附录二　中国上市公司成败调研案例选

北满特钢——创新不足，缺乏核心竞争力而失败的案例

一、公司基本情况及业绩

北满特殊钢股份有限公司是以轴承钢、冷拨材、合金钢锻件为主要产品的特殊钢生产企业，属于国家重点扶持的512户国有大中型企业之一，是黑龙江省乃至全国冶金行业最早的规范化股份制企业之一，1994年4月4日正式在上海证券交易所挂牌。

1994年是它业绩的顶峰，以后则一路下滑。进入90年代中期以来，受宏观经济形势的影响，国内钢材市场普钢类产品价格普遍呈现上涨，使普钢企业大部分受益，但特钢类产品价格回升乏力，北满特钢效益持续下降（见下表）。

指标	2001中期	2000末期	2000中期	1999末期
每股加权收益（元）	-0.07	-0.36		-0.27
每股净资产（元）	1.41	1.48	1.68	1.84
每股资本公积金（元）	0.98	0.98	0.98	0.98
每股未分配利润（元）	-0.79	-0.73	-0.52	-0.37
主营业务收入（万元）	51,628.73	114,057.37	47,057.29	350,316.65
销售净利润（%）	-6.82	-16.77	-17.90	6.97
总资产报酬率（%）	-1.59	-8.62	-3.03	8.06
净资产收益率（%）	-4.69	-24.28	-9.41	24.95
资产负债比率（%）	66.00	64.49	67.76	67.68
股东权益比率（%）	34.00	35.51	32.24	32.32
主营业务收入增长率（%）	9.71	-1.20	-11.53	688.43
营业利润增长率（%）	-54.41	84.71	219.89	-994.41
税后利润增长率（%）	-58.19	35.25	230.23	7,338.31
净资产增长率（%）	-16.09	-19.57	-29.49	-12.62

二、企业亏损原因：行业不景气与核心竞争力的缺乏

从最直接的原因来看，北满特钢业绩下滑的是因为困扰特钢企业的产品市

场状况仍无太大改观，总体供大于求的矛盾没有改变，竞争越来越激烈，钢材价格节节下降。如在北满特钢上市之初，钢材售价 4811 元／吨，实现利润 17084 万元，而 1995 年平均售价 4428 元／吨，每吨降低 383 元，减少收入 11982 万元。当年实现利润 6375 万元，比上年减少 11709 万元。从 1996 年开始就已经出现亏损，通过财务调整维持了三年的微利运行。到 2000 年钢材平均售价降到 3872 元／吨，与 1994 年相比，每吨下降 939 元，减少收入约 2.6 亿元。此外，上游原燃材料价格的不断上涨也给北满特钢带来沉重的负担，据北满特钢统计，因废钢、重油、煤和电四项原材料涨价因素，公司每年增加支出 2.77 亿元。连续几年之间的购销之间巨大的剪刀差使北钢由财政支柱成为亏损企业。

从深层次原因来分析，北满特钢经营失败则在很大程度上因为公司缺乏战略规划，未能主动培育核心竞争力，结果是一旦外部环境变化，自身没有充分准备好，没有应对策略，只能“头痛医头，脚痛医脚”。北满特钢培育核心竞争能力战略的缺乏，主要表现在以下几个方面：

第一，固定资产质量差。一是主体工艺装备落后，使产品制造成本居高不下。北满特钢的主要设备仍为五十年代建厂时从原苏联引进的，基本工艺路线仍为电炉冶炼－模铸－开坯－轧制的老三段式，能源消耗高；二是 1994 年上市时将原齐齐哈尔钢铁厂的绝大部份（除后勤系统）资产全部纳入股份公司，基本上属于整体上市，造成资产质量不高，持续盈利能力不强。

第二，创新能力不足，缺乏拳头产品。行业间企业间产品雷同，重复建设严重。为了改变品种结构，公司从“七五”到“九五”期间投资 5 亿多元重点扩建了锻造系统，新建了无缝管生产系统，但由于市场变化很大，投资了 4 亿多元的无缝管工程造成了资产沉淀，从另一方面也影响了对老系统的彻底改造。其实，这个技改项目，本身也没有很好规划，当时在某种程度上是为了得到技改资金而开展的“钓鱼项目”，可见，公司本身的技术创新能力、决策水平和公司治理结构也存在问题。

第三，缺乏整体的应对危机的策略。从 90 年代中期经营出现危机后，北满特钢所采取的种种扭亏措施都不是实质性的，大多是帐面调整，显得处处被动（见下表）。这处处被动的扭亏措施，实际上反映了北满特钢创新能力和利润增长点的不足。

1997-2000 年北满特钢的扭亏措施

年度	措施
1997 年	为营造公司的盈利形象，公司一是停付母公司的管理费，少列支

	管理费用 1529 万元。而且双方同意将 1994-1996 年的管理费支出比例由 1.2%降为 0.6%，列入 1997 年“以前年度损益调整”科目的贷方，由此增加利润 2584 万元；二是冲销以前年度应付工资 500 万元。就这样，公司董事会依靠巨额的“以前年度损益调整和职工工资返还”，使公司实现利润 215 万元，净利润 196 万元。
1998 年	1998 年公司生产经营继续走下坡路，公司主营业务继续亏损。公司通过如下手段增加盈利。一是提前确认资产重组收益。北满特钢 1998 年 6 月 8 日与控股 64.32%股权的母公司签订协议，按照股东权益不变的原则，将北满特钢下属经评估共计 24287 万元资产的 10 家分厂，以相同价格有偿转让给母公司。北满特钢有偿出让的这批资产占到公司 1997 年以来净资产总值的 19%。北满特钢对这笔资产重组收益进行了提前确认。二是工资冲减亏损，由此增加 1998 年利润 6700 万元。
1999 年	公司虽在 1998 年进行了大规模的不良资产剥离，但仍不能扭转业绩快速下滑的势头。公司“减亏”的办法：一是少列支管理费用 1464 万元；二是其他应收款中应收母公司的 3.459 亿多元，不按公司选定会计政策提取坏帐准备，少提坏帐准备近 1730 万元；三是延长折旧期限，由此 1997 年折旧费提取额净减少 1218 万多元。以上三项为公司“减亏”4412 万元。
2000 年	公司计划通过节余工资、将不良资产扔给控股股东和将已计提坏帐准备的应收帐款甩给母公司等手段增加盈利。但根据财政部颁发自 2001 年 1 月 1 日起施行的新会计准则，企业以非现金资产清偿某项债务的，债务人应将重组债务的帐面价值与转让的非现金资产帐面价值和相关税费之和的差额，确认为资本公积或当期损失。对于准则施行之日前发生的债务重组，其会计处理方法与准则规定的方法不同的，应予以追溯调整。北满特钢扭亏措施不能奏效，结果 2000 年发生了 19128 万元的亏损。

三、小结

北满特钢的失败案例其实在上市公司中很有代表性，它说明很多国有企业上市公司没有战略规划，没有培养核心竞争能力机制，公司产品结构和技术结构不能适应日益变化的市场需要，竞争能力下降，业绩不良，公司治理结构不健全，名义上是股份公司，实际上还沿袭国有企业的老机制。在这种情况下，企业粗放

式经营，似乎是在“靠天吃饭”，当市场环境和宏观经济形势好时，公司业绩也不错，环境不佳时，企业缺乏抗冲击能力，业绩马上下滑，采取的种种措施，无论是帐面调整还是资产重组，都不能实质性地改变公司业绩，都是被动应付。其实，行业因素只是一个表面的因素。美国 GE 的成功并非是因为其处于一个朝阳产业，而在于其适时应变、充分地把握自己的命运；这正如 GE 改革功臣杰克 •韦尔奇改组 GE 的成功并非出于他赶上了好时机，而在于他的思想和他非凡的经营理念。韦尔奇认为，一个强大的企业必须有持续增长的收益和利润，收益的增加来自于源源不断的新主意和产品创新，利润的增长则来自于劳动生产率的不断提高。因此，从北满特钢的案例中，可以认识到上市公司在瞬息万变的市场环境中，如何根据市场需要和自身特点，未雨绸缪，建立和保持核心竞争能力是如何重要，否则企业一定会陷入困境，在那个时候再采取措施，则为时已晚。

工益股份：上市公司岂是控股股东的生产车间？

一、公司基本情况

工益股份公司成立于 1985 年，主要从事黑色金属冶炼、锻造、铸造、轧钢工具硬面制造与销售等业务。公司当时设立的主要目的是为职工谋取福利，最初由国有企业无缝钢管公司投入少量资金作为发起人，并主要由无缝钢管公司职工入股设立。成立不久后，工益股份公司又作为股份制改造试点企业向社会公开募集了股份。在工益股份公司 1993 进行规范改造时，无缝钢管公司通过增资巩固了对其的控制权。1994 年，公司个人股股票在在上海证券交易所上市。

二、存在的主要问题

（一）股份公司成为集团公司的生产车间

工益股份公司设立后，利用募集资金购买了无缝钢管公司部分厂房、设备，主要业务是为无缝钢管公司提供和修理工装等辅助设备。其后，工益股份公司利用发行债券、配股等募集资金扩大生产规模，投资与无缝钢管公司生产配套的炼钢、轧钢、堆焊等项目，整个公司逐步由无缝钢管公司的一个辅助性企业发展成为其主要原料提供者。但是，工益股份公司从设立起就不是一个完整意义的独立主体，发展过程中在“依托无缝钢管公司发展主业”旗号下又不断加深了对大股东的依赖性和附庸性，实质上成为无缝钢管公司的一个车间。虽然无缝钢管公司仅持有工益股份公司 37.06％的股权，但工益股份公司产品几乎全部面向无缝钢

管公司销售，无法与无缝钢管公司形成独立、平等的经济关系。无缝钢管公司以不同方式控制了工益股份公司的资金使用、原料采购、产品生产、销售等核心元素。事实上，无缝钢管公司长期以来也把工益股份公司作为一个二级分厂进行管理。

1、生产受控。无缝钢管公司目前俨然如对待自身下属分厂一样每年给公司下发年度生产计划，而工益股份公司也只能照章执行，整个生产不可避免地被控制。

2、产品销售受控。工益股份公司 90％左右的产品只能向无缝钢管公司销售。同时，销售数量和价格均由无缝钢管公司一手制定。

3、资金受控。无缝钢管公司设立了内部银行，工益股份公司的资金往来、结算、调度全部由无缝钢管公司严密控制。

4、原料采购受控。工益股份公司采购原料的对象受到限制，采购价格较市场价高，采购过程实际受到无缝钢管公司的重大影响和控制。

5、用人权受到限制。无缝钢管公司对工益股份公司的人员招聘、人事管理统一归口在无缝钢管公司名下进行。

6、同业竞争。无缝钢管公司另设有炼钢分厂，可自行生产钢锭，与公司间存在较为严重的同业竞争。

（二）大股东侵占公司和中小股东利益

无缝钢管公司为了维护自身利益，通过虚增利润、占有资金等方式，侵占上市公司和中小股东的利益。

1、以非公平价格维持上市公司盈利假象

由于工益股份公司向无缝钢管公司销售 90％左右的产品，销售价格由无缝钢管公司计划部门一手制定，为其向无缝钢管公司注入利润提供了便利的渠道。多年来，为维持工益股份公司配股资格和市场形象，工益股份公司向无缝钢管公司销售产品价格较外销价高出 15％左右。通过这一方式，工益股份公司在行业不景气的情况下长期维持了盈利，1997、1998 年净资产收益率依然保持了 10.07%和 8.39%，1999 年在计提大量四项准备后仍达到 0.35%。

工益公司获得的利润实际上并没有相应的现金流支持。以 1998 年度为例，工益股份公司向无缝钢管公司销售 31701.70 万元，价格较外销平均价高出 16.33％。若均对外销售，差额为 4450.03 万元，与此对应，公司同期对无缝钢管公司应收帐款增加 4808.22 万元，其他应收款（部分挂内部银行帐的货款在其中反映）增加额也达到 2981.5 万元，而同期利润总额仅为 3199.79 万元。可见，上市公司的利润并不具有真实性。

2、占用上市公司资金，认购配售股份资金不到位

拖欠货款。截至 2000 年 6 月 30 日，工益股份公司应收帐款为 13970.61 万元（部分坏帐核销前），占同期资产总额的 34.85％，净资产的 63.75％，应收帐款数目巨大且增长较快。无缝钢管公司拖欠的货款达 12352.85 万元，占上市公司全部应收帐款的 90％。

认配股份资金不到位。工益股份公司 1995 年配股过程中，身为大股东的无缝钢管公司承诺以现金一次性缴纳配股款 1764.59 万元，但是其却仅以在内部银行记账的方式划“款”认购，大股东认购配股资金实质上并未到位。由于占全部配股募集资金 38.37％的大股东应缴配股资金未到位等原因，公司未严格按配股说明书的承诺建设项目。

3、通过上市公司贷款。

无缝钢管公司在自身经营十分困难，自身贷款等融资能力已基本丧失的情况下，利用工益股份公司的贷款融资能力，为其贷取银行资金。无缝钢管公司先后两次与工益股份公司签定委托贷款协议书，由工益股份公司为其贷款 500 万元和 1300 万元。

4、利用完毕，又设法掏空上市公司

长期以来，无缝钢管公司经营十分困难，2000 年攀钢集团为享受国家兼并破产企业优惠政策，对无缝钢管公司进行了兼并。由于攀钢集团原已拥有一家上市公司，且自身包袱沉重，因此在兼并后确定了“准备在合适情况下出让工益股份公司股权，如不能出让，按现有模式运作；工益股份公司与无缝钢管公司之间交易按市场规则进行”的思路。这表明工益股份公司对无缝钢管公司不再有利用价值。工益股份公司 2000 年上半年与无缝钢管公司的关联交易价格比外销价低 14.47％，导致工益股份公司实现亏损 1530.21 万元。

三、思考与建议

（一）要认真落实控股股东与上市公司之间的“三分开”。

随着证券市场的规范发展，对上市公司质量提出了更高的要求，中国证监会明文要求上市公司在资产、财务和人员上独立于大股东。工益股份公司虽然财务和人员从形式上已与大股东分开，但由于在产供销系统上严重依赖于大股东，实际上根本无法独立运作。解决这类问题，只有通过彻底的资产重组，从根本上斩断与大股东之间的这种依赖关系，才能塑造一个规范运作、良性发展的上市公司。

（二）加强对关联交易的监管。

由于没有认真进行“三分开”工作，必然存在大量控股公司与上市公司之间的关联交易，非市场化的定价、不透明的资金结算和往来，都容易造成控股股东操纵上市公司利润，侵害上市公司利益和中小股东利益。

（三）增强上市公司董事会的独立性。控股股东与上市公司的管理层高度重叠，必然形成“两块牌子、一套班子”的现象，在董事会决策、经营管理上沿袭传统的国有企业管理方式，将上市作为圈钱的手段，忽视经营机制的转换，从而制约了上市公司的发展。为此，应当严格限制控股股东在董事会成员中的比例，引入独立董事和中小股东代表董事，加强股东制约和董事会的权力制衡。

哈药集团——松散型企业共同体的成功与问题

一、公司基本情况及业绩

哈药集团是黑龙江省也是哈尔滨市的首家上市公司，同时还是第一只在国内A 股挂牌交易的医药类股票。其上市以来经营业绩的演变可以分为以下几个阶段：

1、上市初期。在上市的初期，哈药集团经营状况良好。1993 年，哈药集团经济效益创公司改组成立以来之高峰，公司主营收入达到 23.46 亿元，净利润为 1.37 亿元。

2、困难时期。1994 年起青霉素市场恶性竞争，对于当时抗生素占主要比重的哈药集团影响很大，当年主营收入降为 17.55 亿元；而受国内经济环境引导，象其它大型企业集团一样，哈药也曾寻求多元化发展，遵循“以药为主、多种经营”的方针，投资房地产等与医药无关的产业，后来证明是失误的；国有股转让的违规事件，也一度使哈药丧失再融资资格。1995-1997 年，业绩仅小幅回升。

3、快速发展时期。1997 年起，哈药集团提出“精干主业,优化副业,收拢五指,形成拳头,调整经济结构,发展规模经济”的整体发展思路，逐步使哈药迈上了规模化稳步增长的良性发展道路。

从 1997 年起，哈药集团利用两次配股募集资金及自酬资金，围绕抗生素/半合成抗生素原料药及粉针剂、多制剂产品、滋补保健品、中药粉针、名牌中成药、生物工程进行“六大基地”第一轮技术改造，并积极开展资本运营，进行内部资源合理配置。如 1998 年以资产置换方式，剥离不良资产，收购集团所属的哈尔滨制药二厂，与本公司的分公司哈尔滨制药厂合并组建了哈尔滨制药总厂，优势互补，规模扩大，当年该厂利润增长近 200%，成为公司重要的利润增长点。

哈药集团及时把握住国家出台的医改政策，开发 OTC 市场，扩展医药连锁经营。将新产品开发与市场开发有机结合，大胆尝试新的营销模式，实施品牌和单品种做大的营销战略，使产品市场份额持续扩大，新产品所占比重迅速提高。1999 年制药三厂和制药六厂的快速崛起，已形成公司又一个新的利润增长点。2000 年哈药集团取得主营收入 64 亿元，较 1999 年增长了 43.63%。“大医药”格局的初步形成及企业各项创新计划、CI 导入计划的实施，大大增强了哈药集团的整体实力，使哈药集团敢于在企业“十五”规划中提出“主营收入 130 亿，进入世界医药 50 强”的经济发展目标。

哈药集团经营业绩的主要指标

指标	2001 中期	2000 末期	2000 中期	1999 末期	1999 中期	1998 末期
每股加权收益（元）	0.32	0.51				
每股净资产（元）	3.52	3.58	3.53	3.26	3.79	2.74
每股资本公积金（元）	1.35	1.33	1.30	0.75		0.88
每股未分配利润（元）	0.30	0.29	0.33	0.24		0.29
主营业务收入（万元）	287,968.63	644,445.84	381,804.25	448,697.40	187,323.49	292,475.80
销售净利润（%）	5.02	3.54	3.18	3.52	6.06	4.56
总资产报酬率（%）	2.98	5.13	2.66	4.37	2.88	3.69
净资产收益率（%）	9.11	14.13	7.63	12.46	6.64	10.52
资产负债比率（%）	66.72	63.47	65.04	64.83	56.42	64.83
股东权益比率（%）	32.74	36.28	34.86	35.06	43.45	35.06
主营业务收入增长率(%)	-24.58	43.63	103.82	53.41	31.98	28.69
营业利润增长率（%）	51.05	54.91	19.55	84.30	47.31	9.07
税后利润增长率（%）	18.85	44.42	7.07	61.77	44.70	10.53
净资产增长率（%）	-.50	9.67	-6.90	35.62	43.42	13.77

二、奇特的成功：松散型企业共同体

目前国内医药类上市公司已达 50 多家，但哈药集团的组织、经营结构仍显得十分特别，它是行政部门整体改制为一家上市公司的典型，至今在组织上还是诸侯割据的“松散企业共同体”。深入分析近年来被医药行业、证券市场普遍关注的“哈药现象”，首先不能忽视的就是其不同于其它制药类上市公司的历史沿革。

一般医药类上市公司由一家企业为主发展而来，主营方向及组织管理在上市之初均较集中和紧密。哈药集团是由一个市内的医药管理局下面的多家企业取消各自法人资格后组合而成的，“先有儿子后有老子”。这种结构导致的结果是：首先，企业经营多元化，中/西药、保健滋补品、医药商业等医药子行业均有所涉及，为后来发展“大医药”战略奠定基础，也是必然；其次，一个市医药局所辖的国有医药企业集中于一家企业集团，大大增强了该实体的整体竞争实力，促使医药产业成长为该市支柱产业并获得市政府支持；最重要的是，对改组后企业的经营管理提出了极大挑战，“大医药”构架的形成及整体实力的体现，都最终有赖于管理的好坏。“儿子的实力比老子强”，管理模式是沿用原医药管理局的行政监管方式，还是建立现代企业管理制度？这是该实体成败的关键。

