

PDF-CASE2016033

董事会融资权边界、定向增发定价机制与大股东隧道行为 ——万科 A 与中环股份定向增发案例¹

案例正文

摘要:从分析牛市中的万科A和熊市中的中环股份定向增发案例出发,运用寻租理论,从公司治理与监管规制层面研究了定向增发过程中利益输送的深层根源。提出公司治理中的董事会融资权边界、大股东认股期权两个新概念,用大股东控制下的董事会融资权寻租租金,对定向增发中的利益输送问题给出新的理论解释和剖析。因相关规则不完善,导致实践中作为增发定价约束的“九折规则”失效。由此,牛市背景下,诸多定向增发案例暴露出我国公司治理的一个新问题——董事会融资权(增发定价权及发行对象选择权)过大及融资权寻租;而熊市中,又暴露出上市公司给大股东提供免费认股期权等问题,造成了中小股东利益的损害。建议通过规范定价基准日择取行为、设立董事会融资权边界,以强化定价约束等方式压缩定向增发寻租空间,并藉此消除对大股东的免费认股期权等问题。

关键词:定向增发 融资权 发行定价 公司治理 定价基准日 寻租

0 引言

-
1. 本案例由上海师范大学商学院的黄建中撰写,作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用,中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求,在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用,并无意暗示或说明某种行为是否有效。

非公开发行（亦称定向增发或私募增发）是中国资本市场的“新生事物”。2006年5月实施的《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《再融资办法》）首次将其纳入监管规范以来，定向增发由于门槛低、融资周期短且不增加即期扩容压力等原因，受到了众多上市公司的青睐，已成为国内上市公司最主要的股权融资方式。据统计，2012年全年A股已实施的定向增发筹资额为1867.48亿元，占国内上市公司股权融资总额的近90%（王金萍，2013）^[1]。值得关注的是，由于相关规则尚不够完善，监管经验不足等原因，国内定向增发的实践中也出现了不少新情况和新问题。其中，增发定价及其相关的利益输送问题较为严重，也是相关文献研究的重点。

现有的相关文献大致可分为两类：其一研究定向增发对市场的影响；其二研究定向增发过程中的利益冲突与利益分配，尤以利益输送为重点。本文提出的董事会融资权边界及大股东认股期权两个新概念，主要用于剖析定向增发环节中的利益输送（或称隧道行为）问题，而此类利益输送又通常以低价向特定对象发行股票来实现。

Johnson等（2000）^[2]将控股股东的隧道行为归纳为两种表现形式：第一类是通过交易从股份公司转移资源；第二类是设法增加其股份份额，如通过增发股票稀释其他股东份额、渐进收购等。

定向增发是上市公司对10名以内的特定对象发行股票，若发行价明显偏低，就会让特定对象获得低风险的暴利机会，而导致上市公司募股资金减少或募股股份没必要的增加，造成对其他股东利益的伤害（黄建中，2007）^[3]。增发价格的公平性及向特定对象利益输送的程度，通常以发行价对发行前公司股票市价的折价率（简称发行价折价率）来衡量。国内外的定向增发股份通常都设有1-3年锁定期，发行价存在折扣。关于私募发行价为何较市价存在一定的折扣，现有文献主要从股票流动性、管理层机会主义和信息不对称等角度进行理论解释。例如，Silber（1991）^[4]认为，发行价折扣是对股票不能立即上市的补偿。Barclay等（2007）^[5]认为，增发折价是对那些认购股票却不会参与公司管理或监督管理层的特定对象的一种补偿。

Baek等（2006）^[6]以韩国定向增发的上市公司为样本，研究了定向增发中的隧道行为，发现家族集团控制的上市公司的非公开发行存在掏空行为，大股东从中获利。国内较早的相关研究中，黄建中（2006）^[7]对国内定向增发与股权分置改革捆绑首个案例驰宏锌锗的研究发现，上市公司以定向增发股份收购大股

东资产实质上是一种“双重关联交易”，其间会通过打压增发价、高估大股东拟注入资产等方式利益输送。王志强等（2010）^[8]也发现，大股东在定向增发中会通过刻意打压股价、提高折价幅度等手段进行利益输送。

张鸣等（2009）^[9]研究发现定向增发折价水平和大股东认购比例共同决定了大股东是否从上市公司转移财富及其转移财富的多少。郑琦（2008）^[10]、章卫东和李德忠（2008）^[11]、何丽梅（2010）^[12]的研究都发现，上市公司向控股股东或关联股东定向增发的折价率明显高于对其他投资者的折价率。

