

Research on Profit Transfer Behavior in Orient Seiko's Private Placement

Yan Wan

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

Email: 1179101774@qq.com

Abstract

Since the reform of non-tradable shares, more and more listed companies in China have been financing through the form of private placement. Compared with other financing methods, private placement has fewer issuing procedures, lower costs and more flexible issuing methods, so private placement financing has been favored by many listed companies. However, the equity of listed companies in China is relatively concentrated, the relevant laws and regulations are not perfect, and the process of private placement is not completely standardized. The process of private placement of listed companies is often accompanied by the behavior of interest transfer. Major shareholders usually transfer the wealth of the company by manipulating the stock issue price, injecting inferior assets, overestimating the assets injected in the private placement, cashing out high dividends and related transactions. This paper takes the two private placement of Dongfang Seiko as the case study object, studies the transfer of benefits in the process of the two private placement through the text materials, data and other carriers published by the listed company, and puts forward suggestions for listed enterprises and regulatory departments in the private placement according to the research conclusions.

Keywords: Private Placement; Benefit Transfer; Oriental Seiko

东方精工定向增发中的利益输送行为研究

万艳

华东交通大学, 江西南昌 330013

摘要: 自从股权分置改革以来, 我国通过定向增发的形式进行融资的上市公司越来越多, 和其他融资方式相比, 定向增发发行程序少、费用低、发行的方式也更加灵活, 所以定向增发融资受到许多上市公司的青睐。但是我国上市公司的股权相对较集中, 相关的法律法规也不够完善, 定向增发的过程不完全规范。上市公司在定向增发过程往往伴随着利益输送的行为, 大股东通常使用操控股票发行价格、注入劣质资产、高估定向增发中注入的资产、高额分红套现以及关联交易转移公司财富。本文以东方精工的两次定向增发作为案例分析对象, 通过上市公司公布的文本资料、数据等载体研究其在两次定向增发过程中的利益输送行为, 并根据研究结论为上市企业和监管部门在定向增发方面提出建议。

关键词: 定向增发; 利益输送; 东方精工

引言

企业的发展离不开资金的支持, 企业获得资金的方式有很多种, 例如向银行借款、发行股票、发行公司债券。在我国股权分置改革之后, 定向增发这种融资方式就开始受到资本市场的关注, 定向增发融资规模自 2006 年以来也日益增加, 甚至在 2015 年突破一亿。定向增发作为一种新兴的融资模式, 它在实施的过程中既实现了人力资源管理思想的更新, 又能够吸引优质的企业来进行长期的战略性投资。但是定向增发在拥有众多好处的同时也拥有一些局限性。因为非公开发行的新股会涉及到参与增发股东和没有参与增发

的股东之间的利益分配，由于我国现阶段的上市企业的股权多数比较集中，在这样一种股权结构下就容易给与大股东借助非公开发行的方式进行利益输送提供渠道。上市公司大股东可能在定价基准日前刻意压低股价，以低价对大股东以及其他关联方或者投资机构进行定增发。

1 东方精工定向增发中利益输送行为分析

1.1 公司简介

广东东方精工科技股份有限公司（以下简称“东方精工”），成立于1996年，于2010年由佛山市南海东方纸箱机械实业有限公司整体变更而来，唐灼林担任董事长。公司于2011年在深交所上市（股票代码002611）。东方精工在上市前主要制造瓦楞纸箱印刷设备，主营设备的研发、设计、生产、销售和服务、上市后，集团在“内生+外延”的总体发展思路指引下，完成了高端智能装备的全球化产业布局。通过注入资产、并购重组等方式，公司不断地扩大其产业链，集团主营业务除了有瓦楞纸板生产线、高端瓦楞纸板印刷生产线及印前印后配套设备以外还有舷外机、其他高端智能制造产品。公司的员工人数也从上市初期的534人发展为现在的上万人。

1.2 东方精工定向增发中利益输送行为分析

1.2.1 增发折价率分析

(1) 东方精工对定价基准日的选择

在2006年4月26日中国证券监督管理委员会第178次主席办公会议审议通过的《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》中定向增发的定价基准日为董事会决议公式日、股东大会决议公告日或发行期首日三者之一，在此案例中，东方精工有三个定价基准日可以选择。在东方精工的两次定向增发中，都以董事会决议日作为定向增发的定价基准日，而并非市股东大会决议日或是发行期首日，接下来本文将三个定价基准日的股票交易日交易均价进行分析。见表1、表2所示：

表1 第一次定向增发表

定价基准日	前20个交易日均价（元）	前20个交易日均价的90%（元）
2014年12月13日（董事会决议日）	9.08	8.17
2014年12月31日（股东大会决议日）	9.46	8.51
2016年2月18日(发行期首日)	9.81	8.83

资料来源：Wind数据库

表2 第二次定向增发表

定价基准日	前20个交易日均价（元）	前20个交易日均价的90%（元）
2016年7月29日（董事会决议日）	9.62	9.2
2016年10月18日（股东大会决议日）	16.85	15.165
2017年4月18日(发行期首日)	17.51	15.759

