

华锐风电的股权治理与财务造假

杨继伟 王芳

摘要：股权结构是公司的产权基础，决定了公司权力分布，直接影响管理层披露信息时的行为。本文通过对华锐风电股权治理研究发现该公司股权相对分散，这种股权结构给管理层提供了内部人控制基础，管理层权利过大并且缺乏有效制约直接导致了财务造假的发生。因此，应该从股权完善以及相关制度建设方面来消除财务造假的乱象。

关键词：股权治理；财务造假；华锐风电

一、华锐风电股权结构与信息 披露分析

（一）华锐风电信息披露违规基本情况

华锐风电于2006年创立，仅用两年时间就成为国内行业第一，2011年就在上交所挂牌上市。好景不长，2011年行业环境发生重大变化，风电行业发展脚步放缓，国内风电的需求远远小于供给，此时华锐风电前期疯狂扩张、粗放管理的弊端逐步显现，净利润同比下降79.05%，之后的两年更是连续亏损。2013年3月华锐风电进行财务重述，承认2011年虚增利润高达1.68亿元。2015年11月10日收到证监会下发的《行政处罚书》以及《市场禁入决定书》，对15名涉案责任人作出行政处罚决定。

2013年行业整体慢慢回暖，当年大部分风电企业业绩都有明显改善，但华锐风电业绩依然没有起色，反而进一步下滑。因此，可以发现华锐风电业绩不佳的原因主要来自于内部。股权结构作为产权结构的基础，从根源上影响了公司内部治理，只有从根源上解决问题，

才能杜绝财务造假行为。

（二）华锐风电股权治理与财务造假分析

1. 股权集中度与股权制衡度

华锐风电是典型的混合所有制企业，在上市前夕一共有22个股东，其中第一大股东持股比例为16.86%，前五大股东持有公司58.46%的股份，这是一种相对分散的股权结构。

股权制衡指的是股东之间相互形成牵制，防止单个股东控制企业，最终形成各大股东之间制约的权力模式。股权制衡度高的公司发生财务造假的概率更低。股权制衡度的计算方法为：

$$Z = \frac{\text{第二大股东至第N大股东持股比例之和}}{\text{第一大股东持股比例}}$$

本文计算华锐风电2011年前五大股东的制衡度。当Z大于1时，表明该企业制衡度高，反之则低。统计分析发现近五年上市公司的制衡度最高为0.67，而通过计算华锐风电制衡度Z为2.466，说明华锐风电股权制衡度非常高，第一大股东持股比例较低，不能直接控制公司。但是大股东持股比例过低会导致监管所付出的成本高于代理成本，使

大股东对管理层监管的积极性降低。而中小股东由于持股比例较低且分散，参与公司治理的成本远高于收益，所以一般会选择“搭便车”。因此管理层在这种缺乏大股东监督管理、中小股东放弃参与治理的情形下，能进一步获取公司的实际控制权。

2. 内部人控制严重

① 华锐风电管理层持股情况

华锐风电在上市前夕对所有高级管理人员进行股权激励。管理层持有股份达19.82%，而公司第一大股东持股仅16.86%，此时内部人控制有股权基础。董事长韩俊良2008年以7500万元获取16.7%的股份，成为公司第二大股东，并且以股东身份所获取的收益远远高于作为总裁所获得的报酬，例如2011年的固定报酬占2011年股票分红的比例仅为2.58%，两年所获得的股利分红高达20401.52万元，对比投入的7500万元早已回本。此外管理层人员以股东身份获得的股东分红远远高于作为管理人员的固定薪酬。两年的股利分红达33867.48万元，获得的固定薪酬只有5911.59万元，仅占分红的17.46%，这表明管理层

表1 2012年华锐风电股东派别

股东名称(简称)	持股比例	董事会成员	派系持股	备注
大连重工·起重	16.86%	陆朝昌、王原	大连重工派系共持股 31.78%	陆朝昌、王原曾在大连重工任职
北京天华中泰	11.94%	韩俊良		韩俊良曾在大连重工任职
华丰能	2.98%	陶刚、张宁(独立董事)		1. 华丰能由华锐风电管理层控制 2. 陶刚由韩俊良举荐 3. 张宁由华丰能提名
西藏新盟	10.45%	尉文渊	尉文渊与阚治东派系共持股 20.89%	1. 瑞华丰能(阚治东大股东) 2. 这4个公司在2009年由东方现 代公司(阚治东持股34%)转让
瑞华丰能	3.55%			
汇通丰达	2.82%	刘会		
中恒富通	2.82%			
上海元琪	1.25%		机构投资者 19.18%	
新天域	11.94%			
新能华起	7.24%			
其他法人股股东	17.69%	张勇与赵鲁平(独立董事)		两个独立董事由其他股东提名

