

# 创业板超募现象的制度性思考

冯晓 崔毅

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

**【摘要】** 本文根据创业板上市以来出现“高发行价、高发行市盈率、高募集资金”的“三高”特征和超募现象普遍、创业板上市公司资金使用效率低和盲目投资等问题,指出其根源在于现行股票发行机制和定价机制的不完善,并提出了完善新股发行定价市场化机制的建议。

**【关键词】** 创业板 超募现象 新股发行制度

创业板的开通,主要目的是扶持中小企业发展,为高科技企业发展提供融资渠道,为风险投资和创投企业建立正常的退出机制,构建多层次的资本市场体系。但从我国创业板开建以来的表现来看,创业板上市公司出现了“高发行价、高发行市盈率、高募集资金”的“三高”特征,超募现象普遍,且有愈演愈烈之势。创业板的超募现象是否是对资金这一稀缺资源的浪费?出现这一问题的深层次原因在哪里?缓解这一问题的制度性建议举措是什么?研究这些问题对缓解创业板“小马拉大车”的超募现象有深刻的理论和实际意义。

## 一、创业板的超募现象普遍

创业板新股发行一开始就进入市场化轨道,但在市场机制并不健全的我国资本市场,定价机制尚不完善,新股定价随

担保经验,加强银行与再担保公司之间的合作。按照“统一标准、联合授信、控制风险、实现多赢”的原则,形成“利益共享、风险共担、互相信任、共同发展”的再担保公司与银行之间的合作模式,为银行资金安全运行提供保障的同时,进一步提升担保机构的融资担保能力。<sup>③</sup>推行“零代偿、零收费”再担保模式。借鉴上海市再担保经验,对合作中不产生代偿风险的政策性担保公司给予费用免除,提升政策性担保机构的资本实力和规避风险的能力,放大贷款担保倍数;同时,可减轻政府的财政压力。另外,建议对符合国家产业政策的中小企业提供担保的商业性担保机构同样实行“零代偿、零收费”模式,以优化中小企业投资结构,促进经济协调发展。

4. 加强担保行业管理,发挥担保行业协会自律作用。政府应加强对中小企业信用担保行业协会的指导,督促担保行业协会对担保机构进行定期检查,促使担保行业协会通过开展业务培训、业内交流、评级评选、行业检查、考核评比等活动,推动担保行业健康有序地发展。

5. 发展互助担保。受资产规模和企业资信等级等方面的限制,单个中小企业几乎很难依靠自身力量获得银行贷款。通过同业抱团、区域抱团,组建中小企业互助担保机构,用互助担保机构的资产和信用为成员企业的贷款提供担保,不失为

意性较大,上市公司募集资金远远超过投资项目计划所需资金,超募现象普遍。根据有关统计数据:2009年10月30日在创业板上市的28家公司计划募集资金71.61亿元,实际募集资金154.78亿元,超募资金达83.17亿元,超出计划一倍多,超募率达116.14%,平均每家公司超募资金2.97亿元。其中,超募资金最多的是神州太岳,超募资金达9.88亿元;超募率最高的是上海佳豪,超募率达190.50%。

2009年12月25日,第二批在创业板上市的8家公司公布的询价和发行定价结果显示,8家公司平均市盈率高达近84倍,超募现象更为严重。2010年1月8日上市的6家创业板公司超募率再创新高,平均超募率达到了249.56%,其中上海凯宝超募资金最多,实际募资金额超过10亿元大关。截

目前一种缓解中小企业融资难的有效措施。由于互助担保运行体制使放贷银行、担保公司、成员企业连接在一个产业链上,因而它们之间的行业信息、成员信用及经营状况信息较为对称,这样可减少银行信贷的逆向选择,能有效帮助中小企业以较低利率获得银行贷款。为扩大互助担保资金规模,提高担保力度,可借鉴意大利互助担保从社会公众筹集资金的做法,多渠道筹集资金。但应该注意的是,互助担保公司在吸纳会员和提供担保过程中,应优先考虑市场竞争力强、信用状况好的企业,以降低银行放贷的风险;互助担保公司股权应高度分散、独立、透明。另外,政府应高度重视互助担保,为之制定健全的法律法规,以规范互助担保各方行为。

