

财务报表分析

Financial Statement Analysis

(handout6)

张昕

Email: xzhang@nsd.pku.edu.cn

公司治理（**Corporate Governance**）

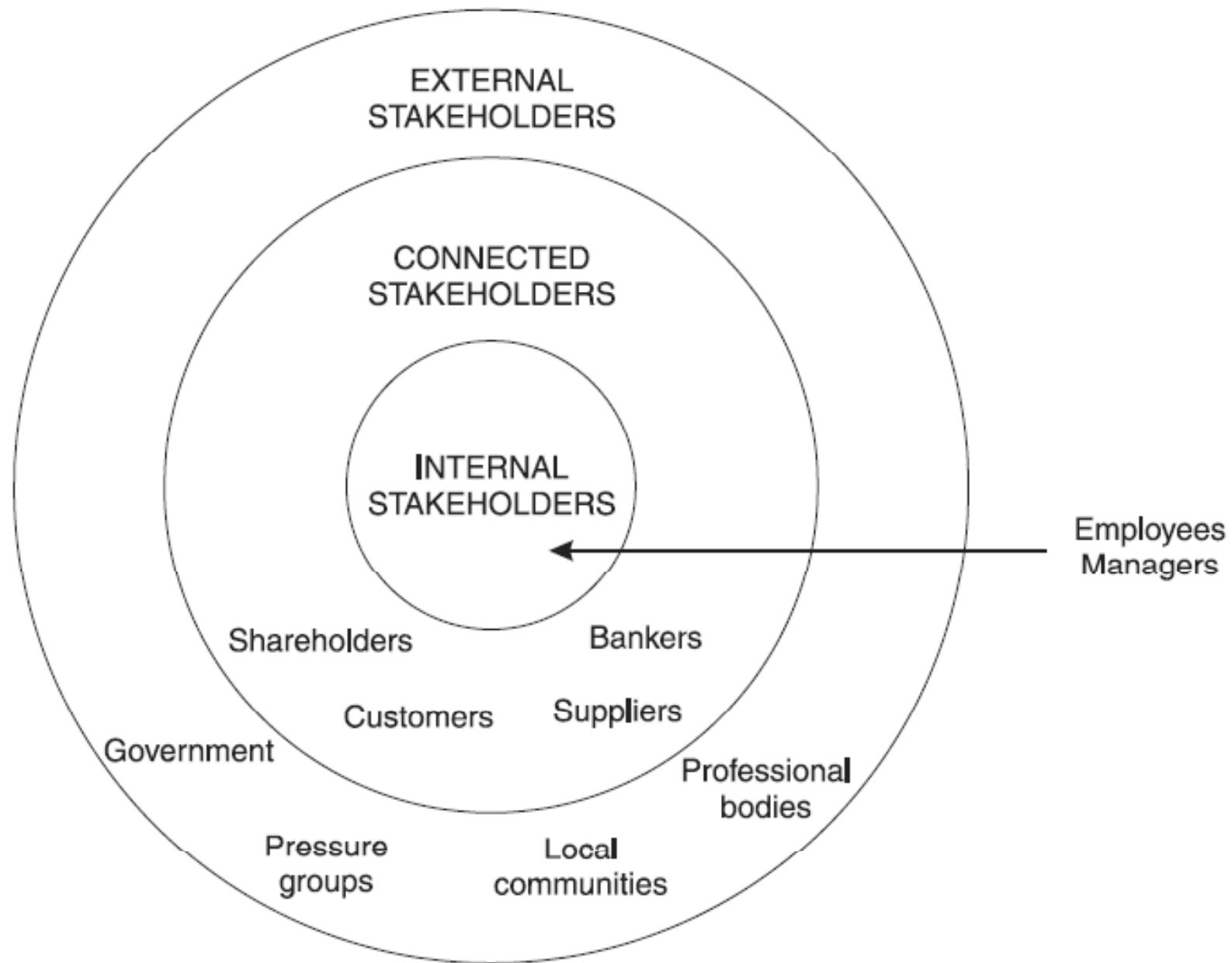
- 广义：通过一套制度或机制来协调公司与利益相关者（股东、债权人、管理人员、供应者、员工、政府）之间的利益关系

◆ **Stakeholder Theory**

- 狭义：通过一套制度或机制来协调公司股东与管理人员、以及股东之间的利益关系

◆ **Stockholder Theory（Shareholder Theory）**

Stakeholders are groups or individuals having a legitimate interest in the activities of an organisation, generally comprising customers, employees, the community, shareholders, suppliers and lenders.



