

学校编码: 10384

分类号_____密级__

学号: 17620111151266

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

IPO 超募融资会影响企业投资行为和业绩吗? ——基于创业板上市公司的实证研究

Does IPO Over Financing Influence Corporate Investment and Performance? Evidence from Chinese GEM Board Listed Companies

李潇

指导教师姓名: 刘志坚 副教授

专业名称: 企业管理

论文提交日期: 2014 年 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2014 年 9 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）
课题（组）的研究成果，获得（）
课题（组）经费或实验室的资助，在
（）实验室完成。（请在以上括号
内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

2009年10月30日，中国创业板在深圳正式启动，作为主板市场以外独立的新兴股票市场，创业板秉持为创业型企业提供融资渠道，推动中小企业快速发展为宗旨，在上市条件、交易方式、监管方法和内容上都与主板市场存在较大差别。却因为“三高”发行问题——高发行价、高市盈率、高募集资金——备受各方争议，尤其几近1.5倍的超募比，引发了学术界和实务界对IPO超募不良影响的担忧，舆论也出现了对创业板IPO超募资金配置效率的各种质疑声：“创业板上市企业数亿元超募资金定存银行”、“天量投向不动产，创业板超募资金使用‘乱象’丛生”等新闻报道屡见不鲜，创业板IPO超募资金的使用形成两级分化的现象：一方面，部分上市公司“按兵不动”，并未披露任何超募资金的用途，或将大量超募资金用于补充流动资金或偿还银行贷款；另一方面，一些上市公司则凭借超募资金开始极速扩张、或用于圈地、购置高档办公楼，购买豪华车，投资行为乱象丛生。

本文正是基于此背景，对创业板上市企业IPO超募现象进行研究。首先，统计、分析了创业板上市公司IPO超募融资的情况及IPO超募资金的使用状况；其次，定性、定量的剖析了IPO超募融资对上市公司整体投资效率、业绩的影响。研究结果显示，IPO超募融资导致企业投资效率降低，表现为加大了企业的投资不足程度，也加剧了企业的过度投资程度。另外，由于IPO超募导致企业投资非效率，从而对企业业绩产生负面影响，表现为在企业处于过度投资时，创业板上市企业上市后的业绩表现与IPO超募显著负相关，IPO超募越高，创业板上市企业上市后的业绩表现越差；在企业处于投资不足时，上述结果仍然成立，并且在投资不足下，创业板上市企业上市后的业绩表现与IPO超募显著负相关程度更大。最后，基于IPO上市公司超募的后果，从监管层面和企业层面提出相关的政策建议。

关键词：IPO超募；投资效率；企业业绩

ABSTRACT

On October 30th, 2009, China launched the GEM board at Shenzhen. As a new independent stock market, there are huge differences on the listed condition, trading mode, and supervision method and content between the GEM board and the main board market. The GEM board's purpose is to offer the entrepreneurial enterprises financing channel and help the small and medium-sized enterprises develop rapidly. However, In recent years, Chinese GEM board shows "high-premium, high price-earnings ratio and high over financing", especially the over financing ratio is almost 1.5 times, which attaches great concern by academics and practitioners. There are also a variety of voices of doubt on allocation efficiency of IPO over-financing funds from the public: "GEM board listed companies put millions of over-financing funds in the bank", "GEM board listed companies spend a large amount of over-financing funds on real estate", the use of the GEM board IPO over-financing funds has shown the phenomenon of polarization: on the one hand, some GEM board listed companies bide their time, did not disclose any use of the over-financing funds, or use a large amount of the funds to supplement working capital or pay back bank loans; on the other hand, some listed companies begin to expand the scale rapidly, or spend the over-financing funds on the purchase of high-grade office buildings, luxury cars and so on.

Based on the above research background, the paper studies GEM board IPO over financing. Firstly, we analyze the situation of GEM board IPO over financing and the use of IPO over-financing funds. Secondly, we analyze and examine the influence of the IPO over-financing to the level of the enterprise's investment efficiency, cash holdings and performance qualitatively and quantitatively. The results show that, IPO over financing reduced the enterprise's investment efficiency, expressed as increased both the degree of under-investment and over-investment; Meanwhile, in the case of under-investment, IPO over financing increases the level of the enterprise's cash holds, in the case of over-investment, IPO over financing decreases it;

addition, because that IPO over financing led to investment inefficiency, there exists a negative correlation between IPO over financing and performance. Which means the higher the degree of over financing, the worse corporate's performance is. Finally, based on the conclusions, we proposed policy suggestions to forbid the bad influence of IPO over-financing from the corporate level and supervisory level.