然而，我们在调研中发现，哈药集团的发展并不能归功于建立了新的管理模式，因为事实上集团公司组建后并没有建立起现代企业集团的组织管理体系，而演变成为一个“松散型的企业共同体”。

集团公司（同时更名为哈药集团有限公司）作为哈药集团的第一大股东，93年上市时，拥有国家股股权74.27%，后经国家股转让及97年以来的历次送、转、配，目前已降低为40.92%。集团公司97年被国家列为120户大型企业集团试点企业，99 年在全国重点医药企业排名中，销售收入排序第二，利润排序第六。上市公司集中了集团公司的主要优质资产，总资产占集团公司的80%以上，利润比重近 100%。目前在行政管理上，上市公司与集团公司仍是一套班子，对上市公司各分厂（11家）及集团公司各下属企业（约15家）实行垂直式的归口管理。

公司股本结构（截止2000-12-8）

股份	总股本	国家股	流通A股
股数(万股)	45086	18449	26637
比例(%)	100.00%	40.92%	59.08%

由于“儿子的实力比老子强”的实力比老子强，就客观上造成集团下属各个分厂具有极大的独立性，在组织内部的讨价还价能力很强。集团公司丧失了过去作为行政管理部门所具有的行政权力，却并没有建立起自己在新的商业组织中的权威。于是集团公司对下属分公司的控制能力很弱，这表现在很多方面，主要是：

1、集团公司对下属企业没有人事上的控制权。曾经集团公司宣布解除一下属企业领导的职务，但遭到该企业员工的抵制和省市有关领导的干预，最后不了了之。

2、集团公司对下属企业的财务控制力弱化。下属企业在交纳盈利方面对集

团公司保持一种抵制态度，它们不是独立法人，不能对外投资，因此纷纷推行成本最大化的策略，以便实现自己对经营成果的控制，每年集团公司都不得不央求下属企业交纳更多的利润。

3、集团公司对下属企业的经营控制能力弱化。集团公司无法控制下属企业的经营，更无法制定整个集团的经营战略，各个企业形同“分封诸侯”，各自根据自己的利益和判断开展生产经营活动。

应该说，这样的“松散企业共同体”绝对不是一种好的组织模式，但哈药集团却在这样的体制下实现了较好的发展，这形成了一个奇特的现象。原因何在呢？我们认为，哈药集团的成功要归因于以下几个方面的原因：

１、松散体制歪打正着。松散体制是偶然形成的模式，显然存在很大的缺陷，但是在过去多年的发展中，这一体制也确实发挥了一定的积极作用。由于集团公司难以集中决策，集团公司错误决策的可能性也就没有了，许多国有企业在九十年代犯下的投资失误，如多元化经营陷阱、技术改造陷阱、进口设备陷阱等其他国有企业难以避免并付出惨痛代价的失误在哈药相对较少，而使许多企业步入困境的“企业强人”问题在哈药诸侯割据的体制下也得以避免。这样的结果，应该说是让哈药集团的内部人和外部旁观者都始料不及。

２、雄厚的原有基础。黑龙江省在医药领域原来就具有很雄厚的产业基础，其下属的多家制药厂都是哈尔滨实力雄厚的国有企业，生产中药的世一堂是东北著名的百年老号，这些企业自身都具有较强的传统竞争优势，捆绑上市成为上市公司后，它们具备了良好的发展条件。

３、有利的产业大背景。导致哈药集团快速发展的一个不容忽视的重要原因是有利的产业大背景，这是哈药集团快速发展的主要动力。事实上，许多国有企业经营的失败，都和十年来中国改革开放过程中的产业结构调整有着莫大的联系。如果是一家经营良好的企业，它会有能力在不利的产业结构调整中做出敏捷的适应性改革，保持长期的可持续发展。但大多数中国国有企业不具备这样的能力，在产业结构的大调整中，它们只能被动地适应，如果调整的方向对它们有利，它们就可能在短期内有快速的发展，如果产业结构的调整对它们不利，它们往往只能坐以待毙。而哈药集团是幸运的，十多年来，医药行业成为中国经济发展中增长最快的行业之一，哈药集团在这样的背景下抓住了时代给予的机遇。

４、难以解释的“广告迷局”。对于哈药集团争议最大的一个问题是该公司的巨额广告营销费用。近年来，哈药集团下属各分厂大幅度增加广告营销费用，２０００年一年哈药集团广告费用总额高达１９亿元。但事实上，哈药的广告基本上都是非独立法人的下属企业自行开展的，人们对这些企业巨额广告支出的真

实原因有很多揣测，但不管怎么说，这些广告投入确实打开了哈药集团产品的市场销路。

三、小结

哈药集团的快速发展给我们提供了一个观察行政部门整体改制企业上市后经营情况变化的极好机会。与许多其他类似改制上市公司的经验不同，哈药集团获得了很大的成功。但是，认真分析哈药经验的结果告诉我们，哈药的成功具有特殊性，是它“松散企业共同体”在有利的产业背景下的结果。但成者“萧何”，败亦可能因“萧何”，近几年来哈药出现的许多问题也和这一模式密切相关。哈药的成功具有一定的偶然性，能否将这种偶然的成功转变为可持续的增长能力，取决于哈药能否将目前的“松散企业共同体”成功地转型为一个现代企业集团组织模式。目前，哈药集团正努力向现代控股公司的模式转变，如果成功，将很有可能将偶然的成功转化为长期的持续成功。

恒泰芒果：任人唯亲给公司带来巨大负面影响

作为一家农业产业化的民营企业，1989 年创立的海南恒泰集团一度取得了相当不错的经营记录。1997 年，公司改制上市，恒泰集团成为上市公司海南恒泰芒果产业股份有限公司第一大股东（持股占总股本比重为 48.08％）。然而，作为一家民营企业控股的上市公司，公司存在较严重的任人唯亲现象。

担任恒泰芒果董事长兼总裁的李长盛先生（同时担任恒泰集团的董事长兼总裁），湖南人，早年毕业中国人民大学，并曾在湖南经济管理干部学院从事过科研教学工作。从公司的主要高级管理人员的履历中，我们可以发现两个特点：公司高管人员要么曾经在中国人民大学学习或任职，要么来自湖南省。公司董事兼副总裁曾在湖南经济管理干部学院任企业管理教研究负责人，另一名董事兼副总裁（曾任公司总会计师）曾在中国人民大学函授学院会计教研室任讲师，公司的总会计师、副总会计师和财务经理也分别来自湖南。在 2000 年中报披露期任职的公司 9 位董事中，来自恒泰的有 5 人，几乎无一例外为董事长的同学和朋友。

恒泰芒果在人事选聘制度上的这些特点，给公司带来了巨大的损失：

一是导致投资决策重大失误。1997 年公司上市后，在缺乏科学论证的情况下——特别是没有考虑到：（1）饮料行业的宏观环境，包括受国内消费品市场大幅度萎缩影响，饮料行业的无序竞争以及大量质低价廉产品的冲击等；（2）饮料行

业本身具有流动资金占用量大的特点；（3）饮料品种在市场培育阶段前期需要在市场营销、品牌宣传方面维持较高比例投入，并要保持市场投入的连续性——盲目把募集资金几乎全部投入芒果饮料生产项目。截至 1998 年底，公司把募集资金 22155 万元的 20006.07 万元投入了芒果饮料生产线，仅余 2148.93 万元作为流动资金。

公司的上述决策导致公司自 1998 年以来开始出现危机，1999 年，由于生产流动资金的严重缺乏，流动资金不足以支持饮料生产的满负荷运转，因此，使得募集资金投资效益难以发挥，同时，流动资金不足也导致宣传和营销网络建设缺乏持续性，最终导致公司库存长期积压，造成九九年度销售收入大幅度萎缩，生产经营形势急剧恶化，且负债沉重。1999 年度，公司完成主营收入 59781523.96 元，比 1998 年度减少 135985803.06 元，其中主要产品销售收入下降 58－98%，主营业务利润 6580347.97 元,利润总额-97833760.74 元。1999 年，公司首次出现亏损。

2000 年 7 月 17 日，由于所负已判赔偿责任金额超过公司最新的净资产额，恒泰芒果股票交易被特别处理。

二是导致公司在重大控制权转移问题疏忽大意，几乎受骗。1999 年末，面对严峻的生产经营和债务形势，恒泰集团开始考虑对上市公司进行重组，转让恒泰集团持有上市公司的部分股权。

1999 年 11 月 26 日，恒泰集团公司的股东昌江芒果公司、东方恒泰有限公司、海南洋浦恒泰实业有限公司、海南洋浦国泰房产开发公司与四川日出摩托车工业有限公司、上海日出产业有限公司（这两家公司的负责人都是恒泰集团董事长的同学）签订了股权转让合同，100％转让所持有的海南恒泰集团有限公司股份，转让金额为 6800 万元人民币。同年 12 月 30 日，日出产业集团公司、四川日出产业股份有限公司又协议受让了四川日出摩托车工业有限公司、上海日出产业有限公司已在海南恒泰集团有限公司合同持有的 100％出资，从而成为海南恒泰集团有限公司的新股东。

2000 年 1 月 3 日，恒泰集团有限公司向海南省工商局申办了股权变更和法定代表人的变更登记。然而，海南省工商局经审查后发现，四川日出摩托车工业有限公司（注册资本仅 1000 万元）和上海日出产业有限公司（注册资本仅 100 万元）注册资本太少，又未能提交两公司验资报告，接受恒泰集团（注册资本为 15000 万元）转让的 6800 万元股本，显然不具备主体资格，违反了《中华人民共和国公司法》第十二条有关规定。2000 年 3 月 22 日，海南省工商局向恒泰集团发出了《关于撤销海南恒泰集团有限公司变更登记的通知》。3 月 23 日，恒泰

集团恢复了原来的登记。3 月 24 日，四川日出摩托车工业有限公司、上海日出产业有限公司致电函告海南省工商局，对变更登记提出异议，4 月 4 日，海南省工商局致函两公司，维持撤销恒泰集团变更登记的决定。

猴王股份：公司是如何被“掏空”的？

一、公司基本情况

猴王股份有限公司（简称“猴王公司”）设立于 1992 年 8 月 28 日，由猴王焊接公司改制而来。1993 年 12 月在深圳证券交易所挂牌交易，现总股本为 30272.32 万股。公司主营焊接材料和焊接设备、机械、电器设备生产与销售。

猴王集团公司（简称“猴王集团”）设立于 1992 年 8 月 8 日，系由猴王焊接公司改制设立猴王公司后存续的非焊接类资产设立的。1997 年 3 月，猴王集团经国资部门划转持有猴王公司国家股，目前持有猴王公司国家股 7235 万股，占其总股本的 23.9%。

2000 年 4 月，猴王股份有限公司公布了 1999 年年度报告，这家 1993 年上市，综合经济效益连续几年居全同国行业第一，曾经在证券市场名噪一时的上市公司在 1999 年首次出现了亏损，亏损总额 6770.2 万元，每股亏损达 0.23 元。年报披露的亏损原因主要为当期计提了坏帐准备 5174 万元，其中包括计提与猴王集团公司往来的坏帐准备 4573 万元。经追溯调整后，公司 1997 年也由盈利 5531 万元变为亏损 2897 万元。随着 1999 年年报的披露，猴王公司连年盈利背后所隐藏的巨大风险开始初现端倪。

在 2000 年中期报告中，猴王公司首次详细披露了与大股东猴王集团之间关联交易的情况：截止 2000 年 6 月 30 日，公司的净资产为 32934.72 万元，而大股东猴王集团公司共计欠股份公司 83858.77 万元，其中股份公司已入账 59100 万元，未入账 24758.77 万元；共计为集团公司提供担保金额为人民币 19724 万元，美元 73 万元；截止 2000 年 7 月 22 日，公司共有已审结诉讼案件 28 起，涉及应偿还债务 37307.31 万元，公司的财务部、成品仓库、银行帐号因此全部被法院查封。而由于巨额资金被猴王集团占用，猴王公司长期面临资金紧张，无力进行技术改造及扩大再生产，甚至无力维持生产，下属企业只有宜昌焊丝厂等少数几家企业还在勉强运转。

根据 1999 年国务院稽查特派员稽查及宜昌市初步审计的结果，猴王集团净资产 11.8 亿元，负债为 35 亿余元以上，资不抵债 23 亿元以上。在这种情况下，

猴王集团显然无力偿还所欠股份公司的巨额债务及由股份公司提供担保的债务。由此，猴王公司潜藏的巨大风险基本暴露了出来。

二、存在的主要问题

在长达数年的时间里，猴王集团凭什么可以向上市公司频频伸手，为所欲为，以至将上市公司拖向了破产的边缘？根据监管部门通过巡回检查所了解的情况，猴王公司这些巨大的“窟窿”是由于改制不彻底、长期以来与猴王集团未实现“三分开”、运作不规范所造成的。

（一）“翻牌上市”，股份公司与集团“剪不断，理还乱”

从 1992 年猴王公司改制设立，到 2000 年 6 月风险暴露，猴王公司与猴王集团在“人、财、物”方面从来没有分开过，从高级管理层到财务部门都一直是“两套班子，一套人马”，猴王公司党的关系和人事关系全部隶属于猴王集团。猴王公司的资产也一直是由猴王集团进行管理、混同使用乃至无偿占用。这是一家典型的“翻牌上市”公司，由于从一开始就没有分开，加之长期经营中的“你中有我，我中有你”，目前要想彻底分开就更难了。对此，去年 7 月出任猴王公司总经理的戴敦乐在接受三家证券报刊记者采访时深有体会：“接手后对公司资产状况的摸底让我感到震惊，股份公司几乎没有一块完整独立的资产，哪些是集团的，哪些是股份的，是一本糊涂帐。”

（二）股份公司成了集团的“免费午餐”

根据猴王公司 2000 年的一份董事会会议材料介绍，猴王公司实际上一直是作为猴王集团下属企业在运作，经营上也是与集团公司合并经营，根本谈不上具有独立法人地位。正是打着“合并经营”的幌子，猴王集团将猴王公司当成了自己的“钱袋子”，肆无忌弹地采用直接占用股份公司资金、以股份公司资产抵押贷款、以股份公司名义借款自用、让股份公司为其担保等形式频频向股份公司伸手掏钱。根据猴王公司初步清理的结果，截止 2000 年中期，猴王集团尚欠猴王公司其他应收款 55947 万元，猴王公司下属 3 家企业总面积为 53647.97㎡ 的房产和 2 家企业总面积为 88212 ㎡ 的土地已被猴王集团用于抵押贷款，猴王集团以猴王公司名义借款 24,758.77 万元自己使用，猴王公司为猴王集团提供贷款担保金额为人民币 19724 万元，美元 73 万元。

（三）“内部人控制”，股份公司“三会”被当成了“摆设”

猴王公司长期以来从董事长、执行董事、总经理、监事会主席到财务总监、董事会秘书等关键高级管理职位均是由猴王集团人员把持，其他股东虽然也派代表进入了公司的董事会、监事会和经理班子，但根本无从了解公司经营的真实情

况，更无法实际参与公司的决策和经营。直到 2000 年 1 月 28 日公司 2000 年第一次董事会讨论 1999 年“预亏”议案时，其他董事才开始了解到公司的实际经营状况及猴王集团占用公司资金的情况。在这种情况下，股东大会、董事会和监事会均自然成了摆设，一些明显侵害股份公司利益的议案轻易就可以获得股东大会、董事会的通过和监事会的认可，民主决策被猴王集团的“一言堂”所代替，“三会”之间起不到任何应有的相互制衡的作用。在这种情况下，真正控制公司的只有猴王集团的一帮“内部人”，公司根本谈不上“规范运作”。

三、思考和建议

类似猴王这种股份公司被大股东“掏空”的情况，在全国上市公司中决非仅有。“猴王现象”的出现，归根到底是由于国企在改制过程中“改制不转制”，未建立起合理的法人治理结构所造成的。为此，建议采取以下措施：

（一）应加强对“隐蔽控制”行为的监管，强化实际控制人的信息披露

在现有的上市公司监管法规中，突出强调的是对控股股东行为的规范，而目前实际控制着上市公司的并非仅仅只有控股股东和大股东。如猴王公司从 1992 年 8 月设立到 1997 年 3 月的大股东一直是由宜昌市国资局，在这段时间里，猴王集团和猴王公司之间并没有任何直接的产权关系，但却通过人员兼职实际上完全控制着猴王公司。相对大股东对上市公司的直接控制而言，此类控制带有一定的隐蔽性，而这种隐蔽性势必导致对上市公司实际控制者损害上市公司行为监管的不到位。因此，有必要着手加强对此类对上市公司“隐蔽控制”行为的监管，加大对各类隐蔽控制行为的强制性信息披露力度。

（二）强化对于已上市公司的持续监管

猴王公司存在的这种“重筹资，轻转制”的现象在我国目前的上市公司中也具有一定的代表性，为此，近年来监管部门开始对拟上市公司改制情况进行调查，把起了上市公司的“准入关”。部分已上市公司还存在“穿新鞋走老路”的情况。为此，必须充分认识到对已上市公司进行持续规范的必要性，采用巡回检查和专项检查等方式促进公司上市后进一步转机建制，防止其走“回头路”。

（三）强化董事会问责机制，遏制“内部人”控制现象

对于猴王公司这家股权相对并不集中的上市公司，猴王集团所采用的典型的通过“内部人”来进行控制的方式，这种现象在今后仍将具有一定的代表性。现有的法规着重从产权关系上来对上市公司的行为进行了限制，规定上市公司不得为控股股东进行担保、必须与控股股东实现“三分开”等，但仅有这些还是远远不够的。公司治理向来都是“以人为本”的，因此，加强对上市公司的监管应该

突出“以人为本”，加强对上市公司高级管理人员行为的监管，进一步强化对上市公司决策层和经营层高级管理人员的问责机制，从而从根本上避免“内部人”控制现象的出现，以彻底切断通过各种方式伸向上市公司的一只只“黑手”。

黄河科技：关联交易情况调研报告

一、概述

“黄河科技”的公司全名为“黄河机电股份有限公司”。该公司的前身是国营黄河机器制造厂，1992 年 4 月经西安市体改委批准，将国营黄河机器制造厂整体改组为黄河机电股份有限公司。1992 年 4 月 25 日公开发行 A 股股票，并于 1994 年 2 月 24 日由上海万国证券公司推荐在上海证券交易所挂牌交易，上市股票名称为“黄河科技”。

虽然这么早就夺得先机，步入证券市场。但是近一年以后，即 1995 年该公司就出现巨亏，1996 年亏损进一步加剧。之后，于 1998 年该公司股票“黄河科技”被特别处理为“ST 黄河科”。

在这以后的两三年时间里，公司每年都是中期预亏，年度由于关联交易而报表赢利，关联交易现象十分严重。近几年来，该公司的关联交易具体事项如下：

一九九七年度

- 本公司自 1997 年 2 月起，分五次从长岭黄河集团有限公司以 9.24%利率借款 641.40 万元。长河集团股份有限公司年度内预付本公司货款 2000 万元。
- 1997 年 6 月，本公司出售给西安黄河房地产开发公司 688 万元的电视机产品，售价按当时市价交易。
- 1997 年 6 月 28 日，该公司第二届第二次股东大会授权董事会对资产进行重组，经与国营黄河机器制造厂充分协商后，签订了“资产划转协议”。

经陕西省国有资产管理局同意该公司进行资产重组，按照双方签订的资产重组方案组织实施。以 96 年 4 月 30 日的帐面值，由公司划转给国营黄河机器制造厂，调帐时间为 1997 年 6 月 30 日。

这次重组调出流动资产 27627 万元，长期投资 3,183 万元，无形资产 3,850 万元，固定资产(净值)7，192 万元(包括在建工程)，共计 41,852 万元；同时相关联地划转了短期借款 40,866 万元，冲减应付国营黄河机器制造厂款项 986 万元。

