

浙江龙盛定增式股权激励的利益输送行为剖析

沈霞, 朱朝晖(教授)

【摘要】 本文以浙江龙盛对公司高管的定向增发为例,研究了上市公司在面向高管的定向增发过程中的利益输送问题。由于现有制度规范的缺乏,浙江龙盛在信息不对称情况下,通过以高管为特定对象的定向增发和定向增发后的高额分红实现了在“定增式股权激励”过程中向高管进行利益输送的意图。

【关键词】 定向增发; 股权激励; 利益输送; 利益协同

【中图分类号】 F832.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)19-0069-5

定向增发是指上市公司采用非公开的形式向特定对象(不超过10名)发行股票募集资金的融资行为。较于传统定向增发,面向高管的“定增式股权激励”具有一定优势。首先,股份锁定期制度能有效避免对二级市场即期股市扩容的压力;而以高管为发行对象避免向中小股东融资,可以减轻上市公司“圈钱”嫌疑。其次,对高管而言,通过增发认购增持股份巧妙规避了巨额所得税开支;对上市公司而言,在实现较低成本融资的同时一并解决了管理层股权激励问题,将管理层决策的影响力直观化和市场化的同时保障中小股东利益。

然而定向增发涉及公司利益再分配问题,拥有决议控制权的股东能够使定增方案存在利益偏向性;我国一股独大的股权结构则为大股东提供了实现利益输送意图的捷径。尤需指出的是,目前我国相关法律制度尚存在缺陷,加之此类定向增发方式为国内资本市场新兴产物,因此其潜在的利益输送问题可能更为突出。

一、文献综述和理论分析

非公开发行股票早在20世纪90年代就已经作为一种股权再融资方式风靡英、美等国证券市场。国外学者认为其优点主要在于:能够解决新股发行中信息不对称问题、缓解不良投资者对公司管理的消极干预、巩固控股股东控制权。随着我国股权分置改革的实施和股票发行制度的完善,其在我国也持续升温并引起理论界的高度关注。王秀丽、马文颖(2011)认为,定向增发受到青睐的主要原因是其发行要求简单,未硬性设定盈利条件。谢琳(2010)认为实施定增可提升公司价值、改善公司治理,有助于实现公司价值最大化。姜志刚(2007)借助市场模型比较定增前后的经营绩效发现公司会在短期内出现业绩、每股收益明显上升的现象。

然而,定向增发行为也一直存在着利益输送问题。利益

输送也称隧道挖掘,由Jason等(2001)率先提出,专用于描述公司控股股东或内部人员为一己私利转移公司资产和利润,从而掠夺少数股东或外部投资者利益的行为。现有研究文献表明,在定增过程中确实存在较严重的大股东掏空上市公司吞蚀中小股东利益的情况。李刚(2014)认为这是我国“一股独大”环境下的必然结果。马德芳等(2014)研究发现,大股东的利益输送行为在牛市下更容易实现,而非牛市行情下其利益输送动机不强。之后不断有学者通过案例和实证研究发现了控股股东通过定增实现利益输送的途径,主要有以下四种方式:①定增前通过操纵利润、长期停牌等方式降低发行价格;②在定增过程中高价倾向劣质资产窃取利益;③定增后高额分红提前套现;④发行公司掌控定向增发方案的执行选择权,缺乏强制执行的制度规范。

现有文献的研究样本中定向增发基本以机构投资者等常规对象为主。那么,对于面向高管的“定增式股权激励”来说,现有研究结论是否同样适用?尽管上市公司在预案中标榜它是一种同中小股东利益协同的行为,但其对高管没有任何业绩条件约束且缺乏制度保证,是否会加大高管输送利益的潜在可能性?在类似案例频现的资本市场上上述问题的研究意义重大。本文借鉴已有研究成果深入剖析此新型定增方式,借此提高市场对定增式股权激励的认识并推动相关理论的发展和制度的健全。

二、案例概况

(一)浙江龙盛集团概况

浙江龙盛集团股份有限公司(简称“浙江龙盛”)是一家以化工为主业,集化工、房地产、钢铁汽配、金融投资四大产业于一体的综合性企业集团。公司始创于1970年6月13日,2003年8月1日上市,成为染料行业中首家上市企业,2005年

□ 案例分析

7月实行股权分置改革,并于2007年11月首次成功增发A股募集11.56亿元资金,2012年成功收购德司达,逐步占据全球染料行业的龙头地位。综合而言,浙江龙盛具有很强的经营实力、较高的市场地位和良好的发展前景。

