

分类号：
学 号：2014411030

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



中小板 IPO 募资投向变更行为研究 ——基于 HW 公司的案例分析

学 位 申 请 人	方修坤
指 导 教 师	池玉莲 教授
申 请 学 位 类 别	专 业 硕 士
专 业 名 称	会 计 硕 士
研 究 领 域	会 计 理 论 与 方 法
所 在 学 院	经 济 与 管 理 学 院

中国·新疆·石河子

2016 年 5 月

分类号:

学 号: 2014411030

密 级:

单位代码: 10759

石河子大学

硕士学位论文



中小板 IPO 募资投向变更行为研究

—基于 HW 公司的案例分析

学 位 申 请 人	方修坤
指 导 教 师	池玉莲 教授
申 请 学 位 类 别	专 业 硕 士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	会计理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2016年5月

Fund-raising to invest in research behavior change of Small board

——Based on the case Analysis HW company

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Professional Accounting

By

Fang Xiu kun

Dissertation Supervisor: Prof. Chi Yu lian

May, 2016

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名： 高晓坤

时间： 2016 年 5 月 26 日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名： 高晓坤

时间： 2016 年 5 月 26 日

导师签名： 池小莲

时间： 2016 年 5 月 26 日

摘 要

中小板自 2004 年在深圳证券交易所挂牌交易以来,为我国中小型企业提供了可靠的融资来源。于大型企业相比,中小型企业的发展过程中,由于成立时间短、银行信誉记录少以及资金不足等难题困扰着其进行融资发展。通过 IPO 既可以让企业在资本市场上获得资金来源,也可以提高企业的宣传力度,使企业获得更大的发展上升通道。但是更多的企业面对着这些巨额的募集资金似乎不知所措,在募集资金的使用时较为普遍的问题体现在募集资金投向的变更。

上市公司在 IPO 后大规模、随意地发生投向变更是我国证券市场较为常见的现象,这不仅对资本市场的诚信建设产生了严重的负面影响,而且直接影响了资本市场资源配置功能的有效发挥。因此,加强对上市公司募集资金投向变更行为的研究,分析募集资金投向变更的动因,并以具体案例研究募资投向变更行为,进而提出相应的政策建议是非常重要的。这对提高上市公司募集资金使用效率,增强上市公司盈利能力和发展能力,促进我国资本市场健康发展有着重要的意义。

在对中小板 IPO 募集资金投向变更行为的研究中发现:我国上市公司募集资金投向变更情形突出,上市公司募集资金使用效率不容乐观;上市公司变更募集资金投向有着深层次的原因;上市公司由于非客观原因而变更募集资金投向对上市公司的经营绩效和资本市场都会产生负面影响。通过对典型案例 HW 公司研究分析,发现企业发生募集资金投向变更会对经营绩效造成不利的影响。

基于研究结论,针对中小板 IPO 募集资金投向变更发生的各种原因,结合我国实际,提出了建议:加强募集资金的监管力度;规范募集资金审批制度;完善公司内部治理结构等用以规范我国上市公司的募集资金使用行为。

关键词: 中小板; 募集资金; 投向变更

Abstract

Since 2004, small plates in the Shenzhen Stock Exchange for China's small and medium enterprises to provide a reliable source of financing. Compared to large enterprises, small and medium enterprises in the development process, due to the establishment of a short time, less bank credit records and the lack of funds and other problems plaguing its financing development. Through IPO can enable enterprises to obtain funding in the capital markets, but also can improve the propaganda of enterprises so that enterprises to gain greater development of the rising channel. But more companies face these huge raise funds seemed at a loss when used to raise funds more widespread problem is reflected in raising funds to invest in change.

Listed Companies large-scale, arbitrarily change occurs after the IPO to invest in China's securities market is a relatively common phenomenon, not only for capital market integrity of the building had a serious negative impact, but also a direct impact on the capital market to play an effective resource allocation function. Therefore, strengthening research on listed companies to raise funds to invest in changing behavior, and analyzes change of investment motives, and specific case studies to invest in fund-raising behavior change, and then put forward the corresponding policy recommendations are very important. This will improve the efficiency of listed companies to raise funds, listed companies to enhance profitability and development capacity, and promote the healthy development of China's capital market has an important significance.

In a study of small plates IPO raised funds to change the behavior found: China's listed companies to raise funds to invest in change situations prominent listed companies to raise capital efficiency is not optimistic; the reasons listed companies to raise funds to invest in change has deep; due to non-listed companies objective reasons to change to raise funds to invest in listed companies have a negative impact on the operating performance and capital markets will be. Through the typical case HW company research and analysis, found an enterprise change of investment will adversely affect operating performance.

Based on the conclusion, for various reasons, small plates IPO to raise funds to invest in change occurs, combined with China's reality, suggestions: to strengthen supervision of funds raised; norms to raise funds and approval system; improve the internal governance structure to regulate China's Listed the company raised funds usage behavior.

Keywords: Small plates, Fund raising, The alteration

目 录

摘 要.....	III
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1. 研究背景.....	1
1.2. 研究意义.....	2
1.2.1. 理论意义.....	2
1.2.2. 实践意义.....	2
1.3. 国内外文献综述.....	2
1.3.1. 国外文献综述.....	2
1.3.2. 国内文献综述.....	3
1.3.3. 文献评述.....	6
1.4 研究内容、思路与方法.....	7
1.4.1. 研究内容.....	7
1.4.2. 研究思路.....	8
1.4.3. 研究方法.....	8
1.5 创新与不足.....	8
第二章 概念界定与理论基础.....	10
2.1. 募资投向变更的概念界定.....	10
2.2. 理论基础.....	10
2.2.1. 委托代理理论.....	10
2.2.2. 信息不对称理论.....	10
第三章 中小板 IPO 募资投向变更与原因分析.....	12
3.1. 中小板 IPO 募集资金特点.....	12
3.1.1. 中小板 IPO 特点.....	12
3.1.2. 中小板上市公司发展现状.....	12
3.2. 募资投向变更的现状.....	13
3.2.1. 变更的总体情况统计.....	13
3.2.2. 变更的行业分布.....	14
3.2.3. 变更的频率.....	15
3.2.4. 变更的类型与资金去向.....	15
3.3. 募资投向变更的原因分析.....	16
3.3.1. 公告陈述分析.....	16
3.3.2. 制度缺陷.....	18
3.3.3. 信息不对称.....	19
3.3.4. 委托代理问题.....	20
第四章 HW 公司 IPO 募资投向变更行为分析.....	22
4.1. 公司简介及 IPO 募资概况.....	22
4.1.1. 公司简介.....	22
4.1.2. IPO 募资概况.....	22
4.2. 募集资金变更情况.....	23
4.2.1. IPO 招股说明书中募集资金的主要用途.....	23

4.2.2. 募集资金投向的变更.....	23
4.3. 募资投向变更原因分析	25
4.3.1. 公告陈述分析.....	25
4.3.2. 资本市场监管的缺失.....	26
4.3.3. IPO 审核发行制度的弊端	26
4.3.4. 公司治理结构不完善.....	27
4.4. 募资投向变更后的经营绩效分析	29
4.4.1 募投原项目预期收益	29
4.4.2 募投变更后的业绩分析	29
第五章 研究结论与建议.....	32
5.1. 研究结论	32
5.2. 相关建议	33
5.2.1. 加强资本市场监管力度.....	33
5.2.2. 改善 IPO 审核发行制度.....	33
5.2.3. 完善上市公司治理结构和内部制度.....	33
参考文献.....	35
致谢.....	38
作者简介.....	39

第一章 绪论

1.1. 研究背景

改革开放以来，我国证券市场日益完善，中小型企业得到光明的发展前景，但随之而来的是资金的短缺问题遏制了公司发展的成长通道，为了解决中小型企业发展环境中的弊端，在 2004 年，中小板在证券市场中正式启动，这为中小型企业的发展开辟了新型的筹措资金的途径。同时为推动国民经济健康、持续、稳定发展做出了重大贡献。根据国泰安数据库显示，截至 2014 年 12 月 31 日，在中小板上市公司已经达到 728 家，数量远超主板，募集资金总额近九万亿元，其中超过一半是 IPO 上市的募集金额，但大量的募集资金不仅是对企业营运能力的考验，更多的是企业对募集资金的投向变更的迷失。

据新华网、腾讯网等各大媒体报道，金一文化(002721)在上市一周内，预计改变原定的募投项目，如此辗转之快的募投项目创下 A 股之最，引发了证券市场的热议。丽江旅游(002033)在中小板上市以来募集总额为 1.6 亿元，然而募集变更的金额达到近 1.5 亿元，变更比例高达 81.6%，是截止当年中小板募集变更比例之最，似乎登海种业(002041)也不甘示弱，募集变更比例紧随其后到达募集资金总额的 70.51%。

中小板上市公司 IPO 募集资金投向变更严重已经成为当下最为突出的问题之一。往往外部市场的转变会导致中小板市场中大部分公司募资变更，继而转向其他项目的投资，其中包括收购股权以及给子公司增加流动资金等，分析募资投向变更的原因并非易事，它牵涉到诸多方面，尤其是大股东的投资决策行为动机值得关注。变更募集资金投向的不理性，从企业自身来说是缺乏对项目投资决策的能力，并没有对根据公司实际情况进行考究，对资本市场热议的投资项目人云亦云，盲目跟风，又或许是在目前“项目型股票融资制度”的环境中，大股东为了自身利益最大化，窃取项目所得。无论是哪种变更，都会导致公司业绩下滑，使投资人的利益受损，严重危害到资本市场的良性循环发展。

本文所选取的 HW 公司是全球文字识别技术与智能交互产品引领者，自 2010 年 3 月成功在中小板上市以来，就长久受到市场的热捧。该公司上市时以每股 41.90 元的价格发行 A 股 2700 万股，募集资金的金额高达 10.23 亿元，就募集资金的投资项目安排，公司也做出了具体详尽的规划。然而正是这样一个中小板的“明星企业”在刚上市不久就因“上市变脸和募资变更”一跃成为资本市场关注的焦点。

基于此，本文选取在中小板上市的典型公司 HW 进行案例分析，在回顾案例公司募资变更始末的基础上，从公司内部治理和外部监管两方面出发探究案例公司募资变更的成因，进而揭开 HW 公司募资变更后“业绩变脸”的神秘面纱。同时，为我国资本市场规范企业募集资金使用、完善公司内部治理提供了有益借鉴。希望能够在前人的研究基础上，对选题点进行更深层次的研究。

1.2. 研究意义

本文希望能通过分析募集变更的投向原因分析找到与之对应解决方案，改善同行业公司出现的现状，以期对中小板上市公司募集资金管理和使用提供帮助，贡献自己微薄之力。因此针对其普遍出现的上市公司 IPO 募集资金变更进行研究有着重要的理论意义和现实意义。

1.2.1. 理论意义

现有的研究成果虽对募资投向变更给出了相关解释，包括针对市场环境、制度因素等宏观政策层面的研究、募资投向变更的原因、影响因素以及上市公司融资变更的主观意愿和动机等。但以具体典型案例研究募资投向变更的行为，资料相对不完善。因此，本文希望通过前人的经验和理论基础，对案例研究提供新的证据。

1.2.2. 实践意义

第一、为投资者了解中小板 IPO 募集资金使用现状提供参考。本文将查阅 2010 年至 2014 年在中小企业板上市的上市公司上市当年、上市后第一年、上市后第二年的年度报告，着重点是对募集资金投向变更的材料进行归纳总结，让投资者掌握募集资金使用现状的最新数据和动态。

第二、本文以在中小板上市的典型案例 HW 公司 IPO 募集资金投向变更的行为进行探析，分析其成因及影响，针对问题提出解决方案，对完善案例公司募集资金的投向、保证中小投资者利益具有重要的现实意义。

第三、创造良好的投资者保护环境不仅能够增加公司内部侵占投资人的成本，同样可以降低代理成本，完善公司的管理机制，保证企业良性发展的同时，投资效率与发展质量并存，增强投资者的信心，保证资本市场的成长环境，提高公司价值及融资能力。本文通过对募集资金变更的不利行为予以分析，并提出抑制其不利行为的策略，以维护投资人利益。

1.3. 国内外文献综述

本章将根据国内外先进的理论为基础，在整理归纳前人的观点后进行总结，希望能够通过整理文献综述进一步佐证本文的观点，章节结尾还将对国内外研究成果进行评述。

1.3.1. 国外文献综述

欧美证券市场十分成熟，而且国内外在股票发行制度存在较大差异，通常情况下，国外的上市公司董事会拥有较高的对募集资金运用的控制权，并不需要为其变更专门召开股东大会。所以针对募资投向变更的研究，外文文献是相对较少的。其研究主要集中在对投融资理论方面的研究。主要包括以下三个方面：一是基于代理理论、信息不对称理论，公司存在过度投资和滥用自由现金流等低效率投资行为；二是募集资金投向；三是募集资金使用后果。

第一、关于上市公司过度投资及投资不足等方面使得募集资金使用效率低下。Jensen

& Meckfing(1976)根据代理理论,提出通常公司管理层会因为获得自身利益而忽视股东权益,当经营者拥有企业较低的持股比例时,往往不会考虑低的投资行为是否会对股东有利,因此造成了过度投资,资金滥用的行为发生。Jensen(1986)认为公司管理者通常将募集资金剩余的钱为了短期投资回报而扩大项目投资规模,同时也会造成过度投资现象的产生。并从中获益。Myers(1988)基于信息不对称理论认为,通常外部投资人的信息来源通道是固定的,没有内部经营管理者信息全面,过度依赖所掌握的信息,因此造成对未来预期估计得失衡,这也是公司低投资效率的原因之一。根据信息不对称理论,外部投资人很难对企业做出公允的价值估计,对股票价值不公允的估值则会导致企业低效率的投资行为。Heinkel & Zechner(1990)早期研究发现,对于新投资项目,投资人更倾向于“投新”,意味着新的项目产生,大家会蜂拥而至,产生巨大的现金流,所以即使净现值为负的项目同样也会纳入投资项目名单中,项目净现值低的投资项目也可以从高估权益出售中获利以弥补损失,致使负的净现值投资决策点的产生,当确定投资决策时,倘若项目净现值高于该投资决策点就会被采纳,因此容易产生过度投资使得投资低效行为。

