

分类号：  
学 号：2014411038

密 级：  
单位代码：10759

# 石河子大学

## 硕士学位论文



### 定向增发、资产注入与利益输送 ——基于盛屯矿业的案例研究

|             |         |
|-------------|---------|
| 学 位 申 请 人   | 解春强     |
| 指 导 教 师     | 郭桂花 教授  |
| 申 请 学 位 类 别 | 专业硕士    |
| 专 业 名 称     | 会计硕士    |
| 研 究 领 域     | 会计理论与方法 |
| 所 在 学 院     | 经济与管理学院 |

中国·新疆·石河子

2016年5月

分类号：  
学 号：2014411038

密 级：  
单位代码：10759

# 石河子大学

## 硕 士 学 位 论 文



### 定向增发、资产注入与利益输送 ——基于盛屯矿业的案例研究

|             |         |
|-------------|---------|
| 学 位 申 请 人   | 解春强     |
| 指 导 教 师     | 郭桂花 教授  |
| 申 请 学 位 类 别 | 专业硕士    |
| 专 业 名 称     | 会计硕士    |
| 研 究 领 域     | 会计理论与方法 |
| 所 在 学 院     | 经济与管理学院 |

中国·新疆·石河子

2016年5月



**Private Placement, Asset Injection and the Transfer of Benefits**

**-- Based on the caseanalysis of Shengtun Mining Group Co.,Led**

A Dissertation Submitted to

**Shihezi University**

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

**Master of Professional Accounting**

By

**Xie chunqiang**

Dissertation Supervisor:Prof. Guo guihua


May,2016



## 石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

### 学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：

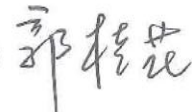
时间：2016年5月31日

### 使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：

时间：2016年5月31日

导师签名：

时间：2016年5月31日



## 摘要

2006年5月8日中国证监会颁布并实施了《上市公司证券发行管理办法》，管理办法首次提出“上市公司发行证券可以采取向特定对象非公开发行的方式，即定向增发”，这标志着定向增发这一新型股权再融资的方式正式踏上中国证券市场的舞台。定向增发以其发行对象选择自由、盈利要求无规定、融资规模无限制等优势迅速受到了上市公司的青睐，除此之外参与定向增发的特定对象除了可以选择直接用现金认购新股外，还可以选择采用资产来认购新股，实现向上市公司完成资产注入。然而，大多数上市公司都是选择向大股东进行定向增发，而且大股东往往会选择用资产来认购新股，这就使得定向增发资产注入成为了一种双重关联交易。由于我国相关法律法规和制度不健全，大股东很可能在这种双重关联交易中进行利益输送，侵害上市公司和中小股东的利益。

本文选取盛屯矿业作为案例研究对象，盛屯矿业在2010年至2014年五年的时间内相继完成了四次定向增发，本文将对其后两次连续的定向增发资产注入进行研究，分析盛屯矿业在定向增发资产注入的过程中所存在的利益输送的方式以及所造成的经济后果。本文首先介绍了研究背景与研究意义，并分析了与本文研究相关的国内及国外的文献，包括定向增发的动因和公告效应，以及定向增发、资产注入与利益输送之间的关系。其次，本文对定向增发、资产注入和利益输送的概念作以陈述，并基于监督效应理论、第二类代理理论和信息不对称理论概述了定向增发资产注入中存在的利益输送的方式。再次，本文以盛屯矿业作为案例研究对象，重点分析了其后两次定向增发资产注入中所存在的利益输送的方式，并通过采用事件研究法和财务指标分析法对利益输送所带来的后果进行了分析。最后，本文总结了研究结论与不足，并提出了相关建议与意见。

本文通过以盛屯矿业作为案例研究发现，盛屯矿业在定向增发资产注入过程中存在向大股东利益输送行为，进行利益输送的方式主要有注入劣质资产、过度虚增注入资产价值、大股东减持套现行为、大股东设立壳公司来进行资产注入以及上市公司在定向增发前后进行利润分配。由于利益输送的情况存在，盛屯矿业的定向增发资产注入的公告并没有表现出明显的正公告效应，而且高价注入的不良资产损害了上市公司的长期经营业绩。对此本文针对性的提出了政策建议，主要包括完善定向增发的约束监管机制、强化注入资产质量的评估、加强中小投资者教育。

**关键词：**定向增发；资产注入；利益输送；盛屯矿业



## Abstract

China Securities Regulatory Commission promulgated May 8, 2006 and implemented the "Administrative Measures for the issuance of securities of listed companies", first proposed management approach, "listed companies to issue securities may take the form of non-public offering to specific objects, that private placement," which marks this new placement equity financing of Chinese securities market officially set foot on stage. Private placement of its freedom of choice issue objects, profitability requirements not specified, raising unlimited advantages quickly by the listed company's favor, in addition to the specific object of private placement in addition to the option to subscribe for new shares with cash directly, you can also opt assets to subscribe for new shares, to achieve complete assets into the listed company. However, the majority of listed companies are major shareholders to choose private placement, and large shareholders often choose to use assets to subscribe for new shares, which makes private placement of assets into related party transactions has become a double. Due to China's relevant laws and regulations and systems, and is likely to be the major shareholder in this double transfer of benefits associated with the transaction, and against the interests of minority shareholders of the listed company.

This paper selects Sheng Tun mining as a case study, Sheng Tun mining in the 2010-2014 five-year period have been completed and four private placement, the paper will be followed by two successive private placement of assets into the study, analysis Sheng way in Tuen Mining private placement of assets into the process of the existence of transfer of benefits and consequences. This paper introduces the research background and significance, and analyzed the domestic and foreign literature and research related to this article, including the relationship between motivation and private placement announcement effects, as well as private placement, asset injection and transfer of benefits between. Secondly, for the private placement, asset injection and the concept for the transfer of benefits to the statement, and effect theory based supervision, the second agency theory and asymmetric information theory provides an overview of the way of private placement of assets into the presence of the transfer of benefits. Thirdly, to Sheng Tun mining as a case study, we analyze the way followed by two private placement of assets into the existence of transfer of benefits, and by using event study and analysis of financial indicators of transfer of benefits arising consequences were analyzed. Finally, this paper summarizes the conclusions and deficiencies, and put forward relevant suggestions and comments.

Based on Sheng Tun mining as a case study we found that the presence of Sheng Tun mining assets into the private placement to large shareholders during transport behavior, conduct of transfer of benefits are mainly low-quality asset injection, injection over inflated asset values, minus the major shareholder cash holding behavior, major shareholders to set up shell companies and assets into the listed company private placement carried out before and after the distribution

of profits. Due to the existence of transfer of benefits cases, private placement of assets into the announcement Sheng Tun mining did not show a significant positive announcement effect, and high non-performing assets injection undermined the long-term operating performance of listed companies. This article targeted policy recommendations, including sound placement constraint regulatory mechanisms, strengthen inject asset quality assessment, strengthening small and medium investor education.

**Keywords:** Private placement, Asset injections, Transfer of benefits, Shengtun Mining Group Co.,Ltd

# 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 摘要 .....                        | I  |
| Abstract .....                  | II |
| 第一章 绪论.....                     | 1  |
| 1.1 研究背景与意义.....                | 1  |
| 1.1.1 研究背景.....                 | 1  |
| 1.1.2 研究意义.....                 | 2  |
| 1.2 文献综述.....                   | 3  |
| 1.2.1 国外文献综述.....               | 3  |
| 1.2.2 国内文献综述.....               | 4  |
| 1.2.3 文献评述.....                 | 5  |
| 1.3 研究内容、思路与方法.....             | 5  |
| 1.3.2 研究内容.....                 | 5  |
| 1.3.2 研究思路与方法.....              | 6  |
| 第二章 定向增发资产注入理论与分析.....          | 8  |
| 2.1 相关概念界定.....                 | 8  |
| 2.1.1 定向增发.....                 | 8  |
| 2.1.2 资产注入.....                 | 9  |
| 2.1.3 利益输送.....                 | 10 |
| 2.2 定向增发的理论基础.....              | 10 |
| 2.2.1 监督效应理论.....               | 10 |
| 2.2.2 第二类代理理论.....              | 11 |
| 2.2.3 信息不对称理论.....              | 11 |
| 2.3 定向增发资产注入中的利益输送方式分析.....     | 12 |
| 2.3.1 定向增发中注入劣质资产.....          | 12 |
| 2.3.2 定向增发中注入资产价值虚增.....        | 13 |
| 2.3.3 定向增发前后的套现行为.....          | 13 |
| 第三章 盛屯矿业案例介绍.....               | 14 |
| 3.1 盛屯矿业公司简介.....               | 14 |
| 3.2 盛屯矿业五年四次定向增发方案回顾.....       | 14 |
| 第四章 盛屯矿业定向增发、资产注入与利益输送分析.....   | 16 |
| 4.1 盛屯矿业定向增发、资产注入与利益输送方式分析..... | 16 |
| 4.1.1 大股东注入劣质资产.....            | 16 |
| 4.1.2 大股东注入资产价值过度虚增.....        | 18 |
| 4.1.3 大股东定向增发后减持套现.....         | 19 |
| 4.1.4 大股东设立壳公司进行资产注入.....       | 20 |
| 4.1.5 定向增发前后进行利润分配.....         | 22 |
| 4.2 盛屯矿业利益输送后果分析.....           | 25 |
| 4.2.1 定向增发短期公告效应分析.....         | 25 |
| 4.2.2 定向增发长期财务状况分析.....         | 29 |
| 第五章 结论与建议.....                  | 35 |
| 5.1 研究结论.....                   | 35 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 5.2 政策建议.....            | 35 |
| 5.2.1 完善定向增发的监管约束机制..... | 35 |
| 5.2.2 强化注入资产质量的评估.....   | 36 |
| 5.2.3 加强中小投资者教育.....     | 36 |
| 5.3 研究不足.....            | 37 |
| 参考文献.....                | 38 |
| 致谢 .....                 | 40 |
| 作者简介.....                | 41 |

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景与意义

#### 1.1.1 研究背景

定向增发，又称非公开发行，指上市公司通过采用非公开发行的方式向特定的对象发行股票的行为。股权分置改革以前，股权再融资主要有公开发行和配股两种，但是增发并不受到市场的认可。例如2004年7月8日，山鹰纸业发布了增发申请获得通过的公告，但是公告发布当天公司股价就下跌2%，而且此后连续四天都出现不同程度的下跌，总跌幅高达11%。然而定向增发自2006年证监会颁布的管理办法提出以来，其以发行对象选择自由、盈利要求无规定、融资规模无限制等优势迅速受到了我国上市公司的青睐，一度成为股权再融资的主流方式。据国泰安数据库统计，2014年共有427家A股上市公司已经实施了定向增发，相比2013年263家增长了越62%，其中2014年定向增发募集总金额6000亿元，相比2013年定向增发募集总金额3463亿增长了73%，而且定向增发的收益也非常可观，一度被证券市场视为利好。从总体来看，定向增发不论在发展速度还是融资规模，都呈现一种良好的发展趋势。

然而，与海外纯粹的融资和现金认购不同，我国上市公司定向增发的新股还可以采用资产认购。其实早在2005年，证监会就明确提出了支持并鼓励大股东向上市公司注入优质资产，这样一方面可以避免公司与大股东之间的关联交易以及内部的相互竞争，另一方面帮助企业实现产业结构调整，加快主营业务的转型或多元化经营。所以越来越多的大股东选择采用自有资产来认购上市公司向其定向增发的新股，这种双重的关联交易（黄建中，2006；彭忠波，2007）也逐渐成为了学术讨论的热点。目前学术界对定向增发资产注入存在两种不同的研究方向，一种是“支持”，即大股东通过定向增发将其优质资产注入到上市公司，提高上市公司和中小股东的收益，实现利益协同，达到双赢的目的；另一种是“掏空”，即大股东通过定向增发将劣质资产或者估值过度虚增的资产注入到上市公司，实现以较少的成本换取更多货真价实的股权，表现为上市公司向大股东进行利益输送。朱红军（2008）通过研究驰宏锌锗实施的定向增发发现，该公司大股东不仅通过定向增发向上市公司注入了劣质资产，而且还在公司定向增发完成后进行了高额的现金分红，存在明显的利益输送行为，不仅没有起到其标榜的增厚公司效益的作用，从长期来看反而侵害了公司原有的业绩。

本文将以盛屯矿业集团股份有限公司（公司代码：600711，下文简称盛屯矿业）作为案例研究对象，盛屯矿业为何在近年来频频实施定向增发？究竟是什么让盛屯矿业如此热衷这一再融资方式？证券市场对这种频繁定向增发又持有一种什么态度？又为何连续两次进行定向增发资产注入？大股东通过定向增发所注入的资产是否为优质资产？通过定向增发资产注入这种“双重关联交易”

对上市公司和中小股东究竟是“利益协同”还是“利益输送”？这些问题都值得我们进一步的探讨和研究。

### 1.1.2 研究意义

目前我国上市公司通过定向增发来完成大股东资产注入已经成为定向增发的一个主要目的（张忆东，2007），定向增发资产注入中存在的利益输送的现象也成为了学术界讨论的热点话题。本文将在已有研究的基础上，通过采用理论结合案例的研究方式，着重分析定向增发资产注入这一“双重关联交易”中存在不同利益输送方式的理论意义和现实意义，希望能对该方向的后续研究起到一定的帮助作用。

#### （1）理论意义

目前国内外学者已经对定向增发过程中的利益输送行为进行了大量的研究，主要的研究方向包括定向增发前的长期停牌、折价发行以及大股东在增发前后的减持套现行为等。由于我国定向增发制度源于国外，很多相关基础理论也源自国外，我国学者结合国外学者已有的研究结论，针对我国上市公司在定向增发过程中可能存在的利益输送现象进行了论证与探讨，发现我国上市公司同国外的私募一样，存在相似的利益输送方式。但由于我国特殊的市场政策与监管机制，相比国外纯粹的融资和现金认购，我国很多定向增发是通过资产认购完成的，所以国外对这一方向的研究较少。目前我国学者已经对这种具有中国特色的资产注入式定向增发做了相关研究，提出了两种不同的理论，即大股东“支持”和大股东“掏空”，但仍没有明确的结论，而且有的学者认为“支持”与“掏空”在不同的公司环境下甚至可以相互补充。

本文将在已有的学术研究理论的基础上着重对定向增发资产注入这一研究方向进行分析，包括多次定向增发和连续的资产注入是否仍然适用原有的理论，其中是否有规律可循？希望通过本文的研究能对现有理论加以补充，并为后续的研究提供一些思路和参考方向。

#### （2）现实意义

首先，我国定向增发起步相对较晚，再加上上市公司股权结构相对集中以及相关法律法规不够健全，定向增发的盈利要求度不高、审批相对简单以及信息披露程度低等特点反而为大股东通过定向增发进行利益输送提供了天然的屏障。但是相比于其他利益输送的方式，大股东通过定向增发资产注入的方式进行利益输送不仅程序较为繁琐，而且成本也相对较大，最重要的是所注入的资产是否能够带来利益协同会长期受到相关机构以及股民的监督，那为何仍有大量的公司采用这种方式呢？本文在结合已有研究成果的基础上，探讨并总结定向增发资产注入过程中所存在的利益输送方式，希望能给我国相关监督机构提供一定的参考，进而规范我国上市公司的定向增发资产注入这种双重的关联交易，从而更好地保护上市公司与中小股东的利益。

其次，现有案例中，对于在定向增发过程中完成资产注入这一方式的案例研

究较少，且现存的案例研究基本上也是针对单次的定向增发资产注入。本文将以盛屯矿业作为案例研究对象，对其近年来频繁的定向增发进行分析，尤其是连续两次的定向增发资产注入对上市公司和中小股东带来的影响，为如何保护中小股东的利益提供一定的参考。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外文献综述

#### (1) 定向增发的动因

定向增发，在国外被称为私募，也同样受到国外大多数上市公司的青睐。对此，国外学者也进行了较多的研究，他们的研究表明定向增发的动因具有多样性。Hertzel、Smith(1993)以美国上市公司作为研究对象，研究发现上市公司的私募对象往往能够更清楚的了解到上市公司的真实投资价值。当上市公司有比较好的投资项目但不被市场看好时，公司往往会选择通过私募的方式来寻找投资机会和项目资金。除此之外，Demsetz,Lehn(1985)和 Shleifer,Vishny(1986)研究还发现定向增发可以为上市公司引进优质的投资者，一方面对公司的管理者进行了额外的监督而且还能够提供专业的建议，另一方面公司的价值也因为新的股东出现而增加。

但是，对于在家族企业中实行的定型增发，Cronqvist 和 Nilsson(2005)研究表明家族类上市公司更倾向于向家族内部成员增发新股，从而不断巩固该家族在上市公司的控股权地位，防止家族控股权受到稀释。

