

控制权安排对江苏阳光的影响及启示

黎来芳 薄立维

1994年2月18日，江苏阳光集团有限公司（简称阳光集团）等五家法人单位共同出资成立江苏阳光股份有限公司（简称江苏阳光）。2002年5月21日，江苏阳光实现民营化，之后，江苏阳光的控制权安排影响了其融资行为，进而影响其利益输送行为，最终对其业绩产生了影响。本文立足分析江苏阳光民营化之后的控制权安排、融资变化、利益输送及业绩改变，以期得到有益的启示。

一、江苏阳光的控制权安排

1、控制权链条。民营化之后，江苏阳光的第一大股东为阳光集团，实际控制人为自然人陆克平。江苏阳光的控制权链条如图1所示（股权份额从左至右分别是2003、2004、2005和2006年的数据）。

2、控制权与现金流权分离。简单的说，控制权是指大股东利用优势地位来谋取自身的利益；而现金流

是指股东能从公司正常的经营利润分得的份额。如果控制人的控制权大于现金流权，其利用控制权转移上市公司资源所获得的私人收益将大于其因现金流权的存在而损失的共享收益，那么，控制人就有动机转移上市公司的资源，实施掠夺。因此，控制权与现金流权的分离增强了控制人转移上市公司资源的动机。江苏阳光的最终控制人陆克平在江苏阳光及其母公司中的控制权和现金流权如表1所示。

从表1可以看出，最终控制人陆克平在上市公司——江苏阳光中的控制权和现金流权分离程度很高：从绝对值差异来看，最高的2004年为20.68%，最低的2006年也达到了10.59%；从相对比率来看，最高的2005年高达5.21，最低的2003年也达到了2.42。相反，他在上市公司的母公司——阳光集团中的控制权和现金流权分离程度较低：分离程度最高的2005年绝对值差异

为8.33%、相对比率为1.96，最低的2006年控制权和现金流权完全一致。这种金字塔式的股权结构使得最终控制人有能力（较高的控制权）且有动机（控制权与现金流权严重分离）将资源从上市公司江苏阳光转移至其母公司阳光集团。

3、其他大股东的制衡作用。控制人转移上市公司资源，其他大股东的利益将受到损失，因此其他大股东有制衡控制人的意愿。但从表2可见，第二大股东盛银投资的持股比例最高的年份也不到8%，第二至第五大股东的持股比例之和最高的年份也只有18%左右，还不到阳光集团所占份额的一半。因此，其他大股东很难对控制人起到有效的制衡作用。

二、江苏阳光的融资变化

由表3可见，2002年民营化之后江苏阳光便开始大幅举债，融资规模不断扩大，短期借款和负债总额总体上都呈大幅上升趋势。2001年

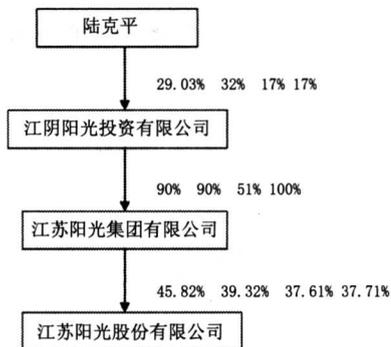


图1 江苏阳光的控制权链条

表1 控制人在江苏阳光及阳光集团中的控制权和现金流权

年度	江苏阳光				阳光集团			
	控制权	现金流权	绝对值差异	相对比率	控制权	现金流权	绝对值差异	相对比率
2003	29.03%	11.97%	17.06%	2.42	29.03%	26.12%	2.91%	1.11
2004	32.00%	11.32%	20.68%	2.83	32.00%	28.80%	3.2%	1.11
2005	17%	3.26%	13.74%	5.21	17%	8.67%	8.33%	1.96
2006	17%	6.41%	10.59%	2.65	17%	17%	0	1

表2

江苏阳光前五大股东持股比例

	2003年		2004年		2005年		2006年	
	股东简称	持股比例	股东简称	持股比例	股东简称	持股比例	股东简称	持股比例
第一大股东	阳光集团	45.82%	阳光集团	39.32%	阳光集团	37.61%	阳光集团	37.71%
第二大股东	盛银投资	7.53%	盛银投资	6.29%	盛银投资	6.02%	盛银投资	5.37%
第三大股东	赛特科技	5.5%	赛特科技	4.72%	赛特科技	4.51%	赛特科技	4.03%
第四大股东	海通证券	4.61%	银丰证券	1.51%	汉兴证券	3.12%	邵安	0.38%
第五大股东	大地商贸	0.55%	同盛证券	0.81%	汉盛证券	1.58%	深证国安	0.33%
第二至第五大股东合计		18.19%		13.33%		15.23%		10.11%