(二) 定向增发方案概述

2014年3月26日,经过一周短暂停牌后浙江龙盛公布了其定增预案:以2014年3月27日为定价基准日,按12.30元/股的发行价格(不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价13.66元/股的90%)向阮伟祥等10名特定投资者非公开发行A股股票9670万股,发行对象需全额现金认购,认购股票在36个月内不得转让。2014年6月20日,因2013年度利润分配方案实施完毕,从而调整发行价格为12.03元/股。2015年3月19日,完成新股发行,募集资金净额为人民币114680.1万元。表1列示了其定向增发进程。

表1 浙江龙盛定向增发进程

时间	事件
2014.3.20	发布停牌公告,公司股票因筹划非公开增发股票事项即日起停牌
2014.3.26	公司董事会审议通过《非公开发行股票预案》
2014.3.27	发布《股票复牌提示性公告》,公司股票复牌
2014.4.28	公司股东大会决议通过《非公开发行股票预案》
2014.6.20	公司因2013年度利润分配方案实施而调整定增发价
2014.12.29	公司董事会审议通过《非公开发行股票预案(修订稿)》
2015.1.9	中国证监会发行审核委员会审核通过此次定向增发A股股票的申请
2015.2.12	中国证券监督管理委员会签署证监许可[2015]237号文件,核准本次定增
2015.3.19	浙江龙盛实际完成向各发行对象非公开发行股票
2015.3.25	浙江龙盛新增股份登记托管手续办理完毕

自康缘药业首次尝试定增式股权激励以来,若干上市公司相继出台了定增式股权激励方案。但与以往案例不同的是,浙江龙盛此次定向增发的发行对象全部为控股股东、实际控制人和核心管理人员(详见表2),且极其罕见地以现金方式全部包揽,未借道任何资金管道计划,不存在资金专户的遮掩和杠杆。

(三) 浙江龙盛定增目的

根据浙江龙盛的《非公开发行股票预案(修订稿)》,公司以这种创新模式进行定向增发的目的包括:①满足全球化整合和技术研发对公司储备资金的需求;②短期偿债能力需补充流动资金;③业务规模的扩张、产能的增加和市场份额的提高需流动资金支持,避免因自有资金不足而制约各项业务开展。公司拟借此募集资金改善财务结构,提高公司资金实力和承受风险能力,与全体股东利益相契合;④本次认购对

表2 浙江龙盛定向增发发行对象信息表 单位:万股

姓名	预案公告前股份	认购数量	与公司的关系
阮伟祥	13447	3000	控股股东/实际控制人/董事长/总经理
项志峰	4644	2250	控股股东/实际控制人/董事/副总经理
阮兴祥	1082	1200	副董事长
王勇	-	600	监事会主席
罗斌	-	550	董事/财务总监
姚建芳	-	550	董事会秘书
陈国江	-	400	总经理助理
金瑞浩	-	400	减水剂业务负责人
周波	-	400	汽配业务负责人
何旭斌	69	320	技术中心主任
合计	19242	9670	

象的特殊性在一定程度上反映出高管对公司未来前景的信心与支持,同时也向市场传递出利好信号。

三、浙江龙盛定增方案的利益协同分析

根据浙江龙盛定增预案披露,此次定向增发的意图仅仅是为了满足流动资金需求,降低流动风险,以增强产业整合能力和可持续发展能力,同时维护全体股东利益。定增式股权激励在实现低成本筹资的同时,完成了对高管的股权激励,理论上这种双赢行为可称之为“利益协同”。

那么此次定向增发是否真正实现了利益协同?图1为浙江龙盛2012年4月~2015年4月的股价变动情况,2014年3月19日为公司定向增发方案经董事会决议日(2014年3月26日)前的最后一个交易日。



图1 股价比较

由图1可知,浙江龙盛在公布实行定向增发的决议后,其股价开始上涨,但是这种上涨并没有持续。然而,经价格调整后,即2014年12月29日预案修订稿公布之后,股价始终维持在停牌价(14.94元/股)以上,最高涨至31.15元/股,涨幅几近200%,尤其是2015年3月18日新增股票实际发行后股价直线攀升。通过与闰土股份、万华化学的对比不难发现,停牌前

