

神州泰岳从“超募王”到“分红王”

——基于投资者利益保护视角的分析

■ 张中琳 王峰娟

北京神州泰岳软件股份有限公司的主营业务为向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供IT运维管理的整体解决方案,旗下拥有北京新媒传信科技有限公司和北京神州泰岳通信技术有限公司两家子公司。在招股说明书中,神州泰岳拟筹资5.02亿元,实际发行3 160万股,每股发行价格为58元,筹集资金总额为18.33亿元,扣除各项发行费用1.29亿元,超募资金总额超过12亿元。在首批集中挂牌上市交易的28家创业板公司中,神州泰岳作为中国移动飞信业务的运营商,受到了众多投资机构的热捧,成为名副其实的“吸金王”和“超募王”。

“超募王”与超募资金投向

根据招股说明书,神州泰岳预计将本次筹集资金净额投向飞信平台大规模改造升级、网络技术开发等六个项目,均与软件开发和技术升级有关,资金约需5.02亿元。如未发生重大不可预测的市场变化,此次公开发行人募集资金根据项目的轻重缓急依次按顺序进行投资。若实际募集资金不能满足上述项目投资需要,资金缺口通过公司自筹解决;若实际募集资金满足上述项目投资后尚有剩余,公司将结合未来发展规划和目标,按照轻重缓急加大以下各方面的投入:8 000万元左右用于营销和服务体系的建设;7 000万元左右用于技术服务体系的投入;15 000万元左右用于

补充系统集成业务购销过程中的资金;1 200万元左右用于技术计划方面的投入;3 000万元左右用于研发投入;其余用于补充公司流动资金。由于神州泰岳属于高科技企业,主要客户为中国移动,并且募集资金将全部用于研发支出,投资者均看好其发展前景,使其超募资金超过12亿元,成为当时创业板上市公司中募集资金最多的公司。2010年3月18日,神州泰岳发布了关于超募资金使用计划的公告,公告称将拿出2.5亿元用于北辰首作大厦第7~14层的房屋购置与建设,其余募集资金9.5亿元将用于巩固和提升移动互联网运维支撑核心竞争能力,进一步推广移动互联网关键业务运维支撑服务模式,深入拓展国际市场等。

在神州泰岳超募资金使用计划中,笔者认为存在以下问题:第一,2009年7月神州泰岳购买了北辰首作大厦第7~22层的整层可售房产作为办公场所,总价款为4.2亿元,已支付2.13亿元,打算使用超募资金2.5亿元用于全额支付剩余的房屋价款及相关建设,这种投资是否遵循法律规定?是否有效利用了资金并合理保证了投资者的利益?深交所发布的《创业板上市公司规范运作指引》中明确指出,上市公司应当按照发行申请文件中承诺的计划使用募集资金,除金融类企业外,募集资金投资项目不得为交易性金融资产和可供出售的金融资产等财务性投资。超募资金主要投资

于公司的主营业务,不能用于开展证券投资、委托理财、衍生品投资等高风险投资,而且公司最晚应当在募集资金到账后6个月内,妥善安排超募资金的使用计划,提交董事会审议通过后及时对外披露。神州泰岳公布的房屋建设的可行性研究报告认为,购买房产将会提供良好的办公环境,有利于人才的集中、提高工作效率、提升经济效益,并且房产每年计提的折旧远低于年租金,有较好的增值空间,对公司业绩有着积极的正面影响。但其购买房产的行为实质上是与主营业务无直接关系的投资行为,房产的折旧年限为40年,虽然每年计提的折旧远低于年租金,但由于IT行业竞争激烈,技术更新换代频繁,市场变化多端,难以准确预测未来40年的发展前景,所以不能简单地以折旧额作为衡量可行性的标准,而应考虑到相关行业的市场变化以及资金的时间价值和机会成本。投资者投资该公司股票正是看中了其先进的IT运维管理技术和良好的发展前景,如果募集资金项目无法实现预期收益,公司将面临因固定资产折旧大幅增加而导致经营业绩下滑的风险,再加上募集资金项目的实施需要一定时间,利益受到负面影响是必然的。同时应该注意到,购买房产的行为发生在公司上市之前,理应由公司上市之前的自有资金或自筹资金支付,如果要使用超募资金应该在招股说明书中注明,因此,笔者认为神州泰岳在信息披露上对投资

者是有所隐瞒的。

第二, 剩余超募资金金额9.5亿元将用于深入拓展国际市场, 巩固提升核心竞争能力等, 但在短短6个月内就要找到合适的投资机会, 做出具体的投资计划, 对年营业收入只有5亿多元的企业来讲确实很困难。Jensen (1986) 首次提出了过度投资的问题。他认为, 当公司拥有较多的自由现金流时, 经营者 (代理人) 倾向于将其投资于一些净现值为负的项目, 从而获得规模收益。神州泰岳在超募资金使用公告中也没有非常明确地提出新的投资项目, 只是给出了大致的投资方向, 极有可能出现过度投资问题, 投资者的利益将难以得到保证。