第二、在上市公司募集资金使用行为方面。Marc & Renneboog(2001)认为由于信息不对称理论,从而我们可以看出,对项目投资进行决策时,很容易受到内外部环境的影响,而导致项目推迟或者延缓,一些原本预期收益回报率较高的项目因为无法得到募集资金的支持,因此只能被搁浅,正因为关联交易的存在,反倒是一些即将“寿终正寝”的投资烂尾项目能够得到股东们的支持。Jeanneret(2005)研究发现由于具体项目存在逆向选择和代理问题的出现,导致投资效率低下,公司业绩下滑,投资具体项目的企业绩效远不及配对公司的绩效是较为普遍的现象,没有具体投资项目的公司没有显著差异。

第三、从募集资金投向和企业绩效、投资者收益的视角来看。Ritter(1991)研究发现获得超募的企业上市后三年的预期收益率和同行业企业相比更低,这意味着超募资金并不能为投资者或股东带来更高汇报,反而会使得投资者的利益受损。Johnson 等(2000)指出控股股东使用上市 IPO 募集资金对中小投资者的利益侵害方式多种多样且很难让人察觉,对数据的把控更是严密,通常他们对企业的资产进行侵占后,一定程度使公司受挫,绩效大不如前,公司价值也随减少。Jensen & McCallion (1986)从自由现金流量的角度对代理问题进行了研究,当企业股东进行股权融资时,相对削减了公司管理层的持股比例,因此为了使利益扩大化,保护自己的利益,可能采取过度投资的投资行为方式,同时当企业存在现金流时,公司管理层容易不理性投资来谋取有利于自身的利益,而这些阻碍了企业发展。

1.3.2. 国内文献综述

本节重点关注我国学者的相关研究成果,从募集资金投向变更的动因、影响因素以及经济后果等方面对国内学者的已有研究进行综述。

第一、募集资金投向变更的动因方面。

从宏观层面来讲,上市公司募集资金投向变更与我国当前以项目为核心的股票融资

制度、以股权分置改革为契机的证券市场改革、政府行政干预力度和全球金融危机对实体经济的影响都不无关系。刘勤、陆满平等(2002)对目前募集资金变更的原因作了评价与分析认为,我国的项目资金变更包括善意和恶意之分。所谓善意变更是指因不可抗力因素的存在,是上市公司不能进行随意的变更,比如国际形势的需要,国家政策的变革等等。反之,恶意变更是指因非客观因素,包括外部因制度制定的缺陷以及融资成本低,法律法规的不健全等的因素,还有内部原因包括,公司治理机制不完善,内部控制出现纰漏,因谋取私利而进行变更等都会导致募集资金的变更。

从中观层面来讲,企业进行募资变更的因素包括很多方面,例如,所处的行业竞争能力较大,所处的地域环境需求量旺盛,投资发展规模水平较高,股市板块的流动性较强等都有关联。王忻(2009)根据中小板上市的近 300 家公司募投资近的使用进行了统计调查发现,绝大部分公司能够按照出台的法律法规及行业制度进行投资,但仍然存在少部分企业有所缺失,管理力度不够,是的资金利用效率低下,阻碍企业的发展,将资金闲置或者补充流动资金,募集资金投向变更的比例也较大等诸多问题。就目前的情况而言,王忻认为应当适时引入存量发行方式与储架发行机制、强化募投资项目变更时企业能够第一时间准确无误的将信息公开披露的意识,加大监管机构对违法违规者的处罚力度、努力健全规范企业及市场的相关制度。

从微观层面来讲,上市公司募集资金投向变更与公司内部治理机制和诚信约束的缺失有关。刘少波、戴文慧(2004)认为四重约束缺失(即:融资成本约束缺失、证券市场约束机制缺失、上市公司诚信约束缺失和公司治理约束缺失)是导致上市公司变更募资投向的主要原因。

综上,我国学者对上市公司募集资金投向变更的宏观、中观和微观方面动机研究较为透彻,但缺乏具体的解决方案和案例分析。

第二、募集资金投向变更的影响因素方面。

目前,我国学者关于募资投向变更的影响因素主要从以下两个方面进行:一是公司层面;二是制度环境。其中制度环境因素又包括正式制度和非正式制度。

公司层面因素主要包括:公司规模、公司的成长性、股权集中度、关联方交易、内部控制规范程度以及公司的投资机会等。张为国、翟春燕(2005)以 1999 年以来近 3 年的上市公司做为研究样本,调查统计其上市后募集资金的去处流向,实证研究显示,变更募集资金投向的可能性和程度与企业的发展、长期投资呈负相关;与公司持有的关联交易、闲置资金及股权集中度显著正相关。

在我国特殊的制度环境下,制度环境可能在上市公司募集资金投向变更中起着更关键和更核心的作用。马连福、曹春方(2011)认为有完善的内部治理机制在非国企中能更有效降低募资变更几率,曹春方等(2015)以 2001-2009 年 A 股地方国有上市公司为样本,研究了官员晋升压力如何影响地方国企募资变更,以及这种影响在政府和企业资源配置下的差异。实证发现:官员晋升压力会导致更多的地方国企募资变更;这表明,政府区域资本市场和企业内部资本市场的资源配置均会影响晋升压力对募资变更的作用。进一

步研究发现：在市场化程度低的地区和市县级国企中，地方国企募资更易被政府区域资本市场影响。

理解中国的种种社会、经济问题，如果仅局限于近代以来中国所接纳、吸收和改良的种种正式制度，而忽略长达数千年的历史中缓慢形成而影响深远的非正式制度，应该是不够的(陈冬华等,2008)。

综上，关于募集资金投向变更影响因素的已有研究重点关注公司规模、股权集中度等公司内部因素和包括政府干预、法治水平等制度背景因素，以及包括宗教因素在内的非正式制度背景因素，取得了较大的突破。

第三、募集资金投向变更的经济后果方面。

目前对募资投向变更造成经济后果的研究重点关注募集资金投向变更对企业绩效的影响、市场反应和对中小投资者的影响。

(1) 募资变更后公司绩效的影响。陈文斌、陈超(2007)对 A 股超募资金的部分股票进行调查研究其使用效率时发现，募集资金的过度投资、投资不足以及募资变更都会使企业的业绩大幅度下滑，冯晓、崔毅(2012)对中小板上市(2004-2008 年)后从财务指标对成长能力进行衡量发现，募集资金投向变更行为对公司的盈利能力、成长能力均有负面影响。王茂超(2013)以增量经济增加值作为上市公司变更募集资金投向后绩效变化的衡量指标，选取的样本数据为 09 年之前公告披露的财报数据，会发现当上市公司募资变更后的绩效相对之前会有较大落差，变更后的业绩没有之前的好这种可能性极大。

(2) 募资变更后市场反应的影响。由于研究方法与样本的多样性，最终的结果没有达成一致。刘斌等(2006)认为由于信息不对称的存在，因此中小板上市公司的募集资金变更的具体投向在网站中披露却并不具有参考价值，因此投资者在进行投资决策时应当通过更多的途径了解信息，获得数据资料。但是，杨全文和薛清梅(2009)在项目型股票融资制度背景下，利用事件研究法对募资变更的后的情况作了总结，研究显示，目前国内资本市场仍处在发展初期以及资本市场有效性不显著，导致投资者对上市公司募资投向变更现状持消极态度。

(3) 募资变更后对中小投资者的影响。我国上市公司募集资金的变更和闲置不可避免的损害了投资者的利益(张卫国, 2005)。目前在我国特殊的资本市场环境及公司治理结构下，是形成企业上市后蜂拥而至的变更募集资金投向的原因之一。因此，强化企业公司治理结构是必不可少的途径，以此来缓解目前募集资金变更的现状。

由于信息不对称的存在，因此中小板上市公司的募集资金变更的具体投向在网站中披露却并不具有参考价值，因此投资者在进行投资决策时应当通过更多的途径了解信息，获得数据资料(刘斌等, 2006)。陈胜蓝(2009)同样认为信息披露是外部投资者了解公司发展情况的重要途径和手段，若信息不对称的存在，会阻碍外部投资者的判断，容易给投资者形成误导。因此要完善资本市场监管机构完善新股发行制度，提高公司信息披露质量是目前首要任务。

关于公司的外部治理机制。黎来芳等(2012)认为如何优化资金合理配置，提高资金

使用效率呢。投资者保护在一定程度能够降低公司的过度投资行为。通过实证研究发现，当投资者保护较高时，公司过度投资行为程度相对较低，相应的融资规模与水平也有所下降，这一点更证明了以上的结论，投资者保护能够缓解过度投资行为，因此，政府应当把加强提高各省市的投资者保护水平，这样既能够增加募集资金的使用效率，又能够控制公司过度投资的不理性行为。

梁丽珍、曾爱民(2012)认为一般专业的机构投资会更倾向于有发展前景的项目，这种行为对于证券市场的稳定起到关键性作用，有利于价格得量化，但不排除有损害中小企业利益的因素存在，相对而言，个人的投资就没有机构理性客观，正因如此，监管机构通常对募集资金变更进行控制管理时，也会大力倡导机构投资者的加入，同时也会加强对个人投资者的理性投资教育。

1.3.3. 文献评述

通过对以上国内外相关研究文献的归纳和剖析，可以发现：

国外关于募集资金使用的研究较少直接针对其募资投向变更进行研究，主要集中在从投融资理论方面研究上市公司的融资行为及资金使用效率问题。国内对募集资金变更的研究主要是围绕其动因、影响因素和经济后果来进行实证研究的。但是，以中小板某一特定公司为对象来对募集资金变更行为进行的案例研究，数据较为陈旧。这也是本研究对此问题的完善之处。具体国内学者对募资投向变更行为研究的框架与有待进一步拓展研究，如下图 1-1 所示。

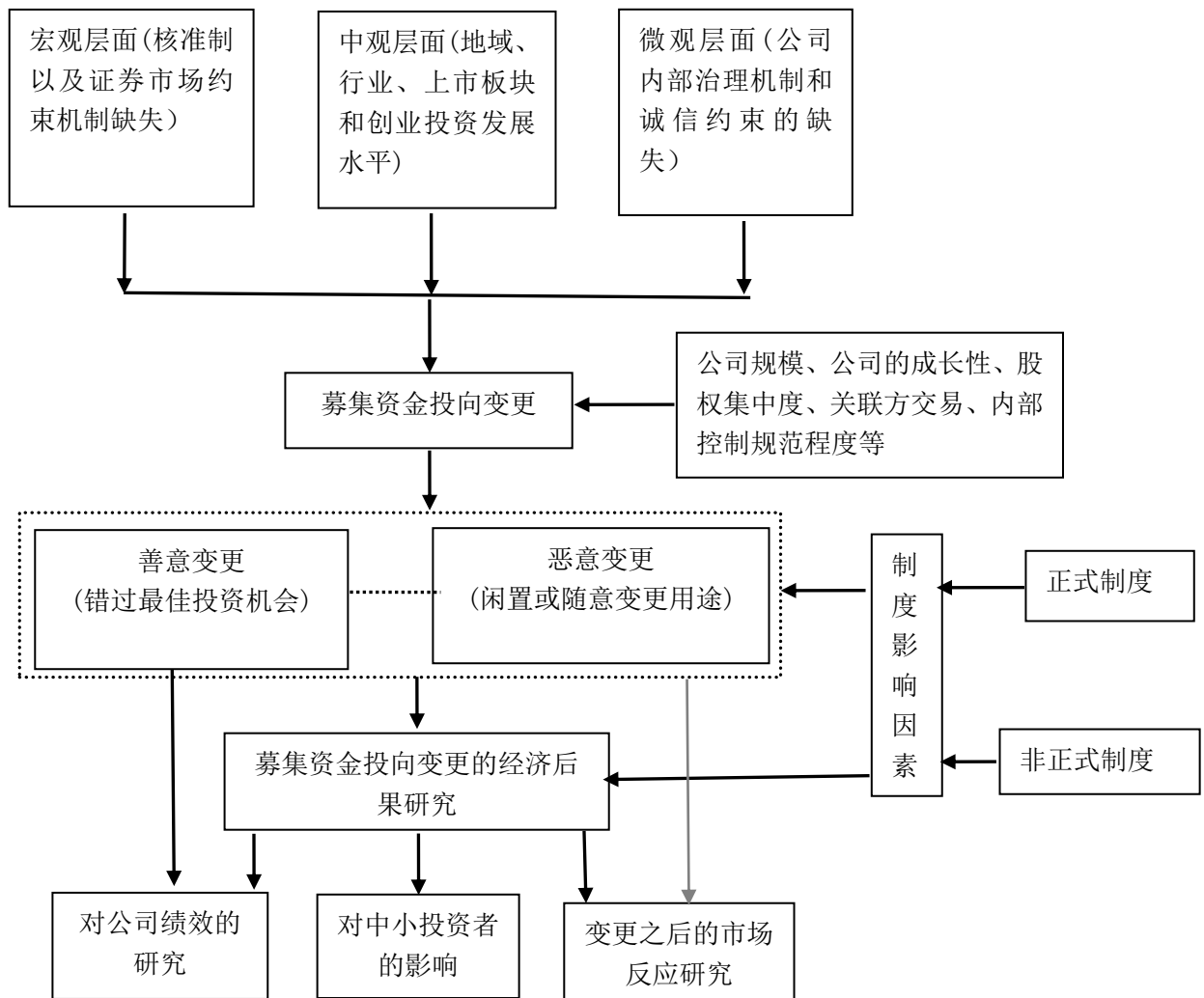


图 1-1. 募资投向变更行为国内研究框架

1.4 研究内容、思路与方法

1.4.1. 研究内容

本文共分为五部分，具体内容如下：

第一部分：绪论部分。提出了本文的研究背景、意义，研究的方法、思路和内容，并对国内外的相关研究进行梳理和评述。

第二部分：概念界定与理论基础。先对募资变更进行了概念的界定，然后对其理论基础进行了阐述，如委托代理理论、信息不对称理论。

第三部分：中小板 IPO 募资投向变更与原因分析。先介绍中小板 IPO 募资的特点然后描述 2010-2014 年期间中小板募资变更的现状，最后对募资投向变更的根源从制度缺陷、信息不对称、委托代理问题三方面进行分析。

