

财务总监丛书

上市公司案例系列

主 编 ⊙王化成

失败的教训

中国上市公司财务失败案例

主编◎裘益政 副主编◎徐鹿

CFO

 中国人民大学出版社

财务总监丛书·上市公司案例系列

主 编 ◎王化成

失败的教训

中国上市公司财务失败案例

主编◎裘益政 副主编◎徐 鹿

中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

失败的教训：中国上市公司财务失败案例/裘益政主编.

北京：中国人民大学出版社，2006

(财务总监丛书·上市公司案例系列)

ISBN 7-300 07334-4

I 失…

II 裘…

III 上市公司-财务管理-案例-分析-中国

IV F279 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 049113 号

财务总监丛书·上市公司案例系列

主编 王化成

失败的教训——中国上市公司财务失败案例

主 编 裘益政

副主编 徐 鹿

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)
010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)
010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

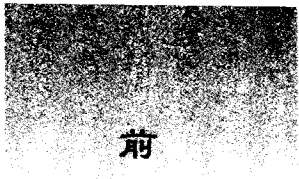
印 刷 河北涿州星河印刷有限公司

规 格 170×240mm 16 开本 版 次 2006 年 5 月第 1 版

印 张 12.5 插页 1 印 次 2006 年 5 月第 1 次印刷

字 数 171 000 定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



前言

20 世纪 90 年代初，中国在上海、深圳设立证券交易所，恢复证券交易市场，至今已有十多年的历史。其间，上市公司数量从寥如辰星到数以千计；资本市场从纯粹为国有企业解困筹集资金到社会资源的优化配置；市场监管从摸着石头过河到日渐规范并与国际接轨。在资本市场成长、逐步完善的漫长岁月中，人们越来越清楚地认识到，证券市场的运作是一个系统工程，政府、上市公司、中介机构与投资者都在其中发挥着重要作用，每一个环节都不可能脱离大的环境而独立存在。

15 年来，对公司经营业绩有重大影响的宏观经济环境几起几落。股市也犹如大浪淘沙，尽管不乏业绩长期保持优良的上市公司，但是另一方面，不少上市公司经不起市场的风浪，我国第一批上市的十几家公司，除少数几家外，绝大部分均已处于财务困境中，有的甚至已经退出股市。截至 2004 年底，戴上 ST 帽子的 A 股上市公司已突破 100 家，占 A 股上市公司总数的 9.46%。这

些公司之所以会出现财务失败，除了宏观环境的影响外，上市公司自身、政府、中介机构都存在不同方面的问题，如公司的股权与治理结构问题，包括国有股产权主体虚设、控股股东侵占公司利益、不法关联交易、财务舞弊；公司的内部控制层面的问题，如内部控制制度不健全、企业风险评估、控制与防范能力不足；公司经营与财务政策不当，如公司规模盲目扩张、资本运营失败；政府和中介机构的问题：某些地方政府为自身利益纵容上市公司造假上市，中介机构违背职业道德参与造假等等。

财务失败是威胁企业持续经营的根本性危机。因为无论是发生巨额亏损或连续亏损、无力偿还到期债务，还是资不抵债、面临破产，这些财务失败的显性表现一旦发生，都将成为影响企业能否生存发展和持续经营的严重事件。

“冰冻三尺，非一日之寒”，上市公司财务失败不是突然而至的，而是一个逐渐积累的过程。财务危机既有其危险和窘迫的一面，但同时也存在着机会。如果人们能够在深刻理解企业失败发生机理的基础上，吸取教训、总结经验，充分发挥主观能动性和创造性，就有可能改善公司财务状况，扭转败局。

本书的写作主要基于两个目的：（1）通过对财务失败案例的深入剖析，有针对性地探讨上市公司财务失败的成因；（2）通过对财务失败案例的回顾与反思，总结这些案例留给我们的经验教训和启示。

本书在写作过程中参考了巨灵证券信息系统、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及相关的学术论文，我们在每个案例中都注明了参考的论文和报刊资料，我们对这些资料的提供者表示感谢。

本书共收录 14 个上市公司失败经典案例。裴益政担任本书的主编；徐鹿为副主编。

具体分工如下：裴益政执笔水仙、郑百文、南洋、粤金曼、新疆屯河和农工商 6 个案例，并总纂定稿全书。徐鹿执笔实达、红光、大庆联谊、蓝田、银广夏 5 个案例，邹舫、朱松梅、张慧分别执笔鞍一工、九州和猴王案例。

编者

2006 年 4 月



合资梦碎，水仙花谢——水仙股份退市之路 / 1

“北有白兰，南有水仙”，水仙双缸洗衣机曾作为上海电器业的骄傲与北京“白兰”并称为中国洗衣机行业的两支奇葩，享誉华夏，许多国人当年会为拥有一台“水仙”牌洗衣机颇感自豪。然而就是这一只一度让申城家电业骄傲的水仙股份，在走向资本市场后反而日渐式微，最终走上了不归路，成为中国证券市场退市第一股。

财务失控，企业失败——郑百文衰败的成因分析 / 15

郑百文的失败主要是基于在内部控制制度不健全，企业风险评估、控制与防范能力不足的环境下，由公司规模、负债的快速扩张所导致的财务风险和经营管理风险失控。



实达蜕变，明星陨落——IT 明星实达的 ST 之路 / 29

一个高速发展了 10 年、年营业额超过 30 亿元、在相当长时间内保持中国电脑外部设备市场第一、网络设备市场前三强、PC 市场前四强的高科技企业，竟被 ST 了！这背后到底隐藏着什么？本文将以实达电脑公司为例，深入剖析其存在的问题、财务出现困境的内在原因及其映射的问题。

关联交易，欲盖弥彰——猴王股份的陨落 / 40

控股股东猴王集团之间的不法关联交易，制造虚假利润的内幕。其陨落的根本原因在于其长期与控股股东在人员、资产、财务三个方面未分开，公司治理机制的失效以及上市公司信息披露制度的不完善。

强盗骗子，掏空南洋——南洋公司被掏空 / 54

南洋公司的两任控股股东对公司资源的掠夺让人触目惊心。南洋公司掏空案例分析揭示出控股股东的道德风险对上市公司财务失败造成的重大影响，案例同样也反映了控股股东为民营企业或者自然人的上市公司，如果不加强公司治理，中小股东的利益同样得不到有效保障。

主体虚设，金曼血干——被抽干的“世界鳗鱼大王” / 71

这是一个国有股产权主体虚设与终极控股股东严重侵占上市公司利益两者并存的案例。粤金曼案例说明国有股产权主体虚设可能导致的严重后果，本案例的介绍旨在使读者对我国资本市场的特殊治理问题与上市公司财务失败之间建立起关联。

贪大求全，年不如年——农商社的悲剧 / 85

农商社是典型的国有上市公司，母公司即集团公司对上市公司实施控制权。农工商的失败归因于上市公司管理层违背市场经济规律，追求“大而全”的计划经济理念以及在证券市场制度不健全背景下形成的控股股东对上市公司的巨额资金占用。

命系德隆，极度蹦极——新疆屯河兴衰记 / 101

德隆家族在新疆屯河上市之日起就对其实施有效控制。本案例以新疆屯河为分析切入点，以中国股市影响最大的德隆家族发展历程为背景，揭示德隆家族对新疆屯河兴衰变迁的重要影响。结论是必须加强对家族上市公司的监管，加强公司治理结构建设，强调外部权益保护。

成也政府，败也政府——鞍一工退市风波 / 122

鞍一工是辽宁省第一家上市公司，曾经是中国工程机械行业的“龙头”。在地方政府的支持下，鞍一工获得上市额度；在地方政府的干预下，鞍一工背上沉重的包袱；在地方政府的扶持下，鞍一工两次度过危机，但最终没有避免退市的命运。真是成也政府，败也政府！

风险失控，深陷泥潭——ST九州的风险控制失败 / 139

九州从曾经的辉煌到最后的被迫重组，可以见证一个法人治理结构、经营管理制度极不完善，即将被市场淘汰的上市公司在退市前挣扎的痕迹，这至少可以留给市场很多思考。

财务舞弊，害人祸己

——红光公司、大庆联谊、蓝田股份、银广夏的案例分析 / 149

朱镕基总理曾为我国三家会计学院题词“不做假账”。诚信是证券市场健康发展的基石。证券市场一旦失去了诚信，也就失去了投资者。近年来，PT红光事件、大庆联谊事件、三九医药事件、美尔雅事件、猴王事件、蓝田股份事件和银广夏事件的连续发生，暴露出了我国上市公司和会计师事务所的严重违法违规行为，证券市场的诚信遭到了重大打击。本案例以红光公司、大庆联谊、蓝田股份和银广夏四个上市公司为具体的研究对象，深入剖析上市公司财务舞弊的内在原因。

合资梦碎，水仙花谢

——水仙股份退市之路

案例目标：本案例通过企业营运资金管理、经营收入管理和投资管理等三个方面，结合水仙公司的财务状况演变过程，对第一家中国证券市场退市的上市公司 PT 水仙财务失败的原因进行分析。分析结论表明，水仙财务失败可以归因于以下三个方面：一为营运资金管理失当，表现为企业因过度投资造成流动资产减少、流动负债激增，从而增大了企业的财务风险；二为公司核心竞争力的丧失，表现为主营业务收入日渐萎缩；三为合资的屡屡失败使公司投资受到重大损失。而合资失败是其中最重要的原因。

“北有白兰，南有水仙”，“水仙”双缸洗衣机曾作为上海电器业的骄傲与北京“白兰”并称为中国洗衣机行业的两支奇葩，享誉华夏，许多国人当年会为拥有一台“水仙”牌洗衣机颇感自豪。然而就是这一只一度让申城家电业骄傲的水仙股份，却在走向资本市场后反而日渐式微，最终走上了不归路，成为中国证券市场退市第一股。

由图 1 可见，水仙公司盈利额逐年下降趋势非常明显，自从 1995 年每股 0.12 元以及 1996 年取得每股 0.032 的微利后，上市公司一直处于亏损状态，而且其亏损额在 1999 年达到了惊人的每股 0.83 元。水仙花开花谢，却是如此匆匆。人们不禁要问：

作为中国资本市场第一家退市的上市公司，其典型性以及内在的退市原因引起我们的关注。

从 1997 年到 2000 年，水仙公司已经连续四年亏损。



水仙衰败的缘由是什么？它又将给仍然风光无限的上市公司怎样的启迪呢？

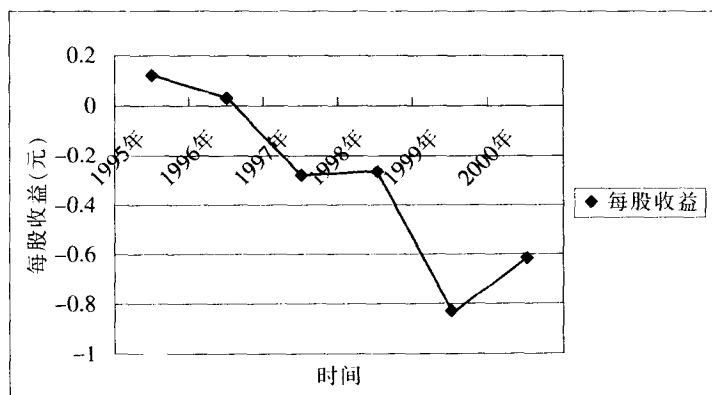


图1 PT水仙每股收益趋势图

一、水仙公司简介

公司前身上海洗衣机总厂（创建于1980年），是我国家电行业最早生产家用洗衣机和燃气热水器的专业生产企业。1990年又在国内率先开发生产8升燃气热水器，形成了清洁器具类家用电器和燃气器具两大产品系列。1992年5月经上海市经济委员会批准，正式改制为上海水仙电器实业股份有限公司。同时进行股份制改组，将原公司净资产折为面值10元的发起人法人股607.78万股，于1992年6月13日至30日发行社会法人股170万股，社会公众股84万股，内部职工股16万股，总股份达875.58万股（后拆细为每股面值1元），股本总额共计为8755.80万元。90年代初，中国家电行业竞争日趋激烈，水仙在这场竞争刚开始时逐步扩大了市场优势，产品市场占有率超过了12%，洗衣机销售量一度突破120万台，成为中国洗衣机行业的领头羊。

1993年1月6日“水仙电器”（A股）在上海证券交易所挂牌交易；1994年10月，公司又以每股2.26元的价格发行人民币

特种股票 10 000 万股，同年 11 月 10 日，“水仙 B 股”上市。经营范围包括：生产、销售各类洗衣机、干衣机、分马力电机、燃气具、厨房吸油烟机及配套设备、其他家用电器及提供技术咨询和服务。1993 年的上市更让企业的竞争能力进一步增强。水仙公司经过十几年的经营，构筑了一个遍布全国的庞大销售网络，并形成了较好的品牌知名度。1995 年 12 月，由 IMI 市场信息研究所发布的一项调查表明，在北京、上海、广州、重庆，洗衣机品牌理想认同率最高的依次是：水仙 30.7%、小天鹅 29.5%、威力 14.0%。

1995 年以后，水仙公司为了实现与外方合资，竟然放弃了自身新产品的开发，致使公司的产品日渐丧失了竞争力，主营业务收入不断下降。而合资企业的不景气更使水仙雪上加霜。1997 年水仙开始了亏损之旅。1998—1999 年，水仙每股净资产低于面值，令水仙花容失色。1998 年戴上 ST 的帽子，1999 年贬为 PT，到 2000 年中期，亏损累积达 4.6 亿元，水仙的枯萎已无可救药。2001 年 4 月 23 日，PT 水仙终止上市，成为中国退市第一股。

“无可奈何花落去”，截至 2000 年 12 月 31 日，公司短期借款及一年内到期的长期负债合计为 32 906 万元，占负债总额的 69.48%，其中无力偿还的逾期借款为 27 356 万元，已被抵押或质押的资产有：存货 4 823 万元、法人股 2 586 万元、其他股权 33 万元、固定资产 3 920 万元、土地使用权 671 万元，对上海惠而浦水仙有限公司的股权已全部被法院冻结，该项股权投资期末余额为 6 429 万元。已抵押、质押及冻结的资产金额占总资产金额的比例为 44%（摘自审计报告）。

水仙公司 1995—2000 年财务状况见表 1。

表 1 水仙财务状况相关数据一览表

项目 \ 年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000
负债合计（万元）	65 441.03	69 514.33	73 044.38	63 847.32	54 453.46	47 360.79
总资产（万元）	114 622.51	120 843.75	117 871.29	102 586.86	63 825.92	42 315.10
资产负债率	57%	58%	62%	62%	85%	112%
速动比率	119%	100%	88%	79%	51%	32%
现金比率	40%	15%	9%	13%	5%	2%

缺乏核心竞争力，主营业务不断滑坡是水仙走向衰落的第一步。

主营业务收入、总资产、股东权益、每股净资产等指标均逐年下降，2000 年公司已资不抵债。

二、水仙公司衰败的原因探索

.....

➡ (一) 合资梦断

1. 合资项目简介

水仙的两个合
资项目看起来
都很美。

水仙的上市使其从证券市场募集到 1.57 亿元人民币和 2 504 万美元,水仙电器将募集资金主要投向了与外方合资建厂。水仙公司的第一个合资对象是成立于 1943 年的美国惠而浦公司。该公司是美国最大的家用电器供应商,是专注于全系列白色家电制造的世界 500 强跨国公司,其技术力量相当雄厚,在洗衣机领域取得的专利达 100 多项,14% 的全球家电产品市场占有率使之多年位居世界家电业的前列,有 20% 的销售收入来自洗衣机领域。1995 年 3 月水仙与美国惠而浦公司共同投资 7 500 万美元组建上海惠而浦水仙有限公司,中方占 45% 的股权。惠而浦中国公司副总裁陈永兴告诉记者:“选择水仙主要是看中其生产基础较为扎实,技术较完整。”双方合作在理论上应当发挥协同效应,创造双赢局面。即水仙可以通过合资加快技术进步,而惠而浦也可以坐享水仙在十几年的经营中构筑的遍布全国的庞大销售网络和品牌知名度,降低营销和市场开发成本。1995 年 9 月 25 日,惠而浦拿到了合资公司 55% 的股权。当时的上海市政府将其视为振兴上海家电业的一件大事。这家合资公司也是水仙发行 B 股募集资金的主要投向,当时预期该公司可在 3 年内形成年产 50 万台新一代全自动、滚筒式洗衣机的生产能力,在水仙带来良好经济效益的同时,也能为水仙在全自动洗衣机的技术开发方面引进一些先进的国际技术。

水仙的第二个合资对象是日本能率株式会社,该公司是日本著名的燃气具制造公司,热水器产品规格之多,技术之先进在日本国内也占领先地位。应当说,水仙当初选择外资合作对象时还是相当认真的,其选择的对象无论从国际知名度还是在专业技术上都堪称出类拔萃。



2. 投资效果的财务分析

1994年10月，水仙公司发行了1亿股境内上市外资股（B股），募集资金2504万美元。1995年2月25日，水仙公司与美国惠而浦公司正式签订成立上海惠而浦水仙有限公司合营合同，该合资公司计划总投资7500万美元，注册资本5000万美元，首期合同投资2950万美元，水仙公司占45%的权益。1995年度，首期投资额2950万美元已经全部到位，水仙公司以厂房、土地使用权、设备及现金形式投资1327.5万美元（1995年年报）。1996年度，公司按计划追加对惠而浦水仙合资公司资本投资922.5万美元（1996年年报）。由此可见，水仙公司的实际投资为2250万美元，惠而浦水仙公司的股东权益经推算为5000万美元。可是，合资企业的经营状况却不尽如人意。

从以下图表可以看到，惠而浦水仙公司自开始营运之日起就开始了亏损之旅，而且亏损额度日渐增加，到1998年亏损额竟然达到了1.6亿元。^①到2000年末期，即投资的第五个年度，公司投资者的剩余权益已经只剩下初始投资的近1/10了。尽管水仙公司宣称于1997年12月15日与美国惠而浦海外控股公司签订股权转让协议，在转让上海惠而浦水仙有限公司25%股权的同时，双方就20%留存股权达成了保值转让协议条款（转让价不低于每股0.99美元），由此上海惠而浦水仙有限公司的经营亏损不对水仙公司的损益产生实际影响。但是考虑到1997年水仙电器决定以1225万美元向合作方美国惠而浦公司出让惠而浦水仙25%股权，水仙持股比例降至20%；而惠而浦水仙25%的股权成本为1250万美元，显而易见，通过以上协议，惠而浦公司自愿承担了绝大多数亏损，而水仙电器公司虽然承担亏损额度有限，但是其投资失败却已是不争的事实。

经过对有关资料的整理，我们得到了惠而浦水仙合资公司的经营收益表，并绘出了其利润、利润累计数以及所有者权益的趋势分析图。见图2和表2。

^① 为换算便利起见，所有年度的折算汇率均假设为1:8。



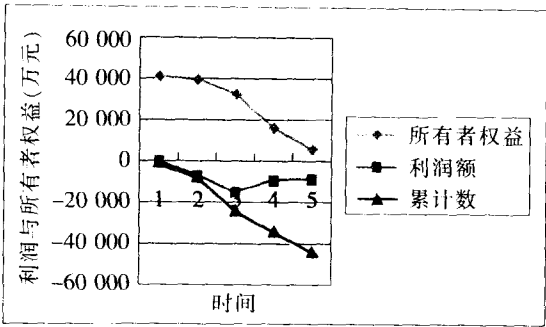


图 2 惠而浦水仙利润分析图

表 2 惠而浦水仙公司经营收益情况表 单位：万元

时间	所有者权益	利润额	利润累计数
1996	40 000	-1 104	-1 104
1997	38 896	-7 718	-8 822
1998	31 178	-16 090	-24 912
1999	15 088	-10 299	-35 211
2000	4 789	-9 408	-44 619

与日本能率公司组建的合资公司水仙能率也兵败汉城。2000年6月，为了有效制止公司在水仙能率上的投资亏损，水仙以730万美元的价格，将50%的水仙能率转让出去，并希望将这笔资金用于改善当时的困境。

3. 合资失败的原因

与外方合资的屡屡失败使公司投资受到重大损失，合资战略的失误直接导致水仙公司新产品研发不足，丧失核心竞争力；而这两个方面的合力又导致了公司营运资金的日渐缺乏，公司财务风险迅速积累。以下主要分析合资失败的原因。

重复建设合资公司的销售网络使双方的经营协同优势荡然无存。

(1) 不注重发挥销售和采购管理的协同效应。造成惠而浦水仙公司失败的原因是多方面的。其中表层的原因是美国惠而浦公司没有采用水仙现成的销售渠道和采购网络，从而没有体现出合资的协同效应，加大了惠而浦水仙公司的经营成本。“品牌认知

度是惠而浦水仙的优势。但是惠而浦与水仙合资最终因在采购和销售方面破坏水仙原有体系，而以失败告终。”中国轻工业信息中心研究员胡晓虹指出。

在与水仙的合资过程中，惠而浦索性避开水仙的销售渠道，自建网络，试图使自己在技术和市场方面都占到足够的优势，不至于在今后的市场运作中被水仙所掣肘。长期关注家电业的上海锦天律师事务所律师李克普分析：“当时水仙洗衣机在上海有 30 个主要经销点，也有完整的采购渠道。但是与惠而浦合资后，惠而浦却单独建立了销售体系。”惠而浦坚持走自己的路，以划分大区的方式管理经销商。“我们对水仙的销售体系没有认可，在美国市场惠而浦有成熟的销售机制，通过代理直接面向市场，”陈永兴解释说，“水仙采取经销商制度，惠而浦认为这样很容易陷入价格竞争，而且会带来呆账”。对于自建销售网络，陈永兴认为：“惠而浦洗衣机技术研发中心已经在上海建立，可以保障技术实力，并且便于渠道管理。”

而其结果却适得其反，急于建设自己的销售网络导致公司的管理成本直线上升，直至超过了合资企业本身的最大承受能力。而且，惠而浦水仙推动渠道建立并不顺利，1996 年，有 30 家渠道商终止了与水仙的合作关系。此外，惠而浦与水仙在采购体系上的差异也是双方合资失败的原因之一。水仙集团一位内部人士说，1998 年之前，惠而浦完全是以欧美为主体的采购体系。当年由于紧急调货，改为在国内采购，由来自水仙集团的采购经理负责，但是惠而浦中层经理查阅采购价格时发现，国内的采购价并没有低于国际采购价，这一事件后来导致数名采购经理被迫离职。

这种运作方式所产生的结果是惠而浦采用美国本土规范的市场经济下的管理团队、管理制度和操作手法对企业进行运作。但由于中国市场经济的缺乏性、文化的多元性、地域的多样性所带来的市场的差异性，与它们数百年的市场环境比较起来还极不成熟，使得所引进的团队往往在合资公司中处于一种“夹缝”阶层，即便有较高的才华和能力，也很难施展拳脚，许多无效和错

来自中方管理人员的观点至少也说明合资双方没有在这个问题上有效沟通，致使误解日深。

美方认为中方企业内部控制制度不够严密造成派出人员舞弊增加，中方企业的控制措施不当是合资无法顺利进行的重要因素。



位的管理经营策略造成了经营的失败。

(2) 不注重企业内部控制体系建设。这里所指的内部控制，是指美国的 COSO 报告中的定义，即由企业董事会、管理当局和其他员工实施的，为保证财务报告的可靠性、经营的效率效果以及现行法规的遵循等目的达成而提供合理保证的过程。其整体架构主要由控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、监督等五项要素构成，与其相对应的内部控制可分为经营控制、财务报告控制和遵循控制。企业经营失败、会计信息失真及不守法经营在很大程度上都可归结为企业内部控制的缺失或失效。

水仙合资失败就是这样的一个典型案例。水仙公司不注重企业内部控制体系建设，其经营效率和效果具有较大的随意性，致使所派员工与美国惠而浦公司的职员产生了很深的误会。如美方发现中方采购人员的采购价格很自由，常常一会儿高一会儿低；而且有些中方派出的采购人员开出的采购清单价目与事实不符，而水仙方面对这种行为也没有采取切实有效的措施进行处理，从而直接造成合资双方的矛盾和不信任，最后美方干脆试图建立自己的销售网络。而且，合资公司成立后不久，从生产、管理到销售便全部由美方掌管，外方合资者并不愿意水仙插手公司的“内部事务”，惠而浦水仙的“天作之合”因此变得名存实亡。从双方的情投意合到貌合神离，尽管惠而浦公司自身的发展战略有其失当之处，但是水仙公司缺乏内部控制体系，对其员工缺乏约束；出了问题之后并没有相应的控制措施解决；而且与惠而浦公司的管理层缺乏沟通，致使问题越来越严重，以至于水仙公司在合资公司的经营管理中失去了重要的话语权。应当说，内部控制体系建设的失败是水仙公司合资失败的根本原因之一。

➤ (二) 主营业务收入日渐萎缩

企业要持续发展，必须有持续的资金来源。一般而言，企业的资金来源有三个方面的：一是依靠资本市场或者其他直接投资吸收权益资金；二是依靠银行或其他债权人，如供应商提供债权资



金或者商业信用；其三是依靠企业自身销售产品和劳务赚取营业收入即主营业务收入。在三个方面中，主营业务收入是企业持续的资金来源中最重要的，它是企业成长之源、发展之本。

水仙公司一方面将募集资金的大部分投资到两个合资公司中，使自身失去了开发新产品的财务能力；另一方面，企业与惠而浦水仙签订了产品开发协议，即为避免产品雷同，放弃了开发全自动洗衣机新产品的权利。而实际上，全自动洗衣机成为不可逆转的时代消费潮流。该公司的主流产品双缸洗衣机逐渐被市场淘汰，从这一角度看，企业主营业务收入日趋降低似乎是必然的。负责水仙公司年报主审的会计师盘莉华因此对公司的总体评价是“不思进取”：“水仙公司走到这一步有客观上的原因，比如市场竞争激烈、人员负担较重等，但我觉得更重要的是水仙本身缺乏进取精神，我 1994 年进会计师事务所实习，第一个接触的就是水仙，1998 年开始成为水仙主审，在我的印象当中水仙在将近 7 年时间里没有推出什么新产品，相反倒把全自动洗衣机的生产交给了惠而浦水仙，把热水器生产交给了水仙能率，而这两家的控制权却在外方手里，最终合资企业没有搞好，还丢掉了全自动洗衣机和热水器的市场，我不知道它们那些募股资金到底是怎么用的。此外，作为会计师事务所，我们也向公司提出过在审计中发现的问题，但是公司对这些建议和意见并不重视。”

水仙公司在上市之后，主营业务收入不断下降，1998 年主营业务收入为 18 487 万元，仅仅为 1995 年主营业务收入的 1/5；1999 年、2000 年的主营业务收入更是进一步下降。2000 年公司的主营业务收入居然为公司应收账款余额的 1/3，而且同期公司的财务费用支出就达到了 2 500 万元。从表 3 主营业务趋势看，企业经营前景十分黯淡，依靠微薄的收入根本无法维持企业的持续发展、科研投入、新产品开发，甚至连职工工资都很难保障。从 2001 年公司准备进一步转让投资，出售出租土地等公司计划看来都是公司“砸锅卖铁”维持生存的手段，已经看不出企业有任何长远发展的计划和举措。

主营业务收入的萎缩源于公司新产品开发资金的短缺，放弃开发全自动洗衣机的权利更是作茧自缚。



表 3

主营业务收入趋势表

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
主营业务收入(万元)	92 257.1	75 683.85	45 317.5	18 487.3	17 521.8	11 044.2

(三) 营运资金管理失当

1. 营运资金基本理论

营运资金是为维持公司正常运作所必需的血液，它是指流动资产扣除流动负债的余额，从理论上是指公司在偿还到期债务后仍然可以支配使用的资金，营运资金越多，表明企业使用资金的自由度越高，企业就能够把握未来良好的经营机会，如为未来销售囤积更多的存货等等；相反，如果没有足够的营运资金，公司在经营中必然捉襟见肘，甚至面临无米下锅的困境。更为严重的是，如果营运资金小于零，则企业不仅无钱可用，而且还会面对债权人催还债务，终止进一步的贷款额度，从而成为企业财务失败的导火线。

2. 水仙公司营运资金变化趋势分析

从指标上看，水仙公司的营运资金到 1999 年已经成负值，表示企业已经没有资金可以营运。

不幸的是，水仙公司合资项目失败，上市募集的资金消耗殆尽；而公司自身因为产品缺乏竞争力也不能形成稳定现金流，水仙公司营运资金情形因此每况愈下，特别是 1998—1999 年，公司营运资金变成 -18 367 万元，企业经营形势已经异常严峻。图 3 是水仙公司营运资金变化趋势图，表 4 是营运资金相关指标趋势。

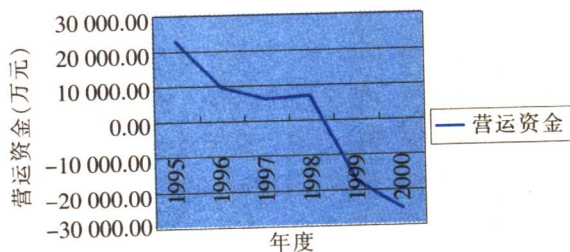


图 3 水仙营运资金趋势图

表 4

营运资金相关指标趋势表

单位：万元

项目 \ 年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000
流动资产合计	78 924.43	76 797.58	78 150.74	69 641.14	35 686.56	21 320.78
流动负债合计	56 542.06	67 749.49	72 490.82	63 538.90	54 053.57	47 289.18
营运资金	22 382.37	9 048.09	5 659.92	6 102.24	-18 367.02	-25 968.41

3. 对营运资金质量的深入分析

进一步分析，在利用营运资金进行财务分析中，我们有一个潜在的假定，即认为流动资产是在企业可利用的流动性或变现性强的资源。然而，在理论上变现能力较强的应收账款，在水仙公司却成了变现率极低的垃圾资产。且看该公司 2000 年年报中的注册会计师的审计意见：“贵公司 1999 年 12 月 31 日应收账款余额 32 712 万元，2000 年 12 月 31 日应收账款余额 31 228 万元，货款的回收情况较差，其中一年以上的应收账款为 29 355 万元，计提了 18 579 万元坏账准备，根据贵公司的实际情况，我们无法估计贵公司的坏账准备计提金额是否足够谨慎而充分。”

为了进一步对企业应收账款的质量进行评估，我们可以计算各年度的应收账款周转率。见表 5。

表 5

各年度应收账款周转率

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
应收账款平均余额 (万元)	24 587.01	27 693.28	35 323.79	37 251.34	33 744.11	32 030.56
应收账款周转率	3.75	2.73	1.28	0.50	0.52	0.34

从表 1 可以看出，水仙的应收账款周转率很低，从 1998 年开始，即使假定所有的营业收入均是通过赊销完成，应收账款周转率也不足 1 次。

应收账款质量差源于对销售部门的财务控制不力，财务管理漏洞加速了水仙公司的衰亡。

一年以上的应收账款比例已经超过 90%，应收账款的资产质量可见一斑。

4. 水仙公司的营运资金管理

如果此时切实加大对销售部门的管理和清欠力度,水仙可能还有一线生机,公司有关部门似乎也意识到了这一点,并对分布全国的销售部门进行全方位的调研,发现下属销售部门和人员存在克扣修理费、私设小金库等行为,且一些销售部门账目非常混乱,因此不能排除挂账的应收账款已经被水仙公司业务人员截留的可能。当公司人员催讨应收款时,下属销售人员竟拿出水仙本部人员开出的借条,声称款项已经被总部人员“借走”,如此一笔糊涂账叫人如何去催收? PT 水仙 1999 年年报显示,公司年末一次性提取坏账准备金 12 701.24 万元,从而使水仙的应收账款净额从 31 565.50 万元下降到了 23 369.95 万元。由此可见,水仙的应收账款并非因公司加大催账力度而大幅减少,只是将其中的“水分”挤出一部分,而剩下 2 亿多元的应收账款绝大部分也是 2~3 年的账龄,说能收回恐怕已是天方夜谭。

屋漏偏逢连夜雨,注册会计师的审计意见显示:“贵公司 2000 年 12 月 31 日存货余额 10 985 万元,计提了 4 744 万元存货跌价准备,根据贵公司的实际情况,我们无法估计贵公司的存货跌价准备计提金额是否足够谨慎而充分。”流动资产的主体部分应收账款和存货的质量尚且如此,有效的营运资金在上述分析的基础上当然还必须打一个很大的折扣。此时的水仙公司周转资金极度匮乏,真可以用弹尽粮绝来形容。与此相对应,反映企业偿债能力的正向指标流动比率、速动比率和现金比率指标都逐年下降,进入了红色区域。而反向指标资产负债率却逐年上升,到 2000 年,资产负债率超过了 100%,达到了资不抵债的状况。

三、总评

水仙公司的失败可以归因于以下三个方面:一是营运资金管理失当,表现为企业因过度投资造成流动资产减少、流动负债激增,从而增大了企业的财务风险;二是公司核心竞争力的丧失,表现为主营业务收入日渐萎缩,具体原因是公司在新产品研发方

面的投入严重不足；三是合资的屡屡失败使公司投资受到重大损失。

启示与思考

水仙公司财务失败成为第一家从中国证券市场退市的上市公司并不偶然，从营运资金和负债管理中反映的是公司对财务风险的漠视；从公司主营业务收入的日渐萎缩看到的是公司核心竞争力的日渐丧失；而公司内部控制制度的缺陷，表现在缺乏切实可行的控制措施以及信息与沟通机制，则阻碍了公司业务的顺利运作。从水仙公司的案例中，我们可以得到以下启示。

➤ （一）企业必须保持主营业务增长，提高核心竞争力

企业为了持续经营发展，必须培养和保持企业核心竞争力，其中一个重要方面是保持企业收入的不断增长以满足企业发展对资金的需要。没有收入，企业的经营是无源之水、无本之木。水仙公司主营业务的萎缩从根本上否定了企业存在的意义，即企业已经没有可供经营之产品。为了保持主营业务收入的增长，企业应当注重市场变化，并投入相当资金用于开发和营销新产品，从而始终保持一定的市场份额。

➤ （二）企业必须加强营运资金管理，合理控制财务风险

企业为维持持续经营必须保持适量的营运资金，这就要求企业的流动资产在扣除流动负债后还应当留有余额，或者说，企业的流动比率至少应当大于1，当企业经营收入面临持续降低的困境时，企业应当压缩其固定资产投资和对外投资，而水仙公司在营运资金不足时仍然对外借款，同时大幅度增加对外投资，从而使财务风险倍增；此外，企业的流动资产质量也是营运资金管理的重要内容，水仙公司的应收款和存货质量的低下严重影响了企业应当采取如销售和应收款的不相容职务分离，完善账册制度，定期

与顾客对账等手段加强应收款的管理；建立存货的审批、购买、保管、记录等一系列制度保证存货的质量和价值。

➡ （三）加强企业内部财务控制

千里之堤，溃于蚁穴。内部控制制度的建立和完善对企业生存和发展均至关重要。根据 COSO 报告，内部控制制度包括控制环境、风险评估、控制程序、信息与沟通、监督五个层面。水仙公司由于控制程序没有到位使应收款管理出现重大损失，信息与沟通以及监督机制缺乏使合资出现重大挫折。公司应当按照内部控制制度的设计要求，全面建设能够实现保障资产安全、财务报告真实性以及提高经营效率的内部控制制度。

参考文献

1. 乐嘉春. 三载重组频频失败，“水仙”凋零. 上海证券报, 2001 - 04 - 19
2. 水仙之死. 南方都市报, 2001 - 04 - 24, [www. people. com. cn/GB/jinji/222/4330/4332/20010424/450533. html](http://www.people.com.cn/GB/jinji/222/4330/4332/20010424/450533.html)

财务失控，企业失败

——郑百文衰败的成因分析

案例目标：曾经是郑州市、河南省乃至全国各级政府号召学习的榜样，一夜之间却又变成千夫所指、给投资者和债权人造成重大损失的亏损大户，郑百文的大起大落可以给我们太多思考。本案例通过对郑百文财务失败过程的详尽描述和分析，说明郑百文的失败主要是基于在内部控制制度不健全，企业风险评估、控制与防范能力不足的环境下，由公司规模、负债的快速扩张所导致的财务风险和经营管理风险失控。

一、郑百文基本情况

公司前身郑州市百货文化用品公司是经郑州市编制委员会郑编[1987] 87号文批准于1987年6月在郑州市百货公司和郑州市钟表文化用品公司合并的基础上组建成立的。公司自1991年以来，连续三次被评为全国500家最大服务企业之一。1994年9月，公司获得对外贸易经济合作部批准的进出口业务经营权，开始从事本系统商品进出口及委托代理进出口业务等。在1994年全国300家最大股份制企业评选中，公司荣获批发零售贸易企业第23位。到1995年公司下设8个处室、17个专业分公司、5个

郑百文从改革红旗一年间就跌落成亏损典型。郑百文为何如此步履匆匆？

进出口分公司以及 126 个商品经营部，拥有 3 家合资合作企业，营业面积达 48 000 平方米。公司通过股份制改组发行股票募集资金，将原来的营业楼和办公楼改造成为一个适合商品批发交易需要的展厅，先后吸引了全国 900 余家名优厂家进场经营，经销 3 万余种商品，在省内各地市设有经销批发网点，商品批发到河南、安徽、河北、湖北、山东、江苏、新疆等省市。

1996 年 4 月，经中国证监会批准，郑百文成为郑州市的第一家上市企业和河南省首家商业股票上市公司。郑百文称：1986—1996 年 10 年间，其销售收入增长 45 倍，利润 36 倍；1996 年实现销售收入 41 亿元，全员劳动生产率 470 万元，这些数字当时均名列全国同行业前茅。按照郑百文公布的数字，1997 年其主营规模和资产收益率等指标在深沪上市的所有商业公司中均排序第一，进入了国内上市企业 100 强。一时间，郑百文声名大噪，成为当地企业界耀眼的改革新星和率先建立现代企业制度的典型。各级领导频频造访，各种荣誉纷至沓来。1997 年 7 月，郑州市委、市政府召开全市大会，把郑百文树为全市国有企业改革的一面红旗。河南省有关部门把它定为全省商业企业学习的榜样。同年 10 月，郑百文经验被大张旗鼓地推向全国。公司领导也相继获得全国“五一”劳动奖章、全国劳动模范、全国优秀企业家等殊荣。

然而，衰败似乎就发生在一夜之间。在被推举为改革典型的第二年，郑百文即在中国股市创下每股净亏 2.54 元的最高纪录，而上一年它还宣称每股盈利 0.448 元。1999 年，郑百文一年亏损 9.8 亿元，再创沪深股市亏损之最。如今的郑百文真是到了山穷水尽的地步。据 2000 年 11 月 7 日的《上海证券报》报道：“郑百文家电公司在二楼，这里曾经拥有著名的百文家电大厅。记者看到，大厅内的家电已经搬空。与窗外车来人往的热闹相比，这里显得异常安静。但在昏暗的灯光下，记者还是强烈地感受到这里的昔日盛景。大厅展示台上的广告标志显示，就在这里，几乎所有的国内著名家电品牌都曾占有一席之地，冰箱、冰柜、彩电，品种齐全。可以说，这里就是当年家电商们的‘主战场’。如今，

2000 年郑州的冬天特别冷。如果没有所谓的重组，郑百文的前景似乎已经注定是昏暗的。

这里已是‘人去楼空’。”“在郑州市南阳路郑百文公司总部，记者看到，楼梯扶手的灰尘挺厚，楼道十分阴暗、狭窄，证券部、财务部等科室房门紧闭”（《上海证券报》，谢璐锦）。“步行来到不远处郑百文的一家小家电超市。这家超市位于金水路 88 号。进得门去，记者仿佛置身于童年时常去的供销社：柜台及商品上积满了灰，用手轻轻一擦就能明显地感觉到这些商品无人问津已有很长时间了。营业员三五成群地闲聊，仿佛是旁观者，冷清的郑百文离他们很远”（《证券时报》，艾钧，2000-11-21）。

落花流水春去也，经历几年的巨亏之后，郑百文的财务状况已经恶劣到了极点，相关指标如表 1 所示：每股收益持续亏损，每股净资产已经达到 -6.7 元，资产负债率形象地表述了公司资不抵债的程度；公司的现金净流量也持续减少，多年均为负值。这说明公司不仅经营过程中导致了现金损失，甚至连通过外部融资维持企业生存的能力都没有了。

表 1

郑百文财务状况

单位：元

项目 \ 年度	2000-12-31
每股收益	-0.23
每股净资产	-6.76
资产负债率	235.75
现金及现金等价物净增加额	-15 952 946.81

由于对公司内部控制制度和可持续发展能力的怀疑，天健会计师事务所 1998 年、1999 年和 2000 年连续三年为公司出具了拒绝表示意见的审计报告。1999 年 4 月，郑百文股票被证交所特别处理，股票简称由“郑州百文”改为“ST 郑百文”。自 2000 年 8 月 22 日，经特别申请，郑百文股票暂停交易。2001 年郑百文被 PT 处理。其股票价格也从 1997 年的最高价 22.70 元一路下跌，仅仅两年之后，股票价格竟然下跌到 5 元。

二、揭开郑百文亏损之谜

（一）造假上市

公司上市前业绩虽然看起来不错，却有着虚假的成分。管理层的品行和素质为郑百文的前景蒙上了阴影。

经郑州会计师事务所审计，公司 1993 年、1994 年和 1995 年的经营业绩见表 2。

表 2 郑百文上市前的经营业绩 单位：千元

项目	1995 年	1994 年	1993 年
主营业务收入	1 388 518	795 807	819 759
主营业务利润	30 619	27 157	27 286
营业利润	34 869	29 468	27 586
利润总额	41 305	37 554	33 718
减：应交所得税	13 470	12 591	11 227
税后利润	27 404	25 129	22 573

注：公司 1994 年主营业务收入比 1993 年下降的原因是会计核算口径不一致，1993 年主营业务收入为含税收入，1994 年和 1995 年为不含税收入。公司所得税率按 33% 计算。

资料来源：郑百文股票上市公告书。

尽管郑百文上述报表数据看起来很美，在新兴股票市场，它的真实性却是值得怀疑的。“郑百文其实根本不具备上市资格，为了达到上市募集资金的目的，公司硬是把亏损做成盈利报上去，最后蒙混过关。”郑百文一位财务经理回忆说，为了上市，公司几度组建专门的做假账班子，把各种指标准备得一应俱全。郑百文变亏为“盈”的常用招数是，让厂家以欠商品返利的形式向郑百文打欠条，然后以应收款的名目做成盈利入账。为防止法律纠纷，外加一个补充说明——所打欠条只供郑百文做账，不作还款依据。

经过多方查实，郑百文上市前后通过虚提返利、少计费用、跨期入账等手段虚增利润，其实质是中小股民痛恨的不要脸的上

市公司。具体金额如表 3 所示。

表 3 上市前后通过虚提返利、少计费用、跨期入账等手段虚增利润

单位：万元

年份	公开披露的 净利润	净利润 调整数	调查后确认 的净利润
上市前 1994	2 513	284	2 229
1995	2 740	1 624	1 116
合计	5 253	1 908	3 345
上市后 1996	4 989	1 189	3 800
1997	7 843	9 796	-1 953
1998	-50 241	3 405	-53 646
合计	-37 409	14 390	-51 799

（二）管理层头脑发热

1. 三角信用关系与转盘理论

（1）初期的成功实践。郑百文上市后，为了加速存货周转，提高资金利用效率，创造性地提出了“三角信用关系”。具体运作思路如下：从 1996 年开始，建行郑州分行和郑百文、四川长虹建立了三角信用关系。郑百文购进四川长虹产品，无须支付现金，而是银行开具 6 个月承兑汇票，由银行按照汇票日期将款项划给四川长虹，而郑百文则在出售四川长虹产品后才还款给银行。头脑发热的公司董事长李福乾甚至认为，商业银行、生产商和销售商三者的信誉加在一起，指明了中国市场经济的未来走向。这种信用体系使得郑百文拥有了巨大的采购能力，以至于郑百文可以买断长虹的产品，并以赊销方式向下游零售商或者批发商供应。巅峰时期，郑百文的 1 年销售收入达到 76 亿元，净利润为 8 100 万元。由于银行承兑汇票有 6 个月的承兑期限，因此，郑百文可以享受到在承兑期内免费使用资金的优惠条件。郑百文因此曾经三次与君安证券签订资产托管协议，1997 年的公司投资收益就有 4 100 万元。刚刚尝到甜头的公司董事长认为，公司就像一个转动的盘子，两头牵着银行和生产商，资金供应的多寡和

企贸银三角信用关系使郑百文业务量一飞冲天。



商品脱手的快慢决定郑百文这个盘子的转动速度。而盘子转动越快,公司获得的利润必然越丰厚。这种模式在1996年起步后业务量一路攀升,1997年,建行为郑百文开具承兑总额突破50亿元,郑百文一举买断长虹两条生产线的经营权。这种模式后被推广到郑百文与其他厂家的业务中。三角关系建立后,家电公司立即成为郑百文下属各专业分公司中的“大哥大”和业务量增长的主体。迄今为止,郑百文拖欠银行债务的90%以上仍然在家电公司。

据称,郑百文控制着40多个全国性的家电经营网络,每个网络可以带动50个以上的大中型批发网点,其强大的营销能力使一年内长虹彩电的销量占长虹总销量的1/3,相当于一个中等以上规模厂家一年的产量。1997年7月,郑州市委和市政府发出向郑百文学习的号召,公司一举成为该市改革开放的一面旗帜。

上帝欲使其灭亡,必先使其疯狂。管理层失去理性使财务危机的阴影越来越近。缺乏诚信、造假上市、头脑发热的公司领导,为满足一己私欲、置企业命运于不顾的分公司及管理层的员工,共同制造着悲剧。

(2) 疯狂的上市公司管理层。“转盘”理论初期的成功实践使上市公司管理层欣喜不已,为了尽快实现郑百文确定的“大批发,大商业”的梦想,管理层进一步采取了三大举措:一是为了加快商品脱手的速度,郑百文近乎疯狂地建设营销网络和配送中心。1997年,公司营建的营销网络已经延伸到除了西藏、青海、新疆、台湾以外的省份,下设20个专业分公司,120个商品经营部,经营商品达到31000种。二是放宽信用标准,大肆向批发商和零售商提供赊销服务。放宽信用标准是提高坏账率为代价的,至2000年公司尚有4亿元的应收账款未收回;而这些赊销业务在三角信用关系下又必然导致银行垫款的增加,也就是郑百文的负债水平必然水涨船高,因此造成了高企的财务风险。以至于到了1998年,郑百文仅仅因为逾期承兑利息一项,财务费用较上年上涨了1434%,对利润的直接影响竟然达到1.2亿元。三是完全以单一的销售指标对分公司的管理人员进行业绩考核,作为奖励的标准。公司规定,凡完成销售额1亿元者,可享受集团公司副总待遇,自行购进小汽车一部。仅仅一年间,郑百文的销售额便从20亿元一路飚升到70多亿元;与此同时,仅购置交通工具的费用就高达1000多万元。为完成指标,各分公司不惜



