

# 中小板上市公司 IPO 募集资金 投向变更的实证研究

冯晓 崔毅(博士生导师)

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

**【摘要】** 本文以 2007 年度在中小板上市的 100 家上市公司为研究样本,将 IPO 超募、股权结构与募集资金投向变更结合起来进行研究,并同时对比上市公司按承诺投资和募资投向变更后的盈利能力进行比较分析。其研究结果为监管者加强募集资金使用的监管提供了实证参考。

**【关键词】** 中小板 IPO 超募 股权结构 募集资金投向变更 盈利能力

上市公司普遍存在超募资金问题是当前我国以项目为基础的项目型股票融资制度存在弊端和大股东“圈钱”行为的反映。本文以 2007 年在中小板上市的 100 家上市公司为样本,基于项目型股票融资制度,研究中小板上市公司 IPO 超募问题、2007~2009 年这 100 家样本上市公司募集资金投向变更行为及上市后公司业绩“变脸”的后果。

IPO 超募,是指新股发行开始“市场化”以后由于新股定价的随意性,上市公司募集资金超过投资项目计划实际所需

资金。上市公司募集资金净额和投资项目计划实际所需资金可以从上市公司招股说明书和年报中获得。上市公司募集资金投向变更,是指上市公司公开发行人股票所募集的资金没有按照招股说明书的承诺进行投资,而是改变了原定的资金投向。上市后公司业绩“变脸”,是指公司上市后盈利能力下滑,背离了招股说明书中高盈利能力的预测。

## 一、理论分析与研究假设

Myers(1984)认为,由于信息不对称,不同的资金来源有

施流程是手段,财务指标是结果;同时,财务指标又是下一个循环的开始,是进行战略调整和业务流程再造的直接依据。战略、流程和财务共同为满足利益相关者和相关组织的愿望和要求服务,充分发挥了绩效评价的判断、预测、选择、导向这四种最基本的功能。

利益相关者的满意、利益相关者的贡献、战略、流程和财务这个五个方面组成了一个关系链。从利益相关者的满意出发,结合恰当的财务指标,制定相应的战略和业务流程,就可以将利益相关者的贡献通过相关数据反映出来。

3. 基于利益相关者的绩效评价指标体系。根据利益相关者和新模式的结构,本文设计绩效评价指标体系,以弥补绩效三棱镜因缺乏具体指标而无法进行量化的不足。

本文从财务、战略和流程三个维度出发,根据新模式所涉及的股东、员工、消费者、供应商和分销商以及政府这五个利益相关者的满意度,建立新的企业绩效评价指标体系(具体内容见右表)。

### 主要参考文献

1. 温素彬, 黄浩岚. 利益相关者价值取向的企业绩效评价——绩效三棱镜的应用案例. 会计研究, 2009; 4
2. 温素彬. 基于可持续发展观的企业绩效评价模式研究. 财会月刊(理论), 2007; 2
3. 袁武军. 浅谈平衡记分卡在企业中的运用. 财会研究, 2007; 11

基于利益相关者满意度的企业绩效评价指标体系

财务维度	战略维度	流程维度
速动比率、资产负债率 总资产周转率 总资产净利率 总资产增长率 股东权益报酬率	技术投入比率 开发成本率 可持续增长率 资本结构	新市场开拓度 流程改进程度 内部控制质量 合同履行率
员工满意度评分 员工工资福利水平 员工平均月销售额 员工自身发展前景	员工培训支出率 员工对公司战略的认知度 员工培训成本率 员工受训时间	培训的有效性 高级员工的稳定性 员工的反应程度 员工工作效率增加度
消费者满意度和稳定性 消费者贡献度 市场占有率 商品性价比 消费者投诉率 消费者回头率	新消费者增长率 市场占有率 销售增长率 市场开拓性	准时交货水平 市场信息获取度 售后服务质量
产品质量 送货的准确性 逾期付款的次数 分销商平均月销售额 分销商的满意度 售后出现问题的次数	产品质量 地域的广阔性 社会责任状况 与供应商和分销商关系度	合同履行率 供应商和分销商的稳定性 对供应和销售渠道的开拓力折扣率
社会贡献率 资源利用效率 市场法律法规健全度 当地政府扶助度	缴纳的税费 对法律法规的熟知度 公众意识 环保意识	就业贡献率 违法处理水平 罚款与销售之比

