

利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究*

□贺建刚 魏明海 刘 峰

摘要 在刘峰等(2004)提出五粮液上市公司所存在的治理缺陷之后,五粮液的公司治理问题——集中表现在控股股东五粮液集团公司通过关联交易从上市公司获取现金——也一度成为市场的热点话题。本文是继刘峰等(2004)案例研究之后所做的后续研究,我们所关注的问题是:五粮液治理缺陷引起市场广泛关注后,大股东的利益输送行为是否有所缓解及其可能的原因。通过对五粮液2003年之后关联交易和现金股利的分析,我们发现,尽管其治理缺陷能够得到正确市场定价,但是面对诸多市场纠正机制的约束,尤其是媒体监督,五粮液大股东借助控制权实现利益输送的行为,并没有表现出明显改善或缓解的迹象。本文的分析表明,我国目前资本市场环境下,无论是市场层面的自发纠偏机制,还是政府和法律层面的强制纠偏机制,尚不足以约束大股东滥用控制权的行为。

关键词 公司治理 利益输送 媒体监督 五粮液

一、引言

本文是刘峰等(2004)一文“控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究”的后续研究。刘峰等(2004)发现,五粮液集团——五粮液的实际控制人——在1998年(五粮液当年上市)到2003年的6年里,从五粮液上市公司拿走超过97亿的现金,而五粮液的小股东同期累计市场超额回报远低于行业竞争对手,甚至为负数。作为后续研究,本文所要关注的问题是:五粮液集团严重侵占上市公司利益被曝光之后,是否受到外部的监督与干预?如果是,五粮液的侵占行为是否得以缓解?外部干预力量主要表现为哪些?如果没有,原因何在?

在刘峰等(2004)一文中,作者通过一个理论框架分析认为,由于企业改制的历史原因所形成的独特股权结构,在大股东普遍拥有对上市公司绝对控制权、侵占上市公司利益总体上不存在法律风险等前提下,上市公司大股东借助关联交易进行利益输送,具有一定的普遍性。只要上市公司没有出现巨额亏损、被ST等问题,大股东的关联交易和利益输送,一般都不会被中国证监会等监管部门追究。换言之,“大股东要现金、上市公司要业绩”的利益输送模式具有一定的普遍意义。

在讨论公司治理的文献中,研究普遍认为(甚至假设)美国等发达国家的公司治理机制要好于新兴资本市场,当然,我国资本市场尽管最近几年发展神速、规模快速扩张,但是,公司治理现状一直令人担忧。根据Shleifer和Vishny(1997)的观点,如果我们将公司治理定位于公司长期稳定发展及投资者利益保护上,那么,我国上市公司利益输送现象的存在,便成为公司治理问题的具体体现环节之一。沿用这样的逻辑思路,有别于传统的静态研究视角,本文将从市场角度来讨论公司治理问题。从有效市场及其识别机制角度出发,我们可以把公司治理分为大致3个部分:(1)具体公司的公司治理机制是否健全,是否存在内部人(包括大股东和经理人员)侵害外部小股东利益的现象?(2)市场是否识别出公司的治理机制好坏并给予正确的定

* 本文是国家自然科学基金重点项目“产权保护导向的会计控制”(70532003)的阶段性研究成果之一,同时感谢江苏省教育厅哲社基金项目(07SJD630034)、中国博士后基金项目(20070420642)和南京财经大学基金项目(A0702)的支持。

价? (3)当市场发现了某个公司的公司治理所存在的缺陷,又能否通过市场纠正机制来自动解决问题?如果市场不能自动纠偏,其主要原因是什么?需要说明的是,基于投资者利益保护,本文将利益输送概念纳入公司治理框架,来讨论大股东行为约束问题,那么,公司治理的完善,必须借助于一定的制度机制或治理力量予以实现。这些制度机制包括资本市场监督(如控制权市场),社会监督(如媒体监督),以及强制机制。相对于强制机制而言,市场监督和社会监督属于自发机制,其功能应当是一致的。出于简化,本文从广义角度,将非强制治理力量统称为市场纠正机制,并与纠偏、监督等术语交替使用。事实上,我国证监会致力于完善公司治理,已经开始特别强调媒体监督的作用,在下文中将做重点分析。

具体到五粮液案例中,鉴于刘峰等(2004)已经提出五粮液上市公司所存在的公司治理缺陷,之后,五粮液的公司治理问题——集中表现在控股股东通过关联交易从上市公司获取现金——也一度成为市场的热点话题。我们期望关注:中小股东如何看待这一事件?如果中小股东不欢迎这一现象,他们是否能够影响控股股东并实施意见表达?市场纠正机制是否能够约束五粮液控股股东的行为?我们特别希望通过对后一个问题的回答,为基于我国市场环境的公司治理研究提供制度性特征说明,同时,也为我国转轨经济市场环境下公司治理的改进,提供有针对性的政策性建议。

本文其余结构安排如下:第二部分是对五粮液在2003年之后利益输送现象的描述和发现;第三部分针对五粮液利益输送现象的持续存在,讨论了大股东行为可能受到的市场纠正机制及其效果,特别是媒体监督的作用;第四部分基于股价反应角度,检验了小股东对上市公司五粮液利益输送行为的态度及其利益受损情况。尽管市场能够对五粮液利益输送的公司治理缺陷给出合理定价,但市场纠正机制似乎并不能够有效约束大股东滥用控制权的行。第五部分基于我国转轨经济治理环境的特征,讨论分析了市场机制、政府监管和法律诉讼对约束控股股东滥用控制权的作用,尤其是中国证监会的相关规定以及政府在其中的角色。第六部分是本文结论与启示。

二、2003年之后的五粮液:利益输送现象是否得到缓解?

刘峰等(2004)研究发现,从1998年上市至2003年底共6年时间里,五粮液上市公司累计实现净利润高达41亿元,平均每年实现净利润为6.84亿元。然而,在其业绩辉煌的背后,五粮液除上市当年进行过一次现金股利分配外,其余年份没有真正意义上的现金股利分配,五粮液集团通过现金股利“合法”获得的收益也就微乎其微。与此相反,在这6年期间,五粮液上市公司通过多种关联交易形式,累计向集团公司输送了超过97亿元的现金,平均每年超过16亿元。

该案例研究刊登在《管理世界》2004年第8期上。与此同时,媒体对五粮液的关注程度也越来越高,我们可以合理地推测认为:曾经的“第一蓝筹股”五粮液,存在较严重的控股股东侵害小股东利益现象,并且已经为公众所知晓。市场如果是有效的,它应当能够通过各种市场机制,来纠正这一现象,那么五粮液的这种现象得到纠正了吗?表1是五粮液与集团母公司之间在2004~2007年的利益往来情况。

在表1中,我们按照关联交易形式,分别描述了五粮液上市公司在2004~2007年期间,与集团母公司之间发生的主要关联交易情况,具体交易事项包括产品购销、接受劳务、资产购销、品牌标识使用、租赁和技改项目等六大类。表中PANEL A部分列出五粮液在各年发生的产品购销关联交易,以及由此形成的关联应收应付款项。我们发现,五粮液在2003年之后,每年都与集团公司发生大量的

