

多元化战略、财务困境与利益输送

——以海星卖壳格力地产为例

■ 江乾坤 冯 飞

目前我国股票发行制度是核准制，在具体操作过程中需要证监会的“审批”，这导致了我国股票市场上具有严重的行政垄断色彩，并由此产生了所谓的“壳资源”问题。在本案例中，大股东正是利用稀缺的壳资源，才得以进行种种利益输送。通过对整个卖壳事件的分析，最终可以发现“壳资源”问题对我国资本市场的严重制约，同时也说明要真正“完善”法律规范还得从根源上解决问题，即实现从核准制向注册制的转变。

一、案例介绍

1. 海星科技和海星集团的概况

西安海星现代科技股份有限公司（以下简称海星科技，现为格力地产）的前身是西安凯卓工贸有限责任公司（以下简称凯卓工贸），历经增资、改制后于1999年6月11日在上海证券交易所（以下简称上交所）上市。海星科技靠IT产业起家，后涉足高速公路和房地产业务。由于2007年、2008年两年连续亏损，海星科技于2009年5月4日起被上交所实施退市风险警示的特别处理，股票简称变更为“*ST海星”。

海星科技的母公司是海星集团，而海星集团的前身是1988年成立的西安海星计算机控制与接口技术研究所，创始人是为下海经商的大学教师荣某。海星集团直接或间接控股、参股10余家公司，

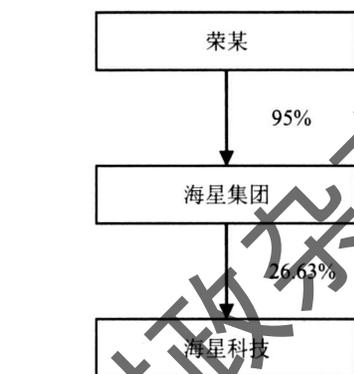


图1 海星科技与实际控制人的股权结构图(卖壳前)

年销售收入已连续10多年位列西安高新开发区百强企业前茅，并于2005年、2007年分别被国家统计局中国行业企业信息发布中心评为中国最大500家大企业集团、2006年被全国工商联评为上

规模民营企业500强，2005年被西安市委、市政府确定为“十一五”期间重点扶持的“产值超百亿元企业”。海星集团的主要业务包括连锁商业、高速公路产业、能源重化工产业等。在*ST海星卖壳之前，海星集团和海星科技的股权关系见图1。

2. 海星集团的卖壳过程

*ST海星卖壳起始于2007年，完成于2009年，可以分为三个阶段。第一阶段是2007年10月~2008年9月，海星集团与格力集团完成第一步6000万股（占公司总股本的17.77%）股权的转让，并于2008年9月17日拿到证监会重组批文。第二阶段是2008年10月~2009年4月，由于上市公司一连串的诉讼及或有债务，重组陷入胶着期。第三阶段是2009年4月~2009年11月，格力集团、海星

