

第2卷 第1期

Vol.2 No.1

总第3期

REVIEW OF FINANCIAL AND ACCOUNTING CASES

财会案例评论

廖 磊 创业板上市公司超募资金使用不当的案例分折——以当升科技为例

杨 思 B2C企业的收入时点确认研究——以天猫商城为例

杜心宇 CW公司价值链预算应用研究

邸竑玮 会计信息披露、资本市场监管与制度环境——基于中国高速频道案例的研究

刘桂良 罗皎月 湖南上市公司企业内部控制规范体系实施情况调研报告



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

财会案例评论

Review of Financial and Accounting Cases

期刊编委会名单

主任

余蔚平/财政部

副主任

杨敏/财政部会计司	陈毓圭/中国注册会计师协会
孙铮/上海财经大学	荆新/中国人民大学

委员（按姓氏笔画）

王化成/中国人民大学	张蕊/江西财经大学
王永海/武汉大学	罗飞/中南财经政法大学
曲晓辉/厦门大学	孟焰/中央财经大学
刘永泽/东北财经大学	骆家骥/中国机械工业集团有限公司
刘志远/南开大学	夏冬林/清华大学
李若山/复旦大学	高一斌/财政部会计司
宋献中/暨南大学	黄世忠/厦门国家会计学院
张克慧/中国神华能源股份有限公司	彭韶兵/西南财经大学
张俊瑞/西安交通大学	谢荣/上海国家会计学院
张嘉兴/天津财经大学	谭劲松/中山大学

主编

王化成/中国人民大学
欧阳宗书/财政部会计司

图书在版编目(CIP)数据

财会案例评论. 第2卷. 第1期/王化成, 欧阳宗书主编. —北京: 北京大学出版社, 2016. 6
ISBN 978-7-301-27263-3

I. ①财… II. ①王… ②欧… III. ①财务会计—案例 IV. ①F234.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 155822 号

书 名 财会案例评论(第2卷第1期)
CAIKUAI ANLI PINGLUN
著作责任者 王化成 欧阳宗书 主编
责任编辑 刘誉阳
标准书号 ISBN 978-7-301-27263-3
出版发行 北京大学出版社
地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址 <http://www.pup.cn>
电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295
新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
印 刷 者 北京大学印刷厂
经 销 者 新华书店
787 毫米×1092 毫米 16 开本 15 印张 328 千字
2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷
定 价 48.00 元
International Price U. S. \$30.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

财会案例评论

Review of Financial and Accounting Cases

《财会案例评论》是由全国会计专业学位研究生教育指导委员会主办、北京大学出版社出版的专业性实务导向学术刊物，主要刊登有关财务会计、财务管理、管理会计、审计以及与之相关的公司治理、税务、内部控制、风险管理、会计信息系统等领域具有实践价值与理论意义的高水平论文。

本刊鼓励论文从实践中提炼问题，通过研究，分析、解决问题，以服务于组织改善经营管理，实现经济效益和社会效益。论文类型以案例分析、调研（调查）报告、专题研究、组织（管理）诊断为主。

本刊面向会计专业学位教育界以及实务界，通过密切关注经济社会发展的基本趋势，研究当前会计及相关经济、管理领域的重要问题，旨在搭建会计理论界与实务界深入交流的学术平台。

本刊以中文为主，录用的稿件均为原创性研究，不刊登已经在其他刊物发表过及正在其他刊物审稿中的稿件。

财会案例评论

第 2 卷第 1 期

2016 年 6 月

目 录

创业板上市公司超募资金使用不当的案例分析

——以当升科技为例

..... 廖 磊 (1)

B2C 企业的收入时点确认研究

——以天猫商城为例

..... 杨 思 (41)

CW 公司价值链预算应用研究

..... 杜心宇 (80)

会计信息披露、资本市场监管与制度环境

——基于中国高速频道案例的研究

..... 邱兹玮 (133)

湖南上市公司企业内部控制规范体系实施情况调研报告

..... 刘桂良 罗皎月 (185)

Review of Financial and Accounting Cases

Vol. 2 No. 1

June, 2016

CONTENTS

- The Analysis on Improper Usage of Over-Raised Funds of Listed Companies on GEM;
Take Beijing Easpring Co. , Ltd. as an Example
..... Lei Liao (1)
- The Research of B2C Enterprises' Revenue Recognition Point; A Case Based
on Tmall. com
..... Si Yang (41)
- Study on the Value Chain Budget Application of CW Company
..... Xinyu Du (80)
- Accounting Information Disclosure, Market Regulation and Institutional
Environment; A Case Research of CCME
..... Hongwei Di (133)
- Investigation Report on the Present Implementation of Internal Control System
in Listed Companies in Hunan District
..... Guiliang Liu, Jiaoyue Luo (185)

