

深交所向本报独家提供的《创业板公司募集资金使用情况初步分析》报告显示

创业板超预期募集资金按信披使用使用效果逐步显现

证券时报记者 郑晓波

创业板启动以来，上市公司募集资金的使用情况备受关注。深圳证券交易所向本报独家提供的《创业板公司募集资金使用情况初步分析》报告显示，截至目前，创业板公司超募资金未盲目投资扩张，主要投向于主营业务，未发现创业板公司对外开展委托理财，而且随着市场发展，创业板公司超募现象将会持续缓解。

创业板超募现象正逐步缓解

报告称，创业板启动以来，一些市场人士对创业板的超募现象提出了质疑。随着创业板市场规模的扩大、新股发行体制改革的不断深化及其作用的发挥，创业板新股定价合理性回归，超募现象也逐渐缓解。

以 2011 年 6 月份以来新上市的 47 家公司为例，47 只新股平均发行市盈率为 37 倍，较 2011 年 6 月份以前的 66 倍已大幅下降，发行市盈率最低已降至 18 倍（美晨科技），最高也仅为 62 倍，创业板推出初期高市盈率发行的现象正逐步缓解，创业板新股发行定价合理性回归。47 家公司平均超募比例也已降至 72.41%，远低于 2011 年 6 月份以前的 189.62%的超募比例；洲明科技等 4 家公司还存在募集资金未达到预期，出现资金募集不足的现象；共有 18 家公司超募比例远低于 50%，占比 38%；仅有 2 家公司超募比例超过 200%，占比为 4%。由此可见，创业板超募现象正逐步缓解，尤其是高比例超募现象较前期大幅减少。

自 2010 年四季度以来，创业板超募比例持续下滑，超募现象较创业板推出初期已大幅缓解，未来随着市场规模的扩大以及新股定价机制的不

断完善，创业板超募现象将会持续缓解。”报告称。

尚未发现违规挪用募集资金行为

根据报告提供的数据，截至 2011 年 10 月 26 日，创业板共有 271 家上市公司。这 271 家上市公司预计募集资金共 663.6 亿元，涉及募投项目 809 个，平均每家公司预计募集资金约 2.45 亿元，平均每家公司有 3 个募投项目，平均每个募投项目需投入募集资金 8203 万元。

2011 年三季报显示，创业板共有 700 个募投项目已经开始实施，其中，已有 34 个募投项目按预计的规划完工。大部分公司将募集资金补充运营资金，普遍改善了公司的财务结构。

与此同时，271 家公司中，有鼎龙股份等 5 家公司预计内募集资金已按预计的规划使用完毕。

报告显示，目前，尚未发现上市公司未经审议程序变更募集资金投向或挪用募集资金的行为，仅少量上市公司在履行了审议程序和信息披露义务后变更了项目实施地点、主体或实施方式等，此类变更不涉及项目的实质性变更。

没有利用超募资金盲目投资扩张

根据创业板上市公司披露的 2011 年三季报，截至 2011 年 9 月 30 日，创业板上市公司已实际使用超募资金 300.4 亿元，占超募资金预计使用总额的 59%，占超募资金总额的 26.7%。271 家公司中，已有 216 家上市公司（占比 80%）实际使用超募资金，其中大禹节水等 6 家公司超募资金已实际使用完毕，另有银江股份等 8 家公司超募资金使用比例超过 80%。

截至 10 月 26 日，已有 230 家公司（占上市公司总数的 84.87%）披露了部分或全部超募资金预计的规划用途；已公布预计用途的超募资金总计 509.09 亿元，占超募资金总额的 45.22%。仅有 41 家公司尚未披露如何使用超募资金，其中 36 家公司（占比 88%）为今年上市的新公司，上市时间较短；已有 21 家公司对全部的超募资金做出了预计用途的安排，有 110 家公司超募资金预计使用比例超过 50%。

针对超募资金，部分市场人士质疑其存在闲置的问题。报告认为，根据有关规定，创业板上市公司必须科学、合理地使用超募资金，且超募资金只能投向于主营业务。客观上，上市公司需要时间去寻找合适的主业投资项目，并进行充分的筹划、分析和论证。同时，公司经审慎研究和分析后确定了计划内募投项目，上市后也会将主要精力集中在计划内募投项目的实施上，公司在投资决策方面也存在轻重缓急。

报告指出，从相关统计数据可以看出，超募资金使用比例与创业板公司上市时间呈正相关性，2009 年上市的 36 家公司超募资金使用比例已达到 70%，使用情况较好。

综上所述，报告认为，创业板上市公司没有利用超募资金盲目投资扩张，而是在相关规则的指导下，根据公司的发展规划及实际生产经营需求制定科学合理的超募资金使用安排。

超募资金投向于主营业务

经深交所统计，上述披露超募资金预计用途的 230 家创业板上市公司均严格按照相关规则的要求，将超募资金投向于主营业务，主要投向包括补充流动资金、直接项目投资、对内股权投资、对外股权并购等。

