

先减持后增发 控股股东套利模式玩创新

证券时报记者 建业

近段时间,宏达股份(600331)、*ST通葡(600365)等有关定向增发的事例表明,控股股东低价参与上市公司增发,并提前在二级市场套现的做法正愈演愈烈。部分中小股东已对这种现象表达了不满,监管层如何响应投资者的关切成为最急迫的问题。

按照过往的经验,控股股东往往通过操纵拟注入资产的评估值来实现利益输送、掏空上市公司,并对中小投资者造成损害。但近期的情况表明,越来越多的上市公司控股股东开始利用自身的信息和控制权优势,在二级市场减持上市公司股份后,再通过低价参与上市公司定向增发,形成一个无风险套利的机制。

这种机制的危险性在于,中小投资者不仅无法参与这种套利交易,甚至也很难发现套利行为的存在,更难找到这种套利存在的证据,而且还能帮助控股股东规避禁售期的限制。不过,虽然经过精心的掩饰,但大量的个案和实证研究证明,控股股东完全有能力操纵上市公司增发定价、增发时间等定向增发要素,对于这种逐步开始为投资者们所了解,但又极具隐蔽性的套利行为,监管层应当该出手时就出手。

先减持后增发现象越来越多

2004年8月,新华联耗资1.54亿元,以3.79元/股的价格从*ST通葡原第一大股东通化长生农业经济综合开发公司购得上市公司4070.4万股股权,以29.07%的持股比例成为*ST通葡第一大股东。新华联在股改获得流通权后,不断在二级市场抛售*ST通葡的股票,截至2011年第三季度末,新华联只剩下1009.54万股,仅占*ST通葡总股本的7.21%。有媒体报道称新华联减持上市公司股票的均价在10元/股之上。

2012年1月,*ST通葡公布定向增发方案,拟以5.36元/股向控股股东新华联控股有限公司等6位对象发行8000万股,募资4.29亿元。高价减持低价参与增发,显然令投资者难以接受。面对如此明显的套利操作,2月7日,*ST通葡的增发方案在股东大会上被中小投资者否决。

事实上,这是A股市场中中小投资者对控股股东这种新套利模式第一次正式说“不”。而此前,除了在本报的关注下,宏达股份控股股东四川宏达实业有限公司放弃参与上市公司增发外,其余涉嫌侵害中小投资者利益的控股股东先减持后参与增发的套利行为基本上都获得了成功。

在*ST通葡增发被否之后,*ST安彩(600207)成为新的具有先减持后参与定向增发嫌疑的公司。ST安彩2月14日公布定向增发新方案,拟向控股股东河南投资集团非公开发行不超过2.56亿股A股,募集资金总额上限为10.3亿元,增发底价为4.03元/股。而此前,河南投资集团曾于2009年7月4日至2010年9月2日期间通过上交所大宗交易和集中竞价交易系统累计出售470万股公司股份,占总股本的1.07%。

同时,*ST安彩在2011年12月提出的原增发计划为,拟向河南投资集团在内的不超过10名特定投资者增发A股,增发底价为5.87元/股。无疑,新方案向控股股东配售更多股票,同时增发价格也大幅下调。

除此以外,包括本报2011年11月报道中所提及的航天机电(600151)、宏达股份等上市公司的控股股东也在试图参与定向增发前减持了上市公司部分股份。随着近期相关案例越来越多,中小投资者逐渐意识到这种行为正在侵害他们的利益,*ST通葡增发被否就是这一觉醒的结果。不过即便如此,仍有许多市场利益主体对上市公司控股股东能否保证预先套现减持、而后参与增发这一复杂运作顺利实现抱有怀疑态度,但许多事实和数据证明,控股股东确实有

编者按:去年11月份,本报曾针对宏达股份控股股东减持上市公司股份6个月以内,再次低价参与上市公司定向增发做了专题报道,深入剖析了A股市场中这种非典型性短线交易的灰色地带。为此,宏达股份专门修改了定增方案,取消了大股东参与的内容。不过,近期记者梳理发现,除了短线交易的嫌疑,越来越多的上市公司控股股东开始运用先减持、再通过定增低价接回的新操作手法展开套利活动。这种行为不仅明目张胆利用监管漏洞,更侵害了中小投资者的利益,成为再融资过程中值得高度关注的新问题。

