



股权分置改革 对上市公司财务管理的影响

广东商学院 曾爱军

【摘要】 股权分置是我国资本市场上的一项“重大金融创新”,股权分置改革的进行,必将改变财务管理的环境,从而影响到上市公司财务管理的目标,带来财务管理模式的转变。

【关键词】 股权分置改革 财务管理环境 财务管理机制

股权分置是我国资本市场上的一项重大金融创新,成功地解决了我国20世纪90年代初期企业改革缺乏资金的问题。但随着时间的推移,其历史局限性也逐渐体现出来。如上市公司股权分置的状况影响了其法人治理结构,制约了我国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革,扭曲了证券市场的定价机制,不利于上市公司的并购重组,制约了资本市场国际化进程和产品创新,不利于形成稳定的市场预期等。因此,证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布股权分置改革试点工作的启动。本文仅就股权分置改革对财务管理环境和对上市公司财务管理的影响进行探讨。

一、股权分置改革对财务管理环境的影响

1. 创建了一个产权清晰的资本市场平台。上市公司股权分置改革的实质是通过建立非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协调机制,以消除A股市场股份转让的制度性差异。股权分置改革的一个重要内容是非流通股股东为获得流通权,需向流通股股东支付对价。需要明确的是,流通股股东支付的对价不是用于补偿流通股股东在二级市场买卖股票的损失,而是用于弥补制度安排改变可能对流通股股东造成的损失。由此可见,股权分置改革的历史作用在于创建了一个产权清晰的资本市场平台,使资本市场告别政策市场、摆脱计划经济的束缚,成为真正的市场,这是一个关键性的转变。股权分置改革后,证券市场的国有股变为流通股,将实现市场化的价格发现机制。原国有股股东将由国有资产的管理者逐步转变为营运资本的投资者。从这个意义上讲,股权分置改革为公有制与市场经济相融合提供了一个资本化平台,为国有资产管理开创了一个新时代。

2. 发挥证券市场资本配置功能。在股权分置的状况下,仅有1/3的股票可以流通,大大限制了股票供给量,加之城乡居民存款余额年年上升(已达14万亿元)、可选择的投资渠道较为狭窄,迫使相当一部分居民存款向股市转移。在总体供需失衡的情况下,我国A股一、二级市场股价普遍较高,股价不能反映上市公司的真实价值。而较高的股价则提高了市场各参与主体的退市成本,导致退市机制失灵,限制了股市优化资源配置、投资增值等功能的发挥。

在股权分置的环境下,资本市场各利益集团之间的关系

被扭曲,他们只顾自身利益,而不按市场规律办事。因为对于上市公司来说,退市就意味着丧失再融资权,损失巨大;对于投资者来说,已经高价购买的股票一旦退市可能血本无归,因此也不赞同退市;对于地方政府来说,上市公司一旦退市其将承担巨大的就业压力,也希望维持现状。这样就无法形成有效的退市机制,导致股票市场各项基本功能丧失殆尽,市场优化资源配置功能得不到发挥。

股权分置改革后,由于股票全部流通,公司的股价将能充分反映上市公司的真实价值,督促投资者和公司管理层将关注的焦点转移到公司价值的提升和公司股价的维持上。而具备了“股价能够反映公司的真实价值”这一前提条件,证券市场的资本配置功能则可以实现,职业经理人可以凭借企业的未来盈利前景在这一市场上争夺资本,投资者则可以根据企业的预期收益选择投资对象。

3. 公司治理建立在共同利益基础之上。在股权分置状况下,由于股权被人为割开,股东也相应分为两大阵营。这两大阵营的股东在利益追求、行权方式等方面存在着诸多差异(见下表),从而导致公司治理缺乏共同的利益基础。

非流通股股东与流通股股东之间的差异

	非流通股股东	流通股股东
利益追求	控制权私有收益	资本利得
行权方式	用手投票	用脚投票
关注焦点	再融资资格、每股净资产	股价变化、公司业绩
参与治理	强势影响	有心无力
与公司交易	经常发生	鲜见
信息分布	对称	不对称

从上表可以看出,非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减,流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动,这客观上形成了非流通股股东和流通股股东之间内在的利益冲突。目前,上市公司普遍存在的融资饥渴、分红比例过低、控股股东占用上市公司资金以及大股东和管理层勾结操纵公司的各项决策等财务治理问题,均与股权分置格局下公司治理基础缺失存在关联。

股权分置改革后,消除了不同身份股东的利益冲突,即非流通股股东和流通股股东的利益不再是分置的,无论是非

流通股还是流通股所含净资产将相同,非流通股股东不能再以非流通股的净资产通过配股、增发等手段来套取流通股股东的资金,也就是说实现了股票价值的回归,公司每股所含净资产将是相同的,这样就使公司的非流通股股东和流通股股东具有了相同的利益基础,为股改后上市公司的财务管理奠定了共同的利益基础。

4. 激活控制权市场,使投资者更加关注公司治理和公司价值。在股权分置状况下,由于上市公司非流通股占很大比例,因而通过流通市场收购上市公司非常困难,而非流通股的转让又牵涉很多行政性问题,且转让后股份也不能流通,以致证券市场的投资受到限制。

股权分置改革后,公司价值最直接的衡量标准是股价,股价成为公司价值的指示计。经营不善将导致公司股价下跌,市值大幅缩水,大大增加了公司被收购的可能性。一旦被他人收购,原控股股东将失去控制权。二级市场股权收购的便利,也大大增加了控制权在原股东之间转移的可能性。投资者收购、接管上市公司将更为便利,这对公司管理层构成持续压力。为了应对被收购和接管的风险,控股股东有动力不断提高公司治理水平,改进治理结构,关注公司价值。

