

上市公司股权再融资中 大股东产权侵占问题思考

周浩荣

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430070)

【摘要】2005年的股权分置改革虽从制度上解决了流通小股东与非流通大股东的利益分配问题,但股票进入全流通时代的资本市场仍然存在股权再融资中的大股东产权侵占。本文在阐述我国上市公司股权再融资政策演变的基础上对大股东产权侵占问题进行了有益的探索。

【关键词】股权再融资 产权侵占 股票全流通

近年来越来越多的研究发现,股权集中现象在世界上大多数国家普遍存在。股权过度集中于大股东容易产生大股东利益侵占。以LLSV为代表的学者认为,大股东不仅与小股东共享共有收益,而且可能利用其控制地位而独享私有收益,从而产生大股东与小股东之间的利益冲突,特别是在股权再融资中大股东产权的侵占问题更值得关注。

一、上市公司股权再融资政策演变

尽管《公司法》和《证券法》都规定了有关股权再融资的法律条款,但指导股权再融资具体行为的主要是由证监会颁布的行业政策规定。在股权再融资问题上,证监会不断总结实践经验,适时调整股权再融资政策来应对不断变化的证券市场,以推动股权再融资工作顺利地开展。

1. 公开增发。2000年4月30日,证监会发布《公开募集股份暂行办法》,对上市公司公开增发条件及发行程序进行规范。《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》首次提出公开增发的业绩标准,要求申请公开增发的公司必须满足:在最近三年内连续盈利,本次发行完成当年的净资产收益率不低于同期银行存款利率水平,且预测本次发行当年加权计算的净资产收益率不低于配股规定的净资产收益率平均水平,或与增发前一年基本相当。《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》同时对公开增发数量做出相应的规定:向社会公开发行股份的比例小于总股本25%或15%(总股本为4亿股以上时)。一年后,证监会对公开增发的条件做出重大修改。证监会在2001年3月28日发布的《上市公司新股发行管理办法》中明确规定,未达盈利预测80%的公开发行公司,如无合理解释,要求公开道歉;未达50%的,给予公开批评,且2年内不再受理其发行。尽管如此,上市公司“圈钱”行为依旧,证监会不得不于一年后大幅提高公开增发申请标准。

2002年7月24日,证监会发布《关于上市公司增发新股有关条件的通知》,将业绩标准确定为最近3年加权平均净资产收益率平均不低于10%,且最近一个会计年度加权平均净资产收益率不低于10%,并对增发规模、偿债能力和时间间

隔做出具体规定。《关于上市公司增发新股有关条件的通知》要求,增发新股募集资金量不超过公司上年度末经审计的净资产值,且发行前最近一年及最近一期财务报表中的资产负债率不低于同行业上市公司的平均水平,以及前次募集资金投资项目的完工进度不低于70%。

2. 定向增发。股权分置改革启动后定向增发在我国正式实行。2006年5月证监会发布《上市公司证券发行管理办法》,对定向增发对象、增发股份和增发价格的流通作了具体规定。主要包括:增发对象不超过十名;发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票均价的90%;股份自发行结束日起12个月内不得转让,控股股东、实际控制人及其控制企业认购的股份,36个月内不得转让。与配股和公开增发政策不同,《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》对定向增发的业绩未作具体规定。一方面,对于一般的定向增发,由于发行对象主要是证券公司、基金公司或战略投资者等大的投资主体,他们通常有能力对发行公司的经营状况做出准确判断。另一方面,对于“借壳上市”类的定向增发,这种增发是“壳公司”起死回生的重要途径,同时这种增发使得“借壳方”能够因获得稀有的“壳资源”而获利,对这类增发附加业绩条件自然会限制这种有利于双方的经济行为,因此定向增发并没有类似于配股和公开增发的业绩限制。

然而,《上市公司证券发行管理办法》出台后还是引来较大争议,主要集中在定向增发的定价基准上。《上市公司证券发行管理办法》只是规定发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票均价的90%,但何为定价基准日《上市公司证券发行管理办法》并没有明确。为此,2007年9月证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》,明确指出《上市公司证券发行管理办法》所称“定价基准日”是指计算发行底价的基准日,并称定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日,上市公司应按不低于该发行底价的价格发行股票。这意味着上市公司可以自行决定具体的定价基准日。现实中,上市公

司通常将非公开发行股票董事会决议公告日确定为增发价格的定价基准日。《上市公司非公开发行股票实施细则》同时规定了定向增发股份的流通期限。《上市公司非公开发行股票实施细则》明确了两类投资者购买股份有不同的流通限制,一类购买者认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让,另一类购买者则是发行结束之日起12个月内不得转让。

二、股权再融资中大股东的产权侵占行为

股权再融资过程中大股东产权侵占的影响因素主要有主观上的利益驱使以及客观上的产权限制和法律惩戒。利益驱使是大股东产权侵占的内在和主观原因,产权限制不合理以及法律惩戒不力是大股东产权侵占的外在和客观原因。

