

# 定向增发缘何演变成大股东获取控制权收益的工具?

——基于驰宏锌锗案例的研究

郭思永<sup>1</sup>, 张 鸣<sup>2</sup>

(1. 上海立信会计学院 会计与财务学院, 上海 201620; 2. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

**[摘要]**以驰宏锌锗面向大股东定向增发为案例,对大股东控制下的上市公司将股改与定向增发捆绑在一起的真实原因进行剖析,结果显示:大股东通过将股改和定向增发捆绑一起来操纵定向增发发行价格和利用低质资产认购股份,巩固了其在上市公司的控制权地位,获取了控制权收益,从而使得中小股东的利益受损。另外,作为市场运行机制规则制定者的政府所设计的非公开发行制度存在的缺陷致使大股东利用对上市公司的控制权,方便地通过定向增发这一关联交易“谋求”到了自身利益的最大化,侵害了小股东的利益,加剧了大股东和小股东之间的代理冲突。

**[关键词]**大股东;定向增发;控制权收益;控股股东;股权分置改革;公开发行制度;资产注入;驰宏锌锗

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)04-0047-11

诺斯曾言“制度是重要的”,好的制度安排应该能够有效地保护产权,使人们从投资中获益,自由订立合同并能够很好地排解纠纷。当然,制度安排的最优选择在一定程度上还取决于这项制度设计在面对各种破坏时的脆弱性<sup>[1]</sup>。就资本市场而言,好的制度安排应该能够保护投资者的利益(特别是中小股东的利益)。由于具有募集对象特定性和发售方式限制性<sup>①</sup>等特点,非公开发行制度可以在不损害证券市场公平、保护中小股东利益的前提下,节约发行人筹资成本与时间、保守商业秘密和节省政府部门的监管资源。作为非公开发行的一种方式,定向增发是股权分置改革过程中的一项制度创新,且已日益受到政府监管部门、上市公司和投资者的青睐,但由于目前我国上市公司多由大股东控制,针对大股东的定向增发这项制度安排并未实现政府监管部门所设计的初衷——提高上市公司独立性和资产质量,反而演变成为大股东巩固自身控制权地位、侵害中小股东利益的一种工具。

Grossman 和 Hart 将仅有控股股东可以获得而其他股东不能共享的利益定义为控制权收益,如控股股东利用关联交易将公司资源转移至自己旗下的公司,为自己旗下公司提供担保,非法占用公司资金等等<sup>[2]</sup>。在对投资者保护较弱的环境下,大股东更易于获取这种控制权收益<sup>[3-4]</sup>。由于我国的投资者保护环境比较落后<sup>[5-6]</sup>,由控制权地位所带来的私有收益会更具诱惑力,并“激励”大股东的机会主义行为。控制权收益的获得取决于两个约束条件:一是大股东必须拥有控制权地位;二是控制权与现金流权相分离,并且这种分离程度愈大,大股东所获得的控制权收益就会愈大<sup>[7]</sup>。当然,只有当获取公司资源为自己的利益服务这一行为不易被查实时,控股股东才会这么做<sup>[8]</sup>。国内外对大股东获取

**[收稿日期]**2013-01-24

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(10CGL040);国家自然科学基金项目(71172017);上海市教委重点学科基金资助项目(J51701);上海市教育委员会“教师专业发展工程”(2011年)项目

**[作者简介]**郭思永(1973—),男,山东青州人,上海立信会计学院会计与财务学院副教授,博士,主要研究方向为公司治理、企业财务与会计;张鸣(1958—)男,上海人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师,主要研究方向为公司治理、企业财务与会计。

①非公开发行对象的特定性是指其发售的对象主要是拥有资金、技术、人才等方面优势的机构投资者及其他专业投资者,他们具有较强的自我保护能力,能够作出独立判断和投资决策;同时,非公开发行的发售方式是有限制的,即一般不能公开地向不特定的一般投资者进行劝募,从而限制出现违规行为时对公众利益造成影响的程度和范围。

控制权收益的方式、经济后果进行了较多研究,但遗憾的是,学术界迄今尚未建立一个完整的理论框架对“大股东的控制权地位是如何形成的”这一问题进行分析。La Porta 等研究发现上市公司股权集中度与一国投资者法律保护程度负相关<sup>[9]</sup>。Roe 则认为社会民主主义加剧了欧洲上市公司经理与股东的利益冲突,因而股东需要集中股权以监督经理<sup>[10]</sup>。然而,无论在理论上还是在经验证据上,这些研究主要是从不同国家的宏观层面(如法律环境、GNP 增长率、市场总量、股票市场规模等)来阐明作者的观点,在微观层面上还欠缺制度变迁对公司经济行为影响的解释以及对控制权地位形成的直接证据。我国始于 2005 年的股权分置改革在使得上市公司大股东获得流通权、股东的利益基础趋于一致的同时,也给大股东的控制权地位带来了很大威胁,这种威胁一方面来自于因股改对价支付所带来的大股东控股比例的下降,另一方面来自于股票市场的全流通为并购市场的活跃创造了积极条件,使最具市场竞争力的敌意收购的可能性大大增加。大股东为了巩固自身对上市公司的控制权地位以长久获取控制权收益,无疑会采用定向增发这种较为隐蔽且低成本的手段。本文通过对云南驰宏锌锗股份有限公司(股票代码为 600497,以下简称驰宏锌锗)定向增发案例的研究来说明这一现象。

