小股东控制结构、控股股东利益合谋与掏空

——基于时代科技的案例思考

叶飞洋　朱玲芳

(西南财经大学会计学院　成都　611130)

【摘要】时代科技(000611)在现任大股东浙江众禾投资有限公司进入之后,发生了一系列关联方交易和资产重组,其均为控股股东对上市公司进行的"恶意"掏空行为,系前后控股股东的利益共谋并体现出小股东控制的股权结构下民营资本上市公司控股股东掏空等一系列特点。为抑制此类行为的发生,笔者认为应从制度环境、监管体制和声誉机制入手,改善公司治理结构,维护中小股东的利益。

【关键词】掏空　利益合谋　小股东控制　公司治理

一、引言

La Porta,Lopez-de-Silane 和 Shleifer(LLS)于 1999 年通过对发达国家资本市场和新兴国家资本市场的大量调查,发现了一个公司治理中长期被忽视的问题,即许多国家的上市公司的股权并不像 Berle 和 Means(1932)所预测的那样高度分散,所有权与经营权两权高度分离,而是集中于一个控股股东,由它控制着整个公司,任命与监督管理者。他们进一步指出,在集中的股权结构中,这类公司的主要代理问题并不是管理者和外部股东之间的利益冲突,而是大股东利用其所掌握的控制权牟取私利,实现对中小股东的利益侵占。Jonhson 等(2000)将这一行为形象地用"Tunneling"一词加以概括,即为目前受到学界和实务界广泛关注的"掏空"行为。

掏空行为在我国上市公司中并不少见,近年来,我国新闻媒体揭露最多的公司治理问题也就是这类问题。媒体披露某些大股东的掏空行径确实令人触目惊心,中小股东对此无不义愤填膺。唐宗明等(2002),王化成等(2004),张祥建等(2005)对大股东的侵害度进行了研究,发现我国上市公司的大股东存在侵占上市公司及小股东利益的强烈动机。李增泉等(2004)以上市公司关联方交易数据为基础,对所有权结构和控股股东的掏空行为之间的关系进行了实证分析,结果显示,上市公司控股股东占用上市公司资金与第一大股东持股比例之间呈先上升后下降的趋势,而控股股东的控制方式以及产权性质也对其资金占用行为具有重要影响。

一些学者的研究表明,我国企业特别是国有控股公司,由于公司治理结构尚不完善、代理问题比较突出,严重地干扰了企业集团内部资本市场功能的正常发挥,从而为少数控股股东的掏空行为提供了机会。目前我国上市公司中存在的大股东掏空行为的具体手段一般来说有如下几个方面:大股东与上市公司之间的关联方交易,上市公司对大股东的定向增发和上市公司运用现金股利政策等手段。

近年来,资本市场陆续曝光的德隆系、托普系、飞天系、鸿仪系等庞大的资本系由于控股股东对上市公司的不断掏空导致资金链断裂、相继坍塌,旗下上市公司深受其累,严重扰乱了我国资本市场的运行秩序,也给中小投资者带来极大的损失。因此从不同层面分析大股东与小股东之间的代理问题,对于促进我国宏观经济和资本市场的健康发展,防范金融危机,具有重要的理论意义和现实意义。

本文通过对上市公司时代科技在现有大股东浙江众禾投资有限公司进入之后所发生的一系列事件进行了研究,旨在揭示目前某些上市公司大股东的"恶意"掏空行为,并对如何遏制这种行为提出了我们的意见。

二、案例简介

(一)众禾投资进入前的时代科技

时代科技原名内蒙古民族实业集团股份有限公司,注册成立于 1996 年,于 1996 年 10 月在深交所挂牌上市,股票名称民族实业,股票代码 000611。2003 年 1 月 27 日,由于时代集团的入主,公司更名为"内蒙古时代科技股份有限公司",股票更名简称时代科技,股票代码不变。

时代集团公司于 2002 年 10 月 31 日和 2006 年 3 月 24 日两次通过资产置换时代科技股份,截至 2007 年 12 月 31 日,共拥有时代科技 33.43%的股份(见图 1),为时代科技的母公司及最终控股公司,法人代表为王小兰。

