

治理视域下上市公司股利分配法律制度研究^{*}

龚 博^{**}

内容摘要:在公司治理的分析框架下,股利分配政策凸显出不同股权结构中委托代理问题的治理效应,又揭示出一国股东权利保护和市场发达程度。在公司治理外部环境成熟的国家,股利分配法律制度以公司自治模式为主,而在证券市场不发达的国家,强制分红制度是强化小股东保护的法定机制。我国有别于这两种模式,采取了“半强制分红制度”的权宜之策,但实际适用效果偏离了立法者的预期效用。这既无法解决问题根源,反而给不该分红的公司造成效率损失。由于市场制度安排上的内在缺陷、股权结构的复杂性以及法律保护制度的不完善,我国证券市场上公司股利政策蕴含着深层次的运行规律和机理,应当从改进股利分配的信息披露法律制度、引入机构投资者尽责管理义务和完善事后的股利分配司法保障制度,构建效率性上市公司股利分配法律制度。

关键词:公司治理 股利分配政策 股利分配请求权救济

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2019.02.015

一、问题的提出

利润分配是股份公司产生和发展的“应有之义”。基于交易安全和效率的考量,立法者一般会对公司分配的利润范围做出一定限制。在此框架内,股利分配属于公司自治范畴。然而,股利政策纷繁复杂,又受制于股权结构差异和制度变迁的路径依赖,一直是经济学家和法学家探索的重点,甚至有学者将之称为“股利之谜”。^①

在我国,证券市场又凸显出“中国式股利之谜”:上市公司长期以来执行不分红或低分红的股利分配政策,投资者投入与利得的链条中断,资本市场的正常运行规律被严重扰乱。有鉴于此,我国自2001年起出台了一系列促进上市公司股利分配的监管措施,甚至将现金分红作为获取股权再融资资格的强制条件。“有形之手”的推动一定程度上提高了我国上市公司现金分红水平,但却矫枉过甚,产生了分红“结构性倒置”、门槛效应和过度分配等新问题。^② 本文以公司治理为视角,深入探析上市公司股利政策背后的运行规律和机理,以期为我国公司股利分配法律制度的科学构建提供有益建议。

二、公司治理与股利分配政策的交互效应

早期财务理论研究学者 Miller 和 Modigliani 曾认为,股利政策在公司治理制度中作用有限,因为公司价值取决于公司投资决策产生的盈利能力,与公司采取何种股利政策无关。然而,“股利无关论”建立在无税收负担、信息对称、经理—投资者代理零成本等完美市场的假设前提下,与现实场域中股利政策的实际效应断裂。代理成本理论、控制权收益和小股东法律保护更好地解释了股利政策和公司治理之间的互动。

(一)股利分配政策与传统委托代理问题

在传统公司范式中,股利支付是股东与管理层利益分野的监督 and 约束机制,可以用来降低两者之间的代

^{*} 本文为教育部人文社会科学研究青年项目“股利分配请求权救济制度研究”(13YJC820022)和湖南省哲学社会科学基金项目“上市公司强制分红制度研究(12YBA319)”的研究成果。

^{**} 中南大学法学院副教授。

^① See F. Black, The Dividend Puzzle, 2 Journal of Portfolio Management, 5—8(1976).

^② 参见何基报:“境内外上市公司分红的差异及原因实证研究”,2012年深证综研字第0187号,第17页。

理成本。一般而言,投资分散的股东在风险可控的基础上,希望经理层执行高风险项目获取最大化利润。而管理者为了保障其工作职位,倾向于稳定低收益的投资项目。如果公司经常在资本市场上进行外部融资,公司委托代理的监督成本和风险厌恶成本都可以得到降低。^③这是因为,当公司发行新股时,公司的经营绩效必须面临市场中投资银行、证券公司等相关专业机构“看门人”的审查,同时,新的投资者也会对公司事务进行评估,进而给管理层造成压力。

为了提高公司融资的可能性,管理者必须向市场释放出公司发展前景良好的信号,股利分配则是充当该信号的有效机制。在外部投资者看来,稳定的大额股利支付率表明了公司内部人对公司未来收益和增长的充分信心,是辨别公司质量差异的极有价值的信号。该种信号传递的成本,即分发股利的成本,与公司为了筹措将来的投资项目获取发行新股这一昂贵资源息息相关。^④管理者投资不稳定带来的隐性成本与公司新融资的交易成本最小化则是最优的股利支付政策。^⑤持续高额的股利支付推动着公司产生出充分的现金流,进而控制代理成本。即使在股利分配时没有融资的需求,公司也会随之调整负债—权益(Debt—Equity)的比重,使得股东优先于债权人获得利润。从另一个视角分析,公司过多留存现金流量的行为本身为经理滥用资金提供了便利,股利支付减少了经理支配的现金数额,避免其为了私人利益而投资于低回报项目,从而降低了“自由现金流的代理成本”,同时也促使了公司向外部融资。^⑥

股利政策的代理成本理论和“自由现金流量假说”等以公司控制权与所有权两权分离为解释的逻辑基点,在此语境下,股东关注的公司利润最大化和管理人员天性追求的个人利益最大化之间必然产生冲突。在信息不对称的市场环境下,股利支付率可以作为替代或补充董事会组成、收购或事后漏洞检测等公司治理机制,督促管理层达到事先设定的股东回报水平。然而,值得指出的是,股利政策传达的信号是一把双刃剑。在公司管理层借助股利政策传递出利好的假象时,信息不对称的市场投资者短期内无法辨别信号的真伪,从而可能作出错误的投资决策。再者,如本文随后所述,股利政策在不同行业,不同股权结构背后蕴含的理念和现实依据差异明显,其关于公司经营状况的解释和预测价值必然受到一部分限制。

(二)股利分配政策与控制权收益

世界上大多数国家的上市公司并非股权高度分散模式而是相对集中型—La Porta, et al^⑦的研究结论已得到学界的广泛证实和认可。即使股东持股比例分散,股东也能通过金字塔持股模式、代理投票、股东联盟和双重股份等策略掌握公司的控制权。^⑧当控制权集中到一定程度,大股东掠夺小股东的威胁往往比公司管理者和全体所有者之间的利益冲突更为严重。^⑨股东同质化假定下设计的各公司治理机制的效能也受到影响。股利与公司治理的互动关系发生了从降低所有者—经理者代理成本到制约控制权私人收益的演变。

对大股东而言,虽然高额股利支付率减少了经理层支配的现金流量,也会使得他收获比小股东更多的公司利润。但股利并非是他唯一的回报来源,他可以凭借控制权从公司攫取其他的利益分配,并不被其他投资者所分享。在资本多数决原则下,大股东将其偏好的股利政策上升为公司意思,进而施加于所有股东,具有无可厚非的合法性。因此,当大股东控制权和现金流控制权一致时,大股东更倾向于降低股利支付率,将公

③ F.H. Easterbook, Two Agency—cost Explanations of Dividends, 74 American Economics Reviews 653—654 (1984).

④ 参见[葡]席尔瓦等:《股利政策与公司治理》,罗培新译,北京大学出版社2008年版,第52页。

⑤ M.S. Rozeff, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, 5 Journal of Financial Research 257—258 (1982).

⑥ M.C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, 74 American Economic Review, 323—329 (1999).

⑦ R. La Porta, F. Lopez—de—Silanes and A. Shleifer, Corporate Ownership around the World, 54 Journal of Finance 471—517 (1999); M. Faccio, L. H.P. Lang, L. Young, Dividends and Expropriation, 91 The American Economic Review 54—78 (2001).

⑧ 同前注④, [葡]席尔瓦等书,第18页;冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期。

⑨ Annelies Renders, Ann Gaeremynck, Corporate Governance, Principal—Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies, 20 Corporate Governance: An International Review 125—143 (2012).

