

第6卷 第1期 (总第11期)

2013年6月

Volume 6 Number 1

June 2013

Contemporary Accounting Review

当代会计评论

名誉主编: 葛家澍

主 编: 曲晓辉

执行主编: 傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院



科学出版社

当代会计评论

Contemporary Accounting Review

第 6 卷第 1 期

(总第 11 期)

2013 年 6 月

Volume 6 Number 1 June 2013

名誉主编:葛家澍

主 编:曲晓辉

执行主编:傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本期内容均为研究论文。本期的研究论文主要涉及高管激励与关联交易、R&D投资与政策激励效应、贷款减值准备与风险监管、会计准则国际趋同与等效、环境不确定性与产权性质和真实盈余管理、创业板与会计信息披露、决策有用观与受托责任观等方面。

本期刊登的文章以原创性实证学术论文为主,反映学科前沿和应用研究的最新进展,适于从事本学科学术研究的人员阅读,可作为本学科博士生、硕士生教学内容,也适合会计准则制定者和证券监管者参考。

图书在版编目(CIP)数据

当代会计评论. 第6卷. 第1期/曲晓辉主编. —北京: 科学出版社, 2014
ISBN 978-7-03-041356-7

I. ①当… II. ①曲… III. ①会计学-丛刊. IV. ①F230-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 148149 号

责任编辑:张 宁 江 薇 / 责任校对:朱光兰

责任印制:霍 兵 / 封面设计:陈 敬

科 学 出 版 社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏 杰 印 刷 厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2014年8月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2014年8月第一次印刷 印张:8 1/2

字数:201 000

定价:52.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

《当代会计评论》编委会

(按姓氏拼音字母排序)

陈汉文	厦门大学	曲晓辉	厦门大学
陈 晓	清华大学	沈艺峰	厦门大学
陈信元	上海财经大学	孙 谦	复旦大学
傅元略	厦门大学	王化成	中国人民大学
刘 峰	厦门大学	王永海	武汉大学
吕长江	复旦大学	吴联生	北京大学

《当代会计评论》顾问委员会

(按姓氏拼音字母排序)

Agnes Cheng	Louisiana State University	孟 焰	中央财经大学
Judy S L Tsui	香港理工大学	王 华	广东金融学院
戴德明	中国人民大学	王立彦	北京大学
郭道扬	中南财经政法大学	魏明海	中山大学
李建发	厦门大学	吴安妮	台湾政治大学
李若山	复旦大学	吴世农	厦门大学
林志军	香港浸会大学	于增彪	清华大学
罗 飞	中南财经政法大学	赵德武	西南财经大学

《当代会计评论》征稿启事

《当代会计评论》(Contemporary Accounting Review)是由厦门大学会计发展研究中心、厦门大学管理学院会计系和厦门大学财务管理与会计研究院共同主办,科学出版社出版发行的专业学术期刊,主要刊登会计、财务管理、审计及其相关领域的原创性和反映前沿发展的学术性论文。

本刊旨在推动我国会计学和财务管理研究的发展,为我国会计学和财务管理的前沿研究提供一个学术交流的平台,推出并扶持学术新人的原创成果。经过若干年学术积累,使本刊列入权威的检索系统,并成为中国会计学和财务管理研究领域高水平的权威学术期刊之一。

本刊设“论文”、“综述与海外前沿”、“书评与征文启事”三个栏目。本刊坚持学术超然中立、科学、公正的原则,严谨、求实、创新的学术精神,倡导国际主流的会计学和财务学的理论研究和实证研究,也欢迎基于案例分析、实地研究、实验、仿真模拟、问卷调查等方法的研究。特别鼓励针对中国会计和财务管理问题的原创性研究。

本刊按照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行,实行严格的双匿名审稿制。我们诚挚邀请海内外学者共襄盛举,踊跃投稿,为中国会计和财务管理的理论创新和实务发展贡献力量。

凡投稿者,请将电子稿件(Word 文档)直接发送至: cas@xmu.edu.cn。

主办单位: 厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院

出版和发行单位: 科学出版社

《当代会计评论》编辑部

地址: 福建省厦门市思明南路422号厦门大学会计发展研究中心

邮编: 361005

电话: 0592-2181523

传真: 0592-2181520

网址: <http://cas.xmu.edu.cn>

目 录

论文

- 1 激励制度能发挥公司治理效用吗? ——基于五粮液公司的案例研究
彭彩惠 刘 峰
- 20 转轨经济环境下 R&D 投资的政策激励效应 ——基于行业分析视角
肖 虹 洪琳琳
- 40 环境不确定性、产权性质与真实盈余管理
张金若 高 洁 刘 溢
- 63 上市商业银行贷款减值准备操纵的实证研究
童娜琼 岳 琪
- 81 中国创业板市场会计信息披露问题研究 ——基于投资者保护的视角
蒋 楠
- 94 财务报告目标与会计信息功能研究
陈 旻
- 110 论会计准则的国际趋同与等效
石水平