表1 五粮液与集团母公司之间发生的主要关联交易情况(单位:万元)

	2003年之前平均	2003年之后					上市后累计
		2004	2005	2006	2007	平均	
PANEL A: 产品购销关联交易							
关联产品采购	75 837	159 581	135 571	210 965	204 416	177 633	1 165 552
关联产品销售	22 499	21 196	270 008	357 710	417 186	266 525	1 201 092
产品购销形成的关联应收款项	11 314	577	53	74	522	307	69 110
产品购销形成的关联应付款项	6 856	493	997	7 363	1 065	2 480	51 052
PANEL B: 接受劳务关联交易							
向集团公司支付综合服务费	13 309	19 509	15 084	17 984	12 068	16 161	144 498
PANEL C: 品牌使用关联交易							
向集团公司支付商标使用费	9 299	10 501	8 706	13 370	10 116	10 673	98 485
PANEL D: 租赁业务关联交易							
向集团公司支付的租赁费	5 389	7 012	7 012	7 012	7 483	7 130	60 852
PANEL E: 资产购销关联交易							
关联资产购买	50 973	0	0	0	0	0	254 867
关联资产销售	9 075	0.5	0	0	0	0.13	45 376
PANEL F: 技改项目关联交易							
向集团公司支付的工程款	56 254	66 904	11 354	8 307	17 303	25 967	441 392

产品购销关联交易,而且呈现稳定增长。4年内关联产品采购平均交易金额为17.76亿元,是2003年之前平均交易金额7.58亿元的2倍多。关联产品销售平均金额为26.65亿元,是2003年之前平均交易金额2.7亿元的近10倍。有趣的是,为了减少产品购销关联交易的发生,五粮液与集团公司曾在2001年进行了一次重大资产置换,宜宾塑胶瓶盖厂被置换到五粮液集团;2002年,宜宾塑胶瓶盖厂更名为普什集团,成为以后年度上市公司主要的关联交易对象,向五粮液提供瓶盖、酒瓶、商标和防伪产品等。在2004~2007年期间,五粮液与普什集团发生的关联产品采购与销售金额分别为471152万元和27191万元,分别占相应关联交易总额的66%和3%。需要说明的一点是,五粮液与集团公司发生的关联产品购销,在交易定价方面,向集团母公司采购更有可能对部分产品参照市场价交易,相反向集团母公司销售产品环节则较少参照市场价。这种关联产品购销的定价方式,存在将利益向集团公司输送的可能。然而,从产品购销关联交易形成的资金占用来看,五粮液集团对上市公司的资金占用相比2003年之前有相当的改进。2003年之前,平均关联应收款项为1.13亿,关联应付款项为0.69亿;2003年之后平均关联应收款项仅为307万元,关联应付相对略高,为2480万。这种转变或许与中国证监会2003年6月起特别关注上市公司关联资金往来有关。

PANEL B部分是五粮液在各年度发生的接受劳务关联交易,主要表现为五粮液向集团公司支付综合服务费。五粮液上市以来,一直由集团公司按照协议价向上市公司提供综合服务,包括货物运输费、警卫消防、环卫绿化、房屋物业管理及其他等项目。根据和讯网站的披露,五粮液上市公司按照相关协议承担集团公司警卫、消防费用实际发生总额的90%,环卫绿化费用实际发生额的70%,房屋物业管理及其它费用实际发生额的90%及实际发生的维修服务费用。在2003年之前,五粮液上市公司每年向集团公司支付的综合服务费平均为1.33亿元,2004至2007年间平均支付额为1.62亿元,超过五粮液年均净利润的15%;截至2007年底,累计已向集团公司支付的综合服务费用高达14.45亿元。

PANEL C报告了五粮液在各年发生的品牌使用关联交易情况。根据相关协议,五粮液每年都将按照协议价向集团公司支付不菲的商标和标识使

用费,该关联交易是五粮液集团利用其影响力以实现收益的一种典型方式。五粮液上市以来向集团公司支付的商标使用费相对稳定,2003年前后变化并不大,平均每年支付的费用都在1亿元左右,至2007年共向五粮液集团支付商标使用费合计9.85亿元。然而,一个值得注意的现象是,尽管在签订的商标使用契约中,广告、形象宣传等费用支出由五粮液集团来负责,但是五粮液除了支付商标使用费之外,还支出了巨额的品牌维护与建设费。据统计,五粮液平均每年支付的广告及形象宣传、市场开发等品牌维护与建设费由2003年之前的3.21亿元增加到之后的5.07亿元,年均增长幅度达58%,是支付商标使用费的4.7倍。自上市以来,累计已支出的品牌维护与建设费用合计超过36亿元。由此可见,上市公司除了在“五粮液”品牌的价值成长过程中做出巨大贡献的同时,还需要向集团支付商标使用费。

PANEL D则描述了五粮液在2003年前后向五粮液集团支付租赁费的关联交易情况。根据签订的租赁协议,五粮液向集团公司租用土地及经营管理区域,并支付相对固定的租赁费,在2003年之前平均为每年5389万元,其后每年增加到平均7130万元,累计共向五粮液集团支付租赁费6亿多元。

按照PANEL E部分的披露,在五粮液与集团公司发生的所有关联交易中,关联资产购销频数是最少的,除了在2003年之前发生的两起重大资产交易外;2003年之后,五粮液与集团母公司之间几乎没有发生资产购销关联交易,仅在2004年向五粮液集团技改部转让出售固定资产4992元。

与资本市场上众多上市公司所发生的“五花八门”的关联交易相比,五粮液的“特色”关联交易是技改项目部分。根据五粮液与集团公司的委托协议,上市公司的技改项目均委托集团公司技改部负责组织和实施,结算价格根据工程预决算书实行总额控制,完工交付上市公司使用后进行价款结算。表1中PANEL F部分表明,五粮液上市以来,通过技改项目年均向集团公司支付现金4.41亿元,其中2003年之前年均技改款项为5.63亿元,2003年之后下降为年均2.6亿元,仍然占上市公司经营现金流量和购建固定资产等所支付现金的21%和80%,目前已累计支付现金44亿多元。

总而言之,上述对五粮液上市公司主要关联交易情况的分析表明,与2003年之前相比,五粮液与

集团公司之间其后每年仍然发生大量关联交易,除产品购销形成的资金占用明显降低外,五粮液大股东借助控制权实现利益输送的行为,并没有表现出明显改善或缓解的迹象。除了关联产品购销的现金流向涉及可能的利益输送难以判断外,其余四项关联往来(包括品牌使用费、综合服务费、租赁费和技改项目支出)的现金都是净流出向大股东,4年累计流出23.97亿,年均接近8亿元现金。正如五粮液在2007年12月发布的《公司治理专项整改报告》中指出的那样,“公司关联交易额度较大,投资者关注度较高”是上市公司五粮液长期以来主要的治理缺陷。

另一个方面,根据已有研究文献,大股东控制权收益最大化的方式就是现金流入。从目前已有且可行的渠道来看,现金股利和关联往来之间存在一种替代效应。既然五粮液集团每年可以通过关联往来从上市公司获取巨额的现金流入,因此它也就不再倚重股利分配这种共享收益了。表2汇总了五粮液在2003年之后的相关财务指标和具体股利政策。