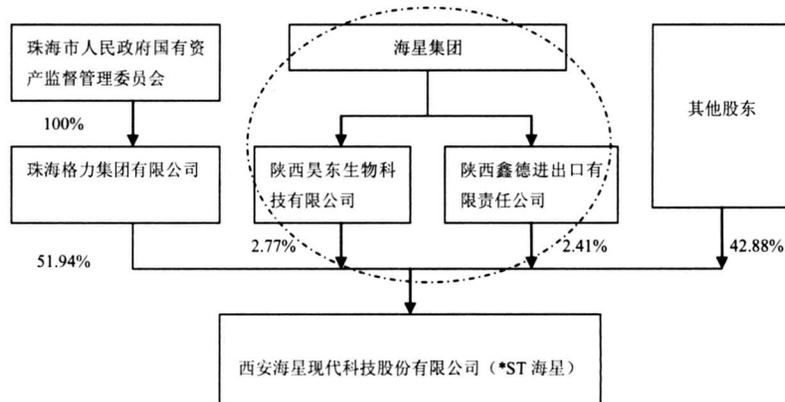


图2 重组最终完成后的海星科技股权结构图

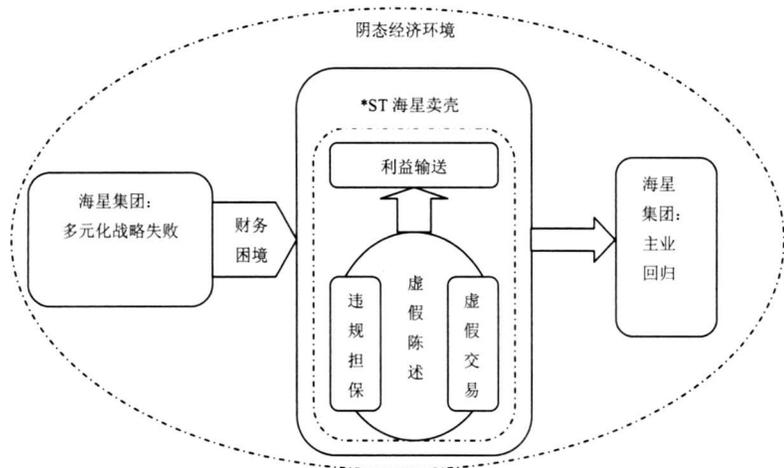


图3 海星集团卖壳及利益输送行为过程图

集团和其他利益相关方通过高层换血以及一系列包括计提预计损失、削减银行债务、新签补充协议、清理账外资产的措施来推进重组工作，并于2009年11月最终完成。卖壳完成后*ST海星的股权结构见图2。

二、大股东利益输送行为分析

整个借壳上市过程可以用图3来概括。

1. 海星多元化战略之惑——利益输送的动机分析

企业从事多元化经营的决策是内外多种因素综合驱动的结果。中国经济在转型期间的一个主要特征是：市场空白点多，行业扩张潜力十分巨大。企业可以低成本快速进入一个新的产业，抓住机遇从而实现自身的快速成长。相关研究也表明多元化是自20世纪90年代以来国内公司成长的主要途径之一。

中国许多企业在较早阶段就开始从事较长跨度的非相关多元化经营，并以极快的速度“发育”成完全多元化经营的企业集团，海星正是这样一个集团。面对复杂的国内外环境，海星坚定地选择了多元化之路，在扩张的巅峰时期，经营范围涉及计算机信息产业、现代饮品、连锁超市、房地产综合开发、生物制药、装饰、物流、金融等。但海星集团多年的

非相关多元化经营策略所带来的风险却使整个集团资金链紧张，这一点从其股权质押的表现上可以得到验证(见表1)。海星集团利用上市公司进行股权质押贷款的行为非常频繁，从2000~2006年逐步将持有的股权质押殆尽，反映了集团资金链的紧张和最终控制人强烈的资金需求。

然而，多元化业务扩张并没有给海星科技带来应有的、可持续的现金流，反倒使其业绩不断下降，主营业务(计算机信息技术产品)的营业利润率持续在低水平徘徊且逐年下降，2004~2007年分别为14.37%、10.48%、9.01%及5.54%，2007年首次出现亏损。

在2003年中标“阿深高速公路开封至通许(周口界)段”项目工程之后，海

星多元化扩张达到顶峰，原本“砸锅卖铁”投资该项目期望“过上好日子”的海星集团不仅未能如愿，反而由于未预计到的政策风险，赔掉了上市公司。2006年年初，河南省政府统一要求该项目提前8个月建成通车，造成了该项目工期缩短，建设成本大幅增加，影响了海星高速资金安排。截至项目完工，集团实际投资达28亿余元，超出预算近7亿元。项目完工后，由于各省协调、建设进度不一，“大广线”未全线通车导致数10亿投资无法带来现金流；2007年8月河南省政府和交通部门在未征得海星高速等相关方同意的情况下，做出了变更项目业主的安排，并要求海星高速向高发公司成立的河南开通高速有限公司移交项目经营权。

