

## 摘要

随着全面注册制规则在 2023 年 2 月 17 日的正式落地，并购重组规则也迎来了新的变化，并购市场将会更具有活力。中国资本市场中关联并购金额占据了总交易金额的 50%左右，关联并购中企业溢价率通常更高，高溢价的关联并购往往伴随着利益输送。关联并购是怎么样实现利益输送的呢？利益输送的原因和结果是什么呢？如何制衡大股东通过关联并购进行利益输送呢？基于此，本文通过花园生物关联并购花园药业案例，研究企业关联并购中存在的利益输送问题，探究利益输送的手段、动因、实施条件和影响。

本文首先对关联并购、并购溢价和关联并购中利益输送行为相关研究进行梳理总结，了解目前的研究现状；再运用产权理论、委托代理理论以及信息不对称理论对进行分析，奠定后文案例分析的基础；然后分析并购参与方情况和并购过程并指出存在利益输送问题；接着详细分析关联动因、并购中利益输送的手段以及后果；最后针对利益输送问题的提出了一些建议。本文得出结论：（1）花园生物的大股东通过高溢价关联并购实现了利益输送；（2）实现家族利益的最大化是此次利益输送的最根源动因；（3）具有利益输送的关联并购会对并购方和中小股东造成负面影响；（4）关联并购需要依靠强有力的外部治理制约大股东权力，减少利益输送，保护中小股东利益。

虽然目前利益输送的研究较多，但是通过具体关联并购案例，结合案例分析关联并购与利益输送的文献较少。本文可能的创新：（1）丰富了大股东利用关联并购进行利益输送的案例研究；（2）花园生物并购案例新颖并具有一定的代表性，通过一系列的数据论证和文字分析，能较好地阐述关联并购中

利益输送的问题。(3)对制约大股东利益输送和保护中小股东提出一些建议。

**关键词：**花园生物、关联并购、大股东利益输送

## Abstract

With the official landing of the comprehensive registration system rules on February 17, 2023, the M&A and restructuring rules have also ushered in new changes, and the M&A market will be more dynamic. In China's capital market, the amount of related party M&A accounts for about 50% of the total transaction value, and the premium rate of high-tech enterprises in related party M&A is usually higher, and high-premium related party M&A is often accompanied by profit transmission. How do related party M&A achieve benefit transmission? What are the causes and consequences of profit transmission? How to balance the profit transmission of major shareholders through related party mergers and acquisitions? Based on this, this paper studies the problem of interest transmission in the related mergers and acquisitions of high-tech enterprises through the case of Garden Bio-chemical M&A, and explores the means, motivations, implementation conditions and impacts of benefit transmission.

In this paper, this paper first summarizes the research on related party M&A, M&A premium and benefit transmission behavior in related party M&A, and understands the current research status. Then, the property rights theory, principal-agent theory and information asymmetry theory are used to analyze and lay the foundation for the case analysis in the following article. Then, analyze the situation of M&A participants and the M&A process, and point out the problem of benefit transmission; Then, the related drivers, means of profit transmission in M&A and their consequences are analyzed in detail. Finally, some suggestions were put

forward on the issue of benefit transmission. This paper concludes that: (1) the major shareholders of Garden Bio have achieved profit transmission through high-premium related mergers and acquisitions; (2) Maximizing family interests is the most fundamental motivation for this benefit transmission; (3) Related party mergers and acquisitions with profit transmission will have a negative impact on the acquirer and minority shareholders; (4) Related-party M&A needs to rely on strong external governance to restrict the power of major shareholders, reduce the transmission of benefits, and protect the interests of minority shareholders.

Although there are many studies on benefit transmission at present, there are few literature on related mergers and acquisitions and benefit transmission based on specific related M&A cases and case studies. Possible innovations in this paper: (1) enrich the case studies of major shareholders using related-party mergers and acquisitions for benefit transmission; (2) The M&A case of Garden Bio-chemical is novel and representative, and through a series of data demonstration and text analysis, the problem of benefit transmission in related M&A can be better explained. (3) Put forward some suggestions on restricting the transmission of the interests of major shareholders and protecting small and medium-sized shareholders.

**Key Words:** Garden Bio-chemical, Related M&A, Tunneling of major shareholder

# 目录

<b>摘要</b> .....	<b>I</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>III</b>
<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	4
1.2 研究内容与方法.....	5
1.2.1 研究内容.....	5
1.2.2 研究方法.....	5
1.2.3 研究框架.....	6
1.3 本文可能的创新点.....	7
1.4 研究局限性.....	7
<b>2. 文献综述</b> .....	<b>8</b>
2.1 关联并购相关研究.....	8
2.2 并购溢价相关研究.....	9
2.3 关联并购中利益输送相关研究.....	10
2.4 文献评述.....	13
<b>3. 理论基础与概念界定</b> .....	<b>14</b>
3.1 理论基础.....	14
3.1.1 相关概念界定.....	错误!未定义书签。
3.1.2 产权理论.....	14
3.1.3 委托代理理论.....	14
3.1.4 信息不对称理论.....	15
3.2 相关概念界定.....	16
<b>4. 花园生物关联并购案例介绍</b> .....	<b>17</b>
4.1 关联并购交易方基本情况.....	17
4.1.1 并购方基本情况.....	17
4.1.2 并购前交易方股权结构.....	19

4.1.3 被并购方基本情况.....	20
4.1.4 交易对方（关联方）基本情况.....	21
4.2 关联并购交易过程.....	23
4.2.1 并购方案简介.....	23
4.2.2 并购过程简介.....	24
4.3 此次关联并购存在的问题.....	26
4.3.1 媒体质疑.....	26
4.3.2 监管问询.....	27
4.3.3 综合分析.....	27
<b>5. 花园生物利益输送的手段和动因.....</b>	<b>32</b>
5.1 利益输送的手段——高溢价并购.....	32
5.1.1 标的资产历史估值不高.....	32
5.1.2 收益法评估结果溢价严重.....	33
5.1.3 重新测算合理的收益法估值.....	36
5.2 利益输送的实行动因分析.....	47
5.2.1 追逐家族利益.....	47
<b>6. 花园生物利益输送的实施条件和影响分析.....</b>	<b>50</b>
6.1 利益输送的实施条件分析.....	50
6.1.1 股权集中度较高.....	50
6.1.2 管理层交叉持股、家族成员交叉任职.....	50
6.1.3 大股东与中小股东的信息差.....	52
6.1.4 外部监管滞后和不足.....	53
6.2 利益输送的影响分析.....	53
6.2.1 对企业财务状况的影响.....	53
6.2.2 对市场表现和投资者的影响.....	59
<b>7. 研究结论与建议.....</b>	<b>61</b>
7.1 研究结论.....	61
7.2 对策研究.....	62
7.2.1 完善上市公司内部治理独立性.....	62
7.2.2 中小股东积极行使自身权利.....	63

7.2.3 提升外部监督的有效性.....	63
参考文献.....	65
后记 .....	72
致谢 .....	73
在读期间科研成果目录.....	74

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和意义

### 1.1.1 研究背景

随着我国经济的持续发展，政府政策的大力支持，中介机构的兴起，并购已成为我国企业融资的重要手段。根据 wind 数据库统计，2018-2022 年我国 A 股市场上市公司完成的境内并购交易累计数量为 34,093 起，披露的金额累计高达 69,873.56 亿元。回顾相关并购数据，可以发现，近年来由于疫情和经济原因，已完成的并购数量呈下降趋势，但是关联并购数量比较稳定，维持在每年 1000 例左右，且关联并购金额保持在总金额的 50%左右。可以看出关联并购在 A 股市场的境内并购交易中占据关键地位，具有重要的研究意义。



