

西水股份维权：向大股东掏空说“不”

温州大学商学院 狄灵瑜 中山大学岭南学院 顾 媿

【摘要】近年来,上市公司大股东掏空上市公司的行为屡见不鲜,严重影响了上市公司的正常经营活动,损害了中小投资者的利益和信心。本文以案例研究的形式,分析了西水股份中小投资者如何保护自己的合法权益,深入剖析控制性股东“掏空”上市公司的行为,并在此基础上提出相关对策建议。

【关键词】西水股份 维权 大股东

“掏空”是 Johnson 等(2000)提出的一个概念,其主要是指能够控制公司的大股东为了自身的利益将公司的财产和利润转移出去的行为。大股东掏空上市公司的行为屡见不鲜。2004年,德隆系、托普系、飞天系、鸿仪系等庞大的资本系相继坍塌,旗下上市公司深受其累。大股东掏空上市公司的行为严重影响了上市公司的正常经营活动,损害了中小股东的利益。如何遏制大型企业集团中大股东的利益侵害行为,保护中小股东的合法权益,已是世人关注的焦点。作为国内上市公司中小股东维权成功第一案,西水股份维权的意义不言而喻,同时也为国内上市公司改善公司治理提供了一个样本(孟勤国,2008)。笔者以西水股份维权为例,对大股东掏空上市公司的行为进行剖析,并在此基础上提出相关的对策和建议。

根据 A 公司与 B 酒店签订的合同条款并经过计算可知, A 公司在租赁开始日的最低租赁收款额现值几乎相当于租赁开始日租赁资产的公允价值,符合上述第四条标准。另外,就租赁期而言,也基本符合上述第三条标准。

另外,律师也认为不动产可以适用融资租赁。部分省市的房产税暂行条例实施细则对融资租赁房地产怎样交税也有规定,说明税务上也认可了房地产的融资租赁行为。

五、A 公司 2×07 年的会计处理

到 2×07 年年初, A 公司长期应收款扣除应收融资租赁款后的余额为 195 748 333.33 元, 未确认融资收益为 117 916 486.69 元, 2×05、2×06 年已按直线法确认了融资收益 5 934 527.77 元。

1. 预计租赁期届满后融资租赁资产的净残值。因租赁期为 40 年, 租赁期届满后其土地使用权也快到期了(综合用地的使用年限为 50 年, 租赁开始日土地已使用 6 年), 根据目前状况及经验数据, 其装修到期已无任何价值, 其房产建筑成本预计为其原值的 10%, 即净残值为 8 366 302.01 元。

2. 计算租赁内含利率。根据案例可得到以下等式:

$$5\,140\,000 \times (P/A, R, 38) + 8\,794\,635.34 \times (P/F, R, 38) = 77\,831\,846.64$$

根据这一等式, 可在多次测试的基础上, 用插值法计算得

一、西水股份简介

内蒙古西水创业股份有限公司(简称“西水股份”)是经内蒙古自治区人民政府批准, 由内蒙古西卓子山草原水泥集团总公司、内蒙古乌海西卓子山第三产业开发公司、内蒙古乌海西卓子山建筑安装公司、北京新天地互动多媒体技术有限公司、乌海市工业设计研究所共同发起设立的股份有限公司, 注册资本为人民币 10 000 万元, 法人代表胡佃平, 股票代码 600291。其主营业务包括: 水泥、熟料的制造和销售; 计算机硬件销售及软件开发; 网络产品的研制、开发、销售; 网络集成及技术服务; 节能环保装备及技术开发。

经中国证监会批准, 西水股份于 2000 年 7 月 13 日向社会公开发行人民币普通股(A 股) 6 000 万股。发行 A 股后公

出租赁内含利率。经过计算得到: $R=5.94\%$, 即租赁内含利率为 5.94%。

3. 计算各期应分摊的融资收入。

在实际利率法下, 各期应确认的融资收入及各期租赁投资净额减少额如下表:

未确认融资收益额分配表				单位: 元
日期	每年租金	每年确认的融资租赁收益	投资净额减少额	投资净额余额
①	②	③=期初⑤×5.94%	④=②-③	期末⑤=期初⑤-④
2×06年				77 831 846.64
2×07年	5 140 000.00	4 623 211.69	516 788.31	77 315 058.33
2×08年	5 140 000.00	4 592 514.46	547 485.54	76 767 572.79
2×09年	5 140 000.00	4 559 993.82	580 006.18	76 187 566.61
……	……	……	……	……
2×45年	428 333.33	210 658.67	217 674.66	8 366 302.01
	8 366 302.01		8 366 302.01	
合计	204 114 633.33	126 282 786.69	77 831 846.64	

根据上表, 2×07 年应确认的融资租赁收益为 4 623 211.69 元。会计分录为: 借: 应收账款 5 140 000 元; 贷: 长期应收款 516 788.31 元, 其他业务收入 4 623 211.69 元。○

司注册资本变更为 16 000 万元。

截止到 2007 年 12 月 31 日,西水股份前十大股东持股情况如表 1 所示。

表 1 西水股份前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	乌海市国有资产管理局	20 710 630	12.96
2	上海德莱科技有限公司	15 720 930	9.83
3	内蒙古乌海西卓子山第三产业开发公司	10 204 240	6.38
4	北京新天地互动多媒体技术有限公司	9 432 283	5.9
5	内蒙古乌海西卓子山建筑安装公司	3 691 760	2.31
6	彭兴国	1 268 198	0.79
7	铁鹰	826 662	0.52
8	孙钦华	722 000	0.45
9	杨建国	629 000	0.39
10	沁水县宏利矿山机械有限公司	597 110	0.37

注:①前十大股东中,前五名股东为有限售条件的流通股股东,其余的都是无限售条件的流通股股东。②股东内蒙古乌海西卓子山第三产业开发公司、内蒙古乌海西卓子山建筑安装公司和北京新天地互动多媒体技术有限公司之间存在关联关系,并且是一致行动人。

二、西水股份维权始末

西水股份维权事件起源于西水股份所发布的 2007 年年报。2008 年 2 月 19 日,西水股份披露年报,公司 2007 年实现营业收入 52 053.89 万元,同比增长 15.92%;实现净利润 3 255 万元,加上上年年初未分配利润 4 363.27 万元,实际可供股东分配的利润为 7 154.8 万元;基本每股收益为 0.20 元。但西水股份以为保持公司可持续发展、建设 5# 熟料生产线、扩大公司规模、提高公司竞争能力、谋求更大的经营利润为由,表示 2007 年不进行利润分配,未分配利润结转至下一年度。同时,西水股份发布董事会公告称,将择机出售其所持有的兴业银行股份,但公告并未对套现资金的用途进行说明。

从西水股份 2007 年年报可以看出,公司 2007 年年末的每股净资产为 23.94 元,每股资本公积为 22.27 元(如表 2 所示),在沪深两市均排名第一。

表 2 西水股份近 5 年每股净资产和每股资本公积 单位:元

	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年
每股净资产	23.94	3.48	4.27	4.22	3.93
每股资本公积	22.27	2.14	2.16	2.16	2.16

对于这份看似出乎意料的年报,身为西水股份第一大个人流通股股东的彭兴国第一时间在其博客中发出了“西水维权”行动的倡议,提出了两项新的议案:动用资本公积金进行“10 送 10”转增股本,公布出售兴业银行股份后套现资金的投向并分批次出售兴业银行解禁股。

倡议很快得到广大中小股东的积极响应,这使得西水股份受到了极大的压力。据西水股份发布的公告称,公司董事会

收到了共持有公司股份超过 3% 以上的 56 名股东的提案。这份由持有公司股份超过 3% 以上无限售条件流通股的股东增加的提案,由股东彭兴国先生单独持有,并接受共计持有西水股份 612 万股(超过公司股份 3% 以上)的股东的委托。全部 56 名股东中持股数占前三位的股东的持股数达到 2 101 581 股。

当时,西水股份的中小股东主要基于以下三点诉求:①以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。②公司要卖出所持兴业银行 7 620 多万股的股份,却没有公告收回的 30 多亿元资金的投向(对兴业银行的初始投资成本仅为 1.63 亿元,而按照 2008 年 3 月 3 日最新的兴业银行收盘价格 47.59 元计算,出售股份将一举套现 36.26 亿元)。投资者要求于股东大会召开前公告具体投资方向,还流通股股东知情权。③投资者要求本次股东大会进行网络类别投票,让中小股东能够充分行使自己的权利。

