

股票全流通并不等于公司治理结构的完善

——由兴业房产案例引起的思考

□ 刘 晔 虞 伟

一、兴业房产带来的困惑

2002年3月22日,上市公司兴业房产公布:由于为原第一大股东——上海纺织住宅开发总公司担保的40 470万元未按承诺得到偿还,致使兴业房产公司正常经营受到重大影响,财务状况出现异常。兴业房产公司依据有关要求,向上海证券交易所申请对公司股票实行特别处理。

兴业房产不仅替原来的大股东担保,而且原大股东还长期占用上市公司资产。2002年3月11日,兴业房产发布公告称:根据上海兴业房产股份有限公司2001年中期报告显示,关联方上海纺织住宅开发总公司欠公司款项3.93亿元。截止2001年12月31日,上海纺织住宅开发总公司偿还6 800万元。2002年元月30日偿还1 000万元,2002年3月1日偿还2 000万元。至此上海纺织住宅开发总公司尚欠公司款项3.01亿元。

除此之外,兴业房产公司管理层还隐瞒公司情况。2002年4月5日,上海证券交易所决定对上海兴业房产股份有限公司及其董事唐xx、曹xx因未及时披露逾期未清偿的重大债务;未及时披露累计数额达5亿多元的逾期担保事项;公司于2002年4月4日才刊登2001年度业绩预亏公告;唐xx、曹xx未能勤勉尽职,对公司未及时披露上述重大事项负有主要责任,予以公开谴责。

兴业房产是一个股份全流通的上市公司,它的总股本为19 464.19万股,目前第一大股东是上海城开集团,前十大股东合计持股共计905.33万股,占总股本的4.66%。2001年末股东人数99 341,人均持股1 959.86股。对于这个非常标准的股权多元化的上市公司,为什么会出现大股东占用上市公司资产不偿还却没有人去追讨的现象?担保债务逾期导致公司经营困难也无人过问?公司管理层疏于管理,隐瞒公司情况却无人采取措施?我们所设想的通过股权多元

化来完善公司治理结构的目的为何没有达到?这应该引起我们的深思。

二、股权多元化的基本设想与目的

现代企业因经营权与所有权分离产生了代理人的问题,因代理人的目标函数与所有人的目标函数不一致而产生了公司治理结构问题。它所要解决的问题是如何通过合理安排股东会、董事会和经理之间的权力与利益,从而使代理人与所有人的目标函数相一致,同时也使公司价值最大化。而这种安排是通过一系列的契约来完成的,通过这一系列的契约,使股东会控制董事会,董事会控制经理人员。

股权多元化完善公司治理结构的设想是通过股权的多元化与分散化达到制约“内部人”控制问题,从而使外部投资者的合法权益不被企业的“内部人”侵占(这里的“内部人”包括经理层和有控股权的大股东)。所有股东通过用手投票或用手投票来约束企业管理层。董事会是股东投票选举产生的,当公司管理层未能履行它的勤勉职能,未能执行股东的意志时,股东就可通过用手投票的方式选出新的公司管理层来代表自己的利益;当用手投票不能达到目的时就可通过用脚投票的方式出售手中的股票,改变现有的公司股权结构,使未来潜在的股东通过收购的方式来约束控制公司管理层。而这种设想未能在兴业房产这个全流通上市公司实现的根本原因是在于内部组织控制与外部资本控制失效造成的。

三、影响以股权多元化完善公司治理结构的两大障碍

如上所述,影响兴业房产这个股权多元而又全流通的上市公司的治理结构的完善因素有二,一是内部组织控制失效;二是外部资本控制失效。所谓的内部组织控制是指企

业内部的选举机制。每个股东与公司的管理层签订契约是不现实的,不仅所签订的契约没有可操作性,而且这种方式的交易费用是很高的。因此基于节约交易费用产生了投票,采用少数服从多数的标准。在资本面前,大家采用的是少数资本服从多数资本的标准,因此出现了多数人掌握的少数资本服从于少数人掌握的多数资本的现象,即所谓的一股独大的“内部人”控制问题。这样就会产生多数人在采用投票时所节约的交易费用小于被大股东或称少数资本侵害的利益。所以只有有效的投票选举机制才能保证所选举出来的代理人能代表全体股东的意志,防止“内部人”(包括董事会、经理和控股大股东)侵占公司财产。这个机制不仅能保证股东投票能选出自己满意的代表,还需保证投票不受控股大股东的控制。但是,由于投票选举机制设计得不合理,在我国上市公司却出现典型的一股独大控制的“内部人”控制问题。

