

“飞天系” 控股股东 掏空上市公司的案例剖析

龚凯颂

一、“飞天系”坠落事件素描

(一)“飞天系”并购之旅

西安飞天在证券市场的初露锋芒之作，是2000年对濒临退市的福建上市公司ST海洋的重组。但次年3月便从ST海洋中抽身而退，以受让时的价格将所持ST海洋股权转让给清华科技园。小试牛刀之后，西安飞天在证券市场的并购活动便一发不可收拾，分别将福建三农、石油龙昌、浙大海纳收入麾下。

1、收购福建三农。在与福建三农国有大股东签署了3156万股股权托管协议后，2001年5月西安飞天派5名董事进入了福建三农董事会，拉开了重组福建三农的序幕。直到2003年年初，这部分股权才完成过户手续，占总股本20.67%；而在“垂帘听政”的两年时间里，福建三农实际上已经完全为西安飞天所掌控。

2、控制石油龙昌。2002年5月，西安飞天又从中国石油手中受让了石油龙昌27%的股权，稳居该公司第一大股东位置。

3、入主浙大海纳。2003年2月，海南皇冠假日滨海温泉酒店(持股24%)携手珠海经济特区溶信投资公司(持股28.44%)入主浙大海纳。其中，海南皇冠的背景是，福建三农持有其25%股份，上海原创投资发展有限公司持

有其42%股份，原创投资也是“飞天系”的关联公司，溶信投资公司则是上海原创投资公司的关联公司。

邱忠保掌控的以“飞天”命名的企业，不停地向全国各地扩张，除了西安、北京之外，他还在上海、福建、南京、武汉、泉州、海南甚至海外，设立数十家公司，经营范围涉及房地产、医药和高科技等领域，形成了一个貌似强大的“商业帝国”。

(二)掏空上市公司事发而坠落

“飞天系”将从上市公司获得的大量资金投入于资产收购、房地产甚至石油开采等多个领域。由于摊子铺得很大，战线拉得很长，加之自从2004年以后宏观调控的影响，导致资金链越绷越紧，并最终断裂。

事实上，“飞天系”的资金危机在2004年下半年已有先兆，其所持上市公司股权要么被质押，要么被司法冻结。2004年4月报道称，“飞天系”控股股东狂掏上市公司资金逾8亿元，而到2005年2月则变成15亿元资金去向不明。资金黑洞曝光后，众多的诉讼接踵而来，令“飞天系”各上市公司应接不暇。另一方面，中国证监会对“飞天系”违反证券法规开始立案调查。2005年4月7日，石油龙昌被立案调查；4月14日，证监会以涉嫌虚假信息披露，对浙大海纳立案调查。

2006年2月25日，邱氏兄弟接受

上海警方调查。随后，上海市公安局经济犯罪侦查总队以涉嫌违反证券法规为由对邱忠保、邱忠国两兄弟刑事拘留。邱氏兄弟身陷囹圄，与“飞天系”肆意侵占上市公司资金密切相关。其实，在2005年4月，“飞天系”巨额占用旗下ST龙昌等三家上市公司资金已大白天下。据统计，飞天系直接占用三家上市公司及违规担保资金，总额累计达到16亿元。

二、“飞天系”控股股东如何掏空旗下三家上市公司

(一)不正当资产置换

西安飞天掌握石油龙昌的控股权后，便进行了令人眼花缭乱的系列资产置换，在套取大量现金的同时，迅速劣化资产配置。以总价2.92亿元转让给石油龙昌的资产，诸如武汉绿洲大厦、苏州佳安公司、福建博古公司，都是自然人控制的资产；后两家公司的实际控制人都是“飞天系”的高管。“飞天系”的侵占款脚步并没有因上市公司业绩的急剧下滑而有所放缓，至2004年年末，ST龙昌其他应收款合计7.44亿元，较期初增加3.24亿元。

2003年期间，“飞天系”通过转让浙大海纳所属的浙大海纳软件有限公司、浙江大学创业投资有限公司、宁波海纳半导体有限公司的股权，套取的现金合计6830万元。

2003年1月,西安飞天刚刚入主福建三农,就让该公司控股子公司福建汇天生物药业以4 000万元收购了河北龙昌药业95%的股权,而后者正是西安飞天旗下另一家上市公司石油龙昌的子公司,而当时龙昌药业实际是一家亏损企业。

(二)频繁担保

随着监管部门对“飞天系”旗下三家公司的立案调查,围绕它们的违规连环担保问题也逐渐浮出水面。2004年,福建三农巨亏1.04亿元,经营活动产生的现金流量净额-2.32亿元。期末,包含控股股东及其关联方占款的其他应收款余额高达4.47亿元,占其资产总额的38.82%,净资产的111.85%,同时,该公司累计担保金额为4.85亿元,其中对外担保发生额为34 420万元,对控股子公司担保发生额为14 052万元,担保总额达其净资产的121.40%。截至2005年4月15日,ST龙昌对其他关联方的担保达3.98亿元。浙大海纳的公告也披露说,公司为武汉民生担保3 000万元、为中油飞天担保8 000万元均已接近贷款期限,为南京恒牛担保3 500万元已经到期,此外公司还对珠海溶信、海南皇冠1.46亿元债务承担连带责任担保。

