

股利政策之代理成本说对我国上市公司小股东利益的损害

张秀华

[摘要] 本文通过对我国特殊股权结构的剖析,并利用用友软件分红案例论证了代理成本说下的股利政策对我国小股东利益的损害,最后提出了一些解决问题的建议。

[关键词] 股利政策 代理成本说 股权结构

[中图分类号] F121 [文献标识码] A [文章编号] 1672-8777(2005)12-114-03

一、问题的提出

股利政策是以公司发展为目标,以股价稳定为核心,在平衡企业内外相关利益集团利益的基础上,对于净利润在提取了各种公积金后如何在这二者之间进行分配而采取的基本态度和方针政策。股利政策是公司理财三大核心内容之一,对公司治理具有重要意义。

为了保护广大投资者的利益,证监会越来越关注上市公司的分红政策。2001年3月28日我国证监会出台了《上市公司新股发行管理办法》,在新股发行条件及关注事项中规定公司最近3年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未做出合理解释的应在尽职调查报告中予以说明。2004年12月8日中国证监会又出台了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,其中第四点上市公司应实施积极的利润分配办法中的第三条规定,“上市公司董事会未做出现金利润分配预案的,应当在定期报告中披露原因,独立董事应当对此发表独立意见;上市公司最近三年未进行现金利润分配的,不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份”。

随着证监会规范公司分红政策的法规的不断出台,全国掀起了一股派现热,公司出于发行新股,配股等方面的考虑也都加大了公司的派现力度。(参见表1)

表1 上海证券交易所2001至2004年度派现公司数及其比例

年度	派现公司数(家)	上市公司数(家)	派现公司比例(%)	每股派现 ≥ 0.2 比例(%)
2001	486	646	75.23	25.51
2002	478	715	66.85	19.46
2003	416	780	53.33	26.20
2004	442	837	52.81	25.11
平均			62.055	24.07

资料来源:上海证券交易所, www.sse.com.cn, 经笔

者整理。

我国上市公司2001年以后派现家数大大增加,派现公司比例也都维持在50%以上,远胜于90年代百分之三十几的比例。其每股派现数量也不低,其中每股派现数大于或者等于0.2元的公司平均有24.07%。

这种派现热并没有给我国股市带来繁荣,反之,近年来我国股市一度处于低迷状态,投资者并没有因为公司大量派现而倍感安全,加大投资力度,反而更多的抛售股票,导致股价不断下跌,股市一片狼藉。为什么我国公司高派现不能达到国外的效果,稳定股市,提高股价呢?笔者从股利政策之代理成本说对我国股市派现的无效性进行了剖析。

二、股利政策之代理成本说

股利政策一直是世界理财史上的难解之谜。西方股利理论的研究在经历了“百家争鸣”之后,最终形成了目前的四大现代股利理论:“追随者效应论”、“信号假说”、“代理成本说”及“行为学派”。

所有权与经营权的分离,产生了公司所有者与管理者之间的委托-代理关系。根据理性人的假定,加上信息不对称,公司管理者很可能从自身利益出发而偏离所有者的利益,从而产生了代理成本。代理成本说认为股利政策可以作为减少公司代理成本的工具。首先,进行大量的派现,使公司很大一部分净利转移到投资者手中,减少了管理者能够支配的自由现金流量,而这些现金流量正是管理者用来营造“管理者帝国”,进行私人享受的重要来源;其次,公司因为进行了分红,减少了内部盈余,为了公司的继续发展,管理者必须走向资本市场进行筹资,从而增强了公司外部的监督,减少了所有者的监督成本。

代理成本说是针对英美法系国家两权分离比较彻底,公司治理主要矛盾是外部股东与管理者之间的利益冲突的情况提出的。

美国上市公司是典型的个人持股,其股权结构有以下突出的特点:一是股权结构相对分散,家庭个人持股比重

大；二是机构持股主要是各类基金，银行直接持股受到法律的限制，同时，法人间相互持股比重很小。

由于股权的分散，公司一般不存在控股股东，公司治理的主要矛盾就是管理者与这些外部分散的股东之间的利益冲突。在这些国家，保持稳定的派现政策，可以把企业剩余利润返还给投资者，使得管理者可用于谋求个人利益的现金流量减少。另外，股利可看作是一种担保机制，如果管理者不能兑现支付股利的承诺，那么股东可以在资本市场“用脚投票”，转让股票。