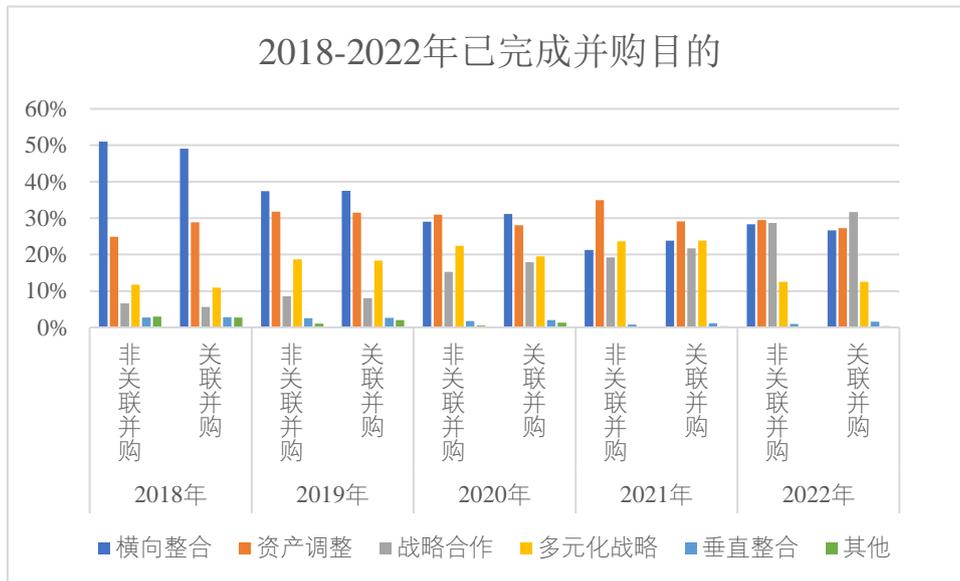
注：数据来自于 wind

图 1-1 2018-2022 年已完成的并购数据图

从图中可以看出 2018-2019 年，并购市场仍然属于高速增长状态。由于 2020 年疫情影响，中国经济受到一定冲击，2020 年和 2021 年交易量和交易

额有一定程度下降。随着疫情影响减弱和国内经济形势好转，并购市场活跃度和交易规模将会慢慢恢复，并购数量和金额将继续会增长。关联并购市场情况并未明显受到 2020 年疫情影响，交易量和交易额有一定程度波动。

根据 wind 数据库中并购目的分类：垂直整合、横向整合、战略合作、资产调整、多元化战略、借壳上市、业务转型、财务投资等，本文主要统计了占比较大的横向调整、战略合作、资产调整、多元化战略和垂直整合 5 种类型，其余类型都归入其他中。



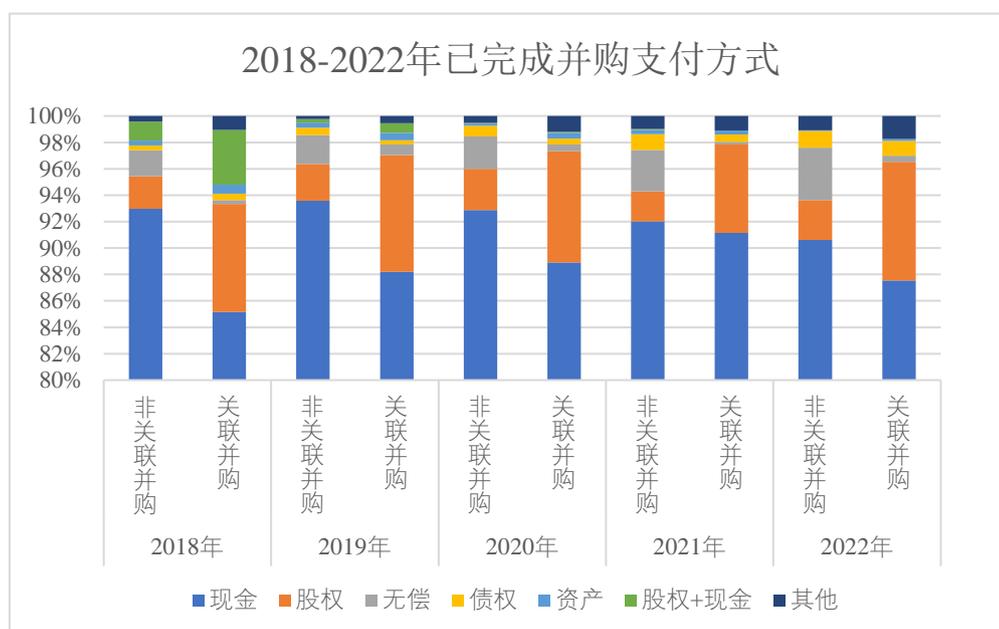
注：数据来源于 wind，仅统计境内已完成的并购。若一次并购有多种并购目的将会重复统计。

图 1-2 并购目的

从图中可以看出已完成并购在 2018-2022 年并购的主流目的为横向整合、资产调整和战略合作，此外战略合作目的的并购占比逐年增加，在 2022 年与横向整合和资产调整基本一致。关联并购目的和普通并购目的并无太大差距，趋势基本保持一致。

根据 wind 数据库并购支付方式分类：现金、股权、无偿、债权、资产、

股权+现金、实物资产、抵账、定期结算、股权+负债、可转换债券/可交换债券等，本文主要统计了占比较大的现金、股权、无偿、债权、资产、股权+现金，其余类型都归入其他中。



注：数据来源于 wind，仅统计境内已完成的并购。

**图 1-3 并购支付方式**

从图中可以看出 2018-2022 年的并购中，现金支付方式占据了 80% 以上，但关联并购中现金支付占比低于非关联并购，更倾向于股权和股权+现金方式。此外非关联并购无偿支付比例更大，而关联并购出于监管需要，很少采用无偿支付的方式。

交易金额巨大、溢价更高的关联并购受到了投资者和监管机构的广泛关注。关联并购为发生在上市公司与其控股母公司股东之间的，对同一控制下兄弟公司的有偿并购行为，交易完成后标的企业保持独立法人地位，成为收

购公司的子公司。

根据相关研究，关联并购是重要的利益输送方式。大股东作为关联方的实际控制人，他们能运用控制权实施利益输送并实现自身利益最大化，侵害中小股东的权益。大股东是如何通过关联并购进行利益输送？利益输送的动机与手段是什么？如何制约利益输送行为？这些问题需要进一步的思考。

基于上述背景，本文选取花园生物关联并购花园药业案例作为研究对象，系统的研究了关联性并购中的高溢价背后的利益输送的方式、动因、实施条件和影响，同时对保护中小股东和制约大股东利益输送行为提出一些建议。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

目前，学者们对于利益输送的研究十分丰富，通过实证分析和案例研究的方法对利益输送进行了大量研究，取得了丰富的研究成果。但是作为利益输送的手段之一，学者们对关联并购中利益输送进行详细的案例研究的研究成果较少。虽然实证研究可以通过分析大量的样本数据得出比较准确地一般性结论，但是缺乏对单个案例的研究深度。因此，本文结合案例可以更加深入全面的分析关联并购中的利益输送问题，希望可以丰富相关研究成果。

#### （2）现实意义

本文基于以往学者的研究体系，以花园生物并购花园药业为例，研究企业关联并购中的利益输送问题，详细分析了利益输送的手段、动因、实施条件和影响，得出结论并针对性的提出了一些保护中小股东利益和制约大股东利益输送行为的建议，期望能减少关联并购中的利益输送现象。

