



现金股利与大股东的利益输送行为研究

中山大学管理学院 罗党论

股利分配政策作为公司三大财务决策之一,在公司经营中起着至关重要的作用,选择的股利政策合适与否关系到公司融资渠道的畅通与否、融资成本的高低和资本结构的合理性。适度的股利政策有利于保持公司股权结构的稳定,并在公司面临外部接管威胁时提供有效的防御屏障,因而有利于公司的稳定持续发展,实现企业价值最大化。

毋庸置疑,倡导上市公司现金分红有助于强化上市公司的经营意识,保护广大流通股股东的合法权益。但有学者认为,在目前股权分置的情况下,这种强制上市公司现金分红的做法对于提高流通股股东的投资回报率意义不大,因为现金分红的真正受益者是以大股东为代表的非流通股股东。用友高派现现象是在政策和舆论导向都在鼓励现金分红并将现金分红作为配股等再融资前提条件的大背景下发生的。用友软件公司这次共派发6 000万元现金股利,派发标准是10派6(含税),意味着持有7 500万股的发起人股东将获现金股利4 500万元,而王文京个人通过间接持股将获利3 321万元。以该公司在上市前的2000年年末净资产8 384万元计算,发起人股东在上市后第一年的投资回报率高达54%,而当初以发行价每股36.68元认购的流通股股东的投资回报率仅为1.6%。张阳(2003)通过对这个案例的研究发现,用友软件公司的高派现股利政策源于当前制度背景下控股股东经济利益最大化的理性选择,客观上形成了对流通股股东利益的侵害。

据上海证券(联合)课题组的一项研究表明,我国上市公司中第一大股东处于绝对控股地位(即持股比例超过50%)的上市公司数占全部上市公司总数的40.94%,加上相对控股(即第一大股东持股比例超过25%)的上市公司,第一大股东占控股地位的上市公司数占全部上市公司总数的84.57%。进一步的统计显示,第一大股东平均持股比例为44.26%,大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来,在保护中小股东利益的法律体系不完善的情况下,控股股东通过不正当的关联交易、资金担保及占用资金等手段“掏空”上市公司,侵害中小股东利益的现象屡见不鲜。猴王股份、幸福实业、三九药业、济南轻骑、美尔雅等都是大股东通过利益输送侵害上市公司利益的典型例子。

利益输送通常有两种表现形式:第一种形式是,大股东可以轻易地为了自身利益通过自我交易从企业转移资源,这些自我交易不但包括在世界各国都受到法律禁止的行为,如直接的偷窃和舞弊(这些行为经常没有被发现和被处罚),也包

括资产销售与签订各种合同,如以对控制股东有利的形式转移定价、过高的管理层报酬、债务担保、对公司投资机会的侵占等;第二种形式是,控制股东可以不必从企业转移任何资产而增加自身在企业的份额,如通过股票发行稀释其他股东权益、渐进的收购行为以及其他旨在反对中小股东的各种财务交易行为。

在我国上市公司的股权结构中国有股股权占控股地位,由于主要由国有股股东委任重要管理人员对上市公司的重大决策进行控制,使得股东间的制衡关系难以形成。而流通股股东很分散,而且所占比例较小,很难影响上市公司的管理。但是,流通股股东可以自由买卖股票,在各种利好消息的情况下获得资本利得,而国有股股东所持有股票的流通却受到严格限制,股票增值效应难以体现。

可见,不同股东之间存在权利不对等现象,国有股股权拥有控制权,但与企业经营业绩和股票价值却没有直接联系,这样就严重影响了国有股股东代表监督企业、管理企业的积极性。公众股股东在企业经营状况良好的情况下,能够实现股票价值的增值,但是被排斥于管理之外,成为企业各种决策的被动接受者。努力实现价值增值是激励机制设计的基本原理,但我国的股权结构在根本上是违反激励原则的,表现在股利政策方面主要是在市场不成熟的前提下股票股利具有填权行情,因此公众股股东偏好股票股利,而国有股股东所持有股票的流通却受到严格限制,在企业中的相对比重也没发生改变,从而国有股股东偏好现金股利。

上市公司的控股股东从上市公司转移现金主要有三种方式:①发放现金股利;②关联交易;③利用新发行股票或配股所得资金向母公司收购企业或资产。第三种方式的前提条件是上市公司必须有新筹集的资金,此方式具有交易金额大、非经常性的特点,而前两种方式则是常用的。但是我们可以看到,随着对关联交易监管力度的加大,大股东利用发放现金股利来转移现金可能是最经常也是最方便的方式。

如果是发放现金股利,控股比例越高,母公司转移的现金也就越多;而如果是以关联交易方式转移,从其他股东转移利益的边际成本就越高。如果是发放现金股利,控股比例越低,从上市公司转移的现金就越少,所以控股股东所占的比例越大,越倾向于发放现金股利。另外,由于在上市改组时,控股公司注入了优质资产,有些控股股东自身日常运营需要大量的现金,而自身的经营活动不能弥补支出,最重要的资金来源就是上市公司的股利,即使现金留于上市公司的效益更高,控股公司也需要现金满足自身的开支。刘峰等(2004)从利益输送