公司治理

■ 英美模式

- ◆ 设立董事会，董事会聘请管理团队，不设监事会
- ◆ 董事会（**Board of directors**）中设“独立董事”——与公司没有“重大关系”的董事（美国证券交易委员会）。没有“重大关系”指以下情形：
 - ◆ 不是公司以前的执行董事，与公司没有职业上的关系；
 - ◆ 不是公司重要的消费者或供应商；
 - ◆ 不是以个人关系为基础而被推荐或任命的；
 - ◆ 与任何执行董事没有密切的私人关系；
 - ◆ 不具有大额股份或代表任何重要的股东等

公司治理

■ 德国模式（**dual board**）

- ◆ 设立监事会（**Supervisory board**），监事会成员由公司员工、工会成员和股东指定（银行）
- ◆ 董事会（管理委员会）的成员由监事会指定

■ 中国模式

- ◆ 证监会**2001**年发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，《公司法》
- ◆ 《公司法》要求股份有限公司设监事会，监事会无权决定董事会成员

国内首家引进独立董事的上市公司？

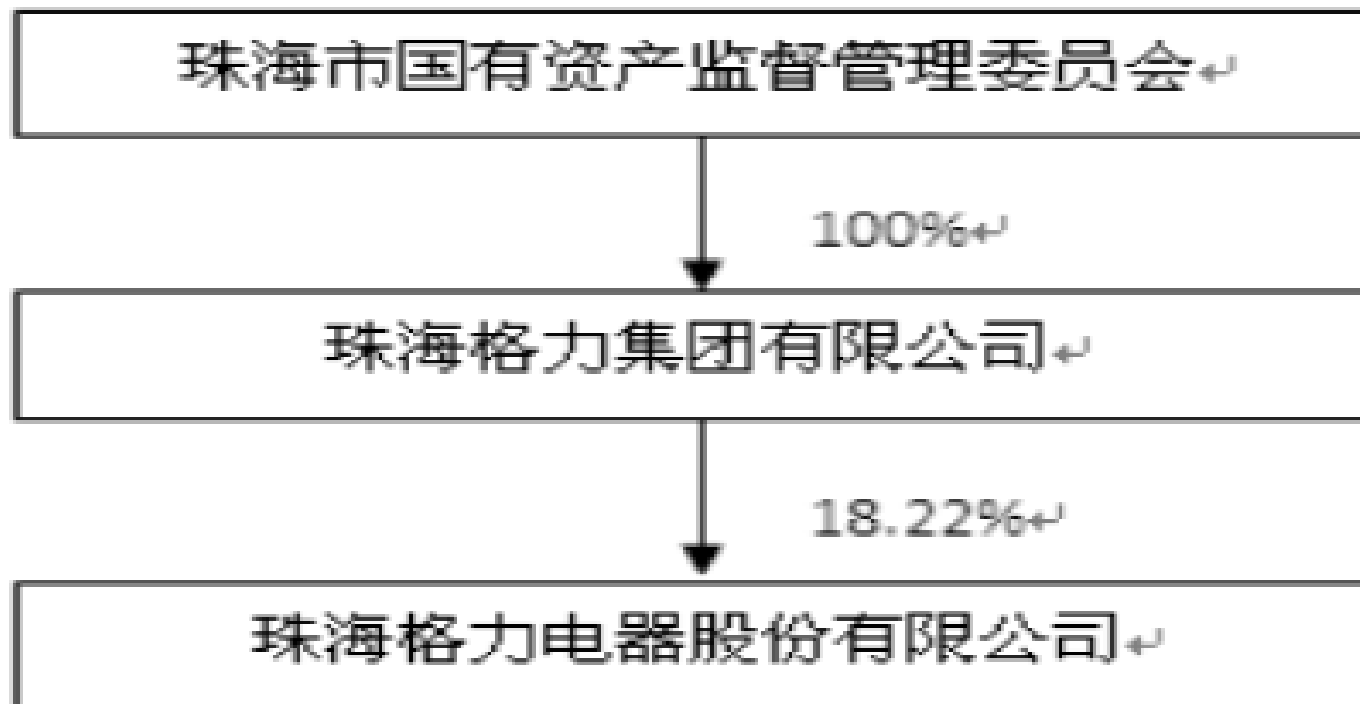
公司治理

■ 控股股东

◆ 绝对控股股东：股权比例超过**50%**，例如，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司持股贵州茅台酒股份有限公司**61.99%**的股权