由于资产重组是按 1996 年 4 月 30 日帐面值组织实施的，相应地调整了这一期间有关费用开支和利息支出，直接影响了本期损益的变化。

• 该公司年度内将截止 96 年 4 月 30 日的存货 213156,226.02 元划转入国营黄河机器制造厂，同时以划转价格购进 96 年 5 月——97 年 6 月期间已使用存货 48690529.69 元。

• 该公司年度内经陕西省国有资产管理局批准将 69.707 亩土地有偿转让给长岭黄河集团有　限公司，协议价 60 万元/亩，共计收入 4182.42 万元，共计获取利润 2358.80 万元。

一九九八年度

• 本年度公司与国营黄河机器制造厂签定以货抵债协议，截止 1998 年 12 月 31 日，公司以电视机抵偿欠国营黄河机器制造厂的债务 57007647.45 元。

• 本年度公司生产的电冰箱均售予长岭(集团)股份有限公司，双方的交易参照市场价进行。本年度共销售约 12,398,379.20 元。

一九九九年度

• 1999 年 12 月 10 日，本公司与长岭黄河集团有限公司签订“减债协议”，由长岭黄河集团有限公司免除本公司债务 2,600 万元，本公司列入营业外收入。

• 1999 年 12 月 20 日，本公司与长岭黄河集团有限公司签订《划转库存商品协议》，协议规定按帐面库存价值 1.12 亿元划转长岭黄河集团有限公司经营，并由其承担本公司对银行的 1.1 亿元负债，本公司实际划转库存帐面价值 116,279,676.09 元，其中包含“产品价差”（即产成品成本差异）55,699,997.64 元、发出商品（在各地区公司）50,755,743.10 元、向 786 厂回购商品 9,823,935.35 元。

• 1999 年 12 月 23 日，本公司与国营黄河机器制造厂签订“减债协议”，由国营黄河机器制造厂免除本公司 3,000 万元债务，本公司列入营业外收入。该协议还规定，由本公司以自产的各种型号的电视机、电冰箱总价值 48,374,410.00 元（含税价，略高于市价)抵债，该项交易产生主营业务收入 41,345,649.57 元及主营业务利润 9,458,914.07 元。该批商品暂存本公司仓库，由本公司代管。

• 1999 年 12 月 23 日，本公司与国营黄河机器制造厂签订《综合大楼及相关地产作价划转协议》，协议规定，考虑到 1997 年本公司与国营黄河机器制造厂划分资产时，存在价值低估问题（综合大楼当时以帐面值 976 万元划归国营黄河机器制造厂），为此国营黄河机器制造厂同意重新按双方协议价 1,776 万元即

增加综合大楼 800 万元给本公司以补偿，本公司已将 800 万元作为收益调增了 99 年初未分配利润。该协议还规定，为使黄河机器制造厂的产权完整，本公司同意将国营黄河机器制造厂已占用的综合大楼及附近的本公司 30 亩土地使用权，按每亩 98 万元作价，总值 2940 万元划归国营黄河机器制造厂统一开发。此项土地使用权交易扣除土地使用权成本及相关税金 6,886,592.33 元后，净收入 22,513,407.67 元列入其他业务利润。

• 1999 年 12 月 23 日，本公司与国营黄河机器制造厂签订《电子大楼及制冷加工设备作价划转协议》，将国营黄河机器制造厂的电子大楼及制冷设备按帐面净值共 45,566,467.57 元（原值为 77,386,498.91 元）划转给本公司，其中电子大楼帐面净值 20,998,308.68 元（原值为 21,910,341.47 元），制冷设备 24,568,158.89 元（原值为 55,476,157.44 元）。以上资产 1997 年时由本公司重组给国营黄河机器制造厂，此项回购交易本公司已作为固定资产入帐，因历史原因，电子大楼一直未办产权证。

• 1992 年本公司与国营黄河机器制造厂划分帐务时（上市改制时），国营黄河机器制造厂“预收帐款”上挂有一笔应付本公司冰箱、彩电款 5,252,901.18 元，但本公司帐上无此项记录。1999 年 12 月 31 日国营黄河机器制造厂向本公司出具本公司拥有此项债权的证明， 本公司凭此补记此项债权并相应调增年初未分配利润。

• 1998 年 12 月 31 日，本公司以 40,084,485 元库存电视机抵偿国营黄河机器制造厂债务。同日，与对方签订委托销售协议，由本公司代其销售以“以货抵债”的电视机，双方的结算价为以货抵债价，对外销售价由本公司制定，盈亏由本公司承担，回购时间定为 3 年（99 年算起）。本公司 99 年共受托代销 21,955,373.47 元，其中已销售 14,770,393.47 元，划转给长河集团 7,184,980.00 元。至 99 年末，尚有 18,129,111.53 元库存电视机未购回。

• 本年本公司生产的冰箱大部分售予长岭(集团)股份有限公司，双方的交易参照市场价进行。本期共销售 6,475,435.52 元。

• 1999 年 12 月 18 日，本公司与国营黄河机器制造厂签订《关于代管费用协议》，协议称， 鉴于本公司代国营黄河机器制造厂管理其控股子公司江苏纽士威电子有限公司，对该公司 99 年分给国营黄河机器制造厂的 150 万 98 年红利，作为本公司的代管费用支付给本公司。本公司已作为“其他业务收入”处理。

二零零零年中期以前

• 本期内公司生产的冰箱大部分售予长岭（集团）股份有限公司，双方的交

易参照市场价进行，本期共销售 5,192,654.43 元。

这些关联交易大多是与公司存在控制关系的关联企业进行的，也有与其他不存在控制关系的关联方进行的。主要有：

1、存在控制关系的关联企业

公司名称	注册地址	经营范围	与本公司关系	经营性质	法定代表
长岭黄河集团有限公司	西安	家用电器、通讯设备、电子系列产品、软件技术等	母公司	国有独资	王大中
西安黄河房地产开发公司	西安	房地产开发及销售室内外装修	子公司	股份制	吕珊民
西安圣河科技有限责任公司	西安	全真彩色大屏幕显示器及机电一体化产品的开发生产销售等	子公司	股份制	王大中

2、不存在控制关系的关联方关系的性质

企业名称	与本企业关系
国营黄河机器制造厂(七八六厂)	同一母公司
长岭(集团)股份有限公司	同一母公司、同一董事长
长岭机器厂	同一母公司、同一董事长
西安长岭圣方计算机有限责任公司	同一董事长
上海黄河电子工业联合公司	同一总经理
黄河纽士威电器有限责任公司	同一总经理

二、频繁关联交易的原因剖析

从 1992 年改制、1994 年上市至 1998 年被冠以“特殊处理”，黄河机电股份有限公司经历了许多非常的起伏——90 年代初，“黄河牌”彩电曾是中国第一台免检彩电，企业也跻身中国 500 强行列。当时，黄河厂是陕西省、西安市政府的一面旗帜。在此大好形势下，由黄河机器制造厂改组而成的该股份公司于 1992

年 4 月公开发行了股票，并于 1994 年 2 月在上海交易所正式挂牌上市。由于管理混乱，内耗严重，公开发行股票所募集的资金很快便被消耗殆尽，公司刚上市不久就出现了亏损的迹象。经过 1995 年的巨亏和 1996 年的进一步亏损，企业的经营状况已经基本无可救药，从而不得不连续采取严重的关联交易方式，以期扭转亏损，摘掉“ST”帽子。

扭亏摘帽只是诱发关联交易的直接原因，但是为什么会出现如此严重的连续亏损，而且为什么在已经融资成功应该急速发展之时，却偏偏逆其道而行之呢？深层次的分析不难发现，除了行业竞争、产品价格下降、宏观经济发展平稳等客观因素之外，政府干预以及由此造成的畸形的公司治理结构可能是更主要的主观原因。

该公司设立之初便是“董事长兼党委书记”，但他并不是法人代表，而“总经理兼厂长”却是法人代表。企业内部人事矛盾重重，各自为政。这种混乱的内部管理体制，使公司的许多重大经营决策始终处于决而不议，议而不决的状况。行政干预严重，高管层“为官”而不“为股东”，造成人才流失严重，职工积极性受挫，销售出去的商品收不会款项。

早在 1995 年，广东科龙（集团）公司曾有意借黄河机电股份有限公司的地理位置优势开拓西部市场，当时“黄河科技”已经出现面临亏损的经营危机，双方经过几轮的谈判，达成了都满意的合作意向以及合作方案。但是就在生米将要煮成熟饭时，此时被省政府有关部门获知，并出面表示不赞同该合作项目，不会同意科龙公司的任何形式的资产重组，同时提议“黄河科技”与省级同行企业“长岭（集团）股份有限公司”嫁接重组。省政府的考虑一是“黄河”的牌子不能被取代，二是担心科龙的进入对“长岭”造成竞争威胁，从而失去当地机电行业的原有辉煌。

这样，1996 年 8 月 22 日，由陕西省委、省政府决定，成立了长岭黄河集团有限公司。该集团公司为国有独资公司，由长岭机器厂、黄河机器厂、长岭（集团）股份有限公司、黄河机电股份有限公司组成。至此，在政府的直接参与下，完成了该公司的首次资产重组。

这次资产重组是一个典型的政府行为，政府按照组建大企业集团的的构想，将“长岭集团”和“黄河集团”捏合到一起，指望通过规模效益来拯救“西安黄河”， 并没有对阻碍企业发展的管理机制、法人治理结构等深层次症结进行实质性改变。另外，长岭的入住并没有给“黄河”带来多少实质性改变。除了将一部分黄河冰箱改成长岭的商标进行销售以及对黄河进行部分贷款外，其它方面仍然各行其是。政府对“黄河科技”照顾、爱护所表现的真诚很是让人感动。当公司

处于危难之时，当地政府一次次及时地伸出援手，在人事、贷款、项目等方面给予极大支持，但仍然不能改变公司亏损的命运。

重组不见起色，管理层频繁更替也没有效果，政府贷款、政策支持也显得不力。政府能做到的都做了。无奈之下，只有中报预亏，然后通过资产划转、债务减免关联销售等关联交易事项而年报盈利的财务型策略来力争在资本市场有所改观，可以说能用的关联交易都用上了。然而，帐面上的数字游戏掩盖不了公司的真实经营状况，结果还是被会计师事务所出具了保留意见的审计报告。

三、启 示

政府的干预过强、“呵护”过分是 ST 黄河科走到目前境地的主要原因。据公司有关人员的看法，1995 年公司同科龙谈判合作事项时，几经谈判，双方基本达成了优势互补的双赢策略。如果能按照当时的计划发展至今，不仅不会有“ST 黄河科”今天的亏损，反而可能会比原来的黄河公司更有生机。问题是时间已经过去，一切只能是反过来思考而已。

“ST 黄河科”的问题带有普遍性，那就是国有企业改制上市的公司所普遍存在的缺乏真正符合市场经济要求的现代企业运行机制。市场经济是理性的，政府对企业大包大揽只能损伤企业的元气，降低企业的自身造血功能，结果是好心得不到好结果。毕竟，市场经济的主体还是企业自己。

通过对“ST 黄河科”的实地调研，我感受颇深 —— 规范的公司治理结构是一个上市公司的生命之本，而规范的上市公司最不需要的就是政府的过份主观干预，这又突出地表现在公司的用人机制、分配机制等一切经营、管理方面。我国的上市公司治理问题任重而道远。

棱光实业调研报告

棱光实业股份有限公司是上海证券市场中著名的失败案例，它的失败原因主要在于资产重组。1994 年的棱光重组是当时轰动一时的国有股转让案例，恒通集团因此成为棱光实业的控股大股东。从 1994 年 4 月恒通集团正式入主棱光实业公司到 1999 年 7 月披露恒通集团所质押棱光实业法人股将被拍卖的 5 年多一点的时间中，恒通集团借助这家目前总资产仅 5.8 亿元的公司，通过溢价转让资产、担保、股权质押等多种方式，拿走了 8 个多亿。棱光实业股份有限公司元气大伤，被纳入 ST 上市公司的行业，很有可能会被迫摘牌。、

一家本来有着良好发展前景的企业是如何沦落到这一境地的呢？主要的原因在两个方面：投资决策失误和大股东巧取豪夺。由于投资决策失误，花费巨额外汇资金引进的某条生产线完全不能投入生产，一建成即闲置，巨额的贷款本息压力使得棱光实业股份有限公司丧失了依靠自身积累发展的条件，只得通过资产重组来寻求新的利润增长点。关于投资决策失误，我们在其他的案例中已经讨论很多，在这里我们集中分析大股东侵犯其他股东利益对上市公司巧取豪夺的情况。

棱光实业股份有限公司是全国最大的半导体用硅多晶和石英玻璃制品的生产、销售企业，其产品高纯硅多晶和透明石英玻璃坩埚连续多年获国家质量银质奖，在国内享有较高声誉。1993 年 2 月 9 日，棱光实业公司在上海证券交易所上市，第一大股东为上海建材集团，它持有棱光实业公司 55.62％的国有股。1994 年 4 月 28 日，恒通集团股份有限公司斥资 5160 万元，以每股 4.3 元的价格收购上海建材集团总公司持有的棱光实业公司 1200 万国有股，占总股本的 35.5％，成为棱光实业公司第一大股东，建材集团以持股 21.1％退居第二大股东。

应该说，这样的股权转让具有优化上市公司股权结构的积极作用，有助于建立规范的公司治理结构，有助于公司经营业绩的改善。然而，到了 1999 年 6 月，棱光实业公司突然披露其为恒通集团子公司担保已达到 3.33 亿元，而且其中大部分贷款逾期未还，棱光实业公司将承担担保责任。棱光实业公司因为“重大担保事项及重大诉讼事项未及时披露”而成为上海证券交易所有史以来第一次“公开谴责”的对象。2000 年 4 月，棱光实业公司因为诉讼案件所涉及或负有赔偿责任的或有赔偿金额已超过公司 99 年净资产而归入“特别处理”公司行列。

股权结构的优化并不能保证一定带来更好的公司治理结构，棱光实业公司的经历生动地说明了这个道理。从 1994 年 4 月恒通集团正式入主棱光实业公司到 1999 年 7 月披露恒通集团所质押棱光实业法人股将被拍卖的 5 年多一点的时间中，恒通集团借助这家目前总资产仅 5.8 亿元的公司，通过溢价转让资产、担保、股权质押等多种方式，拿走了 8 个多亿。那么，这一切是怎么发生的呢？

首先，溢价购买大股东资产

在违背国际惯例，大股东恒通集团没有回避投票的情况下，1995 年 12 月 22 日，棱光实业公司股东大会通过决议，全额收购恒通集团拥有的恒通电表公司。当时棱光实业公司是一家净资产只有 1.08 亿元的公司，却要花 1.6 亿元收购一家净资产 8488 万元的公司。为了支付首期的 8000 万元，棱光实业公司大规模向银行借款，1995 年报披露的短期借款项目达到 8117 万元，比年初增加 485％。恒通集团在转让之时对恒通电表三年利润作出承诺：恒通电表公司 1996－1998

年的税后利润以 1996 年预测的 2193 万元为基数，每年递增 20%。如果 1996－1998 年之中恒通电表任何一年的税后利润低于 2193 万元，恒通集团有责任无条件按 16000 万元的原交易价全额回购转让电表公司的全部股份。

尽管棱光实业公司成为了恒通电表的全资所有者，但该电表厂远在珠海，便采取了由恒通集团托管的方式，棱光实业公司对恒通电表的生产经营几乎毫不过问。1998 年 1－11 月，恒通电表实现税后利润仅仅 1102.69 万元。在此基础上，棱光实业公司要求恒通集团回购该资产，当年 12 月恒通集团以 24300 万元的价格完成回购（恒通电表净资产值为 22130.58 万元），但恒通集团仅付清 1.22 亿元，尚有 1.21 亿元至今未还

第二，以上市公司作为自己子公司的贷款担保和占用上市公司资金

上证所《上市公司章程指引》第 94 条规定，董事会的职权之一是在股东大会授权范围内，决定本公司的担保事项。但棱光实业公司为恒通集团下属子公司所作担保相当部分根本没有经过董事会讨论，只是由董事长签字就得到法律确认，许多董事甚至不知道对外出具了担保。根据财政部对于关联交易的定义，为大股东的子公司进行担保属于关联交易。按照国际惯例，与关联交易有关的董事会成员应该进行回避。然而，棱光实业公司不仅违背了这一规定，而且公司董事长长期由恒通集团人员兼任，恒通集团总裁就多次同时担任棱光实业公司董事长，在董事会根本不发挥应有作用的情况下，为自己的子公司出具担保函无异于左手为右手担保一般。董事长签字之后，其他部门主管人员既不愿、也无力提出异议。

《上海证券交易所股票上市规则》第四节规定：上市公司的担保涉及金额占公司最近一次经审计净资产的 10%以上时应立即报告上交所并公告。但棱光实业公司为恒通集团下属各子公司所作担保大部分没有对外披露。1999 年 2 月，在新上任董事长的坚持下，棱光实业董事会作出决定全面清理公司对外担保情况，6 月，棱光实业突然披露为恒通集团子公司担保已达到 3.33 亿元，而且其中大部分贷款逾期未还，棱光实业将承担担保责任。8 月 27 日，棱光实业又公告了涉及公司的几起诉讼，涉及金额近 7450 万元，其中 6 起是由于公司为恒通集团子公司借款进行担保。此外，恒通集团及其子公司还占用棱光实业资金 1.86 亿元。此时的棱光实业公司，已经泥塘深陷，无力自拔了。

第三，以所持上市公司股权作质押向银行贷款

棱光实业公司 1999 年 7 月 27 日披露，恒通集团以持有的 4400 万股棱光实业公司股权作质押，向浦发银行借款 5000 万元。由于这 5000 万元逾期未还，债权人向法院申请执行，上海拍卖行受法院委托，对质押股权进行拍卖。但经过恒

通集团这些年的巧取豪夺，棱光实业公司已经是一个空壳，没有人再敢来接手这一烫手的“山芋”。

通过上述几种方式，恒通集团借助棱光实业公司共获得资金 8.6 亿元，即使除去恒通集团购买棱光实业公司股权花费的 5160 万元，恒通电表当初净资产 8488 万元，以及参加棱光实业公司配股拿出的近 2600 万元，恒通集团也获取了近 7 个亿的资金。恒通集团对棱光实业公司巧取豪夺之时，其自身也陷入困境。恒通集团在房地产领域的投资遭受了严重的损失，公司高层管理人员几乎都因为经济犯罪而入狱。棱光实业公司对恒通集团的债权收回已经几乎无望，重组前景也非常渺茫。

棱光实业公司发展到今天，在公司治理方面有以下几点值得研究：

1、股权结构的改善并不一定改善公司的治理结构

股权结构的优化是建立规范良好的公司治理结构的前提条件，但股权结构的改善并不是优化公司治理的充分条件。恒通集团受让建材集团持有的棱光实业公司国家股，从而改变了棱光实业公司 55.62％的股份集中在国有股东手中的局面。应该说，股权转让后的棱光实业公司更有希望建立起有利公司长远发展的公司治理结构。但是，恒通集团获得棱光实业公司控制权后，并不希望改善公司治理结构，而其他股东也并不积极作为，导致棱光实业公司沦为大股东“圈钱”和巧取豪夺的工具。股权结构的改善只是公司治理结构改善的前提，要真正建立起现代公司治理制度，还需要更多的东西。

2、必须真正发挥董事会职能，防止“一把手”专权

从恒通集团对其他股东利益的侵害过程来看，棱光实业公司董事会几乎是名存实亡。在某些问题上，恒通集团也遇到过一些阻力。例如在恒通电表的转让问题上，由于股东大会对溢价收购不能通过，恒通集团被迫承诺了“回购”义务；在 1999 年非恒通集团代言人的董事长就任后，董事会也通过决议要求清理有关担保。但是，由于恒通集团高级管理人员长期兼任棱光实业公司的董事长，而且董事长权力过大，根本没有适当的制约，“一把手”的“一支笔”就可以作出金额数千万元的对外担保和资金划拨。