#### (2) 定向增发的公告效应

相对于公开发行，定向增发的公告效应更为明显。而对于定向增发的这种公告效应，国外学者存在两种不同的研究结论。一种是定向增发的公告将给公司带来正效应，拉动股票的上涨。Hertzel、Smith（1993）研究认为定向增发会被视为公司现有价值被低估，其公告效应会带来股票上涨，而公开发行会被视为公司现有价值被高估，其公告效应会带来股票下跌。另一种是定向增发将给公司带来负效应，使得公司股价下跌。Huson（2009）研究发现，如果在美国上市公司的私募公告中存在信息不对称的情况，这种私募公告会导致明显的负公告效应，带来公司股价的下跌，而且持续时间较长。而且在新加坡，政府规定禁止向公司原有股东定向增发新股，防止公司原有股东的股权遭到稀释，公司原有股东的股权遭到稀释会给股票市场释放一种负面的信号，所以 Chen（2002）通过研究认为定向增发的公告在新加坡也将会带来股价的下跌。

#### (3) 定向增发、资产注入与利益输送

很多国外学者对定向增发资产注入的问题也进行了研究，研究表明大股东在定向增发资产注入也同样存在两种不同的研究方向。Friedman（2009）研究发现，在1997年亚洲金融危机爆发后，许多上市公司的控股股东或者大股东都积极主动的将自身的优质资产注入到上市公司，从而帮助上市公司渡过难关。他认为当

公司面临危机的时候，公司控股股东会选择支持公司。但是研究更多的是大股东在通过定向增发资产注入过程中的利益输送问题，Grossman、Hart(1988)提出了控制权收益的概念，即只有控股股东可以获得的收益，例如控股股东通过定向增发来巩固自己的股权地位或者利用其绝对控股的地位非法侵占或者转移公司利润来实现对上市公司进行多重掏空。而且 Johnson（2000）也研究发现，在美国等国家许多大股东的掏空行为并不违法，主要包括两种：一种是控股股东利用其绝对的控制权通过关联交易低价获取上市公司的资产和利润，另一种是控股股东以低价认购定向增发的新股，巩固自己股权地位的同时侵害了中小股东的权益。

### 1.2.2 国内文献综述

#### （1）定向增发的动因

对于定向增发动因的研究，我国学者的研究结论有两个不同的方向。尹筑嘉（2010）通过研究发现，控股股东通过定向增发的方式将自身优质资产注入到上市公司，对证券市场释放了其对上市公司支持的信号，这不仅有助于优化公司的产业结构，而且还可以改善上市公司的经营业绩，并最终带来股价的上涨。但是王志彬等（2008）认为，控股股东往往凭借其绝对的控股地位，通过操纵定向增发的价格实现对上市公司的“掏空”行为，而且公司所有权越集中的公司就越容易出现上市公司向大股东利益输送的行为。黄建中（2006）认为，如果上市公司向外部投资者定向增发新股，这不仅可以对原有股东产生新的监督作用，而且还可以提升公司的经营业绩和管理水平，但是上市公司向控股股东定向增发新股本就属于一种关联交易，这个过程很容易滋生控股股东为一己私利而侵害中小股东利益的行为。

#### （2）定向增发的公告效应

对于定向增发公告效应的研究，我国学者研究发现定向增发的公告会给上市公司带来明显的正效应。而且魏立江等（2008）通过研究发现定向增发的预案公告效应与外部投资者的认购比例呈正相关，也就是说如果外部投资者在定向增发中认购新股的比例越高，短期内定向增发的正公告效应就会越明显。徐寿福

（2010）通过分析上市公司的定向增发的短期公告效应也发现，我国的定向增发的正公告效应比较明显，具体表现为上市公司股价在定向增发公告前一周左右的时间内的超额累计收益率在 5%至 8%之间浮动。但是在连续多次实施定向增发的上市公司的公告会存在负效应，贾刚，李碗丽（2013）研究分析了上市公司通过多次定向增发的动机，研究认为利益输送很可能是上市公司进行多次定向增发的主要动机，而这种利益输送的动机会随着多次定向增发而被市场做出消极回应，这将导致多次实施多次定向增发的公告效应逐渐消失甚至出现负效应。

#### （3）定向增发、资产注入与利益输送

我国学者对定向增发资产注入的研究主要侧重于其中的利益输送行为，章卫东（2012）分析总结了控股股东在定向增发资产注入中的利益输送方式，主要有：①、控股股东利用定向增发将不良资产注入到上市公司；②、控股股东过度虚增

所注入资产的价值；③、控股股东在资产注入完成后实行利润分配来进行利益输送。而且陈信元等（2008）也研究认为上市公司实行定向增发后将会面临公司股权的重新分配问题，由于我国股权较为集中，很容易出现大股东通过盈余管理、高折价发行和注入不良资产等方式进行利益输送。张鸣和郭思永（2009）研究发现，如果大股东通过定向增发给公司注入优质资产，这不仅能够优化公司股权结构，而且还能进一步减少公司进行重新投资的时间并提高公司整体的效益。但是由于我国相关法律法规以及监督审核的制度不健全，大股东很有可能在一己私利的情况下通过定向增发给公司注入劣质资产，损害了公司的利益。宋顺林和翟进步（2014）以我国 843 家已经完成资产注入的上市公司作为研究样本，主要从市场反应以及所注入资产的影响因素这两个方面来对上市公司大股东在资产注入过程中是否存在故意操纵所注入资产评估价格的行为展开研究，研究认为资产增值率较高会产生负公告效应，但是采用成本法进行资产评估的市场反应较好。朱国泓和张祖士（2010）研究认为大股东通过定向增发向上市公司注入优质资产的最佳时机是股价被低估时，这样不仅能够拥有更多的股票来巩固自己的地位，而且还能够通过资产证券化来实现收益。而当股价被高估时大股东一般会主动减持，一方面等待下次注入资产的机会，一方面实现套现。

### 1.2.3 文献评述

本文上述三方面进行文献回顾，我们可以发现国内外均存在大股东通过定向增发进行利益输送的现象，但是由于我国股权集中度高而且相关监督机制并不健全，这就使得我国上市公司通过定向增发向大股东利益输送的现象更加普遍，而且利益输送方式呈现多样化。

由于我国定向增发制度实行较晚，我国大多数相关理论均参考国外研究成果，且其中确实存在一定的规律性和普遍性。我国上市公司实施定向增发的特点就是大股东可以通过资产来认购新股，大股东通过定向增发进行资产注入的行为本身就是一种“双重关联交易”，在此过程中很容易出现利益输送的行为。目前很多学者就定向增发资产注入过程中所出现的利益输送这一方向进行了研究，主要有两个研究方向，一种是“支持”，一种是“掏空”，而有的学者认为“支持”与“掏空”是相对应的，而且不同的公司状况进行的资产注入效果也不一样，对这一方向的研究并没有明确的结论，所以仍需对这一方向进行进一步研究。

所以，本文将结合已有定向增发过程中存在的利益输送方式，着重研究定向增发资产注入过程中的利益输送，选取具有代表性的案例，尽可能进行全面的案例分析，研究其中出现的问题，为定向增发资产注入这一研究方向提供自己的见解，丰富原有学者的成果，并为后续研究提供一些参考意见和研究方向。

## 1.3 研究内容、思路与方法

### 1.3.2 研究内容

本文共分为五个部分，各部分结构内容安排如下：

第一部分：绪论。本部分主要阐述本文的研究背景与意义以及国内外相关文

献综述，结合本文案例提出问题，即本文中的定向增发资产注入是否存在利益输送的现象？利益输送的方式有哪些？利益输送造成什么样的后果？

第二部分：定向增发资产注入理论与分析。本部分首先从定义的角度概述了定向增发、资产注入和利益输送，其次对本文用到的三大基本理论进行了阐述，最后分析了目前学者讨论的定向增发资产注入过程中所存在的利益输送的方式，为本文后续研究做铺垫。

第三部分：盛屯矿业案例介绍。本部分首先对盛屯矿业公司作以简介，然后对盛屯矿业在近五年相继实行的四次定向增发做一个回顾，包括 2010 年实行的两次定向增发以及后两次的定向增发资产注入。

第四部分：盛屯矿业定向增发、资产注入与利益输送分析。本部分首先分析了盛屯矿业在定向增发资产注入过程通过哪些方式进行了利益输送，然后对这些利益输送造成的后果进行分析，研究发现盛屯矿业的定向增发资产注入的预案公告并没有出现正公告效应，而且从近年来财务指标分析中可知，由于利益输送的情况存在，盛屯矿业的财务状况的改善并不明显。

第五部分：研究结论与建议。本部分总结全文，并提出相关建议，以及本文的研究不足。通过本文研究可知，盛屯矿业在定向增发资产注入过程中存在明显的利益输送行为，即注入劣质资产、资产价值过度虚增、大股东减持套现、大股东设立壳公司进行资产注入以及在定向增发前后进行利润分配，对此本文也针对性的提出了相关建议，包括完善定向增发的监管约束机制、强化资产注入的质量评估、完善公司治理和加强中小投资者教育，最后提出本文研究的不足。

### 1.3.2 研究思路与方法

本文研究的思路如图 1-1 所示。本文在第一部分通过概述了目前我国定向增发和资产注入的已有研究，从而引出本文所研究的意义，并分别对国内外的相关文献进行了回顾。然后对本文所涉及的概念理论进行了概述与分析，并针对本文列出了定向增发资产注入过程中所存在的利益输送方式，为下文的研究做铺垫。紧接着本文以盛屯矿业作为案例研究对象，重点研究了其连续两次定向增发资产注入过程中所涉及的利益输送方式以及所造成的后果。最后本文总结了盛屯矿业在实施定向增发资产注入过程中所存在的利益输送行为，并提出了相关意见与建议。

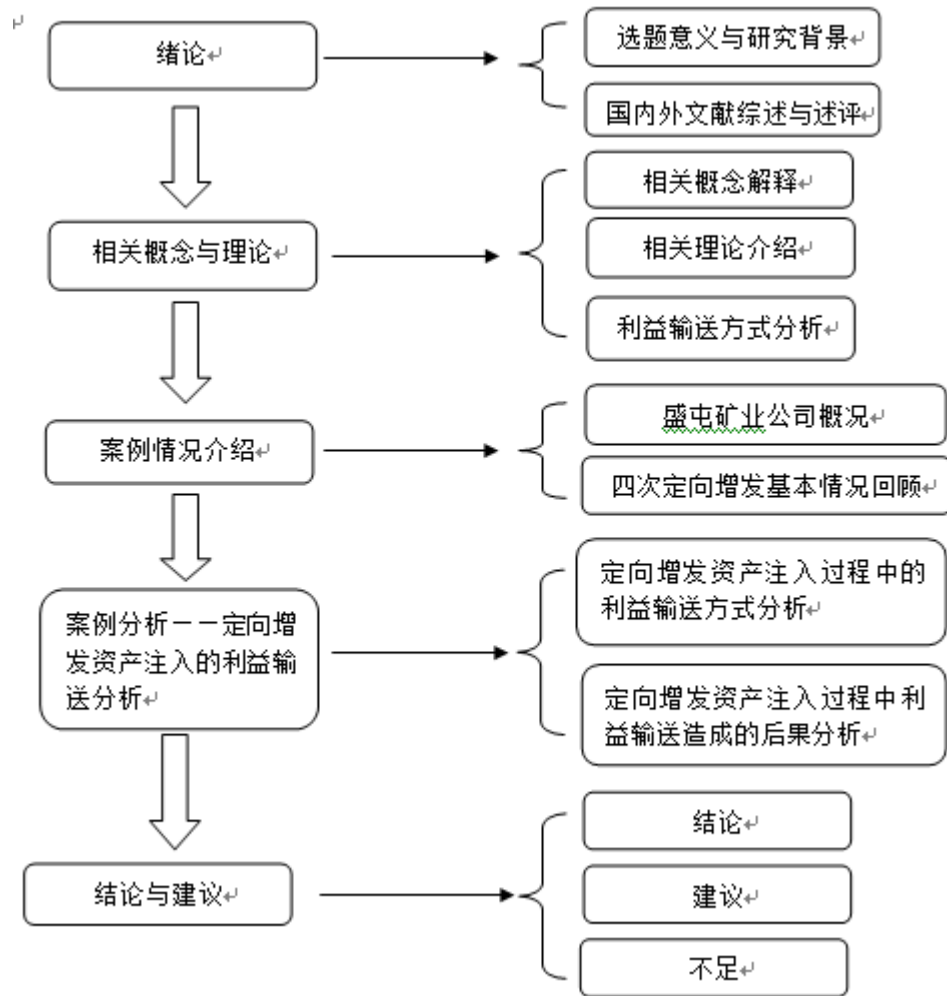


图 1-1 本文论文框架图

本文主要采取的研究方法包括：文献法、对比分析法、案例分析法、事件研究法和财务指标分析法。本文首先以文献分析法的方式从三个方面对上市公司定向增发资产注入相关文献资料进行总结和归纳，是本文在已有研究的基础上更加科学和丰富。其次，本文采用比较分析法对上市公司的几种主要再融资方式的优劣进行比较。再次，本文采用案例分析法，以盛屯矿业作为案例研究对象，分析盛屯矿业在定向增发资产注入过程中所存在的利益输送问题。最后，本文采用事件研究法和财务指标分析法，分别对定向增发预案的公告效应和公司财务状况做了分析，来说明定向增发资产注入过程中的利益输送行为给上市公司和中小股东所造成的后果。

## 第二章 定向增发资产注入理论与分析

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 定向增发

定向增发，指上市公司通过采用非公开发行的方式，以一定的折价向特定的对象发行新股的行为，国外称之为私募。本小节将从定向增发的基本条件和定向增发的优势这两个方面作以简要的介绍分析。

##### （1）定向增发的基本条件

我国证监会于 2006 年 5 月 8 日颁布并实施的《上市公司证券发行管理办法》中明确提出了定向增发这一股权再融资方式，并对其做出了明确规定：“①符合发行条件的增发对象不超过 10 名，增发对象一般指大股东及其关联方、机构投资者和境内自然人；②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%，其中定价基准日的选取比较灵活，可以是股东大会决议公告日也可以是发行期的首日，或者董事会决议公告日；③新发行的股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让，如果认购新股的是上市公司的控股股东、实际控制人及其控制的企业，36 个月内不得转让；④要求公司最近 1 期以及一年内财务报表未被注册会计师事务所出具否定意见、保留意见或者无法表示意见。”

##### （2）定向增发的优势

目前我国上市公司主要采用的股权再融资方式有三种：公开发行，定向增发和配股。定向增发受到了越来越多公司的青睐，占据了再融资市场的半壁江山，下面我们将对这三种股权再融资方式作以比较，从中分析定向增发的优势和特点：

表 2-1 三种股权再融资方式比较分析

| 项目       | 定向增发   | 公开发行                                | 配股                     |
|----------|--|-------------------------------------|------------------------|
| 发行对象     | 特定的对象  | 不特定对象                               | 不特定对象                  |
| 盈利要求     | 没有要求   | 要求近三年资产收益率高于 6%                     | 公司保持三年连续盈利             |
| 融资规模     | 没有限制   | 小于公司上期未经审计的净资产值                     | 不超过原有股本的 30%           |
| 定价方式     | 不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%   | 不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价 | 市场发行原则，由上市公司和承销商决定     |
| 认购方式     | 现金、非现金资产   | 现金                                  | 现金                     |
| 锁定期限     | 发行的股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业、通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者与入境内外投资者认购的股份 36 个月不得转让 | 无规定                                 | 无规定                    |
| 发行频率     | 没有规定   | 距前次发行的时间间隔不少于 12 个月                 | 距前次发行的时间间隔不少于一个完整的会计年度 |
| 发行后盈利等要求 | 没有规定   | 发行完成当年加权平均净资产收益率不低于 6%或者不低于前一年的水平   | 不低于银行同期存款利率            |

由表 2-1 我们可以看出，定向增发在发行对象的选择上、盈利性的要求、认购方式、融资规模以及发行频率和发行后的盈利要求都比公开发行和配股有优势。

### 2.1.2 资产注入

#### (1) 概念界定

资产注入是指上市公司的大股东或关联方将自己持有的优质资产注入到上市公司，从而提高公司的经营业绩。大股东所注入的资产可以是实物资产也可以是无形资产，比如商标权、土地使用权。定向增发资产注入是指上市公司通过定向增发的方式来实现大股东或关联方的资产注入，具体有以下两种模式：

**直接型：**大股东直接以其持有的资产来认购上市公司对其增发的新股，从而实现将大股东资产直接注入到上市公司；

**间接型：**上市公司先通过定向增发从特定的对象手中募集资金，然后用这些募集到的资金来收购大股东的资产，间接实现资产注入。

在本文的案例研究中对这两种定向增发资产注入的方式均有涉及，从而更好地分析讨论定向增发资产注入。

## (2) 资产分类

在定向增发资产注入过程中所注入的资产一般分为两种：一种是关联资产，这类资产与上市公司主营业务息息相关，关联资产的注入不仅可以提高上市公司的经营业绩，而且还可以减少公司内部之间的竞争；另一种是非关联资产，这类资产一方面帮助企业优化产业结构，实现经营多元化，另一方面有可能帮助企业完成主营业的转型。杜小娟（2003）研究发现，在资产注入过程中所注入的资产与上市公司关联度越高，对上市公司的经营业绩的帮助就越大。

