

M公司募集资金投向变更的背后

刘 嫦(副教授), 李文聪, 尹兴强

【摘要】 本文从M公司募集资金投向变更事件出发,全面深入地探究了募资投向变更的动机。研究发现:发生募资投向变更一方面在于家族企业“金字塔”结构下公司内部治理机制缺失,另一方面则源于外部市场监管的弱化与滞后。本文为我国资本市场规范企业募集资金使用、完善家族企业内部治理提供了有益借鉴。

【关键词】 募集资金; 变更投向; 动因

【中图分类号】 F275.1

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)04-0086-3

一、引言

上市公司募集资金投向变更(以下简称“募资变更”)现象屡屡发生,引起了理论界及实务界的广泛关注,并且已成为一个研究热点(刘少波和戴文慧,2004;张为国和翟春燕,2005)。然而相关研究结论不一,争论不休(刘琳和郑建明,2015):一方面,杨文全等(2009)基于事件研究法得出募资变更是一种具有“好”的动机的善意行为;另一方面,池明举(2006)基于A股上市公司2004年的121家募资变更样本研究发现,募资变更与上市公司业绩显著负相关。冯晓和崔毅(2011)将上述的分歧归结为研究者不同的研究方法、研究样本以及事件窗口等缘故,并认为从不同的动机研究募资变更对企业绩效或市场反应的影响尤为重要。

本文以M公司为研究对象,从公司内部治理和外部监管两方面探究M公司募资变更的成因,进而揭开M公司募资变更后“业绩变脸”的神秘面纱,为我国资本市场规范企业募集资金使用、完善家族企业治理提供了有益借鉴。

二、M公司募资变更始末

M公司是新疆维吾尔自治区规模较大、技术含量较高的典型现代化食品加工企业。自2014年1月28日M公司在中小板成功上市以来,就一直受到市场的热捧。该公司通过深圳证券交易所发行A股1311万股,以每股25.38元的发行价格,成功在资本市场募集资金3.33亿元。关于募集资金的具体用途,企业也制订了详细的投资计划(详见表1)。然而正是这样一个中小板的“明星企业”,在刚上市不久就因“上市变脸”成为资本市场广受关注的反面教材。

从表1可以清晰地看到M公司详细的投资计划,其对投

资效益的预期十分乐观。按达产后年平均收益值计算,这些募资项目每年将创造如下效益:生鲜乳项目创造税后利润5782万元,奶牛生态养殖基地建设项目实现税后利润790万元,烘焙连锁项目贡献税后利润2585万元。换言之,项目建设完成后这些募投项目累计将为M公司创造99690万元营业收入以及16269万元净利润,相当于再造2~3个M公司。可见,M公司募投项目有着超高的投资收益回报率。

表 1 募投项目计划 单位:万元

项目名称	2014年	2015年	2016年	总额	预期收益
日处理300吨生鲜乳生产线建设项目	4412	8680	1898	14990	76449
2000头奶牛生态养殖基地建设项目	1214	4991	-	6025	3819
烘焙连锁新疆营销网络项目	3242	2331	76	5649	19422
企业技术中心建设项目	2685	-	-	2658	-
合计	11553	16002	1974	29322	99690

注:本文所有数据均来自巨潮资讯网、CSMAR数据库及锐思数据库(下同)。

表 2 M公司实际投资一览

项目名称	计划投资额(万元)	实际投资额(万元)	计划投资进度	实际投资进度
日处理300吨生鲜乳生产线	4412	0	29.43%	0
2000头奶牛生态养殖基地	1214	1239.94	20.15%	19.98%
烘焙连锁新疆营销网络	3242	916.71	57.39%	16.23%
企业技术中心建设	2685	86.88	100.00%	3.24%

【基金项目】 教育部人文社会科学研究项目“地方政府政绩考核对会计稳健性影响研究”(项目编号:12XJJA79000211); 新疆自治区研究生科研创新项目“宏观经济不确定性、多元化与财务柔性”(项目编号:XJGRI2015046)

然而令人惊讶的是,从最新披露的公告中得知,这些募投项目的进度远远不如预期,更有投资进度为零的项目,截至2014年底,项目投资进展情况如表2所示(见上页)。由表2我们又会突生疑问:既然有如此“低风险、高收益”的投资项目,为何M公司2014年项目进度如此缓慢?

最新资料显示,截止到2014年底,M公司已使用自有闲置资金1.2亿元、暂时闲置募集资金2亿元用于购买银行保本理财产品。同时将“烘焙连锁新疆营销网络”项目的实施主体变更为“M食品有限公司”,“2000头奶牛生态养殖基地”项目的实施主体变更为“新疆西部生态牧业有限公司”。难道购买理财产品的收益会高于募投项目的投资收益?经过查阅数据后发现,银行理财产品的投资收益率只有5%左右,远远低于募投计划中原有的三个项目的投资收益率。特别是生鲜乳项目和烘焙连锁营销网络项目,其预期收益率高达35.1%、44%。招股说明书中显示这些项目不仅具有较高的抗风险能力及盈利能力,而且还具有相当的社会效益。而实际上,2014年生鲜乳生产线项目投资进度却为零。

M公司为何延缓甚至放弃高收益的募投项目而将资金投入只有5%的保本理财产品上,变更原因何在?