“超募王”与“分红王”

2010年4月8日, 神州泰岳股东大会通过了2009年度利润分配方案, 按每10股派发现金红利3元, 以资本公积金向全体股东每10股转增15股, 剩余未分配利润结转以后年度, 由此被封为“分红王”。如此大规模的分红方案在整个股票市场中格外抢眼, 消息一出股票马上涨停。

股利信号理论认为, 在管理当局和投资者之间存在信息不对称时, 管理当局有可能通过股利政策对外传递有关公司发展前景的信号。神州泰岳上市当年便如此大规模地发放红利, 无疑是想向投资者传达对公司发展前景的良好预期。但根据剩余股利政策理论, 公司支付给股东的报酬应该是生产经营获得的一种剩余收益。而神州泰岳2009年基本每股收益为2.72元, 每股经营活动产生的现金流量净额为1.68元, 分派

的现金红利却高达3元, 远远高于每股经营活动产生的现金流量净额, 部分现金缺口只能用超募资金来补充, 可见其大规模的分红派利实质上是滥用信号理论的行为。我们可以根据股票收益率指标来分别测算大股东和中小股东的收益情况。

由神州泰岳不同类别投资者股票收益率表可以看出, 大股东的股票收益率约是一级市场股东的14倍, 是二级市场股东的26倍, 大股东收入颇丰。虽然公司2009年净利润同比增长了123%, 上市又超额募集资金超过12亿元, 分红也是为了回报股东并希望增加投资者的信心和预期, 但是分红过多也说明企业缺乏更多有价值的投资项目或者本应投资于前景良好项目的资金却流失了, 资金利用效率低下, 纵容了大股东侵占中小股东利益的行为。

股利政策的稳定性一直是西方国家投资者非常重视的。股利政策的粘性特征从某个角度说明公司运营状况和发展前景良好, 可以给投资者带来稳定的回报, 风险较小。但在我国资本市场中, 上市公司的股利政策却呈现出较大的波动性, 很多投资者也盲目跟风于高分红的公司。神州泰岳刚上市便如此大规模地分配股利, 在以后的年度是否还有足够的能力维持高分红政策呢? 神州泰岳2007~2009年度每股经营活动产生的现金流量净额分别为1.47元、3.33元和1.68元, 即便不考虑公司扩大投资的需求, 这也不足以分配如此高额的红利。股利政策的波动必然会挫伤投资者的信心, 造成股价的大幅下跌。2010年4月19日除权除息日当天神州泰岳开盘价为

82.74元, 收盘价为85.65元, 略有提高。但之后股价走势持续低迷了一个多月, 最低收盘价为53.27元, 截至2010年6月30日, 股价一直在54~76元间波动。虽然期间受到股市环境动荡的影响, 但笔者认为关键原因仍在于神州泰岳对超募资金的滥用、高分红政策以及资金使用效率较低使得投资者难以维持对其的良好预期。

结论与建议

神州泰岳上市之后一度受到投资者特别是机构投资者的热捧, 股价从发行价格58元一度跃升到200元之上。除权除息日之后, 神州泰岳的股票价格又几度出现下跌, 无论是超募、高分红, 还是神话之后接连的股价下跌, 都反映出我国证券市场尤其是创业板市场仍然存在着众多不完善的地方, 广大投资者在证券投资上仍然不够理性, 盲目投资高新技术产业光环下的创业板上市公司, 对公司价值评估过高。笔者认为, 证券监管只有切实从投资者保护特别是中小投资者保护的角度出发, 才能真正解决根本问题。证监会应严格规范上市公司信息披露制度, 不仅要求上市公司对募集资金有具体详细的使用计划, 更要严格限制超募资金的适用范围, 防止出现过度投资或投机现象。法律制定上可以借鉴英美法系的法律特点, 比如“行政与法院配合”的监管模式、设立投资者保护基金等。上市公司应该实现有效的公司治理结构, 保证公司价值和股东权益的最大化, 避免出现经理层或大股东剥夺企业资源、损害中小股东利益的行为。■

[本文是北京教委人文社科面上项目“内部资本市场: 边界、效率与构建 (SM201010011008)”、北京市属高校人才强教深化计划项目“会计与投资者保护” (PHR20100512) 的阶段性成果]

(作者单位: 北京工商大学)

责任编辑 刘莹

神州泰岳不同类别投资者股票收益率表

	大股东 (发起人)	一级市场股东	二级市场股东
每股股利	3元	3元	3元
每股股价	4.24元	58元	108.98元
股票收益率	70.75%	5.17%	2.75%

注: 股票收益率=每股股利/每股股价。其中, 大股东股价以发行前每股净资产计算; 一级市场股东股价以发行价格计算, 二级市场股东股价以上市首日之后30天的平均收盘价计算。