(三)违规占用资金

公开资料显示,武汉民生、中油飞天、南京恒牛这三家公司都与石油龙昌关系甚密。石油龙昌曾于2004年6月20日召开股东大会,审议通过了关于收购武汉民生51%股权的议案。收购事宜从2003年年底开始主要由西安飞天操刀,石油龙昌早已向西安飞天支付了1.8亿元前期收购预付款。后来收购事宜难以为继,1.8亿元却已落入西安飞天囊中。中油飞天和石油龙昌一样都是被西安飞天所控制。南京恒牛是石油龙昌控股公司,石油龙昌持有65.06%股权。

“飞天系”还大肆直接占用所控制

上市公司的资金,使上市公司成为自己的“提款机”。福建三农自查发现,公司的外埠存款和国债投资,实际上是被“飞天系”关联的10家公司占用。每家占用金额从1 700万元到5 500万元不等,总计金额达到3.05亿元。

2005年4月,浙大海纳2004年年报披露邱忠保为其实际控制人。而在此年报披露的前几天,该公司公告有2亿多元银行存款不翼而飞,后经证实是被实际控制人及其关联企业占用,占用资金包括“丢失”的20 200万元存款,国债投资1 845万元,关联方资金拆借8 804万元及该公司在中国银行廊坊分行的银行存款1 350万元,合计32 199万元。浙大海纳2005年第三季度报告显示,实际控制人及其关联企业2005年9月之前累计应还款2.5亿元。此外,三家上市公司还对“飞天系”关联公司进行了数额巨大的违规担保。违规担保总额加上直接占用资金,已超过了16亿元。

三、“飞天系”事件的经验教训与启示

(一)公司价值创造靠正确的投资决策

“飞天系”大股东掏空旗下上市公司,最初的动机未必全是坏的,当时也许是为了发展壮大“飞天系”,通过各种扩张赚钱来弥补在上市公司那里留下的窟窿。不过,结果是适得其反,把上市公司的钱赔光了,也不见生出新的钱来,可谓“赔了夫人又折兵”,最终,资金链断裂,留下掏空上市公司的骂名。那问题出在哪里呢?问题出在投资决策上,它留给我们的教训就是要避免机会主义(想赚“快钱”)下的短期行为,不能以赌徒心态做企业。

邱身边的人士透露,邱忠保的发达和其掌控下的“飞天系”面临瓦解都与嗜赌有关。邱忠保的赌性,使他“不光是赌钱,干什么都是赌的心态。”因

为胆大运气好,在生意场上屡屡得手,使他养成了依赖短期交易获取眼前利益的习惯,只想赚快钱,什么项目都当成短线交易型的业务来做,仅凭直觉进行投资决策。

邱忠保特别热衷于暴发项目。由于邱的个人活动能力比较强,身边围着各色各样的朋友,总有各种项目主动找到他。邱总期望找一些暴发项目,并装进上市公司,从而把公司的短期业绩做上去。但事实上往往事与愿违。比如被装进ST龙昌的上海万兴生物制药有限公司,钱投进去不少,但实际的控制权没有拿到。另外,邱投资的随意性很大,拿出2亿元托人去炒股票,最后亏得只剩2 000万元返还回来。有一些项目直接“烂掉了”,例如武汉绿洲、飞天大酒店、飞天“龙首苑”,等等。常常是买了地,就没钱继续投资下去了。但更多的时候,邱根本不具备辨别这些项目好坏的能力,而他的江湖式仗义,进一步纵容了邱在项目选择上的独断和鲁莽。“飞天系”旗下的很多项目,是邱与一些谈得来的朋友一起投资的,但控制权不在邱忠保那里。因此,到了后来重组自救的关键时刻,这些项目完全调不动。

一个项目投资失败了,邱忠保就想利用新的项目来翻本,而新的项目又根本不做严格而科学的可行性论证与分析,结果只能是陷入一个投资一亏损一越亏越投资的恶性循环,最终把上市公司也赔进去。因此,只有正确的投资决策才能创造价值,而热衷于资本运作往往导致失败。

(二)没有约束,无法无天

关于大股东掏空上市公司的事件,资本市场不断地在上演。截至2005年年中,大股东占款额仍有480亿元之多。为什么人人喊打的大股东掏空行为屡禁不止,问题的结症到底在哪里?“飞天系”案例给了我们很好的启示,那就是大股东没有约束,可以无法无

天。

1、上市公司内部治理中，无人可以约束大股东的行为，公司成了大股东的独立王国。就“飞天系”的情况来看，邱忠保经营公司极为霸道，常常是几百万元的钱从财务那里拎了就走，连个领条、借据之类的字据都不写一张，几家公司的董事会、总经理、财务都成了摆设。