三者的股价不分伯仲,但是复牌后浙江龙盛遥遥领先且差距逐渐扩大,显然定向增发对其股价的影响显著。

除股价优势表现明显外,浙江龙盛经营业绩也取得了显著提升。图2~图4列示了2012~2014年浙江龙盛和行业平均水平的每股收益、总资产收益率(ROA)和销售净利润率的变化情况。

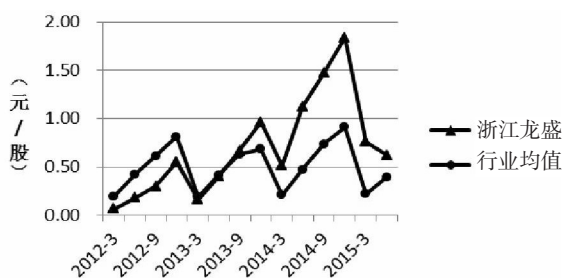


图2 每股收益比较

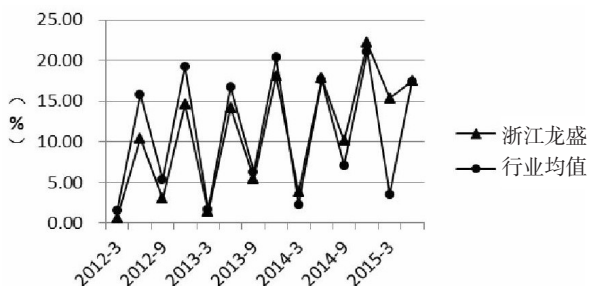


图3 总资产收益率比较

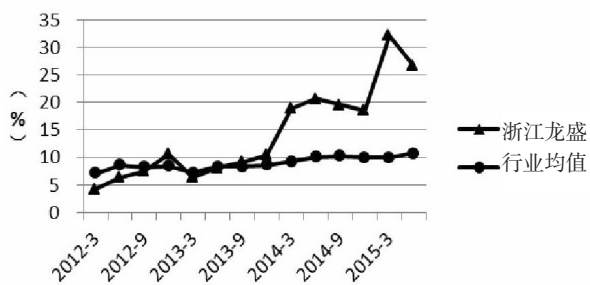


图4 销售净利润率比较

由图2可知,在2012~2013年期间,浙江龙盛的每股收益和行业平均每股收益并无明显的差别,并且每年各季度变动趋势也基本一致。但2014年浙江龙盛的每股收益以及其增长速度明显高于行业平均水平,尤其是2014年第一季度之后,此时恰是其公布增发决议之后。2014年第四季度浙江龙盛的每股收益达到了1.835元,为行业平均水平的2倍,但2015年开始下降。由图3可以发现,浙江龙盛ROA只维持在行业平均水平。由图4可知,从2014年开始浙江龙盛销售净利润率表现出显著的领先优势,但在2015年第二季度开始下降。

综上所述,浙江龙盛公布定向增发预案后的确取得了较好的市场反应和卓越的经营业绩,但其经营业绩从2015年开

始回落。股价上涨往往是上市公司定向增发后的普遍现象,并不代表此次定向增发具有利益协同效应,而先升后落的经营业绩似乎佐证了这一点。考虑到此次方案的特殊之处,即完全面向高管全额现金认购,需要进一步确认浙江龙盛到底是纯粹进行定向增发还是变相进行股权激励,对浙江龙盛高管的定向增发到底是利益协同行为还是利益输送行为。

四、浙江龙盛定增方案是否存在利益输送

(一) 现金充足缘何定增募集资金

浙江龙盛在增发方案中反复强调其实施定向增发最重要的原因是补充流动资金,然而笔者对这一理由存在疑问。浙江龙盛于2014年4月9日发布的《关于委托理财的公告》称,浙江龙盛及其控股子公司将进行短期理财产品投资,投入资金不超过10亿元,此次投资资金均为自有闲置资金。既然资金短缺,那么在无任何重大资金补充的短短12天后为何又有闲置资金进行投资?