2007年上市公司海星科技开始亏损，其年报披露：“在高速公路项目方面，公司对参股的河南海星高速公路发展有限公司的累计投资额已达23 635.40万元……总投资较大，投资回收期较长，存在较大的还贷压力，短期内，公司很难从该项投资中获取收益……报告期内，该公司累计亏损23 654.08万元，本公司按35%的权益法核算比例确定亏损8 278.93万元，且该种情况在‘大广线’全线贯通前将可能呈持续状态……鉴于上述因素的影响，且在可预期的未来几年内难以得到根本改变，公司预计持续亏损状况将难以改变，公司的持续经营

表1 海星科技股权质押情况

2000年报	3 200万股质押于中国光大银行西安分行
2001年报	同上
2002年报	3 200万股质押于中国光大银行西安分行，2 000万股质押于西安市商业银行城西支行
2003年报	3 500万股质押于中国光大银行西安分行，2 000万股质押于西安市商业银行城西支行，1 000万股质押于招商银行西安分行高新技术开发区支行
2004年报	同上
2005年报	同上
2006年报	2006年8月15日质押给迈科投资控股有限公司1 841.125万股，2006年12月14日质押给中国光大银行西安分行4 550万股，2006年12月21日质押给西安市商业银行股份有限公司城西支行2 600万股

(注：资料来源于海星科技历年年报)

能力将受到重大影响”。2007年年底，海星以出售上市公司的方式宣告了集团整个多元化战略的失败。

2. 控股股东卖壳过程中的时机性圈钱行为——利益输送方式分析

Jensen 和 Meckling(1976)指出，控股股东拥有的股权越少，其掏空的动机就越强。由于卖壳后将不再控股*ST海星，陷入财务困境的海星集团通过“充分有效”的使用控制权，赶在卖壳完成之前作出了一系列“掏空”行为，达到了利益输送的目的。

(1) 虚假股权交易。如图2虚线部分所示，在格力地产借壳*ST海星完成后，陕西吴东生物科技有限公司(以下简称吴东公司)和陕西鑫德进出口有限责任公司(以下简称鑫德公司)分别持有*ST海星1 600万股和1 391.125万股股份。这两笔交易均是在海星集团与格力集团签订股份转让协议的前一天以协议方式转让的，转让价格分别为9 600万元和8 346.75万元。据公开资料显示，吴东公司和鑫德公司分别成立于2006年4月和2005年8月，注册资本均为100万元。另据调查显示，吴东公司和鑫德公司截至2007年的净资产分别为987 954.11元和1 006 655.96元。这样两家公司怎么可能支付9 600万元和8 346.75万元股款呢?更令人奇怪的是，这两家公司的工商档案中没有任何关于对外投资的记录，且二者持有的股份也并未计入公司资产。此外，对鑫德公司分别持股60%和40%的自然人股东卢某和李某也跟海星集团大有渊源，前者一直是海星进出口公司的负责人，而后者李某则是海星集团副总裁，在海星科技的前身“凯卓工贸”时期即为荣某的创业伙伴。所以笔者有理由怀疑*ST海星此次股权转让的真实性。

(2) 巨额违规担保。上市公司违规担保是利益输送的惯用伎俩之一，但本案例表现出了大股东利用子公司时机性圈钱的新特征。2009年6月17日，*ST

表2 海星科技的主要违规担保事项

单位：万元

担保单位	被担保单位	债权单位	担保金额(本金)	担保类型	担保期	逾期金额	是否履行审议审批程序或及时披露
海星科技	深圳市北大中基科技有限公司	中信银行深圳分行	1 341	连带责任担保	2003.5.14-2004.5.14	1 341	否
海星科技	深圳市北大中基科技有限公司	中行深圳分行红岭支行	856	连带责任担保	2004.4.23-2005.4.20	856	否
海星科技	陕西同瑞药业有限责任公司	西安利君制药有限公司	650	连带责任担保	2007.1.1-2007.12.31	650	否
海星房地产	海星集团和海星科技的联合体	中铁十五局集团有限公司	14 000	连带责任担保	2008.2.1-2009-8-19	14 000	否
海星房地产	陕西同瑞药业有限责任公司	西安商业银行新城支行	5 800	抵押担保	2008.3.27-2009.3.20	5 800	
合计			22 647			22 647	