CONTENTS

Articles

- 1 Can Incentive System Improve the Effectiveness of Corporate Governance? The Case of Wuliangye Company
Caihui Peng and Feng Liu
- 20 The Stimulation Effects of Government Policy on R&D Investments in the Transitional Economy of China: An Empirical Analysis at the Industry Level
Hong Xiao and Linlin Hong
- 40 Environmental Uncertainty, Ownership, and Real Earnings Management
Jinruo Zhang, Jie Gao and Yi Liu
- 63 Evidence on Manipulation of Discretionary Loan Loss Provisions in the Commercial Banking Industry
Naqiong Tong and Qi Yue
- 81 An Analysis of the Accounting Information Disclosure of Companies Listed on China's Growth Enterprise Market: the Perspective of Investor Protection
Nan Jiang
- 94 Research on the Objectives of Financial Reporting and the Functionality of Accounting Information
Min Chen
- 110 Research on the International Convergence and Equivalence of Accounting Standards
Shuiping Shi

激励制度能发挥公司治理效用吗？ ——基于五粮液公司的案例研究*

彭彩惠¹ 刘峰²

(1. 厦门大学管理学院会计系/中国电信股份有限广东分公司财务共享服务中心，
福建 厦门 361005；2. 厦门大学管理学院会计系/厦门大学会计发展研究中心/
中山大学现代会计研究中心，福建 厦门 361005)

【摘要】 2009年以前五粮液股份与集团多次整治关联交易，结果均以“失败”而告终。本文以五粮液2009年内部整改为契机，对比前后五粮液股份与集团关联交易和高管激励机制的变化。我们的研究发现，此次整改取得了实质性的效果，关联交易、利益输送行为得到了明显的缓解和改善，股份公司的利润和现金流明显提高。此次整改能够成功，关键的因素就是将高管薪酬与上市公司业绩、市价联系起来，改变了在集团考核的原制度。本文的分析表明，在我国资本市场上制度性障碍难以突破的前提下（诸如一股独大、国有股东绝对控制等），通过改变一些微观层面的制度安排（高管激励制度变化），也能够有效改善和提高公司的业绩，保护全体股东利益。

【关键词】 高管激励 关联交易 利益输送 公司治理

一、引言

五粮液股份公司（以下根据行文需要，分别称为“五粮液股份”、“股份公司”）通过关联交易向五粮液集团公司（以下简称“五粮液集团”或“集团公司”）提供现金的“利益输送”现象，在中国资本市场上是标志性的：从1998年上市起，五粮液通过各种关联交易，

* 彭彩惠，研究生，E-mail: 370663722@qq.com；刘峰，教授，E-mail: cnliufeng@gmail.com。本文得到国家自然科学基金项目“制度变迁·控制权市场与企业价值——产权理论视角”（71272079）和教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“非市场的控制权转移”（11JJD790032）的资助。

每年向五粮液集团输送的现金以十亿计,其关联交易总额和输送的现金总额之大、持续时间之长,在中国资本市场上“无人出其右”。这种现象持续了十年,从2009年起开始减轻。本文承续刘峰等(2004)、贺建刚等(2008)的研究,继续关注五粮液这一特殊现象,讨论究竟是什么因素有助于提高五粮液公司对集团的独立性、降低五粮液股份公司向集团输送现金的现象。

上市公司因为两权分离可能产生负面的经济后果,一直备受学者的关注。早期对两权分离的研究,集中在所有权和控制权分离层面上,即股东与管理层之间的利益冲突。近年来,国内外的一些文献认为在缺乏其他有效手段的前提下,大股东的加入有利于缓解股东与管理层之间的委托代理问题。以 Jensen 和 Meckling(1976)、Shleifer 和 Vishny(1986, 1997)等为代表的学者认为,大股东有足够的动机和信息去监督管理者的行为,保护自身的利益,解决“监督者”缺位和“公共品”问题。但是,大股东既有“天使”的一面,也有“魔鬼”的一面。Johnson 等(2000)发现,在法律环境不完善的经济体制下,大股东——尤其是控股股东会从其控制的上市公司中获得额外利益,他们称这一现象为“利益输送”(tunneling, 也译为“隧道挖掘”、“掏空”等)。

