

包装上市 隧道挖掘

——大股东掏空上市公司典型案例剖析

郭华平 张磊

全球经济一体化使企业面临越来越严峻的生存挑战。为了在市场中站稳脚跟，筹集充足的资金成为企业生存与发展的原动力。在选择筹资方式时，越来越多的企业和资本家看准了风险较小的资本市场。然而，不完善的中国资本市场为公司包装上市、为大股东隧道挖掘掏空上市公司提供了便利空间。很多公司通过借款、变卖资产、拖欠供应商货款以及担保借款来增加现金流，使优质资产“合法”脱离上市公司，造成资产流失，严重侵蚀中小投资者的合法权益。

一、包装上市之手法

近年来，收购优质国有资产并包装上市成为某些资本家牟取暴利的最快捷方式。所采取的包装上市形式由最初的国有企业资产“剥离式”发展到“借鸡生蛋式”、“空手套白狼式”，其隧道挖掘的手段也由借助应收债权转向更为复杂的关联交易、担保等。

1、“江西纸业”案之外衣剥离式。江西纸业股份有限公司(简称江西纸业)是国有资产“外衣剥离式”包装上市的典型。1997年4月，由江西纸业集团作为独家发起人并经批准设立的江西纸业股份有限公司在上海证券交易所上市。江纸集团通过资产剥离，将优质资产注入江西纸业，从而

成功地进入资本市场。之后，江西纸业的重大经营和财务决策均受到大股东江纸集团的控制，江纸集团通过大量债权方式占有上市公司的资金。根据江西纸业公布的2002年年报显示，应收账款、其他应收款、坏账准备较以前年度有大幅度增加，全年净亏损332 499 585.41元，其中当期计提坏账准备201 858 351.90元，占净亏损的60.7%。应收账款、其他应收款中分别有27.21%，96.48%是母公司江纸集团所欠货款、垫付款。大股东的这种行为无疑对江西纸业的财务状况和经营成果产生严重影响。从2001年下半年开始，江西纸业连续3年出现巨额亏损，股票于2004年5月被暂停上市。

2、“科龙电器”案之借鸡生蛋式。科龙电器以9万元起家，历经7年创造出全国电冰箱销量第一的业绩，上市后经过短暂的“辉煌”，很快又由于体制问题开始衰落。面对亏损，政府资本选择退出，神秘人物顾维军带领的格林柯尔大举进军，以9.08亿元的低价收购20.6%的科龙股权，成为科龙电器第一大股东。在不到两年的时间里，顾维军先后收购了美菱电器、亚星客车、襄阳轴承三家上市公司，成功地构建了庞大的格林柯尔关联方体系，为“暗箱”操作奠定了基础。2004年，朗咸平教授发表的格林柯尔报告，将顾维军收购上市公司的手法总结为“安营

扎寨、乘虚而入、反客为主、投桃报李、洗个大澡、相貌迎人、借鸡生蛋”，七大手法。顾维军先是抛出“我的钱有国际背景”的言论乔装富翁，以产业整合为名义提出收购科龙，为其资本运作披上产业整合的绚丽外衣，博取大股东的信任。而后在没有获得科龙控制权的情况下进驻董事会，当上科龙电器董事长，这为其操作利润、粉饰报表、造成2001年巨亏、2002年神奇扭亏为盈做好了铺垫。最后以低价控制股权，并开始挪用科龙资本用作其他收购，达到借鸡生蛋的目的。据调查，顾维军等人及格林柯尔体系相关公司涉嫌侵占、挪用科龙电器财产累计发生额达34.58亿元，其采用的手段包括榨取品牌使用费，骗取银行信贷资金，拖欠供应商巨额货款，侵占科龙电器资产，巨额关联交易等，严重损害股东的利益。

3、“明星电力”案之空手套白狼式。明星电力地处四川遂宁市，是当地水、电、气的主要供应商。为引入社会资本，改善公司股权结构，提高公司经营业绩，2002年当地政府决定将其持有的明星电力股份转让。经过一系列考察和谈判，最终于2003年3月将28.1%的股权以3.8亿元的价格转让给周益明所控制的深圳明伦集团。收购后短短两年间明星电力的净利润由2003年的盈利1.31亿元变为2005年的巨亏3.07亿元；每股净资产由收购前