司利润通过其他隐蔽途径转移到私人口袋。进一步分析,控制股东也无须将股利政策作为降低股东和管理层之间代理成本的治理机制,因为直接监督管理层可能效率更高,成本却更低。股利支付因而不是证明公司经营能力的信号。

股利支付率与公司控制权程度之间存在 U 型关系。^⑩ 现金股利支付水平首先随着公司控制权集中度的增大而降低,再伴着控制权的增大而增加。这意味着存在一个临界点,越过这一临界点,公司控制权就不再发挥着替代股利的作用。当公司控制权越高度集中时,利益与公司利益更趋同一致,以解决监控管理者的代理成本为主要治理问题。当公司控制权没有达到临界点,两权分离程度越大,大股东更有动机攫取私人收益,而非与小股东共享。换言之,股权制衡度将在很大程度上决定公司股利政策的作用。大股东极可能在利用制定股利政策的控制权实现私人收益,有可能在一定股权监督或制度约束下选择股利作为信号的发送装置。由此可见,股利分配政策在控股型公司治理中的效应更复杂和多元化。

(三)股利分配政策与小股东利益的法律保护

当市场内生和公司内生的治理契约失效时,国家层面的法律制度能在一定程度上发挥替代或补充公司治理执行机制的作用。LaPorta, et al 把法律制度纳入公司治理的框架,认为股利分配水平是衡量一个国家小股东法律保护水平的重要指标之一。在对比普通法系和大陆法系国家的股利政策与法律发展之间的关系后,他们提出了检验小股东权利保护和股利分配政策关系的两种模型:“替代模型”和“结果模型”。“替代模型”分析,即使一国小股东利益保护水平较弱,为了将来能够以较低的资本成本在市场上筹集资金,管理者可以通过支付股利的方式向市场传递公司经营状况良好的声誉信号。这种声誉机制可以在一定程度上取代法律对投资者的保护,在此类国家,股利支付的需求强烈。反之,在具有良好的投资者保护制度的国家,由于缺乏对建立声誉机制的需求,支付股利的需求也弱。总之,在其他同等条件下,小股东法律保护程度较弱的国家比保护程度强的国家将呈现更高的股利支付率。^⑪

“结果模型”认为,在有效的投资者保护制度下,小股东可以通过法定权利要求公司在缺乏良好的投资机会时进行现金分配,从而抑制公司内部人的隧道行为。因此,当其他条件不变时,小股东法律保护程度越完善,公司支付的现金股利水平越高。进一步分析,在股东权利受到良好保护的國家,市场能自发辨别出股利分配水平。所以,当公司具有良好投资机会和增长前景时,股东愿意为了未来公司分配的高额股利而接受当下公司的不分配或少分配。相应地,发展成熟稳定型的公司则必须给予股东较高程度的投资回报。^⑫ 在对 33 个国家共计 4000 余家上市公司股利分配进行实证分析后,LLSV 提出小股东权利保护和股利分配政策关系符合“结果模型”的观点,即股利分配是小股东权力法律保护的结果,而不是法律保护的替代品。^⑬

综上,股利分配政策的公司治理效应具有灵活的对适性,在股权分散型公司和股权集中公司发挥着不同作用。股利分配政策还蕴含着更深刻和复杂的含义,揭示出一国股东权利法律保护的完备性。在证券发展较为成熟的國家,市场自发形成对公司股利分配的有效约束,而强制分红则是弱投资者保护和弱市场机制时相应的法定适应性机制。

三、股利分配与公司治理交互效应的立法态势和典型范式

(一)股利分配法律制度的基本原则和规制重点

一般而言,各国股利分配法律制度以公司自治原则、利益平衡原则、股东平等原则与司法谨慎干预原则的相互融合为主要价值目标,由股利分配决定权的配置和股利分配请求权救济制度两个核心部分组成。

1、股利分配决定权的配置:公司自治原则与利益平衡原则的协调

以契约论的角度来分析,公司中的相关主体之间在进入公司之时,已通过协议明确各自的权利义务,公司是独立于各相关主体的‘契约的纽结’。公司作为私法独立主体,其有权在法定范围内根据公司经营状况、

^⑩ 同前注④,[葡]席尔瓦等书,第 209 页。

^⑪ R. La Porta, et al, Agency Problems and Dividend Policies around the World, 55 Journal of Finance 1, 5—6(2000).

^⑫ R. La Porta, et al, Agency Problems and Dividend Policies around the World, 55 Journal of Finance 1, 7—8(2000).

^⑬ 同前注⑪。

未来发展来决定是否分配股利以及分配的比例和方式。除了极少数强制分配股利的国家,各国立法就股利分配决定权的配置达成共识。调整内部利润分配的法律规则大多以任意性规范和赋权性规范为主。^⑭

随着公司不断的发展和创新,股利政策也并非如公司初始时期时仅仅事关股东的投资回报,而是承载着公司股东、董事、债权人等多元主体由于对股利分配的不同期望导致的利益冲突甚至对抗,成为公司“合同束”博弈和抗衡的中心。股利分配法律随之转为多方利益平衡机制。例如,公司股利分配的来源必须是可供分配的盈余,为债权人之债权的实现提供法律保护。公司股利分配的法定决策机关,不管是股东大会或是董事会,均需遵循法定的决策程序,防止分配决定权的滥用。必须强调的是,无论法律制度如何完美,公司各主体之间就利润分配产生的利益冲突无法完全消失,制度的目标是尽量将这些冲突“限定在社会主流价值之内的和谐状态,或通过法律规范目的与限制某具体权利所造成的损失之间的比例考量,两相权衡后得大于失的状态”。^⑮

2、股利分配请求权的救济:股东平等原则与司法谨慎干预原则的相衔

在公司法的语境中,股东权利平等是法律公平价值最基本的体现。股东在股利分配上的平等,表现为股东利益的分配要根据股东所持公司股份之性质和比例进行,以及在公司符合分配条件时,请求公司分配利润的权利。公司作为一个法律拟制体,即使在股利分配决定权上享有充分自治权,但公司自治总是与运作或操纵公司的具体自然人密不可分。当公司机关处于“多数人暴政”^⑯的情况下,这时其享有的自由权利事实上已被剥夺,需要国家强制规范的适度干预以确保公司自治的公平实现。^⑰

但股利分配政策具有极强的技术性,法官在商业知识方面的匮乏等必然也难以实现市场商事交易的预见性和确定性,因而,司法介入公司股利分配纠纷一般均秉持谨慎干预商业判断的原则,只要不违反股利分配的实体和程序要件,原则上都属于公司正常的商业判断。法院救济对象主要是股东具体的股利分配请求权,也即在已有股利分配决议的基础上,审查决议是否有效,或审查是否违反决议而分配。当公司股东大会或董事会决定不分配利润时,股东请求法院越过公司自治边界,否认公司决议的效力,强制要求公司就股利对股东进行分配时,其适用必须更加谨慎。

(二)治理效应下股利分配法律制度的典型范式

在上述基本价值取向和体系脉络下,各国上市公司股利分配法律制度回应着一国经济发展程度和公司治理的需求,呈现出一定的发展规律。以法律介入股利分配强度为标准,可分为自治型与强制型。美国和巴西是这两种模式的典型代表。

1.美国上市公司股利分配的自治模式

美国公司法赋予公司极大的利润分配自治权,没有一个最低分配数额或比例的限制。平衡公平与效率的边界设置在事前股利分配的来源的法定限制和事后的强制分配股利制度上。在事前规范上,各州立法对股利分配来源的判定标准基本上可以分为以下三种模式:一是偿债能力准则,以美国标准公司法为典型。公司进行利润分配必须符合衡平偿债能力测试和资产负债表能力测试双重标准。首先以衡平的方法判断,公司在分配股利后仍然能够产生充足的现金达到清偿经营过程中到期债务的财务能力。^⑱ 第二是资产负债表体现的偿债能力。公司总资产应当大于其总负债(除非公司章程另有规定)与公司所需金额之和。该模式弹性大,赋予了法院对具体情形的裁量权。二是收入盈余准则,以特拉华州公司法为主要代表。公司分配的资金可以来源于盈余;或在没有盈余的情况下,从本年度或上一年度的纯利润提取资金进行分配。^⑲ 后者即

^⑭ See Melvin Aron Eiesenberg, The Structure of Corporation Law, 89 Columbia Law Review, P.1461—1529(1989). 参见罗培新:《公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架》,载《中国法学》2007年第4期。

^⑮ 吴清旺、贺丹青:《利益衡平的法学本质》,载《法学论坛》2006年第1期。

^⑯ 蔡立东:《公司自治论》,北京大学出版社2006年版,第121页。

^⑰ 参见甘培忠:《公司控制权的正当行使》,法律出版社2006年版,第24页。

^⑱ See Model Business Corporation Act, Section 6.40 (e)(1); Jonathan Rickford, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, European Business Organization Law, 171(2006).

