

创业板IPO超募融资现状及治理对策

徐志立

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

【摘要】 创业板IPO超募融资问题日益引起关注,其已影响到资本市场的可持续发展及投资者利益的保护。本文结合我国创业板IPO超募融资问题发展的现状,从监管体制及利益相关者角度探索超募问题的成因,并从完善制度安排及加强公司治理的角度提出政策建议。

【关键词】 创业板 IPO 超募融资 治理

新股发行的超募资金,是指上市公司在IPO时,实际募集资金超过招股意向书计划募集的金额。超募比率代表公司超募的程度,指的是上市公司实际募集资金净额超过拟募集资金金额部分占拟募集资金的比例。就我国创业板而言,由于资本市场监督管理体制不健全等原因,该板块的超募融资问题非常严重,已经影响到了资本市场的健康发展。

一、创业板IPO超募融资的现状

据WIND资讯,截至2012年10月27日,总共有355家公司成功登陆了我国创业板市场,这些公司首发募集资金共计2149亿元,平均每家创业板上市公司募集资金达到6.05亿元,总发行约81.68亿股,平均每股筹得资金26.3元。

为深入认识创业板市场普遍存在的超募融资问题,本文统计分析创业板超募融资排名前二十名的超募情况。所有数据均来自同花顺数据库,数据截至2014年3月1日。

由表1(金额单位:亿元)及图可以看出,超募融资金额较高的年份集中在2010、2011年,即创业板初期,而近几年的超募金额并没有超越初期情况,因此从整个趋势来看,创业板超募比率呈现下降趋势。这是因为在创业板初期政府大力推动,而且投资者热情特别高涨。而经过两三年时间的历练,投资者相对更趋于理性,狂热程度有所降低,但超募现象仍是“家常便饭”。

表2显示了创业板公司超募比率的频率分布。由表2可见,在379家创业板企业中,没有超募的企业仅占2.64%;而超募比率在100%至150%之间的最多,达到20.05%;另有10%的企业超募比率超过300%。从总体上看,高超募比率的出现频率远远超过低超募比率,从而看出创业板公司超募的普遍性和严重性。

表1 超募比率及超募金额排名前二十位创业板公司情况

代码	名称	上市日期	预计募集	实际募集	超募金额	超募比率(%)
300077	国民技术	2010/04/30	3.36	23.00	19.64	584.52%
300070	碧水源	2010/04/21	5.66	24.37	18.71	330.57%
300142	沃森生物	2010/11/12	4.15	22.22	18.07	435.42%
300082	奥克股份	2010/05/20	4.13	21.66	17.53	424.46%
300124	汇川技术	2010/09/28	2.93	18.58	15.65	534.13%
300144	宋城股份	2010/12/09	6.00	21.28	15.28	254.67%
300257	开山股份	2011/08/19	6.78	21.43	14.65	216.08%
300068	南都电源	2010/04/21	5.21	19.66	14.45	277.35%
300118	东方日升	2010/09/02	5.00	18.38	13.38	267.60%
300079	数码视讯	2010/04/30	3.90	15.93	12.03	308.46%
300002	神州泰岳	2009/10/30	5.03	17.03	12.00	238.57%
300146	汤臣倍健	2010/12/15	2.80	14.25	11.45	408.93%
300086	康芝药业	2010/05/26	3.20	14.49	11.29	352.81%
300055	万邦达	2010/02/26	2.96	13.88	10.92	368.92%
300080	新大新材	2010/06/25	3.89	14.80	10.91	280.46%
300134	大富科技	2010/10/26	8.02	18.70	10.68	133.17%
300158	振东制药	2011/01/07	3.06	13.05	9.99	326.47%
300059	东方财富	2010/03/19	3.00	12.96	9.96	332.00%
300156	天立环保	2011/01/07	1.32	11.09	9.77	740.15%
300050	世纪鼎利	2010/01/20	2.24	11.82	9.58	427.68%

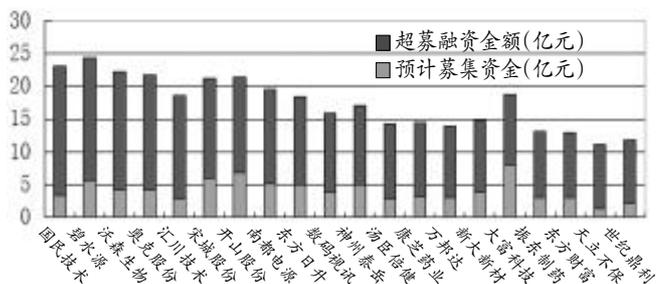


表2 创业板公司超募比率频率分布表

超募比率	频率	比例
0以下	10	2.64%
0~50%	68	17.94%
50%~100%	64	16.89%
100%~150%	76	20.05%
150%~200%	65	17.15%
200%~300%	62	16.36%
300%~400%	22	5.80%
400%以上	12	3.17%
合计	379	100.00%