## 一、案例分析

### (一) 驰宏锌锗与其大股东云南冶金集团的基本情况

驰宏锌锗于 2004 年 4 月在上海证券交易所上市,是我国目前唯一的集采、选、冶为一体的国家大型 I 型铅锌生产企业,是中国百家最大的有色金属冶炼企业之一,具有很强的经营实力和较高的市场地位。云南冶金集团总公司(以下简称云冶集团或大股东)的前身为云南省冶金工业厅,1989 年经云南省人民政府批准改制为经济实体,是云南省第一批重点培育的大型企业集团。截至 2005 年 12 月 31 日,云冶集团资产总额达 1091770 万元,2005 年度实现销售收入 781762 万元,净利润 29087 万元。云冶集团在股改之前持有驰宏锌锗股份 8237.86 万股,占总股本的 51.49%,是驰宏锌锗的控股股东。

### (二) 驰宏锌锗定向增发的过程

驰宏锌锗的定向增发可谓一波三折,并且定向增长和公司的股权分置改革捆绑在一起更增加了扑朔迷离的味道。驰宏锌锗的定向增发过程见表 1。

表 1 驰宏锌锗定向增发进程表

时 间	事 件
2006 年 2 月 27 日	驰宏锌锗发布《关于进行股权分置改革的提示性公告》,公司股票自此日起开始停牌
2006 年 4 月 14 日	驰宏锌锗发布《股权分置改革说明书》,对价方案为流通股股东每 10 股获送 2.3 股,同时拟对控股股东新增股份收购其拥有的铅锌矿资源以及相关资产;且公告两方案紧密联系,互为前提、同步推进
2006 年 4 月 24 日	驰宏锌锗发布《关于股权分置改革方案沟通协商情况暨调整股权分置改革方案的公告》及《重大资产收购暨关联交易报告书》,将股改对价调整至 10 送 2.7 股,拟以每股 19.17 元的价格向控股股东云冶集团增发 3500 万流通股,用以收购云冶集团拥有的昭通铅锌矿。本次新增股份不足以支付收购价款,云冶集团同意驰宏锌锗在交割日后的一年内以现金支付缺口部分
2006 年 5 月 24 日	驰宏锌锗股东会议审议通过了与股改捆绑推进的定向增发议案
2006 年 5 月 29 日	驰宏锌锗召开了股改相关股东会议,其股改方案获得通过
2006 年 6 月 6 日	驰宏锌锗股权分置改革方案实施公告,由非流通股股东向流通股股东按每 10 股支付 2.7 股
2006 年 8 月 23 日	证监会出具《关于云南驰宏锌锗股份有限公司重大资产重组方案的意见》,驰宏锌锗重大资产重组方案经证监会上市公司重组审核委员会审核未获通过
2006 年 9 月 9 日	驰宏锌锗发布董事会决议公告,决定对申报材料进行修改和补充,而后重新报证监会审核
2006 年 11 月 27 日	证监会发布证监公司字[2006]258 号,核准驰宏锌锗向云冶集团的定向增发议案;同时发布证监公司字[2006]268 号,同意豁免云冶集团要约收购义务
2006 年 12 月 4 日	驰宏锌锗发布《重大资产收购暨定向发行股份关联交易报告书》;云冶集团承诺,收购资金与收购资产价格之间的差额 13088.82 万元不再要求驰宏锌锗支付

从驰宏锌锗定向增发过程来看,本文认为有三点值得特别关注:一是股改和定向增发捆绑在一起,互为前提,同步推进;二是股改预案出台前长期停牌,长达41个交易日;三是股改对价方案经历了数次变更。这里面是不是隐有什么玄机呢?下面我们逐步进行分析。

## 二、控制权地位的巩固:股权分置改革与定向增发捆绑于一体

对于股改为何要与定向增发捆绑在一起实施,时任云冶集团的总经理董英表示主要原因有二:一是驰宏锌锗资源中含有国家重要战略资源——锗金属。如果只进行股改,云冶集团控股比将由51.49%下降到40%左右,在很长一段时间将会面临境外同行收购的风险。二是由于昭通矿铅锌资源储量丰富,驰宏锌锗将其收购至上市公司不仅有利于提高公司金属矿石的保有储量和采选冶炼能力,而且还将有效消除潜在的同业竞争。这些理由可信吗?

### (一) 大股东为何非要绝对控股?

根据《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见》(国办发[2006]97号)的通知精神,国有资本的控制力是指国有经济保持绝对控股或相对控股,国资委据此进一步明确了相应的行业划分,绝对控股的行业主要指关系到国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域,即军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等;相对控股是对基础性和支柱产业领域的重要骨干企业保持较强控制力,即装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等行业。由此可见,驰宏锌锗所处的行业属于有色金属行业,国家并不是强制性要求其绝对控股,只要求相对控股即可。

既然如此,股改后驰宏锌锗的相对控股是不是很不稳固,其地位会不会受到很大的威胁呢?我们研究了驰宏锌锗2005年年报和2006年一季度报告,除了大股东云冶集团的持股比例达到51.49%外,其余股东(无论是非流通法人股还是流通股)的持股比例均不到5%,而且在公司的前十大股东中,没有一家境外战略机构投资者持股。显而易见,如果单单进行股改而不进行定向增发,大股东云冶集团所代表的国有资本也足以保证对上市公司的控制力。

同时,我们对驰宏锌锗同行业<sup>①</sup>的其他上市公司的股权结构进行了分析比较,结果如表2所示。由表2可见,其他同行业上市公司在股改之后没有一家的股权结构达到绝对控股地位,均值只有37.77%,中值为35.84%,驰宏锌锗股改后大股东的持股比例51.32%远远超过了行业均值和中位数。

表2 驰宏锌锗同行业股改前后股权结构表

证券代码	证券简称	股改前大股东持股比例(%)	股改之后大股东持股比例(%)
000060	中金岭南	46.66	34.76
000751	锌业股份	56.1	43.12
000758	中色股份	42.89	33.34
600331	宏达股份	22.92	26.92
600338	ST珠峰	41.05	36.31
600497	驰宏锌锗	51.49	51.32
600531	豫光金铅	56.93	45.97
600961	株冶集团	35.26	30.44
	行业中值	44.78	35.84
	行业均值	44.16	37.77

注:资料来源于Wind资讯数据库。

### (二) 为什么不能在股改之后再行绝对控股?

退一步而言,假使驰宏锌锗的“战略地位”如此重要,以至达到国有资本必须绝对控股的地步,那么代表国有资本的大股东能否在股改之后再行增资控股呢?这样是否存在政策上的限制呢?