Keywords: IPO over-financing; Investment Efficiency; Performance

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究目的和内容.....	2
1.1.3 研究意义.....	3
1.2 概念界定	3
1.1.1 IPO 及超募.....	3
1.1.2 投资.....	4
1.1.3 业绩表现.....	5
1.3 研究框架	5
第二章 IPO 制度及创业板介绍	7
2.1 IPO 定价制度的变迁	7
2.1.1 IPO 定价制度.....	7
2.1.2 我国 IPO 定价制度的变迁.....	8
2.2 创业板的发展及其特点	9
2.2.1 创业板的建立与发展.....	9
2.2.2 创业板 IPO 超募情况.....	11
2.2.3 创业板 IPO 超募资金的使用情况.....	13
第三章 研究综述	15
3.1 IPO 超募融资的成因	15
3.1.1 “承销商利益说”.....	16
3.1.2 “制度缺陷说”.....	16
3.1.3 “心理偏差说”.....	17
3.2 IPO 超募融资的后果	18
3.2.1 降低资金使用效率.....	18

3.2.2 增加经营风险，影响企业业绩	19
3.2.3 增加管理层代理成本	20
第四章 理论基础与研究设计	21
4.1 理论基础和研究假设	21
4.1.1 IPO 超募与投资效率	21
4.1.2 IPO 超募与业绩表现	31
4.2 数据来源和样本选择	27
4.3 模型构建与变量设计	27
4.3.1 IPO 超募与投资效率	27
4.3.3 IPO 超募与业绩表现	31
第五章 实证结果与分析	33
5.1 变量描述性统计	33
5.1.1 解释变量	33
5.1.2 被解释变量	33
5.1.3 控制变量	35
5.2 相关性分析	35
5.2.1 IPO 超募与投资效率	35
5.2.2 IPO 超募与企业业绩	36
5.3 回归结果分析	37
5.3.1 IPO 超募与投资效率相关回归结果	37
5.3.2 IPO 超募率与企业业绩相关回归结果	40
5.4 稳健性检验	42
5.4.1 替代指标变换的稳健性检验	42
5.4.2 多重共线性检验	46
第六章 结论	47
6.1 研究结论	47
6.2 研究启示	48
6.3 研究局限与未来展望	49

参考文献.....	50
致谢.....	54

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter1 Introduction	1
1.1 Research Background and Significance	1
1.2 Concept Definition	3
1.3 Paper Framework	5
Chapter2 IPO Mechanism and Introduction of GEM Broad	7
2.1 Vicissitude of IPO Pricing Mechanism	7
2.2 Build and Development of GME Broad	9
Chapter3 Literature Review	15
3.1 Causes of IPO Over-Financing	15
3.2 Results of IPO Over-Financing	18
Chapter4 Theoretical Basis and Research design	21
4.1 Theoretical Basis and Research design	21
4.2 Data Resource and Sample Selection	27
4.3 Model Construction and Variables Definition	27
Chapter5 Empirical Test and Results Analysis	33
5.1 Descriptive Statistics and Correlation	33
5.2 Correlation Analysis	35
5.3 Regression Analysis	37
5.4 Robustness test	42
Chapter6 Conclusion	47
6.1 Research Conclusion	47
6.2 Research Implications	48
6.3 Limitations and Future Research	49
Reference	50

Acknowledgement.....54

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

2009年10月30日，中国创业板在深圳正式启动，作为主板市场的补充，其在上市条件、交易方式、监管方法和内容上均与主板市场有较大差别。创业板主要面向处于创业期、科技含量较高、成长型的中小企业，通过为其提供亟需的资金支持，解决其融资困境，以促进自主创新企业及其他成长型创业企业的发展。而各界人士对创业板的推出也寄予厚望，期待其能复制“纳斯达克效应”，孕育出中国的“谷歌”、“微软”、“英特尔”。