二、创业板IPO超募融资原因

(一)我国资本市场制度不完善

创业板IPO出现超募融资现象,究其根本,是由于我国资本市场制度仍然不够完善所导致。制度因素是造成超募融资的主要原因(曾永艺等,2011)。

从股票发行制度上看,我国发行股票主要采用发行询价体制。根据中国证券业协会公告,目前我国机构投资者中,具有询价资格的有268家。发行询价过程中,主承销和发行人确定发行价格的重要依据是机构投资者的报价。询价体系由初步询价和累计询价两个环节构成,但这两个环节之间没有紧密联系,使得机构投资者的报价十分随意,未受到任何限制。尤其在初步询价环节中,参与的机构投资者无须支付任何保证金,且无必须认购的义务。在这种缺乏约束和监管的情况下,不负责任的机构投资者几乎可以为所欲为,因此所确定价格区间的有效性是值得商榷的。更有甚者,一些机构投资者为了获得配售资格,极可能和发行人与承销商“串通一气”,成为推高发行价格的“帮凶”。此外,目前我国资本市场的投资者大多数为中小投资者,而询价体系的报价对象主要为机构投资者,这就相当于少数代表多数报价,最广大投资者的真实价格诉求根本无法得到有效表达。

此外,创业板新股发行的规模有一定的限制。根据深圳证券交易所《创业板股票上市规则》的规定,发行股票数量、占发行后总股本的比例以及拟募集资金等各项要素必须在招股说明书中列示,一旦确认之后,就无法根据实际情况随时进行调整。然而公司上市需要经历一段较为漫长的等待期,市场环境可能与预先制定募集计划所预估的背景有所偏差,甚至发生了翻天覆地的变化。因此,当股票获准发行时,相当于释放了一个利好信号,公司估值将上升,进而产生了超募现象。此外,虽然我国股票审核制度已经由原先的审批制逐渐演变为核准制,但是证监会、发审委及其相关职能部门仍掌握着创业板新股发行能否得到获准的决定权。这在某种程度上造成中国上市公司IPO资源的稀缺,从而导致IPO超募率节节

攀升。

(二)利益相关者的推动

从承销商视角看,超募资金越多,意味着能从上市公司处得到的发行费用越多。目前,上市公司的发行费用主要包括承销费、保荐费等费用,而仅仅这两项就为发行费用贡献了80%以上的份额。在我国,承销商具有“推荐询价对象、组织和监督询价,同时要向询价对象提供发行人信息的义务”。而承销商作为机构投资者与发行人之间的“桥梁”,其对创业板IPO的定价能力能够产生一定程度的影响。另外,在IPO时,承销商与保荐人合为一体的特殊身份,使得承销商具备影响发行人使用超募资金的能力。根据相关数据,创业板公司IPO时保荐人和承销商为同一家机构的比例竟高达100%。在创业板正式登陆之前,保荐、承销机构的保荐和承销费用与超募金额之间无太大关联,多数为固定金额形式或是募集金额比例形式,因此,保荐机构对创业板超募与否并无很大兴趣。而随着创业板超募现象的层出不穷,许多保荐机构在原先固定收费的基础上新计入浮动收费部分,将承销收入浮动部分与超募资金紧密结合,增加了保荐券商对超募的热情。

从发行人角度看,超募不仅能使筹资成本有所降低,而且能够增加公司财富。根据资本成本计量研究模型可以知道,在其他因素相同时,越高的发行价格,融资的资本成本越低,理性筹资人自然而然会倾向选择较高的发行价,从而降低资本成本。此外,超募资金将作为资本溢价部分计入资本公积,因此超募数额的增加能够使得股东自身财富增值。

从投资者角度看,投资者对创业板上市非理性的狂热及过量资金追逐也是导致资金严重超募的主要原因(刘娟,2011),创业板存在为迎合投资者非理性行为而超募融资的现象(张志宏和龚靓,2013)。逐利是资本的天性,由于投资者非理性投资行为的存在,在过量资本的追逐下,超募融资极易产生。

三、创业板IPO超募融资治理对策

创业板IPO超募融资现象所造成的不良影响引起了各界的广泛关注,各方也纷纷寻求解决方案。结合我国创业板市场的现实制度背景,本文提出以下政策建议:

(一)规范完善创业板IPO发行制度

首先,规范机构的询价制度,提高询价制度的透明度和公平性。研究表明,新股发现制度市场有助于改善资本市场的融资效率(方军伟和方芳,2010)。一方面,对于询价对象而言,应尽量选择专业能力强、诚信度高、资金实力雄厚的机构投资者作为初步询价对象,适当增大询价范围,同时丰富网下机构投资者,优化询价过程,使询价结果与市场价值更为接近。另一方面,在我国的证券市场,中小投资者依旧处于主导地位,因此可以适当引入回

