2011)选取了首批在创业板上市的28家公司,从盈利能力、股东获利能力、营运能力、发展能力四个方面比较了其2009年与2010年的业绩,发现创业板上市公司2010年业绩表现都不如2009年,2010年营业收入增长31.76%,低于同期一千多家上市公司36.14%的营业收入增长率;与同行业平均值对比发现大部分创业板上市公司与行业平均值持平,甚至大大低于行业平均值。刘玥和方先明(2011)基于我国首批创业板上市的28家公司数据,分析表明创业板上市公司的净资产净利率低于主板上市公司,超募资金存在一定程度的迷失。

另外,图2显示出我国创业板上市公司超募率行业差异较大,而超额募集资金支持下的业绩却未表现出明显的行业差异,除批发和零售贸易行业平均净资产净利率1.17明显较高之外,其他行业平均净资产净利率在0.39~0.75之间,差异不大。建筑业以高出其他行业1.43倍的平均超募率才能达到与其他行业相持平的平均成长水平,这说明相对于其他行业,建筑业的“超募”在一定程度上不能算作是超募,是行业内部成长的必要需求,或是因行业整体成长性不足导致其并未创造巨额超募资金下的高成长。深交所于2013年1月7日出台《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第1号》、《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第2号》,针对行业特殊性,提出从事广播电影电视业务和药品、生物制品业务的信息披露行为,提高创业板上市公司信息披露的有效性,保护投资者的合法权益。在此背景下,证监会是否可考虑针对不同行业定义不同的超募水平,而不像之前对整个创业板采取“一刀切”的方式划分超募界限,使投资者结合行业特殊性更客观地看待创业板的高成长性。

三、创业板超募资金的使用情况

创业板巨额的募集资金与业绩持续下滑之间的非对称性,也使我们不得不深究创业板高额募集资金的使用效率,考虑创业板上市公司对高募资金的“消化能力”。

(一)计划募集资金使用效率

政府通过《证券法》等法规制度详细规定了募集资金拟使用项目名称、项目运作、投入金额、投入进度、投资回收期、预计收益等信息,要求创业板上市公司计划募集资金应投资于事先披露的可行性项目,促进其主营业务的发展。2012年12月新出台的《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》明确指出上市公司改变招股说明书或募集说明书所列示资金用途的,必须经股东大会作出决议并按时披露公告。通过分析我国创业板353家上市公司财务报表以及相关募集资金使用披露公告,发现我国创业板上市公司普遍存在直接或间接变更募集资金使用去向的行为。353家创业板上市公司有121家披露显示其变更行为,占比34%。我国创业板市场“一股独大”特征突出,变更募集资金使用投向更易得到董事会、股东大会的同意,使得变更募集资金投向使用显得更“合理化”。

本文中的变更募集资金投向,指上市公司公开发行股票所募集的资金,没有按照招(配)股说明书中承诺的对可行性项目进行投资,而是在履行变更募集资金投向的规定的披露程序——董事会公告和股东大会公告,直接或间接改变了原资金项目的投向,包括投资项目的变更、投资项目的终止、投资项目结余资金变更为其他用途等。

募集资金投向变更源自于原有可行性投资项目与现有投资环境不相符,创业板上市公司很可能在上市前将项目描述得充分可行,具有极大投资价值,上市取得超额募集资金后却用原有项目与市场环境不符等简单理由变更募集资金使用投向,变更现象可能暗含自身成长性不足的问题。张为国、翟春燕(2005)研究表明变更募集资金投向的几率和程度与公司的规模、长期投资显著负相关,与公司持有的关联方交易、限制资金及股权集中度显著正相关。杨雪莱(2003)从市场方面入手研究发现追逐高价格和高投资收益率的市场利益驱动机制决定了上市公司募资投向变更。朱武祥和朱白云(2002)认为财务决策体制无效和财务分析技术问题是导致募集资金投向“变脸”的不可忽视的原因。李虎(2005)从战略绩效视角研究发现上市公司多元化程度和募资投向变更存在显著的正相关关系。变更募集资金使用投向很可能是上市公司利用上市“圈钱”行为的后果。

也有学者认为上市公司变更募集资金投向是为改善投资效率、提高盈利水平,将上市公司募集资金投向变更原因区分为客观原因(善意变更)和非客观原因(恶意),并着重讨论恶意变更来分析问题。张为国、翟春燕(2009)研究结果表明上市前后经营下降幅度越大,IPO募资投向变更几率更大,而这种变更能够改进未来经营业绩,因此募集资金投向变更是一种“好”的动机的善意变更行为。

本文比较了353家上市公司中存在变更募集资金投向行为的121家上市公司与没有变更的232家上市公司2012年度净资产净利率,发现存在变更的121家公司2012年平均净资产净利率为0.060,而没有变更的232家公司平均净资产净利率为0.076 2,这表明我国创业板上市公司募资投向变更更可能是一种非客观因素指导下的变更,很可能源自上市公司上市圈钱动机以及自身成长性动力的不足。

(二)超募资金使用去向

深交所相继出台了《创业板上市公司规范运作指引》、《创业板信息披露业务备忘录第1号——超募资金使用》等法规与规范性文件,强调超募资金应当用于发展公司主营业务,不得用于开展证券投资、委托理财、衍生品投资、创业投资等高风险投资以及为他人提供财务资助等;《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》指出上市公司实际募集资金净额超过计划募集资金金额部分(即超募资金)可用于永久补充流动资金和归还银行存款,每12个月内累计金额不得超过超募资金总额的30%。