的2003年6.72元跌至2005年的3.44元,跌幅达48.8%。明伦集团长期投资从2002年的2.9亿元增加到2003年的7.8亿元,净增4.9亿元;短期贷款由2002年的0.2亿元增加到2003年的5.2亿元,净增5亿元。为了收购明星电力的股份,周益明在2002年搭建了明伦集团,并进行了一系列准备。首先以11万元的价格要求深圳中喜会计师事务所出具一份总资产27亿元、净资产12亿元的2002年审计报告,并补充了一份2001年的审计报告。然后,周益明利用与银行高官的“深厚交情”获得了3.8亿元的银行贷款,并成功地蒙蔽了遂宁政府派去深圳的实地考察团。最终,周益明带着27亿元的泡沫身价,以高出净资产26%的价格,用3.8亿元击败了对手,完成了空手套白狼的资本运作。作为明星电力的第一大股东,周益明一方面立即着手修改公司章程、改组董事会,获取对上市公司的绝对控制权,另一方面通过对子公司再投资、银行融资、贸易业务往来以及担保等方式,将上市公司利益转移到大股东能控制的其他企业,以关联交易方式实现其掏空行为,造成其他股东巨额损失。

二、包装上市后隧道挖掘之手段

随着资本市场的逐步成熟,资本投资者采取了愈发隐蔽的资本运作手法,基本上可以归纳为:换新装——博信誉——获上市——掏资金,环环相扣,步步为营。其中惯用手段有:

1、通过借款、变卖资产、拖欠供应商货款以及担保借款来增加现金流。科龙电器2004年年底时经营性应付项目与预收账款之间存在十几亿元差额,被注册会计师认定为主要是拖欠供应商的货款。2004年,排名科龙电器前五名供应商的货款总额约为8.36

亿元,占年度采购总额的11%。可以想象,被科龙电器拖欠货款的供货商数有多少。

2、通过再投资、关联交易非关联方业务、委托理财、购买不需要的固定资产等方式,将现金等优良资产转移到大股东所能控制的企业。明星电力股权转让给明伦公司后,分别投资1.5亿元、2.7亿元在深圳成立了明星综合社,增资控股明星康桥公司,从事贸易及房地产开发,两项皆不属于该公司主业范围,且两项投资也未产生真实效益,实际目的是资产转移。

3、利用法律真空转移资本。利用《公司法》的漏洞,将上市公司有资金往来的企业以合法的方式予以破产,造成巨额资金无法收回。通过有限责任这一法律要件保护非法的掏空行为,并为自己推卸责任,使得监管机构很难从现有法规中找到监管依据。

三、防范“包装”、遏制隧道挖掘行为之对策

实质上,大股东隧道挖掘掏空上市公司问题是与中国股市的制度性缺陷相伴而生的,国有股“一股独大”的股权结构是造成国有控股股东滥用控制权、挖掘掏空上市公司的根本原因。要解决隧道挖掘问题,应该兼顾公司内部外部机制建设、重视内外部监管,实现上市公司质量的全面提高。

1、完善治理结构,健全内部控制体系。我国上市公司普遍存在公司治理结构虚置、公司治理机制呈明显的行政化特点,上市公司高管人员通常由政府部门任命,许多上市公司的董事长与其母公司的董事长为同一人,上市公司权力机关股东大会和董事会实际上被国有股股东架空,国有股股东通过控制董事会、监事会、股东大会及经理层对上市公司实施控制。显然,这样一种公司治理机制为大股东隧道挖掘提供了

有利条件。

上市公司应按照《公司法》和现代企业制度的要求,完善股东大会、董事会、监事会制度,形成权利机构、决策机构、监督机构与经理层之间权责分明、各司其职、有效制衡、协调运作的法人治理结构,同时要特别强调监事会的职能。新《公司法》第55条规定:监事会发现公司经营情况异常,可以进行调查,必要时可以聘请会计师事务所等协助工作,费用由公司承担。同时上市公司应完善独立董事制度,强化独立董事的地位和作用,保护中小股东的合法权益,制止大股东的侵权行为。

2、遏制违规担保,规范关联交易行为。公司之间互相担保是财务危机形成的主要原因之一。目前上市公司互相担保之风盛行,关联方财务关系不透明,增加了企业财务风险。上市公司要根据有关法规明确对外担保的审批权限,严格执行对外担保审议程序,任何人员未经董事会或股东大会批准或授权,不得以上市公司名义对外提供担保。同时上市公司要认真履行对外担保情况的信息披露义务,严格控制对外担保风险,采取有效措施化解已形成的违规担保、连环担保风险。在履行关联交易的决策程序时要严格执行关联方回避制度,并履行相应的信息披露义务,保证关联交易的公允性和交易行为的透明度,竭力遏制大股东暗箱操作等损害其他股东利益的行为。