3、第二大股东和其他股东不应该置身于公司治理之外

棱光实业公司的案例让我们困惑的是：在恒通集团对棱光实业公司进行掠夺之时，其他的股东，尤其是第二大股东上海建材集团（现在仍然拥有棱光实业公司 16.61％的股份），为什么没有进行积极的干预，乃至问题不断恶化最终无法收拾？事实上，第二大股东对棱光实业公司发生的问题是了解的，棱光实业公司的总经理（并曾任过董事长）在组织关系上就隶属该集团，而棱光实业公司的监

事长本身还兼任建材集团的财务部长。应该讲，建材集团作为第二大股东，对于棱光实业公司困境的出现也负有一定的责任。正是由于其他股东“不作为”的消极态度，才便利了大股东对其他股东利益的肆意侵害。在恒通集团因为债务缠身、总裁入狱而陷入瘫痪后，建材集团对于来自各方特别是上市公司要求其出面重新组织董事会并推进资产重组的多次要求置之不理，理由是自己“不是第一大股东，没有责任”。如此观点，实在让人难以思议。

4、坚持关联交易的“回避制度”

在恒通电表的转让过程中，恒通集团没有按照国际惯例回避投票，强行通过了资产转让的决议。在其他的关联交易如担保、借款等活动中，恒通集团派出的董事也没有遵循回避原则。《上海证券交易所上市规则》第七章第 3 节中规定：上市公司董事会就关联交易进行表决时，有利益冲突的当事人，应不参与表决。但兼任恒通集团高级职务的棱光实业公司董事长要么在董事会上作主拍板，要么干脆不让其他董事知道就作出各种关联交易的决策，“回避制度”完全丧失了作用。回避制度对于减少大股东利用关联交易损害其他中小股东利益具有重要意义，在我国公司治理的实践中必须予以坚持。

陆家嘴：巨额担保和大股东占用资金的沉重负担

一、公司基本情况

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“陆家嘴”或“公司”）于 1992 年 5 月经上海市人民政府批准，由上海市陆家嘴金融贸易区开发公司（现改制更名为上海陆家嘴（集团）有限公司）和上海市投资信托公司（现更名为上海国际信托投资公司）共同发起组建的股份有限公司。同年，经中国人民银行上海市分行批准，发行普通股 71500 万股。其中国家股 67000 万股，法人股 3000 万股，个人股 1500 万股。1994 年 10 月实施 2 亿股国有股回购。同年 11 月发行 B 股 2 亿股。

公司现有总股本 186768.4 万股，其中国家股 112112 万股；发起人法人股 5880 万股；募集法人股 1764 万股；流通（A）股 16052.4 万股；流通（B）股 50960 万股。

公司的主要经营范围：浦东陆家嘴金融贸易区内的房地产经营、市政公用基础设施的开发建设、工程承包与装饰、设备安装、广告、仓储、餐厅、商业、区内项目投资；市内运输及技术咨询。1999 年公司总资产 78.62 亿元，主营业

务收入 6.4 亿元，净资产 41.5 亿元，净利润 2643 万元，每股收益 0.014 元，净资产收益率 0.64%。

根据中国证监会证监发字[1998]259 号文、证监发[1999]4 号文以及其他相关规定的精神，上市公司与股东之间必需严格作到人员、资产和财务的三分开。经过中国证监会派出机构的巡检发现，公司与国家股授权单位陆家嘴集团、下属陆家嘴金融贸易区联合发展有限公司的经营管理层等同于“三块牌子、一套班子”，存在比较严重的“三不分”情况。这种现象直接造成了公司目前存在着较为严重的对外担保及大股东资金占用问题。

二、公司存在的问题及分析

(一)巨额对外担保

一直以来，上市公司利用自身资产为股东提供担保是普遍存在的问题。 以陆家嘴为例，公司 1999 年报披露：公司对外担保金额为人民币 25.138 亿，美元 7900 万元；公司 2000 年中报披露：截止 2000 年 6 月 30 日，公司对外担保金额为人民币 21.628 亿元，美元 6670 万元,其中为陆家嘴集团担保人民币 17.708 亿元、美元 5020 万元。以上数字显示，该公司对外担保数额巨大，而且其中的大部分是为公司的大股东所作的的担保。

目前，规范上市公司担保方面的法律、法规及规章主要有：《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国担保法》以及中国证监会于 2000 年 6 月 6 日颁布的《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》（证监公司字[2000]61 号）。《公司法》第 60 条规定：董事、经理不得以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保。第 241 条规定：董事、经理违反本法规定，以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保的，责令取消担保，并依法承担赔偿责任，将违法提供担保取得的收入归公司所有。情节严重的，由公司给予处分。这些规定更侧重于对公司董事、经理的约束以及违反规定后其本人所应接受的处罚。

中国证监会在《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》中明确规定：上市公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股字公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。该通知对上市公司对外提供担保的具体范围及相关程序进行了规定，进一步明确了上市公司的相关担保责任，是规范上市公司对外担保地一项重大举措。

尽管国家及监管部门尽可能地完善相关的立法，但是上市公司利用自身资产为股东提供担保的主要原因是：上市公司对担保以及为大股东提供担保产生的严重后果没有清楚的认识。

我们来分析担保基本的法律关系。一般来说上市公司提供担保的模式如下：大股东向银行借款，由上市公司以资产或信用向银行提供担保，承担连带还款责任。当大股东无力还贷时，银行会付诸法律，请求担保方承担连带责任并执行上市公司提供担保的财产。按照法律规定，上市公司承担担保责任后，则可对大股东追偿。但事实上部分上市公司很难向大股东追回损失。原因在于公司准备上市时改制不彻底，上市公司与大股东之间处于密不可分的状态，某些上市公司的董事会和股东会为大股东所操纵，这就难免导致一旦上市公司与大股东的利益发生冲突时，大股东会利用这种特殊的地位影响上市公司的追偿，导致严重损害上市公司利益及其他中小股东利益，实质上将上市公司作为自身融资的辅助工具。

（二）大股东大肆占有资金

公司 1999 年年报显示：截止 1999 年底，陆家嘴集团占用公司资金人民币 6.01 亿元，大股东资金占用问题较为严重，这也是上市公司中普遍存在的问题。

大股东占用上市公司资金主要通过以下方式：拖欠应付款、利用上市公司垫付款项及拆借上市公司资金等。尽管绝大部份上市公司为此向大股东收取了资金占用费，但有关资金占用费的合法性以及资金占用费的费率问题，至今尚无定论。从目前的司法实践来看，一旦司法机关认定这种企业间的这种行为名为资金占用，实为企业间借贷的话，则法律将不保护双方约定的资金占用费或者不保护的高于银行利率的资金占用费。这样一旦双方发生纠纷，进行仲裁或诉讼，上市公司将很难得到所谓的资金占用费。

大股东资金占用问题不但影响公司的正常运作，直接威胁到上市公司及其他中小股东的的利益，还会妨碍上市公司在证券市场上再次融资，中国证监会已有明文规定，如果大股东资金占用问题得不到很好解决，将不再批准上市公司进行配股及增发新股。

三、思考及对策

（一） 进一步完善立法。象上市公司对外担保这样重要的问题，在《公司法》及《担保法》中没有明确的规定。中国证监会于 2000 年 6 月发布的部门规章明确规定，上市公司不得为其股东提供担保。为了严格制止违规担保行为，还应当进一步加强监管力度，确保上市公司的资产安全。

（二）进一步加强对上市公司的管理。监管部门应当促使上市公司在公司内部建立各方面完善的制度，严格“三分开”制度；在董事会及股东大会上严格执行关联方回避制度，以切实保护上市公司自身利益。

青岛海尔——以企业发展为根本开展资本运作

一、以发展为主线的公司历史沿革

1、改制与上市。青岛海尔（600690）的前身是成立于 1984 年的青岛电冰箱总厂。该企业经青岛市体改委 1989 年 3 月 24 日青体改〖89〗3 号文正式批准为发起人，以定向募集方式设立股份有限公司。公司设立时，实收股本为 10248.3 万元，其中，发起法人青岛市电冰箱总厂折资 9102.45 万元,，占公司总股本的 88.82％；发起法人青岛市二轻联社折资 729.45 万元，占公司总股本的 7.12％；社会法人出资 226 万元，占公司总股本的 2.20％；内部职工出资 190.4 万元，占公司总股本的 1.86％。1991 年 11 月 14 日，经青岛市人民政府青政发(1991)315 号文批准成立琴岛海尔集团公司, 原青岛电冰箱总厂在本公司的股份由集团公司持有。青岛琴岛海尔股份有限公司，成立于 1989 年 4 月 28 日。1993 年 3 月在对原青岛电冰箱总厂改组的基础上，以定向募集方式设立青岛海尔电冰箱股份有限公司，将原公司净资产折为 11084.275 万股发起人法人股，定向募集内部职工股 915.725 万股，公司实行规范化改组成为社会募集公司，同年 7 月 1 日，更名为“青岛海尔电冰箱股份有限公司”，并于 1993 年 10 月 12 日至 10 月 29 日，公开发行社会公众股 5000 万股，总股份达 17000 万股。1993 年 11 月 19 日，“青岛海尔”(A 股)在上海证券交易所上市交易。

2、配股、增发与扩张。青岛海尔上市 8 年以来一直坚持“按自己方式发展”的原则，将重心放在扎实发展企业方面。公司以追求“企业长期稳定发展”为目标开展资本运作，将利用配股募集的资金与企业发展的需要紧密结合在一起，使资本市场上的配股操作服从于企业发展，有助于提升企业的核心竞争力。这与有些上市公司将两者的关系本末倒置，甚至以牺牲企业长期发展为代价在资本市场上“圈钱”，使上市公司沦为大股东“提款”道具的做法形成鲜明的对比。

1997 年，公司通过增资配股方案：向全体股东按 10:3 比例配股，共筹集资金 2.77 亿元。配股募集资金用于以下项目：（1）投资于青岛海尔电冰箱(国际)有限公司 7621 万元，该公司二期工程全部竣工后，形成无氟小型节能冰箱 50 万台生产能力, 并大大提高了公司出口冰箱的生产能力，使该公司冰箱出口能力达到 100 万台；（2）投资于青岛海尔冰箱有限公司二期工程，项目完工后，与国际先进水平同步；（3）投资于海尔系列小家电(洗碗机、燃气灶、干燥柜、豪华电熨斗)，项目完工后，形成每年各 20-30 万台的产销能力，成为公司新的利润

增长点。

同年 12 月 30 日，公司法人股东海尔集团公司（时为公司第一大股东）对所持股份作出调整，将其持有 20.01%的股份计 84391781 股，以每股 4.59887 元的价格转让给青岛海尔洗衣机股份有限公司，至此，海尔集团公司持有青岛海尔的股份由 55.09%变更为 35.08%。

1999 年 8 月，青岛海尔以 1998 年末总股本 42174.80 万股为基数,按 10：3 的比例实施配股（公司法人股承诺全部放弃配股）。本次配股募集资金 61473.8 万元,主要用于：（1）引进发泡线、侧板生产线和设备对出口大型冰箱生产进行工艺改造，这些项目投产后，扩大了公司大型冰箱的出口能力；（2）引进洗碗机内胆精密成型线、侧板成型控制生产线进行技术改造，扩大出口；（3）引进先进技术设备生产出口燃气灶，增加利润；（4）引进先进技术设备，生产模糊程序控制电脑板、通讯接收解码电脑板，设立青岛海尔智能电子有限公司，该公司 2000 年实现利润 2,028 万元；（5）通过建设国际物流中心，有效降低了公司的运营成本；（6）收购章丘电机厂，成立章丘海尔电机有限公司，该厂 1998 年实现销售收入 8488.2 万元，利润总额 114.4 万元。此外，公司利用自有资金 300 万元投资海尔集团电子商务有限公司，并占其 30%股份。海尔电子商务（www.haier.com）在 2000 年 4 月 18 日开通试运行后，当年 B2B 累计成功交易 78 亿元，B2C 成功交易 604 万元，运行状况良好。

2001 年，公司利用增发募集资金和部分自有资金共计 20 亿元收购青岛海尔空调器有限总公司 74.45％的股权，收购完成后，公司占青岛海尔空调器有限总公司 99.95％的股权。5 月 31 日公司原中文名称“青岛海尔电冰箱股份有限公司”更改为“青岛海尔股份有限公司”。青岛海尔空调器有限总公司 2001 年中期实现利润总额 36,739 万元，约占上市公司中期利润总额的 69％。同年 8 月 2 日公司股东海尔集团与海尔电器国际股份有限公司（以下简称“电器国际”）签订了《股权注资合同》。根据该合同，海尔集团向电器国际进行定向增资，海尔集团以股权注入方式将其所持有的公司 14.71%法人股股权(共计 117334062 股)注入电器国际作为其对电器国际的增资，并依据公司经青岛天和资产评估有限责任公司评估后的每股净资产值 7.262 元，及电器国际经青岛天和资产评估有限责任公司评估后的每股净资产值 2.525 元折为海尔集团对电器国际的持股。本次股权注资完成后，电器国际持有青岛海尔法人股 238895660 股，占公司总股本的 29.95%，成为公司第一大股东，海尔集团持有公司法人股 95717794 股,占公司总股本的 12%，成为公司第二大股东。

公司上市时，由于受到发行额度及社会公众股比例的限制，只能使关联交易

与同业竞争的问题暂时搁置，随着企业的不断发展，公司利用股权调整与购并操作，使历史遗留问题逐步得到解决。而且，在 8 年的上市运作中，将募集资金全部用于计划投资项目，提升上市公司在电器生产方面的核心竞争力，不断增加企业新的利润增长点也成为青岛海尔在上市扩张过程中始终如一的发展路径。

二、以业绩为标识的企业市场形象

提起青岛海尔，投资者首先想到的就是“绩优股”的概念。由于该公司的一贯风格就就是扎实做好企业，做好业绩，因此，从未有过因配合市场炒作需要而使股价出现大起大落的情况。

青岛海尔上市以来的主要财务指标

项　目	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
每股收益（元）	0.436	0.531	0.546	0.58	0.65	0.66	0.751
净资产收益率（%）	16.419	18.82	19.668	15.339	14.742	12.026	14.671
每股可供分配利润（元）	0.606	0.43	0.468	0.484	0.464	0.782	1.05
资产报酬率（%）	14.632	15.47	18.669	13.814	9.875	11.212	12.853
主营收入增长率（%）	35.435	65.21	72.759	44.719	-0.081	3.947	21.491
股东权益增长率（%）	3.341	4.63	47.515	75.968	16.613	38.896	11.912
每股净资产增长率（%）	-20.507	4.63	-0.161	36.24	16.613	24.48	-6.74
净资产收益率增长率（%）	34.198	16.3	3.004	-22.01	-3.897	-18.42	21.991

考察青岛海尔上市以来的主要财务指标不难发现，公司的每股收益、净资产收益率、每股可供股东分配利润、资产报酬率等指标始终保持在高水平上；除 1998 和 1999 两年外，公司主营收入增长率也一直保持在 20%以上，而且，经过调整及集团公司向上市公司注入优质资产，在家电行业竞争激烈的环境下，青岛海尔的业绩却自 2000 年开始明显回升。根据公司 2001 年第三季度的季报，7-9 月实现主营业务收入 347775 万元，较上年同期增长 139.38%，实现净利润 18447 万元，较上年同期增长 121.64%；1-9 月，累计实现主营业务收入 997751 万元，主营业务利润 165569 万元，净利润 584.3 万元；截至第三季度，已累计实现每股收益 0.73 元，接近 2000 年全年每股收益 0.751 元的水平。

在调研中我们深刻地体会到，海尔人对企业发展与经营业绩的确十分重视，这种态度决定了青岛海尔的发展与资本市场运作之间的关系，那就是让资本运作

为企业发展服务，而非象有些上市公司那样本末倒置，以牺牲企业发展为代价来进行资本运作。在海尔人看来，上市仅仅是使企业增加了一条融资渠道，而不能使企业的盈利问题自动得到解决。企业盈利水平的提高，从根本上讲，还要依靠企业自身的发展与市场竞争能力的提高。

三、以规范为特征的资本市场运作

青岛海尔对企业发展与资本运作之间关系的正确认识，是其在资本市场上实现规范性运作的基础。通过调研，我们对青岛海尔在以下方面操作的印象尤为深刻：

1.由于青岛海尔是从集体企业起步的，因此没有依靠政府的习惯。在海尔人看来，遇到问题应该找市场解决，而不是去“找市长”。所以说，一般国有企业暴露出来的政企不分、靠政府要政策的弊端，在青岛海尔身上是找不到的，相应地，政府干预对青岛海尔也少有影响。

2.青岛海尔对通过资本市场募集资金手段的使用是慎重而严肃的，这从公司募集资金的落实情况可以得到充分反映，并与目前部分上市公司随意变更募集资金使用方向以及未能充分使用募集资金的状况形成鲜明的对比。海尔人认为，对募集资金的有效使用需要企业具备三方面的能力，一是资金消化能力，即存在使用资金的项目；二是项目孵化能力，即可以找到或培育出好的项目；三是资金管理能力，即保证好的项目得到资金的支持。在青岛海尔，一个项目若没有得到充分论证、没有有效的技术支撑，没有明晰的市场前景，公司就不会为之作出募集资金的决定。

3.青岛海尔与其大股东——海尔集团之间由于历史原因，存在关联交易和同业竞争，这非但没有成为海尔集团控制上市公司为己牟利的条件，反而是，海尔集团在青岛海尔上市 8 年以来，不断通过各种合法手段逐步降低集团与上市公司之间的同业竞争程度，使彼此之间的关联交易得到充分的披露。结果是，对某些企业造成损害的一些问题，对青岛海尔而言却影响有限并得到理想的解决。“一股独大”也是困扰中国上市公司的一个问题，部分企业就是因此而沦为大股东在资本市场上的“提款机”，甚至导致破产。海尔集团的股权比例决定其也有实现“一股独大”的条件，但是它并没有这么做，反而处处从上市公司的利益和长远发展出发，例如，对于集团准备介入的新行业，若风险较大，就在上市公司以外进行试点，等项目成熟形成优质资产后再向上市公司扩张。而且，经过几年的运作，海尔集团在 2001 年还退出了青岛海尔第一大股东的地位，并着手通过转债等手段进一步减少集团与上市公司之间的关联程度。

四、启示

在调研中，海尔人对资本市场上各方参与者对公司的反应有过如下概括：监管机构喜欢海尔，因为公司规范运作，从不惹事；媒体对海尔的态度一般，因为公司虽不乏可供报道的热点话题，但从不进行迎合市场的“包装”；长期投资者喜欢海尔，基金也开始喜欢海尔，因为公司股票业绩优良，长期收益可观，是好的投资品种；投机者及一般散户不喜欢海尔，因为公司从不为迎合市场而进行高比例送配，也从不配合“庄家”炒作题材。以上总结发人深思。在投机心理甚重的市场上，业绩很差甚至是亏损公司的股票，因为某些所谓的“题材”而受到市场追捧；而象青岛海尔这样业绩优良、极具投资价值公司的股票，却无法得到市场人士的完全认可。究其原因，主要还是我们的资本市场制度、市场收益还没有完全与上市公司业绩形成紧密的联系，在以筹集资金作为资本市场定位的情况下，缺乏对市场在资源配置方面功能的重视，导致上市公司经营能力的外部约束缺失，使企业很难在短期利益的驱动下自觉规范自身行为，追逐以加强企业持续发展能力和市场竞争力为内容的长期目标。青岛海尔的成功源自自我加压和自我约束的事例也说明，提升企业发展能力与经营水平有赖于资本市场的制度革新及企业法人治理结构的完善。