◆ 相对控股股东：股权比例不及**50%**但能实施控制，格力集团持股格力电器的**18.22%**股权

■ 实际控制人：通过股权、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人、法人或其他组织，分析中可重点关注实际控制人情况：国有/民营



地方国有企业

公司治理

■ 腾讯公司实际控制人

- ◆ 第一大股东：南非的米拉德国际控股公司
- ◆ 第二大股东：**Advance Data Services Limited**

股東名稱	好倉／淡倉	權益性質／身份	所持股份／ 相關股份數目	佔已發行 股本百分比
MIH TC	好倉	公司(附註2)	3,151,201,900 (附註1)	33.63%
Advance Data Services Limited	好倉	公司(附註3)	924,353,200 (附註1)	9.86%

注：马化腾全资拥有**Advance Data Services Limited**

ExxonMobil股权结构

2017年6月30日

机构持股人	股数	股权比例%
VANGUARD GROUP INC	309,411,379	7.30
BLACKROCK INC.	256,590,217	6.06
STATE STREET CORP	208,886,675	4.93
NORTHERN TRUST CORP	55,832,375	1.32
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	54,169,811	1.28

微软股权结构

2017年3月30日

机构持股人	股数	股权比例 %
Vanguard Group, Inc.	538,998,598	6.98
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	471,200,430	6.10
Capital World Investors	337,753,411	4.37
State Street Corporation	318,681,830	4.13
Price (T.Rowe) Associates Inc	183,580,207	2.23

公司治理

- 内部人控制（**Insider Control**）问题：在所有者与经营者利益的不一致的情况下，由于疏于对经营者管理，导致了经营者控制公司的现象
 - ◆ 股权过于分散
 - ◆ 国有企业
 - ◆ 重要股东缺乏管理能力、没有充分行使权利