三、M公司募资变更原因分析

(一)内部治理结构不完善

家族企业的日益壮大使得我国资本市场“一股独大”现象较为普遍,代理问题也日益凸显,其对募资变更的推动作用不容忽视(夏芸和徐欣,2012;魏明海,2013)。M公司的股权结构如图1所示。

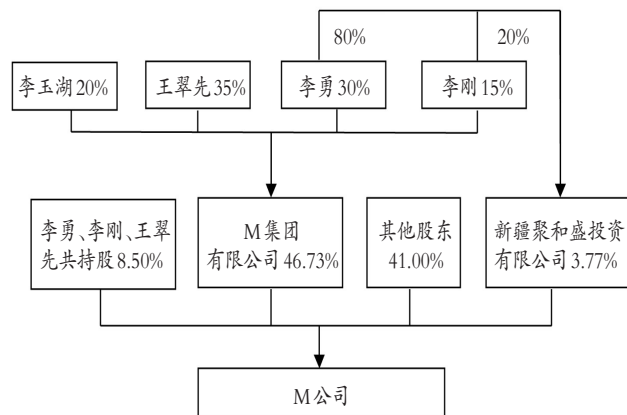


图1 M公司的股权“金字塔”结构

通过整理M公司的股权结构发现,其属于典型的家族企业,李勇和李刚分别是李玉湖和王翠先夫妇的长子和次子。M集团持有M公司46.73%的股份,加之李勇、李刚兄弟俩对新疆聚和盛投资有限公司的绝对控股,以及李勇等3人持有的股份,家族成员实际持有M公司59%的股份。因此李氏家族对M公司拥有绝对的控制权,“一股独大”现象凸显。在以亲缘为联结的利益集团中,一切利于家族的决策都将通过,

换言之,一切有损于家族利益的决策都将被搁置或否决。由于缺乏股权制衡及相应的监督机制,这为M公司募资变更提供了有利的操作环境。

《证券法》规定,上市公司变更募投投向属于公司重大事件,不仅需经股东大会、董事会审议,还需要独立董事和监事发表独立意见。通过对M公司的独立董事人数及监事会规模和薪酬统计结果(见表3)的分析,M公司现有独立董事3人,监事3人,在职董事及监事人数仅仅达到证监会相关法律规定的最低要求。通过与同地区同行业的新希望公司对比后发现,虽然两家公司在规模结构上相近,但M公司的独立董事及监事的薪酬却与新希望相差甚远,薪酬上的差距会在一定程度上使得独立董事的独立性以及责任心打折扣(马斯洛需求层次理论),董事会及监事会的监督功能进一步弱化,对本就存在缺陷的内部治理结构无疑是雪上加霜。

表3 M公司与新希望公司独董、监事信息对比

公司名称	人数	平均年龄	平均报告期 实际所得报酬(万元)
M公司	独董3人	59	5.04
	监事3人	37	1.00
新希望	独董3人	52	20.00
	监事3人	53	45.00

除此之外,我们翻阅最新的年报发现,除去表2中已预先投入募投项目的2243.53万元,之后四个募投项目再无任何投资进展。经查M公司在获得募集资金后将其用于购买短期理财产品及对子公司实施巨额增资扩股及分红派现。据年报资料显示,M公司分别将两个募投项目(项目资金分别为5649万元、6205万元)的实施主体变更为其子公司M公司食品有限公司与新疆西部生态牧业有限公司,现已分别将其中的631万元、500万元对其两个子公司进行了增资扩股,增资扩股行为看似是M公司出于帮扶全资子公司发展的“良计”,却有侵占上市公司资金之嫌。不仅如此,企业在上市的两年内进行了两次分红派现(见表4),这与公司宣称资金匮乏,难以进行募投项目相矛盾,其中的缘由耐人寻味。

表4 M公司现金股利的派发

年份	分配方案(含税)	分派额 (万元)	公司净利 (万元)	占比
2013	每10股派现1.91元	1090.04	5775.24	18.87%
2014	每10股派现0.71元	771.93	4143.40	18.63%

(二)外部资本市场监管缺失

如果说家族企业内部治理的不完善为募资变更提供了组织上的便利,那么国家外部资本市场监管缺失则是募资变更得以顺利实现的天然屏障(马连福、曹春方,2011)。当M公司迟迟不运作募投项目,反而将募集资金频繁用于购买投资理财理财产品时,企业既没有给出变更项目的可行性分析报