创业板上市公司超募资金使用不当的案例分析

——以当升科技为例

廖 磊*

摘 要 本文采用理论分析和案例分析相结合的方法研究分析了创业板上市公司超募资金使用不当的问题。在理论分析部分,利用信息不对称理论和委托代理理论的观点,证明了创业板上市公司超募资金使用不当情形的存在。在案例分析部分,在介绍北京当升材料科技股份有限公司超募资金使用情况的基础之上,归纳出案例公司超募资金使用不当的具体表现,进而对案例公司超募资金使用不当的经济后果及其原因进行了深入分析。

关键词 上市公司 股权融资 超募资金 使用效率

一、引 言

(一) 研究背景及意义

1. 研究背景

2004年6月25日,考虑到创新型中小企业以及高新技术企业对产业结构升级和经济增长方式转变的重要作用,但创业板市场推出的时机尚未成熟,证监会率先推出了中小企业板市场。至2009年,已有273家企业挂牌上市,累计融资1218亿元,中小企业板市场在构建多层次资本市场、支持国家自主创新战略等方面发挥了显著作用,也为创业板市场的平稳推出和健康发展提供了许多有益借鉴。

2009年10月30日,历经十载的争论、等待及筹备,被业界称为“中国纳斯达克”的创业板市场正式启动。截至2012年12月31日,先后有355家公司分107批次在创业板市场进

* 江西赣粤高速公路股份有限公司;通信地址:江西省南昌市红谷滩新区红角洲片区卧龙路1号江西省交通监控指挥中心;联系电话:15270012017;E-mail:Liaolei_xy@126.com。

行了融资。但是,创业板市场开启3年多以来,我们在关注其给我国资本市场带来的巨大活力的同时,也必须重视其所暴露的许多问题。因此,我们应该全面看待创业板市场:一方面,创业板市场拓宽了中小企业的融资渠道,完善了我国多层次的资本市场,其发展至今的总体情况令人满意;另一方面,我们也必须正视创业板市场运行过程中所暴露出来的诸多问题,其中最突出的问题之一就是本文所关注的超募资金使用问题。

2010年1月5日,针对频频见诸报端的创业板上市公司超募资金使用不当的行为,深圳证券交易所制定和实施了《创业板市场信息披露业务备忘录第1号——超募资金使用》,专门对创业板上市公司超募资金的使用做出了规定,但是超募资金的使用依然存在着很大的灵活性,超募资金使用不当的现象依然非常普遍,以超募资金进行过度投资、资金置换、买房买车,甚至直接存放银行生息等不符合资本市场资源优化配置功能的情况比比皆是,许多投资者深陷其中,损失惨重。

基于此现状,蒋欣、李全(2010)指出:事实上,对上市公司资金使用情况的投资表明,出现严重亏损或者利润大幅下滑的上市公司中,70%以上都是由于募集资金使用不当造成的。在这一背景之下,深入剖析上市公司所募集资金中超募资金使用不当的行为,并提出对策来抑制创业板市场这一不理性的行为,就显得尤为紧迫,也具有非常重要的现实意义。

2. 研究意义

创业板上市公司超募资金的使用与资本市场效率密切相关,有效提高证券市场的资源配置效率需要研究超募资金的使用问题。超募资金使用效率是资本市场效率不可或缺的组成部分,是维持和提升资本市场效率的重要因素。创业板上市公司超募资金使用是否得当关系着发行人、承销商、投资者及政府监管部门等诸多利益相关者的利益,引起了多方的关注。超募资金使用不当的行为在各国股票市场中普遍存在,而我国股票市场中这一行为的发生频率长期处于较高的水平,尤其是刚刚起步的创业板市场,远高于国外成熟市场。超募资金使用不当的行为降低了整个资本市场资源优化配置的效率,需要和值得我们进一步研究。

目前,国内外研究上市公司超募资金使用问题的文献十分少见,已有的研究主要集中于监管、发行制度或者资金使用效率等视角,且散见于一些相关的研究之中,直接考察超募资金使用行为的研究相对缺乏,特别是对实务中超募资金规模较大的上市公司所进行的案例研究,更是极为缺乏。

