

谈创业板超募资金问题产生的影响

向显湖 朱艳 杜倩倩

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

【摘要】 2009年10月30日,首批28家创业企业通过严格审核、层层筛选后在创业板市场正式上市。本文基于创业板上市融资数据分析超募资金问题形成的原因及其影响,并提出了一些政策建议。

【关键词】 创业板 超募资金 高收益率

一、引言

创业板市场,是指专门协助具有高成长性的新兴创新企业,特别是高科技企业筹资并进行资本运作的市场,又称为二板市场、另类股票市场、增长型股票市场等。它与大型成熟企业上市的主板市场不同,是一个前瞻性市场,注重企业的发展前景与增长潜力。创业板市场的上市标准要低于成熟的主板市场,是一个高风险的市场。金融危机的爆发使各国经济发展受不同程度的损伤,我国也不例外,出口贸易的锐减、中小企业的破产、市场的低迷,致使我国不得不出台各种各样的刺激政策和补救措施,创业板的上市就是在这样的背景下推出的。一方面,创业板市场可以扶持小企业,使其走出资金困境,恢复生产经营,从而促进整个国家的经济复苏;另一方面,创业板上市也表明了国家调整生产结构的决心,即鼓励企业创新,引导企业走新型环保的可持续发展道路。

2009年3月31日证监会颁布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》,这标志着创业板经过十年的发展历程,终于得以推出。在2009年7月26日,证监会开始受理创业板预上市企业的申报、审批,最终从108家企业中筛选出28家首批挂牌上市。这28家企业以电子信息(13家)和现代服务(10家)为主要创业项目。在之前的种种猜测中,这28家企业从创业板市场成功募集了资金,解决了创新项目实施所需的资金。但是从融资数据来看,首批上市融资企业出现了高发行价、高市盈率和高超募比例的“三高症”,尤其是超募资金问题很突出,超募资金比例远远高于主板市场和中小板市场。首批28家创业板上市公司筹资数据详见右表。

从表中的数据可以看出,首批上市企业的市盈率普遍偏高,平均市盈率达到55.7倍,超募资金达到84.005亿元,平均超募比例约117.4%,平均每家公司超募资金约3亿元人民币,其中上海佳豪竟然超募190.5%的资金。据2009年11月2日《证券日报》报道:在首批企业上市当日,市值新增714亿元,当天就创造出115个亿万富翁。第二批上市的8家企业其平均市盈率再创新高,平均市盈率达到了83.6倍,超额募资33.33亿元,超募比例高达209%。

首批28家创业板上市公司筹资数据

公司名称	发行价 (元)	拟募金额 (亿元)	实际募资 (亿元)	超募比例 (%)	市盈率 (倍)
神州泰岳	58	8.445	18.328	116.99	68.8
乐普医疗	29	5.167	11.89	130.05	59.56
爱尔眼科	28	3.403	9.38	175.43	60.87
华谊兄弟	28.58	6.2	12	93.54	69.71
红日药业	60	2.679	7.554	182	49.18
特锐德	23.8	4	7.997	99.9	52.76
机器人	39.8	2.283	6.169	170.2	62.9
中元华电	32.18	1.85	5.26	184.4	52.65
华测检测	25.78	2.04	5.413 8	165.3	59.95
网宿科技	24	2.424	5.52	127.7	63.16
鼎汉技术	37	2.155 7	4.81	123.12	82.22
南风股份	22.89	2.875	5.493 6	91.1	46.24
莱美药业	16.5	1.44	3.795	163.2	47.83
金亚科技	11.3	1.85	4.181	126	45.2
银江电子	20	1.7	4	135.3	52.63
上海佳豪	27.8	1.206	3.503	190.5	40.12
汉威电子	27	1.815	4.05	123.09	60.54
立思辰	18	2.76	4.77	72.71	51.49
吉峰农机	17.75	1.975	3.976	101.31	57.26
安科生物	17	1.66	3.57	115.06	46.83
亿纬锂能	18	2.062	3.96	92.05	54.56
北陆药业	17.86	1.238 9	3.036 2	145	47.89
成都硅宝	23	1.634	2.99	82.62	47.96
探路者	19.8	2.199	3.366	53.02	53.1
宝德股份	19.6	1.6	2.94	65	81.67
华星创业	19.66	1.182	1.966	65.99	45.18
大禹节水	14	1.53	2.52	47.61	53.85
新宁物流	15.6	1.4	2.34	49.24	45.48
合计		70.773 6	154.778 6		
平均值	25.425	2.528	5.528	1.174	55.7

那么创业板块的超募资金问题是怎样形成的?巨额的超募资金会产生怎样的影响呢?

