

上市公司

非良性现金股利分配的探讨

□ 李国田

派发股利是上市公司经营过程中正常现象,是股东获得公司累计收益的方式之一。然而,在公司股权分散的情况下,由于中小股东持有的股权比例相对于大股东来说微不足道,在行使表决权时对于公司经营决策不可能产生实质性的影响。对于大股东而言,由于高比例持股,就有可能利用其绝对或相对的控制权,对上市公司现金股利政策施加影响,从而使这种股利分配政策成为实现其自身利益进而侵害中小股东利益的工具。非良性现金股利实质上是一些上市公司假借向股东发放股利,达到大量融资的扭曲行为。本文结合我国具体情况对此作简要分析。

一、非良性现金股利的主要表现形式

借鉴成熟资本市场的标准,我们可以用以下几项指标来判断非良性现金股利,即:当期分红超过当期净利润、近期刚刚融资就马上分红、近期刚刚融资马上又提出再融资计划同时进行分红、经营活动现金流量为负却要进行现金分红、分红数额超过货币资金总额、资产负债率非常高仍然进行分红、公司处于高速成长期却要大比例分红等等。以2002年我国沪深两市上市公司为例,可以发现,上述非良性现金股利,其表现形式主要有如下几种:

1、将利润分光,超能力分派现金股利。将利润在公司内部以留存收益的形式积累下来,用于公司的长远发展,是成长性公司的通常做法。但是,在我国部分上市公司中却存在超能力分配现金股利的现象,例如在2002年度每10股派2元以上股利的上市公司中,有8家派现数大于当年利润,20多家派现数超过当年可分配利润,有11家未分配利润只剩不足50万元。如承德露露、长城电脑、京西旅游等。

2、分派现金股利与再融资同时进行,或者刚上市就分派现金股利。部分上市公司在给予股东丰厚现金回报的同时,不断通过配股或增发从股市上融资。有些上市公司年年派现,同时一旦符合再融资条件就决不放弃。于是出现了这样一个循环:公司首次上市融资——高比例派现——具有再融资资格——再融资——继续高比例派现,而且在派

现时不论流通或非流通股东都参与分配。但融资时却只有流通股股东参与,这样一来在高溢价募资时没掏一分钱的大股东,在超能力派现中却成了最大赢家。如华能国际、用友软件、深长城A、钢联股份等。

3、公司经营情况不佳,甚至净利润或经营活动净现金流量为负,却仍然发放现金股利。在经营情况不良的情况下,有些上市公司仍然采取分配现金股利的政策,但只是象征性的,而保住其再融资资格的意图却非常明显。如深科技、深宝安、天津汽车等。

二、对非良性现金股利的评价

应当肯定,在适当的情况下较多地向股东分配现金股利有其合理性。按照股利信息内涵假说,在市场不完整的情况下,管理当局和企业外部投资者之间存在着信息不对称,管理当局占有更多的有关企业发展前景方面的内部信息,现金股利信息是管理当局向外界传递未来赢利的事前信号。长期以来我国上市公司重融资、轻分配,在股利政策上以送股、不分配为主,与西方成熟市场相比,我国上市公司股利支付率明显偏低。据统计,美国上市公司的股利支付率平均为60%,而我国目前股利支付率仅为30%。

但是,在目前情况下我国上市公司过高的非良性现金股利,其存在的弊端是显而易见的:其一,非良性现金股利套现,是大股东掏空上市公司的一种手段。高派现使股权无法转让的国有股和法人股股东从上市公司得到巨额回报,而广大中小股东在仅得到零星回报的同时,却承受股价波动的巨大风险。其次,非良性现金股利关系到上市公司的可持续发展问题,只图一时之小利,分光盈利,无异于杀鸡取卵。这对于上市公司和年轻的中国证券市场都是弊大于利。对于处在行业衰退期的上市公司来说,如果没有好的投资项目,进行高派现是可以理解的,但是对于那些处于行业发展期的公司来讲,不去投资具有盈利能力的项目,而是寄希望于把资金分完后再去圈钱,随着时间的推移,投资者理性化程度不断加强,上市公司再进行这种简单的翘翘板游戏