三、我国特殊的股权结构成为代理成本说发挥效用的障碍

上文指出代理成本说是针对高度分散股权结构国家股东利益的保护提出的。然而我国的股权结构和英美分散的股权结构截然相反。在我国股票市场设立之初，出于对“姓资姓社”问题的疑虑和国有资产的保护，人为的设置了国有股、法人股、内部职工股等复杂的股权结构。（参见表2）

表2 我国上市公司股权结构统计

年度	尚未流通股份(%)				已流通股份(%)			
	国家股	境内法人股	其他	合计	境内普通股	境内外资股	境外股	合计
2001	52.99	8.475	5.64	67.11	21.54	2.62	8.74	32.89
2002	53.75	7.081	6.56	67.39	22.18	2.28	8.16	32.61
2003	53.77	6.872	6.04	66.68	23.51	2.10	7.71	33.32
2004	52.81	6.730	6.27	65.81	25.00	1.98	7.22	34.20
平均	53.33	7.290	6.13	66.75	23.06	2.24	7.96	33.25

资料来源：上海证券交易所，www.sse.com.cn

我国上市公司股权结构具有以下特色：一是股权结构复杂。市场被严格的分割为流通股与非流通股，且比例严重失衡，非流通股比例相当高，非流通股股东成为控股股东。二是异质性。对上市公司的非流通股和流通股未一视同仁，而是同股不同价，同股不同权的。名义上《上市公司收购管理办法》规定绝大多数股票都可以出售或者转让，但实际上，由于每种不同性质股票的流动性不同，交易方式和交易价格也就相差甚远。非流通股通常是按每股净资产上下浮动的价格以协议方式转让，其价格远远低于流通股的市场价格。

特殊的股权结构造成上市公司内部治理结构包括股东大会、董事会、监事会的相互制衡关系的扭曲，控股股东很容易根据“一股一票”的原则合法的操纵股东大会，使股东大会从一个民主投票决策机构演变成为大股东一票否决的场所和合法转移上市公司利益的工具，小股东的利益根本无法像国外那样通过股东大会内部“用手投票”的方式得到保护。公司治理的主要矛盾实际上已经转化为控股股东与小股东利益的冲突。

控股股东掌握了公司的控制权，他们必将想尽各种办法来剥夺小股东的利益，以达到自身利益最大化。由于非流通股与流通股是同股不同价的，控股股东占有成本优势，他们倾向于分红，把公司的利润转于到他们手中。而小股东由于从市场高价购入股票，其股票收益率甚至低于同期银行存款利率，分红对于他们来说并没有吸引力，甚至会激发其通过“用脚投票”来表达对控股股东的的不满，从而造成股市的波动。

因此我国畸形的股权结构所导致的控股股东对小股东利益的损害是代理成本说无法在我国取得成效的根本原因。

四、案例分析

用友软件是第一家核准制下发行股票的民营企业，于2001年5月18日上市，自上市以来每年都进行了高派现政策。（参见表3）

表3 用友软件派现数据

年度	每股收益	分红政策		股利收益率
		红股	税前红利	
2001	0.70	—	0.60	0.86
2002	0.92	10送2	0.60	0.65
2003	0.62	10送2	0.38	0.61
2004	0.48	10送2	0.32	0.67

资料来源：上海证券交易所，www.sse.com.cn，用友软件数据，经笔者整理完成

然而，用友股价自上市以来形成了与其高派现相反的走势。2001年5月18日，用友软件以76元的开盘价在上海证券交易所上市，当天股价就突破百元，换手率高达85.6%，成交2139.90万股，成交总额为173648.10万元，创造了股市神话。然而用友的这番好景并没有因为它漂亮的分红得以维持，其股价自上市以来逐年下跌至今天的每股15元左右。

为什么用友在每年高派现的股利政策下股价还会一落千丈呢，如此漂亮的股利政策何以得不到广大股民的支持？

经过分析，笔者发现不合理的股权结构是导致问题的

根本原因。(参见表4、表5)

