

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：18420091150569

UDC_____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

中小股东权益保护：基于中国平安与深发展并购的案例研究

**Research into Protection the interests of minority shareholders:
Event inspiration form Ping An's acquisition**

陈 雪

指导教师姓名：陈汉文 教授

专业名称：会 计 硕 士

论文提交时间：2012 年 4 月

论文答辩日期：2012 年 5 月

学位授予日期：2012 年 6 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2012 年 6 月

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

200 年 月 日

论文摘要

保护投资者特别是中小投资者的合法权益是资本市场稳定发展的前提。我国证券市场经过十几年的发展，取得了较大的成绩。然而，不容置疑的事实是对中小股东权益的保护水平还较低，侵害中小投资者权益的行为时有发生。上市公司中小股东权益被侵害的原因主要有：公司内部治理结构不完善，股东大会由一个民主决策机构演变为控股股东合法转移上市公司利益的工具，董事会缺乏独立性，监事会监督不力；法律制度不完善；证券监管体系不健全，以及中小股东自身的原因，诸如“不作为”的参与态度和盲目的投机心态。

金融行业因其特殊地位受到从监管层到投资者的重点关注。中国平安和深发展的资本并购案是我国 A 股市场有史以来上市公司之间最大的并购案，本文以这一案例为背景分析中小股东权益保护问题。

文章主体共分为四部分：第一部分对中小股东权益保护的相关理论进行概述，详细介绍其中牵涉到中国平安和深发展并购交易的因素；第二部分详细介绍交易双方的背景、并购的过程和步骤、并购动因和结果；第三部分根据第二部分的并购的过程和步骤，对其中损害中小股东权益的现象进行了具体分析，包括定向增发和换股交易中大股东未公平对待中小股东、作为关联方的双方大股东未回避表决相关决议、相对其他 A 股上市银行经营业绩偏低的情况下高管层薪酬过高等；第四部分针对并购交易中损害中小股东权益的风险点，即关联交易、中小股东表决权和薪酬管理等方面提出改进建议；第五部分对全文作出总结。

关键词： 并购 定向增发 表决权 高管薪酬

Abstracts

Protection of investors, especially the legal rights and interests of small investors is a prerequisite for stable development of capital markets. China's securities market gone through ten years of development, has made great achievements. However, the level of rights and interests protection of minority shareholders is low. Behavior of detrimental to the interests of minority shareholders is common. Infringement the interests of minority shareholders of listed companies consists of reasons. Governance structure is imperfect within the company. General meeting of shareholders change a democratic decision-making agency into a tool which can legally shift the interests of the listed company to controlling shareholder. The Board is lack of independence. The supervision of the board of supervisors is weak. The legal system is imperfect. Securities regulatory system is not perfect. Participation of minority shareholders is not active. The psychology of the investment is not rational. Illustration of these problems often can be found in China's capital market.

The relationship between financial sector and economic development is close. The financial industry can significantly affect the real economic development. Regulators and investors pay close attention to the financial industry. Capital merger of Ping An and Shenzhen Development Bank is the largest merger case among listed companies since the establishment of A-share market in China. This article analyse the protection of small shareholders' equity in this case.

The article subject is divided into four parts. The first part of the essay summarise concepts and elements of theoretical about protection of minority shareholders' rights and introduce in detail which involves M & A transactions of the Ping An Bank and Shenzhen Development Bank. The second section describes the background of the trading of both, the process and steps of mergers and acquisitions, M & A motives and results. The third part analyzes the contents what damage to the interests of minority shareholders, according to the second part of the acquisition process and steps. Including the unfair trading of private placement and convertible,

the largest shareholder is not fair to minority shareholders. As the largest shareholder of the related party, they did not withdraw from the voting resolutions. Compared with other A-share listed banks, operating results of both companies is low, but senior executives are overpaid. The fourth part of the essay makes recommendations for improvement, for the third part of the problems and defects.

Keywords: acquisition, private placement, the right to vote, remuneration of senior executives

厦门大学博硕士学位论文摘要

目 录

前 言.....	1
一、研究背景	1
二、研究思路	2
三、论文创新与不足	3
第一章 并购过程相关理论综述	4
第一节 定向增发的研究回顾	4
一、定向增发的国外研究回顾	4
二、定向增发的国内研究回顾	6
第二节 关联交易和中小股东表决权的研究回顾	8
一、关联交易的中外研究	8
二、股东表决权制度研究	10
第三节 高管薪酬理论的研究回顾	11
一、高管薪酬理论的国外研究回顾	12
二、高管薪酬理论的国内研究回顾	13
第二章 中国平安和深发展并购过程和分析	15
第一节 中国平安简介	15
一、中国平安的设立及上市	15
二、上市后历次股权变动	16
三、最近三年的控股权变动及重大资产重组	17
第二节 深发展简介	19
一、深发展的设立	19
二、历次股权变动	20
第三节 并购的财务动因分析	23
一、平安银行并购的财务动因分析	24
二、深发展并购的财务动因分析	28
第四节 并购的过程和方案	31