## 1.2 研究内容与方法

### 1.2.1 研究内容

本文主要研究内容如下：

第一章是绪论，主要介绍了本文的研究背景、研究意义，采用的研究方法，主要的研究内容以及创新点和局限性。

第二章是文献综述，主要是关联并购、并购溢价和关联并购中利益输送相关的历史文献，最后分析总结为文献评述。

第三章是理论框架与现状分析，主要阐述了产权理论、委托代理理论和信息不对称理论，并就企业并购概况和并购溢价情况进行了分析，以此作为后文案例分析的理论基础。

第四章是花园生物关联并购的案例介绍，主要描述了花园生物及其控股股东、被并购关联方的基本情况，展示关联关系，回顾其关联并购交易过程，并指出交易中存在利益输送。

第五章是花园生物关联并购利益输送的具体案例分析，具体包括了利益输送的实施方式、动因分析、实施条件分析以及影响分析。

第六章是研究结论与建议，总结了本文的研究结论，并提出了自己的建议。

### 1.2.2 研究方法

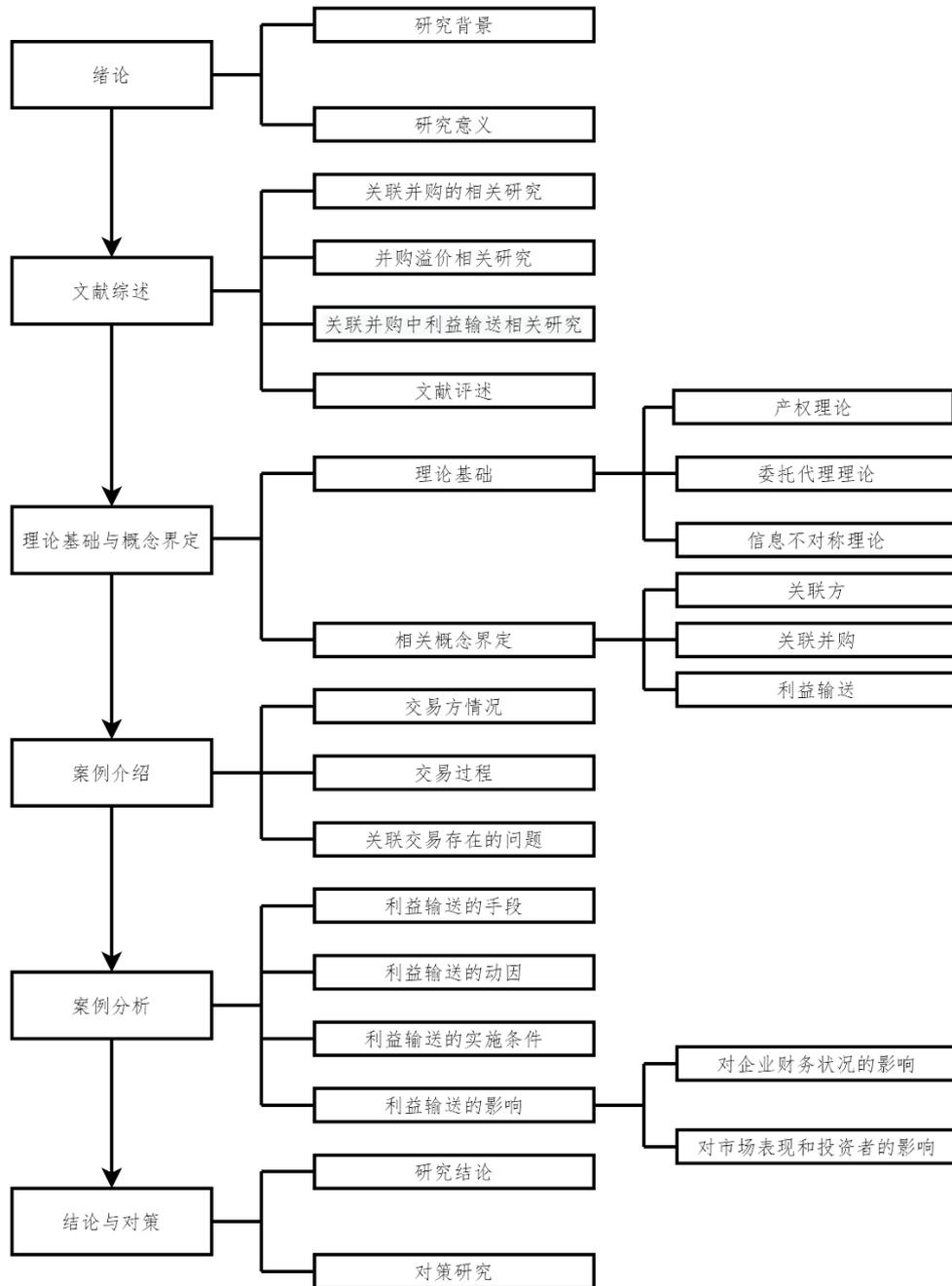
文献研究法：本文梳理总结了国内外现有的对关联并购、并购溢价和关联并购中的利益输送等方面已有的研究文献及理论，更加深入地了解学习所要研究的内容，并以此为基础完成后续的案例研究。

案例研究法：本文选取花园生物高溢价关联并购花园药业案例作为研究

对象，进行系统地研究分析，对案例中利益输送的方式、动因和实施条件进行深入的分析，将理论问题具体化，进而提升研究结论的完整性和针对性。

### 1.2.3 研究框架

本文的研究框架如下图所示：



## 图 1-4 研究框架

### 1.3 本文可能的创新点

目前，学者们对于利益输送的研究十分丰富，通过实证分析和案例研究的方法对并购重组过程中的利益输送进行了大量研究，取得了丰富的研究成果，但是学者们缺少对关联并购中利益输送进行详细的个案研究。本文可能的创新：（1）丰富了大股东利用关联并购进行利益输送的案例研究；（2）花园生物并购案例新颖并具有一定的代表性，通过一系列的数据论证和文字分析，能较好地阐述关联并购中利益输送的问题。（3）为资本市场中小股东提供一些建议，保护他们的权益，并引发完善资本市场政策的思考。

### 1.4 研究局限性

由于花园并购案例较新，上市公司相关披露有限，在分析公司的相关数据时可能不够详尽，在相关数据预测和重述过程中可能有一定误差；关联并购完成 7 个月后，上市公司公告向不特定对象发行可转债，因此受到该事件干扰，并购相关影响难以拆分，长期市场影响难以确认。此外，该次高溢价并购还涉及到的高估无形资产等高溢价手段，并未进行进一步深入研究。

## 2. 文献综述

### 2.1 关联并购相关研究

现有文献对关联交易、企业并购展开了广泛的研究，有丰富的研究成果。然而关于关联并购的研究却尚有空白。国内外文献对关联并购的动因和经济后果展开研究。

就国外文献而言。Cheung, Rau 和 Stouraitis (2006) 采用实证研究方法，对 375 个关联并购样本展开研究设计和实证分析，并指出关联并购过程中实际控制人的持股比例越高，其超额收益越少。在进一步的分析中，发现金字塔股权层级结构为第二类代理问题的发生提供可能，更容易出现侵占中小股东利益的问题，这种现象在新兴资本市场结果更为显著。Friedman 和 Johnson (2003) 认为资本市场的发展程度与公司治理的完善高度相关。市场制度的不完全使得上市公司处于弱监管的状态，所以市场发展落后地区的上市公司中小股东利益受保护程度更低。上市公司实际控制人的股权越集中，越有机会和动机实施利益输送和隧道挖掘。

就国内文献而言。国内文献结合中国资本市场的现状展开讨论，进一步丰富了该领域的研究。邓建平等 (2011) 的研究表明大股东的掏空行为是关联并购发生的重要动机，换言之，大股东的利益输送目的加剧了关联并购产生的可能。黄兴孛和沈维涛 (2006) 对关联并购的界定被学界沿用。刘建勇等 (2011) 的研究发现关联并购能够为上市公司发展带来好处，大股东通过关联并购能够向关联企业注入资金和提供管理经验，有助于上市公司产业链的构建，但是利益输送的问题在并购过程中的一些环节容易发生。陈兴秀 (2015)

通过实证研究的方法对关联并购企业和其他类似企业进行对比研究，发现部分关联并购发生后，公司业绩会受到影响，短期内业绩出现不同程度的下滑，但长期来看，这种影响会有所缓解。已有研究发现中国上市公司的关联并购大多通过资产剥离、资产置换、资产租赁等方式，关联并购发生伴随着大股东掏空行为的发生。黄岩（2013）的研究结论表明公司发展处于瓶颈期时期，所发生的关联并购往往能够有效改善公司业绩，能够促进企业的可持续发展，并通过实证分析得出稳健结论。