二、超募资金问题形成的原因

1. 宏观原因。

(1)产业结构的转变。金融危机波及世界各国的经济,对我国的出口贸易也产生了重大影响,如何应对危机,走出经济困境,是我国政府非常重视的问题。我国政府除了拉动内需、出台相关扶持政策,着力进行了产业结构调整。早在1984年,国家科委就组织了“新技术革命与我国的对策”课题研究,提出以建立创业投资机制促进高新技术发展的建议,对走高科技发展路线的中小企业进行扶持。经历十年的发展历程,开辟创业板市场时机成熟,并于2009年下半年在我国公司开通创业板市场,表明了国家调整产业结构的态度。承载着优化我国产业结构的希望,经过证监管理部门的层层筛选,代表着目前我国科技、通信、能源、传媒等不同领域的前沿水平的高科技企业,自然得到了举国上下的关注,投资者对创业板的高度预期致使上市企业超募资金也就不足为奇了。

(2)上市条件的限制。与海外创业板上市条件相比,我国创业板的上市条件限制较多,比如:要求“两高”,即成长性高、科技含量高;“六新”企业,即新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式。这些限制性条件是我国参考国际创业板市场的经验采取的比较谨慎的措施。这些上市条件限制了我国大多数中小企业的上市筹资,因此能够上市的企业是高技术含量、高增长潜力企业的代表,自然成为民众关注的焦点。同时,国家为了应对全球性经济危机,拉动内需,实施了扩张性货币政策,通过降低利率使资金从银行流入市场,增加货币的流动性,从而鼓励投资消费。资金在市场上的流动性和流量大大增加,资金面宽裕,投资者将宽裕的资金用于比较看好的上市企业,这也是我国创业板市场普遍存在超募资金的重要原因。

2. 投资者原因。我国投资者盲目跟风,追“新”炒作现象比较严重,由于信息不对称和技术性缺失,大多数散户有盲目跟随投资机构炒作的习惯。创业板市场经过了十年的发展,能够突破各种审核上市的企业,是投资机构获得高预期收益的对象。在创业板的市场定价机制和首批上市企业融资取得高额回报的双重因素作用下,机构投资者为了能够申购更多的份额,凭借雄厚的资金实力,不断地抬高询价,致使后续上市企业超募资金问题更为严重,股价被推向高峰。有以往6000多点的股市神话做背景,大批散户毫不犹豫地跟进,更是令超募资金比例达到了令人惊讶的程度。

三、超募资金问题的影响

1. 对企业的影响。

(1)超募加大了企业管理层的投资压力。证监会与证券交易所发文规定,创业板超募资金不可用来进行证券投资、委托理财、衍生品投资等高风险的投资,也不可用来抵偿负债、弥补亏损,以及为他人提供财务资助等活动,只能存入专户或投入主业。企业高层管理者把要求高回报率的股权资本存入银行以获得利息收入的短视行为,是导致股票的内在

价值下降、迫使二级市场的股票价格大幅下跌的主要原因。因此,为提高资本回报率,防止出现资金净现值为负的决策行为,管理层需要尽快寻找合适项目进行投资,以维持企业内在价值,保持股价稳定。

(2)巨额超募资金降低了企业资金的平均利用效率。尽管企业管理层急切地寻找合适的投资项目,以提高企业收益,但是创新的项目或技术无法在短期内获得,需要一定时间来论证和检验。企业资金的长期闲置降低了整个资金的平均利用率,如何有效地利用骤然获得的巨额资金,不但是管理层也是监管部门和整个社会最为关注的问题。一边是创业板上市企业超募资金的低效使用,一边是大量濒临破产、急需救命资金的中小企业,资源浪费、严重失衡是值得整个社会提高警惕的大问题。