1. 股改前股权再融资与大股东利益摄取。股权分置状况下股权再融资是大股东摄取利益的重要工具。分置的股权结构决定了大小股东不同的利益取向。股权分置状况下上市公司小股东(流通股股东)的股份可以在二级市场上自由转让,而大股东的股份不能自由流通。由于股份可以自由转让,因此二级市场上股价的上升即为流通股股东的利益取向。非流通股股东的股票不能自由流通,决定了国有大股东的利益取向是所拥有上市公司所有者权益的增加。

实现所有者权益的增加,从所有者权益的构成看,理论上有两种途径:一是公司业绩增长导致的盈余公积和未分配利润的增加。二是发行股份、接受捐赠等一次性行为导致的股本和资本公积的增加。一般而言,前一种途径所需时间长,且导致权益增长的幅度小,后一种途径所需时间短,且导致权益增长的幅度大。增发后,上市公司资本公积金会大幅增加,大股东拥有上市公司的权益往往也会大幅增加。实践中,我国上市公司配股和增发的价格都超过每股净资产,因此大股东受益于上市公司频繁增发。为了实现配股、增发,上市公司往往通过盈余管理的手段调节利润,从而达到证监会对股权再融资的业绩要求。增发后非流通股股东拥有上市公司的权益明显增加,而中小股东的权益则因为增发带来股价的稀释而显著减少,因此频繁地增发实质是大股东对小股东的产权侵占。

2. 股改后股权再融资与大股东利益摄取。股权流通状况下股权再融资同样可以成为大股东摄取利益的重要途径。这种利益摄取主要表现在向社会公开增发和向特定对象的定向增发上。根据现行股权再融资政策,不论是公开增发还是定向增发,发行价格都与公司二级市场股价紧密相关,利益的驱使下大股东很可能通过调节公司利润以影响公司二级市场股价,进而影响两类融资的发行价格而从中获利。

2006年证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》对公开增发和定向增发的定价依据做了明确规定,要求公开增发价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价,同时要求定向增发发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票均价的90%。证监会2007年发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》对《上市公司证券发行管理办法》中定向增发价格的“定价基准日”进一步明确为可以是关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以是发行期的首日。实际定向增发

中,上市公司通常以增发议案的董事会决议公告日确定为“定价基准日”。这意味着不论是公开增发还是定向增发,发行价格都与公司股票二级市场价格密切相关。在股票全流通的西方国家,大量研究证实,为了降低融资成本,公开增发公司往往在增发前人为调高公司盈余以取得较高的发行价格。这种情况下,被误导购买股份的新股东由于以较高的价格取得股份而利益受损,老股东或公司则以较低的成本筹集资金而从中获益。在我国,股权分置改革后,由于公开增发的发行价格也与二级市场股价紧密联系,因此上市公司也有足够动机通过盈余管理以取得较高的发行价格。这种情况下,大股东受益而新股东受损。相反,如果上市公司向大股东定向增发筹资资金或购买资产,大股东作为投资者有强烈的动机迫使上市公司调节盈余以降低发行价格从而减少大股东的投资成本。这种情况下,大股东受益而公司原有其他股东受损。

三、治理股权再融资中大股东产权侵占的措施

1. 股权制衡能有效抑制大股东的产权侵占行为,因此应该积极培育民间战略投资者、证券投资基金等理性投资的机构投资者。

2. 鉴于控制权与现金流权分离会激励我国上市公司大股东产权侵占,因此应该加大对金字塔式与交叉持股式民营上市公司的监督力度,而考虑到国有上市公司当前股权高度集中的现实,应该在保持国家对影响国家经济命脉上市公司控股地位的基础上继续降低国家持股比重。

3. 高管持股有助于抑制大股东的产权侵占行为,因此应该倡导上市公司建立健全股权激励约束机制,鼓励上市公司高管持股。

4. 多数上市公司的情况表明,独立董事在公司治理中并没有起到应有的监督作用,独立董事制度没有达到制度设计初衷,因此改革现行独立董事制度刻不容缓。

5. 目前外部审计在我国上市公司的监督作用相当有限,表明我国当前的外部审计环境需要进一步净化,外部审计制度需要进一步完善,外部审计水平需要进一步提高。

6. 小股东在我国上市公司中的监督作用有限,说明应该改革现有的股东投票机制,以调动小股东参与公司经营热情并发挥有效的监督作用。

7. 法律惩戒对我国上市公司大股东产权侵占没有起到有效的震慑作用,要进一步加快法制建设,加大严重产权侵占行为人的刑事处罚力度,建立高管人员的民事赔偿机制,并提高证监会的行政处罚效率。

主要参考文献

1. 陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究.会计研究,1999;1
2. 平新乔,李自然.上市公司再融资资格的确定与虚假信息披露.经济研究,2003;3
3. 肖珉.自由现金流量、利益输送与现金股利.经济科学,2005;2
4. 王家新,刘曦.中国股市增发公告的股价效应分析.统计研究,2008;4