采用购销价格倒挂的办法，商品大量高进低出，形成恶性循环。

(3) 风云变幻的外部环境。进入 1998 年没多久，四川长虹对销售策略做出重大调整，放弃单纯依靠大批发商的营销体制，郑百文销售长虹彩电的数量因此急剧下降，1998 年全部销售收入总额只有 33.55 亿元，不足上年的一半。1998 年随着彩电行业价格战的升级，郑百文买断的大量产品不能顺利销售，而此间厂商对产品又大幅降价，郑百文公司的进货成本因此高于销售价格。公司 1998 年主营业务收入 36 亿元，而主营业务成本却是 36 亿元。由于郑百文对各营销点的业绩考核仍然是以销售额为关键指标，因此，各营销点为了完成公司下达的指标任务，为做大销售额不断高进低出，致使公司主营业务亏损程度加深。上述因素的出现，使得郑百文年度出现亏损成为定局。

受亚洲金融危机影响，银行贷款已经变得十分审慎。1998 年春节刚过，银行开始发现郑百文的承兑票据出现回收难，此后半年间累计垫款 486 笔，垫款金额为 17.24 亿元，银行因此中止了贷款。有数据为证，截至 1997 年底，四川长虹应收票据余额中来自郑百文的票据仅仅为 1 亿元，而 1998 年底却是 17 亿元。失去银行信贷的支持，四川长虹对郑百文的供货量则更少。

(4) 转盘的杠杆效应：飞涨的固定费用。银行源源不断地垫支资金使企业负债急剧增加，公司资产负债率从 1996 年的 85% 到 1998 年的 98%，1999 年更是达到了 199%，已经严重资不抵债。似乎一夜间，郑百文就从天上掉到了地下，转盘的杠杆效应强度由此可见一斑。1997 年公司由于销售商品迅速，占用银行资金的利息费用并不高，当年财务费用仅仅为 829 万元；然而，1998 年由于承担了银行逾期汇票的罚息，财务费用一下子猛增到 1.27 亿元，到了 1999 年财务费用更是达到了叹为观止的 3.48 亿元，而 1999 年主营业务收入也只有 13 亿元，销售毛利还不到 100 万元。见表 4。

随着分支机构的增加和机构的日渐臃肿，公司的管理费用也水涨船高，到了 1999 年，光管理费用支出一项竟然达到了 5.3 亿元，占全年主营业务收入的 40%，为上市第一年正常管理用水

三角信用关系的两角经营策略都发生了重大变化，转盘效应再也维持不下去了，可是管理层还在做梦。



平的 26 倍。

由于采取了疯狂增加营销网点的举措,公司的销售费用迅猛增长也并不令人惊讶。公司的销售费用从 1995 年、1996 年到 1997 年实现了三级跳,1997 年光销售费用就近 1 亿元。而很多营销网点建设和维护的费用并不能因为销售业务量的减少而减少,如尽管 1998 年的全年销售收入只达到 1997 年销售收入的 43%,但其销售费用只下降了约 20%,即销售费用中的一部分已经构成了固定费用。

高财务杠杆的负面效应和企业高速扩张带来的管理弊病在 1998 年已经显露无遗。

表 4 转盘的负面效应:高涨的固定费用

年度	资产负债率	财务费用 (万元)	管理费用 (万元)	销售费用 (万元)
1995-12-31	67.31	639.64	1 447.48	1 749.04
1996-12-31	84.26	2 198.99	2 087.23	2 853.63
1997-12-31	87.86	829.96	5 224.35	9 320.28
1998-12-31	97.43	12 733.80	5 547.39	7 165.31
1999-12-31	199.43	34 794.55	53 099.36	5 619.10
2000-12-31	235.75	224.01	4 285.44	2 985.50
2001-12-31	362.14	133.14	3 157.99	1 322.97

2. 配股资金使用失误

(1) 建立配售中心。1998 年 3 月 11 日郑百文董事会研究修订配股方案以及 6 月 5 日发表配股公告,及至 6 月下旬收到配股资金 1.47 亿元时,实际上公司当时与四川长虹的经销合作关系已经瓦解,利用配股资金组建异地配售中心显然对公司业绩的提升毫无帮助。

在这种现实情况下,公司管理层仍然保持大转盘的惯性思维,做出了将配股资金全部用于营销中心建设的决策。公司在配股资金到位不到一年的时间内,在全国 9 个城市和地区建立了配售中心,公司 1998 年该项支出就达到了 2.7 亿元。如此巨大的投入并没有带来销售收入的提高,1998 年公司全年收入仅为上年的 43%。从 1998 年下半年起,由于厂商减少供应量,很多销售网点弹尽粮绝,近于瘫痪。



(2) 收购郑州化工原料公司。为了将梦想的转盘轴子继续做大，公司以配股资金中的 600 万元兼并了与自己主营业务毫无关联的郑州化工原料公司。在公司面临空前危机、资金捉襟见肘的时候，做出与主业并不相关的决策实在是令人费解。

(3) 清产压库，为时已晚。1998 年下半年，郑百文公司管理层准备清空库存还清贷款，然而国内家电价格一降再降，郑百文销售高价买断的产品承担了大量销售亏损。1998 年下半年起，郑百文在各地的家电批发中心相继停业，这时，总公司才发现由于高速膨胀、管理失控，导致企业亏损的窟窿越来越大。高速扩张的结果是各地分公司管理松散，公司至 2000 年还有 4 亿多元的应收款难以收回，陷入了大量的追款和还款官司中。

转盘事实上已经停止了，环境变化了，可是管理层的经营理念却仍然没有转变。

➤ (三) 内部管理失控

郑百文盛极而衰，在短短的时间内大起大落不是偶然，内部控制制度的不健全注定了郑百文迟早将踏上不归路。正如天健会计师事务所注册会计师在审计报告中指出：“贵公司家电分公司缺乏我们可信赖的内部控制制度，会计核算方法具有较大的随意性，而家电分公司的资产及业务量在贵公司占较大比重，致使我们无法取得充分适当的审计证据对贵公司整体会计报表的收入、成本及其相关的报表项目的真实性、合理性予以确认。”对于这个问题，郑百文公司在年报中也不讳言：“重经营，轻管理；重商品销售，轻战略经营；重资本经营，轻金融风险防范；重网络硬件建设，轻网络软件完善；重人才引进，轻人员监管和培训是企业内部存在的主要问题，也是造成严重亏损的重要因素。”建行郑州分行有关人员调查也表明，郑百文在竞争中的降价损失，商品残次，快速扩张中内部管理失控，使之无法如期还款。

现代企业内部控制系统由五个子系统构成，分别是控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通以及监督。我们从上述五个方面对郑百文的内部控制缺陷进行评价。

1. 缺少良好的控制环境

控制环境是指对建立、加强或削弱特定政策、程序及其效率

产生影响的各种因素，具体包括企业的董事会，企业管理人员的品行、操守、价值观、素质与能力，管理人员的管理哲学与经营观念，企业文化，企业各项规章制度、信息沟通体系等。企业控制环境决定其他控制要素能否发挥作用，是内部控制其他要素发挥作用的基础，直接影响到企业内部控制的贯彻和执行以及企业内部控制目标的实现，是企业内部控制的核心。

郑百文公司治理制度的缺陷导致管理层内部人控制，改制十年来，郑百文重大决策都由少数人说了算；郑百文公司管理层通过财务造假欺骗上市，品行可见一斑；在经营管理中并未考虑股东的利益，其上市募集的资金数以亿计地被公司领导以投资、合作为名拆借、挪用出去，巨额资金流向不明，公司陷入了一桩又一桩的追款和讨债官司之中。而郑百文管理层的管理哲学和经营观念更是一味“贪大求全”，梦想着通过建立三角信用关系一飞冲天，却全然置财务风险于不顾。企业的制度设计更是不合理，尤其是对各营销中心的激励制度，关键业绩指标设计不合理，导致各营销中心机会主义行为盛行，公司受到很大的损失。在人事政策和员工素质方面更是问题突出。由于营销中心数量急剧增加，这些分支机构饥不择食地招聘各类人员达上千人，却从没有进行过一次上岗培训和考核，导致员工鱼龙混杂、良莠不齐，有的人进来的目的就是趁乱挖企业的墙脚。

2. 风险意识薄弱

财务风险意识差，负债经营过度，是导致郑百文财务失败的根本原因。1996年4月，郑百文在上交所上市时，其负债比率已高达68.9%。上市后，公司不但没有利用股票上市和配股筹集的股权资金及时调整资本结构，反而走上了大规模盲目扩张之路，供货商、企业与银行之间的三角信用关系为公司的盲目扩张推波助澜，极大地提高了公司的财务风险。如果公司销售商品顺利，则三角信用关系带来的高财务杠杆有助于提高公司的权益报酬率；而一旦银行承兑的商品公司销售不出去，则银行代垫的款项就变成了公司实实在在的负债。

到1998年3月，公司财务风险已经凸显出来。因为供应商供

货政策进行了大幅度调整，东亚金融危机也使银行信贷政策发生了变化，家电产品价格正在面临大调整。如果公司当时能将配股资金用以偿还负债或补充自身的流动资金，其财务状况仍不至于继续恶化。然而公司在这样一种关键时刻并没有及时对公司所面临的经营和财务风险进行评估，及时调整经营策略，相反，它将刚刚获得的配股资金全部投入营业网点的建设，公司的负债水平和财务风险继续提高。而此时公司销售额的停滞不前、销售利润率的持续下降甚至出现负值（收入与成本倒挂），对公司构成了致命一击。1998年公司资产负债比率达到97.85%；至1999年中期，郑百文负债比率高达134.18%，出现了资不抵债的财务危机。

3. 控制活动不力

控制活动是确保管理层的指令得以实现的政策和程序，旨在帮助企业保证其针对“使企业目标不能达成的风险”采取必要行动。急速、盲目的扩张直接导致公司总部对外地分支机构缺乏有效的控制能力，郑百文遍及全国的分支机构如同一盘散沙。

1998年下半年起，郑百文设在全国各地的几十家分公司在弹尽粮绝之后相继关门歇业。数以亿计的货款要么直接装进了个人的腰包，要么成为无法回收的呆坏账，郑百文至今还有4亿多元的账款没有收回。

但与企业严重资不抵债形成鲜明对比的是，郑百文养肥了一批腰缠百万甚至千万元的富翁。任职几年，郑百文某分公司的一名经理便拥有了价值上百万元的宝马轿车和北京罗马花园300多万元的豪宅。此外，控制力的弱化还表现在跑冒滴漏现象严重，仅下属三家子公司进行合并时就产生了未确认的投资损失286.97万元。

郑百文失败的根源在于其内部控制缺陷。

4. 信息与沟通不畅

良好的信息与沟通系统有助于提高内部控制的效率和效果。企业须按某种形式在某个时间之内，辨别、取得适当的信息，并加以沟通，使员工顺利履行其职责。在郑百文集团内部，信息沟通系统同样问题重重。记者造访郑百文时曾向公司领导提出，请

他们算一算，看看 20 多亿元的银行垫款都亏在了哪里，花在了哪里，竟然无人能算得清楚，另外有 100 多个银行账户中巨额资金流向不明。由于郑百文所披露的财务信息的真实性和完整性得不到保证，注册会计师对其 1998 年和 1999 年年报连续两年出具了拒绝表示意见的审计报告。

5. 监督不力

郑百文在股权结构上极有特色，是中国股票市场中为数不多的股权分散型的上市公司。其中，第一大股东持股比例仅仅为 14.64%，前十大股东持股比例也仅仅占到总股本的 26%；而流通股的持股比例却高达 54%。然而，由于我国股票市场尚不完善，中小股东往往只能用脚投票，或者选择“搭便车”，对管理层疏于管理。而且，第一大股东所持国有股股权也交给了公司管理层经营管理，因此郑百文就几乎面对一个监管真空。股东对公司管理层监控的进一步减弱并不符合常理，因为按照公司治理理论，股东拥有的一项非常重要的权力就是当公司经营不善时加强对公司的控制，替换公司管理层。而在郑百文却出现了相反的情况，对管理层监控减弱导致了相当严重的公司内部人控制。

郑百文利用管理层内部控制，使其更多、更严重的违背经济规律甚至违法乱纪的行为大行其道。据了解，郑百文上市募集的资金数以亿计地被公司领导以投资、合作为名拆借、挪用出去，总计十多家公司拆借的近 2 亿元资金不仅至今有去无归，还使郑百文陷入了一桩又一桩追款讨债的官司中。

启示与思考

1. 建立完善的内部控制制度。郑百文失败究其根源是郑百文没有建立有效的内部控制制度，由此可见内部控制制度对企业生存和发展的极端重要性。企业得控则立，失控则乱。建立企业内部控制制度，控制环境是基础。首先是公司股东要对管理层加强

监督，聘用德才兼备的人才担任公司管理要职。企业领导要充分重视内部控制制度的重要性，投入人力、物力和财力进行内部控制制度建设。企业要建立起必要的内部治理机制和监督机制，要对各个职能部门、各种业务流程建立工作规则和程序，并对各种制度和流程进行合理性评估，即企业目前的制度体系是否能够执行，是否符合内部控制五个方面的要求。特别是对于风险评估和防范的相关制度必须针对企业的经营特点自行设计，由管理高层反复讨论通过。

2. 加强制度执行力。内部控制制度设计完善后必须付诸实施，即企业必须进行控制环境建设，对企业外界环境的变化，以及因此面临的经营风险和财务风险定期评估。在郑百文的案例中，针对特定形势提出“三角信用关系”的概念并没有错，问题就在于郑百文没有及时洞察企业外界形势的变化，审时度势改变经营战略和决策。此外，公司还应当充分利用内部审计的手段，对制度执行、具体控制活动的实施、各部门之间的信息与沟通进行定期检查。内部控制制度的有效实施将大幅度降低企业生存风险，从而提高企业价值。

3. 对于经营管理制度不健全，或执行不力的公司，要特别慎用财务杠杆。当企业销售不顺畅时，或在企业外界环境变化时，高财务杠杆所带来的巨额财务费用会导致企业经营困难，资金周转困难，甚至当企业不能归还到期的利息和本金时可能导致破产清算。所以对财务杠杆的使用一定要量力而行。

参考文献

1. 竺素娥. 对郑百文财务失败的财务思考. 商业经济与管理, 2001 (3)
2. 童增. 上市公司退市与复市案例. 北京: 中国经济出版社, 2003
3. 谢登科. 郑百文跌落发出的警示. 新华社电文, 2000 - 10 - 30, www.cs.com.cn/csnews/20001030/5298.asp

4. 丁晓筠. 公司治理与会计信息. 内蒙古财经学院学报, 2004 (1)
5. 吴水膨, 陈汉文, 邵贤弟. 论改进企业内部控制——由“亚细亚”失败引发的思考. 会计研究, 2000 (9)

实达蜕变，明星陨落

——IT 明星实达的 ST 之路

案例目标：本案例通过对实达电脑衰落过程的描述，总结出实达电脑衰落的原因包括四个方面：（1）盲目投资多元化种下恶果；（2）股权转让不当；（3）照搬“管理圣经”遭碰壁；（4）内部管理混乱。实达财务失败案例的启示是企业必须有领袖人物，同时企业的管理决策水平必须有制度的保障。

在 IT 界，实达电脑曾经创造了“从 16 个人到 16 个亿”的传奇。实达人很早就实行了“国有法人控股，员工持重要股份”，顺利解决了产权问题。一直以来，外界对实达电脑的印象是：股权分散、主业良好、布局合理，各子公司在各自把守的产业领域地位显赫。但是，历史好像和每一个关注实达的人都开了一个玩笑。实达电脑 2000 年年报显示：2000 年度亏损 2.52 亿元；主要财务指标每股收益 -0.72 元，净资产收益率 -47.44%；加上 1999 年的亏损业绩，公司已连续亏损两年了。2001 年 4 月 30 日，实达电脑被实行特别处理了！一个高速发展了 10 年、年营业额超过 30 亿元、在相当长时间内保持中国电脑外部设备市场第一、网络设备市场前三强、PC 市场前四强的高科技企业，竟被 ST 了！这背后到底隐藏着什么？本文将以实达电脑公司为例，深入剖析其存在的问题、财务出现困境的内在原因及其映射的问题。

一、实达电脑背景资料

福建实达电脑集团股份有限公司成立于 1988 年 5 月，1994 年 3 月 15 日经福建省体改委闽体改 [1994] 019 号文确认为规范化股份制企业，总股本为 5 000 万股；1995 年 5 月公司经福建省国资局和福建省体改委批准，以增资扩股方式吸收福建省外部设备厂经营性净资产入股，总股本增至 10 000 万股；1996 年 7 月经中国证监会证监发字 [1996] 111 号、112 号文批准，上海证券交易所审核同意，公司股票（A 股）于 1996 年 8 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易，向社会公开发行新股（A 股）3 000 万股，发行价每股 7.35 元，实募资金 2.048 6 亿元人民币，总股本增至 13 000 万股；经股东大会批准，于 1996 年 11 月以资本公积转增股本，转增比例为 10 : 5，公司总股本增至 19 500 万股；1997 年 3 月 10 日以资本公积转增股本，转增比例为 10 : 5，公司总股本增至 29 250 万股；1997 年 7 月经福建省证券管理办公室闽证委办 [1997] 61 号批文批准，以 10 股配 1.333 股，向全体股东进行配售，配股总额为 3 900 万股，每股配售价为 6 元，实际配售总股数 3 262.944 0 万股，实募资金 1.897 5 亿元，公司总股本增至 32 512.944 0 万股；1999 年 4 月经中国证监会福州特派员办事处闽证监 [1999] 84 号文同意及中国证监会证监公司字 [1999] 82 号文批准，按 10 : 3 的比例向全体股东配售股份，配股总额为 9 753.883 2 万股，每股配售价为 8 元，实际配售总股数 2 642.895 4 万股，实募资金 2.052 7 亿元。截至 2003 年 12 月 31 日，公司总股本为 35 155.839 4 万股。

在国内 IT 业界赢得了个什么都敢做的名声。

从终端起家、由电脑外设领域而挺进个人电脑市场、继而挥师电脑软件产业和网络通讯产业，甚至涉足过消费电子业和信息服务业，实达曾是声闻海内的中国 IT 企业。自 1992 年后，实达曾先后有中西文终端、针式打印机、POS、税控收款机等多项产品市场占有率居国内同类产品之首，其中中西文终端更是十一连冠，出现神话般的辉煌。

二、实达电脑大事记

1996 年 8 月 8 日，实达电脑 A 股在上海上市，股市巨大的资金支持使实达人雄心倍增。

1997 年 6 月实达宣布进军个人电脑市场，在一年多时间内，市场份额即名列国产品牌前四位。1997 年，实达在中国 100 大上市公司中排名第 38 位。

1998 年 2 月组建软件产业公司，大举投资软件与系统集成产业。

1999 年底提出要成为中国最重要的网络设备与技术服务供应商。同年，实达的财务报表出现了无法遮掩的亏损，为解决这个问题，实达人请来了世界首屈一指的咨询机构麦肯锡，并于 2000 年初根据麦肯锡的方案开始实施基于网络、扁平化的母子公司制运作模式。不幸的是，这次机制的改变不仅没有让实达顺利脱胎换骨，反而变本加厉，每股收益由 1999 年的 -0.16 元变为 2000 年的 -0.72 元。

2001 年，实达电脑因 1999 年和 2000 年连续两年亏损，被特别处理，简称“ST 实达”。2001 年下半年，吃到苦头的实达人抛弃了洋和尚的“圣经”，由母子公司制再次向投资管理公司制转型，砍掉了大部分非主业业务，重新组建北京实达科技发展有限公司。该年，实达在中国电子信息百强企业中名列第 33 位，在电脑信息行业中排名第 6 位，在中国科技上市公司百强中排名第 51 位。

2002 年 3 月，用自己的方法摘掉了 ST 的帽子。2002 年 6 月 30 日，实达卖掉了持有 75% 股份的控股子公司实达网络。2002 年末，实达 PC 亏损了 1 000 万元。

2003 年 1 月，实达宣布旗下全资子公司福建实达电脑科技有限公司（简称实达电脑科技）进军原来实达网络的业务领域——网络产品。2003 年 3 月 28 日，实达宣布多元化将是实达的发展方向。2003 年 8 月 25 日，实达电脑上半年净亏损达 2 909.7

1998 年 6 月，
《蓝色通道——

16 个人到 16
个亿》由中国
经济出版社出
版发行，全景
式直录股份制
企业的创业历
程，总结实达
十年发展的经
验教训，受到
媒体和公众的
广泛关注。

员工在内部论
坛上愤然写道：
“原先 6 000
万的净值现在
只剩下 600 万
了！”

万元。

最新数据显示，实达集团（600734）2004 年第一季度主要财务指标为：每股收益—0.074 3 元，净资产收益率—4.41%；第三季度每股收益—0.268 90 元，净资产收益率—19.75%。

图 1 是实达电脑从 1996 年上市到 2004 年的每股收益状况。

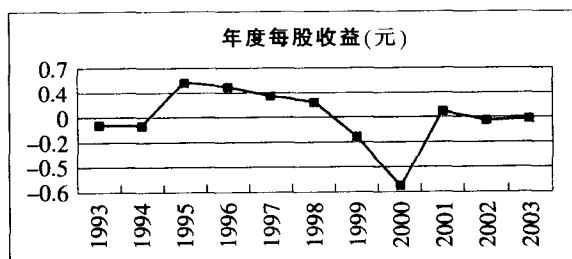


图 1 年度每股收益图

三、实达电脑盛极而衰的成因分析

实达电脑从 20 世纪 80 年代末期创业，90 年代初中期迅速崛起，成为国内 IT 巨头，到 90 年代中期的闪电般衰落，其主要原因有以下四个方面：

1. 盲目投资——多元化的恶果

1988 年，刚刚成立的实达就遭遇多元化诱惑：尝试劳务输出。在进行调查后主动放弃，通过这件事，当时在公司中形成了一致意见：不要插手不熟悉的行业。可是，商海大潮涌动，机遇似乎在向每一个人招手，仿佛你一伸手就可以捞到大批好处。1993 年，挡不住诱惑的实达成立了东方贸易、西方实业等公司，参股八方技术等公司，业务领域走出 IT，但经营结果均不理想。1996 年，实达确定的公司三大 IT 主业是：电脑（硬件）业、软件与信息服务业、消费电子业，并且决定将 VCD 列为 1997 年的重点建设项目。1999 年，VCD 项目给实达电脑造成 1 亿元以上的巨额亏损。

可见，由于实达投资的行业多，对各行业的发展状况、竞争对手的实力、市场需求缺乏深刻的调查分析，实达电脑的大部分投资项目都没有达到预期目的，没有形成新的利润增长点，费用增加快于销售增长，导致 1999 年和 2000 年的大面积亏损。2000 年，实达电脑彻底停掉 VCD 业务，关闭做 IT 产品分销的海达、电动轮椅项目、世纪、驰宇、计算机设备、得实、上海实达。进行财务清理后，实达电脑实际亏损 2.67 亿元。此时，实达的三大 IT 主业已经收缩为 PC、外设、网络。而实达电脑在 IT 行业投资，尤其在硬件产品投资方面，不仅能够成功，而且能做到前几名，如网络产品。2000 年实达电脑出现亏损，主要来自于非 IT 项目的投资，实达电脑的三大主营业务——PC、外设、网络，在 2000 年不仅没有任何损失，还取得了相当大的盈利。

这里，我们可以清楚地看出，实达电脑的业绩滑坡起源于决策失误。在每项投资前没有很好地把握自身的竞争力，这种多元化的投资决策就无可避免地造成了巨大的损失。

2. 股权转让——败家子的行径

2003 年 5 月 16 日，实达电脑发布公告，将旗下所持有的福建实达电脑设备有限公司（简称实达外设）65% 的股权，转让给香港实达科技（0706，HK），转让价格为 2.85 亿元人民币。在此之前，在香港联交所上市的实达科技发布收购公告，宣布按一定比例募集 1.98 亿港元，作为收购实达外设 65% 股权的一部分资金。这似乎是一起普通的股权转让，转让方和受让方都与实达有关。但是，它不但在实达内部引发争论，也招来了有关媒体的强烈质疑。

自 1992 年以来，实达外设是实达赖以起家并称霸一方的主要基业，一直稳居国内的外设市场前列。2001 年，对公司的销售收入和利润有贡献的主要有三大主力子公司：实达外设、实达网络和实达电脑科技（即实达 PC）。其中前两家净利润分别为 8 644 万元和 901 万元，卖 PC 的实达电脑科技则亏损了 405 万元。2002 年，实达电脑的主营业务收入只有 23.23 亿元，净利润仅为 2 099 万元，其中，外设销售收入达 9 亿元，实现净利润 1.01 亿

不断“卖身”，
家业飘零。

如果说拱手出
让实达网络已
是伤筋动骨，
那么卖掉实达
外设，则更是
壮士断腕之
举。

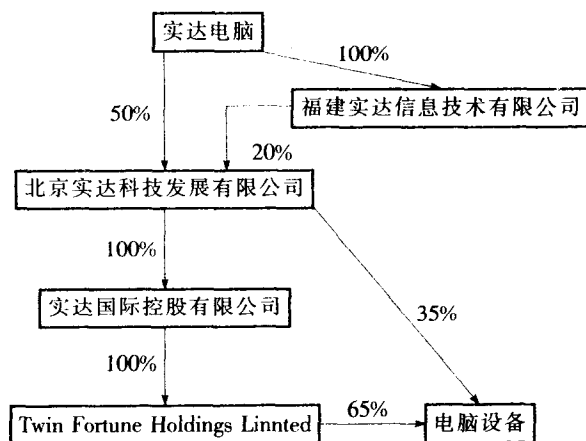


图2 实达电脑股权结构图

对于卖家实达电脑而言，这无疑是败家之举。

元。也就是说，实达外设不但在对上市公司的收入贡献上占据了将近半壁江山，而且更为重要的是，它是公司利润的主要来源。可见，如果没有实达外设，实达电脑在2002年将亏损近8 000万元。就是这样一家年净利润过亿元的行业龙头公司，65%的股权却只卖了2.85亿元，这显然是一桩对买家极为有利的交易。

实际上，这已不是实达第一次主动出让优质资产。2001年7月，实达电脑将旗下子公司实达网络65%股权转让给一家投资公司，转让价格仅为4 569万元。后来的事实证明，这家投资公司只是一个过渡。实达网络的股权最终落到了实达电脑的第一大股东福建计算机外部设备厂的手中。实达网络2001年一年的净利润为901万元，4 569万元买走65%的股份，买方所占便宜一目了然。

卖掉“当家花旦”，无疑是败家子的行径。而在这种情况下，要想在2003年年报中出现可带来丰厚销售收入和净利润的子公司，简直是天方夜谭。

3. 照搬“圣经”——洋方案的碰壁

实达电脑1996年成功上市后，在快速发展中遇到一系列问题。1998年，如日中天的实达各项业务全面出击，销售业绩开始

滑坡，管理层对多产品营销感到力不从心。拥有国际雄厚资源库的世界级咨询公司麦肯锡在进入中国七八年后已经到达了高峰期，积累了康佳集团、乐百氏公司、瀛海威公司、深圳平安保险公司等一批国内大型企业的咨询案例。基于对麦肯锡的信任，实达集团决定请麦肯锡咨询公司对其进行诊断。于是实达以 300 万元请来了麦肯锡专家小组，并准备花费 3 000 多万元来实施他们的方案。

首先，由 4 名博士、硕士组成的麦肯锡专家小组用了三周时间评价电脑现有的市场营销和销售体系，得出以下结论：

(1) 实达自成立以来，在业务上取得了飞速的发展，并建立了在国内终端市场的领先地位，又在较短时间内建立了一个具有相当规模的 PC 业务。现有的销售体系为实达今天的成功做出了巨大贡献。

(2) 随着新产品线的引入和逐步成长，现有的销售体系在结构、程序和能力上的缺陷将变得越来越明显，并将直接影响实达充分挖掘销售潜力和效率的能力，阻碍实达建立真正的竞争优势，取得各产品线的长期获利和增长。

(3) 在考虑调整销售组织结构的同时，实达应更注重建立系统化的营销和销售工作程序，建立一套有效的业绩管理系统，并加强对销售人员的培训。

(4) 为建立起一个面向未来发展的一流市场销售体系，实达应树立起坚定的领导决心，克服阻力，并采用有重点、分步骤的改革方式，逐步完成向一流营销和销售体系的过渡。

其次，麦肯锡专家小组为实达提出两套方案，一套是一步到位的，要求企业有较强的承受能力；一套是过渡方案。实达认为自己有足够的力量一步到位，于是采用了第一套方案。第一套方案的具体内容是：打散所有的子公司体制，建立新的组织结构。市场营销和销售在集团层面截然分开，销售部统一向行业、商用、家用客户销售所有产品。其本质上是提倡一种“重程序”而“轻权力”的西方理性企业管理文化，没有什么上下级的观念，所有的人都是一些管理“程序”上的环节。

这个符合国际性企业管理体制潮流的方案最终在实达失败了。

当时媒体将此事称做“麦肯锡兵败实达”。

但是，在实施了麦肯锡方案之后，实达却发现自己内部的 MIS 系统很难配合新方案的实施。整整 5 个月的实施过程中，各子公司经理们一边在全国各地跑业务，一边接受培训，下级找不到上司，上司找不到决策者，信息沟通不灵，营销系统根本无法达到预想的效果。加之集团个人电脑事业当时面临的外部形势非常严峻，1999 年 6 月，实达的管理重组正式宣告失败。集团高层不得不把集团的销售体系和组织架构调整回原来的状态。至此，实达付出了昂贵的学费：300 万元咨询费及机构重组的流产，给整个集团的管理和干部的心态造成了强烈的冲击，在机构调整中出现的交接混乱，造成了一笔笔子公司与分公司之间的坏账，总亏损高达 1.3 亿元。

4. 股权分散——内部管理混乱

一位证券公司 IT 行业研究员认为，实达集团一直亏损，在产业方面的原因是其产品结构始终是以硬件为主，像电脑、税控机等都属于利润率低的硬件范畴，而其同行则多开始向其他领域如信息服务业转型。而产品结构调整困难或缓慢紧密相连的一个原因是其公司管理决策效率低下，内部管理混乱。从目前实达集团的股权结构来看，前三大股东各占 15% 左右的股份，都无法取得绝对控股权（2002 年 8 月实达电脑的前十大股东情况见表 1）。这种绝对分散的股权结构一方面保证了公司不被某单一股东操纵，有利于维护投资者的利益，另一方面也给少数大股东以联盟方式暗地操纵公司留下空间。“如果实达集团不解决企业治理结构和股权的问题，其内部斗争将持续下去，如果实达不解决这个问题，十个贾红兵回来都不顶用。”

表 1 实达电脑十大股东一览表

十大股东	持股数 (万股)	持股比例 (%)
福建计算机外部设备厂	5 877.112 5	16.72
中国富莱德实业公司	5 151.781 8	14.65
北京盛邦投资有限公司	5 000.000 0	14.22
中国华润总公司	1 320.000 0	3.75

续前表

十大股东	持股数 (万股)	持股比例 (%)
福州开发区科技园建设发展总公司	1 125.000 0	3.2
福建奔达投资有限公司	985.500 0	2.8
福建国际信托投资有限公司	752.192 5	2.14
福建实达电脑集团股份有限公司工会	462.012 5	1.31
福州闽融科技有限公司	415.600 7	1.18
景博基金	201.020 4	0.57

启示与思考

从 2001 年到 2004 年，实达电脑的主营业务收入和利润逐年下降，而且这几年公司的盈利主要来自投资收益（卖股权收入）。2004 年第一季度实达销售收入比上年同期下降了 27.40%，亏损 2 612.07 万元。2004 年 1—9 月，实达集团亏损 9 452 万元，并已在 2004 年第三季度报告预告全年亏损，其中，实达集团经营 PC 的重点公司——福建实达电脑科技有限公司成为实达集团旗下亏损最大的子公司，该公司 2004 年上半年亏损 2 678 万元，其净资产为 -4 615.9 万元。从实达的案例中，我们可以得到以下的启示：

1. 企业必须提高管理决策的水平

实达之所以走到这一步，应该是持续管理出现了大问题。不断提高管理水平以适应市场和产业发展是中国企业，尤其是高科技企业永远面对的课题。实达电脑的业绩滑坡起源于决策失误，在每项投资前没有很好地把握以下几个问题：（1）公司的核心竞争力是什么？如何保持和加强公司的核心竞争力？（2）该项投资项目是否有利于加强公司的核心竞争力？（3）在该项投资项目业务领域，公司是否具有竞争力？是否熟悉该业务领域？（4）该投资项目业务领域的行业进入壁垒水平如何？如果认真进行了以上

分析,实达电脑 1996 年上市以来就不至于进行一些不当的投资项目,从而可能避免投资决策失误造成的损失。

而在股权的处理上,没能处理好主业与非主业的关系,把核心业务的实达外设和实达网络卖掉,造成其主要盈利项目的丢失,公司失去竞争力。在麦肯锡的实达重组事件中,集团的领导人不能正确处理自身与“外脑”的关系。实达把咨询公司当作医生,对它们拿出的药方没有进行自身的消化,照搬照抄。实际上麦肯锡最合适的角色是教练。在某种程度上,病人很被动,而教练面对的队员则有很大的主观能动性,因为毕竟是队员自己去踢球。

2. 企业要有自己的领袖人物

实达频繁的人事变动,让我们看到了一个企业中最核心的问题——企业领袖人物的建立。高科技领域的竞争风险很高,成功与失败往往就在一念之差,而这一念就取决于企业领袖在产业、技术、市场方面过人的洞察力。

英雄的领袖人物,对企业的成功有时是至关重要的。而不论在过去的实达,还是今天的实达,我们看不到这样的领袖人物,所以必然呈现群龙无首的局面。企业家如果不能对组织中的各类利益关系了然于胸,没有从容应对之策,那么再光明的事业也非常容易断送。每一个企业都存在或多或少的内部争斗,领袖人物必须拥有政治智能,能够抑制由于内部斗争给企业带来的消极影响。

实达自创立以来,以惊人的速度迅速成长,得益于创业者深厚的高科技背景,致使实达长期以来形成一种观念,即认为实达是一家高科技企业,经营者都是有高科技背景的人才,所以主要决策都应该也必须紧紧依赖于经营者。正是基于这样的出发点,实达电脑即使成为上市公司以后,董事会在相当层面上也是形同虚设,并没有真正行使过职责;而这种明显的所有者缺位,造成了种种不规范,其中显而易见的弊端就是董事会机制不健全,企业的发展完全由经营者来主导,而实达的实际情况又是首脑频变。从胡钢时代、叶龙时代到盛帮时代,实达一路走来,尽管董

事会是想代表股东利益的，总经理也认为自己的利益和公司、股东的利益是一致的，非常想把企业做好，但是，缺少出色的领袖人物，长期从事领导工作，使得公司高层管理决策效率低下，内部管理混乱。业内一位资深人士认为，这正是造成实达电脑连续两年亏损进入 ST 的症结所在。

参考文献

1. 金云义，杨昱. 实达，连环生死劫. 知识经济，2003（8）
2. 大海. 实达能否重生？计算机世界报，2002-06-03

关联交易，欲盖弥彰

——猴王股份的陨落

案例目标：本案例深入剖析了猴王股份不规范运作的始末，从中我们可以了解到其利用与控股股东猴王集团之间的不法关联交易，制造虚假利润的内幕。其陨落的根本原因在于其长期与控股股东在人员、资产、财务三个方面未分开，公司治理机制的失效以及上市公司信息披露制度的不完善。通过此案例也给我国的上市公司和证券市场敲响了警钟，上市公司要完善其法人治理结构，真实、准确、完整、及时地披露信息，避免大股东随意损害中小股东利益；证券市场要完善我国的上市公司披露制度，加强各项监管力度，共同营造一个健康的证券市场环境。

一、猴王股份简介

1993年11月底在深交所上市，成为焊材行业唯一的一家上市公司。

➡ （一）基本资料

猴王股份公司是由原猴王焊接公司改组，吸收境内法人和内部职工参股定向募集的股份有限公司，于1992年11月18日正式成立，经营范围是：主营焊接材料、焊接设备、机械电器设备生产及销售等，兼营房地产开发、汽车运输、广告设计和制作。公

公司于1993年9月获得证监会批准向社会公开发行人民币普通股3 000万股。1993年11月30日猴王A股票在深圳证券交易所挂牌交易，总股本11 246万股，其中国有股4 256万股，占总股本37.84%，法人股2 915万股，占总股本25.92%，个人股（含内部职工股）4 075万股，占总股本36.24%。1994年6月，猴王A股的发起主体——猴王焊接公司与其他18家相对紧密的企业组建了猴王集团公司，注册资本5.8亿元。

1997年4月，宜昌市国有资产管理局以授权经营为名，将猴王股份的国有股权无偿转到猴王集团名下，猴王集团才真正成为猴王股份的最大股东，其持股比例1998年为34.4%，1999年为23.9%。凭借其超强的控制地位，自1994年开始，猴王集团大肆以往来挂账的方式从猴王股份拿钱，到1999年末，累计达8.9亿元，其中财务已做账5.6亿元，未做账3.3亿元。不仅如此，猴王集团还以猴王股份的资产及信用为担保，从银行取得3亿元的贷款。为掩盖其套取上市公司巨额资金的行为，猴王集团大搞以资抵债式的套现，要猴王股份花2亿多元的资金收购其分布在全国各地、自己收购后难以有效经营的11家焊材厂和3家焊条厂等“垃圾资产”。由于猴王集团的大肆掠夺，猴王股份的经营状况逐年恶化。在1995年以前还算一家绩优公司的猴王股份，1998年年报还保有配股资格，但1999年以后，情况急转直下，主营业务利润同比减少49.83%，净利润同比增亏59 450.61万元，总资产较上年同期减少49.67%，股东权益同比减少218.56%。

2000年3月，在宜昌市审计局对猴王集团原董事长进行离任审计之后，猴王集团严重资不抵债的问题逐渐明晰，其资产总额3.7亿元，而负债有23.96亿元，资产负债率高达645.53%，公司已累计亏损25亿多元。此外，猴王集团还牵扯经济纠纷案230多件，涉案金额高达14亿元。2001年1月9日，猴王集团召开职工代表大会，做出申请破产的决定。2001年2月27日，宜昌中级人民法院宣布猴王集团公司进入破产程序。2001年3月1日，猴王A正式发布公告，称已接到法院裁定书，猴王集团公司

随着猴王集团的破产，猴王股份也被戴上了“ST”的帽子，从此失去了昔日的英雄色彩，积重难返，已经走到了退市的危险境地。

已宣布破产。2001年3月6日,猴王A股票被特别处理,股票简称改为ST猴王。由于猴王集团的破产,ST猴王不仅无法收回猴王集团所欠的8.9亿元应收款项,还要承担对猴王集团2.44亿元的债务担保责任。而此时的ST猴王连一块完整的资产都没有,这就使得本来就经营不善、长期亏损的猴王股份无法生存下去,从而走向了破产的境地。2001年3月22日,ST猴王的三大债权人——华融资产管理公司、信达资产管理公司和中国工商银行总行营业部向湖北省高级人民法院申请ST猴王破产还债。湖北省高级人民法院立案庭接受了申请材料,但一直未予立案。

为了避免退市,宜昌市政府被迫出面挽救ST猴王,承诺出资4亿元对其进行债务重组,由此开始了ST猴王艰难的重组过程。在宜昌市政府的大力支持下,重组工作取得重大进展:猴王集团公司持有的“猴王”国家股2 034.992 4万股已由上海国策实业发展有限公司竞买成功,并于2002年7月19日完成过户,股权性质变更为法人股;宜昌市夷陵国有资产经营公司持有的2 400万股国家股经国家财政部财企[2002]349号批文批准,2002年9月10日过户给上海国策实业发展有限公司,股权性质已变更为法人股。截至2002年底,上海国策实业发展有限公司已持有猴王股份公司法人股6 499.872 4万股,占公司总股本的21.47%,成为ST猴王的第一大股东。在债务重组方面,与24家债权单位正式签订了和解协议,涉及债务总额8.55亿元,豁免债务6.25亿元,余下的6家债权单位也初步达成了和解意向。但经历2000年猴王集团破产事件之后,猴王股份就江河日下,一蹶不振,如果到2005年中报时还是亏损,就逃不过被摘牌的厄运了。

从1995—2002年的主要财务数据可以看出,1995年后,公司的财务状况就日渐衰落,主营业务收入直线下降。而1999年出现的大面积的长期负债和亏损,前后差异之大,公司过去披露的信息根本无法自圆其说。

✎ (二) 主要财务数据

1. 1995—2002年主要财务数据

猴王股份1995—2002年主要财务数据见表1。

表 1

猴王集团主要财务数据

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
每股收益 (元)	0.16	0.27	0.18	0.13	-0.22	-2.28	0.02	-0.59
每股净资产 (元)	1.99	1.93	1.95	2.08	1.1	-1.24	-1	-1.45
总资产 (万元)	85 212.1	91 439.8	112 424.9	95 601.4	93 408.4	47 023.6	39 793.6	34 000.3
长期负债 (万元)	387.5	132.6	502.6	144.5	5 225.5	5 205.9	1 633.5	0
主营业务利 润(万元)	2 149.8	3 474.8	3 430.2	1 331.8	620.8	311.5	487.0	767.6
主营业务收 入(万元)	34 279.4	30 205.1	19 246.1	11 117.3	7 734.5	4 229.6	2 855.6	2 716.7
净利润 (万元)	4 123.2	8 186.1	5 531.4	3 807.7	-6 770.2	-68 973.6	527.5	-17 926.4

主要财务指标计算方法：每股收益=净利润/年度末普通股股份总数；每股净资产=年度末股东权益/年度末普通股股份总数。

1995年以前的猴王股份还算一家绩优公司，1998年年报还保有配股资格，但到1999年以后，情况急转直下，开始出现亏损，主营业务收入从1996年的3.02亿元直线下降至1999年7 000多万元，每股收益更从1995年的0.27元跌至2000年的亏损2.28元，财务报表也显示出不同寻常的高额应收账款和长期负债。前后差异之大，怎不让人怀疑，公司过去披露的信息根本无法自圆其说，猴王公司不得不在2000年6月15日公布了其与集团公司的债务往来：截至1999年12月31日，猴王集团公司累计欠猴王股份89 066万元，其中财务已做账金额56 091万元，未做账金额32 975万元，直接为猴王集团公司及其下属企业融资担保19笔，担保金额24 364.1万元，占担保总额的78.8%，这两项数额累计达近11.3亿元，而猴王股份总资产才9.34亿元。

2. 1999—2000年猴王股份财务状况对比

1999—2000年猴王股份财务状况对比情况见表2。

从1999年和2000年的财务状况对比中，我们可以清楚地看出猴王集团大量占用猴王股份的资产是造成猴王股份近年出现巨额亏损的重要原因。

表 2 猴王股份财务状况对比

项目	1999	2000	增减%
总资产(万元)	93 408.36	47 023.60	-49.67%
长期负债(万元)	5 225.51	5 205.93	-0.37
股东权益(万元)	31 762.61	-37 657.19	-218.56
主营业务利润(万元)	620.81	311.49	-49.86
净资产(万元)	-9 523.02	-68 973.63	增亏 59 450.61 万元

亏损的主要原因如下：(1) 2000 年总资产较 1999 年减少 49.67%，主要为 2000 年度计提巨额应收猴王集团公司款项坏账准备所致；(2) 股东权益减少 218.56%，主要为 2000 年度巨额亏损所致；(3) 主营业务利润减少 49.83%，主要为 2000 年度产销大幅度下降所致；(4) 净利润增亏 59450.61 万元，主要为 2000 年计提巨额坏账准备，确认连带责任损失所致。可见大股东——猴王集团大量占用猴王股份的资产是造成猴王股份近年出现巨额亏损的重要原因。

3. 1995—2003 年猴王股份每股收益趋势图

1995—2003 年猴王股份每股收益趋势图见图 1。

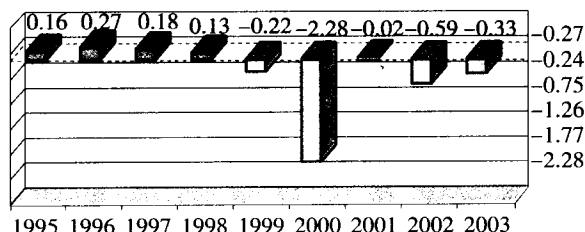


图 1 每股收益趋势图 (单位: 元)

2001 年的少许盈利也是因为公司面临暂停上市的困境而高价拍卖其股权所致，事实上，公司自 1999 年以来主营业务就逐年萎缩。

公司从 1999 年开始就连续亏损，在经历了 2000 年的每股 2.28 元的巨亏之后，到 2001 年公司经营情况并无任何好转。报表显示，2001 年公司全年营业利润为 -4 305 万元，眼看着猴王公司就要因为连续三年亏损被摘牌处理了。好在猴王洞察“数字游戏”的秘诀，在各方张罗下，赶在 2001 年结束前，即 2001 年 12 月 27 日，公司在宜昌面向社会公开拍卖公司所持宜昌市商业

银行 2 000 万股股份，投资额为 2 040 万元的股权拍得 7 850 万元，从而为 ST 猴王的扭亏敲下了决定性的一槌。由于高价购得该项股权的两家公司均为公司的非关联方，此次交易属非关联交易，这笔收入没有计入资本公积而计入了当期利润，从而弥补了公司的营业利润且实现少许的盈利。尽管公司声称这是属于非关联交易，但是在这么巧的时间以及高溢价的补偿，公司操纵盈余的动机是跃然纸上的。然而，一时取巧并不能掩盖公司长期经营趋势。在公司经营管理一如既往的情况下，2002 年和 2003 年公司连续亏损。

