

创业板公司高超募率的原因分析及对策思考

刘娟

(东华大学旭日工商管理学院 上海 200051)

【摘要】我国创业板的成功推出开辟了中小企业直接融资的新途径,但其中IPO超募问题却值得深思。本文的多元回归分析说明,创业板上市公司的相关财务数据对资金超募没有显著影响。投资者对创业板上市“非理性的狂热”、过量资金追逐、高价发行是导致资金严重超募的直接原因。最后从政府、上市公司和投资者三个角度提出了解决超募问题的建议。

【关键词】创业板 超募“困扰” 财务指标 市场配置效率

2009年10月30日,首批28家创业板公司在深圳正式挂牌上市,标志着我国资本市场增添了一个富有生气且更为活跃的板块。企业通过资本市场直接募集资金成为上市公司,将募集资金投入预期发展项目,使之形成企业新的业绩增长点。但是,上市公司在预期投入项目之外募集的超额剩余资金如何使用,成了“困扰”缺乏新投资项目储备公司的难题。

一、创业板公司高超募率居高逆升

本文选取创业板上市前50家公司为样本,考察其超募资金情况。调查结果显示,前50家创业板上市公司全部存在超额募集资金问题。

创业板前50家上市公司共分四批上市,第一批28家上市公司拟募资68.66亿元,实际募资155.03亿元,超额募资86.37亿元,平均超募率达124.34%;第二批8家上市公司平均发行市盈率为83.6倍,原计划募资16亿元,实际募资为49.3亿元,平均超募率达217.19%,相比首批超募倍数又增加了1倍;第三批6家上市公司拟募资12.3亿元,实际募资42.9亿元,超募资30.598亿元,平均超募率达253.9%;第四批8家上市公司拟募资16.46亿元,实际募资57.79亿元,平均超募率达267.20%。随着创业板上市公司的增多,上市公司超募率整体呈上升趋势。

二、实证研究说明高超募率与公司财务指标非显著相关

对投资者来说,分析上市公司的财务指标是做出正确投资决策的基础。上市公司只有显示了良好的财务数据,证明其具备高收益回报,投资者才会高价投资该公司。因此,本文提出以下假设:

假设一:创业板上市公司盈利能力、资产管理能力和成长能力越高,超募资金越多,两者成正比关系。

假设二:创业板上市公司资产负债结构中负债比例越高,超募资金越少;负债比率越低,超募资金越多。

假设三:创业板上市公司股本规模越大,超募资金越少。

本文采用EViews软件,运用多元回归方法分析财务指标与公司超募资金的相关程度。先考察样本公司在创业板上

市前(2008年)的财务盈利能力、偿债能力、资产管理能力、发展能力和公司规模,各选取净资产收益率(JZS)、利息支付倍数(LZB)、流动资产周转率(LZZ)、主营业务收入增长率(ZYS)和股本规模(GG)指标做为解释变量,进行实证分析,建立模型如下:

$$CML = \lambda_1 GG + \lambda_2 JZS + \lambda_3 LZB + \lambda_4 LZZ + \lambda_5 ZYS + C$$

回归分析的结果如下表所示:

模型	变量	系数估计值	T统计量	P值	R ²	调整R ²
CML	GG	-0.006 013	-0.413 620	0.681 2	0.128 966	0.029 985
	JZS	0.980 489	0.760 994	0.450 7		
	LZB	-0.021 765	-0.178 441	0.859 2		
	LZZ	-25.557 42	-1.540 958	0.130 5		
	ZYS	0.638 284	1.957 045	0.056 7		

经过模型检验,可以看出各解释变量系数P值都大于0.05,只有主营业务收入增长率变量的系数P值接近0.05,但是仍不显著,所以笔者认为创业板上市公司财务数据的表现并不能对超募资金有显著影响。另外R²=0.128 966,远远小于1,说明该模型对因变量的拟合程度不好,自变量不能很好地解释因变量,这些因素只能解释12.896%的超募率的波动。可见,三个假设均难以成立,创业板上市公司超募率与公司本身的财务指标非显著相关。

三、高超募率的产生原因分析

对数额如此巨大的超募资金,进行深入分析发现,其主要驱动因素有以下几个方面:

1. IPO 超高价发行。这是创业板公司超募率居高逆升的直接原因。IPO实际募集资金量取决于发行股份的价格数量,鉴于法律规定了公开发行的最低比例,募集资金量主要取决于发行定价。新股发行制度改革之前,发行市盈率通常约束在30倍以下,改革之后,实行市场化发行询价,原约束一旦放开,发行价格就不受任何管制。

新的询价机制忽略了IPO相关方对超额利益的狂热追

求,《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》指出:对每一只股票发行,任一股票配售对象,只能选择网下或者网上一一种方式进行新股申购,所有参与该只股票网下报价、申购、配售的股票配售对象均不再参与网上申购。这意味着若要参与创业板,只有一次机会。但是,由于参与询价的机构有很多,必然出现某种博弈。在此情况下,影响报价的因素就不只是公司的价值,还会受到其他参与者心理的影响。因此,这些参与询价的机构可能会出现一味提高报价的冲动,试图以相对的高价将别的投资者排除出去,从而尽可能多地获得新股配售。而承销商则由于“数年磨一剑”,熬了多年才得以成功承销屈指可数的几只小型股,为使承销超额利益最大化,也就乐意促成超高价发行。至于IPO发行方,则持融资额多多益善的态度,超募率再高也乐于接受。