不同的成本,按从高到低顺序依次是股权融资、外部借款和内部筹资。Bernanke 和 Gertler (1989, 1990), Gertler (1992) 从代理成本的角度进行分析,认为因企业在使用外部资金时需要支付额外成本,外部资本尤其是股权融资的成本最高。由此可见,西方国家企业的融资行为和资本使用行为,受到很强的融资成本约束。但是我国上市公司具有强烈的股权融资偏好(黄少安、张岗,2001),因为我国上市公司股权融资的单位成本仅为 2.42%,银行贷款和债券融资的成本肯定高于 2.53%,相对于银行贷款和债券融资,股权融资不存在资金返还、定期付息的压力,且募集资金使用的外部监管和内部控制又不严格,因此我国上市公司更愿意通过 IPO 募集大量资金进行资金储备。当前我国实行项目型的股票融资制度,对于有明确用途、有发展前景、预计经济效益好的投资项目,募集资金一般会按照招股说明书中的承诺正常使用,而超募资金属于项目投资计划外的资金,要么被随意用于投资新的项目,要么存放于银行用于补充流动资金,或者被用于委托理财,或者资金被控股股东及关联企业占用等。因此本文提出以下假设:

假设 1:中小板上市公司 IPO 超募资金比例越高,募集资金投向变更的程度和几率就越大。

按规定,上市公司 IPO 募集资金,必须按招股说明书所列资金用途使用,变更用途的必须经股东大会批准。然而,由于我国股权高度集中,大多数上市公司的股权集中在少数大股东手中,大股东对公司是否变更募集资金的投向拥有绝对的表决权。La Porta (1999)通过对 27 个发达国家大公司的所有权结构的抽样调查表明,控股股东对上市公司的控制权远远超过他们的现金流控制权。

假设 2:中小板上市公司大股东持股比例越高,募集资金投向变更的程度和几率就越大。

我国上市公司 IPO,通常是将优质资产通过重组上市,而上市后大股东需要资金来维持正常的生产经营,于是那些持股比例较高的大股东便通过关联方交易直接或间接转移上市公司资金,在公司募集资金到位后,更是想方设法变更募集资金用途,以维持公司正常的生产经营。

## 二、数据来源与研究设计

1. 数据来源。本文以 2007 年在中小板上市的 100 家上市公司为样本,剔除 1 家金融行业的样本公司,最后得到 99 个样本。其中,2007 年有 2 家未披露募集资金使用情况,2008 年有 1 家未披露募集资金使用情况,2009 年有 6 家未披露募集资金使用情况。最终我们的样本是 2007 年 97 个,2008 年 98 个,2009 年 93 个,共 288 个。在 2007~2009 年期间披露募集资金使用情况的公司中,发生募集资金投向变更行为的共有 26 家,约占总样本数的 26.3%;发生 IPO 超募的共有 50 家,约占总样本数的 50.5%。基本数据来源于聚源数据库,募集资金使用情况系根据从巨潮资讯网站下载的各个公司 2007~2009 年年报、招股说明书手工整理而成。

样本选择原因:①2004~2007 年在中小板上市的公司总家数为 202 家,其中 2007 年上市 100 家,占中小板上市公司总家数的 49.5%,因此研究样本的数量具有代表性;②2007 年

