

股权隐性失衡与中小投资者利益侵占

——以ST贤成为例

隐形股权失衡是指上市公司的非绝对控股的机构投资者通过复杂的股权投资使不在前十大股东之列的隐性自然人变相成为控股大股东,使其可对上市公司实施实际控制进而输出并侵占上市公司资源、侵占中小投资者的利益。这种股权结构往往更隐蔽,造成的后果也更严重。本文引用青海贤成矿业股份有限公司(下称ST贤成)案例,从股权结构的角度进行分析并提出建议,以期为中小投资者识别上市公司股权隐性失衡并有效进行自我保护提供借鉴。

一、案例公司分析

青海贤成矿业股份有限公司于1998年8月由西宁市国新投资控股有限公司(下称国新投资)为主要发起人发起设立,主营矿产资源、天然气、水泥、水电、火电资源的投资和开发。2001年3月首次公开发行人民币普通股。2007年5月,因连续2年亏损,被上交所实施退市风险特别警示,股票名称变更为*ST贤成。次年5月因经营好转,*ST贤成脱星变成ST贤成。2012年3月ST贤成脱帽成为贤成矿业,同年6月实施10股转7股利润分配方案,股权激励计划有序推进,公司股价行情大好。然而,2013年3月,贤成矿业再次被ST。深入分析后,笔者发现,股权隐性失衡是问题的关键所在。

(一)公司股权结构分析。截至2012年年末,ST贤成持股前10名的股东情况如表1所示。实际控制人、控股股东与ST贤成的产权及控制关系如图1所示。

表1 前10名持股股东持股情况表

股东名称	股东性质	持股比例(%)	持股总数
西宁市国新投资控股有限公司	境内非国有法人	27.44	439 625 948
江苏瑞华投资控股集团有限公司	境内非国有法人	5.29	84 800 000
北京中金祥合资产管理有限公司	境内非国有法人	5.11	81 950 000
陈高琪	境内自然人	2.69	43 146 000
观唐投资控股有限公司	境内非国有法人	1.90	30 589 198
罗志辉	境内自然人	1.10	17 685 576
张邻	境内自然人	0.90	15 410 832
上海镭晟股权投资管理中心	境内非国有法人	0.44	7 200 000
蔡奕珠	境内自然人	0.40	6 414 021
光大证券股份有限公司	境内非国有法人	0.37	5 940 787
合计		45.64	732 762 362

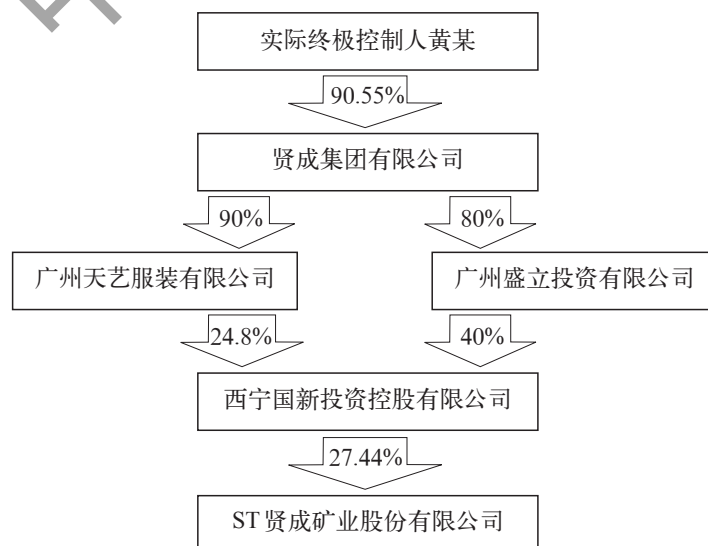


图1 ST贤成产权结构及控制关系示意图

可以看出,虽然ST贤成的第一大股东为机构投资者——国新投资,但幕后的实际终极控制人却是自然人——黄某。黄某持有贤成集团有限公司(下称贤成集团)90.55%的股份,毫无争议的绝对控股,而贤成集团通过广州天艺服装有限公司和广州盛立投资有限公司控股国新投资64.8%的股权,使得黄某通过绝对控股国新投资进而成为ST贤成的实际终极控制人。这位实际的终极控制人可以不出现在公开披露的十大股东之列,具有极强的隐蔽性。

(二)公司股权隐性失衡与高管交叉任职的关联分析。ST贤成失衡的隐性股权使得幕后的间接控股股东贤成集团及表面的大股东国新投资合伙操纵上市公司经营与管理的行为变得不引人注意,产生了严重的代理问题。间接控股股东贤成集团、表面大股东国新投资和上市公司ST贤成基本上属于“牌子不同人马相同”,高管交叉任职明显,贤成集团的大多数高层管理人员都在上市公司ST贤成位居要职,形成了对ST贤成从所有权到经营权的双重控制,这为ST贤成的实际终极控制人黄某利用贤成集团通过各种形式实施对上市公司的资源输出和侵占提供了条件。