## 主要参考文献

1. 蒋云. 中小企业信用担保业发展问题研究——以扬州市为例. 生产力研究, 2009; 14
2. 吕薇. 借鉴有益经验建立我国中小企业信用担保体系. 金融研究, 2000; 5
3. 山东中小企业办公室. 2009山东省中小企业信用担保业务情况汇总. 山东中小企业简报, 2010-01-26
4. 谭中明, 梅强. 中国中小企业信用担保运作模式研究. 数量经济技术经济研究, 2001; 6

至2010年1月20日,在创业板上市的50家公司共募集资金304.78亿元,其中超募资金近200亿元,超募率达194%。由此可见,创业板的超募已成为一个普遍问题,并有愈演愈烈之势,已引起证券市场广大投资者的担忧。

## 二、创业板超募现象带来的问题

创业板的巨额超募资金引起了投资者和监管部门广泛的关注和担忧。巨额超募资金极有可能与创业板发行人现有的生产经营规模、财务状况、技术水平、管理能力、营销能力和客户积累等不相适应,从而出现资金使用上的“小马拉大车”现象。实际上,超募问题已造成对资金这一稀缺资源的浪费,挤占了更需要资金的中小企业的融资空间。同时,超募问题已依稀暴露出一些创业板上市公司非法挪用超募资金开展证券投资、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一系列问题。

1. 超募资金使用不当会损毁公司财富。证监会规定超募资金应当用于公司主营业务,但是对于在成长初期的创业板上市公司来说,其主营业务在短期内要消化几亿元超募资金相当困难,面对突如其来的大量资金,发行公司最常见的做法是将资金放在银行吃利息。但问题是股权资本相对于自有资金和债务资本有更大的风险,要求有更高的报酬率 $r$ ,如果我们对股权资本获得的银行利息 $i$ 用股权资本成本 $r$ 进行贴现,那么最后净现值(NPV)肯定为负,即:

$$NPV = \sum_{k=0}^n \frac{i_k}{(1+r)^k} - \sum_{k=0}^n \frac{O_k}{(1+r)^k}$$

按照项目投资决策折现评价方法,净现值为负的项目将导致股票内在价值下降,该项目的实施是在损毁公司财富。

2. 巨额超募资金引发的盲目投资,增加了经营风险。创业板上市公司利用超募资金进行投资不外乎两条途径:一是在维持原投资项目不变的基础上,增加原投资项目的投资额度,加快公司的扩张步伐;二是扩大投资范围,寻找新的投资项目,以资金拉动公司快速发展。如果能够妥善安排超募资金的使用计划,这些做法原则上无可厚非。但这种投融资错位的资金管理(不是基于好的投资项目去融资,而是被动地为巨额资金寻找投资机会),对于这些刚刚走出创业阶段的创业板企业而言,由于运营能力、项目市场前景和人才均有限,很可能打乱企业的发展节奏,影响公司的主营业务发展,可以说对公司的长期可持续发展弊大于利。另外,企业投资若失败,上市公司股票价格势必受到影响,最终会损害中小股东的利益,危害创业板市场的发展。可以说,募集资金投资不当是导致上市公司严重亏损或者利润大幅下滑的重要原因之一。

3. 非法挪用超募资金,用于永久补充流动资金和归还银行贷款等。深圳证券交易所发布的《创业板信息披露业务备忘录第1号——超募资金使用》对超募资金的用途作出了严格限制。备忘录强调超募资金应当用于公司主营业务,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;对于超募资金用于永久补充流动资金和归还银行贷款的金额,规定每十二个月内累计不得超过超募资金总额的20%;尤其对于单次实际使用超募资

金金额达到5000万元且达到超募资金总额20%的,特别规定应事先提交股东大会审议。但发行人与监管机构之间历来上演着“猫捉老鼠”的游戏,对于上市前平时的现金流只有几千万元的创业板公司来说,上市后突然多出几亿元的自由现金流量,公司的高管难免在钱上动歪心思,超募资金的非法挪用也因此成为公众特别担忧的问题。

4. 社会财富分配不合理,企业家人才流失。发行市盈率过高和超募现象的背后,是广大投资者的财富流入了上市公司和原始股东的腰包,社会财富的不公平分配在公司发行和上市的瞬间完成。这种利益分配使社会财富迅速地向少数人手里过度集中,不利于将资金配置到更需要的地方去。同时,按照深交所的规定,上市公司高管自离任信息公布之日起6个月内离任,之后满12个月,公司离任高管所持本公司无限售条件股份将全部解禁,即高管离开公司一年后,其股票就可以随时套现。面对如此高的发行股价,公司继任高管的创业激情势必受到影响,失去把企业做大、追求企业成长带来收益的动力,最终导致企业家人才这一关键资源的流失。