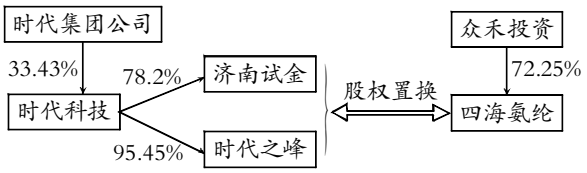

图 1　2008年12月有关企业资产置换交易情况

(二)众禾进入,时代之峰股权几经转手

2008 年 12 月 8 日,时代集团公司与浙江众禾投资有限公司签订了《股份转让协议》,将其持有的时代科技 12.12%的

股份转让给众禾投资,众禾投资成为时代科技的第二大股东。就在同一天,时代科技与众禾投资又签署了《资产置换协议》,公司以其持有的济南试金集团 78.2%的股权及北京时代之峰科技有限公司 42%的股权与众禾投资持有的浙江四海氨纶纤维有限公司 43.415%的股权进行资产置换(见图 2)。

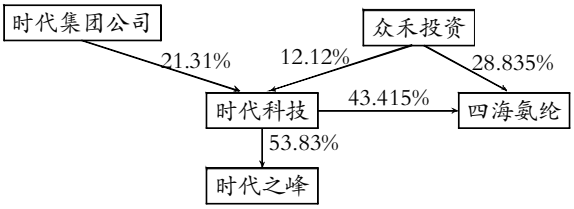

图 2 2008年12月时代科技及关联机构股权情况

关于这次资产置换的标的资产之一的北京时代之峰科技有限公司成立于 2002 年 8 月,是依托于时代集团公司多年来形成的检测仪器领域的技术优势而建立的专业化高科技企业,是国内一流的仪器仪表生产厂家之一。

这次交易从表面上看,置入总资产和置出总资产相差不大,但净资产方面,置出净资产显然要高于置入净资产,仅时代之峰一家公司的净资产就已经超过四海氨纶;在盈利方面,置出资产的盈利能力也明显高于置入资产,时代之峰的净资产收益率为 12.7%,而四海氨纶的净资产收益率仅为 2.89%,相差甚远;在股权的估值上,试金集团 78.2%股权加上时代之峰 42%股权才能换得四海氨纶 43.415%的股权,因此在这笔交易中,时代科技明显是利益受损的一方。

之后,围绕着时代之峰的资本运作还没有结束,2010 年 4 月,时代科技又将其持有的时代之峰 25%的股权以 4 300 万元转让给了享博机电。值得一提的是,此时浙江众禾已成为时代科技的控股股东。其于 2009 年 5 月 18 日再度受让时代集团公司持有的 1 100 万股时代科技有限售条件的流通股,交易后,浙江众禾的持股比例上升至 15.54%,成为时代科技的第一大股东。此后,时代集团公司不断减持时代科技的股份,至 2010 年时代科技中期,财务报表公布时时代集团公司只拥有时代科技 0.51%的股份,二者已基本上脱离了关系。

经过推算,时代之峰 100%的股权在这笔交易中被作价为 1.72 亿元,这和 2008 年时代科技将 42%的股权置换给浙江众禾投资时的定价相距甚远,当时时代科技 42%的股权账面价值即为 14 469.38 万元,对应时代之峰 100%股权价值约为 3.445 亿元。由于两次交易的定价依据均是时代之峰的净资产,在不到一年半的时间内,时代之峰的净资产缩水一半,这实在令人匪夷所思,更何况根据时代科技 2009 年年报披露的数据,北京时代之峰在当年还实现了 1 753.85 万元的净利润。很明显,这次时代科技又做了一笔"亏本"的买卖。

