



上市公司异常派现探析

南京财经大学会计学院 陈华

【摘要】 现金分红在证监会相关的政策出台后,逐渐成为上市公司年末分红的首选类型,但市场中也出现了一些异常的派现现象,如超能力派现,极低水平派现。这种做法严重地损害了广大中小投资者的权益,也违背了企业实现股东财富最大化的财务目标,导致市场形成不良的投机氛围。本文通过四个方面深入分析,得出现金分红未必能使流通股股东财富最大化的结论。

【关键词】 现金分红 股东财富

股东创办企业的目的是为了获得更多的财富,换句话说,就是为了实现现有财富的不断增值。股东是企业的所有者,企业的价值最大化就是股东的财富最大化。因此,公司的经营目标就是实现股东财富的最大化,即股价的最大化。显然,公司的股利政策也应服从于公司的经营目标。而要做到这一点,上市公司制定的股利政策必须合理。因为,股利政策作为公司三大财务决策之一,在公司经营中起着至关重要的作用,对它选择得合适与否关系到公司融资渠道的畅通与否、融资成本的高低和资本结构的合理性。适度的股利政策有利于公司股权结构的稳定,并在公司面临外部接管威胁时能提供有效的防御屏障,因而有利于公司经营稳定地持续发展,实现公司价值(股东财富)最大化。

现金分红是股利分配的一种最基本、最普通的形式,也是深受投资者欢迎的一种股利分配形式。通常在一个成熟、理性的证券市场上,现金股利比较受欢迎,投资者把现金股利视为最直接、最稳定的投资收益,而上市公司出于维护公司控制权和保持公司每股收益稳定增长的考虑,也主要采用现金股利分配形式,而较少采用股票股利形式。但在我国,上市公司在制定股利政策时短期行为严重,随意性较大,忽视股利政策与公司可持续发展之间的关系,片面理解现金股利政策,甚至从控股股东的私利出发,以“现金现得为安”,采取极端的现金股利分配政策,一味地强调现金分红越多越好,这种超能力派现分配,损害了广大股东的长远利益。

一、我国上市公司现金分红的变化情况

为了说明管理层政策变化对我国上市公司派现政策的影响,特将上市公司1997~2004年的派现情况列出如下表。

1997~2004年度上市公司派现情况一览表

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
派现公司家数	216	245	289	685	674	616	669	818
总的公司家数	732	815	973	1 180	1 193	1 211	1 312	1 376
比例(%)	29.51	30.06	29.70	58.05	56.49	50.87	50.99	59.45

1.从上表可以看出,近几年派现公司的比例有明显的上升趋势,即从1997年的29.51%提高到2004年的59.45%。现金分

红作为上市公司主流的股利分配政策已经比较普遍。

2.2000年以前,我国上市公司一直吝于分红,尤其是现金分红,即使分配也偏好股票股利。这是因为:一方面,上市公司管理层没有现金分红的动力。因为我国上市公司的股权结构特殊,即国有股、法人股占控股地位,这种一股独大的股权结构使公司无需担心企业控制权问题,他们主要关注的是通过资产重组、关联方交易等多种手段将上市公司作为其融资工具,以实现股本扩张。而作为公司管理层,因为其不拥有公司的剩余索取权,所以会在经营管理过程中尽可能地把公司的资源用于自主性消费,故也吝于现金分红。因此,大部分上市公司选择了送股的分配方法。另一方面,投资者对上市公司没有现金分红的压力。因为我国证券市场还不成熟,投机气氛浓厚,不管是中小投资者还是机构投资者,在投机心理的支配下并不关注上市公司是否发放现金股利,而是立足于短线炒作,以赚取短期资本利得为目的。

为了更好地保护中小股东的权益,证监会于2000年4月30日发布了关于《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》的通知,规定上市公司公募增发必须具备以下条件:在近三年内连续盈利,本次公司增发发行完成时,当年的净资产收益率不低于同期银行存款利率水平,或与增发前基本相当。在2001年3月28日颁布的《上市公司新股发行管理办法》中,证监会规定公司最近三年未分红派现,董事会对于不分配的理由未作合理解释的,担任主承销商的证券公司应当重点关注,并在调查报告中予以说明。同年5月,证监会又发布了《中国证监会发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》,规定发行审核委员会审核上市公司新股发行申请,应当关注公司上市以来最近三年历次分红派现情况,特别是现金分红占可分配的比例,以及董事会关于不分配所陈述的理由。这些限制性的规定,在市场上引起了很大的反响。在监管部门强有力的政策引导下,许多公司纷纷采取现金分红的股利政策,于是,2000年度派现的公司明显多于1999年度派现的公司,并出现了高比例的派现现象。

二、我国证券市场中的异常派现现象

自从证监会颁布了鼓励现金分红的政策后,上市公司不

分红的现象有所改观,但不少公司的现金分红只是象征性的,也有一些公司出现了畸高的现金分红现象。市场中的不规范现象,主要有以下几种情况:

1.上市公司异常低派现。自从证监会规定现金分红作为上市公司再融资的必要条件后,分配现金的上市公司明显增多,但不少上市公司“蜻蜓点水”式现金分红的分配政策,完全是在“打点”投资者,充分暴露出一些上市公司“企业本位”的经营理念。这种极低的派现分配,致使广大股东的利益不能得到切实保障,严重地挫伤了广大投资者的信心。出现这种现象的原因主要有如下四个方面:

