

# 同股应否同价？

## ——山东黄金定向增发案例分析

■ 童盼 秦莉莉

### 上市公司定向增发的定价机制

我国《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称《实施细则》)规定,上市公司定向增发的定价基准日必须在董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期的首日这三个日期中选取,股票均价应为充分考虑成交额和交易量因素的加权均价。同时,《实施细则》还针对不同对象、不同发行目的确定了不同的定价机制。

以重大资产重组或引进长期战略投资为目的的非公开发行通常对发行对象有特定的要求,《实施细则》允许发行人在董事会、股东大会阶段事先自行确定发行对象的具体名单、发行价格或定价原则、发行数量,体现了公司自决的市场化原则。同时还规定,此类发行对象认购的股份应锁定36个月以上,这既符合长期战略投资的本意,又在很大程度上避免因认购后短期内抛售而引发的不公平现象。

以筹集现金为目的的非公开发行对发行对象没有限制,发行对象属于财务型投资者,因此,在目前上市公司股东对管理层的约束尚未完全到位的情况下,为使发行结果更加公平公正、发行价格更贴近公司投资价值,《实施细则》规定,最终发行价格和发行对象必须在取得发行核准批文后,经过有效的市场竞价产生。竞价制度

的要点有三:一是严格贯彻价高者得的原则;二是扩大询价范围,确保充分竞争;三是认购报价过程严格保密。另外,发行对象认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让。

正是由于《实施细则》中的上述规定,使得众多定向增发案例出现了控股股东和战略投资者低价认购股份、其他特定对象以远高于控股股东的价格认购股份的现象,但山东黄金定向增发案例却是一个例外。

### 案例简介

2006年8月21日,山东黄金矿业股份有限公司(下简称山东黄金)董事会宣告非公开发行股票,以募集资金用于收购控股股东山东黄金集团拥有的包括金仓矿业、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿及山东黄金集团平度黄金有限公司鑫汇金矿在内的黄金主业资产。2007年12月21日,山东黄金非公开发行不超过7900万股股票的方案获得证监会核准。本次发行对象包括两类:一是控股股东山东黄金集团及其全资子公司山东黄金集团平度黄金有限公司,将以资产认购股份;二是保险公司、证券投资基金管理公司、信托投资公司、财务公司等境内外合格的机构投资者。2008年1月26日,山东黄金发布的定向增发结果显示,大股东黄金集团以110.93元/股的价格

认购了6937217股,这个价格也是中国人寿资产管理有限公司、上投摩根基金公司等机构投资者的认购价格,出现了自《实施细则》出台后少见的“同价认购”现象。

那么,山东黄金的控股股东为什么会以如此高价购买公司发行的股份呢?“同价认购”是否比“异价认购”更公平呢?

### 分析与评价

山东黄金以资产重组为目的的定价方案是在公司二届二十九次董事会上确定的,最终方案于2007年2月5日经公司2007年第一次临时股东大会审议通过。方案规定:以资产重组为目的的股票发行价格不低于公司二届二十九次董事会决议公告日(2006年8月21日)前20个交易日公司股票收盘均价24.93元/股,该定价机制的定价基准日为董事会决议公告日。可见,在最初的定价方案中,对控股股东确定的发行价格是远低于其最终的认购价格的。那么,为什么其最终的认购价格定为110.93元/股而非24.93元/股呢?

1. 保障机构投资者和其他流通股股东的利益。如前所述,从山东黄金董事会提出非公开增发到证监会批准其增发方案,经历了16个月的时间。这就造成了控股股东认购价格基准

日、机构投资者认购价格基准日和大股东实际认购日之间产生了较大的时间差异。最初确定的控股股东认购价格是以董事会决议公告日为基准日，即2006年8月21日，而机构投资者的认购价格则是在收到证监会核准文件（2007年12月21日）后以竞价方式确定的，两者相距16个月。同样，控股股东认购基准日与控股股东实际认购股票的时间（2008年1月26日）相距17个多月。而这一年多的时间恰好是我国股市迅速崛起的时候。伴随着大牛市，二级市场的股价持续攀升，山东黄金的股价由2006年年底的29.96元/股涨到2008年年初的204.13元/股，上涨近700%。此时，如果控股股东继续按照原定价格24.93元/股认购会极大地损害其他股东的利益，违反《公司法》的“三公”原则。