第四部分：HW 公司 IPO 募资投向变更行为分析。先介绍案例公司的基本概况及募资概况，然后阐述其募集资金的使用情况，其次分析变更的原因，最后比较分析变更前对公司经营绩效的影响。

第五部分：研究结论与建议。根据前文理论与案例结合分析，得出研究结论，进而提出相关建议。

1.4.2. 研究思路

本文研究思路如下图 1-2 所示：

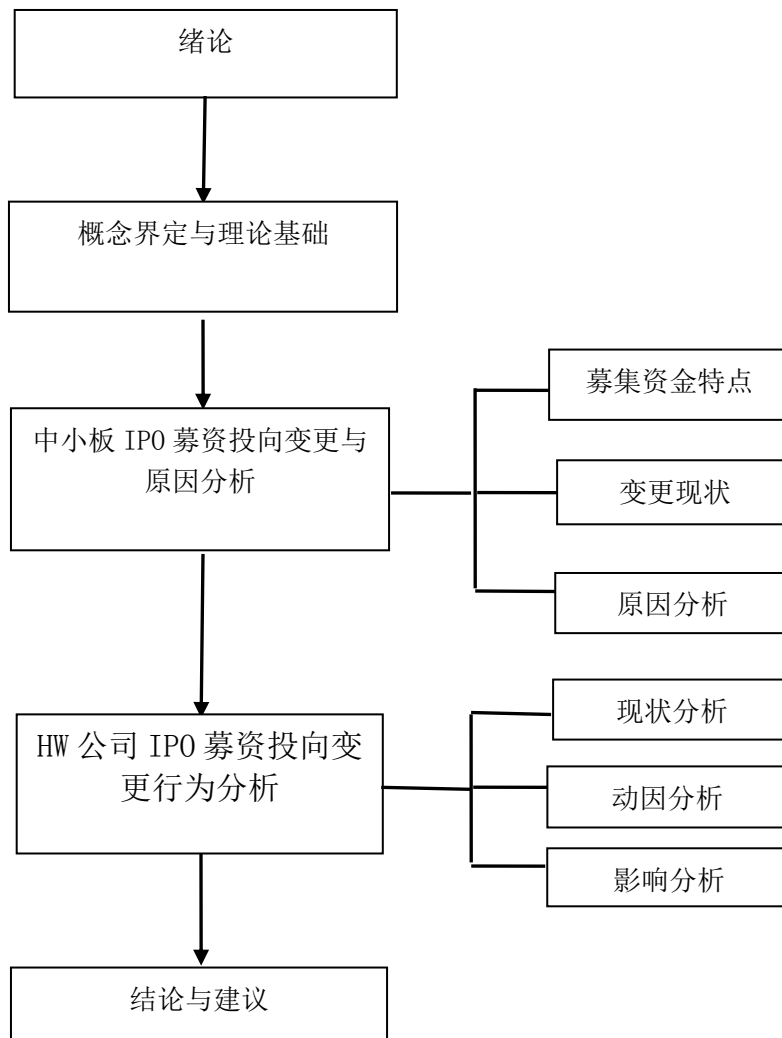


图 1-2 研究思路

1.4.3. 研究方法

本文研究综合运用案例研究法和比较研究法等科学规范的研究方法。案例研究法主要体现在通过对 HW 公司案例的研究，比较研究法是对募资变更前后对公司经营绩效的比较。

1.5 创新与不足

针对募资投向变更的研究，现有的研究成果虽出了相关解释，包括针对市场环境、制度因素等宏观政策层面的研究、募资投向变更的原因、影响因素以及上市公司融资变更的主观意愿和动机等。但以具体典型案例研究募资投向变更的行为，数据相对较为陈旧。因此，本文试图建立在前人研究基础之上，对案例研究提供新的证据。这是本文的

创新点。

由于本人专业知识、理论框架等方面的不足，不能够从理论角度进行深层次分析，这是本文的不足之处，本人将在以后的学习工作中不断提升自己，弥补不足。

第二章 概念界定与理论基础

这个章节中我们主要对所有的概念进行明确的定义，重点研究了募资投向变更行为的概念界定，并介绍与研究内容相关的基础理论，为后文研究奠定理论基础。

2.1. 募资投向变更的概念界定

证监会在 2015 年 2 月颁布的《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》(2015 修订版)中有关的条款对于募集资金变更有如下定义：上市企业出现了下列行为，我们将其看做是募集资金用途发生了转移或者变化：第一、否决已经有的募集资金项目，采取了新的项目；第二、改变了募集资金投资项目的主体；第三、改变了原定的发展计划和策略；第四、交易所规定或者认定的其他模式下的变更行为。

2.2. 理论基础

2.2.1. 委托代理理论

委托代理实际上是随着社会的发展和生产力的提高，逐渐衍生而出的关系。只要有交易的地方，就必定存在委托代理关系，这点毋庸置疑。

我国的经济发展迅速，越来越多的企业实行了股份制，促使企业的规模不断扩大，成为了市场中最活跃的部分，从而弱化了股权集中度，控制、决策权越来越难以避免出现转移，促使企业出现了两权分离现象。委托代理理论逐渐成为了市场中比较成熟的理论，我们将其归结为下面两点：第一、委托人和代理人追求的东西不一样；第二、委托人和受托人之间信息出现了严重的不对称。正是上述两种情形促成了委托代理理论。从经济学中的“经济人”假设理论中可知，由于自身情形不同，委托人和代理人之间目标存在差异。一方面，企业的所有者想要的是企业的利润最大，企业资本收益的最高，从而为大股东获取利益；另一方面，实际管理者追求的是自身的利益最大化，追求的是丰厚的福利待遇，就会受此影响改变企业的发展策略，也就是说忽略了企业的利益而追求自己的利益。

这种委托代理关系，使得企业管理当局与利益相关者所了解的信息不完全对称。而且委托人和代理人两者寻求的目标不完全相同，行为动机或受激励的方式也有区别，所以企业管理当局有可能为了自身的利益进行盈余管理。

委托代理关系往往出现在企业的管理层之上，市场交易中最常见的就是股东和企业经营者之间出现的代理关系。属于企业的两种权力之间的合作与博弈。由于股东与经理人追求的利益出发点不同，但彼此都是为了追求自身利益，一个是追求报酬最大化，而另一个追求企业财富最大化，这就致使两者间所追求的目标出现了偏差。由于股东通常不参与公司的生产经营活动，相对而言经理比股东更了解企业跟新的信息，因此经理人与股东所掌握的信息存在不对称。

正是上面我们讲述到的利益冲突和信息问题，才导致企业的经营者为了追求自己的利益而忽略了企业的利益。在利益驱动下，经理人很有可能会不顾及股东权益来窃取私

利，例如，经理人为了牟取更高的收益，指使会计人员弄虚作假，私做假账，夸大利润。由于会计工作人员受雇于企业，受经理人直接领导，出于自身发展考虑，往往不得不从命。由此可以看出公司管理者不仅存在盈余管理的动机而且完全可以通过权力来控制财报数据，为自己牟取私利。

2.2.2. 信息不对称理论

信息不对称已经成为了大多数企业存在的共性问题，实际上简单来讲就是交易的双方或者有关系的两者之间对于信息的了解程度不一样。市场经济发展过程中，不同的人员对信息的知情权是有差异的，了解信息比较全面的人，往往处于优势，而掌握信息较少的人，往往处于劣势。

在资本市场发展过程中，信息不对称的有着不同的表现形式，大致可分为如下三种：第一，买方与卖方之间由于信息差异不同而产生的信息不对称，即其中一方比另一方拥有更多的信息获取渠道，即卖方具有相对完善信息而买方处于零信息状态。第二，买方与买方之间的信息差异而产生的信息不对称。第三，卖方与卖方之间的信息差异而产生的信息不对称。其中第一类是较为多见的，本文研究的信息不对称即为第一类。

信息不对称的产生的原因我们归结为以下两种：主观原因、客观原因。主观原因实际上是人们获取信息的途径不同，可是信息获取的渠道往往又和自身得到信息的难易程度有关系，也就是说信息的不对称实际上是由人们得到信息的难易程度决定的；客观原因主要指的是人们得到的信息量和社会中某些因素有关系，最典型的代表就是社会分工的不同和专业化。伴随着经济社会的不断向前发展，劳务专业化程度得到了一定程度上的提升，信息不对称在专业与非专业之间差异越来越明显。因此，信息不对称是客观存在的。

信息不对称对当事人双方产生两个方面的作用：一是推迟交易的顺利完成，在一个体现信息不对称的情形下，交易的理性完成要比在信息对称条件下难以进行得多，严重可致使交易“流产”，因此获取信息不利的一方尝试使交易更加“理性”的付出变得难以推进执行；二是在交易顺利完成的情形下，由于信息不对称也会影响到当事人双方进行决策判断。这样，由于信息不对称的存在或许使优秀的产品被退出市场舞台，并拉低广大消费者对市场的信任度，致使市场萎靡，进而最终严重降低整个社会的经济发展水平。

第三章 中小板 IPO 募资投向变更与原因分析

3.1. 中小板 IPO 募集资金特点

3.1.1. 中小板 IPO 特点

经国务院相关部门的批复，证监会于 2004 年 5 月 17 日正式批准深圳证券交易所主板市场内设立中小板。

随着改革开放不断深入，我国的经济得到了前所未有的发展，社会上的公司群体规模同样得到了扩张。由于现存的融资市场状况无法达到所有企业因公司发展需要的资金来源。在企业日益发展的需求与现实融资之间的矛盾之下，成功创建了中小板。中小板以发力扶持具有发展前景的企业，但因为融资困难的原因，阻碍了企业的成长，为这些企业提供了融资平台。

中小板可以说是创业板的开场白，但在制度上与主板仍有不同，当前深交所明文规定，中小板上市公司与主板上市公司均需使用一套上市标准、法律法规，但中小板在运行、监管、指数计量、代码等方面仍然要保持一定的独立。并安排符合主板上市条件的小规模企业进军中小板上市。

从制度安排层面来看，中小企业板企业的独立运行，主要包括执行独立的监察制度、使用与主板市场独立的代码和指数，这些都可以重点的加强对中小企业板监管和相应的制度创新留下一定的空间。

中小企业板为我国企业的融资最初了巨大贡献，为中小型发展中企业提供了资金渠道，使得近两年呼吁的环保型企业，高新技术发展企业，以及行业业绩突出的企业提供了发展平台。中小板也有着和主板相同的发行条件，但是由于企业都属于小型规模，但是成长空间大，发展能力强，很好的适应市场的变化，再加上，企业上市后将受到相关法律，行业法规等制度的制约，其主要目的在于提升公司治理结构和规范运作水平，为投资者带来最大强度的保证，增加市场监管的透明度。

3.1.2. 中小板上市公司发展现状

中小板自 2004 年开办以来，市场规模稳步扩大。截止到 2014 年底，中小板共有 732 家上市公司。总股本为 2410.25 亿元，总市值从 2004 年的 413.43 亿元发展到 2014 年的 28804.03 亿元，是 2004 年的 69.67 倍。如表 3-1 所示：

表 3-1 历年中小板上市公司概况

指标名称	2010	2011	2012	2013	2014
上市公司数	531	646	701	701	728
新增 IPO 数量	204	115	55	0	27
总股本(亿元)	592	794	1367	1944	2410
流通股本(亿元)	260	380	705	1125	1486
总市值(亿元)	6270	16873	35365	27429	28804
流通市值(亿元)	2673	7504	16150	14344	16244
中小板指数 P	6829	4296	4237	4702	5391
加权平均股价(元/股)	11	21	25.88	14	12
平均市盈率	25	51	56.93	28	25

数据来源：国泰安数据库

3.2. 募资投向变更的现状

3.2.1. 变更的总体情况统计

从证券交易所成立之日起，我国的证券市场不断发展，已经成为了我国的企业进行融资的重要渠道之一。因此，我国股票市场的突出问题主要表现为上市公司任意改变募集资金投向，也揭示出我国资本市场重市场筹资功能而轻资源配置功能的现状。

我国《公司法》和《证券法》都规定公司募集资金只能用于招股说明书中列明的用途，必须适用于与公司主要经营业务相关的领域，就实际效果而言，该规定的实施效果却并不是特别明显。此外，募集资金较低的使用效率会使投资者降低对创业板上市公司的信赖程度，削弱了投资热情，同时会对企业的管理及营运能力产生质疑，这不利于为我国的创业板市场营造良好的投资发展环境。企业募集的资金主要用于用于购买大股东资产、改投新项目、构成关联交易、用于委托理财和自营买卖股票、用于补充流动资金、用于偿还银行贷款等等。未能将资源很好的优化配置等一系列问题层出不穷。