(1)上市公司股权结构问题。在我国,国家股和法人股约占总股本的2/3,流通股仅约占总股本1/3,而由于股权分置,国家股和法人股不能流通。在如此高比例的国家股和法人股不能流通的情况下,给全体股东送配股是形式上的平等掩盖着事实上的不平等,原因在于同样比例的送配股,国家股、法人股得到的还是不能流通的股票,而社会公众得到的是可以很快变现的高价股。虽然自2003年以来,价值投资的理念已逐步得到认同,但如果不改变市场结构的扭曲,低派现的问题就不能从根本上得到解决。据统计,2001~2003年间,在A股市场现金分红的公司所占比重平均只有44.5%,如果不是再融资对分红的要求,估计这一比重还会减少。而现金分红的水平大多比较低,现金股息率年平均只有1.05%,不及同期银行存款利率。1990~2004年间,上市公司累积融资金额为8450亿元,累积税前现金分红964亿元,前者为后者的8.77倍,可见投资回报率是相当低的,也说明回报与投资是极不相称的。这无疑会影响A股市场的投资价值和投资者的信心。

(2)筹资成本低、投资成本高。上市公司难以以分红派息方式满足在二级市场上高价购进的投资者。由于占较大比例的国家股、法人股不能流通,而流通股股东的成本远高于非流通股股东的成本,因此同样的分红对流通股股东和非流通股股东意味着不同的资金收益率。相对于流通股股东的资金成本而言,同样的红利带来的收益远低于非流通股股东的收益。因此,中小股东对现金分红并不热衷,他们往往偏好送配题材和绝对低价的股票。

(3)税收政策。我国个人所得税实行的是分项计税制,个人投资者无论其收入水平如何,对股息收入都要征收20%的个人所得税,而对资本利得实际上实行零税率,这是我国上市公司产生低现金股利政策的另一个原因。

(4)监管手段的影响。出于对投资者利益的保护和对上市公司利润分配的监管,证监会出台了一系列的相关政策。但由于相关制度还不完善,监管措施还不到位,没有在派现的比例或数量上做出相应的规定,加上筹资渠道单一,那些需要现金投入的上市公司千方百计通过配股或增发新股来筹集资金,在收益不高的情况下,出现了为满足配股和增发新股的异常低派现现象。

2.上市公司异常高派现。随着派现公司比例的增加,也出现了一些公司不顾自身实际经营能力和现金持有能力的异常高派现现象。从我国证券市场的实际情况来看,异常高派现是指每股现金股利大于每股收益,或者大于每股经营性净现金流量,这种派现行为说明上市公司不仅将本年的净利润

全部用于现金股利的发放,而且还动用了以前年度的未分配利润。从理论上讲,这是一种不成熟的市场行为,当上市公司的每股现金股利大于每股经营性净现金流量时,所产生的现金缺口会促使其使用以前年度的资金积累或者重新募集资金弥补缺口。在这种情况下,现金缺口所带来的压力势必成为上市公司发展的瓶颈,甚至可能错失投资良机,导致收益的下降,最终使投资者的利益受损。上市公司通过异常高派现可以降低每股净资产进而提高净资产收益率,以达到配股的条件。这对市场来讲是对诚信的挑战,也是造成市场投机行为盛行的原因之一,不利于我国证券市场的健康发展和理性投资理念的形成。其原因主要有:

(1)上市公司股权结构的影响。由于我国上市公司存在国有股、法人股一股独大的现象,导致大股东通过手中的权力采用异常高派现来实现投资的回收,而不考虑上市公司自身的发展。近两年,在资产重组和股权转让频繁发生以及国有股股东、法人股股东不断更换的背景下,现金股利便成了正在更换或即将更换的大股东从上市公司转移资金的手段,显露出大股东恶意套现的企图。

(2)市场融资成本和政策导向的影响。我国资金市场的发展还不完善及我国公司上市选择机制严重扭曲,使得我国上市公司股权融资成本远远低于银行贷款、发行债券等债务融资成本,加上上市公司为达到配股要求,很多上市公司都采用异常高派现的做法。

值得注意的是,我国的证券市场还是一个新兴市场,尚处于不断完善和发展过程中,市场中还没有形成正确的投资理念,上市公司在派发现金股利时受市场、政策以及大股东的影响较多,对自身长远发展的考虑较少,一直没有形成稳定、连续的现金股利政策。近几年来,一些上市公司的派现数额在各年度之间也很不平衡,有的年份很高,有的年份很低,有些上市公司多年不分配。由于上市公司缺乏规范的现金股利政策,导致了上述异常派现现象的发生,也不可避免地侵害了广大投资者的利益,使实现股东财富最大化的目标渐行渐远,这是需要引起重视的。

主要参考文献

- ① 姜文辉.上市公司股利分配形式之比较.财会月刊B,2004;4
- ② 周静.中国民营上市公司股利政策浅析.会计之友,2004;4
- ③ 魏刚.中国上市公司股利分配问题研究.大连:东北财经大学出版社,2001
- ④ 原红旗.中国上市公司股利政策的分析.财经研究,2001;3
- ⑤ 伍利娜,高强,彭燕.中国上市公司“异常高派现”影响因素研究.经济科学,2003;1
- ⑥ 袁天荣,苏红亮.上市公司超能力派现的实证研究.会计研究,2004;10
- ⑦ 王合喜,胡伟.我国上市公司现金股利分配政策影响因素研究.财务与会计,2004;2
- ⑧ 许翔.现金分红未必能最大化股东财富.证券时报,2005-02-04
- ⑨ 张凤莲.西方国家股利政策理论对我国的适用性管见.财会月刊B,2004;3
- ⑩ 董黎明.浅析上市公司异常派现.财会月刊B,2004;10