在我国资本市场上,大股东“掏空”上市公司的现象俯拾皆是。或许与这种普遍的利益输送有关,我国的资本市场在2000年至2005年经历了一个超常的熊市。中国证监会采取多种方式,限制上市公司与控股股东之间的关联交易现象,包括2006年国务院八部委联合发文,对大股东与实际控制人侵占上市公司利益的现象追究法律责任^①。当然,监管部门只能强制性禁止“大股东直接占用”这一类的利益侵占现象,对大股东利用关联交易从上市公司转移利益等现象,依然无法通过行政命令等方式强行禁止。

按照贺建刚等(2008)的数据,五粮液股份公司通过关联交易向集团公司输送现金的现象,在刘峰等(2004)之后,不减反增;贺建刚等(2008)还发现,媒体等外部机制对关联交易现象发挥着积极的监督作用,但仍然无法有效遏制五粮液股份公司的利益输送行为。然而,自2009年起,五粮液股份向集团公司输送现金的现象逐步降低,其中关联采购、销售等交易类型大幅度降低,五粮液股份公司的产品利润率也出现了大幅度的提升。

本文尝试讨论五粮液股份公司发生这种改变的原因,特别是为什么在经历了八部委清欠、股权分置改革、媒体监督等多种方法无效后,究竟是什么因素导致五粮液股份公司发生了这种改变?如果这种改变因素具有普遍性,是否可以推广至其他类似的上市公司?

我们的研究表明,尽管有中国证监会等监管机构的强制介入,但导致五粮液股份公司发生这种改变的主要原因,还是公司管理层的激励与考核制度变化,特别是将五粮液股份公司主要管理层的利益激励与考核与上市公司的业绩、市场价值捆绑起来。这一分析表明,在当前中国资本市场存在一些制度性障碍、难以突破的前提下(诸如一股独大、

^① 2006年11月,中国证监会、中国银监会、公安部、中国人民银行、国务院国资委、海关总署、税务总局、工商总局八部委联合发布《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》,其中的核心条款就是追查大股东或实际控制人资金或资产以及追究责任人法律责任等手段,确保占用资金得到清偿。

国有股东绝对控制等),通过改变一些微观层面的制度安排,也能够有效改善和提高公司的业绩,可以发挥公司治理的作用,更好地保护全体股东利益。

本文的其他结构安排如下:第二部分是对五粮液关联交易形成原因和2009年整改措施的具体介绍;第三部分通过对比2009年前后关联交易金额,讨论此次整改后是否妥善解决了与集团公司的关联交易行为;第四部分对比五粮液股份公司的经营业绩和现金流情况,发现净利润和现金流都得到了显著的提高,并分析此次整改之所以能够取得成功的原因,重点关注高管激励机制的变化;第五部分检验资本市场对五粮液整改关联交易的市场反应;第六部分是稳健性检验,将五粮液与同行业的公司对比,检验净利润和现金流的提高是否与整改有关;第七部分是本文的相关讨论和不足。

二、关联交易的形成与整改措施

按照五粮液股份的招股说明书,五粮液酒厂(后升为集团)将与五粮液生产、销售相关的车间,改组为五粮液股份公司,1998年在深圳交易所上市。五粮液股份的国有股东——持有新股发行后五粮液股份75%的股权——宜宾市国资局(后改为国资委)授权五粮液集团管理。经过几轮的配股、股权改革后,国资委持有的股份比例逐渐降低,截至2012年年底,宜宾市国资委持有的股权比例为36.07%,但仍然是五粮液股份的第一大股东。虽然表面上国资委是五粮液股份公司的控股股东,但是它将控股股东的权利委托给了五粮液集团,由集团代为管理。

五粮液股份自1998年上市以来,每年都会与集团公司之间存在大量的关联往来。特别是2001年五粮液股份利润高、现金足,但却不分红、不转赠,每10股配3股,成为当年资本市场媒体关注的热点。刘峰等(2004)的分析发现,1998~2003年间,五粮液股份共向集团支付了97亿元的现金,形成“上市公司有利润、大股东有现金”的“双赢”局面;贺建刚等(2008)发现,尽管媒体对五粮液的监督密集度高,多家财经类综合媒体还在网站上设立五粮液专题,披露五粮液股份向集团公司输送现金的各种手段、金额等,股票价格也反应了这种波动的影响。但是,五粮液集团与五粮液股份之间的这种关系并没有任何缓解的迹象。贺建刚等(2008)认为,在中国目前这种市场环境下,市场层面的自发纠偏机制、政府和法律层面的强制纠偏力量,都无法有效约束股份公司控制人滥用控制权的行为。