这些财务管理环境的改变必将影响到上市公司财务管理的目标,从而带来财务管理模式的转变。

二、股权分置改革对上市公司财务管理的影响

1. 对上市公司财务管理目标的影响。从理论上讲,财务管理的目标有利润最大化、公司财富最大化、公司价值最大化等,但在大股东控股和股权分置的情况下,公司治理缺乏共同的利益基础,上市公司作为市场经济微观主体的产权不够独立,尤其是财权不独立,导致其财务目标扭曲、财务行为非独立化、财务治理不完善。如上市公司被迫为控股股东代付费用,免费让控股股东使用其优质资产,为控股股东借款提供担保等。据上证所2002年1月1日至2004年9月30日的统计表明:在内部通报批评的109个案例中,担保占20%,业绩风险警示占20%,给大股东及其附属公司提供资金占16.8%,委托理财占8.8%,对外投资、收购出售资产占8%,董事会买卖本公司股票占8%,其他占18.4%;被公开谴责的55个案例中,未在法定期限内披露定期报告的占20%,业绩风险警示占18.6%,担保占17.1%,对外投资、收购出售资产占11.4%,诉讼事项占8.6%,给大股东及其附属公司提供资金占7.1%,其他占17.2%。由此可见,这时上市公司的财务目标不是全体股东的财富最大化,而是“控股股东利益最大化”。

股权分置改革后,产权清晰的资本市场平台、公司治理的共同利益基础以及证券市场资本配置功能的正常发挥必将使财务管理的目标从控股股东利益最大化转变为公司价值最大化。上市公司应遵循“公司价值最大化”目标的具体要求,将关注的焦点拓展到以下三个方面:①关注股价,维持股价,提升公司股价预期。对公司管理层而言,股价高低反映公司投资决策以及日常管理中资源配置和运用的效率,并影响未来融资成本。因此,公司应更关注股价的变化情况,采取一系列措施维持公司的股价。②完善资本运营机制,进行有效资本运作。股权分置这一制度性问题解决后,为今后融资方式的多样化创造了良好的条件,融资渠道进一步拓宽,有利于成长型公司

利用创新的金融产品和资本运作方式实施整合、并购和重组,进一步发展壮大公司,提高公司的质量。③把可持续发展观引入公司的财务政策中。要实现长期稳定的发展,公司必须根据股改后的经济环境正确选择股利政策,使投资、筹资和股利政策相互协调配套,以减少股票投资的风险,吸引那些真正的投资者而不是投机者对公司长远发展的关注。

2. 对上市公司财务管理机制的影响。财务管理机制包括动力机制、决策机制、控制机制和评价机制。在股权分置条件下,我国上市公司的财务管理机制存在以下问题:①在动力机制上,存在较强的隐性激励特征;②在决策机制上,由于控股股东控制着财务决策,决策时容易损害流通股股东利益或非控股股东利益,财务管理上则表现为严重的利润操纵和短期化行为;③在控制机制与评价机制上,我国对公司管理层的考核机制存在严重的“硬伤”,主要体现在无法对高管绩效进行有效的评估和对高管只奖不罚两个方面。正是由于考核机制存在缺陷,期权这个国外激励与制衡公司管理体制层的利器在我国难以发挥其应有的作用。

股权分置改革后,随着股票全流通局面的形成和市场监管效率的提高,股价的信息含量将不断提高,它不仅包括有关公司盈利能力和盈利构成的信息,还包括未来盈利潜力、时间分布和不确定性等方面的信息。与此相适应,公司在进行投资项目选择、融资方式、股利政策制定等方面的财务决策时必须充分考虑不确定性和时间价值,强调规模、盈利、风险三者的均衡,确保公司的可持续发展,不断提升公司价值。此外,对管理层实施期权激励的方式也将因管理层业绩评估得以通过资本市场而实现,使隐性激励显性化,以便建立灵活、多层次的长效激励与约束机制。

3. 对上市公司财务管理机制的运行基础——公司治理结构的影响。公司治理结构是合理配置公司各利益相关者之间权责利关系的一种制度安排,是公司财务管理机制的运行基础。只有完善的公司治理结构,才能形成良好的财务管理机制,激发各个主体的积极性,提高公司决策效率,促进公司财务管理目标的实现。

股权分置问题的解决首先消除了不同身份股东的利益冲突,同股同权同价使得原来分置的非流通股、流通股置于共同的利益基础之上。这一改革从表面上看是非流通股股东与流通股股东之间的利益调整,非流通股股东以支付对价的方式换取流通权,一时不会涉及公司治理结构、公司控制权等问题,但是随着越来越多上市公司股权分置问题的解决和以股票全流通为基础的证券市场的形成,必然会引起公司治理结构的变化。如控股股东的持股比例下降,流通股股东的力量增强,从而有助于改善“一股独大”的股权结构;同时,在同股同权同价的证券市场上,机构投资者将更多地参与公司治理,发挥其价值发现能力,促使公司股价向公司价值回归,从而改变证券市场上价值扭曲的局面。

主要参考文献

①干胜道,钟朝宏.股权分置对我国上市公司财务的不良影响.会计之友,2005;8

②章卫东,李旭.上市公司股权结构对公司治理的影响.审计与理财,2005;8