2、从法律形式上，我国法律制度中，关联交易制度、担保制度、信息披露制度、审计制度……似乎样样不缺，缺的是严格认真的执法和对小股东利益的切实保护。按照现行法律制度，只有在上市公司因为虚假陈述导致中小股东利益受损时，中小股东才能提起诉讼。证监会最近新修订的《上市公司章程指引》规定，连续180日以上持有或者合并持有公司1%以上股份的股东，可以对因公司高级管理人员违规造成公司的损失提起诉讼。事实上大股东可以不通过虚假陈述剥夺中小股东利益，而且由于存在信息不对称和法规的不完善，公司高级管理人员以合法途径就可以侵害公司利益。因此，在小股东受到大股东剥夺时，法律诉讼门槛仍然是很高的。另外，目前法律制度关于举证责任适用“谁主张、谁举证”，中小投资者作为外部人很难获取企业内部信息的证据，这无疑增加了诉讼成本，抬高了诉讼门槛，降低了中小股东起诉大股东剥夺的概率。加之目前法律制度对于损害行为的惩罚力度很弱，使法律对于大股东剥夺中小股东的行为缺乏威慑力，增大了大股东剥夺行为发生的概率。

四、掏空“闹剧”如何才能不再上演？

(一)收紧法网

为根治控股股东占款行为这一顽疾，2005年11月1日，国务院批准证监会的《关于提高上市公司质量的意

见》中明确指出，严禁控股股东或实际控制人侵占上市公司资金，对已经侵占的资金，控股股东尤其是国有控股股东或实际控制人要针对不同情况，采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式，加快偿还速度，务必在2006年年底前偿还完毕。

“以股抵债”这一不得已的权宜安排，纵有千般好处，充其量也只是对积年大患之小修小补。在失当的公司治理结构尚未建立起对大股东占款的免疫系统之前，“以股抵债”实无法根除控股股东侵占上市公司资金这一股市毒瘤。为此，证监会曾建议全国人大问责大股东侵占上市公司资产罪，即在刑法中增加专门针对关联方占款及其关联交易的界定与处罚条款，特别要明确针对上市公司及占款方主要负责人的刑事责任。所幸的是，2006年新增了“非法挪用上市资金”的罪名(刑法中原来只规定了比较笼统的“挪用资金罪”)，但愿能落到实处，而非空有法律条文。

(二)建立健全保护中小投资者的法律制度

我国法律体系对中小投资者的保护不力，主要体现在三个方面：①法制不健全。我国公司法律制度中，缺乏对大股东有关权利限制和为中小股东提供司法救济的制度，特别是在程序法上的诉讼领域尚是一片空白，对投资者损失可能承担较大责任的中介、专业机构和人员的民事赔偿制度等，也尚未确立。②法律规定过于原则，缺乏可操作性。比如，民事赔偿制度在有关法律中的规定十分笼统，以致受损害的投资者无法打官司，也打不起官司。③司法实践不足，执行不力。

为此，必须加快立法，在现行法律中增加对大股东有关权利的限制和保护中小投资者的可操作的条款，进一步完善民事赔偿制度。如尽管新《公司法》已在股东直接诉讼制度的基础上，

新增派生诉讼制度，但遗憾的是没有引入集团诉讼制度、辩方举证制度等。此外，信息披露制度和独立审计制度也有待强化和规范，以减少内幕交易，阻止不正当的关联交易。

(三)在公司治理结构中保证小股东的应有权利

在现行的公司治理框架下，想通过完善公司治理来抑制大股东的利益侵占行为，几乎是“与虎谋皮”，因为大股东完完全全操控着股东大会和董事会。为了打破僵局，必须另辟蹊径，在公司治理结构中加入新的“元素”：

- ①建立强制性累积投票制度(cumulative voting)，增强小股东的表决权力，选中代表自己利益的董事进入董事会。可惜的是，新《公司法》虽然引入了累积投票制度，但没有规定强制性，选择权实际上仍然牢牢掌握在大股东手中。
- ②建立代理投票制度(proxy voting)(也叫委托书收购)，使得小股东的联合可以抗衡大股东。
- ③建立通过第三方——监督公司提名董事候选人来监督作为公司实际控制者的机制。从理论上来说，监督公司可以使董事会摆脱大股东的控制，使公司股权结构(所有权结构)的重要性大大下降，以结束小股东受剥削的时代。这是美国学术界近年来广泛讨论的一个话题，不过实践中还没有具体实施。

最后，需要提示的是，在现阶段，要解决大股东掏空问题，更为可行的办法还是从外部约束——法律与监管下手。公司内部治理的改进余地毕竟有限，作为也有限，更何况“一股独大”本身是“无过、也无罪”的，关键是法律和监管层面如何管好大股东，使其即便想侵犯小股东利益也难以下手，或下手的成本极高，能迫使大股东把手收回去。如能如此，则善莫大焉！

(作者单位：中山大学管理学院会计学系)

责任编辑 杨 曼