据统计：2010 年共有 256 家上市公司变更了募集资金投向；2011 年募资投向发生变更的上市公司数为 234 家；2012 年有 199 家上市公司变更了募集资金投向；2014 年上市公司募资投向发生变更为 164 家。由此，我们可以看到我国资本市场上募集资金变更现象的产生是显而易见的。详细的统计请见表 3-2 所示：

表 3-2 上市公司募集资金变更情况统计表

年度	上市公司数	变更公司数	发生变更			变更行为涉 及金额占总 额的比例
			占上市公 司的比率	筹资额	变更金额	
2010	531	256	48.21%	260	14.46	5.56%
2011	646	234	36.22%	380	35.45	9.33%
2012	701	199	28.39%	705	23.34	3.31%
2013	701	199	28.39%	1125	37.24	3.31%
2014	728	164	22.53%	1486	89.31	6.01%

数据来源：同花顺财经

对与证券市场和上市公司来说，超募现状将会阻碍其发展的步伐，同时是损害了广大投资人的利益的不利因素，因此，超募现象越来越受到社会的热议。或许可以通过出台新的政策的方式来防止超募现象的发生，虽不能做到彻底消除，但可以缓解目前情况，最好的方法之一就是为目前超募资金匹配到合理的投资项目，这就显得尤为重要。由于近两年市场监管机制不够完善，公司治理结构仍存在缺陷，以及外部投资者积极参与热情高涨，但是缺乏对公司的监督，使部分代理人的圈钱动机日益暴露出来。因此融资后不久就发生募资投向变更的情况。

3.2.2. 变更的行业分布

根据公司信息披露公告的资料内容，对 2010-2014 年 A 股中小板市场中发生 IPO 募集资金投向变更的公司的所在行业进行统计。根据证监会公布资料调查显示，从行业视角来看 2010-2014 年间发生 IPO 募集资金投向变更的上市公司涉及了 11 个行业，其中传统行业约占到 78.38%，可见传统行业的企业所处市场环境并不稳定乐观，面对的竞争非常激烈。变更次数排名最多的三个行业分别为制造业，建筑业和传播文化产业。具体分布如表 3-3：

表 3-3 2010-2014 年中小板市场 IPO 募集资金投向变更公司行业分布(单位：次)

行业	农林 牧渔 业	采矿 业	电力 煤气 及水 产供 应业	建筑 业	交 通 运 输、 仓 储 业	信 息 技 术 业	批 发 和 零 售 行 业	房 地 产 业	传 播 与 文 化 产 业	社 会 服 务 业	制 造 业
次数	21	31	21	81	21	11	21	11	41	21	101

数据来源：同花顺财经

变更次数最多的制造业的公司变更次数共有 101 次，其中 61 次为电子、电机机械类制造业，21 次为铁路运输设备制造业，剩余为船舶制造业与服装制造业。传统制造业，尤其是电子 电机机械类行业的企业竞争激烈，市场环境变化日新月异，更涉及到技术更

新问题，因此发生募集资金投向变更的企业较多。

变更次数排名第二的则为建筑业，建筑业公司业务常常涉及城市开发与城市规划，当政府规划与政策发生变化时，则不得不相应对投资项目进行调整。另外 2010-2014 年间中国房地产行业起伏动荡，从而也会波及到建筑行业。

变更次数排名第三的为传播与文化产业，该行业的变更数量也超过了其他一些日渐式微的传统行业。目前正处于新技术新媒体冲击下的急剧转型期，实体图书的销售大幅下滑，传统出版行业纷纷进行自行开发电子媒体，投资传媒范畴内的新兴项目等。这并不是传统出版企业本来擅长的主营业务，因此其中难免会出现偏差与问题，导致企业将募集资金投向进行调整，甚至其中两家企业在 IPO 募集资金投资项目上变更投资方式，寻求了其他的公司进行合作。

而其他变更次数稍多的行业包括农林渔牧业、采矿业、交通运输仓储业等均为传统行业，企业都面临着各种冲击与竞争淘汰，市场的环境变化促使他们不得不变更募资投向。

3.2.3. 变更的频率

在 2010-2014 年间发生的 381 次 IPO 募集资金投向变更中，有的企业在短短 3 年间不止变更了一次募资投向。根据同花顺财经，在 2010-2014 年发生的 IPO 募集资金投向变更的 381 次变更中，发生过一次变更的公司为 256 家，发生两次变更的有 71 家，变更了三次的公司为 21 家，而变更了四次的公司有 21 家。这个变更特别严重情况的是中国建筑，在三年中共变更了 4 次，其 4 次变更投向的原因也大多相似，主要是因为资金到位迟，项目启动时间延后条件发生变化，不能满足进度。主要是时间延后引发了一系列的问题从而导致了必须变更募集资金投向。而其他 71 家变更两次的企业基本上两次变更并不在同一年，而是相隔了一定时间，因此两次变更的原因与内容也大都不相同。

3.2.4. 变更的类型与资金去向

上市公司因其各自不同的原因与需求，在 IPO 募集资金投向变更的内容上也各有不同。其中包括取消原有的项目而投资其他项目，改变投资资金的金额，补充流动资金，或是不改变投资金额的前提下调整原有项目的内容或是单纯变更投资项目的地点，再或是 IPO 募集资金投资项目上与其他公司联合等等。

根据信息披露公司变更 IPO 募集资金投向的公告内容，对企业变更的具体内容进行分类统计，具体如表 3-4：

根据表 3-4 所示，非常明显 IPO 募集资金的变更类型主要集中在募集资金改投其他项目、实施地点的变更、原项目投资金额的改变以及原项目投资内容的调整这四个方面，说明了 IPO 上市公司对募集资金的变更的类型也是有所偏好和选择的。

表 3-4 2010-2014 年中小板市场 IPO 募集资金投向变更类型分布

变更类型	次数
原有项目投资金额改变	61
原有项目投资内容调整	51
项目取消, 改投其他项目	161
投资方式改变(与其他公司联合)	21
实施地点变更	91
节余资金改投其他项目	31
补充流动资金	11

注: 因有的公司一次变更公告不止变更一项内容, 所以以发生次数为计, 总次数大于公司数

数据来源: 同花顺财经

其中实施地点改变, 项目内容调整(金额不变)、与其他公司联合这三类, 对募集资金本身的使用并没有影响, 还是原有计划的项目与金额。而项目取消投其他项目、投资金额改变、节余资金改投其他项目以及补充流动资金这四个类型则涉及到了资金的去向问题。

原有项目投资金额改变, 其中包括了增资和减资投资其他项目, 而无论是哪个变更类型涉及到投资其他项目, 则不得不分类讨论其他项目是公司原有的项目还是全新项目, 是公司的主营业务还是其他业务等。具体资金去向情况如表 3-5:

表 3-5 2010-2014 年 A 股主板市场 IPO 募集资金投向变更资金去向

资金去向	次数
投资新项目	131
投资已有项目	31
补充流动资金	11
关联交易	11

数据来源: 同花顺财经

由表 3-5 可发现, 公司变更投向投资于其他项目的全部都投资于公司的主营业务, 趋向于热门新兴行业而去投资的情况一例也没有发生。而其中主要集中于投资全新项目。为了顺应市场与政策的变化还是主要原因, 通常都是因为国家政策、城市规划调整, 市场环境发生变化, 技术更新过快, 审批时间过长等投资已有项目相对投资新项目来说, 较为安全保守风险较小。通常控股股东会通过收购大股东的股权或者资产来获取超募资金, 募集资金也用于公司补充流动资产, 归还贷款。另外资金的去向还有可能用于购买股票国债或是委托理财, 甚至于归还银行贷款等等, 在所取样本中, 这些情形并没有发生。

3.3. 募资投向变更的原因分析

3.3.1. 公告陈述分析

(1) 市场环境发生了重大变化。

由于上市公司拟定投资项目时间较短，经过证监会，监管机构，保荐机构的层层审批需要一定时间，等经过审核后，由于资本市场环境，以及股票市场的波动，企业更多的会改变募集资金投向。

由于资本市场的变化与波动，计划募投的项目不能按照原定时间继续进行，因此就需要对募集资金进行变更，与此同时，由于信息不对称性，外部投资者所能获得信息非常少，不能依赖仅有信息的真实性而作出判断，当募集资金变更项目时，不在外部投资者能够掌控的范围之内。如南华信能源因市场变化的实时性，原定项目不能按期实行，为了获得较高的预期收益，由于之前的电子科技产品已经得到市场的广泛认可和接纳，企业决定将产业发展战略做出相应的调整，变为集中优势资源，重点打进电子信息产业。因此，该公司的第四届董事会第四次会议变更了募集资金的投向。

(2) 发现其他效益更好的投资渠道。

募集资金变更的关键原因之一就是上市公司在募集资金到位之后，其他效益更好的投资渠道，同时也是原本上市公司立足于本企业利益的需要，一味的追求高利润，高回报是自然而然的事，但是当改变投资项目常常是在短期内进行的，投资风险不能很好披露，收到的经济报酬也不能有效保证。与此同时，对于投资者而言投资什么样的项目，是否有高的预期收益，都是作为独立经纪人应当考虑的投资要素，但是当企业将募集资金变更后，投资项目就不是他们能够决定的了，如江苏高科电力的相关公告表示：该公司获得国家经济贸易委员会的同意，进行了“开发生产氧化硅真空镀膜技术改造项目”，但是基于我内行业发展并不是很完善，但为了合理配置资源，不至于使募集资金浪费，决定将视线转入发展前景较好的投资项目上。

(3) 可行性研究报告论证不充分。

上市公司的部分企业宣称在公开发表的披露中，由于信息不充分，招股说明书中所列的投资项目证据没有说服力，比如市场环境的变动等等因素。

也正是由于上市公司编制可行性研究报告时没有对拟投项目进行充分论证，导致了募集资金投向的最终变更。如梅花生物发行 1 亿 A 股，其所投 21 个项目中有 17 个项目的投资额在 3000 万元之内，两个项目发生了变更，其称变更“高档非织造物技术改造项目”的原因为：公司为了扩展业务规模，预期收益较高，投资相对较低。

(4) 拟投入项目在募集资金到位前已用银行贷款或自有资金投入。

部分上市公司在上市前已经将投资项目列入计划范围内，并提前将资金投入项目，这样使得超募资金必然转变投资方向。如神洲天悦，公告中披露，公司将募集资金投向变更，由原计划项目（河南驻马店福林药业有限责任公司米非司酮项目 and 新疆华世丹药业有限责任公司技术改造项目），变更为补充公司流动资金以及偿还银行贷款。对于原募投项目，公司表示，当募集的资金没有到位时，公司已将资金投入计划项目中，建立了一期工程，累计投入资金 2,843.17 万元。但上市两年来，由于市场的接受力不强，同时公司仍然需要对这个行业市场进行调查研究，为了公司利润求稳，公司决定暂且放缓二期项目的建立。

3.3.2. 制度缺陷

在我国，针对募集资金的筹集和使用制定了很多的法律、法规和规章制度予以约束，如《公司法》、《证券法》和新股发行监管制度等，这些在一定程度上都为募集资金的筹集规范提供了政策依据。但也正因为这些政策存在一定的弊端仍然需要完善，才使得募集资金钻了空子，缺乏制度功能的有效发挥，才会导致上市公司肆无忌惮的进行募资变更行为。

第一、正式约束机制的不完备。

(1) 新股发行监管制度的不完善。

对与证券市场和上市公司来说，超募现状将会阻碍其发展的步伐，同时是损害了广大投资人的利益的不利因素，因此，分析超募产生的原因，或许可以通过出台新的政策的方式来防止超募现象的发生，虽不能做到彻底消除，但可以缓解目前情况，在核准制下，《公司法》、《证券法》对企业股票发行上市条件予以了规定，具体说来最关键的因素就是对企业业绩做出要求。从市场的变化形势来看，由于很多不可预见性因素的存在，使得公司很难保证业绩达到规定的标准。若不能够达标融资就不能实现。这样鼓励了行业发展有优势的企业的发展，同时也制约了有些为了获得资金而上市的目的不纯的企业，发行政策变相地加剧了上市公司管理层在不充分考虑融资资金使用效率和效果的情况下就贸然融资的程度。上市公司随意变更募集资金投向也就变得理所当然了。

(2) 上市公司的独立董事制度具备其固有的缺陷。

独立董事是独立于公司内部管理层而存在，其岗位的特殊性就在于是独立的个体，与公司管理层没有任何经济联系，不牵扯利益的纠纷，这样一个独立的岗位应当完全起到监督的作用和职能，却受到了一定程度的限制，除了受到时间自身知识能力的影响外，独立董事的选任机制和激励约束机制也是影响独立董事作用发挥的主要因素。

对于独立董事我国目前没有约束以及任职机制及相应的法律条文。事实上，独立董事由控股股东指派，这样使得独立董事的独立性难以保证，同时，独立董事的报酬远低于内部董事，而且独立董事由于亏损为公司带来严重的经济后果不承担任何法律责任，不能靠独立董事自身道德来约束，而且独立董事与监事的职责有重合的部分，这样就是二者都不愿承担责任，相互推卸，这正是因为制度存在缺陷，不能合理有效的解决问题，独立董事这一系列的问题，就使得上市公司的独立董事不能对上市公司募集资金的有效使用发挥其应有的监督职能。