国资委发布的《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》(国资发产权[2005]111号)规定“股权分置改革完成一定时期后,……国有股东可以通过从资本市场增持公司股份的方式,巩固

<sup>①</sup>我们采用的行业分类是根据Wind资讯数据库中申银万国行业类别的划分为依据的,选取此行业划分方法的原因有二:一是此行业划分类别较细,在有色金属网下有专门的铅锌条目;二是在驰宏锌锗股改说明书中股改对价的参照公司中金岭南(000060)和宏达股份(600331)也只有在这个行业分类下才与驰宏锌锗共类。

和增强自身控股地位,以保证国有经济布局和结构战略性调整目标的顺利实现”。《关于上市公司股权分置改革的指导意见》(证监发[2005]80号)也强调“必要时国有股股东可通过证券市场增持股份”。由此可见,驰宏锌锗根本没必要将定向增发与本已复杂的股改捆绑在一起,完全可以在股权分置改革完成后再进行针对大股东的定向增发,或者大股东直接从证券市场上增持股份以达到绝对控股地位,这样也就更加能够保证股权分置改革过程符合“公开、公平、公正”的原则。

(三) 如果股改与定向增发分别进行,情况又是如何?

我们设想在股权分置改革之后大股东即进行定向增发,那么此时成本是多少呢?我们以2006年6月6日驰宏锌锗发布《股权分置改革方案实施公告》这一天作为其股权分置改革完成的基准日,计算出其后20个交易日的股票均价为33.91元,相较于其实际定向增发价格19.17元,大股东云冶集团需要多支付成本51590万元,这是2005年驰宏锌锗当年净利润的3.94倍,是大股东云冶集团当年净利润的1.77倍<sup>①</sup>。可见,将定向增发捆绑于股改,大股东从上市公司获取了巨额收益。

再换一个角度来讲,面对如此具有诱惑力的大股东资产,驰宏锌锗是否可以在股改之前收购这项资产呢?鉴于《关于上市公司股权分置改革的指导意见》(证监发[2005]80号)中要求实行“新老划断”、“对完成股权分置改革的上市公司优先安排再融资”等规定,驰宏锌锗无法在股改之前进行定向增发,而只能通过资产置换来获得这项“优质”资源。我们来看一下股改前的驰宏锌锗是否有实力以其他方式收购大股东云冶集团下的昭通铅锌矿(其评估收购价款为80184万元)。

驰宏锌锗自上市以来经营状况获得稳步提升,特别是2006年一季度的经营绩效得到质的飞跃,其净利润、经营活动现金流较2005年同期分别上涨了182%、450%,达到了10733万、14093万,自由现金流更是由2005年一季度的-17287万元而扭转达到了历史最高点7264万元,其完全有实力分阶段对大股东的资产通过现金或其他组合方式进行收购。同时,我们从表3也可看到,驰宏锌锗自上市以来每年都有分红方案,特别是2006年8月实施的《2005年分红派息方案》共计派发现金红利达到了8000万元,这足以说明其有较为充足的自由现金流可供支配。在定向增发完成后的2006年度,驰宏锌锗一次性派发现金达到58500万元,竖立了A股历史上派发现金额的新标杆,这也从侧面说明了驰宏锌锗根本没必要通过定向增发来收购大股东资产,而完全可以通过自由现金流来达到收购这项资产的目的。

表3 驰宏锌锗2004—2006年分红方案

年度	分红方案	预案公告日	派息日	基本股本(万股)	派息总额(万元)
2004	每股派息0.30元	2005-03-18	2005-06-29	16000	4800
2005	每股派息0.50元	2006-03-04	2006-08-29	16000	8000
2006	每1股送1股并派现3元	2007-03-09	2007-04-18	19500	58500

通过前述分析可以看出,驰宏锌锗大股东之所以将股改与定向增发捆绑在一起,其真正原因在于大股东不想使自己对上市公司的控制权受到丝毫威胁,因为证券市场的全流通为上市公司控制权的争夺创造了条件,使敌意收购的可能性大大增加。大股东为了巩固自己对上市公司的控制权,长久地获取控制权收益,无疑会采用定向增发这种低成本的手段。

### 三、控制权收益的获取:定向增发定价、资产注入

(一) 大股东对定向增发发行价格的操纵行为

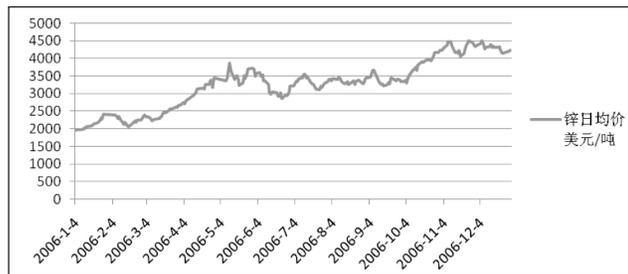
非公开发行价格关乎新老股东的切身利益,直接影响到原有股东的持股成本或在二级市场上的

