

# 外资控股股东转移了企业利润吗？ ——基于佳通轮胎的案例分析

步丹璐<sup>1</sup>, 王多仁<sup>1</sup>, 王钰涵<sup>1</sup>, 郭 枫<sup>2</sup>

(1. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130; 2. 华创证券, 贵州 贵阳 550000)

**摘要:**近年来,我国引入外资规模稳居全球前列,而外资企业亏损率远高于内资企业,这是正常经营亏损还是刻意转移利润?文章以我国外资并购第一股——佳通轮胎为例,溯源合并报表与母公司报表数据差异,分析了2003—2020年佳通轮胎的经营行为嬗变过程,探索了外资控股中国上市公司后的利润流向情况。研究发现,外资股东首先依靠制度红利低价收购上市公司股权;随后通过资产减值、置换等方式使上市公司母公司丧失经营资产,成为“空壳”,并通过控制子公司供销渠道、高额现金股利和业绩承诺实现利润回流;最后,试图通过股改退出中国资本市场。这些行为使外资股东既转移了在中国公司的利润,又获得了中国人口红利和环境红利所带来的经济利益。文章为分析外资行为路径提供了思路,也为完善我国资本市场制度提供了现实依据。

**关键词:** 外资控股; 行为嬗变; 利润流向; 制度完善

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2023)09-0109-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20220716.102

## 一、引言

改革开放40多年,我国引入外资规模持续增长。截至2020年末,我国吸引的各类外资累计总额约为6.55万亿美元,其中外商直接投资(FDI)总额累计为3.18万亿美元,占引入外资总金额的49%。<sup>①</sup>外资的引入为解决国内管理经验不足以及技术和资金短缺提供了有效的途径。而国家统计局数据显示,2008—2018年,外商投资工业企业平均亏损率高达20%,超出我国平均工业企业亏损率近70%,是内资工业企业亏损率的两倍多。<sup>②</sup>外资对我国经济繁荣的贡献不容小觑,但从微观企业层面看,其亏损率远高于内资企业。外资出现高额亏损是正常经营亏损还是刻意转移利润,其背后的原因亟待进一步探究。

外资企业控股上市公司通常会以转移营业收入、债务、转移定价甚至经营活动的方式将利润转移(Klassen和Laplante, 2012)。跨国投资理论指出,与内资企业相比,外资股东在东道国投资时面临更高的经营风险(Brewer, 1991)。外资股东的跨国投资存在国际贸易摩擦、汇率变化等

收稿日期:2021-11-30

基金项目:国家社会科学基金后期资助项目(19FGLB045);中央高校基本科研业务费专项资金项目(JBK2202037)

作者简介:步丹璐(1978-),女,江苏丹阳人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师;

王多仁(1992-)(通讯作者),男,甘肃兰州人,西南财经大学会计学院博士研究生;

王钰涵(1998-),女,四川南充人,西南财经大学会计学院博士研究生;

郭 枫(1995-),女,贵州黔南人,华创证券投行三部经理。

① 参见 <https://new.qq.com/omn/20210416/20210416A02LLK00.html>。

② 参见 <http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01&zb=A0E0102&sj=2018>。

外部市场风险,东道国与外资来源国不同的政治、经济和文化差异也使外资股东面临信息不对称问题。经营环境不确定性与信息不对称使外资股东在东道国投资时存在“外来者劣势”。在“外来者劣势”的影响下,外资股东往往持风险规避态度,并期望短期收回成本、获得利益(周县华等,2012),对东道国经营环境与国际形势的担忧也会使其尽快实现利润回流。因此,外资股东有动机调整被投资企业的利润流向,以实现收益最大化。

借助跨国投资转移利润的现象普遍存在(白思达和储敏伟,2017)。卢长利和唐元虎(2000)分析发现,中国外商投资企业利用不合理的转移定价向国外转移利润,减轻其税收负担。国外学者通过比较跨国公司母子公司的关联交易与非关联方交易的价格,也发现企业以转移定价调整利润流向的证据(Clausing, 2003)。上述文献为外资股东转移利润的行为提供了初步证据,展现出外资股东具有在全球范围内调整利润的能力。那么在中国,外资是否依然会实施转移利润的行为?集团内部的利润流向往往比较隐蔽,现有文献大多从关联交易角度,通过企业转移定价来探讨跨国利润流向调整行为。而我国海关贸易数据库并未标注出每笔交易是不是关联交易,所以针对中国关联交易转移利润的实证分析存在一定难度。为此,本文采用案例分析方法来探究外资控股中国企业后是否存在利用控制权转移利润的行为及利润流向。

佳通轮胎股份有限公司于 2003 年因股权质押到期无力偿还,经公开拍卖被新加坡轮胎公司购得,是外资并购中国企业的第一股。佳通轮胎为探讨外资进入中国市场控股上市公司后的具体行为及其对公司利润流向的影响提供了现实案例,外资控股后的具体行为与利润流向情况见图 1。案例分析发现,外资进入中国市场后实施了以下行为:(1)基于制度红利,外资股东从原国有控股股东手中低于市值获得了上市公司的股权;(2)随后外资股东对原股东注入的优质资产计提减值;(3)外资股东将上市公司全部资产、负债与其控制子公司股权进行资产置换,使得上市公司成为“空壳”;(4)在攫取利益数年后,外资股东试图通过股权分置改革退出中国市场,但受限于中小股东积极治理与监管问询而未能成功。在上述行为的影响下,上市公司利润流向发生了以下变化:(1)外资股东通过控制供销渠道实现利润回流;(2)外资股东利用高额现金股利分配实现利润回流;(3)外资股东采用业绩承诺加速利润回流。进一步分析发现:(1)外资进入中国获得了中国市场的入口红利、环境红利以及相应经济利益;(2)完善的治理机制与有效的监管系统遏制了外资的逐利行为,有效缓解了第二类代理问题。

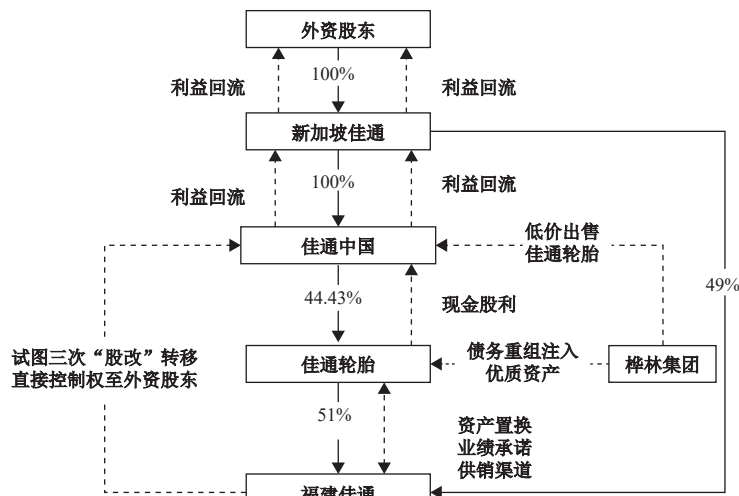


图 1 外资股东控股后的具体行为与利润流向

本文的研究贡献主要体现在:第一,解释了为何外资企业亏损率远高于内资企业这一现象,从微观角度提供了相关证据。外资控股佳通轮胎后合并报表中经营业绩稳中有升,但母公司并未享受到发展红利,投资收益均未留在母公司,而是以股利分配、偿还借款等方式将利润转移出去、流向外资股东。第二,本文通过溯源母子公司报表数据差异,分析了外资控股后的行为及其对公司利润流向的影响。本文在梳理佳通轮胎财务数据时发现,母公司数据与合并报表数据的差异很大,这是因为外资控股佳通轮胎后便将母公司资产负债剥离至子公司,导致母公司成为“空壳”,若仍使用合并数据则会掩盖上市公司母公司没有创造利润的事实。第三,案例分析方法可以完整观察佳通轮胎 20 年的发展脉络,厘清外资股东行为变化的深层原因,如佳通轮胎资产重组的获利方式、原有上市公司股东为企业低价注入优质资产的原因,以及政府监管与中小股东抑制外资股东退出中国市场的决策机制等,这弥补了档案式研究重平均特性而忽视企业微观特质的不足。