2009年9月9日,五粮液股份发布公告,称收到中国证监会调查通知书;9月23日,证监会公布初步调查结果,认为五粮液股份涉嫌存在未按照规定披露重大证券投资行为及较大损失、未如实披露重大证券投资损失、披露的主营业务收入数据存在差错等

三方面行为^①；为了解决证监会调查公布的相关问题，五粮液股份于12月24日公布了“进一步完善公司治理结构的整改方案”（以下简称“整改方案”），提出的整改措施包括以下六个方面^②：①完善公司法人治理结构，解除原宜宾市国有资产管理局对集团公司的授权，由国有资产经营公司行使股东权利；成立中共五粮液股份公司委员会^③；②规范上市公司高管人员薪酬管理，在集团公司兼职的上市公司高管人员只能在上市公司参加考核并领取薪酬；③切实解决与集团公司的关联交易，包括向酒类销售公司增资1.5亿元，与集团公司磋商商标使用费、综合服务费等相关交易的具体条款等^④；④妥善处理证券投资损失的事宜；⑤进一步增强上市公司的独立性，对集团与上市公司共用的办公地点进行严格区分；⑥规范上市公司的信息披露制度，确保信息的真实、准确和完整。表1列示了五粮液股份公司关于高管薪酬和关联交易的具体整改措施。

表1 高管薪酬和关联交易的具体整改措施

高管人员薪酬管理	在集团公司兼职的股份公司高管人员只能在股份公司参加考核并领取薪酬
采购关联交易	收购集团公司下属的普什3D、普光科技等五家公司的股权 ^⑤
销售关联交易	五粮液股份与集团共同出资成立酒类销售公司，前者再次增资1.5亿元，持其95%的股份
综合服务费	对辅助类提供劳务性质的资产进行清理； 聘请独立中介机构对该类资产进行审计和价值评估； 拟收购集团辅助性资产。若不能达成收购，则按现有模式进行，同时严格履行关联交易的审批、披露义务
商标、标识使用费	厂徽标识只能以有偿非独占方式供五粮液股份使用； 允诺进一步减少和整合酒类品牌，做好有市场前景的主打品牌，减少这一类交易的数量和金额
土地租赁关联交易	股份公司和集团公司两者进行协商，聘用中介机构对所涉土地进行评估审计，拟订解决方案

注：笔者对“整改方案”的内容进行梳理，省略了部分次要内容。

① 2011年4月29日，中国证监会发布针对五粮液的“行政处罚决定书”（〔2011〕17号），认定的主要错误事实都是信息披露层面，包括媒体所关注的亚洲证券5000万元投资款事项、中科证券投资损失事项、董事刑事犯罪被司法羁押等，以及一笔会计录入错误更正；对集团公司和相关董事做出罚款、警告等处罚。上述公司的调查结论，并没有涉及五粮液天文数字般的关联交易与利益输送。

② 实际条文包括8个内容项、一个总述项，其中第七、八内容项都是泛泛的条文说明。

③ 对国有企业来说，判断该公司是否实质上独立，有多条标准，包括人员、财产、公司纳税账号、银行账号等，需要同时满足；但是，判断该公司实质上不独立，很多标准只要有一条符合，就是不独立，包括财产、纳税账号、银行账号等等，因此，中国证监会在整顿上市公司过程中，一直强调上市公司要与集团或控股股东在人员、资产、财务等方面完全分离，机构、业务独立等。但是，国有企业的惯例是党管干部，党委书记在总经理之上。如果五粮液股份公司运行11年，没有独立的党委，表明五粮液股份公司实际上不是一个独立的公司，它仍然担负着集团公司“现金池”的作用。

④ 2009年9月，五粮液股份公司、集团公司分别出资4000万元和1000万元成立酒类销售公司，同年12月，股份公司再次增资1.5亿元，持有其95%的股份。

⑤ 收购集团公司的部分子公司手续已于2009年4月完成，“整改方案”并没有包含此项内容。但此项措施也是五粮液股份公司解决关联交易的重要措施之一，笔者将此内容加入表2，描述整改措施的完整性。

