

从双重委托代理理论 看我国上市公司的超能力派现

中南财经政法大学会计学院 蒲文燕

【摘要】 随着证券市场的逐步发展,我国上市公司逐步走向成熟,其股利政策呈现出一些新的特点。本文主要从双重委托代理理论的角度对一些上市公司的超能力派现行为做些分析,并提出抑制超能力派现行为、保护中小投资者的建议。

【关键词】 上市公司 双重委托代理理论 超能力派现

从上市公司股利政策演变的趋势来看,2000年以前,实行现金分红的公司比例偏低。2000年后,中国证监会对上市公司分红派现提出了明确的要求,使得现金分红的上市公司比例明显增加。随着派现公司比例的增加,也出现了超能力派现现象。其中2000年以后格外引人注目:2000年共有210家上市公司每股派发现金额高于每股经营现金流量,占派现公司总数的31.39%。2001和2002年这一比例虽有所下降,但仍达26.99%和20.57%。对于这一异常派现行为,单纯用管理层的政策驱动因素似乎难以合理解释。本文在西方传统的单层委托代理理论基础上,用双重委托代理理论来分析我国许多上市公司超能力派现(即每股派现金额高于每股现金流量的派现)问题,并提出相应的改进建议。

一、双重委托代理理论及其对我国的适用性

委托代理理论是我们研究许多问题的基石。在西方,传统的委托代理理论一直占据公司治理理论的主导地位。美、英等国特别是美国多数上市公司有一个显著的特征就是股权分散,股权分散的直接后果是所有权和控制权相分离。在股权分散的公司里,面临最突出的问题就是全体股东与经营者之间的利益冲突。解决这个冲突从投资者的角度来看,就是要让经营者返回一些利益给投资者,保证经营者不盗窃他们的投资或不致将他们的投资放在一个很差的项目上;就是设法要使投资者能够有效地控制经营者等等(Shleifer和Vishy, 1997;郑红亮,1998)。西方传统委托代理理论就是为了解决上述问题和矛盾而产生的。这个理论的核心是委托人(全体股东)如何设计一个最优的治理结构与治理机制,以保证代理人(经营者)按照委托人的利益行事。

在我国,上市公司的股权可谓高度集中的。根据《2002年上市公司董事会治理蓝皮书》选取的1135家沪深A股上市公司为总样本的研究显示,国家股及国家法人控制的股权占绝对控股地位。从第一大股东股权所占比率来看,股权比率在50%以上的公司有455家,占40%。第一大股东平均股权比率为43.93%。而其中80%以上又是国家机构或国家法人。尽管控股股东和中小股东都希望公司的投资回报最大化,然而,由于控股股东掌握着公司的实际控制权,他们的自利天性与机会主义行为,必将导致运用公司控制权损害中小股东的利益,于是就产生了控股股东或大股东与中小股东之间的委托

代理问题和全体股东与其代理人(经理层)之间的委托代理问题。而在双重委托代理理论下,问题的核心在于如何设计最优的治理结构和治理机制,既能促使经营者按照全体股东的利益行事,又能有效防止控股股东或大股东恶意损害中小股东的行为。因此在现阶段,考虑到大部分上市公司股权高度集中和我国证券市场还不发达,保护投资者特别是中小投资者利益的法律体系还不健全,良好的公司治理文化还未形成的实际情况,双重委托代理理论更适合于我国上市公司。

二、双重委托代理理论视角下我国的股利政策

(一)第一层委托代理关系下的股利政策

从第一个层次即大股东同中小投资者之间的矛盾来看,由于他们的投资成本、在公司的权利、投资目标、拥有的信息等方面具有很大的差异,因而对股利的偏好也有很大的差异,总体来看大股东有利用股利政策转移现金的倾向。例如,保定天鹅2000年年报显示,主营业务利润和净利润同比分别下降25.42%和63.47%。每股收益0.10元,每股现金流量净额为-0.34元。但令市场颇感意外的是,公司此时却推出了每10股派发现金红利4.7元(含税)的高比例分配方案。经查阅资料,不难发现其中的奥妙,该公司曾于1999年度推出10配3的配股方案,实际募股资金16356万元(此次派现所需资金达15077.66万元)当时持有保定天鹅国家股22000万股(占公司总股本的74.58%)的公司大股东保定天鹅化纤集团有限公司在配股时只参与配售了其中330万股,以每股6.5元的配股价格计算,共拿出现金为2145万元。此时派现若实施,现持有公司22330万股的大股东即可以分配现金10495.1万元(含税),通过这一配一派,大股东从中得到净收入8000多万元。笔者认为这种股利政策的产生总有其历史原因的。

1.股本基础不同。控股股东所持股份是企业改制上市时的净资产按照一定的比例折合而成的,而其他投资者持有的股票是按照市场价格获得的。市场价格越高,其他投资者投资成本越高,控股股东的成本就越低。在现金股利相同的条件下,不同种类的投资者投资收益率差别很大。控股股东的投资收益率要远高于流通股股东。

2.股权分置。控股股东持有的股份由于不能流通无法实现资本利得,经营业绩无法在股票价值中体现出来。而公众股可以流通,在企业经营良好的情况下能够实现股票价值的增

值。这样就产生了控股股东对现金回报的偏好。

3.历史包袱。企业改制上市时,控股股东将质量高的资产注入上市公司,其直接掌握的资产质量低于上市公司,所承担的责任比如养老金、下岗职工的安置、技术更新等负担要比上市公司重得多。对先进的高需求和产生现金的低能力,必然要求大股东从上市公司获得现金来满足需要。