根据表2,我们发现,五粮液作为国内知名品牌的白酒业上市公司,在2003年之后同样维持了较高的利润水平,并呈现出良好的成长性。五粮液上市公司平均每年实现的净利润由2003年之前近7

亿元,增长到2003年之后的年平均10.65亿元,上升幅度达77%。而且,五粮液上市后每股经营活动产生的现金流量净额几乎每年都超过其每股收益,其中2003年之后平均每股收益为0.35元,每股经营活动现金流量净额为0.42元,是每股收益的1.2倍,足以称得上是财务管理上的“现金牛”。与业绩增长形成鲜明对照的是,五粮液的现金股利分配总是显得“一毛不拔”,在1999~2003年期间,每股派现额仅为0.05元。在2003年之后,五粮液分别在2004年和2007年度执行了“不分配、不转增”政策,仅在2005年和2006年度存在派现记录,而且现金股利支付比例较2003年之前均值相比更低,4年平均每股现金股利4分钱。

为了说明五粮液的现金股利派发情况在白酒行业中的位置,表3还报告了五粮液的主要竞争对手贵州茅台、泸州老窖及其白酒行业平均水平的对比情况。我们发现,尽管五粮液的盈利能力和经营现金流量始终高于行业平均,而现金股利支付率却一直低于行业水平;与主要竞争对手相比,五粮液的业绩水平位于二者之间,但其现金股利支付水平却是最低的,上市后平均现金股利支付率仅为11%,不仅远远低于泸州老窖(泸州老窖的业绩低于五粮液)和茅台酒,也低于白酒行业平均现金股利支付率。换言之,无论是与白酒行业平均水平相比,还是与主要竞争对手相比,五粮液都不重视通过现金股利来回报小股东。

三、五粮液的利益输送行为：市场监督了吗？

公司治理研究文献表明,对于大股东控制带来的公司治理问题,如果市场是有效的,那么市场机制能够借助各种可行的方式,自动纠正大股东对小股东利益的侵害。按照公司治理文献的介绍,这种市场纠正机制通常包括:公司内部治理机制的完善(比如重组董事会、提高独立董事比例等);“用手投票”与“用脚投票”的意见表达机制;外部治理力量的约束作用(如并购市场、经理人市场、独立的中介机构,媒体监督等);证券监管部门的直接干预,法律诉讼等。

在我国资本市场上,由于大股东通常拥有绝对控制权,以及我国资本市场上不存在惩罚相关责任人、保护中小投资者的法律制度,健全

表2 五粮液各年主要会计指标与股利分配情况

	2003年之前平均	2003年之后				
		2004	2005	2006	2007	平均
净利润(千万元)	68.40	82.80	79.13	117.01	146.89	106.46
每股收益	0.99	0.31	0.29	0.43	0.39	0.35
每股经营现金流量净额	1.44	0.30	0.46	0.49	0.44	0.42
每股净资产	5.24	2.42	2.71	3.05	2.52	2.68
净资产收益率(%)	18.29	12.61	10.75	14.17	16.52	13.51
每股派现额	0.05	0.00	0.10	0.06	0.00	0.04
具体股利分配政策	—	不分配、不转增	10派1	10送4派0.6	不分配、不转增	—

表3 五粮液与主要行业竞争对手在1999~2007年间股利支付情况

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
五粮液(000858):									
每股收益	1.35	1.60	0.93	0.54	0.52	0.31	0.29	0.43	0.39
每股经营现金流量	1.87	2.70	1.23	0.93	0.77	0.30	0.46	0.49	0.44
现金股利支付率	0.00	0.00	0.13	0.00	0.39	0.00	0.34	0.14	0.00
贵州茅台(600519):									
每股收益			1.31	1.37	1.94	2.09	2.37	1.64	3.00
每股经营现金流量			0.17	1.58	3.11	2.48	3.59	2.24	1.85
现金股利支付率			0.46	0.15	0.15	0.24	0.13	0.43	0.28
泸州老窖(000568):									
每股收益	0.26	0.34	0.17	0.10	0.05	0.05	0.05	0.39	0.88
每股经营现金流量	0.21	0.06	0.36	-0.05	0.13	0.27	0.27	0.41	1.41
现金股利支付率	1.79	0.00	1.44	1.53	1.21	0.74	0.73	0.91	0.64
白酒行业平均*:									
每股收益	0.45	0.39	0.32	0.16	0.01	0.13	0.09	0.19	N/A
每股经营现金流量	0.36	0.21	0.27	0.34	0.36	0.32	0.37	0.40	N/A
现金股利支付率	0.38	0.25	0.46	0.27	0.31	0.32	0.30	0.38	N/A

注:*截止至目前,CSMAR财务数据库尚未补充最新数据,由于因此白酒行业2007年度的数据缺失。

的公司内部治理机制对减少关联交易、纠正大股东行为的有效性并不明显(封思贤,2005;叶康涛、陆正飞、张志华,2007)。由此,借助外部治理力量来约束大股东的利益输送行为,似乎成为一种有效途径。在众多的外部市场纠正机制中,文献主要讨论了机构投资者、并购市场、经理人市场、中介机构等制约我国上市公司大股东行为的作用,但是并没有发现其积极意义的一面(张光荣、曾勇,2006;姚颐、刘志远、王健,2007)。我们对五粮液自2003年以来的相关外部治理力量的分析,也没有发现直接干预的现象:由于五粮液大股东为宜宾市国有资产经营有限公司,持股比例在70%以上(股改后略有下降,仍占67%),其余股东均为持股比例不超过1%的流通股股东,五粮液集团为受托经营的实际控制人,对五粮液上市公司实施绝对控制,高管人员也通常由行政组织任命,因此并购市场和经理人市场均无法发挥作用;在五粮液股东结构中,尽管除大股东外其余均为流通股股东,但从五粮液在2004~2007年间股东大会上对关联交易表决情况的统计分析,并没有发现机构投资者积极主动干预上市公司的决策,以纠正大股东损害投资者利益的利益输送现象;从外部审计师的作用来看,四川华信会计师事务所在近4年均出具了标准无保留意见的审计报告,对关联交易发表的专项说明和独立意见,也认为是公平、公正、合理的,并未损害公司和全体股东的利益。

除上述外部治理力量外,近年来,媒体监督被认为是新兴资本市场上有效替代司法保护不足的一项重要制度安排,其在资本市场上的作用已经引起了理论界和实务界的广泛关注。比如Joe(2003)实证检验了媒体监督对审计师行为的影响,当上市公司面临更多“利坏”消息的媒体报道时,审计师更有可能出具有保留意见的审计报告;Dyck等(2006)则以俄罗斯新兴资本市场为例,分析了媒体监督对公司治理效率及其规范股东行为的作用,他们发现,在缺乏有效司法保护和外部市场约束机制的制度背景下,媒体监督能够显著地降低控制权私人收益。陈志武(2002)认为,媒体监督构成了市场经济的必要制度机制,对促进国家宏观经济和资本市场的发展、提高政府效率、减少腐败、规范和约束上市公司行为等具有显著的正向作用,正是新闻媒体对资本市场上存在的问题或现象加以深入质疑报道,使得投资者等市场参与人员对上市公司经营运作背

后可能存在的“危机”或“黑洞”,形成合理的预期和判断,大股东实施的利益侵占行为也就愈加透明。要抑制上市公司的不当行为,就必须充分发挥新闻媒体对这类行为进行曝光和监督的积极作用(上交所研究中心,2003)。事实上,我国资本市场对上市公司不合理关联交易的关注,基本上都是从媒体的公开报道开始的。那么,新闻媒体对五粮液上市公司的治理缺陷——利益输送现象——实施监督了吗?