(三)公司股权隐性失衡与终极控制人、大股东侵占公司利益行为分析。一是终极控制人利用自有的集团公司大肆占用案例公司的资金。ST贤成的终极控制人黄某为达到占用案例公司资金的目的,通过控股90.55%的贤成集团及其关联公司与ST贤成开展产品采购等业务,对ST贤成形成应付账款并长期拖欠;开展产品预售等业务从而大量占用其预付账款。从2009~2012年ST贤成披露的报表中可以看出,公司与关联方的应收账款将近1亿元,付给关联方的预付账款达到3 000多万元。另外,根据证监会发布的公告,2009~2012四年间,大量巨额的、以亿元计数的直接非经营性资金往来存在于ST贤成和贤成集团及其控股子公司之间,而对于这些资金往来,ST贤成并没有在财务报表中按照有关规定予以披露。二是公司高价买入大股东劣质资产。大股东通过将资不抵债或负债比例较高的劣质资产以注资名义高价卖给控制的上市公司,不但能从上市公司取得大量现金或资产,还将自身原有的附着在劣质资产上的巨额债务转嫁到上市公司身上。ST贤成的第一大股东国新投资控股云尚矿业、云贵矿业、光富矿业、华阳煤业和森林矿业,通过注水和粉饰使这五家矿业公司表面光鲜。随后国新投资刻意隐瞒这些重大资料并促使ST贤成定向增发募资5亿元收购这五家矿业公司。截至2013年6月,5家子公司合计资不抵债已达20亿元。最终这些子公司被ST贤成拍卖清理。作为ST贤成大股东的国新投资通过这一系列行为不仅取得5亿元的款项,还将原本属于自己的巨额债务转嫁到ST贤成身上。三是公司为大股东、终极控制人自有的集团公司提供超额的债务担保。截至2012年8月20日债权申报结束日,针对ST贤成,共计131家债权人累计申报了129.29亿元债权。然而极具反差的是,截至2013年3月31日,ST贤成净资产仅约18亿元,债务净资产比率为7.19。同时,贤成矿业的定增保荐机构西南证券查询显示,ST贤成的下属子公司截

至2012年9月共发生12笔对外担保事项,涉资2.75亿元,其中7项担保此前未做过任何披露,风险非常高。

二、启示与建议

上市公司的股权失衡导致公司治理结构缺陷,再加上外部监管的不完善和管理层的里应外合,从而带来了“内部人控制”问题,这对中小投资者的利益是极大的侵占,而股权隐性失衡的难以辨别又给中小投资者带来了难题。如何通过改善股权结构和公司治理结构有效遏制隐形大股东的恶行,保护中小股东的利益,笔者提出以下建议:

(一)构建股权制衡机制,披露控股股东上下游的控股关系。股权结构应以少数大股东联盟治理、寡头竞争性股权结构为向导,使公司董事会真正成为全体股东利益的代表,通过积极引入真正意义的机构投资者,分散股权结构,形成股东之间的制衡,预防大股东侵权行为的发生。同时,上市公司应披露控股股东上下游的控股关系,以防止处于隐身状态的终极控制人利用复杂的股权控制实际操控上市公司,从而降低中小投资者的投资风险。

(二)明晰股东和公司经理层、董事会之间的关联关系。要定期明晰老股东、新股东和公司经理层、董事会之间的关联关系,强调独立董事在公司管理中的重要作用。同时应保持对公司股价异动的敏感度,当公司股价发生异常波动时,要及时对控股股东及关联方、高管人员持股变动情况进行核查并披露,避免股东(包含间接控股的股东)和上市公司“两块牌子一套人马”以及高管人员高比例的交叉任职。

(三)建立与大股东交易的预先通报制度并延长信息公告时间。有条件交易的预先通报是指大股东在上市公司年度财务报表公布的同时,公告下一年度的持股计划和交易条件,其中包括最高买入价格和最低卖出价格,买卖价格之间的差也要有所限制,以防止该制度实质上的失效。中小股东可以通过大股东持股计划的披露分析终极控制人的变化。同时上市公司实时公布与大股东或终极控制人的关联交易和担保,这对中小股东防范风险也至关重要。

另外,中小股东通常缺乏足够的时间和机会对表决议案进行有效了解。笔者建议,可适当延长公司召集股东大会相关信息的公告时间,赋予少数股东可以独有的召集权、提议权、调查权等,保证中小股东有充足的时间参与股东大会对议案进行表决,进而有效制约公司经营中的不宜或不法行为。

(四)建立长效机制,解决大股东和终极控制人的资金占用问题。短暂的清欠活动不能从根本上解决大股东占用资金问题。公司应建立长效机制并使之有效运行。笔者建议,证监会及各地方证监局可设置稽查队,专门负责审查大股东和终极控制人利用控制权掏空上市公司行为。稽查队可定期或不定期对上市公司进行审查,防止大股东长期占用上市公司资金,制止大股东和终极控制人对上市公司资金年中占用、年末偿还的投机行为。