能够做到这一点。

定向增发易被控股股东控制

经过记者梳理发现,上述出现先减持、再低价参与上市公司增发的案例中,大多数都出现了上市公司在增发前不断释放利空、打压股价的情形。

在*ST通葡提出上述增发方案之前的2011年8月1日,上市公司宣布终止从2009年8月开始的资产重组,彼时的资产重组预案为*ST通葡以定向增发的方式收购通恒国际持有的云南高原葡萄酒有限公司等多家公司股权。利空信息发布后,*ST通葡的股价一路走低,从消息公布当天开盘价11.22元/股一路下跌至提出新定向增发方案前的收盘价6.11元/股。

值得注意的是,在上述梳理出来的先减持后通过定向增发增持的案例中,控股股东的减持本身对中小投资者来说就是一个利空。以航天机电为例,控股股东航天工业总公司在2011年2月11日至3月24日减持套现至提出增发预案的2011年7月5日前,航天机电股价累计下跌了22.2%,而同期上证指数仅下跌约6.4%。

除了上述个案,近年来金融、法律界的专家学者对上市公司控股股东是否寻求控制上市公司增发的底价、时点等要素做了研究,实证研究证明,这种控制是实际存在的。江西财经大学会计学院院长章卫东教授通过研究指出,控股股东在上市公司增发前一年倾向于对上市公司业绩进行负盈余管理,并通过上市公司业绩进一步影响上市公司股价。

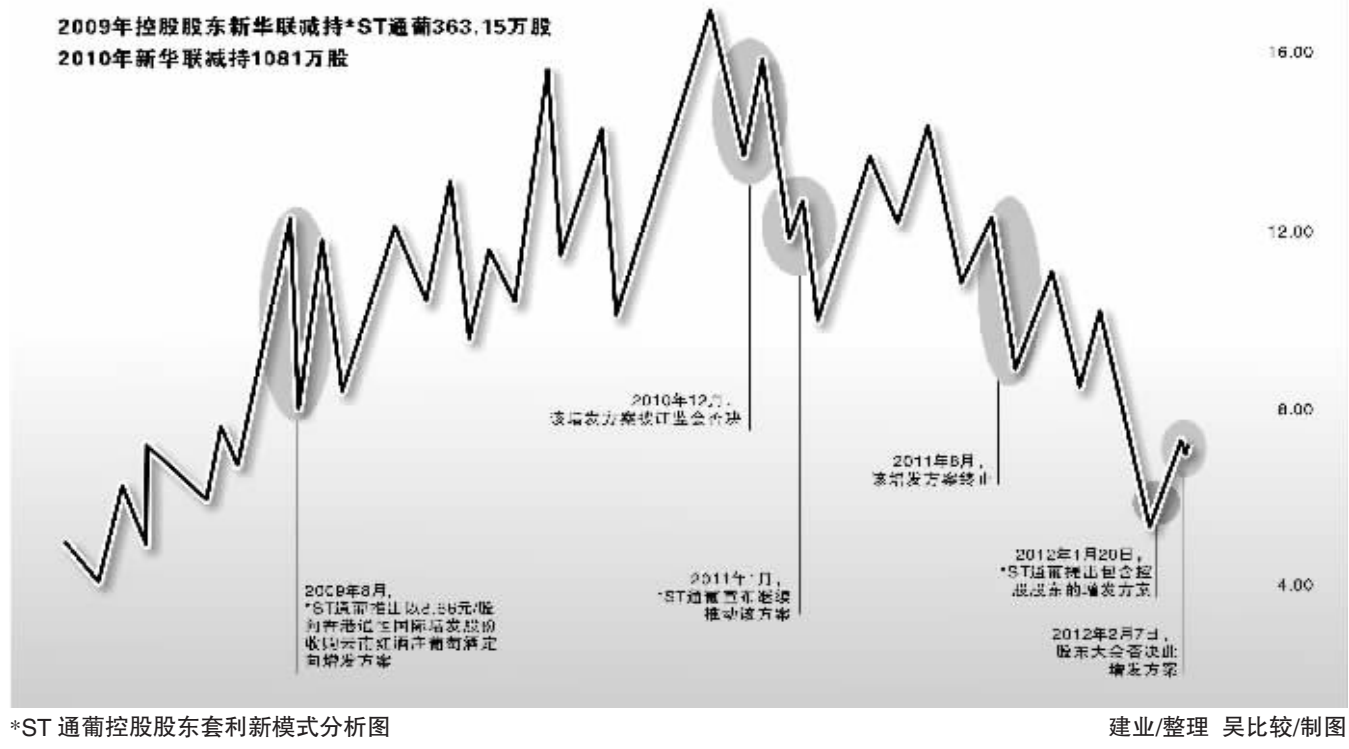
盈余管理是指企业管理当局运用会计方法或安排真实交易来改变财务报告,以误导利益相关者对上市公司业绩的理解。显然,负盈余管理即通过控制可操纵性应计利润而实现压低上市公司当期盈利的行为。

