

上市企业超额派现行为经济影响分析

广东工贸职业技术学院 江暮红

摘要 近年来,我国上市公司通过派现进行分红的方式逐渐兴起,随之引发了种种异常派现现象,尤其是少许上市公司在派发现金的过程中完全忽视企业自身的盈利能力和现金支付能力,盲目派发,给企业造成了严重的不利后果。本文立足上市公司现金派送现状,将具有超额派现现象的DM公司选作案例,探讨造成其超额派现现象的原因以及带来的不利影响,为进一步缓解超额派现现象的发生提出合理的参考建议。

关键词 上市企业 超额派现 经济后果

DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2017.35.014

一、引言

西方国家通常把超额派现叫做“恶性分红”,指的是公司对股东的分红额度超过公司的盈利水平或者高于公司的债券利率水平。我国许多学者在对超额派现的概念方面存在分歧,有的把超额派现看作是股利超过股益的差额,有的则把超额派现看作是股利大于经营现金的差值,还有的学者把超额派现看作是股利大于收益的差值加上每股初期留存收益的总和。目前,超额派现的重要性愈发明显,一方面能够对上市公司的财务绩效造成影响,另一方面也会影响上市公司的业务规模和长期规划。

二、DM股利政策简介及其超额派现动机分析

(一)DM公司股利政策及行业对比分析 DM公司于2000年10月成立于中国深圳,其主要业务为通信设备制造与销售。随着生产规模的不断扩大和发展,DM公司2011年12月于深圳证券交易所上市,根据DM公司的财会统计信息显

示,直到2015年底,该公司所持整体股本达46409.626万股。同时,公司在股东股利分配上进行了多次的改革和完善。

(1)股利政策分析。根据DM公司的财务数据知悉,该公司在股利分配方面长期实行高额的现金派发方式,几乎每年都存在超额派现现象,直到2015年年底,DM公司总共对股东派发2.79亿元人民币,派发的额度相对较大。表1表明,DM在现金股利的发放方面相对稳定,每一股控制在2角人民币左右。此外,每一股的现金股利几乎每年都高出每一股的经营现金净流量,只有2013年是例外。但是在这种净流量为负的形势下,依旧没有影响到DM公司的现金分红,这必然制约了公司流动资金的使用,不利于公司的运营和业务规划。

任何公司的运营都是为了更好地发展和获取更大利润,上市公司也不例外,其运营的目标就是为了保证企业的持续发展和股东分红的增加,而这种超额派现现象因为

资本结构有其特殊性,其资产负债率通常显著高于12大行业中除金融业外的其他行业,因而普遍面临较大的财务风险;在融资结构方面,负债筹资占有很高比重,负债筹资中银行贷款比重较高,融资渠道较为单一。(2)宏观经济因素对房地产上市公司的资本结构具有显著影响,房地产上市公司的资产负债率与通货膨胀率、利率、货币供给增长率、股市收益率显著负相关,但与GDP增长率显著正相关,而财政支出增长率对其资本结构没有显著影响。(3)微观企业特征因素也对房地产上市公司资本结构具有显著影响,具体表现为公司规模、成长能力、营运能力与资产负债率显著正相关,而盈利能力、短期偿债能力与其呈现显著负相关关系。

基于上述研究结论,本文拟提出以下政策建议:(1)为增强房地产业宏观调控政策的针对性和有效性,政府应将促进经济发展、稳定物价水平、加速推进利率市场化进程作为工作的着力点和努力方向;(2)为提高自身管理能力和水平,房地产企业应在充分考虑自身特征因素的基础上,紧密结合宏观经济因素的变化来调整和优化资本结构。

*本文系湖北省教育厅人文社科重点研究项目(项目编号:16D008)阶段性研究成果。

参考文献:

- [1]陆正飞、辛宇:《上市公司资本结构主要影响因素之实证研究》,《会计研究》1998年第8期。
- [2]杨生辉:《对上市公司资本结构影响因素的实证研究》,《中国市场》2016年第21期。
- [3]洪熙锡、沈艺峰:《我国上市公司资本结构影响因素的实证分析》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2000年第3期。
- [4]姜国华、饶品贵:《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》,《会计研究》2011年第3期。
- [5]Marsh P. The choice between equity and debt: an empirical study. The Journal of Finance.1982.
- [6]Thippayana P. Determinants of capital structure in Thailand. Social and Behavioral Sciences.2014.