(三)众禾进入时代科技后的一系列运作

1. 进军地产。众禾入主时代科技后的第一次出手选择了投资市场上炙手可热的地产业。2010 年 1 月,时代科技通过决议,将公司持有的济南时代试金试验机有限公司 100%股权与娄连根、周凤美持有的绍兴县旭成置业有限公司 72.86%股权进行置换。2010 年 4 月 28 日,时代科技又与周凤美签署《股权转让协议》,用现金 6 753 万元购买旭成置业 27.14%股权(以上资产置换情况见图 3)。自此绍兴县旭成置业有限公司成为时代科技的全资子公司,时代科技从此介入地产领域。然而,就在时代科技大张旗鼓地进军房地产业时,其房地产建设项目陡生波折。2010 年 8 月 11 日,时代科技发布公告,声称旭成置业两房产项目——旭成花园和古镇风情小区由于地处安昌古镇门口,绍兴县安昌镇人民政府有意向收回两房地产建设项目。鉴于该事项存在不确定性,为减少项目建设成本,董事会决定暂停房地产项目建设。到 2011 年 4 月 27 日,时代科技发布公告称,公司将彻底退出房地产开发业,至此,时代科技投入巨大的房地产项目无果而终。

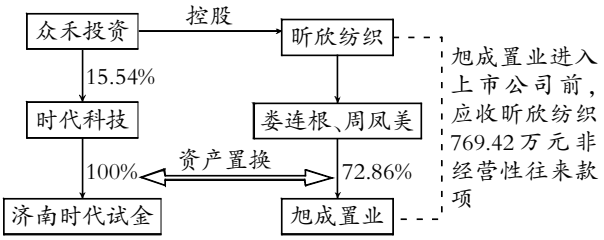

图 3 2010年1月时代试金与旭成置业的资产置换

2. 资产重组。入主时代科技后,浙江众禾一直在利用旗下的四海氨纶做文章。其在进入时即通过资产置换向时代科技注入了四海氨纶 43.415%的股权后于 2010 年 11 月 10 日,时代科技发布了定向增发新股预案,宣布拟以 6.66 元/股定向增发 2 099 万股收购大股东众禾投资所持有的四海氨纶 28.835%股权。增发完毕后,公司将持有四海氨纶 72.25%的股份,而众禾投资对时代科技的持股比例将由 15.54%增加至 20.71%。对于四海氨纶剩余的股权,时代科技实际控制人濮黎明已承诺,将在此次交易完成后两年内启动将其所剩余持有的四海氨纶 27.75%的股权注入时代科技的事宜。

此时四海氨纶的经营情况如何呢?从相关公告中可以看到:2010 年三季度,四海氨纶营业收入 33 135 万元,营业利润 3 311 万元,毛利率为 10%;2009 年四海氨纶的毛利率为 3%;2008 年甚至出现亏损,其毛利率低于行业平均水平。可见,这时的四海氨纶绝不是大股东所称的"优良资产"。

三、控制股股东对时代科技的一系列"掏空"行为的特点

上市公司存在两大代理问题,一个是管理者和股东之间的代理问题,另一个是大股东和中小股东之间的代理问题。对于前一个代理问题以前我们关注得比较多,而对于大股东和中小股东之间的代理问题,也就是大股东"掏空"行为在近些年来有愈演愈烈之势,必须引起高度重视。"掏空"行为大大侵害了中小股东的利益,打击了中小投资者的积极性,同时降低了会计盈余的质量,不利于金融市场的发展。时代科技控股股东的一系列动作,就是典型的"掏空"行为。

(一)前后控股股东的利益共谋,联手掏空上市公司

2008 年 12 月 8 日,浙江众禾投资以其持有的四海氨纶 43.415%的股权与时代科技持有的济南时代试金 78.2%的股权和时代之峰 42%的股权进行置换;2010 年 4 月,时代科技又将持有的时代之峰 25%的股权以 4 300 万元转让给了上海

享博机电。在案例简介中,我们已得知在这两次交易中时代科技的利益都严重受损，时代之峰这一优质资产被分次贱价转让。那么为什么公司的控股股东会容忍这样的交易发生?