## 二、理论依据

### (一)外资进入中国的动机

中国采用“以市场换技术”战略,制定了一系列优惠政策吸引外资进入中国。作为国外经济主体和资本主体,外资遵循市场法则,以理性经济假设为前提,综合考量各方利弊,最终在国际市场中选择中国。由选择结果可知,中国市场在吸引外资方面存在比较优势。

1. 制度红利,是指外资企业被中国的优惠政策所吸引。我国外资政策体系主要经历了两个阶段,第一阶段是努力引进外资给予“超国民待遇”,第二阶段是逐步取消外资的“超国民待遇”。在第一阶段,我国以优惠政策吸引外资,外资企业相对于内资企业能够从行政审批和税收减免方面获得更多的优惠。外资并购政策的相关法律法规出台也使外资能够参与我国资本市场,甚至在引资时享有一定的优先权。现有文献发现,在经济和制度层面,国家会给予进入国有企业的外资更多的优惠条件(Du 和 Tao, 2008),如国家对中外合资企业的“两免三减半”税收优惠等。一系列政策为外资进入中国市场提供了长期、稳定的保障。有学者研究发现,外资会被中国给予合资或合作企业的优惠政策所吸引,这增加了外资进入企业的概率(桑百川, 1999)。

2. 市场优势,是指中国在不断完善和建设市场机制中存在很多界定模糊的区域,这为外资谋取超额回报提供了机遇。外资主要以并购方式进入中国市场,国有企业是外资企业的主要选择目标(张会清和王剑, 2011)。由于国有企业在资产评估定价方法、土地定价以及上市国有股权转让定价等方面存在一定漏洞,外资进入时有较大的获利空间(姚海鑫和陆智强, 2009)。此外,由于所有者缺位问题,国有企业经理层和股东引入外资的不同动机会对其定价产生影响。有学者利用博弈理论研究了外资进入国有企业的股权定价问题,发现国有企业中高管人员、中介机构以及政府部门等参与者对国有股权价格具有重要影响(姚海鑫和刘志杰, 2009)。

3. 资源获取,是指以获取生产要素为导向的对外投资,如获取劳动力、降低污染成本等。我国衡量外资投资绩效存在局限性,对土壤污染的界定也有些模糊,这吸引了大量外资企业在华投资。有研究发现,外资域通常会选择治理污染成本较低的地域(牛海霞和小蒂, 2008)。此外,即使外资进入中国企业,也仅仅把国有企业当成廉价代工厂,并通过关联交易和占款来实现技术控制获利(步丹璐等, 2019)。外资通过直接投资大型国有企业可以获得对自然资源的使用特权、市场销售资源以及某些行业的特许经营权,从而实现其本地化战略和全球扩张(陈佳贵和王钦, 2005)。有研究发现,享受劳动力成本优势的低端制造业企业和加工贸易企业会随人力成本上升而逐渐退出中国市场(李磊等, 2019)。

可见, 外资直接投资国有企业可能具有开拓市场、获取资源、业务整合以及投机等动机。外资会结合市场与资源特色进行甄别, 享受国家政策时择机进入中国市场。

### (二) 外资行为和利润流向的相关理论

东道国吸引外资的重要理论基础之一是溢出效应理论, 进入中国的外资企业通常是母公司向海外子公司转移先进技术知识和管理经验, 使得内资企业与外资企业的技术差距缩小, 产生示范作用和正向溢出效应(Keller, 2004), 而外资可以凭借上述优势获取利益。但在跨国利益互换的过程中, 外资也面临较高的风险与经营成本, 风险与成本权衡下的利益诉求可能会影响外资控股下的利润流向。

根据跨国投资理论, 外资在建立跨国生产网络时需要克服极高的交易成本, 如信息成本、沟通成本和组织成本等(蒋殿春和谢红军, 2018)。同时, 企业在东道国的投资经营还面临许多的不确定性, 其中一个重要的影响因素是制度差距。东道国的制度环境与外资来源国往往存在显著差异, 使得外资在投资后面临较高的经营风险(Brewer, 1991)。外资企业与内资企业相比缺乏对当地政治、经济与文化的深度了解, 同时受国际汇率、通货膨胀等宏观经济因素影响而处于相对“弱势”(Obersteiner, 1973), 从而形成了“外来者劣势”。较高的交易成本与外来者劣势使外资存在风险规避的行为倾向(Denk 等, 2012)。逐利理论指出, 在风险规避行为导向下, 外资股东更加关注短期利益或私人利益, 如现金股利, 而非长远的战略发展(周县华等, 2012; 步丹璐等, 2021)。现有文献发现, 外资进入中国后会追求私有利益, 从而导致负面溢出效应, 如以获取东道国环境资源为目的进行投资, 从而加大环境污染; 将股票高抛低收变现, 并增加股利支付水平; 以内部交易或降低企业报酬率等方式侵占利润等(Lopatta 等, 2017; 冼国明和徐清, 2013; 刘家松和聂宝平, 2016)。有学者以外资并购中国企业的净资产收益率作为业绩指标, 发现短期内外资业绩显著高于民营企业绩效, 但在外资进入后的第二年与第三年就出现下降的趋势, 长期绩效低于民营并购的经营业绩(张学平, 2008; 邱伟年和欧阳静波, 2011)。

在外资逐利导向下, 外资控股下企业的利润流向会产生一定的变化。跨国公司进入东道国将以集团的全球利润最大化和提高整体效率为目标, 综合考量母公司所在国家与东道国的企业所得税税率差异以及东道国子公司面临的政治和金融风险等, 以此进行全球利润分配(陈屹, 2005)。也有学者认为, 在集团整体利润最大化的前提下, 外资集团会将不同地区的利润进行再分配以实现利润转移(Borkowski, 1993; Becker 等, 2008)。钱学峰等(2015)研究发现, 在华跨国公司中拥有利润转移能力和实施转移行为的企业占样本的比例为 25%。外资的风险规避与追求短期利润的倾向使其亟需收回投资成本并获取收益, 避免东道国政治文化冲突、国际形势与汇率变化等带来的风险。逐利动机与利润分配能力使外资在掌握公司控制权后会在短期内将利润收回, 结合当时情境, 采用不同方式实现其利润最大化目标。

