

# 控制权转移中管理层与新控股股东合谋转移利益的分析

陈庆红 曹 愉

(成都理工大学商学院 成都 610051)

**【摘要】** 本文对高盛并购双汇发展导致其控制权转移后,双汇发展管理层与新控股股东合谋侵占国有资产和中小股东利益的行为进行了验证,结果表明:国有控股公司一旦被管理层控制,管理层在控制权转移中通过财务指标的调控既谋取私利,又维护新控股股东的利益,从而导致国有资产和中小股东的利益遭受损失。因此,必须建立制衡管理层的机制,加强对国有资产和中小投资者利益保护的力度。

**【关键词】** 控制权转移 管理层收购 转移利益

2007年,高盛控股在香港注册成立的项目公司罗特克斯有限公司(简称“罗特克斯”)受让双汇发展(简称“双汇”)第一大股东河南省双汇实业集团有限责任公司(简称“双汇集团”)100%的国有股权和其第二大股东河南省漯河市海宇投资有限责任公司(简称“海宇”)持有的双汇股权,从而凭借持有双汇60.715%的股份成为其绝对控股股东。高盛控制双汇后得到了明显的好处,而原国有股东和第二大股东以及公众股东的利益都受到了侵害。本文通过对双汇控制权转移过程中的财务指标进行分析,揭示双汇控制权转移中管理层与新控股股东合谋转移利益的行为。

## 一、高盛并购双汇简介

1998年10月,双汇集团发起成立河南双汇股份公司,并于同年12月在深圳证券交易所上市交易。双汇集团由河南省漯河市国资委持有其100%的股权。2003年6月13日,海宇受让双汇集团持有的双汇8559.25万股国有股,相当于双汇25%的股权。截止2005年12月31日,双汇总股本达到51355.5万股,其中:双汇集团持有18341.625万股,占总股本的35.715%;海宇持有12838.875万股,占总股本的25%;社会公众股20175万股,占总股本的39.285%。

2006年3月3日,双汇公告称漯河市国资委拟将持有的双汇集团全部股权在北京产权交易所挂牌转让。此后,双汇开始正式启动股权分置改革。同年4月26日,漯河市国资委宣布,双汇集团转让双汇的全部股份被高盛控制下的罗特克斯中标,中标价格为人民币20.1亿元。同年5月12日,罗特克斯和漯河市国资委正式签署《股权转让协议书》。在此之前的5月6日,罗特克斯还与双汇第二大股东海宇签署《股份转让合同》,以5.62亿元收购海宇持有的双汇25%的股份。其后,河南省国资委、商务部和证监会先后批复同意上述股权转让行为。2007年6月13日,罗特克斯收购双汇集团和双汇股权的转让手续全部办理完毕。高盛控制下的罗特克斯持有双汇60.715%(股改后为51.46%)的股份,成为双汇新的控股股东。

## 二、高盛并购双汇的利益转移及原因

### (一) 高盛并购双汇的利益转移

1. 原控股股东的利益缩水。在股权转让以前,漯河市国资委持有双汇集团100%股份,是双汇事实上的控股股东,在此次股权转让中获得20.1亿元人民币。但是,综合国内外媒体及专业人士分析,该部分股权市场价值大大高于转让金额。更重要的是,此时双汇正在进行股权分置改革,股改意味着漯河市国资委持有的双汇股权上市流通指日可待。非流通股一旦变成了流通股,股权转让价格将逐渐以股票二级市场价格替代原来惯用的每股净资产作为判断价值的标准。而双汇股改前停牌价为18.48元/股,照此计算该部分股权的价值至少为25亿元。另外,双汇2006年度和2007年度延续历年的高额股利分配,推出了10派8元(含税)的分配方案,漯河市国资委由于股权已经转让,失去了每年1.47亿元的分红收益。

2. 原第二大股东的利益受损。第二大股东海宇将其持有的双汇12838.875万股以5.62亿元全部转让给罗特克斯,折合每股4.38元。这个转让价格仅相当于按双汇2005年业绩计算的7倍市盈率。而2005年初高盛在雨润食品集团有限公司的投资市盈率为14倍左右,可见,海宇明显吃了亏,高盛占了大便宜。而且,随着双汇进行股改,海宇持有的非流通股有希望很快上市流通,其在二级市场上的损失也很大。还有,海宇历年都从双汇获得巨额分红收入,未来的巨额分红也是可以预期的。然而海宇由于股权已经转让,失去了2006年、2007年两个年度合计20542.2万元的分红收益。