## 三、创业板超募问题的根源在于新股发行制度存在弊端

创业板出现超募问题的原因很多。如我国经济2009年逐渐走出2008年金融危机的阴影,GDP同比增长8.7%，“保八”超预期,宏观经济明显复苏;我国产业结构升级政策确立以新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业六大产业为核心的战略性新兴产业,创业板上市的中小企业很多来自于新能源、新材料、信息技术、通信等领域,属于我国产业结构升级重点支持的对象,市场前景看好;2009年我国实施了适度宽松的货币政策和积极的财政政策,再加上国际上对人民币有升值预期,使得人民币流动性充足,资金面宽裕;加之我国股票市场一贯有追“新”的传统,而创业板流通盘较小,难以形成稳定的市场供求预期,市场过热一时难以抑制等等。在众多的原因中,创业板超募的直接原因是股票的高市盈率和高IPO发行价格。而高市盈率和高IPO发行价格的根源在于现行股票发行制度存在弊端。

1. 新股发行由证监会决定。《首次公开发行股票在创业板上市管理办法》对新股发行程序的规定如下:发行人应当按照证监会有关规定制作申请文件,由保荐人保荐并向证监会申报;保荐人保荐发行人发行股票并在创业板上市,应当对发行人的成长性进行尽职调查和审慎判断,并出具专项意见,发行人为自主创新企业的,还应当在专项意见中说明发行人的自主创新能力;证监会收到申请文件后,在五个工作日内作出是否受理的决定;证监会受理申请文件后,由其相关职能部门对发行人的申请文件进行初审,并由创业板发行审核委员会审核;证监会依法对发行人的发行申请作出予以核准或者不予核准的决定,并出具相关文件。

从上述规定中可以看到,创业板新股发行采用的是审核制,决定权在证监会、发审委及其相关职能部门。公司能否上市融资由证监会决定,实际上谁能成为亿万富翁,完全取决于证监会,而不是由市场决定。在我国,有特殊背景券商保荐的公司更容易通过证监会的审核,这可能导致产业资本和金融

资本相互勾结,使新股发行沦为发行人的圈钱工具。

2. 新股定价由机构投资者决定。《证券发行与承销管理办法》规定:首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向特定机构投资者询价的方式确定股票发行价格。询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。发行人及其主承销商应当通过初步询价确定发行价格区间和相应的市盈率区间。发行价格区间确定后,发行人及保荐机构根据发行价格区间向询价对象进行累计投标询价,并根据累计投标询价的结果确定发行价格和发行市盈率。

从上述规定中可以看出,创业板新股发行价格由机构投资者决定,只是一种“市场化”形式。市场化定价是国际市场上的普遍做法,但这种发行方式建立在股市成熟的基础上。而当前我国股市新股上市首日收益率和换手率居高不下,投机现象严重。根据询价制的规定,询价对象如果未参与初步询价或者参与初步询价但未提交有效报价,将不得参与网下累计投标询价和网下配售。创业板市场“十年磨一剑”,前几批上市公司都是经过严格审批、精挑细选,质量较好、成长性较强的公司,机构投资者在二级市场能够获得高额回报的预期下,为了通过申购能够获得更多的份额,获得新股发行网下配售的“利益蛋糕”,往往会报出高价,进而整体上提高了新股的发行价格,导致出现高市盈率和 high IPO 发行价格,导致实际募集资金远远超过拟募集资金。同时由于初步询价时不用支付任何保证金,也不必申购,这就使得一些缺乏诚信的机构为了获得自身利益的最大化,在初步询价时出价很高,但在累计投标询价时却不参与申购,恶意扰乱定价秩序。

3. 新股发行方式损害中小投资者利益。《证券发行与承销管理办法》规定:我国股份公司首次公开发行股票和上市后向社会公开募集股份采取对公众投资者上网发行和对机构投资者配售相结合的方式发行。首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的,可以向战略投资者配售股票。