<sup>①</sup>具体计算为:大股东云冶集团需要多支付成本 $(33.91 - 19.17) \times 3500 = 51590$ 万元;由于驰宏锌锗2005年净利润为13080万元,云冶集团净利润29087万元,所以 $51590/13080 = 3.94$ , $51590/29087 = 1.77$ 。

资本利得,因此非公开发行对象无不希望以尽可能低的价格认购股份。《上市公司发行管理办法》中关于非公开发行价格作了原则性规定“发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%”,由此可见,基准日前 20 个交易日公司的股价水平是发行定价的关键。我们来看一下驰宏锌锗和大股东冶金集团是怎样在这上面做文章的。

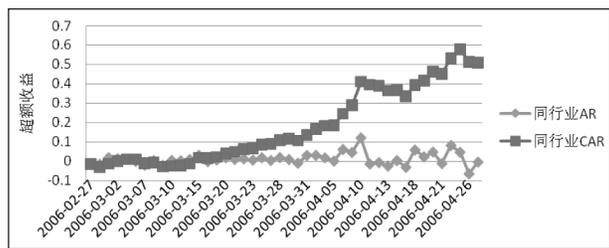
驰宏锌锗采取的直接手段就是借股改之名长期停牌,从而借规则变相人为压低定向增发发行价格。驰宏锌锗股改预案停牌时间(从 2006 年 2 月 27 日至 2006 年 4 月 24 日)长达 41 个交易日,在这期间锌等有色金属价格的飞涨使得相关行业的上市公司股价随之大涨,进而使得驰宏锌锗定向增发的定价依据完全失去了参考意义。

图 1 是金属锌的日均价变化情况。由图 1 可以看出,LME(伦敦金属交易所)的锌价在驰宏锌锗股改停牌期间由 2249 美元/吨涨至 3360 美元/吨,上涨幅度达 49.90%;国内价格也由 19950 元/吨持续攀升到 30350 元/吨,上涨幅度达 52.13%。锌价的上涨直接导致了相关行业上市公司股价的大幅上涨。同时,我们分析了同行业其他上市公司在驰宏锌锗停牌期间的市场超额回报(见图 2),结果发现超额收益达到了 50%。也就是说,驰宏锌锗定向增发的理论参考价格至少应该是 30.39 元,可见漫长的停牌给大股东云冶集团带来的直接收益高达 3.93 亿元<sup>①</sup>,而这也远远超过 2005 年末上市公司的净利润 1.31 亿元和大股东云冶集团的净利润 2.91 亿元。



注:数据来自于伦敦金属交易所(LME)。

图 1 2006 年金属锌日均价



注:同行业AR指与驰宏锌锗同行业的上市公司股票与市场综指的日超额回报的平均值;同行业CAR为累积超额回报,即同行业AR的累积值。

图 2 驰宏锌锗停牌期间同行业超额收益

此外,我们还进一步分析了驰宏锌锗同行业上市公司的发行市盈率和发行市净率(为便于比较,我们选取当时已股改过的同行业上市公司中的金岭南和宏达股份作为参照样本,这也是驰宏锌锗《股权分置改革说明书》中的股改对价参照公司),结果如表 4 所示。

由表 4 可见,驰宏锌锗定向增发股份的市盈率和市净率都远低于同类可比的两家上市公司的均值,特别是市盈率不及均值的 1/2,显见定向增发定价太低。

### (二) 定向增发所认购大股东资产的质量问题

驰宏锌锗定向增发的对象是大股东云冶集团下的昭

表 4 驰宏锌锗股改对价参照公司定价对照表

证券代码	证券简称	2006 年 1 季度 每股收益	2006 年 1 季度 每股净资产	参考 价格	市盈率	市净率
000060	中金岭南	0.26	3.59	13.92	53.54	3.88
600331	宏达股份	0.15	2.53	11.59	76.65	4.58
	均值				65.10	4.23
600497	驰宏锌锗	0.67	5.18	19.17	28.57	3.70

注:中金岭南和宏达股份的参考价格是以驰宏锌锗董事会公告股改和定向增发预案为基准日(2006 年 4 月 24 日),计算其前 20 个交易日收盘价的算术平均值。

<sup>①</sup>具体计算为:19.17 + 19.17 × (8.54% + 50%) = 30.39 元(其中 8.54% 是这期间上证 A 股综合收益率);(30.39 - 19.17) × 3500 = 39277 万元。

通铅锌矿 100% 权益,这项资产以 2005 年 12 月 31 日为评估基准日,经山东乾聚有限责任会计师事务所(以下简称山东乾聚)<sup>①</sup>评估后,其资产评估净值为 82535 万元,扣除评估基准日累计未分配利润 2351 万元后,收购价款为 80184 万元。但上市公司认购的这块大股东资产的质量值得怀疑。

本文通过分析山东乾聚出具的《资产评估报告书》(以下简称报告书)发现,事务所对昭通铅锌矿流动资产、固定资产、无形资产等的评估采用的是重置成本法,负债采用的是核实法。但是重置成本法与经典公司内在价值估价方法的核心思想是相悖的,因为重置成本法只适用于单项资产的价值评估。而收购资产昭通铅锌矿原本是一家独立法人,是一家集采矿、选矿、金属冶炼为一体的大型企业,这是一项整体资产而不是单项资产,所以我们可以从公司定价理论出发来寻找更为合适的评估方法,以对评估结果进行验证。