## 2.2 并购溢价相关研究

并购高溢价是学者们广泛研究的话题，高溢价导致并购失败的案例屡见不鲜，学者们以此为契机深入研究并购高溢价的动因。大多数学者认为并购支付的高溢价是并购发生后，企业价值会大于之前并购双方的价值之和，产生并购协同效应。罗喜英和阳倩（2017）认为并购溢价的评估存在一定主观性，过高的溢价会导致企业经营失败的可能性，高溢价并购可能对公司利益产生损害。李彬（2015）指出并购溢价不仅包括对被并购方资产评估的高定价，还包括控股股东侵占中小股东权益而获得的超额收益。国外学者 Hunter 和 Jagtiani（2003）认为当大股东主导企业并购时，其利用信息不对称性，采用高溢价方式进行利益输送，而非为了企业的长远发展，不利于企业价值创造。Silusky 等（1997）指出标的企业所处的行业特质与高溢价并购息息相关。当企业处于竞争程度较高的行业时，只有支付高溢价才能够使得被并购方在市场环境中继续存在和发展，被并购方能够通过高溢价并购获利。也有研究表明，高科技行业的并购高溢价现象较为明显，其内在逻辑是高科技企业无形资产具有较高估值和市场不确定性，使得并购方愿意为其支付更高定价。

国内学者（2007）进行案例研究发现，高溢价往往难以达到并购协同效应产生的预期，更多是并购失败发生，高溢价并购一方面无法改善被并购企业的状况，另一方面，还可能降低公司价值。

## 2.3 关联并购中利益输送相关研究

关联交易成为进行操纵的重要手段，通过非公允的定价以及虚假销售等方式调节利润。关联交易双方的非市场化操作作为大股东利益输送、资产转移、逃避税收提供方便，这些不正当行为一方面不利于资本市场的健康发展，另一方面，对企业内部治理带来挑战。所以监管关联交易的合理性和正当性一直是公司治理的重要话题。

就国外学者而言。Mueller 和 Sirower（2003）通过因素建模考察了并购的不同动机带来的经济后果，进一步佐证了委托代理理论和管理者自大理论，却未对协同效应和控制权夺取提供支撑。Hunter 和 Jagtiani（2003）的研究支持了高溢价并购与利益输送存在关系的论点。

就国内学者而言。孙燕芳和薛阳（2023）发现而股东掏空型并购溢价往往存在大股东的掏空行为，会侵害公司和中小投资者的利益，对并购绩效带来负面影响。牛成喆和侯彦君（2010）发现上市公司的大股东通过关联并购将公司的资产进行转移，以谋求私人利益。罗喜英和阳倩（2017）通过分析雅视科技高溢价并购案例指出业绩承诺没有起到保护中小股东权益的作用，反而为并购方提供高估值、高溢价的理由，以业绩承诺掩饰关联交易的利益输送，增加了监管的难度。甄红线和庄艳丽（2015）通过对河化公司并购案例进行研究，指出关联交易是大股东利益输送的隐蔽手段，大股东掏空行为在关联交

易过程中时有发生。资本市场发展的不完善变现形式之一是关联交易的利益输送、侵害中小股东利益的问题频发，刘峰等（2004）的研究指出大股东利用关联交易进行利益输送是新兴资本市场发展的典型特征和必然情况。Peng（2011）指出财务稳健性是企业持续经营的关键因素，企业是否选择关联交易进行利益输送与企业现行财务情况有较高的关联程度。李增泉等（2005）分析发现我国上市公司关联并购的目的分为保壳、扭亏和利益输送，而利益输送更为普遍，是管理并购的主要目的。叶陈刚等（2018）以 2007—2015 年上市公司为样本，研究关联并购交易，其实证研究结论指出，非公开方式股份方式进行并购，会有更多控股股东参与其中，其主要目的是操纵关联交易的结果以获得私人收益。赵骏和吕成龙（2012）认为大股东在企业决策时有更多的话语权与表决权，这使得其相对中小股东更具有信息优势，能够通过左右决策的方式在关联并购过程中进行利益输送。

就关联并购中利益输送的动机而言。国外学者 Friedman（2003）指出利益输送型关联交易成为企业在财务困境发生时，通过吸收被并购方优质资产，改善经营业绩的重要手段，称之为“索取型关联并购”，能够通过这种方式满足监管对于业绩的要求。Johnson（2000）指出在多数并购交易中，控股股东是关联并购的重要主导者，当控股股东进行操纵来推动关联交易的实现时，往往隐藏着其自身利益需求，出现转移掏空企业的现象。Shleifer 等（1997）的研究指出代理问题是现代企业经营的核心问题，经营者和所有者对于企业经营决策的不一致会导致企业经营出现一些问题。当二者存在较为严重的冲突时，大股东往往会将控制权进一步集中，在制衡企业管理者的同时，缓解代理问题。然而，过度集中的控制权也会使控股股东凭借其控制权优势，掏空上

上市公司以满足其个人利益。Dyck（2004）认为第二类代理问题是大股东与中小股东之间的利益冲突问题，往往在关联并购过程中，大股东凭借其股权优势，作出一些不利于中小股东利益的决策，在关联并购交易过程中，中小股东的利益得不到保障。国内学者李增泉（2005）、黄兴孛和沈维涛（2006）的研究指出关联并购交易的高溢价决策在两种不同的情景下表现有所不同。当企业经营业绩较差时，关系型并购成为企业经营业绩改善的手段，虽然也存在股东掏空致使企业破产的可能。当企业经营业绩较好时，关联并购过程中，控股股东通过第三方和对被并购方的操纵，将并购溢价转移到自己手中。史党忠等（2019）提出公司治理的完善程度与股东掏空行为存在关联，良好的内部控制设计能够减少控股股东对公司利益的掠夺，从公司治理的角度而言，要从根本上解决这一问题，需要建设良好的公司治理规章制度，提供良好的控制环境，配备专业的法律、财务专业人才。能够最大程度弥补公司治理的漏洞，遏制利益输送现象的发生。张丽丽（2018）的研究指出在理论层面，第二类代理问题发生的前提是股东股权结构的不均衡，大股东的绝对控股和绝对话语权为其利益获取提供可能，股权结构分散时，关联并购中的利益输送问题能够得到缓解。同时，通过研究指出利益侵占不仅局限于并购前的这一环节，还包括并购后的经营管理之中，利益输送可能是一个持续的过程。

就关联并购的绩效研究而言。研究发现关联并购产生的绩效影响往往局限于短期，长期难以实现。Johnson et al.（2000）曾指出1997年爆发的亚洲金融危机的导火索就是资产市场中关联交易中的利益输送带来的一系列连锁反应，对市场产生较大冲击。罗党论和唐清泉，（2005）指出关系型并购是资源

的非合理配置，市场没有实现资源的最优化配置，并购标的物没有得到合理定价，长期来看是不利于市场有序发展的。黄岩、刘淑莲（2013）从控股股东的视角出发，进行案例研究发现，控股股东主导的关联交易短期内能够提升企业绩效表现，但是没有较为长期的影响，企业长期业绩表现没有更为突出。刘璐璐（2019）的实证研究结果表明关联并购与企业业绩存在显著负向关系，市场中的关系型并购发生会对市场投资者的财产带来损失，不利于市场的稳定。

## 2.4 文献评述

对关联并购的现有文献梳理可知，现有文献采用实证研究、案例研究等方法对关联并购的产生动机与经济后果展开了丰富讨论，产生一系列研究成果。但是就关联并购中的利益输送问题的研究有待进一步加深和完善，现有研究较少关注到关联并购的利益输送动机和影响因素研究，关联并购的深层次逻辑和抑制手段有待进一步考察。基于以上，本文以花园生物关联并购花园药业为案例研究对象，对整个并购过程进行详细定性和定量分析，得出一些结论，以提供建议防止利益输送问题的出现。希望通过对此案例的研究，丰富现有研究，同时为中小股东、企业和监管机构提供一些建议。