此外，王浩和刘碧波（2011）^[13]研究表明，定向增发的市场反应可同时受大股东支持预期和利益输送预期的影响；陈耿和杜烽（2012）^[14]指出，定向增发价格的高低会受到控股大股东“隧道效应”和“利益协同效应”的共同作用，其中隧道效应的影响是主要的。章卫东（2010）^[15]的研究发现，国内上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股时，会进行负的盈余管理；当向其他机构投资者定向增发时，则进行正的盈余管理。但邓路等（2011）^[16]的研究认为，没有发现直接证据支持大股东将定向增发作为“掏空”上市公司进而实现利益输送的工具。

综上，现有相关文献大都是选取大样本数据做实证检验，着重于研究定向增发过程中折价率的影响因素或大股东利益侵占的现象，但缺乏对利益输送深层原因、操作路径及其与定向增发监管规则缺陷之间因果关系的探讨，更很少见到规范研究的文献探讨如何通过完善定向增发规制，以减少乃至杜绝定向增发过程中的利益输送问题。而要对定向增发过程中的利益输送问题提出建设性的、可操作的解决办法，就涉及到证券法规与股票发行操作流程等投资银行实务，对研究者的专业知识、实践经验和长期研究积累均提出了更高要求，也需要深入到典型案例中去研究细节问题、思考解决方案——而这些都是侧重于定量建模的大样本实证研究文献通常不能企及的。

为此，本文通过典型案例着重从两个方面研究定向增发中的利益输送问题：为何能利益输送，及如何输送。主要学术贡献和创新点是：以牛市中的万科A和熊市中的中环股份定向增发为例，运用寻租理论，从公司治理与现行定向增发监管规则缺陷的新视角，研究定向增发过程中利益输送的深层根源（董事会融资权过大）。提出董事会融资权边界和大股东认股期权两个新概念，用大股东控制下的董事会融资权的寻租租金，对定向增发中的利益输送问题给出新的

理论解释和剖析。并就相关问题提出有效对策，以规范董事会的融资权边界，压缩定向增发过程中大股东的寻租空间并消除认股期权。

1 从万科 A 定向增发案例看董事会的融资权边界

1.0 为什么要选择万科作为案例样本

本文提出的董事会融资权边界问题通常凸显于牛市中（即上市公司从公告定向增发预案到实施定向增发期间，公司股价出现较大幅度上涨时），在近几年的熊市环境下并不太多见，因此需要选取十年前的牛市案例作为研究对象（A股已十年没有超过一年的牛市）。本文选取2006-2007年那波大牛市中的万科A定向增发作为典型案例来研究。选择万科作案例的另一个重要理由是想藉此说明，在证券市场监管规则不完善的情况下，自律性较强的公司与自律不足的公司会有不同的结局，上市公司自觉自律对证券市场创新与健康发展至关重要。

1.1 万科定向增发案例简介

万科A（000002，SZ）是以房地产开发为主营业务的国内知名企业，1991年1月在深圳证券交易所挂牌上市，公司第一大股东为华润股份公司（以下简称华润公司）。2006年7月18日，万科A发布董事会决议公告推出定向增发预案；2006年12月26日，公司公告定向增发实施结果。从推出预案到股票发行，万科的定向增发历时近半年，恰逢A股大牛市。详见表1和图1。

表1 万科 A2006 年度定向增发主要时间节点与相关信息

时 间	定向增发进度	定向增发发行 底价（元）	前一交易日万 科A股票收盘价
2006年7月18日	发布董事会决议公告，推出定向增发预案	5.67	6.20元
2006年8月4日	临时股东大会表决通过定向增发议案	5.67	5.68元
2006年12月12日	发布定向增发申请已获证监会核准的公告	5.67	11.63元
2006年12月21日至25日	定向增发股票发行期	10.5（实施价）	14.53元

资料来源：万科A信息披露资料、金仕达股票交易软件

2006年7月18日，万科A推出的定向增发预案为：拟向10家以内的特定对象

募股不超过7亿股（含7亿股），募集资金不超过42亿元，其中公司第一大股东华润公司有意向认购的股份不低于1.1亿股，发行价不低于董事会决议公告日前20个交易日公司A股收盘价的算术平均值，即不低于5.67元。同年8月4日，公司召开临时股东大会表决通过了上述定向增发议案，并“授权董事会在有关法律规范范围内全权办理与本次非公开发行A股股票有关的全部事宜”²。2006年12月12日，公司发布定向增发申请已获证监会核准的公告，增发实施前一个交易日12月20日（12月21日至25日，万科股票因实施定向增发股票停牌）公司A股收盘价为14.53元。