上市的公司上市已有一段时间,其资金投向变更已反映出来,盈利效应也已有所体现。

2. 研究设计。本文拟在使用描述性统计的基础上,分别构造线性模型(1)和 Logit 模型(2),即:

$$CSUM = \alpha + \beta_1 OSUM + \beta_2 FS + \beta_3 SIZE + \beta_4 INVEST + \beta_5 LEVER + \beta_6 ROE + \beta_7 INDUS + \beta_8 IDIR + \beta_9 SHARE + \beta_{10} YEAR \quad (1)$$

$$\text{Logit}(CP) = \alpha + \beta_6 OSUM + \beta_2 FS + \beta_3 SIZE + \beta_4 INVEST + \beta_5 LEVER + \beta_6 ROE + \beta_7 INDUS + \beta_8 IDIR + \beta_9 SHARE + \beta_{10} YEAR \quad (2)$$

模型中的变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变 量	定 义
因变量	变更几率 CP 公司发生募集资金投向变更则为 1,否则为 0
	变更比率 CSUM 公司变更募集资金投向的金额与公司募资净额之比
解释变量	OSUM 公司超募资金的金额与公司募资净额之比
	FS 第一大股东持股比例
	SF 股权集中度,公司前三大股东持股比例的平方和
控制变量	SIZE 公司资产规模,为变更当年公司总资产的对数
	INVEST 募集资金累计投入比率,为 IPO 后到变更当年募集资金累计投入金额与项目计划投资总额之比
	LEVER 变更当年资产负债率
	ROE 变更当年净资产收益率
	INDUS 行业,公司若属于新兴行业则为 1,传统行业则为 0
	IDIR 公司独立董事人数
	SHARE 表示变更当年是否分红,若分红则为 1,否则为 0
	YEAR 公司上市到募集资金投向变更的时间,若上市当年变更则为 0,上市后一年变更则为 1,上市后两年变更则为 2

表 1 中:变更募集资金投向的数据从上市公司年报中“董事会报告”中的“募集资金使用情况”获得,属于履行了变更募集资金投向的规定的披露程序、公开改变了原资金项目的投向的显性变更;超募资金的金额为公司上市当年募资净额与项目计划投资总额之差;第一大股东持股比例 FS 可以衡量股权结构对募集资金投向变更的影响。参考已有研究文献和可能影响 IPO 募集资金投向变更的各因素,我们选择作为控制变量的变量共 8 个。

3. 描述性统计。模型中各变量的描述性统计见表 2。

由表 2 可以看出:中小板上市公司 IPO 募集资金投向变更和超募问题比较严重。CSUM 的均值为 0.046 3,表示募集资金总额中有 4.63% 发生显性变更,没有按照招股说明书中的有关承诺进行投资。CP 的均值为 0.191 0,表示有 19.10% 的公司变更了募集资金的投向。OSUM 的均值为 0.079 9,表示募集资金净额中有 7.99% 属于超募资金。

另外,中小板上市公司上市年限越长,IPO 募集资金发生投向变更的家数越多。上市当年仅有 5 家公司发生了募集资金投向变更,而在上市后第一年有 22 家公司发生了募集资金投向变更。

表 2 主要变量的描述性统计

	N	MEAN	Minimum	Maximum	Std. Dev.
CSUM	288	0.046 3	0	1	0.130 9
CP	288	0.191	0	1	0.393 8
OSUM	288	0.079 9	0	0.343 7	0.098 3
FS	288	0.390 2	0.146 4	0.738 7	0.133 5
SF	288	0.195 7	0.031 7	0.547 5	0.105 6
SIZE	288	20.676	19.276 1	23.423 5	0.756 3
INVEST	288	0.584 5	0	1.024 8	0.306
LEVER	288	37.932 7	1.779 5	85.187 8	16.629 5
ROE	288	11.051 5	-48.435 6	39.123	9.917 9
INDUS	288	0.090 3	0	1	0.287 1
IDIR	288	3.225 7	0	7	0.872 2
SHARE	288	0.816	0	1	0.388 2
YEAR	288	0.986 1	0	2	0.813 5