## 3. 理论基础与概念界定

### 3.1 理论基础

#### 3.1.1 产权理论

根据产权理论，Adrian C.H. Lei 和 Frank M. Song（2001）指出控制权与现金流量权常常是分离的。控制权是指股东按照持股比例所享有的投票权，现金流量权是企业股东所享有的剩余收益索取权。控制权一定时，控制权和现金流量权分离程度越大，控股股东掌握控制权所需低持股比例越低，现金流量权就越小，利益输送的成本就越小，控股股东谋求私利进行利益输送的得可能性就越大。如果大股东使用控制权进行利益输送独享收益，全体股东承担成本，大股东将会获得巨额收益，而中小股东和上市公司的利益将会受到严重的损害。

在后文案例分析中可以看到，案例中实控人通过关联并购利益输送的收益远大于他付出的成本，而获利的自然人绕过业绩补偿义务，甚至规避掉了后续被收购企业业绩变脸的赔偿风险。

#### 3.1.2 委托代理理论

委托代理理论由 Berle 和 Means 提出，该理论目的是改善企业所有者与管理者之间的经营关系，是现代公司治理的逻辑起点。

随着时代飞速发展，许多企业所有权与经营权分离，经理人组成的团队作为管理者代为经营企业。股东们不参与日常经营并享有剩余索取权，管理者拥有经营决策权而难以享有公司的剩余索取权。管理者有可能利用自己的经营权追求自身利益最大化，尽管会损害股东的利益。这便是第一类代理问

题。即管理者和股东之间的代理问题。

大股东若与管理层达成一致，对公司经营控制权占有优势地位，并利用控制权，通过各类行为对中小股东利益进行侵害，这就产生了第二类代理问题，即大股东与中小股东之间的代理问题。大股东联合管理者合谋在利用关联并购进行利益便是第二类代理问题的体现。在股权高度集中的公司中，大股东牢牢掌握着控股权和经营权，第二类代理问题将会更加严重。在这类企业中，大股东往往会选择关联方担任公司高管和董事，而中小股东往往只能接受大股东的安排，难以对大股东形成制衡，一旦大股东存在道德风险，便会损害中小股东的利益。

在后文的案例中，大股东是典型的家族企业，集团内公司董事和高管多数由家族关联方担任，因此存在较多的第二类代理问题。上市公司的经营权被大股东控制，通过关联并购向实控人家族进行利益输送，进而损害中小股东的利益。

### 3.1.3 信息不对称理论

信息不对称由 George Akerlof 提出，指在交易活动中，交易双方存在着信息差，一方比另一方掌握着更多的信息。信息优势方可能会产生“败德行为”，而处于信息劣势的一方则面临着“逆向选择”。信息不对称问题同样存在于企业的大股东与中小股东之间。大股东拥有公司的控制权和经营决策权，能够清楚掌握公司的经营发展状况，他们能够轻松利用这种信息优势来进行利益输送，实现自身利益最大化。相对而言，中小股东作为信息劣势地方，在难以得到充分信息的情况下，很可能盲目跟从大股东的决策，最终自身利益受到重大损失。

而案例中公司大股东有着医药行业的信息优势，趁着产品溢价最高、集采竞争弱的时机，快速完成高溢价关联并购，掏空公司现金流，最终实现利益输送。

### 3.2 相关概念界定

本文以我国相关法律法规为依据，对并购和关联方进行概念界定。并购是指企业通过现金支付、股权支付等有偿方式取得其他公司的部分或者全部股权，致使被收购方投资主体变更或被收购方法人地位丧失的行为。关联方是指能够对一方实施控制、共同控制或者重大影响，以及被同一主体控制、共同控制、重大影响的双方或多方。

本文界定关联并购为发生在上市公司与其控股母公司股东之间的，对同一控制下兄弟公司的有偿并购行为，交易完成后标的企业保持独立法人地位，成为收购公司的子公司。

本文采用的利益输送概念以 2000 年 Jahson、Laporta、Lopez-Silames 和 Shleifer 学者提出的概念为基础，将利益输送概念界定为大股东利用剩余控制权，使用合法或非法手段从上市公司向自身转移资产和利润的行为。

## 4. 花园生物关联并购案例介绍

案例公司的利益输送行为手段、动因、实施条件和影响较好的反映了利益输送中的各方面特征，具有一定的代表性。

### 4.1 关联并购交易方基本情况

本次关联并购主要涉及到并购方花园生物、被并购方花园药业以及关联方花园集团，下文将介绍这三方的关联关系和基本情况。

#### 4.1.1 并购方基本情况

##### (1) 并购方基本信息

表 4-1 基本信息

公司名称	浙江花园生物高科股份有限公司
经营范围	食品添加剂的生产和销售，饲料添加剂的生产。医药中间体、饲料添加剂的销售，胆钙化醇原药、胆钙化醇饵粒的生产与销售等，经营进出口业务
法定代表人	邵徐君
实际控制人	邵钦祥

浙江花园生物高科股份有限公司（下文简称“花园生物”）主要从事 VD3 上下游系列产品的研发、生产和销售，目前产品主要有维生素 D3、羊毛脂胆固醇、25-羟基维生素 D3。花园生物是国家高新技术企业和国家级“专精特新”小巨人企业，已成为全球最大的维生素 D3 生产和出口企业之一。并购花园药业前并没有研发仿制药和普药的相关经验。

##### (2) 并购目的

根据相关公告内容：“收购花园药业有助于花园生物在现有产品基础上向

下游医药领域纵向延伸，能提升公司的业务范围和盈利能力，加强核心竞争力。”可以判断此次收购表面目的是花园生物出于多元化战略需要。

### (3) 经营状况

**表 4-2 花园生物 2019 年至 2021 年 9 月末主要财务指标**

单位：万元

项目	2021 年末	2021 年 9 月末	2020 年末	2019 年末
资产总额	352,531.14	362,306.89	342,519.15	207,960.78
负债总额	124,656.15	49,291.37	51,538.06	33,657.48
所有者权益	227,874.99	313,015.52	290,981.09	174,303.30
货币资金	50,209.41	90,126.67	115,865.03	50,574.23
营业收入	111,709.99	45,572.33	61,489.44	71,838.45
归母净利润	47,982.96	27,630.76	27,226.47	34,370.65
扣非后净利润	31,419.78	25,491.84	22,452.83	32,947.58

注：数据来自公司公告文件

截至 2021 年 9 月 30 日，花园生物仅持有 90,126.67 万元的货币资金，而为了完成这次收购，公司需要在收购后迅速通过现金支付 96,783.22 万元（剔除后续尾款 3,916.78 万元），这笔巨额交易几乎将公司手中持有的现金类资产尽数掏空。

2019 年至 2021 年 9 月末，花园生物的营业收入和净利润呈现下降趋势。2021 三季度报显示，公司主营收入 45,572.33 万元，同比下降 7.07%；归母净利润 27,630.76 万元，同比上升 22.07%；其中 2021 年第三季度，公司单季度主营收入 10,608.45 万元，同比下降 26.95%；单季度归母净利润 4072.99 万元，同比下降 36.18%；单季度扣非净利润 3867.41 万元，同比下降 31.56%。

2021 年末迅速增长的营业收入和净利润则是因为受到合并后新增子公司

的影响，花园药业 2021 年度收入和净利润分别为 50,009.34 万元和 16,313.85 万元，分别占花园生物合并收入和净利润的 44.77%和 34.00%。

花园集团主营业务在 2019 年后盈利增长乏力，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润由 2019 年的 32,947.58 万元降低至 2020 年的 22,452.83 万元。截至 2021 年末，扣非后净利润仅仅达到 31,419.78 万元，仍低于 2019 年末。

