

外担保 29 笔,担保金额为 5.56 亿元。过高的负债比率使得江龙控股面临着巨大的财务压力。此外,高达几亿元的担保金额又使得江龙控股背负上了巨额的潜在债务负担,财务风险日益加剧。

三、启示

1. 制定合理的扩张战略。江龙控股在规模迅速扩大的时期,没有及时审视公司规模是否合理、资金流能否保证、内部管理机制是否能保持公司的高效运行,为其后来资金链的断裂埋下了隐患。虽然通过外部扩张能够使企业获得跳跃式的发展,但是还应该注意对外投资规模与结构优化的分析。因为,在企业总投资规模一定的情况下,增加对外投资规模则会削减自营资产的投资规模,从而导致对外投资与自营资产结构的改变,而对外投资与自营资产的结构是否合理直接影响到企业资产的使用效率,进而影响到企业的收益与风险程度,因此在制定扩张战略时应站在整个企业资产配置的角度,分析对外投资规模及其结构是否优化。

2. 拓宽融资渠道,慎重选择筹资方式。民营企业融资难问题一直以来受到各方面的关注,多数民营企业都在不同程度上面临着融资无门的困境,尤其是在全球经济危机、信贷吃紧的宏观环境下,这一问题显得尤为突出。通常情况下,银行贷款是各个企业融资时首先想到的渠道,但是由于民营企业自身的规模一般较小,竞争能力较低,信用等级不高,抵押资产不足,各方面都无法和国有大中型企业竞争,在谋求贷款上处于劣势。此外,大多数民营企业同样基于上述原因而达不到发行股票和债券融资的要求。因此,民营企业除了提升自身竞争力外,可以考虑寻求天使投资、风险投资、民间融资、私募股权等多种融资渠道,并结合企业自身不同发展阶段的需求特点,优化融资结构,从而实现企业的良性发展。

另外,政府应该加强民营企业的诚信评价体系的建设,加强信用担保机构的监督管理,完善中介机构等社会化服务体系,逐步建立起民营企业的服务管理机构,为民营企业的良性健康发展提供相应完善的法律和社会环境。银行等金融机构应更加注重金融产品的创新,适当推出针对民营企业的金融产品以扶持其发展。

3. 制定合理的财务比率和筹资策略。在整体环境不佳的情况下,企业更应该选择相对稳健的筹资策略,严格控制企业的资产负债率,加快应收款项的收回,尽量使资产与债务的偿还期相匹配。在进行扩张战略时要充分考虑企业资金流的现状,使扩张步伐与企业资金现状相适应,认清企业面临的财务状况。在制定公司财务政策时,要综合分析各方面的条件,合理定位,最终确定适合自身状况的财务方针,规范财务制度,提高财务管理水平。在对外提供担保时,要全面考察被担保公司的经营、财务和增长状况,做出客观、合理的评价。

4. 加强对投资风险的识别与评估。企业的投资风险是指企业在投资活动中所获收益的不确定性。这种投资风险来源于企业的外部 and 内部,外部风险主要来自于客观经济环境的不确定性,如国家法律法规政策的变化、金融市场利率

变化、通货膨胀程度、市场销售和生产技术及各种要素价格的变化等,都会造成对外投资收益的不确定。内部风险主要体现在企业内部管理体制和经营水平,风险大小在很大程度上取决于管理者的素质和企业对投资对象、投资时机、投资方式、规模的选择、控制与决策能力方面。因此,企业的决策层要认真研究国家宏观经济状况及其走向、行业竞争程度及自身的投资能力。对影响投资资产安全性以及投资利益不能实现的风险加以识别,并对这些风险的影响程度进行评估。

5. 加强内部管理。对于相当一部分民营企业来说,由于缺乏长期战略目标、健全的监督和激励机制以及完善的人力资源管理机制,从而使企业缺乏长足发展的动力。因此,在激烈的市场竞争中,民营企业应该引进先进的管理机制,加强各部门的协调运作,引入会计电算化、办公自动化等,实现现代化的高效管理方式。在用人方式的选择上,应本着任人唯贤的原则,让不同水平的人才各司其职,对于有能力的人员应给予其充分的管理权限,对于技术人员要充分激发他们的创新能力。在经营目标上,要把更多的目光投放在企业的核心产业上,提高其核心竞争力,走专而精的战略路线。