□ 案例分析

告,也未对变更募资项目做出合理的解释说明,更未给出募集资金未来的明细使用计划。而囿于家族企业特殊的“金字塔”管理结构,导致其频频做出不利于中小投资者的募资变更行为,却没有及时被投资者发现。此时,外部资本市场(诸如证监会)就需发挥其应有的监督和治理功能,要求M公司及时提交变更项目的可行性分析报告,递交变更募资项目的解释说明,公布募集资金未来的明细使用计划。试想如果M公司拒绝接受上述要求,证监会立即对其进行停牌或对其募集资金进行冻结,那么上述的募资变更行为实则很难发生,控股股东的利益侵占行为也将被终止。但现实中,外部资本市场监管机制本就不完善,加之对募集资金使用方面的规定也不健全,导致M公司可以在资本市场中募集到所需资金后任意变更资金投向,而不受投资者及监管机构的约束。

(三) 募集资金审批制度和程序的滞后

图2数据显示,M公司上市之前奶制品行业的最高投资收益率不超过15%,且从2011年后收益还呈现明显下降的趋势,但在M公司的募投项目中有2/3的项目预期投资收益率要高出行业四年平均收益率的3~4倍。

看似高收益的募投项目却在成功“圈钱”后变更投向,这在一定程度上反映出:①上市公司投资项目可行性论证质量不高,缺乏细致的前期市场调研、项目评估和收益预测。②我国募集资金审批制度和程序上存在缺陷,即承销商和保荐人对融资项目的审核不严、可行性分析不足,对募投项目的未来收益和发展目标把握不准确,导致其过于轻信募资方的项目计划。此外,审批制度本身的弊端在于审批时间过长,不仅造成从投资立项到资金到位期间的投资环境发生了重大变化,贻误上市公司项目投资的最佳时机,而且在一定程度上也为上市公司募资变更提供了合理的借口。

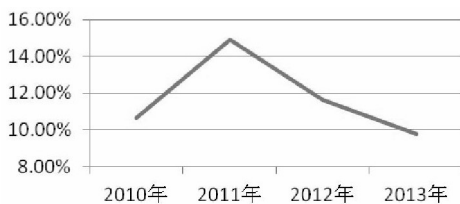


图2 奶制品行业投资收益率

四、研究结论和对策建议

(一) 完善家族企业的治理结构

完善的公司治理结构能在一定程度上降低募资变更几率,更好地为公司发展做出积极贡献(马连福、曹春方,2011)。在家族企业绝对控股的现实背景下,其在决策效率方面具有一定的优势,但易造成专权武断,不利于企业作出一系列高回报的投资决策。因此,完善家族企业的公司治理结构刻不容缓,适当降低家族企业大股东的持股比例,分散股权以形成相应的股权制衡机制。限制或禁止公司股东或管理

层的亲属担任公司管理层、董事及监事等职务。提高公司外来独立董事比例,充分保证独立董事的知情权和独立性,为其创造良好的工作环境、提供较好的工资待遇,制定独立董事行使职权的专项制度以提高监督效率。此外,还可以改进中小投资者的投票表决机制,使得中小投资者在表决权上拥有相对的优势,赋予中小投资者更多的表决权。

(二) 加大募集资金的外部监管力度

相关的审批部门在审批公司募投项目时,需结合企业所处的宏观经济环境、行业背景及同区域同行业企业的盈利能力及近期的投资收益情况,全面合理地评估募投项目,重点考察预期投资收益远超同时期同地区同行业企业类似项目的投资收益的募投项目。

相关监管部门要追踪监督募集资金的使用情况,对于变更金额超过一定比例的,应该重新审批募资公司融资计划。在重新获得批准之前,募资公司已募集的资金应予以冻结。制定相关的法律法规来强制公司披露事前评估情况,并加大事后查处力度。监管当局应强化监管,加大惩罚力度,对于擅自或变相改变募集资金用途、挪用募集资金的情况,采取一定的处罚措施。在此基础上,政府还需大力创造良好的市场运行环境,发挥会计师事务所、内部审计委员会等机构的积极作用。此外,建立健全对投资者利益保护的私人诉讼机制,也可在一定程度上约束上市公司恶意变更募集资金投向的行为。

(三) 规范募集资金审批制度和程序

在资金审批制度和程序方面,上市公司应做好投资项目的可行性研究论证工作,对所选投资项目进行认真细致的前期市场调查、项目评估和收益预测。将项目投资前的工作按照统一的标准做实做稳,以降低募集资金到位后的变更概率。对募资变更的项目,进行更为严格和更加全面的审查。落实主承销商的责任,提醒主承销商慎重参与融资项目的评估过程,把好IPO项目的初审关。此外,还需进一步完善保荐人制度,保荐人应督促上市公司按照规定的用途合理使用募集资金。保荐人还应与发行人一起评估公司的运营状况与财务状况,一旦出现募资变更事件,保荐人和发行人应共同负责,全面及时地澄清变更缘由,并接受一定的处罚。另外,还需监管部门制定相应的政策和规定来完善审批制度、缩短审批时长,以堵住公司募资变更的可能借口。

主要参考文献:

冯晓,崔毅.上市公司募集资金投向变更研究综述[J].财会月刊,2011(12).

马连福,曹春方.制度环境、地方政府干预、公司治理与IPO募集资金投向变更[J].管理世界,2011(5).

作者单位:石河子大学经济与管理学院,新疆石河子832003