资料来源：Wind数据库

见表1、表2所示，以董事会决议日为定价基准日时，交易均价是最低的。在第一次定向增发中，虽然董事会决议日与发行期首日的交易价格相差不大，但是认购股数相同的情况下可以节约5323.80万元。同样，在第二次定向增发中，依然选择交易价格最低的董事会决议日作为定价基准日，由于定价基准日的灵

活性，往往会选择有利于大股东等认购对象的董事会决议日作为定价基准日，而董事会决议日也可以被人操纵，因此定价基准日的选择可以让股东用更少的成本认购更多的股份。

(2) 停牌时机的选择

在本案例中，东方精工的两次定向增发前都停牌了一段时间。2014 年东方精工因筹划重大事项而宣布停牌。两个月后，东方精工在董事会决议日发布《非公开发行股票预案》，公司股票在两天后复牌。在公司选择停牌前，股市的行情大好，公司的股价也从 2014 年 8 月 13 日（基准日前 2 个月）的 7.46 元/股上涨至 2014 年 10 月 13 日（停牌日）的 9.72 元/股。公司在市场行情一路飙升之际突然选择停牌，在两个月后才开始复牌，在复牌后公司股价的涨势与停牌前相比大大降低。如果东方精工没有选择停牌或者停牌期没有两个月之久股票的价格势必会大幅上涨，股票上涨就会导致定向增发的定价上涨，进而增加定向增发的成本。定向增发预案发行价（修订之前）为 13.08 元/股，而公司股价自 2014 年 12 月 5 日复牌以来最高达到了 24.46 元/股，因此大股东购买定向增发股票的成本大大减少。在第二次定向增发前，东方精工也有长达五个月的停牌期，在停牌前东方精工的股价涨幅都比沪深 300 指数和深圳 A 股指数高。但是在停牌日到复牌日这段时间，股价的涨幅开始与市场指数涨幅持平。

通过分析东方精工两次定向增发，其存在时机选择之嫌。在公司股价大涨之际选择停牌，操纵股价，进而影响定向增发的价格。在股价位于低位时确定增发价格，压缩定向增发成本。在定向增发完成后，股价上涨，低价购入的股票便会升值，最大化实现大股东的利益。

1.2.2 募集资金的使用分析

东方精工在 2015 年定向增发募集的资金总额不超过 6 亿元（实发 5 亿元），募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于补充公司流动资金的增发预案。但是在 2016 年 3 月 5 日，东方精工公司拟将部分募集资金的用途由“补充流动资金”变更为“偿还银行贷款”，使用募集资金中的 2 亿元用于偿还银行借款，在 2016 年 3 月 24 日，公司还将用不超过 3 亿元募集资金购买理财产品。公司将融资所得资金的 50% 以上用于金融产品与其承诺的未来发展空间相违背，尤其是在技术研发行业，支出决定着竞争的关键，此操作不得不令人怀疑东方精工并购的目的。

1.2.3 高业绩承诺分析

业绩承诺本是为了保护投资者的利益，减少投资者的投资风险。但是太高的业绩反而加大风险。在东方精工的第二次增发中，普莱德与东方精工签订利益补偿协议，普莱德承诺盈利数为：北京普莱德 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年经审计的累计实际扣除非经常性损益后的净利润不低于 14.98 亿元，其中 2016 年不低于 2.5 亿元、2017 年不低于 3.25 亿元、2018 年不低于 4.23 亿元、2019 年不低于 5.00 亿元。

所有股东都按照所持有的股份比例履行职责，普莱德的业绩承诺和履行情况见表 3 所示：

表 3 北京普莱德实际盈利数与承诺盈利数差异情况表

扣除非经常性损益后的净利润		
年份	业绩承诺金额（亿元）	实际盈利数（亿元）
2016 年	2.50	3.33
2017 年	3.25	2.60
2018 年	4.23	-34.24
2019 年	5.00	-

数据来源：wind 数据库

分析商标普莱德的业绩履行情况可知，普莱德只有在 2016 年完成了业绩承诺，但是东方精工在 2017 年业绩承诺实现情况的说明公告中表明普莱德完成了业绩承诺，因为在公告中可以看出业绩是按照累计计算的，2017 年和 2016 年的扣非净利润额达到承诺金额就算是完成业绩承诺，在 2018 年的业绩承诺完成情况的公告中，北京普莱德 2016 年至 2018 年累计实现扣非后净利润与交易对方 2016 年至 2018 年承诺累计扣非后净利润金额 9.98 亿元相比较，至少还得实现 6.2 亿元的扣非后净利润才能完成业绩承诺，根据普莱德前两年的净利润来看普莱德对于业绩的履行已经力不从心了。

结合以上分析来看，普莱德承诺在四年内扣除非经常性损益后的净利润不低于 14.98 亿元很难实现，其盈利能力和承诺业绩也相差很多。由此可以看出，此次的定向增发签订的利润补偿协议很可能已经成为了高估资产的一种手段，虽然承诺会有业绩补偿，但是大股东和关联方早就通过输送利益而获取利润了，商誉减值带来的损失则由中小股东承担。