第一次交易时时代集团公司仍为时代科技的第一大股东,而浙江众禾作为第二大股东是获益的一方。时代集团公司为何允许第二大股东来侵占自己的利益?我们可以从 2011 年 11 月 3 日深交所对时代科技相关违规行为的处罚决定中找到答案，众禾投资在获得时代之峰股权后又进行了一系列股权转让运作,先是将持有的时代之峰 22%的股权转让给自然人张会本、20%的股权转让给时代新纪元科技集团有限公司;后于 2009 年11 月 28 日,张会本又将其持有的时代之峰全部股权以 2 500 万元价格转让给时代新纪元。值得关注的是,原时代科技法人代表、时代集团公司总裁王小兰持有时代新纪元 39.4%的股份，这就是说受让方时代新纪元是时代集团公司关键人员控制的企业，可见此前置换出上市公司的北京时代之峰的股权最终还是回到了时代集团公司的手中。时代集团公司这种“移花接木”的股权交易行为,完全是为了少数大股东攫取利益,其受到深交所的处罚是情理之中的。

第二次交易的受益者是上海享博机电，其两名股东费宏(持股 60%)和陈志菊(持股 40%)均是时代集团公司下属一公司的股东,他们还在该公司认购时代之峰 25%的股权(4 300 万元)的扩股中各自认购了 6 491 股和 3 651 股的新增股份。所以从这一角度来看，这次交易涉及的北京时代之峰的股权最终同样还是回到了时代集团公司的关联人的手中。

这两次交易结束后,对于原大股东时代集团公司,其将上市公司的优质资产时代之峰用远低于实际价值的成本剥离出来继续处于其控制之下，且同时获得了转让时代科技股份的大量资金,其利益并没有受到丝毫损害。而对于新的大股东浙江众禾剥离了部分盈利能力较弱的四海氨纶股权这一不良资产,并获取了上市公司的大量优质资产。更重要的是,众禾投资通过受让时代集团公司所拥有的时代科技股份成为其控股股东,拥有了上市公司进一步进行资本运作的平台。因此将这两次交易结合起来看,二者可谓实现了双赢。

上述两次交易的脉络清楚地告诉我们，前后两任大股东内蒙古时代集团公司和浙江众禾早已秘密勾结，合谋掏空上市公司。因为如此密集巧妙的财务运作绝非偶然,由经济学假设可知,市场的参与者都是“经济人”,都会考虑自己的利益。拿时代集团公司和浙江众禾来说，如果不经过二者私下里协商,没有下一步的巧妙安排,某些明显有失公平的交易不可能得以实施。前后两任大股东经过一系列的财务运作手段,均获得了较大收益,但上市公司的资产却遭受了严重损失,真正的受害者即为上市公司的中小股东。经过资产的不断置换,优质资产最终与公司相分离,公司实际控制的资产数量减少,导致中小股东的利益受到严重损害。中小股东在公司的利益相关者中属于天然的弱势群体，大股东控制的董事会经常会通过对中小股东不利而对自己有利的各种决策方案，逐步掏空上市公司,掠夺中小股东的利益,侵害他们的权益。而中小股东除了用脚投票以外往往无计可施。

本案例中出现的前后控股股东合谋掏空上市公司这一现象,虽然在目前的研究中还较为少见,但仍需引起重视。如何抑制这一行为的发生,是一个值得深入研究的课题。

(二)浙江众禾——小股东控制结构下控股股东掏空上市公司的典型范例

浙江众禾作为时代科技现任的控股股东，其只持有公司 15.54%(2010 年的增发新股预案未获批准，故持股比例增至 20.71%未实现)的股份,这是属于典型的小股东控制的股权结构。一般来说,小股东控制兼具了大股东控制结构和股权分散结构的特点,它既与大股东控制结构一样,避免了公司治理结构中控制权的约束，又具有股权分散情况下内部人控制企业的特征,使一般的治理手段难以奏效,容易形成利益抱团。作为民营资本的企业若存在掏空的情况，很多时候公司的股权结构都是小股东控制。