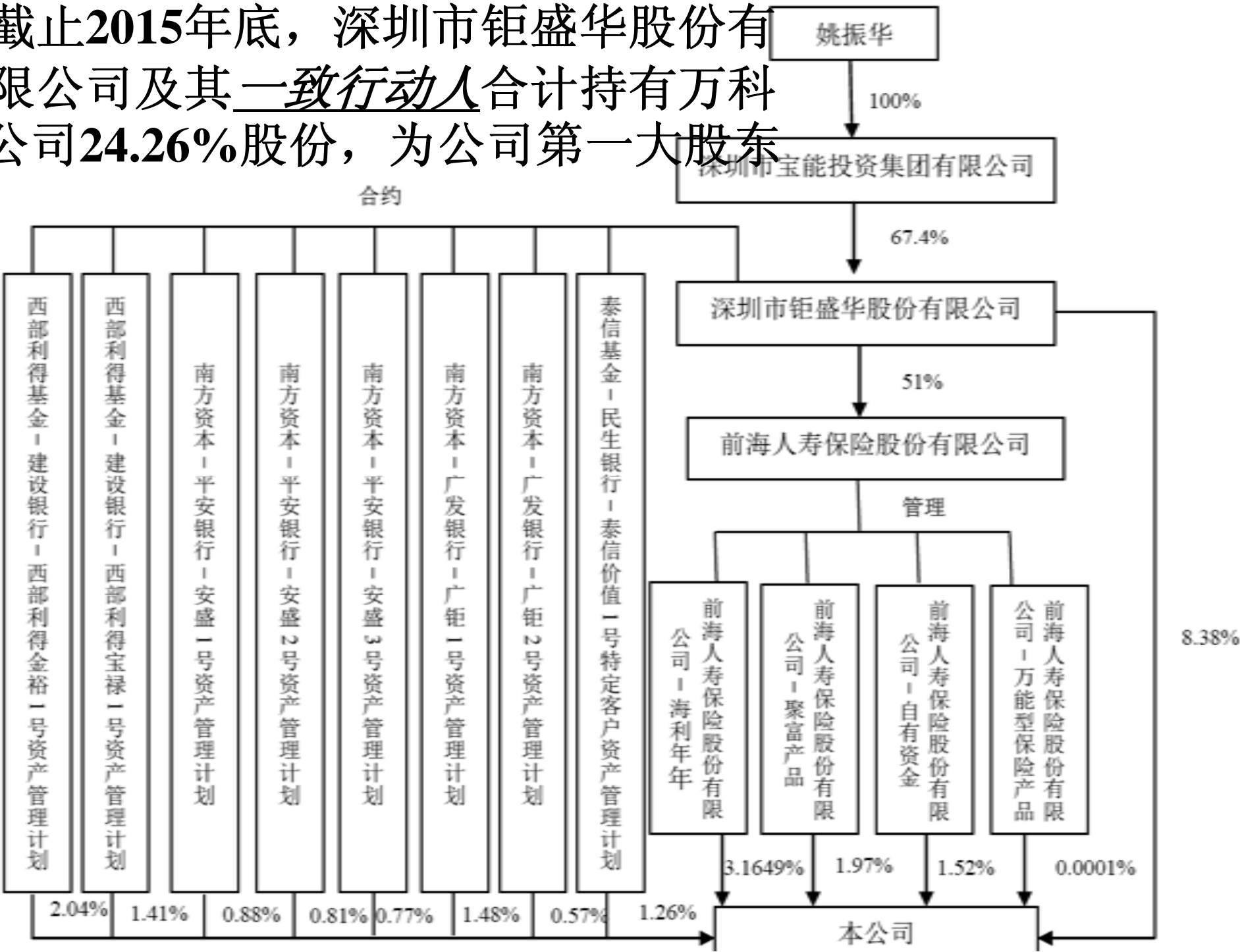
根本原因：没有对代理人形成有效控制与监督

万科股权结构

2015 年报

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	华润股份有限公司	-	1,682,759,247	0	15.2300
2	香港中央结算(代理人)有限公司	-	1,314,933,176	3,599	11.9000
3	深圳市钜盛华股份有限公司	新进	926,070,472		8.3800
4	国信证券-工商银行-国信金鹏分级1号集合资产管理计划	-	456,993,190	0	4.1400
5	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	减持	349,776,441	0	3.1600
6	中国证券金融股份有限公司	-	330,361,206	0	2.9900
7	招商财富-招商银行-德赢1号专项资产管理计划	增持	329,352,920	101,326,888	2.9800
8	安邦财产保险股份有限公司-传统产品	新进	258,167,403		2.3400
9	安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	新进	243,677,851		2.2000
10	西部利得基金-建设银行-西部利得金裕1号资产管理计划	新进	225,494,379		2.0400
	合 计	-	6,117,586,285		55.3600

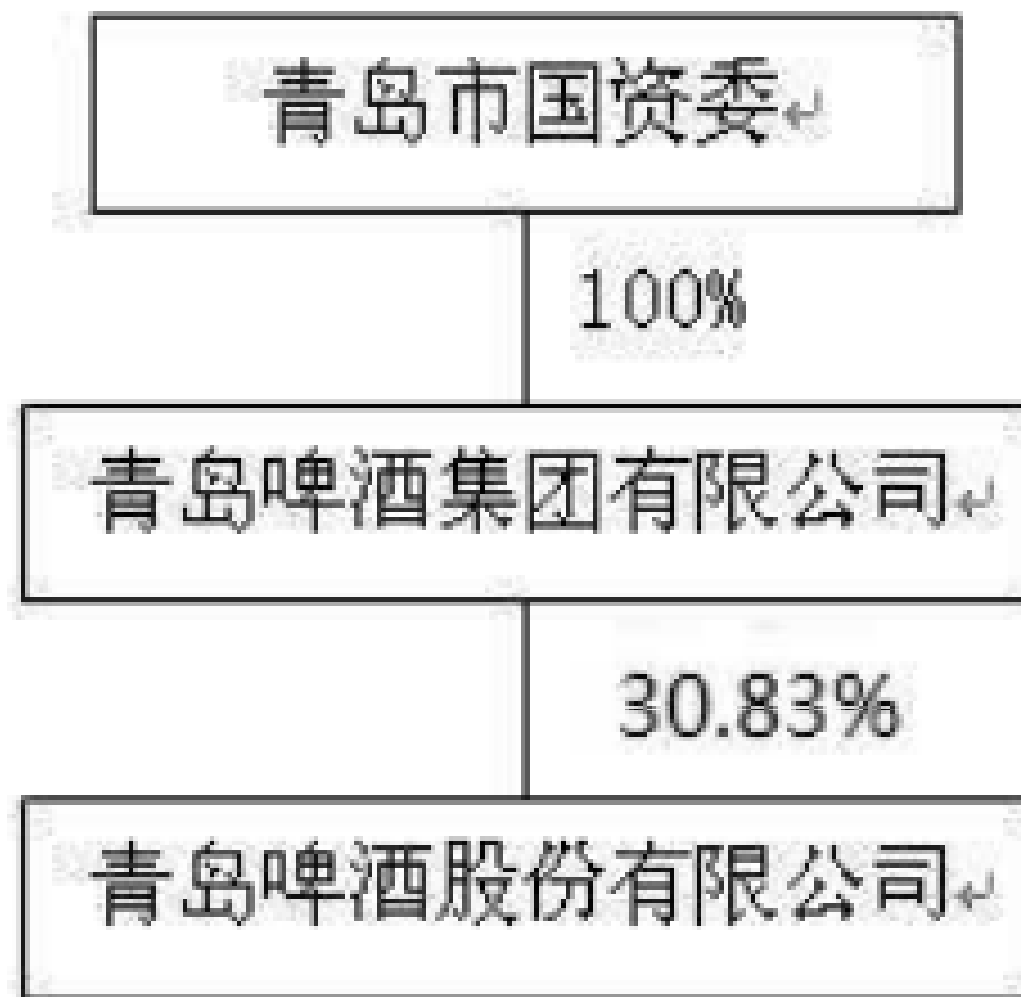
截止2015年底，深圳市钜盛华股份有限公司及其一致行动人合计持有万科公司24.26%股份，为公司第一大股东