### (三) 中小股东治理与监管问询制度

长期以来, 中小股东利益保护是我国资本市场建设的核心。为此, 有关部门设置了一系列政策条例来提高资本市场中小股东的治理参与度。监管部门相继出台“分类表决制度”“网络投票制度”“累积投票制度”等举措, 以期降低中小股东参与公司治理的成本与难度, 对大股东的决策行为形成有效制约, 促进资本市场效率与公平同步发展。2014 年, 证监会专门设置中证中小投资者服务中心, 为中小投资者的治理能力“添砖加瓦”(陈运森等, 2021; 何慧华和方军雄, 2021)。现有文献发现, 中小股东能够通过促使董事会成员变更来改善公司治理结构, 最终提高公司长期绩效(郑志刚等, 2019)。中小股东积极参与公司治理还能通过缓解信息不对称来发挥监督治理作用, 从而提升高管薪酬契约有效性。此外, 中小股东积极参加年度股东大会对大股

东掏空具有显著的抑制作用,通过“在线发声”还能提高会计稳健性(罗劲博和熊艳,2021;黄洋悦等,2022)。在现行制度背景下,中小股东对公司治理能够产生显著的影响。因此,在面对外资控股股东的利润调整行为时,中小股东也将对其产生有效的制约作用。

除了中小股东参与治理外,有关部门的监管同样是促进资本市场公平的重要力量,也是制约控股股东的最终防线。为使资本市场监管更加勤勉有效,有关部门的监管手段一直处于不断变革中。2013年之后,交易所开始愈发重视以监管问询为主的非行政处罚对资本市场行为进行约束。现有研究发现,问询函的发函能够引起市场的负面反应,而回函则引起市场的正面反应。问询函能够有效降低企业的股价崩盘风险,抑制盈余管理行为。发挥预防性监管作用的问询函制度能够提前暴露企业经营所存在的潜在问题,缓解中小投资者与大股东之间的信息不对称,并对大股东产生一定的威慑作用。因此,监管问询也将会对外资控股股东的行为产生约束,制约其利益输送行为。

#### (四)研究框架

本文选取外资并购第一股——佳通轮胎作为案例研究对象,对外资进入中国控股上市公司后的具体行为和利润流向进行分析,研究框架见图2。具体而言,外资因寻求制度红利、市场优势和资源优势而进入中国。但由于跨国投资的巨大风险和外来者劣势,外资股东的逐利性使其更多地追求短期私人利益。本文研究发现,在制度背景和逐利动机的影响下,外资股东首先依靠政策红利低价收购上市公司,随后将上市公司的资产进行大额减值,后将上市公司资产全部置换至子公司名下,使得上市公司成为“空壳”,最后试图通过股权分置改革减持退出。本文通过归纳分析外资股东的上述行为,发现上市公司的利润以控制供销渠道、高额现金股利分配以及业绩承诺等方式回流至外资股东,而上市公司未享受到经营成果的同时也被剥夺了生产能力。

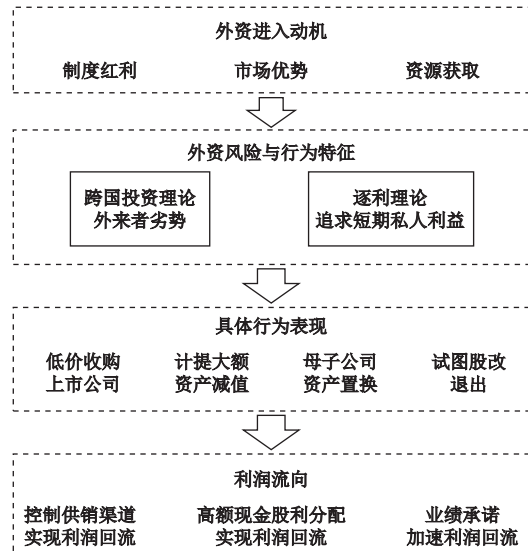


图2 研究框架

### 三、外资控股佳通轮胎行为嬗变

佳通轮胎于1999年在上海证券交易所上市(股票代码:600182),主营业务为轮胎生产和销售,是化工部“九五”规划确定的中国四大轮胎生产基地之一。2003年,新加坡佳通轮胎私人有限公司(以下简称“新加坡佳通”)的全资子公司佳通轮胎(中国)投资有限公司(以下简称“佳通中国”)通过拍卖成为佳通轮胎控股股东。佳通轮胎由一家国有企业变成外资控股企业,是我国第一个外商并购国内上市公司的案例,佳通轮胎也被誉为“外资并购第一股”。

#### (一)外资股东低价收购桦林轮胎<sup>①</sup>

2003年6月中旬,桦林轮胎股权在北京进行第一次拍卖,起拍价为资产评估公司的初始评估价1.21亿元,但交易未果导致流拍。根据我国拍卖市场规定,流拍会导致拍卖价格减少

<sup>①</sup> 桦林轮胎后改名为佳通轮胎。

10%。2007年7月初,桦林轮胎第二次拍卖以1.10(1.21×0.9)亿元起拍,但仍未拍卖成功,价格再次减少10%。2003年7月13日,佳通中国在桦林轮胎两次流拍后以起拍价0.98(1.21×0.9×0.9)亿元获得其44.43%的股权,而与之竞拍的国有企业牡丹江石油化学工业集团公司与牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司虽缴纳1000万元保证金,但并未应标,且两家公司的主要经营范围与轮胎行业并无交集。<sup>①</sup>在此次拍卖时,桦林轮胎按照当时股价5.59元/股核算市值约为8.44(5.59×1.51)亿元,此项交易中外资股东以低于资本市场价近7.46(8.44-0.98)亿元的价格获得桦林轮胎的控制权。<sup>②</sup>

拍卖结束后,时任佳通中国董事长表示:“这一生产线稍做改造即可投入生产,是一块优良资产,在8年前就已经对桦林轮胎产生兴趣,因受制于国家政策进入难度较大未能如愿。”拍卖前的佳通轮胎已连续三年经营亏损,根据我国《亏损企业暂停上市和终止上市实施办法》,佳通轮胎面临退市风险。此外,根据最高人民法院的规定,若第三次拍卖仍无人应标,则将就所拍卖的股权按第三次拍卖的保留价,折价抵偿给桦林轮胎的债权人——中信实业银行,佳通轮胎的5434名员工也会带来较大的就业保障压力。针对此次拍卖,黑龙江省牡丹江市政府十分重视,时任牡丹江副市长——梁桥参与此次拍卖并在接受采访时表示,政府在此次重组中起主导作用,上市公司与集团公司这次将彻底分开,各自负责相应的债权债务;资不抵债部分,政府会有优惠政策,用企业重组后产生的效益来弥补。国资委研究中心企业改革与发展研究部部长王志刚评价:“这是第一例外资参与中国国有法人股竞购,意义已超越了拍卖本身。对于政府也是一种挑战。如果在人员安置和债务处理上能够达到比较满意的效果,会给以后外资并购重组国有企业带来示范效应。”<sup>③</sup>上市公司是政府重要的税收来源,保住上市公司、合理安置员工,就可以获得稳定的税收和就业。此次外资并购有效解决了桦林轮胎欠款等问题,对地方政府稳定市场秩序、保障当地税收具有重要的贡献。