二、关联交易虚假做账，虚虚假假骗融资

关联交易是指关联方之间发生的商业往来或金融关系。这里所说的关联方，包括以下三种情况：（1）上市公司与其股东特别是大股东之间；（2）上市公司与其控股的子公司之间；（3）上市公司内部对上市公司能起决定作用的任务特别是管理人员与公司外部的机构或人员有超越于经济之上的关系。关联交易一般会导致关联方之间发生权利、义务或资源的转移。关联方交易作为一种特殊的交易形式，在具体操作时具有隐蔽性强、调节方便的特点，因此不公平的关联方交易常常与国有控股股东和上市公司之间的报表操纵和资产转移密切相关。

实际上，在 2000 年 1 月之前，猴王股份拿给股东们看的成绩单，一直都还不错。到 1998 年年报，猴王集团都还保有配股资格。2000 年 1 月，一直对外号称保配的猴王，却突然预亏，且亏损惨重，紧接着第一大股东宣告破产，于是猴王集团与猴王股份有限公司的内幕交易长期以来的不规范运作、触目惊心的弄虚作假，才被逐渐揭露。

有关资料已经充分表明，猴王股份的账本完全是按照筹资需要来“做”的，主要是利用关联交易虚构利润。其方式主要有以下几方面。

自 1994 年开始，猴王集团便大肆以往来挂账的方式从猴王股份拿钱，现在看来，这些挂账相当部分用做了虚增利润，猴王股份多年来的业绩，几乎都是做账做出来的。

➤ （一）以收取租赁费的方式虚构利润

公司 1999 年年报中称，将 11 个子公司租给猴王集团经营，租赁期为 2 年，按拥有其子公司净资产的 6% 计算，猴王公司向猴王集团收取租赁费 869 万元。事实上，猴王股份没有一块属于自己的资产，这 11 个子公司的所有权一直属于猴王集团。猴王股份公司先后向猴王集团收购 11 个子公司，完全是弄虚作假，是用垃圾资产冲抵应收账款，套取上市公司现金的一种手段，其圈钱行为不言而喻。此后，猴王股份曾以一纸公告终止了“收购 11 家焊材厂”，但 2 亿多元的收购资金却不知去向。2000 年 6 月 20 日，由于长期借款给大股东，为大股东提供巨额担保，巨额贷款没有入账却没有履行信息披露义务，猴王股份遭到深圳证券交易所公开谴责。

➤ （二）利用资金占用费收取利润

为了配股，猴王集团没忘记给广大投资者画一个大馅饼。从 1995 年开始，猴王集团每年都付给股份公司三四千万元不等的资金占用费，1997 年猴王公司还与猴王集团签订协议，双方以其各自每月平均占用对方资金数的 12.5‰ 互相收取资金占用费。1998 年是 12‰，1999 年是 6.67‰。至此，猴王公司以挂账方式收取资金占用费总额达近 2 亿元。

➤ （三）利用收取土地使用费、房屋租金虚构利润

在经营急剧下滑的 1997 年，为了能够挤上增发 B 股的班车，猴王股份利润造假更是达到了极点，在向猴王集团收取资金占用费的基础上，猴王股份把公司价值不过 3 500 万元的两处房屋以高达 2 000 万元的年租金租给集团公司。1998 年 0.13 元的每股收益中有 0.12 元是靠“出租”得来的。

从账面上看，这些买卖着实让上市公司占尽便宜，但这些都是挂在账上的“白条”。2000 年 6 月 15 日猴王股份公布的一份报告显示，猴王股份对集团的应收款至少有 8.9 亿元，担保至少 3

亿元，其中对集团关联交易就有挂账45 111万元。现在看来，这些挂账相当部分用做了虚增利润。连当地政府有关部门也明白：猴王股份多年来的业绩，几乎都是做账做出来的。

回顾猴王股份7年走过的历程可以发现，在圈钱的阴影之下，上市公司的角色定位已经彻底被扭曲了，其命运也完全操纵在了大股东的手中，完全成了大股东的提款机、垃圾箱和避风港。为了圈钱，企业要上市；为了圈到更多的钱，企业要大肆造假；而关联交易这种方式便成了最简单、最直接的圈钱、造假方式。不可否认，关联交易能在一定程度上帮助上市公司实现“脱困”，但要实现长远的目标，上市公司必须认真对待关联交易。否则，由此产生的虚假交易，会成为相关人员的获利渠道，不仅会损害中小股东的利益，也会影响证券市场的健康发展。

三、长期弄虚作假为何能得逞？

将国有资产中的优质部分剥离上市，本不失为搞活国有企业且有中国特色的一条颇具前景的道路，但令人遗憾的是，在猴王案例中，我们没有看到实质意义上的资产重组剥离，有的只是集团公司与股份公司之间不正常的关联关系。猴王集团破产，猴王股份公司变成空壳，猴王股份无处不在的弄虚作假畅行无阻的根本原因是法人治理结构不健全，长期和大股东“三不分”以及上市公司信息披露制度的不完善。

从其包装上市以来，猴王股份与猴王集团在人员、资产、财务三方面几乎从未分开过。

➡ （一）长期与猴王集团“三不分”

从1993年底包装上市以来长达7年的经营当中，尤其是在1997年年报开始其第一大股东变成猴王集团以后，猴王集团就直接介入上市公司的各项资本运作和生产经营。猴王股份与猴王集团在人员、资产、财务三个方面几乎从未分开过。猴王集团直接从股份公司挤占资金；或者以股份公司名义贷款而集团自己用；或者让股份公司为集团提供担保贷款。

资料显示，猴王集团破产前，猴王股份董事长就一直由猴王

集团的董事长兼任。对其两任董事长易继纯和朱黎阳来说，调动大笔资金只是从左口袋掏到右口袋。猴王集团的高管也全在猴王 ST 拥有高管头衔，本该属于自己独立管理的职工劳动、人事同样是挂靠在集团，财务负责人共用一人，账务分开也就只剩一种形式。猴王股份的总经理无奈地告诉记者：“股份公司几乎没有一块完整独立的资产，哪些应该是股份公司的，哪些是集团的，简直是一本糊涂账。”资产完整是上市公司成为市场主体的基本条件，但猴王股份却欺骗了广大投资者，严重损害了中小股东的利益。到 1999 年末，猴王集团已从股份公司掏走 8.9 亿元，股份公司差不多已被掏空了。截至 2000 年 12 月 31 日，公司净资产为 -3.8 亿万元，已严重资不抵债。由于没有与大股东实现“三不分”，没有形成独立的法人财产权和人格化利益主体，猴王股份最后只有沦为猴王集团的资本玩偶，逃不脱被摧毁的命运。结果，猴王集团破产了，猴王股份被 ST 处理了，本为一家前景优良的公司被推上了绝路。

➡ （二）猴王股份法人治理结构不健全

猴王法人治理结构极不完善，控股股东总揽大权，董事会和监事会形同虚设，竟然出现了两次随意罢免董事的事件。

在“三不分”格局下，猴王股份法人治理结构形同虚设，因为国有股“一股独大”，股东大会实际操纵在大股东猴王集团的手中，董事会也流于形式，控股股东的代表——董事长却大权独揽、一手遮天。从实质意义上讲，无论是猴王公司的董事会，还是其经营管理层，都只是猴王集团的一个“橡皮图章”，公司经营决策权以及激励、监督权都掌握在集团公司手中。

在猴王集团控股期间，竟然两次出现了随意罢免董事的事件，不得不引起我们的思考。2000 年初，猴王股份几位外地董事在听到公司亏损的同时，获知猴王集团已经从股份公司掏走近 8 亿元资金，猴王股份还为集团提供不少于 3 亿元的贷款担保等消息，极为愤怒，要求尽快实施与猴王集团的“三分开”。但猴王集团及当地政府在没有任何行动下推出新任董事长候选人，遭到外地董事一致反对。由于利益冲突明显，5 月 26 日，猴王集团派出的三名董事联合宜昌地区另两名董事，提议以通讯方式召

开临时董事会，建议“罢免四名董事，增选四名董事，选举董事长”，引发了“罢免董事”轩然风波。时隔仅9个月，破产以后的猴王集团还在2001年3月19日召开的ST猴王董事会上再次抛出“罢免程晓琳董事”议案，外地董事以没有充分理由为据投票否决。

两次罢免董事如出一辙，但却都是严重的违规行为。第一次是在没有正当理由、被提议罢免的四位董事尚在任期内被突然提出，并且计划以通讯方式进行，这显然违反了关于董事会成员更换的相关规定，此事在证券监管部门的介入下才得以平息。第二次尽管程序上基本合规，但是在被董事会投票否决后，公司竟然不把此议题写入决议并公告，显然又违反了信息披露规则。猴王股份的这种随意罢免董事做法，不仅属于严重违规行为，而且使得董事之间矛盾重重，最终导致公司董事会在长达15个月的时间里处于瘫痪状态。

猴王股份的监事会也形同虚设。猴王股份有限公司原监事会主席任元2001年3月28日在接受记者采访时说，他对监事会形同虚设有切身感受。由于法人治理结构不规范，他任职期间，监事会的工作仅仅是列席董事会，通过公司的财务报表和行政上提供的一些资料了解情况，难以发现问题。由此可见，其监事会实际上只是一个受到董事会控制的议事机构，再加上其独立董事数量很少，没有发言权，难以对董事会进行约束，就出现了严重的内部人控制现象。猴王集团的总揽大权，关联交易泛滥，最终导致了控股公司大肆侵吞上市公司资产的严重后果。

➡ (三) 上市公司信息披露制度不完善

早在2000年8月份，猴王集团就开始秘密着手一系列破产准备工作。2001年2月28日，猴王A发布董事会公告，称公司原第一大股东猴王集团已宣告破产，公司巨额债务面临严重坏账风险。在长达半年多的时间里，猴王股份的广大中小股东并不知晓内情，因为公司从未发布正式信息披露此事。而在此期间，财政部批准猴王集团所持有的全部猴王A股国家股7234.9924万股

猴王股份之所以能弄虚作假、钻空子，也跟我国上市公司的信息披露制度不完善有关。

无偿变更为宜昌市夷陵国有资产经营公司持有。其根本用意在于避免猴王集团的破产而带来的国有资产的流失，可广大中小股东却被蒙蔽其中，他们的资产在白白地流失却无人保护。

客观地讲，到目前为止，我国尚未建立起一套公开透明、纲目兼备、层次清晰、易于操作、公平执行的信息披露规范体系，且对关联交易缺乏完善而有力的法律规范。(1) 缺乏对上市公司故意将某些关联交易信息隐瞒不报或拒不披露的惩罚性规定；(2) 缺乏相关的禁止性规定；(3) 缺乏对一些中介机构和监管部门的约束；(4) 缺乏对中小股东的法律保护。《公司法》第 111 条规定：“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规，侵犯股东合法权益的，股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼。”但由于举证困难，更何况对禁止性关联交易法律尚无明文规定，所以中小投资者实际上无法运用《公司法》来保护自身利益。

启示与思考

从总体上讲，我国上市公司的治理结构属于控制型治理结构，但有着明显的中国特色。我国的 1 000 多家上市公司，多数是由国企改制而来的，由于改制不彻底，上市公司治理方面存在着诸多问题。猴王集团破产，猴王股份公司被 ST 处理，直到现在难以翻身，到了退市的危险边缘，根本原因在于公司治理机制的失效及上市公司信息披露制度的不完善。猴王股份可以说是我国上市公司不规范运作的一个典型，也给我们敲响了警钟，为避免悲剧重演，我们应该做好以下工作。

➡ (一) 彻底实行“三分开”，加强上市公司法人治理结构的建设

上市公司要实现与母公司在人员、资产、财务上的完全分离，防止被母公司操纵，成为真正依法运作的独立实体。母公司

虽然是上市公司的出资公司，但由于子公司拥有独立的法人地位，因而母公司虽然可以获得自己所出资的资本的资产收益，也可以派产权代表，但不能随意直接动用子公司的人，更不能直接随意决定子公司的经营战略和制度安排。法人地位原则决定了母子公司的各自地位，以及它们之间的组合程序。

✿ （二）完善上市公司的法人治理结构

1. 提高董事会的质量。董事会的质量不高是导致上市公司弄虚作假或亏损严重的重要原因。董事会不仅代表控股股东的利益，而且代表企业和中小股东的利益。要逐步完善董事会的工作程序，加强董事会对经理层的监督，引入独立董事，且其在董事会中的席位不少于董事会席位的三分之一，从而可以使其有能力去有效协调各种不同利益主体的相互关系，保护中小股东的利益不受侵犯。

2. 强化监事会的职责。具有国有资产监督职能的监事会应该通过由股东选举的内部监事和由专家学者组成的外部监事联合监督并辅以相应的责权利，以维护监事会的权威，强化监事会的监督职能，确保国有资产的保值增值。

3. 通过经理人市场选拔优秀的经理人。经理层作为企业经营决策的执行机构，应通过市场来选拔，一方面市场的竞争有利于公司对高级雇员的约束，另一方面他们也不敢做违反法律的事，因为一旦他们因欺诈、舞弊等行为而被公司解雇，他们就很难重返这个市场而获得再次被雇用的机会。

4. 规范上市公司的内部管理制度。必须在上市公司内部建立健全决策、执行和监督体系，规范和完善上市公司的各项内部管理制度，使股东大会、董事会、监事会和经理层之间真正做到分工明确、责任落实、各负其责、各尽其能，从而建立一套保证公司规范运行的规章制度、制衡机制和运行机制。

5. 要进一步提高公司的透明度。上市公司必须做到真实、准确、完整、及时地披露年度报告、中期报告、临时报告和公司的重大事件。避免大股东利用上市公司作恶意抵押担保或利用关联

关系进行损害中小股东利益的关联交易等。

✎ (三) 加快国有股减持的数量和速度, 解决上市公司股权结构中“一股独大”的问题

我国的上市公司大部分都是由国有企业改造而来, 普遍存在国有股“一股独大”的现象, 内部人控制现象严重, 从而使得其他股东不可能在真正意义上对大股东形成约束, 关联交易严重, 大股东可以随意调节利润和占有上市公司的资产。因此, 应该通过各种方式逐渐减少国有股的份额, 增加法人股和流通股的数量, 消除“一股独大”的现象。

✎ (四) 完善上市公司信息披露制度

信息披露制度的不完善, 成了某些上市公司进行不法关联交易的温床, 因此我们必须高度重视, 保证证券市场的健康发展。第一, 要进一步完善法律法规, 从会计、审计等多方位进行规范, 尽量减少企业的“发挥空间”, 避免个别大股东玩“擦边球”。第二, 要强化证监会对上市公司的监督力度, 使那些靠玩花招而上市的企业无利可图, 应该采取勒令内部整顿、进行处罚甚至暂停上市等手段加以处理, 并且要加大对信息披露不详或不实的惩罚力度, 充分利用和发挥社会各界的监督力量, 进一步加强对上市公司的一线监管。如建立上市公司资信信息网、上市公司失信举报电子信箱等。第三, 强化中介机构执业行为的监管和执业质量的考核, 加大对违规中介机构及其责任人员的处罚。律师事务所、会计师事务所等中介机构务必遵守行业规则和职业道德, 依法公正地履行各自义务, 提高工作质量, 为上市公司的规范运作提供公正的服务。第四, 要让上市公司加强行业自律, 维护良好的社会与公众形象, 切实对广大中小投资者尽到责任。

参考文献

1. 猴王是如何衰落的? 国研网, 2001 - 7 - 25,

www.drcnet.com.cn/DRCnet.common.web/docview.aspx?docid=-5188&leafid=232&chnid=207

2. 王醒, 刘希敏. 上市公司财务分析及其应用. 上海证券报, 2003-10-30

3. 肖星. 上市公司财务问题及其分析. 北京: 中国计划出版社, 2002

强盗骗子，掏空南洋

——南洋公司被掏空

案例目标：南洋公司的两任控股股东对公司资源的掠夺让人触目惊心。本案例通过对南洋公司掏空案例分析，揭示控股股东的道德风险对上市公司财务失败造成的严重影响，案例同样也反映了控股股东为民营企业或者自然人的上市公司，如果不加强公司治理，中小股东的利益同样得不到有效保障。

南洋公司的
昨世今生可谓
沧桑巨变。

1994 年度曾被评为中国最大 300 家股份制企业之一，主营业务收入为 2 亿多元，经济效益在海南省海运企业中名列前茅的海南南洋船务实业股份有限公司，在 2000 年、2001 年竟然连续两年主营业务收入为零，落魄到没有安身之所，甚至管理层办公也要四处流浪的窘境，终于自 2002 年 5 月 29 日起终止上市。而所有的这些变化都不得不从它的大股东变更说起。1996 年变更后的大股东是一个强盗，他对南洋公司采取的是赤裸裸的掠夺；而 2001 年变更后的大股东是一个骗子，他故作姿态地向公司注入所谓优质资产，这只“披着羊皮的狼”曾经欺骗了不少善良的投资者的。

一、公司基本情况

南洋公司的前身为海南省南洋船务有限公司，成立于 1989 年 2 月，隶属于海南省海运总公司，注册资本 150 万元，主要经

营海上运输业务。截至1992年底，公司资产总值达1.4亿元，其中资产净值1.05亿元，实现利润840万元，其经济效益在海南省海运企业中名列前茅。1992年8月8日，经海南省人民政府股份制试点领导小组办公室批准，由海南省海运总公司、中国银行海口信托咨询公司、中国人民保险公司海南省分公司、海南华荣文化实业有限公司、海南宝岛企业（联合）公司五家公司作为发起人，以定向募集方式吸收法人和内部职工股改组成定向募集公司。1993年6月8日，公司股东临时会通过《关于调减海南南洋船务实业股份有限公司总股本的特别决议》，将总股本10 000万元按股东持股数等比例调减为7 500万元。公司于1993年6月20日在海南省工商行政管理局变更登记。

南洋公司曾经是一个很风光的企业。

公司主要业务有两大类：一是海上运输业务，包括集装箱、散杂货及石油的运输；二是石油仓储销售业务。海上运输和石油仓储销售业务收入占本公司收入的90%以上。公司是海南省大型船务公司之一，拥有各种货轮、集装箱轮、油轮11艘，是海南省规模最大的油轮船队，承担了海南省近70%的石油运输任务。它充分发挥了油轮船队的运输优势，大规模兴建海南环岛石油仓储基地，形成了石油运输—仓储—销售一体化的经营格局。

二、亏损之路

南洋公司是1994年上市的。数据显示，在上市的当年，公司主营收入为2亿多元，净利润为4 200多万元，每股收益为0.35元。可是，公司上市并没有成为大发展的起点，相反，上市不久业绩就开始大幅下滑，而且自此“一发而不可收”。到1995年，主营收入下降为1亿多元，净利润下降为2 100多万元，每股收益0.16元，减幅达到50%；1996年更是每股亏损0.17元。在1997年依靠新增三条散装液体化工品船曾经取得盈利3 700多万元，可是好景不长，南洋又回归到一亏再亏的老路上。到2001年，因前面三年连续亏损，被暂停上市，实施PT处理。从2000

南洋公司上市后业绩不断滑坡，很快到了砸锅卖铁的境地。

年开始，公司业务陷入停顿状态，连续两年公司的主营业务收入和利润均为零。同时公司还因担保问题而官司缠身。据统计，所牵涉的官司达 200 多起，公司净债务超过 4 亿元。2002 年公司的办公地已被法院查封，只得搬到大股东海南成功投资有限公司出借的场地办公。2002 年 4 月 26 日，PT 南洋的 62.58% 日跌幅，创下了 PT 制下的跌幅纪录。南洋的经营绩效趋势见表 1 及图 1、图 2。

表 1 PT 南洋经营绩效趋势分析

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
每股收益 (元)	0.35	0.16	-0.177	0.15	-0.63	-1.15	-0.16	-0.174
每股净资产 (元)	2.43	2.13	1.776 6	1.33	0.69	-0.54	-0.89	0.74
主营业务收入 (万元)	23 281.87	13 264.66	10 454.27	26 798.03	12 038.03	5 426.65	0	0

注：2000—2001 年每股净资产的大幅度增加，主要是由于该年度债务重组导致的资本公积大幅度增加，从 7 291.97 万元增长到 25 537.83 万元。

南洋的经营绩效各项指标都在不断恶化。

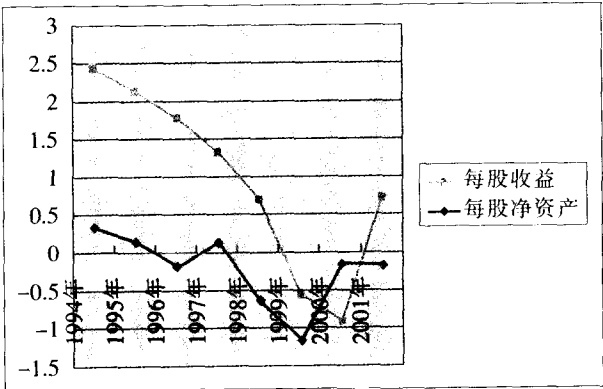


图 1 PT 南洋经营绩效趋势分析 (单位：元)

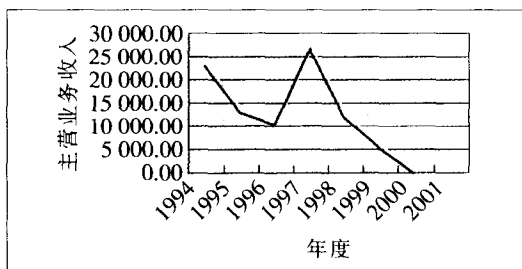


图2 PT 南洋主营业务收入趋势图 (单位: 万元)

三、南洋缘何走向不归路：来自管理层的分析与讨论

下面摘录了各年度公司管理层的分析和讨论的资料，从中我们可以看出他们是怎样把南洋公司财务失败的主要原因推向客观因素的。

管理层分析亏损原因总是把客观原因放在首位。

1. 受国内宏观经济调控影响（1996 年年报、1998 年年报），以及东南亚金融危机、印度与巴基斯坦核竞争的影响（1998 年年报），航运市场出现了严重滑坡，亏损面和亏损额增加。其中 1996 年公司全年减少收入 2 177 万元，使经济效益大幅度下滑。

2. 石化经营困境。由于不法商人大量走私进口成品油（1996 年年报）以及公司在 1993 年投资建设海口油库时，未立项、未报建、未验收，严重违反了建设管理条例，被有关部门责令关闭停业，给公司造成难以挽回的经济损失（1998 年年报）。“海口油库”因消防安全不合格未获准经营资格，被停业整顿。“八所油库”出租 8 个月，后因转让未果而暂停，已重新寻求受让对象（1999 年年报）。

3. 资产清理损失。公司处理了“海鹰”、“福翔”、“南海 103”、“南海 104”等 4 艘老旧船，造成固定资产清理及相关费用损失达 865.35 万元，同时减少了一部分运力，收入也相应减少。由于市场需求发生变化，公司为了盘活资金减少更大的亏损，削价处理了积压滞销的商品，造成 269.7 万元的亏损，使原预测利

看起来售卖船只是管理层为改善经营业绩不得已而为之。

润指标得不到实现（1996 年年报）。

大量的不良资产使公司经营陷入困境，公司处理 1996 年前遗留问题造成 6 321 万元的亏损（1998 年年报）。公司主要从事的化工品船舶运输方面，由于国际运价急剧下滑，收入剧减；国内航线小型船舶或受政策限制停顿，或因各种原因被扣押；新造化工品船因自筹资金不到位和境外贷款受阻，2 艘被日方收走，2 艘被迫转让清偿境外债务，还有 5 艘被拍卖和变卖，以偿还境内外债务，余下 4 艘船舶也因涉及债务于 2000 年被扣押并被拍卖处理。至此，海运业务已名存实亡（1999 年年报）。公司报告期末总资产 20 731.15 万元，比期初减少 12 883.66 万元，缩水 40%，主要是被迫处理境内外资产的损失（2000 年年报）。

投资失败使南洋的经营困境更是雪上加霜。

4. 投资失败。房地产业长期低迷不振，使其原计划在 1996 年实施的项目未能如期实施，从而也未能完成计划利润的指标。相反，由于过去的投入未能及时收回，造成财务费用、管理费用的增支。而房地产热的降温，建材市场严重萎缩，使其在 1996 年试产、投产的铝制品厂严重亏损，为了避免造成更大损失，公司及时关停了铝制品厂。工业项目这一新增亏损因素是当时没有预测到的（1996 年年报）。房地产方面，原投资 2 778 万元的国信中心项目被法院判决以 1 563.71 万元还债（1999 年年报）。

四、透视南洋失败：控股股东难辞其咎

把南洋公司第一任控股股东和第二任控股股东的老底揭开后，相信读者都会为南洋公司捏一把汗。

对南洋公司深入研究可以发现，南洋公司末路之旅是从 1996 年开始的。在这一年发生了引人注目的公司控制权更替，即公司第一大股东由海南省海运总公司变更为海南成功投资有限公司。1996 年 5 月 28 日南洋公司总裁由海南成功的大股东陈涛担任，其胞弟陈师则担任总裁助理，两人于 2000 年因诈骗罪被捕。2004 年 1 月 9 日，原副总裁刘文涛因职务侵占罪、诈骗罪、妨害清算罪、诽谤罪被正式逮捕。2001 年上海华宇融受让海南成功投资 80% 股权，间接控股 PT 南洋。2002 年华宇融东窗事发，因涉

嫌重大经济诈骗被公安局查封，主要责任人在逃。控股股东和公司高管信用如此恶劣，而相关监控制度又形同虚设，南洋公司日薄西山当在意料之中。本文认为，南洋公司的财务失败病根就在于控股股东恶性资本运作和该上市公司严重的内部人控制。下面让我们观察南洋公司的控股股东和其上市公司代表人是如何肆无忌惮地进行资本运作的。

（一）强盗当家：海南成功投资的资本掠夺

1. 海南成功投资的股东庐山真面目

2003年8月13日，海南省工商局内资处出具了一份名为《海南成功投资有限公司登记情况及调查结果》的报告。该报告显示，海南成功公司于1995年2月2日设立登记，注册资本为10 000万元，股东为武汉长城实业总公司和陈涛，各出资5 000万元。报告指出，海南富华会计师事务所会字[1996] 004号文，验资注册资本金到位6 000万元，2003年8月5日当事人会计师林发聪证明验资报告系本人编写。同时经中行证实该报告附件、进账单2张、存款证明1张，涉及金额5 050万元，均无交易流水的记载，进账单和存款证明也不是该行出具。1996年4月，公司股份的组成为：武汉长城实业（30%）、北京银士达龙城高科技集团（40%）、陈涛（30%）；1998年9月，北京银士达龙城高科技集团变更为北京银士达经贸发展有限责任公司，具体为武汉长城实业总公司出资4 200万元，北京银士达经贸发展有限责任公司出资5 600万元，陈涛出资4 200万元，法定代表人厉建中。但经过海昌会计师事务所核实，仍然是私刻该所公章，伪造了银行进账单。1999年11月，北京银士达经贸持股70%，武汉长城实业持股30%。随后，至2003年7月，成功投资股东犹如过眼云烟，变更频繁，但无一不是采取伪造银行进账单和会计师事务所的验资报告，这令海南省工商局也感到诧异。2003年7月21日，海南省工商局为成功投资办理了第六次变更手续，变更后的股东为上海华宇融投资公司出资11 200万元，武汉长城公司出资2 800万元。成功投资现两大股东上海华宇融投资和武汉长城公

成功投资从注册之日起就充满着欺诈和骗局。

司，前者涉嫌经济诈骗 2002 年被上海警方查封两年，主要责任人在逃；后者被武汉市工商局于 2002 年 5 月 17 日吊销营业执照。与以上事实相对应的是，海南省审计厅 2000 年 8 月 1 日对 PT 南洋出具的《审计报告意见书》指出：成功投资“实际上是为了收购海南 PT 南洋船务实业股份公司而成立的，没有经营业务”。

2. 海南成功投资对南洋公司的高层控制

海南成功投资对南洋公司的实质性控制是通过向南洋公司派驻高管人员完成的。自 1996 年 5 月 28 日到 1999 年 5 月 28 日，海南成功投资的大股东陈涛担任琼南洋公司的董事长（总裁）；其胞弟担任总裁助理。2001 年 6 月，上海华宇融系的核心人物，海南成功的大股东，PT 南洋的间接控制人，沈士渊就任 PT 南洋董事长。其后董事长则由上海华宇融系另一核心人物陈伟卿的主要助手范运海担任，其另一助手沈惠萍则担任 PT 南洋的财务总监。

3. 海南成功投资对南洋公司的资本掠夺方式

（1）股权受让中的猫腻。1996 年，成功投资受让琼南洋 26.7% 股份，成为第一大股东。其后，琼南洋法定代表人先后有陈涛、厉建中、范运海等。目前，陈涛涉罪在押，厉建中也早在 2001 年全身而退，而范运海则车祸身亡。彼时琼南洋刚上市半年，业绩良好，此间的资产评估，却是三易其稿，将每股净资产一再压低，最后，直接造成了 2 000 多万元国有资产流失。

（2）合谋操纵上市公司股票。1996 年成功投资入主南洋不久，就开始了“非凡的运作”。其第一笔可观的财富来源于对股权进行抵押和利用上市公司信息对二级市场股价进行操纵。1996 年 5 月 21 日，成功投资将刚刚到手的 3 967 万股 PT 南洋股份抵押给中国银行海南分行，贷到款项 240 万美元。随后，成功投资即与国泰证券签订了一纸操作南洋股票的协议，约定甲乙双方按照 4：6 的比例共同出资操作琼南洋股票，相互承诺在操纵股票上双方应做哪些配合。琼南洋股价由 1997 年 6 月 6 日的 6.53 元，狂涨到 8 月 29 日的 14.17 元，庄家此间获利巨大。据 PT 南洋一份举报材料透露，成功投资在操作“琼南洋”前后共赚取数亿元

的利润。而这种操作方式基本是靠上市公司向公众投资者提供虚假信息，然后二级市场再拉抬股价。2000年8月1日，海南省审计厅的《审计报告征求意见稿》审计结果显示，1996年琼南洋虚增销售收入5 000万元，1997年虚增销售收入1亿元。

(3) 低价售卖上市公司资产。南洋公司(0556)前任总裁陈涛及总裁助理陈师，因涉嫌信用证诈骗，于2000年8月15日被海口市人民检察院批准逮捕。海南省审计厅在对陈涛等人进行离任审计时发现了大量涉嫌经济犯罪问题。陈涛在1996年5月28日至1999年5月28日担任ST南洋总裁期间，利用职务之便，大肆以权谋私，致使公司巨额资金去向不明，大量资产流失，经营严重亏损。从1999年下半年至今，南洋公司已发生诉讼案件199起，后来又增加3起，公司所有资产包括船舶、房产、车辆和其他固定资产无一不被拍卖、抵押。随着问题的不断暴露，陈涛给南洋公司造成的恶劣后果难以估量。见图3及表2。

海南成功三大罪状，其中最后一条是最为触目惊心的。

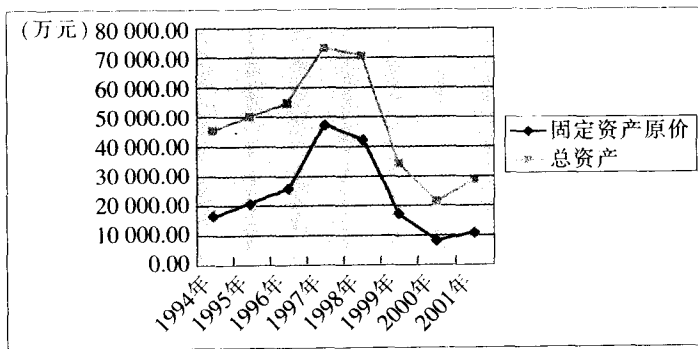


图3 PT南洋固定资产及总资产存量变化趋势图

表2 PT南洋固定资产及总资产存量变化趋势图 单位: 万元

项目 \ 年度	固定资产 原价	总资产	流动负债 合计	长期负债 合计	负债合计
1994-12-31	15 557.22	44 333.24	3 528.97	11 624.04	15 153.00
1995-12-31	20 357.62	49 346.60	6 215.58	13 921.06	20 136.64
1996-12-31	25 047.36	54 053.49	7 253.73	17 342.02	24 595.75
1997-12-31	46 768.50	72 730.72	14 731.58	24 664.30	39 395.87

固定资产与资产总额同步快速下降。

续前表

项目 \ 年度	固定资产 原价	总资产	流动负债 合计	长期负债 合计	负债合计
1998-12-31	41 463.03	70 213.23	23 096.95	29 855.07	52 952.02
1999-12-31	16 422.08	33 614.81	23 977.86	23 227.24	47 205.10
2000-12-31	7 573.82	20 731.15	24 716.76	18 241.16	42 957.92
2001-12-31	10 126.56	28 070.67	9 423.42	168.08	9 591.49

从以上图表可以看到,从1997年开始,公司的固定资产迅速下降,到2000年末,公司的固定资产(原价)竟然不及1997年固定资产的1/5,售卖固定资产的速度不可谓不快。按照正常逻辑,在企业负债总额不变的情况下,资产的售卖只不过是资产的一种形式变成另一种形式,资产总额并不会大幅度降低。但是从以上图表看到,总资产变化趋势与固定资产的变化趋势惊人地一致,这说明固定资产的售卖直接导致了公司资产的重大流失。南洋公司售卖船只情况见表3。

表3 南洋公司出售部分船只一览表

购买/出售 时间	资产名称	原价 (净价)	出售价格	出售损失	备注
97/99	四艘化工品船	9.537亿日元	0	9.537亿日元	全部转给金亚太
96/97	“顺宝”轮	608万美元	132万美元	476万美元	偿还荷兰银行债务
96/97	“建中”轮	618万美元	136万美元	482万美元	转让给金亚太,偿还东方汇理银行债务
96/97	“新南洋一号”轮	1 020万美元	485万美元	535万美元	转让给金亚太,以偿还法国银行债务

南洋公司将公司的主要船只以低价处理给了金亚太,其中的原因不言自明。

注:该表所有数据均来自于上市公司年报。

公司1997年在日本订造的四艘化工品船总投资86.03亿日元,其中自筹19.15亿日元,拟在境外融资66.08亿日元。截至1999年6月30日共支付9.5375亿日元,由于自筹资金缺口9.6125亿日元未付,境外融资未落实,两艘8500吨级船舶因未

支付二期 3.87 亿日元船款而违约被日方收走。董事局和股东大会决定将订造的两艘 11 500 吨级化工品船及其在境外设立的四单船子公司一并转让给金亚太国际有限公司。因此，公司之前所投入的 9.537 5 亿日元全部损失。公司董事局和股东大会做此决定，其目的是避免因违约而产生的连带经济责任和因日元汇率上升而给公司造成更大的经济损失。（举报材料称：PT 南洋新加坡公司和 PT 南洋建中公司曾经从法国东方汇理银行和荷兰银行分别借得款项 782 万元和 138 万元，折合人民币 6 481 万元和 1 100 万元，这两笔款项均已预付给日本某造船公司，本质上为公司待结算资产，但金亚太公司仅付少数尾款就获得了四艘新船。不仅如此，PT 南洋在与金亚太公司签订转让合同时，又为金亚太公司对这部分尾款的融资贷款进行了担保，并倒找给金亚太公司 300 万美元的代垫款。）

1996—1997 年，公司以 608 万美元购进的“顺宝”轮，经董事局批准以 132 万美元变卖偿还荷兰银行债务；以 618 万美元和 1 020 万美元分别购进的“建中”、“新南洋一号”轮经董事局和股东大会决定，转让给金亚太国际有限公司，其中“建中”轮已变卖 136 万美元，偿还法国东方汇理银行债务；“新南洋一号”转让正式手续延至 2000 年 1 月已冲抵所欠法国银行 485 万美元债务。至此，境外银行债务基本清理完毕，处理上述三艘船舶共亏损 1 811 万美元。

PT 南洋的高层还透露，“成功投资既无资产也无任何业务，实际上所谓的资产重组，也就变成了单方面的出卖资产的行为。而在出卖资产过程中，没有进行严格的资产评估和竞价拍卖，许多资产都是以不可思议的低价卖给了关联方，导致公司巨额资产在短短的几年间流失殆尽。”海南省审计厅 2000 年 3 月 29 日出具的对 PT 南洋的《审计报告意见书》中指出，公司在以上船舶处理过程中，“损失合计约 11 104 万元”。

一份举报材料显示^①，PT 南洋新加坡公司总资产为 6 630 万

审计厅的审计报告对公司售卖资产作了注解。

^① 见邹光祥：《背后黑幕比肩银广夏 PT 南洋 10 亿资产流失》，《经济观察报》，2003-09-22。

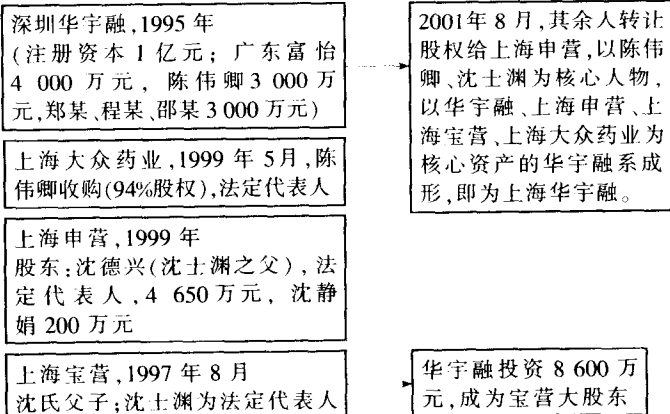
元,实际对外负债 1 834 万元,公司实际净资产为 4 795 万元,以 1 美元的价格卖给了金亚太公司;PT 南洋香港公司总资产为 3 358 万元,实际对外负债 142 万元,该公司实际净资产为 3 215 万元,以 1 美元价格卖给了金亚太公司;PT 南洋万锋公司总资产为 3.3 万元,实际对外负债 1.95 万元,该公司净资产为 1.35 万元,以零价格转让给了金亚太公司;PT 南洋建中公司总资产为 8 757 万元,实际对外负债 530 万元,长期借款 1 152 万元,已合并于母公司,不承担偿还责任,因此该公司实际净资产为 8 226 万元,也是以 1 美元转让给金亚太公司。至此,PT 南洋所属的境外 27 796 万元的巨额资产,最终以几美元的价格转让给金亚太公司。知情人指出:“金亚太几乎参与了琼南洋所有境外资产的处置,它和上面提到的香港新中原国际(集团)同掌握在一个叫程辉的人手中,他和 PT 南洋的前董事长、成功投资的前两任股东北京银士达高科和北京银士达经贸有千丝万缕的关系。”

就这样,好端端的一个上市公司惨遭劫掠,濒临绝境。

➡ (二) 骗子理财: 华宇融的金融诈骗

一个恶性案件刚刚结束,另一个案件又要开始了,这一次粉墨登场的是华宇融。

1. 华宇融原形



(1) 2001 年 4 月, 重庆富隆实业有限公司和重庆富广分别收购了成功投资全部股份, 分别持股 80% 和 20%, 法人代表变为陈

伟卿的助手范运海。范的出现表明华宇融已经与成功投资联手。

(2) 2001年6月，华宇融通过协议受让方式，取得海南成功投资有限公司80%的股权，间接控股PT南洋，沈士渊就任PT南洋董事长。他对外宣称要采用资产置换甚至直接拿出现金的措施，重组债务致力扭亏。

(3) 沈氏家族（沈士渊，沈德兴）方面，得力助手主要是王强和冯廷斌；而陈伟卿的主要助手是范运海和沈惠萍（女，虽姓沈，但据了解和沈士渊家族无血缘关系）。范运海为现任PT南洋董事长，2002年7月，因车祸突然死亡。沈惠萍曾出任华宇融的财务总监、大众药业的财务副总经理以及PT南洋的财务总监，PT南洋董秘反映，现在沈惠萍已失踪。

2. 华宇融骗贷

1999年至2002年年初，骗贷嫌疑人沈士渊（前“PT南洋”董事长、“上海宝营”法定代表人）、沈德兴（“上海申营”法定代表人、沈士渊父）、陈伟卿（“大众药业”法定代表人）、冯廷斌（“上海华宇融投资发展公司”法定代表人，原“上海宝营”员工）等，借助上海申营、上海华宇融、上海宝营、大众药业等公司作为融资平台，通过相互担保、宝钢系统票据贴现等手段，从各银行骗贷。

据司法系统人士证实，案发时，沈士渊、冯廷斌等已向境外转移财产并离境，关键人物之一陈伟卿已经失踪。据调查，目前被华宇融系骗贷的银行至少包括工商银行上海分行、农业银行上海分行、中国银行海南分行、建设银行上海分行、华夏银行上海分行、招商银行上海分行、上海银行、民生银行上海分行、深圳发展银行上海分行，其融资规模高达4亿元。其中，在上海地区已经立案的骗贷金额就高达1.8亿元。上海华宇融2002年因涉嫌重大经济诈骗已被公安部门查封，主要责任人在逃。骗贷嫌疑人、PT南洋控股方，上海华宇融投资发展有限公司（以下简称“华宇融”）作为被告浮出水面。原告则包括工商银行、华夏银行、招商银行、深圳发展银行等多家银行在上海的分支机构。知情人士透露，华宇融系实际控制人沈德兴、沈士渊、冯廷斌、陈

华宇融是一个
诈骗高手。

某等均已离境或失踪，数亿元资金已全部转移至境外。

3. 华宇融针对南洋的资本运作

(1) 三种资产重组武器。取得 PT 南洋的控股权后，沈开始了一连串的重组动作，重组的“三种武器”则分别是资产置换、债务重组和利润输送。2001 年 11 月底，华宇融在南洋的股东大会上提交了将“上海大众药业许昌生化有限公司 99% 的股权”及“上海大众药业 94% 股权”置换进入 PT 南洋两项议案，由于土地证手续不全及担保等问题，只有前者获得通过。

华宇融在取得控股权之后的资本运作蒙蔽了不少投资者。

为减少 PT 南洋的债务负担，华宇融还对 PT 南洋进行债务重组。2001 年 7 月 11 日，PT 南洋发布公告称，将其 95% 的银行负债共 18 398 万元剥离给海南成功投资有限公司，并分别与 PT 南洋的主要债权人中国银行海口分行、中国信达资产管理公司海口办事处、中国工商银行海口洋浦分行签订了债务转移协议，PT 南洋仅承担剩余的 5% 银行债务，由华宇融出面，对剥出 PT 南洋的债务承担担保责任。

为了有效地输送利润，华宇融将其控股的上海大众药业公司和许昌生化公司、上海宝营交给多年来经营不善的 PT 南洋管理，每月向 PT 南洋支付托管费共计 600 万元，由此，PT 南洋在报告期内取得 441.35 万元的“其他业务利润”。

(2) 华宇融舞剑，意在何处：高价售卖控股股东资产。华宇融对 PT 南洋的重组，其两块核心资产是大众药业和许昌生化，那么这两块资产到底如何？

■ 大众药业

上海大众药业系在上海市工商局注册登记的有限责任公司，成立于 1995 年 6 月，前身为上海第十七制药厂和上海大众制药厂，注册资本人民币 6 000 万元，公司法定代表人陈某（已被公安机关证实失踪）。

根据中华财务会计咨询有限公司做出的审计报告，大众药业 1998 年亏损 1 992.2 万元，1999 年亏损 2 104.14 万元，2000 年亏损 876.27 万元。直到 2001 年上半年，该公司才实现利润 121.65 万元；而截至 2001 年 6 月 30 日，公司未分配利润为

—6 179.16 万元。2001 年 8 月 20 日中华财务会计咨询有限公司进行评估时，给大众药业评出了 6 934.34 万元的净资产，并以此作价置换进了 PT 南洋。

■ 许昌生化

华宇融的另一块“优质资产”是许昌生化。许昌市税务部门一位不愿具名的官员透露，华宇融所谓的许昌生化，就是该公司 1999 年在河南许昌收购的原许昌市柠檬酸厂，后大众药业也参与收购，该公司更名为上海大众药业许昌生化有限公司。华宇融和许昌地方政府联系，经“反复洽谈，终于以 2 500 万元的出资达成了出售和购买协议”。华宇融支付了首批 300 万元资金。但许昌市地税部门这位官员介绍说，许昌柠檬酸厂内至今“长满了草，基本处于停工状态”，据他所知，上海华宇融从未向许昌方面支付剩余的 2 200 万元资金。

在 2001 年 8 月为重组 PT 南洋而提交的法律文件中，上海大众药业许昌生化有限公司已经改头换面：成立时间为 1999 年 12 月 15 日，注册地址河南许昌市文峰路 131 号，法定代表人古超然，注册资本人民币 8 500 万元。“公司拟生产的主要产品为维生素 B12，尚未正式投产”。在 2001 年 6 月 14 日出具的《盈利预测审核报告》中，上海众华沪银会计师事务所已经为许昌生化的维生素 B12 生产线预测了 2001 年 9—12 月的利润。该报告预测，B12 生产线可以在年底 3 个月实现 3 055 万元收入和 1 365 万元净利润。2001 年 8 月 20 日，中华财务会计咨询有限公司为许昌生化评估，得出该公司净资产值为人民币 9 988.97 万元，作价注入上市公司。

五、总结

PT 南洋是民营企业恶意收购、控制并掏空上市公司的典型案例。在这个案例中，我们看到了太多的欺骗与掠夺。控股股东海南成功自设立之初就充满了欺诈和舞弊，当它将贪婪的目光瞄准了上市公司并取得其控制权之后，后果是可想而知的。尽管如

此，它套利上市公司外部股东和债权人利益的速度、规模都是惊人的，简直让人匪夷所思。这说明简单地减少国有股的比重，或者将国有上市公司出售给民企并不能解决问题，加强上市公司治理的制度建设非常重要。而上市公司的最后控制性股东尽管看起来实施了雷锋式重组，给其他股东带来了希望，但是这种希望实质上是虚幻的，该控股股东的根本目的是高价向上市公司兜售关联公司劣质资产，更多地套利外部股东和债权人利益。如张文魁所言：“新入主者娴熟地运用自我交易先将利益转移进入上市公司，使上市公司在账面上改善资产质量和虚增利润，并获得配股资格或获得贷款，一旦完成配股和得到贷款，又通过自我交易将资金从上市公司转移出去，从而使上市公司变成一个空壳。”

南洋公司的失败实质上是上市公司治理的失败。当控股股东存在道德风险，通过向公司派出管理层控制上市公司时，公司的其他投资者、债权人以至于政府监管部门都不能采取有效的措施制衡控股股东。在整个运作过程中，我们没有听到来自公司内部的不同声音，即没有上市公司的独立董事、上市公司的监事会对公司的决策提出过公开质疑。证券监督机构也没有对该上市公司的弱公司治理提出过整改意见。在缺乏强有力的外部规制约束和内部公司治理制度约束之下，外部投资者的利益将如何得到保护？