王石

人生旅途（151）为什么不欢迎你做万科第一大股东？当宝能系增持万科股份到10%的节点时，我同姚先生有次4小时的谈话，其要替代华润成为第一大股东的意图非常明确，我的态度也很清楚：你不够格成为万科的第一大股东，因为宝能系的经营纪录的信用不够资格，万科团队不欢迎你。几个月前的事了，只是当时还没超越华润，也不适合公开对股东说三道四。现在已很明朗，我也不用客气了，姚先生，我、郁亮和团队不欢迎你的宝能系成为万科的第一大股东，因为你的信用不够格。股市，资本很牛X，但掌控资本后面的人或有底线或铤而走险，无论如何，资本之外还有信用的力量、道德的力量。这场较量才是开始。



地方国有
企业

青岛啤酒股权结构

■ 外方股东——朝日

前十名股东持股情况							
股东名称 (全称)	报告期内 增减	期末持股数 量	比例 (%)	持有有 限售条 件股份 数量	质押或冻结情况		股东 性质
					股份 状态	数量	
青岛啤酒集团有限 公司	0	416, 448, 055	30. 83	0	无		国有法人
香港中央结算（代 理人）有限公司	-90, 000	370, 425, 449	27. 42	0	未知		境外法人
朝日集团控股株式 会社	0	270, 127, 836	19. 99	0	未知		境外法人

2009年4月30日，百威英博宣布将**27%**的青岛啤酒股份中**19.99%**出售给**日本朝日集团**，朝日集团成为青岛啤酒第二大股东。**2009年5月7日**，百威英博与将剩余**7.01%**青啤股份卖给**陈发树**

青岛啤酒股利分配

报告期	净利润(亿)	现金分红(亿)	股利支付率	每股股利(元)
2016年	10.43	4.73	45.3%	0.35
2015年	17.13	5.27	32.7%	0.39
2014年	19.9	6.08	30.6%	0.45
2013年	19.73	6.08	30.8%	0.45
2012年	17.59	5.40	30.7%	0.4
2011年	17.38	3.51	20.2%	0.26
2010年	15.20	2.43	16.0%	0.18
2009年	12.53	2.16	17.3%	0.16
2008年	7.00	3.27	46.8%	0.25
2007年	5.58	2.88	51.6%	0.22
2006年	4.37	2.88	65.9%	0.22
2005年	3.04	2.09	68.9%	0.16
2004年	2.80	1.96	70.2%	0.19