^⑲ Delaware Corporation Law.

“机股利”。“机股利”区别大陆法系累积盈余标准,允许公司在弥补亏损前提取当年利润用作股利支付。^①“机股利”以利润分配吸引新的权益融资,但却容易损害债权人当期利益。美国一些遵守传统收益盈余的州不允许分配“机股利”。三是留存盈余和偿债能力相结合双重标准,以加利福尼亚州公司法为主要代表。股利分配决议的有效必须满足以下两项条件之一:(1)在分配前,公司留存的收益不低于待分配额度和优先股股东的分配;(2)分配股利后,公司的总资产不低于整体负债和优先股相关权益。^②该模式又被誉为“重实质而轻形式”。^③

在事后股东权利救济上,美国司法实践通常优先适用商业判断原则,假定在不涉及利害关系或自我交易的前提下,公司董事会在合理知悉的基础之上、基于善意为公司的最佳利益而行使决策权。^④如果原告无法举证董事滥用裁量权,董事的决策应当受法院保护。^⑤但当董事会或股东会滥用自由裁量权利;或欺诈;或者违反了对股东所负的信义义务而形成恶意压制,做出不分配股利的决定时,小股东可以请求法院强制公司分配股利。^⑥强制股利分配诉讼是为保障股东股利分配权的实现而发展起来的衡平法救济。实践中,法官一般首先从财务上,判断公司留存收益是否是基于合理的公司发展目的,其次是从股利分配决定权主体的意图上,判断是否构成恶意、欺诈、不忠实和压制等。法官不愿意对公司具体股利分配政策进行评估,更多的倾向于适用合理期待原则等审查董事信义义务,判断公司是否存在压制行为,当封闭公司股东所具有的合理预期因多数股东的排挤行为而落空时,法院可以据此决定给予小股东司法救济。^⑦实践中绝大多数强制分红的判决是围绕封闭公司而展开的。虽然一般认为上市公司股东存在其他低成本替代性救济途径,但强制股利分配制度肯定了公司违法分配或不分配时股东请求股利分配的可诉性,对董事的相关决策起到一定威慑作用。

此外,税收政策也是影响美国上市公司股利分配的重要因素之一。为了避免公司过多的留存利润,美国《国内税法》规定,除非公司出于发展的合理需求,当累积留存的收益或利润超过25万美元时,将向公司征收15%的累积盈余税。^⑧缴纳累积盈余税的风险一定程度上促使公司积极分红。

2. 巴西上市公司股利分配的强制模式

强制性股利分配制度曾经广泛存在于部分市场中,即使在当今成熟的资本市场国家中,都曾经为了市场的发展而过渡性的采用过强制性分红安排,只是在强制程度和范围上略有差别。^⑨目前有部分新兴市场国家仍然实施强制股利分配制度。^⑩巴西是主要代表之一。

在巴西,大多数上市公司是控制权集中的家族企业,同时发行有投票权的普通股和无投票权的优先股。在巴西1976年的《联邦公司法》中优先股的比例最高甚至可达整个公司的三分之二,2001年修订的公司法将优先股最高比例降为50%,即便如此,持股15%以上的普通股东即可凭借表决权垄断公司50%以上的话语权。控制人掠夺公司和小股东利益是巴西上市公司中的首要治理问题。巴西公司法下的强制性股利分配

^① 同前注^①。

^② California Corporations Code, section 500.

^③ 傅穹:《公司利润分配规则的比较分析》,载《法学论坛》2004年第3期。

^④ 参见张学文:《有限责任公司股东压制问题研究》,法律出版社2011年版,第77页。

^⑤ See Bryan A. Garner (Editor in Chief), Black's Law Dictionary, Eighth Edition, West Group 212 (2004).

^⑥ 参见罗伯特·C·克拉克:《公司法》,胡平等译,工商出版社1999年版,第498页。

^⑦ See Douglas K. Moll, Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 60 Washington & Lee Law Review 862 (2003). 在经典道奇诉福特汽车公司案中,密歇根州最高法院最终认定福特“社会福利”的观点不能构成公司不分配股利的合法理由,董事的决策将减少股份价值和股东的回报,其行为是恶意的。叶林、黎建飞:《商法学原理与案例教程》,中国人民大学出版社2006年版,第226页。

^⑧ U.S. Internal Revenue Code, Section 505.

^⑨ 如在19世纪70年代,美国北卡罗纳州、新泽西州及新墨西哥州等州公司法也曾经强制股份公司每年分配一定比例的盈余,参见 Public Laws and Resolutions of the State of North Carolina (1860—1861), ch. 93, section 6; Public Laws and Resolutions of the State of North Carolina (1901), ch 2, section 52; General Statutes of New Jersey (1895), P.L. 1891; New Mexico Statutes Annotated (1953), 451—3—16.

^⑩ 如哥伦比亚、智利、芬兰和委内瑞拉。

制度发挥着法律保护弱方投资者的作用。

为了鼓励公司分配利润,巴西公司法对公司股利来源的限制非常宽松,包括了净利润、留存收益、盈余公积金,甚至一些优先股,资本公积金也参与分配。在公司股东大会召开之前,上市公司必须向巴西证券交易委员会提交公司关于利润分配的报告和审计财务报表。巴西公司法第202条进而规定,公司将每个财政年50%的净利润根据需求用作利润分配,并设置了25%的强制分红线。在分配利润前,公司可以保留至多5%的净利润作为法定公积金,用作公司投资。2001年修订的公司法首次允许公司自行根据具体情况调整公司分红比例至25%以下。^③为了避免公司故意绕过强制分红,公司必须向巴西证券交易委员会提交过去三年每股价值的对比表、过去三年总体分红情况以及削减分红比例理由等证据。除此之外,如果分配利润将使公司陷入财务困境,经股东大会表决同意通过后,公司也可以向巴西证券委员会提交报告,申明要求保留所有的利润。一旦公司的财务危机解除,先前在财务报告中列为特别储备金的利润应当马上分配给股东。

在实践中,法定公积金和特别储备金是巴西上市公司保留利润的主要途径。有研究表明,2005—2009年,65%的上市公司留存了一定的法定公积金,26%的上市公司留存了所有利润。^④绝大多数公司在两年之内重新恢复股利发放。如果公司将所有利润留存公司超过两年,巴西证券交易委员会将复活优先股股东投票权,这显然对大股东的控制权产生了极大威胁。此外,巴西证券交易委员会每年抽取一定数量公司检查强制分红制度的执行情况。一旦发现有公司故意逃避强制分红,它将启动行政程序处罚公司并强制分红。

3. 两种股利分配模式的监管效应

美国和巴西根据各自上市公司中治理问题的需求,制定了相应的法律规则。美国公司治理的外部环境成熟,市场机制内生的“看门人”协助着股利政策发挥降低“柠檬市场”和“逆向选择”问题的作用。公权力的干预边界在事前的股利分配资金的来源和事后股东救济上,辅之以税收等激励约束政策,对于具体公司是否分配股利、分配的数额和方式上法律不做强行限制。巴西是典型的民法法系国家,小股东权利保护不强,低于英美法系国家的平均水平。^⑤普通股—优先股双层股权结构带来的控制权集中使得大股东攫取私人利益的威胁尤为突出。在资本市场无法促使公司内部人主动发放现金股利时,巴西将强制性股利分配制度作为保护外部股东的一种法律措施。

即使在股利分配监管上选用了截然不同的路径,两国的上市公司股利分配水平都居国际水平之上。据研究显示,2004—2013年间始终位列美国标普500成份股的454家公司中,用于股票回购和现金分红占净利润的占86%。^⑥本文选取了WRDS数据库北美市场中2014年到2016年约2700家每股收益值为正值的美国上市公司为样本,^⑦发现近三年美国分红上市公司占比稳定的保持在63.21%左右,股利支付率平均值为65.77%,远远高于我国上市公司股息支付率的均值。在巴西,即便存在部分公司采取各种措施躲避分红要求,但巴西强制分红规定仍然被证明是有效的制度安排,它在没有限制公司的投资前景下提高了公司的分红水平,最终使其高于上市公司分红的国际水平。^⑧

有必要指出的是,股利分配政策的变更规律是不断遵循市场经济的脉络而发展的。国际市场上近年来

^③ 一是当具有投票权的股东在公司首次发行股票时同意公司分配低于25%的净利润时;二是如果上市公司回购所有的无投票股票,并且经具有投票权的股东同意,该公司可以分配低于25%的分红;三是上市公司专门发行不可自由兑换债券时;四是董事会根据财务状况灵活调整分红比例。

^④ See TC Martins, W Novaes, Mandatory Dividend Rules: Do they Make it Harder for Firms to Invest, 18 Journal of Corporate Finance 964—965(2012).

