

股东共生的评价标准问题研究

杨松令 刘亭立 李丽莎

大小股东关系是公司治理研究的一个热门话题,有的研究以代理理论为基础,从大股东对中小股东的侵害角度出发,提出一系列措施以防范大股东的非法行为;也有研究从大股东支持中小股东的角度出发,认为大股东的存在为中小股东提供了保障,且由于大股东在公司决策中的重要角色,大股东应该得到超额控制权收益。笔者认为,大小股东关系是一种共生关系,共生理论应该是研究上市公司股东行为的逻辑起点。尤其在我国,随着制度性约束的规范化,股东关系的本源更加契合共生系统构成的特点。就股东关系的模式而言,大多数上市公司的大小股东处于偏利于大股东的非对称互惠共生模式。共生互惠程度越高,对于中小股东越有利;反之,共生互惠程度越低,互惠共生模式越偏利于大股东,对中小股东则不利。

那么,如何对共生模式进行比较评价?或者说股东共生的评价标准是什么?在笔者看来,共生体中的大股东是起决定性作用的,大股东的态度决定了公司的行为,或者说从公司的行为就可以看出大股东的态度。因此,若想评价某个公司的股东关系是否和谐,从公司的表现上应该就可以做出判断,具体而言,可以从以下几个方面对大小股东的共生模式进行评价。

一、信息披露质量

上市公司信息披露质量体现了大小股东的共生互惠程度。信息披露质量越高,说明大小股东的共生互惠程度越高。

首先,信息披露质量反映了大股东与中小股东建立互惠共生的意愿。上市公司信息披露是上市公司将直接或者间接地影响到投资者决策的重要信息以公开报告的形式提供给投资者。中国证监会于2007年2月1日发布的《上市公司信息披露管理办法》对上市公司信息披露行为进行监管。2007年4

月发布的《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》,进一步指导上市公司建立健全信息披露制度。虽然信息披露是上市公司的法定义务,但是在披露的内容、方式、时机、对象等方面,上市公司往往拥有一定的选择权。张宗新等(2005)指出,上市公司进行自愿性信息披露以与外部投资者进行信息沟通,显现企业核心竞争能力,获得投资信任。信息披露制度是实施投资者关系管理的一个必要平台,大股东及公司管理层若能通过这个平台及时、有效地与中小股东沟通,就可以及时获得中小股东的理解和支持,其重要性甚至超过了公司盈利能力。任何公司都不会只存在对公司有利的消息,不可避免地要碰到一些负面消息,大股东的信誉是建立在“用同样的方法来披露好消息和坏消息”的基础上的。大股东越希望与中小股东共同合作,就越愿意高质量地披露公司信息,增进彼此信任。

其次,上市公司信息披露制度是证券市场有效运作的基础,是保护中小投资者权益的重要机制。投资者保护是证券委员会国际组织确定的证券监管的核心和精髓所在,其实质是要保护投资者的平等参与证券交易的权利和获取信息权。投资者在做出投资判断时需要的相关信息主要来源于上市公司所披露的信息。信息披露的质量越高,中小投资者能够做出准确投资判断的可能性就越大。在我国,即使经历了股权分置改革,上市公司股权集中度仍较高,控股股东与上市公司管理层构成了“内部人”,直接参与上市公司的经营管理,大股东与中小股东对于上市公司的信息获取地位不平等,使大股东有机会为了个人利益,利用内部信息通过内幕交易、虚报出资等方式侵犯中小股东利益。信息不对称给中小股东造成了直接或者潜在的利益损失。信息披露制度不仅能让外部中小股东掌握上市公司的相关信息,还可以约束和抑制大股东的机会主义行为,起到保护中小投资者权益的作用。

二、现金分红政策

现金分红政策体现了大小股东的共生互惠程度。现金股利政策适当,大小股东的共生互惠程度高;过高或者过低的现金分红政策都不利于大小股东的共生互惠程度。

现金股利是投资者获得收益的重要来源,可以反映公司的经营业绩、盈利能力,同时还具有稳定性和低风险的特点。近些年来,我国上市公司在现金股利分配时出现了两种倾向。一方面,一些上市公司派现水平低,不分红现象比较常见。相关研究表明,2007年至2009年,现金分红公司占上市公司总数比例分别是44.2%、50.6%、56.9%,平均约有50%左右的上市公司没有现金分红,这其中很多公司并不是不具备派现能力。另一方面,个别公司不顾自身现金流能力和实际经营能力而进行“超能力派现”。