(3)超募使企业走上经营的高风险道路。面对大额的超募资金,股东为了追求高收益,除迫使管理层足额或加大投资原有创新项目外,还要求上市公司在短期内尽快地寻找到新的投资项目,这些新的项目对于创业企业来说,其经营能力、人力资源、技术发展、市场前景以及企业原有的战略规划能否适应,是需要论证的问题。从上市公司资金实际使用的调查表来看,上市公司严重亏损或者利润大幅下滑的,70%以上是募集资金投资不当造成的(蒋欣、李全,2010)。超募资金诱使企业进行快速投资、迅速扩张,这些投资的实施改变了创业板创新的初衷,加大了对于投资项目预期收益的不确定性,为企业经营埋下了高风险的隐患。

(4)超募现象可能引发高管套现,导致企业人才流失。创业板上市以来的“三高症”引起了证监会的重视,证监会除规定超募资金不得用于货币性投资外,对上市公司高管持有股票的减持时间也做了规定,例如:上市公司董事、监事和高级管理人员,在申报离任6个月后的12个月内,通过证券交易所挂牌交易出售本公司股票数量占其所持有本公司股票总数的比例不得超过50%;自离任人员的离任信息申报之日起6个月后的12个月期满,离任人员所持本公司无限售条件股份将全部解禁。因此,一些公司的高管会选择辞职,以便可以自由地在股票市场上进行套现交易。如果出现这种情况,对上市公司来说是很不利的。因为人才的利用和储备是创业企业的支柱,人才的流失会造成企业长远发展的中断,创新项目难以正常实施。这使人们不得不担心,创业板的高价发行,可能会把市场最稀缺的资源——企业家直接驱逐出市场。

(5)超募也可能降低企业的公众形象。巨额超募资金无法合理使用,造成一大批富翁瞬间出现,使企业背上“圈钱”的嫌疑。投资者对创业企业的创新预期降低,对创业企业的高新产业、高新技术产生怀疑,从而降低了对创业企业的信任。

2. 对投资者的影响。

(1)加大了投资者的投资风险。基于对创业企业的高成长性预期,投资者热情高涨加入到创业板股票的投资中,从开盘当日不断增高的市值就可以反映出投资者对创业板企业的看好心态。但是超额募资数量过大,短期内又没有实际可供操作的募资投向,加之创业企业经营发展的不稳定性,创业企业难

以满足投资者的高收益预期,超募资金越大,平均利用率越小,其投资风险越大。在第二批创业板发行后,东兴证券银国宏提醒投资者:“第二批公司整体业绩明显比之前的差,但83.59倍的平均发行市盈率远高于首批的57倍,有点‘杀人’。加上新鲜感不足、管理层监管严厉,‘炸新暴利’很难再现,投资者申购时需要特别谨慎。”创业企业对突然涌入的巨额超募资金如何有效利用越是迷茫,其未来的经营收益越是不确定,投资者投入资金需承担的风险就越大。

(2)打击投资者信心。巨额超募资金扰乱企业的长期发展战略:资金的短期闲置造成其利用率下降,盲目投资的失败使投资者获取高额收益的希望落空;高股价使股票的流动性降低,股票被套牢的风险加大,即投资者要面对高股价未必会带来高收益的风险问题。投资被大家都看好的成长性上市公司企业却给自己带来如此多的不确定性,今后该怎么投资、投资什么样的金融产品、怎么选择股票等一系列令人困惑的问题降低了投资者的投资信心。

3. 对社会的影响。

(1)超募抬高了企业上市筹资的心理预期。大量的超募资金使那些为资金困扰的未上市企业有了很高的心理预期,在上市融资的财富效应吸引下,企业管理者的预期被不断拔高。为上市融资,更多的企业提高了自己的估值,忽视了上市融资成本最大的现实。非理性的上市融资行为不断加大,对上市融资方式的热衷会使企业忽视其他低成本融资方式,其结果只能是加大企业负担、限制企业发展。

(2)超募融资带来了社会资源分配不平衡。超募资金吸引了更多中小企业的关注,更多要求上市的企业提高了上市门槛,最终形成少量上市企业抓着大把的闲置资金与众多的未上市企业伸手寻求救命资金的不平衡状态,社会资源不能平衡、协调、有效地分配和利用,这是对全社会资源的极大浪费,对我国经济持续、协调、稳定地发展极为不利。