报告总结，创业板上市公司超募资金使用存在三大特点：一是超募资金主要用于主业发展。创业板上市公司直接用于主营业务发展的超募资金共 335.73 亿元，占计划总额的 65.95%。创业板使用超募资金发展主营业务的方式也较为丰富，除了直接的主业项目建设投资外，有 110 家公司通过设立或增资子公司的方式实施主业相关项目，另有 62 家公司使用 67.81 亿元超募资金进行了同行业的股权收购，通过外延式扩张做大做强主营业务。

二是部分超募资金用于补充流动资金或偿还银行贷款。共有 193 家公司使用超募资金永久补充流动资金或偿还银行贷款，上市公司可以借此改善财务结构，增加运营资金，缓解主业发展过程中的资金瓶颈，提高募集资金使用效率。

三是少量公司使用了超募资金购建办公或生产用房，16 家公司合计使用 10.96 亿元的超募资金购建生产经营相关的用房，占超募资金计划总额的 2.15%。这些公司构建的房产主要是为了满足自身生产经营需求，改善自身资产结构，节省租房成本，尚未发现上述公司使用超募资金直接或间接参与房地产经营。

创业板公司不存在放高利贷行为

个别媒体报道上市公司（尤其是新上市公司）使用限制资金对外以委托贷款的形式放高利贷，或者购买银行理财产品等，存在变相挪用募集资金进行“炒钱”生意。

报告称，虽然上述报道主要针对的是其他板块公司，但深交所及时对创业板上市公司委托理财、委托贷款和购买理财产品情况进行了摸底调查。

根据调查结果，未发现创业板上市公司对外开展委托理财业务，除红日药业等 3 家公司在履行了相关审议



IC/供图

观点 | Point |

创业板确实存在“三高”发行等问题，需要在发展中逐步完善。短期内监管部门需要坚持审慎的风险管理措施，继续采取引导性甚至限制性措施，如在发行门槛上保持谨慎等。先从业绩较好、规模较大、风险较小的企业出发，将它们推向创业板，而不是一下子把风险大的企业推向资本市场。

当前，可以在两方面加强对创业板的管理。首先是加强对企业财务报表、上市中介服务机构监管力度；其次，监管部门还应加强对投资者的风险教育，让他们充分认识到创业板的高风险。

——央行货币政策委员会委员、清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵

超募问题在于多出的资金是否存在这些新上市公司中得到有效使用，是否能产生超过市场平均利润率水平的回报。在此前提之下，需要研究的是，给中小企业融到超过自身净资产若干倍的现金是否是企业最优财务解决方案。企业是否能在短期内，按原来的、正常的企业发展战略使用完这些现金。

因此，监管部门和保荐机构有必要对超募资金进行必要引导。首先，创业板应该成为那些处于初创期的、有成长性的、有资金需求的公司实现股权融资的平台。其次，必须坚持超募资金必须用于原来主业的原则，否则也不符合股市优化资源配置的原理。

——国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松

超募的说法其实是一个过时的假命题，并不是一个真实的概念。在国外也没有此说法。确定超募前必须有一个标募，市场经济里面没有计划指标也就没有超募。上市公司在发行前，并不能确定价格，并不知道真实募集额度，一切都要交给市场决定，所谓指标不切实际。

上市公司是公众公司，它的全部资金都要受到社会监督，并不仅仅是募集资金。由相关部门特别严格地规定这一部分募集资金的用途并无必要。在现今市场经济的激烈竞争中，若需经监管部门审批，公司才能进行投资，则早已错失良机。反过来，经批准过的项目情况变了也不能闭着眼睛非投不可，这才是真正对投资者负责。

——燕京华侨大学校长华生

超募是高定价理念带来的客观结果。对于好的上市公司而言，会有一定的超募，这是正常的。差的公司大家不一定去积极认购。只要定价跟上市公司未来的预期偏离得不是太远，有一定的超募或者有一定的余额销售不出去，都是很正常的现象。

监管机构和保荐机构要对超募资金进行引导。不过，最好是从源头控制住，调整不理智、不合理、不符合经济逻辑的高定价行为，这样超募自然不存在，即便存在，也不会偏离投资项目所需要的资金数额太远。

——中国人民大学金融与证券研究所副所长赵锡军

超募其实是个伪命题

——专访著名财务学专家、厦门大学副校长吴世农



人物简介：吴世农，我国著名财务学专家，现任厦门大学副校长、厦门大学管理学院财务学教授，博士生导师。同时兼任国家自然科学基金委员会委员，全国 MBA 教育指导委员会副主任委员，国务院学位委员会工商管理学科评议组成员兼召集人。

