

# 清华大学 中国经济研究中心 研究动态

总字103期

2002年4月19日

\*\*\*\*\*

## 用友软件红利政策争议呼唤金融解决方案

朱武祥\*

近年来，监管机构提倡上市公司多用现金分红回报投资者，甚至把分配现金红利作为上市公司再融资的条件之一。一批上市公司长期坚持每年给股东分配比较稳定的现金红利，例如佛山照明、申能股份等。但用友公布2001年度优良的业绩(每股收益0.70元)，以及每股派现0.6元(含税)的高现金红利政策后，股价却出现大跌。许多二级市场投资者对此方案颇为失望，并有被欺骗的感觉，甚至表示严重不满。表明流通股股东与非流通股股东对红利政策的严重分歧。

实际上，非流通的内部控股股东与外部流通股股东的红利政策分歧和争议早已出现。1999年北汽福田大股东要求分配现金红利，而管理层和流通股股东希望公司不分配现金红利，加大投资发展力度；2001年初五粮液因为未向股东分配任何红利，反而进行配股，受到广泛指责。只是大多数上市公司控股股东迎合外部流通股股东的股本扩张偏好，控股股东与流通股股东的红利分配冲突没有引起关注。

用友软件红利政策引起了广泛争论。普遍认为，在现有法律框架下，用友软件的红利政策合理合法。但大多数用友软件的流通股股东对该红利政策产生不满。人们一致认同用友软件红利政策争议深层次原因为非流通股与流通股分割。因为非流通的发起人股东不能分享股票红利带来的股票价格变现价值，从而偏好高派现；而高价格投入的流通股股东偏好高比例的股票红利。因此，普遍认为消除股权的流通性分割，或限制控股股东比例和权利、消除一股独大是解决用友这类问题的关键。

本人认为，用友软件“合理合法”的红利政策引起的争议实质上反映了《公司法》等法律制度、公司章程等内部金融合约和招股说明书风险披露方面需要改善，呼唤以存异而求同的金融解决方案。

1. 正视非流通股和流通股权利的现实差异，调整《公司法》等法律规定，放松对股份类型及权利设置单一化的限制，促进投资银行或财务顾问针对股票市场参与者之间的利益分歧设计金融解决方案。

对用友软件红利政策持异议的一个关键论点为：用友软件的非流通股股东投资成本与流通股股东相距甚大，高派现造成两者现金红利投资收益反差巨大。因此，高派现不公平。

### 对用友软件高派现红利政策持异议者关于投资成本和收益显著差异的计算方法依据

用友软件非流通股股东发行前的净资产为8000万元，按每股1元多的价格折算为7500万股法人股。通过这次分红一年就分得红利4500万，发起人1年的现金红利收益54%，收回了投资成本的60%，不到两年就能收回投资，市盈率为2。而且用友控股股东对公司控制权未得到半点稀释。如果下年度再有类似分红方案，则法人股东在收回所有初始投资的情形下，轻松控制了一个高科技上市公司。而一级市场发行价格每股36.68元，投资者现金红利收益率只有1.64%；上市当天二级市场投资者以平均价格80元计算，红利收益率只有0.78%，目前市值为12.5亿，投资亏损37.5%，市盈率为133。

实际上，这种计算和结论有合理之处，但也有偏颇。因为企业成长过程中，创始人股份通常按最初投资成本(例如，每股1元)折股。但随着企业经营成功和赢得新的增长机会，企业价值递增。后续加入的股权投资在上市前属于私募，按当时基于公司未来预期的市场价值折算为股份，而不是投资的会计成本，更不是与先前的股东的折股率比较。从而形成单位投资成本及折股率的时间差异，即不同时点的股权投资成本不同。企业经营越成功，后续新加盟的股东单位投资折算的股份越低，与前期股东的投资成本差异越大。这种差异是应该和合理的，体现出创始人或前期股东对企业价值的贡献和风险承担的回报。