按照我们的理解,“整改方案”中关于销售关联交易、综合服务费定价、商标与标识使用费,都是常规内容。比如,2001年五粮液股份公司收购集团窖池的关联交易中,按照五粮液公司的相关公告,其目的就是要减少与集团之间的关联交易,但之后向集团购买产品与原材料的关联交易金额并没有减少(刘峰等 2004);综合服务费、商标标识费等,亦是如此。正如五粮液股份公司整改报告第三项第二款所述,五粮液集团及其下属子公司仍然有1.7万名员工,需要生存和发展,需要共享厂徽标识这一无形资产。因此,厂徽标识未来只能成为五粮液集团继续向上市公司收取使用费的最恰当题材。

此外,“整改方案”中的第二项——规范高管人员薪酬管理,明确提出在上市公司任职的高管人员的薪酬,全部与上市公司业绩挂钩,与集团公司不再相关。

按照诺斯等所谓新制度经济学派的观点,制度与制度差异解释了社会经济的发展与变迁。什么是制度?制度是人为设计的约束,用于规范(structure)人们的政治、经济与社会交往(North 1991);如果将研究对象缩小到个体层面,作为亚当·斯密所界定的经济人,当然也在寻求自我利益最大化;在这一过程中,他们会不断根据自己的效用函数以及各种环境参数,不断调整自己的行为。正是从这一意义上,康芒斯(1962)将制度定义为“集体行动控制个体行动”,具体通过对“个人有益”或“禁例”的方式进行^①。换言之,那些能够直接影响到相关当事个体利益(包括薪酬、福利等金钱利益和升迁、荣誉等非金钱利益)的制度,可能的影响也最大。依此推测,“整改报告”中的第二项直接涉及五粮液股份高管团队的薪酬,这将迫使高管团队为了最大化个人的薪酬利益,尽可能减少之前那种向集团输送现金、损害上市公司利益的行为。

三、整改之后的五粮液股份公司的关联交易减少了吗?

根据刘峰等(2004)、贺建刚等(2008)的研究数据,从1998年上市至2007年底共10年时间里,五粮液股份公司通过各种关联交易,已累计向五粮液集团输送现金达297亿元,平均每年近30亿元。然而,中小股东获得的现金股利却微乎其微,除1998年推出“每10股派现12.5元”以外,其他年度都实行不分配现金股利或者派现金额很少。五粮液关联交易行为的严重性不仅体现在金额的重大上,还包括交易类型的多样性。五粮液上市以后,集团每隔一段时间就会推出一项或多项新的关联交易。例如,1999年集团通过设立五粮液进出口公司,控制了五粮液股份的销售环节。集团还不断增加股份公司有偿使用商标的数目,如“五粮神”“圣酒”“岁岁乐”等,而绝大多数商标鲜为人知,集团对此收取巨额的商标使用费。虽然历年来五粮液股份多次在年报中提出,正采取一系列积极有效的措施减少与集团的关联交易,但事后的数据表明,关联交易依然快速增长。

^① 康芒斯,1962.《制度经济学》.于树生译.北京:商务印书馆。

2009年五粮液股份在经历了内部整改和外部调查的双重风波之后，特别是五粮液股份高管团队薪酬和业绩考核制度变革，是否真的能有效减少与集团关联交易？为此，我们根据“整改方案”的内容，将关联交易归为产品采购、产品销售等六大类。表2描述了五粮液股份公司与集团2004~2011年关联交易情况。

表2 2004~2011年关联交易表

(单位：万元)

类型	年份 金额	整改之前	整改年	整改之后		
		2004~2008年 均值	2009	2010	2011	2010~2011年 均值
PANEL 1: 关联产品采购		182 157	75 623	49 234	26 858	38 046
PANEL 2: 关联产品销售		296 517	460 254	41 390	50 217	45 084
PANEL 3: 综合服务费		11 828	11 704	9 256	7 510	8 383
PANEL 4: 商标、标识使用费		10 675	13 549	18 741	23 966	21 354
PANEL 5: 租赁业务		7 200	9 170	33 162	35 351	34 257
PANEL 6: 关联方股权转让、 债务重组情况		0	381 777	0	0	0