然而，承载无限期待的创业板自开启以来饱受各方质疑，尤其是其“高发行价、高市盈率、高募集资金”——即“三高”发行问题——备受诟病，并引发政府、学术界、投资者的普遍担忧。“三高”发行使得创业板上市公司控制着大量的IPO超募资金，据笔者统计，2009年首批上市的28支股票，平均超募比率高达1.24倍，截至2013年12月31日，总计355家企业通过创业板首次公开发行股票，其中97.7%（347家）公司出现了超募现象，355家上市企业预计募集资金仅872.58亿元，而实际募集资金却达到2149.18亿元，超募资金高达1276.60亿元，超募比例高达1.46倍，平均每家企业掌控着高达3.6亿的超募资金，远远高于主板和中小板，创业板已被烙下“高超募”的烙印。

创业板上市公司高超募的同时，舆论也出现了对创业板IPO超募资金配置效率的各种质疑声：“创业板上市企业数亿元超募资金定存银行”、“创业板公司募集资金大量闲置，多在银行‘睡觉’”、“创业板超募资金投资乱象：买房买地又买车”、“天量投向不动产，创业板超募资金使用‘乱象’丛生”等新闻报道屡见不鲜，创业板IPO超募资金的使用形成两级分化的现象。

一方面，部分上市公司“按兵不动”，迟迟未披露任何超募资金的用途，或将大量超募资金用于补充流动资金或偿还银行贷款。如网宿科技（300017），作为首批创业板上市企业，上市10个月仍未公布超募资金使用计划，逾期109天；南都电源（300068）将其89.15%的超募资金用于偿还贷款、补充流动资金；2010

年 4 月公开募股的国民技术 (300077) 超额募集资金近 20 亿, 却将 16 亿元的超募资金以存款的形式存于银行。

另一方面, 一些上市公司则凭借超募资金开始极速扩张规模、或用于圈地、购置高档办公楼, 购买豪华车, 投资乱象丛生。如蓝色光标 (300058) 在上市仅两年内, 先后通过投资设立子公司以及一系列的并购业务 (如收购博思瀚扬、思恩客、精准阳光等公司), 花光了 4.61 亿超募资金; IPO 超募资金约余 13 亿的神州泰岳 (300002), “财大气粗”地将其中的 4.21 亿元购置位于朝阳区的北辰首作大厦共 16 层的房产用于办公; 超募金额达 3.05 亿的华测检测 (300012) 也不甘示弱, 在其推出的建设中国总部及华南检测基地的新项目中, 共花费 1800 万元用于置地, 16485 万元用于建造、装修总部大楼及实验室大楼, 其中, 使用超募资金达 1.35 亿元, 占据其 IPO 超募资金总额的 44%。

那么, 创业板上市公司 IPO 超募资金究竟流向何处? IPO 超募资金的涌入, 是否会影响企业整体的投资行为和收益呢?

1.1.2 研究目的和内容

IPO 是企业重要的股权融资方式, 经过公开发行股票, 企业募集到闲散的社会资本用以满足自身既定的投资需求, 创造有效产出, 最终回报投资者。如若企业 IPO 实际募集资金远超过预计募集资金金额, 且上市公司可以一定程度上自由地支配投资者给予的这部分额外资金时 (IPO 超募资金无需按招股说明书的有关承诺专款专用, 亦不存在投向变更的问题), 上市公司会如何安排超募资金的使用? 是会导致企业大量资金的闲置, 或是引发企业更多的投资、甚至衍生资金滥用行为?

此外, 社会资本作为一种生产要素, 也作为一种稀有的资源, 其资本配置的效率对于企业的生产、投资以及绩效有着重要的作用, 保持资源的边际报酬大于其边际成本是企业盈利的基础。如果企业资金严重的多余, 其资金使用等财务行为是否得当会直接影响企业经营绩效与市场价值。那么, IPO 超募融资, 使得企业集聚巨额的超募资金, 会对创业板上市公司的整体业绩造成怎样的影响呢?