一、 并购的过程	31
二、 并购的方案	33
第五节 并购对中国平安和深发展带来的影响	35
一、 中国平安在深发展主要股东中的控股权增加	35
二、 平安银行资本和经营业绩的变化	38
第三章 并购案中损害中小股东权益的风险点分析	42
第一节 定向增发和换股交易对中小股东每股收益的损害	42
一、 并购过程中有关定向增发和换股交易的不合理内容	42
二、 中国平安对中小股东的股权定价	43
三、 中国平安中小股东同大股东的估值分歧	44
第二节 并购决议时忽视中小股东表决权	45
一、 深发展定向增发平安人寿	45
二、 中国平安同新桥资本换股交易	46
三、 深发展向中国平安定向增发	47
第三节 高管薪酬与公司业绩偏离幅度过高	47
一、 中国平安和深发展的高管薪酬屡获上市银行之最	48
二、 中国平安和深发展的经营业绩低于上市银行业平均水平	49
第四节 新桥资本侵占深发展中小股东的股权增值收益	51
一、 新桥资本的获益	51
二、 深发展中小股东未获得股权增值收益	54
第五节 中国平安巧妙剥夺中小股东的收购请求权	56
一、 中国平安的获益	56
二、 中国平安中小股东失去收购请求权	59
第四章 改善中小股东权益保护的建议	62
第一节 完善定向增发制度	62
一、 提高向大股东定向增发的标准	64
二、 建立董事会融资权的约束条款	65
三、 规范定向增发基准日	65
四、 明确信息披露标准，完善非公开发行保荐制度	66

五、为中小股东创造定向增发的自我救济条件	66
六、更好的发挥机构投资者作用	67
第二节 防范关联交易	67
一、完善股东收买请求权制度	68
二、提高关联股东表决权排除制度的法律效力	69
三、改进股东代表诉讼制度	70
四、扩大表决权排除制度范围	72
第三节 加强对银行业高管层的薪酬管理	73
一、提高董事会的独立性	73
二、降低经理人员在董事会的任职比例	73
三、优化银行公司治理结构和薪酬激励机制	74
第五章 总结	75
参考文献.....	76
后 记.....	79

Contents

Foreword	1
Research Background	1
Research Train of Thoughts	2
Research Significance and Limitation	3
Chapter I Theoretical reviews of the small shareholders' equity	4
1 Private placement	4
1.1 International research review of private placement on listed company..	4
1.2 Domestic research review of private placement on listed company.....	6
2 Affiliated transactions and Voting rights of the minority shareholders	8
2.1 Domestic and international research on affiliated transactions	8
2.2 Research on Shareholder voting system.....	10
3 Bank executive compensation issues	11
3.1 International theoretical research on executive pay.....	12
3.2 Domestic theoretical research on executive pay	13
Chapter II analysis of the merger process about Ping An Group and Shenzhen Development Bank	15
1 A brief description of the Ping An Group	15
1.1 The description of establishment and listing of the Ping An	15
1.2 Ownership changes after Ping An into a listed company	16
1.3 The controlling stake change and major asset restructuring in last three years	17
2 Brief description of the Shenzhen Development Bank	19
2.1 A brief description of the establishment.....	19
2.2 Successive changes in ownership.....	20
3 M & A financial motive	23
3.1 Ping An Bank's financial analysis.....	24
3.2 Financial analysis on the Shenzhen Development Bank.....	28

4 M & A process and program.....	31
4.1 M & A process	31
4.2 M & A program.....	33
5 M & A impact on the Ping An Group and Shenzhen Development Bank...35	35
5.1 M & A change in major shareholder of Shenzhen Development Bank. .35	
5.2 M & A impact on the capital and operating performance changes in the Ping An Group.....	38
ChapterIII Risk analysis on the process of M&A	42
1 Adverse effects of private placement and convertible transactions	42
1.1 The contents of the private placement & convertible transactions process.....	42
1.2 Large shareholder pricing for the shares of minority shareholders of Ping An Group	43
1.3 Minority shareholders of Ping An Bank differences with shareholder in valuation.....	44
2 Three performances of disregard the voting rights of minority shareholders in M & A resolution.....	45
2.1 Private placement of Shenzhen Development Bank to Ping An Life Insurance Company.....	45
2.2 Ping An convert shares with Newbridge Capital.....	46
2.3 The private placement of Shenzhen Development Bank to Ping An Group.....	47
3 Excessive executive compensation inconsistent with the operating results	47
3.1 Executive pay in listed banks ranked first.....	48
3.2 Results of operations is lower than the average level of listed banks.....	49
4 Newbridge occupation of the minority shareholders of the equity value-added benefits.....	51
4.1 The benefit of Newbridge Capital.....	51

