



# 我国上市公司派现问题研究

河北师范大学 李黎

**【摘要】**近年来,随着我国经济的快速发展,证券市场进一步走向规范化、市场化,但是仍然存在许多问题。本文从我国上市公司派现政策中存在的问题入手,对如何加强股权结构管理、完善法律法规建设、限制再融资资格和加强投资者风险教育作了探讨。

**【关键词】**派现 国有股减持 机构投资者 再融资资格

随着我国经济的快速发展,证券市场进一步向规范化、市场化发展,但是仍然存在许多问题,如果任其继续恶化,则可能存在导致市场崩溃的危险。上市公司的派现政策是其中的一项重要问题,应当引起各方的关注并采取有效的措施加以纠正。

上市公司的股利政策既关系到公司股东和债权人的利益以及公司的未来发展,也影响着整个证券市场正常的经营秩序。较高的股利可使公司股东获得可观的投资收益,同时还会提高公司股价。但是,过高的股利将使公司留存收益减少,影响公司未来的发展。而较低的股利,虽然使公司有较多的发展资金,但与公司股东的愿望相违背,可能导致公司股价下降。因此,如何制定股利政策,使股利的发放与公司的未来持续发展相适应,并使公司股价稳步上升,便成了公司管理层的一项重要决策任务。

合理的现金股利应既能够使股东获得相应的回报,增加广大投资者信心,吸引长线投资者进入市场,减少投机行为,减轻股市的投机色彩,又能够吸引外国投资者进入市场,带动股市规模的扩张,同时还能够引导股价趋于合理,使其真正反映公司的经营业绩,从而实现资源的优化配置,促进股票市场功能的发挥。另外,定期支付股利的需要,限制了公司管理层滥用企业资金的行为,强化了股东对公司的监管力度,有助于改善公司治理结构。本文就我国目前上市公司股利分配尤其是现金股利分配中存在的问题及其改进作以下探讨。

## 一、我国现金股利分配中存在的问题

**1. 超能力派现。**其主要表现为:①将企业当年实现的利润全部分配;②经营情况欠佳,照常派现;③派现当年已推出再融资方案;④刚上市就高派现。上市公司如果每股派现大于每股收益,则表示除分完当年利润外,还需动用往年的结余利润;派现当年已推出再融资方案表明公司自身资金不足,需融资才能进行分红;刚上市就高派现表示公司要动用募股资金进行分红。

大股东利用控制权及其股票所占比例大的优势,通过高派现来获得足够的资金。中小股东持有较少的股权,即使高派现,由于其股票所占比例较小,也不会有较大证券获利,使

得上市公司的大量资金流入大股东的手中,扰乱了证券市场正常的经营秩序,对企业的发展极其不利。

**2. 现金股利支付率偏低。**与上述情况相反,有许多上市公司低派现甚至不派现。股票是一种高风险、高收益的证券产品,应至少给予投资者超过国债的投资回报率,过低的股票回报率使得投资者不愿意长期持有股票,而倾向于短期的、以投机为目的的股票交易,带来了股票市场的高交易量和高脆弱性,进一步打击了投资者进入证券市场的积极性。

**3. 现金股利派发不稳定。**我国上市公司的股利政策不稳定,股利分配随意性很大,投资者无法了解公司的股利政策,因而对现金股利缺乏兴趣。

## 二、确定合理的派现政策

**1. 明确上市公司所处的发展阶段。**对于正处于高速增长阶段的上市公司,资金需求量一般较大,当有较好的投资项目时,将分得的利润再投资对于股东而言是最有利的,因此可以采取分配较少的现金股利或者非现金分红的方式。对于正处在成熟阶段的上市公司,其现金一般较为充足,而较少有高收益的投资项目,此时应将公司无法有效利用的现金回馈给投资者,让投资者自身寻找更有利的投资机会。

**2. 判断是否应当派发现金股利。**当利润留存公司产生的收益大于中小股东社会投资收益总和时,表明由公司进行投资将获得更大的回报,此时不派发现金股利或是较少派发现金股利较好;反之,则表明由投资者个人进行投资将会获得更大的收益,上市公司应派发相应的现金股利。

