

# 定向增发、现金认购与利益输送

——基于熊猫烟花的案例分析

杨文平, 刘 嫦(副教授)

(石河子大学经济与管理学院, 新疆石河子 832003)

**【摘要】** 本文以上市公司熊猫烟花定向增发为例, 研究实际控制人以现金认购方式参与上市公司定向增发过程中的利益输送问题。研究表明, 市场对现金认购定向增发股份盲目追捧, 熊猫烟花定向增发后并没有降低公司财务的负担、提高盈利能力, 反而稀释了中小股东的权益。熊猫烟花实际控制人利用市场时机, 在定向增发前后高卖低买股票, 既保持控股股东地位, 又获取巨额资本利得。本文的研究对完善我国资本市场定向增发制度具有一定的借鉴意义。

**【关键词】** 定向增发; 现金认购; 投资价值; 利益输送

## 一、引言

2006年中国证监会发布《上市公司证券发行管理办法》正式实施定向增发制度后, 仅2006年通过定向增发上市公司的融资额就达936.6亿元, 占当年上市公司再融资额的89%, 其后定向增发融资额不断增加, 已成为我国资

本市场权益再融资的主流方式。定向增发一方面因其具有可以筹集充足的资金、改善公司经营业绩、减弱控股股东和上市公司的关联交易等优点, 而倍受利益相关者的青睐(徐寿福, 2010; 王莉婕和马妍妍, 2014)。另一方面, 也因不少大股东利用注入不良资产、虚增资产增值率等方

业建立和完善内部人举报制度, 激励内部知情人士主动举报公司的违法行为。特别是像獐子岛这样的家族管理模式企业, 更是需要切实做到保护中小投资者利益, 防止企业内部家族高管利用权力操纵存货、关联交易等事项的发生。并且对于一些企业内部已经识别出的风险也应该及时做出风险提示披露, 以引起中小投资者的注意。

3. 消耗性生物资产计量属性选择考虑。随着《企业会计准则第39号——公允价值计量》的发布, 公允价值的使用在企业中变得越来越广泛。而《企业会计准则第5号——生物资产》中对于生物资产的后续计量方法中也有公允价值计量方法。从长远来看以水产养殖业生物资产的公允价值计量取代历史成本计量是历史发展的必然性, 用公允价值对水产养殖业生物资产计量能更好地反映企业当前的财务状况, 更符合实物资本保全的要求, 更有利于提高财务信息的相关性。只是以我国目前水产养殖企业的状况来看: 第一, 活跃市场确实难以形成, 公允价值难以计量; 第二, 盲目地采用公允价值计量可能会对财务报表的真实性产生更大的危害。因此, 我们认为这种发展不是一蹴而就的, 需要有一个渐进的过程。

4. 减值转回相关会计政策制定考虑。水产养殖企业的存货如扇贝大多属于消耗性生物资产, 根据《企业会计准则第5号——生物资产》、《企业会计准则第8号——资

产减值》中对减值准备的规定, 消耗性生物资产的减值准备可以转回, 水产养殖存货的价值本身难以确认和计量, 而农业企业的利润正常情况下普遍较低, 很容易陷入两年亏损ST、三年停牌、四年退市的困境, 而该项政策会给想要造假的农业企业留下很大的利润操纵空间, 如当年的蓝田股份就曾试图通过该项会计准则给自己的财务报告“洗个大澡”。因此本文建议在准则制定中适当考虑水产行业的特性, 对于部分消耗性生物资产做出减值准备一经计提不得转回的修订, 以减少财务舞弊事件的发生可能性。

## 主要参考文献

财政部. 企业会计准则 2006[M]. 北京: 经济科学出版社, 2006.

王富炜, 田治威, 胡玉可, 田昊炜. 我国上市公司生物资源资产会计研究——以我国林业上市公司森林资源资产为例[J]. 江西财经大学学报, 2012(1).

陈少勇. 对生物资产准则的五点质疑[J]. 财会月刊, 2009(4).

慕好东, 张孝友. 我国生物资产准则与IAS41的比较与思考[J]. 会计研究, 2006(11).

卢登琴. 对生物资产准则的进一步完善[J]. 财会月刊, 2013(1).