我们采用收益现值法,假设公司持续经营且不考虑增长率的估值模型为  $V_0 = \frac{X_0}{r}$ ,其中  $V_0$  代表公司价值, $X_0$  代表当年净利润, $r$  代表资本成本。通过评估报告,我们知道昭通铅锌矿评估基准日的净利润为 2060 万元,评估资产价值为 82534.85 万元,由此可以推算  $r = 2.5\%$ ,这说明昭通铅锌矿的股权融资成本非常低,以致基本与当时银行 1 年期定期存款利率 2.52% 持平,这显然是不合理的,这就说明山东乾聚严重高估了昭通铅锌矿的资产价值。

同时,我们对报告书中昭通铅锌矿被收购后 2006 年和 2007 年的盈利预测进行分析后发现,2006 年购并后预测其净利润可达 16374.84 万元,同比增加了 695%,增长如此之高,报告书中解释为“参照 2006 年第一季度平均市场价格”,也就是说,这来源于产品(主要是锌)价格的上涨,而产品在一年内上涨近 7 倍显然是不切合实际的,我们从图 2 中也可看出实际上锌的当年价格只上涨了 1.5 倍。因此,即使不考虑企业并购所需时间的整合成本,预测的昭通铅锌矿未来盈利也远远超出了同行业平均水平,同时,这还表明注册会计师对此没有保持应有的职业谨慎。

我们进一步分析了与昭通铅锌矿同行业上市公司的财务指标后发现,昭通铅锌矿在 2005 年评估前、评估后以及在 2002 年至 2005 年间的平均盈利能力,其净资产收益率分别为 2.50%、3.02%、4.42%,资产报酬率分别为 2.09%、2.44%、3.45%,这些数据均远远小于同行业均值 8.90%、13.09% 和同行业中值 9.40%、14.75%,这不得不让我们进一步怀疑评估价值的真实性。由此可以看出,政府部门所设计定向增发这项制度安排的目标之一“有利于提高资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力”难以实现。

### (三) 股东大会捆绑方案的通过值得质疑

驰宏锌锗在 2006 年 5 月 24 日召开了关于定向增发的临时股东大会,审议新增股份收购资产、新老股东共享新增股份前滚存的利润和授权董事会全权处理此次新增股份收购资产等相关事宜,并就这三项议案进行表决。但大股东云冶集团以仅认定第一项为关联交易行为为由进行了回避,结果是三项议案均以“高票”通过。然而,后两项议案是不是关联交易? 表决通过的持股比例应该是多少? 这些问题均没有明确的答案。

2006 年《上市公司证券发行管理办法》的规定:“股东大会就发行证券事项作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。向本公司特定的股东及其关联人发行证券的,股东大会就发行方案进行表决时,关联股东应当回避。”同时,《上市公司股东大会规则》(证监发[2006]21 号)也规定“股东与股东大会拟审议事项有关联关系时,应当回避表决”。由此可见,关联交易的判定

<sup>①</sup>山东乾聚有限责任会计师事务所的知名可能源于“东方电子”造假一案,因为山东乾聚连续 5 年“审计”东方电子财务年报,审计结论每年都是“无保留意见”。山东乾聚至今尚未完全摆脱东方电子虚假陈述民事赔偿案(其与东方电子等作为共同被告),其负责人刘天聚曾因此案于 2002 年 6 月被检察机关依法批准逮捕,后因健康原因被取保候审。我们由此可以看出山东乾聚的市场声誉状况。

要遵从“实质重于形式”的原则,关键在于看表决议案与股东是否存在利害关系,而且这种关联交易的实施是否存在侵害其他非关联股东利益的可能。第二项议案“新老股东共享新增股份前滚存利润”实质上表决的是对大股东云冶集团定向增发的股份能否享受上市公司以前年度滚存利润的事项,第三项议案实质上是就此项涉及大股东利益的重大关联交易事项的授权问题,也是定向增发过程中关联交易实现的必备条件,因此大股东云冶集团都是这两项议案的利害关联方,其均须对这两项议案的表决进行回避。同时,第二项和第三项议案均为定向增发的相关事项或增资方案的组成部分,为定向增发操作实施过程中的必备要件,且均属股东大会特别议案(涉及增加注册资本),因此两项议案均须达到三分之二以上的通过率。

由以上分析可知,此次股东大会的合法结果应当是:第二项和第三项议案的赞成票率分别为63.51%和66.73%。根据这一合法结果,该股东大会的第二项议案应当被否决,第三项议案则勉强通过。造成定向增发议案“高票”通过假象的缘由在于关联方大股东云冶集团未就关联事项进行回避,这也说明小股东在股东大会上人微言轻,而且缺乏股权制衡,股东大会的表决权完全掌控于拥有绝对控制权的大股东手中。

#### 四、对政府部门设计的制度安排合理性的反思

市场经济下,市场对资源配置起到基础性作用,政府的作用在于创造市场经济正常运行,有效发挥作用的条件和环境,因此可以说,政府的主要职责之一应该是市场运行机制规则的制定者和裁判者,并且政府所制定的规则应该有利于市场有效运转。就资本市场而言,政府所设计的制度安排应该定位于保护投资者的利益,特别是中小股东的利益。但是,反观政府部门的制度设计——非公开发行制度,其目标之一却是“减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”,这实质上是面向大股东的,旨在通过收购大股东资产的“整体上市”。也许制度安排的初衷是好的,但这项制度设计能够达到预期目标吗?

