



# 关于上市公司高派现背后的制度思考

闫希 汤谷良 ■

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1774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3500亿元,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?本文在此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中董事长、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, 每股现金流缺口为 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, 每股现金流缺口为 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 年三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

# 萨蒂扬审计失败案例分析

闫华红 张明

2009年1月7日,印度软件外包服务业的领军企业、行业排名第四的萨蒂扬软件技术有限公司(简称萨蒂扬)董事长兼首席执行官拉马林加·拉贾突然宣布辞职。在长达5页的辞职信中,他承认曾在“几年”间操纵公司账户,大幅夸大公司的利润,虚报资产。这一欺诈案是自上世纪90年代以来印度最大的公司丑闻,负责萨蒂扬财务审计的普华永道也随之被推上风口浪尖。这场由次贷危机直接引发的审计失败案件引起了会计、审计界的反思,在新的经济环境下如何应对审计失败又重新被提上日程,成为人们议论的焦点。

## 一、萨蒂扬审计失败案件的成因分析

### (一) 社会经济背景方面的原因

#### 1. 次贷危机蔓延

2008年,金融海啸席卷整个欧美,印度外包业也被迅速殃及。据印度国家软件协会估计,印度IT产业40%的年盈利来自于全球金融服务商,其外包产品的61%售往美国,30%的市场在欧洲,印度信息产业的外包业务自然成了金融海啸的重灾区。到2009年1月,印度软件外包行业的整体盈利能力下降了6%。于是,经济形势的持续走低使萨蒂扬的财务粉饰再难维持,拉贾只能选择自首来结束公司的尴尬局面,次贷危机的蔓延成为使萨蒂扬案件浮出水面的直接原因。

#### 2. 社会监管不力

印度对上市公司信息披露的规定还很不完善,一些重要信息披露要求的缺失给企业的风险操作提供了机会。萨蒂扬案件发生后,印度证券交易委员会强制实施了新的信息披露要求,上市公司也纷纷公开了一些以前没有公布过的信息。随着各家公司披露消息的增加,人们发现,其实印度的一些大型集团已将它们在上市公司的大量股权抵押给银行,而萨蒂扬案之所以得以曝光,就是因为拉贾在暗地里将其家族手中约8%的股份抵押给银行,而在该公司股价随全球市场一起暴跌之时,银行出售了这些股份。在目前印度公司的市值大幅下降的情况下,这种股权抵押状况引发了人们对印度公司隐性债务的担忧。

### (二) 企业内部管理方面的原因

#### 1. “质疑文化”的缺失

印度企业多属家族企业,具有家族企业的优势,也难逃家族控制与家族管理的弊端。家族企业多靠创始人白手起家,打拼出整个企业,所以在企业中难免会对富有传奇色彩的创始人存在一定程度的“个人崇拜”。现年54岁的拉贾出生于农民家庭。拉贾通过个人努力,得以出国留学镀金。1987年,拉贾与哥哥回家乡联手创办了萨蒂扬公司,并因为最先发现并抓住“千年虫”商机而迅速发家。在拉贾的领导下,萨蒂扬迅速发展成为印度销售额第四的软件外包企业。

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。■

(作者单位:对外经贸大学国际商学院)

责任编辑 刘黎静

## 参考文献:

1. 李怡农. 2009. “现金奶牛”与“铁公鸡”现金分红差异的实证研究. 财会月刊, 5
2. 吕长江, 王克敏. 1999. 上市公司股利政策的实证分析. 经济研究, 12
3. 任小雨. 2010. 28公司董事长获千万红包 现金分红高管持股最爱. 证券日报, 4月9日
4. 汤谷良. 2008. 会计谜团: “利润至上”还是“现金至尊”. 上海立信会计学院学报, 5
5. 伍利娜, 高强, 彭燕. 2003. 中国上市公司“异常高派现”影响因素研究. 经济科学, 1
6. 祝映兰. 2009. 理性看待现金分红新规定. 中国劳动关系学院学报, 2