章卫东教授选取2006年至2007年A股市场174家实施定向增发的上市公司作为样本,结果证明A股上市公司控股股东在上市公司进行定向增发前一年有进行盈余管理的动机,同时如果控股股东参与定向增发,则进行负盈余管理,而且盈余管理程度越高,增发前上市公司股价表现越差。

显然,这一研究证明控股股东有能力在上市公司增发之前通过调控上市公司当期业绩间接影响上市公司股价,从而为控股股东参与上市公司定向增发获得较低价格打下了基础。此外,还有研究证明控股股东会主动选择上市公司增发时间和停牌时间,以锁定较低的增发成本。

厦门大学管理学院财务学系助理教授吴育辉通过对2006年~2009年间披露定向增发公告的上市公司作的研究得出结论,上市公司对控股股东定向增发折价率明显高于对机构增发的主要原因,是控股股东对上市公司定向增发的时机能进行选择,同时控股股东对上市公司定向增发前的停牌操控是导致不同增发对象发行折价率差异的又一原因。

除此以外,目前学界对控股股东操控上市公司定向增发的实证研究还有许多,其中绝大多数都证明这种操控的实际存在。显然,无论是从个案分析还是实证研究;从增发前的利润、二级市场股价到增发时机和停牌时点的选择,上市公司控股股东几乎能够全盘掌控定向增发的各个要素。这就为控股股东们实现先减持套现、后低价参与增发的隐蔽套利提供了可能性。



*ST通葡控股股东套利新模式分析图

建业/整理 吴比较/制图

业内人士呼吁加强监管

证券时报记者 建业

定向增发是一个2006年才全面进入A股市场的概念,中国证监会于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。当时引入定向增发的主要目的是鼓励上市公司控股股东将优质资产注入上市公司,同时降低上市公司再融资对资本市场的冲击。

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。其中,有控股股东参与的上市公司定向增发主要有两种目的,一是控股股东拟向上市公司注入资产;二是控股股东为体现对上市公司未来的看好、减少战略投资者的信息不对称,而参与上市公司现金增发。

但是,控股股东能够操纵上市公司

业绩、股价及再融资时点,对于企图高位套现的控股股东来说,几乎没有法规加以限制。江西财经大学会计学院院长章卫东告诉证券时报记者:控股股东操纵上市公司业绩进而影响增发定价,主要是利用会计政策较大的弹性。在现有条件下,应该加强对会计师、审计机构的监管,减少这种弹性被利用来侵害中小投资者利益。”

虽然控股股东参与上市公司定向增发存在种种操纵和套利的可能,但从实务角度出发,仍有市场参与主体认为控股股东有必要继续参与上市公司定向增发。一位不愿透露姓名的投行人士告诉证券时报记者:“定向增发的价格锁定机制是比较严格的,虽然控股股东可以通过会计政策的调整来调控业绩和股价,但控股股东参与增发肯定也有助于其他投资者积极认购增发的上市公司股份。”