吴世农是国内最早关注资本市场的管理学者之一。1994 年 8 月，在对大量上市公司的财务数据进行实证分析的基础上，他发表了题为《上海股票市场的效率与评价》的论文，成为国内最早对这一问题进行科学和规范研究的学者之一。吴世农提出，在“姓资姓社”之外，国家还必须解决资本市场“有效无效”的问题——要让股价充分反映所有的相关信息，从而使有效的价格信号科学引导资本市场进行资源优化配置。此后，中国资本市场的效率问题成为了吴世农众多研究的基点，研究形成的学术专著获得中国高校人文社科优秀成果一等奖，并得到了股市监管层的重视。

证券时报记者 郑晓波

近日，针对目前市场关注的创业板上市公司超募问题，证券时报记者专访了我国著名财务专家、厦门大学副校长吴世农教授。

三原因导致创业板公司出现超募

证券时报记者：目前市场人士对创业板上市公司超募问题指责很多。您如何看待创业板公司超募这个问题，超募产生的原因是什么？

吴世农：超募”之说何以缘起？从筹资的角度看，创业板拟上市公司提出资金需求 3 亿元，但实际募集到 8 亿元，超募 5 亿元。即实际筹集的资金超过预计需要的资金，谓之“超募”。创业板上市公司是否募集过多的资金，成因何在？即目前广泛讨论的“超募”及其原因。

关于超募的原因，无论国内或国际上，理论的研究和争议颇多。目前归纳起来，有四种观点：一是“承销商利益驱动说”，即超募是承销商为了提高佣金或声誉的结果；二是“局部流动性过剩说”，认为创业板股票的规模较小，造成局部流动性过剩；三是“心理偏差说”，即投资者心理偏差，对创业板上市公司的成长性预期太高或过度反应，导致市盈率过高；四是“制度缺陷说”，认为《证券法》第五十条有问题，即股份有限公司申请股票上市应当符合条件——“（三）公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行股份的比例为百分之十以上”。我国创业板公司大多规模偏小，股本总额相对较少，IPO 时容易触发《证券法》这一约束条件。为了发行股票后

能顺利上市交易，创业板公司就必须增加 IPO 发行股票数量，这直接导致 IPO 超募率的上升和承销费用的增加。

通过我们的实证研究和案例分析，比较支持“承销商追求声誉”、“制度缺陷”和“心理偏差”三个假说。换言之，我国创业板上市公司超募资金主要是三个原因形成的：一是承销商为追逐自己成功的神话以建立行业名誉，推动高市盈率导致发行价太高；二是投资者对噤若寒蝉的创业板市场的上市公司寄托了太高的期望，过度地高估其成长性，推高发行价；三是由于创业板的上市公司属于小型企业，《证券法》要求此类小型企业公开发行的股份占比偏高，导致募集资金自然增加。

以市场眼光看超募是个伪命题

证券时报记者：有人认为应该对企业募集资金进行调控，从而使社会资金运用更有效率。也有人认为，超募是个伪命题，因为国外没有超募一说，如果对企业募资进行调控，无异于回到计划经济。您如何看待这两种说法？

吴世农：以计划的眼光看，超募是个真命题，但以市场眼光看，超募是个伪命题。资金超募，是资本市场一个常有的现象。计划需要的资金永远是预测数，企业环境的变化将导致资金需求变化。当今的产业生命周期越来越短，企业的投资计划常常赶不上市场的变化，因此计划的资金数额和募集资金的使用去向往往发生变更。此外，企业在经营过程中必须具备有部分防御性现金。

从静态看，超募是个真命题，但从动态看，超募是个伪命题。企业的现金来自三方面：经营活动、投资活动和筹资活动。企业期末的现金余额

由经营净现金、筹资净现金、投资净现金以及期初现金余额构成。处于快速成长中的企业，其投资净现金通常是负数，即扩大投资，而企业通过经营活动所创造的经营净现金，部分用于分红，部分用于再投资。如果不足，则需进一步筹资以满足投资需求。因此，就一次融资来看，企业可能超额募集了一些资金体现在流动资产的现金或存款账户，但从长期看，企业是否超募取决于其是否具有高效益的投资机会。若企业未来具有高效益的投资机会，所谓的超募就不一定存在。根据其发展状况和投资机会，也许还得再次增发新股或配股。

超募不一定导致股东利益受损

证券时报记者：对投资人来说，如果企业出现超募，股民利益是否会受损？从公司财务角度来看，超募对一个企业来说是好事还是坏事？

吴世农：从会计的角度看，募集的资金无论多少，在资产负债表上的负债和所有者权益方，都计入企业的权益资本，归所有股东共有；在资产负债表的资产方，则暂时体现在企业的流动资产中的现金和银行存款。换言之，即使超募，钱仍然在企业，钱仍然归属股东所有。一旦企业动用这些资金进行投资，则流动资产中的现金和银行存款减少，相应增加企业的其他非现金资产。因此，从会计的角度看，超募的资金将表现为股东的权益资本增加，以及企业资产的增加。最终，超募的资金表现为企业每股净资产的增加。

具体来说，首先，超募的公司不一定导致股东的利益受损，但可能导致短期炒股票的股民受损。正如前面所言，当企业超募资金后，其体现在权益资本中的资本公积，归所有股东共有，会带