

涪陵榨菜高管减持引发中小股东不信任投资

解玉春 朱 灏

(北京工商大学商学院 北京 100048)

【摘要】 IPO时,公司以极高的市盈率和市净率发行股价,而发行后,上市公司高管普遍存在着强烈的减持意愿。高管大量减持会释放出众多不利于公司发展的信号,于是中小股东会用“脚”投票,产生不信任投资。本文以涪陵榨菜(002507)为例分析,从而得出了高管减持信息披露与中小股东的不信任投资之间的关系,为中小投资者提供决策参考。

【关键词】 涪陵榨菜 高管减持 中小股东 不信任投资

重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司于2010年11月23日正式登陆中小板,市盈率高达53.81倍,募集资金559 000 000元。IPO之日,该股以25.50元高开,13时06分,因盘中成交价格较开盘价上涨已超50%,报30.6元,涨118.7%,该股被深交所首次临时停牌;13时37分,该股第1次复牌,17分钟内再被拉升54%,上涨173.4%,被第2次临时停牌;14时24分,该股第2次复牌,4分钟内再次上涨54.59%,整体涨幅为228.1%,报45.9元,被第3次强制停牌;14时57分,第3次复牌,全天上涨191.6%,报收于40.80元,换手率高达90%,成交额达8.08亿元。在询价时,机构投资者对该公司积极性不高,可上市之日气势如虹的上涨,却是市场对该公司的一个重大肯定。究竟是公司真的具有内在投资价值,还是一种非理性的投机现象?本文将以此涪陵榨菜为例进行分析。

一、关于涪陵榨菜的案例分析

笔者根据锐思数据库数据统计发现,涪陵榨菜(002507)2010年11月23日至2012年3月30日,除第一天暴涨,其余时间都是处于下跌趋势。如果中小投资者在IPO之日买入,那么现在仍处于深度套牢之中。可见,该股毫无投资价值可言。笔者进一步查询了公司高管的减持股份情况公告(见表1),以信息传递假说来证明,高管减持信息披露带来了中小股东的不信任投资。

表1 公司高管减持股份情况

姓名	职务	2011年初持股数	2011年末持股数	减持比例
周斌全	董事长、总经理	5 520 000	4 140 000	25%
赵平	董事、总经理	846 227	634 670	25%
毛翔	董事、副总经理	846 227	634 670	25%
黄正坤	董事、董事会秘书	531 124	442 224	16.74%
肖大波	监事会主席	846 227	634 670	25%
向瑞玺	离任监事	846 227	634 670	25%
张显海	总经理助理	846 227	634 670	25%
贺云川	总经理助理	846 227	634 670	25%

除了董事会秘书黄正坤减持比例为16.74%,其他高管均减持25%,显然,这是一种“预见性”的重大决策。招股说明书如此写道:“管理层股东周斌全、向瑞玺、肖大波、赵平、毛翔、童敏、张显海、贺云川、黄正坤承诺:自本公司股票上市之日起一年内,不转让或者委托他人管理其持有的本公司公开发行股票前已发行的股份,也不由本公司回购其持有的本公司公开发行股票前已发行的股份。上述锁定承诺期满后,在任职期间每年转让的本公司的股份不超过其所持有的股份总数的25%;离职后半年内不转让其所持有的本公司股份;离职六个月后的十二月内通过证券交易所挂牌交易出售本公司股票数量占其所持有本公司股票总数的比例不超过50%。”高管减持在不违背其他股东利益的基础上,是对高管企业家精神的回报,本无可厚非,但是高管减持比例如此之大,却是出乎所有投资者的意料,这无疑会加重中小股东的不信任感。笔者通过查阅巨潮数据库及东方财富的高管交易信息披露,整理出公司高层股东详细持股变化情况(见表2)。

