

法律漏洞屡屡成就高卖低买 非公开发行成控股股东套利乐园

证券时报记者 叶琛

近期,宏达股份(600331)控股股东四川宏达实业有限公司在二级市场减持之后,又参与上市公司增发的行为引起了广泛关注。记者查阅近两年的资料发现,类似的情况在A股中并不是个案。而这种看上去低买高卖的无风险套利行为,反映出我国现有证券法律、法规体系的某些漏洞亟待堵上。

大股东利用增发低买高卖

11月14日,宏达股份公布非公开发行预案,此次增发发行价格不低于11.34元/股,股票发行数量合计不超过4.4亿股,其中宏达实业承诺认购此次发行股票总数的约26.4%。而在此前的6月28日至6月30日,宏达实业先后共计减持宏达股份5000万股股票,套现金额达6.358亿元。

以上述数据计算,宏达实业在6月底减持宏达股份的均价在12.7元左右,而如果上述非公开发行以发行底价实施,则宏达实业已提前锁定利润约6800万元。由于控股股东对上市公司未来经营计划了如指掌,至少对中小投资者来说具有不可比拟的信息优势,因此,上述行为几乎成为没有风险的套利游戏。

事实上,这种行为在A股市场还不是个案。今年7月份,航天机电(600151)公布非公开增发方案,公司实际控制人中国航天科技集团公司下属的航天投资控股有限公司参与增发,拟认购不少于该次发行股份总数的10%。而在今年2月11日至3月24日期间,同属航天科技集团下属的航天机电控股股东上海航天工业总公司通过集中竞价交易系统和大宗交易系统大幅减持了航天机电的股权,合计减持接近7860万股。根据上交所大宗交易平台的数据,上述减持价格在14元/股左右,而7月份提出的增发预案底价仅为9.96元/股。

除了增发之前,有些上市公司的控股股东及其一致行动人也在增发完成之后实施减持套利,而这种做法相比增发之前就减持更加没有风险。2010年7月,彩虹股份(600707)完成非公开发行,公司实际控制人彩虹集团公司以11.25元/股的价格认购非公开发行股票8888.89万股,此后,公司股价快速上涨,并在9月中旬突破20元/股。

在此期间,彩虹集团公司持股75%的彩虹股份第一大股东彩虹集团电子股份有限公司通过上交所竞价交易系统减持彩虹股份731.1万股,占上市公司当时总股本的1%。有媒体报道称整个减持期间,彩虹股份的股票均价约为18.84元/股,套现金额达到近1.4亿元。

从上述行为可以看出,上市公司控股股东或实际控制人利用非公开发行的机会,实施高卖低买的套利交易,蕴含着潜在的不公平交易。因为普通投资者几乎没有机会参与到上市

上市公司控股股东及其关联方在短期内参与增发,同时又在二级市场抛售的行为现阶段并没有法律法规加以约束。这种打政策擦边球的行为有可能成为一种操作成本极低而又安全的套利方式。如何平衡中小投资者的切身利益和上市公司及其控股股东的合理诉求,相关部门应予以重视。

公司的非公开发行当中,更没有能力掌握上市公司未来融资或资产注入的思路,无风险套利机制的出现对于普通投资者来说并不公平。

不公平交易披上合法外衣

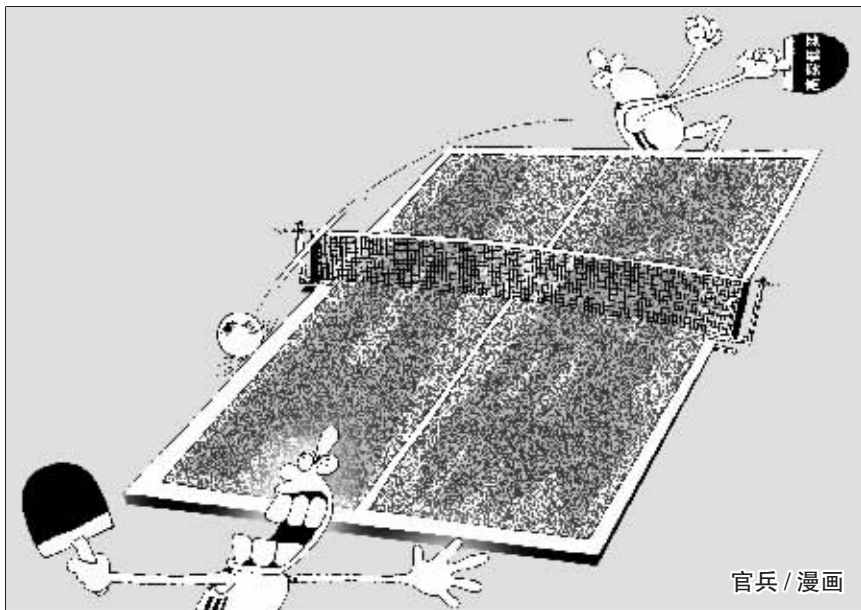
为了防止上市公司控股股东利用自身优势进行短线套利交易,我国证券法第47条规定,上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入,由此所得收益归上市公司所有,公司董事会应当追回其所得收益。但这一规定要在非公开增发的条件下发挥效力,却是困难重重。

