全流通时代上市公司再融资操纵案例研究

叶丰滢(博士)

(厦门国家会计学院 厦门 361005)

【摘要】本文通过一家房地产企业的定向增发新股的运作,剖析了全流通时代上市公司再融资的典型操纵行为,进而对再融资在股权限售期设置、规范大小非减持的政策方面提出了具体建议。

【关键词】全流通 再融资 限售股 大小非减持

近两年来,随着股权分置改革的完成,再融资风潮重又掀起。增发新股、发行公司债券和分离债券等多种再融资方式被数百家上市公司来回采用,包括融资金额在内的各项融资指标不断刷新历史纪录。但是,在看似兴旺的景象里面,却隐藏着一些令人担忧的问题。本文以一家房地产上市公司通过定向增发新股进行再融资为例,剖析一些上市公司利用制度的不完善,从资本市场捞取好处的不良行为,提醒监管部门务必引起注意。房地产公司是资金需求最高的一类企业,当维系企业生存的资金链紧绷,它们中的不规矩者便不择手段地从资本市场套取资金,这种情况务必引起监管部门的高度警惕。

一、案例简介

C公司是J集团独家发起设立的上市公司,也是J集团下面唯一的一家上市公司,主营房地产开发和销售业务。2006年初,C公司完成股改。根据C公司的"股权分置改革实施办法",母公司J集团在执行对价安排后,所持有的3.9亿股非流通股(占C公司总股份的65.25%)即获得上市流通权 。然而,就在C公司完成股改后不到半年,一个对其极其不利的消息传来——国务院办公厅发布了新的房地产业宏观调控文件"国六条"。其中严格房地产开发信贷条件一项规定:"对于项目资本金(所有者权益)比例达不到35%等贷款条件的房地产企业,商业银行不得发放贷款",这一规定让C公司如坐针毡。因为C公司2003~2006年6月30日各期的主要财务指标中的"合并资产负债率"一项长期居高不下,将其换算成"自有资本金率"后,上述四年同期对应的资本金率分别为21.75%、31.26%、36.08%和32.29%。以此对照"国六条"的规定,只有2005年的"自有资本金率"勉强达标。由此可见,这家房地产公司长期以来一直是以高额信贷在维系其生存发展,一旦银行政策性缩紧银根,它的资金链便会断裂。

"国六条"颁布之后,为了旗下唯一的圈钱机器不致因现金流短缺而"突然死亡",J集团授意C公司快速拟定了一系列应对措施,包括:择机卖出持有的某证券公司股权、筹备发行企业债券和定向增发新股。相较于前二者,定向增发新股因具有有效降低资产负债率、迅速缓解企业短期偿债压力以及为资金短缺项目提供资金的三重功效而成为C公司融资三部曲中重点争取的计划。根据C公司2006年第二次临时股东大会上通过的"增发新股议案",C公司将向包括J集团在内的10家机构投资者非公开发行1.41亿股新股,发行价格为每股8.5元,募集资金总额12亿元左右。

2006年底,A股市场乘股改大功告成的东风而步入繁荣的时期,上证综指多次刷新纪录。作为补充市场供给的有效手段,上市公司定向增发新股的闸门重被开启,C公司的"增发新股议案"亦借此东风获得通过。2007年1月22日,10个非公开发行对象全额缴纳认股款。其中J集团斥资1.7亿元认购2 000万股,占本次发行总股份的14.18%。增发新股完成后,J集团的持股份额由原来的65.25%降为55.53%。

二、案例分析

从表面上看,C公司此次增发新股手续完备,并无不合理之处,其实却不然,问题就在大股东J集团身上。截至2006年6月30日,J集团的合并报表显示其资产负债率高达100%,经营业绩连续亏损,且短期现金流极度紧张 。换言之,只要将J集团认购增发股份所需的资金额度与它当时的收益情况及自有资金状况做个对比,就可以肯定囊中羞涩的大股东根本拿不出1.7亿元现金购买C公司定向增发的2 000万股新股。那么,这笔认购款究竟源自何处呢?

答案是:银行贷款。原来,就在C公司公告增发新股前一周,J集团便以投资新项目为名向某银行贷款1.7亿元,继而在C公司定向增发新股之时将该笔贷款挪作申购款之用。

而贷款参与定向增发新股还远不是J集团在这部自导自演的再融资大戏中上演的最精彩的一幕。就在C公司完成定向增发新股后的半个月,2007年2月9日,其股改后第一批有限售条件的流通股(共3 000万股)承诺期满取得上市流通权,而这些解禁流通股的持有者正是J集团。上市流通即意味着这批股份可以随时被出售。于是,我们看到,在2007年4月24日、2007年4月28日、2007年5月19日,C公司连续三次为J集团发布减持公告。根据这三份公告,J集团在C公司公告期内分三次抛售了C公司1 800万股股票(每次600万股),占C公司总股本的3%。截至2007年5月18日收盘,J集团对C公司的持股数降为3.93亿股,持股比例降至53.1%,

但仍高于50%,控股股东的地位依旧牢固。而若以C公司发布的三份减持公告中披露的J集团抛售C公司股票的收盘价(分别为18.6元/股、19.6元/股、25元/股)为基础做粗略测算,J集团通过这三次减持总计收回现金3.8亿元,扣除银行贷款1.7亿元后还有2.1亿元纯收益入账。