### 2.1.3 利益输送

#### (1) 概念界定

利益输送的概念分为广义和狭义两种定义：广义的利益输送是指关联方通过许多合法或者违法的手段将利益输送给对方的行为；狭义的利益输送就更加具体，表现为上市公司与大股东之间的利益输送。根据利益输送方向的不同，狭义的利益输送还分为输入型利益输送和输出型利益输送：输入型利益输送指大股东将自身利益输送给上市公司，表现为对上市公司的“支持”；而输出型利益输送指大股东采取一定的手段攫取上市公司利益的行为，表现为对上市公司的“掏空”。本文主要探讨的利益输送是狭义利益输送中输出型利益输送。

#### (2) 利益输送方式

目前我国上市公司利益输送的主要方式有以下几种：

**资金占用：**上市公司资金占用指大股东无偿占用上市公司资金的行为。然而大股东在享受资金占用而得到的利益的同时，这种资金成本却要公司全体股东来买单。雷光勇（2007）认为，上市公司进行盈余管理的动机往往与大股东进行资金占用的规模成正比，而且大股东利益输送的动机也与其成正比。由于我国上市公司的控制权比较集中，容易出现大股东凭借其控股地位无偿占用上市公司资源和资金的行为。

**关联交易：**关联交易一般指上市公司与公司股东或者子公司之间进行的交易。在我国上市公司中通过关联交易实现利益输送的行为比较普遍，比如上市公司往往通过与关联公司之间进行资产重组，获取关联公司的优质资产，粉饰上市公司的经营业绩。

**定向增发：**定向增发已经成为我国上市公司股权再融资的主流方式之一，而且国内学者的研究已经证实定向增发过程中确实存在明显的利益输送行为。从已有文献来看，章卫东（2011）通过实证研究发现，定向增发资产注入过程中确实存在明显的利益输送行为，并罗列了可能存在的利益输送的方式。

## 2.2 定向增发的理论基础

### 2.2.1 监督效应理论

从监督效应理论来看,通过非公开发行一方面会使上市公司的股权会更加集中,另一方面也可以给公司带来颇具实力的投资者。而且定向增发发行的股票均具有锁定期,这就使得投资者的利益在一定时间里与公司的利益息息相关,增加其“主人翁”或主动监督公司的经营管理的意识,对公司的经营业绩起到了积极的作用。

在定向增发过程中采取现金认购和资产认购所起到监督效果也不尽相同,如果投资者采用现金认购上市公司增发的股份,可见其非常看好公司的发展前景,而且采用现金认购的投资者的监督动机会更加的明显。本文的研究重点是大股东通过资产认购定向增发的新股,所注入资产关联度、优劣程度在一定程度上都会影响大股东的监督效应。

上市公司在定向增发初期具有选择权,其可以选择特定的认购对象以及认购的股份数量,就监督效应而言,若认购对象为外部投资者,其对上市公司的监督效应会明显强于上市公司原有大股东。何贤杰(2009)研究认为,由于限售期的存在,上市公司往往采用定向增发折价发行来对投资者进行一定的补偿,这就使得其监督动机有可能并没有那么明显。可见,投资者是否能起到理想状态下的监督效应,这都受到很多因素的影响。

### 2.2.2 第二类代理理论

传统的代理理论由 Berle 和 Means (1976) 提出,是指由于公司所有权和经营权的分离,公司管理层与股东之间的利益并不一致,管理层在一己私利的驱使下会损害股东的利益,如何对管理层进行约束与监督就成为了传统代理理论的核心。但是由于我国上市公司股权相对集中,大股东在对管理层的制衡作用要优于中小股东,在代理理论的角度下,大股东就是中小股东的代理人,可是大股东与中小股东的利益又存在冲突,大股东往往会利用其绝对的控制权为达到自身利益最大化而侵害中小股东的利益,大股东与中小股东之间的代理问题被称为第二类代理问题。

大股东参与定向增发无疑会增厚其自身利益,进一步巩固了其对公司经营决策权和对管理层的约束控制,这也伴随着公司原有中小股东股权被稀释,由于中小股东数量较多而且不集中,他们并不能对大股东所控制的管理层起到监督作用。所以在大股东以资产认购定向增发新股这种双重关联交易中,面对大股东不仅获得更多的股份,而且还侵害中小股东的利益,中小股东往往选择“用脚投票”来表达不满。

### 2.2.3 信息不对称理论

信息不对称理论是经济学中重要的基础理论,最早由美国经济学家阿克洛夫提出,指在经济活动中,信息也是一种资源,它并不以均衡分布的状态存在于利益相关者之间,掌握较多市场经济信息的一方则能够处于较优势的地位,相反则处于劣势的地位。

在我国上市公司中控股股东和中小股东之间存在明显的信息掌握不平衡现

象，控股股东往往比中小股东更加充分的了解公司的实际资产状况和经营成果，而中小股东的信息来源有限，仅限于公司公告、财务报表等外部公开披露的信息，而且被披露的信息多为政策规定的必须披露内容，很少有公司愿意主动披露更多的信息，且有的公司在所披露信息中还会故意混淆视听，甚至有所隐瞒，导致中小股东接收到的信息就有可能是粉饰过的。我国一定数量的中小股东持股目的单一，单纯的投机行为以及出于成本考虑和搭便车的心态，获取信息的积极性不高，其并不主动关注和分析公司的真实经营状况，仅仅依靠公司的股价来推测上市公司的经营状况，依此来做出相应的投资决策。所以，相比于作为“理性经济人”的控股股东，不论在信息真实性还是时效性上，中小股东都处于绝对的劣势地位，其经济利益很容易受到侵害。

在本文讨论的上市公司定向增发的过程中，由上文可知，定向增发的信息披露程度要求并不高，上市公司选择性披露信息的情况普遍存在，这就很容易产生在信息不对称的情况下大股东侵害中小股东的现象。在定向增发初期，大股东在信息绝对优势的情况下制定较低的增发价格来认购更多的股份，通过选择性信息披露对外界传达了一种利好的信号，使得中小股东在二级市场进行积极增持，公司股价上涨，而大股东在锁定期间进行大比例分红以及锁定期满后进行大规模减持套现，获取高额利润。而当大股东以资产认购增发的新股时，这种双重关联交易中信息不对称的现象更加明显，原则上注入的优质资产有可能是劣质资产，如果评估机构没有在客观公正的情况下对资产进行评估，所注入的资产价值过度虚增，这些情况在信息披露的时候会被粉饰，中小股东并不能真正意识到大股东的真实意图与目的。所以，在定向增发资产注入过程中，如果中小股东仅靠上市公司所披露的信息，并不能有效的识别上市公司进行定向增发资产注入的真实目的，大股东很容易在信息不对称的情况下对中小股东的权益造成了长期或者短期的侵害。

## 2.3 定向增发资产注入中的利益输送方式分析

在定向增发资产注入中利益输送方式较多，如增发时机的选择、注入不良资产、长期停牌、盈余管理、打压基准日前股价和在增发后进行现金分红、资金占用、关联交易、过度担保等，结合此次案例分析本文将从以下几个方面展开分析。

### 2.3.1 定向增发中注入劣质资产

在定向增发资产注入过程中，大股东目的的不同往往导致其注入资产质量的不同，资产关联度以及是否优劣都会影响资产注入的效果。在我国资产注入的过程中，存在大股东向上市公司注入不良资产的行为，实现了上市公司向大股东利益输送。章卫东（2010）研究表明，大股东在定向增发中向上市公司注入劣质资产不仅稀释了原有股东的权益，而且长期来看拖累了上市公司的业绩。

赵玉芳等（2012）研究认为由于我国资产评估机构并不成熟，而且相关审计机构并不严谨，大股东往往会操纵所注入资产的评估报告，资产的真实价值很难

被反映出来，大股东通过用劣质资产认购定向增发的新股。从短期来看，即使大股东所注入的资产为劣质资产，在信息不对称的情况下，股票市场会将其视为一种利好，公司股价会上涨，但是从长期来看，不良资产不仅不会实现利益协同，反而拖累公司原有的经营业绩。

### 2.3.2 定向增发中注入资产价值虚增

与注入劣质资产相似，大股东所注入资产的价值会被资产评估机构过度虚增，从而使大股东实现少花钱多持股的目的。此外，资产评估具有较强的专业性，中小股东并不能完全了解评估机构采用哪种评估方法、选取什么样的行业指标以及评估的结果是否真实等。而且资产评估体系的不完善，使得评估机构并不担心造假成本，其往往会和大股东串通，使得大股东以过度虚增的资产认购到货真价实的股票。

由于定向增发的价格往往会采取一定的折价，若大股东又将资产价值过度虚增，而且这种利益输送的方式相对于注入劣质资产比较隐蔽，这种利益输送的方式已经成为定向增发资产注入过程中的一种常用手段。

### 2.3.3 定向增发前后的套现行为

在定向增发实施完成后，大股东通过定向增发认购新股会有3年的锁定期，在锁定期内由于公司经营的风险、国家政策的影响等不确定因素存在，大股东有很强的动机来提前收回在定向增发所投入的成本。大股东会在定向增发前后采取一系列套现行为，成为了其提前收回投资成本和回报的一种主要方式。

对于大股东定向增发前后采取的套现行为，主要有大股东在定向增发前后大量抛售股票以及在定向增发完成后上市公司的高额利润分配。在我国股票市场中，定向增发一度被认为是一种利好消息，其具有明显的正公告效应，大股东会在定向增发前高价抛售股票，又由于定向增发的发行价格是折价发行，大股东又以低价认购了新股，从而获得了不菲的收益，而且其控制权并不发生改变，可谓一举两得。另外，大股东还可以在定向增发完成后，同样在高位抛售所持有的无锁定期的流通股，这样也能提前收回所投资成本，获得较高的收益。不论大股东在定向增发前减持或者定向增发后减持，都使其能够在提前收回所投资成本之外获得额外的收益，而且控制权并不发生改变，甚至有所巩固，提前减少了定向增发新股在锁定期的风险。限售期刚结束，有的大股东就全部减持，套现动机非常明显，而且获利也非常可观。然而对于上市公司在定向增发完成后就立马对大股东的高额利润分配，一方面可以说是进一步减少了大股东认购新股的成本，另一方面对大股东在锁定期持股风险的补偿。

不论是大股东定向增发前后的抛售行为，还是上市公司的高额分红行为，在大股东又赚取利益又巩固控制权一举两得的同时，中小股东的利益却被稀释甚至直接转移到大股东手中，而且上市公司的财富也会进一步的缩减，这些种种行为都需要中小股东来买单。

## 第三章 盛屯矿业案例介绍

### 3.1 盛屯矿业公司简介

盛屯矿业集团股份有限公司（下文简称盛屯矿业）原是一家以 IT 设备贸易为主营业务的企业，由于连续两年亏损，2006 年盛屯矿业被戴上了 ST 的帽子。为了扭转局面，盛屯矿业从 2007 年开始向有色金属行业进行战略转型，从 2010 年开始大规模的对有色金属矿产行业进行投资，相继收购了三富矿业、银鑫矿业等矿山。在 2011 年盛屯矿业实现扭亏为盈，成功摘掉 ST 的帽子，并正式更名为盛屯矿业。2013 年初和 2014 年初，公司不断完成重大资产重组，以发行股份和现金收购等方式收购了埃玛矿业和贵州华金，公司资产规模和市场规模都得到了快速增长，公司总资产突破 50 亿元，净资产超过 35 亿元，市值达到 100 亿元左右，总股本 5.99 亿，每股净资产 5.84 元，成功完成经济转型。完成经济转型后，盛屯矿业主营业务为有色金属矿业采掘、矿产品贸易、金属金融服务等，以实体矿山经营与投资作为企业的根基，为企业带来稳定的收益增长。

### 3.2 盛屯矿业五年四次定向增发方案回顾

盛屯矿业从 2008 年 7 月份开始，公司扩大了销售区，贸易主业发展势头好，不到半年的时间已经实现收入 6211.24 万元，毛利 1314.67 万元，毛利率为 21.17%。且 2009 年上半年，公司新增含税销售合同 1.5 亿元，以实现销售收入 5534.57 万元。公司预计 2009 年度该业务含税销售收入超过 2 亿元，公司贸易主业发展势头良好。但是由于多年来长期的经营不善和亏损是的公司债务负担严重，公司遭遇资金瓶颈，极大限制了公司的发展。为了摆脱财务困难和进行进一步的经济战略转型，盛屯矿业选择了备受市场热捧的定向增发，并先后连续实行了四次定向增发。

从表 3-1 我们可以看出，盛屯矿业这四次定向增发总共为盛屯矿业募集资金 42.72 亿元，尤其是后两次定向增发资产注入共募集 25.01 亿元，如此大手笔的连续定向增发实属罕见，堪称定向增发“盛宴”。为何盛屯矿业如此热衷采用定向增发的方式呢？仅仅是为了扭转经济局面？还是加速经济战略转型？定向增发资产注入究竟是利益协同利益输送呢？本文将基于上述问题展开案例研究。

表 3-1 盛屯矿业 2009 年至 2014 年四次定向增发概况

| 第一次定向增发          |  |
|------------------|--|
| 2009 年 8 月 9 日   | 董事会议案为：定向增发 1868.24 万股，增发价格为 10.17 元/股。  |
| 2010 年 2 月 8 日   | 定向增发 1868.24 万股（浙江方正房地产开发有限公司认购 488.24 万股，周万沅认购 480 万股，赵宝认购 480 万股，吴光蓉认购 220 万股，魏敏钗认购 200 万股），发行价格 10.17 元一股，募集资金总额 1.9 亿元。  |
| 第二次定向增发          |  |
| 2010 年 3 月 28 日  | 董事会议案为：定向增发 6506.85 万股，发行价格为 10.22 元。  |
| 2010 年 12 月 29 日 | 定向增发 6506.85 万股（孙汉宗认购 1,200 万股，杨学平认购 1,000 万股，顾斌认购 800 万股，郭忠河认购 720 万股，高建明认购 700 万股，王丽娟认购 600 万股，陈建煌认购 550 万股，吴光蓉认购 426.85 万股，何小丽人认购 360 万股，厦门三微投资管理股份有限公司认购 150 万股），发行价格 10.22 元/股，募集资金总额约 6.65 亿元。 |
| 第三次定向增发          |  |
| 2012 年 2 月 27 日  | 董事会议案为：定向增发约 8911.30 万股，增发价格为 16.48 元/股。   |
| 2012 年 8 月 28 日  | 董事会议案为：定向增发约 15970.78 万股，增发价格为 9.16 元/股 <sup>1</sup> 。   |
| 2013 年 1 月 10 日  | 定向增发约 15970.78 万股（盛屯集团认购约 7188.87 万股，刘全恕认购 87819.91 万股），发行价格 9.16 元/股，增发对象以资产认购新股，总交易价格 14.63 亿元。  |
| 第四次定向增发          |  |
| 2013 年 5 月 17 日  | 董事会议案为：定向增发 16277 万股，增发价给为不低于 8.77 元/股。  |
| 2013 年 8 月 18 日  | 董事会议案为：定向增发 1453220 万股，增发价格 7.14 元/股 <sup>2</sup> 。  |
| 2014 年 6 月 18 日  | 定向增发 1453220 万股（姚雄杰认购 1,612.20 万股，广发证券资产管理（广东）有限公司认购 5,790.00 万股，英大基金管理有限公司认购 3,030.00 万股，宝盈基金管理有限公司认购 1,700.00 万股，厦门建发股份有限公司认购 1,700.00 万股，东海证券股份有限公司认购 700.00 万股），增发价格 7.14 元/股，募集资金 10.38 亿元。     |

数据来源：巨潮资讯网

<sup>1</sup> 盛屯矿业于 2012 年 8 月 27 日发布《关于实施 2012 年半年度资本公积转增股本后调整发行股票价格和数量的公告》，公告中称盛屯矿业以 2012 年 6 月 30 日公司总股本 163217300 股为基数，公司全体股东进行资本公积金转增股本，每 10 股转增 8 股，共计转增 130,573,840 股，转增后公司总股本将增加至 293,791,140 股。公司 2012 年半年度利润分配及资本公积金转增股本方案实施完毕后，公司本次发行股票的发行价格调整为 9.16 元/股，发行数量相应调整为 159,707,782 股。

<sup>2</sup> 盛屯矿业于 2013 年 8 月 20 日发布《非公开发行股票预案》，称由于市场环境发生变化，公司决定对原审议通过的非公开发行股票方案中的定价基准日及发行价格下限进行调整。本次发行的定价基准日为公司第七届董事会第三十三次会议决议公告日（2013 年 8 月 20 日），发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的百分之九十，即 7.14 元/股。