启示与思考

治理控股股东侵害是保护公司中小投资者，维护资本市场正常发展的一个重要前提。治理控股股东侵害应当从完善公司治理环境、增强公司信息披露、降低信息不对称等方面入手。

➤ （一）完善中小投资者的法律制度

由于中小股东在股权中的弱势地位，不得不采取“理智的冷漠”、“搭便车”等方式，同时管理层和大股东经常漠视或套利中

小股东利益，在这种环境下，采取法律措施保护中小股东利益尤为必要。很多实证研究也表明，法律环境与控股股东私有收益存在显著的相关性，法律对投资者保护越差的国家表现为更高的控制权私有收益。一个有意思的现象是不少研究还提供了普通法系能够比大陆法系提供更好的对投资者保护的证据。大陆法系对中小股东的保护不如普通法系。在大陆法系国家，少数股东利益被控股股东用貌似合理的交易目的套利被认为是与董事责任相一致的，特别是如果控股股东是集团内的另一个公司。自我交易行为按照是否违反法律条文评估，而不是以对小股东的公平为基础。相反，在普通法系国家自我交易案例的司法判决中，交易对小股东是否公平是超越法律条文之上的重要原则。借鉴普通法系治理控股股东套利的经验，我国在涉及中小股东利益的诉讼中遵循条文法的同时，也应当注重公平原则。当具体条文与中小股东保护的道德准则相矛盾时，则应当增加案例判决的灵活性，即以原则和以往判决的经典案例作为判决的根本基础。

为了联合中小股东的力量对抗大股东，还必须改善投票制度，降低中小股东的投票成本，增加中小股东的选举能力。这些举措包括投票权代理、累积投票权制度或者网上投票。当第一大股东的持股比例超过50%或67%时，抑制控股股东套利的法律制度还包括对重要的关联交易事项，必须由流通股和非流通股股东分别表决，由于中小股东往往在流通股股票市场上占优势地位，这种制度创新应当会促进中小投资者的保护。2004年4月，监管部门拟定了《上市公司就有关社会公众股股东重大事项召开股东大会的指导意见》，引入社会公众股股东表决机制。由于流通股股东的分散，类别股东大会的召开及表决权的征集将较困难，因而要求上市公司要为股东提供网络投票的表决方式，并允许社会公众股股东可以向其他股东征集投票权。

✎ （二）抑制信息不对称，加强弱中小投资者保护

降低控股股东与中小股东的信息不对称可以有效地制约控股股东套利，因为控制权的私有收益的根源是信息不对称以及举证

的困难,如果中小股东能够及时发现套利,则有望起诉控股大股东。美国证券市场、波兰资本市场和德国纽尔市场的成功监管,都来自一个共同的因素:证券发行者必须有大量强制性的财务信息披露,信息的准确性,有受到严格监管的金融中介机构强制执行。我国上市公司的信息披露工作仍需要继续加强,建议上市公司应当:(1)强制披露上市公司金字塔式的股权结构和交叉持股情况。这有利于证券监管当局确定上市公司公司治理结构合理性审查的重点。(2)对归属于同一集团控制的上市公司间技术转让与合作进行适当披露,重点披露其决策程序以及相关影响,独立董事的意见等。

减少信息不对称的路径还包括在董事会中增加中小股东的代表或者独立董事,独立董事作用如何发挥仍然是一个需要继续深入研究的问题。为加强独立董事的制度建设,首先,要改革独立董事的任免和报告制度。改革独立董事选拔制度,由原来的控股股东提名改为由证监会通过独立董事数据库随机确定,对独立董事的性质和功能以及其所负的责任进行重新界定,避免由不合格的人员担任独立董事,同时独立董事必须向股东大会报告工作。其次,应当对董事会成员进行功能细分,成立由独立董事组成的审计委员会和战略委员会。审计委员会向股东大会提交审计报告,对公司财务数据的真实性,对法律法规的遵循性以及生产经营活动的有效性进行鉴证,同时披露公司经营中是否明显存在侵害中小股东的行为。

参考文献

1. 赵燕凌. 前副总裁流亡 掀曝 PT 南洋国资流失案一角. 财经时报, 2003-11-17
2. 邹光祥. 背后黑幕比肩银广夏 PT 南洋 10 亿资产流失. 经济观察报, 2003-09-22

主体虚设，金曼血干

——被抽干的“世界鳗鱼大王”

案例目标：这是一个国有股产权主体虚设与终极控股股东严重侵占上市公司利益两者并存的案例。粤金曼案例说明国有股产权主体虚设可能导致的严重后果，本案例的介绍旨在使读者对我国资本市场的特殊治理问题与上市公司财务失败之间建立起关联。

粤金曼地处改革开放前沿的广东，1995 年上市，曾经是“世界鳗鱼大王”，风光无限。然而好景不长，上市仅仅两年之后，公司就一路亏损，窟窿越来越大，2001 年 6 月，粤金曼成为深圳证券交易所第一家退市的上市公司。股票价格从 2002 年 10 月的 3.30 元一路下跌，到了 2004 年 10 月，该公司的股票价格为 0.50 元。粤金曼已是山穷水尽，每股一 10 元的净资产，堆积如山的负债以及担保如同三座大山使粤金曼面临绝境。

粤金曼财务失败给投资者和债权人造成了巨大的损失。

一、公司基本情况

公司前身为成立于 1984 年 12 月的潮州市水产发展总公司，该公司主要经营鳗苗收购、成鳗养殖和烤鳗加工业务，1991 年 2 月 26 日改名为潮州市水产集团公司。1992 年 4 月 28 日，广东省企业股份制试点联审小组、广东省经济体制改革委员会以粤股审

[1992] 26 号文正式批准由潮州市水产集团公司、中国新技术创业投资公司、中国银行广州信托咨询公司、中国农业银行广东省信托投资公司、广东发展银行潮州分行（原广东发展银行潮州办事处）和潮州市信托投资公司等六位法人联合发起，在改组原潮州市水产集团公司的基础上，通过定向募集的方式设立粤金曼公司。该公司为法人和自然人混合持股的内部公司，总股本 6 900 万股，于 1992 年 10 月 1 日在潮州市工商行政管理局注册登记（1994 年 9 月 27 日在广东省工商行政管理局变更登记），注册资本为 6 900 万元。粤金曼公司 1993 年 12 月 27 日新股发行成功，扣除有关费用，共募集资金 20 039 万元。资金运用情况：投资 7 500 万元用于鳗池改造；投资 2 000 万元用于酱油原汁项目建设；投资 2 400 万元用于汕头金曼实业公司 8 000 吨冷冻厂建设；投资 2 200 万元用于温泉特种水产养殖；投资 1 500 万元用于引进欧洲鳗室内养殖设备；归还银行贷款 3 599 万元。1995 年 12 月 27 日，经中国证券监督管理委员会证监发审字 [1995] 86 号文复审同意，公司向社会公开发行面值 1 元人民币普通股 2 300 万股。

自 1984 年以来，粤金曼的前身潮州市水产发展总公司以高创值高创汇的鳗鱼业作为突破口和主产业，沿着高产、高效和基地化、企业化、规模化、农工贸技一体化的道路迅速发展。经过十几年的奋斗，粤金曼公司已形成了以鳗鱼养殖、加工为主，生产、加工、包装、储藏和进出口贸易等系列配套的生产经营格局，成为潮州市的重点支柱产业，跻身于“中国 500 家最大工业企业”、“中国进出口额最大 500 家企业”、“中国 300 家最大股份制企业”行列，也是全国农业系统最大的出口创汇企业。公司 1993 年、1994 年、1995 年（鳗鱼年度）烤鳗生产量和出口量已连续三年居世界首位。

可是，粤金曼的无限风光转瞬暗淡。因世界市场环境的恶化，鳗鱼价格大幅度下滑，经营日渐困难，加上经营管理混乱，以及政府产权主体虚设等原因，造成连续亏损，1999 年粤金曼公司股票被实施特别处理，并被冠名为“ST 粤金曼”。ST 粤金曼

2001年公布了2000年年报，显示公司每股收益为-3.248元，每股净资产为-7.91元，ST粤金曼变成了PT粤金曼。根据中国证监会规定，自2001年4月20日起，ST粤金曼股票开始停牌，成为中国股市继PT水仙之后的第二家，深市首家退市的上市公司。自此之后，粤金曼江河日下，到2005年4月1日，粤金曼的股票价格降到了每股0.40元。PT粤金曼后期主要财务指标见表1。

表1 PT粤金曼后期主要财务指标透视

	2002 末期	2003 中期	2003 末期	2004 中期
每股收益(元)	-0.705	-0.379	-0.874 0	-0.383
每股净资产(元)	-9.163	-9.542	-9.99	-10.40
流动负债(亿元)	15.6	16.1	16.6	17.1
总资产(亿元)	4.3	4.2	4.1	3.9

二、粤金曼的退市之路：从终极控股股东金曼集团说起

金曼集团是粤金曼公司的实际控制方，控制了粤金曼公司的重要投融资决策，它是粤金曼公司的退市之路的引路人。

金曼集团是粤金曼实际控制人，它的品行和管理水平将直接决定粤金曼的未来命运。

➡ （一）金曼集团：虚假的辉煌、混乱的经营管理

金曼集团曾经一度辉煌，然而这种辉煌有着很多水分。1993年金曼集团实际税利为4 000万元，通过提高库存的鳗鱼价格、冲减费用，增大收入虚报为8 000万元。从1994年开始，金曼集团下属养鳗场造假成风，报假库存、假产值、假利润。为了应付有关部门的抽查，临时从附近鳗池借来鳗苗，事后就“完璧归赵”。为了增加企业利润和外汇收入，金曼集团运用了虚增应收账款、长期投资收益、提价虚增商品库存等手段。如1996—1997年间，集团高层与外商私下达成默契，提高烤鳗出口价格，高于实价的部分作为集团的“应收款项”，不向客户收取，由金曼自身消化，最高时应收款达到1亿外币。如1997年投资收益中“香

港潮实有限公司 1 384 万元”等均是纸上财富，账面游戏，实际上分文未收。1999 年底韶关金曼“长期投资”结存 2 800 万元，真实情况是创业两年，注入资金 3 800 万元全部亏空，公司人员狼狈撤回，原有房屋被人盗卖，生产设施腐烂，颗粒无收。如此等等，不一而足。正是凭着虚假的业绩，金曼集团骗取了各级政府的信任，被誉为“世界鳗王”。

金曼集团没有对经营形势进行恰当评估，提出不切合实际的目标。没有严密细致的分析，贸然四处出击，企业摊子越大，风险越大。

金曼集团管理十分混乱，实行的管理机制是“金字塔”型的，多层次、多法人，形成了管理分散、多开口子、各自为战、统而不一的弊端，对基层单位缺乏有效的管理监督。从 1991 年起到 1995 年底的五年时间里，金曼烤鳗厂鳗鱼加工班的职工集体盗窃放养的成鳗，连续几年天天作案竟无人知晓。1995—1998 年，鳗鱼养殖公司下属 10 多个鳗场发生了更大规模的场长带头盗卖鳗鱼案件。

❖ （二）金曼集团的“明星梦”

从金曼集团的管理者到主管鳗业的副市长都梦想把金曼办成一个大型企业集团。1993 年金曼开发“十大项目”；1995 年 10 月，在北京举办金曼战略新闻发布会；1996 年 6 月“金曼战略研讨会”召开。这些项目和会议均描述了宏伟蓝图：“2000 年工业产值突破 100 亿元”，“进军云南，再造一个金曼”，“跨区域经营，实现第二次创业”。

政府越位了。

1996 年初，在潮州市主管鳗业的副市长直接指挥下，金曼集团的高层领导改变金曼管理体制，成立“金曼集团股份有限公司鳗业管理中心”，将鳗业范围内的所有企业，包括鳗鱼养殖公司、烤鳗厂、种苗饲料厂、酱油厂、驻外经营单位等的人、财、物统统归中心直接管理、指挥和调度。

金曼集团的辉煌梦想可惜永远只能停留在纸上，在金曼集团的十个项目中，流产的企业有金曼啤酒厂、饶平烤鳗厂、金曼花园三个；停产停业的企业有金霸电子厂、金曼茶叶饮料厂、金曼韩江电子厂、金曼营养食品厂、金曼健身中心五个；股权转让的企业有金曼食品工业有限公司。其中金霸电子是 1996 年金曼集

团的子公司——粤金曼集团主要以土地出资，与一家台湾企业合资成立，生产电脑显示器，项目刚启动，台湾老板突然抱病身亡，整个项目全部落在粤金曼集团身上。据悉整个投资二三亿元，生产出的产品又没有销路，金霸电子因此陷入停产状态。还有金曼大酒店，据说投资1亿多元，从开业就不是很景气。

金曼集团的企业组织改革也与管理者的初衷背道而驰。1996年底集团营运出现危机，企业无力还税，主管金曼的副市长出面召开市内各家银行首脑会议，下达“死任务”，由与会五家银行分摊、借款给金曼支付国家税金4000万元，金曼集团因此得以借款度日。金曼集团资金捉襟见肘，但它还在做着明星梦，赌徒心理还在继续膨胀，梦想能够通过一次成功的投资转败为赢，问题是资金从何而来？

金曼集团还有一个潜在的资金缺口没有弥补。为了成就“鳗王”的伟业，20世纪90年代初期，全国掀起一片集资热潮，粤金曼集团也开始在企业内部集资，主要是在每年的春节前后，因为这一季节需要大量资金收购鳗苗。凭借“金曼”的品牌和企业的良好效益作信誉，集资越滚越大，高利率吸引了越来越多的人，从企业到社会，形成滚动集资。这样一直持续到1998年，有关部门开始明确禁止这一活动，集资戛然而止。然而投出去的钱，已变成沉淀的资产，尤其是后来鳗鱼市场低迷，沉淀的资金更是无法盘活，集团效益每况愈下，拿什么钱去还集资款？

❖ （三）向上市公司伸手

1. 取得上市公司控制权

从上市公司粤金曼公布的股权结构来看，粤金曼的第一大股东是潮州市国资局，是典型的国有控股公司。金曼集团并不是粤金曼的母公司，甚至在公司前十大股东中也没有出现金曼集团的身影。那么金曼集团是如何获得粤金曼控制权的？外部股东对此实际上并不知情，然而，粤金曼1998年的审计报告现出了端倪：“广东金曼集团（控股）有限公司（以下简称‘金曼控股公司’）经潮州市人民政府潮府函[1996]9号文批准授权经营贵公司的

母公司的主要管理决策人员同时也是上市公司的主要决策人员，严重地违反了证监会关于上市公司三分开的规定。

国家股股权，金曼控股公司的主要管理决策人员亦同时为贵公司的主要管理决策人员。截至 1998 年 12 月 31 日，贵公司对金曼控股公司的应收款项达人民币 710 438 267.73 元。”

由于注册会计师无法确定上述事项对粤金曼公司会计报表整体反映和持续经营能力的影响程度，因此出具了拒绝表示意见的审计报告。

审计报告至少反映了两个方面的信息：一是占总股本 29.3% 的国资局从 1996 年起就把这部分国有股权长期委托给金曼控股集团集团公司经营，而且金曼集团的主要管理决策人员同时为上市公司的管理人员，因此金曼集团得以牢牢掌控了上市公司的财务和经营决策。公司与粤金曼集团之间一直实行两块牌子一套班子，办公在一起，都在金曼大酒店，决策在一起，公司的领导更是集团的领导，自然带来“提款”的方便。集团严重违反国家有关规定和公司章程，对公司的资金一起“统筹安排”进集团，用于投资其自己的新项目。改制不彻底、运作不规范，使粤金曼成为集团的“提款机”，金曼集团到上市公司拿钱，就如同把钱从左口袋放到右口袋那么容易。

二是至 1998 年底，上市公司资金被金曼集团占用的金额已经相当庞大（除了金曼集团的担保），达到了 7.1 亿元，分别达到同期主营业务收入的 205%，股东权益余额的 156%（同期主营业务收入为 3.47 亿，股东权益余额为 4.53 亿元）。也就是说，金曼集团已经将所有股东在企业的投资资本以及产生的盈余从公司全部提走，这样还不够，还占用了上市公司债权人的资金达到 2.57 亿元。从另外一个角度理解，就是将上市公司一年赚取的全部营业收入（假设是现金）借给金曼集团还不够，还需要上市公司从其他渠道筹资转借给金曼集团。这种渠道不外乎两个：一个是粤金曼历年经营和上市以及配股后的现金结余；另一个是粤金曼自己向外借款，再将借款转借给金曼集团。考虑到粤金曼 1996 年上市融资，1997 年又有配股收入，因此金曼集团应当是先占用上市募集的资金和配股资金，然后再逼迫上市公司借款为其融资。粤金曼的资产负债率变动趋势（见表 2）证明了作

者的假设。

表 2 粤金曼的资产负债率变动趋势

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000
资产负债率 (%)	59.19	50.43	44.11	66.57	153.82	262.31

2. 涸泽而渔

(1) 经营日渐困难的上市公司。即使没有金曼集团的资金占用，上市公司粤金曼的日子也并不好过。粤金曼上市时，主导产品是鳗鱼及其制品，鳗鱼及其制品的国内市场很小，主要依赖出口。日本是世界最主要的鳗鱼产品消费市场，也是世界最大进口国，1997年进口5.5万吨，其中从中国进口4.95万吨，占90%。尽管粤金曼刚上市时销售形势还不错，然而，市场形势很快变得越来越严峻。

首先，粤金曼遭遇到了世界鳗鱼市场的价格大幅度下滑。受东南亚金融危机的影响，日本消费者购买力下降，鳗鱼价格暴跌，从3000日元/公斤降到了2000日元/公斤，甚至到1000日元/公斤。出口获利甚微，甚至无利可图，直接导致粤金曼从1997年的微利突变为1998年的巨额亏损。粤金曼所属的南门养鳗厂原养殖公司的经理回忆说：当年辉煌时，在他手下就有四家大的养殖厂，省内省外养殖厂加在一起达到了十几家，上千亩规模，而现在已经全线败落。眼前这唯一存活下来的鳗鱼厂，所用流动资金也不是公司拨的，而是大家集资的。鳗鱼价格从顶峰时期的每吨18万元，降到了1999年的一二万元，这当然严重影响到粤金曼的主营业务。

其次，东亚鳗苗放养创最高记录，欧洲企业也纷纷开始放养鳗苗，鳗鱼市场竞争更为激烈。此外，由于我国鳗苗主要来自于天然鳗苗，而欧洲鳗鱼养殖主要采用人工鳗苗，成本较低，更具竞争优势。资料显示，世界鳗鱼主要产地东亚地区全年投放鳗苗量创纪录，其中日本入池鳗苗约133吨；中国台湾入池鳗苗35吨以上；我国内陆仅上半年进口鳗苗就达141.17吨，放养已呈饱

和状态。由于日本及中国台湾投苗量大幅增加，中国鳗鱼在消费国日本市场的占有率下降。据日商估测，日本市场 1999 年从我国进口的鳗鱼约为 3.5 万吨，最多不超过 4 万吨。同时预计成鳗产量将超过 18 万吨，加上 1998 年烤鳗压库较多，鳗鱼市场严重供大于求，鳗鱼价格将不可避免地继续下跌。在这种市场形势下公司主营业务收入的大幅度滑坡已经不可避免。

祸不单行，粤金曼用 8 000 万元投资，占有 49% 股权的中外合作经营企业潮州金南食品有限公司（简称金南公司），至 1998 年末已经资不抵债；此时粤金曼除了对金南公司 8 000 万元股本投资外，还有对金南公司 3.98 亿元的巨额应收账款以及粤金曼投资的关联公司对金南公司还有 1.22 亿元债权，合计 5.2 亿元。“金南公司 1998 年 12 月 31 日已资不抵债，我们不能获得足够的证据对粤金曼公司及关联公司对金南公司的巨额债权总计人民币 521 467 968.18 元的可收回性作出判断，无法确定由此产生的粤金曼公司的损失。”（1998 年审计报告）

公司 1999 年生产经营状况没有明显改观，部分企业处于停产或半停产状态。由于活鳗及饲料销售不畅，导致销售收入大幅下降，公司亏损进一步加重。同时财务状况恶化，流动资金十分紧缺，许多款项未能收回。潮州金南食品有限公司已经资不抵债，1999 年的审计报告表明，金南公司生产已经停止，其欠公司的总计 4.97 亿元的债务回收遥遥无期：“粤金曼公司拥有 49% 权益的‘金南公司’上年度及本年度生产已基本停止。截至 1999 年 12 月 31 日粤金曼公司对金南公司的应收款项为人民币 374 837 349.47 元，粤金曼公司投资的三家关联公司（潮州金曼日绵实业有限公司、潮州可宏烤鳗制品有限公司、福建福曼股份有限公司）对金南公司的应收款项合计人民币 122 363 468.37 元，粤金曼公司及粤金曼公司投资的三家关联公司已根据金南公司的财务状况、现金流量等情况估计可收回金额，按 91.91% 计提了相应的坏账准备。”

（2）吸干最后一滴血。在上市公司举步维艰的情况下，金曼集团并没有伸出援助之手，或者至少归还一部分占用款项使其渡

过难关。相反，尽管 1998 年报中公司监事会、董事会都声称要尽快回收被占用资金，但是一年之后，广东金曼公司对上市公司的资金占用却是有增无减。

公司在解决金曼集团所占用的 7.1 亿元时，采用以资产抵偿欠款方式，但局限于数额庞大，手续复杂，在 1999 年上半年没有清收。相反，股份公司还为金曼集团偿还集资款近 6 516 万元，加之对金曼集团子公司应收款 18 569.9 万元，股份公司应收金曼集团款项从上年末的 7.1 亿元陡增到 1999 年中期的 9.61 亿元，期末达 9.95 亿元。

到了这般境地，股份公司仍继续“义务”为母公司尽力，且看 1999 年度审计报告。其一是默许金曼集团赖账不还：“截止于 1999 年 12 月 31 日，粤金曼公司对广东金曼集团（控股）有限公司及其子公司的应收款项达人民币 995 102 662.89 元，并按 50% 的比例计提坏账准备 497 551 331.45 元。”粤金曼对金曼集团的应收账款提取了 50% 的坏账准备，充分说明粤金曼收回应收占用款的可能性已经很小，粤金曼已经做好了金曼集团不归还占用款的心理准备，或者金曼集团的赖账已经成了既成事实。其二是金曼集团继续让上市公司对其借款实行担保，将粤金曼和自身强行捆绑在一辆战车上。根据审计报告披露的信息，1999 年粤金曼为金曼集团提供担保情况见表 3。

表 3 上市公司为粤金曼集团担保一览表（节录）

贷款机构	被担保单位	担保金额	担保期限
中国银行福清支行	福建福曼股份有限公司	人民币 5 000 万元	1999/07/31—2000/07/31
中国银行福清支行	福建福曼股份有限公司	日元 485 383 万元	1999/07/31—2000/07/31
中国农业银行福建省分行	福建福曼股份有限公司	人民币 1 500 万元	1999/12/24—2000/12/24
中国农业银行福建省分行	福建福曼股份有限公司	人民币 1 600 万元	1999/08/31—2000/08/31

上市公司的担保企业均为广东金曼集团及其子公司，其担保 2.7 亿元构成了或有负债，当这些借款逾期时上市公司将承担现实的连带偿还责任，因此或有负债就转变成现实负债。

续前表

贷款机构	被担保单位	担保金额	担保期限
福州市工商银行 五四支行	福建福曼股份有 限公司	人民币 3 000 万 元	1999/08/31— 2000/08/10
……		合计 2.7 亿元	

这些担保随时可能转变成定时炸弹，将上市公司拖入亏损的深渊，基于对上市公司经营前景的严重担心和对大额应收款项可收回性等重要事项的不确定性，注册会计师 1999 年再一次出具了拒绝表示意见的审计报告。

除了占用上市公司资金以及让上市公司为集团做担保之外，金曼集团还利用粤金曼的资金四处投资，最多的时候投资的企业达到了 20 多家，其操作办法是先由集团以其名义投资，但用粤金曼的钱，等到这些项目发展好了，再由公司用配股资金收购。这种做法将粤金曼视为项目孵化器，金曼集团只需要在成功时接受项目，损失最重的还是粤金曼，公司赔了夫人又折兵，被提走的钱无法收回，1996 年提出的配股计划，又因为公司 1997 年业绩大幅滑坡而无法实施。公司被“抽血”又不能再融资，真是雪上加霜。当鳗鱼主业走向低迷时，无论是粤金曼还是粤金曼集团，也开始想到向主业之外发展，包括电子以及适合当地发展的旅游等产业。

第一大股东的变更是否意味着上市公司可以从此脱离广东粤金曼公司的控制。然而情形并非如此简单。

不过，善良的投资者似乎从 1999 年审计报告中看到了一丝上市公司的曙光：“粤金曼公司第一大股东潮州市人民政府国有资产监督管理委员会于 2000 年 3 月 6 日签订股权转让协议，将其现持有的粤金曼公司的国家股 3 935.43 万股（占粤金曼公司总股本 29.3%）全部转让给福建世纪星实业有限公司。本次转让完成后，福建世纪星实业有限公司将持有粤金曼公司的股份为 3 935.43 万股，占总股本 29.3%，成为粤金曼公司第一大股东。此项转让须报国家有关部门批准才能生效”。上市公司第一大股东的更换意味着原控股股东潮州国资局及其委托行使控制权的金曼集团终于要退出粤金曼的经营管理层了，对金曼集团的应收款的回收力度

自然会加强。投资者期盼着这一天，然而结果却没有想象的这么美好。2000年的审计报告披露的信息彻底粉碎了投资者的还款之梦，粤金曼对金曼集团的应收款不但没有下降，反而呈直线上升趋势：“截至2000年12月31日，粤金曼公司对广东金曼集团（控股）有限公司及其子公司的应收款项达人民币101 253万元，其欠款期限均超过两年，已按75%的比例计提坏账准备75 940万元。由于受审计范围的限制，我们未能获得足够的证据对粤金曼公司此项债权的可收回性及坏账准备计提的合理性作出判断。”对金曼集团公司的担保情况也是继续增加：“截至2000年12月31日，粤金曼公司对福建福曼股份有限公司、潮州市水产发展公司等单位的银行借款人民币54 997万元、日元732 003万元、美元42.24万元提供连带责任担保。我们无法判断这些连带责任对粤金曼公司实际资产负债状况的影响程度。”“截至2000年12月31日，粤金曼公司股东权益为-106 241万元，已严重影响到粤金曼公司的持续经营能力。我们无法取得必要的证据判断粤金曼公司依据持续经营假定编制的会计报表的合理性。”因此注册会计师在2000年继续出具了拒绝表示意见的审计报告。

—10亿元的股东权益说明上市公司资不抵债到了何等严重的程度。

让投资者百思不得其解的问题是：为何更换了第一大股东，金曼集团在法理上已经对粤金曼公司丧失了控制权后，对粤金曼公司的资金占用会愈加严重呢？原来，上市公司粤金曼尽管与它的控股股东在形式上已经做到“三分开”，但是金曼集团仍然对上市公司有着非凡的控制力。股东变更后不到8个月，新股东——世纪星方面的董事以及财务总监全部辞职，重组宣告失败。据世纪星的一位高层管理人员透露：“我们只管出钱，但讲话却不算数，什么事情都不能做主，说句笑话，我们连一枚公章都盖不出来。因为这是原来的控股公司董事长张旭强交待的，他虽然离开了董事长的位子，但是他还控制着整个公司。”原控股股东对公司的控制力之强可见一斑。

三、总评

粤金曼集团盲目融资，四处投资，当集团无力偿债时，沉重的包袱又甩给了上市公司，上市公司连续承担如此巨大的损失又焉能不垮呢？宏观环境变化造成的主营业务大幅萎缩和政府不当干预自然构成了上市公司业绩滑坡的重要的外部因素；粤金曼失败更为致命的是公司治理缺陷所引起的失血——被控股股东占用巨额资金以及投资失误。具体表现至少有以下几个方面。

✦ （一）外部因素：主营业务萎缩和政府不当干预

主营业务萎缩对公司经营的影响是直接而且显著的。企业必须以收入为龙头，外抓市场，内促管理。郑百文主营业务由于受到外界客观因素的影响，业务量大幅度萎缩，而且出现成本收入倒挂的现象。针对这种现象，企业并没有采取有效的措施降低成本或者进行适度的多元化探索。其在金曼集团控制下的投资决策任意性太强，投资项目不仅不能为公司创造价值，反而迅速变成了投资损失。由此也给公司造成了巨大的损失。

政府在粤金曼财务失败的事件中也需要承担缺位和越位的责任。粤金曼被金曼集团占用资金数以亿计，公司严重贫血，经营活动无法顺利开展。作为委托者的政府部门居然缺位，对其股权代理者这种违规行为视而不见，充耳不闻。而政府帮助金曼集团制定战略规划，成立鳗鱼中心以及强令地方银行给金曼集团提供贷款的行为又是政府的越位。政府不熟悉企业情况，一厢情愿地做出决策，结果给粤金曼造成了不小的损失。

✦ （二）内部因素：公司治理缺陷导致资金被巨额占用

1. 国有股产权主体虚设导致所有者缺位，由于中小股东持股比例稀少，出于成本效益原则的考虑，中小股东一般在公司重大决策中选择了搭便车原则；此时，大股东天然地、唯一地承担了监督上市公司董事会和经理的职责。当国有大股东放弃使用大股

东的决策和监督权利，则缺乏替代监督机制时，内部人控制现象就极易发生，在 PT 粤金曼案例中，国有股股权被全权委托给金曼集团经营，当金曼集团占用粤金曼集团巨额资金的信息披露后，国有股股东居然也无动于衷。

2. 上市公司未执行“三分开”制度，为控制性股东掠夺上市公司资源提供了极大的便利。粤金曼是由水产发展总公司改制而来，公司上市后又出来个粤金曼集团，作为公司的母公司被授权经营公司国家股权。令人奇怪的是，水产发展总公司不但没有被注销，后来反而成为集团的下属企业，粤金曼还为其提供担保 2.7 亿元。有人说，粤金曼、集团和水产发展总公司，实质上是三块牌子一套人马，资金由集团的财务中心“统筹”。PT 粤金曼的案例则是连基本的“三分开”都没有做到，中小股东的保护根本无从谈起。

3. 在公司董事会中，没有形成对集团公司资金侵占行为的约束机制。即没有一种力量可以帮助维护中小股东利益，约束大股东对上市公司利益的侵占以及对中小股东利益的剥夺。在英美国国家，这种机制是通过独立董事制度或者外部董事制度实施的。在 PT 粤金曼，粤金曼集团对上市公司的资金侵占可谓变本加厉，甚至不顾后果，涸泽而渔，对上市公司的长期资金占用竟达到 10 亿元之巨。尽管这种资金侵占现象已经在公开审计报告中得到了揭示，然而，遗憾的是，除了证券交易所的谴责之外，没有一种制衡力量可以对控制性股东实施监督和制约。我们国家尽管也引进了独立董事制度，但是该制度目前并未产生实质性效果。

启示与思考

1. 应当加强对国有控股上市公司管理层的监控。首先，国有股产权代表应当明确，并需要对国有股产权代表的工作业绩进行合理评价，以确保国有资产能够保值增值。当国有股委托其他企业法人经营时，国有股产权代表应当加强对上市公司管理层的监

管,对公司管理层的业绩定期评价,并作为管理层人事任命的基本依据。当发现管理层不称职,或者侵吞上市公司财产就应当果断更换公司管理层。为了全面加强对管理层的监督,实现上市公司股权多元化,改革董事会结构,将其他大股东引进公司董事会也是一种有效方法。

2. 严格执行“三分开”制度,完善公司治理结构。“三分开”是为完善上市公司法人治理结构,充分保护上市公司及中小股东利益,避免大股东操纵上市公司而设立的制度,具体指上市公司要具有完善的法人治理结构,与对其具有实际控制权的法人或其他组织及其他关联企业在人员、资产、财务上互相分开,保证上市公司的人员、财务独立及资产完整。此外,“三分开”制度还要求上市公司不存在资金、资产被对其具有实际控制权的个人、法人或其他组织及其关联人占用的情形,不存在其他损害上市公司利益的重大关联交易。严格执行“三分开”制度是法律制度的要求,也是保护外部投资者,完善公司治理结构的基本前提。

在完善公司治理结构中,还应当注意改革董事会的结构,设立审计委员会,增加外部董事等行之有效的机制,对管理层的行为进行定期的监督和评价。

参考文献

1. 魏雅华. 中国股市保卫战. 北京: 机械工业出版社, 2003
2. 李彬. 谁拖垮了粤金曼? 上海证券报, 2000-04-27
3. 童增. 上市公司退市与复市案例. 北京: 中国经济出版社, 2003

贪大求全，年不如年

——农商社的悲剧

案例目标：本案例以农商社多元化经营战略的实施为主线，详细阐述了农商社管理层的多元化经营理念，多元化经营给企业经营、管理和财务带来的各种问题和后果。本案例的分析结论是农商社的快速多元化经营战略、过度负债财务战略和控股股东占用资金造成了农商社的财务失败。

连续亏损三年的 PT 农商社选择了在人们准备过“五一”长假时悄然公布了其 1999 年度业绩，每股亏损 6.17 元，每股净资产—7.73 元，调整后每股净资产—9.64 元，创下了中国证券市场有史以来每股亏损和资不抵债的最高纪录。PT 农商社的巨额亏损甚至拖累了上市公司的整体业绩，有关人士算了一笔账，如果将其业绩计算到沪市上市公司的平均收益中的话，可以冲销沪市前 10 名绩优公司对沪市整体业绩所做的贡献。

好一个亏损大王！

一、公司基本情况

.....

上海市农垦农工商综合商社股份有限公司于 1993 年 9 月经批准改制为股份制企业，1994 年 2 月 4 日在上海证券交易所上市，属于综合类型的股份制企业，公司的注册地点为天山路 800 号 401 室，法定代表人为沈百康，股本为 6 524 万元。其中，国家

股 48 864 920 元，社会公众股 6 380 000 元。公司经营范围：市外经贸委批准的进出口业务、粮、油、棉花、饲料、畜产品、水产品、果菜、乳制品、工业产品、五金工具、针纺织品、日用百货、五金交电、经贸咨询、机电及通讯设备、金属材料、纺织及化工原料、建筑材料、汽车配件。

农商社刚上市时的财务状况和盈利能力都是不错的。

1994 年初农商社刚刚上市时，公司实力十分雄厚。商业贸易是公司的支柱产业，主要经营绿色食品和百货、烟酒、粮油土特产、茶叶、五金、家用电器、音像器材及金属、建材、机电设备、化工材料等各类生产资料和生活资料，经营面积达 4 万多平方米，商业经销网点逾百家，年销售额 10 亿元以上。公司在上海市郊国营农场地区开设了 20 多家综合性商业公司和商店；在居民住宅新区开设 10 多家自选商场，营业面积达 5 000 多平方米。服务业主要涉足广告装潢、绿化园林工程和出租汽车等行业。后来拓展了都城、罗玛大酒家等餐饮娱乐企业近 10 家；又开拓了市内快递、国际国内信息、咨询业，年营业收入 5 000 万元以上。公司拥有近 10 家全资及中外合资工厂，工业产品主要有袋泡茶、保健茶、长毛绒玩具、PVC 塑料粒子、景泰蓝工艺品、各类时装和服装等，年销售产值 5 000 万元以上。1994 年公司保持了很强的盈利能力，净资产收益率达到了 16.24%。

农垦商社上市第二年业绩即出现大滑坡，就如王小二过年，一年不如一年。1995 年仅实现净利润 164 万元，较上年下降 92%；1997 年度亏损 10 952 万元，每股收益为 -1.678 6 元；1998 年度亏损 10 967 万元，每股收益为 -1.68 元；1999 年度亏损 40 243 万元，每股收益为 -6.17 元，尽管 2000 年每股收益曲线上拐，但这也只是意味着亏损额的减少而已。从 1996 年到 2000 年，农商社经历了连续五年的亏损，上演了一家商业国有控股上市公司的衰败史（见图 1 和图 2）。

农商社的亏损数逐年增加，真是王小二过年，一年不如一年。

1997 年之后，与农商社有关的诸多中介机构，对该公司前景的看法“惊人地相似”。据立信长江会计师事务所主任会计师朱建弟介绍，他对农商社 1998 年中报予以“拒绝表示意见”，是中国证券史上中报审计方面的第一份“最重量级否定性审计报告”。

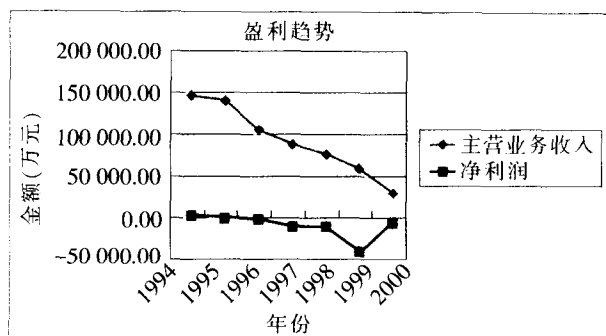


图1 主营业务收入与净利润趋势图

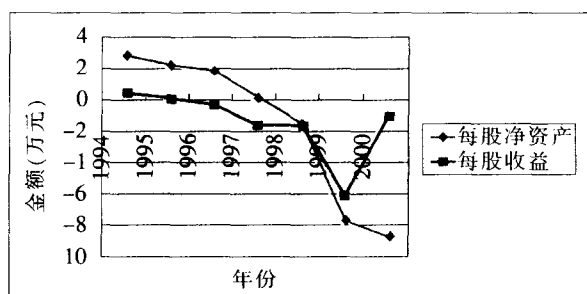


图2 每股净资产与每股收益趋势图

朱建弟形容当时看到审计结果时，犹如“怀里揣着一枚炸弹”，并“史无前例”地将相关情况向监管部门作了报告。朱建弟表示，此后连续三年对PT农商社会计报表“拒绝表示意见”，表达了注册会计师在可能范围内“最大的愤怒”。而身兼中华全国律师协会金融证券委员会副主任委员的上海市联合律师事务所合伙人江宪律师在接受记者采访时，始终强调资不抵债的上市公司退市，有利于规范上市公司的经营运作，有利于规范投资者的投资行为，有利于证券市场的稳步健康发展。

因连续两个年度的亏损，1998年5月4日，农商社公司股票开始实行特别处理，股票简称为“ST农商社”；因公司连续三年亏损且净资产出现负值，公司股票于1999年7月5日被停牌。公

做大做强、赶超欧美是当时国企的普遍情结。

司股票简称为“PT 农商社”。

农商社并没有走上不归路，在上海有关部门的运作之下，2001 年 7 月，农商社重组成功，更名为“都市股份”。农商社脱胎换骨，目标是成为世界一流水平的现代化都市型农业企业。然而，这种中国特色的重组是彻底的资产和人员置换，都市股份与先前的农商社根本没有连续性和可比性。从这一视角看，农商社的故事已经结束了。

二、农商社多元化战略实施的问题与结果

.....

➡ （一）管理层的多元化经营理念

管理层的多元化经营理念源于计划经济时代的国企思维。

农商社是一家国有控股上市公司，从农商社 1995—2000 年的股权结构可以看出，上市公司的控股母公司，农工商总公司一直持有上市公司 74.89% 的股权，而第二大股东持股比例则不到 2%，公司第二大股东的持股比例与第一大股东相比简直微不足道。因此，农工商总公司牢牢把握了控制性股权。农商社总公司是典型的计划经济时代的国企，有非常强的做大做强情结。20 世纪 90 年代中期，企业发展的主导思路是“先把企业做大，企业大了就上市，上市后再融资，把企业做得更大”。1994 年 2 月，在农工商总公司的规划下，农商社——全国农垦系统首家上市公司，就提出了要建立“中国式综合商社”的企业发展构想，即试图建立以贸易为先导，以实业为基础，以金融为后盾，集贸易、投资、信息、综合协调功能为一体，成为科工贸一体化，内外贸相结合，集团化、多元化和国际化经营的跨国商社。1995 年 6 月，上市公司的母公司农工商总公司进一步提出口号：“营销收入力争达到 1 000 亿元，自有资产达到 100 亿元，并跻身上海十大企业集团行列”。

这种跨产业和跨部门的“大而全”的企业架构特点，一是大，二是全。“大”，表现为集团化、多元化、国际化。公司的定位是跨国商社，最多时拥有近 100 家下属子公司，其中联营投资

的企业有 40 家左右。企业多元化经营是否会增加企业的管理和控制风险？对此，农商社在上市公告书中是这样诠释的：“公司拟采用的竞争策略是在提高竞争能力的同时，充分发挥综合竞争优势，并继续开拓经营新领域，以分散其风险”。也就是说，农商社的管理层信奉的理念是：多元化经营是企业分散风险的重要手段，公司可以根据市场情况调整经营结构，即所谓“东方不亮西方亮”。



（二）多元化战略孵化的企业没有核心竞争力

这种盲目的一厢情愿的快速多元化经营战略在实施过程中四处碰壁。农商社公司受传统的计划经济影响，企业单一贸易，经营分散，缺乏实业基地的支撑，形成不了产业优势，在市场经营环境变化中，缺乏竞争能力。有意思的是，在融资后农商社并不是考虑提高原有产业的核心竞争能力，而是选择了更加分散的经营模式。农商社最多时拥有的子公司在 30 家以上。1997 年公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资累计已经超过公司净资产的 50%。众多子公司有一个共同特点：规模弱小和经营分散，缺乏实业项目的支撑，更没有培育出公司的拳头产品。这些新设立的企业积累的行业知识和营销网络均非常有限，与行业中的资深经营企业相比明显具有经营劣势。这种经营劣势表现在当行业景气时，这些新建企业获得的收益率将低于行业平均水平；相反当行业景气度开始走下坡路时，新建企业抗风险能力极弱，最先受到市场环境变化的冲击，导致企业经营难以为继。众多的子公司如果均出现这种情况，则企业集团将积重难返，回天乏术。

核心竞争力的缺乏使它的经营风险凸显。从 1995 年开始，由于受国家宏观调控和适度从紧的政策影响，国内市场持续低迷，竞争日趋激烈，使得占公司主营业务 40% 左右的大宗物资交易受到较大冲击；同时，受政策变化影响，烟草批发业务被取消。外部环境的变化使企业经营形势日益严峻。首先，多元化经营并没有成为农商社新的收入和利润增长点；根据最基本的假设，增设子公司后由于子公司必然存在产品和服务销售，因此总

多元化后的农商社由原来的“小而强”变成“大而弱”。

销售收入必然提高。然而，农商社的财务数据告诉我们，在实施多元化战略后，观察农商社主营业务收入的变化趋势，可以清晰地看到，农商社自上市以来其收入逐年持续下降，并且无止跌的迹象。1998年的主营业务收入只有1995年的一半。2000年公司主营业务收入为2.87亿元，较上年同期相比更是下降了50.3%，仅仅为1994年的1/5，说明公司主业出现大幅萎缩。也就是说，企业赖以生存的收入源泉已经日渐枯竭。另外，通过设立子公司实施多元化也可以从投资收益项目中反映出来，从表1的投资收益的数据看，投资收益的金额也是呈现下降态势。1997—1998年，投资收益更是下降了85%。这些财务数据有力地说明农商社多元化战略的失败。

表1 农商社主要财务指标

年度	主营业务 收入 (万元)	净利润 (万元)	管理费用 (万元)	财务费用 (万元)	投资收益 (万元)	每股净资产 (元)
1995	140 169.75	164.68	3 952.06	3 214.09	461.974 7	2.19
1996	104 406.02	-2 588.24	4 969.26	4 854.98	721.232 9	1.798 1
1997	87 342.52	-10 952.36	5 218.00	9 900.23	541.972 9	0.119 5
1998	74 908.55	-10 967.43	5 233.78	8 587.34	73.319 1	-1.56
1999	57 697.06	-40 243.74	30 436.97	7 987.84	-173.146	-7.73
2000	28 702.19	-6 889.76	4 086.14	5 302.50	-82.051	-8.79

（三）管理成本居高不下

多元化经营后，农商社公司下属子、孙公司和分支机构日渐增多，相应的人员编制也必须大幅度扩充。机构和人员的增加必然使其管理费用直线上升。农商社“经营门类多、行业跨度大和结构不合理”的业务格局使子孙公司相互间缺乏产业关联，企业经营业务的繁杂提高了管理和沟通成本。而且，“法人多和管理幅度大”的管理格局使公司总部很难对下属公司或分支机构实施有效的监督。以上三个方面造成了农商社管理费用居高不下。

从表1可以看到，在刚刚上市的1995年，农商社由于涉及的业务领域较广，其管理费用达到了3 900万元。1996年随着企业



多元化战略的步步推进，管理费用也是水涨船高，1997 年、1998 年可谓一年一个台阶，到 1999 年，管理费用竟然令人吃惊地达到了 3.04 亿元，而同期主营业务收入也只有 5.77 亿元。管理费用的高企严重地影响了企业的盈利能力和竞争能力。值得说明的是，在 1999 年 3.04 亿元的管理费用中，有近 2.7 亿元是对各项资产计提减值准备的，这一方面说明企业对资产管理不善，另一方面还涉及资产专用性和流动性风险问题。

(四) 资产专用性与退出壁垒

当企业进入新的行业和领域，必须购买生产经营用的相关专用设备。在购买资产时企业必须用市场价格进行采购，企业在新行业中的经营经验越薄弱，则企业这些新资产的专用性就越强，或者这些资产的流动性就越差，清算价格与历史成本的差距就越大，企业将不得不对其资产提取高比例的跌价准备，因为企业很难以适当的价格将不用的设备转让给同业的生产商。当企业在新行业中生存难以为继，准备选择退出时，其退出成本也会很高，这表现在企业在退出时导致投资损失。

多元化经营使
企业管理费用
迅速增加。

从 1997 年起，公司开始收缩战线，清理对外投资项目，剥离了 14 家农场商店、5 家子公司，力图止住“出血点”，之后还将上海前卫柑橘公司退回给农工商集团。在资产清理中，农商社承担了严重的损失，这种损失包括了在新行业投资的资产价值的急剧下跌以及转让资产的损失。

1997 年的公司财务报告中说：“前几年过度负债经营和高速发展，造成公司部分投资失误，没有产生资产，公司加强了调整清理力度，对一些亏损单位进行了关停并转，在调整清理中造成严重损失。”1998 年公司继续关停了一批企业，并造成损失：“公司部分企业由于经营管理不善，处于亏损状态，为了制止新的出血点，公司对这部分亏损企业进行‘关停并转’，在调整清理中产生一定的损失”（1998 年年报）；1999 年，公司计提的各项资产减值准备达到触目惊心的 27 027 万元；对亏损企业进行调整清理造成 1 500 多万元损失。