#### 4.1.2 并购前交易方股权结构

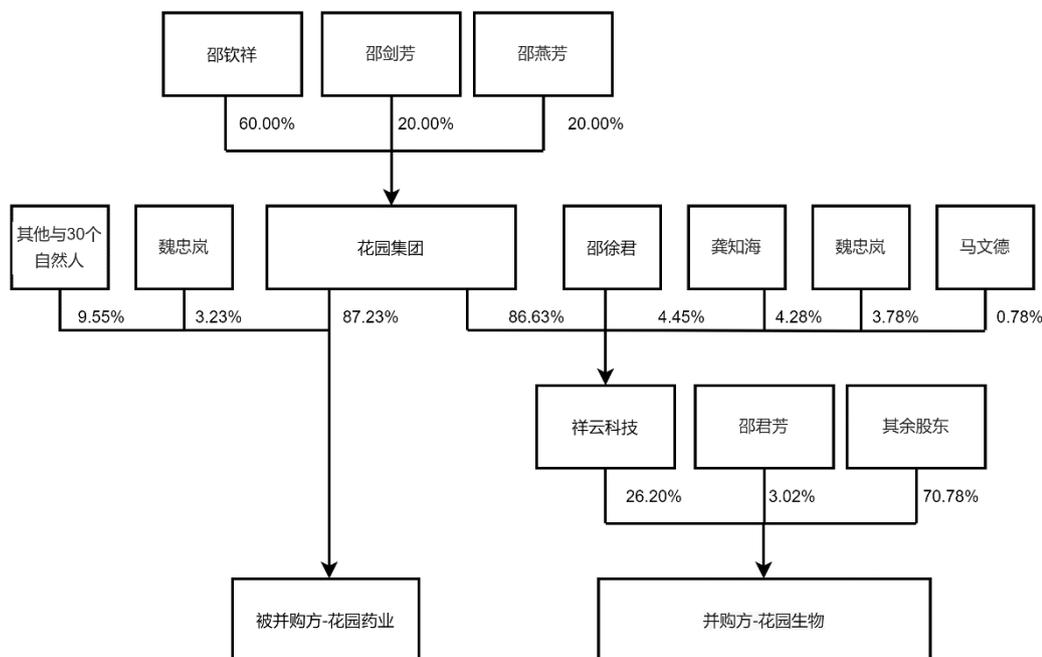


图 4-1 并购前股权结构

如图所示，并购方花园生物作为 A 股创业板上市公司，其他公众投资者持股很分散，而控股股东祥云科技持有 26.20% 的股权，因此能够达成对花园生物的控制。而祥云科技的控股股东花园集团持有其 86.63% 的股份，因此能够间接控制花园生物。花园集团的最终实际控制人为邵钦祥，花园药业作为花园集团直接持股 87.23% 的子公司是此次交易的被并购方，因此该次交易是

典型的同一控制下的并购案例。

#### 4.1.3 被并购方基本情况

##### (1) 被并购方基本信息

**表 4-3 基本信息**

公司名称	浙江花园药业有限公司
经营范围	硬胶囊剂、片剂、茶剂、原料药（兰索拉唑）、小容量注射剂、冻干粉针剂制造
法定代表人	魏忠岚
实际控制人	邵钦祥

浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）是国家高新技术企业，集研发、生产和销售于一体的综合性现代化医药制造企业。花园药业截至 2021 年 9 月 30 日拥有缬沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、左氧氟沙星片共 4 个国家集采中标药品，收入占营业收入为 92.74%；另有多多个其他品种的药品批准文号（含同种药品不同规格）。

##### (2) 经营状况

**表 4-4 花园药业 2019 年至 2021 年 9 月末主要财务指标**

单位：万元

项目	2021 年末	2021 年 9 月末	2020 年末	2019 年末
资产合计	44,718.87	32,798.89	14,716.28	13,498.25
负债合计	29,730.40	21,841.43	17,544.33	15,155.74
所有者权益合计	14,988.47	10,957.46	-2,828.05	-1,657.49
营业收入	50,009.34	31,265.04	4,471.22	5,852.67
净利润	16,313.85	12,282.84	-1,170.55	-2,575.61

注：数据来自公司公告文件

2020 年以前，标的资产花园药业业绩还处于亏损阶段，所有者权益也是

负数，呈现资不抵债的状态。2019 和 2020 年，其实现营业收入分别为 5,852.67 和 4471.22 万元，归属于母公司股东的净利润(简称净利润)分别亏损 2,575.61 万元和 1,170.55 万元。然而，2021 年前三季度，花园药业出现大幅盈利，其实现的营业收入猛增至 31,265.04 万元，净利润为 12,282.84 万元。2021 年度花园药业实现营业收入 50,009.34 万元，净利润为 16,313.85 万元，分别占花园生物合并收入和净利润的 44.77%和 34.00%。

根据相关公告，除了经营性关联交易、关联担保外，花园药业还和实控人控制下的花园集团存在非经营性资金往来，2020 年至 2021 年 9 月末，往来资金 3.47 亿元。其中，花园药业拆入 2.35 亿元、拆出 1.11 亿元，标的资产的现金流独立性可能难以保证。由于上市公司的监管要求，关联方资金拆借也有一定限制，并购后可能对并购双方的经营造成一定负面影响，损害中小股东利益。

#### 4.1.4 交易对方（关联方）基本情况

因花园生物与花园药业为同一实际控制人控制的企业，故本次交易构成关联交易。本次交易对方共有 32 名，包括 1 名法人股东花园集团以及 31 名自然人股东。

##### （1）花园集团基本信息

**表 4-5 基本信息**

公司名称	花园集团有限公司
主营业务	以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工为主进行多元化经营
法定代表人	邵钦祥
实际控制人	邵钦祥

根据公开信息，花园集团资金链比较紧张，截至 2021 年 9 月 30 日，花园集团账面货币资金 28.97 亿元，有息负债合计 62.38 亿元，其中短期借款 42.99 亿元，长期借款 9.39 亿元，应付债券 10.00 亿元。花园集团账面资金甚至连短期借款都无法覆盖，且部分货币资金还处于受限状态，且持有的花园生物股权 9,857 万股股权被质押借款。

此次关联并购涉及到的三方均是同一实控人控制的企业，被并购企业的业绩数据，并购交易对价的公允性和真实性可能难以保证，存在一定风险，下文将会分析此次并购交易中的存在的利益输送。

## (2) 花园药业自然人股东情况

**表 4-6 花园药业自然人股东**

姓名	任职情况	出资金额 (万元)	出资比例	与花园生物的关联关系
魏忠岚	花园药业董事长	200.00	3.23%	关联自然人，为公司实际控制人 的女婿
孙阳洋	祥云科技 董事、总经理	33.00	0.53%	关联自然人，为祥云科技董 事兼总经理
朱建民	自由职业	25.00	0.40%	关联自然人，为公司实际控 制人的外甥
龚知海	花园集团员工	20.00	0.32%	关联自然人，为公司实际控 制人配偶的弟弟
黎江岚	祥云科技 副总经理	10.00	0.16%	关联自然人，为祥云科技副 总经理
方福生等其 余 26 人	-	504.00	8.13%	无

注：截止日 2021 年 10 月 27 日花园集团直接持有祥云科技 97% 的股权，祥云科技直接持有公司 26.20% 的股份，因此花园集团为公司间接控股股东，花园集团为公司的关联法人。