本文以超募资金规模显著高于所处市场平均水平的创业板上市公司——北京当升材料科技股份有限公司(以下简称“当升科技”)为例,利用信息不对称理论和委托代理理论的观点,深入考察公司2010年4月27日上市后巨额超募资金的管理和使用情况,分析其在超募资金使用当中的不当行为及其所导致的经济后果,力图从深层次剖析公司超募资金使用不当行为形成的原因,在此基础上提出有针对性的对策建议。这不仅在一定程度上丰富了超募资金使用的理论研究,也为其他上市公司管理和使用超募资金以及监管部门加强对投

投资者保护、推动创业板市场健康发展提供了重要的借鉴和参考。

(二) 文献综述

1. 关于上市公司超募资金的研究

国外成熟资本市场也存在超募资金的现象,学者们普遍认为:获得超募资金,是公司选择发行股票上市融资的主要动机之一。Ritter(1991)发现,上市公司存在为了获得超募资金才发行股票的现象,他从美国证券市场 1977—1982 年首次公开发行的股票中选取了 1 028 个样本进行研究,发现在公司集中发行股票的旺季时段,平均收益率达到了 48.4%,而其他时段的平均收益率只维持在 16.3%,这一现象带来的直接后果是这类公司上市后的股票回报率显著低于其他公司。Pagano et al. (1998)以意大利米兰证券交易市场 1982—1992 年上市的 139 家公司为样本进行研究,发现更多的公司会选择在同行业上市公司的市场价值被高估时发行股票。他们进一步研究发现:公司上市募集资金的目的并不必然是为了投资项目,也可能仅仅是为了获取超募资金或者平衡资本结构。同时,Baker(2002)也认为公司会选择在公司价值被高估时发行股票,其研究表明:公司为了达到平衡资本结构的目的,往往会采取在公司市场价值被高估时发行股票,而在公司股票价值被低估时再回购公司股票的手段。之后,Kim and Weisbach(2008)以 38 个不同国家在 1990—2003 年上市的公司为样本,对这些公司募集资金的情况进行了分析,根据募集资金的闲置情况发现这些公司偏好于公司价值被高估时发行股票,目的之一就是获得超募资金。还有学者从不同的视角进行了研究,Doukas et al. (2008)对分析师的作用进行了研究,发现被越多分析师跟踪分析的公司,会获得比其他公司多的超募资金。

相对于西方成熟的资本市场,我国资本市场的起步较晚,随着创业板市场的推出,国内学者才开始关注创业板上市公司频频发生的超募资金现象。罗婵(2010)对创业板市场前 5 批发行的 54 家公司进行了研究分析,指出创业板市场存在着三大主要特征:上市公司发行价偏高、市盈率虚高、资金超募率较高。王峰娟等(2010)也发现创业板市场存在超募资金现象,衣龙新(2012)还指出其他板块也均存在超募资金现象。

郭海星等(2011)基于信息不对称理论,对保荐机构在我国创业板市场 IPO 过程中的定价效率进行了实证研究,结果表明:不完善的声誉约束机制导致承销商的功能弱化,使发行价格偏离公司的内在价值,而保荐人在发行过程中信息传递功能的缺失,更加剧了发行人和投资者之间的信息不对称程度,这在一定程度上导致了超募资金的形成。同时,衣龙新(2012)以 2010 年之前在创业板市场上市的 153 家公司作为研究样本,发现创业板市场出现过度超募资金现象的主要动因体现在三个方面:一级市场的机构投资者过于热情,二级市场的广大投资者情绪高涨,以及券商在利益驱动下的“推手”作用。

2. 关于上市公司超募资金使用不当及其影响的研究

超募资金的使用情况也是学者们关注的焦点问题。当公司发行股票超募资金时,公司

内部人具有逐利动机,公司可能发生过度投资、变更资金投向和资金闲置等超募资金使用不当等行为,直接或间接地侵占投资者的利益,导致超募资金使用不当。Myers(1998)认为,当公司发行股票超募资金时,公司闲置的资金也越来越多,公司内部人就越有机会占有资金以寻求私人收益,或者利用闲置资金过度投资,这将严重损害广大投资者尤其是中小投资者的利益。而 Jensen(2005)指出,在公司股票价格被高估的情形下,管理者更容易有欺骗投资者的行为,以追求自身利益。通过进行相关统计分析和实证研究,他认为股价被高估、上市公司募集到较多资金时,管理者应当采取措施控制股票价格的异常波动,使股票价格真实地反映公司价值,监管者也应当加强对投资者的监督和管理。同时, Kim and Weisbach(2008)以 38 个不同国家在 1990—2003 年上市的公司为样本,对这些公司募集资金的使用情况进行了分析,发现存在一定比例的超募资金闲置的公司,这在很大程度上降低了股东的投资回报率。