式实现利益输送而饱受诟病(朱红军等,2008;章卫东和李海川,2010;成颖利,2011)。

国内学者研究定向增发中的利益输送问题多集中于资产认购方式或不区分两种认购方式的区别,较少学者从现金认购角度考察定向增发过程中是否存在利益输送问题。徐寿福(2009)发现相对于资产认购方式,其他方式认购(主要为现金认购)存在利益输送的可能性更低。现金认购不存在虚增资产的情况,为避免受到利益输送的质疑,增强投资者的信心,部分上市公司控股股东开始采用现金认购方式参与定向增发。然而,笔者对此心生疑虑,定向增发融资规模巨大,控股股东是否真的愿意拿出上亿元的“真金白银”,其背后是否也存在利益输送的可能。

正是基于此疑虑,笔者选取熊猫烟花集团股份有限公司(以下简称“熊猫烟花”)作为案例研究对象,分析熊猫烟花定向增发过程中,实际控制人以现金认购增发股票是否存在利益输送问题,以期完善我国证券市场定向增发制度提出合理的建议。

## 二、案例简介

### (一)熊猫烟花公司简介

熊猫烟花是一家大型烟花鞭炮生产和焰火燃放的民营企业。公司于2001年8月28日在上海证券交易所上市交易,股票代码为600599。公司下属子公司熊猫烟花艺术燃放有限公司是国内最具享誉的烟花燃放企业之一,拥有国家A级燃放许可证,多次承担包括北京奥运会、亚运会等国内外重大活动的焰火燃放工作,可以说熊猫烟花是国内烟花鞭炮行业的领头羊。

### (二)熊猫烟花定向增发回顾

2012年3月14日,熊猫烟花发布公告称:公司拟向实际控制人赵伟平控制的万载县银河湾投资有限公司(以下简称“万载湾”)非公开发行股票,发行数量不超过4000万股,发行价不低于9.89元/股,万载湾以现金39560万元认购本次公司非公开发行的全部股票。赵伟平之所以采用现金方式认购,公司披露的《非公开发行股票预案》给出的解释是:公司财务费用较高,制约了公司的发展,本次非公开发行股票募集资金拟用于偿还银行贷款和补充流动资金,同时公司利用资本市场募集资金,抓住市场机遇,增强整体盈利能力和提高抵御行业周期风险的能力,实现公司快速发展。2013年10月8日,定向增发股票全部办理完登记托管手续,至此熊猫烟花定向增发圆满告一段落。

在当前上市公司频繁利用不良资产认购定向增发股票获得上市公司资源的现象屡见不鲜时,熊猫烟花实际控制人拿出39560万元现金认购增发股票,声称拟实现大股东与中小股东利益协同,这无疑向市场传递着积极的信号。定向增发预案公布前后熊猫烟花的市场反应似

乎也验证了利益协同效应。

### (三)定向增发的短期市场反应

本文利用事件研究法来检验市场对熊猫烟花定向增发的反应。应用比较广泛的事件研究法有模型法和均值法,两种方法原理相同,不同之处在于模型法估计正常收益率时利用修正的资本资产定价模型,而均值法利用市场收益率作为正常收益率。本文采用模型法计算超额收益率,同时用均值法作为稳健性检验。个股收益率、上证A股指数收益率数据来源于国泰安数据库,所用软件为Excel 2010。

笔者选取了五个窗口期,分别为:[-5,5]、[-3,3]、[-2,2]、[-1,1]、[0],估计期为[-131,-6],共126个交易日(已扣除估计期间停牌的交易日)。模型如下:

$$R_t = \alpha + \beta \times R_{m,t} \quad (1)$$

$$AR_t = R_t' | R_t = R_t' | Y \alpha + \beta \times R_{m,t} Y \quad (2)$$

$$CAR_t = \sum_{j=t}^t AR_j Y_t = 0, 1, 2, 3, 5 Y \quad (3)$$

其中, $R_t$ 是熊猫烟花在第t日的日收益率, $R_{m,t}$ 是根据上证A股指数计算而得的第t日市场日收益率, $AR_t$ 表示熊猫烟花股票在第t日的超额收益率, $R_t'$ 表示考虑现金红利再投资的个股实际日收益率, $CAR_t$ 表示熊猫烟花在窗口期的累计超额收益率。经计算,所得结果如表1:

表1 熊猫烟花现金认购定向增发股份的市场反应

事件窗口	CAR——模型法	T——检验值	CAR——均值法
[-5,5]	5.12%	0.58	4.65%
[-3,3]	9.64%	3.10*	9.25%
[-2,2]	8.10%	3.19*	7.96%
[-1,1]	9.13%	1.24	9.16%
0	10.85%	1.00	10.85%

注:\*表示显著性水平为5%。

表1的数据显示,控股股东以现金认购全部定向增发股份后,市场对此持乐观态度,反应强烈。定向增发预案发布当日,熊猫烟花股票当即涨停,超额收益率达10.85%,在其后的一段时间内,超额收益率依然显著为正,从中可以看出投资者对于实际控制人拿出39560万元“真金白银”参与定向增发的高度认可。

## 三、案例分析

上文分析表明,投资者对熊猫烟花定向增发持乐观态度,那么熊猫烟花是否具备投资价值?如果不具备,此次定向增发的动机是什么,是否可能与资产注入类型一样也存在利益输送问题,下文将做出具体分析。

### (一)熊猫烟花投资价值分析

在资本市场上进行投资依据的原则是利用市场在一定程度上有效,而非完全有效,寻找价值被低估的企业,以获取价格与价值之间的差价,这也就意味着价值被高

估的企业是不具备投资价值的。为此,本文通过对熊猫烟花2009~2011年(定向增发预案发布前三年)市场价值、盈利能力、营运能力及成长能力与行业上市公司平均值进行对比,以判断熊猫烟花是否具备投资价值。

表2 熊猫烟花财务指标与行业均值对比

项目	2009年		2010年		2011年	
	熊猫烟花	行业均值	熊猫烟花	行业均值	熊猫烟花	行业均值
市场价值						
市销率	17.46	3.25	12.16	3.11	6.16	1.80
托宾Q值	7.09	2.37	5.29	2.66	2.87	1.86
盈利能力						
权益净利率	4.60%	0.62%	6.89%	6.79%	3.50%	6.64%
总资产净利率	2.23%	1.81%	3.21%	3.61%	1.70%	4.00%
营运能力						
存货周转率	2.72	6.64	2.44	7.05	2.11	6.31
总资产周转率	0.43	0.66	0.42	0.72	0.39	0.76
成长能力						
总资产增长率	26.67%	14.27%	16.01%	10.54%	5.50%	13.36%
净资产增长率	4.08%	8.44%	7.13%	11.45%	2.88%	9.63%

注:根据国泰安数据库、锐思数据库整理。由于行业样本中存在净利润为负值的情况,市盈率无法进行比较,故表中采用市销率代替。

从表2中可以看出,熊猫烟花2009年整体生产经营状况高于行业平均值,相应的其市场价值也高于其他公司。但是从2010年开始,熊猫烟花的盈利能力、营运能力、成长能力开始略高于或者低于行业平均值,在2011年,熊猫烟花的盈利能力、运营能力、成长能力均远低于行业平均值,此时熊猫烟花的市场价值指标均远高于行业平均值,这说明熊猫烟花的价值被市场高估了,即熊猫烟花此时并不具备投资价值。

同时,笔者结合熊猫烟花定向增发后的行为进一步验证熊猫烟花的投资价值。熊猫烟花在《非公开发行预案》中标榜此次现金认购定向增发股票将有利于降低公司财务负担,提高公司盈利能力。然而,通过图1我们却发现现金认购并没有达到预期的效果。

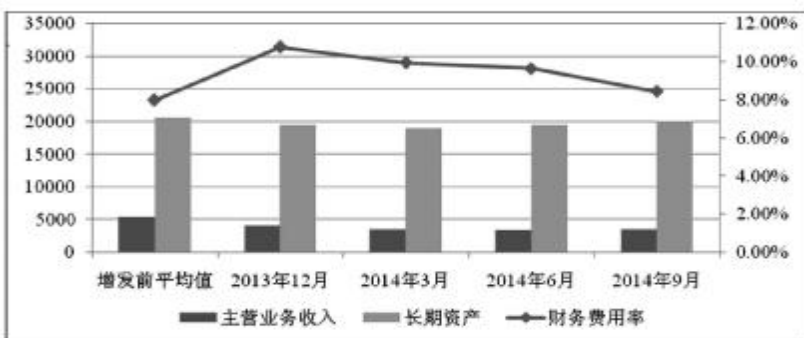


图1 熊猫烟花定向增发前后部分财务数据变化图

从图1中可以看出,在定向增发后熊猫烟花的财务费用率基本保持不变,长期资产也基本维持原样,主营业务收入甚至出现下降的趋势,净利润每个季度也维持在300万元~500万元之间(因数值较小,无法在图1中展示),也就是说熊猫烟花标榜的此次定向增发并没有降低公司的财务负担或是提高公司的盈利能力。