^⑤ 同上注。

^⑥ See William Lazonick, Profits without Prosperity, 92 Harvard Business Review 46, 50(2014).

^⑦ 美国的数据选取的是来自WRDS Compustat数据库中北美市场里以美元为单位,采用INDL技术指标,隶属于活跃市场(Active Status Market)的公司作为研究对象,股利支付率=每股股利÷每股净收益。

^⑧ See William Lazonick, Profits without prosperity, 92 Harvard Business Review 46, 50(2014).有必要指出的是,巴西高股利分配水平与其发行的优先股制度密切相关。发行优先股(或者是无投票股或限制投票股)的公司必须年底支付相当于至少25%平均利润的股利,或者确保支付的股利要比普通股(授予持有人投票权)至少多10%,参见《巴西公司法》第17条。

相继出现了“现金股利消失”^{③⑤}现象,各国上市公司分红占比不约而同的呈现出下降的整体趋势。^{③⑥}从立法态势分析,那些曾推出强制分红法律的国家,如巴西、智利和委内瑞拉等,在近年来都放松了刚性分红监管。产生这种现象的原因主要与各国降低了上市门槛有关,越来越多的高科技、高成长、短期不盈利的小公司参与到证券市场,公司需要更多的储备资金进行科技研发。^{③⑦}实际上,各国总股利支付额并未下降,而是集中于高盈利、高留存收益的成熟型公司。^{③⑧}同时,各国加强上市公司监管和公司治理,对公司信息披露有严格的监督和约束机制,中小股东保护逐步得到加强。这些因素综合一起,大大减少了公司管理者和投资者之间的信息不对称,降低了委托代理成本,即使公司不分红,投资者对公司的信任也不会随之坍塌。^{④①}

我国处于经济转轨的特殊时期,美国的自由模式和巴西的强制分红都并非最佳效仿形态,但仍然给我们提供了很多有益借鉴。美国的自治是建立在公权力划定的边界之上,巴西的强制也为自治预留了空间。在制度运行中,强制与自治相互融合,共同作用。但整体而言,在上市公司分红问题上已经偏离市场正常规律需要公权力的匡正时,上市公司股利分配的监管应当是效率性限制。

四、我国上市公司股利分配的法律规范路径与效用实证考辨

(一)我国上市公司股利分配制度规范路径之梳理

我国上市公司股利分配法律制度采用了多层体系架构,以《公司法》《证券法》为基本制度,辅以证监会的行政法规、指导意见和证券交易所的规定。在股利分配来源和上限上,我国公司法受大陆法系传统资本制度影响,采用累积盈余和公积金准则,比美国和巴西的可分配范围更为严格。公司只有存在收入盈余才能用于股利分配。其次,必须在弥补亏损和扣除法定公积金与任意公积金之后的税后余额中分配。另外,公司法特别强调,资本公积金只能用于扩大公司经营或者转增资本,不能作为股利分配的来源。在此框架下,类似于美国的自治模式,上市公司自身对股利分配事项享有充分的话语权。

然而,我国证券市场早期利润分配状况却令人堪忧。自上市后至2000年不间断派送股利的公司只有37家,占1997年上市公司总数的5%。^{④②}A股市场的股息率甚至低于以十年期国债利率为代表的无风险收益率。^{④③}“大面积不分红、低比例分红”的不正常现象违背了证券市场的价值回报理念,给我国市场长远的可持续发展带来潜在风险。自2001年起,证监会颁布了一系列规范性文件回应市场的问题和监管的需求。

早期的分红制度以放权、自我约束为主,要求未分红的上市公司履行额外的“说明”义务。^{④④}真正具有强制性的分红监管制度肇始于2004年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》。该《规定》指出,如果上市公司在最近三年没有进行现金分配,则取消增发新股、发行可转换债券或配股的资格。^{④⑤}2006年发布的《上市公司证券发行管理办法》进一步细分了分红方式、分红期限和考核水平的监管标准,将再融资公司所需达到的最低分红比例设定为百分之二十。也即,当上市公司要获取再融资资格时,最近三年股利分配水平必须达到百分之二十的适格标准。2008年颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》随后将分红标准提高到百分之三十。

^{③⑤} See E.F. Fama, K.R. French, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, 14 Journal of Applied Corporate Finance, 67-79(2001).

^{③⑥} See A. Fatemi, R. Bildik, Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence, 36 Journal of Banking & Finance 36, 662-677(2012).

^{③⑦} 同前注^{③⑥}。

^{③⑧} 同上注。

^{④②} 参见陈志武:《强制性分红政策可休也》,载《经济观察报》2014年01月16日第42版。

^{④③} 郎咸平、张信东、汪姜维:《派现金》,载《新财富》2002年第1期。

^{④④} 参见“国企改革投资策略专题系列之三:温股改之故,知国企改革之新”,载腾讯财经, <http://finance.qq.com/a/20131012/011429.htm>,最后访问时间:2017年3月28日。

^{④⑤} 2001年《上市公司新股发行管理办法》规定,如果上市公司最近3年末不分红派息,董事会不给予合理解释的,担任主承销商的证券公司将会对此重点关注,并在以后持续调查关注。

^{④⑥} 2004年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》第四条。

此外,上海证券交易所制定了《上海证券交易所上市公司现金分红指引》,其中规定低于30%的上市公司履行更严格的信息披露义务,如公司应当说明未进行现金分红或现金分红水平较低的原因、留存利润的用途、预计收益以及独立董事对此的独立意见等。^⑤同时,证监会和证交所陆续发布多部文件完善上市公司现金分红的信息披露和决策程序,要求上市公司对现金分红政策、预案及其执行情况进行章程记载和定期信息披露、董事会就公司现金分红相关事宜应当进行专项研究论证,听取独立董事、机构投资者和中小股东的意见。^⑥

总之,我国上市公司股利分配制度经历了一个从自愿到一定强制,从抽象到具体的一个演变过程。这种模式区别于自治模式和强制模式,具有独特的中国色彩。虽然美国和中国在股利来源和上限方面都施加了一些法律限制,但在有可分利润的情况下,美国贯彻的是公司自治路径,而我国却将股利分配与其他附加权利挂钩。相较于巴西以国家法律的形式对所有上市公司的净利润分配比例或分配形式做出了硬性规定,我国证监会制定的规范性文件并不具有这种强制性,甚至一部分只是指导性意见。其次,在规制内容上,巴西直接给上市公司划定了股利分配底线,而我国是将分红作为上市公司再融资的资格要件。换言之,上市公司的分红额度和水平依然是公司自主决定范畴。这些特殊的制度安排使得证监会的相关规定只在约束范畴和约束内容上具有间接强制性。再次,在规制对象上,区别于巴西的普遍适用性不一样,我国监管政策,只对对有再融资需求或潜在的再融资需求的上市公司形成有效约束,其他上市公司仍拥有自主分红权。基于此,这种监管模式被学者称为“半强制”股利分配制度。^⑦下文将对“半强制”股利分配制度的监管效果进行实证考量。