目前,国内直接研究超募资金使用的文献还比较少,而超募资金使用行为在一定程度上类似于过度融资和募集资金使用行为。因此,可以从关于过度融资和募集资金使用的研究中得到一些启示。

刘少波、戴文慧(2004)把募集资金投向变更区分为显性投向变更与隐性投向变更,其中隐性投向变更是指资金闲置,这类变更行为是指在募集资金到账后,既不按照法定程序指定用途,也不按照原有资金使用计划投入项目。他们通过研究发现,隐性变更问题甚于显性变更问题,会使上市公司资金闲置的情况更加严重。这表明投资者应在关注公司募集资金的显性变更行为的同时,更加关注公司募集资金的隐性变更行为。而冯晓、崔毅(2010)发现,2009 年发行股票的 36 家创业板上市公司全部出现超募现象,以及这些公司随后均出现了募集资金使用效率低下、过度投资等问题,他们就此提出了解决这些问题的制度性建议:完善询价制下的 IPO 定价方式,引入存量发行制度,增加股票供应量,引入保护中小股东利益的相关机制,从而达到保护中小股东利益的目的。同时,陆翠岩(2010)指出创业板市场在实际运行中暴露出超募资金使用不当的情形。通过数据分析发现,归还银行贷款和补充流动资金是部分公司使用超募资金的简单处理方式,还有不少创业板上市公司用超募资金添置办公楼、营销场所甚至买地。

向显湖等(2010)认为超募资金会加大企业管理层的投资压力,导致企业经常出现把要求高回报率的股权资本存入银行以获取利息收入的短视行为,从而得出超募资金也是引起二级市场股价下降的主要原因之一的结论。他们进一步研究发现:巨额超募资金的闲置降低了包含企业自有资金和债务资金在内的整个资金的使用效率,容易诱使企业进行快速扩张,为企业的经营埋下高风险的隐患,进一步加深了投资者的投资风险。之后,邱涛(2011)以 2010 年之前在创业板市场上市的 153 家公司为样本,从公司业绩和股价两个方面分析了超募资金的经济后果,结果表明:超募资金与公司业绩、股价负线性相关,且由于超募资金的使用效率低和超募资金另投行为频发,超募资金对上市公司及其投资者均产生了负面影响。

而方军雄、方芳(2011)对IPO融资超募与随后资金滥用的关系进行了研究,实证分析结果表明:IPO融资超募的确与上市公司的盲目投资和高管薪酬的过度发放等有着显著关系,很大程度上损害了中小股东的利益。

3. 关于上市公司超募资金使用不当原因的研究

上市公司超募资金使用不当的原因复杂多样,既有现有法律规范对超募资金使用的规定不具体等外部原因,也有上市公司募集资金目的不明确、超募资金投资项目缺乏科学认证、管理层和大股东为了实现私人收益等内部原因。

国外学者认为管理者追求自身利益,是公司超募资金使用不当的重要原因之一。Jensen(1986)发现,当公司拥有大量的自由现金流时,管理者为了追求自身利益最大化,倾向于将资金用于扩大企业投资规模,导致盲目上马项目,产生过度投资行为,最终加剧管理者与股票持有者的利益冲突。之后,Doukas et al. (2008)对分析师的作用进行了研究,发现跟踪分析的分析师人数越多的公司,会获得比其他公司更多的超募资金,而这些公司发生过度投资、滥用超募资金的行为也会越严重,证明分析师对公司过度投资、滥用超募资金起到了一定的促进作用。