## 第四章 盛屯矿业定向增发、资产注入与利益输送分析

### 4.1 盛屯矿业定向增发、资产注入与利益输送方式分析

#### 4.1.1 大股东注入劣质资产

根据盛屯矿业第三次定向增发的预案公告，公司以定向增发的方式将埃玛矿业注入到上市公司，注入的目的是进一步做大做强有色金属矿采选主业，增加公司的矿产储备，提高公司盈利能力，改善公司的财务状况。此时正是盛屯矿业刚刚摆脱 ST 困扰，而且处于经济转型的重要阶段，埃玛矿业无疑是上市公司所有股东给予厚望的资产，那埃玛矿业的注入是否真的能够向预案中宣称的给盛屯矿业创造新的价值，这值得我们做深一步分析。

根据中证天通会计师事务所所提供的埃玛矿业 2009 年至 2011 年的财务数据（如表 4-1 所示）我们可以看出，埃玛矿业连续三年都没有盈利，财务状况堪忧，对此盛屯矿业的解释是埃玛矿业近三年来处于勘探开发、矿区建设、资质证照办理等过程中，故尚未形成业务收入。盛屯矿业为何选择一项连续三年亏损的资产，是对埃玛矿业有十足的信心还是另有其他目的我们不得而知。对于埃玛矿业究竟是劣质资产还是优质资产，虽然在埃玛矿业的评估报告中已经对其采矿权和资源储量有了详细的评估，但是等同其有很好的盈利能力，而盈利能力是对所注入资产最直观的判断指标。

表 4-1 埃玛矿业 2009 年度至 2011 年度财务报告（单位：万元）

| 项目      | 2011 年   | 2010 年  | 2009 年  |
|---------|----------|---------|---------|
| 流动资产    | 5374.17  | 3718.53 | 1842.34 |
| 股东资产    | 6339.00  | 2215.60 | 1436.87 |
| 无形资产及其他 | 1162.72  | 811.23  | 796.27  |
| 总资产     | 12875.88 | 6745.36 | 4075.47 |
| 流动负债    | -111.40  | 7143.79 | 4184.37 |
| 负债总计    | -111.40  | 7143.79 | 4184.37 |
| 所有者权益   | 12987.29 | -398.43 | -108.90 |
| 主营业务收入  | --       | --      | --      |
| 主营业务利润  | --       | --      | --      |
| 营业利润    | -614.29  | -289.53 | -240.24 |
| 利润总额    | -614.29  | -289.53 | -240.24 |
| 净利润     | -614.29  | -289.53 | -240.24 |

数据来源：巨潮资讯网

盛屯矿业在 2012 年 5 月 13 日与盛屯集团、刘全恕签订了《利润补偿协议》及其补充协议，协议中约定，埃玛矿业在 2012 年、2013 年和 2014 年的净利润将分别

达到3041.90 万元、12474.63 万元及15681.32 万元。埃玛矿业的盈利预测是基于以下两个前提条件：一是开采的矿石全部出售，且铅的价格保持1.6万元/吨，锌的价格保持1.7万元；二是建立在30万吨扩建工程能顺利完成并取得相关证件的基础上。如果埃玛矿业并没有按约定完成盈利预测的话，盛屯矿业将回购盛屯集团和刘全恕的股份，二者并对公司损失做出相应的赔偿。

表 4-2 埃玛矿业盈利预测完成情况 单位（万元）

| 项目      | 2012    | 2013     | 2014     | 2014（调整） |
|---------|---------|----------|----------|----------|
| 预测数     | 2654.77 | 13055.51 | 15681.32 | 15681.32 |
| 实际实现数   | 3169.41 | 12784.32 | 15710.68 | 15611.31 |
| 盈利预测完成率 | 119.38% | 97.92%   | 100.19%  | 99.55%   |

数据来源：巨潮资讯网

从上表 4-2 我们可以看出，埃玛矿业成功注入后，其盈利能力除了 2012 年达到预测指标外，2013 年和 2014 年均未达标。值得注意的是，盛屯矿业在 2015 年 2 月 13 日发布的《关于 2014 年度承诺利润实现情况的说明》中称，埃玛矿业在 2014 年度实现净利润 15710.68 万元，比预测数高 29.36 万元。但是在 2015 年 9 月 26 日《盛屯矿业集团股份有限公司收到厦门证监局责令改正决定书的公告》中称，厦门证监局检查发现，埃玛矿业在 2014 年实际净利润为 15611.31 万元，并未达到本年预测盈利数。综上，盛屯矿业以高价注入的埃玛矿业并没有预测中那么优质，并没有达到之前所说的提高盈利能力及防风险能力的目的。

而盛屯矿业在第四次定向增发过程中注入的贵州华金同样出现了注入前处于亏损状态的情况。根据盛屯矿业定向增发公告中的审计报告，贵州华金在近一期的财务报表中显示（如表 4-3 所示），贵州华金在 2012 年的净利润仅为 311.32 万元，而 2013 年第二季度的净利润仅为-486.79 万元，处于亏损状态，对此盛屯矿业的解释是，贵州华金 2013 年上半年正在办理扩证技改事宜，没有进行生产造成的。而此次定向增发资产注入的目的也同样是做大做强主营业务，降低财务风险和提高盈利能力。那么盛屯矿业为何又再次选择了处于亏损状态的企业进行资产注入呢，不得不说盛屯矿业每次资产注入都像下赌注一样，而且价码都特别高。我们同样对贵州华金的注入后的盈利能力进行分析。

表 4-3 贵州华金 2012 年度及 2013 年半年度财务报告（单位：万元）

| 项目    | 2013 年 6 月 30 日 | 2012 年 12 月 31 日 |
|-------|-----------------|------------------|
| 资产总值  | 10364.99        | 8398.35          |
| 负债总额  | 8442.5          | 5989.07          |
| 所有者权益 | 1922.49         | 2409.28          |
| 营业收入  | --              | 3182.66          |
| 营业利润  | -491.93         | 572.47           |
| 利润总额  | -504.97         | 539.11           |
| 净利润   | -486.79         | 311.32           |

数据来源：巨潮资讯网

表 4-4 贵州华金盈利预测完成情况 单位（万元）

| 项目      | 2014    |
|---------|---------|
| 预测数     | 4334.23 |
| 实际实现数   | 2604.89 |
| 盈利预测完成率 | 60.10%  |

数据来源：巨潮资讯网

根据中证天通会计师事务所审核通过的盈利预测报告显示，贵州华金成功注入到盛屯矿业后，在2014年预计实现4334.23万元的净利润，但是根据《2014年度盈利预测实现情况之专项核查报告》显示（如表4-4），贵州华金2014年度的盈利仅完成了预测数的60.10%，而对于此，盛屯矿业给出的解释是，贵州华金于2014年11月、12月并未进行成产，此次停产为响应当地政府号召进行修路所致，故造成了2014年未达到盈利预测，原因属于不可抗拒的因素造成。贵州华金同样也没有表现出很强的盈利能力，没有给盛屯矿业创造相应的价值。

综上所述，盛屯矿业在后两次定向增发中高价注入的埃玛矿业和贵州华金情况如出一辙，注入前二者都处于亏损状态，注入后二者都没有达到之前的盈利预测，据此我们可以判断埃玛矿业和贵州华金并非之前所标榜的优质资产。从长期来看，埃玛矿业和贵州华金的注入有可能拖累上市公司原有的经营业绩。

#### 4.1.2 大股东注入资产价值过度虚增

为了将埃玛矿业和贵州华金成功注入到上市公司，盛屯矿业共投资了 20.76 亿元，占后两次定向增发总金额 25.01 亿元的 83%。这两次高价注入与二者较差的盈利能力形成了鲜明的对比，经过研究发现，盛屯矿业在定向增发资产注入过程中存在严重的价值虚增问题。

根据盛屯矿业提供的《埃玛矿业股权评估报告》，埃玛矿业经审计股东全部权益 12913.63 万元，评估值 146258.70 万元，增值率 1032.59%。埃玛矿业的股东深圳源兴华和刘全恕在短短五个月进行了四次增资后，而埃玛矿业也在不到一年的时间内，资产由 1000 万变成了 1.5 亿，而盛屯矿业对埃玛矿业的评估价格却是 14.62 亿，翻了近十倍。对于如此高的增值率，盛屯矿业给出的解释是：

（1）埃玛矿业目前的账面价值采用成本法，账面价值并不能完全反映真实价值；

（2）埃玛矿业的矿产资源品质较高，其储量比较丰富，而且容易开采，后续成本较低。

（3）埃玛矿业已经进行了扩建，加快了矿区的矿石处理量。

对于埃玛矿业过高估值的三个解释，根据信息不对称理论，对于资源储量和所谓的后期生产规模的提升，以及不同评估的计算方法，这对中小股东来说并不能正确判断所给出解释的真实性。但是从上文我们可以看出埃玛矿业的盈利能力确实不佳，我们看到盛屯矿业在注入埃玛矿业并没有实现之前所说的提高盈利能力，对于一个刚刚摆脱ST困扰的上市公司而言，如此高价注入劣质资产不得不

让人怀疑盛屯矿业此次定向增发资产注入是向大股东利益输送。

对于第四次定向增发所注入的贵州华金，也同样出现了上述埃玛矿业的情况。根据盛屯矿业提供的《贵州华金股权评估报告》，贵州华金经审计净资产 1843.2 万元，评估值 61440 万元，增值率 3233.33%。从上文分析我们可知贵州华金在 2012 年净利润仅为 311.32 万元，2013 年上半年出现亏损，那为何盛屯矿业用如此高的增值率进行资产注入？

面对外界对于贵州华金的估值虚增的质疑，盛屯矿业发布澄清公告称：“贵州华金在 2010 年至今一直处于技改，并没有进行实际作业，在 2012 年盛屯投资控股贵州华金后，核实了黄金资源的储量，改善了公司的经营环境，在原有技改的基础上对原有矿区进行了扩建。“对于盛屯矿业盲目的投资，上述澄清公告并不具有说服力，利益输送的嫌疑逐渐显现。即使按照澄清公告中所说的，盛屯矿业对贵州华金进行了升级改造，但从上文可知贵州华金并没有如预期那样实现利益协同。

通过上述分析我们可知，盛屯矿业在通过定向增发将埃玛矿业和贵州华金注入到上市公司的过程中存在资产价值过度虚增的行为。在此过程中，大股东过度虚增所注入资产的价值，从而获得了更多的股份，巩固了自己的股权地位，而中小股东的利益却被一次次的摊薄与稀释。

#### 4.1.3 大股东定向增发后减持套现

值得注意的是，虽然埃玛矿业和贵州华金的业绩都不理想，但是通过参与这两次定向增发资产注入的大股东却从中获利不菲。盛屯矿业大股东在持有限售股到期后进行大量抛售，获利非常可观，这与注入资产均没有达到预测值形成了对比。

随着埃玛矿业的成功注入，埃玛矿业的大股东刘全恕一跃成为了盛屯矿业的第二大股东，持股 19.37%。在盛屯矿业 2014 年 3 月 29 日发布的减持公告中称，3 月份共减持了 2286 万股，占到了公司总股本的 5%，减持完成后刘全恕仍持有盛屯矿业 14.3% 的股票。根据定向增发公告，刘全恕所持有股的 30% 于 2014 年 1 月 10 日前不得出售和转让，而刘全恕此次减持占其所持股份的 26%。也就是说，刚刚过限售期刘全恕就将其所持有的股票悉数套现，根据当时股价计算，短短 10 天的时间，刘全恕套现近 2 亿元。然而埃玛矿业注入前，刘全恕对其的投资也不过 8250 万元。如果不考虑上文所分析的资产评估过度虚增的情况，以当时 9.16 元的认购价格计算，2286 万股的价格正好约 2 亿元。也就是说此次减持后，刘全恕不仅提前收回了其前期投入成本，而且减持后还持有盛屯矿业 14.3% 的股权，仍为第二大股东。根据盛屯矿业的 2015 年第一季度报告和第二季度报告显示，盛屯矿业于 2015 年第一季度和第二季度分别减持 18669620 股和 47194700 股，截止第二季度末刘全恕持股 5.87%。刘全恕在股票刚过限售期后进行减持行为可谓疯狂，套现动机特变明显。

而因参与第四次定向增发而一跃成为公司第三大股东的广发证券资产管理

(广东)有限公司(下文简称广发证券)也同样出现了刚过限售期就大量减持套现的行为。盛屯矿业2015年6月17日发布大股东减持公告称,广发证券于2015年6月16日减持了公司股份7350万股,占公司总股本的5%,减持完成后其不再是持有5%以上的股东。根据公告中提供的16.98元的减持价格,此次减持广发证券资产管理套现高达12.48亿元。而一年前广发证券认购此次定向增发新股的价格是7.14元/股,此次所减持股票成本为5.25亿元。短短一年的时间,广发证券不仅提前收回前期投资成本,而且获利不菲,不仅现金收益高达7.23亿元,而且减持后仍持有盛屯矿业4.76%的股权。

与此同时,盛屯矿业的控股股东盛屯集团和实际控制人姚雄杰都分别参与了后两次定向增发资产注入,第三次定向增发结束后,盛屯集团持股比例也由原来的9.37%上升到21.86%,第四次定向增发结束后,实际控制人由于持股1612.2万股而成为公司前十大股东,上市公司的控制权更加集中。

从上述分析可以看出,通过参与盛屯矿业定向增发资产注入而一跃成为第二大股东的刘全恕和第三大股东广发证券在股票刚过限售期后就进行大量减持套现,不仅提前收回了成本,而且有大量的现金收益,与此同时控股股东盛屯集团和实际控制人姚雄杰的控制权得到了巩固。在此过程中中小股东的利益却被稀释甚至直接转移到大股东手中,而且上市公司的财富也会进一步的缩减。

#### 4.1.4 大股东设立壳公司进行资产注入

在第三次定向增发资产注入过程中,盛屯矿业通过收购刘全恕持有的埃玛矿业55%的股权以及盛屯集团持有的深圳源兴华100%的股权,而深圳源兴华持有埃玛矿业45%的股权,故此次注入完成后盛屯矿业将持有了埃玛矿业100%股权。无独有偶,在第四次资产注入的过程中,盛屯矿业用募集资金收购盛屯投资(盛屯矿业参股子公司)85.71%股权及贵州华金3%股权,盛屯投资持有贵州华金97%的股权,收购完成后,公司将拥贵州华金100%的股权。我们可以看出,在这后两次的资产注入的过程中都伴随着一个关联子公司的出现,为何盛屯矿业热衷于收购关联子公司所拥有的矿产?

深圳源兴华是由上海润鹏资源投资服务有限公司(以下简称“上海润鹏”)于2011年4月21日出资500万元注册的全资子公司,法人代表为顾斌,顾斌由于参与盛屯矿业的第二次定向增发成为了盛屯矿业的第四大股东。自深圳源兴华在2011年以450元收购埃玛矿业的45%的股权后,在接下来的五个月,其连续给埃玛矿业进行了四次增资(如表4-5所示)。

根据上海润鹏与盛屯集团协议的约定,盛屯集团出资65850.04万元收购深圳源兴华100%股权。而在第三次定向增发中,盛屯矿业发行股份购买盛屯集团所持有的深圳源兴华100%股权。

表 4-5 埃玛矿业四次增资过程（单位：万元）

| 第一次增资完成后（2011年5月26日） |       |      |       |      |         |
|----------------------|-------|------|-------|------|---------|
| 出资人名称/姓名             | 原有资本  | 本次出资 | 总共出资  | 出资方式 | 出资比例（%） |
| 刘全恕                  | 550   | 2200 | 2750  | 货币资金 | 55      |
| 深圳市源兴华矿产资源投资有限公司     | 450   | 1800 | 2250  | 货币资金 | 45      |
| 合计                   | 1000  | 4000 | 5000  |      | 100     |
| 第二次增资完成后（2011年7月20日） |       |      |       |      |         |
| 出资人名称/姓名             | 原有资本  | 本次出资 | 总共出资  | 出资方式 | 出资比例（%） |
| 刘全恕                  | 2750  | 2750 | 5500  | 货币资金 | 55      |
| 深圳市源兴华矿产资源投资有限公司     | 2250  | 2250 | 4500  | 货币资金 | 45      |
| 合计                   | 5000  | 5000 | 10000 |      | 100     |
| 第三次增资（2011年10月26日）   |       |      |       |      |         |
| 出资人名称/姓名             | 原有资本  | 本次出资 | 总共出资  | 出资方式 | 出资比例（%） |
| 刘全恕                  | 5500  | 1265 | 6765  | 货币资金 | 55      |
| 深圳市源兴华矿产资源投资有限公司     | 4500  | 1035 | 5535  | 货币资金 | 45      |
| 合计                   | 10000 | 2300 | 12300 |      | 100     |
| 第四次增资完成后（2011年11月1日） |       |      |       |      |         |
| 出资人名称/姓名             | 原有资本  | 本次出资 | 总共出资  | 出资方式 | 出资比例（%） |
| 刘全恕                  | 6765  | 1485 | 8250  | 货币资金 | 55      |
| 深圳市源兴华矿产资源投资有限公司     | 5535  | 1215 | 6750  | 货币资金 | 45      |
| 合计                   | 12300 | 2700 | 15000 |      | 100     |