经笔者初步整理,在表4中列举出了近年来各类媒体针对五粮液集团利益输送行为报道的主要事例及其媒体关注程度^①。我们发现,从2001年至今,上市公司五粮液在各年度均会招致大量新闻媒体的报道“轰炸”,声讨五粮液侵占小股东利益的不当行为,其中最为激烈的质疑也主要是针对五粮液的股利分配政策和关联交易行为,分别集中在两个阶段:一是在2001年爆发的不分配风波;二是在2006年前后对五粮液通过关联交易转移利润的质疑,和讯网站(www.hexun.com)甚至成立了专门的五粮液专题讨论平台,来质疑五粮液集团的利益输送行为,并将专题命名为“谁动了五粮液的奶酪?”,这也足以表明媒体对五粮液集团侵害中小股东利益的态度。针对五粮液与集团公司之间的关联交易,市场和媒体一直以来就给予诸多批评和诟病。2006年8月底《证券时报》连续登出的系列文章“普什净资产收益率61%之谜:五粮液被疑转移利润”、“五粮液固定资产投资急速膨胀:572%与49%之惑”和“揭密五粮液利益输送途径,50亿投资账面不见收益”等,进一步将媒体声讨推向了高潮,其质疑之声用“铺天盖地”来形容也实不为过。财经网站“和讯”在同时期也创建了专门的网站交流平台^②,对媒体的舆论监督推波助澜。据笔者初步统计,在这次媒体风波中,五粮液集团通过关联交易进行利益输送的灰色新闻,在短短的几个月内被相关媒体援引报道多达近50000篇。总而言之,不论是新闻媒体对五粮液不派现的声讨,还是借助关联交易转移利润的质疑,可以说在当时的资本市场上确实已经形成了强大的舆论监督氛围,对大股东五粮液集团侵占小股东利益行为的监督不可谓不大。

然而,通过前文对五粮液关联交易和股利政策的分析表明,五粮液上市公司并未像投资者所期待的那样,在未来期间增加分红派现,或者减少关联交易的发生。换句话说,作为一种市场纠正机制的

中国工商管理案例研究

重要形式,尽管媒体监督在约束五粮液大股东行为方面起到了积极的作用,但并没有在实质上改善五粮液上市公司所存在的公司治理问题。

四、五粮液的利益输送行为:小股东利益与态度

自从 LLSV(1998)及系列论文之后,学术文献往往将大股东的存在与利益输送、损害中小股东利益等划等号。但这种结论在不同的市场制度环境下,可能并不完全适用。比如,在香港资本市场上,李嘉诚是长江实业和和记黄埔的控股股东,但如果李嘉诚要是宣布放弃对上述公司的控股,毫无疑问,上述两个公司的股价会大幅度下跌;同样,在上海、深圳两个大陆资本市场上,绝大多数上市公司存在大股东控制现象,但就绩效而言,存在大股东控制的公司,其业绩通常要好于不存在大股东控制的公司(徐晓东、陈小悦,2003;徐莉萍、辛宇、陈工孟,2006),陈信元等(2004)对股权结构与公司业绩之间关系做了精彩评述。转换到五粮液和集团公司关系的案例中,我们就需要关注:五粮液的这种大股东控制和利益输送,流通股股东(或小股东)是否反对?

小股东反对的主要表现,不外乎两个方式:“用手投票”和“用脚投票”。用手投票,是指流通股股东通过出席股东大会,对相关议案投反对票。以五粮液在股东大会上对年度关联交易事项的表决情况为例,由于大股东回避,2004年参与表决股东10人,所持股份2841万股,全部赞成;2005年参与表决股东6人,代表2677万股,全部赞成;2006年参与表决股东8人,代表9411万股,反对0股,弃权2.7万股。根据对代表股数的粗略统计,参与表决的股东应该全部为投资基金,即机构投资者,普通散户没有出席股东大会。总体来看,针对五粮液上市公司的关联交易,小股东没有“用手投票”。

表4 近年来媒体针对五粮液集团利益输送行为报道的主要事例

日期	媒体名称	新闻标题	报道内容简介	媒体关注度
2004-2-21	中国食品产业网	到处“沾花惹草”五粮液究竟要干啥	2003年6月媒体爆出五粮液斥巨资百亿元造芯片后,投资者就对五粮液的多元化战略深表质疑	该新闻被援引报道约3880篇
2004-3-10	北京现代商报	五粮液面临经营困局	五粮液董事长王国春提出多元化战略,从制药、造车、造芯片到生产日化用品,多元化措施受到了业内的广泛质疑	该新闻被援引报道约573篇
2005-4-11	证券日报	五粮液神秘的1.44亿委托理财股票投资连年亏损	五粮液委托集团公司进行的股票投资,已经连续四年亏损,而且有1.44亿存款不知去向	该新闻被援引报道约4320篇
2005-8-15	上海证券报	五粮液提取6亿盈利积累做品牌	公司年度报告表明,2004年度不分配不转增的理由是拟在盈利积累中提取6亿元额度,用于2005年1+9+8品牌建设资金和维护	关于品牌建设基金的报道约有11700篇
2005-9-28	21世纪经济报道	五粮液遭深交所问询6亿品牌建设资金挑战制度	五粮液在提取公积金之外还创造性地新增了一个栏目“品牌建设资金”,这是国内上市公司在会计报表格式上的首次突破	该新闻被援引报道约56篇
2006-2-25	中国证券网	五粮液流通股:我们很生气后果很严重!	五粮液股权分置改革方案自刊登公告以来,流通股股东对其股改方案严重不满,并发起征集反对票活动	反对五粮液股权分置改革方案的新闻报道约有4890篇
2006-3-22	全景财经论坛	一五粮液集团的老职工对五粮液高层的质疑	五粮液集团内部的一名老职工向五粮液总裁王国春,对公司投资决策、利润流向、高管人员报酬等深表质疑	该新闻被援引报道约21000篇
2006-5-21	财经时报	五粮液小瓶盖里有何大乾坤	文中对五粮液与普什集团、环球集团之间的关联交易作了诸多分析评论,质疑关联交易合理性	该新闻被援引报道约1080篇
2006-8-22	证券时报	普什净资产收益率61%之谜:五粮液被疑转移利润	在普什公司利润奇高的背景下,引人注目的是2005年五粮液与普什公司之间的关联交易超过10亿元,其中的奥秘值得探究	该新闻被援引报道约567篇
2006-8-23	证券时报	五粮液固定资产投资急速膨胀572%与49%之感	五粮液8年来572%的固定资产净值增长仅带来49%的净利润增长,增资扩产并没有能够为五粮液创造更多的利润,仅集团警卫绿化物管的费用,每年动用上市公司净利润超过1亿元	该新闻被援引报道约40200篇
2006-8-24	证券时报	揭密五粮液利益输送途径50亿投资账面不见收益	五粮液近年来不断增加固定资产投资,这极有可能除关联交易外,其向集团输送利益的另一条重要途径。仅技改项目一项,上市公司共向集团支付现金超过41亿元	该新闻被援引报道约980篇
2006-08	和讯网站	五粮液应有的巨额利润哪里去了?	从2000年至今,五粮液增资扩产投入达50个亿,收入规模越来越大,旗下品牌越来越多,但公司的盈利能力却表现得极不稳定	该新闻被援引报道约2980篇
2006-9-11	法制早报	G五粮液:优质企业屡遭质疑	G五粮液一直被灰色报道围绕,优质企业屡遭转移利润质疑	该新闻被援引报道约328篇
2007-1-19	上海证券报	五粮液回应市场四大疑问	市场投资者一直以来就对五粮液心存疑问,主要包括金额巨大的关联交易、股权激励、整体上市计划和季度报告变脸等	该新闻被援引报道约2360篇
2007-4-10	搜狐财经	五粮液关联交易造成10亿利润流失	五粮液关联产品销售的定价可能被明显低估,场地租金、服务费用的定价则都明显过高,关联交易可能使公司利润至少减少10亿元	该新闻被援引报道约192篇