基于此, 本文以 2009 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日在创业板 IPO 的企业为样本, 基于样本企业上市三年内的财务数据, 实证检验了 IPO 超募对上市企业投资行为及整体业绩的影响, 为超募的后果提供实证证据。基于投资不足与

过度作用的异质性，本文把样本进行划分，分别检验在投资不足与投资过度两种情况下，IPO 超募对投资非效率的影响以及 IPO 超募对企业绩效的影响；再基于对 IPO 上市公司超募的后果，提出相关的政策建议。

1.1.3 研究意义

本文的研究意义和可能的创新点在于：

第一，IPO 超募融资是我国新兴资本市场中特有的现象，国外由于新股发行制度的原因，“超募”现象并不普遍，相关的研究文献较少。而国内的学者对于这一现象的分析大多局限于定性的分析，关于“超募”定量分析的学术研究（尤其是关于“超募后果”的定量研究）较为匮乏。本文首次以 2009 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日在创业板 IPO 的企业为样本，为 IPO 超募融资影响上市企业提供了实证证据。

第二，公司财务学的大量研究均已表明，企业的投资决策会受到自由现金流量的影响，但自由现金流是企业生产经营产生的内生性现金流，超募资金作为超额的外生性现金流，是否也会对企业资本投资产生影响？本文尝试性地将 IPO 超募融资与上市公司投资行为联系起来研究，将是对现有公司财务学中投资——现金流关系研究的补充和拓展。

第三，对于 IPO 超募影响企业绩效的研究都忽视了企业投资不足与投资过度两种情况的异质性，本文充分对企业投资效率进行区分，分别检验在企业投资不足与投资过度两种情况下，IPO 超募对企业投资效率，IPO 超募对企业绩效的影响以及差别。继而丰富了 IPO 超募后果研究文献。

1.2 概念界定

1.1.1 IPO 及 IPO 超募

IPO，即首次公开募股（Initial Public Offerings），是指企业首次通过证券交易所公开地向投资者发行股票，募集资金用于企业发展的过程。

我国的新股发行制度规定，首次公开募股（IPO）须以项目为基础，据此设置与项目需求相匹配的计划募集金额，并在《招股说明书》中披露募集资金的投向。IPO 超募便是新股发行“市场化”之后，由于新股定价机制等因素而导致企业首次公开募集资金超过投资项目计划募集资金的部分，即：

IPO 超募资金=IPO 实际募集资金-IPO 计划募集资金。

国内关于超募资金的研究常常会涉及自由现金流的概念或借鉴自由现金流的相关理论（Jensen, 1986），在此，需要特别说明的是，虽然 IPO 超募资金与自由现金流都是满足企业部分投资后的现金流量，但两者仍有较大差异，主要表现在三个方面：

1、来源不同，这是两者本质的区别，自由现金流是企业持续经营活动产生的内生性现金流，是企业经营净现金流在满足净现值为正的投资项目后剩余的现金流。超募资金则不然，它是外生性的现金流，是企业首次公开发行股票时股东给予的超过计划投资项目所需的超额资金。

2、自由度不同：主要反映在资金投向上，自由现金流是企业能自由支配的现金，若自由现金流丰富，企业可以将其用于投资、偿还债务、回购股票、支付现金股利等。而超募资金则不然，虽然无需按招股说明书专款专用，但使用自由度大大低于自由现金流，超额资金只能用于公司主营业务投资，且不得用于开展证券投资、委托理财等高风险投资，当超募资金用于永久补充流动资金和归还银行贷款时，比例也不得超过总额的 20%。

3、透明度不同：Jensen（1986）将自由现金流量定义为企业在“满足所有以相关的资金成本折现的净现值为正的所有项目所需资金后剩余的现金流量”^[1]，但这一定义缺乏可操作性，外界很难界定净现值为正的项目，因此难以判断企业是否存在自由现金流和自由现金流的数量。即便后来众多学者（Copeland, 1990；Cornell, 1993；Damodaran, 1996；Hackel, 1996）纷纷给出自由现金流的计算方法，但不同的学者对自由现金流量的理解不尽相同。超募融资则不然，超募资金易于识别，可以明确判断，且上市公司会披露超募资金基本情况、超募资金实际使用情况，其透明度远高于自由现金流。

1.1.2 投资及投资效率

国内外学者在研究投资时，分别从投资于消费的关系、资本积累、广义和狭义的区别等不同角度切入，对投资给出了不同的定义，如表 1.1 所示。本文所谓的“投资”，是企业财务管理过程中最重要的一环，是以获取价值、提高竞争力为目的，对企业长期的、直接的资本投入。具体而言，包括企业固定资产、无形资产和其他长期资产的投资。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库