清华同方的成功经营特色

清华同方股份有限公司成立于 1997 年 6 月 25 日，1997 年 6 月 27 日正式在上海证券交易所挂牌交易。公司以高新技术为先导，以科技成果产品化、产业化为经营宗旨，紧密依托清华大学的人才、科技优势，把大批科技成果推向市场，实现超常规发展。上市近四年，每年销售收入翻番，净利润平均每年增长 50%。经过近四年的发展壮大，截止到 2000 年底，公司的总资产有 2.8 亿增长到 52 亿，营业收入由 1.8 亿增长到 33 亿，利税由 4000 万增长到 2.4 亿。清华同方的如此超速度发展，在我国的上市公司中并不多见，甚至使人难以置信。究其原因，发现在辉煌背后有着坚实的支持因素，具体表现为如下几个方面：一是坚定贯彻并实施了“技术+资本”的发展战略；二是建立了一套孵化与创新的体系；三是立足于扎实地开展主营业务；四是努力创造清华同方品牌的知名度。

一、“技术+资本”战略

“技术+资本”的在清华同方成立之初即被作为公司未来发展的战略指导思想，在公司发展几年中，它一直指导着公司的前进方向。作为一个高科技企业，技术和资本的有效结合可以释放出巨大能量，这也是当今人类社会发展的典型特点。清华大学每年有数千项科研成果有待产业化，此为“技术”；而清华同方是一家上市公司，有“资本”。清华同方根据自身对技术发展前景的理解和市场运作经验，加上依靠资本市场获得的资金，将技术成果产业化，两者的有机结合，是同方持续高增长的根本。

在技术进步方面，公司背靠清华，有雄厚的人才和技术优势与资源。短短几年时间，就获得了国家级科技奖 79 项，专利和软件著作权 217 项。这些技术资源以及由此而生的技术产品为公司良好发展奠定了坚实基础。在资本运做方面，由于公司的技术实力强大，产品的竞争优势明显，经营业绩在上市公司当中一直距领先位置。再加上公司品牌的社会知名效应，公司股票在市场上一直表现良好，为公司开展资本运作打下良好基础。公司进行资本运作的原则有四条：一是主营业务要一致，二是资产质量要优良，三是企业管理要规范，四是公司对该企业的未来要有技术支持。以此为原则，公司进行了多方面的资产兼并、重组活动。通过资本运作，公司从单一的技术优势逐渐转向品牌优势，为公司的规模扩张铺平道路。

二、“孵化与创新”体系

清华同方在发展过程中，一直在探索一套有效的适合自身特色的孵化与创新体系。该体系包括从项目孵化到企业孵化再到产业孵化的全过程。比如，与清华大学建立联合实验室，甚至将清华大学作为虚拟研究院。逐渐将一个个技术项目变成一个个社会企业，然后再将其进行股份改造，推向资本市场。项目孵化是一切未来发展的基础，清华同方在进行项目孵化时非常注重社会需求与市场导向。经过几年的不断探索，清华同方建立了具有自己特色的创新体系：以清华大学为自己的虚拟研究院，而不拥有自己的庞大研究队伍。在公司内部建立从创新小组到企业，再到资产重组或进入同方主营这样一个创新体系。

有了优秀的技术和产品，还必须有优秀的企业管理思路。在企业管理创新体系方面，公司制定了许多规则和制度，其中被誉为十八字管理方针的“资产授权管理、投资回报考核、公司监督执行”，大大提升了企业内部管理的有效性。这十八字方针的含义是：要有统一的经营理念，实现集中管理，同时提倡协作精神，贯彻规模化生产观念；实现投资管理，严把投入产出关；实现监督机制，防止失

控；通过政策明确责、权、利，加强员工的工作主动积极性。

三、坚实的主营业务基础

多次资本运作使清华同方成为一个多元化经营的企业，主要控股、参股公司多达近 30 家。尽管多元化，但四年的经营过程，同方公司一直围绕着个几个主要的业务范围进行扩张，而没有因为上市融资成功而盲目扩张，淡化主营业务。上市前，公司以人工环境、网络软件和数据加工、精细化工三方面为主要产业基础；上市后，在原来的基础上，继续深化、扩大规模，改为信息产业（占销售收入的 50%以上）、能源与环境产业（占销售收入的 30%左右）、核技术和生物日化产业（占销售收入的 10%）。这都是我国优先发展的产业,受到国家政策的鼓励和支持。

四、公司品牌对企业经营成功的贡献

由于公司的战略定位得当，技术力量雄厚，加上主营业务明确，主营方向对路，经营业绩优良，使得短短四年里“清华同方”的品牌提升迅速，社会认知度日益走高。与此同时，结合不同的发展阶段，公司进一步加强了在 CI 设计和广告宣传方面的力度，统一了广告设计和形象设计。公众对清华大学、对高科技企业的认同，跟同方实实在在所做的事情结合在一起，对公司充满了信任感。

文化建设是清华同方公司成功运作的又一促成因素。企业文化是企业的灵魂，同方公司能够健康发展，企业文化建设起了非常重要的作用，也为未来发展奠定了基础。公司也正在“承担、探索、超越”和“忠诚、责任、价值”这样一种价值观的基础上，不断规范管理，加强队伍建设，从而完善公司的企业文化。

琼华侨：内部人侵蚀公司资产的惊人内幕

海南华侨投资股份有限公司成立于 1984 年，由一批知名归侨、侨眷发起组建，并成为海南省最早进行公开发行股票的股份制试点企业。1991 年至 1992 年，为壮大公司实力，海南新产业投资公司（现第一大股东）、海南亚太工贸公司、海南正兴投资发展公司、香港亚太奔德有限公司等多家法人单位向公司投入股本，作为发起人股东。

1996 年 10 月，公司作为历史遗留股上市。从上市到 1998 年，从财务报表看，琼华侨的业绩相当不错，1996 年琼华侨实现净利润 3000 多万元，1997 年达 4480

万元，已连续两年净资产收益率在 10％以上。

1999 年 4 月，公布 1998 年报，利润总额－7406 万元，每股收益－0．299 元，每股净资产 0．928 元。公司股票被特别处理。

1999 年 8 月，琼华侨突然公告，因中洲会计师事务所拒绝接受委托，中报延迟披露。会计师“罢审”，这在国内证券市场上还是首次。一个多月后，琼华侨又发布了一个令市场震惊的公告：由于董事会对中报存在巨大分歧，决定暂不披露中报。这创下了国内证券市场又一个“第一”。

是什么原因造成琼华侨 1998 年开始出现的“突变”呢？

2000 年 6 月 2 日，ST 琼华侨发布公告，披露对原董事长赵锴、原总裁李士祥、原财务总监陈晓成的离任审计报告以及股本金专项审计报告。至此，琼华侨隐藏的一系列严重问题开始渐渐浮出了水面……

琼华侨事件是一起典型的内部人控制公司的案例。琼华侨的高层管理人员通过采取以下手段，贪污、挪用、侵占巨额公司资财，并且虚报财务报表欺骗公众，其情节之严重，影响之恶劣，实属罕见。

1. 虚假收入

琼华侨公司董事长赵锴，利用其任法人代表的北京金都侨业实业有限责任公司，为公司制造了大量的虚假收入和利润。从以前公开的公告看，金都侨业是琼华侨对外投资的重镇，收购金长城、投资北京阳光广场、网络工程建设，这些风光一时的投资手笔都出自金都侨业。但审计报告指出，从金都侨业帐面，根本看不出曾进行对网络工程的运作，而金都实业的帐面也从未有过对阳光广场的长期投资，自然无从谈起投资收益。在 1999 年年报中，所谓的网络工程收入 5000 多万元，对北京阳光广场、名人广场投资收益 1 亿元，实际上均是虚记收益。

以金长城电脑为例，记者在采访中了解到，琼华侨通过子公司金都侨业对金长城的全部投资仅 36 万元。1997 年金长城成立时，双方就协议，“琼华侨不得提出对金长城的利润分配要求”。原来，琼华侨作为一家上市公司，一年营业额只有几百万，面子上太不好看，于是花 30 多万元买下了一个合并报表的权利，借用金长城每年上亿元的营业收入来粉饰报表。

至于金侨大厦，这幢曾在 1993 年下半年在报表上为琼华侨带来大笔销售收入的大楼，至今还没有完工，早就变成了“烂尾楼”。事实上，这些房产的购买方其实从未付过款。金侨大厦和南洋大厦 1.70 亿元销售收入纯属虚假收入。

2．帐外负债

琼华侨公司的高级管理人员，利用公司的全资子公司海南现代实业发展公司（琼华侨总裁李士祥任法人代表），制造了大量的帐外负债。而实际上，现代实

业发展公司在 1994－1996 年之间，根本就没有自己的帐本和会计资料，只有由中科信海南代表处代记的一套帐。现代实业自 1994 年 5 月至 1996 年 12 月，先后向中科信海南代表处帐外贷款 1.286 亿元。琼华侨对中科信系统的帐外负债到底有多少？审计报告认为共有 4 亿余元。

同时，由于巨额借款未入帐，利息费用也未入帐，由此虚增利润上亿元。

3. 资本金不实

2000 年 6 月的审计报告还揭露了琼华侨股本金不实的问题，近 300 万股的股本金未到位，并以虚假债权掩饰，而大量股票去向不明，会计师认为，可能存在严重贪污、贿赂的嫌疑。

4. 挪用公款

琼华侨的高层管理人员利用公款约 9000 万元帐外炒作股票，随意处置公司财产，导致 5000 万元重大损失。

5. 贪污、侵占公司资财

原公司总裁李士祥涉嫌通过造假帐、假合同、假合同等形式，个人侵占公司资产近千万元，包括私吞了 135 万股已发行的股票（后经过 10 送 10 变成 270 万股），并恶意毁坏了股东名册和股票收款收据。

原财务负责人陈晓成则几次借出大额现金，但其本人对资金去向无法作出合理解释，同时授意制造大量虚假帐目。

琼华侨的管理人员侵占公司资财的形式多种多样，如某位副总经理一年以个人名义报销各种开销数十万元，其中 98 年 10 月一月报销额达 7.8 万元，再如某工程部负责人将市场上价格为 18 万的工程的预算定为 29 万元（被公司新领导班子发现后及时制止），等等。

6. 盲目担保

盲目对外提供担保致使公司大量资产因涉讼而被查封等多种问题。如为海南科技公司向海南光大国信租赁（联合）有限公司借款提供担保，为海南亚太工贸有限公司向中国建行海南省分行直属金盘支行借款提供担保，为金都侨业公司向中国长城财务公司借款提供担保，等等。

琼华侨案件为完善中国上市公司治理结构提出了若干需进一步认真思考的问题。试举一二：

（1）琼华侨事实上为少数内部人控制，许多董事都是董事长赵锴的朋友。琼华侨的不少董事多来自中小股东单位，并未参与公司的日常经营，但这些董事以未参与经营为由，对公司的严重问题表示“不知道”，就留下了很多疑点。

（2）琼华侨的财务报表几乎成了欺骗公众的工具，但担任审计的中洲会计

师事务所前后共为琼华侨出具过 14 份审计报告，前 13 份都是无保留意见，中洲在整个事件中，又处于什么样的角色？琼华侨的报表几乎在所有重大问题上都是虚假的，这对于一再强调信息披露制度、倡导透明度的年轻的中国证券市场而言，实在值得反思和警惕。

（3）早在 1998 年，公司原来弄虚作假、帐外负债的问题已露出了苗头，为何有关的离任审计报告在 2000 年才出台，在重要当事人前董事长赵锴 2000 年初病逝，前任总裁李士祥离境之后，才姗姗而来？司法介入更迟迟未提上日程？

（4）有关帐外借款的问题，琼华侨帐外借款多用于操作违法违规项目，但其中投资北京一房地产项目，本应该是企业的正常经营行为，为何要通过帐外借款运作呢？

（5）中科信不仅是 4 亿负债的债权人，也是公司间接控股股东。这些债权债务关系，实际上是一种关联交易。令人不解的是，琼华侨欠中科信巨款，已不是一年两年的事，发生在 94－96 年之间，这么多年来，中科信为什么从来没有提出？此外，中科信对琼华侨的股权已遭冻结，这对琼华侨又意味着什么？

琼华侨存在的上述严重问题，反映了缺乏有效的约束和监督机制和公司为内部人控制，将可能给一家上市公司带来浩劫，琼华侨案件值得我们深思。

深大通：频繁控制权变更殃及上市公司

一、公司基本情况

深圳大通实业股份有限公司（以下简称“深大通”）是一个股权相对分散的公司：历年来，持有其 5%以上股权的股东有香港益通投资有限公司（以下简称“益通投资”，目前持股比例 35.48%）、广东华侨信托投资公司（以下简称“华侨信托”， 2000 年 9 月底持股比例 21.29%）、运通电子（深圳）实业有限公司（以下简称“运通电子”， 2000 年 11 月底持股比例 13.93%）和深圳市投资管理公司（以下简称“深投公司”目前持股比例 7.88%）。1998 年后，深大通的控股股东由于各种原因发生了多次控制权转移，由于公司董事会的改组，原董事长带走供销渠道等原因，1998 年和 1999 年连续两年亏损，净利润分别为-2876 万元及-3906 万元。目前公司仍处于不稳定状态。

二、存在的主要问题

（一） 实际控制人频频变更，上市公司无所适从

1998 年 8 月前，深大通的控制权结构如下：温惜今（时任深大通的董事长）（控股）→益通国际集团有限公司（在香港上市）（控股）→ 益通投资（35.48%）→深大通。益通投资和温惜今的关联企业运通电子分别在深大通的董事会（共 9 名董事）中拥有 3 个和 2 个席位，温惜今拥有深大通的实际控制权。日常经营管理工作经常由董事长（温惜今）直接指挥。由于深大通的供销渠道主要依赖益通投资，每年发生大量的关联交易，且交易价格缺乏市场比较，交易毛利率不断下降，关联方占用公司大额资金，加上此期间从事的大量投资未经董事会讨论，引起其他股东的强烈不满，矛盾激化时，曾由各股东委派代表（益通投资和华侨信托各派 2 名，深圳市投资管理公司派 1 名）组成“五人整改领导小组”对公司经营管理进行清理调查，提出整改方案。

1998 年初，温惜今转让了其所持益通国际的股份。1998 年 7 月，益通国际将其全资下属企业益通投资转让给粤海集团控股的香港广南行（控股）有限公司（以下简称“广南控股”）。 深大通的控制权结构如下：粤海集团（控股）→香港广南行（控股）有限公司（控股）→益通投资（35.48%）→深大通。

1998 年 9 月，广南控股调整了深大通董事会和经营班子成员。益通投资在 9 名董事会成员中占 4 席。由于益通投资和运通电子不再存在关联关系，益通投资在深大通董事会中的席位不到一半，对深大通不再具有绝对控制权，深大通的法人治理结构的运作因此发生了很大的变化。1998 年底至 1999 年初，香港广南行（控股）公司本身发生变化，同时粤海集团进入重组阶段，香港广南行（控股）公司派出至深大通的全部人员撤回，由粤海集团所派人员代替。

2000 年 5 月，深大通的实际控制权再次发生变更（据有关人员反映，广南控股对益通投资的全资控股地位已经发生了变化，现任董事长任职公司-新世界中国实业项目有限公司已实际控制益通投资），董事会再次被改组，结构也发生了变化，第一大股东在董事会中仅占了三分之一的席位。益通投资代表赵玉吉担任董事长，经营班子成员暂时未变。由于各大股东在股东大会和董事会中都“势均力敌”，在目前我国职业经理市场未形成的条件下，深大通的法人治理结构将处于更不稳定的状态，各股东若不能协调一致，将展开对公司经营权的激烈争夺，公司发展前景堪忧。

2000 年 10 月，华侨信托所持 900 万股深大通股份（占深大通股本比例 9.95%）被法院裁定因抵偿债务过户给华夏证券有限公司，11 月，华侨信托所持 1000 万股深大通股份（占深大通股本比例 11.05%）被法院裁定因抵偿债务过户给国泰君安证券股份有限公司，12 月运通电子将其所持深大通全部股份共 12606990 股（占深大通股本比例 13.93%）转让给北京华恒创业投资有限公司。

至此，持有深大通 5%以上股权的大股东构成如下：

公司名称	持股比例
益通投资	35.48%
华恒创业	13.93%
国泰君安证券	11.05%
华夏证券	9.95%
深圳市投资管理公司	7.88%

由于实际控制人频频发生变更，上市公司经营管理的连续性和稳定性受到了严重影响。

（二）原董事长釜底抽薪，股东爱莫能助

深大通公司在成立时，在业务上与其原来的实际控制人即温惜今及其香港的公司存在十分密切的联系，对其具有严重的依赖性。广南控股和粤海集团控制深大通期间，由于温惜今带走了绝大部分供销渠道，加上电容器产品市场发生急剧变化，深大通经营陷入困境。其他股东都期待控股股东对深大通进行资产重组，但由于粤海集团同样处于困境，无法给予深大通实质性的支持，各股东在失望之余展开了对深大通经营权的争夺，致使深大通的法人治理结构运作很不顺畅：股东大会和董事会对许多重要事项的审议经常议而不决或决而不执行，甚至出现总经理报告（98 年度总经理报告）在董事会上获得通过而在股东大会上被同样的投票者否决的现象。

三、思考与建议

（一）频繁的控制权变更对公司经营造成负面影响。控制权变更是资本市场发展过程中的正常现象，也是资本市场优化资源配置的体现。但是，如果控制权变更过于频繁，特别是在控制权过程中忽视上市公司的经营管理，将获得控制权当成目的，其负面影响也是显而易见的。公司的经营管理将受到严重影响，管理层变化太多，经营缺乏连续性和稳定性，导致公司业绩下降。为了规范控制权市场，应当强化控制权变更的信息披露，强化实际控制人的责任。

（二）应强调大股东的诚信义务。股份有限公司在法律上是资合公司，但在实际运作上有很强的“人合”色彩，大股东之间若不相互信任、相互协调，必然给公司运作带来极大困难，严重影响公司的发展。更重要的是，大股东作为公司的实际控制人，应当对小股东承担诚信义务。根据目前我国有关法律的规定，大股东对小股东并不承担诚信义务，对股东承担诚信义务的只有董事、监事和高级

管理人员。但我国目前上市公司中实际损害中小股东利益者绝大多数是大股东。深大通案例中，大股东之间的争权夺利给公司带来严重损失，中小股东只能被动承受，“大人相斗小人愁”。基于这种情况，我们认为应引入“影子董事”的概念，若某一董事实际是按照某一自然人或法人的意志行使董事权力，该自然人或法人就是“影子董事”，对公司和股东承担诚信义务，若违背该义务，须承担赔偿损失等责任。

（三）外资控股股东与上市公司之间也存在“三分开”问题。在控制权未转移前，深大通的实际控制人是港资。上市公司的供销渠道掌握在实际控制人手中，并不符合“三分开”的要求。一旦实际控制人从上市公司中撤出，就会导致上市公司遭受损失。深大通目前的经营困难，从根本上说，是在上市前埋下的祸根。实际控制人为强化其控制权，即使在上市后也不可能致力于培养上市公司的核心竞争力。正是由于深大通缺乏独立于实际控制人的供销渠道和市场关系，所以在控制权争夺中处于任人宰割、处处被动的局面。从深大通的教训来看，应当加强实际控制人的信息披露，揭示实际控制人与上市公司之间实质业务关系。

深大洋：所有权虚置的危害

一、公司基本情况

深圳大洋海运股份有限公司（以下简称“深大洋”）1998 年和 1999 年因巨额应收款项难以收回，公司持续经营能力受到怀疑等原因，财务报表被会计师出具拒绝表示意见的审计报告，其股票从 1999 年起被“特别处理”（ST）。截至 1999 年 12 月 31 日，公司帐面总资产 24117 万元，净资产 6293 万元，调整后的每股净资产-0.056 元,1999 年亏损 1.15 亿元。1999 年 6 月以来生产经营已全部停顿，绝大部分实物资产被查封或保全，除董事长和董事会秘书外，其余员工均已辞职或不上班，公司处于破产边缘。

二、存在的主要问题

（一）股东链条过长导致所有权虚置

在中国华电房地产公司收购天津轮船实业发展集团股份有限公司（以下简称“天船实业”）前，深大洋的直接和间接控股股东链条如下：交通部（全资）-中国远洋运输总公司（全资）-天津远洋运输公司（持股 29.1%，第一大股东）-天船实业公司（持股 95%%，第一大股东）-蛇口大洋（持股 60%，第一大股东）-