(《财务与会计》综合版 2010.03)

关于上市公司高派现 背后的制度思考

随着上市公司 2009 年年报的披露,其现金分红问题也受到了社会各界的关注。截至 2010 年 4 月 30 日,沪深两市共有 1 774 家上市公司披露了年报,其中有 986 家公司在其利润分配预案中提出了发放现金股利,占上市公司总数的 56%,合计派现 3 500 亿元,约占净利润总额的 31%。苏宁电器、大洋电机等 39 家公司更是“慷慨解囊”,仅董事长个人即可获得超过千万元的“现金红包”。如此大手笔似乎表明上市公司终于摘去了“铁公鸡”的帽子,践行了回报投资者的理念。然而,事实果真如此吗?高派现的最大受益者是谁?其利润基础是什么?本文对以上问题进行分析,并提出几点政策性建议。

一、高派现的最大受益者

长期以来,上市公司因为在现金股利发放方面“一毛不拔”而被投资者戏称为“铁公鸡”。根据 2007 年至 2009 年的统计数据,沪深两市有 438 家上市公司连续三年未分配任何现金股利。在这一背景下,那些高派现的上市公司就格外引人注目。那么,在大股东、管理层、中小投资者中,谁是高派现的最大受益者?

首先,政策制度的要求不能忽视。近年来国家出台了一系列促进上市公司现金分红的政策,如 2008 年 10 月证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,明确将上市公司再融资条款中三年累计现金分红的下限从 20%

上调至30%。将上市公司的股利政策与再融资行为相联系,无疑会使一些在前两年分红不足的公司忽然开始高派现,力求达到30%的标准。从这一角度来看,高派现的动机是出于再融资,而中小投资者能否通过公司的再融资受益,不能简单地下结论。但是针对“圈钱”的种种议论和再融资消息屡屡引发的股市大幅下跌,无疑反映了大批中小股东对现金分红的态度。

其次,笔者通过对不同类型公司董事长、管理层持股比例分析后发现,在董事长个人现金分红超过千万元的上市公司中,董事长持股比例的均值为31.20%,高于986家派现公司4.38%的均值,更是远远高于不派现公司1.68%的平均水平;在管理层现金分红超过千万元的上市公司中,管理层持股比例的均值为43.52%,几乎为公司的半数股权,与派现公司7.96%的均值和不派现公司4.38%的均值相比,差距更大。不难看出,在高派现的公司中,董事长、管理层与大股东合二为一。上市公司的现金股利分配政策由董事会提出,股东大会表决通过,在大股东兼任管理层的公司中,方案的制定者即为方案的表决者,在高派现中谁是最大的受益者已不言而喻。

二、高派现是否为超能力派现

客观来看,上市公司高派现的行为无可厚非。当公司缺乏好的投资机会并且现金充裕时,将多余现金以股利的方式分配给投资者未尝不是一件好事。但问题的关键在于,上市公司的高派现是否超越了公司的现金支付能力,是否会削弱公司的长远发展能力,这是值得深思的。

笔者认为,当上市公司每股派现金额大于其每股收益或每股经营活动产生的现金流时,公司即存在超能力派现行为。如美锦能源、本钢板材、粤传媒、华昌化工、东睦股份、丹化科技、晋亿实业7家公司在每股收益为负的情况下依然进行了现金股利分配。虽然公司亏损的年份在制度上可以继续派发现金股利,以稳定的股利政策向投资者传递公司价值的信号,但美锦能源和丹化科技的情况显然与之不符。美锦能源在2002~2008年间,每股收益和未分配利润均为正值,从未发放任何现金股利,反而在亏损的2009年,公司却忽然开始分配现金股利;丹化科技的情况也与之类似。这种动荡的、与盈利无关的股利分配行为,很难将其与全体股东的利益相联系。

在董事长及高管现金分红超过千万元的公司中,除仙琚制药每股现金股利与每股收益的比例为1.15外,其余公司的股利分配率均未超过100%,平均值为44.73%。以此为标准,这些高派现的公司并不存在超能力派现;进一步观察每股现金股利与每股经营活动净现金流的关系,发现浙富股份、南国置业、中联电气、鼎泰新材等10家公司的每股经营活动净现金流均不足以支付其现金股利。