由上表可知，实控人家族和关联公司高管通过此次高溢价关联并购，能获得一定的现金收益，并规避掉业绩承诺的风险。

## 4.2 关联并购交易过程

### 4.2.1 并购方案简介

参考花园生物发布的《关于拟收购浙江花园药业有限公司 100%股权暨关联交易的公告》，从标的资产的定价、盈利预测与补偿安排等方面整理该案例并购方案。

#### （1）标的资产的定价

根据花园生物与花园集团有限公司及 31 名自然人等交易方所签署的《浙江花园药业有限公司股权转让协议》及资产评估机构出具的《浙江花园生物高科股份有限公司拟股权收购所涉及的浙江花园药业有限公司股东全部权益价值资产评估报告》可知，花园药业 100%股权于评估基准日 2021 年 9 月 30 日经收益法评估的价值为 107,000.00 万元，经资产基础法评估的价值为 49,424.78 万元。花园药业 2021 年 9 月 30 日净资产为 10,957.46 万元，本次交易定价经双方协商确定，最终按收益法评估值确定花园药业 100%股权对应交易作价为 107,000.00 万元，增值率达到了 826.30%。对比近年来的并购溢价，如此高额的增值率在高科技企业的关联并购中也不多见。

#### （2）支付方式

标的股权的转让价款以现金方式分期支付，与大多数并购支付方式一致，截至 2021 年 9 月 30 日，根据公告可知，并购方花园生物账面可用于支付本次交易对价的货币资金（含理财产品）为 7.28 亿元，花园生物货币资金并不充裕，自身也需要大量的研发投入，此次并购后，货币资金可能难以满足花园

生物和花园药业的需要。结合上文企业并购的支付方式的概况分析，可知股权支付或股权+现金支付方式在关联并购中更为普遍，且更能缓解上市公司紧张的现金流，维护中小股东的利益。现金支付如此高额的交易价款，后续巨额债务融资将会大幅度改变上市公司的资本结构。

### （3）盈利预测与补偿安排

根据《转让协议》，转让方花园集团为业绩补偿义务人，对承诺的标的公司业绩进行全额补偿，转让方自然人股东不进行业绩承诺也不进行补偿承诺。

股权转让的业绩承诺期为 2022 年度、2023 年度、2024 年度，且承诺净利润是指经受让方的年度审计机构审计的标的公司扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润。承诺净利润如下表所示：

**表 4-7 承诺净利润**

年份	2022 年	2023 年	2024 年
净利润金额（亿元）	1.00	1.10	1.20

注：数据来源于《浙江花园生物高科股份有限公司关于拟收购浙江花园药业有限公司 100%股权暨关联交易的公告》

若后续业绩不达标，花园集团将会补偿基于业绩承诺的损失，较低的业绩承诺额降低了补偿风险，而自然人股东可以通过转让协议完全规避风险，上市公司花园生物的中小股东则会因此次失败的关联交易遭受巨大损失。

#### 4.2.2 并购过程简介

回顾并购案例全过程，可将此次关联并购分为以下阶段。

##### （1）花园药业自然人股东及其持股比例频繁变更

2016 年 3 月-2021 年 9 月，自然人股东与其他自然人股东、祥云科技、花园集团之间共计发生 35 次转让，转让价格均为 2.5 元/股。股权结构变化如下。

表 4-8 花园药业股权结构变化

股东名称	2016 年 3 月末		2021 年 9 月末	
	股份数量 (万股)	持股比例 (%)	股份数量 (万股)	持股比例 (%)
花园集团	1,100.00	17.74	5,408.00	87.23
祥云科技	3,621.00	58.40	-	-
魏忠岚	200.00	3.23	200.00	3.23
郎明洋等 42 个自然人	1,279.00	20.63	-	-
方福生等 30 个自然人	-	-	592.00	9.55
合计	6,200.00	100.00	6,200.00	100.00

注：数据来源于《浙江花园生物高科股份有限公司拟股权收购所涉及的浙江花园药业有限公司股东全部权益价值资产评估报告》

在并购实施前，自然人股东与其他自然人股东、祥云科技、花园集团之间共计发生 30 多次次转让，转让价格低至 2.5 元/股。以此价格计算，花园药业市值仅为 15,500.00 万元，与 2021 年 9 月 30 日净资产 10,957.46 万元相似，远远低于 2021 年 9 月 30 日经收益法评估的价值 107,000.00 万元。在实控人家族内部转让时价格如此之低，但在同一控制下的上市公司转让时，增值率高达 826.30%，这样不仅降低了内部交易成本，对外高价售出也能获得收益。

### （2）法人股东股权转让

2021 年 8 月 31 日，经各方签署股权转让协议，祥云科技将其持有花园药业的 3,621 万股以每股 1 元的价格转让给花园集团。

### （3）交易完成

2021 年 11 月，交易各方已按照《股权转让协议》之约定办理完毕花园药

业 100%股权转让及法定代表人变更的工商登记手续，花园生物持有花园药业 100%股权，成为花园生物的全资子公司。交易前后股权结构如下图所示：

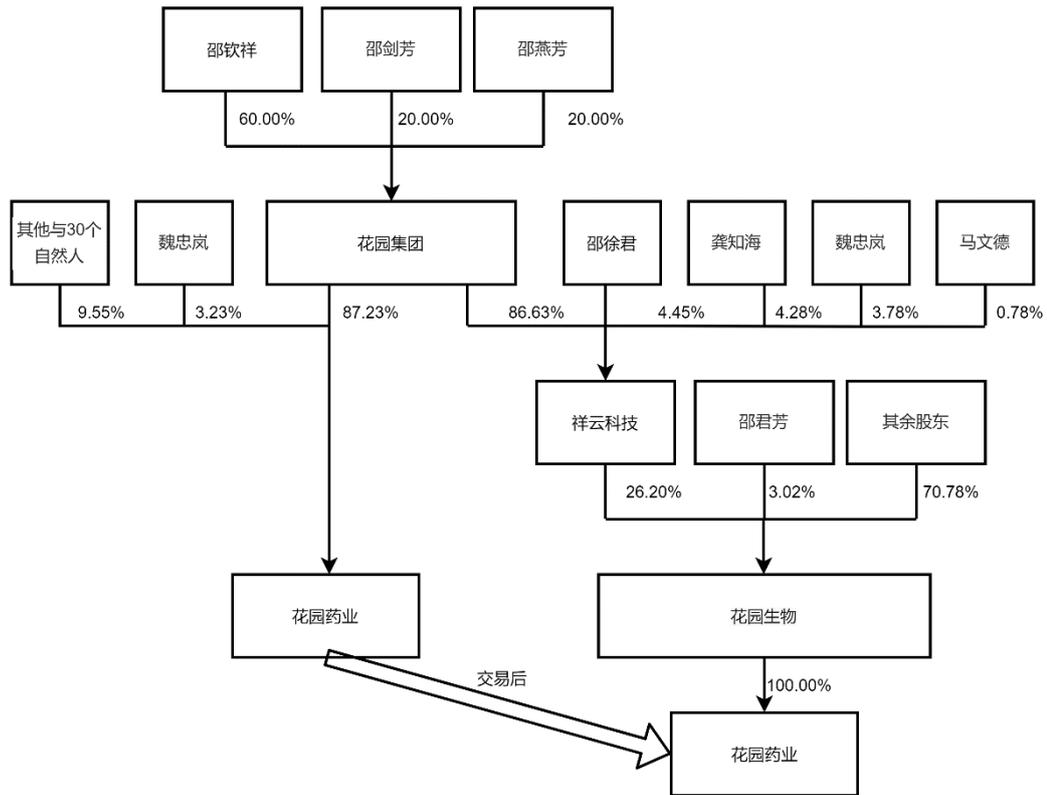


图 4-2 股权结构

### 4.3 此次关联并购存在的问题

通过外部的媒体和监管机构对此次关联并购的反应，结合企业内部公开资料的综合分析，可以得出结论，此次关联并购存在一定程度的利益输送。

#### 4.3.1 媒体质疑

2021 年 10 月 27 日花园生物发布关联并购公告后，每日经济新闻、腾讯新闻、华夏时报等多家知名媒体纷纷发文质疑，例如：《花园生物 10 亿元关联并购背后：4.45 亿元营收预测难觅依据 关键产品权利瑕疵未披露？》《花园生物：高溢价关联收购“输血”实控人》《花园生物溢价 8 倍收购，“百亿村