样本公司募集资金投向变更详细情况见表 3。

表 3 样本公司募集资金变更情况

	投向变更公司	承诺投资项目数	变更投资项目数
上市当年	5	283	8
上市后一年	22	302	32
上市后两年	26	299	43
合计	53	884	83

(3)中小板上市公司超募程度有较大差别。超募比例主要分布在 10%~30%之间,超募金额分布在 2 000 万~5 000 万元之间的样本公司占到总样本公司的 44%。样本公司超募资金详细情况见表 4。

表 4 样本公司超募资金情况

超募比例	超募公司	所占比例	超募金额	超募公司	所占比例
10%以下	14	28%	2 000 万元以下	12	24%
10%~20%	17	34%	2 000 万~5 000 万元	22	44%
20%~30%	18	36%	5 000 万~10 000 万元	8	16%
30%以上	1	2%	10 000 万元以上	8	16%
合计	50	100%		50	100%

### 三、实证结果及分析

1. 募集资金投向变更的回归结果。表 5 是两组模型分别回归的结果。CSUM(1)、CSUM(2)、CSUM(3)是因变量为 CSUM 的线性回归,CP(4)、CP(5)、CP(6)是因变量为 CP 的 Logit 回归。

(1)中小板上市公司 IPO 超募资金比例越高,募集资金投向变更的程度和几率就越大。在经济转型时期,我国新兴的资本市场尚不成熟,实行的是以项目

为基础的项目型股票融资制度。上市公司 IPO 募集资金行为从本质上说是一种不完全经济契约安排,政府监管层出于保护投资者的原因,试图将这种不完全契约引向形式上的完全性契约,通过《证券法》等法规制度对募集资金的使用加以规范。而以项目为基础的募集资金制度,通常审批项目需要耗费相当多的时间,在此过程中投资环境极易出现变化,导致募集资金净额与项目实际需要投入资金的数额产生较大的差额——募集资金超出项目计划资金,即出现超募资金。由表 5 可以看出:超募比率(OSUM)与募集资金投向变更的程度(CSUM)呈正相关关系;在模型(1)与模型(3)中,P 值分别为 0.011 4 和 0.051 8,在 0.05 和 0.1 水平上显著,OSUM 与募集资金投向变更的几率(CP)呈正相关关系;在模型(4)与模型(6)中,P 值都为 0.000 0,在 0.01 水平上显著。

表 5 募集资金投向变更的回归结果

VARIABLE	MODLE1			MODLE2		
	CSUM(1)	CSUM(2)	CSUM(3)	CP(4)	CP(5)	CP(6)
CONSTANT	0.034 4 (0.865 9)	0.048 2 (0.820 2)	0.091 4 (0.665 5)	-16.237 1*** (0.002 9)	-18.259 2*** (0.000 5)	-15.904 1*** (0.005 2)
OSUM	0.162 7** (0.011 4)		0.129 0* (0.051 8)	8.097 6*** (0.000 0)		7.846 5*** (0.000 0)
FS		0.246 4*** (0.001 3)	0.237 1*** (0.002 2)		4.250 7*** (0.001 4)	3.911 3*** (0.004 4)
SIZE	0.003 (0.775)	-0.002 8 (0.799 7)	-0.005 3 (0.633 9)	0.749 2*** (0.008 7)	0.767 1*** (0.004 9)	0.620 4** (0.038 1)
INVEST	-0.038 3 (0.400 5)	-0.038 9 (0.379 5)	-0.041 5 (0.345 8)	0.061 5 (0.935 2)	0.379 9 (0.592 6)	0.107 6 (0.886 9)
LEVER	0.001 1 (0.108 6)	0.000 7 (0.256 9)	0.000 9 (0.154 9)	0.002 5 (0.853 9)	-0.012 9 (0.303 4)	0.000 3 (0.985)
ROE	-0.000 1 (0.903 4)	0.000 1 (0.898)	0 (0.967 9)	-0.030 8 (0.104 9)	-0.020 7 (0.272 1)	-0.023 7 (0.213 3)
INDUS	-0.026 5 (0.200 7)	-0.013 1 (0.503 7)	-0.023 (0.257)	-1.084 5 (0.142 7)	-0.466 5 (0.523 1)	-1.214 3 (0.118 7)
IDIR	-0.020 2*** (0.005 6)	-0.013 5** (0.041 2)	-0.014 0** (0.035 9)	-0.554 8** (0.013 3)	-0.308 1 (0.131 6)	-0.382 2* (0.073 4)
SHARE	-0.053 9* (0.066 1)	-0.047 7* (0.086 9)	-0.049 3* (0.076 8)	-0.569 5 (0.256)	-0.387 8 (0.425 6)	-0.507 8 (0.325 7)
YEAR	0.033 2** (0.043 8)	0.038 6** (0.021 4)	0.038 9** (0.020 6)	0.730 6*** (0.008 3)	0.737 8*** (0.005 5)	0.863 6*** (0.002 3)
样本数	288	288	288	288	288	288
F	3.510 2	5.334 5	5.091 3			
Adj-R <sup>2</sup>	0.073	0.119 7	0.124 8			
SSR				33.437 8	36.135 8	31.740 6
Log likelihood				-109.047 6	-114.273 8	-104.757