值得探究的是，上述案例凸显出私募增发过程中董事会融资权（增发定价权及发行对象选择权）过大的问题：股东大会表决通过并授权董事会全权决定的增发价低限为5.67元，而公司A股发行前的市价为14.53元。按照有关规定，定向增发获得证监会核准后，公司董事会可以根据股东大会通过的增发议案及其授权“全权办理本次非公开发行股票有关的全部事宜”。即在5.67—14.53元之间，公司董事会会有定价决定权，既可以5.67元的底价增发，也可以14.53元高价甚至溢价增发³，而且还可决定在1.1—7亿股之间，向大股东具体发行多少，向其他人发多少；其还可以决定向大股东以外，或者不向大股东以外的特定对象定向增发——如果大股东控制下的董事会最终决定7亿股全部向华润公司增发的话，则其他人便无缘认购本次增发股份，由此可免除询价竞价程序。

在董事会融资权如此巨大的情况下，本次增发一个极端而又完全合法的情况可以是：以5.67元的底价向华润公司增发7亿股，则按发行前万科A股价计算，大股东认购增发股份可获得的账面浮盈将高达62.02亿元，相当于公司2005年末股东权益值83.096亿元的74.64%。也就是说，公司董事会可通过定向增发的股票定价权及发行对象选择权进行权力寻租，以低价向大股东单独发行股票的方

² 本文所引用上市公司资料除特别标注者外，均出自有关公司信息披露公告，来源于沪深证券交易所官方网站。

³ 万科实施定向增发的2006年12月，当时还未实施《非公开发行股票实施细则》（2007年9月证监会发布），定向增发中的询价尚未纳入监管规范，很多公司可不经市场化的询价环节，而直接由董事会和承销商确定一个发行价。即便是在《非公开发行股票实施细则》推行后的今天，由于是非公开发行，不得公开发布招股文件（只能定向发认股邀请函）等，定向增发实施环节的透明度相对较低，暗箱操作问题时有发生，导致询价环节并不太规范、发行竞价的市场化程度不高，上市公司董事会对定向增发股票的发行价仍然有较大的掌控权。详见下文。

式，将接近于四分之三公司净资产额的募股资金输送给大股东。由此看，此类权力寻租的租金额是非常巨大的。万科A案例的董事会融资权及可得租金情况，参见图1解析。

在此情形下，万科董事会在定向增发最终实施方案的决策过程中，无疑会面临多方利益博弈的两难选择：如果以远远高于底价的发行价（比如13元）实施定向增发，则大股东将损失“不要白不要”的巨额合法利益，但上市公司则实现了募股效率最大化（以最少的股份募捐所需资金），中小股东由此得利；而如果以接近底价的发行价（比如6元）实施定向增发，则大股东将获巨额浮盈，认购超低价增发股份自然多多益善，但公司本次定向增发的募集资金额将大幅减少……