除每股经营活动产生的现金流外,每股自由现金流也可以作为判断公司是否存在超能力派现的依据。在董事长分红超过千万元的上市公司中,有15家公司的每股自由现金流不足以支付现金股利,例如华谊兄弟传媒股份有限公司的每股现金股利为0.3元,每股自由现金流为-1.83元,现

金流缺口每股为2.13元;浙江龙盛集团股份有限公司每股现金股利为0.1元,每股自由现金流为0.01元,现金流缺口每股为0.09元。在高管分红超过千万元的上市公司中,也有20家公司的每股自由现金流不足以支付其现金股利。可见,在高派现的上市公司中,超能力派现的现象比较普遍,且存在较大的现金流缺口。

一些上市公司在制定分红政策时,缺乏对公司实际情况和中小股东利益的考虑,没有“量入为出、量力而为”。浙江龙盛公司2009年年报显示,公司经营活动产生的现金流净额为-56 918.6万元,投资活动产生的现金流净额为-75 196.6万元,筹资活动产生的现金流净额则为160 382万元。显然,筹资资金是公司支付高额现金股利的唯一资金来源。对外筹资虽然能缓解企业的现金压力,但这种“量出定入”、借款派现的经营方式使企业受到银行、资本市场的制约,资金来源具有较高的不确定性,从而制约了企业的健康发展。

三、高派现的利润基础

在影响上市公司现金分红政策的众多因素中,无论是从法律制度还是投资者利益来看,派现的利润基础都是上市公司股利政策的重要依据。以新会计准则为界,关于上市公司派现的利润基础的规定经历了两个阶段。新会计准则实施之前,上市公司以母公司报表的净利润作为其利润分配依据。在《关于编制合并会计报告中利润分配问题的请示的复函》(财会函[2000]7号)中,财政部明确指出,编制合并会计报表的公司,其利润分配以母公司的可供分配的利润为依据。合并会计报表中可供分配利润不能作为母公司实际分配利润的依据。新会计准则实施以后,对于上市公司派现应采用的利润基础尚未进行明确规定,在这一情况下,对于是否仍按照财会函[2000]7号文的规定进行分配,尚存质疑与争论。

问题的焦点在于:新会计准则实施之前上市公司对子公司的长期股权投资不论在母公司报表还是合并报表中,均采用权益法核算。公司在取得长期股权投资后可以按子公司当年实现的净利润或发生净亏损的份额调整长期股权投资的账面价值,作为当期投资损益。在母子公司之间不存在内部交易未实现利润的情况下,母公司报表上的净利润与合并报表上的净利润基本一致。新会计准则实施以后,母公司对子公司的长期股权投资在母公司报表中采用成本法核算,在编制合并报表时则按照权益法进行调整,导致母公司报表上的净利润与合并报表上的净利润存在较大差异。根据统计,2006年我国上市公司中母公司从子公司取得的投资收益为2 113.98亿元,改为成本法核算后,2007~2009年3年间母公司从子公司取得的投资收益分别为694.32亿元、1 155.79亿元和1 332.28亿元,均值为1 060.80亿元,比2006年减少了50%。

新会计准则实施后母公司报表与合并报表利润额的较大差异,及悬而未定的派现利润基础,对上市公司的股利政策产生了较大影响。那么,上市公司高派现的利润基础应该是什么?上市公司特别是高管持股比例较高的上市公司,是否会借利润基础不确定的时机选择有利于自己的利润基

础?

经过统计,在董事长分红超过千万元且有合并报表的36家公司中,有18家公司以母公司报表作为其派现的利润基础,有12家公司以合并报表作为其利润基础,6家公司无法从其关于利润分配的陈述中判断出实际采用的基础。在30家可以明确派现的利润基础的公司中,有11家公司选择了母公司报表和合并报表中利润较高的一方作为其利润基础,有19家公司选择了利润较低的一方。选择高利润还是低利润,不同公司差异较大。差异化的派现利润基础反映了公司利用政策漏洞的行为,大股东和管理层的“需要”对上市公司高派现的利润基础影响较大。

四、政策建议

基于本文的研究,笔者认为,完善上市公司现金股利分配制度可从以下几个方面入手:

1. 加强公司治理,提高中小股东对上市公司现金分红制度的“话语权”。在高派现的上市公司中,外部中小股东大都缺少“话语权”,即使是对上市公司制定的现金分红方案有所不满,也只能被迫接受。要改变这一现状,必须进一步加强上市公司的公司治理,建议通过不同类别的股东分别表决、授予中小股东集体否决权等机制提高中小股东的影响力,从而抑制高派现的行为。