我国现在实行的投票制度是少数资本服从多数资本的标准。公司法第106条规定:股东出席股东大会,所持每一股份有一表决权。股东大会作出决定,必须经出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。股东大会对公司合并、分立或解散公司作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

新颁布的“关于上市公司建立独立董事制度的指导意见”对独立董事的提名、选举作了如下规定:单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人,并经股东大会选举决定。

我国现有的法律条文规定,是有助于形成一股独大控制的“内部人”控制局面。由于股东参加股东会行使表决权是有成本的,当所支付的成本比取得的收益还大时,股东就不会到股东会参加投票;由于大股东拥有相对多的股权,所以当参加股东会的股东人数减少时,就出现参加股东会投票的只有大股东或相对几个拥有较大股份的股东,进而使大股东很容易达到符合公司法规定的表决权。另一方面,由于股权的分散,难以形成统一的意见推举自己满意的代言人,也很难在股东会上得到公司法规定的表决权的要求。正如科斯所认为的“个人所拥有的权利在相当大程度上取决于法律制度的初始界定”。

一股独大的“内部人”控制还阻碍了“外部人”的进入。外部人进入之后要表达自己的意愿依然是要通过投票这种方式,当投票选举机制存在问题时,外部人进入虽然可以改变公司股权结构,却不可能将外部人的意愿完全表达,从而导致外部人在公司的发言权被限制,使外部人无意进入公司。

由此可见,由于选举制度的不合理,股权多元化要解决一股独大的“内部人”控制问题依然难以实现。如兴业房产大股东城开集团2001年末持股379.36万股,占总股本的

1.95%,然而在公司9个董事席位中却拥有4个席位,同时由于董事长是原大股东上海纺织住宅开发总公司的总经理,所以在董事会中形成了一股独大控制的“内部人”控制局面。科斯说:“个人权利无限制实际上是无限制的制度”。这种无限制的制度无助于形成对相关利益人的限制,股权多元化用手投票的机制失灵,也就使我们所期待的内部组织控制失灵。

股权多元化解决外部人的利益不被内部人侵害的另一武器是用脚投票,即外部资本控制。当原有股东不能控制企业的管理层,或者自己的利益得不到保护时,通过出售手中的股票改变股票的供求关系,导致股票价格不能反映其真正的价值,使其他潜在的购买者能够通过购买公司的股票来改变原有的股权结构,从而达到控制企业管理层的目的。但是用脚投票原本就是弱的控制机制,它是要求建立在完善的投票制度基础上,否则依然会出现新的一股独大控制的内部人控制问题。同时,这种方式也只能扮演“消极的守夜人”角色。其原因有二:

导致外部资本控制失效的原因主要是由于信息的不对称。由于存在信息不对称,一方面使外部想购买企业的人不能掌握公司真正的信息,了解股票价格是否低于企业价值,是否值得购买,收购后是否能够在将来获取收益。另一方面,公司现有管理层为了阻碍外部人的进入,也会控制企业的重要信息,使外部人不能掌握公司真正的信息,阻碍了外部人的进入。瓦什和考司尼克的研究表明,美国企业中50%的接管对象都是处于平均业绩的企业,而不是价值被低估或者出现管理问题的企业。威廉姆森也认为信息不对称是导致外部资本控制失效的一个重要原因。

外部资本控制失效的另一个原因是由于我国证券市场的成熟。股票在证券市场会有一个价格,而衡量这个价格的标准是企业的价值,即企业未来能给股东带来多大的回报。证券投资人(在这里我更愿称证券投资人而不是股东)购买股票的目的是为了获取收益,而这个收益来自于两个方面,一是上市公司的回报,二是证券市场股票价格波动的差价。目前我国上市公司的业绩普遍不好,给股东的回报远远低于股东的预期。然而面对这种情况为什么证券投资人还不愿放弃投资呢?上市公司的股价还高高在上呢?因为在我国上市公司成为一个稀缺资源,具有“壳”价值。正由于有了这“壳”的价值,给股票价格赋予了新的衡量的标准、新的存在的价值。同时,又由于我国上市公司的股本普遍较小,股价容易被操纵,从而使股票的价格有了波动的余地。证券投资者可以从股票价格波动中获取收益,同时,由于这差价的存在,使一部分股东也变成了证券投资者。兴业房产2001年中期每股收益0.02元,每股净资产1.96元。2001年末每股亏损1.85元,每股净资产0.09元。可是让我们看看下面有关兴业房产现在的大股东城开集团的相关数据:

2002年我国上市公司 高派现现象分析

□ 段培阳 刘世超

截止2002年4月30日,除纵横国际、内蒙宏峰以外,沪深两市1 173家公司均按时披露了2001年年报。其中721家进行了年度分配,占公司总数的61.47%;在进行年度分配的721家企业中,有686家派现,占分配公司总数的95.15%;每股派现0.3元(均含税)及以上的有43家,占派现公司的6.27%。本文仅以这43家高派现的上市公司为样本,分析其高派现过程中存在的种种问题及我们应采取的对策。

一、高派现过程中存在的问题——非良性派现

一般认为,公司能够高派现,说明其业绩优良,现金充沛。我国证券市场经过十多年的发展,已培育了一批“蓝筹股”,这些公司为回报股民,提升自己的市场形象,也有可能进行高派现。但经我们研究,发现这43家高派现公司中,存在大量非理性分红现象,包括超能力派现、融资派现、大股东恶性套现等。

1、每股派现大于或等于2001年度每股收益,这样的公司有5家,导致分红不得不动用去年、前年甚至大前年的利润,将利润分光吃光。如承德露露拟实施的分红方案,不仅把2001年可分配利润7 887.56万元全部搭上,还将动用上年末未分配利润12 486.86万元中的9 284.34万元(见表1)。

表1:每股派现大于每股收益的高派现公司

持股时间	2000年末	2001年6月末	2001年末	2002年3月末
持股数量	416.19万股	253.69万股	379.36万股	638.73万股
股价	16.65元	18.5元	11.02元	10.28元

从上面表格中的数据可以看到,当公司股价上升时,城开集团在减持,而当股价下降时,城开集团却在增持。从这一升一减和一降一增中,第一大股东上海城开集团从中得到的收益可见一斑。正是由于我国证券市场的不成熟,导致上市公司的股东不必注意公司的业绩,只热衷于追逐股价的波动而无意于公司治理结构问题,从而导致外部资本控

证券简称	每股派现(含税)	每股收益(摊薄)
莲花味精	0.3元	0.2 138元
华天酒店	0.4元	0.2 860元
万向钱潮	0.4元	0.3 310元
山东巨力	0.3元	0.1 800元
承德露露	0.66元	0.3 800元

另外,实行高派现后,导致期末未分配利润为零的公司有春兰股份、格力电器两家公司;导致期末未分配利润在50万元以下的有用友软件(12.69万元)、隆平高科(21.65万元)和深南电A(45万元)三家公司。

2、派现总额大于公司当年现金流量净额,这样的公司高达23家,其中有11家高派现公司当年现金流量净额为负数(见表2),导致派现要动用历年货币资金积累。现金流量净额与拟派现差额最大的是华能国际,差额达16亿元之多,幸好同期货币资金还有21亿多元,不至于为派现发愁;差额最小的是中集集团,为759.2万元,而同期货币资金将近4亿元,派现也没什么问题。但是这些公司中的另一类则值得让人关注,如盐田港、南京水运两家公司,期末货币资金余额竟也低于拟分红总额,这两家公司若要派现,唯一可行的,大概就是从银行借款来分红了。即使借钱也要进行分红,这可算是中国证券市场的一道独特“风景”(见表3)。

表2:2001年现金流量净额为负数的11家高派现公司

制失效。

通过对兴业房产这个典型案例的分析,我们可得到如下启示:股权多元化并非是万能的,是要建立在相关的客观条件基础之上的,如果不重视客观条件的建设,仅仅为多元化而多元化是不能实现完善公司治理结构的目标的,最终的结果只能是懒驴拉磨——原地打转。

(作者单位:江苏省丹阳市委党校)

责任编辑 王教育