3. 公众股东获利一般。虽然双汇在发布股权转让公告和股改方案后,股价出现大涨,公众股东因此财富增长,从2006年5月23日恢复交易至5月31日的六个交易日内股价上涨68.67%,跑赢深成指40.27%。2007年6月29日股权转让完毕及实施股改方案复牌当天,其除权后涨幅更是达到170.83%。但是,由于双汇的控制权转移与股改是同步进行的,而股改作为一项制度创新通常会带来超额收益率,而且一般累计超额

收益率都是正的。因此,公众股东从股价上扬中获得的收益并不是控制权转移带来的。请看当时的事实:①从双汇停牌前一日即2006年5月31日至2007年6月29日复牌,深成指已经从4 292.09点涨到12 546.44点,涨幅高达192.32%。虽然双汇复牌当天涨幅达170.83%,但相比大盘累计涨幅还有一定的差距。②双汇自控制权转移和实施股改方案复牌首日即2007年6月29日股价大涨后,复牌第二天股价便开始走下坡路。在复牌后20天内,双汇每股累计超额收益率为-39.55%,3个月时为-51.27%。可见,公众股东获得的利益是股改造成的牛市带来的,其中虽有控制权转移的因素,但控制权转移给公众股东带来的财富增长并没有达到大盘整体上涨水平。

4. 新控股股东获利丰厚,是最大的赢家。作为新控股股东的罗特克斯,两次股权转让共支付25.72亿元,获得了双汇60.715%的股份,扣除其承担的股改10送2的对价,两次收购的平均持股成本为每股9.47元,仅相当于双汇2005年每股收益的13倍市盈率。同时,随着双汇进行股改,罗特克斯获得的股权上市流通是迟早的事。而双汇在2006年3月3日停牌时的股价为每股18.48元,5月31日的股价已上涨至每股31.17元。仅以此计算,罗特克斯收购双汇股权获得的溢价就高达329.14%。按照此前高盛在合资公司中持有51%的股权计算,高盛在双汇并购案中获得的溢价收益为34.51亿元。而且双汇在2006年、2007年两个年度都有现金分红,高盛控制下的罗特克斯两年合计获得巨额红利高达5.98亿元。

### (二) 高盛并购双汇利益转移的原因

为什么高盛会独享收益?这源于双汇管理层的自保行为。根据公开资料,漯河市国资委转让双汇集团股权是源于支持双汇走国际化道路。更重要的是双汇第二大股东海宇持有的股份到了必须转让的地步。海宇成立于2003年6月11日,在成立后的第二天,受让双汇集团持有的双汇8 559.25万股国有股(经过送配后增至12 838.875万股),股份转让的价格为每股4.7元。而2003年中期双汇每股净资产就达到4.49元,市净率仅为1.06,转让价格明显偏低。海宇的股东为16位自然人,与双汇管理层有着很深的关系,有的就是双汇高管,可以认为海宇是双汇管理层进行股权激励的一个根源。但是,根据监管层2005~2006年陆续发布的涉及国有控股上市公司股权激励的一系列规定,海宇明显不符合股权激励的条件。2005年1月,证监会河南监管局发现双汇没有按要求对海宇进行充分披露,要求其限期整改。谁来接手才能继续保证双汇管理层的利益?这是双汇管理层选择高盛作为新控股股东的原由。高盛作为金融资本经营者追求纯粹的财务回报,并不要求实际的经营控制权,这正好符合双汇管理层的要求,而且高盛从来不会吝于对管理层的激励。另外,控制权转移给高盛增加了管理层持股的可能性。高盛成为双汇的终极所有者后,控制链拉长,双汇管理

层可以成为高盛背后的股东,可以曲线完成管理层收购。

### 三、管理层与新控股股东的合谋——来自财务指标的证据

从上面分析可知,双汇管理层从自身利益最大化出发与高盛合谋,使利益流向新控股股东高盛,导致国有资产和公众股东利益受到损害。下面我们用财务数据进行验证。

#### (一) 控制权转移前

双汇控制权转移以2005年财务数据为基准,降低当年利润可以降低新股东获得股权的价格。同时,管理层还可以通过管理费用等的增加获得更多隐性收益。从2005年年报可以发现,双汇管理层为确保外资大股东的控股权和利益,有意地进行了利润调节。双汇2005年财务报表显示,主营业务收入增长速度很快(同比增长33.85%),产品毛利率也有所提高,主营业务利润同比增长高达43.85%,其他业务利润增长近2.17倍,但净利润同比却仅增长24.36%。进一步分析我们发现,尽管双汇2005年所得税税负提高了5%,在一定程度上影响了净利润,可是期间费用的增长幅度更大(营业费用同比增长39.57%、管理费用同比增长81.71%),营业外支出更是大幅增加高达10倍,这才是影响净利润的主要原因。