2. “量入为出”,将现金流作为确定上市公司派现政策的重要依据。目前的政策导向主要是鼓励上市公司多发放现金股利,避免公司通过不分红或低分红的方式损害中小投资者的利益。但高派现同样可能损害投资者的利益,只有可持续的现金分红才真正有利于投资者。以利润金额作为股利政策的重要依据无可厚非,但现金流的影响同样不可忽略。单纯基于利润、忽视公司现金流情况的超能力派现过于强调短期收益,不仅不利于公司把握投资机会、谋求长远发展,还将使公司面临资金链断裂的风险,导致一些账面利润丰厚的企业因无力清偿大量股利支付造成的债务而最终陷入财务困境。

3. 从制度上规范上市公司派现的利润基础。应以法规的形式明确上市公司派现的利润基础,规范利润分配预案的披露内容和披露形式,从而提高上市公司分红政策的持续性,避免上市公司利润分配的内部操纵行为。

(《财务与会计》综合版2010.10)

股权激励后的管理者行为 及其经济效果 ——基于格力电器的案例研究

伴随着股权分置改革和公司治理结构的不断改进,越来越多的企业采用股权激励方式规范和促进管理者的经营行为。在推出股权激励方案的100多家上市公司中,格力电器是为数不多的完成股权激励计划的公司之一。笔者以格力电器为例,分析其在股权激励之后的管理者行为及其经

济效果,并提出几点相关建议。

一、实施股权激励的过程

(一)公司成立及上市发展。

格力电器的前身是珠海市海利冷气工程股份有限公司。经过多年的扩募和股权转让,公司更名为珠海格力电器股份有限公司,并于1996年11月上市流通。自1996年12月以来,公司实施了多次送股、配股和公积金转增股本,截至2005年,格力电器的母公司——格力集团通过直接和间接控股持有公司58.66%的股份。

(二)股权激励方案。

为了稳定公司的高级和中级管理层,并将他们的利益融合到企业的整体利益之中,促使管理层的经营行为长期性,促进企业的持续发展。2005年12月公司确立了股权分置改革方案。股改中,第一大股东格力集团承诺从其所持股份中划出2 639万股,作为格力电器管理层股权激励计划的股票来源。在2005~2007年度中的任一年度,若公司经审计的净利润达到承诺的当年应实现的数值,格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格,向公司管理层出售713万股的股份。具体实施情况见下表。

	2005年	2006年	2007年
利润目标(万元)	50 493	62 815	126 975
实现利润(万元)	50 961	55 542	61 097
授予数量(万股)	713	1 069.5	1 604.25
授予价格(元)	5.07	3.87	4.494
授予时间	2006年7月	2007年10月	2009年2月
解禁时间	2007年3月	2008年4月	2009年3月

值得一提的是,本次激励股权来源于控股股东,企业不需动用内部资金购得股份,从某种程度上说没有损害广大股东的利益。而且作为限制性股票,管理层需要付出资金购买,有一定的成本。但是,此方案以净资产作为授予价格,远远低于同期股票价格。以首次股权激励为例,授予价格5.07元远远低于其股价11.41元。而且,本方案的激励时间仅为3年,从行权到解禁也只有不到一年的时间,且以净利润作为行权条件,从这些方面来看,股权激励方案的制定较为简单。

二、股权激励后的管理者行为

(一)融资行为。

一般来说,如果激励适当,管理者会倾向于负债融资,利用财务杠杆来增加股东的利益。但是,笔者发现股权激励后格力电器的资产负债率虽然达到70%以上,但99%以上为流动负债,而流动负债中73%~89%属于自然融资的无息负债(贷款的预先收取和材料采购款的延迟支付)。再看企业的短期借款,只占到流动负债的0.04%~3.81%,从财务报告附注中得知,短期借款主要是格力电器控股子公司的融资行为。另据资料显示,直到2007年股权激励完毕,公司又实施了权益融资方案,增发A股募集资金1.36亿元,用于新增空调产能和压缩机技术改造项目。可见,管理层自始至终都在回避债务融资。如果说这是由格力电器的优势地位决定的,使其能够运用无息负债,既不支付成本,又解决