有分析认为,由于我国资本市场的特殊性,目前禁止控股股东参与上市公

司定向增发或取消定向增发直接收购控股股东资产行为的条件都不成熟。不过,也有专家学者建议对现行的定向增发规则进行修改,以封堵控股股东操控增发要素、提前减持的空间。

厦门大学管理学院财务学系助理教授吴育辉向证券时报记者介绍:“可以借鉴的经验是保加利亚监管机构对上市公司定向增发行为的制度安排,即当上市公司对其控股股东实施定向增发时,以法律的形式赋予中小股东同样的新股购买权利。这样,当投资者意识到控股股东锁定了较低的增发价格时,也能够参与到新股的购买中来,这就可以在很大程度上抑制控股股东操纵定向增发的冲动。”

而上述保荐人也表示:“经过多项改革市场基本面已完全不同,定向增发最初的功能已经弱化。与发达资本市场类似,未来的定向增发可能会以并购为主要方向,套利的问题也会逐步淡化。但目前情况下,加强相应的监管和推进改革,才是最有效的方法。”

记者观察 | Observation |

中小股东应对低价增发说“不”

证券时报记者 建业

定向增发和股东减持在资本市场上都属于正常的行为范畴,虽然这两者结合起来给投资者带来心理和事实上的损失,但这样做暂时并不违法。面对这样一个法律的真空地带,中小投资者应该做的就是通过投票或者交易来表达自身的诉求,同时保持对法律法规完善的期待。

先行在二级市场高位套现,随后操纵上市公司启动定向增发,再以较低的价格增持上市公司股份,在A股市场还算是一个较新的侵害中小投资者利益的手段。相比于此前较多出现的占用资金、关联交易、利益输送等手段,这种新手段的技术含量更高、隐蔽性更强、不受限售期限限制,而且目前为止,还没有法律法规能对此种行为加以规范。

个案分析和实证研究已经充分证明控股股东对于上市公司定向增发的各个

要件都有操纵的潜力,而在法律法规不能发挥作用的情况下,中小投资者面对操控下的低价增发,保护自身利益的方法就是通过向股东大会中表达自身的反对或抛售相关公司的股票来规避风险。

根据目前的法规,如果控股股东及其关联方要参与上市公司定向增发,则不能参与上市公司股东大会对此进行的表决。因此给了中小投资者一个机会,使得他们联合起来能够反对这种近乎掠夺的行为。*ST通葡股东大会否决定向增发方案的例子就是一个很好的尝试。

除了投票,中小投资者还可以通过抛售相关公司股票的方式来表达对低价定向增发的反对。对于投资者来说,选择这种方式除了使自身脱离可能被大股东掠夺的境地,同时它也可能使上市公司股价持续下跌,甚至跌破增发中的增发底价,为寻求不公平定向增发的替代方案提供哪怕只是极其微小的机会。

不可否认的是,大多数定向增发对上

市公司未来的发展是有益的,如果上市公司控股股东与中小投资者保持利益共同体,则定向增发可以给控股股东和中小投资者带来同等程度的收益。但现在的情况是,控股股东通过操控增发可以攫取更多的利益,中小投资者则受到损害。

在目前的状况下,恐怕也有不少投资者认为,虽然控股股东获得了更多的利益,但自身多少也能在定向增发带来的上市公司业绩上升中获取收益;或者他们更悲观地认为自身的反对力量不可能阻止控股股东不公平的获取利益。

事实并非如此,上市公司因定向增发而业绩上升所带来的收益,本来就是中小股东的应得利益,与控股股东是否参与增发、是否侵害中小投资者利益无关,控股股东低价参与增发是侵占了中小投资者的既得利益。同时,投票权和交易权伴随着中小投资者对股票的持有,因此投票和交易与否是对自身负责,而不仅仅是对控股股东的制约。

新闻短波 | Short News |

中科金财移动互联业务将成新增长点

中科金财(002657)昨日在北京举行A股发行推介会。董事长朱烨东表示,数据中心业务目前是中科金财的主要营收来源。未来,票据自动柜员机(ATM)和移动互联网业务将成为新的盈利增长点。