##### (一) 定向增发提高上市公司的独立性了吗?

我们分析了定向增发后公司董事会和监事会的主要人员情况,如表5所示。由表5可见,定向增发后,董事会虽然进行了改选(原董事长朱崇仁等人离职),但是董事会成员中除独立董事外基本上来自于大股东云冶集团,且在大股东单位担当重要职务,而公司为达到管制要求而聘请的独立董事往往“不求有功,但求无过”,独立董事缺乏独立性使得当前我国的独立董事制度未能在公司治理中发挥实质性作用<sup>[11-13]</sup>,因此上市公司的控股权仍被大股东云冶集团牢牢地把持在手中。另外,这些主要成员均只在大股东云冶集团而不在上市公司领取薪酬,这至少说明他们的薪酬契约的签订和考核由大股东来决定,由此可以想象他们的切身利益与云冶集团更加紧密相关,他们也就会更加关注大股东集团的利益。由此也可看出,政府部门所设计的定向增发制度安排旨在增强上市公司独立性的目标并没有得到实现。

表5 驰宏锌锗董事会和监事会主要人员情况表

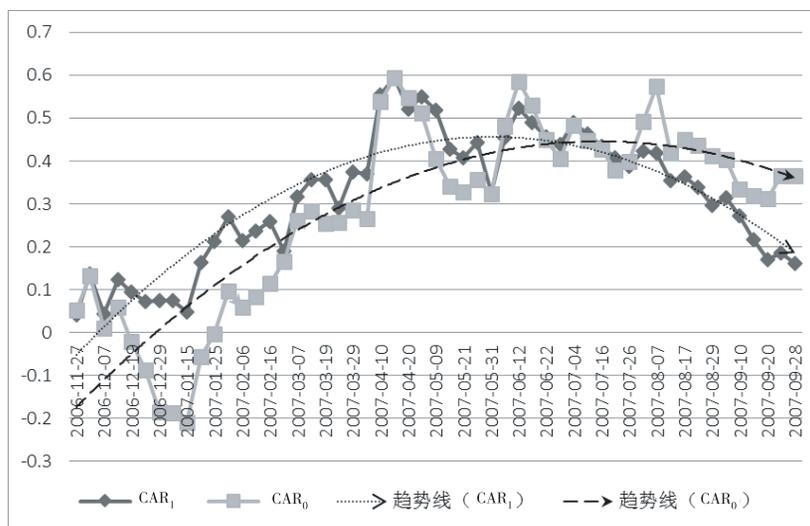
姓名	上市公司职务	任职日期	股东单位名称	股东单位职务	领取报酬津贴单位
董英	董事长	2006-10-12	云南冶金集团总公司	总经理、党委副书记	云冶金集团总公司
王洪江	副董事长	2004-08-18	云南冶金集团总公司	副总经理、党委常委	云南冶金集团总公司
顾昆生	董事	2003-08-01	曲靖富盛铅锌矿有限公司	副董事长	曲靖富盛铅锌矿有限公司
俞德庆	董事	2006-10-12	云南冶金集团总公司	总工程师、党委常委	云南冶金集团总公司
周强	董事	2006-10-12	云南冶金集团总公司	副总经理、党委常委	云南冶金集团总公司
陈进	董事,总经理	2006-10-12			驰宏锌锗
张自义	监事会主席	2006-10-12	云南冶金集团总公司	总会计师	云南冶金集团总公司

注:资料来源于驰宏锌锗2006年年报。

## (二) 驰宏锌锗的定向增发增加了股东财富了吗?

我们进一步分析驰宏锌锗的定向增发对股东财富价值的影响, 以实际证据来检验大股东通过定向增发所注入资产后是否提高了上市公司资产质量、是否增强了其持续盈利能力。我们以证监会核准的驰宏锌锗定向增发议案为基准日(2006年11月27日), 这表示增发资产昭通铅锌矿实际注入上市公司的时间, 以股票投资回报率来衡量定向增发后的公司长期业绩。为了更加清晰地了解驰宏锌锗定向增发后的长期业绩, 我们构造了一个与驰宏锌锗同行业的铅锌投资组合<sup>①</sup>来进行比较说明, 如图3所示。

从图3可以看出, 定向增发资产在初始阶段是能够得到投资者认可的, 市场预期良好, 其累积超额收益( $CAR_1$ )要明显高于我们所构造的铅锌投资组合, 但随着时间的推移,  $CAR_1$  值下降趋势十分明显, 由最高时的0.64下降到2007年9月末的0.16, 这表明了市场投资者对驰宏锌锗定向增发行为理性预期的回归。我们以上证综指作为市场回报计算出的驰宏锌锗的累积超额回报( $CAR_0$ )也显示出上述类似的结果。



注: 纵轴为超额报酬率。 $CAR_0$ 指驰宏锌锗与上证综指间的累计超额报酬率; $CAR_1$ 指驰宏锌锗与我们所构造的铅锌投资组合间的累计超额报酬率。

图3 驰宏锌锗定向增发后股票回报率

驰宏锌锗定向增发之后

股东财富下降的原因可归结为以下几点:(1) 大股东通过定向增发的过度折价从公众股东处转移了财富。由于定向增发涉及新老股东利益分配, 其复杂性表现为当大股东参与定向增发时, 大股东一方面代表原有股东的利益, 另一方面又代表新增股东的利益。此次定向增发折价发行, 驰宏锌锗的大股东100%认购增发股份, 其以新股东身份认购所获得的财富收益大于其以原有股东身份(增发前的持股比例为51.49%)所带来的损失, 从而完成了财富转移。大股东所获得的财富转移收益恰恰就是公众股东财富的损失数额。这与张鸣和郭思永的研究结论一致<sup>[14]</sup>。(2) 大股东以低质实物资产认购股份。我们知道, 新注入资产效用的发挥是需要时间的, 而且这个资产效用发挥的过程也就是资产质量得到检验的过程。我们通过上述分析可以发现, 驰宏锌锗通过定向增发由大股东所注入的资产质量是不能令人满意的, 累计超额报酬呈下降趋势恰恰再次验证了定向增发大股东资产质量的可疑性, 这也说明了政府针对大股东定向增发这项制度安排所设计的“提高资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力”的目标是值得怀疑的。