(二)我国上市公司股利分配现状之实证检视

1.研究方法

为了考察近年来我国上市公司的股利分配现状,本文选取了2014—2016年上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司作为样本,根据CSMAR国泰安数据库提供的数据,对它们三年以来的股利分配情况进行分析。^⑧

2.分红上市公司占比均值分析

2014—2016年以来,如图1所示,我国证券市场每年有超过2000家公司向股东分配利润,占有上市公司比例的70%以上。其中,如图2所示,绝大多数上市公司派发的是现金股利,只有少部分公司以转增或送股的方式分配利润。

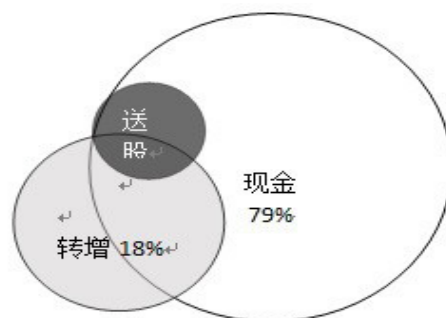


图2 上市公司分红形式占比分析

(1)现金分红上市公司占比的板块差异

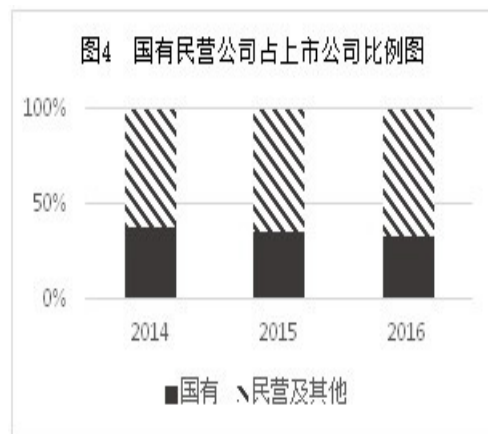
^⑤ 2013年《上海证券交易所上市公司现金分红指引》第6条、第7条。

^⑥ 2013年《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》第9条,2012年《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》。

^⑦ 参见李常青、魏志华、吴世农:《半强制分红政策的市场反应研究》,载《经济研究》2010年第3期。

^⑧ 在剔除了数据不全和没有披露的公司,所获样本数如下:2014年上市公司样本总数为2672家,其中主板1489家,中小板748家,创业板435家;2015年上市公司样本总数为2832家,其中主板1547家,中小板784家,创业板501家;2016年上市公司样本总数为3159家,其中主板98家,中小板844家,创业板617家。

上市公司占比在不同板块有明显差异。如下图所示,创业板、中小板的现金分红覆盖面较广且大于主板上市公司。创业板分红公司最多,高峰值达到将近 90%,比主板高将近 30%。创业板高分红数量占比是提升我国证券市场上市公司整体分红占比数值的关键原因。中小板居第二,近三年来 78% 左右的公司均有分红,主板上市公司占比最少,稳定在 66% 左右。创业板公司大规模的分红是证券市场的异常现象。创业板公司大多处于高速成长的发展周期,近四年来成长性均值^④为 0.1001,远远高于主板成长性均值 0.0453。在西方成熟的资本市场中,上市公司在高度成长期大多将现金流留作公司投资,进入成熟期后才会实施现金分红。^⑤我国创业板公司出现大比例现金分红是与其高成长属性相悖的异常表现。创业板高分红现象与 2014 年施行的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》的导向作用存在一定关系。据该规定,上市公司发行证券必备条件之一是最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红。其次,如下文所分析,创业板异常的高分红占比和高股利支付率隐藏着深层次的制度原因,与大股东的分红意愿密切相关。



(2) 公司所有制性质对现金分红上市公司占比的影响

总体而言,国有上市公司(包括国有控股和参股)和民营及其它的上市公司在分红公司占比上存在明显差异。民营及其他所有公司分红占比是国有上市公司的一倍。

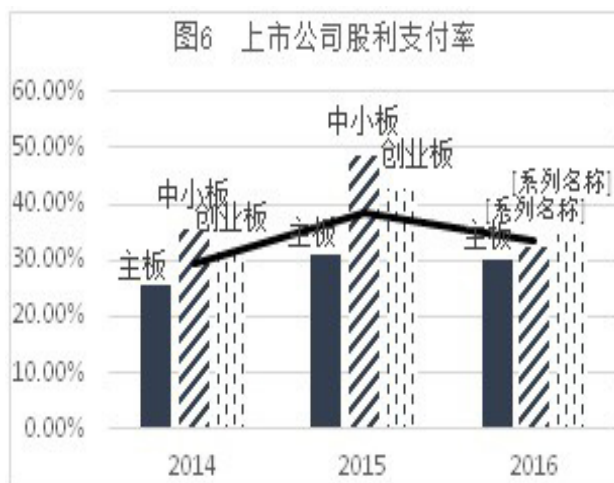
(3) 上市公司股权结构对于现金分红意愿的影响

根据第一大股东的持股比例,我国上市公司可分为持股 70% 以上、持股 50—70%、持股 30—50% 和持股 30% 以上四组。从下图中可以看出,股权集中度与公司现金分红意愿正相关。第一大股东持股比例越高,选择现金分红的公司也更多。



^④ 成长性=主营业务收入增长率,数据来源于国泰安数据库统计的近四年数值。

^⑤ 如微软和苹果公司在上市 17 后才进行首次分红。



3. 我国上市公司股利支付率^⑤分析

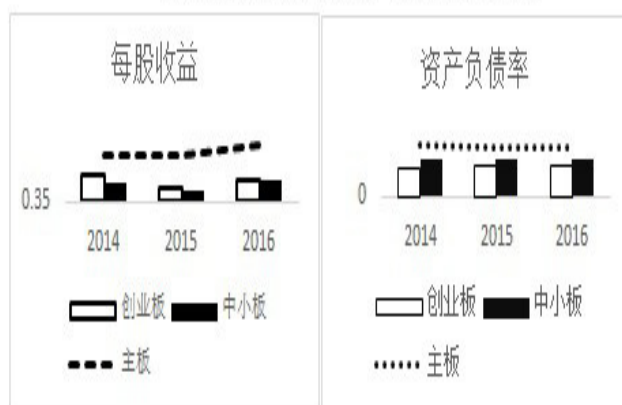
(1) 上市公司股利支付率均值

从我国上市公司整体股利支付水平来看,如图6所示,近三年股利支付率存在明显起伏,2014年最低,2015年急剧上升到38%,2016年随后又降到33.66%,整体平均值维持在34.33%左右。

(2) 上市公司股利支付率的板块差异

从板块看,如图6所示,中小板最高,创业板略低,主板显著低于中小板和创业板,保持在30%左右。股息支付率是公司现金流使用的安排,与公司的收益水平有密切联系。图6将不同板块上市公司每股收益和资产负债率作对比,可发现主板的每股收益和资产负债率都要明显高于创业板和中小板,但主板的股利支付率却是三个板块中最低的。这说明主板上市公司股利分配政策其他因子的影响更甚于公司的收益水平。此外,主板上市公司近三年股息支付率维持在30%,恰好是2013年上海证交所《上市公司现金分红指引》规定的现金分红比的“及格线”。如前文所述,低于30%的上市公司履行更严格的信息披露义务。^⑥这难免让人怀疑上市公司是否为了避免额外的市场披露成本而达到及格线,迎合或应付政策监管,按分红“门槛”为准派发少量股利以期再融资。有研究发现,在2006年和2008年再融资公司获得分红标准分颁布后,就已经产生“钓鱼式分红”现象。^⑦

