

后股权分置时代上市公司利益输送的特征

——基于股利政策的分析

庄学敏(博士)

(广东商学院 广州 510320)

【摘要】 股权分置改革后,大股东与上市公司之间输送利益的手段呈现出一些新的特点。如何有效制约大股东的自私自利行为、保护中小投资者的利益?本文以此为出发点,探讨了后股权分置时代上市公司股利政策与利益输送行为的关系,在此基础上提出相应的监管策略。

【关键词】 后股权分置时代 股利政策 利益输送

利益输送是 Johnson、LaPorta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 在 2000 年提出的一个概念。它又称为“隧道行为”,其原意是指通过地下通道转移资产的行为,在这里理解为企业的控制者将企业的资产和利润转移到自己手中的各种合法或非法的行为。这种行为通常是对中小股东利益的侵犯。

近期的一些研究表明,现金股利发放等股利政策被一些上市公司当作了控股股东利益输送的一种重要手段。在股权高度集中的公司,其股利政策主要是为了迎合控股股东利用股利分配侵占中小股东利益的动机。

伴随着我国股权分置改革从提出到实施完成的全过程,对于是否会消除或在多大程度上减轻处于控制权地位的非流通股股东对中小股东利益的侵占,一直是人们十分关注的问题。一般认为,股改时间的密集性会使得解禁股票的抛售比较集中,会对股票市场产生较大的影响。一方面,大量非流通股解禁后在短期之内上市流通,会给市场造成巨大的供给冲击,使股市形势更为严峻。另一方面,股改公司的大股东可能会以持有股票获得流通权为契机,通过利润操纵等一系列盈余管理谋求自身利益最大化,侵蚀中小股东的权益。

为了认清股改后上市公司控股股东股权性质的变化对证券市场所产生的影响,本文拟从上市公司股利政策的角度来考察股改后大股东利益输送的新特点。

一、股权分置改革后我国上市公司的股利政策特征分析

我国上市公司在制定股利政策时短期行为严重,主观随意性较大,忽视股利政策与企业可持续发展之间的关系。2006 年底,我国上市公司股权分置改革已经大头朝下,股权分置问题得到基本解决,证监会出台了一系列旨在完善上市公司治理结构和保护中小投资者利益的政策法规。在此背景下,股改后的上市公司股利政策呈现以下特征:

1. 股利分配呈现以现金股利为主的趋势。2006~2008 年,上市公司股利分配形式中派发现金股利占据主导地位,且发放现金股利的公司逐年增多。

2. 上市公司整体派现水平没有随公司盈利能力的提高

而提高。如 2006 年,在我国经济快速发展和资本市场制度性改革的推动下,上市公司的业绩实现了大幅度的增长,但 2006 年上市公司给投资者的现金分红并没有随之大幅增加。现金股利是现金的直接流出,其不仅取决于公司的盈利能力,而且取决于公司的现金流量。虽然上市公司总体利润大幅增加,但现金净流量并没有随之大幅增加,影响了现金分红能力,在一定程度上限制了上市公司分红水平的提高。

3. 股权分置改革后新上市公司分红率较高。我国股权分置改革实行新老划断,即股改后首次公开发行股票的公司不再区分流通股与非流通股,其所有股份实行有条件的全流通。在徐晓颖(2008)的统计样本中,共有 70 家是股改后新上市的公司,其中有 65 家提出了股利分配方案,比例为 92.86%,其中有 62 家上市公司支付了现金股利,平均每股股利 0.14 元,为总体平均水平(0.075 元)的近 2 倍。股权分置改革后新上市公司进行高分红,更多看重的是股利政策的市场效应,想通过高股利支付向市场传达本公司未来业绩增长的信息,带动公司股价的上涨。因为全流通使大小股东之间不再存在股价的“利益分置”,大股东的利益同股票价格也密切相关。

4. 股利支付中“异常”高派现行为减少。股利支付是公司的一种战略决策行为,其决定因素有很多,并没有一个统一的衡量标准。根据剩余股利政策理论,公司用来支付给股东的报酬应是一种剩余现金流,如果每股现金股利大于每股经营性现金流量,所出现的现金缺口会促使其使用以前年度的资金积累或者重新募集资金来弥补。如果使用以前年度的现金余额来弥补,就会减少所有者权益并提高其负债率;如果用发行新股来抵消超额股利,那么公司要承担新股的发行成本;如果通过举债来弥补资金缺口,则提高了公司的负债率,加大了财务压力,这些并不符合公司价值最大化原则。所以在每股股利大于每股收益或每股股利大于经营现金流量的情况下,如果上市公司仍然分红,便称之为“异常”高派现行为。股权分置改革后,原有的“价格分置”和“利益分置”问题基本得到解决,大股东与小股东利益的一致,使得上市公司在制定股利政策

时更多地考虑企业的发展需要以及二级市场股价的表现,减少了大股东通过高派现来进行利益侵占的动机。

二、后股权分置时代控股股东总体利益函数

1999年,美国四位经济学家 LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny(简称 LLSV)首次提出了一个包括控股股东掠夺股利的收入模型,又称为 LLSV 模型。此模型共有六项假设:①公司中只有一个完全控股股东;②控股股东现金流权利比例为 α ;③控股股东不出售股票;④公司一项投资额为 I 的项目可产生收益 RI ,其中 R 为收益率, $R>0$;⑤控股股东凭借控制权从投资收益中转移收益的比例为 s ;⑥每转移 s 收益比例所耗费的利润比例为 c , c 的大小受控股大股东出售解除限售存量股份 k 和转移收益比例 s 的影响,可表示为 $c(k, s)R$,并将 $c(k, s)$ 称为偷窃(掠夺)成本函数,且假定:

$$C_k = \frac{\partial c}{\partial k} > 0, C_s = \frac{\partial c}{\partial s} > 0, C_{ss} = \frac{\partial^2 c}{\partial s^2} > 0, C_{ks} = \frac{\partial^2 c}{\partial k \partial s} > 0.$$