(五)增加中小投资者维权的便利性。保障行权便利性是对中小投资者权益进行保护的事前机制,如提高中小股

东在董事提名和提案中的话语权,建立累积投票制和比例投票制相结合的投票方式等,使中小投资者利用手中的投票权对大股东可能侵害其利益的行为及时做出反应,形成制约。保障中小投资者在利益受到侵害时诉讼的便利性是保护中小投资者的事后机制。应明确规定证券侵权行为的民事责任,使中小股东受到侵害后,能以较低的成本、较高的时效、较大的胜诉率通过民事诉讼对侵害人进行追偿,从而保护自己的利益。

(《财务与会计》2015.08)

商业企业财务报表分析的陷阱

——以苏宁云商为例

企业所处的行业不同,资产、负债的特点与筹资方式都可能会有差异,也因此会导致不同行业的企业间财务指标缺乏可比性。商业企业不进行商品生产,而是经营工农业产品的批发、零售以及与产品相关的服务。因缺乏对商业企业固有经营特点和结算模式的了解,财务报表分析者有时可能会得出关于企业财务状况和经营成果的错误结论,从而影响财务分析信息使用者的正确决策。

苏宁电器集团股份有限公司是国内首家IPO上市的家电连锁商业企业。2011年以后,公司开始探索“线上线下多渠道融合,全品类经营”“店商+电商+零售服务商”的

商业零售新模式,并于2013年更名为苏宁云商集团股份有限公司(以下简称苏宁云商)。苏宁云商是我国商业企业的典型代表,其对零售终端的控制力使其获得供应链上足以与上游供应商抗衡的地位,并因此能以“应付票据”和“应付账款”的形式占用供应商357亿元的资金(年报2013年末数据),除商业折扣和折让外,每年还能从供应商处拿到近9亿元(占净利润35%)的资金返还(年报2007~2012年末数据平均值)。“应付票据”和“资金返还”是以苏宁云商为代表的商业企业财务报表上特有而且重要的项目,对其进行正确解读,可以帮助信息使用者做出正确决策。

一、高现金比率与短期偿债能力分析

1. 高现金比率的表象。

现金比率通常计算的是货币资金占流动负债的比率,它排除了流动资产中应收账款和存货的影响,相比流动比率和速动比率,是衡量企业短期偿债能力更为保守的财务指标。一般认为,企业的现金比率应达到0.2以上。商业企业因在供应链上处于特殊位置,比较容易获得上游生产厂家即供应商提供的商业信用,又因为商业信用和银行信用的共同作用,商业企业的现金比率往往远高于0.2。

根据苏宁云商2009~2013年连续5年的年报资料计算,其现金比率每年都在0.5以上,5年内的平均值为0.76(见表1)。

项目 \ 年度	2009	2010	2011	2012	2013
货币资金①	21 960 978	19 351 838	22 740 084	30 067 365	24 806 284
流动负债总额②	20 718 839	24 534 348	35 638 262	41 245 256	43 414 384
现金比率③(③=①/②)	1.06	0.79	0.64	0.73	0.57

数据来源: <http://www.suning.cn/snsite/index/tzzgx/dqbg/dqbg-1.html>

2. 表象背后的实质。

商业企业账面沉淀的高额货币资金中可能有相当高的比例是因银行承兑汇票保证金形成的。随着规模的扩张和对下游或终端客户控制能力的增强,商业企业更容易获得供应商提供的商业信用,形成商业企业对供应商的应付账款。当银行信用介入这一过程以后,商业企业和供应商之间更倾向于采用银行承兑汇票结算方式。商业企业采购商品,向供应商开出银行承兑汇票时,通常应向承兑银行(一般为开户银行)缴存一定比例的保证金,保证金缴存比例的高低,取决于商业企业在承兑银行的信用状况,商业企业的信用状况越好,缴存比例越低。银行承兑汇票保证金是限定用途的货币资金,不能再用于其他偿付,它的缴存虽然不影响商业企业货币资金总量,但是在货币资金结构上,却表现为可自由偿付部分的减少和不可自由偿付部分的增多:后者是清偿已经签发的应付票据的资金储备,其实质是应付票据账面价值的减少;而前者才是商业企业偿付短期债务的“硬

通货”,最终影响企业的短期偿债能力。

银行通过承兑汇票保证金的方式将商业企业的流量资金转化成存量资金,成为银行贷款资金的来源。商业企业将准备支付给供应商的采购资金以保证金的方式在汇票期限内沉淀在银行,可以按定期利率计息,在企业提前付款获取的价格折扣小于利息收入时,有利于企业利润的增长。而供应商能够接受银行承兑汇票结算方式的原因有两个:一是付款保证度高,几乎没有坏账风险。二是可以直接作为支付手段,在票据到期前背书转让给上游供应商,以购进原材料。总之,银行承兑汇票结算方式虽然增加了商业企业对供应商资金占用的总量和时间,但却实现了银行和商业企业之间的双赢,对供应商的利益也没有造成实质性的损害。

2005年以后,苏宁云商大量采用银行承兑汇票结算方式,会计处理上表现为其他货币资金(银行承兑汇票保证金)和应付票据同时增加。2006年以后,苏宁云商的应付票据在