深大洋。历年来，深大洋董事长同时担任天船实业总裁和蛇口大洋董事长，控制了上述链条的后三个环节。天津远洋运输公司作为天船实业公司的第一大股东，由于并非专门的资产经营公司，所经营管理的资产和业务庞大，加上持股比例仅29.1%，只是天船实业公司的相对控股股东，因此对天船实业公司的控制和监督比较薄弱。这样，处于链条末端的深大洋几乎完全缺乏来自最终所有者（自然人或国有资产管理部门）的所有权约束。

由于所有权完全虚置，导致了深大洋存在严重的内部人控制现象。公司董事长基本同时行使了董事会和经营班子的的职权。公司董事会运作极不正常，董事长召集董事开会，很少提前通知，也不告知会议议题，许多董事反映，公司几乎没有召开过规范的董事会会议，许多董事会决议是由董事长授意打印好后再分别找两三个董事签字形成的。董事长主持经营班子办公会，并存在严重的“一言堂”现象。许多重大决策甚至由董事长一人做出并执行，其他董事和经营班子成员事前都不知晓或不完全知晓。公司监事会更是形同虚设，从未正式召开过监事会，天津的两位监事甚至从未到过公司。

（二）内部人控制给公司造成了严重的后果

1、大量关联交易给公司带来了沉重的负担

由于深大洋董事长同时担任天船实业总裁和蛇口大洋董事长，深大洋与天船实业和蛇口大洋发生了大量关联交易，实际上深大洋与蛇口大洋基本上是“一套人马，两块牌子”，给公司带来了沉重的负担。公司在改制上市时应收蛇口大洋的款项只有253万元（94年12月31日），从95年起，由于公司替蛇口大洋代还借款本息、代付股利、代垫有关费用以及向蛇口大洋收取资金占用费等原因，使深大洋应收蛇口大洋的款项95至99年末余额分别递增为0.53亿元、1.21亿元、1.41亿元、1.55亿元、1.57亿元；加上关联企业天船实业、大洋代理公司（蛇口大洋的子公司）、GOSCO LINE S.A（蛇口大洋的子公司）所欠深大洋租金、码头操作费收入和承包利润等，深大洋应收四家公司的款项95至99年年末余额分别为0.81亿元、1.65亿元（占深大洋流动资产的69.6%）、2.19亿元（占深大洋流动资产的77.8%）、2.68亿元（占深大洋流动资产的79.9%）、2.78亿元（1999年提坏帐准备1.36亿元，余额1.42亿元，占深大洋流动资产的67.29%）。长期以来，深大洋从上述四家公司收到的现金甚少，从蛇口大洋及 GOSCO LINE S.A.提供的会计报表（未经审计）来看，蛇口大洋及GOSCO LINE S.A.自1998年以来资金短缺，财务状况已资不抵债，因此，对于应收关联方往来款项的可收回性，会计师表示难以证实，并为此对深大洋1998年度和1999年度会计报表出具拒绝表示意见的审计报告。巨额关联公司占用款无法收回使公司实际陷入了资不抵债的困

境。

2、公司由董事长一人控制使公司频繁出现决策失误。

从深大洋发展历史来看，使公司陷入困境的决策是公司在首次发行募集资金9600 万元港币到位后，在航运市场已经出现紧缩迹象的情况下仍盲目乐观，在预期97年增发B股的情况下，过度举债（向境外银行抵押贷款1.8亿多元港币）以3400万美元（折2.63亿元港币，其中募集资金8000万港币）的价格购买两艘船龄3年多的旧集装箱船并开辟错误的航线：这两艘集装箱船先是租给台湾的售船公司，97年5月以后租给GOSCO LINE S.A，并在原韩国--香港-台湾航线亏损的情况下开辟天津（大连）-香港-台湾航线，理由是两岸即将通航。该条航线投入后即严重亏损，因此97年10月其他董事如王春良、赵良等根据财务分析结果提出恢复香港线、停止内支线和台湾线、发展内贸线的正确建议，但未被采纳。其他如房地产投资、资金拆借、担保等决策失误更是频繁发生，其中不少是由董事长一人决策并执行的，给公司带来很大的损失。

三、思考与建议

1、对离最终所有者（自然人或国有资产管理部门）过远的上市公司要警惕其出现内部人控制现象。

由于委托代理链条过长，最终所有者对经营者的监控力度严重不足，经营者很容易通过股权运作摆脱所有者的控制从而形成内部人控制的局面。深大洋董事长通过控制天船实业公司和蛇口大洋从而完全控制深大洋，就是一个典型的案例。

2、亟待建立董事责任追究制度。

《公司法》等有关法规明确规定了董事对股份公司的诚信义务，但对董事违背对股份公司的诚信义务如何衡量和惩罚缺乏具有可操作性的具体规定，使股东和公司无从追究董事的失职责任。在深大洋的案例中，董事长明显违背了董事的忠实义务，作为关联董事利用职权为关联公司提供巨额资金，严重侵犯了上市公司的利益；其他董事未对公司尽到勤勉、尽责的注意义务，对公司疏于管理，对公司走向困境负有不可推卸的责任。这种董事未履行诚信义务的现象在我国上市公司中非常普遍，为了遏止这种现象，有必要加紧有关立法，尽快建立起具有可操作性的董事责任追究制度。

3、募集资金使用的“预算软约束”现象应引起高度重视。

募集资金到位后盲目投资，形成大量不良资产，给公司带来沉重的包袱，是深大洋走向困境的原因之一，不少深大洋的高级管理人员和员工认为“企业上市

害了深大洋，深大洋如果不上市不会走到今天的局面”。在巡回检查中我们碰到不少有同样感慨的公司，如深中浩、深特力、深华宝、深宝恒等，这些公司同样存在募集资金使用不善的问题，把募集资金当作“免费”使用的“准财政拨款”，滥支滥用，过度冒险。大股东也把募集资金当作“免费”赠与的净资产，不珍惜、不心疼、不监督使用，中小股东又无力监督，从而导致募集资金被滥用。这种现象应引起有关方面高度重视，证券监管部门应加强对上市公司募集资金使用的监督。

实达电脑：企业多元化经营是双刃剑

实达曾经创造了“从 16 个人到 16 个亿”的创业神话，凭终端、计算机外部设备等极具竞争力的产品创造了自己的知名品牌，并一度通过资本运作开展收购兼并，扩大规模，成为一家重量级 IT 上市企业。基于上市和两次配股以及上市公司背景带来的良好的信贷能力，实达的资金实力十分雄厚，加之肩膀上既没有历史遗留的包袱，本身又处于朝阳产业，应该发展前景良好。然而，2000 年，实达由于巨额亏损而被特别处理。在其亏损的背后除了亏损企业共同的原因——经营管理不善外，盲目的多元化经营也是重要的原因。

一、多元化经营的失败

实达创立于 1989 年，其所处的行业为计算机行业，刚开始起步是以金融行业用户为主，生产银行用的一些计算机终端设备。创立后的最初几年中，实达成长十分迅速，主营业务扩大到计算机终端、PC 机、外部设备和网络产品，发展势头良好，成为该行业中的龙头企业之一。90 年代初，中国证券市场进入快速发展期，给我国的企业带来前所未有的机遇。1996 年，实达在上海证券交易所上市。上市使实达站到了一个新的平台上，其经营决策层面临的是如何制定未来的发展战略以及如何使用上市融资来的 2 亿元资金这一现实问题

中国企业向来都有做大情结，90 年代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。”当时，实达公司的决策层所考虑的也是尽快做大企业，迅速扩张规模。在这种思路指导下，在大量资金的支持下，缺乏明晰产业规划和发展方向的实达便匆匆忙忙走上了多元化的道路。

实达多元化的第一步是 VCD。1996 年，实达公司投资数千万元成立数字电器公司，主要生产 VCD 和 DVD。实达当时的思路是：公司此前的产品如中西文终端、POS 机、打印机都是针对特定的行业客户，客户基础狭窄，而通过投资 VCD 领域，可以进入以数字技术为基础的消费电子领域，实现从行业用户向消费类市场的转变，增加利润增长点。VCD 投产以后，一度在 1997 年跻身国内前 8 名。当时实达公司像其他 VCD 厂商一样，花巨资在中央电视台大打广告，但是省一级的销售渠道都没有完全建立起来，不擅长运作消费类电子的劣势日趋显露。到了 1998 年，其 VCD 产品已经大量积压，造成损失近 1 亿元，数字电器公司被迫开始清盘。VCD 项目成为实达公司自成立以来单项损失最大的项目，不仅直接导致了 1999 年和 2000 年的亏损、让公司背上沉重的包袱，还因为亏损数额巨大而限制了集团在此后一段时间内的发展路径和行动选择。

进入软件业则是实达另外一个多元化经营的例子。90 年代后期，我国软件业行业发展前景较为看好，盈利的空间也较大，1999 年，实达开始投资软件领域，总部设在北京。这家软件公司与其它以产品立足的子公司不同，一开始就是通过收购、重组、合作等资本开路的风格运转起来，旗下先后收购了多家软件子公司，扩张速度很快，而实达软件公司在一定意义上就成了一家投资控股公司。然而，由于缺乏管理经验和合格经营人才，公司在软件业的进展十分不顺利，原通过外延式发展而形成自己的软件产业群的计划并没有实现。2000 年中期，实达被迫出卖了其所属的大量软件子公司的股权，宣告软件战略的失败。

实达的多元化战略还包括网络通讯产品、网站、系统集成、自动轮椅和家庭电源开关等消费电子产品以及代理国外产品等领域，除此以外，实达还先后投资了 20 多个公司，进入一些行业跨度大，非优势所在的领域，如房地产、投资、甚至餐饮等领域。由于缺乏经验和合格人才，经营管理不善，这些子公司基本上都是亏损，成为实达公司的多个出血点，更为严重的是这些公司挤占大量资金，导致实达财务危机，几乎拖跨了整个公司。从 2000 年实达的年度财务报表可以看出，其主营业务是盈利的，而非主营业务则亏损，从而导致整个集团公司的亏损。实达沦为 ST 企业，丧失了在证券二级市场的再融资的资格，对企业的进一步发展带来严重的负面影响。

二、实达多元化带来的教训

实达的案例很有代表性。某一领域获得成功的企业往往受到社会的广泛关注，不少其它领域的机会送到他们面前，同时他们也往往以为运用相同的模式会

使自己在其他领域同样取得成功。成功的自信、扩张的欲望、营利的紧迫以及怕被人视为保守的心理，使他们果断地将大量经营资源投向新的领域，展开多元化经营。殊不知，馅饼下面正是陷阱，迫切需要大量投入的主业由于资源被抽走而无法支撑高速成长，而新领域的运作也因无法实现与主业的一体化整合而牵扯精力，协同效应无法发挥，企业由此陷入困境而难以自拔。

总体来看，我国企业因多元化而失败的案例比成功的案例多得多，因此，多元化战略并非总意味着成功，而是危机与机会的并存点，企业在采取多元化战略时务必慎重。多元化经营的本质是企业在多个相关或不相关的产业领域同时经营多项不同业务。对此，理论上存在两种截然不同的观点：一种认为利用现有资源，开展多元化经营，可以规避风险，实现资源共享，产生 1+1>2 的效果，是现代企业发展的必由之路；另一种认为企业开展多元化经营会造成人、财、物等资源分散，管理难度增加，效率下降。其实，多元化作为经营战略而言，其本身并无优劣之分。企业运用这种战略，成败的关键在于企业所处外部环境及所具备的内部条件是否符合多元化经营的要求。决定多元化经营是否能成功的主要因素在于：

1、企业外部环境。企业外部环境主要包括产品的供求矛盾与市场竞争程度，是企业实施经营战略的基础。改革开放之初，部分具有超前意识的企业推行多元化战略，把经营范围逐步扩展到其它领域，并且几乎无一例外取得了成功，原因在于当时企业具备了多元化经营的良好外部环境。首先，当时处在短缺经济时代，市场空间很大。其次，市场竞争体系并未真正建立起来，绝大多数行业竞争疲软，行业壁垒尚未形成，这些都为新成员或新产品的进入提供了契机。因此，在这特定的外部环境下企业多元化经营的成功自然顺理成章。而对于今天的企业而言，外部环境已经发生巨大的变化，绝大多数企业处于微利经营甚至无利、亏损经营。企业如果无视环境的变化，一味为了多元化而多元化，会给企业带来更大经营风险。盲目多元化造成企业盲目投资扩张，其结果是战线拉得过长，主业模糊，各项业务协调能力差，最终导致企业的失败。

2、新进入行业与主业的相关性对多元化经营的成败起关键作用。如果进入的新行业同原有的主业有较大的相关性，这样的多元化容易成功。多元化经营战略的理性方式是：在核心专长与核心产业支撑下的相关产业多元化经营战略。这样，企业的竞争优势可以扩展到新领域，实现资源转移和共享，在新行业站稳脚跟，发展壮大。从实达的多元化来看，同 IT 核心业务相关的业务和产品都能盈利，而非相关产业和产品则亏损。

3、企业多元化经营的根本依托——核心竞争力。稳定而具有相当竞争优势的主营业务，是企业利润的主要源泉和企业生存的基础。不管企业实施何种形式

的多元化，培养和壮大核心竞争能力都至关重要。企业应该通过保持和扩大企业自己所熟悉与擅长的主营业务，尽力扩展市场占有率以求规模经济效益最大化，将增强企业的核心竞争能力作为第一目标，并视作为企业的生命，在此基础上兼顾多元化。

四川长虹的辉煌与衰落

四川长虹的前身---国营长虹机械厂，成立于 1988 年 6 月,系四川省股份制试点企业，经净资产折股和四次公开发行,至 1991 年 12 月 31 日,公司总股份达 15610.67 万股,股本总额 15610.67 万元。1992 年开始进行规范化股份制改组,并将公司股票每股面值 10 元拆细为 1 元，12 月，再次向个人股东配售，并将国营长虹机器厂部分法人股转让给其它 61 个单位，总股份达 19818.23 万股,1994 年 3 月 11 日，“四川长虹”(A 股)在上海证券交易所上市交易。

“以产业报国”广告词曾一度让国人热血沸腾，长虹也因此成了家喻户晓的知名品牌。在全盛时期（1998 以前），长虹的销售量、净利润均保持了高速成长。公司连续保持了几年每股收益居沪深两市第一的霸主地位。1994 至 1997 年的每股收益分别为 2.97 元、2.28 元、2.07 元和 1.01 元。其中，1997 年是长虹发展的最鼎盛时期，其净利润高达 26 亿。但就是在这年，公司应收帐款余额较上年底增加 23.95 亿元，增加了 14.71 倍，产品市场销售前景显示出不太乐观，公司该年增加的主营收入大部分靠赊销拼来。公司在 1998 年的销售收入开始减速，实现主营业务收入 116.03 万元，同比减少 25.6%，从此拉开了四川长虹走入衰败的帷幕。

四川长虹历年每股收益及分红配股方案

年度	每股收益	分红方案	配股方案
1993 年	2.164 元	每 10 股送 2 股派 12 元	
1994 年	2.973 元	每 10 股送 7 股派 1 元	
1995 年	2.28 元	每 10 股送 6 股	每 10 股配 2.5 股,价 7.35 元

1996 年	2.07 元	每 10 股送 6 股	
1997 年	1.71 元	每 10 股送 3 股派 5.8 元	每 10 股配 1.875 股,价 9.80 元
1998 年	1.01 元	不分配,不转增	
1999 年	0.243 元	不分配,不转增	10 股配 2.3076 股,9.98 元/股
2000 年	0.13 元	不分配,不转增	

一、辉煌的历史

长虹集团从 80 年代中期以来到 90 年代中期这一段时期，经过艰苦创业，保持了连年的高速增长，曾牢固控制了作为“中国最大彩电基地”、“中国彩电大王”的地位。曾被国家有关部门确立为“首批试点的六家技术创新企业”和“十家重点国有企业”。得到中央各大新闻媒介的大力宣传，多位中央领导同志今年曾先后亲临长虹视察指导工作。

1996 年、1997 年是长虹的高峰年，曾经在彩电市场中掀起狂澜。1997 年，长虹稳步实施了“跨近 21 世纪战略”，进行了具有战略意义的大整合。通过市场细分、重点突破、全面开花，长虹的直销柜台已经做到了乡镇一级，原本就十分庞大的长虹营销网络编织得更为细密，长虹公司的彩电市场份额已经在全国大部分省份夺得冠军宝座，一举占据了中国彩电市场三分之一的天下。当年，一份市场调查公司发表的调查报告表明：“彩电市场已经决出了新的、相对稳定的格局，至少在本世纪内，长虹在彩电领域的绝对优势地位无可撼动”。足见长虹当时是何等的辉煌，长虹人是何等的骄傲。这种辉煌是有原因的，是有道理的。

1、产品多元化战略。长虹素来以准确把握中国未来市场的消费者需求变化趋势而著称。凭着务实的经营作风和准确把握机遇的能力，90 年以来长虹一直在寻求产品门类创新的发展机会。一直在耐心的等待和寻找进入其它领域的最佳市场时机，时刻准备着以最恰当的切入时机，最迅捷的进入新的产品领域。

长虹的多元化，是充分利用国际最先进的技术的多元化，而不是为了在低水平上参与低重复竞争。任何一项新产品的推出，都促进了我国消费类电器向更高层次的发展。随着信息技术在 21 世纪对人类社会的冲击，长虹即时明确提出，把电子信息产业作为自己在 21 世纪的主导产业，为未来的发展开创广阔的空间。

2、大规模生产计划。座落在绵阳国家级高新技术开发区的长虹家电城，是长虹公司兴建的大型技术改造项目，其宏伟的气势足以说明企业的规模之巨大。该家电城现具备年产一定数量的大屏幕数字彩电、家用空调器、VCD 影碟机和相当一部分前端配套件的大规模生产能力，以及适应 21 世纪家庭需求的高档全自动洗衣机、数字视听产品的一些关键零部件的配套生产能力，除此之外，家电城还为公司在信息产业领域（通讯产品、多媒体及光盘产业等）的发展提供了广阔空间。

家电城的红火开发曾引起国外同行的注目，不少国外著名大公司（包括日本东芝、韩国三星、LG）的高层人士在参观家电城时，都暗暗感到长虹的发展已经构成对他们的竞争。认为长虹正处于一个新的腾飞前夜，“如果再不努力，在下个世纪将会输给中国同行！”

扩大产品规模的同时，长虹集团制定了“跻身世界一流的消费类电器产品开发制造商行列”的奋斗目标，并为此建立了了多个从事专业化生产的加工厂。配备了种类齐全的仪器设备以及大量的管理人才和工艺技术专业人才。使得在长虹，许多产业项目都可以在很短时间内完成从概念设计到上市商品的过程，极大的增强了长虹的市场竞争力。

3、技术开发蒸蒸日上。创新是企业成长的灵魂。长虹的高速增长，最核心的一点就是保证了不断投入、持续发展的自主知识产权科技开发。长虹早就认识到：关注技术是比关注市场层次更高，更具有远见的一种竞争行为。并因此积极为“迎接电子信息产业新技术革命的来临”做充分准备，其做法表现为直接在技术和质量上与国外彩电同行竞争。1997 年，长虹的辉煌业绩被有关部门认可，明确表示每年给予长虹技术创新专项拨款，以壮大长虹的技术开发实力和创新能力。

在立足自主开发的同时，长虹还兼备并蓄众家所长，在国内，与清华大学等众多著名高校的科研院所积极开展形式多样的产、学、研紧密结合，以抢占进入领域的技术制高点。此外，广泛的国内国际合作是世界各大公司的成功之道，也是长虹实施高起点技术创新战略的一项重要组成部分。

自长虹明确提出把电子信息产业作为 21 世纪主导产业以后，在科技开发投入上连续加大投入，作到了“生产一代、研制一代、储备一代”。通过紧密跟踪世界最新技术，进行大量的技术储备，努力创造各种条件和寻找合适的机会逐步进入国际领域。