4.历史欠账。在企业改制时,控股公司向上市公司转移利润提高每股收益,从而提高股票发行价格。这一部分转移的利润实质上相当于母公司向上市子公司发放的一笔贷款,在达到目的后,必然要通过一定的方式收回去。

5.变换手法。随着大股东占用上市公司资金越来越受到相关政策的牵制,比如关联交易的监管越来越严格,发放现金股利可能成为上市公司大股东转移现金的一种新型手段,通过股利分配,给股利政策披上“同股同利”的外衣,从而“合法”地从上市公司转移现金。

(二)第二层委托代理关系下的股利政策

第二层委托代理即股东与管理层之间的代理问题。由于国有股权代表缺乏监督管理层的内在动机,流通股股东又无力监督,使得管理层在实质上控制了企业,形成“内部人控制”现象。管理层虽有不断扩大企业规模的动机,但却没有提高效率的内在动机和外在压力。管理层的股利决策并不是以企业价值最大化为出发点,而是倾向于留存更多的现金,给自己增大支配的空间,也避免了通过外部融资构成对自己的监督和压力,因而在股利政策上他们更倾向于股票股利。但目前我国资本市场本身的特点是,上市公司的董事、监事、经理大多都是由原来企业的党政领导担任或控制,外部董事、监事少,董事长和经理人员交叉任职、身兼数职的情况比较普遍,作为第一大股东代言人的公司管理层就有可能利用自己的优势选择对大股东有利的分配方式。

通过上述分析可以看出,我国上市公司在第一个层次上产生了超能力派现的需要和想法,又在第二个层次上取得了管理层的支持并且使得超能力派现成为现实。这样做对中小投资者利益的损害是巨大的,对证券市场的发展是很不利的。中小投资者是我国资本市场的主要组成部分,也是市场的活力,一旦中小投资者对市场失去信心,不进行投资,将对我国资本市场以及社会主义市场经济造成巨大的损害。

三、遏制超能力派现,切实保护中小投资者

为了使中小股东的利益不受侵害,以利于我国证券市场稳定、健康地发展,笔者提出以下建议。

(一)引入累计投票制

由于上市公司股权过于集中,大股东很容易根据“一股一票”原则合法地操纵股东大会,使股东大会从一个民主投票决策的机构演变成大股东一票否决的场所和合法转移上市公司利益的工具,并进而操纵董事会和监事会,使公司的经营决策完全服从大股东的意愿。大股东之所以能压制、侵害中小股东,主要在于它凭借其股份优势在董事会占有多数席位,从而控制公司的经营与决策。为了解决这一失衡状态,平等保护所有股东的合法权益,在表决权制度上,应引入累计投票制,赋予中小股东们以累计投票权,打破董事会成员由大股东独揽的局面。所谓累计投票制,是指在股东选举董事会或监事会成

员时,股东所持的每一股份都拥有与当选的董事和监事总人数相等的投票权,每一位股东的投票表决权数即为候选董事会成员数乘以其持有的股份数。在投票时,股东可以将手中的选票集中投给某一个候选人或分散投给几个候选人,最后按得票数之多寡决定当选董事和监事。大股东为控制董事会或监事会,势必将其手中的选票分散地投给其推举的候选人,此时,如果中小股东将自己的选票集中投给自己推选的一个候选人,则该候选人所得选票有可能在所有的候选人中位居前列,于是有机会进入董事会或监事会。累计投票制可以保障中小股东推举的人选进入董事会或监事会,从而得到一定的发言权,在一定程度上限制大股东在董事会、监事会中的控制力,从而达到保护中小股东利益的目的。

(二)以投资收益率为基准发放现金股利

我国上市公司大部分都是由国有企业改制、分拆而成的,控股股东所持股份是原有企业上市改制时的净资产按照一定的比例折合而成的,而其他投资者持有的股票是按照市场价格获得的。因此不同种类的投资者收益率差别很大,控股股东的投资收益率远高于流通股股东。笔者认为应该按各自不同的投资收益率来发放股利,这样才能体现资本的内涵,体现真正意义上的“同股同利”。

控股股东每股股利=股利总额×[控股股东原始投资成本÷(控股股东原始投资成本+中小股东原始投资成本)]÷控股股东所持股份数。

中小股东每股股利=股利总额×[中小股东原始投资成本÷(控股股东原始投资成本+中小股东原始投资成本)]÷中小股东所持股份数。

控股股东原始投资成本=原国有企业改制时净资产的新入账价值。

中小股东原始投资成本=企业所有者权益-控股股东原始投资成本。

(三)优化股权结构,培育合格的机构投资者

中小股东股权的相对分散有利于制约上市公司的超能力派现行为。第一大股东持股比例越高,股权集中度就越高,越容易发生超能力派现行为。前十大股东持股比例越高,也越容易发生超能力派现行为。但是如果能够培育出能和第一大股东相抗衡的第二大股东,就可以在在一定程度上对第一大股东形成牵制,因此应加大力度培育机构投资者,使其逐步成为能与第一大股东相抗衡的中小股东的代言人。

主要参考文献

- ①魏刚.中国上市公司分配问题研究.大连:东北财经大学出版社,2001
- ②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
- ③曹成国.中国上市公司的股东背景和股利政策研究.北方经贸,2004;1
- ④袁天荣,苏红亮.上市公司超能力派现的实证研究.会计研究,2004;10
- ⑤冯根福.双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路.经济研究,2004;12