

上市公司“高送转”动机

钱学宁 尹中立

2015年度上市公司财务报告公布后,一个突出的现象是实施“高送转”分配方案(一般把10股送10股或转增10股及以上数量的称为“高送转”)的上市公司大量增加,达335家,创历史新高(2014年度有303家上市公司推出了高送转分红方案),尤其是10股送转20股及以上的上市公司数量增长迅速,2013年只有2家公司实施了10股送转20股及以上的分红方案,2014年有9家公司实施了该方案,2015年实施同样分红方案的公司达到了62家。

从财务理论及股票定价理论来分析,上市公司送红股或通过公积金转增股本的方式扩大股本对上市公司本身的价值并无任何影响,但股票市场上却把高送转视为利好,因此上市公司不断公布高送转的分红方案,尤其是2015年度。看来上市公司的高送转现象背后还隐藏着更多的信息,需要深入分析。

关于高送转的理论假设

比较有代表性的是“投资者价格幻觉与管理者迎合假说”。该假说指出:投资者会受股票名义价格的影响,上市公司有可能通过控制股票名义价格的方式来迎合投资者的需要。由于投资者存在价格幻觉而倾向于购买低股价股票,管理者迎合并利用投资者的这种非理性需求进行股票高送转,使得股价高估,并结合增发、减持套现等方式谋求自身利益。该理论假设基于中国股票市场1993~2010年的数据,构建低股价股票溢价指数以及高送转预案宣告效应来代表投资者对低股价股票的偏好。而且,

通过构建不同类型投资者净买入指数(BSI)进行研究,结果表明高送转后个人投资者净买入显著增加,且送转比例越高个人投资者净买入越多,而机构投资者在高送转后净买入显著下降,从而证明上市公司高送转主要是迎合了个人投资者非理性需求。

从我国股票市场的投资者结构看,散户投资者数量占绝对多数,账户资产不足50万元的投资者占总数的90%以上,超过70%的投资者账户资产不足10万元,散户投资者的资金数量小,偏好低价股,似乎能够解释“投资者价格幻觉与管理者迎合假说”。但如果该假设成立的话,那么,低价股应该比高价股享有更高的估值水平。但实际结果并非如此,当前的大盘蓝筹股价格均在10元以下,但它们的估值平均不到10倍市盈率,大大低于创业板市场的平均估值水平。

可见,股票的估值与股本大小有相关性而与股价高低的相关性并不明显,“投资者价格幻觉与管理者迎合假说”难以自圆其说。

高送转为什么吸引散户跟风

从静态分析看,当前蓝筹股的股价大多数在10元以下,并且估值很低(平均估值不足10倍市盈率),但蓝筹股中散户投资者的比例显著低于其他类别的股票,这表明散户并不偏好低价股。但上市公司的高送转的确会吸引散户跟风买进,似乎是散户偏好低价股,从而推高了股价。这两个现象看上去有些矛盾,如何做到逻辑上的一致?

也就是说,散户投资者并不喜欢低

价股,但一只股票从高价变为(通过高送转)低价的过程会吸引散户投资者,“投资者价格幻觉与管理者迎合假说”并不能解释上述看上去似乎矛盾的两个现象。

从股市投资的实践看,我国股市有一种跟庄炒作的习惯,一旦发现哪只股票有庄家进入,散户投资者就蜂拥而至。投资股票经验丰富的投资者发现,高送转的股票一定有庄家潜入,或者说,如果一只股票里没有庄家,上市公司是不会进行高送转的。因此,一旦公布高送转的消息无异于宣布该股票已经有庄家,于是,吸引了大量散户跟风。因此,与其说散户偏好低价股,还不如说散户投资者偏好跟庄炒作,高送转消息成为庄家的“宣示词”。笔者把该理论假说称为“庄家操纵假说”。

笔者的“庄家操纵假说”是从市场经验推理的,从统计数据同样可以说明高送转股票与庄家操纵之间的内在联系。证据之一是,从长期来看,相比股票高送转前,高送转后上市公司净资产收益率和股票超额收益均出现显著下降,这是十分反常的现象,只能说明上市公司在高送转过程中还进行了有力度的盈余管理,在上市公司高送转前人为地调高盈利水平。该现象还存在于上市公司发行新股过程中,新股发行之后盈利水平显著低于新股发行之前。

证明高送转现象与庄家操纵之间存在关联的另外一个证据是,上市公司公布高送转消息之前股价明显上涨。以2015年度报告公布10股送转20股以上的36家上市公司为例,这些股票在2015年“国庆节”之后至2016年“五一节”之前的7

个月时间里平均涨幅达到了96.2%，而期间上证指数涨幅为-3.2%，这些股票的收益平均超过指数近100%。更值得关注的是，因为2015年股市出现了大的波动，大多数股票的价格在2015年6月之后都大幅度下跌，直到2016年6月大多数股价只是2015年6月最高价的一半左右。但高送转的这36家公司股票价格却在股灾之后纷纷创新高，而且股价的上涨主要集中在2015年10月至年报公布前的时间段里。假如不存在股价的操纵就很难解释股价远远超越指数的上涨。