4.2 Minority shareholders did not get the equity value-added benefits...	54
5 Ping An of China deprive small shareholders acquisition claim.....	56
5.1 Ping An Bank's minority shareholders.....	56
5.2 Minority shareholders lose the right to request the acquisition.....	59
Chapter IV Recommendations to improve the situation of minority shareholders rights protection.....	62
1 Improve the private placement regime.....	62
1.1 Improve the standards of the private placement to the largest shareholder	64
1.2 Establishment restraints of the financing right of the Board	65
1.3 Standardize the benchmark date of private placement	65
1.4 Clearly defined information disclosure standards & improving in public offering sponsor system.....	66
1.5 Create self-relief conditions for minority shareholders placement.....	66
1.6 Give full play to the role of institutional investors.....	67
2 Prevention to related party transactions.....	67
2.1 Improve the system of the shareholder's appraisal right.....	68
2.2 Improve legal effect of system of ruling out the related shareholders' voting rights.....	69
2.3 Improve the litigation system of shareholder representatives.....	70
2.4 Expand the range of excluded voting right regime.....	72
3 Strengthening management of the executive compensation system.....	73
3.1 Improve the independence of the Board.....	73
3.2 Reduce the proportion of managers serving on the Board.....	73
3.3 Optimize the bank's corporate governance structure and pay incentives.....	74
Chapter V Summary.....	75
Reference.....	76
Postscript	79

前 言

本文基于中国平安与深发展并购的案例，发现存在损害中小股东权益的问题，并以此展开本文研究。本部分主要介绍了本文的研究背景、研究思路、创新与不足。

一、研究背景

在关于公司法的理论和实践中，“多数股东”、“少数股东”、“大股东”、“小股东”之类的概念较为常见。笔者采用“大股东”与“中小股东”的提法。大股东与小股东是一组对应概念，由公司的具体股权结构比例体现出来。大小股东表明公司的决定权、控制权和表决权的大小，而不是定量规定的数字比例。例如，大股东不仅特指持股比例 51% 以上的股东，而且在股权的高度分散的情况下，股权比例 5% 以上的股东也可能成为第一大股东，掌握控股权。现代公司中，大股东是指能够以包括单独、合谋控制或操纵其他股东形式在内的，在股东大会中具有相对多数表决权，可以将自己的意志合法上升为公司的意志，在选举董事时有更多的获胜机会，公司的事务由代表其利益、由其选任的董事管理，从而影响公司决策和发展的股东。而中小股东是指持股比例较少导致较难实现自己意志，表达自己声音的股东。中小股东由于与大股东股份比例相差悬殊，面对公司的财产被大股东浪费、挥霍和侵吞时，通常只能选择“用脚投票”。

正如大股东的标准并没有定量的比例，我们无法用具体的持股比例作为中小股东的明确划分界限。事实上，完全单一用持股比例来划分大股东与中小股东不具有现实意义。但是，中小股东在公司中相对容易辨认，有如下几个特征：1、股东人数众多，但单个股东持股所占公司总股本比例较小。2、中小股东分布松散，与公司之间的联系较少，难以参与到公司的实际经营管理活动中，因此获得公司内部信息的渠道较狭窄。3、中小股东缺乏对公司的控制力和影响力，公司对股东给予的不合理差别待遇经常束手无策，处于弱势地位。因此，相对弱势群体的中小股东的权益应受监管部门的保护。

与此同时，我们注意到金融控股集团的重大社会经济影响力。1999 年 11

月 12 日，美国《金融服务现代化法》的正式生效，宣布了自 1933 年起实行的限制商业银行、证券公司和保险公司跨业经营的《格拉斯—斯蒂格尔法》被废止，确立了金融控股公司这一新的金融机构组织形式，美国乃至全球金融业进入了一个新的发展阶段。2005 年，中共十六届五中全会通过的关于十一五规划建议中提出，“稳步推进金融业综合经营试点”。2006 年，央行发布《2006 年中国金融稳定报告》中专章论述“金融业综合经营试点”，报告显示，在 3515 家样本企业中，有 530 家非金融企业同时投资了两种类型以上的金融机构，其中 46 家达到了控股地位；有 230 家金融机构跨行业投资了其它类型金融机构，其中 66 家达到了控股地位；此外还形成了中信、光大、中国平安三家事实上的金融控股集团。