与“用手投票”相对的,是“用脚投票”。流通股股东如果认为他们的利益受到大股东侵害,可以通过抛售股票方式,既远离风险,也表达不满。我们用贵州茅台和泸州老窖作为对照公司,从市场回报角度分析五粮液上市公司的小股东是否“用脚投票”,以及其利益保护情况。之所以选择贵州茅台(600519)和泸州老窖(000568)作为行业主要竞争对手加以分析,是基于以下三方面理由:首先,作为

国内高档白酒生产商,贵州茅台、泸州老窖一直以来是五粮液的主要竞争对手,生产的白酒产品都拥有历史盛誉,都颇受市场关注;其次,三家上市公司地理位置相近,其中泸州老窖与五粮液同处四川省,公司改制上市环节也类似,同样是母公司改制为集团公司,成为上市公司的实质性大股东;第三,最重要的是,选择贵州茅台和泸州老窖作为主要竞争对手加以对比分析,可以控制关联交易因素的影响。根据三家上市公司在2007年发布的《公司治理专项整改报告》,贵州茅台和泸州老窖与大股东发生的关联交易金额都非常少,而五粮液与控股股东的关联交易则成为其公司治理的重要缺陷。

由于大股东所持股份在早期是非流通股,尽管股权分置改革已经完成,五粮液大股东的股票也转为有限售条件流通股,但这些股份目前绝大部分仍然处在禁售期^③,即使是解除限售条件的股份,目前也尚未发现大股东大比例的减持行为,因此我们可以合理地认定,在本文的研究期间里,实际确定股票价格的,仍然是流通股股东选择买进或卖出股票的行为。如果流通股股东普遍选择“用脚投票”,那么,五粮液上市公司的股票累计超额回报,要低于对照公司;反之,如果五粮液的流通股股东没有更明显地抛售公司股票,它的市场累计超额回报应当与对照公司不会存在明显差别。

在计算市场累计超额回报时,我们采用的是市场调整法,分月计算月超额回报和月累计超额回报^④。所需数据全部来源于CSMAR市场交易数据库。下图1描述了五粮液与主要竞争对手贵州茅台、泸州老窖自上市之日起,到2007年6月末期间内,投资者获取的市场累计超额报酬。泸州老窖、五粮液和贵州茅台的上市时间分别是1994年6月、1998年4月和2001年9月。根据图1,我们发现,五粮液自上市以来,其投资者所获取的市场累计超额报酬在三家上

市公司中一直都是最低的,而且差异明显。在三家上市公司中,其中泸州老窖与集团母公司发生的关联交易最少、股利支付率最高,投资者获取的市场报酬最大;与之相反,五粮液的关联交易最多、股利支付率最低,投资者获取的市场报酬也是最小。另一方面,泸州老窖和贵州茅台在上市后的市场累计超额回报均大于零,即投资者始终能够赢得市场股价收益,在2004年之后表现出强劲的上升趋势,至2007年6月底,市场累计超额报酬分别为253%和227%,而五粮液的累计超额报酬仅为137%;并且,五粮液上市以来,投资者累计获取的市场超额报酬长期为负数,只有到2004年4月之后才体现为正的市场报酬,也就是说,投资者从五粮液上市起持有股票,直到6年之后才真正获得了市场收益,但该市场收益仍然大大低于主要竞争对手贵州茅台和泸州老窖。换言之,五粮液的小股东确实在“用脚投票”。

为了进一步衡量小股东对五粮液大股东利益输送行为的态度,通过事件研究法来检验市场反应,是当前最有效而且被广为采用的方法。由于上市公司关联交易的发生、披露等在很大程度上不可控,如何确定事件日成为其关键的步骤。在本文中,我们选择新闻媒体对五粮液的关联交易行为进行质疑报道为事件背景,以2006年8月22日起《证券时报》连续登出系列文章、引发了媒体激烈质疑并达到高潮这一时间为事件日,来检验小股东应对五粮液关联交易利益输送的市场态度。在计算市场累计超额回报(CAR)时,我们同样利用CSMAR市场交易数据库提供的考虑现金红利再投资的日个股回报率和日加权平均市场回报率,采用市场调整法,分别计算日市场超额回报和日市场累计超额回报。图2描绘出了事件日(2006年8月22日)前后各30天时间窗内的市场累计超

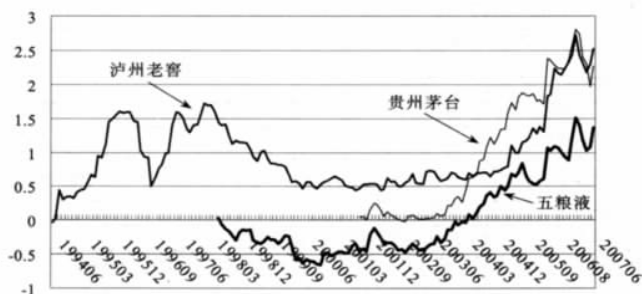


图1 五粮液与贵州茅台、泸州老窖在上市后的市场业绩表现

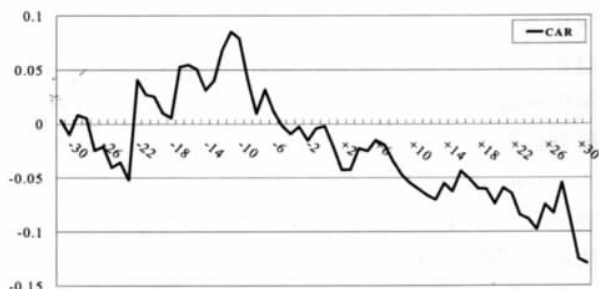


图2 媒体对五粮液关联交易集中质疑报道期间的市场反应

额报酬。

根据图 2,我们发现,在新闻媒体对五粮液通过关联交易进行利益输送质疑的集中报道期间,市场发生了显著的负反应,市场报酬一路走低,尤其是从媒体声讨达到高潮前 10 天左右开始,市场累计超额报酬由 9%急剧下降到后 30 天的-13%,市场跌幅达 22%之多。由此我们可以判断,当五粮液的公司治理问题——集中表现为大股东五粮液集团通过关联交易从上市公司获取现金——被市场广泛关注,尤其是在媒体监督的曝光下,小股东不仅不欢迎这一现象,而且其市场收益也极度受损(表现为负的市场累计超额报酬),小股东也通过“用脚投票”的方式压低股价来惩罚大股东滥用控制权的行为。