国际上以股票市场上市为目标存在发达的私募股权市场，企业价值在上市定价前，在私募股权市场上已经得到充分确认。由于私募后企业能否经营成功、能否获得下一轮股权融资及上市都不确定，具有风险，需要给予风险补偿。因此，私募股权股份折算价格通常按拟上市发行价格进行折扣。经验数据表明，第一轮私募股权融资的资本价格通常是股票发行价格的35%~50%；第二轮私募股权融资的价格是50%~65%；第三轮私募股权融资的价格是65%~75%(以上市前常见的三轮私募股权融资为例)。

上市时及上市流通后，公众投资者按照发行价格和以后的二级市场价格投资，兼并收购者也以市价为基础溢价收购。对公司增长预期不同的二级市场投资者或投机者对自己的预期负责，创始人股东并不承担乐观投资者预期破灭的责任。股票的最高价格由极度乐观的投资者(希望从公司未来高增长中获取回报)，或者交易导向的投机者(指望更乐观的后来者以更高的价格购买，即博傻)确定。例如，用友软件的投入成本可以是一级市场的每

股36元，二级市场的每股80元，甚至100元。以发行价格认购用友股票的投资者在用友股票上市当天获利可能超过100%。同样，如果用友股票价格象网股那样跌至0.8元，投资者在此价位购买，成本比创始人还低，只是风险可能更大。因此，国际资本市场上，有上市前私募股东投资成本显著低于一、二级市场股东之事实，但鲜有不公平之争议。

国内股份公司设立时，按《公司法》规定，需要5个以上发起人。如果发起人均为最初的创始人，则直接以净资产重置价值折价入股，反映原企业创始股东对企业价值的历史贡献，例如，软件企业价值主要体现在无形资产上。一级市场投资者按上市时的企业市场价值折股。例如，用友每股发行价格36元。如前所述，创始人股东与一级市场投资者每股投入成本的显著差异是应该和合理的。

在股份全流通的条件下，如果企业上市前发生多轮增资扩股，则每轮新进入的法人或自然人股东实际上属于私募，应该按加盟时的企业市值折股，而不是按投资的会计成本折股(例如，每1元折1股)，但也不是按上市发行价格折股。因为这些股东加入时间比创始人晚，但比上市时进入的投资者早，价值贡献低于创始人股东，但也承担了经营失败和不能上市的风险。这样与上市时按企业市值投资的流通股股东平等，形成合理的投资成本差异。90年代中期以前，尽管法人股不能在A股市场流通，但由于存在法人股交易市场(STAQ和NET)，股份公司设立时加盟的法人股通常以溢方式折股；前一段时期，由于传闻法人股上市流通，法人股拍卖价格均为溢价，说明上市前的投资成本与流通性显著相关，与私募类似。

90年代中期以后，法人股市场关闭，上市前的加盟股东股份与企业创始人股东一样属于非流通股，不能上市流通，与上市时进入的流通股实际上属于不同类型的股份。此时，企业创始人以外的非流通股股东不是全流通情形下的私募，不应该按当时的企业市值或拟上市价值的折扣率折股，需要进行非流通风险折扣或补偿，并通过金融合约设计分配权利，体现不同类型的股东对企业的价值贡献、风险承受与收益分配等责权利的匹配。

问题在于，法人股交易市场关闭后，非流通股与流通股权利的实际差异更为明显。但我国的《公司法》没有正视和明晰非流通股与流通股的权利实际差异，将非流通股与流通股视为同类普通股，赋予相同的权利—同股同权。公司章程中，也没有明示按会计价值折股的非流通股股东在股权不流通和流通情形下的合理权利。合约规则事先不明确，容易与日后流通股股东的理解形成巨大分歧和预期反差。例如，流通股股东对公司上市发行定价和二级市场交易定价都以发起人股份不能上市流通为前提，因此，对国有股按市价减持流通不能接受，负面反映强烈。

非流通股与流通股类型不同，权利不等，具有潜在和明显的利益冲突已是客观事实。非流通股是否上市以及何时上市流通尚不确定，与流通股股东的利益分歧将继续存在，需要从合约设计角度，根据不同的情景，给出重新合理分配权利的金融解决方案。而不是仅仅把非流通股与流通股之间的利益分歧归罪于流通股与非流通股分裂，或一股独大，提出可能矫枉过正的举措。例如，呼吁非流通股上市流通，限制控股股东股权比例，强制公司股权分散化，尽量把私人控股或家族控股比例控制在20%以下等。