拨机制,让中小投资者也能间接地参与到确定股票发行价格的环节中。如此一来,新股发行价格的确定就不是完全仰仗机构投资者的询价结果,而是对中小投资者的估价范围有所参考,从而扭转原先中小投资者只可被迫接受定价结果的不公局面。回拨机制使得机构投资者与其他中小投资者之间建立了一种相互制约与平衡的关系,进一步完善了询价制度。

其次,我国应该借鉴西方成熟经验,适当引入存量发行机制,并与现有增量发行制度相结合,以循序渐进的方式,进行试点后逐步推开,逐渐形成与我国资本市场相适应、与国际接轨的股票发行模式。引入存量发行机制后,存量发行所筹集到的资金并不像增量发行所得资金一样进入上市公司经营循环,而是归上市公司出售股票的原始股东所有,这可谓“一举两得”:一来可避免上市公司由于发行过多新股而产生超募资金的情况;二来亦可提高上市首日的股票供应量以及减少二级市场的各种炒作因素。

再次,尽快推动股票审核制度改革,实现从核准制到注册制的平稳过渡。我国股票审核制度虽然已由原先的审批制演变为如今的核准制,从一定程度上保证了股票质量,但实际上却仍对股票数量有诸多限制,由此造成供求关系严重不对等的状况,推动超募的产生。在注册制下,证券发行审核机构对注册文件并不会进行实质判断,只是履行形式上的审查义务。只要公开方式合理恰当,证券管理机构就不得以证券发行价格不合理或是公司前景不乐观等理由拒绝为公司注册,这样,上市企业将不可避免地增多。相关部门应借此契机,充分吸收借鉴国外成熟经验,在建立健全国家法律制度和市场交易机制的条件下,真正发挥注册制的优势,使投资者有机会对优质股票进行选择。

(二)政府部门出台政策加强监管

首先,政府部门应出台相应政策,改善现状。目前,证监会等相关部门已经对超募资金的使用等做出规范。针对上市公司巨额的超募资金,深圳证券交易所出台了《创业板上市公司规范运作指引》等政策,严格限定超募资金必须使用在发展主营业务上。即便如此,创业板上市公司在超募资金的投资方向上仍是“千姿百态”,而相关监管部门却没有对此行为进行警告或惩罚。因此,有关部门应出台更详细的对策,包括对使用超募资金责任的划分及滥用超募资金的惩戒措施等,以更好地规范上市公司对超募资金的使用行为。

其次,政府部门可出台相应措施,对承销商与超募资金的利益关联做出限定。因为从承销商的角度而言,现行的等级累计承销费用和浮动收费比例计费方式将承销商

和发行商的利益紧紧绑定,承销商为了获取巨额利益,会竭尽所能推动股票发行,使超募额大幅增长,从中获取额外收益。为改变此现象,可以考虑将超募资金与承销费用相分离,切断承销商与超募资金之间的利益关联。

最后,相关部门应统一加强对创业板超募资金的监管,对超募资金进行专户存管,将其存放于市场监管层统一的指定账户中。此外,超募资金账户未经过监管层的批准不得动用。超募资金独立存储的优势在于,通过严格监管,可防止肆意滥用超募资金的行为,也能有效地把公司超募资金和拟募资金的用途进行区分,从而更易于审查超募资金运用的合理性。

(三)完善内部治理机制

首先,创业板上市公司应具有对于募集资金的管理措施和应急方案。因为募集资金使用是否得当关系到创业板上市公司未来的健康发展,公司在制定合理的拟募资金金额的同时,也应提前考虑到可能出现的超募情况,事先制订科学合理的超募资金使用计划,比如拓宽投资渠道、加大项目投入等,使募集资金最大限度地发挥作用,提高超募资金的使用效率。

其次,根据激励融资理论,公司可以向相关部门申请将部分超募资金用于员工股权激励。创业板超募反映投资者对创业板上市公司未来高成长性的期许和认可,而公司未来良好业绩的实现不仅依赖于公司管理层,也需要依靠员工的共同努力。因此,用适当固定比例的超募资金激励员工,能够极大地激发员工工作热情,提高工作积极性,从而为公司的进一步发展打下更坚实的基础。与现有的新增股份股权激励相比,此举更显公平合理,也能更好地维护股东的权益。

最后,创业板上市公司应当加强信息披露。创业板上市公司属于成长性企业,许多投资者对这类公司抱着很大的憧憬,对公司内部情况不甚了解,上市公司内部信息披露应当更加规范、全面,因此让投资者能更客观、全面地了解公司的真实状况,在“知己知彼”的情况下做出更加理性的选择。

【注】本文系国家社会科学基金资助项目“中小上市公司超募融资与投资效率研究”(项目编号:12BJY018)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 方军雄,方芳.新股发行制度市场化改革与融资超募现象.证券市场导报,2010;12
2. 刘娟.创业板公司高超募率的原因分析及对策思考.财会月刊,2011;1
3. 曾永艺,吴世农,吴冉劫.我国创业板高超募之谜:利益驱使或制度使然.中国工业经济,2011;9