在中小股东的努力下,西水股份在 2008 年 3 月 15 日召开的股东大会上增加了两个新的临时提案:①提议以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股;②对出售兴业银行股份所收回资金的投向在此次股东大会上进行明确。

此次由西水股份第六大股东彭兴国及其代表的持有西水股份 612 万股的中小股东发起的提案的成功上会,是自新《公司法》2006 年 1 月实施以来,中小股东行使“提案权”提出的与董事会提案相悖的议案,首次顺利在股东大会上接受全体股东的投票表决。因此,可以说这次西水股份维权行动捍卫了中小股东的利润分配权和重大资产处置知情权。

三、西水股份维权样本剖析:所维何权?

1. 关联方交易。①2007 年西水股份与内蒙古西卓子山草原水泥集团总公司签订土地租赁合同,内蒙古西卓子山草原水泥集团总公司将总面积为 58 万平方米的土地出租给西水股份,每平方米租金为 2.65 元/年,租赁期为 2007 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日,该项租赁费用为 153.7 万元。②2006 年 12 月 26 日,西水股份的子公司包头西水科技有限公司的子公司包头西水水泥有限公司与包头明天科技股份有限公司(简称“包头明天科技”)签订租赁合同,包头明天科技将其储运站及相关资产出租给西水股份,租赁期为 2007 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日,资产租赁费为 500 万元。③2007 年 1 月 6 日,西水股份的子公司包头西水科技有限公司的子公司包头西水水泥有限公司与包头明天科技签订《包头明天科技储运站部分土地使用权转让协议》,包头明天科技将其储运站部分土地共 76 862.2 平方米出售给西水股份公司,该地块土地使用权转让金为 143 元/平方米,转让金总额为 1 099.13 万元。

2. 违规担保。尽管关联担保在一定程度上可以提高整个企业集团的效率,但由于我国企业的公司治理存在的缺陷,上市公司极易将其异化为大股东的担保工具。大股东利用关联担保获得资金,转移贷款风险,极大地损害了中小股东的利益。2007 年 9 月 19 日,公司违反法定程序,在未经股东大会批准的情况下,以所持兴业银行股权为 1.98 亿元贷款提供质押担保。11 月 19 日,公司股东大会否决了这一担保议案。其

后,公司一直拖到12月13日才解除了质押。为此,西水股份及公司董事长胡佃平遭到了上海证券交易所的公开谴责和处罚。

2007年9月西水股份董事会通过决议:以持有的1800万股兴业银行股份作质押,为北京鸿智慧通实业有限公司10000万元人民币银行贷款和9800万元银行承兑汇票提供担保,期限为一年;以持有的兴业银行1800万股股份作质押,为德盈润泰实业有限公司10000万元人民币银行贷款和9800万元银行承兑汇票提供担保,期限为一年;两项担保共计39600万元。但是,西水股份董事长胡佃平违反法定程序,在未经股东大会表决通过上述议案的情况下,提前签署股权质押合同,使得公司在2007年9月25日办理了股权质押手续,并且未履行信息披露义务。监管部门发现后督促其整改,随后公司召开临时股东大会否决了上述担保议案,解除了质押,并于12月17日披露了上述质押情况。

西水股份2006年股东大会通过决议,以持有的兴业银行4020万股股份为北京拓普同慧科技资源开发公司的3500万元银行贷款和6600万元银行承兑汇票提供质押担保,担保期限为一年。上述股份于2006年10月27日在兴业银行总行办理了质押手续。其中,1394万股于2007年9月25日解除质押,但是用于6600万元银行承兑汇票质押担保的2626万股兴业银行股份于2007年12月7日才解除质押,超过股东大会批准的担保期,公司未及时披露该担保逾期事项。

3. 套现资金用途不明。近年来,越来越多的研究表明,大股东占款已经成为大股东掏空上市公司的重要手段。据了解,西水股份持有兴业银行7620多万股解禁股,按2008年3月3日的兴业银行收盘价格47.59元计算,出售股权将一举套现36.26亿元,就西水股份2007年年末资产负债表中的48.94亿元的总资产而言,西水股份水泥主业对资产的贡献率为10%,而兴业银行股权套现业务对资产的贡献率高达90%。然而问题的关键并不在于套现的数额,而在于回笼资金的用途上。参与此次维权行动的中小股东均对巨额资产套现后资金的流向提出了疑问,西水股份在其年报中并未透露这笔巨资将来的用途。