非流通股与流通股权利分歧的金融解决方案需要相应的法律制度支持。早期制定的《公司法》中的有些条款，不适应解决非流通股与流通股股东之间权利分歧的金融方案的实践需要，甚至形成硬约束。例如，过于强调同股同权，限制了投资者之间的合约选择和条款的灵活设置。实际上，股票类型及其权力设置是投资者之间事情。例如，成熟资本市场上，上市公司创始人股东为保持股权集中和控制权，往往设置不同表决权(Different Voting Rights)股份(Dual/multiple Class Share)，形成一家公司，两种普通股的“一国两制”现象。

因此，有必要正视非流通股与流通股权利的现实差异，修改和完善《公司法》，放松对股份类型及权利设置单一化的限制，允许一家公司存在多种类型的普通股，即“一国两制”。在公司章程中，可以考虑将股份公司设立时加盟的非流通股视为可转换普通股---转换为流通股普通股，按照流通和不流通两种情形，分别设置非流通股的权利和折股价格等转换条款，事先向流通股股东明示。例如，在没有上市流通权之前，按现行投资的会计成本折股，并在公司盈利时，分配现金红利；如果获准上市流通，则按私募股权常规的上市价值折扣率转换为流通股，减少日后与流通股股东的分歧和争议。

在股权存在流通性分割的条件下，红利政策分歧将长期存在。因为任何一种极端的红利政策—现金红利和股票红利都难以使非流通股股东与流通股股东满意，为任何一方的利益最大化都可能与其他股东利益最大化矛盾。例如，当高成长的上市公司采用流通股股东偏好的高比例转增或送红股时，流通股股东并不在意非流通股股东同样低成本获得了股票，因为非流通股股东获得的股份仍然不能上市流通。但这损害了非流通股股东的合理利益。

即使全流通，由于上市公司股权多元化，不同的股东风险收益偏好不同，对公司投融资、红利政策等偏好通常有差异、分歧，甚至冲突。例如，外部公众投资者由于现金红利税率和资本收益税率不同，以及自身纳税等级不同，对红利政策偏好也不同，高纳税等级的投资者不希望现金红利。此外，创始人资产集中在单一上市公司，对公司经营风险暴露程度高，可能是风险厌恶的股东，倾向于通过业务多元化规避单一业务风险；而外部机构投资者资产作出分散度较高，只有小部分在单一上市公司，可以通过投资不同公司证券组合来规避单一公司的非系统风险，因此，属于风险中性，甚至风险偏好。国内上市公司控股股东因股权不能在股票市场上流通，难以通过出售股权获得现金投资其他资产，分散风险。很可能出现投资方向和融资方式分歧。

内部控股股东与外部公众股东之间在预期和利益方面出现分歧和冲突本身并不可怕，关键是正视差异和分歧，明确游戏规则，通过金融工具创新及合约设计找到分歧的解决方案。“一国两制”就是解决重大分歧的经典杰作。公司金融创新本身的功能之一就是解决预期和利益分歧，合理分配风险和收益。成熟资本市场在解决分歧方面有大量成功的金融创新。例如，私募股权融资中，允许投资人之间根据利益和风险管理要求灵活设计合约，同类普通股股权所具有的收益分配权、表决权以及控制权、清算权的配置等可以与股份比例不一致，甚至可以分离，但设置不同情景下的条款，保护合理权益，限制风险；采取差别红利政策供投资者选择；为解决大股东与管理层的业务重组分歧而创立的针对不同业务的多种股票—定向股票(Target Stock)等。

证券市场参与者之间的利益分歧实际上为投资银行等中介机构提供了公司金融解决方案创新的良机，而优良的法律和会计制度环境，有助于投资银行等中介机构施展专业技术，实现金融创新。