## (三) 反思非公开发行制度的设计安排

大股东为什么要拿出本来自己享有100%收益权的优质资产注入上市公司来与他人进行分享呢? Friedman等提出了大股东的“支撑行为”(Propping)概念, 认为控制性股东在公司处于财务困境等状况时会利用私人资源向上市公司输送<sup>[15]</sup>。在我国, 上市公司为取得上市资格而进行“包装”时,

<sup>①</sup>我们按照申银万国行业分类所划分的铅锌类别中的上市公司, 各购买相同股份所进行的趋势线 $CAR_1$ 计算为: 组合平均收益率 =  $\sum \omega_i \cdot \mu_i$ 。其中 $\mu_i$ 为个股的平均收益率, $\omega_i$ 为个股在组合所占的权重, 趋势线 $CAR_0$ 值/组合持仓市值。

为获得股权融资(配股和公开增发)资格或避免摘牌之时,大股东会向上市公司输送优质资源。另外,上市公司通过定向增发进行再融资的门槛并不高<sup>①</sup>,而且没有再融资之虞(因为一般还有其他的定向增发对象,如机构投资者,战略投资者等,他们一般要求采用现金认购),这样上市公司的大股东就不存在“支撑行为”的动机。同时,针对大股东的定向增发本身就是一项重大关联交易,关联交易具有的隐蔽性和复杂性使得其监管难度很大,而且,对定向增发时的信息披露要求较低、监管部门的审核程序简易都加剧了大股东在定向增发时的“机会主义行为”。

对于大股东在定向增发中的“机会主义行为”,我们是否就应理所当然地认为政府部门应该加强监管以防止大股东借定向增发之名而获取控制权收益、转移上市公司财富呢?本案例给了我们很好的答案。虽然驰宏锌锗的股改和定向增发引起了股权分置改革以来最大的争议,激起了中小股东的强烈不满,但政府监管部门却一直默默无语,最后以“大股东云冶集团承诺为支持上市公司发展,收购资金与收购资产价格之间的差额 13088.82 万元不再要求驰宏锌锗支付”而落下帷幕。当然,政府部门在幕后为这个妥协结果做了很多努力,但让政府部门隐藏幕后的原因恰恰是驰宏锌锗的定向增发方案在形式上完全符合政府部门所设计的制度安排。也就是说,制度设计本身存在的问题引发了巨大的监管成本,从而使得政府监管部门在面对大股东的“破坏”时显得束手无策。由此可见,如果我们进一步反思政府所制定规则本身的合理性,那么问题就变成了所谓大股东在定向增发过程中的“机会主义行为”,这仅仅是作为一个理性个体为了寻求自身利益最大化而对政府所设计的制度安排的正常回应而已,问题的关键恰恰在于规则本身是否具有合理性。可以说,政府制定的政策和规则再一次为大股东的“机会主义行为”披上合法和创新的外衣。

面对驰宏锌锗定向增发中公众股东的强烈质疑,本案例也的确推动了政府监管部门对非公开发行制度的完善,进行了相应的亡羊补牢,主要包括:(1)股改方案的停牌约束。针对上市公司在股改过程中拖延不决、方案“难产”以及停牌时间过长的问題,上海证券交易所于 2006 年 6 月发布了《上市公司股权分置改革工作备忘录(第十三号)》,对停牌期限做出严格规定,即上市公司在进入股改程序后、披露股改方案前最多停牌 4 个交易日。(2)定向增发基准价格的确定标准。2006 年 5 月证监会颁布实施的《上市公司证券发行管理办法》(证监会 30 号令)中,对定向增发发行价格的约束仅仅为“发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十”,且对“定价基准日”没有进行相应的解释,而驰宏锌锗正是利用此制度漏洞,压低了增发价格。于是,2007 年 9 月证监会在《上市公司非公开发行股票实施细则》(证监发行字[2007]302 号)中明确了定价基准日为“计算发行底价的基准日。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”。(3)引入公开询价机制。原有制度中定向增发的发行价格基本是由董事会决议确定,因此缺少公正性与透明度。为了防止出现财富转移、内幕交易等问题,《上市公司非公开发行股票实施细则》明确规定以竞价方式确定发行价格和发行对象,并规定“在发行期起始的前 1 日,保荐人应当向符合条件的特定对象提供认购邀请书”,由他们进行申购报价,这些发送对象包括除董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前 20 名股东外,还应当包含符合规定的至少 35 家询价对象。申购报价结束后,上市公司及保荐人应当对有效申购按照报价高低进行累计统计,按照价格优先的原则合理确定发行对象、发行价格和发行股数。上述这些措施,无疑突出了证券发行的市场价格约束和投资者约束机制,在防范公司操作股价以实现低价增发方面,强化了对公众投资者权益的保护。

<sup>①</sup>根据证监会 2006 年第 30 号令《上市公司证券发行管理办法》,公开发行的条件要求均要高于非公开发行。以盈利标准为例,公开发行要求最近三年连续盈利,对于增发和可转债还强调最近三年加权平均净资产收益率平均不低于 6%,而非公开发行对盈利标准没有具体要求。