**3. 衡量上市公司是否具有派发现金股利的能力。**当上市公司经营状况良好、有足够的流动资金时,可派发相应的现金股利;当公司经营状况不佳时,即使符合上述两项要求,也不可超水平派发现金股利。

## 三、几点建议

**1. 建立多元化股权结构,优化股东行为。**

(1) 国有股减持,逐步提高国有股与法人股的流通性。要逐渐改变国有股或法人股“一股独大”的股权结构,推进股权分置改革,进而使上市公司的股权结构管理趋于合理化,抑制高比例派发现金股利。

(2) 加强对机构投资者的培养,促使投资主体多元化。

众多的机构投资者进入证券市场会改变投资主体的结构。这几年,我国的各类基金和投资公司相继入市,大大提高了流通股中机构投资者的比重,这有利于改善和优化投资者主体结构,从而改变上市公司的股权结构,更好地保护广大投资者的权利。

(3) 促进国有股股东以合理的行为维护自身及中小股东的权利,促进上市公司的发展。国有股在短期内不会也不可能消失,因此为使上市公司的股权结构更加合理,应该合理改造国有股股东的行为。①应当使国有股股东正常行使其权力,但同时要合理控制,防止出现过度干预的行为;②改革上市公司的组织结构,解决其行为目标多元化的问题,促进上市公司正确维护国有股股东的权益,使国有股股东与上市公司的关系正常化;③降低上市公司中单个国有机构的持股比例,防止国有股股东联合以交叉持股、关联方持股等方式控制董事会,通过关联方交易等来侵占上市公司的资产及损害中小股东权益;④尝试建立专门的国有资产管理部负责国有股的管理,减少中间的层层代理关系,这样不仅可以降低代理成本,而且可以提高管理效率。

合理的股权结构将使股东的投资划分更为合理,使股东能够更好地维护自身的权益,获得合理的回报。

## 2. 加强相关法律法规的建设。

(1) 不断完善现有法律,提高相关法律的实用性。当前,我国证券相关法律尚不完善,在许多方面还比较薄弱,如在发行新股的要求中有“最近三年公司都发放现金股利”的条款,但在现实中,有一些上市公司虽然连续三年派发了现金股利,但是公司的净现金流量却为负值,即出现了超能力派现的现象,这种利用派发新股来圈钱的行为,严重损害了中小股东的权益,却无法得到有效约束。所以,立法部门应当根据现在证券市场的实际情况不断完善相关法律,使中小股东的权利得到更有效的保护。

(2) 不断完善现有的所得税税制,充分发挥所得税的调控功能。目前我国的税法尚存在一些不完善的地方,如税法规定我国的国有股和法人股的现金股利所得不用交纳所得税,而流通股的现金股利所得要交纳个人所得税,而对于股票转让所得,目前税法规定暂不征收个人所得税。因此,从个人投资的角度看,通过股票买卖获得的收益所承担的税赋远低于获得现金股利所需承担的税赋。所以,一些上市公司利用投资者避税的心理,减少现金股利的发放,增加其他形式的股利发放,从而实现其圈钱的目的等。为了使税法真正发挥调控的功能,应对其不足之处进行合理调整,使税法能合理有效地促进现金股利的派发。

(3) 对于上市公司中小股东权益受到侵害的现象,应加大监督和法律制裁力度,使上市公司现金股利分配约束更加有效。对于蓄意通过关联方交易等行为损害上市公司利益及中小股东利益,以及故意隐瞒应披露的有关信息给投资者造成重大损失的个人或团体,应严格追究其相关股东、董事、经理等人员的法律责任。同时,应建立中小股东集体诉讼机制,使违法行为能够及时得到揭露和制裁。