为验证浙江龙盛是否存在其标榜的流动性风险,对其相关指标进行分析。图5~图8列示了浙江龙盛经营现金流占资产的比重、货币资金比重、流动比率和现金比率与行业均值的比较。可以发现,总体而言公司货币资金十分充足资产流动性强显著高于行业平均水平;从2012年6月起,浙江龙盛现金比率均维持在20%以上,进一步证明了其不存在流动性风险反而可能存在流动资产闲置。这也解释了公司为何有闲置资金进行投资。因此,浙江龙盛标榜的补充资金降低流动风险的定增意图让人觉得可能只是一个借口。

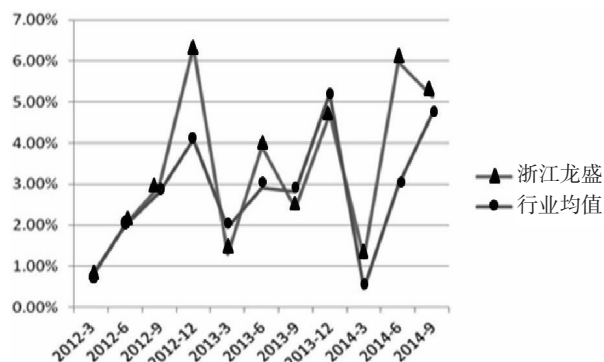


图5 经营现金流占资产的比重比较

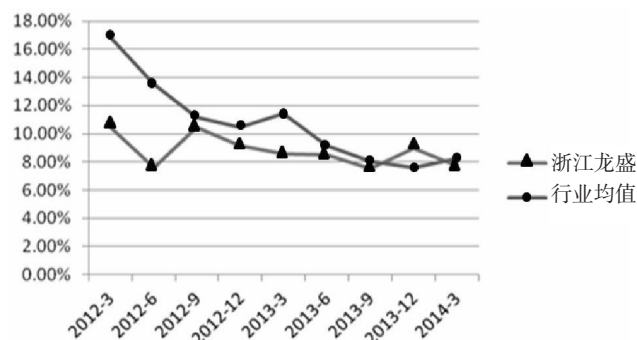


图6 货币资金比重比较

□ 案例分析

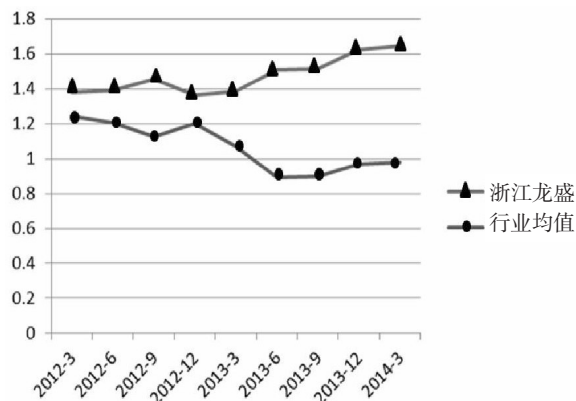


图7 流动比率比较

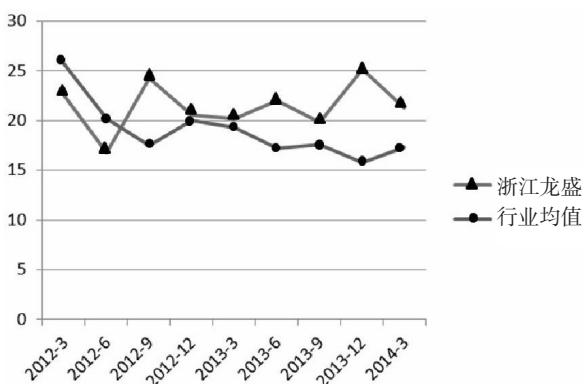


图8 现金比率比较

（二）利益协同还是利益输送

1. 市场绩效分析。虽然自定向增发方案公布以来，浙江龙盛的经营业绩伴随着股价大幅提升，但这种提升只维持了不到一年就表现出了大幅度的回落，所以需要进一步分析定向增发当期浙江龙盛经营业绩提升的原因。

在公布预案之前，浙江龙盛主营产业的市场价格已经飞速上涨。2013年染料价格总体涨幅在70%以上，可见强势的经营业绩背后真正起作用的是一路看涨的市场行情，上述“利益协同”效应可能只是一种假象。

此外，浙江龙盛2013年年报显示，染料业务的量价齐升促使其净利润同比增长509.53%，高涨的市场行情对公司业绩的提升效果显著；在全球染料市场中，浙江龙盛的规模已大幅领先同类公司，行业龙头地位成熟稳固。图9表明浙江龙盛早在2012年就开始投入大量研发资金，投入量远远高于闰土股份和行业均值，其节能减排优势早已形成。加之2013年十八大召开后环保标准的持续加码更让浙江龙盛抓住发展契机，未来受益于行业环保标准的提高。