图7 上市公司每股收益和资产负债率分板块对比



其次,高科技类公司占比高达72.52%^⑧的中小板和成长性企业居多的创业板股利支付率几乎都高于整

^⑤ 本文选取了股利支付率这一指标,也即通说的分红水平。采用的计算公式为:股利支付率=每股股利÷每股净收益。

^⑥ 2013年《上海证券交易所上市公司现金分红指引》第6条、第7条。

^⑦ 同前注^④,李常青等文。

^⑧ 参见《中小板十二载累计融资逾万亿元,合计分红逾两千亿元》,载《证券日报》2016年5月27日第A01版。

个证券市场的平均水平,如此矛盾的现象也表明除了盈利水平外,还存在其他导致中小板和创业板大面积高水平分红的重要诱因。

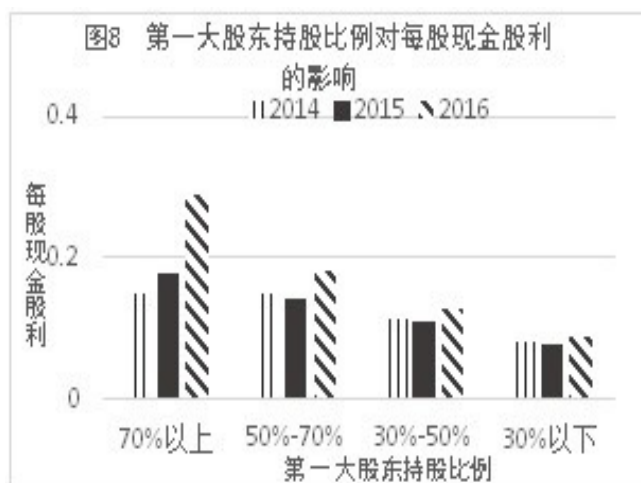
(3)中美上市公司股息支付率和方差对比分析

为了进一步论证我国上市公司发放“应付式”股利的可能性,表2将我国股利支付率方差与美国进行比较。方差越大,数据的波动越大,说明分红行业差距大;方差越小,数据的波动就越小,说明整体分红的可能性大。如下表所示,我国上市公司股利支付率的方差显著小于美国上市公司。这说明我国上市公司存在整体分红的趋势,并没有如美国一般在分红上体现行业性差距,再次反映除了公司应对股利分配监管政策的意图。

表2 中美上市公司股利支付率对比表						
年份	2014 年		2015 年		2016 年	
国家	中国	美国	中国	美国	中国	美国
最大值	928.47%	11472.52%	10740.86%	22750.00%	7927.25%	11350.00%
最小值	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
方差	0.20	9.40799436	5.52	32.54	2.76	11.00

(4)上市公司的股权结构对于每股现金股利的影响

从下图可以看出,第一大股东持股比例越高,每股分红的现金股利也就越高。结合上市公司的股权结构对分红意愿的影响,可得出我国上市公司股权越集中,公司的分红意愿更强烈,现金股利分配越高。股权结构对我国很多公司股利分配政策的导向作用已经比盈利水平和融资意向等其他因素明显。股权高度集中的公司大幅度派发现金股利说明股利可能成为控股股东自我获利掏空公司的工具。以创业板为例,根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》规定,公司实际控制人或控股的股票锁定3年后才能转让。当前大量创业板公司股票价格公认被高估,公司未来业绩可能难以支撑公司现有的股价。结合我国证券市场股权集中度和股利支付率正相关的特点,发放现金股利是控股股东合法取得资本利得的最优方式。过度分配股利增加了大股东一小股东委托代理成本,长期以来会影响公司的良性发展,损害中小股东的利益。



(三)我国上市公司半强制股利分配法律制度效用之反思

自半强制股利分配制度实施以来,其是非功过便众说纷纭,褒贬不一。从实践情况客观分析,在半强制股利分配制度的强效监管下,我国上市公司不分红的倾向得到明显改观,派现公司占比已接近于国外成熟市场的水平。在市场机制、法律监管以及公司治理都不够完善的中国现实背景下,实施半强制分红政策对推动上市公司股利分配具有积极意义。

然而,该制度存在着难以克服的局限性,新的问题如影随行。首先,半强制股利分配法律制度带来了倒置和板块错位问题,产生了过度分配现象。^⑤科技类、创业板上市公司大量高水平“群聚”分红,带来了整个证券市场“虚假性繁荣”的现象。其次,半强制股利分配法律制度引发了门槛效应或合规效应。适格分红标准底线虽一定程度上发挥了“正向激励”效用,鞭策一些本不愿意分红的“吝啬”公司进行利润分配,但也带来了“负向激励”的后果,使那些本有更高分红水平的公司降低到“及格线”标准,且难以体现行业性差距。最后,半强制股利分配法律制度也加剧了上市公司大股东小股东的代理矛盾。股权结构代替盈利水平成为上市公司分红的主要因素。如上文所示,在其他条件保持不变的情况下,我国证券市场中第一大股东持股比例越高,每股分红的现金股利也就越高,公司的分红意愿更强烈。

综上,我国上市公司股利分配半强制分配监管路径虽然短期内提高了整体分红水平,但忽视了公司规模、成熟度、行业等因素,从不分配走向过度分配的极端,最终偏离了制度设计的本意,降低了资本市场的效率。

五、治理维度下我国上市公司股利分配法律制度的构建路径

在证券市场新兴加转轨的阶段,我国应立足于上市公司治理的基本特征,创造性转化国际经验,在股利分配法律制度上合理配置赋权性规则、任意性规则和强制性规则,实现公司自治的有效空间和法律干预的有张有弛。

(一)我国上市公司股利分配法律制度构建的治理基点

如前所述,公司治理和股利分配政策相互影响,相互制约,是一国制定股利分配法律政策的逻辑起点。而在我国,股利分配政策的三重公司治理效应在我国尚未发挥应有作用。首先,股利分配的信号机制的正常运行依赖于成熟外部市场的自发监督,而我国目前市场发展现状并没有迫使管理者通过支付股利的方式向市场传递公司经营良好的声誉信号的约束力,市场对管理者的监督功能自然无法实现。由于各种复杂原因,我国投资者长期追求股票买入卖出价差的资本利得,很少以分红作为决策投资的基础,私人自我执行机制和第三方中介私人执行机制^⑥等对上市公司利益侵占行为的抑制作用也经常失效,股利分配的信号作用得不到发挥。另一方面,我国证券市场是在政府主导下自上而下发展起来的,政府信用在市场的过度干预阻碍了市场信用的孕育和作用空间。用信号理论来解释我国上市公司分红水平具有明显的局限性。股权结构和股权性质对股利分配政策的影响显得更为重要。^⑦

股权结构是影响我国上市公司股利分配政策的关键因素,但与国外研究结论相比,我国上市公司中的股权结构的效应具有特殊性。我国上市公司都是国家高度控股型股权结构。^⑧在政府自身治理不完善的情况下,上市公司国有股权的行使无法避免所有者缺位和行政权力越位两者并存的困境。这直接制约了公司股利分配政策与公司治理机制的互动,带来了监管的两难困境。有学者曾评论,“我国上市公司的小股东恐怕是这个世界上命运最为悲惨的投资者,如果公司发放现金股利,则其会不自觉地被利益侵占。如果不发放现金股利,则会增加代理成本。”^⑨这也反映了股利分配政策在国有控股型公司中治理效用的复杂性。一方面,控股股东既可能利用股利政策的制定权获取控制权收益,也可能在一定制度约束下选择股利作为信号的发送装置,而外部人很难验证公司内部人选择股利分配政策的真正动机。事实上,我国上市公司被监管的初衷很大部分是用以解决国有企业不分红的。这与目前深受约束的成长期企业本末倒置。

^⑤ 同前注②,何基报文,第2页。

^⑥ See John Armour, Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment, Working Paper, 36-45 (2008), available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1133542.

^⑦ See Karl V. Lins, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, 38 Journal of Financial and Quantitative Analysis 3, 159-184 (2003).