(注：资料来源于年报整理)

海星在针对上交所的《问询函》回复公告中披露了截止到2009年6月16日的对外担保情况(见表2所示)。

以上5笔违规担保，涉及金额超过2.26亿元，其中与中铁十五局集团有限公司(以下简称中铁十五局公司)的委托合同纠纷和陕西同瑞药业有限责任公司(以下简称同瑞药业)的违规担保金额较大，分别为1.4亿元和5 800万元，担保人均为*ST海星控股98%的子公司海星房地产。

2008年6月26日，中铁十五局公司因项目建设管理委托合同纠纷，向河南省高院起诉海星集团和*ST海星。据*ST海星2008年10月7日的公告称：“2003年11月26日，原告与第一、第二被告(海星集团，海星科技分别为第一、第二被告)共同签定了《阿深高速公路开封至通许段项目建设管理委托合同》……中铁十五局公司向被告指定的账户分批汇入1.4亿元人民币的履约保证金……2008年2月1日，西安海星现代饮品有限公司、西安海星房地产综合开发公司(简称海星房地产公司)出具《还款担保书》，为海星集团和海星科技联合体尚欠中铁十五局集团有限公司1.4亿元人民币保证金及相关利息提供了连带责任担保。”

同年6月12日，*ST海星披露了海

星房地产向同瑞药业提供的违规担保。公告称，2008年3月27日，同瑞药业与新城支行、海星房地产、荣某共同签定了《借款合同》……海星房地产和荣某作为担保人在借款合同上签字并盖章。海星房地产以上两笔担保均未履行自身及上市公司对外提供担保的决策程序，且未提交上市公司董事会、独立董事和股东大会审议。不难看出在格力集团2007年12月27日受让*ST海星17.77%的股份成为第一大股东后，时任海星科技和海星房地产董事长的荣某仍然保有实际的控制权。

(3) 虚假陈述。无论是虚假交易转移股权还是巨额违规担保都离不开虚假陈述的掩护。会计信息虚假陈述一般包括虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和不正当披露四种形式，任何对重大遗漏或及时性的违反均属虚假陈述行为(蒋尧明，2004)。在本案例虚假股权交易中，海星集团、吴东公司和鑫德公司属于一致行动人，而*ST海星并未予以正确披露属重大遗漏；在违规担保中，*ST海星严重违反信息披露的及时性原则。

3. 大股东利益输送的经济后果

(1) 虚假股权交易的经济后果。控股股东通过虚假交易无偿转让了上市公

司股份,严重损害了公司重组的效率和各利益相关者的利益。海星集团在和格力集团签订股权转让协议的前一天将1 600万股和1 391.125万股股份分别转让给昊东公司和鑫德公司这两家影子公司。按当时8.89元/股的转让价,其市值达26 591.101万元。在重组搁浅近两年之后,格力集团向海星集团下达最后通牒。2009年7月17日双方达成《协议书》,其中要求之一就是海星集团需提供合法、有效的质物,格力集团才会按照协议提供限定总额的借款(委托贷款)用于解决*ST海星债务。所谓质物,其指向的就是两家“影子公司”所持的共计2 991.125万股*ST海星的股权,按照当时10.47元/股的价格,市值达31 317万元。如果没有此次虚假交易,这些股权通过折价或者拍卖,海星集团的全体债权人完全可以获得补偿,而不是“被让步”和“被和解”,而上市公司的重组无疑也会顺利得多。

(2) 违规担保的经济后果。资本市场上的中小股东通常只能“用脚投票”即抛售他们的股票来表达反对意见,笔者分析该期间股票的累计超额报酬(CAR),以考察市场对上述诉讼担保事项的态度。*ST海星在2008年10月8日披露了上述诉讼担保事项,笔者采用风险调整法(risk-adjusted)以研究窗口[-2,10](考虑到上市公司9月26日~10