3、实施整体上市,制度化管理募集资金。分拆上市、剥离上市是导致上市公司和控股股东及其下属企业之间关联交易以及同业竞争问题的主要原因,且上市公司和控股股东往往是两块牌子、一套班子,无法做到与控股公司资产、人员和财务的真正分离。实施整体上市,能够推动企业整合自身组织结构,突出优势和主业,促使企业规范产权结构,优化公司治理结构,增加市场透明度。同时有利于制度化管理和

运用资金,规范资金使用和运作行为,构建完善的、可操作的信息披露责任机制。

4、完善法律环境,加大隧道挖掘成本。相关主管部门应根据《公司法》、《证券法》和《刑法修正案(六)》以及2005年10月19日国务院批转的《关于提高上市公司质量的意见》,对大股东侵占上市公司资金的清偿设置严格的处罚措施,严厉追究掏空上市公司资金者的行政、刑事和民事责任,提高其运作成本,努力遏制侵占行为。同时加大清欠大股东占款监管的执行力,责令债务人拟定切实可兑现的清偿计划,并针对不同情况,采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债、定向回购等金融创新方式,解决大股东占款问题。

5、加强内外监管,以源头与过程

控制为核心。一是从源头强化高级管理人员的监管。制定上市公司高级管理人员行为准则,对违反行为准则并被证券监督管理机构认定为不适合的高级管理人员,要依法予以撤换,并将公司退市制度与上市公司高官人员责任追究机制和民事损害赔偿制度结合起来。对严重违规的上市公司高级管理人员,实行严格的市场禁入,对构成犯罪的,依法追究刑事责任。另一方面,应提高企业家、高级管理人员的个人素质,加强道德教育,大力宣传健康的发展观、风险观、改善市场风气和投资环境。二是从过程规范中介机构的监督。在资本市场发达的国家,中介制度完善,市场规范,极少出现弄虚作假的情况。而我国目前的中介机构还存在着恶性竞争、管制不严等问题。上述顾维军、周益明案都牵涉到会计师事务所等中介机

构。由此可见,全面清理不合规的中介机构,建立诚信的中介市场环境,提高中介机构工作质量,才能遏制上市公司的隧道挖掘行为。

6、提高审计质量,加强社会舆论监督。上市公司的大股东及其关联方占用上市公司资金的形式和手段比以前更加复杂和隐蔽,注册会计师一方面要提高自身业务水平和技术手段,关注关联方审计,加强自身后续教育,不断更新知识结构,增强职业道德,另一方面,应建立注册会计师民事赔偿机制,加大对注册会计师的违规处罚力度,增加注册会计师伙同上市公司造假的作业成本。同时利用社会舆论的监督作用,建立全方位立体监督网络,提高上市公司运作的透明度。■

(作者单位:江西财经大学会计学院)

责任编辑 杨曼

● 词条

信用5C分析法

信用5C分析法就是通过“5C”系统来分析顾客或客户的信用标准,具体包括五个方面:

1、品质(Character):指顾客或客户努力履行其偿债义务的可能性,是评估顾客信用品质的首要指标,是应收账款的回收速度和回收数额的决定因素。因为每一笔信用交易都隐含了客户对公司的付款承诺,如果客户没有付款的诚意,则该应收账款的风险势必加大。

2、能力(Capacity):指顾客或客户的偿债能力,即其流动资产的数量和质量以及与流动负债的比例,其判断依据通常是客户的偿债记录、经营手段以及对客户工厂和公司经营方式所做的实际调查。

3、资本(Capital):指顾客或客户的财务实力和财务状况,表明顾客可能偿还债务的背景,如负债比率、流动比率、速动比率、有形资产净值等财务指标等。

4、抵押(Collateral):指顾客或客户拒付款项或无力支付款项时能被用做抵押的资产,这对于首次交易或信用状况有争议的顾客或客户尤为重要。

5、条件(Condition):指可能影响顾客或客户付款能力的经济环境,如顾客或客户在困难时期的付款历史、顾客或客户在经济不景气情况下的付款可能。■