数据来源：五粮液股份公司2004~2011年年报。综合服务费、商标使用费等数据从年报中直接获得，关联产品采购、产品销售数据由笔者计算间接获得。

PANEL 1(表2)部分列示股份公司与集团以及集团的控股子公司发生的采购关联交易。我们不难发现，2004~2008年每年都会发生巨额的关联产品采购交易，均值超过18亿元。2009年4月，五粮液股份公司为了减少与集团在采购环节的关联交易，共向普什集团和环球集团(均为五粮液集团的控股子公司)支付38亿元的现金，用于收购普什3D等五家公司99%以上的股权^①。这五家公司原本都是五粮液股份公司的原材料、包装物供应商，2008年普什3D、普拉斯包装材料和环球集团等与股份公司发生的关联采购金额为8.67亿元^②。收购完成之后，五粮液股份公司将生产上游环节的酒类资产吸纳进来，彻底解决了采购环节的原材料购入、酒类包装方面的关联交易。2009年之后，此类关联交易的金额大幅度下降。2011年年报显示，关联采购金额仅为2.69亿元。

与其他关联交易相比，销售环节是五粮液关联交易的焦点。五粮液股份酒类产品的销售几乎被集团所“控制”，在整改之前股份公司每年都与集团所控股的进出口公司发生高达数十亿元的交易。2008年两者的交易金额高达41.36亿元，占到当年股份公司营业收入总额(79.33亿元)的52.14%(见表2的PANLE 2)。2009年上半年年报显示，两者的关联交易金额已经突破40亿元大关。2009年9月，五粮液股份与集团共同出资5000万元设立“五粮液酒类销售有限责任公司”，其中股份出资4000万元，持有其80%的股权。2009年年底的“整改方案”中，股份公司再次注资1.5亿元，持股比例达95%。新设立的酒类销售公司专门代理股份公司酒类产品的出口、内销业务，取代了原进出口

① 这五家公司分别为普什集团下的普什3D(99%)、普光科技(99%)和普拉斯包装材料(100%)，环球集团下的神州玻璃(100%)、格拉斯玻璃制造(100%)的股权。括号内的数字代表收购的股权数。

② 由于无法找到其他三家公司的关联采购金额，以环球集团公司代替。

公司的作用,使股份公司拥有独立的销售权。2010~2011 年集团进出口公司与五粮液股份的关联交易金额下降为 2.81 亿和 3.76 亿元,占股份营业收入的比率下降为 1.81%(155.41 亿元)、1.84%(203.51 亿元)。

PANLE 3(表 2)列示五粮液股份公司因接受集团提供的辅助性劳务而发生的费用,包括房屋物业管理、环卫绿化、维修费用、警卫消防等项目。由于综合服务费主要与五粮液股份的生产设备、房屋物业等固定资产相关,因此我们对比综合服务费与固定资产总额,来评价此类费用是否有所降低。2004~2008 年,五粮液股份平均每年向集团支付约 11 828 万元综合服务费,占固定资产的比例一直在维持在 2.34%左右。2009 年五粮液股份公司收购集团的部分资产后,固定资产总额增加了 26 亿元。按理说,以物业管理、资产维护为主的综合服务费也应出现大幅度增加^①。但是,表 3 的数据显示综合服务费的绝对金额、占固定资产的比例都出现了下降,2011 年的综合服务费仅为 7 510 万元,相当于固定资产总额的 1.27%。

表 3 综合服务费与固定资产总额对比 (单位:万元)

	2004~2008 年均值	2009 年	2010 年	2011 年
向集团支付的综合服务费	11 828	11 704	9 256	7 051
固定资产总额	504 504	693 592	637 345	590 505
占固定资产总额比例	2.34%	1.69%	1.45%	1.27%

PANEL 4(表 2)描述了五粮液股份向集团支付的商标、标识使用费。这部分费用包括“厂徽标识费”和“商标使用费”。“整改方案”并没有对“厂徽标识费”进行实质的修改,继续按股份公司酒类产品年销售收入的 1.27%来收取。而对于“五粮神”等商标,在整改之前股份公司每年为此支付巨额的费用,甚至一些商标的使用费相当于对应销售收入的数倍^②。表 4 描述了此类关联交易费用的变化情况。我们发现,2009 年以后,五粮液股份酒类产品销售收入大幅上涨,但是商标使用费反而下降了。2011 年商标使用费为 504 万元,仅相当于整改之前均值的 27%。由此可见,商标使用费在整改之后也出现了明显的降低。

表 4 商标、厂徽标识使用费 (单位:万元)

	2004~2008 年均值	2009 年	2010 年	2011 年
酒类产品销售收入	695 608	1 000 547	1 408 083	1 847 440
厂徽标识费(酒类销售收入×1.27%)	8 834.2	12 707	17 883	23 462
商标使用费	1 841.2	842	858	504
合计	10 675.4	13 549	18 741	23 966