长”邵钦祥家族套现 9 亿，被指涉嫌利益输送》《短短 9 个月扭亏为盈 花园生物收购标的持续盈利能力存疑》等。

#### 4.3.2 监管问询

除了媒体质疑，监管机构也重点关注了此次关联并购。深圳证券交易所于 2021 年 10 月 31 日、11 月 7 日和 2022 年 1 月 5 日分别发送了关注函，重点问询了是否存在利益输送、是否损害上市公司及中小股东利益的情形、公司估值合理性、收益法相关参数的合理性、主要产品的预测期销售情况、共同研发药品情况、现金收购合理性、收益法相关参数的合理性、业绩补偿承诺设置合理性、并购前低价股权转让合理性等情况，并要求上市公司及时披露。

#### 4.3.3 综合分析

花园生物并购花园药业的案例存在利益输送情况。总结关注函回复相关内容，花园生物通过三个方面说明公司未通过本次交易向关联方输送利益，不存在损害中小股东利益的情形。下文将分析花园生物对利益输送情况的说明，论证其回复的不合理之处，最终得出结论，此次关联并购中存在利益输送情况。

##### （1）花园药业 2021 年业绩大幅增长难以持续

关注函回复中写到，花园药业高毛利率与同行业可比公司不存在明显差异，高毛利率具有合理性；预测期间维持高毛利率具有可能性。

**表 4-9 可比公司毛利率**

项目	2021 年 1-9 月	2020 年	2019 年	2018 年
九典制药	79.06%	74.85%	67.48%	59.61%
普利制药	77.40%	74.76%	81.61%	83.76%
苑东生物	87.19%	88.61%	90.25%	88.64%

可比公司				
平均值	<b>81.22%</b>	<b>79.41%</b>	<b>79.78%</b>	<b>77.33%</b>
花园药业	78.85%	30.44%	29.33%	28.87%

注：数据来源于《浙江花园生物高科股份有限公司关于对深圳证券交易所注函的回复公告》（公告编号：2021-051）

问询回复中写到：2020年，花园药业主要收入来源于铝碳酸镁咀嚼片、盐酸左氧氟沙星胶囊、罗红霉素胶囊和阿奇霉素分散片等普通药品，可比公司主要收入来源于国家集采中选产品，产品结构存在显著差异，可比性较低；2021年1-9月花园药业与可比公司主要收入均来源于国家集采中选产品，花园药业毛利率为78.85%，可比公司平均值为81.22%，花园药业与可比公司毛利率不存在显著差异，高毛利率具有合理性。

该段回复看似合理，但是结合下文案例分析中高溢价收购的分析，这些可比公司真的可比吗？通过对比研究发现，上述可比公司均为A股医药行业上市公司，以仿制药的生产、销售为主，年销售规模小于10亿元，且在历次国家集采中均有多个药品中选。与花园药业产品单一，单价波动较大的特点不同，这些公司都具有集采价格稳定，产品丰富，高毛利稳定的特点。

花园药业2021年第一次集采中选，且集采中选价格远超同药品其他公司。通过阅读相关政策说明找到了原因：集采政策为了鼓励药品研发，在医药企业药品第一次中选时，或多或少会略微提高价格，使其能弥补之前高额的研发支出，缓解医药企业的现金流压力。这个政策并不会延续到之后的集采，与可比公司药品持续中选情况不同。

结合2022年第二次集采价格，集采价格相比上次大幅度降低。花园药业难以保证其高毛利率持续能力。2022年集采结果显示，花园药业多索茶碱注

注射液集采中选不含税单价为 3.1770 元/支，相较于 2021 年中标价格 15.259 元/支降低了 79.18%，甚至远低于 2026 年的预测价格 5.5028 元/只；缬沙坦氨氯地平片（I）的中选不含税单价为 0.5752 元/片，不仅与报告中 2023 年的预测结果 1.3500 元/片相差 57.39%，甚至远低于永续期的预测价格 1.1843 元/片，相差幅度为 51.43%。而可比公司集采产品价格和毛利都比较稳定，不会出现这种大幅度波动。

引用后文案例分析中数据，假设上述产品采用 2022 年的集采价格，则 2021 年 1-9 月多索茶碱注射液的毛利率由 89.26%降低至 48.40%，下降了 45.77%；缬沙坦氨氯地平片（I）的毛利率由 81.09%降低至 22.08%，下降了 72.77%。因此，第二次集采后，花园药业主营产品的主要产品毛利率将大幅降低，与可比公司情况不一致。

根据 2021 年 11 月 4 日发布的《国家医疗保障局办公室关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》的规定，通过询价、竞价、综合评价等方式确定中选企业和中选价格，询价上限为上一轮全国最高中选价。花园药业这两款合计占据营业收入 85.94%的药品预测期间难以维持高毛利率，公司业绩大幅增长难以持续。

#### （2）集采中选药品预测期数据不具有合理性

花园生物的回复中写到假设 4 款已集采中选药品，在集采周期结束后，在部分省市根据市场竞争情况能够降价继续中标具有合理性；预测已考虑了集采期到期后降价，且降价幅度较大，具有合理性；评估产品在预测期及稳定期的销售单价、单件成本、每年销售量、年增长率等指标的确定依据具有合理性。

根据下文高溢价收购分析部分可以发现，缬沙坦氨氯地平片（I）与多索茶碱注射液这两款药品在最新集采中，价格大幅度降低，甚至低于预测最低价格的 60.00%。结合市场分析，这两款药品市场并未出现重大的无法预料的负面影响，价格下降原因主要是由于竞争对手数量大幅增加。但是在资产评估报告中，药品销量的预测期和稳定期假设只考虑了缬沙坦氨氯地平片（I）产品本身短期内被替代的可能性，并未考虑其他医药公司同类产品对市场份额的竞争。医药市场中，仿制药批文、招投标消息、产品进度等消息都是公开的，花园药业作为深耕行业多年的企业，根据产品市场的潜在进入者，判断产品竞争情况，应该有着充足的的经验。尽管如此，资产评估报告中仍未披露同类产品情况，因此有理由怀疑预测数据的合理性，未考虑激烈的行业竞争环境。

### （3）业绩补偿承诺难以保护花园生物中小股东利益

尽管本次交易业绩承诺对交易价款的覆盖率较高：本次交易尾款支付方式对业绩补偿的覆盖率处于合理区间，不存在异常情况；当业绩承诺未达标时，花园集团按照已实现净利润低于承诺净利润差额的 3.24 倍计算，以现金方式对花园生物进行全额补偿。但是仔细阅读具体条款便会发现对花园生物的中小股东保护力度并不足够。

首先是业绩承诺金额较低，花园集团的业绩承诺为：未来三年，花园生物实现的净利润合计为 3.30 亿元，年均 1.1 亿元，比 2021 年 1-9 月的净利润 1.23 亿元还要低，业绩承诺并未表现出高溢价收购的花园药业的业绩增长持续性和潜力，也难以对中小股东的利益形成有效保护。

其次业绩承诺期限过短，保护力不足。根据医保订单完成数量和相关价

格计算，结合 2022 年半年报中子公司花园药业的业绩数据，2022 年将会完成业绩承诺。但是 2022 年 5 月及以后的集采低价将会降低 2023 年之后的净利润，严重影响公司估值。若后期业绩变脸，较短的业绩承诺期限难以保护受到损失的中小股东。

最后是业绩承诺补偿方式不合理。花园药业的自然人股东没有补偿义务，花园集团是唯一的补偿义务人。即使花园药业后期业绩不佳，花园药业高管基本均为自然人股东，没有补偿承诺的制约，他们均不会有较大损失，无法体现高管层经营决策失误所应该承担的责任，最终受到严重伤害的只是对上市公司充满信任的广大中小股东。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/128131046001006025>