(4) 建立保护中小股东权益的专门机构。该机构的职能是:当中小股东的权益受到侵害时,可以向该机构寻求帮助,

该机构可以提供各方面的专业援助;中小股东可以委托该机构代为参加股东大会,合法有效地行使股东所拥有的各项权利;该机构可以向中小股东提供参与上市公司管理、依法行使和维护自身权益的咨询服务。

(5) 增加上市公司信息披露的深度和透明度,使中小股东能够更好地行使知情权。上市公司应对年报中披露的异常数据以及变化较大的数据进行详细的披露和合理的解释,使中小股东能够根据公司实际经济情况的变化,合理制定下一步的投资计划,从而维护自身的权益。当上市公司年报出现大量异常数据时,可以由中小股东共同选定代表,对财务报表及相关资料进行合法查阅。

3. 将现金股利的派发与再融资格审批联系在一起,促进上市公司现金股利的派发。将现金股利的派发与再融资格审批联系在一起,规定上市公司如果没有及时、有效并且持续地派发现金股利,将不再具有再融资格。这样,上市公司可以保证向股东定期、稳定地派发现金股利,使股东的投资能及时获得回报。这个保证将促进公司管理者切实履行其应尽的责任和义务,更加谨慎地对待股本扩张的问题,在公司有足够的资金进行投资时,就没有必要通过减少公司流动资金,用发放现金股利的方式来获得再融资格。这可以减少盲目扩张的可能性,有利于降低上市公司股利分配的随意性与波动性,从而促进上市公司规范、稳健的运作。而且,适当的现金股利也会优化公司的资本结构,有利于提高公司的价值。此外,将两者联系在一起也可以为广大股东带来稳定、丰厚的回报。公司如果要进行再融资的话,就必须发放现金股利,给投资者以应得的收益。这样,投资者就能分享公司的经营成果,减少了中小投资者投机行为及股市波动的可能性,即逐步消除了市场上普遍的投机心理、行为,营造出健康、稳定的市场环境,建立起投资者对证券市场的信心,从而促进证券市场高效、有序、稳健的运行。

4. 加强投资者的风险教育,培养正确的投资观念。目前,我国的许多投资者都缺乏理性,他们追升弃跌、盲目投机。这给许多上市公司提供了可乘之机,先假借高派现或是其他的炒作行为表现出公司发展的一片“大好景象”,吸引众多投资者纷纷投资,待公司完成了圈钱计划、不需再掩饰的时候,公司的种种问题就浮出水面,股价应声而降,投资者追悔莫及。这种非理性的行为使股市极不稳定,也给中小投资者造成了巨大的损失。

所以,投资者应当加强自身的风险意识,树立正确的投资观念。在进行投资之前,投资者应当清楚了解所要投资的上市公司的实际情况,包括观察上市公司近三年到五年的年报是否存在过多的发生大幅变动的数据或是异常数据,如果有,还应关注年报中有没有相关的解释和说明;上市公司近几年是否派发现金股利以及如何派发,这关系到投资者切身的利益是否能够得到保障;上市公司近期的股价是否稳定,如果上市公司的股价浮动不定,则可能存在上市公司借上市圈钱的嫌疑,投资者应谨慎对待;上市公司的管理者近几年有没有变化,如果有,新管理者上任后与上任前的业绩相比有没有提升,这关系到现任管理者的经营能力,也间接关系到投资者是否能获得回报。如果投资者缺乏足够的相关知



# 基于人力资本理论的企业融资结构分析

西南大学经济与管理学院 杜 勇

**【摘要】** 本文分析了人力资本理论对传统融资结构在资本内涵、融资主体、融资目标、融资方式以及融资风险等方面的影响,并探讨了货币资本与人力资本的匹配、货币资本与人力资本内部各形态资本的协调配合等问题。

**【关键词】** 融资结构 人力资本 激励效应 协调

随着知识经济时代的到来,企业面临着全球经济的一体化、客户需求的多样化等一系列外部环境的变化,传统企业仅仅依靠通过货币资本建立的生产规模以及过去的经营方式和管理经验已经难以适应市场变化的需求,人力资本已经成为现代企业获取竞争优势的主题。在企业内部,货币资本所有者在企业中的影响力越来越小,他们的影响逐渐让位于人力资本所有者,而且后者对企业经营发展的影响越来越大,甚至成为关键性的影响因素。此时,企业的价值不仅仅是货币资本的价值,还包括人力资本的价值。