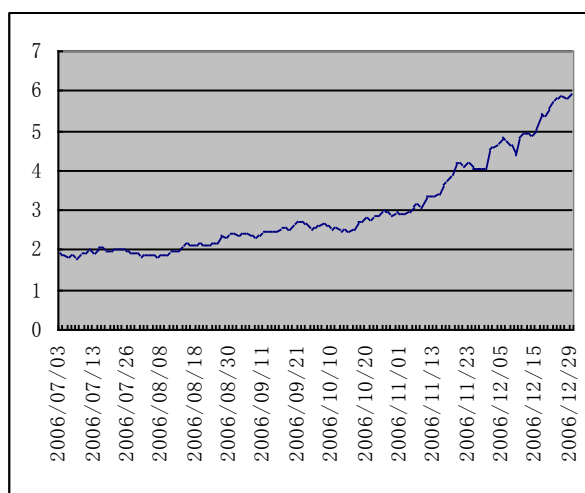


图1 万科定向增发窗口期股价走势

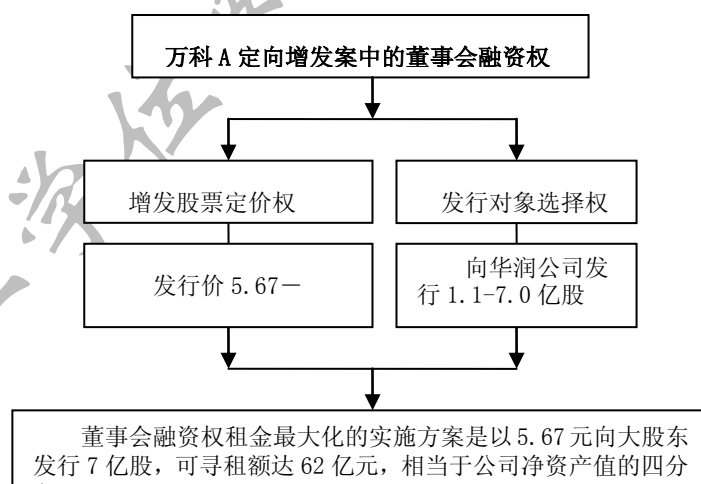


图2. 万科A案例中董事会融资权及其租金

1.2 万科案例的结局与典型意义

从案例结局看，万科作为一家市场形象良好，且非常自律的公司，其定向增发的最终实施结果并未出现以5.67元底价向华润公司增发7亿股的极端情形，而是采取了发行询价和竞价程序后，给市场提交了一份比较满意的答卷：公司的最终实施的发行价为10.5元，远高于股东大会授权的发行底价5.67元，大股东华润仅认购了增发预案的下线数量1.1亿股，也并未利用股东大会的授权弹性过多认购股份。然而，在为数众多的上市公司中，并非每家公司都能像万科一

样自觉自律，此案例折射出的董事会融资权边界过大，及私募定价环节监管规制约束不足等问题亟待规范。

实际上，类似万科A的案例，在2006-2007年牛市下的定向增发实践中很常见。例如，苏宁电器2006年度私募增发过程中，董事会能决定的定价区间为31.16—53.87元（实施价为48元），对应的董事会融资决定权额度高达5.68亿元，相当于公司2005年末净资产值的48.57%。中信证券2006年度定向增发案例中，董事会可以决定的融资权额度也高达33.25亿元，相当于公司2005年末净资产值的58.89%。备受质疑的驰宏锌锗2006年度定向增发（黄建中，2007a），其向大股东单独增发的价格为19.17元，而定向增发核准公告日的股票收盘价为62.26元（发行价仅为市价的30.79%），该公司大股东认购增发股份获得的浮盈更是高达15.08亿元，相当于公司2005年末净资产值的2.09倍⁴。

由此看，牛市背景下的定向增发实践中，上市公司董事会融资权之大是令人瞠目且较普遍存在的问题。而在融资权缺乏有效约束与监管规制不完善的背景下，众多上市公司增发定价的公平公允与否，要全赖董事会的“自觉”，这不能不说是一个非常令人堪忧和亟待规范的问题。

1.3 案例评析：董事会融资权寻租与低价增发之害

董事会融资权过大所引发的问题主要表现为：融资权寻租、低价增发及关联方利益输送。

国内上市公司股权融资的方式主要有配股、公开增发和定向增发三种。其中，配股只向原股东配售股份，不涉及引进新股东，故不存在新老股东利益平衡和发行价如何确定等难题；而公开增发由于是向社会公众股东公开发售，人人都可参与认购，且公开增发透明度高、定价约束较严格、发行环节的市场化程度较高，故要在公开增发过程中进行利益输送较困难。唯有定向增发是一种只对10名以内的特定对象发行，而将其他投资者特别是中小投资者排斥在外的募股方式，且不得采取公开发行的方式（不得公开发布招股说明书等文件），透明度较低，很容易滋生利用融资对象选择权寻租及向特定对象低于公允价格发行股票输送利益等问题。如果募股发行价明显偏低，就会让特定增发对象获得低

⁴相关数据由笔者根据苏宁电器、中信证券和驰宏锌锗三家公司股价、定向增发方案及其财务数据推算而得。

风险的暴利机会，而让其他拟投资者垂涎兴叹，其直接导致上市公司募股资金减少或募股股份没必要的增加，使公司每股权益减少，造成对既有股东利益的侵害，甚至会引发中小股东针对低价发行的法律维权诉讼，如驰宏锌锗、海南航空等案例。

此外，明显偏低的增发定价还会对上市公司股价产生不利影响，对现有股东特别是中小股东利益造成进一步侵害。从国内外的相关研究看，公募增发对二级市场股价的负面影响已比较明显。Asquith和Mullins（1986）^[17]、Mikkelsen和Partch等（1986）^[18]的研究表明，上市公司公告新股发行时常出现股票价格下跌现象，即所谓的“公告效应”。李康等（2003）^[19]的实证研究也证明，公募增发公告导致股价下跌，使老股东受损，新股东得利。其内在机理主要为，增发折价使认购新股者可低于市价购买股票，造成对老股东和同期在交易所竞价购买股票者的不公平，而导致投资者用脚投票，使得公开增发成为利空因素，常致股价下跌，且折价率越高逃权现象越明显。同样，定向增发折价如果过高，也会引发机构（包括法人持股者）抛售现有股票后，再去竞购有折扣的增发新股而套利，随后再通过融券规避锁定期股价波动风险。