华润雪花啤酒股东

■ 外方股东——SABMiller

◆ 华润创业公司年报

我們與全球最大的啤酒企業之一SABMiller PLC合作已接近二十年之久；二零一一年亦與亞洲領先的食品和飲料公司——麒麟控股株

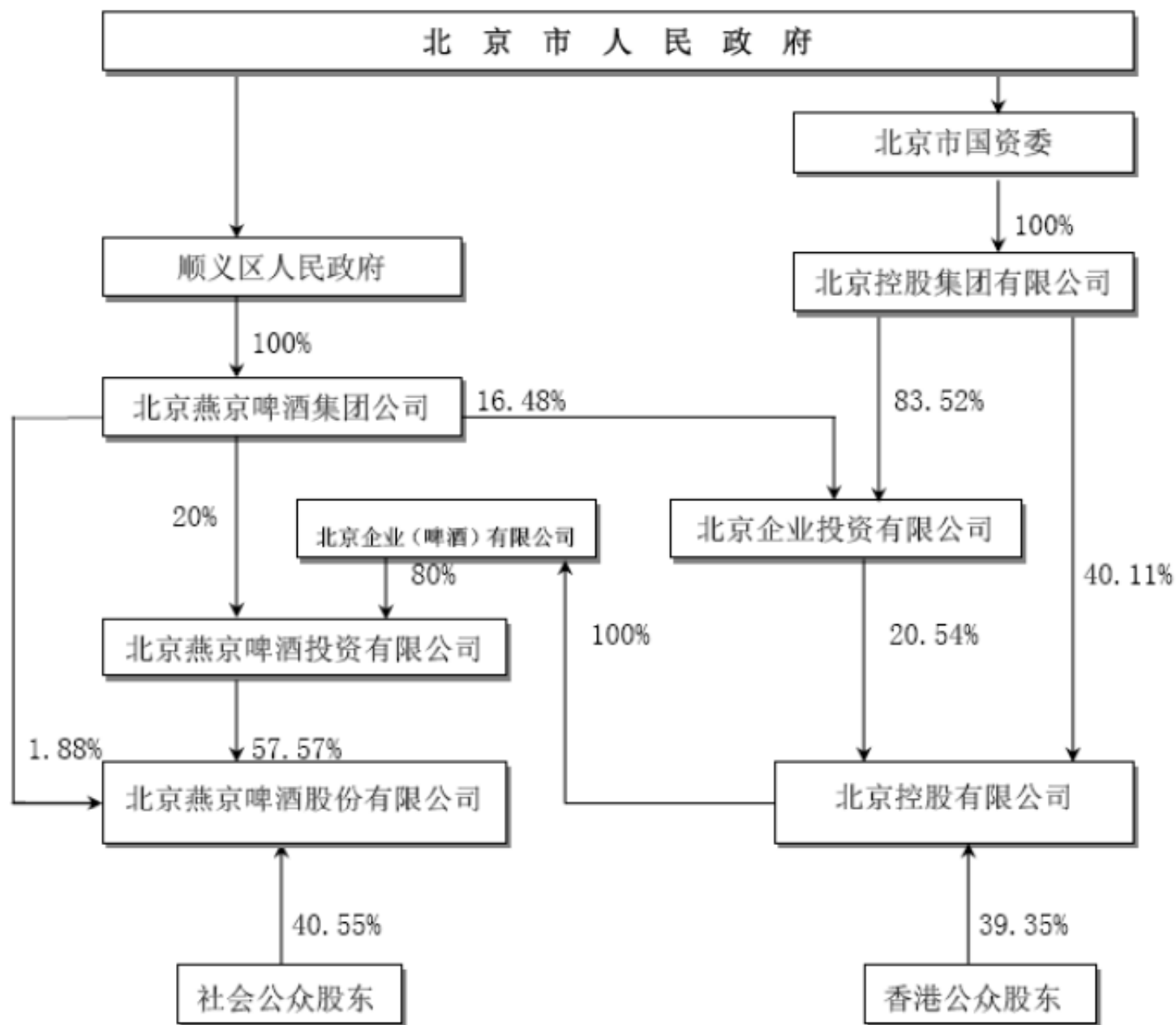
We have formed a strong bond with SABMiller PLC, one of the world's largest brewery companies, for approximately 20 years. We also had another fruitful achievement in 2011 with the

◆ SABMiller公司年报

Name	Country of incorporation	Nature of relationship	Principal activity	Effective interest	
				2014	2013
Asia Pacific operations					
China Resources Snow Breweries Ltd ²	British Virgin Islands	Associate	Holding company for brewing subsidiaries located in China	49%	49%