2. 存在利益输送行为。上述证据表明：浙江龙盛在公布定向增发预案之前染料市场行情已经表现为一路看涨，且公司自身未来发展前景也将持续向好。那么，作为公司运营和决策的直接参与者——高管势必早已洞悉该利好信息，其实

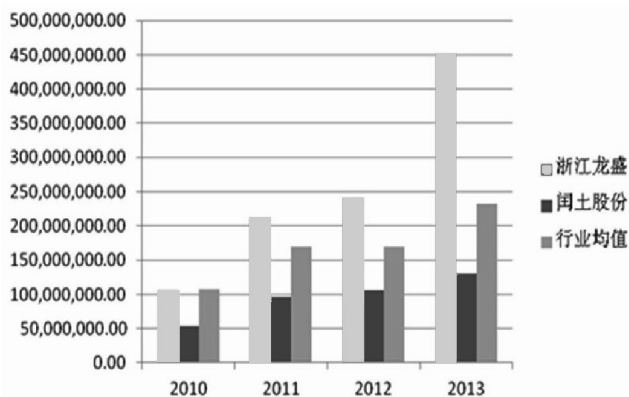


图9 研发投入比较

际控制人阮伟祥不惜涉嫌违规操作提前数日布局买股的行为，更是进一步验证了本文的怀疑。

然而，在信息不对称下并非全体股东均能获悉公司现状和未来发展状态，尤其是中小股东。因此，浙江龙盛在已知将坐收高额利益的情况下，通过完全面向自家高管的定向增发方式悉数囊括全部利益的行为，严重损害了中小股东利益，这种“光明正大”的自肥行为中利益输送意图不言而喻。

虽然浙江龙盛定增停牌时间短暂，不存在故意延长停牌时间来压低发行价格的嫌疑，亦未借道资金管道的杠杆作用，透明度和利益捆绑性高，但是通过以上思考本文认为其利益协同的表象背后的确存在利益输送行为。

（三）定向增发还是股权激励

假设浙江龙盛2014年3月26日公布的是股权激励方案，根据《上市公司股权激励管理办法》第二十四条规定：上市公司在授予激励对象股票期权时，行权价格不应低于股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价，或股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价中价格较高者。2014年3月19日浙江龙盛股票收盘价为14.94元/股，前30个交易日股票平均收盘价为13.31元/股，因此本次激励计划需制定的行权价格至少应为14.94元/股，远高于实际定向增发的发行价格12.03元/股。按照9670万股计算，此次定向增发至少为高管节约2.8亿元的激励成本。此外，定增式股权激励行权期短且没有业绩指标约束，可以避免高额所得税及其他费用。

因此，浙江龙盛在无流动资金需求、无明确募资投向的情况下推出针对自家高管的定向增发方案，其借定向增发之道行股权激励之实的意图显而易见。浙江龙盛以定向增发的形式向高管实施股权激励“合理合法”地为自身营造了低成本、高收益的行权空间，这在一定程度上不得不令人怀疑其利益输送的可能。

（四）定增后缘何再现金分红

浙江龙盛在定增预案公布后仅一个月，公司年度股东大会通过了《2013年度利润分配的预案》，此次分配以

1527865930 股为基数向全体股东每 10 股派发现金红利 2.70 元(含税),总计分发股利 4.13 亿元(含税)。

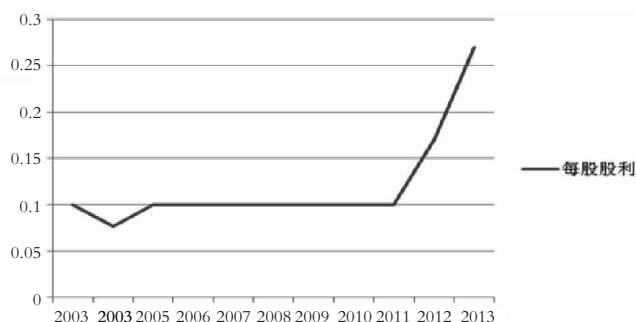


图 10 浙江龙盛股利分红情况

分析浙江龙盛自 2003 年来历年利润分配情况(见图 10),发现本次现金分红力度明显加强,突破历史分红记录,而浙江龙盛在定增方案中表示其货币资金下降 57%。一方面货币资金不足,另一方面又以大金额现金分红,显然难以自圆其说。如此“大度”的分红中最大的得益者就是以低价认购后又分得高额股利的高管们。