中科金财招股书披露,2011年公司实现主营收入4.59亿元,同比增长17.4%;归属母公司净利润5631万元,同比增长31.6%。

据介绍,中科金财独家拥有2011年新版票据防伪识别技术,是目前国内唯一在市场上销售票据ATM的企业。据透露,公司目前已获大量票据ATM订单,10余家银行正在对该产品进行试点应用。公司预计,票据ATM试用的订单转化率将在90%以上。

而移动互联网业务,中科金财更是将其视为最重要的战略发展方向之一。公司是中国银联、农信银在移动支付方面客户端系统开发及软件运营唯一服务商。公司与中国银联共同发明的移动互联网无卡手机支付,已获得实用新型专利。

目前公司已经与银联合作搭建了B-B-C的移动支付平台。截至2011年底,中科金财移动电子商务用户达60万户。公司预计,如果后续推广顺利,该用户数量将呈爆发式增长。(邱昕昕)

以岭药业新产品获国家科技进步二等奖

昨日,以岭药业(002603)的新产品“莲花清瘟胶囊”获得2011年度国家科技进步二等奖。这是我国第一个获此荣誉治感冒抗流感的中成药。这也是以岭药业自2000年以来第五次获得国家科技大奖。

经广州呼吸疾病国家重点实验室等研究证实,“莲花清瘟胶囊”能明显抑制甲型流感H1N1、H3N2病毒、SARS、禽流感H5N1、H9N2、手足口病EV71等病毒;有效抑制多种细菌,有利于治疗肺部混合感染;具有调节免疫,增强流感患者抗病康复能力,减少流感及肺部感染的反复发作。

此外,以岭药业研发的新药“夏荔芪胶囊”获得了国家食品药品监督管理局核准签发的《新药证书》和《药品注册批件》。“夏荔芪胶囊”的适应症为良性前列腺增生症。该产品上市后,将进一步丰富以岭药业目前的产品线。(许韵红)

科华生物HIV快速诊断试剂获世卫好评

日前,世界卫生组织(WHO)网站发布了2012年艾滋病快速诊断试剂供应商名录及最新的评估报告。科华生物(002022)“人类免疫缺陷病毒(HIV1/2)抗体诊断试剂盒(胶体金)”在WHO全球艾滋病快速诊断产品的供应商中成绩优异,产品的灵敏度与特异性均达到100%。科华生物表示,将投入更多的资金用于研发可靠的、低成本的艾滋病快速诊断技术,继续加强医疗人员的培训及实验设备的维护工作,并在尽可能多的国家和地区完成产品的注册工作,确保产品递送的可靠、持续,符合国际质量标准。

据悉,通过WHO严格评测体系成为其艾滋病快速诊断试剂供应商的企业由2005年的21家减少至2012年的6家,而科华生物是唯一入围的中国诊断试剂企业。(陈晔)

沪深上市公司2011年度主要财务指标(18)

证券代码	证券简称	基本每股收益(元)		每股净资产(元)		净资产收益率(%)		每股经营性现金流量(元)		净利润(万元)		分配转增预案
		2011年度	2010年度	2011年末	2010年末	2011年度	2010年度	2011年度	2010年度	2011年度	2010年度	
000606	青海明胶	-0.0375	0.0014	1.46	1.53	-2.51	0.09	-0.0076	0.0339	-1522	55	不分配不转增
002248	华东数控	0.08	0.37	4	3.97	2.03	10.77	-0.23	0.18	2090	9412	每10股派0.5元(含税)
002288	超华科技	0.2005	0.1272	3.082	3.544	6.64	4.4	-0.014	-0.176	3307	2099	每10股转6股派0.2元(含税)

证券代码	证券简称	基本每股收益(元)		每股净资产(元)		净资产收益率(%)		每股经营性现金流量(元)		净利润(万元)		分配转增预案
		2011年度	2010年度	2011年末	2010年末	2011年度	2010年度	2011年度	2010年度	2011年度	2010年度	
600119	长江投资	0.06	0.04	2.34	1.99	2.99	2.14	1.22	-0.64	1861	1301	每10股派0.6元(含税)
600343	航天动力	0.23	0.2	4.5	4.9	4.64	4.87	-0.1	0.06	5520	4367	不分配不转增

本报网络数据部编制