第二、非正式约束发展的滞后。

在我国，正式监管机制存在缺陷，非正式的约束机制滞后于正式制约机制。一方面，在上市公司的管理层内部，责任感并不能够使代理人产生对企业的归属和认同，因此他们很少真正将自己的责任融入公司环境中，代理人的目的简单明确是获得最大程度预期收益。另一方面，上市公司的经理们在大股东的意志下，往往碍于情面而难以坚持自己的立场，这就是募集资金的变更掺杂了股东的意愿，由于代理人很难维护外部投资人及中小股东的利益，因此上市公司变更募集资金的现象日益凸显。

第三、制度实施机制的缺失。

完善我国的新股发行制度，才可从根本上解决募集资金变更的问题。必须不断完善我国的新股发行制度。为了减少创业板超募、高发行价现象的发生，必须不断完善我国的股票发行询价制度，对参与询价的机构投资者行为做出适当限制，使其对自己报出的价格承担一定的责任；另外，可以在创业板尝试着引入存量发行机制。作为成熟资本市场惯用的一种新股发行方式，可以缓解因新股发行过多导致的超募问题，减少市场投机行为，在创业板市场推行存量发行制度是资本市场发展的一种必然趋势。

3.3.3. 信息不对称

对于募集资金投向变更问题来说，不利于企业健康良性的成长，增加了企业的投资风险。受外部资本市场的影响，以及股东有着较高预期收益等等，都在一定程度上制约着企业的发展，创业板公司需要在紧迫的时间内对于超募资金作出规划决策。外部投资者预先对企业的发展规划及工作能力是不熟悉的，所有的资料收集都是通过企业公开发展的公告去判断决策，这时候就产生了严重的信息不对称现象，这对于有些成长过程中能力有限的公司而言，是艰巨而富有挑战的任务。如果管理层的能力不足，通常他们更愿意去通过募集的资金获取利益，而不是对公司有深刻见解，深思熟虑后才决定上市，这样就容易出现“逆向选择”问题，使得社会资源的浪费，阻碍了一些真正需要资金发展的企业，不能合理优化配置资源。另外一种存在情况正好相反，公司非常了解目前的经营能力及投资现状，具有绝对的信息优势。借着外部投资者对信息认知不深，利用这种情况，公司就在招股说明书中任意拼凑项目，为了获取募集资金，这样，当正式收到募集资金时，就会自然而然的改变原有的项目，使募集资金变更。

针对创业板上市公司通过运用超募资金投资决策，无非以下两种选择：一种是在原有项目的基础上加以扩建，增加原有项目的份额，扩大规模，加速扩张的步伐。另一种则是寻找新的投资项目，从而以资金规模加速公司的快速发展。但无论是那种决策，都需要时间的检验和充分的数据支持，如果仅仅是仓促、被动的为超募资金寻找适合的投资项目而不是有针对性的，合理的去评价资金的使用效果，这样不但会给公司造成大规模的投资经营风险，与此同时也会遏制公司的发展。然而，由于外部投资者对公司的实际情况及经营能力并不了解，只是希望自身利益得到满足，这样就缺少对公司的监督作用，上市公司更是肆无忌惮利用信息优势，这就使得上市公司变更募集资金投向等行为变本加厉，进而影响投资者的利益，即因信息不对称的因素而受到信息优势方带来的损害。

总之，由于信息的不对称以及委托代理问题等因素的存在，那么在筹资活动过程中，代理人通常会选择有利于自己的方式投资，从而损害企业投资者以及股东的利弊，隐藏对自己不利信息，传播对自己有利的信息，从而迷惑投资人，更有利于自己的筹资更加顺利进行，无视契约条款，随意变更募集资金投向，使投资处于有利于自身的一种状态发展。

3.3.4. 委托代理问题

委托代理的关系，可以促使企业内部管理人员与利益相关者所获取的信息不完全对称。而且委托人和代理人两者寻求的目标不完全相同，行为动机或受激励的方式也有区别，所以企业管理当局有可能为了自身的利益进行盈余管理。对于这一点，主要从以下两个方面来分析：

一、公司股权的结构不完备。

公司制企业最显著的特征就是企业的所有权和控制权相分离，它是掌握内部信息的相关代理人通过合同或其他经济关系与处于信息劣势的委托人，两者之间的合作与博弈。由于股东与经理人追求的利益出发点不同，但彼此都是为了追求自身利益，一个是追求报酬最大化，而另一个追求企业财富最大化，这就致使两者间所追求的目标出现了偏差。由于股东通常不参与公司的生产经营活动，相对而言经理比股东更了解企业跟新的信息，因此经理人与股东所掌握的信息存在一定的不对称。

由于信息不对称等现象的存在，理性的经济人可能会做出相应的投机行为。在利益驱动下，经理人很有可能会不顾及股东权益来窃取私利，例如，经理人为了牟取更高的收益，指使会计人员弄虚作假，私做假账，夸大利润。由于会计工作人员受雇于企业，受经理人直接领导，出于自身发展考虑，往往不得不从命。由此可以看出公司管理者不仅存在盈余管理的动机而且完全可以通过权力来控制财报数据，为自己牟取私利。

与此同时，我们知道外部投资者通常比较分散，他们更多的关注点在于如何获得更高的预期收益，而不是关注筹集上来的资金如何流动，因此减少了对企业的监督，上市公司对投资项目的承诺也就算不上有效的保证了，这样说来，证监会的监管条例及政策也就以可有可无的状态存在了。例如，我国《证券法》第 20 条明确规定：上市公司对发行股票所募资金，必须按招股说明书所列资金用途使用。改变用途的，需要通过董事会决议，股东大会的审议一致才可，但由于股权比例较为集中，决策权也就集中在少数的股东手里，不具有一定的约束性。

二、激励约束机制不健全。

由上面的委托代理理论可知，公司管理层与外部投资人存在着利益冲突，然而激励约束机制的建立，使得二者间的矛盾有所缓解，可以同时为了自身利益最大化而努力，当激励约束机制不利于某一方的发展时，公司管理层通常会将股东权益抛掷一边，在这种情况下，往往会忽视对管理层的监管，代理人则会产生投机心理，致使增加个人财富而忽视委托人的利弊关系。因此，为了不让委托人和代理人在利益方向上各自而行，需要设立一种促使双方达成统一、合作共赢的体制，给予代理人一定的激励，使其按照有利于委托人的目标展开相应的工作，即为激励约束机制。

迄今为止，激励约束机制在我国上市公司中仍存在缺陷，主要问题如下：第一，代理人薪酬较低；二是，相应的激励方式不合理；三是，代理人的薪酬与为公司提供工作量不成正比；四是，对代理人的激励效果不显著。正因如此，没有达到代理人的预期收益值，公司管理者必然会通过各种渠道各种方式增加自己的收入，其中就会利用到不正

当手段，为了谋取资金，通常会饥不择食的选择任何投资机会，不考虑是否有利于股东权益，不考虑公司现状等因素，并不断从市场上募集资金。由于一开始就没有明确的投资方向，有可能投资项目也是碍于时间紧迫的需要编纂出来的，因此案很容易造成募集资金变更的情况产生，与委托人的意愿背道而驰，这就是所谓委托代理中的代理成本问题。

为了降低代理成本，股东一定会商议一定的约束机制来限制管理层欲望过剩，这就需要协定契约关系，但由于外部环境的多样性及可变化性，可能在管理层为公司做出贡献的同时制约了他们的发展空间，为了阻止此现象的产生，契约双方就要尽可能的了解双方，掌握对方的实时动态，预测外部环境的变化。但是，由于现获取相信的成本较为昂贵，谈判的费用和合同的监督执行费用等，就形成了约束成本。

上市公司相关人员使用募集而来的资金的效率的高低，一定程度上满足股东和外部投资人的利益需求，遏制道德风险，实际上还是由有效激励与约束的激励约束机制来影响的。

第四章 HW 公司 IPO 募资投向变更行为分析

4.1. 公司简介及 IPO 募资概况

4.1.1. 公司简介

HW 公司创建于 1998 年，是全球文字识别技术与智能交互产品引领者。在长达十几年的发展过程中，企业不断进行自我创新，在手写识别、光学字符识别(OCR)、笔迹输入等相关技术方面掌握较多的拥有自主知识产权的核心技术，综合技术水平在全球占据领跑者地位，手写汉字识别技术荣获国家科技进步一等奖，OCR 获得国家科技进步二等奖。

HW 公司以核心技术为基础，以市场需求为导向，逐步开发了以识别技术为核心的、针对各类细分市场的软硬件商品供给链，既有通用产品，如 e 典笔、HW 电纸书、HW 笔、文本王、名片通、绘图板等，也有针对教育、金融等行业应用的文表识别解决方案；既有手写手机、OCR 等多种技术授权方案，也有辅助方案实施的硬件产品，如证照识别等。

HW 产品链丰富，使识别技术得到广泛应用，在电子政务、个人办公、移动通信、数字家电等方面实现普及化和规模化处理信息，推动中国社会的整体信息化进程，促进了国民经济的发展。目前，公司在手写市场占有率超过 70%，OCR 领域市场占有率超过 50%，处于领先地位，微软、诺基亚、三星、索爱、LG、联想、TCL 等国际著名厂商相继采用 HW 技术，使民族软件业获得了国际认可，提升了民族高科技企业国际市场竞争力，引领了智能识别市场发展的方向。此外，HW 公司还在积极推进生物特征识别技术、行为识别技术的研究和推广工作，力争把模式识别领域的技术与产品做深做透，开启进入智能交互时代的大门。

2010 年 3 月 3 日，HW 公司成功登陆深交所中小企业板。“忠诚敬业，永争第一”是 HW 企业文化的精髓，“自主创新”是 HW 的核心理念。HW 公司会通过持续的技术创新，努力成为民族高科技企业自主创新的典范，为推动国家信息化建设做出贡献。

4.1.2. IPO 募资概况

经中国证券监督管理委员会证监发行字[2010]139 号文核准，并经深圳证券交易所同意，HW 公司由主承销商中德证券有限责任公司通过深圳证券交易所系统于 2010 年 2 月 12 日，以每股 41.90 元的发行价格，完成了向社会公众公开发行普通股（A 股）股票 2700 万股。截至 2010 年 2 月 12 日，HW 公司共募集资金 113,130.00 万元，扣除发行费 5,529.98 万元，实际募集资金净额 107,600.02 万元。

根据财政部《关于执行企业会计准则的上市公司和非上市企业做好 2010 年年报工作的通知》(财会[2010]25 号)的精神，HW 公司对发行费用进行了重新确认，将路演等费用 677.93 万元从发行费用中调出，最终确认的发行费用金额为 4,852.05 万元，最终确定的募集资金净额为 108,277.95 万元。

HW 公司自 2010 年 2 月上市 IPO，至 2015 年底无增发、配股等任何形式的募集资金，本章有关 HW 公司募集资金的均为 2010 年 2 月 IPO。

4.2. 募集资金变更情况

4.2.1. IPO 招股说明书中募集资金的主要用途

本次募集资金在扣除发行费用后，将根据轻重缓急，按顺序投资于以下项目：如表 4-1 所示：

表 4-1 HW 公司 IPO 募投项目汇总

序号	项目名称	计划投资总额（万元）
1	HW 多语种多平台文字识别软件系统及产品	5,000.00
2	基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品	4,652.00
3	电子纸智能读写终端	6,317.00
4	数字化仪相关设备与软件技术产业化	5,800.00
5	全国营销平台综合体系建设	3,175.00
-	总计	24,944.00

数据来源：HW 公司 IPO 招股说明书

4.2.2. 募集资金投向的变更

截止 2014 年度，原 IPO 招股说明书中募投项目已全部发生变更，变更方式包括变更募投项目实施主体、变更募投项目投入资金、变更为非募投项目。累计变更用途的募集资金总额为 5,218.73 万元，累计变更用途的募集资金总额比例达 4.82%，募集资金总额 108,277.95 万元。期间共发生三次变更，内容如下：

第一次，HW 公司于 2010 年 3 月 23 日发布《关于变更公司三个募集资金投资项生产系统建设部分实施主体的公告》，变更募投项目实施主体。如图 4-1 所示：

1、拟变更生产系统建设部分的实施主体之募投项目

(1)“基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品”项目。该项目原实施主体为 HW 科技股份有限公司，计划投资总额为 4,652 万元。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已先期用自筹资金 846.59 万元投入建设本项目。

(2)“电子纸智能读写终端”项目。该项目原实施主体为 HW 科技股份有限公司，计划投资总额为 6,317 万元。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已先期用自筹资金 10,264.26 万元投入建设本项目，其中超投入 3,947.26 万元。

(3)“数字化仪相关设备与软件技术产业化”项目，该项目原实施主体为 HW 科技股份有限公司，计划投资总额为 5,800 万元。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已先期用自筹资金 3,130.70 万元投入建设本项目。