数据来源：巨潮资讯网

深圳源兴华仅仅成立一年不到，刚成立就以 450 万元收购埃玛矿业的 45% 的股权，进而一方面给自己增资，另一方面给埃玛矿业增资，总共花了 6800 万元。截至 2011 年年底，深圳源兴华未经审计所有者权益为 6533 万元，而转让给盛屯集团的价格却高达 65850.04 万元，增值 968.38%，不得不说深圳源兴华的存在很蹊跷。而且这笔交易对于深圳源兴华的股东来说，不到一年的时间换来十倍收益，十分可观。当然控股股东盛屯集团也不会做亏本生意，盛屯集团通过第三次定向增发以同样的高价将翻了近十倍的深证源兴华注入到上市公司。在第三次定向增发资产评估报告中称，以深圳源兴华持有 45% 埃玛矿业的股权计算，埃玛矿业评估价值 146292.33 万元。盛屯集团在前两次定向增发完成后其股权由最初的 25% 降至 9%，而在第三次定向增发完成后，盛屯集团的控股比例由 9.27% 增长到 21.86%，仍为盛屯矿业的第一大股东，而刘全恕持股也高达 19.42%。由此可见

在此次定向增发过程中，深圳源兴华的股东赚了十倍，盛屯矿业第一大股东持股比例翻了一倍多，利益输送的动机非常明显。

无独有偶，第四次定向增发资产注入过程中涉及的关联子公司盛屯投资也同样很蹊跷。盛屯投资是由盛屯矿业与另外9位投资者一起投资设立的公司，主要进行矿产股权投资，设立之初约定注册资本为7亿元，盛屯矿业出资一亿其他投资者出资6亿。在成立之初，其注册资本为7亿元，分三期缴纳，首期到位20%，第二期40%于公司登记机关核发《营业执照》之日起六个月内缴纳，第三期40%于公司登记机关核发《营业执照》之日起十二个月内缴纳。截至2012年2月23日，盛屯投资已收到注册资金4.2亿元。但是盛屯投资在收购贵州华金97%的股权以后就发布公告称，鉴于盛屯投资已初步完成投资目标，结合各股东的不同情况，经全体股东一致协商，决定将盛屯投资的注册资本由原来的7亿缩减为4.2亿元，各股东持股比例不变，即各股东在已完成前两期注册资本缴纳的基础上，不再缴纳第三期注册资本。很明显，盛屯投资就是盛屯集团为了收购贵州华金而专门设立的子公司。

然而，盛屯矿业在第四次的《非公开发行股票预案》中对盛屯投资全部股权预估值为8.4亿元，正好是盛屯投资注册资本4.2亿元的两倍，如此巧合值得深思。值得注意的是，在盛屯投资成立的公告中特意规定了收益的分配方案，具体为在项目投资期内公司并不给股东分配利润，只有在项目资产出售或者退出后，股东将按其股份比例获取相应的收益。公告也同样提出了盛屯投资对股东的奖励制度，当项目资产变现后，税后收益若大于等于60%、80%、100%，公司将相应提取收益的5%、10%、20%作为股东的奖励。从这个角度考虑为什么盛屯投资的注册资金由7亿元减至4.2亿，而盛屯投资在第四次定向增发中估计约为8.4亿，正好达到100%的利润分配标准。这样大股东既可以得到可观的收益分配，又可以在定向增发中获得巨额股份，巩固自己大股东的地位，利益输送的动机非常明显。

从上述分析我们可以看出，盛屯矿业在每次定向增发资产注入过程中所涉及的关联子公司都很蹊跷，深圳源兴华和盛屯投资都是刚成立不久的关联子公司，而且成立后就立马收购相关矿产的股权，目的资产非常明确。并在短期内上市公司会通过向包括控股股东在内的大股东实行定向增发，收购大股东手中的子公司从而间接收购所需资产，而子公司在此期间增值数倍，大股东从中获利不菲。

#### 4.1.5 定向增发前后进行利润分配

盛屯矿业在2012年7月25日公布了2012年半年度报告，并提出了《2012年半年度利润分配及资本公积金转增股本方案》（简称2012年转增股方案），公司以2012年6月30日公司总股本163217300股为基数，向公司全体股东进行资本公积金转增股本，每10股转增8股，共计转增130573840股，转增后公司总股本将增加至293791140股（如表4-6所示）。此次转增股方案的初衷是公司在完成转型后将矿业发展作为公司主营业务以来，业务规模、资产规模都有了长足

发展，持续性经营能力大幅度提高。

表 4-6 2012 年半年度资本公积转增股本方案（单位：股）

| 分红年度     | 分红方案   | 股权登记日    | 除权基准日    | 红股上市日    |
|----------|--------|----------|----------|----------|
| 2012 年中期 | 10转增8股 | 20120823 | 20120824 | 20120827 |

| 股本变动结构表  |           |           |           |        |
|----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 股份性质     | 本次变动前     | 本次变动数     | 本次变动后     | 股份比例   |
| 有限售条件流通股 | 83750900  | 67000720  | 150751620 | 51.31% |
| 无限售条件流通股 | 79466400  | 63573120  | 143039520 | 48.68% |
| 合计       | 163217300 | 130573840 | 293791140 | 100%   |

数据来源：巨潮资讯网

不过根据 2012 年半年度报告显示，上半年营业收入 2.3 亿元，较上年同期增长 505.11%，归属于上市公司股东的净利润-2418 万元，基本每股亏损 0.148 元。虽然股东净利润亏损，但这并不妨碍 10 股转 8 股的分配方案。但是，由于 2012 年半年度利润分配方案在第三次定向增发预案发布之后两个月提出来的，故此次利润分配方案完成后第三次定向增发的股票发行价格和发行数量都做了相应的调整（如表 4-7 所示）。调整后对于参与第三次定向增发的刘全恕和盛屯集团来说，相比之前公布的预案来说，他们用了较低的认购价格却获得了更多的新股，实现了大股东“少花钱，多持股”的利益输送目的。众所周知，定向增发一直被市场认为是利好，定向增发后股价会不断上涨，在加上此次利润分配的实施，盛屯矿业的股价上涨非常明显，这样的上涨无疑是减少了刘全恕和盛屯集团的认购成本。而后期作为上市公司第一大股东的盛屯集团和第二大股东的刘全恕都不同程度的进行了减持套现行为，二者获利非常可观。

表 4-7 股改后定向增发价格以及发行数量调整

| 项目          | 调整前      | 调整后       |
|-------------|----------|-----------|
| 发行价格（元/股）   | 16.48    | 9.16      |
| 刘全恕认购数量（股）  | 48812066 | 87819093  |
| 盛屯集团认购数量（股） | 39957548 | 71888689  |
| 总发行数（股）     | 88769641 | 159707782 |

数据来源：巨潮资讯网

2014 年 7 月 29 日盛屯矿业发布了当期半年度报告，2014 年上半年公司实现营业收入为 13.15 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1342.25 万元。公司第八届董事会第一次会议审议通过了 2014 年中期利润分配预案和公积金转增股本的预案：基于公司未来的发展规划，公司本着与所有股东共同分享公司近年来快速发展的成果，积极回报股东多年来的支持，公司决定以 2014 年 6 月 30 日的总股本 598820922.00 股为基数，向全体股东每 10 股派现金 0.5 元（含税），共派现金 29941046.1 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股，合计转增 898231383 股，本次转增完成后公司总股本将增加至 1497052305 股（如表 4-8 所示）。根据新浪财经数据部显示，在 2014 年中期约有 40 家上市公司决定实施高转送，而盛屯矿业 10 转 15 股派 0.5 成为当期最慷慨的上市公司。与此

同时盛屯矿业的股价也实现了大涨，在连续三天涨停后又接连在 20 个交易日一路高涨。

表 4-8 2014 年半年度资本公积转增股本方案（单位：股）

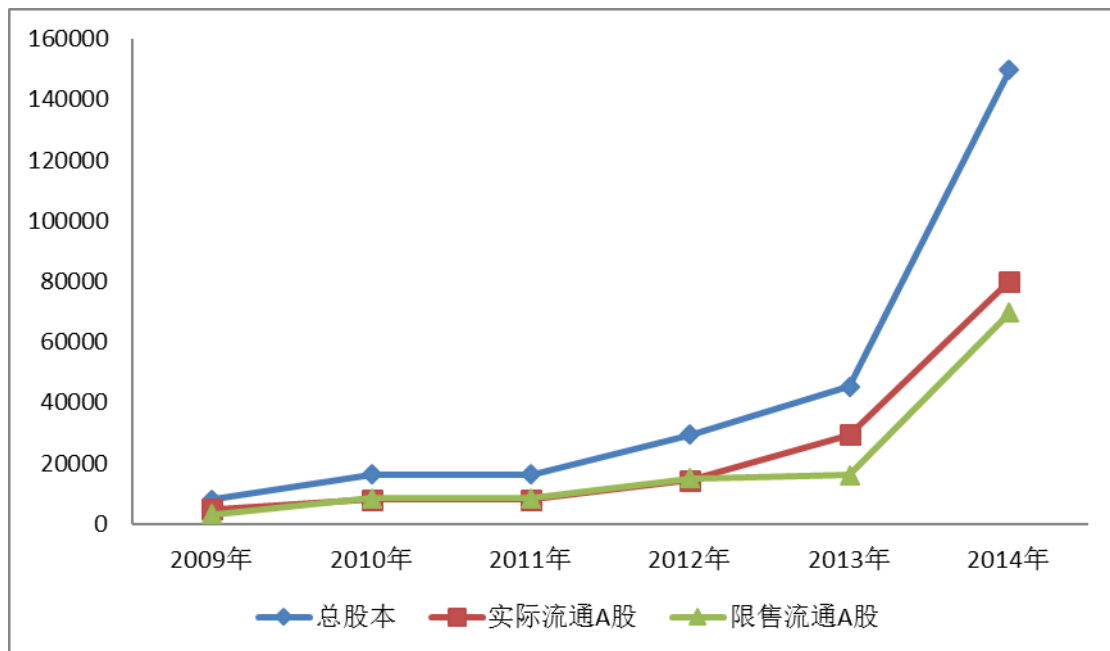
| 分红年度     | 分红方案                      | 股权登记日      | 除权基准日      | 红股上市日      |
|----------|---------------------------|------------|------------|------------|
| 2014 年中期 | 10转增15股<br>派现0.5元<br>(含税) | 2014.09.25 | 2014.09.26 | 2014.09.29 |

股本变动结构表

| 股份性质     | 本次变动前     | 本次变动数     | 本次变动后      | 股份比例   |
|----------|-----------|-----------|------------|--------|
| 有限售条件流通股 | 278684054 | 418026081 | 696710135  | 46.54% |
| 无限售条件流通股 | 320136868 | 480205302 | 800342170  | 53.46% |
| 合计       | 598820922 | 868231383 | 1497052305 | 100%   |

数据来源：巨潮资讯网

而 2014 年半年度利润分配方案实在第四次定向增发资产注入刚刚成功实施一个月以后提出的，如此慷慨的高转送对于刚刚参加定向增发的大股东来说，无疑是让其提前获得一定的收益，降低了大股东在股票风险期的持有成本，也可以说是进一步降低了定向增发的价格，同时也获得了更多的股票数量，与 2012 年半年度利润分配对地三次定向增发的影响可谓是异曲同工。值得注意的是盛屯矿业实施第四次定向增发的目的之一是为了补充流动资金，既然公司流动资金不足，那为何在定向增发刚结束就进行现金分红，前后矛盾的表现凸显了上市公司通过利润分配对大股东进行利润输送的目的。



数据来源：盛屯矿业 2009 年-2014 年年度报表

图 4-1 盛屯矿业历史股本变动（万股）

盛屯矿业的定向增发+利润分配的模式，在双利好的情况下，一方面参与定向增发的股东认购成本进一步降低，并持有了更多的股票，保护了投资者的利益，实现了“少花钱，多股份”的利益输送形式，为大股东后期减持套现埋下了伏笔，损害了公司的价值；而另一方面，在大股东不断获利以及巩固自己股权地位的同时，中小股东要承担更多的风险，成为受害者。经过前后四次定向增发以及两次慷慨的利润分配，盛屯矿业的股本得到了极大的扩张（如图 4-1 所示），但是在此过程中大股东通过定向增发攫取公司财富，一次次巩固着自己股权地位并获利不菲的同时，中小股东的利润却被无限的摊薄稀释。

## 4.2 盛屯矿业利益输送后果分析

### 4.2.1 定向增发短期公告效应分析

本文在理论部分分析了定向增发的正公告效应，本文将采用事件研究法研究盛屯矿业后两次定向增发资产注入的短期公告效应，研究其是有利益输送情况存在的情况下否仍然会出现上文所说的正公告效应。事件研究法股票市场的分析中应用较广，通常用于研究上市公司股价在某一事件发生前后的影响。因此本文采用时间研究法对定向增发的公告效应的研究具有一定的说服力。

本文选择的考察期为事件日前 15 日和后 15 日共 31 天，即事件窗口为  $(-15, 15)$ ，窗口期太长可能会因为其他事件的影响导致数据的准确度，而太短又不能全面的分析事件的影响。在本文采用的事件研究法中，预计正常收益率为当天的市场指数收益率，市场指数选择上证指数，然后分别计算出其日超额收益率和累积超额收益率。具体计算步骤如下：

首先，计算股票  $i$  的日收益率：

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

其中， $R_{it}$  为目标公司股票在  $t$  日的实际收益率； $P_t$  为目标公司股票在第  $t$  日收盘价， $P_{t-1}$  为目标公司股票第  $t-1$  日收盘价。

然后，计算股票市场的组合收益率：

$$R_{mt} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

其中， $R_{mt}$  为  $t$  日股票市场平均收益率； $P_t$  为第  $t$  日股票市场指数收盘价， $P_{t-1}$  为第  $t-1$  日股票市场指数收盘价。

接着，计算公司股票  $i$  在  $t$  日的超额收益率：

$$AR_t = R_{it} - R_{mt}$$

最后，计算股票  $i$  在  $[t_1, t_2]$  时间区间内的累计超额收益率：

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{i=t_1}^{t_2} (AR_t)$$

(1) 第三次定向增发预案公告效应研究分析

表 4-9 盛屯矿业超额收益率和累计超额收益率一览表

| 日期         | 盛屯矿业日收益率     | 上证指数日收益率     | 日超额收益率       | 累计超额收益率      |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2011-10-14 | -0.016639828 | -0.003034578 | -0.01360525  | 0.127879883  |
| 2011-10-17 | 0.001637555  | 0.003715637  | -0.002078083 | 0.141485133  |
| 2011-10-18 | -0.030517711 | -0.023325811 | -0.007191901 | 0.143563216  |
| 2011-10-19 | -0.047217538 | -0.002518585 | -0.044698953 | 0.150755116  |
| 2011-10-20 | -0.015339233 | -0.019404887 | 0.004065654  | 0.195454069  |
| 2011-10-21 | -0.076093469 | -0.006042521 | -0.070050948 | 0.191388415  |
| 2011-10-24 | -0.004539559 | 0.022879604  | -0.027419163 | 0.261439363  |
| 2011-10-25 | 0.03713355   | 0.016570767  | 0.020562783  | 0.288858526  |
| 2011-10-26 | 0.010678392  | 0.007382086  | 0.003296306  | 0.268295743  |
| 2011-10-27 | -0.006836544 | 0.003331262  | -0.010167806 | 0.264999436  |
| 2011-10-28 | 0.031289111  | 0.015492052  | 0.015797059  | 0.275167243  |
| 2011-10-31 | 0.016990291  | -0.002111118 | 0.019101409  | 0.259370184  |
| 2011-11-01 | -0.015513126 | 0.00074117   | -0.016254296 | 0.240268775  |
| 2011-11-02 | 0.001818182  | 0.013826344  | -0.012008162 | 0.256523071  |
| 2011-11-03 | 0.099818512  | 0.001573136  | 0.098245376  | 0.268531233  |
| 2012-02-29 | 0.100110011  | -0.009551004 | 0.109661015  | 0.170285857  |
| 2012-03-01 | 0.1          | -0.000971347 | 0.100971347  | 0.060624842  |
| 2012-03-02 | 0.055        | 0.014237322  | 0.040762678  | -0.040346505 |
| 2012-03-05 | 0.009909522  | -0.006405566 | 0.016315088  | -0.081109183 |
| 2012-03-06 | -0.00725256  | -0.014120935 | 0.006868375  | -0.097424271 |
| 2012-03-07 | -0.008165019 | -0.00648217  | -0.001682849 | -0.104292647 |
| 2012-03-08 | -0.009965338 | 0.01058257   | -0.020547907 | -0.102609798 |
| 2012-03-09 | 0.005251641  | 0.007920379  | -0.002668738 | -0.08206189  |
| 2012-03-12 | 0.026991728  | -0.001905929 | 0.028897657  | -0.079393152 |
| 2012-03-13 | -0.016956337 | 0.008610309  | -0.025566646 | -0.108290809 |
| 2012-03-14 | -0.098318241 | -0.026279471 | -0.07203877  | -0.082724163 |
| 2012-03-15 | -0.049258728 | -0.00729795  | -0.041960778 | -0.010685393 |
| 2012-03-19 | 0.07193159   | 0.002248706  | 0.069682884  | 0.031275385  |
| 2012-03-20 | -0.042702956 | -0.013816893 | -0.028886063 | -0.038407499 |
| 2012-03-21 | 0.024019608  | 0.000554715  | 0.023464893  | -0.009521436 |
| 2012-03-22 | -0.033987554 | -0.001001226 | -0.032986328 | -0.032986328 |