鉴于此，规制定向增发过程中的董事会融资权边界，防范利用融资权进行寻租及低价私募已成为一个非常现实和紧迫的课题。

2 中环股份定向增发中的大股东认股选择权

2.1 中环股份公司概况

中环股份（002129，SZ）是一家以半导体分立器件、单晶硅及硅片的生产及销售为主要业务的中小板上市公司，公司注册地在天津市新技术产业园区，于2007年4月在深圳证券交易所挂牌上市。公司控股股东为天津中环电子信息集团有限公司（以下简称中环集团）。根据公司2011年报数据，2011年末，中环集团持有中环股份3.290772亿股，占总股本的45.44%。公司2011年度经营情况详见表2。

表 2 中环股份 2011 年度主要业务概况

项目名称	营业收入(万元)	营业利润(万元)	毛利率(%)	占主营业务收入比例(%)
新能源行业(行业)	116562.96	22170.79	19.02	45.71
半导体行业(行业)	126248.67	22395.82	17.74	49.51

其他业务(补充)(行业)	12186.16	2510.37	20.60	4.78
合计(行业)	254997.79	47076.98	18.46	100.00
新能源材料(产品)	116562.96	22170.79	19.02	45.71
半导体材料(产品)	94209.69	23318.47	24.75	36.95
半导体器件(产品)	32038.99	-922.64	-2.88	12.56
其他业务(补充)(产品)	12186.15	2510.36	20.60	4.78
合计(产品)	254997.79	47076.98	18.46	100.00
内销(地区)	229830.98	-	-	90.13
出口(地区)	25166.81	-	-	9.87
合计(地区)	254997.79	-	-	100.00

资料来源：中环股份2011年度报告

2.2 中环股份定向增发方案及其变化情况简述

2011年1月13日，中环股份发布董事会公告，公布2011年度定向增发预案：（1）拟非公开发行不超过10,000万A股（含10,000万股）股票，不低于6,000万A股（含6,000万股）股票；（2）发行对象为向包括中环集团在内的不超过十名特定对象，除中环集团外，其他发行对象的范围是证券投资基金、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、证券公司、合格境外机构投资者、自然人及其他特定投资者；（3）本次发行股票的定价基准日为审议本次非公开发行方案的董事会决议公告日（即2011年1月13日），发行价格根据以下原则确定：发行价格不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价的90%，即发行价不低于23.91元/股。具体发行价格将在本次发行获得中国证监会核准后，由公司董事会和保荐机构（主承销商）向机构投资者询价后确定。中环集团不参与市场竞价过程，其认购价格与其他特定投资者相同。若公司股票在定价基准日至发行日期间发生除权、除息情况，本次发行价格将作相应除权、除息调整。2011年4月28日，公司采取现场与网络投票相结合的方式召开股东大会，审议通过了公司2011年度非公开发行股票预案的议案，并“授权董事会在有关法律法规范围内全权办理与本次非公开发行A股股票有关的全部事宜”。

表3 中环股份2011-2012年度定向增发主要时间节点与相关信息

时 间	定向增发进度	定向增发股票发行定价原则	前一交易日公司股票收盘价
2011年1月13日	发布董事会决议公告，推出定向增发预案	不低于23.91元	29.57元
2011年4月28日	召开临时股东大会表决通过定向增发议案	不低于23.91元	30.25元
2011年6月2日	公司实施每10股送2股转3股派息0.3元(含税)的分配方案	不低于15.92元 (除权后底价)	17.60元
2011年11月21日	公告从中国证监会撤回2011年度定向增发申请文件	不低于15.92元	13.57元
2012年6月8日	发布董事会决议公告，推出2012年度新的定向增发预案	发行价12.29元 (事前确定价)	14.22元

2012年9月28日	发行审核委员会审核公司定向增发	发行价12.29元	13.56元
2012年10月16日	实施每10股派0.12元的分红派息方案	发行价除息后变为12.28元	13.07元
2012年11月19日	收到中国证监会核准定向增发的批文	发行价12.28元	11.95元
2012年12月17日	实施定向增发（发行期首日）	发行价12.28元	12.68元
2012年12月31日	定向增发股份在深圳证券交易所上市（限售期3年）	认购价12.28元	12.75元

资料来源：中环股份信息披露资料、金仕达股票交易软件

自2011年4月中环股份股东大会通过定向增发方案后，A股大盘走势持续低迷（参见图3），中环股份的股价也逐级走低（见表3和图3），导致公司股价长时间低于定向增发的底价（2011年6月2日公司实施每股10送5股派0.3元的分配方案后，定向增发底价由23.91元除权到15.92元），公司于2011年11月撤回上述定向增发申请——中环股份2011年11月21日发布公告称，公司与保荐机构于2011年11月4日分别向中国证监会提交了《关于撤回2011年度非公开发行股票申请文件的请示》，于2011年11月17日收到《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（[2011]192号）的批复，公司决定终止2011年度定向增发申请。