三、多元化经营后的资金瓶颈与财务风险

多元化经营战略失败后，企业不得不从一些行业中退出，而这种退出成本是很高的。

对联营公司长期投资在一年内余额减少近50%，其中的原因连公司管理层都羞于启齿。

公司的财务费用和管理费用是如此之高，以至于1995年仅有的一点利润真的就如九牛一毛了。

（一）农商社究竟需要多少钱

第一项：对联营公司的长期投资

农商社的多元化、集团化企业发展构想，离不开资金的支持。新建企业的厂房、办公楼、机器设备以及人员招聘、营销网络的构建都需要投入大量的资金。从1996年年报看，农商社投资的联营公司达到42家，总投资金额为74 756 073.51元；有趣的是在1997年年报中，只有短短一行在“其他投资”项目反映了对联营公司长期投资的期初余额和期末余额：74 756 073.51元和41 737 537.60元。联营公司的名称以及对各联营公司投资的期末余额，外部人已经无可查证。由此可见，短短一年间，农商社的多元化经营战略已经遭到了惨败。

第二项：飞涨的管理费用与财务费用

快速扩张、多元化经营还导致了公司管理费用飞涨（上面已有论述），大量借款又导致了公司财务费用猛增（见表2）。

表2 农商社的费用与利润情况表 单位：万元

年度	管理费用	财务费用	利润总额	其他应收款
1995	3 952.06	3 214.09	346.81	20 255.06
1996	4 969.26	4 854.98	-2 425.57	31 567.14
1997	5 218.00	9 900.23	-10 841.92	54 348.67
1998	5 233.78	8 587.34	-10 838.93	55 192.44
1999	30 436.97	7 987.84	-40 033.45	52 538.61
2000	4 086.14	5 302.50	-6 723.59	49 805.08
合计	53 896.21	39 846.98	-70 516.64	

从表2可以清晰地看到，农商社管理费用和财务费用开支巨大，6年累计的管理费用和财务费用分别高达5.4亿元和4.0亿元左右，而公司同期的利润总额竟然为一7.0亿元。显然公司的

经营现金流量根本无法满足公司巨大的费用开支需求。

第三项：为控股股东输送资金

农商社还担任了母公司的运钞车角色。自 1997 年年末，为控股股东输送资金的问题浮出了水面：注册会计师在 1997 年度审计报告中称：“此外，我们注意到，贵公司‘其他应收款’中应收上海农工商（集团）总公司所属的子公司 35 187.42 万元，‘短期借款’年末余额 93 424.75 万元，占资产总额的 71%。”在公司无法通过经营获取现金流量的情形下，为控股股东输送资金看来只有通过由上市公司出面向银行借款了。更为恶劣的是，控股股东在占用了资金后，竟然让上市公司承担由此产生的利息费用，以至于上市公司的财务费用连年飞涨（见表 2）。1998 年公司其他应收款计人民币 55 192 万元，其中应收上海农工商（集团）总公司所属的子公司更是达到了人民币 37 189 万元，占 68.52%。

第四项：为控股股东下属公司担保

农商社还为母公司的其他附属子公司提供了金额巨大的担保，尽管这种担保行为不会带来直接的现金支出。然而一旦被担保方不能及时偿还银行债务，此时地雷就会爆炸，上市公司将不得不承担担保责任，并为此损失大量的现金资源。

“控股股东运钞车”的角色使上市公司付出了沉重的代价。

1998 年年报列出了 19 家受担保企业，其中绝大多数的企业名称中带有“上海农工商”字样，最大的被担保方是大股东农工商集团总公司，担保金额达 2 亿多人民币。公司为关联企业提供担保人民币 70.89 亿元、美元 603 万元、港币 3 500 万元。1998 年 8 月 14 日农垦商社一举公布了 23 起诉讼案，为我国证券市场所罕见，而且诉讼要求公司承担清偿或连带清偿责任的逾期借款人民币逾 6 200 万元，港币逾 3 500 万元，23 起诉讼农垦商社无一例外地败诉。

截至 1999 年 12 月 31 日，农商社共为以集团总公司为首的关联方提供担保计人民币 6 8347.5 万元，美金 55 万元，为非关联方提供担保 2 700 万元，港币 3 500 万元，其中集团总公司 26 622 万元。在所担保的金额中，涉讼比例近半。

为控股股东下属公司提供担保实质上是隐形的资金输送。当被担保公司无法履行到期债务时，上市公司将会面临还款诉讼。

1999 年报还披露了农商社涉讼 88 起案件，其中作为被告的 77 起，一审均已败诉，涉及金额人民币逾 27 470 万元，港币 3 500 万元，美元 55 万元。由于这些案件大多为集团总公司或下属企业担保抵押，须承担连带清偿责任，这就意味着该公司还将潜在数额巨大的或有损失，从而有可能大大加剧负债和亏损的严重程度，这给公司日后大量的债务纠纷埋下了隐患。

➡ (二) 农商社是如何“破解”资金瓶颈的

第一项：上市募集资金

公司于 1993 年 12 月向社会公开发行 1 260 万股股票，实际收到募集资金 6 130 万元用于投入五个项目。除发行上市募集资金 6 000 多万元以外，农垦商社没有进行过直接融资。从 1994 年上市以来一直到 2000 年，该公司没有向投资者回报 1 分钱股利，相反，一方面它肆无忌惮地挥霍股民的钱，造成公司每股净资产的直线下降（见表 1），公司净资产到 1997 年已经所剩无几，每股净资产只有 0.11 元，已经达到资不抵债的边缘。从 1998 年起公司净资产金额严重为负，公司资不抵债，股东可谓颗粒无收。

值得一提的是，股东不仅没有从上市公司分到红利收入，而且受到了上市公司管理层的信息误导，在股票投资上也受到了严重的损失。在公司管理层的信息操纵下，公司的财务状况可以用“上天入地”来形容。

● 小插曲：农商社的“上天入地”

比如 1996 年中报说上半年实现净利润 550 多万元，下半年将采取大力发展“商品代理战略”、加快推进“连锁商业战略”、努力拓展“抓强扶优战略”、从严求实加强企业管理等措施在竞争中取得效益等等，而到 1996 年报已亏损 2 558 万元（也即采取诸多措施的下半年净亏 3 108 万元）。

1997 年中报又戏剧性地盈利 374 万元，公司宣称“已实现扭亏为盈的目标”，已采取的措施有：资产重组、剥离不良资产，将前卫柑橘公司注入本公司；适应市场竞争需要，调整经营结构，上半年进出口贸易总额比上年同期增长 1 倍以上；强化财务

农商社控股股东对中小股东的侵害并不仅局限于不发放股利，也不局限于将净资产挥霍到零。它甚至还利用信息操纵欺骗投资者。



管理，抓好控本增效；改革劳动人事分配制度。而到 1997 年年报，却亏损 10 952 万元，似乎给股民开了个玩笑，公司解释亏损的原因还是三条：一是收购前卫柑橘公司，结果柑橘大丰收后大跌价，使公司减少净收入近 3 000 万元；二是公司的主营业务竞争能力差，销售收入比上年下降 16.34%；三是前几年过度的负债经营和高速发展，造成公司部分投资失误。从该公司这两年的情况看，都是中报时颇有起色，而年报时急转直下，上天入地，只在半年之间。

第二项：大量从银行借款

农商社还将眼光瞄准了债权人的口袋，自 1995 年以来，公司的借款额度，尤其是短期借款数量直线上升（见表 3）。

表 3 短期借款趋势图 单位：万元

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999
短期借款	60 764.20	66 474.22	76 060.00	93 424.75	89 370.17	87 865.73

到 1997 年末短期借款已经高达 9.3 亿多元，负债合计 13.08 亿元，13.16 亿元的总资产中只有少得可怜的 779 万元净资产。以 2000 年为例，该年末公司资产总额为 5.69 亿元，负债总额为 11.37 亿元，每股净资产为 -8.79 元。从这些数据中我们可以清晰地看到，公司已经将股民和债权人手中的钱花得所剩无几了。

（三）凸显的财务风险

农商社公司的偿债能力极其薄弱，由于公司偿还债务可以用资产偿还或者用收入中产生的收益偿还，因此我们可以从静态和动态两个方面对此予以证明：（1）公司的净资产为负值，已经资不抵债。从图 2 中可见，农商社的净资产日趋减少，到 1997 年达到了临界点。1998 年、1999 年更是急速下滑，到 2000 年末期，以 2000 年为例，该年末公司资产总额为 5.69 亿元，负债总额为 11.37 亿元，每股净资产为 -8.79 元，公司的股东财富已经灰飞烟灭，而债权人此时也承担了巨大的信用风险。此时的流动比率、速动比率等相关指标的计算都是没有意义的。（2）从 1995



年开始,农商社的主营业务利润就一直不能抵付公司财务费用,当公司的主要税前收益不能抵付利息费用时,公司就基本失去了动态意义上的偿债能力。虽然公司的经营业务仍处于运转之中,但高达12亿元的负债,成为公司的沉重负担。仅2000年上半年的财务费用就达3 000万元以上,导致公司上半年的经营成果全部化为乌有。

农商社的过度
负债,短期融
资财务战略使
公司财务风险
巨大。

公司偿债能力还取决于公司资产的变现能力。在企业的资产中,其他应收款为4.98亿元,占总资产的87%,在其他应收款当中账龄三年以上占86.78%,说明公司实质性资产已经很少。在公司的总负债中,短期借款为8.57亿元,占负债总额的75.37%,其中逾期借款122笔计7.28亿元。此外,公司还存在着巨大的隐性负债,对外提供了5.28亿元借款担保。

四、评价

农商社公司的失败首先是在经营战略上表现为多元化经营战略的失败;其次为过度负债财务战略的失败;而控股股东对上市公司的巨额资金占用,并逼迫上市公司承担相关财务费用也是农商社失败的一个原因。

➡ (一) 多元化经营的失败

农商社的失败首先是其多元化经营战略的失败。过度多元化经营对企业发展往往会产生负面影响。“农工商、农工贸一体化”的理念与现代社会分工细化以及比较优势理论是背道而驰的。企业在一个行业的竞争优势并不代表着它在其他领域也能占有优势,原有企业的管理人员知识结构有明显的行业特征,过度多元化使得企业很容易出现管理资源瓶颈。企业集团的老总同时面对不同行业的投资决策,其决策失误的概率也大为增加。在缺乏明晰产业规划和发展方向的前提下,盲目多元化将进一步削弱企业核心竞争能力。股票上市后,农垦商社没有正视自身的条件和原来的缺陷,不是利用发行股票的机会,稳扎稳打,适时调整自己

的发展战略和资产结构，有意识地收缩战线，集中优势兵力培育拳头产品，而是在过去那种过度负债、四面出击的投资战略下越走越远。

（二）不合理的债务规模和债务结构

农商社财务失败的重要和直接原因是其堆积如山的负债。固然，当企业处于成长期或盈利能力很强时，高资产负债比率的财务管理模式有利于保障原有股东的控制权，同时提高净资产收益率。然而，每年高昂的固定财务费用也将构成公司的沉重负担，特别是当企业经营情况不佳时，这笔巨额费用必然会使公司经营情况雪上加霜。从理论上说，使用财务杠杆的临界点是资产报酬率高于借款利率，观察农商社的历年盈利能力，如表4所示：

表4 农商社公司资产报酬率趋势分析

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
资产报酬率(%)	1.81	-1.18	-4.96	-4.93	-49.83	-10.39

可以发现，农商社的资产报酬率极其低下，在这种情况下，增加企业的负债或借款只能增加其财务风险，促使其早日走向亏损的深渊。公司总股本只有6 524.49万股，但规模却很大，1994年末净资产为1.41亿元，而总资产高达10亿多元，资产负债率为85.94%，1995年末资产负债率为86.29%（通常认为企业资产负债率在50%左右比较合适）。高比例负债经营给公司带来了巨大的风险，这一点从公司每年的财务费用中可以看出。1996—2000年间每年财务费用分别为4 854.97万元、9 900.23万元、8 587.34万元、7 900万元和5 380万元，这些数字相对于总股本6 500万股的公司明显太高。财务杠杆是一把双刃剑，高比例负债经营，一旦出现问题就会造成重大巨额亏损，这是PT农商社走到今天的重要原因。中华全国律师协会金融证券委员会副主任委员、上海联合律师事务所合伙人江宪律师称：“农商社落到资不抵债的下场与公司巨额负债和巨额担保有关，特别是那些荒唐和不负责任的担保。”

农商社的债务结构不合理也是公司财务危机加重的一个重要原因。为了保证公司能够及时地偿还到期债务，满足不同类型的筹资需要，一般而言，公司应当进行债务结构管理。管理原则为中长期资金，如购买固定资产、长期投资等需要募集长期借款，这些借款的特点是利率低，期限长；而对于流动资金借款等则可以用短期借款的形式，短期借款一般为利率高，期限短。农商社债务结构中短期负债比例极高，1997年公司短期借款比例竟然高达总资产的71%，由于短期借款数量巨大，农商社公司无法到期偿还，则无疑进一步降低了公司的信用，恶化了公司的形象，对这些短期借款，公司只能采用借新账还旧账的形式；如果银行或其他债权人无意续借，则极易引发针对农商社的诉讼。

(三) 成为控股公司的融资工具：巨额借款与巨额应收款并存

国有上市公司的母公司或者集团公司与上市公司有着千丝万缕的联系。企业集团为筹措资金，往往剥离出部分优质资产上市，而留给原来集团公司的则是无盈利能力或者盈利能力不强的劣质资产。上市成功之后，国有母公司客观上要求上市公司对其从各方面予以补偿，包括占用上市公司资金，与上市公司进行关联交易等等。主营业务盈利能力的低下并不是使农垦商社濒于破产的主要原因，农商社公司大幅亏损的一个主要原因是其巨额非经营需要负债所带来的财务费用。农商社的母公司上海市农工商（集团）总公司对农商社债台高筑、诉讼缠身的局面负有不可推卸的责任。上市后的农商社并没有从母公司农工商总公司得到应有的扶持，相反却沦为集团内企业融资的工具。

—— 启示与思考 ——

1. 慎重应用多元化战略

实施多元化战略对企业经营而言有利有弊，企业应当慎重应



用多元化战略。首先，企业应当想方设法做强已有的行业和产业，打造比较竞争优势或核心竞争力，在原有行业中获得较高的投资回报，以便为以后新建的企业提供内部资金支持。其次，企业在做多元化时切忌四处撒网，同时涉及很多产业。合理的做法是企业应在投资前作深入细致的可行性分析，特别注意多元化战略可能引起的财务风险并采取防范措施，在确保企业安全的情况下再考虑进一步发展壮大。

2. 及时评估与控制财务风险

资金是企业经营的血液。缺乏资金支持的企业将很快面临财务困境，进而威胁企业的生存。企业必须经常评估企业的财务状况及变化趋势，识别可能需要面对的财务风险并尽早采取防范措施。控制财务风险的常用手段包括制定目标资本结构和定期编制现金预算。制定目标资本结构可以有效地将财务风险控制在可以接受的范围之内，目标资本结构一般可以参照同行业的公司情况。现金预算制度包括现金预算的制定以及预算执行、差异分析三大部分。当外界环境变化导致实际经营现金流量远远低于预算数时，企业必须及时调整财务战略或者财务预算。

3. 完善公司治理结构

上市公司不是控股股东的生产车间，也不是控股股东的运钞机。为了保护中小股东利益，必须制止控股大股东占用上市公司资源。目前证监会已经要求上市公司披露控股股东占用上市公司资源的信息，以及控股股东与上市公司人员、财务、资产三分开的执行情况。这从客观上有助于抑制控股股东侵占上市公司利益的现象，然而解决这一问题还需要证监会等规制机构加强执法的力度和效率，对违反相关法律法规的上市公司以及控股股东进行及时处置。此外，控股股东侵占问题的解决还有赖于公司董事会制度和股东大会制度的进一步健全。



1. 童增. 上市公司退市与复市案例. 北京：中国经济出版

社, 2003

2. 黄湘源. 置之死地能后生? ——等待拯救奇迹的 PT 农商社. 证券时报, 2000 - 06 - 06

3. 乐嘉春. PT 农商社是如何走向巨亏的. 上海证券报, 2000 - 05 - 11

4. 夏雄伟. 农垦商社王小二过年, 诸多疑问一问几不知. 证券时报, 1998 - 05 - 06

命系德隆，极度蹦极

——新疆屯河兴衰记

案例目标：本案例旨在说明家族控制对上市公司业绩的影响。德隆家族在新疆屯河上市之日起就对其实施有效控制。首先，德隆通过上市公司新疆屯河打造金融链条，用金融链条提供的资金收购其他上市公司，并进行大规模的所谓产业整合。其后德隆又用种种方法提高新疆屯河的会计业绩，抬高股票价格，提高贷款融资能力，并用增量的贷款加速德隆公司帝国的扩张。而当德隆家族集团面临危机时，上市公司的外部股东和债权人很快就成为其家族利益侵占的牺牲品。控股家族利用种种手段迅速掏空上市公司。本案例以家族控制时间较长的新疆屯河为分析切入点，以中国股市影响最大的德隆家族发展历程为背景，揭示德隆家族对新疆屯河兴衰变迁的重要影响。本案例的结论是必须加强对家族上市公司的监管，加强公司治理制度建设，强调外部权益保护。

新疆屯河是德隆系赫赫有名的“三驾马车”之一。作为大股东战略规划的工具，屯河不仅完成从水泥行业向“红色产业”的转变——2000年成为亚洲第一、世界第二大的番茄酱生产企业，而且控制金融机构、投资信托公司，为大股东融资打造金融体系。2004年7月22日，因为大股东提供巨额贷款担保、银行贷

款逾期、资产被查封冻结被上海证券交易所实行特别处理，沦为ST。新疆屯河的案例促使我们更深入地思考：家族控制如何影响上市公司兴衰？

一、屯河基本资料

公司的前身为新疆昌吉州头屯河水泥厂。1993年2月经新疆昌吉州人民政府政办〔1993〕24号文批准改组为新疆昌吉州屯河建材工贸总公司。1993年7月由昌吉州屯河建材工贸总公司、新疆维吾尔自治区钢铁公司新疆八一钢铁总厂、新疆昌吉金汇实业发展公司、广州海珠区穗海物资公司联合发起，经新疆维吾尔自治区经济体制改革委员会新体改〔1993〕088号文和中国人民银行新疆维吾尔自治区分行金管字〔1993〕286号文批准进行定向募集股份制改组，更名为新疆屯河股份有限公司，定向募集股份6800万股，注册资本6800万元。1995年7月根据《公司法》，经公司董事会决议和第一次临时股东大会特别决议通过并经自治区证管办新证监办〔1995〕032号文批准，公司回购并注销了原发起人新疆昌吉金汇实业发展公司所持本公司全部股份1000万股和昌吉州屯河建材工贸总公司所持本公司3800万股中的550万股，从而本公司股本变更为5250万股，同时进行了工商变更登记，注册资本变更为5250万元。

1996年7月31日新疆屯河在上海证券交易所挂牌交易，同年10月“新疆德隆”介入，公司从此一路高歌。然而，好景不长，2004年公司亏损，被ST处理。

二、德隆身影初现

根据昌吉州屯河工贸总公司（甲方）、新疆八一钢铁总厂（乙方）、新疆德隆国际实业总公司（丙方）股权转让协议（1996年10月17日），甲方、乙方分别将其持有的新疆屯河公司股权450万股和263万股转让给丙方（转让价格2.51元/股，共计

1 789.63 万元)。此次转让后，新疆德隆国际实业总公司共持有公司股份 713 万股，占总股本的 10.185%。1996 年 10 月 30 日，唐万新担任公司的董事。屯河公司股权结构见表 1。

表 1 1996 年股权结构

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
新疆屯河工贸 (集团) 公司	2 800	40.0
新疆八一钢铁总厂	737	10.53
新疆德隆国际实业总公司	713	10.19

而上述新疆屯河的第一大股东新疆屯河工贸集团有限责任公司的法定代表人为唐万里，唐万里与唐万新为兄弟，其股权结构为：新疆德隆（集团）有限责任公司持有 90%，新疆三维投资有限责任公司持有 10%。也就是说唐氏兄弟直接或间接持有新疆屯河股权超过了 50%。因此可以说，唐氏兄弟操控的德隆从新疆屯河上市起就对其进行了有效的控制。

在德隆的策划下，新疆屯河入市不久便将其对昌隆新型建材的 90% 股份和对昌隆高级润滑油制造公司的 90% 股份转让给新疆屯河工贸（集团）公司（第一大股东）。这次股权转让不仅增强了水泥生产在主业中的比重，同时转让收益也为新疆屯河次年增资配股奠定了基础。1997 年新疆屯河两次增资配股，公司总股本增至 15 120 万股，注册资本由 1996 年的 7 000 万元增至 15 120 万元。

新疆屯河是德隆家族（唐氏兄弟）控制的第一家上市公司。

三、开辟融资渠道

➡ （一）控制金融企业

1996 年公司有一项资本运作引人注目：出资 700 万元参股新疆金融租赁有限公司，占 12.73% 股权。而新疆金融租赁有限公司在“德隆系”的早期融资中则扮演了非常重要的角色。这家公司是 1996 年 2 月由新疆屯河、新疆德隆等 11 家新疆公司和机构

对金融企业的控制为德隆收购上市公司和其他企业提供了很好的金融平台。

注册成立的。新疆德隆和新疆屯河各出资 700 万元，各占 12.73% 股权。1996 年 7 月新疆屯河上市，同年 10 月新疆德隆即介入新疆屯河，时间在新疆屯河上市仅 4 个月之后，间隔之短，似乎早有安排。

新疆屯河在 1997 年又参股新疆金新信托投资股份有限公司，协议受让中国工商银行持有的新疆金新信托投资股份有限公司法人股 3 000 万股，占总股本的 30%，为第一大股东。1998 年新疆屯河对新疆金新信托投资股份有限公司的持股比例增加到 37%，进一步加强了对金新信托的控制权，为日后能为家族的战略转型筹备资金奠定了基础。2000 年 7 月，新疆屯河以 5 094.9 万元受让新世纪金融租赁有限责任公司 31.46% 的股份。2000 年 12 月，以自有资金 3 000 万元参股厦门联合信托投资有限责任公司，占总股本的 9.48%。

（二）推高股票价格，配股募集资金

德隆系上市公司股票价格飞涨，看起来新疆屯河的外部股东真的是受益了。但是它真的反映了公司的价值吗？

德隆三驾马车在证券市场的表现可谓前无古人，后无来者。当整个资本市场在漫漫熊途中艰难爬行时，德隆掌控的合金投资、湘火炬、新疆屯河股价却在高位维持了长时间的稳定上涨。伴随着德隆产业整合的神话，德隆旗下上市公司股票价值飞升。德隆入主新疆屯河以来，经过数次送配股，当初的 1 股变成了 5.48 股，经复权，到 2001 年 3 月 23 日，每股高达 126.94 元，累计涨幅达 1 100%。

股票价格高高在上使新疆屯河能够连续两年以高配股价向投资者配股，募集了大量的配股资金。1997 年配股方案为 10 配 1.389 股，配股价格为 5.50 元；2000 年实施的第二次配股方案为 10 配 3 股，配股价格就达到了 12.50 元，新疆屯河通过配股募集资金总额达到了 36 063.16 万元。而新疆屯河首发融资额也仅有 10 115.00 万元，仅仅为配股融资额的 1/3。

（三）提高质押贷款能力

上市公司股票价格的上升可以有效地提高公司的贷款融资能

力，因为股票质押贷款的总量是以股票价格和质押股票数量为依据的。股价越高，获取的融资就越多。唐万新思维中的产业整合实质上是资金推动“业绩增长”，通过大规模的并购，将并购来的资产注入上市公司，继而又通过送配等方式扩大股本规模，继续拉升股价，反复套取资金。具体运作过程如下：利用商业银行的贷款购买上市公司的股票并控股，使股票价格保持在高位，利用较高的公司市值做抵押或质押，从商业银行获得更多的贷款，用更多的银行贷款购买更多公司的股票，控制更多的上市公司，再用这些上市公司的股票做抵押，获得更多的商业银行贷款。

德隆集团通过关联公司互保、股票质押等方式，在整个银行体系的贷款额高达 200 亿元~300 亿元，其中在四大国有商业银行的贷款近 200 亿元。如果再加上银行资金通过委托理财、证券公司三方委托贷款等渠道为德隆所用的部分，德隆占压的资金总额高达四五百亿元。

四、“产业整合”旗帜下的新疆屯河

德隆在入主新疆屯河后，打着“产业整合”的大旗，对屯河开展了一系列投资、整合，使屯河由水泥产业进入“红色产业”——番茄酱生产等果蔬深加工产业，并试图借“北京汇源”进入软饮料产业。

(一) 产业整合战略的实施

1. 红色产业整合

1999 年，新疆屯河开始通过资本运营的方式，涉足番茄酱的生产和销售——即德隆后来引以为荣的“红色产业”整合。进入与公司原有主业完全不同的产业，是一个独立的上市公司（不受大股东控制的、非家族上市公司）不会轻易做出的跨行业转变。新疆屯河以承担债务的方式整体兼并账面净资产—661 万元、评估净资产—159 万元的科林公司，进入番茄酱行业。此后新疆屯河又多次以承担债务、整体兼并中小型番茄酱生产企业的方式进

进一步扩大番茄酱的生产规模，实现德隆调整产品结构的阶段性目标。

2000年是新疆屯河基于德隆系的家族利益进行资本运作的关键一年。这一年，新疆屯河通过新建、收购兼并、增资控股等运作手段，完成了德隆对于番茄酱生产的行业整合。控股一家投资公司，参股两家非银行金融机构，修改公司章程部分条款，甚至将公司名称更改为“新疆屯河投资股份有限公司”。

2000年3月，屯河将全部水泥资产出售给新疆屯河水泥有限责任公司，新疆屯河占其49%的股权，将水泥行业的实业生产转为股权投资，公司经营主业由水泥产业变为果蔬深加工产业。

屯河受让新疆凯泽番茄制品有限责任公司98.68%的股权；合资组建甘肃屯河番茄制品有限责任公司（占注册资本的91.84%）、新疆屯河河套番茄制品有限责任公司（占注册资本的60%）；建设新疆乌苏番茄制品厂；出资对公司下属的科林、喀什、北庭、乌苏、沙湾、玛纳斯等番茄制品公司的番茄生产线进行技术改造。

合资组建新疆屯河喀什果业有限责任公司（占注册资本的96%）、新疆屯河阿克苏果业有限责任公司（占注册资本的95%）、新疆屯河和阗果业有限责任公司（占注册资本的99%）。通过上述增资控股、受让股权、合资新建、出资改造等相结合的方法迅速提高了番茄酱生产能力，成为亚洲第一、世界第二大的番茄酱生产企业。

2001年收购了新疆屯河集团有限责任公司所属焉耆食品分公司、额敏食品分公司、奇台食品分公司全部经营性资产跨入制糖行业。受让新疆昌吉糖厂持有的新疆昌通番茄制品有限责任公司15.93%的股权，合资组建新疆屯河新源糖业有限责任公司（占注册资本的70%），以承债方式收购新疆昌吉糖厂的部分经营性资产。

2. 饮料产业整合

2001年6月与北京汇源果汁饮料集团总公司共同投资设立北京汇源饮料食品集团有限公司，新疆屯河占注册资本的51%。此

后，多次对北京汇源饮料提供增资、贷款担保等支持。德隆希望借此在 3~5 年内成为国内果汁行业的龙头老大。

➤ （二）产业整合战略的结果

从盈利能力指标看，新疆屯河的状况也十分喜人，公司的销售收入从 1998 年的 2.1 亿元增长至 2003 年的 21.7 亿元，净利润也从 8 000 万元增长到 1.2 亿元（见表 2）。

新疆屯河的产业整合看起来很美。

表 2 新疆屯河盈利能力指标

年度	净资产 收益率 (%)	每股收益 (元)	净利润 (万元)	主营业务 收入 (万元)
1996	13.72	0.38	2 694.00	13 363.73
1997	16.99	0.27	4 019.66	14 542.94
1998	18.79	0.47	8 080.22	21 062.78
1999	16.97	0.52	8 875.02	31 176.60
2000	12.69	0.24	9 185.80	45 407.55
2001	5.88	0.13	5 066.58	76 726.15
2002	5.95	0.14	5 279.50	19 435.17
2003	10.67	0.15	11 926.10	21 738.00

新疆屯河能够在资产规模迅速扩张的基础上仍然保持很强的盈利能力，其管理效率与管理质量着实令人惊叹。然而屯河公司的业绩真实性（盈余质量）却令人心生疑窦：

1. 红色产业整合绩效：传奇般的整合速度和整合效果

新疆屯河从 1999 年开始通过兼并账面净资产—661 万元、评估净资产—159 万元的科林公司，进入番茄酱行业。仅仅一年之后，即 2000 年，新疆屯河番茄制品生产能力超过 24 万吨，产能居亚洲第一、世界第二。唐万里更是以“番茄红色产业直接解决了当地 10 万农民的就业问题”为豪。

这么惊人的整合速度和整合效果，可能吗？

仅仅用一年时间就从行业的新进入者成为行业老大，如此迅速的整合速度存在诸多疑点：一是新进入行业必须有人才、技术、销售渠道和品牌的积累，而管理人才的培养、销售渠道和品牌的建立绝不是一蹴而就的。二是新疆屯河多收购中小型的生产

商,产品质量、生产设备的先进程度和管理人员素质必然参差不齐,一年内建立和实施统一的产品质量标准尚不容易,更谈不上实现销售和利润的飞跃。三是新疆屯河的产品销售多为出口,海外市场的开拓更是费时费力,一夜之间产品畅销无阻似乎更像一个神话。的确,新疆番茄是特色优质产品。在德隆,它更是娓娓动听的神话故事。

如果不考虑创造就业这些社会效益,番茄产业到底为德隆创造了多大利润却始终是一个谜。以新疆屯河最近三年的财务数据来看,2001—2003年番茄的销售收入分别为3.72亿元、6.96亿元、7.35亿元,至于番茄产业最后产生了多少净利润,公司从未具体披露。然而,从下面的综合财务业绩分析中,我们将知道这个故事并不是那么动听。

2. 饮料产业整合绩效

2001—2002年间,北京汇源对新疆屯河贡献了40%以上的销售收入、20%以上的净利润。新疆屯河对北京汇源虽然居于控股地位,但是并没有实际掌控权,该公司主要高管均来自汇源集团,而且致命的是,销售渠道也由汇源集团的销售公司控制。除了从北京汇源获得了所得不菲的账面利润,新疆屯河对北京汇源并没有实现真正的整合,离德隆当初理想中的果汁行业龙头地位更是相去甚远。2003年5月,新疆屯河终于将北京汇源全部股权转让于湖北威陵集团股份有限公司,德隆企图借助“汇源”实现对软饮料行业的行业整合计划失败。

3. 综合财务绩效评价

非正常性损益高说明新疆屯河的盈余持续性较差。

(1) 非经常性损益与盈余质量。公司价值表现为公司未来现金流量的现值,因此公司业绩应当表现为公司利用其经常性业务,如销售产品或提供劳务实现收益的能力。与此相对应,公司的非经常性损益如出售股权等并不能给公司带来持续的现金流量,它们可以被视为公司业绩的噪音。

从表3可以看到,新疆屯河业绩中的水分逐年呈增长趋势。2001年以后,新疆屯河的非经常性损益维持在净利润50%的水平,由此可以推论,新疆屯河的利润质量是很低的。

表 3 非经常性损益在新疆屯河净利润中的比重 单位：元

年份	净利润	扣除非经营性损益后的净利润	非经常性损益所占比例
1999	88 750 214.93	87 256 466.98	0.017
2000	91 857 924.47	84 915 502.42	0.075
2001	50 665 783.80	15 587 536.53	0.692
2002	112 629 851.40	51 464 891.09	0.543
2003	119 261 047.88	60 680 638.87	0.491

(2) 产业整合效果的现金流悖论。成功的产业整合是产业整合为公司创造更多的现金流。然而，我们看到了两个现象：一是德隆为产业整合投入的巨大现金流并没有带来现金流的回报；二是新疆屯河的现金流量与主营业务收入指标出现了强背离（见表 4）。

表 4 新疆屯河现金流量指标 单位：元

会计年度	经营活动产生的现金流量净额	投资活动产生的现金流量流出小计	投资活动产生的现金流量净额	筹资活动产生的现金流量净额	现金及现金等价物净增加额
1998	65 101 894.17	103 761 275.2	-103 761 275.2	31 886 953	-6 772 428
1999	43 194 462.4	114 677 616.5	-114 059 775.8	92 559 915	21 694 601
2000	47 345 194.24	676 776 482.7	-497 346 437.6	486 639 554.6	36 638 311
2001	-196 187 766.9	559 139 992	-521 918 016.8	809 183 174.7	91 035 529
2002	488 449 429.4	518 847 451	-516 013 770	693 162 706.3	665 598 445.7
2003	277 261 174.5	1 731 673 327	-1 027 739 179	389 315 066.4	-359 357 649.1
合计	725 164 387.81	3 704 876 144.4	-2 780 838 454.4	2 502 446 868	4 156 716 037.8

注：公司股利收入和债券利息收入各年余额均等于零。

从表 4 可以清楚地看到，新疆屯河年均投出了约 6 亿元（37 亿元/6）现金，然而除了 2001 年收到 506 万元现金投资收益，其余各年的投资收益现金流量均为零；而且，公司股利收入和债券利息收入各年余额均等于零。由于上表包括六年的时间跨度，因此可以在很大程度上排除应计制对公司投资效果的影响。

另一种假设是投资现金流量可能包括了固定资产和设备投资，因此投资的效果可能通过公司经营活动反映出来。下面进一

步分析新疆屯河经营现金流量的变化。尽管主营业务收入保持了快速增长,但是公司经营活动现金流量并没有保持同比例的上升;相反,经营现金流量在1998—2001年一直没有上升,从表5可以看到,2001年经营活动现金净流量竟然达到了令人惊讶的一2亿元。在主营业务收入比上年增长近一倍的情况下,经营现金流量为何出现如此大规模的负值,着实令人费解。无论如何,我们可以得出结论:新疆屯河的收入增长和盈余质量是有不少水分的。

新疆屯河的投资并没有带来现金流量的回报。

表5 新疆屯河的经营现金流量 单位:元

会计年度	经营活动产生的现金流量净额	主营业务收入
1998	65 101 894.17	210 627 771.4
1999	43 194 462.4	311 765 951.7
2000	47 345 194.24	454 075 534.1
2001	-196 187 766.9	767 261 504.2

缺少现金流量的主营业务收入增长可信吗?

(3) 关联交易与上市公司盈余质量。关联交易指上市公司与其关联公司,如控股股东控制的其他公司、上市公司的子公司等发生的交易行为。这种交易行为由于交易一方能够影响另一方的交易决策,因此这种交易价格往往被认为是偏离公平市场价格。关联交易越多,公司的利润质量就越低,其业绩的可信性就越差。从披露的资料看,新疆屯河存在大量的关联交易,如:

- 2002年4月29日,受让新疆屯河集团有限责任公司持有的新疆凯泽番茄制品有限责任公司98.68%的股权,转让价款为1 737.29万元。

关联交易很容易使公司的利润变成了数字游戏。

- 2002年4月29日,以承债方式收购第一大股东新疆屯河集团有限责任公司所属古城水泥厂、沙湾五宫水泥分公司、额敏水泥分公司、布尔津水泥分公司全部经营性资产,支付转让款1 072.51万元。2003年又将这四家公司以及活性石灰厂的全部经营性资产转让给新疆屯河水泥有限责任公司,转让价格1 704.80万元,账面价值1 397.39万元。

- 2002年4月29日,受让新疆屯河集团有限责任公司持有的新疆屯河金波水泥有限责任公司60%的股权,转让价款为

816.18 万元。2003 年又将该股权全部转让给新疆屯河水泥有限责任公司，转让价格 1 164.49 万元。

● 2003 年将持有的新疆天山建材投资有限公司 30% 的股权转让给新疆屯河集团有限责任公司。转让价格 13 626.68 万元，账面投资成本 14 118.30 万元。

综上所述，新疆屯河的产业整合战略并没有像其所吹嘘的神乎其神，相反，产业整合从财务视角看是失败的，其最根本的失败之处在于公司为产业整合进行的大规模投资并没有给公司创造新的现金流；这种现金流量本应该反映在投资收益、股利（投资设立的子公司）或者公司经营现金净流量的增长（投资生产设备等）。而新疆屯河管理层高超的盈余管理技术蒙蔽了很多外部投资者。

五、构建德隆帝国

.....

✎ （一）收购上市公司

在介入新疆屯河半年之后，也就是在介入合金股份两个月前，1997 年 4 月，新疆金融租赁发行了 1 亿元特种金融债券（期限为 3 年，年利率 11%）。为这笔特种金融债券提供担保的两家公司都是德隆系的公司。一个是新疆金融租赁的母公司新疆德隆，其质押的是其所持有的新疆屯河 1 410.18 万股（持股比例 8.19%）法人股及其质权登记日以后的分红派息。另一家担保公司则是新疆德隆的母公司乌鲁木齐德隆房地产开发公司，抵押的则是其下属城市大酒店的部分楼层。

2002—2003 年，新疆天山建材（集团）有限责任公司将持有的新疆天山水泥股份有限公司国有法人股 5 100 万股转让给新疆屯河，占其总股本的 29.42%，转让价款为 24 480 万元。转让后，公司成为新疆天山水泥股份有限公司的第一大股东。

✎ （二）新疆屯河控股股东：德隆的帝国成形

在德隆资本膨胀过程中，缔造了产业、金融并举的庞大家

族：产业方面，德隆斥巨资收购了数百家公司，所属行业含番茄酱、水泥、汽车零配件、电动工具、重型卡车、种子、矿业等；金融方面，德隆将金新信托、厦门联合信托、德恒证券、新疆金融租赁、新世纪金融租赁等纳入麾下。凭借两业并举这一模式，德隆在中国资本市场上南征北战，不断地讲述着一个又一个产业并购的故事。在德隆危机爆发前，德隆系相关公司已超过 120 家，资产逾 1 200 亿元，涉足包括矿业、旅游、零售、汽车、农业、食品在内的数十个行业。通过下属子公司直接投资参股、借别人的名义间接出资、由下属券商坐庄等方式，德隆至少控制了 10 多家上市公司及 17 家金融机构。德隆甚至用 2 000 万欧元收购了仙童多尼尔飞机厂。

六、新疆屯河财务危机

➤ （一）危机信号

1. 日益严峻的资金缺口

粗糙收购加上不计成本的扩张背后，新疆屯河经营产生的现金流长期不能满足投资需求，这使得资金缺口持续扩大。继续分析表 4 的经营现金净流量和投资现金净流量，可以发现新疆屯河每一年投资现金流量均为很大的负值，这说明新疆屯河每年有大量的投资需求，而且这些投资需求并不能由投资回报的现金流量补足；其二是经营现金净流量均小于投资现金净流量的绝对数，这说明每年的经营现金流量都不足以满足投资的需求。为了维持大量的投资，在缺乏内部资金来源的情况下，采取外部融资已经成为必然的选择。从表 4 中的筹资活动现金净流量可以看到，1998—2003 年新疆屯河累计融资金额为 25 亿元，平均每年的融资额度达到了 4 亿元。除去配股融资共获得 3 亿元，另外 22 亿元资金只能从其他来源如银行、委托理财等渠道筹集。在银行贷款越来越多的情况下，一旦产业整合不利或者银行紧缩贷款，德隆的资金链条就会立刻出现险象（见图 1）。

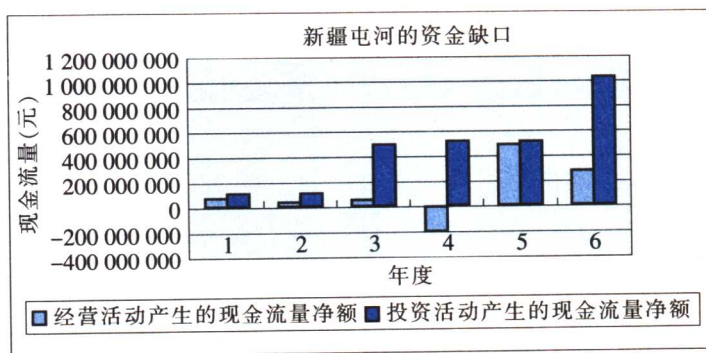


图1 新疆屯河的经营现金净流量与投资现金净流量差额

2. 节节攀升的债务比率

投资的巨大现金需求使新疆屯河的债务水平节节攀升，长期借款和短期借款均呈现出逐步增长态势。1996年公司长短期借款合计数约为1600万元，到了2003年，该合计数已经上涨到1.9亿元，为1996年的10余倍。随着债务水平的提高，公司的偿债能力不断下降。图2显示了重要的静态偿债能力指标（资产负债率）。资产负债率在1998年不到40%，2002年就增长到了74%。此外，表现为动态偿债能力的利息偿付倍数也是呈现下降趋势（见表6）。

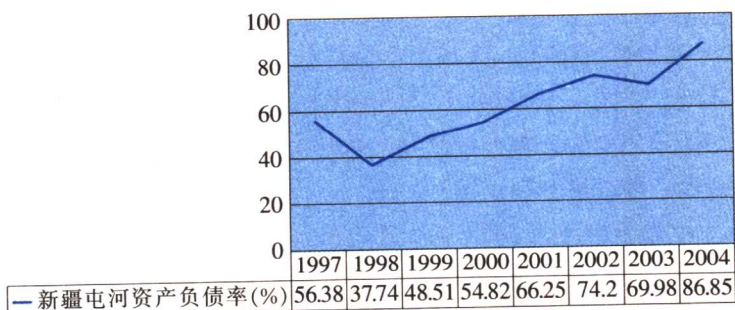


图2 德隆控股后上市公司资产负债表

表 6 新疆屯河偿债能力的主要数据

年度	利润总额	长期借款	财务费用	短期借款	利息偿付倍数
1996	30 815 491	3 522 400	15 517 519	13 005 000	2.99
1997	41 957 630	4 400 000	14 397 006	198 500 000	3.91
1998	81 361 553	59 400 000	14 141 405	124 300 000	6.75
1999	100 257 538	183 600 000	21 993 675	186 313 045	5.56
2000	105 082 918	290 000 000	38 560 659	420 700 000	3.73
2001	87 859 211	67 000 000	57 779 056	1 558 993 000	2.52
2002	173 473 904	418 351 679	172 589 519	3 034 309 500	2.01
2003	154 566 690	485 140 000	174 097 775	1 417 556 570	1.89
利息偿付倍数 = (利润总额 + 利息费用) / 利息费用					

值得指出的是，新疆屯河的借款总额中绝大部分为短期借款，短期借款在借款总额中的比重大致为 80%~90%。财务管理理论中长期投资一般用长期资金如长期负债或者股权资金；短期投资一般用短期负债融资。如果长期投资用短期融资，就是风险型融资策略。新疆屯河的绝大多数投资均属于产业投资，或长期投资项目，这种融资策略的风险非常大。

3. 巨额担保：随时引爆的炸弹

担保是一种或有负债。当被担保人无法按期履行债务时，担保人具有连带清偿责任。新疆屯河为控股股东德隆系的公司大量违规担保，给公司的持续经营带来了巨大的风险。新疆屯河在 2004 年 7 月累计对外信用担保总额 55 924.21 万元，其中逾期担保 8 817 万元；为德隆相关公司提供了担保金额为 58 421.52 万元的股权质押和大额存单质押。新疆屯河担保事项众多，无法一一说明，择其部分列示如下：

- 新疆屯河于 2002 年 6 月将持有的金新信托投资股份有限公司 24.93% 股权全部质押给中国民生银行，为三维矿业在中国民生银行的 1 亿元贷款提供担保，期限 3 年，自 2002 年 6 月至 2005 年 6 月，截至 2003 年 12 月 31 日，上述股权账面值为 228 764 395.82 元。

- 新疆屯河于 2003 年 12 月将持有的新世纪金融租赁有限公

司 20.50%股权质押给宁夏银川市商业银行，与多家单位共同为伊斯兰国际信托公司在宁夏银川商业银行 6 亿元授信额度担保，期限 2 年，自 2004 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日，截至 2003 年 12 月 31 日，上述股权账面值为 114 428 573.52 元。

- 新疆屯河于 2003 年 5 月为深圳市明思克航母世界实业有限公司在中信实业银行广州花园支行 2 亿元贷款中的 5 000 万元提供保证担保，期限 2 年，自 2003 年 5 月至 2005 年 5 月。

- 新疆屯河于 2004 年 3 月为参股 49% 的新疆屯河水泥有限责任公司在中国农业银行昌吉州分行四笔总额为 7 600 万元贷款提供了担保，期限 1 年；于 2004 年 2 月为新疆屯河水泥有限责任公司在中国银行昌吉州分行的 2 000 万元的贷款提供了担保，期限为 1 年。

上述担保违反了证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》。

4. 托市成本

在大盘从 2 200 点跌到 1 400 点以下的漫漫“熊途”中，德隆系的股票仍旧逆风飞扬。无论持续上升时间或年度涨幅，德隆系的“三驾马车”都创造了中国股市的吉尼斯纪录。然而在风光的背后，德隆也需要为此付出代价。由于股票价格高高在上，外部理性投资者不会再高价购入如新疆屯河的股票；而原来的散户投资者在获得丰厚利润之后也往往选择离场。这样就使得新疆屯河的流通股股票集中程度非常高。

我们选择 2003 年 9 月 30 日为基点，流通股股票数量为 40 628.5 万股，假定德隆控制的筹码为 90%，收盘价为 13.97 元。德隆被二级市场锁定的资金总量就达到了 50 亿元（ $40\,628.5 \times 0.9 \times 13.97 = 510\,822.13$ 万元）。高额的护盘成本打晕了唐万新。2001 年，德隆的高层们在杭州召开“西湖会议”，主要商讨对“老三股”采取撤退战略，还是护盘战略。在“老三股”的内部利益集团的支持下，西湖会议通过护盘战略。这一战略的实施使德隆原本就非常紧张的资金链绷得更紧了。

(二) 垂死挣扎

2003年“非典”期间，银监会、证监会和财政部三部门组成联合调查组对德隆进行调查。2003年，德隆以湘火炬的名义设立汽车金融公司申请未被证监会批准；对南京某信托公司的控股计划也被亮起红灯。银监会要求收紧对德隆的信用贷款，这意味着德隆的外部融资环境，特别是来自商业银行的渠道突然中断。离开银行的支持，德隆还能生存多久，上市公司命运又该如何？