注:\*表示在 0.1 的水平上显著;\*\*表示在 0.05 的水平上显著;\*\*\*表示在 0.01 的水平上显著(表 6 同)。

(2)中小板上市公司第一大股东持股比例越高,募集资金投向变更的程度和几率就越大。根据《上市公司证券发行管理办法》的规定,上市公司对 IPO 募集资金必须按招股说明书所列资金用途使用,变更用途的必须经股东大会批准,但由于我国大多数上市公司属于“一股独大”公司,因而第一大股东对公司是否变更募集资金的投向拥有绝对的表决权。在模型(1)中,第一大股东持股比例(FS)与 CSUM

呈正相关关系;在模型(2)与模型(3)中,P值分别为0.0013和0.0022,都在0.01水平上显著,第一大股东持股比例(FS)与CP呈正相关关系;在模型(5)与模型(6)中,P值分别为0.0014和0.0044,在0.01水平上显著。可见,第一大股东持股比例越高,募集资金投向变更的程度和几率就越大。

2. 敏感性分析。为了考察研究结果的可靠性,用股权集中度(SF)替换第一大股东持股比例(FS)重新进行回归,回归结果如表6所示。从敏感性的测试结果来看,将第一大股东持股比例(FS)替换为股权集中度(SF)后,超募资金比率(OSUM)和股权集中度(SF)对募集资金投向变更的程度和几率所产生的影响非常显著。

表6 募集资金投向变更的回归结果

VARIABLE	MODLE1		MODLE2	
	CSUM(1)	CSUM(2)	CP(3)	CP(4)
CONSTANT	0.1257 (0.5721)	0.1690 (0.4443)	-15.8354*** (0.0018)	-13.6372** (0.0129)
OSUM		0.1347** (0.0412)		7.2355*** (0.0000)
SF	0.3223*** (0.0015)	0.3123*** (0.0022)	4.5612*** (0.0036)	4.3619*** (0.0068)
SIZE	-0.0054 (0.6425)	-0.0080 (0.4906)	0.6949** (0.0091)	0.5545* (0.0559)
INVEST	-0.0367 (0.4020)	-0.0396 (0.3639)	0.6253 (0.3683)	0.4269 (0.5617)
LEVER	0.0008 (0.2167)	0.0010 (0.1254)	-0.0137 (0.2594)	-0.0024 (0.8585)
ROE	0.0000 (0.9576)	-0.0000 (0.9710)	-0.0239 (0.1996)	-0.0268 (0.1529)
INDUS	-0.0118 (0.5399)	-0.0222 (0.2666)	-0.5005 (0.4860)	-1.1749 (0.1226)
IDIR	-0.0123* (0.0611)	-0.0128* (0.0534)	-0.3155 (0.1171)	-0.3747* (0.0710)
SHARE	-0.0467* (0.0917)	-0.0483* (0.0808)	-0.2988 (0.5295)	-0.4061 (0.4198)
YEAR	0.0390** (0.0203)	0.0394** (0.0192)	0.5725** (0.0262)	0.6612** (0.0147)
样本数	288	288	288	288
F	5.4524	5.2289		
Adj-R <sup>2</sup>	0.1225	0.1284		
SSR			38.4713	34.1476
Log likelihood			-120.2049	-111.4646