上市公司的会计政策选择及其动机

陕西省财产保险股份有限公司 杨 昀

一、会计政策选择的一般概述

会计业务的模糊性与不确定性使得会计在计量过程中存在着大量的估计与判断,而经济环境又是复杂且难以预测的,会计准则制定机构不可能对企业发生的每一笔具体业务都制定出确切的处理方法与程序,仅能提供一个大致框架,因此可以说,会计准则的不完全性在一定程度上为企业进行会计政策选择提供了空间。同时,依照契约理论,企业是一系列复杂契约关系的连接点,会计的一个重要功能在于为企业各类契约的订立与执行提供相应的数据,以界定契约关系。企业的经理人员利用可供选择的会计政策来改变契约中的会计数字,以协调与契约各方的利益关系。会计政策选择是以真实和公允地反映公司经济业务为目的的,在形式上表现为会计过程的一种技术规范,但本质上却是一种经济和政治利益博弈的规则和制度安排。会计政策的选择不是一个单纯的会计问题,它是企业的各相关利益主体处理经济关系、协调经济矛盾、分配经济利益的一项重要措施。选择恰当的会计政策,对于保证会计信息的质量和促进企业的健康发展有着非常重要的意义。

会计政策的选择涉及企业的各相关利益主体,不同的会计政策会产生不同的会计信息。上市公司作为我国经济改革过程中具有代表性的股份公司,其会计政策的选择有着特殊的动机因素。如何选择会计政策并以恰当的表述将会计信息传递给不同的利益相关者,已成为企业会计工作中不可回避的问题。为此,笔者拟对我国上市公司当前会计政策选择中存在的主要问题及其动机予以分析,以期引起有关方面的重视。

从利益相关者的角度研究了“五粮液”的高派现行为并发现,大股东利用其控制权将上市公司的现金或其他资源转移到了自身手中。陈信元等(2003)通过对“佛山照明”的案例发现,大股东占用大量资金是发放现金股利的真正原因。

可见,我国股市问题的根源在于同股同权的前置条件出现了问题。在我国不完善的市场条件下,流通股与非流通股事实上已经变成了不同性质的股,分别具有可流通与不可流通的不同权利,但这不同权的不同股却具有同等的投票权和分红权。由于三分之二的股权不流通,尽管二级市场的投资者买入的是高溢价的股票,但是决策权还是落在投入资本很少的非流通股股东手中,董事会和股东大会的决策自然只会是有益于非流通股股东的分配。发放相同的现金股利能否做到“同股同利”?由于投资成本不同,发放相同的现金股利,不同的股东获取的净收益是截然不同的,出现了目前这种形式

面的重视。

二、我国上市公司会计政策选择的现状

1. 内部监控缺失。

根据现代企业理论,委托代理关系是现代企业的标志,契约是企业组成的前提,投资人拥有企业资产的所有权,并把管理资产的权力通过契约交给管理者,管理者有权决定企业的生产经营方式甚至会计政策的选择,但其会计政策的选择是在股东代表大会、董事会、监事会的监控下进行的。然而,我国资本市场有其特殊性,“内部人控制”和“一股独大”始终是股票市场诸多问题中的两个主要问题。这导致股东大会难以发挥其监控作用,董事会的独立性不强,“内部人控制”问题严重,监事会作用甚微,原来的三位制衡发生缺失,会计政策选择权也就产生了失衡。会计政策选择成为经营者调节利润的一种重要工具。

2. 职业经理人机制不健全。

在我国,对职业经理人的评判标准与激励机制是不健全的,致使经理人往往以完成委托责任为目的,并利用会计政策调整利润水平。就目前情况来看,绝大多数上市公司会计政策的选择并不是以真实、公允地反映公司经济业务为目的的,而是为了操纵利润。这种利用会计政策操纵利润的行为源于经理人对其自身利益的追求,并不会增加企业总体价值。也就是说,我国上市公司会计政策选择的经济动机符合机会主义行为观。经理人要享受职务消费、要有政治前途,就必须完成委托者托付的经营管理目标,如保配股、扭亏摘帽等。这些考核指标会迫使他们在公司经营业绩不佳时利用会上平等、实质上不平等的局面。大股东由于投资成本低,享有很高的投资回报率,而中小股东的投资回报率却要低得多。这种市场的分割对股利政策产生了深远的影响。

同时,笔者认为现金分红应与再融资脱钩。用友公司的高派现现象是在政策和舆论导向都在鼓励现金分红并将现金分红作为配股等再融资前提条件的大背景下发生的。但在目前不成熟的市场条件下,同股同权的现金分红不能不说是流通股股东权益的合法侵占。实际上,在对流通股股东进行补偿的股权调整之前,分红分多了是侵占,分少了也是侵占。同时,对流通股股东来说,一边交钱配股一边现金分红,除了多交纳一些税款之外,并没有什么实际意义。而在非流通股股东放弃配股权的情况下,流通股股东配股而非流通股股东享受大头分红这种“前者掏钱、后者装腰包”的做法,几乎是对流通股股东明目张胆的掠夺。□