(二)熊猫烟花定向增发动机

万载湾认购定向增发股票一个月有余,熊猫烟花便发布委托理财公告,公告称:公司拟使用不超过5亿元自有资金进行委托理财。从其后发布的公告及财务报告可以得知,熊猫烟花将7000万元资金用于偿还短期借款,5亿元用于委托贷款,收取月利率1%的利息,而固定资产、无形资产等能为企业创造核心利润的经营性资产基本没变。这也就意味着,熊猫烟花通过定向增发再融资时并没有扩大企业规模、改善公司业绩的想法,甚至参与认购的资金也只是在上市公司短暂的停留。那么,我们不禁要问:既然熊猫烟花没有好的投资项目,为什么还要大规模的再融资呢?原因如下:

1. 高卖低买,曲线增持股票。

表3 熊猫烟花定向增发前后十大股东持股比例

股东名称	定向增发前 (出售股票前)		定向增发前 (出售股票后)		定向增发后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
银河湾	53 416 340	42.39%	30 382 340	24.11%	30 382 340	18.30%
万载湾	0	0.00%	0	0.00%	40 000 000	24.10%
小计	0	42.39%	0	24.11%	70 382 340	42.40%
其他股东小计	2 140 068	2.00%	5 231 154	4.15%	34 537 362	3.10%
合计	55 556 408	44.39%	35 613 494	28.26%	104 919 702	45.50%

注:根据熊猫烟花年报、股份变动公告整理。

从表3中可以看出,银河湾在定向增发前持有熊猫烟花42.39%的股份,属于绝对控股股东地位。其后不断减持,持有股份减低至24.11%,虽然仍为第一大股东,但是相对原本42.39%的持股比例而言,其对公司的控制能力必然有所下降。于是,赵伟平便利用定向增发制度,由其控制的万载湾独揽定向增发股份,持股比例为24.10%。

由于银河湾和万载湾均为赵伟平实际控制的企业,因此赵伟平持有熊猫烟花的持股比例增至42.40%,与定向增发前持股比例仅相差0.01%,这种通过巧妙的定向增发安排,达到“曲线增持”的目的,并且即使其接下来抛售掉银河湾所有已解禁的股票,赵伟平仍然可以凭借万载湾的持股比例控制上市公司。

2. 提高股价,以避免追加保证金或质押股票。2012年3月15日,熊猫烟花公布2011年度财务报告,报告显示:公司业绩大幅下滑,利润总额下降26.19%,归属于上市公司股东的净利润下降46.81%,每股收益下降46.51%,但是公司的股价却逆势而上,其原因在于财务报告公布的前一天,即2012年3月14日,熊猫烟花发布定向增发预案公告。

很明显,熊猫烟花发布的公告提高了股价,那么,作者的疑问是为什么会选在财务报告公布前一天发布定向增发公告。



图2 熊猫烟花2010.12.29~2012.06.30股价变化图

2010年12月30日,熊猫烟花发布公告称:控股股东银河湾将持有的1260万公司股票进行股权质押并转让股权收益权,质押期为18个月,其中和股价最为密切相关的是合同条款第四、五条:预警线为10.83元/股、止损线为9.83元/股。如果股价触及预警线,银河湾应追加担保预案,如果股价触及止损线,银河湾应追加保证金或质押股票,使信托计划不再触及预警线。

从图2中可以发现,从2011年12月21日开始,熊猫烟花的日收盘价股价已经低于10.83元/股,日最低价甚至已经低于9.83元/股,其后股价短暂上涨又开始触及预警线。按照合同的约定,控股股东银河湾此时面临追加保证金或者质押股票的风险,与此同时,随着年报报出日的逼近,作为具备信息优势的控股股东,必然知道公司的业绩大幅度下降,年报报出后,其股价触及止损线的可能性极大,于是控股股东便主导熊猫烟花在年报报出前一天发布定向增发预案,股价随即大幅度上涨,突破预警线,虽然股价经历了短暂的上涨后,又开始下跌至预警线以下,但是此时股权质押期限已到期,银河湾避免了追加保证金或质押股票的风险。