2. 二级市场超高价“热炒”。这是超募率居高逆升的间接驱动因素。有些二级市场投资者对股票首次公开发行的“热销市场”表现出一种“非理性的狂热”,认为首批上市的公司都是被精心挑选的优质公司,具有很好的投资价值,并未看到其背后隐藏的风险。在过度乐观情绪的支配下,投资者在上市首日会大量购进IPO股票,需求的拉动使得上市首日交易价格似乎“没有最高,只有更高”。这种市场交易情绪容易引发其他投资者的“羊群效应”。“羊群效应”和“正反馈交易”都是典型的噪音交易。投资机构对噪音交易者的行为有很好的预期,在短期基本面有利炒作且有大量噪声交易者所吸引的背景下,利用特定的炒作方式吸引噪声交易者,形成新股热炒的模式。特别是保荐机构凭借因有持股的要求,便与发行人结成利益共同体,对发行人存在的问题熟视无睹,抬高发行人股票发行价格,强化有利于新股炒作的局面,再次引发了二级市场新股交易的正反馈,如此再作用于一级市场,推动发行价走高,为新股上市狂热造势,然后又进入二级市场的循环,形成更大范围上的正反馈。这种一、二级市场互动模式使一级市场的超高价发行得以持续相当长的时间。

四、高超募率不利于资本市场资源的优化配置

超募资金的存在意味着创业板行情潜伏着巨大市场风险。对资本市场而言,其重要功能就是通过资本的积聚和分配,提高经济增长的集约化程度,实现经济的可持续发展。但是,这并不意味着市场融资规模越大,市场功能就越强,效率就越高,筹资规模只对资本市场的规模和广度具有表征意义,而不能说明资本的使用效率如何好。

资金是资本市场的核心资源,当资本市场上的资金超出市场容量时,就会造成供求失衡,市场资源配置效率低下。创业板超募资金属于资本市场配置的多余资金,是超过上市公司投资项目使用的资金,在没有相关计划和项目安排时,创业板公司面对如此多的超额资金常常会无从下手,甚至滥用资金。一般情况下,创业板公司对超募资金有两种处理方法:其一,在现行经营模式之外拓展新业务,这种行为有较大的难度,因为创业板公司均为小公司,大都刚进入成长期,即使现行主营业务有较好的发展,也难以吸收消化这么巨额的资金;并且多元化经营容易分散高层的注意力,如果关注度不够,任何

一个项目一旦出现问题,都会造成资金浪费。其二,创业板公司募集资金投资于虚拟经济,这种行为就是对投资者的不负责任,没有达到投资者投资实体经济的目的。投资虚拟经济风险大,资金使用效率低,社会资源浪费,尤其当市场流动性紧张时,低下的资源配置效率会损害那些真正有融资需求的中小企业,最终影响我国产业结构升级和经济的持续发展。

五、对策建议

1. 政府监管者对于还未上市的公司应该通过适当的“窗口指导”,调节新股发行价格,使发行人在融入必要的发展资金的同时,尽可能地减少证券市场的资金流出。在比较成熟的主板上,发行市场化是合理趋势。但是,目前所谓的“市场化发行”本质上只有其躯壳,却没有其中的内涵。在发行实行核准制、股份尚未全流通、机构投资者占比不大的背景下,新股定价完全市场化带来的负面影响可能更大。对于已经出现的大幅超募问题,监管层有必要限制公司的超募资金投向,使资金投入实体经济,并且要求公司一定要在限定的时间之内做出投资计划,最后再设置专门的机构对资金投向做密切的监督,这是降低风险的最直接手段,有利于创业板市场的长期稳定发展。

2. 创业板公司首先需依照当时的市场估值水平和可能会出现的高发行价或者低发行价确定拟发行规模,制定一个发行规模区间,然后根据发行价来确定相匹配的发行规模,以此来减少超募资金。另外,创业板IPO公司应设立超募投资项目储备库,事先对可能出现的超募资金做出安排,并通过完善公司招股说明书信息披露制度的方式,对可能存在的“超募”或“缺募”资金募投项目或资金筹集措施进行说明,对可能存在的超募、缺募资金对公司的影响进行风险提示,提前向投资者履行告知义务。这样,有利于投资者在公司新股发行定价阶段对公司的了解,从而做出更加理性的投资判断。

3. 市场参与者要做一个理性的投资者,学习投资理论,增强风险意识,提防“羊群效应”。非理性的超额需求首日公开发行的股票导致的高股价,随着股票市场的逐渐规范必将回归正常水平,这可能会导致许多投资者承担重大损失,因此投资者应逐步纠正这种正反馈行为,以一种理性的的心态评估股票的价值,进行合理的投资决策,使市场的非理性投机行为回归到合理的范围内,减弱其对市场合理价格的扭曲,促进资本市场健康发展。

主要参考文献

1. De Long J. B., Shleifer A., Summers L. H.. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation. *Journal of Finance*, 1990; 45
2. Froot K.A., Scharfstein D. S., Stein J. C.. Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation. *Journal of Finance*, 1992; 47
3. 吴广谋,李青.新股一级市场高市盈率形成的系统机制及对策. *上海金融*, 2009; 7
4. 王凌松.对当前创业板高市盈率现象的几点思考. *文艺生活:中甸刊*, 2009; 7