

看张裕 A 股改后的盈余管理

杨 森

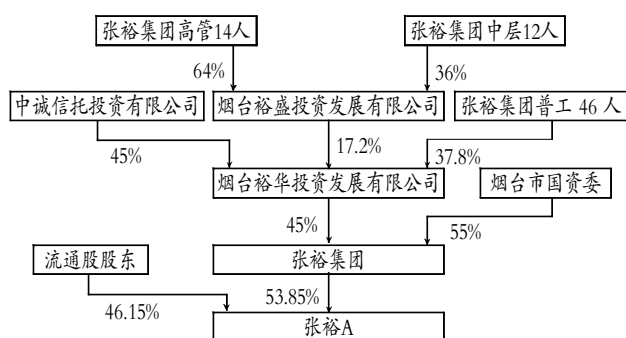
(宿迁学院 江苏宿迁 223800)

【摘要】张裕 A 股改后在财务核算和公司治理方面存在诸多问题,本文对其盈余管理动机和方法进行了探讨,认为发放高额现金股利可能是其利益输送的一种途径,并提出应该对非理性的高额派现行为进行适当的限制,以保护中小投资者的长远利益。

【关键词】张裕 A 盈余管理 股利政策 利益输送

一、张裕 A 股改背景

张裕 A 于 2004 年开始以 EMBO 方式进行改制。2004 年 10 月底裕华投资取得张裕集团 45% 的股权,2005 年烟台市国资委陆续出让张裕集团股份后,裕华投资取得了张裕集团的实际控制权。裕华投资出资人为 46 名自然人和两家法人企业。其中,通过职工信托方式代表 2 087 名普通职工的 46 名自然人出资 1.467 亿元,占注册资本的 37.8%。裕华投资另两家法人出资人分别是裕盛投资和中诚信托,其出资额分别为 6 733.3 万元和 1.74 亿元,占裕华投资注册资本的 17.2% 和 45%。裕盛投资由 26 名自然人股东出资设立,其中,张裕集团和张裕高级管理人员共 14 人,出资占其注册资本的 64%,通过职工信托方式代表 145 名中层骨干的 12 名自然人出资占其注册资本的 36%。张裕 A 2004 年改制时股权结构如下图所示。



张裕 A 2004 年改制时股权结构

中诚信托虽暂为裕华投资第一大股东,但并不参与其经营管理。裕盛投资与中诚信托签署的信托计划本质上是一份期限为 3 年的固定收益产品,年收益率为 7.22%。由于裕华投资通过与集合资金信托合同中的委托人签订《信托受益权转让合同》获得了 62.2% 股权的受益权,待裕盛投资支付全部信托受益权转让价款 1.74 亿元后,中诚信托就会将其所持有的 45% 股权转让给裕盛投资,届时裕盛投资的股权将变更为 62.2%,成为裕华投资的实际控制人。据张裕 A 2006 年年报披露,中诚信托已将 37.27% 的烟台裕华股份转让给裕盛公司,

其持有的烟台裕华的股份已降为 7.73%。至张裕 A 2008 年年报发布时,中诚信托所持的烟台裕华股份已经按协议全部转让给裕盛公司。

二、张裕 A 进行盈余管理的动机

资料显示,裕盛投资与中诚信托签订的协议没有设定任何的担保和抵押,相当于高管要用三年时间赎回中诚信托持有的 45% 裕华投资股权。按照信托计划,张裕 A 高管要支付总计 2.1 亿元的款项,意味着平均每年需要支付 7 000 多万元,而按照张裕 A 年报数据,公司高管 2002~2007 年薪酬合计数分别为:137 万元、157 万元、184 万元、483 万元、536 万元、592 万元。很明显,仅仅依靠高管薪酬是无法在三年内足额支付 2.1 亿元的股权转让价款的,每年资金的缺口将达到 6 000 多万元。但至 2008 年年报公布时,中诚信托已将全部股份转让给了裕盛投资,那么如此大的资金缺口是如何弥补的呢?