上述分析表明,控股股东通过认购定向增发股票,既达到了高卖低买,曲线增持公司股份的目的,又避免了追加保证金或质押股票的风险,可谓一举两得,这才是控股股东定向增发的真正动机。

(三)巨额认购资金的来源

熊猫烟花此次被市场广泛赞誉的是赵伟平控制的万载湾拿出39560万元的现金认购增发股票,然而通过阅读万载湾近3年的报表(详见熊猫烟花2013年4月23日发布的《收购公告书》),却发现对于赵伟平控制的资产总额仅为1300余万元,年均净利润几乎为0的万载湾来说,其实质上就是一个“空壳”公司,即使变卖所有资产也无法筹集到定向增发所需的资金。那么,这笔巨额认购资金从何而来,通过表4我们就能看出端倪。

从表4中,我们可以看出控股股东自限售股全部流通上市当日便开始抛售股票,每次大规模减持基本是临近年年度报告报出日且高价出售,同时在抛售股票前市场上多次有利好消息作掩护,但最终证实都是虚晃一枪,这不免有利用虚假信息操纵股价的嫌疑。控股股东利用多次减持共从资本市场中套现48628.96万元,扣除定向增发所需资金39560万元,还剩9068.96万元,这就意味着赵伟平利用控股股东身份,通过高卖低买,不仅持股比例没有变化,还从资本市场中获得9068.96万元的资本利得,并且能享受所得税税收优惠。

在资本市场中,高卖低买本无可厚非,但如果股东利用信息优势,甚至蓄意制造“噪音”操纵股价,则会损害广大投资者的利益,阻碍资本市场的良性发展。

表4 发布定向增发预案约前一年控股股东减持股票一览

时间	出售股数	出售比例	卖价(元/股)	250日均价	套现金额(万元)	备注
2010-01-15	6 300 000	5.00%	22.43	15.22	14 130.90	控股股东所持全部股份于2010年1月15日解禁
2010-01-19	5 000 000	3.97%	22.44	15.35	11 220.00	2009年年度报告报出日为2010年3月31日
2010-02-08	1 300 000	1.03%	23.08	16.02	3 000.40	
2010-02-23	3 000 000	2.38%	20.83	16.29	6 249.00	2010年年度报告报出日为2011年4月27日
2010-12-29	3 300 000	2.62%	19.28	18.36	6 362.40	
2011-01-13	1 134 000	0.90%	18.90	18.23	2 143.26	
2011-01-21	3 000 000	2.38%	18.41	18.11	5 523.00	
合计	23 034 000	18.28%	合计		48 628.96	

注:根据熊猫烟花发布的控股股东减持股份公告及东方财富网相关资料整理。

#### (四)定向增发时机的选择

定向增发中发行价的确定关系到大股东和中小股东利益的重新分配,备受市场的关注。吴育辉等(2013)发现上市公司定向增发时会利用市场时机,在股价低迷时实施定向增发行为。熊猫烟花备受质疑的便是其发行价仅为9.89元/股,远低于均价21.11元/股的股票减持价格。

从图3中可以看到,至2011年1月21日控股股东停止抛售股票后,股价在一年左右的时间由18.41元/股一路下跌至9.46元/股,跌幅达48.61%,而就在股价几乎下跌到最低价位时,控股股东抓住时机,发布定向增发预案,将发行价锁定在9.89元/股,以节省定向增发成本,同时也为以后可能出售股票获取超额收益埋下伏笔。