^⑧ 截至2017年9月30日,我国17.3%的上市公司中第一大股东持股比例超过50%以上,41.3%的上市公司中前3大股东持股比例之和高于50%,在这些股权集中型公司中,46.3%的公司控股性质为国企。数据统计于CSMR国泰安数据库。

^⑨ 吕长江、周县华:《公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析》,载《南开管理评论》2005年第8期。

最后,我国小股东法律保护程度也没有实现对公司股利分配的有效约束。我国公司法第4条虽然明确规定公司股东享有资产收益的权利,但股东的权利保护需要一个系统的法律体系,涉及到股东会的决策机制、董事会的执行机制和监事会的监督机制等制度之间的相互配合和支撑。再者法律制度执行效率底下,“书本上的法律”与“行动中的法律”差之甚远。如在事前小股东参与股利分配决策的权能上,我国证监会提出公司董事会应当通过多种渠道主动与中小股东进行沟通和交流,^⑩但多流于形式,而实践中很少出现纠正大股东与小股东之间决策权分配失衡的股东表决创新机制。在事后救济上,公司法事实上提供的只是对股利分配决议的救济权。实践中,如果公司长期不分红,股东对此不满的,只能“用脚投票”,一走了之。

由于市场制度安排上的内在缺陷、股权结构的复杂性以及法律保护制度的不完善,股利分配政策在公司治理机制中失灵是必然结果,反之又影响到各种治理机制对股利分配政策的制约。我国应当将再融资资格与分红“脱钩”,将利润处置的选择权和话语权交还给公司,由其根据企业经营发展实际、未来盈利规模、社会资金成本、外部融资环境等因素来决定是否分配股利以及分配的比例和方式。

(二)股利分配法律供给的主要路径

从我国上市公司股利分配水平的决定机制分析,上市公司股利分配的促进应当融合市场自主治理和国家强制治理,从信息披露制度的改进,机构股东诚信义务的强化和股东救济制度的完善三个方面入手。

1、改进股利分配的信息披露法律制度,促进股利分配信号机制的发挥

信息披露是美国自治模式中市场发挥监督作用的核心支撑点,也是巴西强制模式中为公司预留自治空间的着力点。随着投资者投资理念的成熟和市场的逐步完善,股利政策所隐含的治理效应将回归,完善的信息披露成为投资者检验公司现金流和利润真实情况的关键。虽然我国近年来不断加强信息披露,但并没有在股利分配上体现出量体裁衣的制度供给。基于公司对资金的不同需求,现金分红比例呈现行业差异化是正常的现象。信息披露制度也要对应的适用不同的信息披露内容与程序,凸显行业特征,避免一刀切的问题。

其次,我国上市公司股利分配信息披露违规的预期处罚成果过低也是造成分红水平不规范的原因之一。分红存在问题的上市公司承担证券法中有关信息披露虚假或重大遗漏的法律责任,或被记入上市公司诚信档案。^⑪处罚严厉性不够,手段单一。除此之外,处罚确定性和及时性方面存在的问题也降低了上市公司违规者的预期处罚成本。相较之下,巴西相应的处罚手段多种多样且处罚严厉。上市公司分红异常变动必须及时向巴西证券交易委员会报告,并接受证券监管机关的抽检调查,一旦发现有违规不分红的情形,将立即启动行政程序处罚公司并强制分红。严厉的违规后果给上市公司带来的威慑力是促使巴西公司积极回报投资者的一个重要因素。因此,我国应加大信息披露违规的处罚力度和增加处罚手段,对于无正当理由而又长期不分红的公司,或者存在过度分配倾向性的公司,除了要求其披露资金使用情况等,证监监管部门要坚决进行披露、警示,甚至处罚惩戒。

再次,我国证券市场发展政府如影随形的强管制性严重压缩了市场作用空间。从长远来看,必须打破我国由政府主导的发展市场的路径依赖,培育投资银行、会计师、律师、保荐人、评级机构等证券中介机构的“看门人”作用,对上市公司信息披露的真实、准确和完整进行研究及核验,以保证上市公司披露了所有的能够对投资决策产生重大影响的信息。

2、引入机构股东尽责管理义务,实现股权制衡对股利分配政策的积极效应

股权制衡度与现金股利水平之间显著的正相关性说明了其他大股东的存在能有效抑制大股东侵占上市公司资金的行为,缓解控股股东和中小股东之间代理冲突。^⑫作为优化股权结构的主要承接力量,机构投资者对上市公司股利分配水平具有明显的正向影响。机构投资者可以有效地对上市公司出具的信息披露文件进行分析、解读和甄别,一定程度上监督和促进公司制定合理的股利分配政策。基于机构股东本身特殊的经

^⑩ 参见2012年证监会发布的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》。

^⑪ 《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》第13条。

^⑫ 参见邓峰:《我国上市公司股权集中模式下的股权制衡问题——兼议大小非解禁带来的股权结构转型契机》,载《中国法学》2008年第6期;蒋建湘:《我国国有公司股权结构及其法律改革》,载《法律科学》2012年第6期。

营模式,其对受托人的信托义务更是要求他承担起基于股东法律地位时的诚信义务。

然而,从现状分析,我国机构投资者在公司治理中的作用极其有限。除了市场和“一股独大”的股权结构等外部因素外,我国缺乏一个专门针对机构投资者股东义务的制度体系是一个重要的原因。在英国,公司治理监管框架一直强调和推进机构股东在公司治理中的参与。如2006年公司法授权英国政府在一定情况下,可以强制机构投资者披露其如何行使他们在投资公司的投票权。2010年英国颁布了世界上第一个针对机构投资者参与公司治理的《受托人尽责管理准则》(Stewardship Code),采取“遵循或解释”的执行模式。^③在我国证券市场机构投资者的份额日益增长的情况下,我国应引入机构股东的尽责管理义务,要求机构股东必须履行其日常对公司的监督义务、必要时的干预义务和及时的信息披露义务的重重义务规则体系。

其次,我国应允许公司回应不同类型和不同偏好的投资者的回报需求,进一步推行类别股制度和完善股份回购,一方面缓解股票融资压力,另一方面促进上市公司分红的稳定性和长期性,也能够为社保基金、养老金等基金获取低风险投资渠道。^④

3、完善股东股利分配救济制度,强化股利分配的司法保障

我国现行公司法对上市公司股东股利分配请求权救济制度较为孱弱,股东分红权的保障没有得到足够重视。司法实践尚未出现上市公司股东在股利分配权受损时通过司法途径寻求救济的案例。对于非上市公司中的盈余纠纷,大多数法院否认了股利分配请求权的独立性:股东会形成股利分配决议,但未向股东实际支付的,股东有权提起诉讼要求公司履行支付义务。反之,股东会未形成股利分配决议,股东提起诉讼要求分配股利的,法院不予支持或驳回起诉。^⑤ 股东股利分配请求权的救济已然成为公司决议效力纠纷问题。固然公司自治性得到了最大维护,但这对于公司不分红权利受损的股东而言,法律保障无亚于隔靴搔痒,徒劳无功。2017年9月施行的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》(以下简称“《公司法司法解释四》”)突破性的扩大了股利分配请求权可诉性范围,当股东滥用权利控制公司不分红时,遭受损失的其他股东即使未提交载明具体分配方案的股东会或者股东大会决议,法院也应当受理。遗憾的是,《公司法司法解释四》并未进一步确定和明晰法院适用强制股利分配的审判规则。

本文认为,应首先建立强制股利分配司法救济制度的实体规则,列明强制股利分配中法官裁量权行使的考量重点。具体而言,法官应秉承着公司、股东与债权人三者的利益平衡,兼顾股东近期利益与公司长远利益的平衡,兼顾多数股东利益与少数股东利益的平衡,^⑥对于公司提取的任意公积金是否合理,可以从以下两个方面进行审查。一是股利分配决议是否存在利益冲突和权利滥用公司的股利政策是否存在利益冲突。大股东欺压、排挤少数股东是股利分配矛盾形成的初始动机。如公司提取过高任意公积金或留存利润是为了公司整体利益,少数股东能够从中公平获益,法院无必要介入。反之,公司提取过高任意公积金、长期不分配股利的行为伴随着多数股东获取控制权收益,对少数股东构成不公平损害的,法院才有必要介入,对公司投入的资本成本(cost of capital)^⑦和保留资金的收益进行司法审查。如果公司留存收益的成本过高,而大股东或管理人员却能从这个项目获取高额的职务报酬或其他收入,法院应当认定中小股东的合理期待落空,大股东承担相应责任。例如在法国1976年的Langlois诉Peter一案中,被告公司连续20年未向股东分配利润,提取的公积金达到公司资本的161倍,大股东通过担任公司高管获取高额报酬,法官支持了原告的请求,判决公司应当分派红利。法国最高法院在该判决中论述到:“公积金的合理积累虽符合公司的长远利益,但多数股东获取报酬而少数股东无利可图是不公平的,公积金经营理由之缺乏构成权力滥用的第一要素;多数股东通过工作报酬获取公司事实股利、少数股东持续受到侵害的事实构成权力滥用的第二要素。”^⑧

二是公司提取任意公积金是否符合发展需求。法院在协调公司与中小股东的利益冲突之前,应当检讨

^③ See Bo Gong, Understanding Institutional Shareholder Activism, Routledge Press 178(2014), 52.