根据双汇的解释,营业费用增加的主要原因是报告期内公司主营业务收入增加导致销售费用增加。但是,双汇2004年主营业务收入较2003年也有大幅增加,而营业费用却出现下降,而且2005年营业费用率和管理费用率都在增长(见表1)。与此同时,双汇的关联方交易巨额增加,采购业务关联方交易从2004年的37.93%增至2005年的47.23%。另外,双汇在2005年集中处置了下属公司的一批不良资产,包括处理不良应收款项、存货、长期股权投资和清理固定资产,导致管理费用、营业外支出异常增加,投资收益大幅降低。根据财务报表统计,双汇在2005年共处理了不良存货632万元,计提存货跌价准备515万元,处置固定资产净损失3 294万元,控股子公司华懋双汇实业处理了不良应收款项1 475万元,控股子公司内蒙古双汇食品有限公司处置长期股权投资导致双汇2005年的投资收益减少1 047万元。也就是说,因集中处置不良资产而导致的利润总额减少达6 963万元。

表1 双汇发展历年来的部分财务数据比较 (单位:亿元)

	2003年		2004年		2005年		2006年		2007年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
主营业务收入	71.79		100.56	40.08%	134.60	33.85%	154.31	14.64%	218.44	41.56%
营业利润	4.03		4.78	18.61%	6.93	44.98%	7.13	2.89%	8.84	23.98%
投资收益	0.35		0.26	-25.71%	0.02	-92.31%	0.45	2767.94%	1.20	164.85%
所得税	1.06		1.31	24.24%	2.06	65.03%	1.55	-28.18%	2.31	48.85%
净利润	2.64		2.98	13.17%	3.71	24.36%	4.68	25.98%	5.62	20.18%
营业费用	4.87		4.70	-3.49%	6.56	39.57%	8.34	27.13%	8.57	2.76%
管理费用	0.75		0.82	9.33%	1.49	81.71%	2.31	55.03%	2.71	17.32%
营业费用率	6.78%		4.67%	-31.12%	4.87%	4.28%	5.40%	10.88%	3.92%	-27.41%
管理费用率	1.04%		0.82%	-21.15%	1.11%	35.37%	1.50%	35.14%	1.24%	-17.33%

注:本表的数据摘自双汇有关年报。由于双汇年报数据是以元为单位的,而本表数据则是以亿元为单位的,因此本表计算出的增长率与双汇年报难免有差异。

## (二)控制权转移过程中

2006年5月22日,就在高盛与海宇、双汇集团刚刚签署完股权转让协议,双汇就发布了修改股改方案的公告,将2006年4月24日公告原方案中的每10股送2股,调整为向全体股东每10股转增1.8股,非流通股股东将可获得的转增股份全部送给流通股股东,以此作为非流通股获得流通权的对价。同时该方案承诺,如果双汇2006~2008年净利润的年复合增长率低于20%,大股东将启动股份追送承诺条款,按照每10股送0.3股的比例向流通股股东追送股票。显然,尽量压低净利润基数有利于双汇达到承诺的年复合增长率标准,避免大股东履行追送承诺条款,确保外资大股东的控股地位,于是,2005年双汇管理层对利润基数做了相应调控。2006年情况更复杂,既应该达到年复合增长率标准,又不能过高,以免影响下年基数。通过双汇2006年年报可以发现其管理层为确保外资大股东利益及保障自身收益又进行了利润调节。

双汇股权转让从2006年3月3日首次公告至2007年6月12日股权转让手续正式办理完毕,历时一年多。双汇2006年财务报表显示,公司的主营业务收入增长14.65%,产品毛利率略有提高,其他业务利润增长35.91%,投资收益4513.28万元,比上年增长27.68倍,补贴收入2006.58万元,比上年增长1.68倍,有望达到净利润20%的增长率。但事实是,双汇营业利润增长仅2.93%,利润总额增长仅6.16%。