对于这些质疑,西水股份公开解释:由于所持有的兴业银行股份价值巨大,以公允价值计量将使公司的净资产发生变动,为了更好地发挥公司所持兴业银行股份的作用,给公司带来更大的回报,公司将选择时机,出售兴业银行股票。

但在彭兴国等人看来,公司必须于股东大会召开前公告具体投资方向,还全体股东知情权,否则将联合其他股东否定该项议案。

四、西水股份维权行动给我们的启示

1. 完善的公司治理结构是有效保护中小股东合法权益的根本。如何有效遏制大股东掏空上市公司的行为,保护中小股东的利益,已成为现代公司治理的重点。完善的公司治理包括内部治理和外部治理。通过合理安排上市公司董事会、监事会及管理层的人员构成并设计科学的决策程序,能够有效制衡控股股东的权利,防范违背商业伦理的事件发生。上市公司

应当适当提高独立董事比例,赋予独立董事较大的否决权。鉴于我国上市公司的独立董事变量具有内生性,在控制独立董事内生性情况下,独立董事变量与大股东资金占有显著负相关(叶康涛等,2007)。在公司治理结构形成与运行的过程中,会计信息披露发挥着重要的作用;同样,有效的公司治理也有助于上市公司会计信息质量的提高。

大量的研究论述了信息披露质量在公司治理中的作用,较高的信息披露透明度减少了控股股东与中小股东之间的信息不对称,因而减少了控股股东对中小股东利益的征用(LLSV,1998),提高信息披露透明度和投资者利益保护水平均能显著控制控股股东的掏空(高雷等,2006)。对股权结构复杂的上市公司,应重点关注定期报告附注中披露的有助于发现利益侵占行为的信息,如报表附注中披露的日常关联方交易、关联方资金占用等信息。真实、透明的信息是防范商业道德风险的根本保障。中小股东、债权人、监管部门等只有充分行使知情权,才能约束控股股东的行为。

2. 强化外部监管,提高大股东掏空上市公司的成本。加强对中小股东利益保护的另一条途径是强化监管。监管力度、监管环境对投资者利益保护水平的重要性在美国资本市场已得到充分的证明。从股权制衡的完全信息静态博弈来看,侵占成本越高(惩罚力度越大),控股股东侵占收益的概率就会越低,中小股东实施监督的概率也会越低。为此,证监会应当加大惩处力度,对于违反《公司法》、《证券法》等法律法规的行为从严处理,加大控股股东的违法成本。

3. 遏制违规担保,规范关联方交易行为。关联担保是大股东掏空上市公司的重要工具之一,其发生频率高、涉及金额大,对上市公司的股东财富影响较大。据中国经济网财经频道报道:“截止到2006年8月28日,沪深两市共有1195家上市公司公布了半年报,其中共有674家存在担保情况,担保余额总计677.4亿元,与677.4亿元的担保余额相比,上市公司关联担保规模要庞大得多,674家公司目前关联担保余额高达1904亿元,是担保余额的近三倍。”上市公司给关联方提供担保,表现为信用资源的流出,承担了较大的风险(冯根福等,2005)。上市公司要认真履行对外担保情况的信息披露义务,严格控制对外担保风险,采取有效措施化解已形成的违规担保风险 and 连环担保风险。

4. 中小股东要变“无所为”为“有所为”。长期以来,中小股东由于持有股权过于分散,持股比例相对较低,其“人微言轻”的状况导致对上市公司决策进行表决时的“无所为”。为了切实改变中小股东“无所为”的状况,笔者建议,借鉴西水股份的股东彭兴国的建议,对重大事项的审议采用网络投票和现场投票相结合的表决方式,让中小股东真正参与到公司的发展建设中来,真正实现“有所为”,积极争取自己的合法权益。

主要参考文献

1. 叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”. 经济研究, 2007; 4
2. 冯根福,马亚军,姚树洁. 中国上市公司担保行为的实证分析. 中国工业经济, 2005; 3