月5日停牌,所以研究窗口的选取从10月6日开始)之前的50个交易日作为估计期,运用CAPM模型 $R_t = \alpha + \beta R_{m_t} + \epsilon_t$ 来计算股票的CAR。从图4中可以看出,担保事项披露后,市场反应是消极的,投资者是极度失望的。CAR在研究窗口内除第一天外均为负数,至公告后第5天,股票的CAR达到-18.32%,在研究区间内CAR在1%的水平下显著为负。

可以看到缘因多元化战略失败而导致的卖壳行为背后暗藏的种种大股东掏空行为,使得事件中的各个利益相关者都蒙受了巨大损失。笔者认为导致这一切经济现象的根源可以追溯到股票发行上市的行政垄断以及投资者保护机制的不健全。

核准制的主要特征是符合条件的发行公司,经证券管理机构批准后方可取得发行资格,在证券市场上发行证券。这种行政垄断使得市场上的壳资源成为一种稀缺资源,在这样一个卖方市场中,即使壳资源在买卖过程中发生变质,并购方也不得不“吞”下去,加之我国资本市场上的低违规成本,卖壳方大股东的“理性行为”当然就只会是利益输送了。

三、结论和建议

本文从动态角度考察了企业控制权

转移过程中控股股东通过“充分有效”地使用控制权完成时机性利益输送的行为,并深入分析了行为背后的动机、方式和经济后果。通过对海星卖壳的案例研究,发现民企大股东在多元化战略失败寻求卖壳以解决财务困境时,存在“挖隧道”来实现控制权私人收益最大化的倾向,具体表现为卖壳时利用虚假陈述的掩护,采取子公司对外提供违规担保和虚假股权交易两种手法来进行利益输送,这严重影响了企业的重组效率,损害了并购方、中小股东、银行及其他债权人的利益。此类掏空问题产生的根源是核准制下壳资源的稀缺以及投资者保护机制的不健全。

在本案例中,大股东的利益输送行为除了受到证监会的公开谴责之外,并没有受到进一步的惩罚,显然相比其获得的收益,这样的处理结果对其几乎毫无影响。这显然不利于资本市场的健康发展。基于本文的研究,从长期来讲,我国股票上市发行务必实现从核准制到注册制的转变。从短期来讲,监管者应完善保护中小投资者的机制:一方面保证中小股东及债权人的行权便利性,同时加强执法力度,切实提高大股东的侵害成本;另一方面,应强化信息披露,对处于重组期的上市公司应进行重点监管。详细的信息披露可以使市场参与者更容易发现控制人的利益侵占行为,也便于监管部门实施监管,从而可以更好地发挥市场这只“无形的手”的作用。具体措施是:第一,可将“刊登债权债务申报登记公告”作为重组公司需履行的义务纳入重组程序,以减少双方的信息不对称。第二,强化对上市公司与实际控制人和一致行动人之间的产权及控制关系的披露要求,加强对大股东一致行动人的查证。第三,注重对可能涉及利益侵占事项的临时公告的监管。

(作者单位:杭州电子科技大学会计学院)

责任编辑 雷蕾

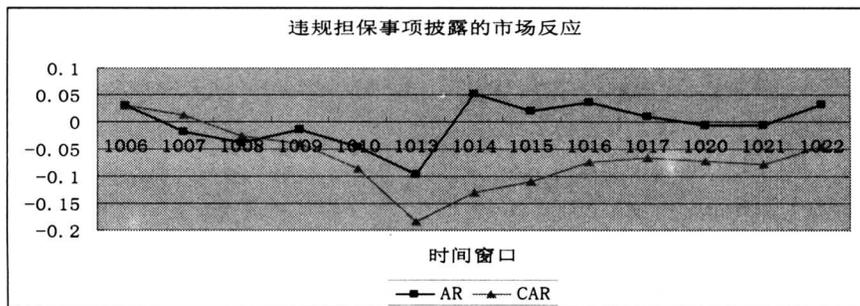


图4 违规担保事项披露的市场反应-CAR

(注:AR指股票的日超额报酬;CAR为累计超额报酬;横坐标刻度表示日期,如1006表示10月6日,其余类推。)