4、内管理现代化。为适应跨地区乃至跨国经营的需要，长虹充分发挥多年来形成的技术优势，通过建立高度现代化的计算机管理信息系统，辅助建成高起

点、高水准的管理机构，通过科学的管理手段创造更高的经济效益。与国家各级信息中心等多条信息渠道联网，触角深入到市场的各个角落，并将计算机技术充分应用到经营决策、科研生产过程中，长虹各生产制造事业部和总部主要管理部门之间都实现了计算机联网，全天候进行严密的监控，实现了以市场为导向的高效率闭环机制。

借鉴国外大公司发展历程中的经验和教训，长虹公司在内部进行了大规模的组织机构调整组合，实施了“再造 21 世纪的新长虹”工程，今年以来，长虹围绕集团框架的完善，以产品类别为主要标准陆续成立了 10 多个事业部、分公司、子公司，有计划、有步骤地逐步放权，通过简化工作流程、减少中间环节来提高效率，尤其是在企业内部倡导新的创业意识和创新精神，尽一切可能降低成本。

但是，所有的辉煌已成为过去，进入 1998 年，长虹也没有摆脱衰落的命运。

二、衰败的历程

公司在 1998 年的销售收入开始减速，从此拉开了四川长虹走入衰败的帷幕。长虹 1998 年实现主营业务收入 116.03 万元，同比减少 25.6%。在主营收入减少的同时，其营业费用却大幅增加，同比增加 50%。从该年年报披露的信息表明，四川长虹在全国六百多个县市遍布网点，增设专卖店，全面扩大长虹彩电的销售和售后服务体系的覆盖面，即使这样，仍难以避免收入滑坡的局面。在 1998 年末的资产负债表中，最引人注目的是存货的巨额增长，期末余额达 77.06 亿元，比上年同期增长 116.6%，占流动资产的 47%。

分析 1999 年的年度报告，发现国内彩电市场的三次降价，长虹均被动应战。长虹曾有二次主动发起的价格战，一次在 1989 年 8 月，主要是为了让利给消费者；一次在 1996 年，主要是针对国外品牌的侵入。特别是 1996 年的这次降价，长虹在大屏幕彩电上很快形成了自己的优势，市场占有率达到近 1/3，奠定了中国彩电龙头老大的地位。1999 年长虹为了调整产品结构，消化巨额存货，被逼进行降价策略，结果令长虹人吞下了苦果。1999 年的经营业绩也自然不堪入目，主营业务收入与上年持平，但净利润同比下降 70%，价格战使长虹的主营业务利润率近乎萎缩一半。

2000 年，彩电行业召开“限价”峰会，结果谈判破裂，价格战全面展开，其程度为有史以来最为惨烈的一次。价格战的后果在 2000 年年报中得到充分体现：主营收入与上年持平，净利润只实现 2.7 亿元，同比下降 48%。毛利率下滑至 14%。经营业绩如跳水般滑落。2001 中期业绩更令人惊诧，2001 年上半年公

司实现净利润 2056.7 万元，较去年同期大幅度下降 91.3%，每股收益跌至 0.01 元。从其损益表看，主营业务收入同比下降 15.7%，主营业务利润同比下降了 45.13%，营业利润为－2674.8 万元，表明主营业务已出现亏损。

分析四川长虹衰退的原因，主要表现为两方面：一是彩电行业已从产品生命周期成长期进入成熟期，价格战使企业的利润空间越来越小；二是彩电行业技术含量不高，进入门槛低，造成重复建设，行业恶性竞争。

三、深刻的启示

一度风风光光地曾经成为沪深股市领头羊的“四川长虹”，现在陷入了低潮。中国企业很难保持长盛不衰的活力，这已是一个简单明了的事实。考察长虹的兴衰史，不难得出几个启发性结论。

1、硬的技术是一切营销策略的基础。价格战是四川长虹屡屡祭起的一把暗器，在长虹发展的初期，价格战使长虹的市场占有率成为第一，那时长虹在同行中的技术是领先的，所以降价的直接结果就是客户的蜂拥而至。但是产品技术逐渐被他人跟上，自己的技术水准难以成为优势时，进一步的价格战就不再成为一个很好的市场策略了。市场经济要求通过不断提高技术含量来提高后来者的进入门槛。

2、强强联合实现“多赢”，避免相互残杀“多败俱伤”。彩电行业已处于产品生命周期的成熟阶段，属于夕阳产业。更高层的竞争应是强强合作，追求的不再是“单赢”，而是“双赢”和“多赢”。它不仅可以在竞争的市场环境中，打破原有的生产空间、市场区域、技术独占的限制，实现供给和需求资源的自由对接和重新配置，创造新的利润空间，而且也可以将新的合作伙伴先进的思想、技术和经营战略，吸收到自己的体内。

2001 年 9 月 4 日，惠普与康柏实行合并，合力打造一个年营业额达 870 亿美元的“新惠普”，其目标直指年营业额约 900 亿美元的“蓝色巨人”IBM，即使一个经典的合作范例。国内彩电企业众多，但却划地为界，各自为政，鲜有业内大兼并、大重组现象。四川长虹在国内属于彩电行业已属于龙头老大，如果能充分运用兼并收购的手段，超常规、高效、快速地进行资产重组，实现优势互补，进行强势品牌间的合作。很可能就可以实现垄断利润，并做成百年老店。

四砂股份：重组不慎　公司受损

一、公司基本情况

四砂股份有限公司（以下简称四砂股份）是 1989 年设立的股份有限公司，1996 年 12 月公司股票作为历史遗留问题在上海证券交易所上市。公司的主导产品为磨料磨具，属于机械行业。近年来，由于行业不景气，磨料磨具的附加值、技术含量均比较低，来自乡镇、私营、甚至个体企业的竞争比较激烈，四砂股份面临着行业前景暗淡、竞争日趋激烈的巨大压力。在这种情况下，当地政府和四砂股份积极探索重组的方式和路子。

二、资产重组的过程分析

（一）转让股权，艾史迪入主

经多方接触，确定与通辽艾史迪集团有限公司（以下简称通辽艾史迪）进行资产资产重组。通辽艾史迪是一个靠贸易起家的由李协平个人控股的公司，后来发展成工贸结合的集团公司，其工业部分主要是生产宁檬酸的几个生化公司。1998 年 8 月 8 日，淄博市国资局（以下简称国资局）将四砂股份 4000 万股国有股份及该股份享有的 98 年度 650 万股配股认购权转让给通辽艾史迪集团有限公司（以下简称通辽艾史迪），转让总金额为人民币 8145 万元；其补充协议规定，因四砂股份成立时国资局欠公司 4000 多万元，所以通辽艾史迪缓付国资局 1300 万元股权转让金。中国证监会证监函[1998]204 号同意豁免通辽艾史迪要约收购“四砂股份”股票的义务。本次股权转让前，国资局持有公司 65.44%的股权,是第一大股东;转让后，通辽艾史迪持有 34.48%的股权，超过国资局的 29.2%的持股比例，成为四砂股份新的第一大股东。9 月 2 日，李协平当选为公司董事长。

通辽艾史迪入主后，四砂股份从 1998 年 8 月起先后有偿受让了通辽艾史迪所属的四家生化公司的部分股权，总金额 5453.5 万元。1999 年四家生化公司实现主营业务收入 8332 万元，营业毛利 1340 万元。而据公司人员反映，今年四家公司中，两家维持生产，两家已停业。表明通过关联交易注入上市公司的资产质量并不高。

（二）制衡机制失灵，大股东挪占公司资产

李协平控制四砂股份后，除了改组公司董事会、经理层外，财务负责人和董事会秘书也是其派来的。由于公司监事会没有发挥对董事、经理等高级管理人员的监督作用，公司制衡机制失灵，通辽艾史迪通过控制四砂股份的进出口公司，采取将出口回款打到北京艾史迪生化公司、由四砂股份进口塑料由通辽艾史迪出

售等方式，占用四砂股份资产 5495.7 万元，通过以莱芜艾史迪名义为通辽艾史迪贷款等方式占用四砂股份资金 2160 万元。这样，至 1999 年 12 月 31 日,通辽艾史迪合计占用四砂股份及其子公司资产 7655.7 万元。经多方索要，至 2000 年 6 月 24 日，通辽艾史迪尚欠四砂股份 4484.7 万元。据公司了解的情况，通辽艾史迪已是空、壳公司，无力偿还其余的欠款，很有可能给公司造成重大损失。现在已给公司的生产经营产生了不良影响。

（三）股权质押，金蝉脱壳

经 1999 年 10 送 3 股转增 2 股,通辽艾史迪共持有 6975 万股四砂股份股权，到 1999 年底已全部质押。1999 年 8 月，通辽艾史迪从交通银行取得 5000 万元贷款, 由海通证券为银行提供担保, 艾史迪将其持有的四砂股份 4650 万股法人股股权质押给海通证券有限公司，质押期限自 1999 年 8 月 2 日起至 2005 年 12 月 27 日止。1999 年月 12 月,淄博市工业发展有限公司（以下简称工业发展公司）为通辽艾史迪欠国资局的 1300 万元、欠四砂股份的 1346.44 万元人民币作担保，担保方式为连带责任保证；同时工业发展公司与通辽艾史迪签订质押合同，通辽艾史迪向工业发展公司提供质押保证，将其持有的 2325 万股四砂股份法人股股权质押给工业发展公司, 质押期限自 1999 年 12 月 17 日至 2000 年 4 月 30 日。上述两笔股权质押均已在上海证券中央登记结算公司进行登记。

1999 年 12 月 20 日，通辽艾史迪及四砂股份公司董事长李协平与北京宁馨儿经贸有限公司（以下简称宁馨儿公司）签订股权转让合同,李协平将其所持有的通辽艾史迪 82%的股权以偿贪债方式转让给宁馨儿公司。1999 年 12 月 20 日，科左中旗艾史迪农业开发有限责任公司与宁夏银川对外经济贸易公司签订股权转让合同,前者将其所持有的通辽艾史迪 18%的股权有偿转让给后者，转让价格为 3964 万元人民币。通辽艾史迪提名的 5 名董事（包括李协平）随后向公司董事会递交了辞呈。这样,李协平通过转让通辽艾史迪的股权实现了对四砂股份控股权的转移,而宁馨儿公司就间接控股了四砂股份。宁馨儿公司的主要股东是宁馨儿产业集团公司，其负责人罗和平称，宁馨儿集团是由深圳的投资者设立的，其下属的宁夏宁馨儿生物工程股份有限公司正准备上市。

（四）债务纠纷，引发公司控制权之争

宁馨儿公司是以承债方式受让李协平持有的通辽艾史迪的股权的，为此，双方与四砂股份就通辽艾史迪欠四砂股份及其子公司债务的偿还达成了协议，并由宁馨儿公司对有关债务提供连带责任担保，至 2000 年 3 月底，通辽艾史迪应全部归还所欠四砂股份的有关债务。但是，至最后期限，宁馨儿公司仅替艾史迪归还了一小部分债务。在这种情况下，工业发展公司在履行了为通辽艾史迪欠四

砂股份和淄博市国资债务的担保义务后，向淄博市仲裁委提出申请，要求艾史迪支付工业发展公司因履行担保义务而形成的债务。由淄博市国资局提名的 5 名董事和 1 名独立董事参加的董事会否决了通辽艾史迪关于召开临时股东大会更换董事的提案。公司 1999 年度股东大会召开前，通辽艾史迪又提出了批准公司 5 名董事辞职、免除余任董事、选举其推荐的 11 名董事侯选人和更换 3 名监事的提案，被董事会否决。淄博市国资局随后也提出了关于增补 5 名董事的提案，被董事会通过。通辽艾史迪准备在股东大会上直接提出上述提案，而公司董事会则拟通过法律手段追索有关债务。

（五）达成偿债协议，宁馨儿公司入主董事会

由于认识到纠纷的最大受害者是四砂股份，继续对抗势必造成两败俱伤，经过多次磋商，第一、二大股东于股东大会前找到了平衡点，达成了妥协，四砂股份、通辽艾史迪、宁馨儿公司就有关债务的偿还签订了协议并公告。协议约定，通辽艾史迪欠四砂股份余债 4484.7 万元由宁馨儿公司负责偿还，还款期限从 2000 年 6 月 24 日至年底。在股东大会上，来自宁馨儿公司的 5 名董事侯选人、来自淄博市国资局的 5 名董事侯选人和 1 名独立董事侯选人顺利当选为董事。在随后召开的董事会上，来自宁馨儿公司的王彤当选为董事长，来自淄博市国资局的柳长信被聘任为总经理。

三、思考和建议

（一）资产重组要避免“急病乱投医”。

资产重组是行业前景暗淡、又无力自拔的公司持续健康发展的必由之路。四砂股份的主导产品技术含量较低，附加值少且能耗高，发展前景较差。近年来，和其情况相近的企业多数处于亏损状态。为调整产业结构，促进公司快速发展，地方政府和公司进行了多次重组的探索，这是应该值得肯定的。但是在选择资产重组方案，确定引入新股东时，切忌饥不择食。上市公司重组要对新的第一大股东进行全面慎重的考查，以确保其有足够的实力支持上市公司的进一步发展，并且自身运行是健康的，其收购上市公司的动机是善意的。事实证明，通辽艾史迪是一个私营的工贸企业，经济实力不强；本身有偷漏税和虚开增值税行为，运营不健康；入主上市公司后，多次不召开董事会进行重大决策，挪占公司巨额资金，收购动机值得怀疑。

（二）要强化资产重组的监督管理。

健全法人治理结构，发挥监事会的监督作用是上市公司资产重组后规范运作，维护上市公司和投资者合法权益的重要条件。监事会要对有关资产购并、关

联交易、银行贷款及担保等事项要发表意见，对资产重组过程中的违法违规行为要履行监督职能，必要时向有关主管部门直接报告。四砂股份监事会没有发挥应有的监督作用，也是资产重组失败的原因之一。

要严格证券监管。李协平通过转让通辽艾史迪的股权，实现了对四砂股份控制权的转移，这对证监会豁免其收购要约义务及三年内不转让四砂股份股权的承诺是一次挑战。证监会应修订有关政策。通辽艾史迪在入主四砂股份以前就把5000 多万元资产变现，并且是分步、跨年度实施，成功地回避了监管部门对关联交易的监管及股东大会对大额资产买卖的审批，应引起监管部门的重视。

（三）股东制衡机制十分重要。

四砂股份的第二大股东积极帮助公司向第一大股东索要债务，较好地发挥了股东之间的制约作用。这一方面是因其有一定的政府背景，比较关心企业和职工的稳定，更重要的是因其持股比例与第一大股东相近，能够起到较大的制衡作用。所以，促进上市公司股权的合理分散，解决大股东“一股独大”是有积极意义的。在公司第一大股东欠上市公司巨额债务未还，而其它股东又有异议在情况下，欠债股东的权利应该受到合理的制约。对此应当进一步健全有关法规，从而对解决大股东占用上市公司资产问题将起到积极的促进作用。

缺乏制约机制的网点股份

一、公司背景

上海商业网点发展实业股份有限公司（以下简称网点公司）主要从事上海市商业、饮食服务业网点用房和住宅、商业调网用方的开发、建设和经营以及网点用房的装璜、维修、设施更新和部分建材的供应等经济活动。

网点公司于 1992 年 5 月由上海商业网点发展公司（隶属于上海商委）发起成立，并向社会公开发行股票，于 1994 年成为房地产类的上市公司。所募集的资金主要用于开工建设十个商业网点用房和综合楼宇，以及参与上海最大批租项目“不夜城商厦”的建设。上市后，网点公司分别于 1994 年和 1997 年二次按总股本的 30%实施了配股方案。

1998 年，上海商委将网点公司的第一大股东----上海商业网点发展公司划归上海华联（集团）有限公司，从而华联集团成为网点公司的间接第一大股东。同年年底（1998 年 12 月 9 日），华联集团以 6000 万元价格向包头市信托投资公司转让其拥有的网点公司 21.97%的间接控股权。

令人惊异的是，半年不到（1999 年 5 月 14 日），包头信托又以 5500 万元价格将其对网点公司的间接控股权转让于上海汇仁实业有限公司（1999 年 4 月 29 日成立，注册资本 450 万元）和上海广大科技实业公司（1993 年 1 月 21 日成立，注册资本 50 万元）。

在这段期间，网点公司先后公告已被诉讼 25 起，涉及金额 17392 万元人民币和 140 万美元；逾期贷款金额达 58348 万元；公司 1998 年年度报告推迟一个半月公告；公司股票因 98 年报公布公司每股净资产低于面值而于 1999 年 5 月 18 日被实行特别处理。其后，网点公司 1999 年继续出现亏损，公司股票于 2000 年 5 月 12 日起被暂停上市，归入 PT 一族。目前，公司已失去持续经营能力，截至 2000 年 6 月底，公司总资产 8.34 亿元，总负债超过 11 亿。

为何一家看似较好的公司一下子会沦落为 PT 族？究其原因，我们发现公司运作存在较大的缺陷，内控机制和制约机制形同虚设。

二、公司存在的主要问题

（1）乱铺摊子，盲目投资。

网点公司在日常投资决策时，未对公司本身的资金运作能力和投资项目的周期做出充分的估计和安排，比如：公司在发行时筹集的资金总额不到 1 亿元，却同时投资了十个项目，这十个项目投资总额共 10 亿元左右。正因为公司同期同时投资项目过多，造成资金运作出现缺口，又迫使公司不得不以高额借贷来维持项目开发，最终使公司项目开发成本居高不下，加之房地产市场出现波动，使公司脱离了正常发展的轨迹，走上了连年亏损，成为 PT 一族的不归路。

（2）盲目举债，入不敷出。

高比例举债是网点公司一贯的经营作风。公司 1994 年度和 1997 年度经过二次配股，配股当年的资产负债率还分别为 74%和 71%，远远高于同类企业。1996 年，当时公司尚处于赢利期，其短期负债就近 7 亿，负债更是接近 8 亿，而此时其速动资产却只有 3 亿，净资产只有 2 亿，这样高的资产负债率和如此低的速动比例难以使公司财务正常运行；1997 年公司的利息支出高达 5565 万，而当年的利润仅 3469 万元；1998 年公司聘请的会计师事务所出具了拒绝表示意见的审计报告，主要原因为截至 98 年末公司未归还的逾期借款本金 25317 万，对外提供信用担保 23669 万及 1154 万美元，对外财产抵押共计 14997 万。同时，公司的未决诉讼和已判决尚未执行完毕的诉讼共计约 2 亿元。此时，网点公司已丧失持续经营能力，盲目举债，入不敷出，使公司涉讼案件高达 77 起，涉及金额 4 亿多元。

（3）内控制度不健全，三会运作形同虚设。

公司内部没有健全的控制制度，对外投资授权不明确，导致业务人员对外随意签单，使得工程成本不易控制，费用越来越高，资本化后账面成本与市场价值相差甚远。另外，董事会和监事会未能真正发挥作用，对公司的重大投资和对外担保等事项没有健全的决策和制约机制，日后运作又监管不力，导致逐渐走向暮落。

（4）连环担保，殃及他人。

网点公司除直接从证券市场融资外，还与其他公司一并通过相互担保从银行融资。1998 年底，公司净资产为 9947 万元，而同期公司对外担保额为 2.4 亿多元，担保额是其净资产的 2.41 倍；同时，公司 1998 年底 9.87 亿元总资产中有银行借款 7.84 亿元，占 79%，其中，由其他公司提供担保的贷款额达 5.5 亿元，主要是张江集团的 4.3 亿元，同济科技的 1 亿元，华联集团的 1000 万元等。现在公司已资不抵债，各类诉讼日趋增多，无力清偿殃及他人已成事实。

三、思考和建议

反思网点公司的运作轨迹，我们认为：

1．上市公司的运作需规范，内部控制制度需健全.