资料来源：华锐风电2012年年报，21世纪经济报道

人员将会更重视其股东身份。另外管理层人员2011年固定薪酬比2010年下降68.90%，进一步说明管理层人员将精力放在股价上的可能性很大。

②管理层造假动机

管理层手中持有大量的股票为财务造假埋下隐患。在2011年业绩大幅度下滑的情况下，为了自身利益，不使投资者丧失信心，高管层财务造假，向公众传递有利于维护或是抬高股价的虚假信息。

从近年来财务舞弊的情况看，证监会对公司财务造假行为处罚力度较小。华锐风电伪造单据虚增利润2.78亿元，但是处罚罚款仅为60万元，对于直接策划舞弊的韩俊良也只罚款30万元。管理层人员持有公司19.82%的股份，2011年的股利分红为13 945.43万元，2011年年报披露当天管理层股票市值为1 304 495.63万元，而所有管理层人员被处罚的罚款仅为180万元。这也使得华锐风电管理层为实现自身利益稳定公司地位或股价，敢于财务舞弊。

③管理层权利衡量

作为管理层中的核心人物韩俊良，

从公司成立之初到2011年六年一直担任董事长兼总裁，帮助公司仅用了四年时间成为业内第一，同时其成为公司第二大股东。一方面公司上市前夕为了激励其他高级管理人员，韩俊良将手中部分股票转让给高管，另一方面高管以及很多部门主管是跟随韩俊良从大连重工来到华锐风电，一些管理人员由韩俊良亲手提拔，这些因素使得韩俊良在公司中拥有极高的声望和权力。董事会与高管人员高度重合，使管理层权力过大，内部人控制严重。此时若缺乏有效约束和监督，管理层就能轻而易举地财务造假。

④私募股权投资未积极参与公司治理

上市之时华锐风电共有22个股东，除大连重工与丰恒胜达商贸公司外，其他公司皆为投资公司，并且22个公司中有16个公司是在2008年公司准备上市之时才成立的，这些公司更像是专门为投资华锐风电而成立的公司，缺乏成熟的投资运作机制，也并不积极参与公司治理。尉文渊2012年8月任华锐风电代理总裁，但是权力一直掌握在董事长韩俊良手中，直到2013年3月华锐风电进

行财务重述，在众多股东的压力下韩俊良辞职，由尉文渊接任，并对公司进行一系列变革，但并未得到原大连重工系的支持。此时公司股东分为3个派系，具体如表1所示。

大连重工作为第一大股东在董事会中派有两位执行董事，另外大连重工这一派系有5名董事人员。尉文渊与阚治东为同一派，假设阚治东能影响瑞华丰能支持尉文渊，加上汇通丰达等3个公司股份共有20.89%，此时尉文渊是否能改革成功就依赖于新天域和新华华起等投资公司的支持。尉文渊在上任之前获得机构投资者一致支持，主要是尉文渊被称为中国股市第一人，投资机构将希望寄托于尉文渊在二级市场的影响力，希望能挽救不断下滑的股价。然而股价并未如预期一般上涨反而持续低迷，而尉文渊保守型改革近期也不能抬高公司股价，因此部分机构投资者转而支持大连重工系，尉文渊的改革宣布失败。

由此可见，PE更多的是关注公司股价而不是公司治理。华锐风电股东大部分都是PE，他们放弃参与公司治理影响董事会结构失衡，对管理层监督不到位。

⑤大股东监管不到位

在华锐风电董事会中大连重工看似有绝对的话语权，但是大连重工系的陆朝昌与王原两位董事一味追随韩俊良，导致韩俊良本人权力过大失去制约。2006年韩俊良带着大连重工的资本创立华锐风电，大连重工系的人员对韩俊良极其信任，大部分高管人员也来自于大连重工。所以大连重工派出的两个董事陆朝昌、王原均为外部董事，外部董事本就很少参与公司日常治理。这种人员安排，说明大连重工对管理层的监管比较松懈。在公司上市的前后一年中，陆朝昌与王原均有不同程度的缺席董事会行为，特别是在出现财务造假的2011年，两人是所有董事人员中缺席次数最多的。另外两人未持有公司股份，也降