为挽狂澜于既倒，新疆屯河开始砸锅卖铁，拼命出售股权和资产。2003年3月1日，新疆屯河在同一天把公司所掌控的天山建材、屯河水泥、新世纪金融租赁、新疆金融租赁、金新信托股权进行了一次性大处理。公司将持有的金新信托投资股份有限公司3.55%及3.45%的股权分别转让给中极控股有限公司、陕西恒业投资有限公司，将持有的新世纪金融租赁有限责任公司20.50%的股权转让给西安通邮科技投资有限公司，将持有的新疆金融租赁有限公司3.13%的股权转让给北京润智投资有限公司。2003年将持有的北京汇源饮料食品集团有限公司51%的股权转让于湖北威陵集团股份有限公司。本次股权出售行为形成投资收益6 377.83万元。

然而，一切已经太晚了。从2003年7月起，德隆的核心企业——德隆国际、中企东方、友联管理开始裁员，并发生工资拖欠现象，这是德隆危机的资金链危机的征兆。2004年春节之后，越来越多的德隆精英雇员开始被清走，在5月底达到高潮。2004年4月3日，德隆召开有史以来最为沉重的一次会议。当天会议结论是，全力护盘，坚决不能跌过30%。为筹集托市资金，4月上旬，德隆在一个月的时间内，将其所持上市公司的所有法人股全部质押给地处新疆的各家银行。如新疆德隆将持有的新疆屯河公司法人股59 240 160股全部质押给中国银行新疆维吾尔自治区分行，质押期限自2004年4月5日至2006年4月5日。

（三）资金链断裂

青山遮不住，毕竟东流去。德隆积弱难返，4月中旬危机终于全面爆发。危巢之下，安有完卵？德隆旗下的“三驾马车”之一的新疆屯河未能在这次风暴中幸免。

4月13日，前身为陕西信托投资公司的健桥证券，首先抛售合金投资股票，当日合金投资股票跌停，德隆危机全面爆发。德隆系的“三驾马车”新疆屯河、合金投资和湘火炬A相继跌停，数周之内就轻而易举地将过去5年的涨幅尽数抹去，流通市值蒸发百亿元之巨。新疆屯河的股价从2004年4月2日的12.41元下跌到2004年4月27日的4.37元，跌幅达到了65%。

德隆危机发生之后，银监会曾要求各商业银行采取资产保全紧急行动。银行从2004年4月开始，上海、四川、重庆、山东、南昌、深圳、新疆、湖南等地掀起了德隆追债潮。4月29日，招商银行状告湘火炬A，拉开了银行向德隆讨债的序幕。此后，建设银行、中国银行、民生银行、深发展、交通银行等银行纷纷起诉德隆系旗下的合金投资、新疆屯河、重庆实业、天山股份。

2004年7月22日，新疆屯河投资股份有限公司向证券交易所报告：截至2004年7月21日，新疆屯河因为价值236486万元的资产被查封和冻结、95236.02万元的资产被抵押、63878.81万元的银行贷款逾期、累计对外信用担保总额55924.21万元，其中逾期担保8817万元；以及为德隆相关公司提供了担保金额为58421.52万元的股权质押和大额存单质押，上海证券交易所对其实行特别处理，新疆屯河沦为ST。2004年的冬天，唐万新在武汉被警方拘押。唐万新的风云时代结束了，这个西域乡亲父老眼中的天山英雄陨落了，风光不再。

七、评价

德隆盛极而衰，新疆屯河是其冰山一角。新疆屯河的失败是外因，是德隆在经营战略和财务战略上的失败；内因是上市公司

治理制度的失败。

➤ （一）经营战略：非理性的迅速多元化产业整合

德隆集团无视产业发展的客观规律，认为只要掌握了足够的金融资本，一夜之间就能够成为世界一流的生产商，就能做好任何一个产业。这个认识是有缺陷的：任何企业都是有边界的，迄今为止，没有哪个成功的企业囊括了所有的产业。每个行业技术复杂性在不断增强，分工不断细化，跨行业管理难度增大；另外，迅速的兼并使得企业整合并购资源更加困难，企业原有的管理人才储备也无法保障对管理人员快速增长的需求；最后产业与金融业的并举使得德隆集团在风险控制方面存在巨大的隐患。

新疆屯河的产业整合战略并没有产生德隆所希望的“点石成金”的效果。尽管曾在一年之内新疆屯河依靠快速收购生产企业，使其番茄酱产能迅速扩张，成为亚洲第一、世界第二大的番茄酱生产企业。然而，在投入巨大的资金之后，产业整合并没有出现足够的现金流回报。尽管新疆屯河的账面收益逐年增长，但是没有现金流量支持，其利润的质量是不高的。

在原有的投资项目未能产生现金流量的情况下，新疆屯河不顾自身的资金实力和经营能力，每年大量投资到其他项目。不论银行、信托公司或汽车、农业公司，一律好坏通吃。粗糙的收购加上不计成本的扩张，决定了其在产业整合的泥足深陷，长期陷入资金饥渴症。

➤ （二）财务战略：长投短融与过度负债

新疆屯河在投资和融资上选择了不同的时间窗口，其投资主要在产业投资方面，投资的现金回收期很长；而且产业的很多投资资产专用性很强，流动性差，退出成本很高；而其在融资政策方面却选择以短期融资为主。这种策略是典型的冒险型的融资策略。其后果往往是灾难性的，当公司被迫偿还到期的流动负债时，公司往往必须以大幅折价出让其投资的产业资产或者转让股权。

运用这种策略，新疆屯河的产业整合并不能有效地产生现金流量时，公司的内部融资能力受到制约，债务比率直线上升。值得注意的是，公司负债实质上包括两个层次，一个层次是在资产负债表中所列示的短期债务和长期债务；另一个层次则是在资产负债表中没有反映的表外负债项目，如对外部提供的担保，这是一种或有负债形式。特别地，当一个企业集团内的公司相互担保，则集团就会存在系统性的财务风险，一个子公司的巨额负债未能清偿就可能引发连锁诉讼或多米诺骨牌效应。新疆屯河为其控股股东德隆集团的担保资金超过了净资产的 100%。集团内部的资金链断裂将直接影响上市公司的命运。

（三）公司治理制度的失败

公司治理失败是新疆屯河财务失败的內因。在新疆屯河，缺乏外部股东和债权人监督控股股东的机制。事实上，所有的公司投资决策和经营决策均是由德隆家族控制的。而德隆则将上市公司绑在自己的战车上，一损俱损。

德隆家族不仅控制了新疆屯河的产业整合战略的策划、实施，而且控制了新疆屯河大规模的投资策略和投资方向；不仅如此，德隆还利用其对新疆屯河的控制权掠夺上市公司，其主要的证据是新疆屯河起诉德隆侵占资金以及德隆利用新疆屯河作为其集团融资的担保工具。2004 年 6 月 6 日，新疆屯河公告称，公司实际控制人的关联方占用公司资金 2.9 亿元，公司违规担保涉及资金超过 8 亿元，同时累计 29 313 万元的抵押贷款和 46 907 万元抵押资产未及时披露。如果没有那么多的违规担保，没有那么多的资金占用，新疆屯河的命运也许就会不一样。

启示与思考

（一）必须加强上市公司治理机制建设

公司治理机制是解决现代公司由于控制权与所有权分离所导

致的代理问题的各种机制的总称。通俗地说，它是保障投资者能够获得投资本金和收益返还的机制。我国上市公司的股权结构较为集中，控股股东一般拥有决策权，如新疆屯河，控股股东德隆集团拥有决策控制权。为了避免外部中小股东和债权人的权益受到侵害，应当强化公司治理机制的建设。

公司治理机制建设可以从外部治理机制和内部治理机制两个方面入手。其中外部治理机制指的是超出一个公司的资源规划范围，依靠市场自发或政府干预等实现的降低代理成本的各种途径的总称，包括法律和政治途径、产品和要素市场竞争、公司控制权市场、声誉市场等。内部治理机制指利用一个公司现有的资源进行人为制度设计来降低代理成本的各种途径的总称，包括激励合约、董事会（外部董事）等。

➤ （二）产业整合，现金为王

产业整合不应当以规模、产能为导向，而应当以产业整合的绩效为导向，最为重要的绩效指标是产业整合产生的现金流量。如果产业整合不能产生现金流量，那么纵使利润再高也只是纸上富贵，项目投资本质上是失败的。

产业整合必须深耕细作，在管理人员的储备、市场调研、并购对象调查方面必须有充分的准备。在项目组合过程中，应当注意项目投资现金流量和期望回报现金流量能够均衡配置。与其伤其十指，不如断其一指。公司在产业整合中不能涉及过多的行业和部门，更不能幻想通过快速整合一夜成功，而是应当集中财力和精力把少数几个产业做好做强，产生大量的现金流，从而产生一个良性的资金循环，为下一个并购提供资金。

➤ （三）强化财务风险控制

公司财务部门应当强化对公司所面临财务风险的预警和控制。措施可以有三个方面：其一是定期编制现金预算，对今后一段期间的现金供给量和需求量进行预测，并对预算差异采取控制性的措施；其二是公司应当定期对公司的财务政策和策略进行评



估。公司应定期汇总所有的外部负债的金额和债务到期日的分布情况、为外单位提供担保的总金额，对可能承担连带责任的概率与金额做出估计；在财务策略上尽量以稳健为原则，如用长期资金对长期投资融资；对于因公司担保和财务策略造成的公司偿债能力的变化，应当分析原因，对可能的财务危机要做出预警，并呈报给公司管理层。

参考文献

1. 于左. 企业集团规制政策：德隆危机的反思. 中国工业经济, 2004 (11)
2. 江疆. “新疆屯河”出售“北京汇源”——“德隆”产业整合首次遇挫. 新财富, 2003 (6)
3. 王烁, 凌华薇. 德隆残局. 财经, 2004 (6)
4. 郎咸平, 张信东, 周宏波, 覃海波. 德隆系：“类家族企业”中国模式. 新财富, 2001 (4)



成也政府，败也政府

——鞍一工退市风波

案例目标：本案例通过对 ST 鞍一工一系列失败的资本运营活动进行分析，说明鞍一工这家辽宁省头号上市公司、中国工程机械行业的“龙头”是如何从辉煌走向退市不归路的。在地方政府的支持下，鞍一工获得上市额度；在地方政府的干预下，鞍一工背上沉重的包袱；在地方政府的扶持下，鞍一工两次渡过危机，但最终没能避免退市的命运。真是成也萧何，败也萧何！

鞍一工是一个典型的由传统国有企业改制而成的上市公司，其失败也反映出了我国资本市场上众多国企改制而成的上市公司中普遍存在的问题。

鞍山第一工程机械股份有限公司（简称鞍一工）是我国生产履带式推土机规模最大专业厂，一度被赞誉为中国工程机械行业的“龙头”。1994 年改组上市时，辽宁省将全省首批 5 000 万上市额度全部分配给了鞍一工，成为这个机械工业强省的首只机械类上市公司，可见鞍一工在辽宁省的地位之重。然而就是这只辽宁省的龙头上市公司，上市当年业绩就急转直下，早早就戴上了 ST 的帽子，陷入了漫长持久的“保壳”之战。2002 年 9 月 16 日，鞍一工退市，成为继水仙之后第二家沪市退市公司。

由图 1 可见，鞍一工公司上市以后盈利额一直很低，自从 1994 年每股 0.19 元以及 1995 年和 1998 年取得不到 1 分钱的微利后，上市公司一直处于亏损状态，其亏损额在退市前一年，即 2001 年达到了惊人的每股 -2.96 元。一个曾经辉煌的机械制造

龙头企业竟败落至如此地步，实在令人惋惜。这一切是如何发生的？为什么会发生？又将给仍然风光无限的上市公司什么样的启迪？这都是值得我们思考的问题。

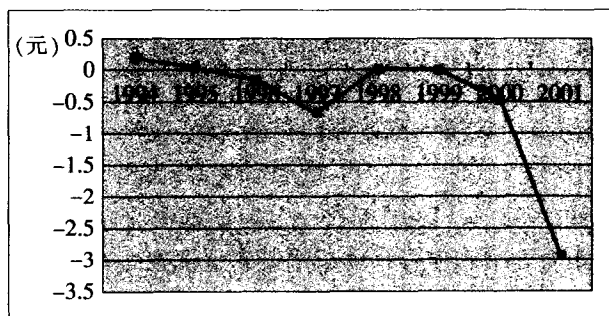


图1 鞍一工每股收益趋势图

一、案例资料

鞍一工前身为鞍山红旗拖拉机制造厂，由日伪时期遗留的小厂合并而来，其历史可追溯到1942年。1958年我国第一台大马力履带式拖拉机——“红旗80”在这里问世；1965年该公司试制成功120马力履带式推土机；1985年引进美国卡特皮勒公司D6D履带式推土机制造技术；1987年生产出了具有国际先进水平的CA-TY105型推土机产品；1988年跻身中国500家最大工业企业。1992年，以鞍山红旗拖拉机制造厂（鞍红拖）为独家发起人，以定向募集方式设立股份有限公司，1993年经辽宁省人民政府以辽政[1993]133号文批准，同意公司公开发行普通股5000万股，并经中国证监会批准于1994年1月14日在上海证券交易所挂牌上市，发行A股“鞍山一工”5000万股，净募资金1.95亿元，募集资金用途为推土机主传动与结构件及发展新型推土机等主营业务。

20世纪90年代初期，鞍一工主要产品中已有各种型号的拖拉机、推土机、通井机50多种，并多次获得省优、部优和国优

产品称号。产品不仅占据国内同类产品市场的半壁江山，而且远销世界 25 个国家和地区，是我国生产履带式推土机规模最大专业厂，公司下属的年生产能力 10 万吨的轧钢厂也是全国唯一的农业机械用特殊异型钢材定点生产基地。在国家“八五规划”和“九五规划”中，鞍一工被机械部确定为国家重大项目引进的龙头企业。1992 年销售额位列中国 500 家最大工业企业第 353 位，1993 年其主要产品推土机在国内市场的保有量约占 56.2%。实现主营业务收入 5.18 亿元，实现主营利润 3 063 万元，占 5 472 万元利润总额的 56%。1994 年鞍一工的技术中心被国家经贸委认定为国家级企业技术中心，享受国家有关优惠政策。同年，该公司引进德国利勃海尔公司先进的 PR732，PR742，PR751 型三种产品的静压推土机技术，成为国内唯一拥有静压推土机制造技术的企业，在 500 家最大工业企业中排名上升到 264 位，在中国最大 300 家股份制企业中排名第 116 位。

可是，好景不长。鞍一工在上市不久，主营业务收入明显下滑，1996 年公司主机产量已降至 656 台，生产经营长期在保本点以下运行，滑入了连年亏损的轨道。至 1997 年，主营业务利润亏损已达 1.3 亿元，净利润亏损达 1.75 亿元。因连续两个会计年度亏损，1998 年 5 月 4 日，鞍一工被冠以 ST，改名为“ST 鞍一工”。1999 年公司继续亏损 2 545.9 万元。2000 年亏损 12 739.8 万元。到 2001 年，鞍一工亏损 7.64 亿元，2002 年 5 月 13 日，鞍一工暂停上市。2002 年中期，鞍一工又亏损 9 700 万元，9 月 16 日，辽宁省第一家上市公司退市。

二、失败原因探析

➤ （一）政府硬给的沉重的包袱

辽宁作为机械工业大省，打好工程机械这张牌是其重要战略目标之一，而鞍一工又是辽宁省的龙头工程机械生产企业，地方政府希望通过鞍一工的上市拉动地方工业的再一次发展。首先，

原鞍红拖承担的社会职能，一起进入了上市公司：子弟中小学、职业高中、职工医院、幼儿园、房产等一应俱全；其次，原鞍红拖改制分立出去的鞍山红拖产业公司，理所当然地挂靠在鞍一工上；同时，地方政府认为，既然我帮你上市了，你就应该帮我解决一些困难户。按照地方政府“抓大带小”的意愿，原鞍红拖帮带的鞍山鞋革装具厂、鞍山农用车制造厂、东北塑料机械制造总厂等七家困难企业一并划归鞍一工帮带。鞍一工在上市的同时，也背上了巨大的包袱，各种社会职能和挂靠单位大量侵蚀鞍一工的利润，截至1997年10月，鞍一工为鞍红拖产业公司承担了13 879.6万元的银行债务，鞍一工先后向七家挂靠的困难企业注入资金6 941万元。到1996年，7家企业中已有6家先后破产，鞍一工承受的经济损失高达8 190万元。

受各种负担的拖累，鞍一工的成本费用一直居高不下，吞噬了鞍一工本来就不多的收益（见图2）。

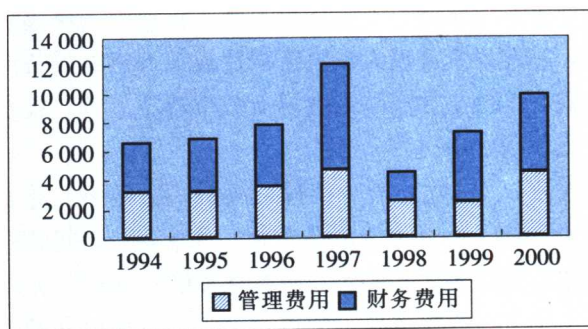


图2 各项费用趋势图（单位：万元）

（二）领导层的头脑发烧（烧钱）

1994年是鞍一工最辉煌的时期，当年市场占有率居高不下，再加之上市募得过亿资金，领导层雄心勃勃，称在上市后将进一步巩固国内工程机械（推土机）行业规模最大、技术最先进的地位，并力争在20世纪末进入中国500家最大企业的前200名。由于公司发展后劲足，出口形势很好，公司股份受到海外投资的关

注，鞍一工也曾一度准备将公司 52.5% 的股份转让给一家外国公司，以争取在当年内完成公司境外上市工作。然而，领导层在骄人的业绩和大量的资金面前已经看不到公司治理结构中尚存在的诸多弊端，急功近利思想迅速蔓延，鞍一工开始了烧钱。一方面贪大求全，“八五”期间的技术改造项目达十多项；另一方面大规模兴办第三产业，截至 1995 年末，鞍一工先后投入资金 6 500 多万元，最多时投资的企业达 100 多家。由于公司领导层头脑发热，对经济形势判断有误，投资方向失误频频。第三产业建设项目缺乏跟踪管理，以致巨额投资血本无归；而改造项目又不能按期投产达效，例如计划总投资 1.48 亿元的全国统一定点拖拉机新产品 D6D 配套产品建设项目不能实现同步建设，造成投入资金难以形成生产能力；而投资分散，战线过长，使得公司主体技术改造得不到资金保证，主营业务的技术改造和产品结构调整陷于停顿；传统产品比重较大，市场竞争力不强，销售受阻，存货偏大，主营业务利润率低，资金周转不畅。再加上国家连续几年的经济调整，基建投资规模大幅度压缩造成工程机械设备市场长期低迷，使鞍一工的主导产品或主导业务市场不景气，技术改造项目完工后无用武之地。

公司资产负债率迅速提高，流动比率与速动比率则迅速降低，偿债能力日趋恶化。

盲目投资，“寅吃卯粮”的投资决策，给鞍一工造成了巨大的资金浪费，背上了沉重的债务负担。“八五”期间的技术改造项目导致银行贷款多达 6 亿元，最多时每年公司要付出 9 000 多万元的利息。第三产业建设摊子铺得过大，加上粗放式的管理，造成了大量资金体外循环和公司生产经营各环节的严重浪费，使资金周转滞涩，成本直线上升。截至 1997 年 10 月，鞍一工为此累计承担逾 2 亿元的银行贷款债务及经济损失，超过了 1.95 亿元募集资金的全部。1999 年上半年鞍一工负债 12.8 亿元，资产负债率为 82%，其中，欠职工工资及集资款累计达 5 916.9 万元，短期借款逾期 23 042 万元，平均每月承担的财务费用达 438 万元，利息负担越来越重。鞍一工陷入了资金短缺的困境，正常生产受到严重制约（见图 3）。

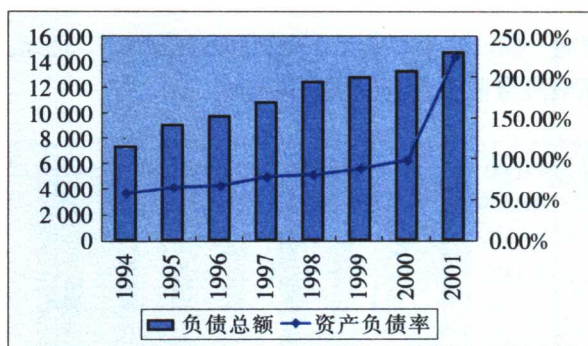


图3 负债总额及资产负债率趋势图（单位：万元）

（三）鞍一工融资管理：早早陷入资金短缺和不断亏损的恶性循环

在PT水仙的案例中我们已经指出，营运资金是为维持公司正常运作所必需的血液，如果没有足够的营运资金，公司在经营中必然捉襟见肘，小于零的营运资金还会成为企业财务失败的导火线。在绝大多数财务失败的公司中，营运资金困境既是导致财务失败的主要原因，也是步入财务失败的共同表现，鞍一工也不可避免地出现与PT水仙同样的境遇。自上市以来，鞍一工的营运资金情形就每况愈下，特别是在公司进入亏损后，资金紧张情况日益严重，其间只是在1998年依靠地方政府1718.3万元补贴收入，营运资金下降形势稍稍有所好转。

前期花钱的大手大脚终于产生了报应，资金短缺问题使得鞍一工的生产能力大受限制。对于生产型企业来说，主要产品的生产和销售情况是企业得以生存和发展的根本所在。受营运资金的限制，鞍一工空有国内领先的生产能力，却连正常的开工都无法保证，生产计划完成情况极低，公司的主营业务从上市当年就开始连年急速下滑，主营业务收入一再萎缩，主营业务利润基本为零或亏损。1994年仅实现主营业务收入3.32亿元，完成了计划的44.81%，同比下降35.9%，净利润4112万元，完成了计划的68.28%，同比下降11.6%；1995年仅实现净利润161万元，

比1994年再度下降96%；1996年开始亏损之旅，至1997年，主营业务利润亏损已达1.3亿元，净利润亏损达1.75亿元。1994—2001年主营业务收入及利润情况见图4。

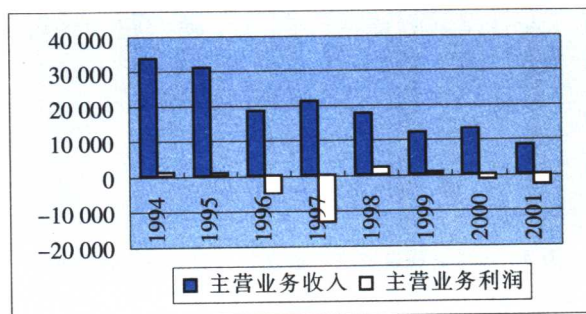


图4 主营业务收入及利润趋势图（单位：万元）

1999年是鞍一工有望大打翻身仗的大好时机，1998年底至1999年初的几个月，公司主导产品产销量大幅回升，产销衔接良好。但这次机会却被捉襟见肘的营运资金给死死地卡住了，1999年上半年经营活动产生的现金流量仅为350万元，净现金流量为一120.8万元，6月末公司货币资金余额甚至仅有7万元，连日常办公开支都不够，怎样购买原材料进行生产？更不用说开发新产品和技术改造了。受资金的制约，主营业务不断萎缩的局面并没有实质性改变，实际上仍处于停产、半停产状态。1998年，鞍一工在国内市场的占有率已由原来最好时候的70%滑落到16.5%，1999年计划全年生产推土机900台，销售900台，实际全年生产推土机371台，销售346台。鞍一工继1996年重组之后又一次与扭亏为盈失之交臂。

资金短缺加剧了公司的亏损，亏损反过来又使得资金短缺问题难以得到解决，鞍一工再一次陷入了资金短缺和亏损的恶性循环之中。从1999年起，公司营运资金由正转负，随后两年赤字迅速增大，鞍一工彻底被资金卡住了咽喉，直至退市。图5是鞍一工营运资金变化趋势图。

对鞍一工营运资金的进一步分析可以看到，鞍一工的流动资

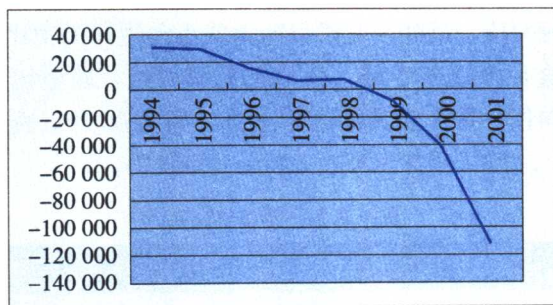


图 5 鞍一工营运资金趋势图 (单位: 万元)

产中, 应收账款一直居高不下。受主营业务收入逐年降低的影响, 从上市之日起, 鞍一工的应收账款周转率就没有超过 1 次, 也就是说应收账款一年都周转不了一次, 而且是一年不如一年。类似的情况也出现在存货周转上, 尽管鞍一工的存货数量也因公司资金紧张和生产规模萎缩而逐年下降, 但存货周转率数年来也一直徘徊在 1 次左右, 存货占用资金也很难迅速收回。另一方面, 从 1996 年开始, 其他应收款的金额开始成倍地高于应收账款, 其中许多是企业不合理的款项, 例如 1998 年的审计报告指出, 公司当年其他应收款期末余额 620 413 878.42 元中应收关联企业鞍山万荣铸轧有限公司 367 122 469.38 元。由于相当数量的应收账款和其他应收款收回的不确定性增大, 公司背上了难以甩掉的包袱, 巨额的应收款项已成为鞍一工财务上的一个巨大毒瘤 (见表 1)。

表 1 鞍一工各年度应收款项

年份	应收账款 (元)	其他应收款 (元)	应收账款 周转率	存货周转率
1994	336 007 800	223 555 700	0.99	0.86
1995	335 318 741.8	279 632 962	0.91	0.68
1996	271 307 994.3	272 326 343.2	0.66	0.42
1997	212 498 483.7	396 420 647	0.98	0.85
1998	234 297 447.6	620 413 878.4	0.74	1.06
1999	229 207 632.1	637 583 829.4	0.51	0.69
2000	227 903 174	618 745 370.6	0.57	1.20

与此相对应,反映企业偿债能力的正向指标流动比率、速动比率和现金比率逐年下降,数值都低得可怜,现金比率基本为零。而反向指标资产负债率逐年上升,到2000年,资产负债率已达100%,2001年甚至高达224%(见表2)。

表2 鞍一工各年度债务比率

年度	流动比率	速动比率	现金比率	资产负债率
1994	1.52	1.01	0.006 0	59.14%
1995	1.41	0.93	0.024 6	65.70%
1996	1.21	0.75	0.021 8	67.99%
1997	1.08	0.77	0.014 7	79.39%
1998	1.07	0.91	0.001 3	81.46%
1999	0.90	0.74	0	88.67%
2000	0.67	0.58	0.004 3	98.89%
2001	0.21	0.14	0.034 6	224.61%

日益萎缩的主营业务和不断下降的偿债能力使鞍一工获得金融机构新增贷款的可能性也越来越渺茫。在商业银行资金管理制度日益完善的今天,地方政府成为鞍一工唯一的依靠,鞍一工不得不一次又一次求助于地方政府的输血来维持生机。

三、政府的挽救措施

➡ (一) 托管

为了迅速扭转公司的生产经营困境,地方政府和公司领导急于寻找一种最好的方式实现资源的合理配置以提高资产运作效益。首先,在地方政府的促成下,1996年春,鞍一工联合辽宁十几家工程机械企业,成立辽宁工程机械(集团)有限公司(简称“辽工集团”),鞍一工时任董事长的刘士福出任辽工集团总经理。辽工集团成立后,与国际著名跨国公司德国利勃海尔集团公司合资建立了辽宁利勃海尔柴油机有限公司、辽宁利勃海尔轮式装载机有限公司和辽宁利勃海尔挖掘机有限公司三家合资企业。1996

年夏，鞍一工全权托管该集团在三家合资企业中的中方股权，经营受托资产，享有收益权。依据合同，公司可以用从托管公司分得的利润或自筹资金，偿还辽工集团在被托管公司投资额 1.66 亿元的 120%，即偿付 1.99 亿元以后，辽工集团将以 100 万元的象征价格将三家合资企业的全部中方股权售予鞍一工，这三家托管企业便成为鞍一工的子公司。其次，辽宁省将原鞍山市国有资产管理局持有的鞍一工国家股 6 688.6 万股上划归辽宁省国有资产管理局管理，辽宁省国有资产管理局委托辽工集团经营管理这部分资产，辽工集团成为鞍一工的最大股东兼行政上级，双方实现互相托管的格局，辽工集团将负起管理鞍一工所有权方面事宜的重任，而鞍一工则是受托对辽工集团下属三家合资公司行使经营权。

这是中国证券市场上的第一次托管行为，辽宁省地方政府希望通过两大企业股权互相托管，一方面给鞍一工增添新的利润增长点，另一方面也为推进辽宁省工程机械行业的两个根本转变营造有利的环境。托管合同实际上是一项对被托管企业实施优惠收购的过渡安排。而且用托管这种方式将鞍一工与三家合资公司联系在一起，实际上是把三家合资公司先进技术和产品优势与历史悠久的大型企业存量优势结合在一起，大大降低三家合资公司的经营风险，提高盈利能力，加快投资回收期。挖掘机、装载机直接租用鞍一工厂房，它的主要配套部件由鞍一工提供，产品销售又可以借助于鞍一工几十年建立的长期销售网络。柴油机是鞍一工推土机和挖掘机、装载机的主要配套发动机，形成内部采购，保证柴油机的产品销路。对鞍一工来说，托管三家与国际著名跨国公司的合资公司，使三家公司能够利用鞍一工现有管理、技术、销售网络快出效益，多出效益，既可以在不增加大规模投入前提下，迅速提高收益水平，又可以取得良性资产，优化资产存量，同时又为以发行新型金融工具募集资金提供合适的资金用途。鞍一工对辽工集团来说，在受托占鞍一工总股本 31.1% 的国家股后，一举取得对一家资产逾 4 亿元，总资产 13 亿元的同业上市公司的控股，无疑是辽工集团这一净资产约 8 亿元，以工程机

托管是前几年在国企改革中兴起的一种方式，其要点就是在产权关系不变的条件下，让渡资产经营权、处置权给其他法人。托管这种思路为那些丧失配股资格的上市公司提供了一种借壳上市的捷径。

械产品生产为主业的集团公司经营和发展战略上的一大突破和成功。据当时预测，三个合资项目——柴油机、挖掘机、装载机投产三年内收回投资，第四年内可以再收回一倍投资，这无疑是一种双赢的格局。但实际上，由于商务谈判的艰难和资金到位慢，这三家合资公司经历了两年的筹备，直到1998年底才具备生产能力。两年来市场环境的变化以及鞍一工自身面临的窘境使得“会下蛋的鸡”并没能为鞍一工做出多大贡献。

(二) 资产重组

1998年，举步维艰的鞍一工在辽宁省政府的直接干预下，进行资产重组，将铸钢、铸铁、轧钢等部分剥离，并相继完成了医院等辅助经营部分的拍卖分离工作。将大量的不良资产和第三产业从公司剥离，对数亿元的债务进行重组，并向公司补充大量流动资金，使导致鞍一工在前期出现亏损的资产和债务负担极大减轻。在公司内部组织结构方面，辽宁省机械厅、辽宁工程机械集团和鞍山市委组织部经过近一个月的论证考核和批准，于8月31日下午对鞍一工领导班子进行了整顿和调整。新领导班子由过去的13人缩减到7人，吸取以往的经验教训，提出“转变思想观念，明确企业发展战略”的口号，陆续实施了包括实行行政首长全权负责制、推行整机复合试验、以法治厂、形成良好企业文化等一系列举措。1999年，“八五”期间实施的技术改造基本完成，公司机器设备和技术力量在国内堪称领先水平；公司产品种类非常齐全，从机械传动到液力传动再到静液压传动，推土机的三代产品公司全都能生产，鞍一工此时在国内工程机械行业企业中，具有很强的技术和设备竞争优势。加上1998年起国家加大了在农业、水利、铁路、公路、环境和城市基础设施建设等方面的投入，长江和嫩江流域灾后建设又需要大量机械来修复水毁设施和兴建水利工程，工程机械产品的需求空前增加。重组后的鞍一工似乎充满了希望，但尽管该公司产品结构调整、强化企业管理已取得明显成效，由于产量没有达到一定规模，主营业务仍然处于亏损之中，公司亏损状况有增无减。

（三）“保壳”之战

鞍一工在1996年和1997年连续两年亏损，已被推向退市的边缘，如果再亏损一年鞍一工就彻底玩完了。戴上了“ST”就算了，但坚决不能戴上“PT”。为了保住鞍一工的“壳资源”，鞍山市政府扛起了鞍一工“保壳”之战的大旗。1998年8月，鞍一工与鞍山市政府达成协议，鞍山市政府同意对其曾帮带的7家企业所形成的巨额欠款，由公司应交的地方税以先征后返的方式退还公司予以补偿，同时公司还可享受1998—2002年连续5年地方税“先征后返”政策；允许公司不再承担已经划出去的中小学的教育经费；将公司3500多名退休职工工资交由社会保险部门承担，2900多名下岗职工工资由政府、社会保险部门和公司三家按比例分担；将公司4.6亿元贷款实行展期、转贷和剥离，使贷款利率下调近5个百分点，并投入1000万元封闭贷款以启动生产。在地方政府的推动下，1998年鞍一工还获得地方政府补贴收入1718.3万元，当年实现盈利144万元。“带帽”后的鞍一工在地方政府的大力扶持下暂时在1998年取得了微利，逃过“PT”处理。

1999年，随着辽工集团的解体，鞍一工重归鞍山市管理。鞍山市政府由市长牵头，抽调了市经委、工业工委、财政局、劳动局、国资局、审计局、工商局、机械局等部门46名骨干，组成了资金筹措、资本运营、三改一加强、职工稳定、综合5个小组，进驻鞍一工，并对鞍一工的领导班子进行了大调整，市经贸委副主任沈铁方走马上任董事长。这一年，鞍一工收到鞍山市政府“先征后返”地方税113万元；得到3500万元财政资金弥补亏损；公司欠缴的1116万元长期借款利息和所还的2155万元财政周转金都以补贴收入的形式返给了鞍一工。但由于鞍一工积重难返，地方政府的输血只是杯水车薪，转眼鞍一工再次陷入连续巨额亏损的绝境。



（四）账面游戏

为了避免退市，2001年11月15日，鞍一工发布公告称，将其厂区内的26.08万平方米土地转让给鞍山红旗拖拉机（集团）有限公司，而且此次转让后，鞍一工将继续使用转让土地地面上的部分建筑物，无偿使用涉及的土地。据公告，鞍一工厂区总面积56.06万平方米，1992年改制时，国家以30元/平方米折价入股方式投入公司，使用期限为10年。由于使用期限将满，鞍山市土地管理局已同意将上述土地的使用权以42.60元/平方米的价格出让给公司作为工业用地。鞍一工拿到国有土地使用证的第二天，11月10日便将其中的26.08万平方米转让给红拖集团，依辽宁国地资产评估有限公司的评估，该块土地评估值为426元/平方米，转让价总计11110.08万元，转手腾挪之间增值9999.072万元，增值幅度为公司土地成本价的整10倍。从该公司前三季度7300万元的亏损情况看，这笔土地转让收益若打入利润，恰好能弥补公司的全年亏损，实现微利，就可以使鞍一工逃脱“PT”一劫，争取两年的退市时间。时任鞍一工董事长的沈铁方甚至公开表态公司能扭亏为盈。

中国的证券市场经过近10年的发展，虽然还不成熟，但经历了无次打击的投资者不再是混混沌沌啥也不懂任凭上市公司肆意玩弄的门外汉了，这一次漏洞百出的没有任何实质性交易的账面游戏刚一出台就被投资者一眼识破，受到投资者的猛烈抨击，也遭到了注册会计师的否定。

启示与思考

“绩优—绩差—亏损—ST—退市”，从当初国内最大的工程机械企业，到连续亏损，资不抵债，短短8年，鞍一工走完了自己的上市之路。通过上述分析，我们可以看出，鞍一工的财务失败主要归因于以下三个方面：一为企业管理体制的落后，改制上市

后仍悉数保留了传统国企的种种弊端，企业经营效率低下，各种财务负担严重；二为公司投资决策失误，盲目投资导致投资分散，战线长，资金周转渠道严重阻塞，主营业务缺乏足够的资金支持，核心竞争力逐年降低，而且巨额投资血本无归，进一步加重了鞍一工的债务负担；三为资本营运的失败，为保住壳资源，鞍一工眼花缭乱的重组，并不能解决企业多年累积下来的资金、债务、主业低迷等核心问题，最终不可避免退出了资本市场。

作为国有传统工业企业改组上市的典型，鞍一工的失败充分体现了计划经济下政企不分的企业经营机制完全不适合市场经济条件下的资本运作。由于我国证券市场成立的最初目的之一就是为国有企业的发展提供空间，鞍一工的失败给这些上市公司敲响了警钟：证券市场有它自己的规则，政府的支持虽然在短期内能给企业带来效益，但从上市公司的长期发展来看终归是不能依赖政府的。通过对鞍一工失败案例的分析，我们对这些由国有企业改制而来的上市公司提出以下建议：

（一）完善上市公司内外部治理结构

企业经营机制的不完善是由传统国有企业改制而成的上市公司普遍存在的问题。许多传统国有企业在上市之前就背上了沉重的历史包袱，上市成为为这些历史包袱进行筹资的手段。例如当初鞍一工上市所募集的区区2亿元资金刚一到账，就被银行方面拿走六七千万，用于偿还公司所兼并那几家公司的陈年贷款。在鞍一工8年“保壳运动”中，董事长换了三任，董事会秘书换了三任，前赴后继的接力方式和同一个工作目标却没能使他们之间形成一个共同的、合理的以及更符合市场规律的重组工作共识。新与旧之间，前任与后任之间，权力与业务之间因主观因素无法形成良好的交接。鞍一工在陷入困境后，对于公司经营失败的责任，公司的一位领导一语道破天机，“有好事时，大家都抢着来管，出问题时，没有一个人负责”。因此，上市公司必须改变原有国有企业那些岗位责任不明确，政企关系不清楚的体制结构。



在内部治理结构上，上市公司相关人员必须权责利明确，在外部治理结构上，政府部门与上市公司各司其职。

(二) 强化资金管理

营运资金是企业的血液，一旦自身造血机能已经丧失殆尽，没有外力的推动，纵有再好的产品，生产也难以以为继。一方面，资金短缺使得鞍一工的生产能力放空，生产经营规模大幅度萎缩，尽管鞍一工的产品并不是没有市场，但公司的扭亏任务得不到产品支撑；另一方面，由于资金短缺，鞍一工的技术改造等相关资金投入形成了巨额利息负担，还为公司的扭亏蒙上了一层浓重的阴影。鞍一工陷入了资金短缺和亏损的恶性循环之中，资金短缺加剧了公司的亏损，亏损反过来又使得资金短缺问题难以解决。因此企业必须加强营运资金的管理，提高资金的使用效果和效率，同时在任何时候都必须注意资金的余额，大量消耗营运资金无异于饮鸩止渴。

(三) 发展核心业务

企业为了持续经营发展，必须培养和保持企业核心竞争力，其中一个重要方面是保持企业收入的不断增长以满足企业发展对资金的需要。没有收入，企业的经营是无源之水，无本之木。鞍一工一直无法翻身，正是因为主营业务无法正常开展。公司的一位知情人士透露，鞍一工进入亏损后的这些年里公司并没有对生产经营投入太多资源，一直在忙资产重组。产品生产这些主营业务变成了副业，而重组这些非经常性业务反而成了主营，对任何一个做实业的企业来说，这都是一个走向危机的信号。从整个证券市场来看，能够始终在市场上保持良好业绩的上市公司大多数是主营业务突出的企业。

(四) 实质性重组

当公司无法通过自身力量转危为安时，就需要通过实质性的重组来进行脱胎换骨的改造。工程机械产业属传统产业，行业利

润率很低，靠主营业务消化每年高达5 500多万元的财务费用已很不现实，鞍一工将扭亏为盈的重任寄希望于重组改造并非失策。鞍一工曾计划与外国企业设立合资公司，在房地产开发方面做文章，开发著名的千山旅游风景区，甚至涉足环保领域，这些虽然都是好的想法，但都远离实际操作。就鞍一工的经营情况和财务状况，根本没有足够的财力从事资产收购、房地产开发等新业务，唯一可能的办法就是进行资产置换。鞍一工最佳的资产重组时机是1997年和1998年，这一时期的市场环境对经营业绩不佳、主业发展前景黯淡的亏损上市公司进行资产结构、产业结构重新调整组合的时机和条件非常适合。在僧多粥少的额度制背景下，在众多有实力却未能进入资本市场的公司眼中，“壳”资源显得尤为珍贵。鞍一工在1996—1997年曾计划与山东文登电缆厂进行资产置换，在1998年曾计划与本溪北台钢铁厂的重组方案，之后徐工集团为完善企业产业结构，也希望与鞍一工进行重组。但由于当时重组的目光只局限于省内，所以这些有实力的买主相继告退。随着时间的推移和市场需求的变化，生产经营状况严重恶化且负债累累的鞍一工这个上市公司招牌也失去了应有的魅力，最后重组不得不演变为政府为企业的亏损埋单。市场经济条件下，政府与企业是平等的民事关系。企业亏损，政府埋单，是有悖于政府职能转变要求和市场经济规则的。在市场法则法规愈加完善的今天，政府输血这种不符合市场规律的重组行为也愈将难以得到市场的认可。

证券市场为企业提供了资本运作的控制，资本运作是上市公司更上一层楼的必要手段，有效的资本运作应该是符合市场规律，具有实实在在的资本支持的资本运作。在现在的证券市场上，纸上富贵已经不再能吸引投资者的眼球，反而会让投资者看穿企业的落败，给企业带来更大的打击。

参考文献

1. 阎实，艾民. ST 鞍一工把你看个真真切切. 中国证券报，

2002-01-16

2. 袁克成. ST 鞍一工让人看不懂. 上海证券报, 2001-11-20
3. 纪川. ST 鞍一工双簧剧露破绽. 证券时报, 2001-11-23



风险失控，深陷泥潭

——ST 九州的风险控制失败

案例目标：本案例通过 ST 九州公司财务状况演变过程的描述，对中国证券市场退市的上市公司 ST 九州财务失败的原因进行分析。分析结论表明，盲目地负债扩张是很不可取的，企业的扩张要考虑财务风险，这对于企业的生存和成长都是至关重要的。

“死去原知万事空，但悲不见九州同”，面对破碎的山河，爱国诗人陆游死不瞑目。如今，面对退市的 ST 九州，原福建九州集团股份有限公司的一班人马又作何感想呢？这个想当年风风火火闯“九州”，曾是全国百强外贸企业之一的大型集团，上市后连年亏损，公司的债务惊人；而公司股票从发行时的 6.6 元跌至 1 元多，为近年来两市罕见。2002 年 4 月 16 日公司股票被暂停上市。同年 9 月 13 日起终止上市，成了按照 2001 年底公布的新的退市制度实施以后第一只停止交易的股票。回顾九州的历史，令人感慨万分，原先业绩非凡的九州究竟是怎样沦落到今天这一地步的呢？

ST 九州从曾经的辉煌到最后的被迫重组，可以见证一个法人治理结构、经营管理制度极不完善，即将被市场淘汰的上市公司在退市前挣扎的痕迹，至少可以留给市场更多的思考。

一、案例资料

.....