国内学者从公司、大股东、法律规范、中介机构等角度,对超募资金使用不当的原因进行了研究。朱云等(2009)指出我国上市公司股票再融资业绩恶化与公司募集资金使用不当有关,他们进一步研究后发现,融资受限引起的资金储备动机和大股东圈钱动机,导致了我国上市公司募集资金滥用行为的发生。冯晓、崔毅(2010)以创业板市场2009年发行的36家公司为样本,研究发现这些公司全部出现了超募现象,且随后均出现了募集资金使用效率低下、过度投资等问题,并指出创业板市场IPO的相关规定不完善是这些问题出现的根源所在。同时,周婷(2011)通过对创业板市场现有法律法规的研究,指出创业板市场现有法律规范对超募资金使用的监管存在缺陷:超募资金使用顺序未做规范,超募资金的限制使用范围不具体,监管措施可行性不强,监管措施无实质约束力,从而导致了在创业板市场超募资金的使用上呈现出一片乱象。而陈见丽(2012)基于2010年12月31日前在深圳证券交易所上市的153家公司的经验证据,实证研究发现承销商声誉与超募资金使用效率呈负相关关系,显示高声誉承销商支持公司低效率使用超募资金的倾向更为突出。

4. 文献综评

综上所述,目前真正意义上系统地研究超募资金使用行为的文献十分缺乏,只能从募集资金使用、代理问题等类似或者相关的研究中寻找一些共通之处。而且,国内学者对超募资金使用的关注和研究的历史并不长,已进行的相关研究还不够深入、具体,特别是以具体的案例为出发点,探讨分析上市公司超募资金使用合理与否及其对公司经营业绩、股东投资回报率和股东财富的影响的研究文献更是少之又少。因此,本文对超募资金使用不当的案例研究有利于弥补和充实该领域的研究。

(三) 研究思路及方法

1. 研究思路

本文的研究思路是提出问题——分析问题——解决问题。

提出问题:创业板上市公司超募资金使用不当是否会对公司的经营状况产生显著影响?影响如何?超募资金使用不当的具体原因有哪些?

分析问题:通过对当升材料超募资金使用不当的案例进行分析发现,创业板上市公司超募资金使用不当会降低公司业绩和股东投资回报率、损害股东财富,其发生超募资金使用不当行为的具体原因包括现有法律对超募资金使用规范不具体、公司募集资金的目的不明确、超募资金投资项目缺乏科学认证和大股东为了实现私人收益等。

解决问题:考虑到超募资金使用不当会对公司经营状况产生显著的不利影响,深圳证券交易所应当积极防范创业板上市公司过度超额募集资金和超募资金使用不当的行为,具体措施包括完善IPO的有关规定以防止上市公司过度超额募集资金,进一步修订和完善超募资金使用的法律规范,监管部门还应加强对大股东行为的监管和完善保护中小股东的法律法规等。

2. 研究方法

(1) 文献阅读研究

国内外关于超募资金使用行为的文献并不多,特别是对超募资金规模较大的上市公司所进行的案例研究,更是极为缺乏,且分散于一些相关的研究之中。为了充分利用已有的成果作为研究基础,必须进行大量的资料搜集和文献阅读。本文搜集的文献涉及上市公司超募资金、上市公司超募资金使用不当及其影响和上市公司超募资金使用不当的原因等领域。文献的来源主要是国内外的文献数据库,如中国期刊全文数据库、国泰安数据库等。

(2) 理论分析和案例分析相结合

本文采用理论分析和案例分析相结合的方法研究分析了创业板上市公司超募资金使用不当的问题。在理论分析部分,利用信息不对称理论和委托代理理论,证明了创业板上市公司超额募集资金和超募资金使用不当情形的存在。在案例分析部分,对当升材料超募资金使用的全过程进行跟踪、调查和分析,全面了解创业板上市公司超募资金使用不当的前因后果。

(3) 定性分析与定量分析相结合

定性分析与定量分析相结合,是财务分析的基本原则和方法。把定性分析和定量分析有机结合起来,可以更好地把握创业板上市公司超募资金使用不当的经济后果,有利于提高分析结果的全面性和准确性。

(四) 基本框架

本文共分为五部分:

第一部分为引言,主要介绍了本文的研究背景和意义、研究思路和方法,同时也叙述了与超募资金相关的理论,并进行相应评述,最后提出了基本框架。

第二部分为创业板上市公司超额募集资金的理论概述,是本文的理论部分。主要包括创业板上市公司超额募集资金的概念及其基本特征、创业板上市公司超额募集资金的原因、创业板上市公司超额募集资金的理论解释,以及我国创业板上市公司超募资金的情况及其相关法律法规。

第三部分为当升材料超募资金使用的案例介绍,是本文的案例介绍部分。主要介绍了案例公司的基本情况、案例公司超募资金的规模及其成因、案例公司超募资金使用的情况三个方面的内容。