高额的现金股利或许是公司高管支付股权对价的资金来源之一。观察张裕 A 2002~2010 年的年度利润及股利支付率数据(见表 1),可以发现股改开始的 2004 年公司取得的利润总额为 20 412 万元,当年支付的股利为 20 280 万元,股利支付率高达 99.35%,而在信托投资协议约定的付款期内,即 2004~2007 年间,股利支付率均在 90% 以上。

表 1 张裕 A 2002~2010 年净利及股利支付率 金额单位:万元

年度 项目	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
利润	11 124	15 125	20 412	31 236	44 386	63 562	89 462	112 732	143 421
股利	5 200	3 120	20 280	28 392	42 182.4	58 000.8	63 273	63 273	73 819
支付率	46.75%	20.63%	99.35%	90.64%	95.04%	91.25%	70.73%	56.13%	51.74%

从表 1 可以看出,自 2004 年股改开始至 2010 年末,张裕 A 累计分红高达 35 亿元之多,年均分红额度为 5 亿元,而在股改之前的 2000~2003 年四年间张裕 A 累计分红不超过 2 亿元。股利支付率明显可以分为三个阶段,股改前 2002~2003 年平均支付率为 33.69%;股改后信托协议付款期 2004~2007 年平均股利支付率为 94.07%;协议付款期后的 2008~2010 年

平均股利支付率为 59.53%。

张裕 A 股改后进行高额分红或许是向大股东输送利益的一种途径。根据隧道理论:大股东倾向于利用自己手中的控制权,通过各种地下通道(即“隧道”)从上市公司中转移资产和利润,由此对中小股东造成利益侵害。利益输送通常表现为两种形式:一种是大股东为了自身利益通过关联方交易从上市公司中转移资源;另一种方式是大股东在不转移任何资产的情况下增加控股股东的份额。笔者认为张裕 A 股利支付呈现出前述特点绝非巧合,而正是利益输送的一种方式。要实现利益侵占,盈余管理是重要手段,因此,信托协议期限内,公司会虚增利润,以高额分红作为收购资金;取得目标股权后,公司会虚减利润,避免进一步透支公司成长性。

三、张裕 A 盈余管理方法剖析

1. 延长葡萄树的折旧年限。一般葡萄树折旧年限为 15 年,因为葡萄树从种植开始,前 5 年所产葡萄一般不能用于酿酒,而其寿命大致在 6~10 年,也就是说折旧年限为 11~15 年,只有极少数优质葡萄树的折旧年限能够达到 20~25 年。而张裕 A 年报显示,其葡萄树折旧年限为 20 年。比行业内的一般折旧年限长,这可以显著降低当期折旧从而提前释放利润。

2. 在建工程不及时转入固定资产。2008 年,公司控股子公司张裕(宁夏)葡萄酒有限公司的车间、办公楼等项目的“在建工程”科目余额为 7 035.82 万元,上述工程已达到预定可使用状态,公司未及时转入固定资产核算并计提折旧。另外,北京酒庄的欧洲小镇项目“在建工程”科目余额为 1 633 万元,该项目已完工使用,公司未转入固定资产核算。上述行为会导致当期折旧费用的降低,从而虚增利润。

3. 控制成本费用。按照笔者前述猜想,在信托协议付款期限内张裕 A 高管为获取高额分红必然采取高速扩张的策略,同时会严格控制成本费用以增加盈余,那么事实如何呢?如表 2 所示,观察张裕 A 2002~2010 年期间费用率和主营业务收入与净利润的变化可以看到:张裕 A 费用率大致为 30%左右,但在协议付款期内期间费用率降幅较为明显,从 2006 年的 30.1%下降到 2007 年的 28.5%。9 年间净利润的增幅相对于主营业务收入的增幅也是比较大的,2005 年净利润的增幅高达 53%。对比另一家葡萄酒企业王朝酒业,张裕和王朝酒业毛利率大致相当,都在 50%左右,但王朝酒业 2006 年和 2007 年的管理费用率大致在 6%~9%,营业费用率超过 30%,整个期间费用率约为 40%左右,比张裕 A 高出 10%左右,因此,正是对营销费用的控制使得张裕 A 取得了远超过行业平均增幅的高增长,高盈余为公司实施高分红的股利政策带来了较大的操作空间。