上市公司的董、监事应恪尽职守，切实履行股东赋予的权力。公司内部应建立健全的内部控制制度和风险防范制度，尤其是财务制度和对外投资的授权和程序更应严密，执行更应严格，防止少数人玩忽职守、徇私舞弊，要规范运作，切实提高上市公司的抗风险能力。

2．上市公司重大投资决策机制需完善

网点公司主业在房地产开发。须知房地产是宏观经济的晴雨表，经济有任何波动，对其影响最大也最快。在 90 年代初，中国经济持续高速增长，房地产发展也异常迅猛。公司在做市场分析时只考虑经济飞速增长的一面，而不对经济波动给房地产市场带来的影响作出最充分估计或准备，以致对市场前景盲目乐观，作出错误决策。因此公司在决定重大投资决策时，应量力而行，以避免长官意志和一时的头脑发热。

3．上市公司资金运作需谨慎

网点公司的这所以最后会出现巨额亏损，除有一定的市场波动因素外，最主要的原因在于过度投资及套用银行信用。而也就是因为这种过度的投资和借贷，使公司不得不用互换担保的形式来获取高额贷款。这样公司不但要承担被担保企业的或有负债，还要承受贷款给公司带来的高额利息费用。一旦某一项目销售出

现问题，资金回笼出现困难，还贷压力进一步加强，资金投放也面临困难，于是拖欠工程款，减缓甚至停滞工程进程，加剧资金回笼难度，这样的恶性循环，使公司面临破产的危机。由此可见，公司的资金运作需充分考虑风险因素，以谨慎的态度对待资金的投放和筹措，决不能以满打满算的方式考虑资金的营运。

4．上市公司对外担保需谨慎

目前，上市公司以资金、信誉为他人担保的现象普遍存在，因担保诉讼而引起上市公司资信度下降，甚至资产受到损失的事件也不断发生。有些公司对外一保往往就是数家公司，而且每笔数目都不小，有的甚至会形成一连串的“担保链”，一旦其中有一家公司的财务状况出了问题，就会形成多米诺骨牌效应，给上市公司带来巨大的影响。

雅戈尔：民营上市公司家族化控制的优劣

一、雅戈尔公司股东结构与制衡结构体现的家族控制特征

仔细分析雅戈尔公司的股权结构，可以发现雅戈尔公司存在典型的民营企业家族化控制特征。

截止 2000 年 6 月 30 日，雅戈尔公司前十大股东结构如下：第一大股东甲公司持股 29.66％，第二大股东乙厂持股 20.80％，第三大股东丙公司持股 7.63％，第四大股东某证券投资基金持有 2.41％，第五大股东乙厂职工持股会持有 2.29％，第六至第十名股东均为基金。

第一大股东甲公司所持股份为法人股，这些法人股是雅戈尔公司在发起上市时，由职工集资认购的股份，具体归入雅戈尔公司参加认购的员工的名下。因此，可以把第一大股东甲公司视为雅戈尔公司员工持股会化身的壳公司，这些股份的表决权，实质上由雅戈尔公司公司高级管理层所控制（雅戈尔公司公司从上市前到上市后，一直由创始人即现任董事长控制）。第二大股东乙厂为雅戈尔公司上市之前的前身，雅戈尔公司的核心业务和资产继承自乙厂，所以，可以把第二大股东乙厂所持的股权视为企业股或集体股。由于乙厂为现任董事长所创始和培养壮大，所以，乙厂所持股份的表决权实质上也由雅戈尔公司以董事长为核心的高级管理层所控制。第三大股东丙公司为雅戈尔公司所在地的镇政府建立的资产经营投资公司。第五大股东乙厂职工持股会所持股份性质为内部职工股，是公开的雅戈尔公司员工持股会。通过以上分析，可以看到，第一大股东、第二大股东和第五大股东所持股份的表决权实质上控制在雅戈尔公司管理层手中，这些股份累

计占公司总股本的 52.75%，已经超过绝对控股比例。

大股东和管理层的密切关系同样体现在董事会中。雅戈尔公司实行大股东指定董事的制度。董事会有 7 名成员，其中，4 名来自第一大股东，2 名来自第二大股东，1 名来自第三大股东。由于第一大股东和第二大股东均直接和上市公司有很深关联，所以，7 名董事中，内部董事至少占据 6 个席位。

雅戈尔公司监事会有 5 名成员。其中 2 名是工会的工人代表，3 名由大股东推荐，这 5 名成员均为雅戈尔公司员工。雅戈尔公司监事长由雅戈尔公司的办公室主任担任，他同时负责党组工作。在监事中有 1 人为集团公司审计部的一把手。

雅戈尔公司召开的 1999 年度股东大会，有 64 名股东与会，其中，公众股东超过 30 人，一些持有雅戈尔公司股份的基金和证券公司也作为股东出席了大会。

二、董事会和管理层的分工合作情况

雅戈尔公司推行董事会和管理层合一的制度。这就存在严重的内部人控制问题，但是雅戈尔公司认为当前阶段处于内部人控制是符合需要的，它能形成以下优势：

1．雅戈尔公司身兼董事和管理层的内部人持有一定的雅戈尔公司股份，长期在雅戈尔公司任职使他们能够全面地考虑本身利益、公司利益、员工利益和股东利益，有较为长期的价值取向。中国企业发展时间比较短，如何从第一批创业者向董事社会化过渡，需要解决错综复杂的利益冲突，需要一段较长的时间。相比之下，雅戈尔公司目前由内部人控制，比国有股比重高或地方政府所持股权高的上市公司更有充分的自主经营权，所以在发展上具有较为宽阔的空间。

2．股东地位的体现。雅戈尔公司股本结构良好。内部员工 5000 人有 3000 多人持有 1 万到几万内部股，这些内部股大部分均为法人股，挂在第一大股东名下，计有 9000 多万股。隐性的职工持股会能够成为第一大股东的状态，使身兼股东的员工能够自觉地为了提高企业效益而努力。雅戈尔公司高级管理层认为，应该做到人人有股份，但各人所持股份数应该有较大差异：普通员工每人持有较少股份，按劳为主，按资为辅；中层骨干要劳资结合，鼓励中层骨干负债持股，使他们在负债压力下产生强烈的向上驱动力；高层管理人员要按资为主。雅戈尔公司总裁认为，董事一定要持有股权。

3．公司管理层稳定。雅戈尔公司公司自上市以来，管理层保持较高的稳定性。雅戈尔公司董事长认为，要让早期创业者逐渐退出管理一线，吸收新的专业经理进来，关键是要通过股权的安排，使这些早期创业者退出后，能够以股东的身份，享有奋斗多年的果实，并且以参股甚至控股者的身份，或者以股东代表的

身份，通过股东大会－董事会的这一途径，对公司的长期经营决策施加影响。这样，雅戈尔公司也能期望在未来若干年后形成股东文化。雅戈尔公司总裁认为，公司应该吸收新的董事，同时，年龄达到 50 岁以上的董事应逐渐退出。他认为，可以通过发放干股，或者建立董事长股权基金来吸引优秀人才加盟雅戈尔公司，使雅戈尔公司在未来在新的管理层的带领下，向商业和电子商务方向发展。

雅戈尔公司董事长设想，在中国证券市场单军奋进，而周边计划经济气氛依然浓厚的背景下，中国上市公司比较年轻幼稚，因此需要较长的一段过渡期向公司治理国际最佳做法靠拢，以雅戈尔公司为例，估计需要 5 到 10 年的时间才能逐步向国际水准靠拢。但在言及公司治理的国际水准，雅戈尔公司董事长依然表示，要兼收并蓄美国、日本、台湾、香港和印尼一些上市公司的治理经验，如学习美国的职工持股制度，考察香港诸如长江实业等家族控制企业如何科学管理，这表示在展望未来时，中国民营企业出身的上市公司依然希望通过家族控制和职工持股两条渠道来保有对上市公司的控制权。

三、总结

雅戈尔公司作为中国一家民营企业背景的上市公司，它的董事会和管理层一体化的模式，反映了中国民营企业背景的上市公司普遍存在的家族企业化特征。控股股东、董事、经理层乃至党组一体化这样的组织结构，虽然缺少制衡机制，但在目前人才比较缺乏、经理市场尚未发育的情况下，能够有效地对企业进行管理。同时，管理层直接和间接地持有大量股份乃至实现控股，使管理层利益和股东利益能够形成高度一致，因此可以解决委托代理关系中可能产生的管理层作弊机制。但是，随着时间的推进，家族化的上市公司普遍面临着接班人选择问题，这就需要职业经理进入家族化民营上市公司。对此，雅戈尔公司的创始人即现任董事长的设想是，公司目前的管理层逐渐淡出，通过向职业经理发放激励性质的股权来吸引优秀的职业经理，而目前的管理层则作为个人性质的大股东，以股东代言人的身份继续影响公司。

兖州煤业独立董事和独立财务顾问调研报告

一、独立董事

作为 H 股上市公司，兖州煤业根据《香港联合交易所上市规则》，以及 1999 年国家经贸委和中国证监会联合发布的《关于进一步促进境外上市公司规范运作

和深化改革的意见》，聘请了罗坚明和管维立两位先生为独立非执行董事。目前兖州煤业董事会共有 15 人，其中执行董事 5 人，非执行董事 8 人，独立非执行董事 2 人。

1. 独立董事的职责和参与程度

罗坚明先生为香港资深执业律师，对公司法律和财务具有深厚的专业知识和实务背景。因此其职责主要是对公司的财务报告、临时报告等事项进行审查，并提出自己的专业意见。管维立先生为中华股份制咨询公司总裁，在企业股份制运作和战略董事上颇有建树，其职责主要是对公司的重大经营战略规划提出意见和建议。在参与程度上，管维立参加每次的董事会会议，而罗坚明由于身处境外，一般在有需要时才参加董事会会议。

2. 独立董事的薪酬

目前兖州煤业对其独立董事每年一次性支付薪酬，薪酬水平为执行董事的一定百分比。而不是根据独立董事参加董事会的时间和次数来确定。

3. 独立董事的实施效果

由于公司独立董事制度实施的时间还较短，目前尚未在董事会内部形成一种合适的氛围。因此，两位独立董事在开会时感觉力量不平衡，发表意见比较谨慎。因此，公司计划在 2000 年 9 月本届董事会任期届满时，聘请一些煤碳行业内部的专家出任独立董事，在战略性决策过程中导入他们的独立判断，以强化董事会的战略管理功能与责任。

二、独立财务顾问

2000 年 8 月 7 日，兖州煤业董事会宣布订立收购协议，以总价 256,774 万元从母公司兖矿集团购入济宁三号煤矿。由于兖矿集团持有兖州煤业 64.23％的已发行股本，为兖州煤业的控股股东，因而此项收购事项成为关联交易。根据香港联交所《上市规则》，此项关联交易必须获得独立股东批准。为保护中小股东利益，兖州煤业成立了由独立于收购事项的两名独立非执行董事组成的独立董事委员会，并聘任里昂资本市场有限公司作为独立董事委员会的独立财务顾问，就收购事项向独立董事委员会作出建议。

在具体运作上，独立董事委员会的主要职责是就收购事项是否符合上市公司利益，以及收购协议条款对独立股东是否平等，合理等事宜，向各位独立股东提供意见。而独立财务顾问的职责是就收购协议的相关条款对独立股东是否公平合理，向独立董事委员会提供意见。从独立财务顾问发布的函件来看，其主要考虑因素包括：收购协议本身、购入资产情况、总代价及估值、收购事项的财务影响。

在对上述因素进行综合、专业和独立的判断后，独立财务顾问认为收购事项的条款公平合理，而收购事项对独立股东而言符合上市公司利益，因此独立财务顾问建议独立董事委员会推荐独立股东在临时股东大会上支持有关收购事项的决议案。以独立财务顾问的建议为基础，独立董事委员会在函件中建议独立股东投票赞成批准收购协议。

三、如何更好地保护中小股东利益

中小股东权益保护是证券市场健康发展的基石，也是促进市场功能深化的内在动力。但由于我国大部分上市公司股权高度集中，缺乏形成权力制衡的产权基础，从而使第一大股东利用控股地位几乎完全支配了公司董事会和监事会，在公司治理中形成了“超强控制”。从而使大股东和控股上市公司之间通过关联交易、商标租赁使用、原料采购和产品销售、以及上市公司为第一大股东提供资金或资金担保，形成不对等的资金交易关系，增加了上市公司的财务与经营风险，也损害了广大中小股东的利益。兖州煤业的实践表明，内部监督机制是保护中小股东权益的基础，也是外部司法保障机制起作用的前提。在大股东绝对控股、股票市场的控制机制较为薄弱、监事会由职工代表担当的角色无法制衡控股股东的既定事实下，有必要通过引入外部独立董事来改造董事会结构，并逐步建立审计委员会、财务委员会、提名委员会等，以这些委员会的独立判断来加强董事会的独立性和客观性，确保中小股东的权益得到维护。

郑百文的兴衰

一、公司基本情况

郑州百文股份有限公司（集团）（以下简称郑百文）于 1996 年 4 月上市，现总股本 19758.22 万股，其中国家股 2887.79 万股，法人股 6160.51 万股，流通 A 股 10709.92 万股。郑百文的前身为郑州市百货文化用品批发站，组建于 1949 年，1985 年由行政性公司转为经营性公司，1988 年被批准为郑州市第一家商业股份制试点企业，1994 年成为省政府建立现代企业制度的试点企业，1996 年公司股票在上海证券交易所上市，成为河南首家商业上市公司。郑百文从 1986 年到 1997 年发展一直是比较顺利的。从 1994 年到 1997 年的经营规模年年翻番，1997 年总资产达 39.27 亿元、净资产达 3.93 亿元，主营业务收入 764643.95 万元，净利润 7843.29 万元，每股收益 0.448 元，净资产收益率 19.97%，每股净

资产 2.25 元，其中有八项指标，位具全国同行业之首，成为全国同行业的排头兵，受到国家领导及有关部委，省、市主要领导的重视，在改革方面，曾被郑州市树为一面旗帜和企业学习的榜样。

二、公司存在的主要问题

1997 年郑百文在体制、效益、信誉、荣誉等方面走上了顶峰。在荣誉的光环下，企业却走向了另一极端，1998 年亏损 5.02 亿元，1999 年中期亏损 5.3 亿元，每股收益-2.702 元、每股净资产-2.98 元，1999 年亏损 8 亿元（未经审计数）。直至 2001 年，该公司已经风险四伏、巨额亏损、资不抵债。公司由盛到衰急速下滑的原因有以下几个方面：

（一）内部因素

1、企业领导层头脑发热，经营决策失误。1994 到 1997 年公司经营规模迅速扩大，如郑百文下属的家电公司销售收入分别达到 9 亿元、16 亿元、25 亿元、66 亿元。面对取得的成绩，决策层头脑发热，提出了不切实际的经营目标。如：对 1998 年形势的错误判断，确定了大流通、大市场、大批发的发展思路，提出销售收入 1998 年达 80 亿元发展目标。这种战略目标的决策是脱离实际的，这就为以后的大贷款、大投资、大铺摊子打下了基础。实践证明，这种决策失误是致命的。

2、领导班子尤其是主要领导的管理能力和自身素质不适应公司规模的急剧扩大，管理失控。

一是郑百文没有形成一套完整的财务管理制度，如重大资金调拨、对总经理的资金授权、对外投资、建立分公司等重大项目均无具体规定，可操作性差。

二是对分支机构管理失控。郑百文分支机构较多，各分支机构各行其是，独立行使订货权、定价权、人事权、资金控制权等各项只有股份公司或独立法人才能行使的权力；分支机构的设立并不经过董事会批准；公司不能切实了解外地分公司的经营及财务情况。如：家电公司对外地分公司的汇总报表，半年才汇总一次，报表上只有数据，没有详细的注释。截止 1998 年底，内部往来造成的应收帐款就达 4.6 亿元，占当年应收帐款的 50%。

三是没有一套与公司发展相适应的人才资源开发与管理制度。家电公司在全国建立了 38 个分公司，正式员工是人都是经理，是人都是会计。外地分公司聘请的人员最多时达 1600 多人，在公司人事部也没有备案，只要是总经理签字就给办，没有坚持正常的考核制度和审批制度。

四是监督机制失控。在全国大规模建立分公司，都没有经过董事会决策；

外地分公司在构建固定资产如房屋、汽车，也没报经公司批准。监事会对董事会、经理层的制衡作用没有发挥，从董事会、监事会记录看，监事会也是一年两次例会，但没有对董事会的重大决策和公司的管理提过任何建设性的意见。

3、规范的法人治理结构形式和实质不符。郑百文虽从形式上建立健全了法人治理结构，但并没有真正建立起有效的决策、监督机制。董事会凭经验决策，决策后交给总经理去执行就不再监督、不再过问了。如家电公司下属的分公司可随意支配几千万的资金。

4、盲目扩张，放大风险。公司于 1998 年 6 月下旬实行了配股，取得配股资金 1.47 亿元。1998 年 4 月，董事会开始发现外地分公司出现了问题。郑百文在拿到配股资金以后，没有利用这个宝贵的时机调整资产结构， 而是用于在全国 9 个城市和地区建立 12 家配送中心，仅这一项支出就达 2.7 亿元，更加重了公司的债务负担。在经历了如此巨大的投入之后，公司的销售收入反而从 1997 年的 70.4 亿元，下降到 1998 年的 33.5 亿元，1999 年中期的 6.79 亿元，而公司的负债率却在 99 年中期达到 134.18%。

（二） 外部因素。

1、“信用销售”增加了公司经营风险。

郑百文为达到大批发、大流通的目的，采取与四川长虹、建设银行之间建立三角“信用销售”关系。即由郑州市建设银行出面承兑，向四川长虹出具银行承兑票据，郑州百文买四川长虹的电视产品，并以赊销方式向下游批发商供应。对于郑百文来说，如果销售顺畅，资金回流迅速，就可以达到与四川长虹、建设银行三赢的目的。但是若不能在规定的期限内将产品销售出去，贷款收回来，做为中间环节的郑百文将承受连锁反映的后果：

第一，银行罚息。在三角关系中，由于郑百文出具的是银行承兑汇票，那么，如果郑百文没有及时回收货款，银行会对郑百文逾期资金进行罚息。事实上，公司近 20 亿元的短期借款中，有近 18 亿元是逾期承兑转入的。从 98 年年报中可以看到，主营业务收入 33 亿，主营业务成本却为 36 亿元，财务费用由于罚息大的惊人，使大量借贷资金转为利息支出。

第二，一旦郑百文回款不及时，那么银行与郑百文之间的信用合作关系也会受到威胁。在严峻的市场环境下，银行为防范风险，就会压缩信贷资金，使处于杠杆支点位置的郑百文，沉淀的固定资产无法发挥效益，滞留在商流环节的家电产品沉淀下来了，更加剧了郑百文的风险。

2、工商关系不规范，使郑百文雪上加霜。

郑百文在与长虹的合作初期，长虹的销售政策是鼓励大户经营，郑百文曾年

销售长虹电视 29.1 亿元。1997 年郑百文销售的长虹彩电占长红集团总销售的近 30%。但到品牌塑造成功后，工业企业自建营销网络，抄了商业的后路。由于家电工业整体呈供过于求的形势，价格一直在下降，郑百文是大批量进货，从进货到变现有一个过程；而长虹实行频繁的价格向下调整政策，使郑州百文只能赔钱销售。

3、郑百文法律意识薄弱，商业合同中存在严重漏洞，无法保护自己的利益。郑百文与工业企业合作中，双方没有签定规范的合同或协议，而是由家电公司与之签订合同，也没有经公司法律顾问审核，形成重大漏洞。如郑州百文在与长虹合作中，买断长虹 25 时彩电生产线，而长虹却另启动生产线，仅增加一个耳机插孔，变一个型号即投向市场，价格却下降了。郑百文却因协议中有漏洞而无法保护自已的利益。

综上所述，郑百文由盛到衰，是一个必然的过程。企业的经营定位错误是前提，领导素质不适应大流通的要求是基础，监管无力又失去了“安全闸”，管理混乱是必然结果。