2016年3月2日，华润啤酒（控股）有限公司（00291.HK）发布公告，宣布与百威英博达成协议，以16亿美元购入南非米勒持有的49%华润雪花啤酒的股权。

地方国有企业



燕京啤酒主要股东

2017 中报

排名	股东名称	方向 ②	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	北京燕京啤酒投资有限公司	-	1,617,727,568	0	57.4000
2	中国证券金融股份有限公司	-	73,920,617	0	2.6200
3	北京燕京啤酒集团公司	-	52,686,697	0	1.8700
4	中央汇金资产管理有限责任公司	-	38,855,400	0	1.3800
5	天安财产保险股份有限公司-保赢1号	-	31,878,515	0	1.1300
6	DEUTSCHE BANK AKTIENGESellschaft	减持	29,608,124	-4,726,549	1.0500

重庆啤酒大股东

2017 中报

排名	股东名称	方向 ②	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	嘉士伯啤酒厂香港有限公司	-	205,882,718	0	42.5400
2	CARLSBERG CHONGQING LIMITED	-	84,500,000	0	17.4600




企业改制上市模式



- 1993年，全国人大常委会通过了《中华人民共和国公司法》，首次提出了股份有限公司的企业组织形式。原来的国有企业、集体企业如果想通过发行股票筹集资金，**必须要进行股份制改造**
 - ◆ 整体上市：企业将其主要资产和业务整体改制为股份有限公司公开上市，TCL集团
 - ◆ 分拆上市（**carve out**）：企业将其**部分核心资产、业务或某个子公司改制为股份有限公司公开上市**


注意与**Spin-offs**区别

企业改制上市模式

- 由于整体上市对于企业改制较为全面彻底、要求较高，很多企业短期内很难达到标准
- 我国资本市场早期实行股票发行的规模控制和逐级审批，限制了上市公司的规模与融资额度
- 分拆上市成为大多数国企改制上市的首选模式
企业实现主辅分离，原来的主业资产形成了股份有限公司，辅业资产形成了集团公司或集团公司下属的未上市企业，产生公司治理问题
- 民营企业选择分拆上市的背后原因 

国务院国有资产监督管理委员会

100%

中国石化集团公司 

71.32%^注

中国石油化工股份有限公司

中央国有企业

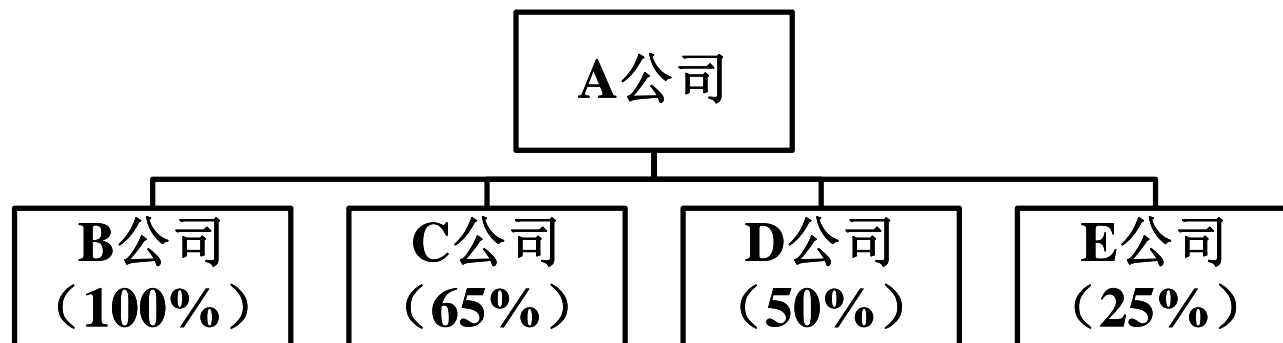
2016年	资产总额	员工总数
集团公司	21594亿	75.2万
股份公司	14986亿	35.9万

国内上市公司的治理问题

- 同业竞争：公司所从事的业务与其控股股东、实际控制人及其所控制的其他企业从事的业务相同或近似，双方构成竞争关系——竞业禁止
- 哈药集团：哈药股份与三精制药医药工业业务
 - ◆ 2015年2月16日，哈药股份发布重大资产置换暨关联交易方案：哈药股份持有的医药公司98.5%股权置换三精制药的全部医药工业类资产及负债，哈药股份从事医药工业业务，三精制药（人民同泰）从事医药批发、零售等商业业务