第四部分为当升材料超募资金使用不当的经济后果及其原因分析,是本文的案例分析部分,也是全文的重点。主要包括案例公司超募资金使用不当的具体表现、超募资金使用不当导致的经济后果,以及超募资金使用不当的具体原因。

第五部分为案例研究的结论及政策建议。主要包括案例研究的结论和防止我国创业板上市公司过度超额募集资金和超募资金使用不当的对策建议。

二、创业板上市公司超额募集资金的理论概述

要对我国创业板上市公司超募资金使用不当的行为进行分析,首先必须对创业板上市公司超额募集资金的理论进行概述。这就需要先了解创业板上市公司超额募集资金的概念、基本特征,然后再阐述创业板上市公司超额募集资金的原因及其理论解释,最后对我国创业板上市公司超募资金的情况及其相关法律法规进行描述性统计分析,从而为接下来的案例介绍和分析提供相关的理论支持。

(一) 创业板上市公司超额募集资金的概念及其基本特征

1. 创业板上市公司超额募集资金的概念

要准确理解创业板上市公司超额募集资金的概念,首先要诠释什么是创业板上市公司。创业板上市公司是经所属证券管理机构批准,在各国和地区创业板市场发行和上市交易股票的公司的总称。

所谓创业板上市公司超额募集资金,顾名思义,即以创业板上市公司为主体所发生的超额募集资金,通常指新股发行市场化之后,由于制度和机制的不完善,加上信息不对称的存在和投资者“炒新”的心态,使得创业板上市公司实际募集的资金超过《招股说明书》中计划

募集的资金。

需要说明的是,超额募集资金并不只是发生在创业板上市公司中,主板和中小企业板上市公司也同样存在超额募集资金的情形,只不过创业板上市公司超额募集资金较主板和中小企业板公司而言更加典型,且有其独有的特征。

2. 创业板上市公司超额募集资金的基本特征

创业板上市公司超额募集资金较主板和中小企业板公司而言,主要有如下三个基本特征:

第一,超额募集资金的主体是创业板上市公司。它是经申请和批准,在创业板市场发行和上市交易股票的公司的总称。这些创业板上市公司主要是技术含量较高、创新能力较强及成长性较好的中小企业,在未上市之前一直面临着资金发展瓶颈。我国创业板市场的推出就是为了重点扶持这些成长潜力高的中小企业,使其拥有更高效的融资机制和更方便的融资渠道,这也是我国产业结构升级和经济增长方式转变的重要手段。

据 Wind 资讯统计,截至 2012 年 10 月 9 日,已上市的 355 家创业板公司中,超额募集资金的达到 347 家,平均超募比例达到 146.18%,显著高于主板的 108% 和中小企业板的 105%。同时,就个股而言,创业板上市公司天立环保(300156)的超募比例高达 778.92%,刷新了主板上市公司海普瑞(002399)创造的 568.21% 的超募比例纪录。

第二,过度股权融资成为创业板上市公司超额募集资金的主要表现。创业板上市公司超额募集资金的主要方式是增发新股和配股,即使在目前低市场利率的情况下,创业板上市公司仍偏好股权融资。究其原因,是创业板上市公司普遍缺乏股权融资成本意识,注重短期利益,认为股权融资不需支付利息,也没有派发股利的强制要求,公司盈利后既可以不分红,也可以少分红,是一种没有成本或成本极低的融资方式。

第三,创业板上市公司超额募集资金是在政府期望和鼓励中小企业扩张,却又对其缺乏强有力的制度监管和约束的环境下产生的。一方面,我国目前正处在产业结构升级和经济增长方式转变的关键时期,做大、做强公司和规模扩张成为公司的头等大事,因此,处于这个时期的创业板上市公司具有进行股权融资的强烈动机。另一方面,我国政府对证券市场的监管存在先天缺陷,相关法规制度或规则还不健全。在这一特殊制度背景下,创业板上市公司有了超额募集资金的经济环境和社会环境土壤,超额募集资金变得更加便利。这就是虽然创业板上市公司超额募集资金行为不符合资本最优化配置的基本要求,却能够一直存在的最主要的外部原因。