① 五粮液股份的房屋物业管理、环卫绿化等辅助性劳务由五粮液集团负责。虽然股份公司收购集团资产,但这部分资产的辅助性服务仍由集团提供。

② 详见 2001 年 7 月 10 日《宜宾五粮液股份有限公司关于商标、标识使用许可费的关联交易公告》,网址 http://quotes.money.163.com/f10/ggmxx_030002_101479_1.html。

PANEL 5(表2)描述土地房屋租赁费用等情况。2004~2008年,股份公司每年向集团公司支付大约七千万元的租赁费。2009年以后股份公司租赁费大幅度上涨,这是因为在整改之前,股份公司原租用的酿酒车间和新建的生产车间等所用的土地虽属于集团公司所有,但集团公司并未收取租赁费用。“整改方案”提出对所涉及的土地进行审计、评估后,由双方协商一致,拟定解决办法。股份公司2010年报披露,根据宜宾市国土资源局《关于五粮液公司请求土地租赁标准调整的复函》(宜国土函2010(53)号,2010年3月12日)确定的工业用地租赁每年每平方米50~110元标准符合宜宾市现行地价水平。股份公司与集团双方协商确定的土地每年每平方米按80元标准计算。虽然整改之后集团开始对土地租赁收费,但收费手续均经过国土资源局的批准和许可,收费标准也较之前变得更为透明化和市场化。

PANEL 6(表2)是2009年五粮液股份公司向集团收购五家子公司的关联交易情况。股份公司收购普什3D等五家公司99%以上的股权,为此共支付38亿元的现金。此次股权转让的定价原则是参照此类资产的市场公允价值,被收购五家公司的收购价格与账面净资产相差无几,股份公司为此计提的商誉为162万元。换言之,此次收购交易的价格相对公允,并不存在集团公司利用此次收购明显损害股份公司利益的现象。

总之,经过对比整改前后的关联交易类型与金额,我们发现2009年以后五粮液股份公司关联交易得到了明显的缓解和改善,尤其体现在关联采购、销售、综合服务费等类型。虽然商标、厂徽标识使用费和租赁费用有所增加,但是其收费标准和依据更为公开、合理和市场化。诚如股份年报所述,“由于一些客观原因,上市公司与集团公司仍然存在商标及标识许可、土地租赁、综合服务等相关交易”。当然,完善上市公司的内部治理、整治关联交易并不是一蹴而就的,它需要时间和各方人员的共同努力,五粮液股份公司的整改虽然已经取得了阶段性成果,但依然任重而道远。

四、公司业绩与高管薪酬

五粮液所处的白酒行业属于典型的“现金牛”行业之一。长久以来,五粮液股份虽然备受关联交易、利益输送的诟病,但仍然表现出较好的经营业绩和现金流。2009年五粮液股份经历整改之后,妥善地解决了与集团长达十年之久的关联交易。按之前“上市公司有利润、集团公司有现金”的模式,集团公司通过关联交易获取现金,而将利润大部分保留在股份公司。当关联交易逐渐消减之后,股份公司的利润和现金应当都会有相应的增长、特别是现金流的增长应当更快。表5对比了2004~2011年股份公司的利润指标和现金流指标,其中2004~2008年只报告均值。

表 5 五粮液股份公司 2004~2011 年主要财务指标

	2004~2008 年均值	2009 年	2010 年	2011 年
净利润/(亿元)	12.22	32.47	45.62	63.94
每股收益/元	0.38	0.86	1.16	1.62
经营活动现金净额/(亿元)	14.10	60.54	77.03	95.33
每股经营活动现金净额/元	0.44	1.6	2.03	2.51
净资产收益率/%	13.99	22.73	24.28	26.73

表 5 的数据表明, 2009~2011 年各项财务指标都明显好于 2004~2008 年。在整改的前五年, 五粮液股份的年平均净利润为 12.22 亿元, 而 2009 年之后的年平均净利润 47.34 亿元, 增长幅度达到 287.40%。需要特别关注的是, 2009 年整改当年, 五粮液股份的净利润和每股收益指标均实现了跨跃式的增长, 上升幅度分别达到 77% 和 79%; 同时, 现金流的增速更高, 2004~2008 年公司经营活动现金流净额均值为 14.10 亿元, 经营活动所产生的现金流量净额与同期平均净利润的比略大于 1; 2009 年利润以接近倍数增长(对比 2008 年的 18.30 亿元), 同期经营活动的现金流增长两倍之多。经营活动现金流量净额与同期净利润的比值为 1.86。2009~2011 年这一指标的均值为 1.64。