中国平安和深发展的并购从 2008 年开始有市场传言，到 2011 年交易最终完成。这是中国 A 股市场有史以来上市公司之间最大的并购案，再次点燃了人们对于我国金融控股模式的憧憬。因此，此次交易被各方寄予厚望，从交易结果的评价来看，也是正面居多。然而笔者通过分析中国平安收购深发展历时两年的详细过程和三个重大步骤，发现并购在使双方的大股东，尤其是交易前具有深发展实际控股权的美国新桥资本带来巨大获益的同时，其背后存在着对中小股东权益的重大损害。从世界各国的情况来看，中小股东权益受到大股东损害的情况是普遍存在的。因此，本文对中国平安与深发展并购的案例进行研究，讨论其中的中小股东权益保护问题，并提出改进建议，以希望促进我国资本市场的健康发展。

二、研究思路

本文以中国平安和深发展的并购事件为主线，通过研究并购的过程和步骤，分析其中损害中小股东权益的风险点，主要包括不合理的定向增发和换股交易、忽视中小股东的表决权和知悉权、高管层与经营业绩不符的过高薪酬。

首先，本文对并购事件中的相关理论进行综述，分别是定向增发、关联交易和中小股东表决权、高管薪酬理论的中外研究回顾；其次，对并购的过程进行分析，包括并购双方主体的简要介绍、促成双方并购的财务动因分析、并购的过程和步骤、并购对主体双方的影响；再次，对并购过程中有损中小股东权益的风险点进行分析，包括定向增发和换股交易对中小股东每股权益的损害、并购决议中忽视中小股东表决权、高管薪酬与公司业绩偏离幅度过高、大股东通过侵占中小

股东的股权增值收益；第四，对中小股东权益保护问题提出了改进建议，包括完善定向增发制度、防范关联交易和加强对高管层的薪酬管理三个方面；最后，对本文进行了总结。

三、论文创新与不足

当前研究资本市场尤其是上市公司间的并购业务以及关于中小股东权益保护方面的文献很多，但是以我国目前 A 股市场上涉及金额最大，同时对国内金融混业经营制度探索具有重大意义的并购案——中国平安与深发展银行的并购案为背景，对中小股东权益保护进行的研究较少。本文的创新之处在于分别从案例的主体双方，即中国平安大股东与中小股东，深发展银行大股东与中小股东四个利益群体角度详细分析其各自的获益和受损情况。笔者分析的依据是这次并购事件中两家公司的董事会公告、股东大会文件等。本文虽然只是针对中国平安并购深发展的个例进行研究，但由于中国平安是我国金融混业经营的典型代表，深发展银行是我国重要的股份制上市银行，两者具有代表性和典型性。文章分析的问题和不足之处目前也广泛存在于其他行业和公司中。因此，文章最后对并购交易和公司治理中如何保护中小股东权益问题提出的改进建议，对其他公司也具有一定的借鉴意义。

然而本文的研究资料主要来源于中国平安和深发展银行对外公开披露的年度报告和相关金融网站的统计数据等，企业内部资料较少。这可能导致资料不充分，同时由于笔者学识有限，可能影响本文相关问题分析的深度。

第一章 并购过程相关理论综述

本文选择了以中国平安和深发展的资本并购案例为背景对中小股东权益的保护进行分析研究。因此，本文的文献也立足该并购案例，选取了与此次并购中出现的损害中小股东权益的相关不足方面进行综述。

第一节 定向增发的研究回顾

定向增发类似国外资本市场中的私募发行，其最早出现是在美国。美国证券交易委员会(SEC)于1982年颁布的《506规则》中对私募发行给出了明确的定义，即公司在不通过传单报纸、电视广播等形式进行广播；不通过集会等形式征集投资者的前提下，实现向合格以及数量有限的投资者出售证券。该规则颁布后，众多的国外学者对定向增发进行了研究。

一、定向增发的国外研究回顾

Wruck(1989)研究表明，美国在证券市场上进行定向增发公告后，上市公司股价在短期内会有正的超常收益。通常非公开增发的超常收益率为4.5%，而公开发行的超常收益率为-3%。因此非公开增发可促使股东价值和公司价值的提高。

Myers 和 Majluf(1984)认为，在信息不对称的前提下，管理者在对公司价值的判断时，比外部潜在投资者拥有更多的内部信息，股票在外部市场上的价格会偏离股票的真实价值。当上市公司有新的投资项目时，若新项目带来的净现值是正的，项目就有较好的获利能力。管理者此时采用发行股票的方式融资，新的投资者就可以获得超过项目净现值的收益，使公司利益向新股东转移，老股东利益受损。为避免公司财富流向新股东，上市公司原有股东倾向于不增发新股。这一前提下，投资者会把管理者增发新股的行为认为是公司项目获利能力较差，即坏消息，从而选择不投资，因此产生上市公司的股价被低估，新项目投资不足的问题。Hertzel 和 Smith(1993)对 Myers 和 Majluf(1984)的研究进行了深入，对其提出的增发新股导致的项目投资不足进行深入分析，他们认为市场上普通中小

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库