上市公司进行高送转的动机分析

从行为动机看，庄家操纵股价无疑是为了赚钱，但如果没有上市公司的配合，庄家的市场行为无法实施。但上市公司不会无缘无故地配合庄家，上市公司也会有自己的动机。

上市公司进行高送转的动机之一是配合大股东的减持。典型的案例是“公司1”（在此隐去真实的公司名称），该公司在今年1月底就披露了10股转增30股的高送转方案，但是公司2015年度的业绩却显示巨亏了4.6亿元。在公布高送转方案的次日，“公司1”就收到深交所关注函，深交所紧急追问：公司在2015年前三季度巨亏逾2亿元的情况下，推出如此高比例的转增股本预案，是否具备其合理性；并请公司补充披露，提议本次高送转的公司控股股东，以及其他持股5%以上的股东和董监高，未来6个月内究竟有无减持意图。该公司回复中明确指出，高送转方案系公司控股股东提议，本公告日后9个月内，存在提议人减持不超过5%公司股票的可能性。

高送转为大股东减持创造条件的第二个典型案例是“公司2”，该公司于2月底公布10股转增20股的消息，同时公布了大股东减持的消息：2016年2月25日收到控股股东及实际控制人的通知，实际控制人拟于2016年3月2日起的未来6个月内通过大宗交易方式或协议转

让方式减持所持有的本公司股份880万股。至3月底，大股东公告减持完毕。按照复权价格计算，大股东减持的股价在20元至22元之间，当大股东减持结束之后，股价即从20元下跌到14元附近（截至7月底）。

有意思的是，该公司的大股东在2015年5月底完成非公开定向增发，价格是36元。半年后（2016年3月23日和24日）以62~63元的价格成功减持股票。如此一来，仅半年多时间成功套利近100%。

该公司的“神奇之处”还在于大股东对股价的把握似乎十分精准。例如，2015年4月前后，股市正值疯狂之时，但该公司正在筹划定向增发，完成定向增发之前该公司的股价涨幅明显低于中小板指数的涨幅。定向增发完成之后，股价快速上升。更值得关注的是，2015年7、8月出现股灾之后，该公司的股价从2015年9月底的不到30元上涨到12月初的最高86元，上涨了200%，而且创历史新高，比股灾前的最高价还高50%。2016年3月底大股东实现减持后股价快速下跌。

高送转的动机之二是为再融资创造条件，典型案例是“公司3”。2015年年报显示，当年该公司实现营业收入109.75亿元，同比增长23.61%，实现归属于上市公司股东的净利润为1250.53万元，同比下滑46.66%，而实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为亏损4946万元。

值得注意的是，“公司3”在2011年和2012年实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为6413.35万元和1151.38万元。在大幅盈利的情况下，公司不进行高送转，却在扣非后净利润连续三年亏损的情况下，推出了高送转方案。数据显示，2013~2015年公司扣非后的净利润分别为-5.87亿元、-6969万元和-4946.03万元。

结合该公司的融资行为就容易理解它的高送转方案了。2015年7月，公司拟非公开发行股票不超过9200万股（含9200万股），发行底价为董事会作出本次非公开

发行股票决议公告日前二十个交易日均价的90%，即20.11元/股。公司非公开发行股票拟募集资金总额（包括发行费用）不超过18.47亿元。

因为在融资方案公布之后股价出现了较大幅度下跌，该公司在2015年12月3日将非公开发行股票方案进行了修改，发行数量由此前不超过9200万股增加至不超过12300万股，发行底价相应由此前的20.08元/股，大幅下调至不低于11.89元/股，募集资金规模从之前的18.47亿元上限调低至15.34亿元。

在“公司3”大幅下调定增底价不久后，A股在2016年1月又迎来暴跌行情，公司股价也随之下滑，在1月18日，公司每股最低价格为10.55元，已经低于调整后的11.89元底价，随后公司股价在每股12元左右徘徊，显然，这个价位与拟发行股票的价格基本一致，难以实现融资的目的。

在此情况下，2016年2月4日，公司发布消息，拟以2015年末总股本2.95亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增20股，受此消息影响，公司股价连续拉出5个涨停板，在2月23日盘中，公司每股价格最高飙升至24.6元，相对于2月3日每股14.56元计算，最高涨幅达68.95%。无疑，高送转为再融资起到了护航的作用。

从表面看，股票的高送转是上市公司的股本扩张行为，但该行为如果与庄家的股价操纵密切相关，那么这就成为一个需要进一步关注和探讨的问题。假如涉嫌违法，监管者应该采取措施有效应对。从目前的监管措施看，如仅由交易所对实施高送转的上市公司发问询函，并无进一步的监管措施和手段，则效果有限，笔者认为，应该在交易环节对实施高送转的股票进行有针对性的监管。

作者单位：中国社会科学院金融研究所

（责任编辑 张艳花）