2、拟变更生产系统建设部分的实施主体

上述三个募投项目的生产系统建设部分的实施主体变更为公司全资子公司 HW 制造有限公司（以下简称“HW 制造”）。

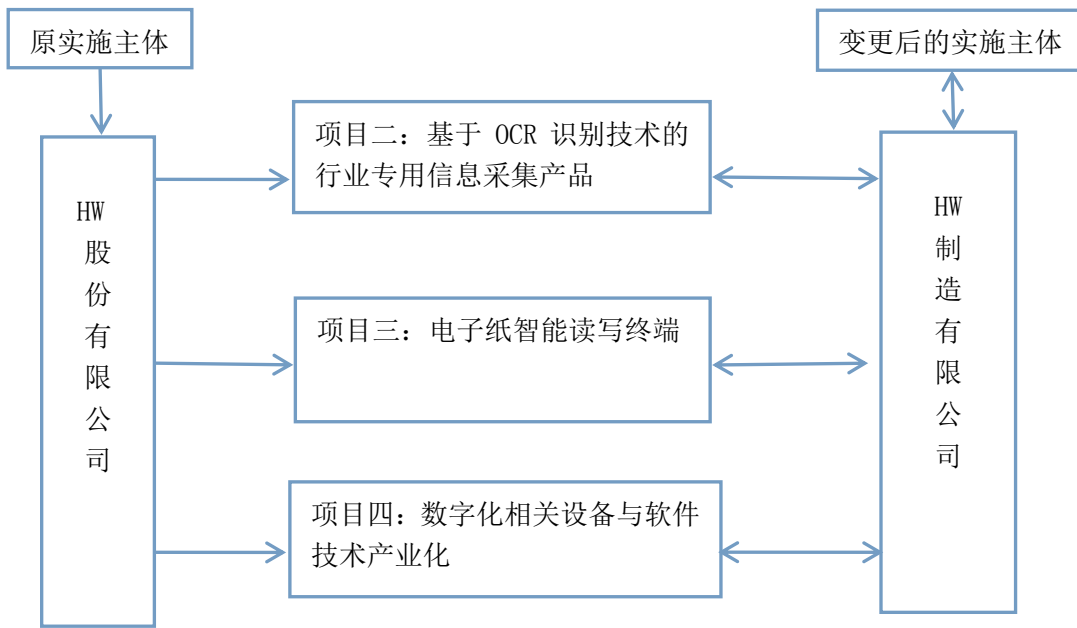


图 4-1 变更实施主体

第二次，HW 公司于 2011 年 10 月 26 日发布《关于调整部分募投项目投资金额并将其剩余募集资金变更为永久补充流动资金的公告》，变更剩余资金去向。如图 4-2 所示：

“HW 多语种多平台文字识别软件系统及产品”项目完成开发目标，达到投产状态，累计使用募集资金 2,153.90 万元，项目剩余金额为 2,846.10 万元。公司在项目实施过程中利用和改造已有设备和软件，根据实际需要自行采集了部分样本数据库和语料库，减少了设备采购和软件外购支出，导致该项目资金结余。2011 年 10 月 26 日第二届董事会第十九次会议审议通过将剩余 2,846.10 万元变更为永久补充流动资金。

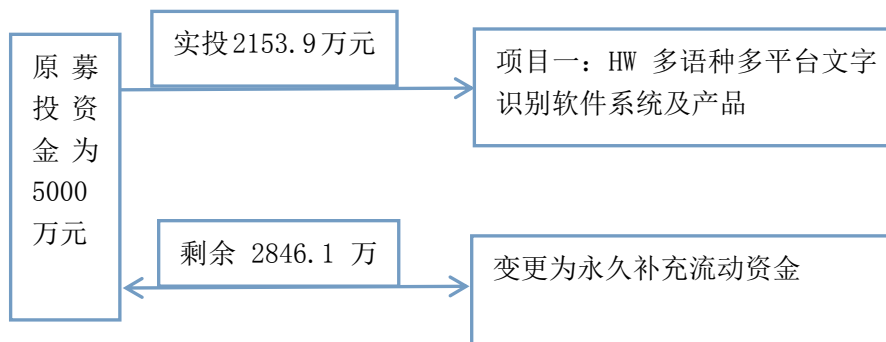


图 4-2 变更剩余募投资金去向

第三次，HW 公司于 2012 年 3 月 22 日发布《关于变更募集资金投资项目的公告》，变更为非原募投项目。如图 4-3 所示：

将原计划投入“全国营销平台综合体系建设”项目的募集资金用于在江苏省南京市购建 HW 南方研发中心基地大厦。

按照《招股说明书》的募集资金使用计划，“全国营销平台综合体系建设”项目原计划投资额为 3175 万元，在全国七个区域中心城市（北京、广州、成都、武汉、西安、

南京、沈阳) 设立并建设公司总部直属的区域营销平台和信息平台。其中, 营销物理平台建设主要是购买营销平台办公所需的场地及所需软硬件设备, 并对所选场地进行必要的装修改造; 营销信息平台建设主要是以公司总部作为建设基地, 构架涵盖总部、营销平台、经销商等的信息网络。由于该项目实施的外部市场环境发生较大变化, 除项目前期的 802.37 万元的投入外, 尚有 2372.63 万元项目剩余资金未进行投入。

拟购建的南方研发中心基地大厦为单体建筑, 共计八层, 总建筑面积约 7581 平方米。本项目投资估算为 3184 万元, 用于支付购买大厦的相应款项, 其中 2372.63 万元将用变更后的募集资金支付。

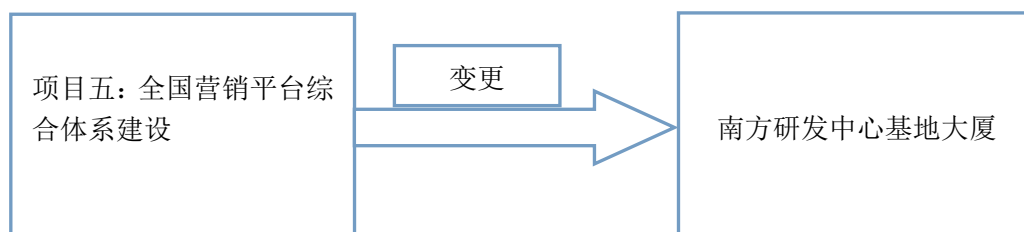


图 4-3 变更为非原募投资项目

4.3. 募资投向变更原因分析

4.3.1. 公告陈述分析

根据证监会的有关规定, 上市公司拟变更募集资金投向时必须在指定的平台上发布公告, 向股东大会和证监会等进行阐述动机。通过对 HW 公司变更募集资金投向的公告进行梳理, HW 公司对变更募集资金投向的解释, 归纳起来, 主要有以下几种:

第一、募集资金结余。变更募集资金投向是因为募集资金节余造成的。

“HW 多语种多平台文字识别软件系统及产品”项目实际投资金额较《招股说明书》中投资概算 5000 万元节约 2846.10 万元, 源于在采购过程中, 针对设备及软件的预算有所减少。主要原因是公司为节约成本, 较为充分的利用和改造了已有设备和软件, 并根据实际需要自行采集了部分样本数据库和语料库, 大大降低了设备采购支出和相关软件外购支出。

第二、节约成本。变更募集资金投向是因为节约生成成本、便于成本结算。

鉴于公司是研发和销售基地, 公司的全资子公司 HW 制造是公司硬件产品生产基地。为了统一规划、节约生产成本、便于成本核算, 公司拟将“基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品”项目、“电子纸智能读写终端”项目、“数字化仪相关设备与软件技术产业化”项目三个募投项目的生产系统建设部分的实施主体变更为 HW 制造。

第三、原定募投项目向市场环境发生变化。即因市场环境发生了变化而停止原定募集资金投向。这看似是对股东较为合理和负责任的一种解释, 并且外部投资者无法判断此说明的真实性, 因此改变原项目投向到其他项目就不能为外部投资者所能掌控的。

“全国营销平台综合体系建设”的建设内容主要包括在七个区域中心城市购置办公用房屋及信息系统建设, 其中, 建筑工程费预算为 2196 万元, 占该项目总投资额的 69.17%。但是, 由于近年来房地产价格飞涨, 使项目原投资金额不足以在一个区域城市

的理想商业区域购置办公场地；同时，因公司已全面建立了企业资源计划（ERP），已基本实现原项目设想的信息网络功能，不需重复购置相关设备和软件。同时，公司已通过其他手段加强了对营销体系的改善。为此，公司拟终止对“全国营销平台综合体系建设”的继续投入，将项目相关剩余资金投入其他用途。

4.3.2. 资本市场监管的缺失

当 HW 公司三次变更募资投向时，企业并没有给出变更项目的可行性报告分析，并未给出募集资金未来的明细使用规划。此时，证监会就需发挥其应有的监督和治理功能，要求 HW 公司及时提交变更项目的可行性报告分析，澄清变更募资项目的解释说明，公布募集资金未来的明细使用规划。

强有力的监管体系对于资本市场的长期稳定发展有着举足轻重的作用。我国资本市场尤其是证券市场起步时间相比西方发达国家较晚，虽然出台的法律法规数量较多，但效果确不令人满意。源于普遍的法律制度本身不配套、并尚有法律法规的真空地带等因素，导致了有法难依、有法不依的情况。即我国目前尚离完善的资本市场监管体系任重而道远。我国对资本市场及上市公司的监管制度，无论从内容上还是从技术上都相对落后。这种情况导致了我国资本市场监管部门不能有效地对上市公司违法违规行为进行有效的监管与惩罚，也就降低了上市公司变更募集资金投向的风险，导致上市公司募集资金投向随意变更的发生。

若 HW 公司拒绝证监会等市场监管者的监管，则证监会将会对其采取停牌或对其募集资金进行冻结、查封，那么上述的变更行为实则很难发生，控股股东的利益侵占行为也将被终止。但现实中，诸如证监会等的外部资本市场监管机制本就不完善，加之对募集资金使用方面的规定也不健全，导致 HW 公司可以在资本市场中募集到所需资金后，进行任意变更，而不受投资者及监管机构的监管。

4.3.3. IPO 审核发行制度的弊端

在现行的新股发行制度下，源于企业在发展过程中尚有不不确定性，上市公司必然会接触到因业绩达不到制度规定而不可继续再融资的情况。而且，发行股票的本意原是帮助优秀的上市公司进行广泛的社会融资，但是，却因此鼓动上市公司一旦符合融资条件就一定进行贸然融资。目前的这种发行制度变相地加剧了管理层在不充分考虑融资资金使用效率和效果的情况下就不计后果地进行融资，起到了背道而驰的作用。

HW 公司 IPO 招股说明书中看似高收益的募投项目却在成功“圈钱”后变更投向，这在一定程度上反映出：一方面上市公司投资项目可行性研究论证工作质量不高，缺乏细致地前期市场调研、项目评估和可行性分析；另一方面也突出我国募集资金审核发行制度和程序上的缺陷，即承销商和保荐人对融资项目的审核与可行性分析不足，对募投资项目的未来收益和发展目标因无相应的资料和信息，导致其过于轻信。

此外，审核发行制度本身的弊端在于审批时间过长，即会导致原募投项目从投资立项到资金到位，这段时间内的市场因素出现较大的变化，进而延误了项目事实的最佳时间段；而且一定程度上也为上市公司募集资金变更投向提供了合理的借口。

4.3.4. 公司治理结构不完善

公司治理是指通过一套正式或非正式、内部或外部的机制协调公司与利益相关者之间的利益关系，目的在于维护公司各方利益的一种安排(李维安，2002)，因此，公司治理能够对公司股东和管理层的行为有所管束。关于公司治理与经营业绩关系的相关性研究，学者们达成了较为一致的共识，即：较高的公司治理水平可以增加企业价值。此时，有效的公司治理能够加速企业的发展进程，它能够适应资本市场的变化形式，使企业及时作出适当的政策更新，计划新的发展战略，在这种环境下决策更为谨慎且高效。另一方面，对公司治理水平有些负面影响因素，比如有企业管理者及大股东为自身利益谋取私利的现象存在，由于信息不对称的存在，通常内部管理者能够获得最新的信息作出计划调整更新以备随之而来的变化，然而，外部投资者只能通过企业上市公告了解信息，并不能作出合理有效的投资决策，从而损害了外部投资者的利益，从这个角度说来，公司治理水平较弱的上市公司通常在投资决策时也缺乏理性和客观，往往导致募集资金投向的迷失，更容易产生募资变更的现象。以下从公司治理的不同方面进行分析：

(1) 大股东代理问题。

从上市公司的募资金字投向可以看出，我国上市公司对募集资金的使用较为盲目，经济学者分析认为不合理的股权结构是关键因素之一，有着密不可分的联系。我国《证券法》中曾做详细规定：上市公司对发行股票所募资金，必须按招股说明书所列资金用途使用。改变用途的，需要经过股东大会及董事会审议才可。但是，在我国上市企业中，大部分的股权集中在小部分股东手中，使得社会普通股名对公司的决策及影响力甚小，由于股权的高度集中，因此少数股东拥有投资决策的话语权，募集资金的变更相对而言也就较为容易实现。

HW 公司股东刘迎建先生持有该公司 30% 的股份，其妻徐冬青女士持有该公司 18.75% 之股份，两人合计持有本公司 48.75% 的股份，刘迎建先生、徐冬青女士为公司实际控制人。HW 公司股权结构及控股、参股公司结构如下图 4-4 所示：