## (二)对原股东的资产支持计提减值

2003年度佳通轮胎财务报表披露,截至2003年7月31日,桦林集团(佳通轮胎原股东)共欠佳通轮胎2.15亿元的债务。为此,桦林集团以其持有的机修分厂、热电分厂的资产、位于牡丹江市桦林镇面积为58.99万平方米的国有土地使用权来抵偿其欠佳通轮胎的债务。经北京中企华资产评估有限责任公司评估,相关固定资产评估价值为1.95亿元,土地资产评估价值为0.54亿元。此项重组中,佳通轮胎用价值1.85亿元的应收账款置换价值2.49(1.95+0.54)亿元的资产,溢价0.64亿元。桦林集团将上述资产抵债后,尚欠佳通轮胎0.30亿元债务,便将其持有的牡丹江桦林乘用车子午胎有限责任公司26.67%的股权质押给佳通轮胎,承诺在协议签署的十五日内全部偿还其拖欠的债务。经中企华评估有限责任公司评估,这笔股权的价值为0.32亿元。后因到期未能履约,依据协议佳通轮胎将质押股权作价抵偿欠债。此项重组中,佳通轮胎获得0.02(0.32-0.30)亿元的溢价。最后,佳通轮胎仅用2.22亿元农用胎分厂的所有资产与其余流动资产偿还了约6.73亿元债务,获得4.51(6.73-2.22)亿元溢价。《外国投资者并购境内企业暂行规定》明确规定,若外国投资者为股权并购,则并购后所设外商投资企业承担被并购境内公司的债权和债务。显然,桦林集团与佳通轮胎签订债务重组协议承担其6.73亿元债务违背这项规定,可见桦林集团引进外资的决心与诚意。事实上,外资集团利用“重组亏损企业”的相关规定获得

① 《中华人民共和国招标投标法》第二十八条规定,投标人少于三个的,招标人应当依照本法重新招标。

② 参见 <http://auto.sina.com.cn/news/2003-07-28/41952.shtml>。

③ 参见 <http://finance.sina.com.cn/t/20030720/1135375427.shtml>。

了审查豁免,政府的支持促成外资获得佳通轮胎的股权充分展示了政府的诚意。经粗略估算,仅资产重组累计获取超额溢价达 5.17(0.64+0.02+4.51)亿元。此外,福建佳通因资产置换享受减按 15% 的税率征收企业所得税,并获准享受“从开始获利年度起,第一年和第二年免征企业所得税,第三年至第五年减半征收企业所得税”的政策。<sup>①</sup>

然而,外资集团在债务重组当年年底对佳通轮胎资产大量计提减值。2002 年底,佳通轮胎的资产为 17.23 亿元,负债为 13.3 亿元。2003 年 7 月 31 日,经过债务重组后,佳通轮胎应收票据及应收账款的账面价值减少 4.37 亿元,资产账面价值不变,净资产增加 4.51 亿元。经粗略估算,此时佳通轮胎的净资产为 8.44(17.23-13.3+4.51)亿元,每股净资产为 2.48(8.44/3.4)元。而在 2003 年的年报中,佳通轮胎的资产为 11.19 亿元,负债为 8.75 亿元,净资产为 2.44 亿元,每股净资产为 0.72 元。本文通过查找报表数据发现,净资产骤降的原因在于计提了大量的减值损失,其中大部分调整集中于固定资产减值(乘用车子午胎项目计提 0.33 亿元,原股东注入)、长期股权投资减值(牡丹江桦林乘用车子午胎有限公司 0.58 亿元,原股东注入)、应收账款和应收票据减值以及在建工程减值和报废(50 万套子午胎项目计提 0.25 亿元)。

外资股东大量虚构资产减值为未来资产置换进行铺垫。所提减值的项目均以设备技术陈旧为由进行减值提取,如 50 万套子午胎项目、投资组建牡丹江桦林乘用车子午胎有限责任公司等。而这两个项目均未实际投产,仅处在试投产与试生产阶段。因此,计提减值的理由与真实情况存在差异,根据后期经营发现其真实目的是为 2004 年资产置换进行准备。

### (三)以母公司生产线等全部资产负债置换子公司股权

根据 2004 年 3 月 31 日的《\*ST 桦林重大资产置换报告书》,佳通轮胎置换出全部资产负债,评估值与交易价格均为 2.90 亿元;置出的资产包括建筑物、子午胎设备安装、斜交胎设备安装、炼胶车间等生产性资产;置入的是新加坡佳通 100% 控股子公司福建佳通 51% 的股权,评估基准日的账面净值为 4.97 亿元,评估值为 10.10 亿元,并折让 25.15% 后以 7.56(10.10-10.10×25.15%) 亿元确认交易价格。此项资产置换佳通轮胎形成了 4.66(7.56-2.9)亿元的差价,经协商确认为佳通轮胎对新加坡佳通的长期应付款。同年,佳通中国设立桦林佳通,将置换所得佳通轮胎全部资产负债转移至该公司,其中包含佳通轮胎原持有的牡丹江佳通 100% 股权。至此,佳通轮胎母公司的资产和负债均已转移至外资控制的桦林佳通。

资产置换后,佳通轮胎的主要经营及收益由子公司控制,母公司则失去生产经营能力。2004 年后,合并报表中资产规模一直保持在 30 亿元左右,但母公司报表中资产规模却从 2003 年的 10.97 亿元降至 2019 年的 7.07 亿元,表明 2004 年后母公司并未购置新资产。2003 年后,合并报表与母公司报表间的营业收入差额较大,合并报表营业收入从 1.58 亿元增至 2019 年的 30.17 亿元,但母公司的营业收入却保持在 0 元附近。2003—2019 年,合并报表中累计营业收入为 514.46 亿元,而同期母公司累计营业收入仅为 4.03 亿元,表明佳通轮胎自 2003 年后营业收入全部由子公司提供。2003 年后,从合并报表层面看,净利润从-6 亿元增至 2019 年的 1.8 亿元,累计 29.42 亿元;从母公司报表层面看,净利润从 2003 年-5.79 亿元增至 2019 年的 0.79 亿元,累计 9.2 亿元,两者相差 20.22(29.42-9.2)亿元,表明佳通轮胎的 68.73% 的净利润来自子公司。此外,母公司报表中投资收益占母公司净利润的比重从 2004 年的 126% 到 2019 年的 113%,表明母公司的净利润几乎全部来自子公司的投资收益。2004 年后,长期股权投资数与母公司资产数几乎相等,2004 年相差 0.05(7.67-7.62)亿元,2008 年相差 0.10(4.71-4.61)亿元,2019 年相

<sup>①</sup> 参见《桦林轮胎股份有限公司重大资产置换报告书(草案)》。

差 2.46(7.07-4.61)亿元。由此可知,母公司的资产基本上全部是长期股权投资,而没有生产经营的资产。

外资控股后并不满足于仅控制佳通轮胎的盈利能力,还将上市公司计提过高额减值的资产进行转移以规避外来者劣势。事实上,佳通轮胎的生产线已经进行试投产,并不符合以资产陈旧为理由来提取减值。外资股东利用权力对已有在建资产与自己控制子公司的股权进行置换,在不丧失已有子公司控制权的基础上,利用其部分股权低成本引入新的生产设备与生产线,实现产能扩张,盘活现有股权,同时控制子公司利润分配,决定上市公司的经营状况。