表3 江苏阳光融资及资金占用数据 单位: 万元

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
短期借款	0.00	22 389.39	50 875.57	117 474.71	65 325.08	108 707.16
负债总额	8 511.23	117 249.77	141 919.65	218 118.02	102 645.41	152 863.22
其他 应收款	1 467.48	903.77	43 445.49	53 586.76	3 633.50	77 804.77

表4 江苏阳光2006年重大关联交易明细表

关联方	关联交易内容	关联交易金额 (万元)	占同类交易 比重 (%)
购买商品、接受劳务的重大关联交易			
中传毛纺	向公司提供技术指导服务	417.89	100
中传毛纺	采购边嵌线	102.01	15
中传毛纺	为公司提供织布加工服务	1 478.54	91.6
新桥热电	为公司提供所需的电、汽	17 782.39	94.69
销售商品、提供劳务的重大关联交易			
中传毛纺	公司向其提供生产所需电、汽	279.58	4.59
胜海实业	公司向其提供所需电、汽	662.77	12.75
丰源碳化	公司向其提供所需电、汽	279.58	5.38
丰源碳化	公司向其提供洗毛加工服务	26.01	4.39

表5 江苏阳光业绩数据

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
主营业务利润 (万元)	18 275.24	19 456.46	16 522.25	14 129.60	14 482.11	15 298.64
净利润 (万元)	12 460.69	13 167.00	9 991.27	5 456.59	1 524.61	8 777.48
净资产收益率 (%)	9.74	9.37	6.01	2.46	0.64	3.54

江苏阳光的短期借款为零, 2006年上升到10亿多元。2001年江苏阳光的负债总额只有8 000多万元, 2006年上升到15亿多元。江苏阳光不仅利用短期借款方式筹集大量资金,

还通过可转债、短期融资券等方式筹资。2002年4月18日, 江苏阳光向社会公开发行8.3亿元可转债, 5月26日在上海证券交易所挂牌交易, 实际募集资金8.08亿元。2005年8

月, 江苏阳光又申请发行8亿多元的短期融资券。

三、江苏阳光的利益输送

1、资金占用。资金占用一直是上市公司利益输送的重要手段, 而其他应收款是反映控制人占用上市公司资金的重要指标。由表3我们可以看出, 从2002年民营化开始, 江苏阳光的其他应收款总体上呈大幅上升趋势, 并且与短期借款和负债总额的变化趋势十分相似。这可以从一个侧面反应出, 江苏阳光民营化后融资规模的大幅上升在一定程度上可能是为了满足控制人资金占用的需要。

2、关联交易。由表4中关联交易占同类业务的比重上看, 涉及购买商品、接受劳务的比重都在90%以上, 最高达到了100%, 而涉及销售商品、提供劳务的关联交易额所占比重最高也只有12%左右。由此可见, 江苏阳光的采购业务大量依赖关联企业, 而销售业务主要面向市场。这种业务结构为江苏阳光向关联企业输送利益提供了便利。而这些关联企业都与控股股东有着密切的关系, 例如中传毛纺就是控股股东阳光集团的子公司。因此, 关联交易很可能是江苏阳光向其控制人输送利益的重要手段。

3、资产置换。除资金占用和关联交易外, 阳光集团还利用集团内部错综复杂的股权关系来进行资产

置换，实现隐蔽的利益输送。2004年8月31日，江苏阳光宣称，将持有的无锡阳光置业有限公司（简称阳光置业）90%的股权与江阴远翔物贸有限公司（简称远翔物贸）、江阴市新发呢绒有限公司（简称新发呢绒）、江阴赛特科技有限公司（简称赛特科技）、江阴金业投资有限公司（简称金业投资）和江阴市新桥砖瓦厂（简称砖瓦厂）五家法人拥有的江阴华博纺织有限公司（简称华博纺织）100%的股权进行资产置换，并承诺此为非关联交易。而一个多月前，华博纺织（当时名叫江阴阳光纺织有限公司）的控股股东还是江阴阳光投资有限公司（简称阳光投资）。2004年7月26日，阳光投资才将华博纺织转手倒给了上述五家法人。华博纺织2003年亏损达1 151.8万元，但由于将持有的庞贝制衣公司和施威特毛纺公司75%的股权高价转让给江苏阳光从而取得1 813.82万元投资收益，2004年1~7月亏损减至159.4万元，华博纺织的盈利能力可见一斑。而且在置换前华博纺织存在折合人民币高达1.46亿元左右的对外担保，主要被担保人又恰恰是阳光集团。就是这样一个有着巨额对外担保的连续亏损企业，置换时作价2.8亿多元，比账面净值溢价5千多万元。