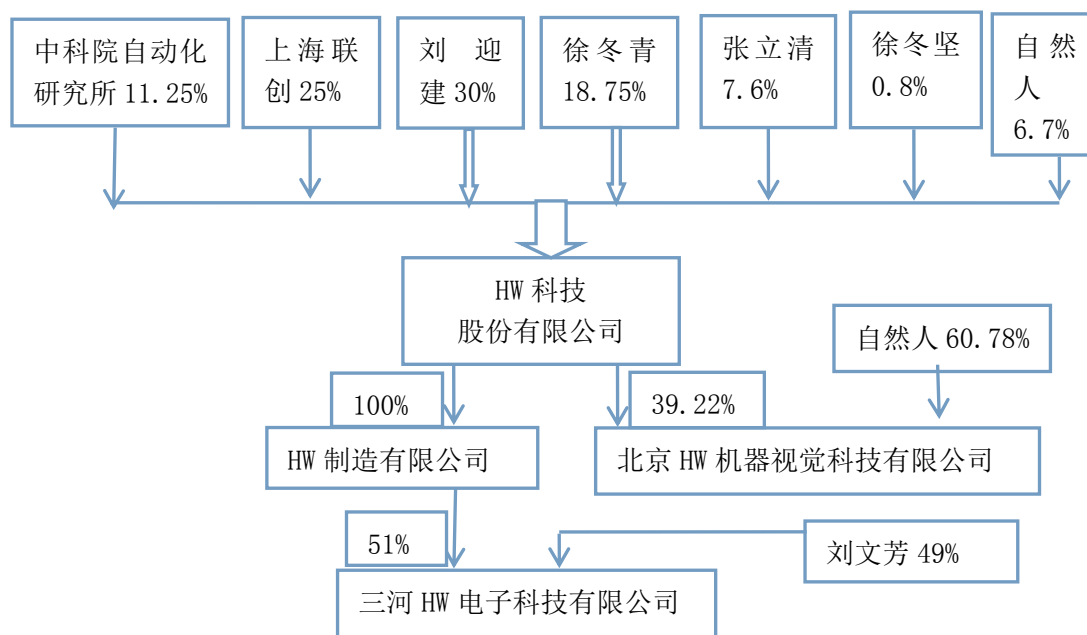


图 4-4 股权结构及控股、参股公司结构图

注：根据 HW 公司 IPO 招股说明书编制而成

当大股东持股比例逐渐增加时，其他中小股东的控制会弱化，此时大股东有利益输送的动机。在我国资本市场上，当大股东持股的利益输送现象变得更为明显，而且对变更事项拥有更大的控制权和决策权，他们会采用权力方便掏空企业用以加强自我利益。陈小悦(2012)通过大股东代理问题与 IPO 募集资金的使用的实证研究得出，针对公司使用募集资金情况，如果大股东获取代理收益的能力越大，那么募集资金按招股计划投入的程度可能会越低（即募资变更程度越大）。

(2) 董事会特征层面。

《证券法》规定，上市公司变更募资投向属公司重大事件，既要经股东大会、董事会审议，又要独立董事和监事发表独立意见。通过对 HW 公司的董事及监事规模和薪酬统计的结果如表 4-2 所示，HW 公司现有独立董事 3 人，监事 2 人，在职董事及监事规模仅仅达到证监会相关法律法规的最低要求。通过进一步与同地区同行业的同方股份有限公司对比发现，虽然在规模结构上两家公司相仿，但 HW 公司的独立董事及监事的薪酬却与同方股份相差甚远，薪酬上的差距会在一定程度上使得独立董事的独立性以及责任心大打折扣，董事会及监事会的表决监督机制进一步弱化，对公司内部治理结构产生不利的影响。

表 4-2 独董、监事一览表

公司名称	人数	平均报告期实际所得报酬（万元）
HW 公司	独董 3 人	5.00
	监事 2 人	10.00
同方股份	独董 3 人	30.00
	监事 3 人	50.00

数据来源：巨潮资讯网公司公告

4.4. 募资投向变更后的经营绩效分析

4.4.1 募投原项目预期收益

根据 HW 公司 IPO 招股说明书，募集资金投资项目成功实施后，将进一步发展公司的规模、优化公司的财务状况、增强公司的经营成果，从而巩固并提升公司的盈利能力。通过本次 IPO 募集资金运用将对公司的长远发展产生积极有利的影响，具体表现为以下几个方面：

（一）对净资产和每股净资产的影响

当公司获得募集资金时，企业的净资产收益率及每股净资产都将得以提升，公司资本实力及抗风险能力将进一步增强。

（二）对净资产收益率和盈利水平的影响

从投资项目长远来看，募集资金所投项目的预期收益相对较高，当资金全部运用于项目时，企业年均营业收入增加 47,910 万元，年均新增净利润 6,530 万元，公司的盈利能力和竞争力将大大提高。

（三）对资产负债率和资本结构的影响

当募集资金到位时，企业的资产负债率水平有所减少，有效完善了资产流动水平，增强企业的竞争力，规避了财务风险的同时有利于企业的成长，加强了企业盈利能力，同时本次股票溢价发行将增加公司资本公积金，使企业资本结构趋于完善。

4.4.2 募投变更后的业绩分析

由于 HW 公司进行了募资投向变更，年均新增营业收入并未像 IPO 招股说明书中列示的那样高收益，相反，募投变更后，企业的经营业绩不容乐观。本文将从企业成长能力、盈利能力指标、偿债能力，对 HW 公司募资投向变更后的经营业绩进行分析。

第一、企业成长能力分析。

表 4-3: 2010-2014 年 HW 公司平均业绩指标

年份	2011	2012	2013	2014
营业收入增长率	-56.90%	-22.36%	-32.66%	27.10%
净利润增长率	-681.05%	-78.46%	93.39%	-98.77%

数据来源：巨潮资讯网上市公司公告

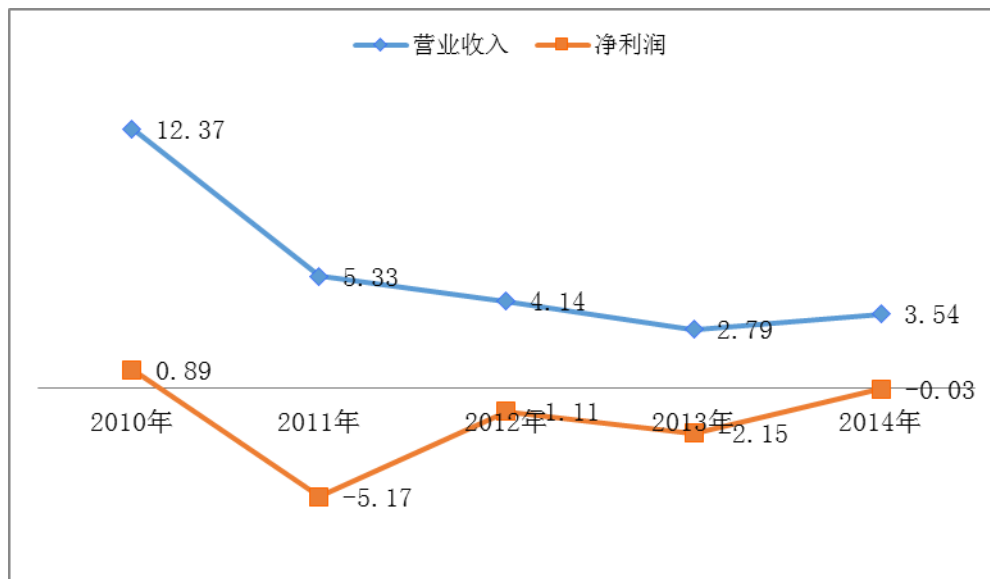


图 4-5 HW 公司 2010-2014 年业绩指标 (亿元)

由表 4-3、图 4-5 可看出，2010 年 2 月 HW 公司在中小板上市后，分别于 2010 年 3 月、2011 年 10 月、2012 年 3 月共发生 3 次募资投向变更。营业收入由 2010 年的最高点 12.37 亿元逐年降低至 2014 年的 3.54 亿元，净利润由 2010 年的 0.89 亿元逐年减少至 -0.03 亿元。营业收入、净利润都出现了大幅度的下降，这种情形不仅与宏观经济走势不景气有关，又与 HW 公司未能合理运用募集资金，随意变更募资投向具有不可分割的联系。因此，HW 公司的成长能力受到了很大的挑战。

第二、盈利能力分析。

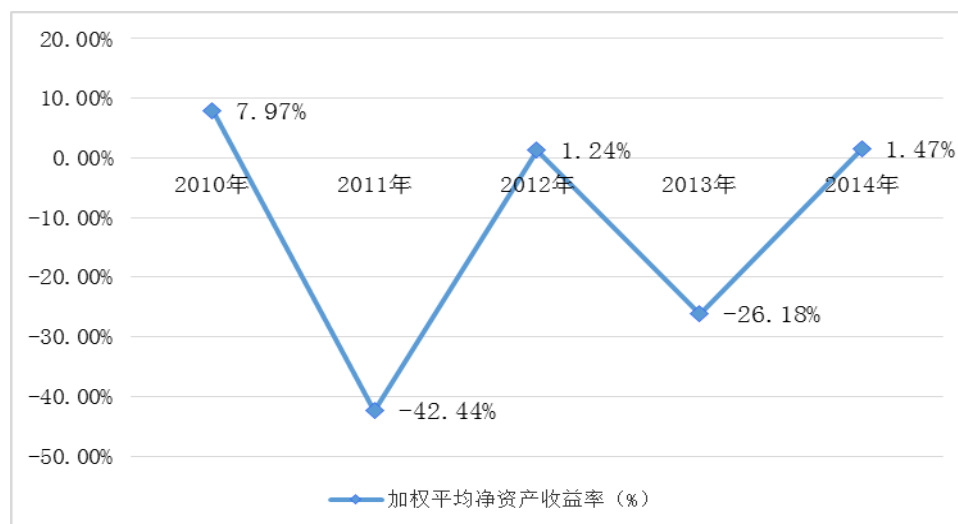


图 4-6 HW 公司加权净资产收益率

由图 4-6 可以看出，加权净资产收益率从 2010 年的高点 7.97% 降至 2014 年的 1.47%，期间 2011 年达到前所未有的低点 -42.22%。加权净资产收益率揭示的是股东权益的收益水平，用以衡量企业所拥有资本的使用效率，以及经营期间内运用单位净资产为企业新创造利润的多少，而该公司在 2010 年上市之后大幅下降，表明净资产收益率被稀释，表明该企业募集资金过多，公司净资产大幅增加，但是随后的几年一直处于下降趋势就

则表明公司募投项目没有实现预期效益。因此，受募资投向变更的影响，HW 公司的盈利能力水平不尽人意。

第三、偿债能力分析。

表 4-4：2010-2014 年 HW 公司偿债能力分析

年份	2010	2011	2012	2013	2014
资产负债率	13.85	14.86	14.14	24.73	23.63
流动比率	4.52	3.96	4.65	2.55	3.51
速动比率	4.47	3.82	4.41	2.41	3.18

数据来源：同花顺财经

由表 4-4 可看出，HW 公司的资产负债率由 2010 年的 13.85% 增长到 2014 年的 23.63%，流动比率和速动比率都有一定程度的下降。这表明，HW 公司的偿债能力有一定的下降，企业的财务风险有一定的增加。

第五章 研究结论与建议

5.1. 研究结论

本文结合 HW 公司的募资投向变更案例对中小板 IPO 募资投向变更行为进行了研究分析，得出以下结论：

一、我国上市企业募资变更的情况较为普遍，严重阻碍了上市公司的发展前景，使用效率极为低下，使得公司业绩大幅度下滑，对近几年的上市公司募集资金变更的情况调查发现，虽然在监管机制的严格约束下，情况有所缓解，但整体上看，投资项目涉及的范围之广，包括各行各业，几乎包括证监会的所有领域。从单个方面看来，变化频繁、变更比例相对较高。

二、上市公司募集资金变更投向从制度角度来看，新股发行定价机制以及资本市场监管机制存在弊端，使上市公司钻了制度缺失的空子，对募集资金的变更有了新的理由，从信息部不对称的角度来说，内部投资者与外部投资者的信息不能有效匹配一致，通常由于企业管理层对信息有着最新的动态更新，对企业形式把控较好，而外部投资者过于相信公告披露的数据，对市场充满信心，不能完全的了解公司的状况，这就导致他们在选择上有所偏差，及时对上市公司进行了股票投资，后期也不能时时追踪募集资金的使用效率及变化投向，再加上外部投资者通常投资目的单一，就是为了获取投资收益，很少有人去过问公司募集资金的变更渠道等等，这就促使企业更肆无忌惮的进行募集资金的变更。从委托代理理论来说，股东与企业管理层的利益目标不统一是当前募集资金变更的又一关键性因素，加上现有阶段股权激励机制不够完善，公司内部治理问题突显都是造成变更的原因。

三、通常上市公司募集资金变更存在因主观判断决策进行变更，对资本市场的发展及公司对投资项目的获利水平来说都是不容乐观的。通过对典型案例 HW 公司研究分析，发现企业发生募集资金投向变更会对经营绩效造成不利的影响。

中小板企业在 IPO 上市前都曾对投资项目做了具体详细的计划，并公开发表公告进行项目进程的披露，但在收到募集资金后却改变了原定的项目进程，这说明一开始公司并没有掌握公司目前真正需要的是什么，没有对公司做长远的规划，只是为了应付差事下的盲目决策，从很多企业的招股说明书中我们可以看出，原定项目都是价值高，预期收益好，能够增加企业利润，提升企业绩效的可投性非常强的项目，能够使股东、中小投资者的利益最大化，能够保证较高的预期收益，然而，不尽人意的是，通多对上市公司后的募集资金进行统计发现，超过一半的公司在收到募集资金后都或多或少的进行变更，买房置地、收购股权、设立或增资子公司、增资子公司、资产置换、偿还银行贷款、补充流动资金、存放银行闲置等，就补充流动资金而言，是否意味着企业资金供应不足，缺乏短期流动资金，那么说明公司的经营状况已经存在亟待解决的问题，这样的资金使用没有任何价值或者效率可言，更别说提高企业发展的能力了。

5.2. 相关建议

5.2.1. 加强资本市场监管力度

我国的公司法规定的公司治理结构中，募集资金的具体投向需要经过董事会，股东大会的审议通过进行裁决，一定程度上说明，资金的具体投向也代表着股东的想法，对于不合理的违法法律法规的资金变更，市场监管机构应当严厉惩处。对于情形恶略的，必要时，有关部门应当介入调查上市动机是否不纯。