表4 2004年11月4日用友股权结构表

股份名称	总股本(万股)	比例(%)
尚未流通股份合计:	12960	75
1.发起人股份	12960	75
2.募集法人股	0	0
3.内部职工股	0	0
4.机构配售	0	0
5.其他尚未流通股	0	0
已流通股份合计:	4320	25
1.境内上市的人民币普通股	4320	25
2.境内上市外资股	0	0
3.境外上市外资股	0	0
4.其他已流通股	0	0
股份总数	17280	100

表5 用友前五大股东数据

股东名称	本期末持股数量(股)	持股比例(%)	股份类别	股东性质
北京用友科技有限公司	64800000	37.5	未流通	法人股
上海用友科技咨询有限公司	32400000	18.75	未流通	法人股
北京用友企业管理研究所有限公司	12960000	7.5	未流通	法人股
上海益倍管理咨询有限公司	12960000	7.5	未流通	法人股
上海优富信息咨询有限公司	6480000	3.75	未流通	法人股

资料来源:上海证券交易所, www.sse.com.cn, 用友软件数据, 经笔者整理完成

用友股权结构充分显示出我国股权结构的特色--股市严重分割,且非流通股股权高度集中。其前五大股东全为非流通股股东,合计占了75%的股份。占有37.5%股份的首位大股东北京用友科技有限公司的实际控制人又为用友的法人代表王京文先生,因而用友实质上的控股股东就成了王京文先生。

这种一股独大的股权结构,使得大股东实际上控制了整个管理层,他们可以利用对管理层的控制来寻求对自身有利的股利安排,而现金股利很自然的就成为大股东从上市公司转移资源的一种很有效的手段。用友四年来的高派现,使得大股东王京文的个人收入高达1.1亿元。对于广大中小股东来说,由于他们的股权相当分散,持股比率又低,加上他们从市场上高价购入用友的的股票,股利收益率甚至不到银行存款利率。广大股民无法在股东大会上“用手投票”,理所当然选择在股票市场上“用脚投票”表达自己的不满。这就是用友股价一路下跌至今天15元左右的根本原因。

五、结论与治理途径

综合上述分析,我国上市公司畸形的股权结构导致西方成熟的股利政策代理成本说无法在我国发挥效用,甚至被作为大股东掠夺小股东利益的手段,对我国小股东利益造成极大的损害。

根据研究结论,笔者提出以下三点治理途径:

(一) 优化上市公司的股权结构,加快国有股减持、法人股流通的步伐

必须根除非流通股和流通股的不平等待遇,真正做到“同股同价”、“同股同权”和“同股同利”,尽快实现上市公司股票全流通。流通股比例的提高才能使股票市场真正市场化,广大投资者才能够最大限度的参与上市公司股利政策的制定,防止一股独大,大股东操纵股利政策的行为,真正保护广大投资者的利益。

(二) 完善我国上市公司的独立董事制度

要加强对小股东利益的保护,必须形成一个有效的内部制约机制,规范大股东的行为。独立董事制度就是一种很有效的内部制约机制。我国在2001年8月就正式启用了独立董事制度,但是经历了四年的实践,并没有取得预期的效果。因此必须对独立董事制度进行进一步的研究和完善,使其真正发挥对大股东的制约作用。

(三) 进一步完善关于小股东利益保护的法律法规

我国法律法规很少是专门针对中小股东利益保护的,因此国家立法机关和证券监督委员会必须完善关于小股东利益保护问题的法律法规,对大股东行为形成法律约束,使小股东利益受损时,能通过法律途径解决。

参考文献: (略)

[1] 李常青:《股利政策理论与实证研究》,中国人民大学出版社,2001年;

[2] 魏刚:《中国上市公司股利分配问题研究》,东北财经大学出版社,2001年;

[3] 高愈湘:《中国上市公司控制权市场研究》,中国经济出版社,2004年;

[责编:方凯]

更正

本刊2005年第九、十期合刊刊登文章《西部经济发展持续的新产业空间》,因校对有误,将作者简介错写为陆伟安,正确为陈伟安,特此更正,并向作者致歉。