## 一、人力资本理论对传统融资结构的影响

**1. 资本内涵的广义化。**按照人力资本理论的观点,企业资本除了货币资本之外,还应包括人力资本。它强调企业资本应由货币资本和人力资本两部分共同构成。人力资本价值的发挥需要激励,而货币资本价值的发挥依赖于企业,而不存在激励的问题。因此,现代企业在讨论融资结构时,必须将资本的内涵扩大为包括人力资本在内的所有资本,分别讨论人力资本和货币资本的资本结构问题。

**2. 融资主体的多样化。**现代企业被认为是由各利益相关者为实现各自利益最大化而自愿结成的一组契约关系的联

识,也可委托正规的投资公司或类似机构进行投资,这样既可正确投资,又可保证收益的获得,降低了投资风险。

## 四、结束语

随着我国经济的快速发展,上市公司将越来越多,对于我国投资者的素质、上市公司的股权结构、证券市场的完善程度以及相关法律法规的实用性等的要求会越来越高。上市公司为了自身的长远发展,既要满足公司自身的需求,又要满足投资者的需求。如何在两者之间实现平衡,对于上市公司的发展将会是至关重要的,过度倾向公司的利益最大化势必会损害投资者的利益,不利于公司的可持续发展,而为了给予投资者足够的投资收益而将净利润完全分配又不利于公司的发展。因此,上市公司将会越来越重视现金股利政策的完善,合理的现金股利政策既能为公司吸引足够的经营资金,又能够满足投资者的需求。可以说合理的现金股利政策是上市公司在自身发展与满足投资者需求间实现平衡的法宝,现金股利政策是否完善直接影响着上市公司的发展。我

合体的。这里的利益相关者包括提供资本的所有者(具体分为权益资本的所有者和债务资本的债权人)、提供管理知识和技能的管理者、提供专业技术和劳动的员工,以及供应商、客户和政府等。从企业的资本构成来看,企业管理者和员工所提供的是人力资本,而其他利益相关者所提供的则是非人力资本。任何一个企业的资本都可以看做是由人力资本和非人力资本构成,因此在探讨企业融资结构问题时,就必须将融资主体由原来单一的权益资本所有者扩展到包括权益资本所有者、管理者、员工在内的多个资本主体,即实现融资主体的多样化。

**3. 融资目标的多元化。**当企业将融资主体由单一的权益资本所有者扩展到包括权益资本所有者、管理者、员工在内的多个资本主体时,融资管理的视角也相应地由只关注所有者利益和债权人利益扩充到既要关注权益资本所有者的利益也要关注管理者、员工等人力资本所有者的利益。而人力资本融资从其对外融资的性质上看,兼有负债融资和权益融资双重属性,一方面,作为人力资本外部筹资协议的招聘合同通常都具有约定的期限,合同期满人力资本有可能流出企业;另一方面,由于知识经济的形成和发展,人力资本在知

国目前的经济状况将促进上市公司不断完善现金股利政策,而现金股利政策的不断完善又将促进证券市场的有序运行,从而使我国的投资环境越来越好,现金股利政策又得到进一步完善,由此形成一个良性循环,这个良性循环将推动我国经济更上一层楼。

## 主要参考文献

- ①王淑萍.浅谈我国上市公司的现金股利分配.会计之友,2005;2
- ②方光正.上市公司偏好低现金股利政策的成因分析.现代管理科学,2005;2
- ③李均.我国上市公司股利分配行为研究.当代财经,2003;12
- ④方光正.上市公司偏好低现金股利政策的理论思考.财会通讯,2005;2
- ⑤高翔,梁东军,游家兴.上市公司现金股利的影响因素分析.财经论坛,2004;5