(二) 创业板上市公司超额募集资金的原因

1. 创业板市场 IPO 定价机制不完善

IPO 定价机制,又称股票发售机制,是指在获得所属证券管理机构审核批准首次公开发行到上市交易股票期间,上市公司与其股票承销商所确定的并将以此价格向投资者出售股

票的一种制度安排。根据影响因素的不同,可以将 IPO 定价机制分为三个基本类型,如表 1 所示。

表 1 IPO 定价机制类型

IPO 定价机制的影响因素		承销商是否在定价前获得投资者的信息	
		是	否
承销商是否拥有股票差别分配权	是	累计投标	固定价格(允许配售)
	否	拍卖	固定价格(不允许配售)

迄今为止,我国创业板市场采用与主板基本趋同的 IPO 定价机制,即询价制。这种定价机制的实质是累计投标机制与固定价格机制的混合定价机制。我国创业板市场询价制下的 IPO 定价机制分为两个步骤:第一步,发行人及其保荐机构根据初步询价结果确定询价区间,询价的区间范围限制在 20%以内;第二步,路演推介后,依据累计投标询价方式确定最终的发行价格。尽管我国证券市场已有二十余年的发展历史,创业板市场的推出也是经过多方论证,但是由于我国市场的法律、监管环境本身并不完善,加上创业板市场推出以来也没有能够建立更加完善的 IPO 定价机制,所以现行 IPO 定价机制存在着许多问题:

一是易出现价格垄断行为。价格垄断行为是指 IPO 价格由保荐人和机构合伙人确定,主要原因是承销商、发行人和保荐人属于利益一致的关联方,出于利益最大化考虑,其对高价发行和超额募集资金情有独钟,而询价机构基于与保荐人、承销商的业务伙伴关系,一般不会对发行人和承销商申报的价格提出反对意见。所以,创业板市场的询价和募资路演过程容易流于形式,形成 IPO 超额募集资金问题易滋生的制度环境。

二是承销商无权自主配售。在现行询价制下,承销商没有足够的权利进行配售,导致机构投资者等询价对象为了获取最大的投资利润,对创业板上市公司的股权展开激烈的争夺。对股权的过度争夺,抬高了机构投资者等询价对象获取股权的价格和成本,从而直接推高了创业板上市公司 IPO 的发行价格。

询价制下的 IPO 定价机制不完善,推动上市公司 IPO 时高价发行股票,是创业板上市公司超额募集资金最直接的原因。

2. 中介机构的监管作用没有充分发挥

本文所定义的中介机构是指为创业板市场股票发行和交易提供各种服务的机构,包括证券公司和证券服务机构。证券公司是指依法设立并经主管机构批准而成立的专门经营证券业务、具有独立法人地位的公司。证券服务机构是指依法设立的、从事证券服务的法人机构。证券市场监管作用的发挥,很大程度上依赖于证券中介机构监管作用的发挥。

众所周知,创业板市场的中介机构参与企业上市的全过程。证券公司、律师事务所、资产评估机构、会计师事务所分别为创业板上市公司出具招股说明书、法律意见书、资产评估报告和审计报告。它们有进行信息披露和监管的便利条件,也有确保信息披露真实性和完

整性的责任。然而,由于发展中的市场基础存在扭曲,我国创业板市场的自律机制薄弱,中介机构的监管作用没有充分发挥,导致创业板上市公司超额募集资金的行为频频发生。主要表现为:保荐人或承销商、资产评估机构以及其他证券中介机构为了获得可观的佣金收入,会选择与发行人利益合谋,隐藏 IPO 的真实信息,抬高发行价格,以帮助其所服务的上市公司尽可能多地超额募集资金。

3. 大股东存在股权融资偏好

现代市场经济环境下,债券融资和股权融资是我国企业融资的主要渠道,性质不同使得它们有截然不同的融资成本。一般而言,债券融资的成本主要是债务利息,股权融资的成本主要是股利,且后者的发行费用一般高于前者。事实上,在国外成熟资本市场上,相对于股权融资,各企业更加热衷于债券融资。而我国在不完善的外部制度环境和企业性质、形态等内部因素的共同制约下,企业普遍面临着“融资难”的发展瓶颈。在这种情况下,专门为解决“融资难”问题而设立的创业板市场,毫无疑问就成了这些中小企业大股东所偏好的融资渠道。

即使在目前低市场利率的情况下,创业板上市公司仍偏好股权融资,主要是因为其大股东普遍缺乏股权融资的成本意识,注重短期利益,认为股权融资不需支付利息,也没有派发股利的强制要求,公司盈利后既可以不分也可以少分股利,因此是一种没有成本或成本极低的融资方式。而且,在大股东绝对控股的情况下,增资扩股不会影响大股东的控股地位,因此即使本身没有好的项目,也频频利用股票市场进行融资。