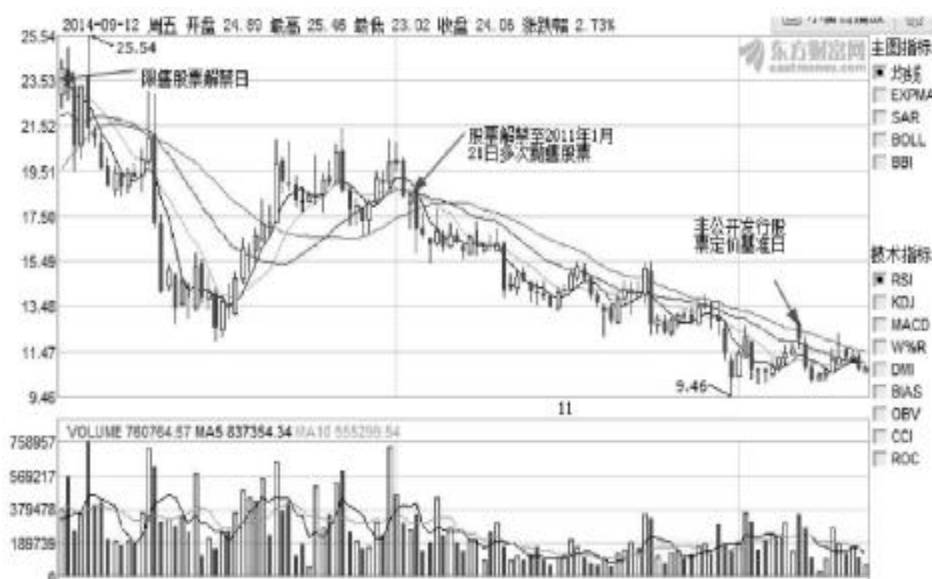


图3 熊猫烟花定向增发定价基准日前股价变化图

#### 四、结论与建议

综合上述对熊猫烟花的案例分析,笔者发现,市场对现金认购定向增发股份盲目追捧,控股股东在定向增发后并没有降低熊猫烟花的财务负担、提高盈利能力,反而稀释了中小股东的权益。熊猫烟花实际控制人利用市场时机,在定向增发前后高卖低买股票,既保持控股股东地位,又获取巨额资本利得。定向增发涉及利益在股东之间的重新分配,在我国“一股独大”的制度背景下,定价基准日的确定、增发数量与对象、募集资金的用途等关系到利益分配的权力都掌握在大股东手中。再加上我国法律体制不健全,难以很好地保护中小股东的利益。为此笔者提出以下建议:

1. 完善定向增发基准价格的确定标准。根据证监会2011年8月1日发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》等规定,发行价不得低于定价基准日前二十个交易日均价的百分之九十。定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也

可以为发行期的首日,定价基准日的可选择性给上市公司留下操纵发行价格的空间。本案例中,控股股东利用股价下跌行情,甚至可能打压股价,以节省认购成本。笔者建议应完善定价基准价格的确定标准,进一步完善询价制度,同时规范定向增发信息披露的透明度。

2. 限制控股股东在定向增发前一定时间内大量抛售股票。《上市公司非公开发行股票实施细则》规定控股股东认购定向增发的股票在定向增发结束后36个月内不得转让,该规定主要是防止控股股东滥用定向增发制度,低买高卖股票,而不是去很好地经营公司。但是对于定向增发前一定时间内控股股东是否可以转让股份,法律法规并没有规定。那么,如果控股股东通过高卖低买股票,其

后果与定向增发后转让股份类似。本案例中,笔者发现控股股东在定向增发基准日之前释放利好消息,高价抛售上市公司18.28%的股份,之后又借助定向增发制度低价将抛售股份悉数买回,在保持住控股股东地位的同时又稀释其他股东的权益,甚至还从中赚取近亿元的差价,可谓“一举三得”。因此,笔者建议应限制控股股东在定向增发前一段时间内大量转让所持股份。

3. 规范股权质押期间的信息披露。虽然股权质押能够缓解控股股东的融资约束,但是股权质押很可能会有损上

市公司的价值。本案例中,控股股东为避免股价进一步下跌,在财务报告公布前一天发布定向增发预案,成功避免了追加保证金或质押股票的风险,因此应规范股权质押期间上市公司的信息披露行为。

#### 主要参考文献

成颖利.定向增发、大股东控制权私利与盈余质量[J].财会月刊,2011(17).

朱红军,何贤杰,陈信元.定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究[J].管理世界,2008(6).

徐寿福.上市公司定向增发公告效应及其影响因素研究[J].证券市场导报,2010(5).

王莉婕,马妍妍.上市公司定向增发的财务效应研究[J].经济问题,2014(6).

【基金项目】教育部人文社会科学研究项目(项目编号:12XJJA79000211);新疆维吾尔自治区普通高等學校人文社会科学重点研究基地项目(项目编号:XJEDU020112C04)