数据来源：CSMAR 数据库

盛屯矿业第三次定向增发资产注入的预案公告于 2012 年 2 月 29 日公布，但是由于此次预案公告前盛屯矿业进行了长达四个月的停牌，故此次事件日为

2012年2月29日，事件前15天为2011年10月14日至2011年11月3日，事件后15天为2012年2月29日至2012年3月22日。本文根据上述公式先分别计算出在此次事件中盛屯矿业与上证指数的日收益率，再计算出盛屯矿业的日超额收益率和累积超额收益率。

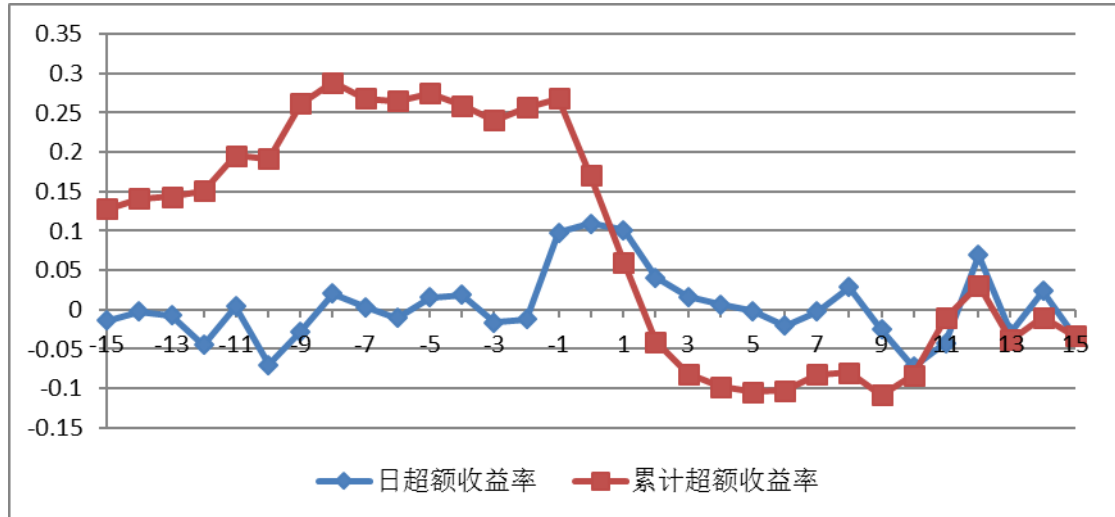


图 4-2 盛屯矿业超额收益率和累积超额收益率趋势图

通过表 4-9 和图 4-2 可以看出，盛屯矿业的日超额收益率在此次预案公告前后的波动都比较稳定，而且在 (-2, 0) 之间有大幅上升，在 0 日达到最高点，但是在 (0, 6) 一直是下降的，虽然在 (6, 8) 有短暂的上升，8 日以后有急剧下降，一直上下波动。盛屯矿业累积超额收益率在 (-15, -1) 一直小幅上升，且均大于零，但是从 -1 日开始急剧下降，且在 (0, 10) 之间一直小于 0。

这与上文分析的定向增发正公告效应不同，此次盛屯矿业的公告并没有表现出之前叙述的正公告效应，反而出现了明显的负公告效应。盛屯矿业在预案公告后 5 日，日超额收益率和累积超额收益率都是明显下降的，说明了此次定向增发并没有受到投资者的青睐，原因很可能是怀疑上市公司通过定向增发资产注入的方式向大股东利益输送，故产生了负公告效应。由于信息不对称的情况存在，公司实行定向增发的消息很可能已经被部分投资者获知，从图 4-2 中可以看出，在公告日前市场已经对该事件做出反应，表现为 (-2, 0) 期间内日超额收益率的较大的增长。由于此次定向增发预案公告前停牌较长，故在预案公告发布后，市场已经对此事件做出了累计的反映，所以盛屯矿业的累积超额收益率出现了快速下降的现象。

#### (2) 第四次定向增发预案公告效应研究分析

盛屯矿业第三次定向增发资产注入预案于 2013 年 5 月 20 日公布，由于盛屯矿业在此次定向增发预案公告前进行了为期 30 天的停牌，故我们选取 2013 年 5 月 20 日预案公告日为此次研究的事件日，事件前 15 天为 2013 年 3 月 21 日至 2013 年 4 月 12 日，事件后 15 天为 2013 年 5 月 21 日至 2013 年 6 月 13 日。本文根据上述公式先分别计算出在此次事件中盛屯矿业与上证指数的日收益率，再

分别计算出盛屯矿业的日超额收益率和累积超额收益率。

表 4-10 盛屯矿业超额收益率和累积超额收益率一览表

| 日期         | 盛屯矿业日收<br>益率 | 上证指数日收<br>益率 | 日超额收益率       | 累积超额收益率      |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2013-03-21 | 0            | 0.002968663  | -0.002968663 | 0.00860216   |
| 2013-03-22 | 0.010967099  | 0.001735398  | 0.009231701  | 0.011570823  |
| 2013-03-25 | -0.000986193 | -0.000676626 | -0.000309568 | 0.002339122  |
| 2013-03-26 | -0.014807502 | -0.012527485 | -0.002280018 | 0.00264869   |
| 2013-03-27 | -0.00501002  | 0.001564283  | -0.006574303 | 0.004928707  |
| 2013-03-28 | -0.037260826 | -0.028301609 | -0.008959217 | 0.011503011  |
| 2013-03-29 | -0.006276151 | 0.000168765  | -0.006444916 | 0.020462228  |
| 2013-04-01 | 0.001052632  | -0.001021392 | 0.002074024  | 0.026907144  |
| 2013-04-02 | -0.013669821 | -0.003010009 | -0.010659812 | 0.02483312   |
| 2013-04-03 | -0.02238806  | -0.00107399  | -0.021314069 | 0.035492932  |
| 2013-04-08 | 0.029443839  | -0.006122831 | 0.03556667   | 0.056807001  |
| 2013-04-09 | 0.007415254  | 0.006402048  | 0.001013206  | 0.021240332  |
| 2013-04-10 | 0.005257624  | 0.000198322  | 0.005059302  | 0.020227126  |
| 2013-04-11 | -0.005230126 | -0.002966083 | -0.002264043 | 0.015167824  |
| 2013-04-12 | 0.006309148  | -0.005781504 | 0.012090652  | 0.017431866  |
| 2013-05-20 | 0.10031348   | 0.007514417  | 0.092799063  | 0.005341214  |
| 2013-05-21 | 0.016144349  | 0.002229411  | 0.013914938  | -0.087457849 |
| 2013-05-22 | -0.028037383 | -0.001176261 | -0.026861122 | -0.101372787 |
| 2013-05-23 | -0.023076923 | -0.011608824 | -0.011468099 | -0.074511665 |
| 2013-05-24 | 0.018700787  | 0.005645038  | 0.01305575   | -0.063043566 |
| 2013-05-27 | -0.005797101 | 0.001993854  | -0.007790955 | -0.076099315 |
| 2013-05-28 | 0.026239067  | 0.012343462  | 0.013895605  | -0.06830836  |
| 2013-05-29 | -0.014204545 | 0.001165957  | -0.015370503 | -0.082203965 |
| 2013-05-30 | -0.008645533 | -0.002695474 | -0.005950059 | -0.066833462 |
| 2013-05-31 | -0.001937984 | -0.007334177 | 0.005396193  | -0.060883403 |
| 2013-06-03 | -0.023300971 | -0.000645283 | -0.022655688 | -0.066279596 |
| 2013-06-04 | 0.009940358  | -0.011653755 | 0.021594113  | -0.043623908 |
| 2013-06-05 | -0.001968504 | -0.000659199 | -0.001309305 | -0.065218022 |
| 2013-06-06 | -0.043392505 | -0.012730761 | -0.030661744 | -0.063908716 |
| 2013-06-07 | -0.025773196 | -0.013963606 | -0.01180959  | -0.033246973 |
| 2013-06-13 | -0.04973545  | -0.028298067 | -0.021437383 | -0.021437383 |

数据来源：CSMAR 数据库

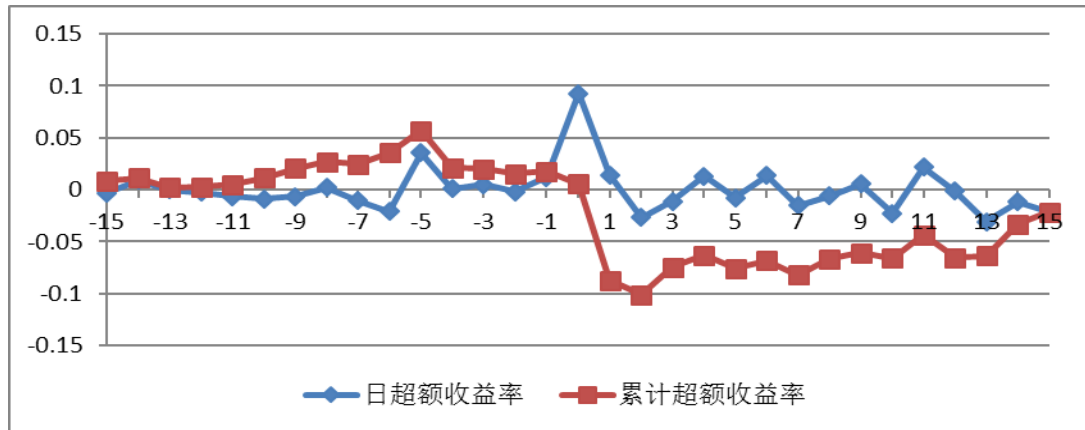


图 4-3 盛屯矿业超额收益率和累计超额收益率趋势图

从表 4-10 和图 4-3 可以看出，盛屯矿业日超额收益率在  $(-1, 0)$  之间增幅最大，在 0 日达到最大值 0.10，但在  $(0, 2)$  开始急剧下降，此后一直在小幅波动。盛屯矿业超额收益率在 0 日以前一直是正值，在  $(-5, 2)$  之间一直处于下降状态，在 2 日达到最低，此后一直为负值并小幅波动。

从上述分析可知，盛屯矿业第四次定向增发公告预案也同样没有取得正公告效应，并且在预案公告日出现了明显的负公告效应，而且事后累积超额收益率均为负值，这同样说明了投资者也不看此次定向增发资产注入。造成这种情况的原因很可能是投资者已经察觉到此次定向增发中所存在的利益输送问题，投资者并没有表现出很高的热情。

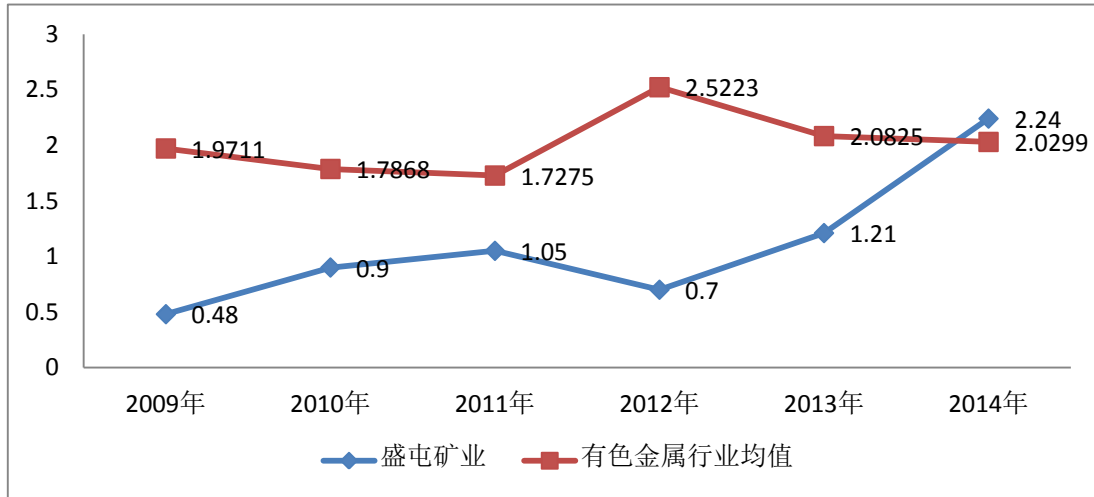
综上，通过事件研究法研究得出，投资者对盛屯矿业后两次定向增发普遍不看好，没有起到明显正公告效应。造成这样的原因很可能是投资者怀疑盛屯矿业在这两次定向增发资产注入过程中出现如高价注入资产、注入劣质资产等利益输送问题。从上文分析可知盛屯矿业在定向增发资产注入过程确实存在利益输送的行为，公司两次定向增发资产注入均未取得正公告效应，在一定程度上说明了存在利益输送的定向增发会对投资者的行为产生一些影响。

#### 4.2.2 定向增发长期财务状况分析

上文分析了盛屯矿业在定向增发资产注入过程中的利益输送问题，本节将通过财务指标分析利益输送行为对盛屯矿业财务状况的影响，并以行业数据作为参考对象。

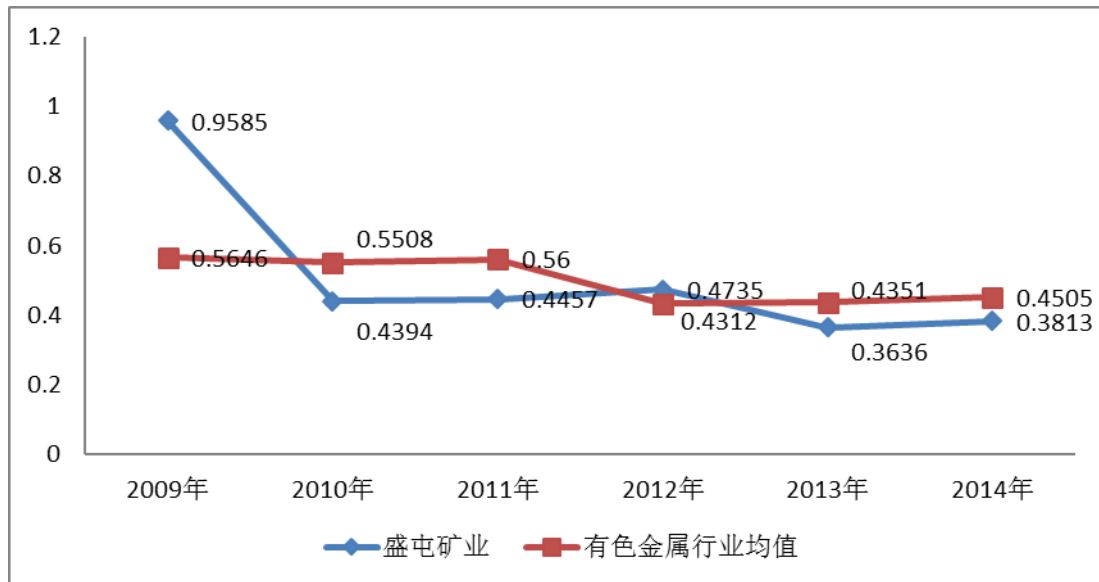
##### (1) 偿债能力分析

上市公司的偿债能力一般分为短期偿债能力和长期偿债能力。本文在对盛屯矿业的短期偿债能力的分析采用了流动比率，而长期偿债能力选择了资产负债率。流动比率一般指流动资产对流动负债的比率，被视为企业用现金来偿还债务的能力。资产负债率指企业总资产中负债所占的比例，主要在清算时债权人的相关利益受保护的程度。