表2 公司高层股东持股变化详细情况

日期	减持人	减持股数(股)	成交均价(元)	减持金额(万元)	减持原因	减持比例(%)	减持后持股数(股)	减持后的持股人
2012.05.11	毛翔	-1 087	18.30	-1.99	大宗交易	0.007 0	596 002	毛翔
2012.05.10	毛翔	-37 581	19.05	-71.59		0.242 5	597 089	毛翔
2011.12.30	黄正坤	-68 900	14.69	-101.21		0.444 5	442 224	黄正坤
2011.12.30	贺云川	-211 557	14.19	-300.20		1.364 9	634 670	贺云川
2011.12.30	肖大波	-211 557	14.19	-300.20		1.364 9	634 670	肖大波
2011.12.30	张显海	-211 557	14.19	-300.20		1.364 9	634 670	张显海
2011.12.28	周斌全	-1 080 000	12.74	-1 375.92		6.967 7	4 140 000	周斌全
2011.12.23	赵平	-211 557	14.36	-303.80		1.364 9	634 670	赵平
2011.12.23	毛翔	-211 557	14.36	-303.80		1.364 9	634 670	毛翔
2011.12.23	周斌全	-300 000	13.25	-397.50		1.935 5	5 220 000	周斌全
2011.12.01	黄正坤	-20 000	16.11	-32.22	竞价交易	0.129 0	511 124	黄正坤
2011.02.01	林映如	-4 200	23.51	-9.87		0.027 1		林周文
2011.01.31	林映如	4 200	23.47	9.86		0.027 1		林周文

涪陵榨菜(002507)2010年11月23日正式上市,根据规定,一年后高管才可以减持起初所持有股份的25%,即2011年11月23日。由于解禁时,该股一直向下运行,高管有“观望”情绪,期待回升后再交易。由于该股一直低位运行,回升迹象不明显,并且临近年底,迫切需要出售套利。于是在2011年12月1日、12月23日、12月28日、12月30日,高管分四次分别进行了套现。而交易量最多的是12月23日和12月30日,恰好是周五。根据行为金融学的解释,周末效应也许是他们选择此时进行交易的原因,主要是高管对未来不确定性分歧的加剧。

我国沪深两地的大宗交易通常采取证券商报价制度,依照这一制度,需要交易量或者成交金额达到一定数额证券交易所才可以参与,深交所对此的规定为50万股或成交金额为300万元。从表2可知,大宗交易的金额都在300万元左右。这样既可以达到卖出股份总数25%的规定,又可以达到深交所关于交易额为300万元以上的规定,真是用心良苦。2011年1月31日,林映如以23.47元买入4200股,而第二天又以23.51元卖出4200股,亏损100元。这一进一出,令人生疑。公告称林映如与林周文为兄弟姐妹关系,董事林周文现任深圳市赐发实业有限公司董事长,而该公司共持有4.8%涪陵榨菜股份,林周文为公司股东。2012年2月29日涪陵榨菜公告了其2011年度的业绩快报,收入较上年增长28.96%,利润较上年增长57.78%,基本每股收益为0.58元,较上年增长23.40%,属于较大利好消息。我们无从判断是否存在内幕信息的泄露,但是其高层抛售行为还是引起了我们的猜测。

2012年5月5日,涪陵榨菜公告了2011年度权益分派方案:以公司现有总股本155000000股为基数,向全体股东每10股派发3.50元人民币现金。本次权益分派股权登记日为2012年5月10日,除权除息日为2012年5月11日。可主管会计工作负责人的副总经理毛翔却在分红登记日当天减持了37581股,这一行为令人匪夷所思。遑论扣除个人所得税,共计损失11838元,这一非理性行为值得我们注意。主管会计工作的上市公司负责人在此关键时刻减持,那么中小股东又该如何坚持对该股的价值投资信心呢?