从上述例子中不难发现,上市公司控股股东及其关联方减持股票都是在非公开发行预案公布前的6个月以内或实际发行后6个月以内。虽然有的公司的非公开增发并未开始操作,非公开发行本身仍具有一定不确定性,但由于大股东参与增发,仍然积极加以推动,且预案公布的同时已经确定增发底价,因此套利活动的要件在预案披露时基本已经具备,实质上形成了一种股票期权。

而且根据证监会2007年发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》,非公开发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。而对于定价基准日,规定必须在董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期的首日这三个日期中选取。这也给能够掌控上市公司决策时间和方向的控股股东们留下了操控增发底价的机会。

因此,上述行为的本质是在6个月时间内在完成一次实质性交易的同时,获得一个确定时间和价格的反向操作期权,仍然带有明显的短线套利交易的特征。但是,上述证券法的规定对这一行为似乎没有多少约束力。因为它并没有规定属于非公开发行性质的股票和因此衍生出来的股票期权概念也包含在6个月期限范围内。

深圳一位不愿具名的保荐人在接受证券时报记者采访时表示:在实务中,证券法上述规定的主要目的是



防止上市公司董监高和主要股东利用短线交易的方式操纵市场,因此政策的实施就聚焦在二级市场上。同时,增发涉及一级市场,有很多监管机构加以监督,利用增发来操纵市场是比较困难的,所以当时的法规并没有涉及到增发这一部分。

而另一位同样不愿具名的北京的保荐人则表示:非公开发行对上市公司来说是一种融资行为,有助于上市公司的发展,这对全体股东都是有利的。而且一般这种增发都伴有锁定期的内容,因此非公开发行不在上述条文的限制中也可以理解。

除了这一漏洞,记者注意到,航天机电和彩虹股份认购增发和减持股份的主体并不是同一家公司,而是具有关联关系的两家公司,这也与证券法的文本有所差异。

记者查阅了相关法律法规,证监会在《上市公司收购管理办法》中规定,在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者,互为一致行动人,共包括12种情形,其中投资者之间有股权控制关系、投资者受同一主体控制都算是一致行动人。从这个表述出发,航天机电和彩虹股份的情况似乎应该属于一致行动人。但是,这一管理办法能否适用于控股股东及其关联方在认购上市公司增发股份、同时在二级市场套现的过程中判断存在一致行动人的关系也还并不明朗。这也导致证券法无法约束借用关联方进行减持或参与增发的情况。

漏洞或致套利游戏增多

显然,上市公司控股股东及其关联方在短期内参与增发,同时又在二级市场抛售的行为在现阶段并没有法律法规加以约束。其中主要的原因是相关法律法规的不健全。

记者查阅资料显示,约束上市公司控股股东及其关联方短线交易的现行证券法颁布于2005年10月27日,并从2006年1月1日开始正式实施。由于当时股权分置改革尚未全面推开,A股未进入全流通时代,上市公司非公开发行募集资金的情况仍比较

少见,因此证券法涉及非公开发行的规定并不全面,全文中提到“非公开发行”只有两次,而且并没有作任何详细的规定,更不用说将其与限制短线交易的条款联系起来。

此后,随着股改的深入和上市公司再融资需求的不断增长,证监会于2006年5月7日公布实施了《上市公司证券发行管理办法》,并在该管理办法中对上市公司增发股票作了相应规定,这也是首部对上市公司非公开发行进行规范的法律法规。随后,非公开发行逐步超越配股,成为A股上市公司最主要的再融资手段。但由于证券法已在此前生效,后期并未修改,相关配套法规也不健全,导致证券法中有关短线交易的内容,并没有包含非公开发行的情形,对于上述套利行为也就无从可查。

同济大学法学院副教授刘春彦告诉记者:这可能是我们国家法律的漏洞,当时推出非公开发行的主要目的是鼓励控股股东整体上市。但在国外这种情况是不存在的,极少出现向大股东增发的问题。

除了法律跟不上现实之外,一些难于实际执行的法规也使得控股股东及其关联方的套利行为不受制约。例如,相关法规中也有控股股东在定期报告披露前30日内、业绩预告或业绩快报披露前10日内、重大事项发生或决策过程中至公告后2个交易日不得增持或减持的规定。但“重大事项发生或决策过程中”这样一个模糊的概念,对控股股东及其关联方套利行为的威慑力显然有限。