2. 在上市公司股权结构存在流通性分割的条件下，企业在招股说明书中有必要明示红利政策，或将红利政策作为

特别风险因素予以披露和揭示。

长期以来,在我国股票市场上,上市公司与流通股股东之间形成了一种不成文的游戏规则:对预期高成长的上市公司(例如,高科技公司)的转增预期推动股票价格上涨到高位→上市公司实施资本公积金转增或送红股等股票红利政策,使高价格投入的流通股股东可以低成本增加股份数量→股票价格经大幅度除权显著下降,投资风险降低→填权,使股票价格再次上涨到高位,从中获得资本高收益。大多数有持续股权融资动机的上市公司利用这一游戏规则,增加今后配股基数,控股股东与流通股股东皆大欢喜。这种不成文的游戏规则造成高股价中实际含有股票市场高成长的上市公司来年送红股或转增股的强烈预期,或者说,现金红利不能支撑高股价,不满足流通股股东降低价格风险和获得高资本收益的要求。这也可以部分解释尽管监管机构限制股票发行市盈率,成长概念好的公司上市后股票价格往往大涨。据企业上市投资收益研究权威学者Ritter统计,1990-2000年,中国企业上市首日涨幅高达220%,位居全球之首。

东大阿派(现名东软股份),从1996年上市起到2000年,股价从15元冲上了168元(全部复权后),强势足足维持了四年,这期间,固然有高科技的魅力、有高增长的业绩,但最重要的还是它年年高比例除权的功劳,上市第一年便推出“10送转8”的方案,自此奠定了十足的市场人气。2000年后公司的分红方式才改送股为派现,股价自此不再风光。

用友软件作为概念和成长性兼具有的上市公司,自然受到流通股股东的极力追捧。上市当天股票价格一路攀升,一度高达100元。按照历史经验和与非流通的控股股东形成的游戏规则,股票市场对其来年的高股票红利预期更为强烈。但用友软件在招股说明书的特别风险中,只是说明了募集资金规模巨大带来的净资产收益率下降所引致的相关风险,以及高级人力资源流失、关联股东控制等三项,招股说明书其他部分也没有提醒流通股股东用友软件的红利政策哲学及风险。因此,当用友未按股票市场自身形成的游戏规则出牌,导致实际公布的高现金红利政策与二级市场投资者高股票红利的预期形成鲜明反差时,流通股股东产生被欺骗的感觉。

因此,在上市公司股权结构存在流通性分割的条件下,企业在招股说明书中有必要明示红利政策,或将红利政策作为特别风险因素予以披露和揭示。使流通股投资者事先有思想准备,避免出现用友软件那样实际高派现红利政策与二级市场投资者股票红利预期形成巨大反差,使流通股股东产生不满和被欺骗的感觉,对公司形象产生显著的负面影响。

上市公司控股股东或管理层与股票市场投资者之间实际上是在不断进行博弈,在合约内容和游戏规则明确后,只要上市公司行为合法,控股股东与外部公众股东不存在谁对谁错的问题。实践和实证研究表明,上市公司管理层往往比股票市场投资者更精明。投资者经常错误估价公司价值(mispricing),公司则根据股票市场价格水平及其他条件变化选择融资时机。例如,在股票市场高估时发行股票,换股收购;低估时回购股票,现金收购。当股票市场对公司投资组合不感兴趣时,公司可以按照股票市场的要求进行业务重组;也可能回购股票,退市。

高价投机的流通股股东能否实现降低风险和获得高资本收益的关键在于上市公司是否按照股票市场十多年来形成的不成文的游戏规则实施股票转增和送股。用友软件不按这一不成文游戏规则出牌,实施高派现的红利政策,使其流通股股东遭遇滑铁卢。相信流通股股东会增强上市公司红利政策风险意识,调整估价理念和投资行为。例如,在上市路演中,需要提问上市公司红利政策计划。吃用友一堑,长自己一智。

(版权所有,转载、转摘请与本中心联系)

主办:清华大学中国经济研究中心  
地址:清华大学经济管理学院中楼302

联系电话:(010) 62789695  
邮编:100084

[返回](#)

\* 公司财务与投资银行学副教授、清华大学经济管理学院金融系zhuwx@em.tsinghua.edu.cn