就不容易了,它会导致投资者“用脚投票”,去选择真正创造财富的公司。

三、非良性现金股利的原因分析

笔者认为,在我国,非良性现金股利产生的主要原因有如下几点:

1、股权结构是资本市场最基本的问题,也是影响上市公司股利政策的最重要因素。

下列是中美两国上市公司股权结构比较表:

中美两国上市公司股权结构比较表

美国		中国(2001年)	
股东类别	控股比重(%)	股东类别	控股比重(%)
金融机构	49	国家股	40.03
其中:保险公司	5	发起人法人股	14.81
养老基金	26	社会法人股	8.56
共同基金	14	A股	30.29
其他金融机构	4	B、H股	4.19
个人	46	内部职工股	0.67
外国人	5	转配股	1.36
合计	100		100

资料来源:Financial MARKET Trend NO·62,1995;王立民:中国证券市场总体回顾,《经济工作者学习资料》。

由上述比较可见,在美国,机构投资者和个人投资者拥有上市公司的主要股权,他们持股的目的主要是谋取长期投资收益,关心的是获取红利多少和股价涨落,因而为满足他们的需求,上市公司的股利支付率都较高,一般为60%左右。而在我国,国家股和法人股占上市公司总股本的63%左右,且又不能流通,这对股利政策就会产生两方面影响:一方面,由于其不能流通变现,因此,国家股和法人股股东一般倾向于发放较多的现金股利;另一方面,我国国家股和法

人股的最终所有者事实上是缺位的,公司实际上操纵在“内部人”手中,公司法人治理结构本身又很不健全,这样就不可能地造成上市公司行为的扭曲,不规范的股利发放行为正是这种扭曲的集中体现。

2、市场监管手段对股利政策的影响。

出于保护投资者和规范上市公司配股的目的,中国证监会于2001年3月28日发布了《上市公司新股发行管理办法》,该办法将用现金分红派息作为上市公司再融资的必要条件,并且要求担任主承销商的证券公司必须对3年来没有分红派息、董事会对于不分配的理由没有做出合理解释的上市公司予以重点关注,并在尽职报告中加以说明,这在客观上造成了一些上市公司发放现金股利的压力。

四、规范上市公司非良性现金股利的途径

规范上市公司的股利行为是一项综合性的工作,笔者认为,在目前的经济环境下,应着重抓好以下几项工作:一是从制度的角度讲,逐步改变一股独大的股权结构,推进股权分散化,进而完善上市公司的法人治理结构,抑制非良性现金股利;二是从法制上,尽快建立中小股东集体诉讼机制,抑制大股东通过非良性现金股利变现,使中小股东承担股价波动风险的行为;三是强化公司治理结构的监管作用,强化债权人、经理人的市场监督作用,降低上市公司高管者的道德风险,制止上市公司超出每股经营性现金净流量进行股利分配的行为;四是保护中小股东利益,加强投资者的风险教育,有条件地培养机构投资者,使广大投资者更加重视上市公司的成长性,注重获得长期回报,树立长期投资的理念。

(作者单位:江西财经大学会计系)

责任编辑 王教育

· 简讯 ·

“第五届全国无形资产理论与实务研讨会”征文启事

由华南理工大学工商管理学院承办的“第五届全国无形资产理论与实务研讨会”定于2004年11月20—21日在广州举行。会议的主题是:技术创新与无形资产管理,现向社会各界征文。本次会议确定的参考选题如下:1、无形资产的性质研究;2、无形资产的确认与计量研究;3、无形资产营运、管理研究;4、无形资产的价值评估研究;5、无形资产的审计问题研究;6、客户关系管理研究;7、无形资产税收筹划问题研究;8、企业研究与开发的信息披露研究;9、企业研究与开发的投资管理研究;10、企业研究与开发的融资管理研究;11、企业研究与开发的成本管理

研究;12、企业专利战略及其风险对策研究;13、商誉研究;14、与无形资产有关的其他问题。征文截止时间2004年8月15日。具体事宜可与陈海声 李定安 张炳才等联系。

联系地址:华南理工大学工商管理学院 邮政编码:510640

联系电话:13609032568、13026357398

E-mail:haishengchen@21cn.com、lidingan@21cn.com、Zhang_bc@163.com

(本刊记者)