^④ 参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期;汪青松:《股份公司股东异质化法律问题研究》,光明日报出版社2011年版。

^⑤ 参见龚博:《有限公司股东股利分配权的司法救济》,载《法学》2016年第12期。

^⑥ 参见李建伟、茅院生:《有限公司强制分配股利之诉的法理基础》,载《当代法学》2010年第2期。

^⑦ 一般指公司为了筹集资本和使用资本的代价。

^⑧ 转引自甘培忠:《公司控制权的正当行使》,法律出版社2006年版,第159—160页。

公司提取任意公积金的理由。首先从公司的发展阶段来分析,公司是否处于渴望资金的成长期。综合考虑公司的经营状况、财务状况、市场服务状况和经济总体形势等因素,判断公司提取一定数额的公积金是否为公司进一步发展壮大所必需。如果公司属于起步期和成长期,对资金的渴望和需求必然要强于处于稳定期的公司,公司保留利润做发展储备基金是合理和符合公司长远利益的。然而,随着公司的稳定成长,持续盈利多年仍然继续保持零股利分配或低股利分配就必须受到质疑。再者,公司如在近年内已提取大量法定公积金和任意公积金,则再次留存大量公积金也是不合理的。如果没有合法同时合乎商业运行规律的理由来支撑无股利政策,那么就可以认定董事会和股东会在滥用职权。于此情况,股东就可以请求法院判令公司分配股利。

强制股利分配司法救济制度应进一步阐明程序的适用规则,如举证责任和强制分配的执行。举证责任分配规则是诉讼中分配实体利益的核心工具,将股利分配诉讼中的举证责任完全课加于信息不对称的原告中小股东,会致使双方当事人的诉讼地位严重不平等,有必要对这一规则进行修正和完善。本文认为,在我国股利分配请求权纠纷诉讼中,原告首先应当初步证明其股利权利或法律关系赖以产生的基本法律事实,让法院能确信原告主张的权利受到侵害的事实存在。对于公司是否有可分配的利润、是否应当分配以及分配的数额,都涉及到对公司财务真实状况以及相关文件的审查。一般认为,法院缺乏对分红标准的恰当性进行司法审查的专业判断能力。然而,这并不代表股利分配行为完全游离于司法的审查范围之外。为了实现公司诉讼的公平正义,法官应主动行使其调查取证权。^⑩对于涉及公司商业秘密,如财务报表等其他当事人确因客观原因不能自行搜集的其他材料,原告享有申请法院职权调查的权利。对于公司应当分配利润的数额,法院可以委托第三方会计机构做出独立意见,或者由原告和被告共同协商委托会计机构出具财务证明,这样既减轻了原告的举证负担,也避免了责任分配给被告公司导致违反了“自我证明”的证据规则。^⑪既实现了公平,又不失效率。对于公司是否应分配利润,在被告确有盈余的情况下,出于正当的商业目的,将利润留存公司用作投资或者其他用途,被告应提交证明其利润运用合理的证据性资料,用来说明公司董事会或股东大会是在忠实勤勉义务之下决定零利润或低利润分配,对于公司提交的资产运用可行性报告,法官凭借经验规则不难做出判断。^⑫

第二是强制股份分配的执行制度。当公司违反规定,在弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的,股东大会决定分配股利的决议无效,接受违法分配的股东须将不当得利返还公司。当公司违反股东平等原则向一部分股东多分股利时,法院应当判决公司按照各股东的实缴比例(如无相反约定)和持股类别根据股份重新分配,并赔偿少接受分配之股东的损失。

当公司大股东滥用权利过分提取任意公积金时,法院应当判令股东大会通过的决议无效,并应当重新在一定期限内作出分配一定比例利润的决议。在具体的分配标准和方式上,法官可酌情给予公司一定期限由股东大会重新商议股利分配方案。如果在规定的期间内公司拒绝作出股利分配决议的,法院可依据公司内部章程或股东协议等安排中对公司股利分配达成的共识或约定做出强制分红的判决。如无约定的,判决书可以参考行业一般标准,对决议分配的期限、范围、比例做出底限式安排,以此强制执行。^⑬

除了上述改进措施,税收制度对企业分红政策的选择存在一定影响。如上所析,为了提高公司分红的连续性和稳定,美国运用多种措施,如减小股息双重征税带来的负面影响,对长期投资者和短期投资者采取不同税收制度、对公司逃避实施“累积盈余税”制度等。近年来,很多 OECD 国家和新兴市场国家都普遍下调了包括股息在内的个人所得税税率,或改变传统的双重征税制度将公司所得税和个人所得税结合实施所得税“一体化”制度,^⑭或对长期机构投资者,如养老基金等,实施税收优惠政策。而我国除了限制再融资资格,

^⑩ 参见蒋建湘:《公司诉讼研究》,法律出版社 2008 年版,第 88—89 页。

^⑪ 如在昆明市西山区人民法院(2014)西法民初字第 3770 号判决中,原、被告对财务账目的效力存在争议,事实上法院可以指定独立第三方来判断,而非以原告证据不足不予支持。

^⑫ 如在陕西省西安市中级人民法院(2014)西中民四终字第 00367 号判决中,法院采纳了一审时华顺公司出具的工商档案中的资产损益表,反映华顺公司目前处于亏损状态,无公司盈余用于分配。

^⑬ 同前注^⑩,李建伟、茅院生文。

^⑭ 如瑞典和芬兰。

未规定超额累积利润限制,给我国上市公司的税后利润留成大比例留下空间。我国可以借鉴海外经验,对有分红能力而长期不分红的公司,实施类似于美国的“留存盈余税”制度。

六、结语

公司股利分配法律制度是在既定的市场环境下和治理特性下,国家公权力对公司股利分配决定决策权的边界划定。我国当下对上市公司股利分配的法律监管路径已经偏离了制度设计目的,并没有解决深层次下我国上市分红乱相的根源。我国应从公司治理与股利分配相互效应上探究上市公司股利分配的决定机制,融合市场自主治理和国家强制治理,从信息披露制度的完善,股权结构的优化和股东救济制度的加强促进上市公司股利分配的市场化。

Abstract: Under the analysis framework of corporate governance, the dividend distribution system highlights the governance effect of principal-agent problems in different ownership structures, and reveals the protection of shareholders' rights and the degree of market development in a country. In countries with mature external environment of corporate governance, the legal system of dividend distribution is dominated by corporate autonomy, while in countries with underdeveloped securities market, the compulsory dividend distribution system is a legal mechanism to strengthen the protection of minority shareholders. Unlike these two modes, China has adopted the expedient policy of "semi-compulsory dividend-sharing system". However, the actual application effect deviates from the legislator's expected utility. It neither solved the root cause of the problem, but caused efficiency losses to companies that should not pay dividends. Due to the inherent defects of market system arrangement, the complexity of ownership structure and the imperfection of legal protection system, the dividend distribution of listed companies in China's securities market contains deep-seated operating rules and mechanisms. To construct an efficient dividend distribution legal system of listed companies, we should make efforts mainly from the following three aspects. First, we must improve the current information disclosure legal system of dividend distribution. Second, our legal regime should impose institutional investors on a duty of due diligence management to motivate their participation. Third, the relief of shareholders' rights to dividend distribution must comprehensively established.

Key Words: Corporate Governance; Dividend Distribution; the Relief of Shareholders' rights to Dividend Distribution

(责任编辑:张素华)