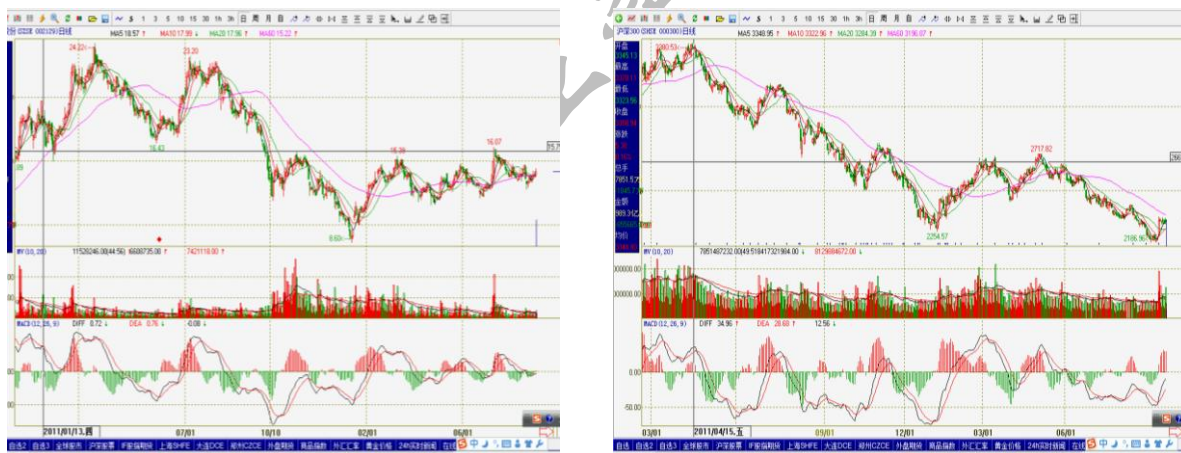


图3 2011年1月-2012年9月中环股份和沪深300指数走势图（复权价）

2012年6月8日，中环股份发布董事会公告，再度重启定向增发，2012年度新的定向增发预案为：拟发行不超过154,597,233（含154,597,233）股股票，发行对象为公司控股股东中环集团和天津渤海信息产业调整股权投资基金有限公司（以下简称渤海信息公司）。发行对象已经分别与公司签署了附条件生效的股份认购合同，其中：天津中环电子信息集团有限公司认购数量为

32,546,786股；天津渤海信息公司认购数量为122,050,447股，两家公司认购数量合计为154,597,233股股票。发行股票定价基准日为中环股份第三届董事会第二十二次会议决议公告日（即2012年6月8日），发行价格为12.29元，不低于中环股份第三届董事会第二十二次会议决议公告日前20个交易日公司股票均价的90%，即12.29元/股。2012年6月25日中环股份召开2012年第三次临时股东大会，审议通过《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》等议案。

2.3 案例评析：从中环股份定向增发案例看大股东认股选择权

从上述中环股份定向增发方案的前后变化，我们可以看到，在定向增发增发实践中，大股东凭借控制上市公司的便利（我国大多数上市公司存在一股独大问题，大股东异常强势，其几乎垄断了上市公司所有的话语权与决策权，董事会实际上变成了大股东的利益代言人），在定向增发方案拟定和发行价变更等方面获得了免费的认股选择权：由于定价基准日在前，确定增发实施价在后，使得大股东控制的上市公司可以根据大股东的利益需要，在牛市时可以低价向大股东定向增发（如前所述的万科、驰宏锌锗案例）；而在熊市背景下，定向增发底价高于公司二级市场股价时，导致原来的定向增发方案无法实施，则公司又可以将原定向增发方案终止推导重来，再重新以新的定价基准日制定新的、比原来低很多的定向增发价格（或底价）。

在中环股份案例中，公司通过向证监会撤回2011年度非公开发行股票申请，再重新拟定2012年度的定向增发方案后，公司向大股东定向增发的发行价即由原来的不低于15.92元（分红派息后的除权价），调整为确定价12.29元，由此大股东的认股成本至少每股节约了3.63元，以中环集团认购数量为32,546,786股计算，可节约资金1.18亿元，而渤海信息公司由此节省的认股资金更是高达4.43亿元！由此看，免费认股选择权的存在，使上市公司在熊市背景下，可无限次地不断调低向大股东的定向增发价格，让大股东节省了巨额认购成本，却侵害了中小股东的利益。