万德数据库资料显示,目前已明确用途的超募资金主要有七种流向:存放于募集资金专户、补充流动性、银行还贷、研发投入、股权收购、圈地买房买车、市场推广以及营销网络建设(黄琴、马俊杰,2011)。龙丽娜、鲁兴起(2012)则以创业板上市的100家上市公司为例,发现巨额的超募资金主要用于投资并购、还贷补充流动资金、买房地和存放银行。

本文通过对创业板353家上市公司超募资金使用去向统计分析,发现大部分公司都将超募资金存放于专款账户,除此之外,有262家公司披露其将部分超募资金用于补充流动性,123家用于偿还贷款,187家将超募资金投资于对内研发和对外可行性项目,104家用来收购公司,130家用于增资子公司,49家追加对募投项目的投资,另外51家用于购置土地、厂房等。超募资金的使用投向直接体现公司运营方向,也直接考验公司管理者管理水平。

将超募资金长期存放于专款账户、用于补充流动性或是归还银行贷款,难以对公司高速成长产生直接刺激,无疑是社会资源的一种浪费;将超募资金用来对内外投

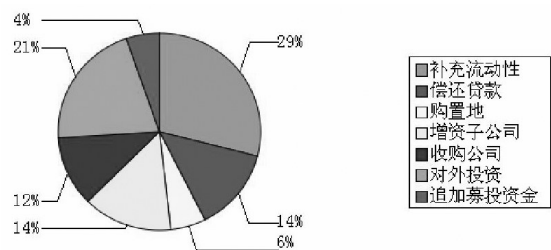


图5 创业板超募资金使用投向分布情况

引入非财务变量的上市公司财务困境预警

曾繁荣(教授) 刘小淇

(桂林电子科技大学商学院 广西桂林 541004)

【摘要】 本文选取沪深两市A股2010~2013年52家首次ST公司和52家从未被ST公司作为研究样本,引入盈利能力、股东获利能力、营运能力、发展能力、风险水平和偿债能力六个方面的财务变量,以及股权结构、公司治理、重大事项、人力资本4个方面的非财务变量,使用Fisher判别与Logistic回归两种方法建立ST前3年的财务困境预警模型。实证研究表明,加入非财务指标可以提高财务困境预警的准确率,且Logistic回归方法建立的预警模型的预测效果更好。

【关键词】 财务困境 财务危机 非财务变量 预警 ST公司

一、引言

财务困境又称财务问题,最严重的财务危机是财务失败或破产。Fitzpatrick(1932)首先用单个财务变量预测破产,开启了财务困境预警的先河,财务困境预警问题逐步被学者所重视。

随后出现了Beaver(1966)一元判别分析法,Altman(1968)多元判别分析法,martin(1977)多元逻辑回归法,Ohlson(1980)多元概率比回归法,Frydman(1985)决策树

法, Messier(1988)专家系统法, Odom(1990)人工神经网络法, Lane(1986)生存分析法等多种方法。其中多元判别分析和逻辑回归两种方法的可操作性较强,模型稳定且预测效果较好。本文采用Fisher判别与Logistic回归两种方法构建上市公司财务困境预警模型。

资、追加对募投项目的投资从理论上能为公司创造一定的收益,有利于公司扩大规模,发展主营业务,然而创业板上市公司净资产收益率的市场表现并没有为广大投资者交出一份满意的答卷。首批上市的28家创业板公司中“超募王”神州泰岳2010年豪掷4.21亿元购买北辰首作大厦的第7~22层,其中7~14层以2.11亿元的超募资金购得,这笔资金占已用超募资金的54.8%。像神州泰岳这样将超募资金用来购置土地或是添置厂房的现象比比皆是,从表面上看扩大研发或营销服务中心、厂房购置、基建建设等行为是为发展主营业务服务的,但细看就会发现很大部分公司购置的土地集中于像北京等大城市,很难界定这种置地买房行为究竟是理性地投资于生产资料还是盲目投资。

四、结论

创业板超募意味着市场对“高新”企业的乐观预期,是新股发行利益链各方共同作用的结果。募集资金投向变更、超募下体现企业成长性的业绩表现持续走低,意味着创业板并未如广大投资者预期带来巨额回报,巨额超募资金并未很好地促进“创新型经济”的发展,投资者必

须从整体上理性认识创业板的高成长。在深交所出台《创业板行业信息披露指引》背景下,证监会是否可考虑对创业板超募也实行按行业信息披露方针,甚至针对行业特殊性,对不同行业制定不同的超募标准,指导投资者更全面更客观看待创业板的“高”与“新”。

法, Messier(1988)专家系统法, Odom(1990)人工神经网络法, Lane(1986)生存分析法等多种方法。其中多元判别分析和逻辑回归两种方法的可操作性较强,模型稳定且预测效果较好。本文采用Fisher判别与Logistic回归两种方法构建上市公司财务困境预警模型。

从目前国内外的研究来看,研究者大多采用财务指标构建财务困境预警模型,却忽略了非财务信息的作用,而财务数据易粉饰且不能反映企业财务状况的全貌。本

【注】 本文系2012年度教育部人文社会科学研究规划基金项目“创业型经济 创新商业模式与创业板上市公司信息披露战略性重构”(项目编号:12YJAZH152)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Shelly and Balwinder.Singh, Oversubscription and IPO Underpricing: Evidence from India. The Icfai Journal of Applied Finance, 2008; 12
2. 王啸, 何秦. 当前企业发行上市体制下的若干问题探讨. 证券市场导报, 2010; 12
3. 蒋欣, 李全. 创业板超募现象解析. 中国金融, 2010; 2
4. 冯晓, 崔毅. 创业板超募现象的制度性思考. 财会月刊, 2010; 8