#### (四)试图通过股改退出中国资本市场未能实现

2015 年党的十八届五中全会提出“绿色发展”理念,我国环保制度日臻完善,使得享受环境红利的轮胎企业逐渐受到监管部门的关注。2015 年《合肥佳通轮胎与安利合成革严重污染合肥环境》的报道,<sup>①</sup>2016 年《佳通轮胎因污染被立案处罚》的曝光,<sup>②</sup>以及 2020 年《合肥网友反映佳通轮胎环境污染问题官方回复》,<sup>③</sup>都凸显出佳通轮胎所面临的公众关注与监管压力。佳通轮胎所持非流通股难流通、同股不同价,且未实现 100% 控股,这使其有动机退出中国资本市场。

事实上,外资控股佳通轮胎后分别在 2016 年、2017 年和 2020 年提出股权分置改革方案,但均未成功。外资股东所持有的佳通轮胎股份为非流通股,若想变为流通股,则外资股东必须支付其他流通股股东相应的对价。在此背景下,外资股东选择以子公司福建佳通股权作为赠与资产,当作非流通股向流通股支付的股改对价。

2016 年,佳通轮胎拟分配福建佳通 10.2% 的股份,价值约 6.87 亿元,转增 3.4 亿股,其中向外资股东(佳通中国)转增 1.51 亿股,占比 44.41%;向流通股股东转增 1.89 亿股,占比 55.59%。2017 年,拟分配福建佳通 29.14% 的股份,价值约 19.53 亿元,转增 10.20 亿股,其中向外资集团(佳通中国)转增 4.88 亿股,占比 47.84%;向流通股股东转增 5.1 亿股,占比 52.16%。2020 年 6 月,佳通轮胎发布公告称正在准备第三次股改,而 7 月再次发布公告称终止其对股改的筹划。

佳通轮胎的股权分置改革方案迟迟难以成功的原因在于中小股东的制约与证监会的监管问询。股权分置改革的初衷是大股东通过让渡资产的方式,给流通股股东支付相应对价,获得股票流通权,而其利益冲突点在于大股东愿意牺牲多少利益来换取股份流通。佳通轮胎股权分置改革未成功的主要原因在于对价支付不足。由上文的股权分置改革方案可知,大股东在以赠予子公司资产形式完成股权分置改革的方案中仍不愿稀释其持股比例。而其他投资者认为子公司盈利能力欠佳,对价无法起到支撑股价的作用。在环保政策日益严苛的背景下,轮胎生产作为高污染行业需要技术改造,原有高污染的生产方式将面临严苛的管制。此时,佳通轮胎外资股东将高能耗、高污染的子公司资产转增为上市公司股份,外资股东可以凭借股份减持套取流动资金,但上市公司留下的却是高污染、高能耗的破旧工厂。

在此背景下,佳通轮胎的中小股东发挥了积极的治理作用。2020 年 6 月 11 日,在佳通轮胎股东大会正式召开之前,持有公司约 3.13% 股份的 150 名股东要求股东大会新增 6 项议题,其中包括罢免董事长李怀靖、董事黄文龙、独立董事肖红英和监事会主席寿惠多的职务。同时,中小股东要求外资控股股东限期履行解决同业竞争问题承诺,聘请第三方审计机构对公司 2014—2018 年的关联交易进行专项审计。此外,有关监管部门也对此表示了关注。佳通轮胎于

① 参见 <https://sthjt.ah.gov.cn/content/article/112999291>。

② 参见 <http://www.tireworld.com.cn/news/info/enterprise/2016121/20372.html>。

③ 参见 [http://ah.ifeng.com/a/20200715/14415869\\_0.shtml](http://ah.ifeng.com/a/20200715/14415869_0.shtml)。



2019年10月和2020年7月陆续收到上海证券交易所的《关于佳通轮胎股份有限公司有关股东临时提案事项的监管工作函》与《关于佳通轮胎股份有限公司有关股改事项的监管工作函》问询函,询问公司股改、关联方交易情况,并要求公司董事会及董事应尽勤勉义务,提出针对停复牌有关监管要求。中小股东的积极治理与监管部门的问询函使佳通轮胎的股权分置改革至今仍未成功,佳通轮胎成为目前A股市场上唯一一家仍未实施股权分置改革的公司。

#### 四、外资股东控制下的公司利润流向分析

##### (一)控制供销渠道实现利润回流至外资股东

佳通轮胎销售收入的主要来源是关联方交易。佳通轮胎销售渠道上的关联方企业主要是佳通亚太控股私人有限公司及其附属子公司(以下简称“佳通亚太”)和佳通轮胎的控股股东佳通中国。2004—2013年,佳通轮胎与母公司交易涉及的金额占公司同类交易金额的比例平均约为134.1%,与受同一母公司控制的其他企业交易涉及的金额占公司同类交易金额的比例平均约为159.1%。这表明佳通轮胎的主要交易对象是集团内部的关联方,关联方则通过资金占用获得较低的融资成本。2004年,营业收入为16.84亿元,关联方交易占营业收入的比例仅为65.94%;2019年,关联销售收入为29.77亿元,占营业收入的比例为97.85%。这表明从2004年开始,佳通轮胎的销售对象主要是其关联方,且关联方长期高比例占用佳通轮胎资金而形成应收款。2004年,关联应收款为5.05亿元,占关联销售收入的45.25%;2019年,关联应收款为12.39亿元,占关联销售收入的41.62%,平均每年的关联应收款占比达35.34%。尽管佳通轮胎母公司存在一定盈利,但被关联方占用未能及时到账。

通过关联方交易,佳通轮胎的营业毛利率低于测算的国内外企业平均毛利率。佳通轮胎每年的国内与国外销售收入比值在1:1左右(2017年为1:1.03,2018年为1:1.26),毛利率也应接近国内外行业销售毛利率的平均水平。2017年和2018年佳通轮胎的营业毛利率分别为13.06%和16.59%。2017年和2018年国内轮胎企业的平均毛利率分别为11%和14%,国外企业的平均毛利率分别为32%和30%。<sup>①</sup>按国内外企业的平均毛利率测算,2017年佳通轮胎的毛利率应为21.66%,高于佳通轮胎自身的毛利率13.06%;2018年佳通轮胎的毛利率应为22.92%,高于佳通轮胎自身的毛利率16.59%。可见,佳通轮胎经过关联交易带来的营业毛利率低于测算的国内外企业平均毛利率。以2018年为例,差额毛利率约为6.33%(22.92%-16.59%)。以2004—2019年营业收入448.93亿元为基数,粗略估计20年间外资股东利用供销渠道转移利润约为28.42(448.93×6.33%)亿元,海外销售利润2004—2019年累计约为20.18(318.87×6.33%)亿元。

##### (二)高额现金股利分配实现利润回流至外资股东

佳通轮胎外资股东通过分配高额现金股利转移上市公司利润。外资控股佳通轮胎20年间共分配9.54亿元现金股利,外资股东获得4.24亿元,占比为44.43%。佳通轮胎从2010年开始派发现金股利,除了2011年因母公司净利润为负而不满足派发股利条件外,累计派发9.54亿元股利,母公司2004—2019年累计投资收益15.37亿元扣除现金股利后剩5.83(15.37-9.54)亿元,其中3.49亿元用于偿还资产置换过程中所欠新加坡佳通的长期应付款,最终仅剩2.34(5.83-3.49)亿元。偿还长期应付款和分配现金股利合计13.03亿元,占累计投资收益15.37亿元的比例为84.78%,获得的投资收益基本分配完毕。