2.4 定向增发方案细节变更、董事会融资权寻租与公司业绩大幅下降

一个值得关注的细节是，中环股份2012年度新的定向增发方案无论是定价方式和发行对象均做出了重大调整：其一，发行价格由原来的“不低于定价基

准日前20个交易日股票交易均价的 90%，即发行价不低于23.91 元”，变为“定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%，即12.29元”。由此，增发股份的定价方式由原来的拟定发行底价（不低于）23.91元，变成了一个确定的价格12.29元，而这个价格恰好是能够满足《再融资办法》规定的最低发行价，即合规的增发底价。其二，增发对象由原来的“包括中环集团在内的不超过十名特定对象（含基金等机构投资者）”，调整为只向中环集团和渤海信息公司两家公司增发，而将其他投资者排斥在外。而依据《上市公司非公开发行股票实施细则》（以下简称《实施细则》）第二十二条，董事会决议事前确定具体发行对象的定向增发，股票发行时可不询价竞价——而如果询价，则股票定价市场化后，定向增发的发行价折价率会大幅降低，向大股东的利益输送将变得困难甚至不可能。

由此看，中环股份在2012年度的定向增发方案设计时，凭借上文所述的大股东控制的董事会融资权，在定价方式和发行对象选择方面“最大限度地用足了规则”，想方设法将利益输送的“租金”最大化。大股东控制的董事会在增发方案设计时充分考虑了如何以最低价向大股东和特定对象输送利益，并尽可能规避现行定向增发规则所要求的询价和竞价义务——由此看，熊市背景下的中环股份定向增发，实际上也是一个充分利用董事会融资权寻租和向大股东利益输送的典型案例。详见下文和图5的进一步剖析。

需要补充说明的是，尽管在增发方案设计时中环股份可谓机关算尽，将董事会融资权用到了极致，但由于股价的走势难以预测，当证监会核准公司实施定向增发时，恰逢股市大盘持续阴跌，公司最终实施的增发价格对比当时的股票市价折扣率并不高，似乎看不出低价增发向大股东利益输送的问题，但该公司在方案设计时利用融资权最大限度地寻租却是不争的事实⁵。更何况，本案例的增发股份要锁定三年，实施增发时的股价对大股东而言意义并不大，其更在

⁵ 这类似于某些违法的内幕交易者因股价下跌，偷鸡不成反蚀一把米的案例，但不能因其内幕交易亏了钱，而不追究其违法责任。对董事会的融资权寻租，其寻租行为、寻租结果应分开看，不能因最终的增发价折扣率不高而否认大股东有隧道行为——本文所说的融资权寻租主要表现为定价权寻租和发行对象选择权寻租（详见下文），本案中，2012年6月中环股份设计增发方案时，已将融资权寻租做到了极致，但未来股价走势的难以预测会一定程度上影响最终的寻租结果。此外，2012年度增发方案采取以规则允许的底价向确定对象增发股份，规避了询价程序，但这也意味着大股东将放弃认股权（股价下跌时不好再将原方案推倒重来，再制定新的更低价方案），而此举通常是大股东认为公司股价在估值底部时才做出。

意公司中长期的股价走势——该公司值得注意的异常情况是：在向大股东单独实行定向增发的2012年度，经营业绩出现了大幅度下滑。2012年三季度财务报告显示，公司净利润同比大降98.95%，几乎临近亏损边缘，而在2011年度和2010年度公司净利润同比分别大幅增长87.20%和206.62%。鉴于此，不排除存在章卫东(2010)所说的，上市公司向其控股股东及其子公司定向增发新股时，进行负的盈余管理的情形（以打压股价向大股东利益输送）；而刚实施完定向增发，该公司董事会就于2012年12月21日通过了《关于会计估计变更的议案》，大幅降低了应收款项的坏账计提比例，即增发后立即进行正向盈余管理，以利好股价——受篇幅所限，本文不对此专业问题做展开研究。

2.5. 中环股份定向增发案例的典型意义

类似于中环股份，在熊市中终止原增发方案，再以新的定价基准日制定新的比原价低很多的发行价向大股东定向发行股票的公司近两年来很常见。例如，有研硅股2007年7月首次发布定向增发预案后，在接下来的5年里，由于公司股价持续下跌，相继6次调整增发方案，定向增发的底价由最初的27元，调整到2012年3月的10.78元，并向大股东定向增发（此前只向机构定向增发），2012年5月8日，公司新的定增方案在股东大会被中小股东否决（蔡俊，2012）^[20]。再如，西安饮食在2011年3月至2012年9月间，也是4次调整定向增发方案，股票发行底价由最初的10.70元调整到最新的5.65元（安卓，2012）^[21]。