(编辑 章迪)

表1 DM历年股利政策

	2011	2012	2013	2014	2015
每股现金股利(元/股)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
每股经营现金净流量(元/股)	0.17	-0.14	0.24	-0.09	0.03
超额股利支付率(%)	76.47%	242.86%	0.00%	322.22%	233.33%
超额股利支付率行业均值(%)	33.37%	113.05%	45.71%	11.60%	36.14%
超额股利支付率行业均值(%)	是	是	是	是	是
超额派现率	43.10%	129.80%	0.00%	310.62%	197.20%

会制约公司现金流动而制约公司的发展,阻碍了公司的业务规划和规模扩大,因此DM公司的股利发放制度是存在缺陷的。

(2)行业对比分析。通过前面的分析,能够看出超额派现这种分红方式是不理智的,随着企业管理制度的完善以及经济市场规律的影响,使得超额派现现象也逐渐被缓解和改善。因为DM公司业务主要是计算通信设备制造和销售方面,所以笔者专门对该行业部分公司的股利分配和超额派现情况进行了整理,具体如表2和图1所示。

表2 计算通信设备类上市公司派现比例和超额派现比例统计表

	上市公司数	派现公司数	派现比例	超额派现数	超额派现比例
2011	173	114	67.63%	43	24.86%
2012	198	140	70.71%	66	33.33%
2013	216	151	69.91%	43	19.91%
2014	216	153	70.83%	32	14.81%
2015	227	165	72.69%	28	12.33%

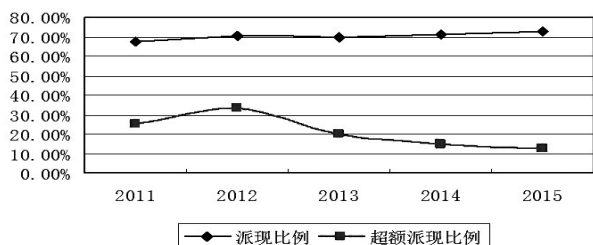


图1 计算通信设备类上市公司派现比例和超额派现比例变动图

表2和图1显示,2011年DM公司上市以后,计算通信设备行业内上市公司派现的数量以及比率呈现上升趋势,这足以说明该行业上市公司对股东分红依旧侧重于现金分红的方式,几乎每家上市公司或多或少都采用了这种方式。

(二)DM超额派现的动机分析。立足DM公司运营的现状和特点,笔者认为该公司出现超额派现现象的主要原因有以下几个方面:

(1)声誉信号传递。从企业发展的角度来看,超额派现这种分红方式是不够理智的,正是基于此,笔者专门把经济增加值(EVA)作为一项重要指标,来衡量DM公司的超额派现对公司的发展产生了怎样的不利影响。通常情况下,超额派现引发的不利影响是从下一年显现出来的,因此在整理数据表格时,选用的超额派现率都是滞后一期。表3和图2显示,DM公司的超额派现率以及EVA的变化趋势之间呈现一种相反的对立关系,既然超额派现会影响企业EVA的增加,那么DM公司为何还要坚持这种分红的方式呢?

DM公司在现金股利的发放方面相对稳定,可能是公司决策人员故意想通过这种外表看似稳定的现金分红制度,

表3 DM企业EVA和超额派现率同比变化统计表

	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	42594900.37	-91990950.43	-120620263.8	-69246979.9	-99985623.07
超额派现率	43.10%	129.80%	0.00%	310.62%	197.20%

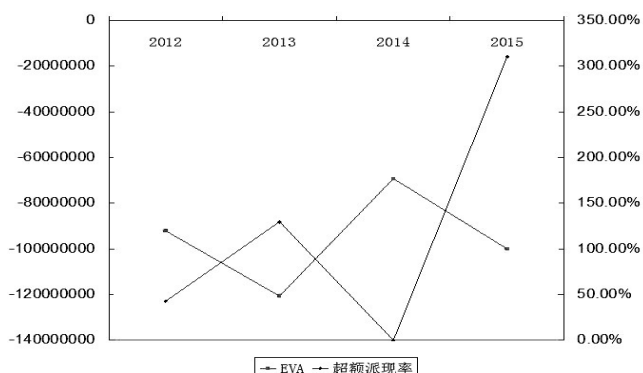


图2 DM公司EVA和超额派现率同比变化对比图

来向人们显示DM公司经营状况的持续良好。那么DM公司自2011年上市以来真的是持续保持良好的经营状况吗?由表4和图3可以看出,该公司的企业总资本确实是相对增长了,公司的净资产规模没有太大的波动,维持相对稳定的状态,除2012年公司每年都处于盈利状态。综合来看,DM公司不仅逐渐拓展了公司业务范围和规模,而且能够使得公司保持相对稳定的资产规模。