上述分析表明,对于五粮液存在的公司治理缺陷,市场能够有效识别并给予正确的定价。但是,表 1 的数据表明,即便市场发现了公司的治理缺陷,并通过定价机制给予确当的反应,但仍然不能自动缓解乃至纠正这种治理缺陷。

五、为什么大股东的行为不受约束？ 基于我国转轨经济治理环境的讨论

按照微观经济学的市场供求理论,市场具有自动纠偏的能力。体现在公司治理问题上,如果市场相对有效,它同样能够自动纠正个别公司的治理缺陷。显然,基于上文对五粮液的分析,我们可以推测:市场已经完全了解五粮液所存在的治理缺陷,媒体通过多种方式表示出对五粮液治理缺陷的关注,五粮液中小股东也通过“用脚投票”方式表达了不满,但是,五粮液大股东“意志坚定”,并没有因为市场层面的关注而改变行为模式。因而,我们希望能够进而讨论的问题是:为什么大股东的行为不受约束?或者,在市场层面的因素无法约束到大股东的行为时,还需要什么样的制度安排,才能够有效地约束大股东的行为?

Jensen (1993) 将公司治理的力量分为 4 种:公司控制权市场、法律/政治/法规制度、产品和生产要素市场、以董事会为主的内部控制制度。在这些力量中,除了以董

事会为主的内部控制制度主要来自上市公司自身外,其余都是外部力量,它们又大致可以分为两大类:市场层面的自动约束机制、政府和法律层面的强约束机制。市场层面的力量包括控制权市场、产品和要素市场等,显然,这些力量在约束五粮液管理层方面被证明是失效的,因为,从结果角度看,五粮液的大股东没有被约束;相应的理论分析也表明这一点:控制权高度集中在大股东手中,导致控制权市场无法发挥作用;产品和要素市场上,由于五粮液产品的特殊性,它们并没有受到多少约束。

当市场层面的自动纠偏机制失效后,强制约束机制就显得特别重要的。从目前已有的关于公司治理机制的讨论来看,强制约束机制主要包括两个层面的制度安排:包括中国证监会在内的行政管制干预;股东提起民事诉讼或中国证监会等政府部门提起刑事诉讼。通过行政干预和法律干预的强制力量,纠正大股东的行为偏差。从上文分析来看,五粮液集团既没有受到来自证监会等行政部门的干预,也没有面临任何法律诉讼的压力。

由于我国资本市场在相当长时期里普遍存在大股东滥用控制权、侵害小股东利益的现象,中国证监会在过去这几年,一直致力于规范大股东行为,建立一个保护中小投资者利益的公司治理机制。表 5 是对我国证监会等部门在近年来制定的规范大股东行为的主要监管政策的一个简要描述^⑤。

如果以本文所研究的五粮液案例的时间点为参照,我们以 2004 年为界,自 2004 年起,中国证监会发布了多项法规,主要是针对大股东直接侵占上

表 5 近年来证监会等制定的规范大股东行为的主要监管政策描述

发布时间	主要监管政策
1997年1月1日	《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》
1998年3月17日	《关于股票发行工作若干问题的补充通知》(2006年已废止)
1999年5月6日	《关于上市公司总经理及高层管理人员不得在控股股东单位兼职的通知》
2000年6月6日	《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》
2000年6月26日	《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》
2000年12月5日	《关于规范上市公司和关联人收购商标等无形资产信息披露的通知》
2001年6月18日	《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》
2001年3月15日	《关于做好上市公司新股发行工作的通知》(2006年已废止)
2001年3月28日	《上市公司新股发行管理办法》(2006年已废止)
2002年1月1日	《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》
2002年1月7日	《上市公司治理准则》
2003年8月28日	《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》
2003年10月1日	《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》
2004年12月7日	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》
2005年6月6日	《关于集中解决上市公司资金被占用和违规担保问题的通知》
2005年12月22日	《关于贯彻落实<国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知>的通知》
2006年1月1日	《关于规范上市公司对外担保行为的通知》
2006年3月16日	《上市公司章程指引(2006年修订)》
2006年5月8日	《上市公司证券发行管理办法》

市公司利益、并因此可能对中小投资者造成利益损害的行为。按照上述文告,中国证监会通常很难直接介入五粮液集团对五粮液上市公司的利益侵占行为,因为,五粮液集团与五粮液上市公司之间的所有行为,都是“中规中矩”,有相应的合同为依据(比如,商品使用费、集团收取的各种管理费等),没有担保、直接欠款等证监会明令禁止的行为,同时,五粮液上市公司利润丰厚,这一切都使得中国证监会按照现有法律、法规,无法直接干预五粮液集团公司借助关联往来从上市公司获取现金的行为。

同样,在我国资本市场上,中小投资者也无法对五粮液的这种行为提起诉讼,因为,按照目前的法律规定,上市公司因为虚假陈述、且被中国证监会或其他政府部门正式处罚过,投资者才能提起诉讼。其余行为,即便存在明显不合理或明显侵害中小投资者利益之处,中小投资者所能做的,最多就是“用脚投票”。比如,我们上面曾计算过2006年8月22日前后五粮液股票的市场表现。结果表明,五粮液的投资者在这一区间出现超额损失。按照美国的诉讼制度,投资者就可以据此对上市公司提起诉讼,并借助诉讼行为,迫使上市公司谨慎行事,不再犯类似错误。很遗憾,在目前我国的法律框架下,投资者尚无法提起诉讼。

值得一提的是,2005年8月15日,五粮液在当年披露的中期报告中,在“可供分配的利润”项目下出现一个新项目:品牌建设资金,金额高达6亿元。这种直接违反会计准则和相关制度的做法,被媒体视为不希望向股东分配利润的一种表现。由于深交所和财政部会计司的干预,最后五粮液上市公司于10月初宣布将“品牌建设资金”转回到费用中列支。这一事件本身表明,五粮液管理层不但可以不考虑市场层面的监督与批评,他们也可以不考虑相应会计准则和会计制度的约束和限制。当然,最后纠正这一错误行为的,只能是相应的政府监管部门(深圳证券交易所和财政部会计司)。遗憾的是,对五粮液集团公司通过关联交易从上市公司获取利益的很多其他行为,由于没有涉及到违反会计准则等,监管部门即便想要介入,也“无从下手”。