表 2 张裕 A2002~2010 年期间费用率、主营业务收入及净利润增幅 单位:万元

年度项目	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
费用率	31.5%	28.1%	31.9%	34.1%	30.1%	28.5%	29.8%	30.6%	30.7%
收入增幅	-4.8%	22.1%	18.2%	34.8%	19.9%	26.3%	26.5%	21.6%	18.7%
净利增幅	-3.52%	35.97%	35%	53.03%	42.1%	44%	40%	27%	28%

另外,根据山东证监局的认定:截至 2009 年 12 月 31 日,公司逐年累计多计提广告费 13 354 万元,其中 2009 年多计提 375 万元,以前年度多计提 12 979 万元。笔者注意到,2009 年多计提的 375 万元只占 13 354 万元的 2.81%。可以猜想通过多计提广告费用虚减利润的行为在 2009 年之前已经出现,如表 3 所示,观察张裕 A 近年来“其他应付款”中“应付广告费”的情况可以发现:2008 年 6 月 30 日,张裕 A 应付广告费就曾经达到了 2.21 亿元,而 2009 年末也不过 2.32 亿元,而且 2010 年上半年公司预提的广告费并没有增加多少,所以可以肯定,张裕 A 蓄意多提广告费用的时间段应该是 2007 年 12 月 31 日至 2008 年 6 月 30 日之间,而这一时间恰恰是信托协议付款期限结束之时。

表 3 张裕 A 应付广告费 单位:万元

日期项目	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-6-30	2009-12-31
应付广告费	5 824	7 973	8 627	22 127	23 201
预提增加额	-	2 149	654	13 500	1 074

公开资料无法显示成本费用的合法性和合规性,但从上述分析可看出,张裕 A 为实施高分红股利政策,在 2004~2007 年间通过控制成本费用取得了远高于行业平均水平的利润增幅;为避免过度透支企业的成长性,2008~2010 年间又通过多计提广告费用的方法企图将前期过度透支的利润“轧平”。

四、启示与建议

在国外的文献中,现金股利一直被视为典型的由全部股东按各自的持股比例分享的利益,甚至被当做度量小股东利益受保护程度的指标。我国《公司法》也规定:公司应当在章程中明确现金分红政策,且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。这些观点和政策都特别强调现金股利政策是对中小投资者的保护,但通过张裕 A 的案例我们看到,发放高额的现金股利有可能是大股东进行利益输送的一种途径,同时一般伴随着盈余管理行为,而存在盈余管理行为的公司一般都存在公司治理方面的问题,这通常最终都会导致投资者的利益受损。基于此,笔者认为应从以下两个方面着手加强上市公司股利分配行为的市场监管:

1. 对非理性派现应有一定限制。目前的政策将最低派现数量与公司融资资格相挂钩来鼓励公司分配现金股利。同理,对影响公司长远发展的透支公司成长性的非理性派现也要有一定限制。

2. 加强保护小股东利益。强化小股东权利实现机制和股东大会的作用,强化控股股东的法律责任,这些是加强保护小股东利益和抑制控股股东利己行为的重要措施。

主要参考文献

1. 张远新.张裕 A 高分红悬疑.新财经,2009;6
2. 秦天,刘亚琳.盈余管理动机分析与评价.会计师,2009;2
3. 王曼舒,齐寅峰.高额现金股利分配的原因分析——基于沧州明珠的案例研究.管理学报,2009;6