数据来源：CSMAR 数据库

图 4-4 盛屯矿业流动比率分析



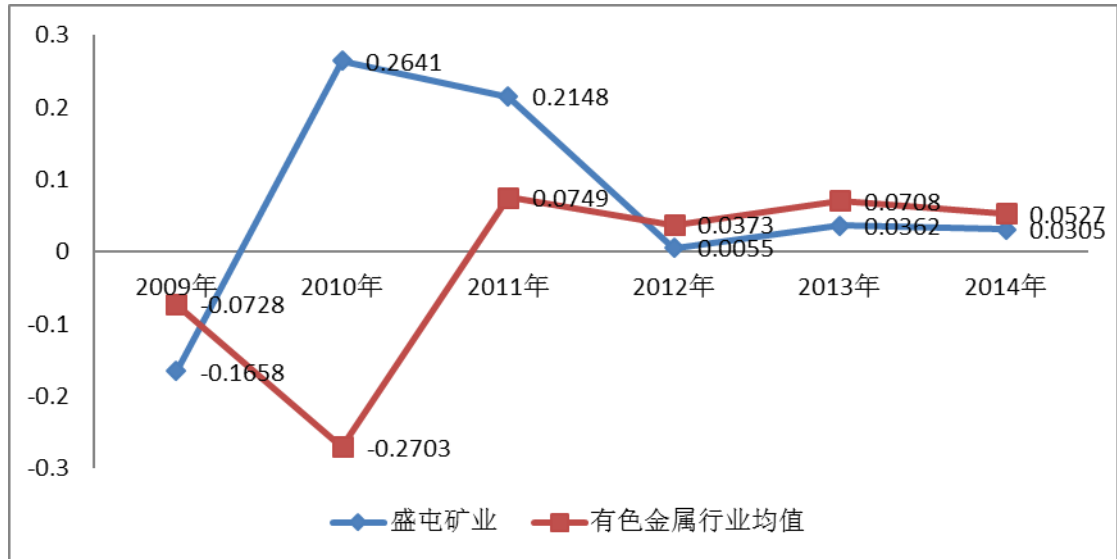
数据来源：CSMAR 数据库

图 4-5 盛屯矿业资产负债率分析

从图4-4我们可以看出盛屯矿业的流动比率在2014年以前都处于较低水平，远低于行业均值，但是在2013年和2014年连续两次定向增发资产注入后，流动比率从2012年的0.7增长到2014年的2.24，这说明盛屯矿业连续两次定向增发资产注入使盛屯矿业的短期偿债能力有了较大的提升。从图4-5我们可以看盛屯矿业的资产负债率，在经历四次定向增发后盛屯矿业的资产负债率从2009年的0.96降到2014年的0.38，而且后两次的定向增发资产注入也使盛屯矿业资产负债率下降了约10%，盛屯矿的长期偿债能力得到了很大的提升，说明盛屯矿业由较好的长期偿债能力和负债经营能力。综上，在经历了2010年连续两次的定向增发以及后两次大规模的定向增发资产注入，盛屯矿的偿债能力增强，提高了公司的市场竞争力。

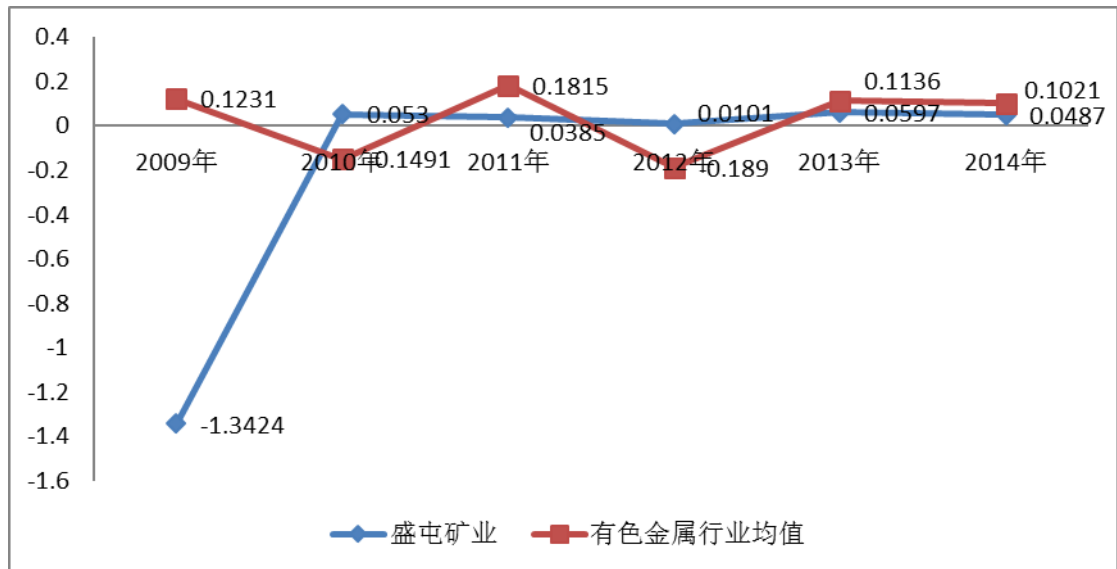
## (2) 盈利能力分析

本文选取总资产净利润率（ROA）和净资产收益率（ROE）作为评价盛屯矿业的盈利能力的指标。根据学到的知识我们了解，总资产收益率是指，息税前利润除以平均总资产的比例，这个比例越高，就说明公司资产运行的效率就越高，从而表现出很强的盈利能力。净资产收益率指的是公司资本的价值收益情况，它与公司股东的价值呈正相关。盛屯矿业前后四次定向增发是否能达到利益协同效应，这将反映在企业的盈利能力指标上。



数据来源：CSMAR 数据库

图 4-6 盛屯矿业总资产净利润率



数据来源：CSMAR 数据库

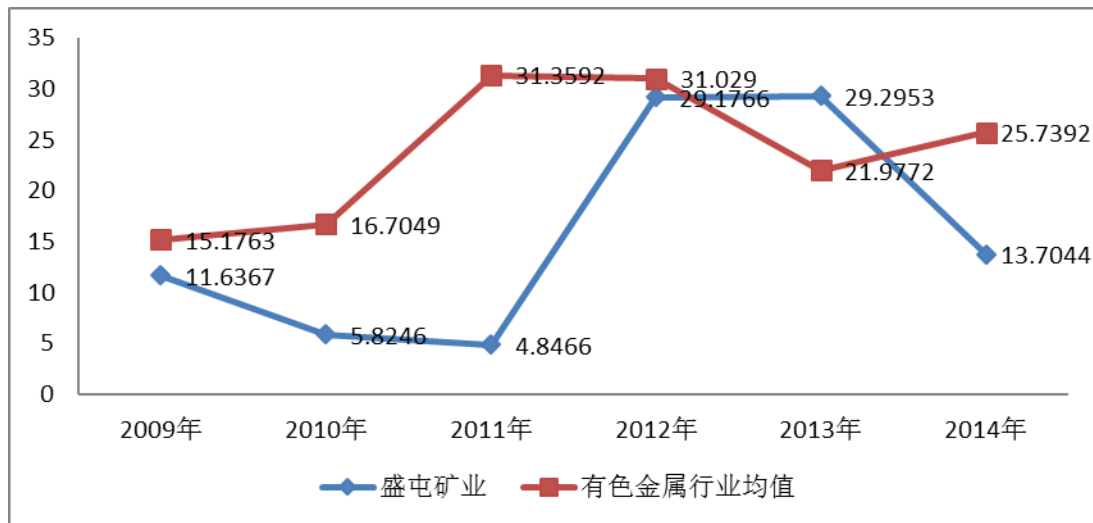
图 4-7 盛屯矿业净资产收益率

从图 4-6 和图 4-7 可以看出，盛屯矿业总资产净利润率和净利润收益率在 2009 年都处于较低水平，但在 2010 年二者均有较大提升，并超过行业均值，这

表明盛屯矿业在 2010 年实施的两次定向增发使包括净资产和负债在内的全部资产的总体获利能力有所增强。但是从 2011 年开始，盛屯矿业总资产净利润率有大幅度下降，在 2012 年达到最低，从盛屯矿业 2012 年财务报告我们可知这是因为受经济环境及矿山技改影响，矿山业务利润有所减少。盛屯矿业净资产收益率从 2010 年开始一直保持稳定，除 2012 年高于行业均值外，2013 年和 2014 年均略低于行业均值，从以上现象可以看出盛屯矿业在后两次通过定向增发所注入的资产持续盈利能力不佳，注入的资产非优质资产，拖累了上市公司的业绩，印证了上文的分析。综上，盛屯矿业在前后四次定向增发中，前两次定向增发使公司的盈利能力得到了很大的提升，但后两次高价的定向增发资产注入不仅没有给公司业绩带来显著的改变，还在一定程度上拖累了公司的业绩，并没有达到利益协同的效果。

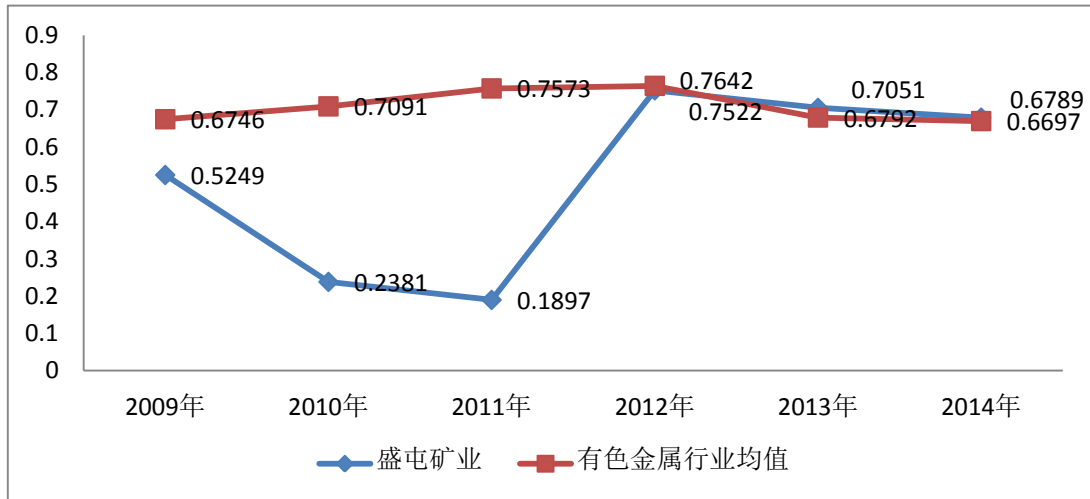
### （3）营运能力分析

本文将采用应收账款周转率和总资产周转率来反映盛屯矿业的营运能力。应收账款周转率主要显示了企业的应收账款的变现能力，若该值越高，表明企业的资产流动性较高。总资产周转率主要用来评价企业所有资产的利用率，该值越大，说明企业资产的周转速度越快。



数据来源：CSMAR 数据库

图 4-8 盛屯矿业应收账款周转率



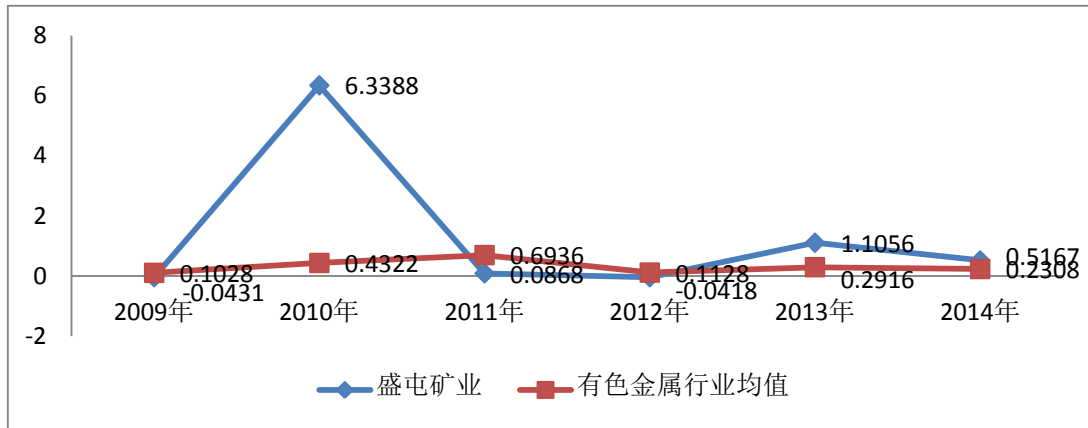
数据来源：CSMAR 数据库

图 4-9 盛屯矿业总资产周转率

从上图 4-8 分析我们可知，盛屯矿业应收账款周转率在经历了前两次定向增发后较之前有较大的提升，在 2013 年高出行业均值约 7.32%，但是在 2014 年有大幅下降，且低于行业均值约 12.04%，差不多有回到了 2009 年的水平，从财务报表分析可知，盛屯矿业在 2014 年的营业收入为 334795.78 万元，同比增长 64.31%，但是 2014 年应收账款却高达 37119.71 万元，同比增长 216.19%，可见，盛屯矿业在后两次定向增发资产注入后业务提升的同时也形成了大量的应收账款。而且从图 4-9 我们可以看出盛屯矿业的总资产周转率在 2012 年之后呈现下降趋势，也就是说 2013 年和 2014 年相继完成的定向增发资产注入后总资产增长幅度高于营业收入的增长幅度，反映出了总资产周转不佳以及销售能力不强的问题。综上，在连续两次定向增发资产注入后，公司的营运能力较之前有所下降，公司发展规模在不断扩大的同时形成了大量的应收账款，营业收入增长相对乏力，长期营运能力不佳。

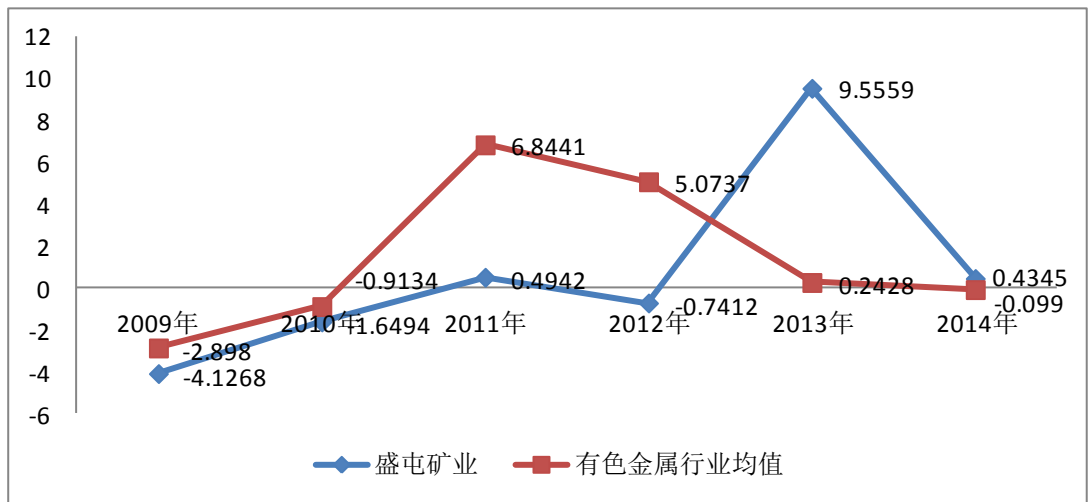
#### （4）成长能力分析

企业成长能力主要用来分析公司的经营状况的指标，本文选用总资产增长率和净利润增长率两项指标来分析盛屯矿业的成长能力。总资产周转率一般反映企业资产增长的规模，若一个企业的总资产周转率较高，说明该企业能够保持资产的稳定增长。净利润增长率反映了企业当期净利润高于上期的速度，若该值越大，说明该企业的经营状况较为理想，发展速度较快。



数据来源：CSMAR 数据库

图 4-10 盛屯矿业总资产增长率



数据来源：CSMAR 数据库

图 4-11 盛屯矿业净利润增长率

从上图 4-10 可知，盛屯矿业在 2010 年总资产增长率增长较快，说明盛屯矿业的资产规模有明显扩张，但是从 2011 年开始盛屯矿业的总资产增长率比较稳定，但是盛屯矿业在后两次大手笔的定向增发资产注入却没有提升总资产增长率，反而有下降趋势。从图 4-11 可以看出盛屯矿业的净利润增长率在 2013 年至 2014 年下降明显，而且埃玛矿业和贵州华金在 2014 年均未达到盈利预测，这说明盛屯矿业在后两次所注入的矿产并非优质资产。综上，在连续两次定向增发资产注入后，盛屯矿业出现发展能力有所减缓，长期发展能力相对乏力。

通过上述财务指标的分析，2010 年连续两次的定向增发使得盛屯矿业在各方面较之前有了很大的改善，但是在 2013 年和 2014 年连续两次通过定向增发高价进行资产注入没有给上市公司带来实质性的改变。由于利益输送的情况存在，不良资产的注入反而拖累了上市公司的经营业绩，而过度虚增资产价值加大了公司的经营成本，影响了公司的净利润，慷慨的高转送行为更使原本就紧张的现金流更加紧张。

## 第五章 结论与建议

### 5.1 研究结论

本文通过以盛屯矿业的定向增发资产注入作为案例研究对象,探讨了上市公司大股东在定向增发资产注入过程中的利益输送行为。通过上文研究,得出以下结论:

(1) 盛屯矿业在定向增发资产注入过程中存在向大股东利益输送的行为,进行利益输送的方式主要有注入劣质资产,过度虚增注入资产价值以、大股东减持套现以及大股东设立壳公司进行资产注入。

(2) 盛屯矿业在定向增发资产注入前后实行高转送及现金分红,进一步减少了定向增发对象认购新股的成本和后期持有限售股的风险,为大股东后期减持套现埋下了伏笔,也可以认为是提前得到了利益,实现了“少花钱,多持股”的目的,而中小股东的利益被不断稀释和侵害。