## 五、结论和启示

本文对驰宏锌锗的定向增发案例进行研究后发现,大股东通过将股改和定向增发捆绑于一起来操纵定向增发发行价格,利用低质资产认购股份等手段巩固了其在上市公司的控制权地位,获取了控制权收益,从而使得中小股东的利益受损。另外,作为市场运行机制规则制定者的政府所设计的非公开发行制度存在的缺陷致使大股东利用对上市公司的控制权方便地通过定向增发这一关联交易“谋求”到了自身利益的最大化,侵害了小股东的利益,加剧了大股东和小股东之间的代理冲突。

本文的贡献主要体现于三方面:(1)本文的研究围绕股权分置改革这一强制性制度变迁而展开,从制度冲击所导致的经济主体行为改变来探讨股权结构的成因,研究视角独特,因果关系清晰,研究结论更具说服力;(2)本文以控制权收益为切入点,通过案例研究来剖析上市公司如何巩固控制权,如何攫取控制权收益;(3)面对大股东将定向增发作为获取控制权收益工具的“机会主义行为”,本文并没有想当然地提出加强监管的政策建议,而是进一步从政府部门所设计的非公开发行这项制度安排入手,从更深层次上分析其制度诱因,剖析制度设计的不合理性,为制度完善提供了理论依据。

根据本文研究所得结论,我们获得如下启示:(1)改变“一股独大”的股权结构,建立现代公司治理模式。公司治理的根本是股权结构,我国特殊的制度环境使得我国上市公司普遍具有“一股独大”的股权结构特征。Demsetz 和 Lehn 认为,在缺乏外部制衡或者外部股东多元化的情况下,控股股东为了获取控制权收益会侵害其他股东利益,股权分散型公司的绩效和 market 价值要优于股权集中型公司<sup>[16]</sup>。通过对驰宏锌锗定向增发案例的研究,我们也再次证明了“一股独大”公司治理模式的弊端。股权分置改革对股权集中程度作了适当调整,股票全流通为股权结构的优化创造了条件,因此,本文建议政府相关部门应该制定合理有效的制度来适当调减国有股在上市公司的股权比重,形成多元化投资主体,建立现代公司治理模式,以提高公司治理效率。(2)政府所设计的制度安排应该服务于现代公司治理模式的建立。制度是作为人类交往的规则,抑制着可能出现的机会主义的和乖僻的个人行为,它使人们的行为更可预见并由此促进劳动分工和财富创造<sup>[17]</sup>。因此,政府所设计的制度安排如何定位、如何更加合理是一个值得深入研究的课题。正如本文案例分析所示,针对大股东的定向增发这项制度安排应该定位于对中小投资者的保护,实现证券市场“公平”与“效率”下的均衡态势,并最终建立现代公司治理模式,而不应仅仅是为了所谓的“整体上市”,这不仅促使了大股东的“机会主义行为”,而且伤害了小股东的利益。

### 参考文献:

- [1] Glaeser E L, Shleifer A. The rise of the regulatory state[J]. *Journal of Economic Literature*, 2003, 41: 401 - 425.
- [2] Grossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 175 - 202.
- [3] Shleifer A, Wolfenzon D. Investor protection and equity markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66: 3 - 27.
- [4] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52: 737 - 783.
- [5] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. *经济研究*, 2004(9): 90 - 100.
- [6] Allen F, Qian Jun, Qian Meijun. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77: 57 - 116.
- [7] Fan J P H, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33: 401 - 425.
- [8] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: an international comparison[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59: 537 - 600.

- [9] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54: 471 - 517.
- [10] Roe M J. Political preconditions to separating ownership from corporate control[J]. Stanford Law Review, 2000, 53: 539 - 606.
- [11] 俞伟峰, 朱凯, 王红梅, 等. 管制下的独立董事: 不求有功, 但求无过——基于中国独立董事制度的经验分析[J]. 中国会计与财务研究, 2010(3): 107 - 148.
- [12] 支晓强, 童盼. 盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发挥[J]. 管理世界, 2005(11): 137 - 144.
- [13] 杜兴强, 周泽江. 制度环境、公司治理与独立董事——依据伊利股份案例的研究[J]. 审计与经济研究, 2010(6): 75 - 82.
- [14] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009(5): 78 - 86.
- [15] Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and tunneling[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31: 732 - 750.
- [16] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. The Journal of Political Economy, 1985, 93: 1155 - 1177.
- [17] 柯武刚, 史漫飞. 制度经济学——社会秩序与公共政策[M]. 北京: 商务印书馆, 2000.

[责任编辑: 王丽爱, 黄燕]

## Why Private Placement Becomes an Instrument for Controlling Shareholders to Grab Private Benefits of Control?

——A Case Study on Yunnan Chihong Zinc & Germanium Co., Ltd.

GUO Si-yong, ZHANG Ming

**Abstract:** Based on the case of private placement towards controlling shareholders of Yunnan Chihong Zinc & Germanium Co., Ltd., the paper explores the underlying reasons why listed companies, under the control of controlling shareholders, bind the splitting-share reform with private placement: to control the issuing price of private placement, to consolidate the controlling shareholder's dominate position through injecting the low-quality assets to grab private benefits of control at the sacrifice of minority shareholders' interest. Furthermore, the non-public offering system developed by government has its defects which result in big shareholders' control of listed companies, and their maximization of their own interests against the interests of minority shareholders through private placement, thus exacerbating the agency conflicts between large shareholders and minority shareholders.

**Key Words:** major shareholders; private placement; private benefits of control; controlling shareholder; the splitting-share reform; public offering; asset injection; Chihong Zinc & Germanium Co., Ltd.