➤ （一）九州股份简介

福建九州集团股份有限公司（0653）于1996年11月在深交所上市。公司的前身是九州经济发展公司，于1993年整体改制而成，股份制改组一度给公司带来了巨大的生机和活力。该公司迅速从一家省属外贸企业发展成为以进出口贸易为龙头，集进出口贸易、房地产、文化娱乐业等于一体的综合性大型企业集团，进出口额逐年增加。1993年公司定向在福建省发行法人股，募集1.3亿元资金。当时以经福建省国有资产管理局确认的净资产8432万元投资入股，折合国家股8432万股。同时，募集法人股700万股和内部职工股7736万股，法人股和内部职工股均为现金认购，至此，形成公司总股本16868万元。当时存在国有股权持有人缺位的现象，于是先由福建省国资局持有这部分股权。1997年，即九州股份上市一年后，经福建省政府发文，将九州股份的国有股委托给九州商社管理，并行使股东权利。

但上市后的九州运营却不尽如人意，由于企业的盲目兼并扩张，结果消化不良，造成企业战线过长、规模过大，人力、财力、管理都跟不上，有时连工资都发不出。牵涉远华一案更是加速了公司的崩溃和瓦解。在1998年中纪委开始调查远华公司后，九州的很多资产和账号就被冻结，外贸业务完全中止。同时九州商社由于经营不善，巨额亏损，债务相当沉重，应收应付款、对外担保贷款以及逾期贷款数额惊人，资金严重匮乏，经营基本上陷入瘫痪状态，1999年爆出了4.15亿元的亏损，2000年的亏损更是达到9.35亿元的天文数字。因九州公司连续三年亏损，2002年4月16日股票被暂停上市。2002年8月28日，公司公布的2002年半年度报告显示公司上半年亏损5201万元，不符合中国证监会《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》和《深圳证券交易所股票上市规则》（2002年修订稿）第

从1999年到2001年，九州公司已经连续三年亏损。主营业务收入、总资产、股东权益、每股净资产等指标均逐年下降；2000年公司已经资不抵债。

十章规定股票恢复上市的条件，公司也未在规定的期限内向交易所提交公司股票恢复上市的应用。根据中国证监会《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》第四章第十五条和《深圳证券交易所股票上市规则》（2002年修订稿）第十章第10.3.4条的规定，决定公司股票自2002年9月13日起终止上市。

（二）九州亏损之旅

1. 兼并的美梦破碎

1996年九州在上市前进行了一次资产重组。当时由于福建省准备探索日本与韩国的商社经验，在九州股份主要领导人极力争取的情况下，成立了一个商社筹备组，并开始按计划在九州股份上市前做了大量的企业兼并工作。九州商社在九州股份上市后一年才成立，在商社成立后福建省政府发文，将九州股份的国有股委托给九州商社管理，并行使股东权利。

有人认为卷入走私案才使九州迅速衰败，其实不然。过分强调低成本扩张，大量购并中小企业才是真正的祸根。1996年起，九州还以承担债权债务的方式，先后兼并了17家省内外有困难企业。它承揽的全部或大部分债务，可以根据国家有关政策挂账停息，分期偿还。因此，购并时企业不需出一分钱，当时它们的想法是可以在购并后用被购并企业的盈利归还欠债，不费成本，又做大了规模。另外，九州公司还在政府政策和银行信贷的支持下，进行了大规模的举债，兼并了大量企业，达到了大规模扩张的目的。1997年6月，“如日中天”的福建九州综合商社经主管部门批准，兼并了位于江西景德镇的中国瓷都洁具厂。1998年4月，在福建省政府扶持下，拥有31亿元资产的福建九州商社兼并了总资产达43亿元的中福公司，为解决中福公司债务先后投入不少资金。据说九州初创时仅有资本369万元，到1997年，九州的总资产膨胀为31.02亿元，增长了839倍；净资产增加到10.99亿元，增长了297倍。特别是在1998年完成了福建省最大的一宗企业兼并——对中国福建国际经济



技术合作公司的兼并之后，九州总资产剧增为 77 亿元，比起步时增长了 2 086 倍。

兼并企业需要投入大量的资金，但有规模不一定有效益，投入的资金能否产生预期的效益，影响着财务杠杆作用的发挥。适度的财务杠杆可以提高企业的盈利能力，但盲目的缺乏效益的举债兼并，不仅得不到任何好处，反而会加大财务风险，而且巨大的偿债压力会使企业陷入财务困境，并导致亏损甚至破产。

资产负债率是衡量企业偿债能力的主要指标，企业资产负债率越低，债权人债权的保障程度就越高，企业承担的担保风险就越小。一般而言，资产负债率控制在 30% 左右是企业财务状况稳健的表现，但随着市场经济和金融业的发展，企业资产负债率普遍提高，这无疑增大了企业破产风险。因此，企业资产负债率应小于 50%。九州资产负债率的变化见表 1。

表 1 ST 九州资产负债率变化表

报告期	资产负债率 (%)	比上期变化 (%)
1998-06-30	59.09	↓ 2.70
1998-12-31	48.27	↓ 10.82
1999-06-30	46.53	↓ 1.74
1999-12-31	90.00	↑ 43.47
2000-06-30	96.82	↑ 6.82
2000-12-31	216.31	↑ 119.49
2001-06-30	217.91	↑ 1.60
2001-09-30	242.54	↑ 24.63

用现金流负债比率来衡量，即企业经营活动产生的净现金流量与企业流动负债相比。在正常的生产经营情况下，当期取得的现金收入，先要满足生产经营活动的支出，然后才能满足偿还债务的支出。而企业的经营活动是企业的主要活动，是获取自有资金的主要来源，也是最为安全且最规范的取得现金流量的方法。ST 九州的现金流负债比率 1999 年仅为 3.13%，2000 年底为 3.09%，到了 2001 年底仅剩 0.90%。这可以从一个侧面反映出企业的现金周转已经极度困难，面临着巨大的偿债风险。现

在看来，兼并中福公司就已经是九州股份由盛转衰的一个转折点。经过两年多的运转、磨合，兼并后的中福公司不仅没有找到新的经济增长点，而且亏损越来越大，严重地影响了九州商社经营状况，进一步影响到九州股份的财务状况。

2. 对外担保——自身难保

在市场经济中，企业对外担保是企业扩大对外融资规模、结成战略同盟的重要手段。它一方面有利于银行等债权人降低贷款风险，形成稳定资金融通渠道，以满足企业扩大再生产的资金需求；另一方面，由于企业担保的存在，能够形成稳定可靠的资金供需关系，降低资本市场的运行成本，从而提高整个社会资源配置的效率。担保虽有利于企业的发展，但其实质是以自身的无形资产——企业信誉为代价，而形成或有负债的过程。一旦被担保人无法偿还到期债务，则担保人必须承担连带责任，这时，或有负债就转为实际负债，从而导致上市公司现金大量流失，损坏企业的资信商誉，直接威胁企业自身的生存与发展，最终使企业资不抵债、经营无以为继、濒临破产。多家单位互保，风险同样不可小觑。这样的互相担保链条能够带来巨大的财务风险，即使是一小笔债务无法及时偿还，也可能会导致整个信用体系的崩溃。在我国目前的会计体系中，被担保方的信息披露机制仍然很不健全，了解被担保方具体情况的信息渠道非常有限，所以要对待担保金额巨大的上市公司予以特别的警惕。如果对贷款担保轻率从事，分析不足，则有可能使该笔贷款变成坏账，公司将面临很大的偿债风险，甚至出现资不抵债的窘迫局面，甚至“倾家荡产”。

九州就与 ST 海洋、ST 中福形成了一套上市公司互保链。ST 海洋与 ST 九州有着 1 亿多元的互保，ST 九州为 ST 中福担保 8 400 万元，而 ST 中福为 ST 九州向工行厦门市分行的 1.04 亿元、40.53 万美元的贷款，向浙江工商信投公司 500 万元贷款提供担保。可是，九州的连续亏损，无力偿还贷款，使得 ST 海洋和 ST 中福都尝到了“殃及池鱼”的滋味。由于即将三连亏，ST 海洋二级市场股价已创纪录地连续 20 多个跌停。银行方面在对

追回 ST 九州的债务不抱希望之后纷纷通过法院到 ST 海洋家门里查封家当。ST 中福的情况也不乐观。从公司中报公告的数字看, ST 中福与 ST 九州互保的贷款均已逾期, 其中 ST 中福与工行厦门市分行就 ST 九州逾期贷款担保的官司, 已打到了福建省高级人民法院。

泥菩萨过江自
身尚且难保,
如何去为别人
做担保。

同时, ST 九州在盈利能力没有可靠保证、自身债台高筑的情况下, 对外及其关联下属企业提供了巨额担保。截至 1999 年 12 月 31 日, 公司对外担保的金额为人民币 26 980 万元, 美元 400 万元, 为关联下属企业担保 32 164.20 万元, 其中逾期 14 840 万元; 截至 2000 年 12 月 31 日, 公司对外担保的金额为人民币 19 550 万元, 美元 400 万元, 为关联下属企业担保 34 530.7 万元, 全部逾期。截至 2001 年 12 月 31 日, 公司对外担保均已逾期, 被担保企业大部分经营状况恶化或已停业, 且无资产偿还。已诉讼未决的对外担保本金总额 17 373 227.50 元, 未诉讼对外担保本金总额 177 791 000.00 元。截至 2001 年 12 月 31 日, 公司为下属子公司提供贷款担保的本金为 160 248 992.19 元。

3. 关联方交易

巨额的或有负
债加大了企业
的财务负担。

截至 2001 年底, 来自关联方福建九州综合商社有限公司的应收账款 564 657 208.90 元, 竟然占到了应收账款总额的 86.16%。来自关联方共五家企业的其他应收款占到了其他应收款总额的 72.96%。

(1) 2001 年公司将所属福建九州福鼎啤酒有限公司(以下简称“福鼎啤酒”)无偿转让给福建九州综合商社有限公司(以下简称“九州商社”), 转让价格参照评估后的净资产。福鼎啤酒系 1997 年 10 月由九州商社兼并的福鼎市人民政府设立的福鼎啤酒厂, 兼并后更名为福建九州福鼎啤酒有限公司。1998 年公司配股时, 福鼎啤酒作为国家股配股资金投入, 投入时将其结欠中国工商银行福鼎市支行的借款 1 945 万元划归九州商社承担, 并作了核减该债务的账务处理。后来由于各种原因未能办理债务转移手续。2001 年 7 月, 公司与九州商社签订资产转让协议, 将福鼎啤酒的全部资产无偿转让给九州商社。此次交易



是以评估后的净资产1 824.38万元扣减1 945万元的银行借款后无偿转让的。

(2) 2001年公司将所属福建九州映雪啤酒集团有限公司（以下简称“映雪啤酒”）无偿转让给九州商社。

(3) 2001年公司将所属福建九州集团股份有限公司莆田公司（以下简称“莆田”）无偿转让给九州商社，莆田产权转让手续尚未办理完毕。

上市公司在大量的关联交易中，向其关联方提供担保和贷款、注入资金，远远大于关联方向上市公司提供担保和注入资金，大大增加了上市公司负债带来的财务风险。关联方过度占用上市公司资金，往往会给上市公司带来资金周转不畅、盈利能力下降的恶果。而且关联交易给控股股东带来额外利益是以牺牲上市公司的整体利益为代价，严重地侵害了少数股东的权益。

关联方过度占用上市公司资金，往往会给上市公司带来资金周转不畅、盈利能力下降的恶果。

1997年6月，福建九州综合商社由于兼并位于江西景德镇的中国瓷都洁具厂，而在同年11月确认和接受了中国瓷都洁具厂原欠建行东郊支行的贷款本金5 763万元的债务，并负责分期付款。但当2000年10月第一笔1 115万元人民币本金到期时，九州商社已无力还款。建行景德镇分行在数次追讨无门后，于2001年4月和8月分别将九州商社告上景德镇市中级人民法院和江西省高级人民法院。10月29日，景德镇市中级人民法院作出裁定，冻结福建省国有资产管理局所有的并委托九州商社持有的福建九州集团股份有限公司国家股股权1 600万股。11月5日，江西省高院发函要求冻结福建省国有资产管理局所持有的福建九州集团股份有限公司的国家股4 966.5万股。在ST九州生死存亡之际冒出的国有股权冻结事件如果处置不当，将会导致重组泡汤，在巨大的偿债压力下，有可能使企业走向破产。

4. 涉及贪污走私案

九州集团前董事长兼党委书记赵裕昌居然利令智昏，鼓动下属走私。所属十几家商贸企业都蜂拥而去，找远华合伙走私，走私货物多达27亿元，九州成了“4·20”案中最大走私户，给国

九州就是这样走进远华走私的魔窟，犯下了弥天大罪，成了远华走私集团的黑干将。



家造成巨大经济损失。2001年赵裕昌被判无期徒刑。同时，公司总部和部分下属企业的银行账号被冻结，贸易业务几乎处于停顿状态。

二、原因分析

.....

九州集团公司一开始就是以大量购并亏损的中小企业起家的，这种过度兼并、盲目扩张为它的失败埋下了祸根。九州失败的直接原因是参与远华走私案，许多资产账号被冻结，外贸业务完全中止。但其失败的深层原因其实是公司治理结构的不完善。

➤ （一）盲目兼并，缺乏核心竞争力

九州集团的成长过程比较特殊，它通过不断兼并陷入困境的企业而扩张成为大集团企业。因此，九州内的成员企业大都负债率较高，经营状况不理想。但事实上，购并是一种风险很大的经营活动，国内外不乏因收购后救不活别人，反而把自己拖垮的实例。九州企图通过扩大市场占有率来实现规模效益，但因为没有选好项目，不仅没有达到抓住机遇实现扩张的目的，反而失去了优势和特色，丧失了市场的主动权。公司主要经营进出口贸易、房地产、啤酒生产与销售、高岭土深加工等，属综合类公司，主营业务不突出，各下属企业业务间关联度低，所属企业受规模限制，在行业内地位较低，公司整体优势发挥不出。总之，九州集团没有一个能够支撑整个集团的盈利企业，因此经济危机发生以后，集团企业陷入了更大的困境。

➤ （二）资金结构存在缺陷，财务风险失去控制

九州的短期债务爆发性增加，用向银行大量举借短期借款的形式应付企业的资金短缺，使资金结构陷入恶性循环。在此期间，没有大规模的投资，债务却增加如此之多，说明九州集团的资金状况严重恶化。在这样一个时期债务迅速膨胀只能有两个解释，一是进行一些还没有完成的投资项目；二是偿还原

有的债务和利息。这也说明，九州集团的危机早已发生，只是用大量举债来延迟危机的爆发。只重视筹资，而忽视经营机制的转变，是九州陷入困境的一大原因。



（三）公司的治理结构问题突出

这是公司财务失败的一个深层次原因。具体表现为股东大会形式化、内部控制缺位、财务监督职能弱化、缺乏管理监督等。其中，高层管理者独断是一个很重要的问题。由于国有股权缺乏实际的产权主体，有名无实，仅委托九州商社来代为管理，权力的核心掌握在极少数高层成员手中，且缺乏必要的内控机制，最终经营管理不善，诉讼案件众多，财务状况恶化，血本无归。因为上市公司国有股权代表自身利益和国家利益并非完全一致，上市公司在代表国家从事经营时，有可能存在道德风险和逆向选择，使国有资产的保值增值难以实现。这样，少数股东成为受益人，国家权益受到损害。而这个问题是普遍存在于国有企业中的治理结构痼疾。

绝对的权利导致了绝对的腐败，也放大了市场固有的不确定性和风险，增加了企业做出错误决策的几率。正因为如此，企业需要建立一套严密的制度来制衡和约束管理层，使其行为趋向理性，将风险和损失控制在可以承受的范围内。因此，公司法人治理结构有待进一步完善。

启示与思考

1. 企业进行多元化的兼并，应该有明确的目的，与自己的优势主业形成资源的共享或互补，而不能为了兼并而兼并。否则，兼并时所需的大量筹资也会把兼并企业拖垮。对投资项目加强可行性研究，进行周密的调查分析减少决策失误。

2. 企业对自己的财务风险要及时和适当的控制。合理安排筹资时间和资金投放时间，在筹资政策上应尽量利用长期性负



债和股本来满足长期投资需要，利用短期借款满足临时性的需要。确定合理的资金结构，根据企业的需要与负债的可能自觉调整债务结构，降低债务风险，实现杠杆收益。

3. 复杂的企业内部权力格局，可能会降低企业的决策效率。但对于一些国有企业来说，效率的考虑也许不应该是第一位的，减少出错的几率才是最重要的。目前独断的权力安排的确效率很高，但由于激励约束机制的扭曲，这种效率更多地表现为犯错误很多。管理者缺乏必要的法律意识和对法律风险的防范意识，说明管理者自身素质的提高迫在眉睫。

参考文献

1. 吴德铨. ST 九州：将走向何方. 中国证券报，2001 - 12 - 25
2. 许少业. ST 九州：考验上市公司互保链. 上海证券报，2002 - 01 - 24

财务舞弊，害人祸己

——红光公司、大庆联谊、 蓝田股份、银广夏的 案例分析

案例目标：国家前总理朱镕基曾为我国三家会计学院题词“不做假账”。诚信是证券市场健康发展的基石。证券市场一旦失去了诚信，也就失去了投资者。近年来，PT 红光事件、大庆联谊事件、三九医药事件、美尔雅事件、猴王事件、蓝田股份事件和银广夏事件的连续发生，暴露出我国上市公司和会计师事务所的严重违法违规行为，证券市场的诚信遭到了重大打击。

本案例以红光公司、大庆联谊、蓝田股份和银广夏四个上市公司为具体的研究对象，深入剖析上市公司财务舞弊的内在原因，具体原因包括以下几个方面：一是利益诱惑巨大，政府和中介机构参与造假；二是违规成本低廉；三是上市公司没有革除原国有企业存在的各种体制弊端。最后提出相应的政策建议，包括：完善上市公司治理机构，加强对中介机构的外部监管，加大信息披露监管力度，加强上市公司诚信建设和严格执法，加大处罚力度。

引 言

近年来,我国证券市场迅速发展,成为我国企业发展和股民投资的一个主要选择。但是,有些上市公司肆意地违规违纪,弄虚作假,严重地扰乱了我国证券市场的正常发展,极大地侵害了股民利益。本文将以红光公司、大庆联谊、蓝田股份和银广厦这几个公司为例,深入剖析上市公司财务舞弊的内在原因,并提出相应的对策建议。

在进行具体的案例分析之前,我们先了解一下上市公司上市前后的一些相关法律、法规和规章。我国证券市场经过十多年的发展,已逐步走向规范化、法制化。1993年4月22日,国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》),并规定该《股票条例》自发布之日起施行。同年6月10日,中国证监会根据《股票条例》和《股份公司规范意见》关于上市公司信息披露的规定制定的《公开发行股票公司信息披露实施细则》公布,并规定自公布之日起施行。1997年,国务院证券委、中国人民银行和国家经贸委发布《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》,并规定自公布之日起施行。1998年12月29日,第九届全国人大常委会第六次会议通过《证券法》,该法是我国证券市场的基本法,较为详细地规定上市公司及有关机构和人员的信息披露义务和责任,确立了我国证券市场的信息披露制度。之后,中国证监会又陆续发布了《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》和《公开发行证券的公司信息披露规范问答》。

（一）股份有限公司申请股票上市必须具备的条件

1994年7月1日开始施行的《公司法》第152条第3款要求申请股票上市的公司必须开业时间在三年以上,最近三年连续盈



利；第5款要求拟申请上市的公司在最近三年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。

✎ （二）信息披露制度

信息披露是投资者了解上市公司、证券监管机构监管上市公司的重要途径，信息披露制度是世界各国通用的证券法律制度之一。

信息披露制度，也称公示制度、公开披露制度，是上市公司为保障投资者利益、接受社会公众的监督而依照法律规定必须将其自身的财务变化、经营状况等信息和资料向证券管理部门和证券交易所报告，并向社会公开或公告，以便使投资者充分了解情况的制度。

信息披露制度既包括上市前的初期信息披露，也包括上市后的持续信息披露。上市前的初期信息披露，是指证券发行人在所发行证券获准上市前，依照法律规定的条件和程序向投资者发布相关信息，其目的是向投资者提供分析、评价发行人的财务状况、经营情况和发展潜力的依据，以便出售所发行的证券。上市后的持续信息披露，是指证券发行人在其证券上市交易期间，定期或不定期地向投资者公开与其证券投资价值有关的各种信息，其目的是确保投资者及时、准确地了解那些有可能上市证券价格走势的重大信息，以便投资者合理预见投资收益，降低投资风险。

1. 股票初期信息披露

我国的股票初期信息披露具体可分为股票发行信息披露和股票上市信息披露。

股票初期信息披露的文件主要包括招股说明书、配股说明书和增发招股说明书。

（1）招股说明书。招股说明书是上市公司在对社会公众募集股份时，由发起人起草，向社会公众披露的关于公司总体状况，股份总数，股本结构，财务状况，盈利能力，发行股票类型、数额、价格，以及发行人基本情况等内容的书面报告。申请在中华

这一系列的法律、法规和规章初步构成了我国上市公司信息披露的规范体系。

发行人董事会及全体董事应保证招股说明书及其摘要内容的真实性、准确性、完整性，承诺其中不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并就其保证承担个别和连带的法律责任。

人民共和国境内首次公开发行股票并上市的公司（以下简称发行人），应按规定编制招股说明书和招股说明书摘要，作为向中国证监会申请首次公开发行股票的必备法律文件，经中国证监会核准后按规定披露。发行人在招股说明书及其摘要中披露的所有信息应当真实、准确、完整、公平、及时，尤其要确保所披露的财务会计资料有充分的依据。所引用的财务报告、盈利预测报告应当由具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计或审核，并由两名以上具有证券期货相关资格的注册会计师签署。发行人应在发行前 2~5 个工作日内将招股说明书摘要刊登于至少一种中国证监会指定的报刊，同时将招股说明书全文刊登于中国证监会指定的网站，并将招股说明书全文文本及备查资料置备于发行人的住所、拟上市证券交易所、主承销商和其他承销机构的住所，以备查阅。

（2）配股说明书和增发招股说明书。配股说明书和增发招股说明书是股票发行人再次发行股票时的法定披露文件。发行人向公司原股东配售股票应编制并公告配股说明书，发行人向社会公众发售新股应编制并公告增发招股意向书和增发招股说明书。

股票上市信息披露的方式是将上市公告书刊登在指定报刊上和网站上，并将公告书文本置备于指定地点以供公众查阅。

2. 股票持续信息披露

综观我国法律法规对持续信息披露的要求，主要文件包括定期报告（包括年度报告和中期报告），临时报告（包括重大事件公告和上市公司的收购或合并公告），公司的董事、监事、高级管理人员的持股情况，证券交易所要求披露的信息和其他信息。其中最重要的是年度报告。

年度报告中应记载如下事项：（1）公司简介；（2）会计数据和业务数据摘要；（3）股本变动和股东情况；（4）股东大会简介；（5）董事会报告；（6）监事会报告；（7）重大事项；（8）财务会计报告；（9）其他资料。

年度报告必须由具备从事证券相关业务资格的会计师事务所及其两名注册会计师出具审计报告。

3. 信息披露的实质性要求

信息披露制度是证券法基本原则——“公开、公平、公正”原则的具体体现。信息披露的实质性要求包括真实性、准确性、完整性和时效性。

(1) 真实性。真实性要求发行人所披露的信息资料必须客观、真实，符合事物的本来面目，不得含有任何虚假成分。遭到扭曲或者经过粉饰的信息，会损害投资者、债权人、公众和国家的利益，并且会扰乱证券市场。

(2) 准确性。准确性要求发行人在披露信息时应尽量采用精确的语言进行表述，不得含糊其辞、模棱两可，不得对投资者进行误导使其做出不合理的投资决策。为防止证券发行人利用语言的特殊性把误解信息责任推给信息使用者，在判断所披露信息是否符合准确性要求时，应以一般投资者的正常理解能力为准。

(3) 完整性。完整性要求上市公司公布的信息，必须在内容上符合各种信息报告的要求，不能缺项、漏项，更不能有意回避公司的一些弱项。信息披露的完整性，对正确分析公司状况是十分重要的。根据这一要求，不仅对证券价格有利的信息要披露，对证券价格不利的信息，包括那些已经存在和可能存在的风险因素也要披露。

(4) 时效性。时效性又称为及时性，它要求发行人按照法定的时限及时公开与其经营状况有关的信息，以保证所披露信息的现实性和有用性，保证投资者对所披露信息的平等利用，防止由于信息不及时产生的误导，使信息使用者受到伤害。

➤ (三) “重大事件”的界定

上市公司发生可能对股票交易价格产生较大影响、而投资者尚未得知的重大事件时，上市公司应当立即将有关重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交临时报告，并予以公告，说明事件的实质。下列情况为重大事件：(1) 公司经营方针和经营范围的重大变化；(2) 公司的重大投资行为和重大的

购置财产的决定；(3) 公司订立重要合同，而该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重大影响；(4) 公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况；(5) 公司发生重大亏损或者遭受超过净资产 10% 以上的重大损失；(6) 公司生产经营的外部条件发生重大变化；(7) 公司的董事长，1/3 以上的董事或者经理发生变动；(8) 持有公司 5% 以上股份的股东，其持有的股份发生重大变化；(9) 公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；(10) 涉及公司的重大诉讼，法院依法撤销股东大会、董事会决议；(11) 法律、法规规定的其他事项。

➤ (四) 关于证券经营机构承销股票的相关规定

《股票条例》第 21 条规定，证券经营机构承销股票，应当对招股说明书和其他有关宣传材料的真实性、准确性、完整性进行核查；发现含有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的，不得发出要约邀请或者要约；已经发出的，应当立即停止销售活动，并采取相应的补救措施。

➤ (五) 严禁上市公司炒作股票的相关规定

为了能够正常发挥社会主义股票市场为经济建设筹集资金和促进企业转换经营机制的功能，维护正常的市场秩序，制止国有企业和上市公司在股票市场上的炒作行为，国务院证券委、中国人民银行和国家经贸委 1997 年发布《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》，其中在第 2 条中规定，上市公司不得动用银行信贷资金买卖股票，不得用股票发行募集资金炒作股票，也不得提供资金给其他机构炒作股票；在第 4 条中规定，上市公司只能在交易所开设一个股票账户（A 股），必须用本企业（法人）的名称。严禁上市公司以个人名义开设股票账户或者为个人买卖股票提供资金。存在上述问题的公司，必须在本规定发布之日起一个月内纠正；拒不纠正的，将从严处罚并追究法定代表人和直接责任人的责任。

➤ （六）调查与处罚

《证券法》第 177 条规定，经核准上市交易的证券，其发行人未按照有关规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏的，由证券监督管理机构责令改正，对发行人处以 30 万元以上 60 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

《股票条例》第 74 条规定，任何单位和个人有下列行为之一的，根据不同情况，单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款：（1）在证券委批准可以进行股票交易的证券交易场所之外进行股票交易的；（2）在股票发行、交易过程中，作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的；（3）通过合谋或者集中资金操纵股票市场价格，或者以散布谣言等手段影响股票发行、交易的；（4）为制造股票的虚假价格与他人串通，不转移股票的所有权或者实际控制，虚买虚卖的；（5）出售或者要约出售其并不持有的股票，扰乱股票市场秩序的；（6）利用职权或者其他不正当手段，索取或者强行买卖股票，或者协助他人买卖股票的；（7）未经批准对股票及其指数的期权、期货进行交易的；（8）未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务的；（9）伪造、篡改或者销毁与股票发行、交易有关的业务记录、财务账簿等文件的；（10）其他非法从事股票发行、交易及其相关活动的。股份有限公司有前款所列行为，情节严重的，可以停止其发行股票的资格；证券经营机构有前款所列行为，情节严重的，可以限制、暂停其证券经营业务或者撤销其证券经营业务许可。

这些制度的出台规范了证券市场，使许多违规作弊的上市公司得到应有的惩罚，保护了中小股民的利益。下面我们罗列了部分上市公司受到处罚的实例（见表 1）。

表 1 1998—2003 年中国证监会对上市公司的处罚决定

被处罚公司 及个人	违规事实	处罚文号	处罚结果
兴化公司	违规买卖股票	证监查字 [1998] 1 号	没收
东北制药 公司	编制虚假财务报告	证监查字 [1998] 8 号	警告
华天集团	操纵股票价格, 获取暴利; 挪用银行贷款进行股票买卖	证监查字 [1998] 21 号	警告、罚款 等
中远置业 (中远发展) 及副总经理	集中资金操纵市场; 虚假陈述	证监查字 [1998] 23 号	警告、没 收、罚款
民源海南	(1) 透支、利用银行贷款炒 作琼民源股票; (2) 与深圳 有色联手操纵琼民源股价	证监查字 [1998] 32 号	警告
琼民源及 董事	虚构收入和虚增资本公积	证监查字 [1998] 36 号	警告
罗牛山及 董事	超额募集内部职工股; 出具虚假证明文件	证监查字 [1998] 43 号	警告
宝石公司及 董事	对影响股票市场价格的重大 事件未进行披露	证监查字 [1998] 69 号	警告
红光公司及 高管和董事	虚假陈述; 挪用募集资金违规买卖股票; 未履行重大事件的披露义务	证监查字 [1998] 75 号	警告、没 收、罚款、 市场禁入
冰熊公司及 直接责任人	挪用募股资金买卖本公司 股票; 利用个人账户买卖股票	证监查字 [1998] 74 号	没收、罚 款、市场禁 入
国嘉实业及 董事长	虚假陈述; 违反《企业会计准则》, 提前 确认收入	证监查字 [1998] 82 号	警告、罚款
金大地公司	未报告和公告其超比例持有 “农垦商社”股票	证监罚字 [1999] 2 号	警告、罚款

续前表

被处罚公司及个人	违规事实	处罚文号	处罚结果
中国高科及总经理	在 1997 年中期报告中进行虚假陈述	证监罚字 [1999] 4 号	警告、罚款
顺鑫农业及董事	在公司职工股的筹集过程中，未如实办理托管和公告	证监罚字 [1999] 7 号	警告
飞龙实业及董事	提前确认收入； 虚增利润； 虚假披露	证监罚字 [1999] 11 号	警告、罚款
闽福发及董事	1998 年中报虚假陈述股份募足情况	证监罚字 [1999] 17 号	警告
轻骑集团、轻骑公司、董事及高管人员	1. 违规炒作股票； 2. 超比例持股未公告； 3. 利用内幕消息买卖股票； 4. 非法从事代理股票交易业务； 5. 违规参与股权交易	证监罚字 [1999] 20 号	警告、没收、罚款等
东方锅炉	伪造“历史遗留问题”公司诈骗上市； 虚增利润，并作虚假陈述； 违规溢价发行股票，违规账外计算	证监罚字 [1999] 22 号	警告
宁波华联及董事长、副总	违反《贷款通则》出借资金	证监罚字 [1999] 26 号	警告、没收、罚款等
北大车行及董事长、高管人员	与南方证券进行内幕交易	证监罚字 [1999] 28 号	警告、没收、罚款
金帝建设	挪用募股资金未予公告； 虚假陈述	证监罚字 [1999] 29 号	警告、没收、罚款
蓝田公司及 4 名董事	伪造政府主管部门文件及相关法律文书；伪造银行对账单，虚增巨额银行存款；隐瞒缩减公司股本的重大事项；隐瞒内部职工股托管后上柜交易的重大事实	证监罚字 [1999] 30 号	警告、罚款等

续前表

被处罚公司 及个人	违规事实	处罚文号	处罚结果
四通高科 (华立高科) 及董事和高 管人员	披露的财务报告虚假; 披露的募集资金使用情况 虚假; 隐瞒公司资产抵押情况	证监罚字 [1999] 37 号	警告、罚 款、市场禁 入
琼新能源 公司	财务报告虚假; 漏记利息支出及债务	证监罚字 [1999] 41 号	警告
综艺股份及 董事与副总	对设立情况虚假陈述; 虚增利润和资产	证监罚字 [2000] 7 号	警告、罚款
吉诺尔公司 及董事	隐瞒公司设立真相; 披露虚假信息	证监罚字 [2000] 8 号	警告、罚款
大庆联谊及 全体董事	欺诈上市; 1997 年年报虚假, 利润虚增; 募集资金未按上市公告书说 明投向使用	证监罚字 [2000] 16 号	警告、罚款 等
中集公司及 高管人员	隐瞒账外资产、虚假披露; 违规买卖股票	证监罚字 [2000] 29 号	警告、没收
粤海发展及 董事	披露内容虚假的资产置换 公告	证监罚字 [2000] 30 号	警告、罚款
重庆川仪及 董事	虚假披露财务报告; 虚假披露募集资金使用情况	证监罚字 [2000] 33 号	警告、罚款
西安饮食及 董事长	违规回购法人股; 信息披露不实	证监罚字 [2000] 36 号	警告、罚款
嘉宝实业及 董事	虚假陈述; 违规买卖股票	证监罚字 [2000] 40 号	警告、罚 款、没收
西藏圣地及 董事	未披露重大事项; 澄清公告内容虚假	证监罚字 [2000] 45 号	警告
山东海龙及 董事	未披露重大事项	证监罚字 [2000] 47 号	警告

续前表

被处罚公司 及个人	违规事实	处罚文号	处罚结果
活力二八及 董事、财务 负责人	虚增利润； 隐瞒重大事项； 擅自改变募集资金和配股资 金投向； 编造虚假银行进账单	证监罚字 [2000] 49 号	警告、罚款
大东海股份 及董事	虚增利润； 未经法定程序，擅改募集资 金用途； 对应当披露的重大事项未及 时披露； 买卖本公司股票	证监罚字 [2001] 3 号	警 告、没 收、罚款等
三联集团	以个人股东账户的名义买入 股票	证监罚字 [2001] 11 号	没收、罚款
张家界公司 及董事	披露虚假财务信息	证监罚字 [2001] 12 号	警告、罚款 等
西安圣方及 相关人员	资产问题上虚假陈述	证监罚字 [2001] 17 号	警告、罚款 等
杜石化及董 事长董事	董事会公告内容虚假	证监罚字 [2001] 18 号	警告、罚款
郑 百 文 及 董事	虚假上市； 上市后信息披露虚假	证监罚字 [2001] 19 号	警告、罚款 等
九州股份及 相关人员	1993 年定向募集股金没有足 额到位； 1996 年公开发行股票中违规； 上市后披露虚假信息	证监罚字 [2001] 21 号	警告、罚款
渤海集团及 董事	遗漏应披露的重大事项； 1996—1998 年财务报告中存 在收据虚假	证监罚字 [2001] 23 号	警告
金路公司及 董事长、总 会 计 师 和 董事	1997 年年报虚增利润； 未充分披露支农补贴问题	证监罚字 [2001] 25 号	警告、罚款

续前表

被处罚公司 及个人	违规事实	处罚文号	处罚结果
沙钢集团	违规买卖股票	证监罚字 [2001] 29 号	没收、罚款
成都博瑞及 董 事 长 和 董 事	虚假陈述 1996—1998 年的经 营业绩； 配股资金使用信息披露不实	证监罚字 [2002] 3 号	警告、罚款
珠海鑫光及 董 事 长、副 董 事 长 和 董 事	配股募集资金用途的信息披 露存在虚假陈述； 遗漏对外担保； 财务报告虚假陈述	证监罚字 [2002] 5 号	警告、罚款
桂林集琦及 董 事 长、总 经 理、总会 计 师 和 董 事	2000 年中期利润虚假； 在 2000 年中期报告中未披露 担保合同	证监罚字 [2002] 8 号	警告、罚款
银广夏及相 关 人 员	1998 年度、1999 年度、2000 年度和 2001 年上半年财务报 告披露虚假利润； 隐瞒重大事项，披露虚假 信息	证监罚字 [2002] 10 号	罚款、移送 司法机关
三九医药及 董 事 长、董 秘 和 董 事	未对巨额资金往来情况进行 披露； 未对关联交易事项进行披露	证监罚字 [2002] 12 号	警告、罚款
物贸中心及 董 事 长、副 董 事 长 和 董 事	披露虚假年报信息； 信息披露中遗漏重大信息	证监罚字 [2003] 5 号	警告、罚款
自仪股份及 直接责任人	信息披露中遗漏重大信息	证监罚字 [2003] 6 号	警告、罚款
洛阳春都及 直接责任人	披露虚假年报信息； 信息披露中遗漏重大信息	证监罚字 [2003] 7 号	警告、罚款
南华西公司 及 直 接 责 任 人	信息披露中遗漏重大信息	证监罚字 [2003] 8 号	警告、罚款

这些上市公司的违规事件是怎样发生的呢？它又造成了怎样的影响呢？我们选择了红光公司、大庆联谊、蓝田股份和银广厦这几个案例加以分析。

一、红光公司

背景资料

1998 年底，上海股民姜某以赔偿损失为由，将所有与 ST 红光造假案相关的 24 名董事及中介机构告上法庭。这是中国证券市场第一起请求法院主张索赔权的案例。

PT 红光全名为成都红光实业股份有限公司，其前身为国营红光电子管厂，是 1958 年在成都市工商行政管理局登记注册的全民所有制工业企业，该厂是我国“一五”期间 156 项重点工程项目之一，是我国第一只彩色显像管的诞生地，也是我国最早建成的大型综合性电子管器件基地。1993 年，以其全部生产经营性净资产投入，联合四川省信托投资公司、中国银行四川省分行、交通银行成都分行作为发起人以定向募集方式设立股份有限公司。公司主营电子元器件和电子整机、广播通信设备、工业气体、电光源、电子工业专用设备及材料、系统工程承包。

1997 年 5 月 23 日，红光通过虚报利润骗取股票上市资格，每股定价 6.05 元，共向社会公开发行 7 000 万股股份。1997 年 6 月 6 日，红光实业正式上市（股票代码：600083）。公司在上市公告书中承诺，彩色显像管生产线 1998 年建成投产后，公司资产总额将达 38 亿元，并预期，1997 年全年将实现净利润 7 055 万元，每股税后利润 0.306 3 元（摊薄）。1997 年 8 月 20 日，红光实业公布中期业绩，每股收益为 0.073 元，并称“公司生产经营面临困难”。1997 年度红光公司被四川君和会计师事务所出具保留意见的审计报告。

1998 年 4 月 30 日，1997 年年报披露红光募股资金 4 亿元，

利润亏损 2.03 亿元，每股亏损 0.863 元，红光公司发布关于股票交易实行特别处理的公告，1998 年 5 月 4 日起“红光实业”股票简称改为“ST 红光”，1998 年中报被出具了无法表示意见的审计报告。1998 年 11 月 19 日，证监会查出红光股票发行上市申报材料问题、挪用募集资金违规买卖股票问题、股票上市后重大事件的披露问题，对红光实施行政处罚

1999 年 8 月 28 日 ST 红光公布的中期报告，被注册会计师出具了无法发表意见的审计报告，公司每股亏损 0.209 3 元。2000 年 1 月 4 日，成都市人民检察院对红光欺诈发行股票的行为进行起诉。5 月 12 日，红光股票暂停上市，上交所及相关会员在每周五为持有和欲购本公司原上市流通股的投资者提供“特别转让”服务，公司股票简称“PT 红光”。12 月 14 日，成都市中级人民法院做出一审判决：红光公司犯欺诈发行股票罪，并处罚金人民币 100 万元。红光成为全国第一个被追究刑事责任的上市公司。

主要违规事实：

- (1) 编造虚假利润，骗取上市资格。
- (2) 少报亏损，欺骗投资者。
- (3) 挪用募集资金买卖股票。
- (4) 未履行重大事件的披露义务。

案例分析

✎ (一) 上市之前

为了能够达到连续 3 年盈利的这个股票上市的必备条件，红光公司在 1997 年 4 月（股票公开发行人前一个月）进行了一次 1:0.4 的缩股，将原来 4 亿股的总股数缩为 1.6 亿股。并采取虚构产品销售、虚增产品库存和虚开增值税专用发票等手段，将 1996 年度实际亏损 10 300 万元，虚报为盈利 5 428 万元。红光实业披露的经成都市蜀都会计师事务所审计的上市前三年的收入和利润情况见表 2。

表 2

收入和利润情况

项目	1996 年	1995 年	1994 年
主营业务收入 (万元)	42 492	95 676	83 771
利润总额 (万元)	6 331	11 685	9 042
净利润 (万元)	5 428	7 860	6 076
每股收益 (元)	0.38	0.491	0.339

自 1996 年下半年起，红光公司关键生产设备彩玻池炉就已出现废品率上升、不能维持正常生产等严重问题，对此红光公司在申请股票发行上市时故意隐瞒，未予披露，致使该公司上市仅半年就出现亏损，每股亏损 0.863 元。

这些通过虚假陈述骗取上市资格的行为明显构成《股票条例》第 70 条第 1 款第 (2) 项所述“以欺骗或者其他不正当手段获准发行股票或者获准其股票在证券交易所交易”的行为，依法应对公司及公司董事、监事和高级管理人员给予警告、罚款等行政处罚，构成犯罪的，应依法追究刑事责任。

红光公司及其董事、经理、财务负责人应对此承担责任，为红光公司出具审计报告的会计师及其所在事务所应对 1997 年年度报告中的虚假陈述承担责任。

➡ (二) 上市之后

1. 编制虚假年报、少报亏损、虚增利润，欺骗消费者

红光公司上市之后，在财务报告中进行虚假陈述，将 1997 年上半年亏损 6 500 万元，披露为盈利 1 674 万元，虚构利润 8 174 万元；公司在 1997 年年度报告时，将实际亏损 22 952 万元（相当于募集资金的 55.9%）披露为亏损 19 800 万元，少报亏损 3 152 万元。

这些行为违背了上市公司信息披露的真实性要求，构成《股票条例》第 74 条第 1 款第 (2) 项所述“在股票发行、交易过程中，做出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息”的行为。

2. 改变募集资金投向

红光公司在上市前《招股说明书》中明确承诺募集资金将用于扩建彩色显像管生产项目，并预测：“1999 年建成投产之后，公司资产总额将达到 380 000 万元，销售收入较 1996 年新增

229 200万元，总成本增加 182 000 万元，税后利润增加 28 500 万元”。但是，红光公司仅将 41 020 万元募集资金中的 6 770 万元（占募集资金的 16.5%）投入招股说明书所承诺的项目，其余大部分资金被改变投向。1997 年 6 月，红光公司将募集资金中的 14 086 万元（占募集资金的 34.3%）投入股市买卖股票，其中红光公司通过开立 217 个个人股票账户自行买卖股票，动用 9 086 万元，获利 780 万元；以委托投资名义，将其余 5 000 万元交由其财务顾问中兴发企业托管有限公司利用 11 个个人股票账户买卖股票。红光公司在上述股票交易中共获利 450 万元。

这些行为违反了 1997 年国务院证券委、中国人民银行和国家经贸委发布的《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》。

红光公司及其公司所有知情高级管理人员应对此负行政责任，构成犯罪的，还应负法律责任。

➤ （三）对红光公司违规行为的处理

1998 年，中国证券监督管理委员会对成都红光实业股份有限公司进行了查处，具体处罚决定包括：

1. 没收红光公司非法所得 450 万元并罚款 100 万元；认定红光公司何行毅（原董事长）、焉占翠（原总经理）和陈哨兵（原财务部副部长）为证券市场禁入者，永久性不得担任任何上市公司和从事证券业务机构的高级管理人员职务；对负有直接责任的王志坚等 12 名红光公司董事分别处以警告。

2. 对红光公司股票发行主承销商中兴信托投资有限责任公司和红光公司财务顾问中兴发企业托管有限公司，分别没收非法所得 800 万元和 100 万元，并分别罚款 200 万元和 50 万元；认定两公司主要负责人于振永、李峻和直接责任人吴书骏、吴子维、傅文成为证券市场禁入者，永久性不得从事任何证券业务；撤销中兴信托投资有限责任公司股票承销和证券自营业务许可。

3. 对为红光公司出具有严重虚假内容的财务审计报告和含有严重误导性内容的盈利预测审核意见书的成都蜀都会计师事务所

所，没收非法所得 30 万元并处罚款 60 万元；暂停该所从事证券业务 3 年；认定该所在为红光公司出具的审计报告上签字的注册会计师汪应钦、张秀花为证券市场禁入者，永久性不得从事任何证券业务。

4. 对承担红光公司股票发行相关中介业务的成都资产评估事务所和四川省经济律师事务所，分别没收非法所得 10 万元和 23 万元，并分别罚款 20 万元和 46 万元；暂停上述机构从事证券业务 3 年；认定有关直接责任人寇孟良、刘安颖为证券市场禁入者，3 年内不得从事任何证券业务和担任上市公司高级管理人员。对担任红光公司股票发行主承销商中兴信托投资有限责任公司法律顾问的北京市国方律师事务所，没收非法所得 20 万元并罚款 40 万元；暂停该所和有关直接责任人丛培国、冯方从事证券业务 1 年。

5. 对红光公司上市推荐人国泰证券有限公司和成都证券公司，分别处以罚款 132 万元和 50 万元，建议主管部门对有关责任人给予撤销行政职务的处分。

6. 对红光公司、有关单位和个人除给予处罚外，其中涉嫌犯罪的，移交司法机关依法查处。

2000 年 12 月 14 日，红光公司被四川省成都市中级人民法院一审判决犯有欺诈发行股票罪，并处罚金人民币 100 万元。对此判决，红光公司服从判决，未再上诉。

二、大庆联谊

1998 年 5 月，大庆联谊石化股份有限公司职工的一封上书送到中国证券监督管理委员会，举报该公司董事长薛永林等挪用股票向省、市领导行贿和贪污等问题。

1998 年 10 月，大庆联谊石化股份有限公司职工数人联名向尉健行同志上书，强烈要求严查薛永林等人的问题。

1999 年 11 月，中央纪委、监察部会同最高人民检察院、审计署、中国证监会，在黑龙江省委、省纪委及大庆市委的配合

下，严肃查处了大庆联谊股份有限公司股票案，涉案的 39 名党政干部和企业领导干部被追究党纪、政纪和法律责任，其中 10 人由司法机关依法处理。

背景资料

大庆联谊石化股份有限公司（以下简称“大庆联谊”）的前身是大庆联谊石油化工总厂，始建于 1985 年 7 月。1997 年，经黑龙江省经济体制改革委员会黑体改复 [1993] 495 号文件批准，由大庆市联谊石油化工总厂将其所属的助剂厂和污油净化厂经评估的生产经营性净资产折价入股，并联合大庆市油脂化工厂、大庆市大同区林源建材公司三家单位共同发起，以定向募集方式，设立股份制企业，注册资本为 11 000 万元，主要经营石油开采、石油炼制和石化产品。1998 年与大庆市三环公司合并，组成大庆联谊（集团）公司。

案例分析

➡ （一）骗取上市资格

“一条龙”造假，多方捏造一个“大庆联谊”。

为了使其组建的股份公司能够申报上市，筹集巨额资金，大庆联谊石油化工总厂实施了一系列弄虚作假的行为。经中国证监会查证，1997 年 3 月 20 日，黑龙江省经济体制改革委员会以黑体改复 [1993] 495 号文件批复大庆市体改委的请示，落款时间倒签为 1993 年 10 月 8 日。1997 年 1 月，大庆市工商管理局为大庆联谊出具工商营业执照，落款时间倒签为 1993 年 12 月 20 日。1997 年 3 月，黑龙江证券大家有限公司为大庆联谊提供虚假股权托管证明，落款时间倒签为 1994 年 1 月。

为了顺利通过有关部门的上市审核，大庆联谊公司不仅在执照时间上弄虚作假，还精心编制了一套假账。大庆联谊编制了股份公司 1994 年、1995 年、1996 年的会计记录，其股份公司三年利润比相应企业同期多出 16 176 万元。此外，大庆联谊将大庆市

国税局的一张 400 余万元的缓交税款批准书涂改为 4 400 余万元。对此，哈尔滨会计师事务所、万邦律师事务所在知情的情况下，为大庆联谊出具了内容虚假的审计意见书、法律意见书。主承销商申银万国证券公司隐瞒真实情况，向中国证监会报送了含有虚假信息文件。上市前，大庆联谊全体董事在其发布的招股说明书上签字，表示对该招股说明书的真实性负责。

在以上各部门、各机构的“大力支持”下，大庆联谊终于骗取了上市资格，于 1997 年 4 月 30 日在上海证券交易所发行上市，发行额度为 5 000 万股，其中向社会公众公开发行 4 500 万股，向本公司职工配售 500 万股，每股发行价为 9.87 元，共募集资金 4.81 亿元，发行后总股本达到 16 000 万股。

主要违规事实：

- (1) 编造虚假利润，骗取上市资格。
- (2) 编制虚假年报、少报亏损、虚增利润。
- (3) 改变募集资金投向。
- (4) 私分内部职工股。

这些通过虚假陈述骗取上市资格的行为明显构成《股票条例》第 70 条第 1 款第 (2) 项所述“以欺骗或者其他不正当手段获准发行股票或者获准其股票在证券交易所交易”的行为，依法应对公司本身及公司董事、监事和高级管理人员给予警告、罚款等行政处罚，构成犯罪的，应依法追究刑事责任。