阳光置业本是阳光集团下属企业，成立于2002年12月，注册资本2 100万元，2003年被江苏阳光收购后增资至3亿元，之后，江苏阳光前后共向其注入5亿元。在此次置换前，阳光置业已经扩张为总资产12亿多元的大公司，其开发的阳光城市花园工程已启动，且有1亿多元的预收款。但阳光置业在此次置换中却以其原始成本为依据，作价仅2.7亿元。江苏阳光此次置出阳光置业的理由为“国家宏观调控，房地产融资困难，影响了公司主

业发展”。而一年前收购阳光置业时的理由却是“适度实施多元化经营战略，为公司培育新的利润增长点，化解过度依赖单一主业的经营风险”。而且从阳光置业和华博纺织的预期盈利能力来看，这个理由也有些牵强。

要解释以上行为，不得不追究这几家参与置换的企业的真实身份。参与置换的五家法人中，赛特科技是江苏阳光的第三大股东，远翔物贸的法定代表人吴惠良是阳光集团产品业务联系人，远翔物贸的股东为砖瓦厂和金业投资，而金业投资的主要股东江阴市第七毛纺厂同时也是赛特科技的主要股东，赛特科技的另一主要股东兴发物资供应公司也是新发呢绒的大股东。可见，上述五家法人都与阳光集团有着千丝万缕的关系。

综上可以推断，江苏阳光首先向华博纺织输送利润，然后阳光投资将华博纺织转让给五家看似不相关的法人，再由五家法人将其换一个名字后置换给江苏阳光。这一次曲折的资产置换不仅使江苏阳光高价换进了华博纺织这个亏损企业，还使其低价把即将进入收益期的阳光置业拱手相让。

四、江苏阳光的业绩下滑

由表5可见，2001~2005年江苏阳光的主营业务利润、净利润和净资产收益率都呈大幅下滑趋势。2006年，江苏阳光的净利润和净资产收益率明显回升，但这些业绩数据的好转主要来自于投资收益，主营业务利润的变化并不明显。这与2006年的大牛市带来上市公司业绩的普遍上涨不无关系。因此可以说，2002年江苏阳光民营化之后，不断通过资金占用、关联交易和资产置换向控股股东阳光集团及其关联方输送利益，导致江苏阳光业绩不断下滑。

五、案例启示

1、对私人终极控制的上市公司应加强监管。与国家相比，作为上市公司终极控制人的私人有着更强的最大化自身利益的动机，而且目前私人终极控制的上市公司面临的监管和约束大大弱于国家终极控制的上市公司。所以私人终极控制的上市公司中的利益输送行为更普遍。因此，对私人终极控制的上市公司应加强监管。

2、对集团内部资本市场应加强约束。集团内部资本市场存在着巨大的风险，当集团内存在上市公司时更是如此。如果控制人置上市公司利益于不顾，把上市公司当作提款机，会极大地损害上市公司债权人和广大中小股东的利益，甚至对外部资本市场造成严重冲击。因此，对集团内部资本市场应加强约束。

3、对控制权与现金流权高度分离的控制权安排应予以警觉。当控制人的控制权大于现金流权时，控制人就不仅有侵占上市公司的能力，而且有这样做的动机，因为利用控制权转移上市公司资源所获得的私人收益将大于因现金流权而损失的共享收益。因此，对控制权与现金流权高度分离的控制权安排应当予以警觉。

4、对其他大股东的制衡能力应予以重视。中国上市公司中，除实际控制人外，其他大股东的持股比例普遍较低，对董事会、监事会、高管人员的选举和聘用没有太大发言权，导致其他大股东的制衡能力不足，从而使上市公司的重大行为都被控制人操控。大股东之间如果能够形成有效制衡，势必对控制人的行为有所制约。因此，在中国上市公司中应重视对其他大股东制衡能力的培育。

（作者单位：中国人民大学商学院）

责任编辑 杨曼