<sup>①</sup> 参见 <https://www.chyxx.com/industry/201812/703040.html>。

如表 1 所示, 外资控股佳通轮胎后通过低价收购、资产重组、关联交易以及高额股利分配方式累计从佳通轮胎直接获利近 47.66 亿元, 远高于佳通轮胎 20 年间累计获得的净利润。收购阶段的低价拍卖获得佳通轮胎股份与后期的资产重组使企业利润直接流向外资集团。在经营阶段, 外资掌握佳通轮胎的控制权, 但并未将投资收益用于上市公司的投资发展, 而是以现金股利和偿还长期应付款的方式回流至外资股东。此外, 外资利用控制权统一调配国内外产品销售比例, 避开佳通轮胎获取利润。外资股东的经营方式使上市公司中小股东的利益获取能力受到影响, 即使在股权分置改革中, 外资股东也并未将现金利润与中小股东分享。

表 1 利润回流外资股东分析

单位: 亿元

项目	收益	成本	差价	合计	说明
低价收购	8.44	0.98	7.46	47.66 <sup>①</sup>	外资集团以 0.98 亿元成本拍得佳通轮胎约 8.44 亿元市值的 1.51 亿份股权以 2018 年市场平均毛利率推算佳通轮胎毛利率, 扣除真实毛利率后得到差额毛利率约为 6.33% (22.92% - 16.59%)。以 2003—2019 年营业收入 512.88 亿元为基数, 粗略估计 20 年间外资股东利用供销渠道转移利润约为 32.47 (512.88 × 6.33%) 亿元 外资集团以价值为 7.56 亿元的控股子公司 (福建佳通) 51% 的股权, 换取佳通轮胎 2.9 亿元的全部资产与负债, 形成佳通轮胎 4.66 亿元长期应付款, 后因未达业绩承诺降至 3.49 亿元 将母公司 15.12 亿元投资收益中的 3.49 亿元偿还长期应付款, 9.54 亿元支付现金股利, 外资股东获得 4.24 (9.54 × 44.43%) 亿元现金股利
关联交易	-	-	32.47		
资产重组	3.49	-	3.49		
投资收益	15.12	3.49 9.54	4.24		

注: 根据佳通轮胎历年年报整理估计得到。

### (三) 业绩承诺加速利润回流至外资股东

佳通轮胎的外资股东利用业绩承诺促使利润留存于子公司, 加速利润回流至外资股东。本案中佳通轮胎与福建佳通进行资产置换时, 与福建佳通控股母公司——新加坡佳通签订《资产置换协议》及其补充协议承诺, 福建佳通 2004 年 4 月 1 日至 2006 年 12 月 31 日累计实现的净利润按 13.3% 的折现率折现且按照 51% 的持股比例并入本公司的收益部分不低于 2.59 亿元, 若低于 2.59 亿元, 则需调整长期应付款额。由于 2004 年底业绩承诺未达标, 扣除佳通轮胎对新加坡佳通的长期应付款 0.08 亿元, 2006 年底因业绩尚未达标, 继续扣减长期应付款 1.09 亿元, 佳通轮胎对外资集团 (新加坡佳通) 的长期应付款余额由起初的 4.66 亿元减至 3.49 (4.66 - 0.08 - 1.09) 亿元。

业绩承诺能够加速利润转移。具体而言, 对于隶属于同一外资集团的佳通轮胎与福建佳通所签订的业绩承诺, 三年的业绩承诺中两次均未实现。若福建佳通实现业绩承诺, 则利润需要通过母公司进行再次分配回流至外资股东, 中小股东可能会在这一过程中分得利润。若业绩承诺未实现, 则会直接减少长期应付款, 加速外资股东获取资金, 避免中小股东获利。对同一控股集团的外资股东而言, 较早实现利润回流、避免中小股东获利更为重要。

## 五、进一步分析

### (一) 外资控股获得的其他利益

1. 人口红利。《共产党宣言》指出, 不断扩大产品销路的需要, 驱使资产阶级奔走于全球各地。它必须到处落户, 到处创业, 到处建立联系。20 世纪八九十年代, 世界发达经济体为实现产业优化升级, 将劳动密集型产业转移到中国, 这拉开了二战后国际第三次产业转移的序幕。我

<sup>①</sup> 佳通轮胎 1999—2019 累计获得净利润为 22.59 亿元, 利润回流至外资股东的金额远超企业净利润 20 年总和。

国改革开放将国内充沛的劳动力资源转化为人口红利,释放出比较成本优势,与经济全球化下产业转移的发展机遇有机结合,助力了中国经济发展。本案例中,外资股东通过并购佳通轮胎获得了成熟的生产能力,并利用中国的人口资源优势大幅降低了自身的生产成本。佳通轮胎2003年的员工成本为700元/月的薪酬,<sup>①</sup>新加坡2003年制造业的平均月薪为3495美元/月(约20000元/月),<sup>②</sup>远高于当时中国的成本。2019年佳通轮胎的员工成本也仅为9700元/月,仍低于新加坡2003年的薪酬水平。可见,中国的人口红利为外资集团节约了高昂的人力成本。此外,佳通轮胎从2011年开始披露母子公司职工人数数据,2011年佳通轮胎母公司的员工比例为0.6%,2019年为1.25%,始终保持在1%左右。这说明佳通轮胎生产员工主要集中在子公司,且可能集中在外资控股子公司中。

2. 环境红利。佳通轮胎的主要原料是橡胶,生产加工中存在高能耗、高污染、低效率、难回收等问题,而且会产生粉尘和废气。随着行业竞争加剧,环保政策收紧,传统橡胶行业的污染问题制约了其进一步发展。佳通中国实际控制人所在地为“花园城市”新加坡,污染企业在新加坡生产存在高昂的治理成本。中国当时出于对资本的需求,无奈牺牲环境换取外资。佳通轮胎自上市以来从未发布社会责任报告,并多次因环保问题被要求整改。2018年重庆佳通因为存在环保问题,被政府要求改进,但因未达成一致意见而被迫搬迁。除了重庆工厂外,安徽佳通、银川佳通等也存在类似的环境污染问题。据统计,2016—2017年在合肥市12345政府服务直通车平台关于安徽佳通环境污染的投诉高达81条。<sup>③</sup>2019年,仍存在居民投诉福建佳通存在环境污染问题。而2007—2019年,佳通轮胎累计获得政府补助达0.57亿元。可见,佳通轮胎享受了我国发展初期的环境红利。

3. 税收利益。2007—2009年,佳通轮胎连续三年出现资产减值损失转回,主要因应收账款、存货跌价准备的转回而来。2010—2019年,佳通轮胎开始持续计提资产减值损失,减值项目集中在应收账款、存货与固定资产。2007—2020年,佳通轮胎递延所得税资产从351万元涨至721万,而递延所得税负债2018年开始出现且高达1433万元。<sup>④</sup>佳通轮胎关联交易对象的营业收入占比约50%,且大多为佳通中国全资子公司,如安徽佳通轮胎股份有限公司、银川佳通轮胎股份有限公司、湖北佳通钢帘有限公司等,以及集团兄弟公司,如福州佳通第一塑料有限公司、上海精元机械有限公司等。因此,坏账的产生、减值准备的计提与债务人的付款日期均可能存在一定的管理空间。此外,在股权分置改革文件颁布后,外资频繁进行资产减值来降低公司现有固定资产价值,为未来赠予资产与资本公积转增股本进行铺垫。可见,外资在控制上下游采购关系的同时,可以合理运用会计政策为自身牟取利益。