五粮液股份利润、现金流快速增长的同时, 高管人员也获得了极为丰厚的薪酬奖励。表 6 列示了股份公司年报披露的 2004~2011 年高管人员的薪酬情况。从表 6 中, 我们不难发现高管薪酬存在以下三个有趣的现象。第一, 2009 年以前高管人员的薪酬普遍偏低, 一直保持在十万元以下。第二, 2009 年以后, 高管可领取上百万的薪酬, 相比之前增长了十倍之多。第三, 2009 年以前高管薪酬与公司业绩之间并不存在必然联系。例如, 2005 年公司净利润下降了 4.47%, 而总经理的薪酬总额却同比增长了 23.06%。2008 年则出现了相反的情况。

表 6 2004~2011 年高管薪酬情况

年份	总经理薪酬 /(万元)	较上年增长 /%	前三位高管薪酬 /(万元)	较上年增长 /%	净利润 /(亿元)	较上年增长 /%
2004	4.77		13.09		8.28	
2005	5.87	23.06	17.69	35.14	7.91	-4.47
2006	6.37	8.52	19.2	8.54	11.7	47.91
2007	7.08	11.15	22.53	17.34	14.69	25.56
2008	6.29	-11.16	18.1	-19.66	18.11	23.28
2009	8.11	28.93	22.94	26.74	32.45	79.18
2010	106.33	1211.10	272.5	1087.88	43.95	35.44
2011	141.52	33.10	369.47	35.59	61.57	40.09

在此，我们提出几个值得思考的问题。第一，五粮液股份自1998年上市以来曾多次宣称，采取了一系列积极有效的整改措施，减少与集团公司的关联交易，但均以“失败”而告终。为什么唯独2009年的这次整改却取得了实质性的效果，使股份公司的利润和现金流得到了显著的增长？第二，在长达十年之久的关联交易中，股份公司的高管又扮演着什么样的角色，为什么没有及时阻止关联交易，保护中小股东的利益？第三，在利益输送的背后，股份公司的高管人员又是如何进行业绩考核的，在整改前后又有什么样的变化呢？

事实上，五粮液股份自成立以来，一直与集团保持着“剪不断，理还乱”的错综复杂关系。股份公司不仅在生产的上下游环节、办公场所、业务等方面与集团不相互独立，而且存在共用一套人马、高管交叉任职现象。在股份公司担任要职的高管，同时又在集团等关联方兼任数职。表7列示了五粮液整改时期年报披露高管的背景介绍。

表7 高管人员的背景介绍

姓名	股份公司	集团公司	备注
王国春	董事	董事长、 党委书记	兼任普什集团董事长。历任五粮液股份有限公司董事长，集团公司董事长、总裁、党委书记。2007年3月不再任股份公司董事长、集团公司总裁
唐桥	董事长	总裁、董事、 党委副书记	2007年3月担任集团董事长、总裁和党委副书记，股份董事长。2009年7月担任酒类销售公司董事长
陈林	董事、总经理、 总工程师	董事、党委委员	2004年5月担任集团党委委员、董事，股份公司总经理、董事、总工程师。2009年7月担任酒类销售公司总经理
郑晚宾	董事、副总经理、 财务总监	董事、党委委员	1998年兼任集团董事、股份董事。2004年5月起任集团董事、党委委员，股份董事、副总经理、财务总监。2009年7月任酒类销售公司副总经理
叶伟泉	副总经理	董事、党委委员	1998年4月至2003年4月任集团董事、党委委员、副总裁，2003年4月担任集团董事、党委委员，股份公司总经理
刘中国	副总经理	董事、党委委员	集团下属供销公司总经理，进出口公司总经理、董事长。2004年11月担任集团董事、党委委员，股份副总经理。2009年7月担任酒类销售公司副总经理
朱中玉	副总经理		1998年4月至2003年4月任五粮液酒厂副厂长，2003年4月任股份公司副总经理。2009年7月任酒类销售公司副总经理
刘友金	副总经理		1998年4月至2003年4月任五粮液酒厂副厂长，2003年4月任股份公司副总经理。2009年7月任酒类销售公司副总经理

许多学者认为，目前我国依然没有形成纯粹的经理人市场，尤其是在国有企业中，体制内的高管人员升迁最为典型。在这种制度背景下，大股东不仅可以影响股东大会和董事会的决议，更可以通过任命“自己人”担任上市公司的高管，以此来决定上市公司的日常运作。五粮液股份历年来从未从国内外公开市场招聘高级管理人，均是从集团内部