适当的股利政策是指上市公司不存在异常低派现以及超能力派现。派现的高低可以通过股利支付率和每股现金股利的绝对值来确定,一般认为股利支付率小于50%且每股现金股利的绝对值小于0.1元的,可将其视为异常低派现。由于异常低派现公司派发的现金股利很少,股票的股利收益率低,有的甚至在缴税后如同几乎没有派现,所以投资者都不愿意长期持有,其结果是加重了证券市场上的投机气氛,不利于证券市场的长远发展。对于超能力派现,学术界尚没有给出一个严格的定义。笔者认为,根据我国的实际情况,异常高派现是指每股现金股利大于每股收益或者大于每股经营现金流量,这意味着超能力派现的上市公司不仅将本年度的净利润全部用于发放现金股利,而且还把以前年度的未分配利润进行了派现。当每股现金股利大于每股经营现金流量时,上市公司就会产生现金缺口,为了弥补现金缺口,上市公司会使用以前年度的资金积累或者重新筹集资金,这必然给上市公司带来一定的压力,其结果是束缚上市公司的发展,甚至导致公司错失投资良机,导致收益下降,从而损害投资者的利益。

三、大股东违规行为

被证监会、证交所等监管部门处罚或者谴责的大股东违规行为是评判大小股东共生互惠程度高低的最直接标准。大股东的违规行为性质越严重,涉及金额越大,大小股东的共生互惠程度就越低。

上市公司大股东为了个人利益可能会选择利用控制地位侵占中小股东利益。孟焰等(2006)选取147家因关联交易而获得非标准审计意见的上市公司作为样本,实证研究发现关联交易盈余管理的主要目的和结果是关联方从上市公司转移利益。陈放、杨松令(2007)总结了四种隧道挖掘行为,包括

直接占用资金、关联交易、担保以及高派现,指出这些行为成为控制性股东掠夺中小股东财富的重要方式。为了规范和约束上市公司大股东行为,我国相继出台了多部法律或规定。比如,中国证监会于2003年颁布《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》,规范大股东占用上市公司资金问题;2005年11月国务院转发中国证券监督管理委员会《关于提高上市公司质量的意见》,规定严禁侵占上市公司资金。

大股东的违规行为包括但不限于以下几种情形:(1)利用非公平关联交易转移上市公司资产;(2)存在控股股东及其他关联方非经营性资金占用;(3)对控股股东及其他关联方进行对外担保决议时不符合《证券法》规定;(4)利用内幕消息进行短线交易,扰乱股票市场稳定。

四、上市公司履行社会责任情况

上市公司履行社会责任情况体现了大小股东的互惠共生程度。上市公司履行社会责任情况越好,说明大小股东的互惠共生程度越高。

认真履行社会责任给企业带来的积极效应可以概括为两方面。首先,有利于提高企业竞争力。虽然履行社会责任在短期内会增加企业成本,但从长期看企业承担社会责任既可以提升企业社会形象,优化劳动关系,更能获得进入国际市场的通行证,并最终提升企业的长期盈利能力。企业经营的最终目的是盈利,但只有注重社会责任的企业才能在长远发展中树立起自身的品牌,只有给予社会最优质的产品,社会才会对企业给予回报及认同,在这样的良性循环下,企业自身才是最终的受益者。企业越是注重社会责任,其产品和服务就越有可能获得更大的市场份额。现在的顾客,特别是欧美顾客,社会意识逐步加强,不仅注重产品是否能实现其使用价值,如价格、质量、安全、便利等,更关心产品是如何生产出来的。

其次,履行社会责任是企业可持续发展的动力。企业承担社会责任为企业可持续发展提供了社会保证。一是从投入上看,企业会选择可循环使用的资源及可替代可再生性的原料,减少资源的浪费;二是在生产过程中,企业使用新工艺、新技术,推行清洁生产,提高效率,可以减少污染排放且处理排放物,从而节约治理污染和排放物的成本;三是从产品看,生产出“绿色”环保型的产品,不仅树立了本企业的形象,而且符合消费者的需要,并为企业创造经济效益;四是选择“绿色”环保产品的消费者会利用社会舆论宣传企业,引来更多的顾客,创造更大的效益。■

(作者单位:北京工业大学经济与管理学院)

责任编辑 张璐怡