分析其原因,2006年期间费用的大幅增长,影响了营业利润。2006年双汇期间费用的增加大大超过主营业务收入增加幅度。其中:营业费用在2005年同比增长3957%的基础上再增长27.13%;管理费用在2005年同比增长81.71%的基础上再增长55.03%(见表1);2006年高管年度报酬总额由450.76万元猛增加到893.17万元,增长98.15%。巨额的期间费用为管理层赢得了利益,但却给上市公司造成了严重的损失。另外,双汇在2005年集中处置了下属公司一批不良资产6963万元,2006年计提固定资产减值准备6619万元,加上营业外支出7461万元,从而大大减少了利润总额。然而由于双汇2006年汇算所得税调整项目可抵扣差异很大,使双汇在利润总额同比增长6.16%的情况下所得税反而下降28.18%,这样才达到最终净利润增长25.98%、超上年20%的目标。

由上述可见,双汇管理层通过调控财务指标既要达到股改后的第一年即2007年净利润增长超过2006年净利润20%的目标,又要超出目标不能太多,以便为下年度增长率压低净利润基数,并为管理层谋求利益。

## (三)控制权转移后

2007年双汇控制权正式转移,当年年报显示其主营业务收入增长41.56%,营业利润增长23.88%,净利润增长20.18%。产品毛利率下降很大,下降率高达25.92%。而同期双汇的竞争对手雨润食品的毛利率仅微降8.44%(见表2)。双汇与其竞争对手雨润食品的毛利率差距之所以拉大,这与双汇2007年关联方交易继续增加、采购业务关联方交易升至52.65%有很大关系。同时,我们还发现,2007年我国上市公司业绩普遍增长很快,从2008年4月27日已披露了2007年年报的1431家上

市公司的业绩来看,其净利润同比增长高达49.65%。可见,双汇虽然净利润增长20.18%,但只能说其经营业绩平平,与雨润食品相比较更显平庸(雨润食品2007年的主营业务收入、营业利润和净利润的增长都远远超过双汇,见表2)。

表2 2007年双汇与雨润食品部分财务数据比较

	主营业务收入增长率	营业利润增长率	净利润增长率	毛利率	毛利率变化
双汇发展	41.56%	23.88%	20.18%	8.83%	-25.92%
雨润食品	86.9%	71.6%	79%	14.1%	-8.84%

然而,即便是这样一个一般业绩,双汇管理层还是动了不少脑筋:一是趁2007年证券市场大牛市,利用闲散资金8亿元申购新股,获得投资收益11953万元,较上年增长7440.07万元,考虑所得税后投资净收益增长为4984.85万元,而双汇2007年净利润增长为9436.27万元,投资收益带来的增长就占了53%。二是控制期间费用,双汇2007年营业费用率比上年减少27.41%,管理费用率比上年减少17.33%。三是管理层暂时降低了个人收益,2007年管理层薪酬从2006年的893.17万元降为693.36万元,这在业绩增长的情况下是令人难以理解的。可见,为了确保股改承诺2007年净利润增长20%的目标,以免给流通股股东追加对价,双汇管理层千方百计通过调控财务指标来维护控股股东高盛的利益。

## 四、结论

双汇控制权转移前后,管理层对企业的控制没有丝毫改变,关联方交易仍然大量发生,而且2006年、2007年两年的巨额分红政策也在延续海宇掌控双汇时的做法。这说明,在双汇控制权转移这一事件中,管理层与新控股股东合谋,通过财务指标的调控不仅使自身继续控制上市公司获得收益,而且维护了新控股股东的利益,从而导致国有资产和中小股东的利益遭受损失。国有控股公司一旦被管理层控制,其控制权转移无法实现创造价值和提高股东回报的目标,反而会导致原来全体股东的财富向管理层和新控股股东转移。

为保证中央政府倡导的“国有资产战略性退出”策略取得成功,应该制定严格的法律制度,规范上市公司的兼并行为,完善并购程序监管,加强信息披露监管。尤其应设计制衡管理层的机制,加强控制权转移前会计报表的审计并重估企业价值,规范会计核算、完善财务舞弊追究制度,建立完善的管理层激励体系。总之,应采取各种可行措施,限制管理层的机会主义行为,建立保护国有资产和中小投资者利益的机制。

### 主要参考文献

1. 陈宋生,王立彦.股权分置改革的市场反应与影响因素——基于中国上市公司的经验证据.经济科学,2008;1
2. 孙红.高管联手高盛 双汇“激励局”共谋排斥第三方参与重组的架构.新财富,2007;3
3. 吴雨,韩城.双汇“整体出让”的幕后玄机.中国经济周刊,2006;10
4. 高建锋.高盛、鼎晖出资20亿收购双汇集团.中国证券报,2006-04-29