2. 控股股东以实物资产认购股票，而其资产评估价值高于账面价值。如果抛开股市剧烈波动这个因素，控股股东的认购价格是否应该与其他投资者一致呢？通常情况下，控股股东往往以实物资产认购定向增发的股份，与其他特定机构投资者的12个月锁定期相比，控股股东的锁定期达36个月，所以，其认购增发股份的价格低于其他特定对象往往被认为是合理的。但值得注意的是，控股股东是按实物资产的评估价值认购股票的，而其评估价值往往都很高。山东黄金控股股东资产的评估价值均大于其账面价值，最高的翻了一倍。如山东黄金集团玲珑金矿、三山岛金矿和沂南金矿的评估价值较账面价值增加了33 334.99万元，增值率为42.89%；山东黄金集团金仓矿业有限公司的资产评估价值较账面价值增加了72 768.45万元，增值率为84.12%；山东黄金集团平度黄金有限公司鑫汇金矿的评估价值较账面价值增加了14 831.57万元，增值率达103.16%。也就是说，控股股东

资产的评估价值已经体现了其优质性，因此，采取“同价认购”更具合理性。

综上所述，在符合《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》和其他相关规定的前提下，“同价认购”一方面符合山东黄金的实际情况，保障了其他流通股股东的利益，有效防止了利益输送、内幕交易等问题的出现；另一方面也表现出控股股东对公司未来发展的信心，可以在最大限度上让机构投资者相信大股东未来会倾力支持上市公司的发展。

同时也可以看出，虽然《实施细则》在定价机制上有了很大改进，给予了控股股东自行确定增发价格的权利，但在某些情况下这种自主定价权也很有可能侵犯其他流通股股东的利益。所以，笔者建议，今后的定价机制应尽量采取“同价认购”，即控股股东及其他特定机构投资者以相同价格认购增发股份，这个价格应在满足定向增发发行价格不低于定价基准日前20个交

易日公司股价90%的基础上，采取公开询价的方式产生。

有效地实施“同价认购”，有两个关键点：一是定价基准日的选择，二是公开询价的广度。虽然《实施细则》中已对定价基准日有了明确规定，即必须在董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期的首日这三个日期中选取。但从山东黄金的案例中我们可以看到，由于监管部门批复增发方案的时间较长，这三个日期往往相距甚远，容易造成相对应的公司股价差异较大，尤其是在大起大落的股市环境下。所以，要真正实施“同价认购”，定价基准日应确定为发行期的首日，这样才能保证不同投资者认购价格的一致性。此外，还应进一步扩大公开询价的范围，完善相关的法律法规，加大对询价过程中违规操作的惩罚力度。■

（作者单位：北京工商大学商学院  
中国农业银行北京市分行顺义支行）

责任编辑 刘莹

## ● 链接

### 机构投资者的竞价认购过程

山东黄金在收到证监会核准文件后，于2007年12月24～25日向61家公司发送《认购邀请书》，其中基金公司25家、证券公司10家、保险公司8家及其他机构18家。截至2007年12月27日下午16:00时，共有21家认购对象反馈了《申购报价单》，并有2家认购对象反馈了《不参与询价确认函》。21家《申购报价单》全部有效，包括基金公司11家、保险公司4家及其他机构6家。此21家认购对象共提交了32种申报价格和相应申购数量的方案，其中最高每股申购价格为149.03元，最低申购价为50.03元，有19种方案的每股申购价在100元以上。根据询价结果和《邀请确认书》所确定的原则，发行人最终确定本次非公开发行的发行价格为110.93元/股，发行股数为17 884 051股，其中以现金认购发行的股数为8 940 000股。■