从上述规定中可以看到,新股发行分为战略配售、网下配售与网上申购三个部分。一方面,根据询价制的规定,机构投资者具有询价权以及由此衍生出来的网下配售权(询价的对价)。我国股票市场一向供不应求,上市首日收益率居高不下,受这种新股供求关系的影响,机构投资者就会报出高价,寻求更高的中签率以获得最大利益,但机构投资者的这一特权是以牺牲中小投资者的中签率和相应的利益为代价的。另一方面,在现行制度下,参与询价、投标的机构,在网下优先认购新股以后,还可以再参加网上申购。网上申购奉行的是“资金为王”的游戏规则,中小投资者一般只能以自有资金申购,缺乏融资渠道,而机构投资者却可以通过短期融资调动大规模的申购资金。这使得大量资金为认购新股而囤积于一级市场,并频繁、无序流动,造成新股上市首日往往被爆炒,影响股市稳定。这种安排极不合理,违反了公平与公正的市场原则。

#### 四、解决创业板超募问题的制度性建议

1. 新股发行定价市场化,完善询价和申购报价的约束机制。首先,在询价环节,应当实行“价准者申购权利”制度,即只有申报价格较准的机构投资者才可以获得申购权利,这种

机制能对高报价产生一定的约束作用。其次,改变初步询价时“纸上谈兵”的做法,采取真实的资金报价,使报价与申购直接挂钩。再次,强化保荐机构在新股定价中的作用,保荐人提供的发行人定价估值报告应成为询价对象作出报价反馈的重要依据。最后,强化 IPO 询价制度的透明度,公开定价估值报告、询价对象、询价对象的报价结果、发行价格区间、市盈率区间、询价程序等信息,接受社会公众监督。

2. 实施存量发行改革。存量发行,主要是指在公司 IPO 时,原有公司股东对外公开出售一部分股份。存量发行可避免发行过多新股造成募集资金过多,同时有助于增加新股上市首日股票供应量,降低市场炒作因素的影响,减少限售股份积累,进而有效解决创业板目前存在的超募问题,这对促进 IPO 合理定价有非常积极的作用。存量发行改革是证券市场发展的趋势,可以缓解大股东非法占用上市公司资金的问题,能够减少限售股在锁定期满之后对证券市场的冲击,有利于证券市场的健康发展。存量发行作为成熟市场通行的一种新股发行方式,如果在股本较小的创业板上市公司先行试验,不仅能在一定程度上促使 IPO 合理定价和解决超募问题,而且能为主板的新股发行制度改革提供宝贵经验。

3. 增加股票供应量。美国纳斯达克市场现在上市公司多达 3 000 多家(1997 年年底曾达到 5 556 家之多),成交量甚至大于美国主板市场。正是庞大的规模,避免了投资者对新股的盲目追捧。因此我们应加快发展创业板,通过支持境内优质大型企业和高成长性中小企业发行上市,支持机构投资者的不断壮大与发展,增加中小投资者的投资出路,促使创业板尽快形成规模,以缓解创业板上市公司少、盘子小、易于操纵的问题;通过形成稳定的市场供求预期,实现证券市场的供求平衡,以抑制市场过热,缓解创业板的超募问题。

4. 引入保护中小投资者利益的相关机制。在以往的新股发行过程中,保护中小投资者利益的措施往往由于机构投资的强势地位而趋于淡化,因此,对机构投资者的“特权”必须进行一定的限制,引入相关的保护中小投资者利益的机制,在制度安排上将中小投资者作为上市申请人与承销商新股定价的“对手”参与进来,从而形成利益的不一致性,这或许能对目前的新股超募问题起到一定的遏制作用。

#### 主要参考文献

1. 阙京华.IPO 询价制度存在的弊端及修补机制. 审计与经济研究,2005;3
2. 蒋顺才,蒋永明,胡琦. 不同发行制度下我国新股首日收益率研究. 管理世界,2006;7
3. 陈岱松,张娜娜,黄扬杰. 我国新股发行制度改革之探讨. 深圳大学学报(人文社会科学版),2009;6
4. 刘兴华,周孝华. 香港新股混合发行方式对我国新股发行实行询价的启示与借鉴. 商业经济与管理,2006;1
5. 梁万泉. 新股发行制度改革的思考. 浙江金融,2009;11
6. 左庆坤. 我国新股发行制度与定价方式的演变. 经济师,2005;12
7. 蒋欣,李全. 创业板超募现象解析. 中国金融,2010;2