六、结论与启示

20世纪90年代末期,法律和经济学界的学者着重从另一个更广义的视角来关注公司治理问题,

也即考察法律、市场和企业组织之间的相互作用关系(Morck,2000)。尤以La Porta等(1997,1998)最早从法律视角来研究公司治理问题,为新兴市场经济国家的公司治理研究提供了新的思路。在我国转轨时期的市场制度下,由于法律风险的缺失,大股东滥用控制权以侵占小股东利益的现象比比皆是。自从Johnson等(2000)提出“利益输送”(tunneling)^⑥的概念以来,国内很多学者借用该概念来研究我国上市公司的治理问题。

以五粮液为例,刘峰等(2004)研究表明,我国上市公司大股东借助关联交易进行利益输送具有一定的必然性和普遍性,这也是新兴资本市场上所共有的典型特征之一。鉴于关联交易对外部投资者、甚至资本市场健康发展所具有的负面后果,如何有效约束大股东滥用控制权,已经成为我国资本市场的重要议题。本文作为刘峰等(2004)的后续研究,通过对五粮液上市公司在2003年之后的关联交易、现金股利政策、市场反应等的分析,我们发现,在五粮液治理缺陷以及大股东利益输送特征被发现、并引起市场广泛关注后,大股东滥用控制权、通过关联交易进行利益输送的现象并没有得到缓解。而且,在这一过程中,各种市场机制都在发挥着应有的监督作用。考虑到媒体监督在社会经济领域已经成为一项重要制度机制在起作用^⑦,上市公司的诸多不规范行为也总是最先从新闻媒体的追踪报道开始,本文主要分析了媒体监督对五粮液大股东利益输送行为的约束作用。对于五粮液存在的公司治理缺陷,市场能够有效识别并给予正确的定价,但并不能够通过市场纠正机制来自动纠偏,制约利益输送现象的发生。当市场层面的纠正机制失效后,包括行政干预和法律诉讼在内的强制约束机制也就相应变得更加重要起来。然而,证券监管部门因为多种因素的牵制而无法真正全面、有效地履行监管职能;目前的法律制度总体上并不能够保护小股东的利益免受大股东和其它内部人的侵占。以上各种因素的共同作用,导致大股东的行为很少因为资本市场上的纠正机制而改变。在大股东控制的公司治理环境下,如何防止处于优势地位的大股东侵占小股东利益,成为我国公司治理中的一个“难以破解”的命题。

如果本文的结论能够经得起后续研究的进一步检验,将具有一定的启示作用。首先,学术界对公

公司治理的研究,总是从公司绩效角度来检验公司治理。我们对五粮液系列案例的研究表明,好的公司业绩,并不必然与健全的公司治理相伴存在;换言之,业绩并不是公司治理研究中确当的标识性变量。因此,寻找合适的公司治理界定变量,将是未来学术界关注公司治理研究的主要目标之一^⑩;第二,我们对五粮液案例的系列研究还表明,在我国当前的制度环境下,仅仅依靠市场的自身纠偏机制,并不足以对大股东的行为构成约束和制约。这一发现的学术意义在于:起源于发达市场经济环境下的公司治理研究,隐含了市场有效、可以自动纠偏或惩罚机会主义行为者的假定。其中一些假定在我国当前转型经济环境下是否适用,值得学术界进一步关注。此外,市场不能自动纠正个别公司的治理缺陷、限制大股东恶意侵害小股东利益,还具有较强的政策意义:对监管部门来说,如果要健全或改善我国当前公司治理中所存在的普遍性缺陷,不能仅仅依靠市场的自发机制,而且需要启动强制机制,包括监管部门的行政监管和来自投资者的法律诉讼。

(作者单位:贺建刚,南京财经大学会计学院、上海财经大学会计与财务研究院;魏明海、刘峰,中山大学管理学院;责任编辑:尚增健)

注释

这一结论在中国证监会2003年规范上市公司与大股东及关联方之间资金往来之前是有效的,且被很多经验研究文献所支持(良德信等,2003;陈晓和王琨,2005)。按照一般观察,2003年之后,上市公司与大股东之间的关联交易有所下降。至于2003年之后的有效性,仍然需要相应的经验研究的系统检验。

Shleifer和Vishny(1997)将公司治理直接定义为“投资者如何保证其投资安全并得到回报的方式与手段”。

本文对公司治理组成的讨论,是从动态角度出发的,即:事前某公司的治理机制是否完备;事中的市场识别能力;事后公司治理机制的纠偏能力。这种方式与目前坊间主流模式主要从静态角度关注公司治理的构成内容并不一致。按照作者的检索,Jensen(1993)将控制公司的力量区分为4种:capital markets, legal-political-regulatory systems, product and factor markets, internal control system headed by the board of directors,比较接近上述的动态过程区分模式。

强化媒体监督已经在大量的监管政策(具体可参见文中表5)中得到了很好的体现,甚至在“国九条”中也强调了媒体监督的作用。

主要上市公司向五粮液集团采购原材料、果酒原浆、成品酒;向普什集团采购瓶盖、酒瓶及商标防伪产品等。

主要是上市公司向五粮液集团销售成品白酒、果酒、散酒、印刷品、化工产品等;向普什集团提供印刷品、蒸汽、果酒、劳务等。

2003年8月28日,中国证监会下发《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》(证监发(2003)56号,以下简称56号文件),第一次明确提出了禁止控

股股东通过各种形式侵占上市公司资金的相关规定。

具体链接网址为http://news.hexun.com/2023_1793826A.shtml。

五粮液2004~2007年的平均年净利润为10.65亿,后文会给出具体的数字。

我国资本市场对股利政策的研究,并未形成一致的结论。早期的研究倾向于认为,资本市场更欢迎股票股利政策,但基于最近几年、特别是中国证监会明确要求公司派现方能再融资之后的数据的研究,尚不多见,结论也不一致。因此,这里只是强调五粮液不重视通过现金股利回报中小股东。

⑪这里的媒体包括报纸、杂志、电台、网络等,尤其是网络的披露和转载及时、迅猛,也是我们搜索媒体报道的主要途径。根据信息的可获取性和集中程度,本文主要列出了2004年之后针对五粮液的媒体质疑。搜索日期为2007年5月3日,媒体文章被引用次数也以此为截止点。

⑫和讯网站五粮液专题链接地址:http://topic.news.hexun.com/stock/blank1_4350.aspx。

⑬根据五粮液公布的股权分置改革实施公告,大股东所持股份解除限售上市流通时间安排为:至2007年3月31日可流通5%股份;至2008年3月31日可流通10%股份;至2009年3月31日可全部流通。

⑭其中月个股回报率采用考虑现金红利再投资的月个股回报率,月市场回报率采用考虑现金再投资的月市场回报率(等权平均法)。

⑮在具体会计准则关联方关系及其交易出台之后,证监会要求上市公司从1998年起在年度报告中披露关联交易,因此本文也仅主要列出了此后逐年制定并发布的规范大股东行为的主要监管政策。