#### 四、IPO 募集资金投向变更对公司业绩的影响

本文按样本公司、承诺投资公司、变更募资投向公司这三种情况对2007年在中小板上市的100家公司上市前后的业绩指标进行分析。在业绩指标的选择中,从稳健性方面考虑,本文选择净资产收益率、总资产收益率和经营资产收益率这三个指标综合分析企业业绩,分析结果如表7所示。

由表7可以看出,上市公司IPO后,净资产收益率、总资产收益率和经营资产收益率这三个指标整体上都出现较大幅度的下降。但是承诺投资公司的收益水平与募资投向变更公

司的收益水平并没有较大的差别,反而在上市后的第二年(2008年)募资投向变更公司的业绩还略优于承诺投资公司。其原因是募资投向变更的公司大多是将资金投入了与主营业务相关的项目中。杨文全和薛清梅(2009)认为,IPO募集资金投向变更的目的是提高上市公司的盈利能力,从而减小经营业绩变动幅度。上市公司IPO募集资金投向变更之后一段时间之内,这种变更行为将会产生提升企业经营业绩的作用。因此,对于发生IPO募集资金投向变更的行为要实事求是地进行分析。变更募集资金投向是公司的一个重大投资决策问题,公司管理层和经营者应该慎重对待。

表7 样本公司业绩比较

年份	业绩指标	样本公司 平均值(%)	承诺投资公 司平均值(%)	变更投向公 司平均值(%)
2007	净资产收益率	16.24	16.06	15.26
	总资产收益率	12.22	12.22	9.87
	经营资产收益率	13.89	13.77	12.32
2008	净资产收益率	8.95	8.60	9.13
	总资产收益率	7.74	7.37	8.27
	经营资产收益率	8.65	8.15	9.43
2009	净资产收益率	8.94	8.67	7.55
	总资产收益率	7.19	6.78	6.92
	经营资产收益率	8.20	7.68	7.51

#### 五、结论

募集资金能否有效运用,是衡量资本市场效率的一个重要标志,也是影响上市公司财务业绩的重要因素。中小板上市公司募集资金管理和使用一直受到监管层与投资者的密切关注。本文从中小板上市公司变更募集资金投向的研究入手,实证发现中小板公司IPO超募资金与募集资金投向变更之间存在显著的正相关关系,同时研究发现大股东持股比例也显著影响募集资金投向的变更程度和几率。

本研究的贡献主要体现在:第一,以前由于没有中小板市场,国内对募集资金投向变更行为基本上都是对整个A股市场的研究,本文以在中小板上市的公司为样本,研究中小板募集资金投向变更行为和对盈利能力的影响尚属首次。第二,本文将中小板上市公司IPO超募与募集资金投向变更联系起来,研究发现超募资金比率与募集资金投向变更之间存在显著的相关关系,从而为创业板市场IPO严重的超募问题进行监管提供了理论依据。中小板上市公司募集资金投向变更对上市公司业绩和证券市场的影响将是后续研究的方向。

#### 主要参考文献

1. 刘勤,陆满平,寻晓青,何才元.变更募集资金投向及其监管研究.证券市场导报,2002;1
2. 刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究.经济研究,2004;5
3. 陈文斌,陈超.新股上市后盈利能力下滑及募集资金使用分析.管理科学学报,2007;4
4. 李虎.我国上市公司募集资金投向的多元化与变更——战略与绩效视角的实证研究.经济科学,2005;1