4. 一股二卖。外资股东获得政府与原股东的支持进入中国,得到中国市场发展红利后曾三次尝试退出中国资本市场,其补偿方案则是将福建佳通股份进行“一股二卖”。外资股东在低价控股佳通轮胎后,第一次作价2.9亿元将佳通轮胎全部资产负债与外资控股的子公司——福建佳通51%的股权进行资产置换,将佳通轮胎所有生产经营性资产转移至子公司,如轮胎设备安装、土地等经营性资产。外资股东在尝试以股权分置改革退出中国市场时,第二次将2004年进行股权置换收购的福建佳通股份作为主要补偿资产进行分配。外资股东将佳通轮胎的主要利润来源——福建佳通进行股改的补偿措施,会使其直接获得对福建佳通的控制权,同时导致佳通

① 数据来自佳通年报,员工成本=(应付职工薪酬年末数-应付职工薪酬年初数+支付给职工以及为职工支付的现金)/(职工人数×12)。

② 数据来自国际平均薪酬数据库,参见<http://www.worldsalaries.org/singapore.shtml>。

③ 参见[https://www.sohu.com/a/218039830\\_99899075](https://www.sohu.com/a/218039830_99899075)。

④ 数据来自佳通轮胎历年年报。

轮胎完全丧失获利的渠道与能力,为其他中小股东带来不可弥补的经济损失。可见,外资进入中国获得企业控制权后,有足够的力量将同一笔股权重复出售侵蚀中小股东利益。

## (二)制度完善约束外资股东行为

健全外资管理制度可以改善外资股东经营行为。佳通轮胎外资股东于 2003 年进入中国,所持股份均为非流通股。在当年政策的吸引下以低成本进入中国,并受到原股东热情欢迎。国家后期完善外资制度使外资股东从“超国民待遇”转变为“国民待遇”。国家引进外资从重“量”转变为重“质”,外商投资的监督机制也从无到有。佳通轮胎于 2019 年 10 月和 2020 年 7 月陆续收到上海证券交易所的《关于佳通轮胎股份有限公司有关股东临时提案事项的监管工作函》,询问公司股改、关联方交易情况,并要求公司董事会及董事应尽勤勉义务,在《关于佳通轮胎股份有限公司有关股改事项的监管工作函》中提出针对停复牌的有关监管要求。这进一步说明制度的完善对外资股东行为具有约束作用。

股权结构对外资具有治理作用。股权分置改革本质是牺牲大股东股权或者资产,支付给流通股股东相应对价,从而使非流通股变为流通股,其核心在于大股东愿意放弃利益的阈值。根据佳通轮胎股改方案,外资集团向自身分配福建佳通股权比例是逐次提高的,由 2016 年的 47.84% 增至 2017 年的 52.16%。这表明外资集团试图通过股权改革将福建佳通从上市公司子公司中剥离出来,由外资集团直接控股。外资集团不断尝试仅以福建佳通的股权作为对价,将持有佳通轮胎 44.43% 的非流通股进行转换会使福建佳通的直接控制权再次转移至外资集团,从而佳通轮胎完全丧失经营获利能力。

可见,外资在盗蚀中国利益时并非无所顾忌。完善的治理机制、有效的监管系统以及尽职的中小股东对外资集团的行为具有积极的治理作用。这缓解了第二类代理问题,抑制了外资集团退出中国的计划,保护了投资者利益。

## 六、结论与建议

纵观外资股东行为嬗变与利润回流过程,外资股东付出佳通轮胎市值的 1/10 便成功收购佳通轮胎,且佳通轮胎原股东以债务重组形式向佳通轮胎注入溢价达 5.17 亿元的优质资产,但外资股东并未满足已有获利,在 2003 年末计提佳通轮胎生产线等主要经营资产减值近 4.17 亿元,实为 2004 年与外资控股子公司——福建佳通进行资产置换提前布局。资产置换的完成将佳通轮胎原经营性资产全部转移至佳通中国,佳通轮胎母公司的收益则依赖福建佳通的投资收益。外资股东通过低价收购和资产置换转移上市公司所有资产,将上市公司变成“空壳”,同时借助业绩承诺和高比例现金股利分配,将上市公司为数不多的投资收益再次回流至外资集团,并通过日常供销渠道转移利润至外资股东。外资股东在享受中国发展的经济红利、制度红利、环境红利与人口红利时,并未实质改善佳通轮胎经营状况,而是尝试利用股改将福建佳通股权变相赎回,留下无任何经营盈利能力的佳通轮胎母公司。因外资集团缺乏诚意让渡流通股合理对价,又受益于证监会多次问询与中小股东积极参与公司治理,才阻止外资集团完成股改。外资控股佳通轮胎交出光鲜的合并财务报表“成绩单”并未惠及中国本土企业发展,而是将利润悉数转移出境,如何更加有效地甄别外资引入质量亟待进一步探究。

本文的研究结论能够为约束外资逐利行为和保护中小股东利益提供参考。首先,应建立公平竞争的市场参与机制,让外资以平等、互惠的方式与内资企业共同竞争,逐步取消超国民待遇,以免外资套取制度红利而损害市场经济的公平和效率。其次,应完善上市公司治理体系,积极推动中小股东参与上市公司治理,给予中小股东保护自身利益的权力。仅依靠监管部门的监

督与执法难以从根本上提升资本市场效率,只有完善上市公司的自治体系,才能促进资本市场有序健康发展。最后,应积极利用监管问询机制,缓解中小股东与上市公司经营主体的信息不对称,提升资本市场信息传播效率。监管问询机制能以非处罚性的监管手段发挥治理作用,在一定程度上阻止更加严重的利益侵占行为。

主要参考文献:

- [1]白思达,储敏伟.转让定价与企业国际避税问题研究——来自中国商品出口贸易的实证检验[J].*财经研究*,2017,(8):32-42.
- [2]步丹璐,兰宗,田伟婷.引入外资能引进核心技术吗?——基于华控赛格的案例研究[J].*财经研究*,2019,(9):44-56.
- [3]陈佳贵,王钦.中国产业集群可持续发展与公共政策选择[J].*中国工业经济*,2005,(9):5-10.
- [4]陈屹.跨国公司转让定价研究[D].上海:上海财经大学,2005.
- [5]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].*管理世界*,2021,(6):142-158.
- [6]狄灵瑜,步丹璐.非国有股东参股与国有企业金融化——基于混合所有制改革的制度背景[J].*山西财经大学学报*,2021,(3):96-111.
- [7]何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].*管理世界*,2021,(12):176-194.
- [8]黄泽悦,罗进辉,李向昕.中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J].*管理世界*,2022,(4):159-171.
- [9]李磊,王小霞,蒋殿春,等.中国最低工资上升是否导致了外资撤离[J].*世界经济*,2019,(8):97-120.
- [10]刘家松,聂宝平.商业银行境外引资、股权结构与经营绩效——基于2007-2015年62家商业银行的经验证据[J].*会计研究*,2016,(10):34-41.
- [11]卢长利,唐元虎.外商投资企业转移利润的定量分析[J].*中国工业经济*,2000,(10):74-77.
- [12]罗劲博,熊艳.中小股东“在线发声”与企业会计稳健性——来自雪球论坛的证据[J].*财经研究*,2021,(12):150-165.
- [13]牛海霞,张小蒂.我国IT行业由FDI引致的土壤污染问题分析[J].*财贸经济*,2008,(10):95-99.
- [14]邱伟年,欧阳静波.外资并购与民营并购绩效的比较研究——基于1995-2009年经验数据[J].*国际贸易问题*,2011,(8):144-153.
- [15]桑百川.正确对待外商投资中的所有制结构变迁[J].*国际贸易问题*,1999,(10):22-27.
- [16]洗国明,徐清.劳动力市场扭曲是促进还是抑制了FDI的流入[J].*世界经济*,2013,(9):25-48.
- [17]姚海鑫,刘志杰.外资并购国有企业股权定价财务影响因素的实证分析[J].*中国软科学*,2009,(10):133-141.
- [18]姚海鑫,陆智强.外资并购、状态依存所有权与国有企业定价模式[J].*东北大学学报(社会科学版)*,2009,(4):302-307.
- [19]张会清,王剑.全球流动性冲击对中国经济影响的实证研究[J].*金融研究*,2011,(3):27-41.
- [20]张学平.外资并购绩效的实证研究[J].*管理世界*,2008,(10):169-170.
- [21]周县华,范庆泉,吕长江,等.外资股东与股利分配:来自中国上市公司的经验证据[J].*世界经济*,2012,(11):112-140.
- [22]Becker S, Egger P H, Merlo V. How low business tax rates attract multinational headquarters: Municipality-level evidence from Germany[R]. Stirling Economics Discussion Paper, 2008.
- [23]Borkowski S C. Advance pricing agreements and other alternatives for multinational corporations[J]. *International Tax Journal*, 1993, 19(4): 1-11.

- [24]Clausing K A. Tax-motivated transfer pricing and US intrafirm trade prices[J]. *Journal of Public Economics*, 2003, 87(9–10): 2207–2223.
- [25]Denk N, Kaufmann L, Roesch J F. Liabilities of foreignness revisited: A review of contemporary studies and recommendations for future research[J]. *Journal of International Management*, 2012, 18(4): 322–334.
- [26]Du J L, Tao Z G. Economic institutions and FDI location choice: Evidence from US multinationals in China[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36(3): 412–429.
- [27]Klassen K J, Laplante S K. The effect of foreign reinvestment and financial reporting incentives on cross-jurisdictional income shifting[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(3): 928–955.
- [28]Lopatta K, Jaeschke R, Chen C. Stakeholder engagement and corporate social responsibility (CSR) performance: International evidence[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2017, 24(3): 199–209.
- [29]Obersteiner E. A decision model for the allocation of foreign funds to dividend remittances and foreign investment in a multinational corporate system with wholly-owned foreign manufacturing subsidiaries[J]. *The Journal of Finance*, 1973, 28(1): 221–222.

## Have Foreign Holding Shareholders Transferred Profits? A Case Study of Giti Tire Co. Ltd.

Bu Danlu<sup>1</sup>, Wang Duoren<sup>1</sup>, Wang Yuhan<sup>1</sup>, Guo Feng<sup>2</sup>

(1. *School of Accountancy, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China;*

2. *Hua Chuang Securities, Guiyang 550000, China)*

**Summary:** The continuous increase in the scale of foreign investment has made important contributions to China's economic development. Meanwhile, the loss rate of foreign-funded enterprises is much higher than that of domestic-funded enterprises. Whether the phenomenon of high losses in foreign-funded enterprises is normal operating losses or deliberately shifting profits needs to be further explored.

This paper takes the acquisition of the first share of a Chinese company (Giti Tire) by foreign capital as an example to discuss the specific behavior of foreign capital after entering China in the past 20 years and its impact on the company's profit flow. It is found that foreign capital has implemented the following behaviors after entering China: First, foreign shareholders obtained the equity of listed companies from original state-owned controlling shareholders below the market value. Second, foreign shareholders accrued high-quality assets from original shareholders. Third, foreign shareholders exchanged all assets and liabilities of listed companies with the equity of their controlled subsidiaries, making listed companies an "empty shell". Fourth, foreign shareholders tried to pass the share structure reform to exit China, but it was unsuccessful due to minority shareholders and regulatory inquiries. The profit flow of listed companies has been made by foreign shareholders: First, they acquire profit return by controlling supply and marketing channels. Second, they use high cash dividend distribution to acquire profit return. Third, they adopt performance commitments to accelerate profit backflow. This paper further finds that: (1) Foreign capital has gained demographic dividends, environmental dividends and economic interests in China. (2) A sound governance mechanism and an effective supervision system have curbed the profit-seeking behavior of foreign capital and effectively alleviated the Type II agency problem.

The following suggestions are put forward: (1) A market participation mechanism for fair competition should be established, allowing foreign capital to compete with other domestic enterprises in an equal and reciprocal form. (2) Regulators should improve the governance system of listed companies, actively encourage small and medium shareholders to participate in the governance of listed companies, and give them the power to protect their own interests. (3) The regulatory inquiry mechanism should be actively used to ease the operation of small and medium shareholders and listed companies.

The possible contributions of this paper are that: (1) It explains why the loss rate of foreign-funded enterprises is much higher than that of domestic-funded enterprises, and provides some evidence from a microscopic perspective. (2) It analyzes the behavior of foreign capital and its impact on profit flow by tracing the differences in parent and subsidiary report data, and analyzes the profit flow within the group from the differences between the consolidated statement and the parent company's statement. (3) The case analysis method can clarify the underlying reasons for the changes in the behavior of foreign shareholders, and make up for the fact that the archival research emphasizes the average characteristics and ignores the microscopic characteristics of enterprises.

**Key words:** foreign holdings; behavior evolution; profit flow; system improvement

(责任编辑 康健)

---

(上接第 93 页)

borne by investors, and the cost of equity capital they require enterprises to pay will be adjusted downward accordingly. Further research finds that: (1) Among different types of corporate digitalization, the relatively basic “bottom technology application” has become more common in business practice, and it plays a more significant positive role in reducing the cost of equity capital; while the “practical technology application”, which is more complex and difficult to implement, is still being explored, and its impact on the cost of equity capital is not significant. (2) With the accumulation of experience in corporate digitalization, its effect on reducing the cost of equity capital will become more obvious.

The contributions are as follows: First, unlike previous literature focusing on how the application of digital technology affects the liquidity, stability, and information content of corporate stocks, this paper examines the impact of corporate digitalization on its capital market financing more directly from the perspective of financing costs. Second, this paper enriches the literature on the cost of equity capital and provides new ideas for reducing capital costs in the real economy. In the digital age, taking more use of digital technology in business practice, so as to improve the information environment of the capital market and optimize corporate governance, is an effective way for entity enterprises to obtain low-cost equity funds.

**Key words:** corporate digitalization; cost of equity capital; information environment; operating risk; agency costs

(责任编辑 康健)