⑯根据国内研究文献的习惯用法,本文同样将英文单词“tunneling”意译为“利益输送”,与“掏空”、“隧道挖掘”是同样的概念。

⑰这样的事例很多,比如2007年5月在山西省洪洞县爆发的黑砖窑事件,便是在无法阻挡的舆论浪潮中被层层揭发出来的,就连当地政府官员都认为“不是个大事”的非法砖窑问题,在媒体监督的考量和捶问下,很快便让事实大白于天下,相关责任人也受到了应有的处罚。

⑱进而言之,公司治理这一术语由于可涵盖的内容太多,不确定性太大,因此,我们未来的研究中,将集中关注中小投资者利益保护,而尽量避免使用公司治理。

参考文献

(1)陈信元、陈冬华、朱凯:《股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向》,《中国会计与财务研究》,2004年12月。

(2)陈志武:《市场经济的必要制度机制:新闻媒体》,2002年11月北京大学光华管理学院的报告。

(3)封思贤:《独立董事制度对关联交易影响的实证研究》,《商业经济与管理》,2005年第3期。

(4)刘峰、贺建刚、魏明海:《控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究》,《管理世界》,2004年第8期。

(5)上海证券交易所研究中心:《中国上市公司治理报告(2003)》,2003年。

(6)徐莉萍、辛宇、陈工孟:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》,2006年第1期。

(7)徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》,2003年第2期。

(8)姚颐、刘志远、王健:《股权分置改革、机构投资者与投资者保护》,《金融研究》,2007年第11期。

(9)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年第4期。

(10)张光荣、曾勇:《大股东的支撑行为与(下转第164页)》

理论述评

(27) 厉以宁:《论民营经济》,北京大学出版社,2007年,第22~24页。

(28) 栗战书:《中国家族企业发展中面临的问题与对策建议》,《中国工业经济》,2003年第3期。

(29) 梁传运:《应当确立私人企业的法律地位》,《未定稿》,1986年第21期。

(30) 蒯子荣:《山东省经济学会年会讨论个体经济性质等问题》,《经济学动态》,1981年第3期。

(31) 刘诗白:《论社会主义制度下个体所有制的性质》,《经济问题探索》,1982年第6期。

(32) 刘世锦:《自主创新是民企发展的原动力》,《三江论坛》,2008年第3期。

(33) 刘西荣、郭健:《关于我国发展私人经济的几个问题》,《未定稿》,1988年第21期。

(34) 刘阳:《牢狱中狱中说“原罪”》,《南风窗》,2003年8月15日。

(35) 刘义圣:《民间资本市场准入的障碍与超越》,《经济学动态》,2003年第9期。

(36) 刘迎秋:《民营企业发展最急需的是什么》,《民营经济报》,2007年5月28日。

(37) 刘云才:《民企如何摆脱“原罪论”困扰?》,《新京报》,2006年11月2日。

(38) 骆耕漠:《骆耕漠集》,中国社会科学出版社,2002年,第295页。

(39) 马立诚:《大突破:中国私营经济风云录》,中华工商联合出版社,2006年。

(40) 潘石、孙世强:《中国私营资本原始积累“原罪”说辨析》,《江汉论坛》,2006年第6期。

(41) 石友金:《论发展民营经济的成本耗费与回收》,《经济研究》,1993年第11期。

(42) 卫兴华:《关于个体经济存在和发展的若干理论问题》,《新湘评论》,1980年第8期。

(43) 王海军、杨汉强:《邓小平的南方谈话与中国私营经济的发展》,《理论学刊》,2007年2月。

(44) 王劲松等:《中国民营经济的产业结构演进》,《管理世界》,2005年第10期。

(45) 王松奇:《民企“原罪论”可以休矣》,《科技创业月刊》,2003年第10期。

(46) 吴敬琏:《民营经济发展要有新思路》,《北京日报》,2003年6月30日。

(47) 晓亮:《现阶段私营经济和公有经济的关系问题》,《经营之友》,1997年第2期。

(48) 晓亮:《论改革开放和中国民营经济三十年》,《理论前

沿》,2008年第5期。

(49) 解红玲:《改革开放以来党的私营经济政策的演变》,《雁北师范学院学报》,2007年2月。

(50) 薛暮桥:《广开就业门路必须改变劳动管理制度》,《人民日报》,1979年7月20日。

(51) 杨鹏:《子虚乌有的“原罪”问题》,《资本市场》,2007年第4期。

(52) 杨启先:《加快民营经济发展必须解决两大问题》,《福建改革》,2000年第11期。

(53) 杨涛:《民企的所谓“原罪”论争与化解之策》,《中国改革报》,2007年1月31日。

(54) 杨于泽:《警惕“原罪”掩盖了“现罪”》,《民营经济内参》,2004年2月20日。

(55) 易宪容:《民营企业何来“原罪”之说?》,《中国经济时报》,2006年11月8日。

(56) 俞景华:《私营经济发展》,载《经济研究》编辑部编:《中国经济理论问题争鸣》,中国财政经济出版社,2002年。

(57) 詹继生:《试论当前我国生产资料所有制结构问题》,《江西社会科学》,1981年第2期。

(58) 张厚义、刘文璞:《中国的私营经济与私营企业主》,知识出版社,1995年,第326页。

(59) 张厚义、秦少相:《农村私营企业的发展及其对策研究》,《未定稿》,1988年第12期。

(60) 张树文:《一支行将崛起的新军》,《中国农村经济》,1988年第12期。

(61) 张问敏等编:《中国经济大论战》第10辑,经济科学出版社,2005年,第165页。

(62) 张永康:《我国民营经济发展的问题与对策》,《中国集体经济》,2007年第1期。

(63) 张云声:《共产党员要在劳动与剥削之间划清界限——谈谈为什么不能吸收私营企业主入党》,《真理的追求》,2000年第8期。

(64) 赵江涛:《民企“原罪”问题引起学界思考》,《中国改革报》,2003年7月8日。

(65) 郑红亮等编:《中国经济大论战》第9辑,经济科学出版社,2004年,第171页。

(66) 中共温州市委政研室:《雇工经营若干问题的分析》,《个体经济调查与研究》,经济科学出版社,1986年,第233~234页。

(67) 周石山:《要让私营经济在农村充分发展》,《财经理论与实践》,1988年第6期。

(68) 周晓梅:《我国现阶段家族企业发展模式研究》,《当代经济研究》,2006年第2期。

(上接第150页)隧道行为——基于托普软件的案例研究》,《管理世界》,2006年第8期。

(11) Dyck, A., N. Volchkova and L. Zingales, 2006, “The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia”, NBER Working paper.

(12) Jensen, M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exist, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, 3(July), 831~880.

(13) Joe, Jennifer R., 2003, “Why Press Coverage of a Client Influences the Audit Opinion”, *Journal of Accounting Research*, 41, 109~133.

(14) Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-

Silanes and Andrei Shleifer, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review*, 90, 22~27.

(15) La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, (52), 1131~1150.

(16) La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113~1155.

(17) Morck, R. K., 2000, *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.

(18) Shleifer, A., and R. W., Vishny, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737~783.