上市公司的募集资金当变更后，应该更积极的提交资金变更计划说明书，并发出公告进行披露，时时揭示资金流动状态，让投资者更能够一目了然资金去处，如果出现严重的违法违规现象，还可以采取资金冻结的方式作为惩罚，很多资金变更也是因为利益驱使，可以增加资金变更的成本，使得公司管理层在变更前不得不靠这方面的因素，以此减缓自己资金变更。

5.2.2. 改善 IPO 审核发行制度

在资金审批制度和程序层面，需要密切关注投资项目发展适用性。由于非主观原因或者不可抗力造成的募集资金变更是企业通常对外宣称的重要理由。事实上，发行新股是一个阶段性较长的过程，经过证监会，保监会的层层审批，因此当定价发行确定下来时，原计划的投资项目不一定能够继续具有可行性。为此，证监会应当严格把控的同时完善治理机制，保证过程的完整性，在项目获取审批前对可行性再度跟踪调查，确保项目的可投性，对于不能够继续投资的项目，应该进行适当的筛检，重新制定计划，这样上市公司就不会再因此作为募集资金变更的理由了。而且应当把责任分配并落实到承销商，关注他们对上市企业的评估报告的可信度，把握好 IPO 的各个环节，做到准确无误。

此外，可以效仿国外的对募集资金变更的对策就是加强信息披露的可信度，重新进行审议，上市公司根据募集资金变更的实际情况公开阐述原因，并作大最大程度的挽回对投资者造成的损失。在重新审批之前，上市公司所募集资金应予以冻结，制约其随意更改募集资金投向的行为。

5.2.3. 完善上市公司治理结构和内部制度

较好的公司治理在能在一定程度上降低募资变更几率，更好地为公司发展做出积极贡献。

(1) 改善上市公司产权制度缺陷。

在“一股独大”的现实背景下，进一步完善企业公司治理机制则是亟待解决的问题之一。大股东绝对控股即使在决策效率方面具有相应的比较优势，但易造成专权武断，不利于企业进行系列高回报的投资决策。因此，可以削弱大股东的持股比例，相反的增加企业管理层及内部人员的持股比例，使股份数量增加，持股较为分散，稀释股权防止决策权力改过于集中。

(2) 充分发挥独立董事的职责。

面对 HW 公司独立董事职能弱化，独立性以及责任心大打折扣，董事会及监事会的表决监督机制进一步弱化，对公司内部控制治理结构产生的负面影响。应当完善独立董

事制度，确保独立董事在上市公司内部治理和决策中的职责和权利，并明确保障独立董事依法行事，进而使募集资金的运用处在公开透明的监管，可以避免公司控制方利用其“一股独大”地位做出不利于公司和中小股东的行为，进而确保 IPO 募资规范、理性、高效的使用。限制或禁止公司股东或管理层的近亲属直接担任公司管理层、董事及监事等职务，并给予独立董事良好的工作环境和薪酬待遇，制定独立董事形式职权的专项制度以提高监督效率。

(3) 规范和健全股东大会的决策程序。

由于案例 HW 公司不规范不健全的股东大会，导致的随意变更募集资金的行为，损害了中小投资者的利益。因此，应当规范和健全股东大会的决策程序。一方面要逐渐推进上市公司股权结构的多样化，另一方面要提高广大中小股东的知情、参与决策的意识，尤其是要为中小投资者参加股东大会进行决策提供更为方便的绿色通道。通过推进建设中小股东的投票表决机制，使得中小投资者在表决权上拥有相对的优势，如赋予中小投资者有别于持股比例对等分红的权利，可适当增加其对公司事宜的表决权利等。

参考文献

- [1] 陈文斌, 陈小悦. 大股东代理问题与 IPO 募集资金的使用[J]. 南开管理评论, 2005(3): 57-59
- [2] 陈丽华. 湖北上市公司变更募集资金投向问题研究[D]. 武汉理工大学, 2006
- [3] 陈文斌, 陈超. 新股上市后盈利能力下滑及募集资金使用分析[J]. 管理科学学报, 2007, 10(4): 56-58
- [4] 陈冬华, 章铁生, 李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约[J]. 经济研究, 2008(3): 60-72
- [5] 陈胜蓝. IPO 环境下财务会计信息的投资者保护效果[J]. 现代管理科学, 2009(8): 111-113
- [6] 曹春方, 周大伟, 王元芳. 晋升压力、资源配置与地方国企募资变更[J]. 审计与经济研究, 2015(1)
- [7] 窦炜, 刘星, 韩晓宇. 控制权配置、投资者保护与投资效率——一个关于企业投资行为研究的综述[J]. 中央财经大学学报, 2015(1): 63-70
- [8] 冯晓, 崔毅. 上市公司 IPO 募集资金投向变更对经营绩效影响——来自中小企业[J]. 财会通讯, 2012(9): 101-104
- [9] 冯晓. 中小板上市公司 IPO 募集资金投向变更行为研究[D]. 华南理工大学, 2012
- [10] 费静. 企业 IPO 募资投向变更的动因与短期绩效研究[D]. 南京理工大学, 2013
- [11] 黄博宇. 中小板上市公司募集资金投向变更的动因分析[D]. 江苏大学, 2010
- [12] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究[J]. 管理世界, 2008(2): 117-125
- [13] 刘勤, 寻晓青. 变更募集资金投向及其监管研究[J]. 证券市场导报, 2002(1): 35-40
- [14] 刘少波, 戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究, 2004(5): 88-97
- [15] 刘斌, 段特奇, 周铁强. 我国上市公司募集资金变更投向的市场反应研究[J]. 当代财经, 2006
- [16] 李瑞华, 刘静. 公司治理水平与募集资金投向变更——以云南上市公司为例[J]. 云南财经大学学报(社会科学版), 2012(27): 113-119
- [17] 黎来芳, 程雨, 张伟华. 投资者保护能否抑制企业过度投资——基于融投资关系的研究[J]. 中国软科学, 2012(1): 144-152
- [18] 梁丽珍, 曾爱民. 募资投向变更与投资者交易行为研究[J]. 浙江工商大学学报, 2012(2): 22-32
- [19] 刘琳, 郑建明. 上市公司募集资金投向变更综述与研究展望[J]. 会计之友, 2015(10): 17-20
- [20] 马连福, 曹春方. 制度环境、地方政府干预、公司治理与 IPO 募集资金投向变更[J]. 管理世界, 2011(5): 127-137
- [21] 马双. 中小板上市公司 IPO 募集资金投向动因分析[D]. 山东财经大学, 2013
- [22] 任健, 杨向阳. 投资者保护、关联交易与公司绩效——来自长三角 A 股上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2014(2): 51-55
- [23] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. 经济研究, 2004
- [24] 上海证券交易所第二十一期联合研究课题组: 蓝筹股上市公司募集资金投向变更及后果研究[R]. 上海: 上海证券交易所, 2011
- [25] 王克敏, 陈井勇. 股权结构、投资者保护与公司绩效[J]. 管理世界, 2004(7): 27-30
- [26] 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效[J]. 经济研究, 2008(2): 69-82

- [27]王忻. 2008 年中小板公司募集资金使用情况分析[J]. 证券市场导报, 2009(7):19-22
- [28]王建中, 徐爱勤, 张莉. 上市公司投资者保护与公司绩效实证分析[J]. 财会通讯, 2012(10):60-62
- [29]王茂超. 上市公司变更募集资金投向业绩变化检验——基于增量经济增加值角度[J]. 财会通讯, 2013(1):33-34
- [30]王敏. IPO 募集资金投向变更与经营业绩的实证研究[D]. 西南财经大学, 2013
- [31]肖松. 中小投资者法律保护与公司价值——来自中国上市公司的经验研究[J]. 经济科学, 2010
- [32]杨兴全, 赵新民. 投资者的法律保护与公司融资[J]. 石河子大学学报(哲学社会科学版), 2004(6)
- [33]杨全文, 薛清梅. IPO 募资投向变更、经营业绩变化和市场反应[J]. 会计研究, 2009(4):78-80
- [34]张为国, 翟春燕. 上市公司变更募集资金投向动因研究[J]. 会计研究, 2005(7):19-24
- [35]邹一平. 我国上市公司募集资金投向变更的实证分析[D]. 江西财经大学大学, 2011
- [36]Heinkel and J.Zechner.The Role of Debt and preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1990,(25):108-111
- [37]Jensen M.C.and W.Meckling.Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics,1976(3):33-45
- [38]Jensen M.Agency cost of free cash flow,corporate finance,and takeovers[J].American Economic Review,1986 (76): 323-329
- [39]John Burr Williams.The Theory of Investment Value[M].Fraser Publishing Co.1997(4):12-34
- [40]Johnson S,Porta R L,Lopez-de-Silanes F,et al.Tunneling[J].American Economic Review,2000,90(2): 22-27
- [41]John D,Martin J,William P.Value Based Management The Corporate Response to the Shareholder Revolution[M]. Harvard Business School Press,2000(2):1147-1170
- [42]Jeanneret P.Use,of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms[J].European Financial Management,2005,11(1):99-122
- [43]Jannine Poletti Hughes.Corporate value ultimate control and law protection for investorsin Western Europe[J].Management Accounting Researchc,2009(55):387-401
- [44]La,Porta R,Lopez-de-Silanes E,Shleifer A,Vishny R.Law and Finance[J].Journal of Political Economy, 1998(106):1113-1155
- [45]La,orta R,Lopez-de-Silanes E,Shleifer A,Vishny R.Corporate Ownership around the World[J].Journal of Finance,1999(54):1-33
- [46]La,Porta R,Lopez-de-Silanes E,Shleifer A,Vishny R.Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Financial Economics,2002(3):1147-1170
- [47]Myers S.C.Corporate Finance and Investment Decision When Firms Have Information That Investor Do Not Have [J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1988(76):92-98
- [48]Marc G.Renneboog L.Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK[J]. Journal of Corporate Finance,2001(7):257-284
- [49]Meena Chavan Anil S.Lamba.An international perspective on internal controls in small and medium

enterprises [J].The Business Review,2007(4):80-95

[50]Ritter J R.The long-run performance of initial public offerings[J].The Journal of Finance,1991(46):3-27

[51]Rappoport Alfred.Creating Shareholder Value:A Guide for Managers and Investors [M].New York:The Free Press,1999(2):99-111

致谢

时光荏苒，岁月如梭，时间飞逝，转眼已临毕业季。在石河子大学攻读硕士学位这二年，是我生命旅程中最有价值、最有意义的一段时光。短短的两年时光里，我感觉自己进步了很多。随着毕业论文的完成，两年的日子也将到期，在这我要对我的母校，给予我帮助、关心我的老师和同学们至以最诚挚的感谢！“饮其流者怀其源，学其成时念吾师”。在这里，我要真诚地对我的导师池玉莲说声“感谢”！她治学严谨，视野开阔，营造了良好的学术氛围，置身其中，耳濡目染，所以不仅接受全新思想文化理念，同时明白了许多为人处世的道理。

从论文选题、提纲的拟定到论文的写作及修改和定稿，池老师都给予了我极大的帮助与鼓励。她让我明白细节决定成败，态度决定未来，池老师亦松亦紧的管理方式及她给予我们的宽容给了我很大的发展空间，让我有更多的时间真正的做到了学以致用。

另外，我想要对在我研究生生活中及在我论文写作中给予帮助的吴昊旻副教授、刘嫦教授、郭桂花教授、王建中副教授、王生年教授、白俊教授、王伟国教授、袁玲副教授以及经管院的各位老师的授课指导表示诚挚的感谢，感谢我的研究生同学李春帆、孙守哲、刘龙君等等为我的研究生生活带来了欢乐，是他们不骄不躁，沉着冷静的态度影响了我，也是她们陪我一起走过了这难忘的研究生生活，我会珍惜这份难得的相遇、相知、相容、相处，与他们今生共勉。在此，我向他们表示深深的谢意和祝福。

最后，我要感谢我的父母，一直在物质和精神上支持我的学业，在生活中对我无微不至的关心，在我低落的时候给我鼓励，在我取得成绩时为我骄傲，他们是为我付出最多的人，谢谢你们，愿你们永远健康快乐！

撰于石河子大学经济与管理学院
2016年5月

作者简介

方修坤，男，生于1992年11月，籍贯河南。2014年毕业于辽宁财贸学院会计学专业，获管理学学士学位。同年考取研究生，在石河子大学经管学院学习，攻读管理学硕士。

在学期间发表的文章

1. 方修坤. 高新技术企业与企业价值相关性研究[J]. 现代商贸工业, 2014(24): 3-4

获奖情况:

1. 2015.11 于石河子大学经济与管理学院荣获学业二等奖学金。

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

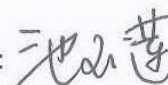
研究生姓名	方修坤	学制	2年
专业	会计	研究方向	会计理论与方法

学术评语:

论文基于HW公司分析上市公司募集资金投向变更行为及其经济后果,进而分析其变更动因并提出相应对策,对提出上市公司募集资金使用效率,增强上市公司盈利能力和发展能力,促进我国资本市场健康发展具有一定的现实意义。

论文作者在论文写作方面内容丰富、条理清晰、结构完整,数据资料充分,论述过程严谨,思路清晰,综合运用了所学知识解决问题,分析方法选用得当,结果可信。论文撰写严肃认真,推理符合逻辑,结论和建议具有现实意义。

该论文反映出了作者在本门学科方面具有扎实的理论基础、系统的专业知识以及良好的科研能力,达到了全日制硕士专业学位论文的要求。

指导教师签字: 

2016年5月26日