2 结论与建议

2.1 结论

本文通过查阅和整理关于定向增发实现利益输送断的相关文献以及我国对于非公开发行股票的制度变迁，在理论的基础上结合所选取东方精工为案例进行分析，对其两次定向增发进行分析，针对我国上市公司定向增发过程存在的大股东操纵股价损害小股东权益的行为进行研究，通过对其相关数据的分析发现，东方精工在定向增发过程中，公司大股东存在刻意停牌操纵股价、低买高卖的嫌疑。

定向增发这种融资方式在给上市带来好处的同时也存在一些弊端。首先，定向增发可以减少管理层次，降低发行的费用，可以有效的通过股权激励等方式强化市场导向机制。还可以有效的减少同行业之间的竞争。但是，因为定向增发在我国起步较晚，还有许多的制度不够完善，有关部门内在监管上还有所欠缺。

因此根据当前定向增发的背景以及资本市场的现状，提出一些有利于促进定向增发市场发展的建议。

2.2 建议

2.2.1 建立合理的定价机制

在本文所选取的案例中，东方精工在定价基准日的选择上有三种选择，可以从上市公司董事会决议日、股东大会公告日以及发行期首日三者中选择其中的一种作为定价基准日，定价基准日前 20 个交易的平均交易价格作为定向增发的发行价。但是在资本市场中，不同时间的股票价格是在不断变化的，所以大股东可以对上市公司的股价进行操纵，通过停牌等一系列的操作来压低发行股票的价格，选择对大股东有利的基准日来实现他们利益输送的目的。在本研究案例中，东方精工第一次定向增发前有长达两个月的停牌期，在第二次定向增发前，更是维持了长达五个月的停牌期，在股票涨势大好的时期选择停牌压低股票平均交易价格，让大股东以低价认购股份。在《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》中虽然对定价基准日做出了具体规定，但是对于具体定价机制中的定价计算方法以及在定向增发中操控股价的惩戒还不够明确。对此，我认为相关的机构应当建立完善的定价机制，在制定更完善的定价机制时应当考虑到资本市场所存在的一些不确定性会导致股票价格和成交数量的变化。另外，相关证监机构在对上市公司非公开发行股票定价进行审核时，应当参考股票市场相关行业的股价走势进行综合分析，加大审核力度，一旦发行上市公司存在操纵定向增发股价的行为，坚决从严处理。

2.2.2 增加募集资金的透明化，优化法律法规

在上市公司中，上市公司的股东对于募集到的资金使用情况披露不够完善，也未按照之前的筹资目的去分配资金，由于信息的不对称，中小股东可能会受到市场的一些非真实的信息的误导去购买股票，其自

身的利益受到损害还蒙在鼓里，不能及时做出正确的决策。增强资金使用的透明度，保证信息传递的真实与及时，不仅能有效的减少大股东不合理的使用募集资金，减少由于信息的时效性给中小股东的利益带来损害。而且能让中小投资者及时掌握公司资金使用情况，行使中小股东的监督权。有了各中小股东的监督，公司也会更加有使命感和责任感，从而更好地去经营和管理公司。

在我国的法律法规中都还未对募集到的资金的使用做出具体限制，这也为大股东利用定向增发进行利益输送提供了捷径。针对于这种情况，我国相关部门应当健全和完善相应的法律法规制度，通过法律法规的强制性要求上市公司对筹集到的资金的使用情况进行公开透明的披露。让中小股东也能及时的获取相关信息，减少信息不对称带来的损失。

2.2.3 制定合理企业治理机制

对于中小股东的权益保护来说企业的内部治理是非常重要的，大股东能够在定向增发过程中进行利益输送的主要原因是上市公司股权相对较集中，使得大股东将自身利益置于公司利益之上。建立完善的内部治理机制才能从根本上改善利益输送行为。公司大股东在认购新股后其占股比例会进一步变大，此时可以设立一个警戒线，设立一个适当的数值为标准线，占股比例超过警戒线的股东不得购买定增股份，这样能在一定程度上减少一股独大的现象。合理的内部制约与监督有利于公司的长远发展，中小股东的权益也得到进一步的保护。

参考文献

- [1] 曹丽梅,徐一辰.机构投资者参与定向增发的动机研究——以葛洲坝为例[J].会计之友,2020(22):66-72.
- [2] 范明.大股东资产注入式定向增发利益输送行为分析[J].财会通讯,2019(32):93-97.
- [3] 缪因知.利用信息优势操纵市场之执法案例解析[J].金融法苑,2020(01):145-170.
- [4] 陆宇建,史晓楠.大股东认购、定价基准日选择与定向增发折价[J].金融论坛,2019,24(12):50-59.
- [5] 吴井峰.信息不对称与定向增发价格折扣率——机构投资者与分析师的影响[J].证券市场导报,2015(04):50-54.