值得注意的是，上市公司熊市中不断调低定向增发底价（特别是大股东调低增发价）的做法，已引起中小股东的强烈不满和维权——据新华社报道，2012年3月，A股频繁出现上市公司向大股东的定向增发方案在股东大会遭到否决的案例。例如，渝三峡A2011年4月公布定向增发预案，增发底价为13.81元，在股东大会上获高票通过。随后由于2011年下半年股市急跌，2012年2月，渝三峡A公布新方案，增发底价调整为6.17元。2012年3月9日，渝三峡A召开股东大会，新的低价增发方案被中小股东联手否决。此外，2012年3月，天富热电的增发底价从2011年的10.34元降至7.61元，金山股份的增发底价从2011年的8.2元降到6.1元，也都在股东大会上遭遇否决（何欣荣，2012）^[22]。

• Options in Private Placement、Board’ s Financing Rights
Rent-Seeking and the Majority Shareholders’ Tunneling: Cases
Study on Vanke and Zhonghuan Semiconductor

Abstract: Based on the cases analysis of vanke A and Zhonghuan Semiconductor private placement, this paper studies the deep cause of “tunneling” (the board of directors’ Financing Rights too big), applying the rent-seeking theory, with point of view corporate governance and supervision regulation. Putting forward new concepts named the board of directors financing rights boundary and majority shareholders’ option for subscribe stocks in private placement, with the board of directors’ financing rights’ rent-seeking rent, the paper presents a new theoretical explain and analyze on “Tunneling” among private placement in China. As a result of the present relevant rules still not perfected, in practice pricing constraints “10-percent-discount rule” failure, stock issue pricing reference of a serious shortage of timeliness. Thus, in the bull market background, many cases exposed a new corporate governance problem in our country – the board of directors financing rights (additional pricing and issuing object option) too big; In a bear market, it exposed some majority shareholders of listed companies get free option in private placement. The above two problems, directly result in the financing rights rent-seeking, the big shareholders occupy listed company interests and so on, and damage the interests of small and medium shareholders. The article suggest through perfecting corporate governance related rules and set up the board of directors financing rights boundary, as well as definite pricing-based-date in order to strengthening pricing constraints, compressing the rent-seeking space, and the elimination of big shareholders’ free option problems.

（案例正文字数：11,748）

^[1] 王金萍. 上市公司再融资热情高涨 A 股并非唯一渠道[N]. 大众证券报, 2013-01-24.

^[2] Johnson.S, .R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90 (2)

- [3] 黄建中. 上市公司非公开发行的定价约束机制研究[J]. 上海金融, 2007(2).
- [4] Silber.W. L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal, 1991, 47(4).
- [5] Barclay M. J, C. G. Holderness and D. P. Sheehan. Private Placements and Managerial Entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 4.
- [6] Baek Jae-seung, Jun-koo Kang and Inmoo Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Placement by Korean Chaebols[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(5).
- [7] 黄建中. 再融资市场化谨防股价操纵, 中华工商时报[N]. 2006-5-24.
- [8] 王志强, 张玮婷, 林丽芳. 上市公司定向增发中的利益输送行为研究 [J]. 南开管理评论, 2010(3).
- [9] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发与财富转移——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2009(5).
- [10] 郑琦. 定向增发对象对发行定价影响的实证研究[J]. 证券市场导报, 2008(4).
- [11] 章卫东, 李德忠. 定向增发新股折扣率的影响因素及其与公司短期股价关系的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2008(9).
- [12] 何丽梅. 我国上市公司定向增发折价研究——基于较完整市场周期的分析, 经济管理, 2010(2).
- [13] 王浩, 刘碧波. 定向增发: 大股东支持还是利益输送[J]. 中国工业经济, 2011(10).
- [14] 陈耿, 杜烽. 控股大股东与定向增发价格: 隧道效应、利益协同效应及其相互影响[J]. 南方经济, 2012(6).
- [15] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010(1).
- [16] 邓路, 王化成, 李思飞. 上市公司定向增发长期市场表现: 过度乐观还是反应不足?[J]. 中国软科学, 2011(6).
- [17] Asquith P. and D.W. Mullins. Equity Issues and Offering Dilution[J]. Journal of Financial Economics, 1986, (15).
- [18] Mikkelsen W.H. and M.M. Partch. Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process[J]. Journal of Financial Economics, 1986, (15).
- [19] 李康, 杨兴君, 杨雄. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J]. 经济研究, 2003, (3).
- [20] 蔡俊. 有研硅股增发难产: 5年6易方案 大股东5.9亿力挺[N]. 理财周报, 2012-9-24.
- [21] 安卓. 西安饮食四降增发价不甘心融资失败 接近打对折[N]. 第一财经日报, 2012-9-18.
- [22] 何欣荣. A股频现再融资被否案: 增发价过低伤害中小股东利益[N]. 人民日报, 2012-3-22.
- [23] 黄建中. 证券市场的博弈机制与投资者保护[J]. 财经问题研究, 2009(4).