在这六项假设下,LLSV 给出该控股股东在此项投资中的收入、费用为(不考虑所得税):

$$U = sRI + A(1-s)RI - cRI$$

股权分置改革打破了流通股和非流通股的界限,实现了全流通和同股同权。制度性改革必然会对证券市场上各个参与主体的行为产生深刻的影响。就上市公司控股股东而言,股改前后其总体利益函数发生改变,从而使其行为发生相应的改变。由于股改承诺期结束后控股股东所持股票可以上市流通,因此控股股东不可能再像股权分置时期那样对股价漠不关心,股价的高低直接关系到其所持股票的价值。于是,上市公司控股股东的总体利益便由两部分组成:第一部分为由于股价变化所造成的持有股份价值的变化(U_1);第二部分为由于持有股份而从公司得到的股利(U_2)。第一部分是在股权分置改革后产生的,第二部分则是在股权分置改革过程中产生的。为此,需要对上述 LLSV 模型的假设加以拓展。

本文根据陈章波(2008)的研究对假设③(控股股东不出售股票)进行拓展。在 LLSV 及以后研究者建立的反映控股股东掠夺股利的模型中,都假定控股股东不出售股票,这样可能是为了模型应用的方便而避开股票价格的影响。但是实际上,只要股票可以流通,不管控股股东是否出售股票,都不能摆脱股票价格对其行为的影响,因此,股价成为控股股东总体利益函数的关键参数,且并非单一指标所能表示。

这里,我们将与控股股东价值相关的股价分成三个部分:①由于在公司信息方面占有优势,控股股东对公司价值有着更为准确的判断,据此控股股东形成对公司真实价值的预期价格 P_1 。②控股股东在股改承诺期和股改承诺期期满后参与市场交易,其中出售解除限售存量股份为 k ,交易价格设为 P_2 。股改承诺期,即是上市公司控股股东存量股份的限售期,在此期间,部分公司在股改方案中还承诺用一定的价格增持本公司股份。股改承诺期期满后,控股股东为促使本公司股票走好,往往会根据市场行情少量买入股票。这其中涉及多单股票交易,其成交量和成交价格会存在差异。但是为了分析方便,这里仅设定单一成交量和成交价,可理解为各笔交易相关

数值的加权平均,对最终结果并无影响。③股改承诺期期满后股票进入全流通,控股股东按市价出售所持的股份。

给出这三个价格指标后,控股股东在股权分置改革后由于股价变化造成所持股份价值变化的收益为:

$$U_1 = \alpha(P_3 - P_1) + k(P_3 - P_2) + c(k, t)$$

其中: c 为股票交易成本,与股票交易量正相关; t 为其他影响因素集合构成的随机向量。

根据利益函数分析后股权分置时代控股股东的行为动机,就可以在此基础上相应地提出制约控股股东的非正常行为、保护中小投资者利益的监管策略。

三、防治后股权分置时代利益输送行为的建议

股权分置改革的本质是解决流通股股东与非流通股股东的利益分置问题,实现同股同权,完善公司治理。但是我们应该清醒地认识到,即使完成股权分置改革,名义上实现了同股同权,但大股东凭借自己的控制权进行利益输送的行为仍然存在。因此必须加强监管,严厉打击各种形式的利益输送行为,切实保护中小投资者的利益。为此,笔者提出如下建议:

首先,政策面固然要考虑大量的解除限售存量股份上市流通对市场可能造成的影响,以及众多流通股股东权益保护等一系列问题,但是政策制定的重点应加强对解除限售存量股份上市流通中的操纵股价、内幕交易、高位套现行为的严格监管,加大政策法规对这些不法行为的惩治力度。

其次,完善法律法规。只有完善和强化《公司法》、《证券法》等法律对中小股东权益的保护,才能有效地防范控股股东利用其控股优势转移和侵占中小股东利益的行为(如控股股东利用多派现的股利分配方式转移上市公司现金的行为);同时在诉讼程序法上应增加控股股东被起诉时的举证责任,降低中小股东维护其权益时的诉讼成本。

再次,降低控股股东的持股比例,增加机构投资者的持股比例。同时,进一步改善上市公司的监事会制度和独立董事制度,使这些制度能够从根本上保护中小股东的利益。

最后,改革上市公司的股东大会,引导中小股东积极行使自己的权利。随着信息化产业的发展,股东大会完全可以实现网络化,从而使更多的中小投资者有条件参加股东大会的表决,行使选举权和被选举权,了解和参与公司经营管理,监督上市公司管理层的经营、决策程序,纠正管理层的错误决策,抑制管理层利用权力谋取私利的行为。通过建章立制,明确上市公司每年应当召开股东大会和董事会的次数和时间,以加强上市公司的内部监督和管理。

主要参考文献

1. 徐晓颖. 股权分置改革后上市公司股利政策研究. 当代经济管理, 2008; 1
2. 陈章波. 后股权分置时代控股股东总体利益函数与监管策略. 财会月刊(理论), 2008; 2
3. 宁向东, 冯俊新. 分红和配股联动: 大股东剥夺的含义. 数量经济技术经济研究, 2003; 11
4. 原红旗. 中国上市公司股利政策分析. 北京: 中国财政经济出版社, 2004