浙江众禾在控制时代科技后，其一系列的资本运作均是典型的掏空行为。首先来看时代科技无疾而终的地产开发项目。在 2010 年 1 月的资产置换交易中,与置入的旭成置业的核心资产——两块合计价值 8 900 万元在几个月之后就宣布将被政府收回的“裸地”相比,时代科技置出资产——济南时代试金是时代科技此前的募投项目,于 2007 年募投资金投入 1.73 亿元,预计 2009 年底建成投产。在双方签订资产置换协议时,试验机项目已进入尾声,主要设备正进入选型、预定阶段。由此可见,济南时代试金是上市公司一项前期投入已完成即将产生效益的优良资产。但董事会以“市场情况发生变化”这一牵强的理由将其置出,资产置换的结果是将投资发展前景良好的一家实业公司换出，换入的却是项目无法实施的不良资产,很明显,此次资产置换明显不利于上市公司。

值得关注的是,尽管旭成置业 2009 年 11 月才成立,但从成立到 2010 年 1 月被时代科技收购,其与时代科技大股东众禾投资的控股子公司昕欣纺织之间交往密切。时代科技 2010 年半年报显示,子公司旭成置业应收昕欣纺织 769.42 万元非经营性往来款项，占用时间发生在旭成置业将上述资金注入上市公司(时代科技)之前。此外,旭成置业注册地和办公地与浙江众禾均处于浙江省绍兴县安昌镇。查阅了公司的相关公告后我们发现,置换前持有旭成置业 100%股权的娄连根和周凤美均为绍兴人,而众禾投资的董事长正是绍兴富商濮黎明。这两家公司之间如此千丝万缕的联系,为他们相互勾结,掏空上市公司这一行为做出了合理的解释。

而浙江众禾控制从进入时代科技以来一直在与其子公司四海氨纶频繁地进行交易，从案例简介中我们已知四海氨纶并非什么优良资产。拿 2010 年 11 月这次拟定向增发来说,从定向增发预案中我们得知,公司拟以 6.66 元/股定向增发 2 099 万股，以近 1.4 亿元收购大股东众禾投资所持有的四海氨纶 28.835%股权。而之后时代科技于 2011 年 10 月 15 日发布的业绩预告又称前三季度预计实现盈利为 50 万~250 万元,同比下降 85%至 97.5%。下降原因正是由于公司之前拟增资的四海氨纶报告期内净利润同比大幅下降，从而导致公司净利润下降。虽然这次定向增发最后并没有得以实施完成,但大股

东恶意掏空上市公司的目的已昭然若揭。

综观浙江众禾的掏空手段，本身均是极为常规的资产置换、关联方交易等行为，这样并不难被识破的行为为何能够畅通无阻，顺利实施？从公司的内部治理来说，查阅时代科技的年报我们可知，时代科技的董事会的非独立董事全部是来自浙江众禾及其子公司四海氨纶、昕欣纺织、泰衡纺织。这样，时代科技的董事会基本上已沦为浙江众禾完全控制的“橡皮图章”，它自然不会对浙江众禾的任何行为提出异议，可见其内部人控制是何等的“牢固”。而从上市公司的外部监管来看，无论是2008年12月的首轮资产置换计划，还是2010年1月时代试金股权和旭成置业的股权置换，时代科技均巧妙地通过分拆收购或转让的方式，使得资产置换交易金额和交易标的总额均未达到上市公司净资产50%的标准，从而成功避开了可能因涉及重大资产重组而面临的监管部门审核。这无疑证明了我国目前的监管体制仍然存在较大的漏洞。

四、案例引发的思考

通过前文的案例分析已经知道，时代科技的原大股东时代集团公司和现任大股东浙江众禾通过对上市公司进行关联方交易和资产置换，将其获利能力强的子公司北京时代之峰和济南时代试金一步步剥离，并将盈利能力差的不良资产四海氨纶和旭成置业注入上市公司，以此达到掏空上市公司的目的。笔者认为可以从以下几个方面加以改进：

（一）建立“揭开公司面纱”制度

目前，我国上市公司控股股东对上市公司的掏空之所以有恃无恐，一个很重要的原因就是由于公司的“有限责任”原则将股东私人的财产与公司财产分隔开来，股东仅以其出资额对公司承担责任。这样，如果控股股东利用其对公司的控制权力使公司的行为侵害了中小股东及其他利益相关者的利益，一般受处罚的主体是公司本身，因此大股东最多也就是付出其在公司所有的财产份额。而很多情况下，股东从这些不法行为中获得的收益远大于其在公司的出资额。因此，大股东有着强烈的利益动机驱使其进行不法行为。