随着全流通时代的到来,上市公司控股股东及其关联方通过上述套利方式进行短线交易的冲动逐渐形成。近期出现的案例表明,如果上述行为不受约束,这种目前还只能算是打政策擦边球的利用非公开发行进行短线交易的行为有可能成为一种操作成本极低而又安全的套利方式。如何平衡中小投资者的切身利益和上市公司及其控股股东的合理诉求,就成为规范控股股东及其关联方在参与上市公司非公开发行中行为不得不考虑的重要因素。

6个月内从减持到增持 宏达实业强打擦边球

证券时报记者 刘墨

在11月14日宏达股份(600331)发布非公开发行预案之前,市场就已在关注该公司。自去年年底以来,宏达股份大股东宏达实业就一直在减持,直到宣布参与上市公司定向增发,两者之间的时间差不足6个月。当然,正如接受证券时报记者采访的专家所言,按照《证券法》,宏达实业的行为符合法律规范,它仅仅是打了一个政策的擦边球。

按照专家们的理解,定向增发属于一级市场,针对不同的主体普遍有一年以上的锁定期,此次宏达实业更是承诺有三年的锁定期。不过,从现实情况讲,定向增发的定价却严重依赖二级市场的股票价格走势,定向增发发行价格以定价基准日前20个交易日公司股票交易均价为基础,再打一个折扣。虽然法律规定,大股东参与定向增发时不参与竞价,但大股东在对上市公司何时停牌进行定向增发的决策上却有决定性影响,而这个时点与增发的价格密切相关。这种情况下,大股东通过事前的减持,又进而在增发时增持,相当于间接地获得了二级市场的价差收益。

或许有投资者会质疑,大股东也无法了解增发后公司的股价是上升还是下降,如果增发的股价高于减持时的价格,大股东岂不是吃亏了?事实上,这种假设仅存在理论上的可能性,但在现实中,由于大股东对未来公司的预期、对公司可能进行的资本运作作有比较充分的了解,甚至具有决定权,它对于股价的判断相比中小投资者而言,有较大优势,如果定增时股价较高,它也可以选择参与定向增发。

在全流通的市场中,投资者通常认为,小股东与大股东的利益趋于一致,这样出现损害中小投资者利益的机会就会少很多,但是,由于大股东与中小投资者依然存在信息不对称的问题,就可能造成两者短期利益有所背离。现有的市场环境,大股东参与定向增发被认为是看好公司未来的发展,而减持被认为是短期不看好公司未来的发展,亦或是大股东有其他考虑,那么在相距不到半年的时间里,从大幅减持到大幅增持,从不看好到看好的决策也很难得到市场的认同。

实际上,大股东参与定向增发最大的好处在于能够以自己的“牺牲”换来更多的投资者支持,因为在二级市场不好的环境下,大股东参与增发,意味着它与其他机构投资者利益一致。这有助于上市公司完成增发。

证券法的立法意图是为了防止具有信息优势的高管和股东利用信息不对称的优势获得不正当收益,损害中小投资者的利益。基于同样的目的,在小股东与大股东的博弈中,而现实中确实可能存在损害投资者利益的行为,相关部门也应该予以重视,及时完善相关的法律法规,规范类似强打擦边球的行为。

保定天鹅 补充专利入股补偿条款

日前,四环生物(000518)披露因专利投资被误导导致投资失败事件,在引起业内质疑的同时,也给上市公司敲响了警钟。今日保定天鹅(000687)便对去年签署的一项协议进行补充公告,明确了专利技术效果的补偿标准。

保定天鹅称,2010年11月26日,公司与郑睿敏、杭州奥通科技有限公司三方签署相关协议,约定三方共同出资设立新疆天鹅特种纤维有限公司,保定天鹅以现金出资2.79亿元,占特种纤维公司注册资本的85%,郑睿敏以“一种莫代尔纤维制备方法”发明专利及相关非专利技术出资3936万元,占新公司12%的股份,杭州奥通科技有限公司以“生产高湿模量粘胶纤维的流水线”实用新型专利出资984万元,占新公司3%的股份。

在补充协议中,保定天鹅强调,如出现郑睿敏、杭州奥通科技有限公司投入的标的技术被第三方提出权利主张或标的技术未达到《协议书》约定的效果的情况,由特种纤维公司评估确定因此给特种纤维公司造成的损失,杭州奥通科技有限公司以其拥有的资产以支付现金方式进行赔偿。并且由特种纤维公司对标的技术进行重新评估,根据标的技术的减值金额,相应减少郑睿敏、杭州奥通科技有限公司在特种纤维公司的股权比例。(王瑾)

广济药业 核黄素部分生产线停产

广济药业(000952)今日公告称,为科学安排公司本部与控股子公司广济药业(孟州)有限公司核黄素产品的生产,有效整合现有资源,公司决定自11月20日起,对本部核黄素生产线的发酵车间实行长期停产。停产期间,孟州公司以生产饲料级核黄素为主,公司本部主要生产食品级和医药级核黄素。