从公司减持信息发布后公司股价的走势来看,公司在高管减持当日两天后,其股价跌幅较大。为了更详细地说明问题,可以参阅表3中的数据(表3上部分为涪陵榨菜股价,下部分为同期上证指数的相关数据)。涪陵榨菜2011年12月26日、27日跌幅分别为-2.36%、-2.01%,2012年1月4日、5日跌幅分别为-4.88%、-4.39%。而此跌幅远远超越同期大盘(我们选择有代表性的上证指数),上证指数2012年12月26日、27日跌幅分别为-0.67%、-1.09%,1月4日、5日跌幅分别为-1.37%、-0.97%。我们选择减持后的两天为观察窗口,是依据常见的投资者心理及操作周期。以此时间窗口为计算依据,股价对“坏消息”的反应比较及时,也可以看出高管减持对中小投资者的伤害,从而也证明了中小股东的不信任投资在加剧。

表3 涪陵榨菜(002501)与同期上证指数股价的对比

时间	开盘	最高	最低	收盘	前收盘价	涨跌幅
2011.12.23	14.61	14.96	14.50	14.80	14.72	0.54%
2011.12.26	14.63	14.63	14.24	14.45	14.80	-2.36%
2011.12.27	14.21	14.57	14.10	14.16	14.45	-2.01%
2011.12.28	14.10	14.25	13.92	14.18	14.16	0.14%
2011.12.29	14.20	14.43	14.08	14.38	14.18	1.41%
2011.12.30	14.40	14.95	14.30	14.79	14.38	2.85%
2012.01.04	14.80	14.92	14.10	14.14	14.79	-4.39%
2012.01.05	14.05	14.23	13.40	13.45	14.14	-4.88%
2012.01.06	13.46	13.98	13.27	13.85	13.45	2.97%
时间	开盘	最高	最低	收盘	前收盘价	涨跌幅
2011.12.23	2183.91	2219.79	2178.14	2204.78	2186.30	0.85%
2011.12.26	2193.66	2213.45	2186.07	2190.11	2204.78	-0.67%
2011.12.27	2186.71	2196.79	2162.72	2166.2	2190.11	-1.09%
2011.12.28	2157.65	2170.67	2134.02	2170.01	2166.20	0.18%
2011.12.29	2161.18	2181.95	2157.11	2173.56	2170.01	0.16%
2011.12.30	2177.52	2200.99	2177.52	2199.42	2173.56	1.19%
2012.01.04	2211.99	2217.52	2168.64	2169.39	2199.42	-1.37%
2012.01.05	2160.90	2183.4	2145.56	2148.45	2169.39	-0.97%
2012.01.06	2148.15	2164.32	2132.63	2163.39	2148.45	0.70%

二、结论与建议

从以上分析来看,高发行价、高市盈率致使公司高管套现的意愿十分强烈,相对于其报酬来讲,所持有的股份才是真正的利益所在,对此我们无可非议。但是其交易行为却会给中小投资者传递出如下信息:①公司治理是否有问题。不合理的公司治理结构,会引起公司各方利益分配不均、公司无法高效运转、竞争力下降等。②管理层是否有逆向选择、道德风险的可能性。由于信息不对称,从而存在管理层以自身利益最大化分配公司资源的倾向。③盈利预测比较悲观失望。当高管打算出售股票时,便是高管已经倾向于对未来的盈利可能性高的概率预测充满悲观;公司未来的战略前景不清晰。由于公司管理层拥有信息优势,他们对自己公司的财务状况和经营成果最了解,也具有对未来发展前景较准确的判断,一旦大量减持,便会给中小投资者造成公司前景黯淡的印象。

不管假设如何,高管大量减持必然会给中小投资者投资信心造成负面影响,如此众多不利信息,必然会遭到中小投资者的不信任投资。为了保护中小投资者利益,必须对高管减持提出解决办法,如鼓励高管长期持有、减持比例与业绩挂钩等,否则资本市场就会失去信心。

【注】本文受北京市教委“科研基地——科技创新平台——会计与投资者保护研究基地”(项目编号:PXM_014213_000031)项目资助。

主要参考文献

解玉春.涪陵榨菜:业绩增长与高管减持的背离.腾讯财经 <http://finance.qq.com/a/20120811/001308.htm>,2012-08-11