《上市公司非公开发行股票实施细则》第十三条规定:董事会决议还应当明确上市公司的股票在定价基准日至发行日期间除权、除息的,发行数量和发行底价是否相应调整。浙江龙盛“巧妙”运用这一政策,利用高额现金股利将定价压低为 12.03 元/股。按照 9670 万股的新增股数折算,高管可节省 2610.9 万元定向增发成本,同时也扩大了其未来套现空间,并在一定程度上造成利益协同的假象。

已有研究证实了我国现金股利政策并不能让各类投资者进行公平的利益共享,股权再融资后大股东经常会通过派发现金股利侵占中小股东的利益。可见在我国,内部投资者可以通过派发现金股利来减少自由现金流量,挤占外部投资者利益。赵玉芳等(2011)也通过实证研究进一步揭示了我国上市公司定向增发后,大股东存在通过现金分红向自身输送利益的显著行为倾向。若定向增发后高额分红,外部投资者在利益共享需求得到满足的情况下,学习机制失灵(翟林瑜, 2004),接受留存收益被内部投资者部分攫取的事实,从而其行为模式不会发生较大变化,良好而稳定的市场反应使内部投资者愈加从中获利。朱红军等(2008)通过对驰宏锌锗定向增发案例的研究中亦发现,其大股东进行利益输送的手段之一就是定向增发后高额分红,这与本案例“异曲同工”。浙江龙盛本次定向增发对象全为内部股东,其在逐利市场本性的驱使下确实存在乘势而为之实。

五、结论

自康缘药业创新性地实施“定增式股权激励”以来,这一新型方式使得上市公司在以较低成本融资的同时,一并解决了高管股权激励问题,并向市场传递高管对公司未来有信心信息,因此该模式不断被模仿。然而,浙江龙盛此次定向增

发方案在“利益协同”表象的背后存在向高管输送利益的行为,其巧妙地选择定向增发对象,并在定向增发后高额分红,帮助其实现了通过“定增式股权激励”输送利益的目的。根据本文研究结论,基于浙江龙盛此次定向增发方案的优缺点,对定向增发相关政策和法规的制定提出以下建议:

1. 严格认购对象资格审核。我国现有制度规定的定向增发对象一类是非关联股东,另一类是关联股东,之后的一系列相关规定也是以此为基础。然而,本案例中的增发对象是高管,现有的制度规范难以准确地约束其行为。借鉴美国对特定对象的划分标准,将其细分为五类:财务公司;产业投资公司和风险投资基金;公司董事、监事和高管;具有一定规模的公司;成熟的个人投资者。我国也应该实施详细而科学的分类,并针对不同对象严格制定配套的审查标准,完善资格审核审查体系。

2. 提高增发目的审核标准。无论是《上市公司证券发行管理办法》还是《非公开发行股票实施细则》,都未具体规范发行目的,从而导致募集资金投向不明的定向增发方案屡见不鲜。因此,可以要求发行公司必须提供充足证据证明其发行目的的真实性。在具体审核时对证据充分性进行量化处理,制定相应数值范围,从而避免发行公司标榜的定向增发目的与实际不符的情况出现,提高市场信号准确度。

3. 扩大相关事项披露时间范围。在公布定向增发预案前后,发行公司容易利用信息不对称的局限性故意隐瞒相关事项,以便在定向增发时“中饱私囊”,然而现有制度在这方面对上市公司并没有明确要求。所以,应强制要求发行公司披露一切影响市场表现和经营业绩的重大事件,并设定量化的时间范围;同时应强调重大事件的相关性和真实性,从而提高信息披露的及时性,以便于政府和市场的监管。

4. 创造条件以维护中小股东利益。浙江龙盛此次定向增发方案公布后,市场上质疑声一片,纷纷怀疑其真实目的。然而中小股东只能被动接受该方案的实施,没有选择权导致自身利益遭到侵蚀。为真正发挥定向增发的“利益协同”效应,在制定相关政策过程中,应该考虑为中小股东的自由选择权提供机会。

主要参考文献:

- 王秀丽,马文颖.定向增发与利益输送行为研究——来自中国资本市场的经验证据[J].财贸经济,2011(7).
- 谢琳.定向增发与普通增发比较分析——基于发行条件与公告效应分析[J].现代管理科学,2010(9).
- 贺薇,刘用明.我国上市公司定向增发短期股价表现实证研究[J].管理学家(学术版),2010(8).
- 姜志刚.我国上市公司定向增发问题研究[D].厦门:厦门大学,2007.
- 作者单位:浙江工商大学财务与会计学院,杭州 310018