广济药业称,停产对公司核黄素产品的销售不会造成重大影响。同时,由于孟州公司是公司的控股子公司,停产对公司2011年度业绩也不会产生重大影响。(王瑾)

天原集团 四子公司停产检修

天原集团(002386)今日披露,旗下3家控股子公司和1家参股子公司于21日接到了云南省昭通市政府关于启动节能降耗应急调控方案的通知,将自接到通知起停产检修。恢复送电、恢复生产的时间尚未确定。

上述4家子公司分别为天原集团控股子公司云南天力煤业有限公司、大关天达化工有限公司、水富金明化工有限公司及参股子公司盐津云宏化工有限公司,均为电子原料生产企业。天原集团表示,子公司停产将导致公司加大西北电石采购量,成本费用增加,对2011年的经营业绩将造成一定影响。

天原集团今年以来饱受成本上升困扰,公司在半年报中称,由于外购电石、煤炭及电力等主要原料和能源采购价格上升,上半年主营业务成本同比增加了28%。公司前三季度实现净利润8207万元,同比下降4.95%。(张伽)

长城汽车天津分公司 追加投资18.87亿

11月22日,长城汽车(601633)董事会审议通过了关于对天津分公司追加投资的议案。长城汽车拟对天津分公司追加投资额18.87亿元。为长城汽车称,投资项目建成后,将为公司研发新车型、扩大生产规模打下良好的基础,同时也提高公司自主研发能力。(魏隋明)

联合化工下调盈利预期 复产时间不确定

证券时报记者 张伽

联合化工(002217)因三聚氰胺项目爆燃事故被推上风口浪尖,公司今日披露人员伤亡及资产损失情况。联合化工还表示,在三季度报告中预告2011年度净利润比上年同期增长50%~80%,因此次事件影响,初步估算并将2011年度净利润增长幅度修正为40%~70%。联合化工股票于今日开市复牌。

公告显示,此次发生爆燃事故的山东新泰联合化工有限公司是联合化工全资子公司。2011年11月19日14时左右,新泰联合化工(即三聚氰胺)项目道生液冷凝器检修过程中发生爆燃,造成参与维修人员伤亡事故。目

前事故原因由政府派出的调查组进行调查,联合化工正全力配合调查工作,具体原因尚在调查中。新泰联合化工停产整顿期间,因设备折旧、人工工资等因素,初步估算每天将产生约7.5万元费用,不会对公司造成重大影响。

联合化工披露,事故现场造成4人死亡,15人受伤,后又有10人经医院抢救无效死亡,死亡人数已增至14人,其余5名伤员尚在医院救治。事故发生后,联合化工及新泰联合立即启动应急措施,对受伤人员送医院进行治疗,并加派人员护理。新泰联合已为员工缴纳过各项保险,目前赔偿工作正在进行。

此次事故对密闭车间造成固定资产损失额预计在100万元左右。新泰联合固定资产已全额投保,联合化工表示将

协调保险公司根据实际情况对损失进行赔偿。新泰联合在事故发生后,立即对在运行的合成氨及尿素生产线进行了停车,目前正按照政府要求进行安全检查和整顿工作,复产时间须由政府相关部门决定,现在因事故调查分析进行中,尚无法确定具体复产日期。

据介绍,新泰联合现有7万吨/年合成氨、10万吨/年尿素、3万吨/年密胺的生产能力,5万吨/年苯酐项目正在建设期。2010年7月份7万吨/年合成氨和10万吨/年尿素首次开车,2011年5月份3万吨/年密胺项目开车成功并进入试生产状态。截至2011年9月30日,新泰联合总资产2.26亿元,占联合化工合并报表比重17.39%,实现营业收入9910万元。

■ 相关新闻 | Relative News |

福安药业预计15日内复产

福安药业(300194)11月21日收到相关行政管理部门对公司环保处理中心发生爆炸事故的处理措施及意见。目前福安药业正积极配合相关部门开展事故处理后续工作,恢复生产的准确时间暂时不能确定,预计在15日内将恢复正常生产。

重庆市长寿区安全生产监督管理局要求公司暂时停产停业,并提出停止溶剂回收工段水、电等公用工程供给,对溶剂回收工段四周进行安全警戒、封锁,禁止人员进出

等意见,要求加强对事故现场安全监控、防止发生意外次生事故。此外,重庆市食品药品监督管理局长寿区分局提出清理投入生产批次的物料、洁净区所有物料全部清理封存、未经检查不得生产等要求,重庆市长寿区环境监测支队也于同日出具了环境保护现场监察记录单。

福安药业表示,目前事故后续处理工作正在在进行中,事故原因仍在调查中,损失暂时无法进行统计。(张伽)