总之,通过贷款参与增发新股与快速减持套现这两个"漂亮"的类似"T+0"的操作手法,使长期缺钱的J集团在未付出任何成本的情况下赚了个钵满盆满。

三、对策与建议

1. *重新界定再融资取得股份的限售期。*按照目前的《上市公司证券发行管理办法》,上市公司在定向增发新股以及面向原非流通股股东的首发、增发新股和配股中,应对参与再融资的特定机构制定严格的再融资股权限售期。然而现实中,这种限制却面临着一个很大的盲区,即再融资股权被限售的同时,限售对象中的最大群体——原非流通股股东手中却常常持有大量的已过限售期的解禁流通股。这使得再融资用股权限售期来约束大股东已不起作用。譬如本案例中,虽然J集团认购的增发新股直到2010年2月4日前都处于限售状态,但增发新股完成后,它于股改时取得的限售股中却有3 000万股过了限售期。换言之,对J集团而言,此股份限售可以卖非限售的彼股份,对增发新股在股权上实行限售期的做法丝毫不影响它适时地进行减持套利。不仅如此,由于原非流通股股东的持股成本很低,不论是在牛市或熊市,减持出售都有套利的空间。这客观上为它们敢于从银行大额举债参与上市公司再融资提供了一个心理保障。因此,修订《上市公司证券发行管理办法》及其配套法规,重新定义原非流通股股东参与上市公司再融资后取得股权的限售期势在必行。

2. *规范大小非减持的政策困局及其改进路径。*股权分置改革解放了大小非,也给我国资本市场留下了两个令人头疼的问题。通过本案例可以看到,J集团在三个月的时间内减持了C公司3%的股权,其中,多达2%股权的减持发生在不到一个月的时间里,减持数量之巨大、时间之密集、套现意图之清晰均令人侧目。无怪乎在如今的证券市场上,一旦连续下行的颓势出现,大小非总是率先成为众矢之的。

笔者注意到,近一年来,针对大小非减持,政府倾向于通过一些较怀柔的政策即由证券监管机构颁布相关的行政法规来进行规范。在所有此类行政法规中,最具代表性的是证监会2008年4月21日发布的《上市公司解除限售存量股转让指导意见》(以下简称《指导意见》)。《指导意见》规定,持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的,应当通过证券交易所大宗交易系统来转让所持股份。这就表明证监会推出大宗交易平台的目的是防止一些上市公司的大小非从股市大量"抽血"的非理性行为,以免造成股市震荡。

然而,政策上的组合拳效果却不尽如人意。譬如,《指导意见》推出后不到一个月,2008年4月29日,沪市即曝出宏达股份的两个小非公然在一个月内于二级市场账户中以超过1%的比例减持限售存量股份。而这两位"敢为天下先"的小非最后却只得到上交所公开谴责以及二级市场账户限售一个月的处罚。到2008年5月7日,深市首例大小非违规减持出现后,违规者得到的处罚甚至更轻——仅以交易所的公开谴责了事。由此我们不难看出,以《指导意见》为代表的行政法规的共性问题就是执行力度太弱。由于无力让违规者将违规获利吐出,在多数时候,监管部门只能扮演"防君子不防小人"之把门锁的角色。更何况"聪明"的执行者中多有"巧妙"绕行者——缩量减持和过桥交易大量存在就是明证。所谓缩量减持,就是大小非将在二级市场上减持股份的数量控制在上市公司股份总数的1%以内,以绕过大宗交易系统。

譬如,就在《指导意见》实施当天,中体产业的第二大股东就在二级市场上抛售了股份,并将抛售量控制在总股本的0.999%,这是两市首例缩量减持。过桥交易的形式则更为多样,或直接脱手、或倒卖倒买,究其实质,无非是大小非通过一个第三方机构来改变其持有股份的性质,以逃过重重减持限制。2008年5月9日,江淮动力的大宗交易就被众多媒体质疑为两市第一单过桥交易——大股东江动集团通过大宗交易系统将其持有的950万股(占江淮动力股份总数1.68%)股权低价转让给旗下的一家孙公司。左手倒右手后,上述股权脱去大小非持股的外衣,获得了自由身。而为了方便股东通过这批股权减持套大利,江动集团甚至在解禁前夕临时提出加大分红议案,以推高江淮动力在二级市场上的价格。

面对大小非在二级市场上的非理性"抽血"行为,监管部门目前采取的主要监管措施是:引入以券商为中介的二次发售制度、开发可转换公司债券等流动性管理工具以及完善大宗交易市场股份减持规范和信息披露制度,这些都属于"看得见的手"在进行强制干预,是完全必要的。

而通过本案例的分析,还可得出另一种截然不同的思路:本案中J集团的减持发生在我国证券市场行情大好的2007年2~5月份,虽然其三次减持规模很大、时间很短,但C公司的股价却并未因此明显受挫;相反,在C公司三份减持公告披露的三个减持截止日,C公司的股价还在一路上扬。可见,在一个不断上行的市场中,大小非的抛售能被市场所消化。这说明,要真正化解限售股流通所带来的压力,投资者需要的是一个健康、稳定的市场。从目前来看,除了扩大市场的需求,引导增量资金入市,更重要的是要依靠上市公司实现自身业绩踏踏实实地增长,唯此才能突破证券市场的困局。

主要参考文献

1. 屈丽丽.大股东贷款玩增发监管层需要警觉.中国经营报,2007-07-23

2. 屈丽丽.破解贷款参与定向增发迷雾 监管层计将安出.中国经营报,2007-09-01

3. 诸葛立早.大幅度提高"违规成本".上海证券报,2008-05-09

4. 许志峰.市场缘何害怕再融资 谈再融资色变.人民日报,2008-03-24

5. 黄世忠,郑朝晖.后股权分置时代上市公司粉饰报表手法大揭秘.新理财,2007;6