而始于美国的“揭开公司面纱”制度正是为了防范控股股东用公司“有限责任”的规定进行营私的行为。这个制度是：“如果公司为法人的特性如被作为损害公共利益、使非法行为合法化、保护欺诈或犯罪抗辩的工具，那么，在法律上就应将公司视为无权利能力的数人的组合体。”即若控股的母公司对其子公司进行了非法的控制并导致了中小股东等相关利益者的损失，可以追究控股母公司的责任，并不以其在子公司的资产为限。这一制度极大地遏制了控股股东对公司进行掏空等非法行为的动机。而我国2006年开始执行的《公司法》也体现了类似的精神：“公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应该依法承担赔偿责任”；“公司股东滥用公司或者其他法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人，应当对公司债务承担连带责任。”这些规定为我国建立“揭开公司面纱”制度提供了法律保障。

若在我国能够建立这样的制度，相信一定会对抑制控股股东的掏空行为产生积极的影响，而如何把握好其与公司有限责任之间的关系同样极为重要。因此，应当制定严格的制度来确定这一原则的适用范围，保证其不被滥用。

（二）发挥机构投资者的积极作用

一般来说，相对于中小股东，机构投资者会拥有更大份额的上市公司股份，同时也会拥有更加专业的分析能力和更为广泛的信息来源。因此，应该扩大机构投资者在上市公司治理中的影响，我们认为可以从以下几个方面入手：

1. 用脚投票。由于机构投资者拥有的股份份额一般较大，其若发现上市公司的控股股东的不法行为，用脚投票所产生的股价波动可极大地震撼公司管理层，其客观上对控股股东的掏空等不法行为动机的抑制作用较强。

2. 凭借专业优势，更好地评估公司价值。机构投资者一般拥有较为强大的分析团队和更为广泛的信息渠道，对公司的实际价值评估更为准确，其发布的评估报告对上市公司的声誉有影响，从而促进上市公司改进治理水平。

3. 直接作用于公司治理。应当鼓励和促进机构投资者对上市公司派出董事，提升公司治理的多元化水平，形成良好的制衡机制。机构投资者活动能力比较强，能够组织民意，通过股东议案来制止控股股东的不法行为。

（三）增加信息的透明度，建立控股股东声誉机制

从时代科技的案例中我们可知，如果不是深交所对时代科技的违规行为做出了处罚，那么我们永远不会知道前后控股股东的利益合谋情况。鉴于此，我们有一个设想，对于上市公司的资本运作行为，要建立一个追踪的信息披露制度，将上市公司资本运作行为涉及的主体与客体在交易前后的信息均要对外披露，对交易后的信息加以追踪披露，增加信息的透明度，约束控股股东的随心所欲行为。

在信息透明的条件下，还应建立一个有效率的声誉机制，即对于有过掏空上市公司、剥夺中小股东行为的控股股东，应当予以记录，作为一种不良声誉备案。这种不良记录应作为其未来信用评判的重要标准。而建立这种声誉机制，最为关键的是建立和完善上市公司控股股东声誉的传播渠道，因为这种声誉只有通过完备的渠道进行传播才能对控股股东产生有效的激励和约束。解决这一问题的主要方法就是要求对上市公司的控股股东建立起全面、真实、连续、公开的档案记录。证券监管部门可以建立一个公开的数据库，使得上市公司的相关利益者可以自由地获取控股股东的个人信息和在其控制下的上市公司的异常行为，对控股股东本身或其中的关键个人由于违规行为被证券监管部门的处罚形成详细的记录。这样对控股股东也是一种较为有效的约束制度。

主要参考文献

1. 李增泉，孙铮，王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据.会计研究，2004；12

2. 唐宗明，蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析.经济研究，2002；4

3. 刘峰，贺建刚.股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究.中国会计评论，2004；1