(3) 在盛屯矿业定向增发资产注入的案例中,定向增发资产注入的预案公告并没有起到正公告效应,反而出现了负公告效应。

(4) 盛屯矿业 2013 年和 2014 年连续两次通过定向增发高价注入的埃玛矿业和贵州华金却没有给上市公司经营业绩带来实质性的改变,反而拖累了公司业绩。

### 5.2 政策建议

#### 5.2.1 完善定向增发的监管约束机制

目前在我国股票市场上,定向增发是一种被视为利好的题材,很多上市公司大股东往往会在一己之利的趋势下通过定向增发来侵害上市公司和中小股东的利益。如果延续当前的监督管理机制,定向增发必然会成为大股东进行大肆敛财的工具,因此必须加强相关机构的监管力度,并提高投资者和财经媒体的监管意识。

(1) 强化中介机构的监管力度。不得不说会计事务所、资产评估机构以及律师事务所等机构在股票市场起到了越来越重要的作用,但是由于我国监管力度不强,这些机构反而会与上市公司大股东串通,出具一些虚假报告,并不能将真实情况反映给中小股东,所以我国应加强相关制度的建设,强化对中介机构的监管力度。

(2) 提高投资者的监管意识。机构投资者往往会通过认购定向增发的新股而成为了上市公司新的股东,但是其并没有履行其主动监督的权益,只是为了单纯的投资获利。我国中小股东当利益受到侵害时,往往采用用脚投票来表达不满,并没有运用其监督的权利。所以我国应该加强培养投资者的监督意识,提高投资者主人翁的精神。

(3) 发挥财经媒体的积极作用。在我国,中小投资者获取上市公司的信息

的渠道相对单一，主要来自财经媒体的报道和互联网上的一些信息，尤其是在信息不对称的情况下，财经媒体更是起着举足轻重的作用。财经媒体客观上还能起到监督上市公司的作用，所以我们要重视财经媒体的发展，加快财经媒体的人才培养，从而为中小股东提供客观真实的信息。

### 5.2.2 强化注入资产质量的评估

在资产注入型定向增发中，主要存在的问题有两个，一个是大股东通过注入劣质资产来获取优质的股权，另一个是资产评估机构通过选用不同的评估参数，过度虚增所注入资产的价值，进而形成利益输送。对此，本文将提出以下建议：

(1) 加强资产质量的监督力度。评估机构很容易受上市公司控股股东的影响，通过运用有利于控股股东的行业指标和评估法则，并不能真实有效的反映所注入资产的合理价值。而且由于资产评估专业性较强，中小股东在资产评估报告中并看不懂评估机构的评估过程，这就需要相关机构加强对资产的质量的监督。而且我国要加快完善资产评估的法则，从而更好的约束资产评估机构，使其更加独立。还有就是资产注入完成后，监管部门要对其盈利能力进行长期的监管，更好的保护上市公司和中小股东的权益。

(2) 建立资产评估增值率上限。本文就出现了资产评估率过高的现象，为了防止出现资产增值率过高现象，相关监管部门应设立行业指标或资产增值率上限，完善相关监管制度。对于在资产评估报告中出现资产价值增值过高的情况，证监会应可以对相关资产进行复查，从源头上打击资产过度虚增的行为。如果复查出现资产存在过度虚增的情况，证监会应对评估机构进行惩罚，并不予通过上市公司的定向增发。

(3) 完善补偿机制。在定向增发完成后，监管部门应加强对所注入的资产进行长期的跟踪与检验。如果所注入的资产在约定年限里并没有达到之前所承诺的盈利指标，那么上市公司有权要求该资产的股东对上市公司进行一定的赔偿，比如回购之前认购的股份或者进行现金赔偿等手段。完善资产注入的补偿机制可以有效的保证注入资产的价值，防止大股东为一时之利而将劣质资产注入从而长期拖累公司业绩。

### 5.2.3 加强中小投资者教育

我国中小投资者在股票市场具有举足轻重的作用，尤其是推动相关法律法规的建设。所有我国要加强对中小投资者的知识普及，培养其监督和管理上市公司的意识。最重要的是要学会合理的保护自己的利益不受非法侵害，如果一旦利益受到不同程度的侵害，中小投资者不应只会用脚投票，他们要学会利用自身的权利来制衡大股东的掏空行为。

在制定定向增发预案阶段，上市公司应邀请更多的中小股东参与，从而减少信息不对称的情况。公司要加快建设中小股东参与股东大会的制度，可以先通过互联网、短信等方式来让中小股东参与进来，从而培养中小股东参与公司表决的

意识，增强对自身利益的维护。

### 5.3 研究不足

第一，本文采用了理论与案例相结合的研究方式，案例研究并不能反映整个定向增发题材的情况。本文主要研究了盛屯矿业定向增发资产注入过程中的存在利益输送问题，并没有对定向增发普遍存在的折价发行等问题进行研究。而且由于盛屯矿业在定向增发中所注入的资产是否真的能起到利益协同的效果，这需要通过未来几年的业绩表现来系统分析。

第二，本文主体所用的数据主要来源于上市公司公布的报告和国泰安数据库，数据真实性无法一一考证，如果上市公司提供的数据存在虚假成分，这必然会对本文的研究结论的科学性产生一定的影响。

第三，由于笔者在理论以及实践上水平不足，虽然在借鉴已有理论以及以前学者研究成果的基础上进行了一定的拓展，但仍难免存在疏漏，希望各位老师批评指正。笔者在今后的学习以及工作中会继续关注定向增发资产注入这一题材，并不断提高自己的研究能力。

## 参考文献

- [1]陈政. 非公开发行折价、大小股东利益冲突与协同[J]. 证券市场导报, 2008(8): 28-35.
- [2]高伟生, 许培源. 证券公司股票质押式回购业务的现状、问题及对策[J]. 证券市场导报, 2014(7): 48-52.
- [3]耿建新, 吕跃金, 邹小平. 我国上市公司定向增发的长期业绩实证研究[J]. 审计与经济研究, 2011(11): 52-58.
- [4]官峰, 靳庆鲁, 张佩佩. 机构投资者与分析师行为——基于定向增发解禁背景[J]. 财经研究, 2015(6):132-144.
- [5]何贤杰, 朱红军. 利益输送、信息不对称与定向增发折价[J]. 中国会计评论, 2009(9):283-298.
- [6]黄建欢, 尹筑嘉. 非公开发行、资产注入和股东利益均衡:理论与实证[J]. 证券市场导报, 2008(5):26-32.
- [7]黄建中. 上市公司非公开发行的定价基准日问题探讨[J]. 证券市场导报, 2007(3):35-41.
- [8]黄湘源. 当心资产注入变成泡沫注入[J]. 金融经济, 2007(10):43.
- [9]季华, 魏明海, 柳建华. 资产注入、证券市场监管与绩效[J]. 会计研究, 2010(2):47-56.
- [10]李平, 李刚. 我国上市公司定向增发的分红偏好: 理论分析与实证检验[J]. 新金融, 2014(11):51-56.
- [11]李心丹, 俞红海, 陆蓉等. 中国股票市场“高送转”现象研究[J]. 管理世界, 2014(11):133-145.
- [12]刘建勇. 大股东资产注入的产业链整合效应研究[J]. 财贸研究, 2012(2):134-142.
- [13]刘宇. 定向增发对相关利益体财富的影响分析[J]. 证券市场导报, 2006(4):12-16.
- [14]邵勇, 李季刚. 定向增发、资产注入与上市公司控股股东性质[J]. 现代管理科学, 2012(8):51-53.
- [15]王家新, 刘曦. 中国股市增发公告的股价效应分析[J]. 统计研究, 2008(4):61-65.
- [16]王志彬, 周子剑. 定向增发新股整体上市与上市公司短期股票价格的实证研究——来自中国证券市场集团公司整体上市数据的经验证明[J]. 管理世界, 2008(12):182-183.
- [17]王志诚, 赵士波, 田昆. 股票质押贷款的实证研究[J]. 经济科学, 2002(1):73-84.
- [18]宁玉新, 王诗梦. 上市公司定向增发财富效应研究——以西飞国际定向增发为例[J]. 财会通讯, 2013(5):33-35
- [19]王志强等. 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(13):109-116.
- [20]魏立江, 纳超洪. 定向增发预案公告市场反应及其影响因素研究——基于深圳证券交易所上市公司数据的分析[J]. 审计与经济研究, 2008(9):86-90.
- [21]徐寿福. 上市公司定向增发公告效应及其影响因素研究[J]. 证券市场导报, 2010(5):65-72.
- [22]徐寿福, 龚仰树. 定向增发与上市公司长期业绩下滑[J]. 投资研究, 2011(10):98-111.

- [23]薛爽, 郑琦. 盈余质量与定向增发股份解锁后机构投资者的减持行为[J]. 财经研究, 2010(11):93-103.
- [24]颜淑姬. 资产注入——利益输入或利益输出?[J]. 商业经济与管理, 2012(3):75-84.
- [25]颜淑姬. 定向增发、资产注入与大股东侵害[D]. 杭州: 浙江工商大学, 2013.
- [26]尹筑嘉, 文凤华, 杨晓光. 上市公司非公开发行资产注入行为的股东利益研究[J]. 管理评论, 2010(7):17-26.
- [27]俞静, 徐斌. 低价定向增发之谜: 一级市场抑价或二级市场溢价?[J]. 证券市场导报, 2010(6):34-39.
- [28]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研究[J]. 会计研究, 2009(12):63-68.
- [29]张祥建, 郭岚. 资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率[J]. 金融研究, 2008(2):98-112.
- [30]章卫东. 上市公司股权再融资方式选择: 配股、公开发行新股、定向增发新股[J]. 经济评论, 2008(6):71-81.
- [31]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研究[J]. 会计研究, 2008(9):73-80.
- [32]章卫东, 李海川. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验研究[J]. 会计研究, 2010(3):58-64.
- [33]章卫东, 张洪辉, 邹斌. 政府干预、大股东资产注入: 支持抑或掏空[J]. 会计研究, 2012(8):34-40.
- [34]赵玉芳, 夏新平, 刘小元. 定向增发、资金占用与利益输送——来自中国上市公司的经验证据[J]. 投资研究, 2012(12):60-70.
- [35]郑艳秋, 江涛, 姜薇. 定向增发中的资产注入与利益输送方式研究[J]. 会计之友, 2015(7):32-36.
- [36]周勤业, 夏立军, 李莫愁. 大股东侵害与上市公司资产评估偏差[J]. 统计研究, 2003(10):39-44.
- [37]朱国泓, 张祖士. 定向增发、资产注入与股市波动——股权分置改革后的股市脆弱性模型推导及其政策含义[J]. 江西财经大学学报, 2010(2):20-25.
- [38]朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究[J]. 管理世界, 2008(6):136-147.
- [39]Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, Jin-Mo Kim. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups[J]. Journal of Finance, 2002(57):2695-2740.
- [40]Baek J, Kang J, Lee I. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. Journal of Finance, 2006(61):2415-2449.
- [41]Barclay, Micheal J, Clifford G. Private placements and managerial entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007(13):461-484.
- [42]Chen S, Lee C, Yeo G. Wealth Effects of Private Equity Placements: evidence from

- Singapore[J]. *The Financial Review*, 2002(37):165-184.
- [43]Cronqvist, Henrik, Mattias Nilsson. The choice between rights offerings and private equity placements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005(78):375-407.
- [44]Crossman S J, Hart O D. One share-one vote and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economic*, 1988(20):175-202.
- [45]D' Mello R, Tawatnutachai O, Yaman D. Does the sequence of Seasoned Equity Offerings Matter?[J]. *Financial Management*, 2003(32):59-86.
- [46]Denis, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research and counting[J]. *Review of Financial Economics*, 2001(10):191-212.
- [47]Fama E F. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. *The Journal of Political Economy*, 1980:288-307.
- [48]Hertzel M, Smith R. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately [J]. *Journal of Finance*, 1993(48):459-485.
- [49]Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976(3):305-360.
- [50]Johnson S. Tunneling[J].*The American Economic Review*,2000(90):22 -27.
- [51]Jones. Earnings Management During Import Relief Investigations[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991(29):193-228.
- [52]Kato K, Schalleim J. Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu) [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1993(1):287-307.
- [53]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000(58):3-27.
- [54]R Fisman, Yongxiang Wang. Trading Favors within Chinese Business[J]. *American Economic Review*, 2010(2):429-433.
- [55]Silber. Discounts on Restricted Stock: The Impact of illiquidity on Stock Prices[J]. *Journal of Financial Economics*, 1991(47):60-64.
- [56]Srinivasan Krishnamurthy, Paul Spindt, Venkat Subramaniam. Does Investor Identity Matter in Equity Issues-Evidence from Private Placements[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2005(14):210-238.
- [57]Sweet A P, Debt. Government Violations and managers' Accounting Responses[J]. *Journal of Financial Economics*, 1994(5):281-308.
- [58]Wruck K H, Wu Y. Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private of Common Stock[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009(15):30-47.
- [59]Wruck. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from Private equity financings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989(25):71-78.
- [60]Wu X P, Wang Z. Equity Financing in a Myers-Majluf Framework with Private Benefits of Control[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005(11):915-945.

## 致谢

时光荏苒，岁月如梭！在石河子大学两年的求学时光里，有过迷茫，有过彷徨，更多的是收获。毕业论文的撰写完毕也预示着求学生涯的结束，自己也将步入社会，感谢求学之路上老师、同学、朋友和亲人的关怀与帮助。

首先，我要感谢我的导师郭桂花教授。在两年的研究生求学阶段，郭老师不论在学术上还是生活上都给了我很多很多的帮助与指导。毕业论文的选题、开题、以及多次的修改和最终的定稿，都是浸透着郭老师的心血和汗水。在生活方面郭老师对我们也是关爱有加，不论遇到什么困难，郭老师总是想尽一切办法帮助我们。在此我由衷的说一句：郭老师，您辛苦了！

其次，我还要感谢石河子大学经济与管理学院的所有老师。正式因为他们竭尽全力的将自身的知识传授给我们，我们才能在以后工作学习中找准方向。他们就是我们人生中的灯塔，照亮了我们前行的路。老师们教诲和培养将使我们受用终生，谢谢你们为我们所做出的奉献！

再次，我要感谢 2014 级会计专硕班的全体同学，谢谢你们两年来的风雨相伴。两年的时光里，我们一起哭过，一起笑过，一起并肩走在学术的道路上，谢谢你们平日对我的包容与帮助。我也从各位同学的身上学到了很多的优点，认清了自身的缺点，谢谢你们，这段时光将成为我人生中最美好的回忆！

最后，我要感谢我的父母。从五岁开始到如今二十五岁，整整二十年的求学生涯中，你们无私的关爱与支持是我人生中最宝贵的财富。谢谢你们在物质和精神上给我的帮助，让我能够无忧无虑的完成学业，老爸老妈，你们辛苦了！

即将离开石大的校园，感慨万千！在以后的日子里我会更加努力，不辜负一路上良师益友的关怀与帮助，谢谢你们，谢谢石河子大学！

## 作者简介

解春强，男，共青团员，1991年01月出生，山西运城人，硕士研究生。2014年6月毕业于井冈山大学信息与计算科学专业，获学士学位。2014年9月至今就读于石河子大学经济与管理学院会计专业硕士研究生，主要研究方向是会计理论与方法。

在学期间发表的文章：

[1]解春强. 浅谈我国煤炭资源税的改革[J]. 经营管理者, 2015(15):44.

# 石河子大学硕士研究生学位论文

## 导师评阅表

|  |      |      |         |
|--|------|------|---------|
| 研究生姓名  | 解春强  | 学制   | 两年制     |
| 专业   | 会计硕士 | 研究方向 | 会计理论与方法 |
| <p>论文评语:</p> <p>相对于目前同类型研究而言,该文以定向增发过程中的资产注入方式为切入点,通过对盛屯矿业定向增发资产注入过程中所存在的利益输送的方式以及造成的经济后果进行分析,找出我国上市公司定向增发存在的向大股东利益输送行为,并得出了有意义的结论,该文的研究视角具有一定的创新性。</p> <p>该文围绕着我国上市公司定向增发过程中的利益输送问题,在充分总结了相关理论和研究的基础上,结合盛屯矿业案例进行系统的分析,而且本文的思路清晰,数据详实,本文结论具有一定说服力。但是本文中利益输送所造成的经济后果仍需所注入资产后续几年的盈利情况进行佐证。</p> <p>另外,该论文撰写严肃认真、推理符合逻辑、结论和建议具有现实意义,是一篇具有一定学术价值的专业硕士研究生论文。论文也反映了该生在本学科方面坚实的理论基础、系统的专业知识以及良好的科研能力,表明该生已经具备了相当的理论功底,有较好的科研能力和解决实际问题的能力,达到了会计专业硕士学位论文的要求,同意答辩。</p> <p style="text-align: right;">指导教师签字: 郭桂花<br/>2016年5月31日</p> |      |      |         |