国内上市公司的治理问题

- 关联交易：有关联关系的企业之间转移资源、劳务或义务的行为
 - ◆ 一方能够控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响，以及两方受同一方控制、共同控制或重大影响的企业之间具有关联关系
 - ◆ 同受国家控制而不存在控制、共同控制或重大影响关系的企业，不构成关联方



企业改制上市模式引发的治理问题

- 明显有失公允的关联交易分为两大类
 - ◆ 输入型关联交易：大股东通过关联交易提升上市公司经营业绩（手段）——企业上市的初衷
 - ◆ 攫利型关联交易：大股东占用上市公司资金或者从上市公司获取优质资产（目的）



企业改制上市模式引发的治理问题

■ 关联交易形式

- ◆ 大股东直接占款：2002-2004年大股东占款分别为967亿元、577亿元和509亿元（证监会普查）。三九医药，大股东占款超过25亿元，当时净资产的96%
- ◆ 大股东高价出售产品或劣质资产或者低价置换上市公司的优良资产：北大荒10年前以4.76亿元的价格从大股东手中收购米业公司，2013年以6161万元的价格将米业公司出售给大股东

企业改制上市模式引发的治理问题

■ 关联交易形式

- ◆ 向大股东支付商标费、租金：贵州茅台2016年商标费5.7亿（2013-2015年3.5亿左右/年）
- ◆ 委托大股东进行技术改造：五粮液1998-2007年向集团公司累计支付技改资金44亿多元
- ◆ 从大股东购买服务
- ◆ 向大股东出售产品

青岛海尔2011年与日常经营相关的关联交易

关联交易		向关联方购买商品 444.5亿 64.04%		
青岛海尔零部件采购有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	24,939,755,365.61	35.93
重庆海尔电器销售有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	6,311,596,930.47	9.09
合肥海尔物流有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	6,116,406,404.72	8.81
重庆海尔物流有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	3,940,716,164.33	5.68
海尔集团(大连)电器产业有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	1,260,052,586.36	1.82
青岛海尔国际贸易有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	1,185,509,708.04	1.71
海尔能源动力有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	348,196,517.26	0.50
海尔集团电器产业有限公司	关联人(与公司同一董事长)	购买商品	345,288,439.99	0.50

青岛海尔2011年与日常经营相关的关联交易

海尔集团电器产业有限公司	关联人(与公司同一董事长)	销售商品	5,952,977,126.34	8.08
青岛海尔零部件采购有限公司	关联人(与公司同一董事长)	销售商品	4,555,103,923.49	6.18
合肥海尔物流有限公司	关联人(与公司同一董事长)	销售商品	1,126,072,741.01	1.53
海尔集团(大连)电器产业有限公司	关联人(与公司同一董事长)	销售商品	1,094,393,143.71	1.49
重庆海尔物流有限公司	关联人(与公司同一董事长)	销售商品	893,577,749.47	1.21
其他关联方	其他关联人	销售商品	381,046,713.85	0.52

向关联方销售商品140亿 19.01%

向关联方购买商品445亿 64.04%

2011年净利润 36亿

青岛啤酒关联交易情况

- 商标使用权于**1993年6月16日**公司改制重组时，由原有股东作为资本投入的“青岛啤酒”商标
- **2013年之前**，关联交易规模相对有限
 - ◆ **2012年**采购商品及接受劳务：**8.6亿**
 - ◆ **2012年**销售商品及提供劳务：**4.2亿**
- 购销业务关联交易情况

	销售商品	营业收入	采购商品	营业成本
2014年	3亿	290亿	37亿	179亿
2015年	2亿	276亿	34亿	172亿
2016年	2亿	261亿	17亿	153亿

燕京啤酒关联交易情况

- 公司按年销售收入的1%支付“燕京集团”商标使用费，公司子公司按0.008元/瓶计算支付

◆ 2016/15年向集团公司支付5570万元/5996万元

- 购销业务关联交易情况



	销售商品	营业收入	采购商品	营业成本
2014年	3133万	135亿	2.0亿	80亿
2015年	3117万	125亿	1.8亿	75亿
2016年	4359万	116亿	1.7亿	80亿

关联交易对公司的影响应与公司自身的营业收入、营业成本以及期间费用进行比较（张裕、茅台）