➤ (二) 编制虚假年报

1998 年，大庆联谊在其公布的 1997 年年报中，进行虚假陈述，虚增利润 2 848.89 万元，其中：内部销售业务产生的尚未实现的利润在合并报表中未予以抵销，虚增利润 939.13 万元；加工产品增量未销售部分利润计入了当年损益，虚增利润 796.88 万元；为大庆联谊提供劳务的应付未付费用未计入当年损益，虚增利润 1 058.6 万元；大庆联谊的费用未计入当年损益，虚增利润 54.26 万元。

这些行为违背了上市公司信息披露的真实性要求，构成《股

票条例》第74条第1款第(2)项所述“在股票发行、交易过程中,做出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息”的行为。

➤ (三) 改变募集资金投向

大庆联谊在招股说明书中,承诺将募集资金投入四个项目,在1997年年报中亦称“四个募集资金项目投入情况良好”;但在1998年年报中,这四个项目却是有的已变更,有的已被取消;到了1999年年报,这些项目则踪影全无。据查实,其中的25700万元转让给母公司大庆联谊石化总厂用做流动资金,5000万元违规拆借给申银万国,6000万元投入证券市场,其余资金则投资于其他项目。

大庆联谊在1997年5月配售内部职工股500万股的过程中,挪用募股资金垫支职工认购资金。同时,该公司原董事长张××决定从500万股职工股中截留200余万股外送,并指派薛××操作,虚拟28个大户的名义“认购”,集体持股,统一托管。交易时,由内部统一操作,将股权证交由大庆联谊股票交易员代为交易后,将股本金和溢价款,分别确定代领代办人员,直接将款领出,有的扣交每股9.87元的股本金后溢价款送给相关人员。有的人则把股本金、溢价款全数领走。

改变募集资金用途属于可能对公司股票价格产生较大影响的“重大事件”,大庆联谊对这些资金的投向却未按规定进行披露。这些都违背了上市公司信息披露的准确性要求和完整性要求。构成“未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务”的行为,大庆联谊及其董事、经理应对此承担责任。

➤ (四) 对大庆联谊违规行为的处理

中国证券监督管理委员会对大庆联谊的具体处罚决定是:

1. 对大庆联谊给予警告处分。
2. 对批准1997年年报的时任董事长薛永林认定为市场禁入者,永久性不得担任任何上市公司和从事证券业务机构的高级管理人员。

3. 对大庆联谊在上市招股说明书上签字及批准 1997 年年报的董事孙承绪等八人处以警告并各罚款 3 万元。

4. 对伪造文件、虚构利润、欺诈上市负有重大责任的大庆联谊原董事长张大生，鉴于其已死亡，不再追究刑事和行政责任。

5. 责令大庆联谊在 6 个月内将募集资金 48 000 万元收回，并投向公告承诺的投资项目中。

三、蓝田股份

背景资料

蓝田股份的前身是 1987 年成立的沈阳市新北副食商场和 1988 年成立的沈阳市新北制药厂以及 1991 年成立的沈阳莲花大酒店，三家企业隶属沈阳市财贸干部学校（后改为沈阳行政学院，蓝田股份第一任董事长瞿兆玉曾任该院副院长），1992 年 10 月经沈阳市体政委以沈体改发 [1992] 65 号文批准由上述三家企业作为发起人共同发起成立沈阳蓝田股份有限公司。根据沈阳市财政局国有资产管理处的确认结果，将净资产中的国有资产 1 828 万元折成 1 828 万股国家股，委托沈阳市资产经营有限公司经营；将净资产中属企业法人的资产 3 525.6 万元折成法人股 3 525.6 万股，由沈阳蓝田经济技术开发区持有；同时向原企业内部职工以 1:1.25 溢价定向发行 1 324.4 万股。截止到 1992 年 12 月 5 日，公司实收资本金 7 032 万元，其中 6 696 万元作为公司股本记入“股本”账户，内部职工股超过面值溢价部分共 336 万元记入“资本公积金”账户。1992 年 12 月 5 日沈阳会计师事务所对公司的实收股本出具了验资报告。1992 年 12 月 10 日，公司经沈阳市工商行政管理局核准注册登记，注册资金 6 696 万元。

1993 年 3 月该公司下属主营农副水产品开发经营的企业——洪湖蓝田水产品开发有限公司成立，主营业务转变成经营农副水产品种养、加工、销售。经农业部农财函 [1995] 3 号文批复同

意,公司国家股股权 1 828 万股由沈阳市国有资产管理局划拨给农业部持有。1996 年 6 月,经中国证监会批准,蓝田股份用从农业部拿到的流通股额度,以每股 8~38 元的价格,在上海证券交易所向社会公开发行 3 000 万股,形成了公司上市时的 9 696 万股的总股本。其中,沈阳蓝田经济技术开发区占 36.36%,为第一大股东;农业部占 18.86%,为第二大股东。1999 年 4 月,为落实中央有关政企脱钩的文件精神,农业部将所持蓝田股份 18.86% 的国家股无偿划转给湖北洪湖水产股份有限公司。其他为内部职工股和流通股。蓝田股份公司的历年股本结构见表 3。

表 3 蓝田股份历年股本结构 单位:万股

	1996 年	1997 年	1998—2001 年
国家股	1 828	4 204.85	8 409.71
法人股	3 525.8	8 109.59	16 219.17
流通股	3 000	6 900	19 975.04
总股本	9 696	22 301.96	44 603.92

注:总股本与前三项之和的差额为内部职工股。

从 1993 年下半年开始,蓝田总公司开始在洪湖蓝田所在地瞿家湾镇搞基地建设,1995 年,基地建设发展到相当大的规模,建立了多个生产基地,其中最主要的有莲藕种植基地、蔬菜基地、畜禽养殖基地、特种养殖基地、大洪湖生态养殖基地、玉米种植基地和优质稻种植基地共 7 个。

2000 年,公司由沈阳市迁入洪湖市瞿家湾镇,同时公司名称变更为湖北蓝田股份。2001 年 12 月,变更为“湖北江湖生态农业股份有限公司”,公司股票简称变更为“生态农业”。

蓝田股份自 1996 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市后,单从上市公司历年公布的财务资料上来看,蓝田股份的确是一只“绩优股”。它连续 3 年创下净利润增长 116%,114% 和 154% 的记录。1999 年中期,每股盈利 0.516 元,比上年同期增长 125%。蓝田股份以 5 年间股本扩张了 360% 的骄人业绩,创造了中国股市的神话。总资产规模从上市前的 2.66 亿元发展到 2000 年末的 28.38 亿元,增长了近 10 倍。



据蓝田股份 2000 年年报显示，公司主营业务收入的 98% 来自农副水产品收入和饮料收入。农副水产品主要指的是桂鱼、鲤鱼、草鱼等淡水鱼类，中华鳖、青虾以及莲子、莲藕、菱角、茭白、莼菜等水生植物；饮料则是出现在各个广告媒体上的野莲汁、野藕汁、蓝田矿泉水等。

农副水产品涉嫌造假，像野藕汁，即使在当地市场也根本没有见到过。

2001 年 10 月 26 日，《金融内参》第 16 期刊登了中央财经大学研究员刘姝威的 600 字短文——《应立即停止对蓝田股份发放贷款》。刘姝威“仅仅是根据公司历年公开发表的财务报表，利用基本分析方法，主要包括静态分析、趋势分析和同业比较。分析中还包括一些财务比率，只用最基本的 20 个比率，比如流动比率、速动比率、固定资产周转率等”。最后她得出的结论是“蓝田股份的偿债能力越来越恶化；扣除各项成本和费用后，蓝田股份没有净收入来源；蓝田股份不能创造足够的现金流量以维持正常经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息；银行应该立即停止对蓝田股份发放贷款”。此后不久，国家有关银行相继停止对蓝田股份发放新的贷款。

2002 年 1 月 12 日，生态农业（原蓝田股份 600709）的董事长保田、董事兼财务负责人黎洪福、董秘王意玲等 3 名高管，以及包括公司财务部长在内的 7 名中层管理人员共 10 人被公安部门拘传，接受调查（生态农业董事会在公告中说，他们是因为“涉嫌制造虚假利润”而被拘传的）。公司大部分员工已经放假，公司的会计资料也被查封用于办案。1 月 21 日、22 日，该公司股票被停牌，中国证监会对其进行深入的稽查。

2002 年 3 月，公司实行特别处理，股票简称变更为“ST 生态”。2002 年 5 月，因连续 3 年亏损，暂停上市。



蓝田股份上市之前，主要违规事实如下：

1. 伪造政府主管部门文件及相关法律文书

蓝田公司在股票发行申报材料中，伪造了沈阳市土地管理局



文件《关于沈阳蓝田股份有限公司国有土地使用权处置方式的批复》(沈土发[1995] 61号),和两份土地证以及三份沈阳市人民政府地价核定批复,将两块国有土地使用权按评估结果计入公司总资产,由此虚增公司无形资产 1 100 万元。

2. 伪造银行对账单,虚增巨额银行存款

为达到虚增资产的目的,蓝田公司伪造了该公司及下属企业三个银行账户 1995 年 12 月份银行对账单,共虚增银行存款 2 770 万元,占公司 1995 年财务会计报告(合并资产负债表)中银行存款额(4 420 万元)的 62%。

3. 隐瞒缩减公司股本的重大事项

在股票发行申报材料中,蓝田公司将公司股票公开发行人前的总股本由 8 370 万股改为 6 696 万股,同时对公司国家股、法人股和内部职工股数额也作了相应缩减。在申请上市时隐瞒了这一真相。

4. 隐瞒内部职工股托管后上柜交易的重大事实

1993 年 4 月至 10 月,蓝田公司将全部内部职工股在沈阳证券登记有限公司集中托管。1995 年 11 月 6 日至 1996 年 5 月 2 日蓝田公司已托管的内部职工股在沈阳产权交易报价系统挂牌交易。对此,蓝田公司未在招股说明书中披露。

1999 年,中国证券监督管理委员会对蓝田股份进行了查处,具体处罚决定包括:

1. 对蓝田股份处以警告并罚款 100 万元;对负有主要责任的公司董事长瞿兆玉处以警告并罚款 10 万元;对负有直接责任的公司董事赵琰璋、吴惠昌、王焕成分别处以警告,并各罚款 5 万元。建议蓝田公司董事会依照法定程序撤销瞿兆玉公司董事长职务。

2. 对从 1995 年 9 月至 1996 年 5 月担任沈阳蓝田股份有限公司股票发行主承销商的广发公司处以警告、没收违法所得 266 万元并罚款 50 万元,对主要责任人罗永刚处以警告并罚款 3 万元。

3. 对从 1995 年末至 1996 年 2 月间,为拟公开发行股票的沈阳蓝田股份有限公司进行财务审计,在为蓝田公司出具的审计报告

告上签字的注册会计师胡丕华、秦凤英分别处以警告并各罚款 3 万元。

2004 年 11 月湖北省高院刑二庭作出判决：瞿兆玉犯提供虚假财务报告和提供虚假注册资本罪，判处有期徒刑 2 年；保田犯提供虚假财务报告、提供虚假注册资本罪，虚开增值税发票罪，合计刑期 4 年。

蓝田事发后，洪湖市以及瞿家湾镇政府接管了蓝田（更名为 ST 生态）。尽管经过政府两年多的努力，2004 年 5 月 23 日，ST 生态还是无法避免退市的命运。2004 年 5 月 28 日，正式在“三板市场”交易。

四、银广夏

.....

背景资料

➤ （一）银广夏概况

银广夏全称是广夏（银川）实业股份有限公司。该公司的前身是 1992 年成立的广夏（银川）磁技术有限公司，1993 年 5 月开始进行股份制改组，以原公司及其他 8 家发起人的净资产与投资折为 4 400 万股发起入股，于 1993 年 12 月 21 日至 12 月 26 日发行职工股 300 万股，社会公众股 2 700 万股，总量 3 000 万股普通股，发行价 3.98 元。1994 年 1 月 28 日“广夏（银川）实业股份有限公司”宣告成立，同年 6 月 17 日“银广夏 A”在深圳证券交易所上市交易，为宁夏首家上市公司。

银广夏 1994 年在天津成立控股子公司——天津宝洁制品有限公司，1997 年 12 月 31 日更名为天津广夏（集团）有限公司。天津广夏是广夏（银川）实业股份有限公司投资额最大的全资子公司，主要经营业务为生物萃取化工产品。

该公司上市后，初始几年名不见经传，1999 年起渐为市场所关注。1999 年每股收益 0.51 元，股价从 1999 年 12 月 30 日的

弥天大谎吹胀了业绩、抬高了股价！

13.97 元，一路狂升至 2000 年 4 月 19 日的 35.83 元。同年 4 月 20 日银广夏实施丰厚的资本公积金转增股本方案，每 10 股转增 10 股，股价随即展开填权行情，于 2000 年 12 月 29 日填满权并创下 37.99 元新高，折合除权前的价格为 75.98 元，全年上涨 440%，涨幅雄居该年沪深两市第二名。同时 2000 年报再创业绩同步增长的奇迹，在股本扩大一倍的基础上，每股收益跃升至 0.827 元，堪称经营上的奇迹。

正当市场对银广夏赞誉有加，甚至疯狂追捧之际，2001 年 8 月《财经》杂志发表封面文章《银广夏陷阱》，指出所谓“银广夏神话”实际上是一个彻头彻尾的骗局，在市场上引起了巨大反响。中国证监会随之展开调查，并于 2001 年 9 月 6 日公布了银广夏的造假查处结果：银广夏公司通过伪造销售合同、伪造出口报关单、虚开增值税专用发票、伪造免税文件和伪造金融票据等手段，虚构主营业务收入，虚构巨额利润 7.45 亿元。其中 1999 年为 1.78 亿元，2000 年为 5.67 亿元。同时查明，深圳中天勤会计师事务所及其签字的注册会计师违反有关法律法规，为银广夏公司出具了严重失实的审计报告。

银广夏 1994—2001 年中期主要财务指标如表 4 所示：

表 4 银广夏 1994—2001 年中期主要财务指标

	每股收益 (元)	净资产 收益率(%)	主营业务 收入(万元)	主营业务 利润(万元)	净利润 (万元)
1994 年度	0.295	15.52	10 635	957	2 181.3
1995 年度	0.224	10.03	22 556	1 924	2 747.3
1996 年度	0.323	14.71	42 951	4 573	4 722.65
1997 年度	0.225	10.1	32 432	5 086	4 663.6
1998 年度	0.405	15.35	60 938	22 769	8 915.45
1999 年度	0.51	13.56	52 604	20 858	12 778.66
2000 年度	0.827	34.56	90 899	57 826	41 764.64
2001 年中期	-0.039	-3.77	7 251	1 916	-1 953.36

2002 年 5 月 29 日，银广夏公司股票暂停上市。

✎ （二）关于天津广夏

从以上银广夏披露的信息我们发现，该公司 1999 年、2000 年的业绩连续翻番，提升较快。但经查发现，这两年银广夏的利润主要来自天津子公司。天津子公司则是通过伪造购销合同、伪造出口报关单、虚开增值税发票等手段，虚构主营业务收入，虚构巨额利润 7.45 亿元，其中 1999 年 1.78 亿元，2000 年 5.67 亿元。

银广夏 1998 年 10 月 19 日发布的公告称，天津广夏与德国诚信贸易公司签订出口供货协议，天津广夏将每年向这家德国公司提供二氧化碳超临界萃取技术所生产的蛋黄卵磷脂 50 吨，及桂皮精油、桂皮含油树脂和生姜精油、生姜含油树脂产品 80 吨，金额超过 5 000 万德国马克。

产量失实、价格失实、合作方失实。

2000 年 1 月 19 日《证券时报》第 12 版公告——天津广夏（集团）有限公司于 2000 年 1 月 14 日与德国诚信贸易公司签订供货合同，卖方为天津广夏（集团）有限公司，商品为姜精油、姜油树脂、桂皮树脂等，合同金额为 1.1 亿德国马克，交货期 2000 年 4 月至 12 月。

2000 年 3 月 1 日在《证券时报》上，发布董事会公告，称公司与德国诚信公司，于近日签订了后续三年出口供货总协议。协议金额每年为 5.2 亿德国马克，按 2001 年 2 月 28 日人民币兑换德国马克市场基准价 1 : 3.847 1，折计人民币每年 20 亿元。2001 年协议执行期为 4 月 1 日至 12 月 31 日，付款方式为信用证或电汇。

银广夏这一系列公告从表面上看，确实很鼓舞人心，但数据真实与否却使人们产生了怀疑。

第一，以天津广夏萃取设备的产能，即使通宵达旦运作，也生产不出其所宣称的数量；第二，天津广夏萃取的产品出口价格高到近乎荒谬；第三，据专家介绍，仅凭天津广夏的那套二氧化碳超临界萃取设备，根本不能提取银广夏对德出口合同中的某些产品。事实上，银广夏根本没有实现所谓的“出口”。《财经》的

调查已经表明,银广夏两年来的全部对德出口不过 480 多万美元(按当时汇价),其中,2000 年之后银广夏的出口额仅为 3 万美元。

案例分析

银广夏主要违规事实包括:

1. 银广夏 1998 年度财务报告披露虚假利润 1 776.10 万元

银广夏欺骗公众 7 年之久。

(1) 银广夏控股子公司武汉世贸在 1999 年 3 月 3 日与购买方武汉商业发展股份有限公司(集团)签订解除 1998 年所售世贸大厦 23~25 层房产协议后,没有根据企业会计准则调减 1998 年销售收入,导致虚增销售收入 5 664 万元,虚增利润 2 690.40 万元。按银广夏与武汉世贸权益比例计算,银广夏虚增利润 1 372.10 万元。

(2) 银广夏将 1995 年、1997 年配股资金 3 000 万元投入广夏银川天然物产有限公司,以收取配股资金利息并冲减财务费用等手段,致使虚增利润 404 万元。

此外,由于银广夏主要控股子公司天津广夏 1998 年及以前年度的财务资料丢失(据当事人称已“丢失”),银广夏 1998 年度利润的真实性无法确定。

2. 银广夏 1999 年度财务报告披露虚假利润 17 781.86 万元

(1) 天津广夏 1999 年度采取伪造销售、采购合同和发票,伪造银行票据、海关出口报关单,伪造所得税免税文件等手段,致使银广夏虚增利润 15 981.88 万元。

(2) 芜湖广夏 1999 年度少转玻璃制品销售成本 268.23 万元,少计利息 33.44 万元,多提固定资产折旧 130 万元,多计书报费 56.04 万元,多计营销费 31.98 万元,上述合计净虚增利润 83.65 万元,致使银广夏虚增利润 35.98 万元。

(3) 银广夏用配股资金投入广夏银川天然物产有限公司和贺兰山葡萄酒公司,分别以收取配股资金利息并以此冲减财务费用等手段虚增利润 1 764 万元。

3. 银广夏 2000 年度财务报告披露虚假利润 56 704.74 万元

(1) 天津广夏 2000 年度采取伪造销售、采购合同和发票，伪造银行票据、海关出口报关单等手段，致使银广夏虚增利润 52 287.38 万元。

(2) 芜湖广夏 2000 年度采用少计销售成本，少计管理费用、少计经营费用等手段，致使银广夏虚增利润 277.36 万元。

(3) 银广夏下属海韵文化公司在不具有电视片《中国博物馆》产权的情况下，虚构该片广告收入 3 000 万元，致使银广夏虚增利润 2 670 万元。

(4) 银广夏将 1999 年配股资金 10 455 万元以增资扩股方式投入贺兰山葡萄酒公司，以收取配股资金利息冲减财务费用等手段虚增利润 1 470 万元。

4. 银广夏 2001 年中期财务报告虚假利润 894 万元

银广夏将 1999 年配股资金 10 455 万元以增资扩股方式投入贺兰山葡萄酒公司，收取配股资金利息 894 万元并以此冲减财务费用，银广夏虚增利润 894 万元。

同时，据查实，银广夏 2001 年中期报告数据异常的主要原因在于银广夏未将构成其主要利润来源的天津子公司纳入合并范围。对此，银广夏在 2001 年中报关于合并会计报表的范围说明（2001 年 9 月 3 日《中国证券报》）中陈述：“因公司所属子公司天津（广夏）集团有限公司谎报利润，且不能提供 1994—1998 年的财务资料，无法对其财务状况进行核实和调整，所以公司中期财务报告中将其全部财务报表不予合并。中期财务报告仅就公司对其投资和往来进行了调整。”

由于财务报告合并内容的变化，更主要的是剔除了天津子公司的虚构利润，使得银广夏 2001 年公布的中报显示，上半年亏损 1 953 万元，每股亏损 0.39 元。

5. 隐瞒重大事项，披露虚假信息

(1) 隐瞒下属公司的设立、关停情况。1997 年 3 月 17 日，银广夏董事局作出对深圳广夏软盘配件有限公司、深圳广夏微型软盘有限公司、深圳广夏录像器材有限公司报停和注销的决定，

如此简单的造假手法为何能瞒天过海？

在中国股市发展史上，银广夏是一个挥之不去的阴影。银广夏造假给中国股市带来的影响至今难以消除。

但公司未按有关规定进行披露，并在 1999—2001 年申报中继续虚假披露。

1997 年 3 月 18 日，银广夏在未履行资产收购相关程序情况下，非法收购大股东深圳广夏文化实业有限公司资产——已关停的深圳广夏软盘配件公司。对此重大事项公司未按有关规定进行披露。

(2) 银广夏 1999 年、2000 年年报均披露 1999 年配股资金 30 388.96 万元已全部投入承诺的配股资金项目。但是，经查实，配股承诺投资项目的投入为 17 816.88 万元，其余配股资金被银广夏董事局及其控股子公司占用及借款，其中支付董事局经费 1 200 万元。

(3) 银广夏在 2000 年年报中披露，以价值 4 351 万元的超临界萃取设备作为投资，对芜湖广夏华东玻璃制品股份公司进行增资扩股，并在此基础上设立了武汉广夏生物技术股份公司，公司注册资本 7 535 万元，其中银广夏出资 3 337.59 万元，持股 44.29%；天津广夏出资 2 637.25 万元，持股 35%。经查，芜湖广夏华东玻璃制品股份公司是在 2001 年 3 月 6 日才更名为芜湖广夏生物技术股份公司，注册资本仍为 3 184 万元，股东构成及其持股比例也未发生变化，银广夏持股比例为 30%，天津广夏并无出资。

➤ (三) 对银广夏违规行为的处理

证监会认为，银广夏上述披露虚假利润及其他虚假信息，隐瞒重大事项的行为，已经构成《证券法》第 177 条、《股票条例》第 74 条所规定的虚假陈述行为。故于 2002 年 4 月 23 日作出处罚决定，根据《证券法》第 177 条规定，对银广夏处以罚款 60 万元，并责令其改正；同时鉴于银广夏的部分责任人员已移送司法机关追究其刑事责任，待司法机关查清该案后，再对银广夏的有关责任人员予以行政处罚。

宁夏回族自治区银川市中级人民法院于 2002 年 9 月 16 日对银广夏刑事案作出一审判决，原天津广夏董事长兼财务总监董博因提

供虚假财务报告罪被判处有期徒刑 3 年，并处罚金人民币 10 万元。同时，法院以提供虚假财务报告罪分别判处原银川广夏董事局副主席兼总裁李有强、原银川广夏董事兼财务总监兼总会计师丁功民、原天津广夏副董事长兼总经理阎金岱有期徒刑 2 年零 6 个月，并处罚金 3 万元至 8 万元；以出具证明文件重大失实罪分别判处被告人深圳中天勤会计师事务所合伙人刘加荣、徐林文有期徒刑 2 年零 6 个月、2 年零 3 个月，并各处罚金 3 万元。

2002 年 2 月 26 日，因在银广夏虚假陈述案中，中天勤会计师事务所存在重大审计过失，财政部吊销该会计师事务所和有关注册会计师的执业资格。

五、原因分析

某些上市公司为什么热衷于编造虚假会计信息，为什么在某些造假者受到处罚之后，还有一些公司紧随其后，继续造假？分析其原因，主要有以下几个方面：

✎ （一）利益诱惑巨大，政府和中介机构参与造假

一些上市公司编造虚假会计信息，是为了获得通过正常经营渠道无法得到的超额利益，一些中介机构、管理部门为了从中增加自己的收入和利益，也参与到“制作”虚假会计信息的过程中。

我国经济环境特殊，许多股份公司都是由国有企业改组而来。一些国有企业在改组过程中，为了获得股票上市的资格，就在资产评估和财务报表上大作手脚，以求通过证券委的审批。实际上，企业本身的这种作假行为，往往是得到当地政府支持的。因为国有企业改组为股份公司，既能筹集到数量可观的资金，解决企业的资金困难，又能发展地方经济，提高地方政府的工作业绩。这从红光实业的上市公告书和招股说明书的公开披露中都可得到证实。

另外，政府官员还可从中渔利，经中纪委、监察部查实，中

央、国家机关、黑龙江省有关部门和大庆市共计 76 个部门和单位的 179 人违反规定，自己或者以他人名义购买“大庆联谊”公司内部职工股共计 94.15 万股，共获得股票溢价款 1 094 万元；其中涉及党政机关厅局级干部 17 人、县处级干部 44 人。

国有企业改组上市过程中必然涉及资产评估事务所、会计师事务所、券商、律师等中介机构，有的中介机构为了自身的经济利益，缺乏职业道德，不但没有应用他们的专业知识，揭露这些公司的造假行为，甚至推波助澜，为虎作伥，这也是会计信息虚假的原因之一。

从事后中国证监会披露的资料看，红光实业上市过程中支付的各项费用为：支付给中兴信托投资有限责任公司 83 万元、中兴企业托管有限公司（后者为红光公司的财务顾问）100 万元、成都资产评估事务所 10 万元、蜀都会计师事务所 30 万元、四川经济律师事务所 23 万元、北京市国方律师事务所 20 万元。

在银广夏造假事件中，深圳中天勤会计师事务所及相关注册会计师，负有不可推卸的责任，在专业胜任能力和职业道德两方面均存在重大过失。

大庆联谊也通过多个部门倒签文件，相关中介机构提供内容虚假的审计意见书、法律意见书、申报材料和股权托管证明，才在 1997 年 4 月得以发行 5 000 万股。

➡ （二）违规成本低廉

尽管监管部门的监管力度越来越大，处罚越来越严，但一些上市公司的违法违规行爲却屡禁不绝。它们为何敢如此肆意妄为？分析一下以往的诸多案例，造假者们似乎有理由相信：与他们获取的暴利相比，高悬在头顶的法律之剑，看起来并不那么可怕。

从上文分析可以看出，围绕着上市公司会计信息造假，涉及很多单位和人员，其中一些执法者不认真执法，监督者不认真监督，反而替公司遮掩，甚至合伙作弊，使虚假会计信息具有隐蔽性，增大了查处的难度。另外，上市公司的数量越来越多，公告

的会计信息也越来越多，其中虚假信息占有相当的比例，难以一一查证。证监会发行监管部主任徐铁曾在一次会议上说，有人把上市公司比作足球，把证监会比作守门员，而地方政府、券商、律师、会计师都是射手，只要把公司这个球踢进大门就是胜利。因此，仅靠证监会把不合规的足球完全拒之门外有很大的难度。

另外，即使一些违规公司被查了出来，其所受处罚力度也不够大，中国证监会对上市公司的处罚主要为罚款和要求撤换公司主要管理人员，宣布其为资本市场禁入者，违法成本仍很低廉。现行法律制度下，公司管理当局提供虚假会计信息的法律责任几近于零，充其量发表一纸道歉声明而已。

由蓝田股份演变而来的生态农业虽然已经资不抵债，但并没有清盘之虞，而是转到三板市场进行交易。为什么没有清盘？因为生态农业挂账对所有的局内人来说，只有好处，没有坏处。从债权人银行来说，清盘以后贷款无法全部收回，隐性损失将变成显性损失，弄得不好还要追究贷款人员的责任。从担保人来说，生态农业是一个公众公司，除了瞿氏家族这个大股东之外，一般的公众显然没有清算的积极性。因为公司已经资不抵债，即使清算，对于大股东和一般公众股东也没有好处。由于债权人和债务人都没有清算的积极性，这个资不抵债的公司也就可以继续玩转下去。蓝田股份的瞿兆玉因为造假获罪之后还能“复出”，其操作的上市公司即使资不抵债居然能够不被清盘且能继续生存。应当说蓝田股份或者说瞿兆玉作假的成本太低了。

政府鼓励或默认企业提供虚假会计信息，直到现在还没有明确的法律条文追究当事者的责任。

对于中介机构来说，主要处罚为罚款、暂停执业、吊销资格或刑事处罚，但由于目前还没有严格的民事赔偿制度，这在相当程度上助长了中介机构继续参与造假的冒险性。

1998年改制后为会计师事务所设计了两种模式，合伙制与有限责任制，事实上，没有一个事务所愿意选择前者，因为合伙制要承担无限责任，风险更大。而按照国内现行的有限责任制，接到业务的合伙人只需交出30%~40%比例的收入给事务所，其他

事务一概要自己处理，“甚至连签字的注册会计师也不会因为违规造假而倾家荡产，对会计师事务所来说，若注册资本为 20 万元，有限责任也就意味着最高赔偿不过 20 万元”。

在有限责任制下，银广夏虚增利润超过 7 亿元被查，中天勤的直接经济损失也不过是把资本金 200 万元赔光，这对于其每年 6 000 多万元的业务收入来说不过是凤毛麟角。

红光事件之后，上海、成都两地的股民曾向当地法院起诉红光公司管理当局和中介机构，要求赔偿损失，但法院拒绝受理，这实际上保护了中介机构的造假收益。

❖ （三）上市公司没有革除原国有企业存在的各种体制弊端

重圈钱、轻改制，是我国上市公司的一大通病。不少企业上市前信誓旦旦，上市后问题多多。从假造报表骗取上市资格，到随意变更募集资金投向；从虚增收入和利润，到披露虚假信息；从虚假重组，到掏空上市公司，中国股市不知上演了多少“乌鸡变凤凰”、“凤凰变乌鸡”的闹剧。这些现象动摇了股市的信用之基，成为影响股市长远发展的重要原因。

现代公司治理问题是虚假会计信息产生的根源。一位参与银广夏案件调查的人士分析说，银广夏的公司治理结构很不健全，没有形成股东、董事会、管理层、子公司之间的权力制衡，明显处于失效状态。董事会对其聘任的经理层人员，没有实施充分有效的监督，内部管理混乱，为造假者提供了可乘之机。银广夏的董事不能在公司内部及时发现和制止伪造经营业绩等严重错误，负有不可推卸的责任。

信息经济学认为，公司治理就是要解决所有权和经营权分离带来的委托—代理问题。股东和经理人之间的委托—代理关系，使虚假会计信息的产生成为可能，因为这两者之间的委托—代理契约是不完备的，两者之间存在信息不完全、不对称，这就使造假有利可图，也成为可能。在银广夏案件中，银广夏伪造会计信息之所以得逞，就是因为两权分离下股东和经理人之间信息不对

称、不完全，尤其是广大中小股东由于监督成本相对较高而信息严重匮乏。可以说只要存在委托—代理关系，就存在信息不对称引发的道德风险。

PT 红光、大庆联谊、蓝田股份和银广夏由繁荣走向衰败的过程中，集中体现了国有企业普遍存在的各种体制弊端，主要有以下几点：

1. 政企不分，产权不明晰，缺乏有效的国有企业产权管理制度。用行政管理手段和方法干涉企业管理，无法落实企业经营自主权。只要政企不分，不论如何改革，计划经济的本质不变，就没有改到计划经济的要害。各级政府在管理企业的同时，又处于企业实际经营过程之外，存在着严重的信息不对称。

2. 缺乏以有效、科学的法人治理结构为核心的现代企业制度，企业管理手段落后。我国企业管理水平目前大部分停留在人工管理阶段，部分大型国有企业管理水平相对较为科学和先进，但普遍都没有建立以法人治理结构为核心的现代企业管理制度。

“一股独大”的股权结构一方面使大股东行为缺乏监督约束，常常通过关联交易随意做大利润或转移利润、抽空资产，侵害上市公司和中小投资者的利益，导致市场投资信心不足，投机风气盛行；另一方面，“一股独大”又造成国有产权控制权不明确，所有者代表往往缺位，上市公司的管理层，公司的董事会，都由大股东派出的少数人组成，完全贯彻大股东意志，出现董事会形同虚设、“三分开”分不开、信息披露不透明，形成上市公司“内部人控制”的局面。“一股独大”及其给上市公司治理结构带来的问题，不仅严重损害了国家利益，而且挫伤了中小股东的投资热情。

据有关权威部门调查，我国上市公司法人治理结构存在问题的比例高达 35.5%。这一比例的存在决定了资产空心化问题相当严重。在我国，上市公司董事和高级管理人员基本上是由各股东按照股权比例产生出来的。如果出现“一股独大”的超强控制，也就意味着董事会只有一种声音说话。大庆联谊的第一大股东持股比例为 50.41%，高出第二大股东持股比例近 39 个百分点。由第一大股东推荐出来的董事、经理自然不是对公司负责，而是对

大股东负责。这样一来，大股东的行为难以得到有效的监督，由大股东掌握的董事会常常拥有至高无上的权力，可以决定上市公司资产的配置及公司命运。

3. 缺乏有效的激励与制约制衡机制。企业的激励与约束机制问题，一直是我国企业管理理论界和企业家探索的课题，但至今仍然没有形成一套行之有效的激励与约束机制。

(1) 经理期权没有起到应有的激励作用。以银广夏公司为例，银广夏经理层伪造虚假会计信息的行为直接原于经理期权激励失效。虽然银广夏实行了经理期权，且报酬优厚（如董事局主席张吉生持股 3.712 万股，公司总裁李有强持股 3.858 万股，财务总监丁功民持股 2.755 6 万股等，另外董事局主席年薪 40 万元，董事 15 万元，监事会主席 20 万元，监事 5 万元），但是，优厚的报酬并没有激励董事会和监事会维护广大股东的利益，也没有有效激励经理人行为。这是因为市场失灵，市场信息虚假现象普遍存在，再加上庄家炒作，资源并非流向业绩良好的上市公司，存在“劣币驱逐良币”的现象，经理期权本身就具有一定的缺陷。因此要提高经理期权作用就必须完善市场机制，形成经理人市场，禁止业绩不良的公司上市，加强对股东尤其是中小股东的法律保护，让董事会和监事会真正发挥作用。

(2) 董事会、监事会失职。董事会的职能是选拔经理人员，并对经理人员进行考评，行使战略决策权，监事会最重要的职责是监控董事、经理。而银广夏的董事会、监事会根本就没有发挥职能监督约束经理人。另外，大股东与经理人之间存在合谋的可能性。作为大股东代表的董事会、监事会与经理人有可能合谋肆意掠夺中小股东的财产，瓜分控制权收益。

4. 缺乏必要的诚信制度。诚信是社会文明进步的象征，是市场经济健康发展的有力保证。我国从计划体制过渡到市场体制后，社会诚信体系不能适应新经济时代的需要，其主要表现是三角债，逃避债务，假冒伪劣产品，业绩造假金融诈骗，披露虚假信息，包装上市，会计师事务所、证券公司等中介机构出具虚假证明以及恶意圈钱等。其根源实际上都应归结到诚信问题上。尤

其是今天面对市场理念的急速转型，面对二级市场的长期低迷，从管理层、上市公司到投资者都深刻地意识到了诚信制度的缺乏。PT 红光、大庆联谊、蓝田股份和银广夏，都是十分典型的诚信缺乏的案例。

要想杜绝其他上市公司再发生与 PT 红光、大庆联谊相类似的问题，各类企业必须牢固树立法制观念，依法经营。申报上市的企业，要严格按照《证券法》等有关法律法规规范运作，严禁违规操作欺诈上市；上市公司的募集资金，要投向招股说明书承诺的项目，不得挪作他用。上市公司必须完善其治理结构、规范自身行为。各级政府主管部门和证券监管机构要从保证社会主义市场经济健康发展的大局出发，依法行政，依法监督，加大对中介机构 and 上市公司信息披露的监管力度。县处级以上干部要严格遵守中纪委关于领导干部不许买卖股票的规定，不得凭借权力和影响接受和购买股票。要加大对证券等经济领域违纪违法案件的查处力度，严厉打击和惩处各种违纪违法行为，维护国家法律、法规的严肃性，保证改革开放和经济建设的健康发展。

启示与思考

➤ （一）完善上市公司治理机构

国外成熟市场的实践证明，有责任感的公司能吸引更多的资金。麦卡锡咨询公司对 200 个代表 32 500 亿美元资产的国际投资人所做的调查表明，80% 的被调查者认为，在其他因素相同的情况下，他们愿意为“良好治理”的公司付出溢价，75% 的被调查者认为公司治理至少与财务指数同等重要。尽快完善公司治理结构十分迫切。

专家指出，当前要加快推行独立董事制度，加强董事会的独立性和董事会对管理层的监督，规范董事会的运作。努力构建能够使独立董事发挥作用的基础，建立公司治理结构中的权力制衡

机制和在制衡理念指导下合作共事的有效途径。同时，还应大力发展机构投资者，壮大机构投资者队伍，通过他们从外部施加压力，促使上市公司改善治理结构。投资者也要转变投资理念，看一个公司是否有实力、有发展前景，除了看它的公告、报告，还要盯住其内部治理结构，看其董事会、监事会、经营层人员的素质如何，诚信程度怎样。

要完善上市公司内部会计控制体系，对公司的各项经济活动实施严格的控制，规范公司的财务行为，以此保证会计信息的真实与完整。要建章立制，搞好内部会计控制制度的创新。认真剖析上市公司自身存在的问题，制定本企业的内部会计控制制度或具体的实施办法。要明确公司内部控制重点，培育自我约束的自控能力。搞好内部会计控制的体系建设，发挥各系统的内控职能作用。

✦ （二）加强对中介机构的外部监管

一方面，中介机构要不断提高自己的职业道德素质和执业水平，尽职尽责，客观公正；另一方面，中介机构的主管部门（如财政部门、证券管理部门、行业协会等）要真正担负起监视中介机构行为的责任，如果中介机构出现有违职业道德或失职行为，作为管理部门，应加大处罚力度。

对于公司的上市，在上市申请的全过程中，包括上市前的辅导、上市相关材料的准备以及最后上市发行，证券公司的职业道德素质和执业水平在很大程度上决定着公司上市过程中的信息质量。因此，对证券公司的承销项目要实行跟踪检查制度，凡是骗取上市资格，或上市后与原来的公告信息出现重大差异者，证券公司必须承担相应责任。

据专家介绍，在西方成熟的证券市场，欺诈行为也无法完全杜绝，但有一套严厉的处罚制度。违法违规者最怕的并不是刑事诉讼或监管部门的处罚，而是千百万受骗中小股东提出的民事诉讼。在美国，违法者一旦染上民事官司，其下场常常是破产兼身败名裂——不但变得一穷二白，而且连东山再起的可能性都不再

有。巨额潜在诉讼风险，迫使会计师事务所行为稳健的假设已得到验证。巨额赔偿责任增加了会计师事务所的机会成本，提高了会计师事务所签发虚假会计信息的门槛要求。小股东的民事诉讼成为美国证券监管的强大力量，是对证券违法者最具威慑力的重磅炸弹。

✎ （三）加大信息披露监管力度

上证所网站显示，自 2001 年 4 月以来，共有 61 家沪市上市公司遭到上证所 77 次公开谴责。深交所的网站显示，自 1994 年 10 月以来，交易所共开出了 117 张罚单，对 94 家上市公司进行了公开谴责。

分析人士认为，相关公司和高管人员的“屡教不改”暴露出公开谴责这一处罚措施的尴尬。对于被处罚对象来说，无论是上市公司，还是这些公司的董事、监事等高管人员，当他们不再有“羞耻感”时，公开谴责这一道德处罚就已经失去了应有的效果。

在传统的监管体系中，主要监管机构是交易所（上海和深圳交易所）和中国证监会。交易所负责上市公司准入和内控制度审查。证监会不仅要任命交易所的管理人员，还要管理证券二级市场的买卖，上市公司的信息披露……它是中国证券市场上名副其实的“大管家”。目前中国证券市场上有 1 300 家左右的上市公司，事前事后监管都由证监会一手包办，挂一漏万自是难免。

因此，对公司会计信息一定要有选择地进行严格审查，发现有欺诈行为者，要依法进行严惩。尽早引入民事赔偿制度，发布虚假信息给投资者造成的损失应由上市公司予以经济补偿。另一方面，应提高上市公司信息披露的时效性，从制度上规定它们加大信息披露的力度和频率。

✎ （四）加强上市公司诚信建设

随着我国证券市场的发展，上市公司诚信缺失问题越来越引

起人们的关注，尽管政府及有关部门在诚信建设方面下了很大工夫，但仍时有上市公司利用制度和监管的空档违规操作，中介机构与上市公司串谋造假账祸害证券市场。对此，社会各界要求加强上市公司诚信建设的呼声强烈，投资者对上市公司的诚信判断的需求也越来越迫切。一个成熟的证券市场必须要有一个完善的信用体系作支撑，上市公司是证券市场的基石，也是一个地区、一个行业的排头兵，它的信誉度关系到证券市场的走势和成败。面对扑朔迷离的股市风波和瞬息万变的市場炒作，成熟的人们逐渐从迷茫中解脱出来，开始把焦点聚集到上市公司的信用上来。这一切都表明诚信问题逐步得到重视，并已实实在在地渗透到了证券市场的各个环节。

2003年10月，深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》，目的是通过规范投资者关系管理，来强化上市公司的诚信建设。2004年1月1日，中国证券业协会公布的《中国证券业协会会员诚信信息管理暂行办法》开始实施；另外，证监会贵阳特派办主持开发了《上市公司诚信评价系统研究》课题，计划制定一个评估衡量公司诚信的系统，旨在规范和监督上市公司的财务管理，杜绝造假现象的出现。与此同时，越来越多的上市公司不再以“一股独大”自居，开始放下架子和投资者搞好关系。投资者关系管理（IRM）已经成为公司趋之若鹜的新时尚。

（五）严格执法，加大处罚力度

如前文所述，我国政府有关管理部门先后发布了数十项相关法律、法规和制度，虽然这些法规制度还需进一步完善，但是只要认真执行，基本能够保证会计信息的质量。但是，目前我们对蓄意造假者的惩罚力度还很弱，对于那些藐视法律，恶意造假并产生严重后果者，一定要加大处罚力度，给后来者以警示。

但是，我国证监会的管理权限于行政方面。《证券法》第168条规定，证券监管机关作为行政单位享有调查权、检查权、行政处罚等权力，但无法行使公安部门专有的侦察、搜查、留滞、盘

问、执行逮捕等司法权。各部门的交接磨合，通常给犯罪嫌疑人逃之夭夭的机会。轰动一时的“中科创业”操纵股票案就是一个警示。证监会在介入调查之后发现涉案金额、交易行为都已经触犯刑法。但证监会不具有审查盘问权力，案件调查难以进行。公安部门接手二传，重组调查组。其间辗转数日，主要涉案人员朱焕良已经闻风潜逃。

2003年12月，公安部在上海、深圳、北京、成都、大连、武汉六地设立的证券犯罪侦查分局走入公众视野。新设的六个分局，其人事任免、后勤保障直接由公安部负责。“这种垂直管理的直属方式，减少了很多烦琐的中间环节，加快了证券犯罪案件的查处效率。”这些都意味着，由交易所、证监会、证券犯罪侦查局等参与的中国证券监管网络越来越严密了。PT红光作为全国第一个被追究刑事责任的上市公司，以欺诈发行股票罪被起诉并判决，同时，判处罚金人民币100万元就是我国证券市场执法力度有所加强的一个很好的体现。

参考文献

1. 张念庆. 真理天平倒向无畏者 蓝田起诉刘姝威被驳回. 北京青年报, 2002-04-02
2. 宋夏云. 蓝田失败案例研究. 中华财会网, 2005-09-16, www.e521.com/ckwk/shenji/20010/0916145259.htm
3. 刘姝威. 600字粉碎蓝田神话. 中国青年报, 2002-01-28
4. 张炜. 是否“鱼塘里放卫星”? 四疑团包围蓝田股份. 中国经济时报, 2001-10-10
5. 陈宪. 世纪黑马——银广夏曝出惊天“骗局” 中国股市走进多事之秋. <http://finance.21cn.com/news/2001-08-08/458966.html>
6. 余木. 谈银广夏事件中审计方法的缺陷. www.edu110.com/Article/showArticle.asp?ArticleID=566

CFO

策划编辑：杜俊红 责任编辑：邢伯春 封面设计：魏午青 版式设计：赵星华

财务总监丛书

第一辑·企业预算、评价与激励系列

- e时代财务管理（第二版）
- 全面预算管理
- 企业业绩评价
- 企业内部控制
- 企业激励制度

第二辑·公司上市与资本运营系列

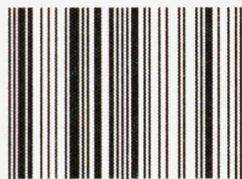
- 公司治理
- 公司资产重组
- 公司财务分析
- 公司证券投资
- 公司上市指南

第三辑·上市公司案例系列

- 数字的奥秘——中国上市公司财务分析案例
- 资金的积聚——中国上市公司资金筹集案例
- 利益的分配——中国上市公司利益分配案例
- 并购的效应——中国上市公司资产重组案例
- 失败的教训——中国上市公司财务失败案例
- 违规的代价——中国上市公司违法操作案例

人大经管图书在线 <http://www.rdjg.com.cn>
了解图书出版信息 下载教学辅助资料

ISBN 7-300-07334-4



9 787300 073347 >

ISBN 7-300-07334-4/F·2473

定价：25.00元

[General Information]

书名=失败的教训 中国上市公司财务失败案例

SS号=11609392

作者=裘益政主编

页数=189

ISBN号=7-300-07334-4

原书定价=

出版社=北京：中国人民大学出版社

出版日期=2006.05

丛书名=财务总监丛书

主题词=上市公司—财务管理—案例分析—中国

起始页=1

封面

书名

版权

前言

目录

合资梦碎，水仙花谢——水仙股份退市之路／1

财务失控，企业失败——郑百文衰败的成因分析／15

实达蜕变，明星陨落——IT明星实达的ST之路／29

关联交易，欲盖弥彰——猴王股份的陨落／40

强盗骗子，掏空南洋——南洋公司被掏空／54

主体虚设，金曼血干——被抽干的“世界鳗鱼大王”／71

贪大求全，年不如年——农商社的悲剧／85

命系德隆，极度蹦极——新疆屯河兴衰记／101

成也政府，败也政府——鞍一工退市风波／122

风险失控，深陷泥潭——ST九州的风险控制失败／139

财务舞弊，害人祸己——红光公司、大庆联谊、蓝田股份、银广夏的案例分析
／149

封底