(3)超募资金增大了资本市场的泡沫。股价代表了企业未来收益的现值,是企业对投资者和整个社会的回报。超过现实收益的股价是被炒作的结果,这些虚拟的炒作使资本市场泡沫不断加大,在整个社会不能承受时会破灭,而破灭之后以社会经济的停滞和倒退为代价。

四、解决超募资金问题的建议

1. 上市制度要不断完善。

(1)规范发行定价,加强政府指导作用。创业板市场价格是以市场定价为基础,在市场供需和投资者心理预期高涨的情况下往往会出现价格奇高的现象。证券监管部门应该重新制定价格管理机制,实行市场化和监管指导双重模式。股价奇高并不是新股的真实价值的估测,而是投机抬高的结果,证券监管部门面对不正常的高倍发行市盈率应该出面干涉,用“有形的手”去引导“无形的手”,发挥市场监管的功能。

(2)降低发行门槛,缓解供需关系。借鉴国际成功的创业板市场经验,如美国的纳斯达克市场,开板初期就推出了千余家上市企业。我国也应该增加上市企业数量,使更多急需资金的企业能够筹集到发展所需资金,发挥创业板市场的重要功

能,为更多的企业提供资金。同时,上市企业数量增多可以避免投资者追新炒新现象的发生。

(3)实行存量发行。大量企业上市后,在投资者谨慎投资、理性投资的情况下,发行股票超募资金问题可以逐步解决。存量发行使首发可流通股股票数量增多,这在一定程度上可以缓解供需关系,促进发行价格合理化,从而减少企业管理层为了套现而辞职的现象,为企业发展保存了人力资源,同时也减少了限售股在锁定期到达之后对证券市场的冲击。

2. 加强超募资金利用的监管。

(1)发挥保荐机构的监管作用。出现超募资金后,证监会应十分重视,密切关注创业板公司募集资金的“去向”,制定相应措施。但是,对于大量超募资金的利用,仍然是一个值得社会关注的问题。证监会可以发挥保荐机构的监管作用,一方面在持续督导的过程中,保荐机构可以随时关注超募资金的使用情况;另一方面,作为中间联系机构,保荐机构也可以使上市企业联合具有创新项目的未上市企业,共同投资于创新项目,使超募资金发挥应有的效用。

(2)引导企业合理用资,适当开辟新的用资渠道。从我国企业的研发费用数据来看,企业的科研投入比例远远低于发达国家,因此监管部门可以辅助企业进行科研投资,研究开发更多的高科技项目,同时引进企业需要的各类人才,为企业后续发展建立人才储备库。

3. 加强投资者的学习与教育。加强投资基础知识的宣传与教育,让投资者从客观上认识到投资收益与风险的关系,理解上市流程和投资资金运转的过程、投资资金增值的原理,使其合理地规划理财计划、谨慎投资,减少盲目跟风现象。多元化投资是规避风险的合理选择,我国投资者对于理财产品的认知度普遍较低,证券部门和银行等金融机构可以发挥专业优势,举办学习班,聘请专业人士讲解理财产品的相关知识,引导投资者理性投资。

4. 加强法制建设。加强法制建设,完善资本市场的相关法律法规,防止不法投资机构恶意炒作,严厉惩罚违规交易者,切实保护投资者和上市企业的合法利益,维持资本市场的健康发展。

创业板市场是对我国资本市场的补充和完善,它的推出有利于我国产业结构的调整,有利于创新型企业实施高新技术产业,有利于扶助中小企业走出困境。虽然目前存在诸多问题,但是随着制度的完善、市场体系的建立、投资者理性投资秩序的形成,创业板市场必将发挥其应有的作用。

主要参考文献

1. 王晓澎,曹中元.中国与海外创业板的比较研究.法商论丛,2009
2. 胡学文.创业板超募资金使用实行量化监管.新华网,2010-01-06
3. 陶郦春.完善我国创业板市场制度建设.中国金融,2010;2
4. 王晓津.海外创业板市场最新发展动态及启示.中国金融,2010;2