低了他们参与公司治理的积极性。

二、减少财务造假行为、提高信息披露质量的建议

(一) 完善制度建设, 增强处罚力度

我国对于信息披露违规的行为处罚力度较低, 根据《证券法》193条规定, 对公司处罚最高为60万元, 对于直接策划舞弊行为人最高罚款30万元, 而美国塞班斯法案规定高管不仅会被处罚巨额资金, 还将被追究刑事责任。因此, 完善制度建设, 提高惩罚力度, 追究刑事责任, 增加违规成本, 能对披露信息的人员起到约束作用, 减少财务造假行为的发生。

(二) 建立有效的股东民事赔偿制度

《公司法》第63条与118条为股东民事赔偿提供了法定依据, 但这仅仅是局限于法律的规定, 现实中很少有股东因为董事或管理层违反法律给股东造成损失而告上法庭的。因此建立股东代表诉讼制度和投资者集体诉讼制度, 可以将蓄意侵害股东利益的董事等管理层人

员告上法庭, 提高违法成本, 同时能减少管理层为自身利益而披露虚假信息的行为。

(三) 合理调整股权结构

股东在对管理人员进行股权激励时应考虑代理问题。高的股权激励能带来更多的利益, 但是股权激励也能使信息披露的质量下降, 从而影响股东利益。因此采取适当的股权结构能更有效地保障投资者的权益。

(四) 加强投资者教育, 积极参与公司治理

我国证券市场中无论是机构投资者还是中小股东投资都缺乏科学的投资理念, 短视行为以及投机之风盛行, 对于自己的权利行使比较消极。加强理性投资为主要内容的文化建设显得十分重要。激励投资者积极参与股东大会, 行使自身权利, 提高信息披露质量的同时也能维护自身利益。

(本文得到国家自然科学基金项目“制度环境、公司治理与投资效率”<71262018>和云南公司治理研究创新团队<2014cx06>的

资助)

(作者单位: 云南财经大学会计学院)

责任编辑 刘霖

主要参考文献

[1] 陆红军. 为而不争: 外部董事在公司治理中的特殊定位[J]. 上海国资, 2012, (2).

[2] 唐海鸥, 陈易灵. 不同类型股权结构与公司治理模式的国际比较[J]. 财会通讯, 2009, (9).

[3] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2004, (8): 72-81.

[4] 王丹. 私募股权投资对中小信息技术企业的影响研究[D]. [硕士学位论文]. 大连: 东北财经大学, 2012.

[5] 严晓情. 中国私募股权投资的发展与现状[D]. 北京: 中国人民大学, 2011.

启事

《财务与会计》2016年度优秀文章评选活动启动

刚刚过去的2016年对《财务与会计》而言是改刊后深入探索、持续创新的一年。为使作者和读者获得更好的专业性、多样化“悦”读体验, 《财务与会计》紧抓重点、打造亮点, 从内容到形式进行了更进一步的改变和突破。新年伊始, 为了更好地把握前进方向, 编辑部真诚地邀请广大读者、作者对2016年的24期刊物做出评价、提出建议, 并为您心中的优秀文章投上宝贵的一票! 具体评选办法如下:

1. 评选范围: 所有在2016年《财务与会计》上刊发的文章(不论长短, 不限栏目)。

2. 奖项产生办法: 以读者投票评选为基础, 根据得票的高低确定奖励名次; 同时设专家评审小组进行复审。

3. 优秀文章奖励办法: 设一等奖2名, 奖金每篇1500元; 二等奖10名, 奖金每篇1000元。编辑部给所有获奖作者颁发证书。

4. 读者奖励办法: 设优秀读者100名, 从参加投票的读者中随机产生(随函附寄评刊意见的优先), 每位奖金100元; 设热心读者100名, 每位赠送《有梦会计人——<财务与会计>2005-2014人文剪影》一本。随函附寄的评刊意见与建议将适时在本刊择优刊出。

5. 投票方式: 注明刊名、刊期、篇名、作者姓名及您的联系地址, 发送邮件至cwylj187@126.com, 或邮寄至:(100036)北京市187信箱中国财政杂志社《财务与会计》编辑部李莉。评选活动的截止日期为2017年3月31日(信件以当地邮戳为准)。

《财务与会计》编辑部