越来越多的中小企业将融资的目光投向创业板市场,偏好于利用股权融资解决企业资金需求,这必将加剧创业板市场 IPO 超额募集资金的情形。

4. 投资者之间存在信息不对称

在研究 IPO 溢价的众多理论中,最经典的莫过于 Rock(1986)的“赢者诅咒”理论。他将市场上的投资者分为两类:第一类是完全掌握 IPO 信息的有信息投资者;第二类是完全不知 IPO 信息的无信息投资者。有信息投资者主要是指机构投资者或大股东,无信息投资者主要是指个人投资者或中小股东。

与个人投资者相比,机构投资者不仅拥有专业的技术力量与雄厚的资金实力,且大都与发行人、承销商有良好的关系,并能据此获得比个人投资者更多的公司信息。因此,机构投资者能够根据获得的更为真实、完整的信息去准确评估公司价值,从而将价值被低估的公司作为投资对象。而个人投资者由于在收集与分析信息、资金等方面的限制,不能像机构投资者那样准确地评估公司价值,在这种情况下,个人投资者为了保证预期收益的实现,就会尽量避免申购发行价过高的公司股票,选择购买发行价较低的股票。也就是说,由于信息不对称的存在,个人投资者只能通过观察其他投资者或机构投资者的行动来更新自身信息,以决定是否购买,容易形成“羊群投资效应”,导致大量的资金集中投向发行价较低的公司,最终促使这些股票出现高溢价现象,发生超额募集资金。

(三) 创业板上市公司超额募集资金的理论解释

1. 信息不对称理论

信息不对称理论产生于 20 世纪 70 年代。信息不对称指投资者只拥有所投资公司的部分信息,而公司的管理者却掌握了公司的全部信息,这两者之间存在信息上的不对等。信息不对称现象普遍存在于资本市场中,其产生是内部原因和外部原因共同作用的结果:内部原因是指不同的投资者获取信息的能力不同,外部原因主要是指投资者获取信息的多少受多种社会因素的共同制约。该理论认为:由于信息不对称的存在和中介机构信息传递功能的缺失,公众投资者只能根据管理者传递的信息间接评价企业的价值。

2. 委托代理理论

在西方过去的 30 年中,委托代理理论取得了许多重大发展,其主要目的是解决利益冲突和信息不对称条件下的代理问题。

委托代理理论的基础分析架构是指委托人为了实现自身利益最大化,委托代理人代替自己行使企业的某些决策权,并要求代理人以委托人利益最大化作为决策依据。假设前提是代理人同样是为追求自身效用最大化的“实利人”,但是在信息不对称的环境下,由于效用函数不相同,便会产生代理问题,即代理人在运用委托人赋予的决策权时,会以自身利益为出发点,向委托人隐瞒真实信息、捏造虚假信息或利用信息优势侵害委托人的权益,进而产生代理问题。

依据委托代理理论,超额募集资金与代理成本之间存在显著的关系。委托人聘用代理人并将一些决策权赋予他们,以此来代替自己的关系是一种代理契约。尽可能多地超额募集资金成为委托人和代理人的一致追求,由于我国证券市场上大股东普遍存在的股权融资偏好和不完善的公司治理机制以及代理问题的存在,管理层在进行超募资金投资决策时,可能会做出攫取额外津贴、过度投资、盲目投资或者为大股东攫取私人收益而上马回报率较低的项目等行为,从而直接或间接地损害了中小股东的利益。

(四) 我国创业板上市公司超募资金的情况及相关法律法规规范

1. 我国创业板上市公司超募资金的情况

创业板市场自 2009 年 10 月 30 日启动以来,发展势头强劲,取得了许多丰硕的成果。据 Wind 资讯统计,截至 2012 年 12 月 31 日,创业板市场启动 3 年多以来,共有 355 家公司成功实现上市,平均每 3 天或者每 2 个交易日就有一家公司成功上市。创业板市场的总市值也从最初的 1399.67 亿元上升到 8371.20 亿元,流通市值也达到了 3335.29 亿元。但是在发展的同时,创业板市场也暴露出许多问题,其中最突出的问题之一就是本文所关注的超募资金使用问题。为了充分了解创业板市场 3 年来超募资金问题的情况,笔者从 Wind 资讯数据库、国泰安数据库、巨潮资讯网、深圳证券交易所网站搜集了大量的数据,对创业板市场