表4 DM主要财务指标

	2011	2012	2013	2014	2015
总资产(万元)	231162.05	231658.84	246186.35	240630.79	264609.76
净资产(万元)	222815.66	224005.69	220715.58	218398.71	217299.76
营业收入(万元)	48399.7	35491.36	75748.57	96054.84	97943.14

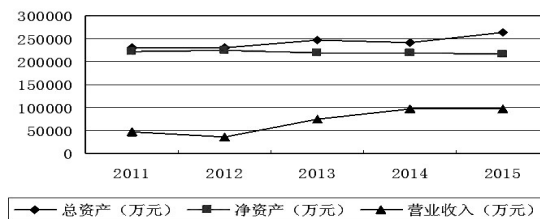


图3 资产规模和业务规模指标

通常情况下,一个公司如果具备稳定的分红制度,那么该公司必然会吸引投资者的青睐以及提升企业的口碑,进而促进公司发展,有利于公司业务规模的扩大。当然,DM公司的决策人员也会考虑到这一点,知道贯彻稳定的现金分红制度,有利于促进公司的发展,所以才持续进行现金分红,并将该种分红制度持续适用。这样也使得DM公司多次出现超额派现的现象。

(2)大股东利益输送。根据图4和表5可以看出,DM公司的实际控制人占有该公司70.26%的股份,不过紧跟其后的第二大股东则只占有该公司2.22%的股份,第一和第二之间就相差甚远,所以其他中小股东不能和公司实际控制人进行抗衡,也就出现了该公司“一股独大”的现象。那么在对公司股利分红制度的选用上,毫无疑问的由实际控制人刘某决定,其他中小股东无法充分行使代表意愿的表决

权。通过查阅相关资料知悉,DM在2011年上市初期,大股东占有的1100万股是按照一股3.02元人民币的价格买进的,对于该公司其他的中小股东而言,占有的股份是按照每一股53.8元人民币购买的,由此看来大股东和中小股东的持股成本并不平等。此外,由表6可以看出,自DM公司于2011年上市到2015年年底,根据超额派现的分红政策,该公司的实际控制人通每一年都能拿到3000万到5000万元的现金,其总收益远远多于一亿元人民币,这种情况导致的后果是,哪怕股份在流程过程中受到限制,实际控制人也完全能够获得投资收益。

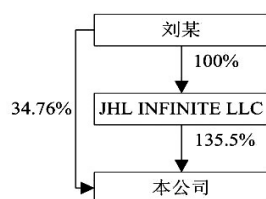


图4 实际控制人关系图

表5 实际控制人持股比例统计表

	2011	2012	2013	2014	2015
第一大股东	35.92%	35.79%	35.79%	35.83%	35.50%
实际控制人	71.09%	70.83%	70.83%	70.91%	70.26%

尽管一些上市公司的实际控制人知道超额派现对公司造成不利的影响,但是基于快速收回投资资本的目的,依旧会坚持适用超额派现的股利分红政策。

三、DM公司超额派现的经济后果分析

通过前面的分析,能够看出超额派现这种分红方式是不明智的,采用超额派现进行分红的上市公司的正常经营必然会受到不利影响。传统理论在分析这种分红方式造成的经济后果时,往往仅考虑对市场绩效的影响,却忽视了对上市公司实际生产经营中其他因素的影响。本文正是立足实际情况,在对超额派现的经济后果进行分析时,除了考虑市场绩效因素外,还要考虑财务绩效和财务政策这两个方面。

(一)对企业市场绩效的影响 本文选取DM公司2011~2015年对外公布股利分配制度的日期为基准点,然后对该基准点日期前后5天内DM公司市场和股票这两方面的走势展开分析讨论。

笔者发现该公司在公布分红制度当天的市场走势为高开低走状态,表明大多数投资者不看好这种分红制度。除此之外,笔者把公布分红制度日期前后5天用DM(-5,5)区间表示,并把这一区间相应的涨跌幅看作收益指标,然后和深证成指的涨跌幅进行对比,所得差额即为公司的超额收益,具体如图7-11所示。由图7-11中内容能够看出,尽管公布分红制度当天股价涨跌幅无多大变化,不过相较于之前的数据,能够发现存在正向的反应,这种走势优于市场走势,充分体现了这种分红制度的公布能够相应地刺激到大多数投资者。

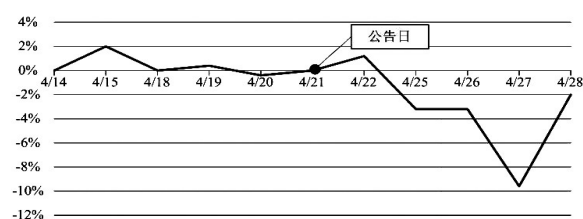


图7 2011年公告前后市场反应趋势图

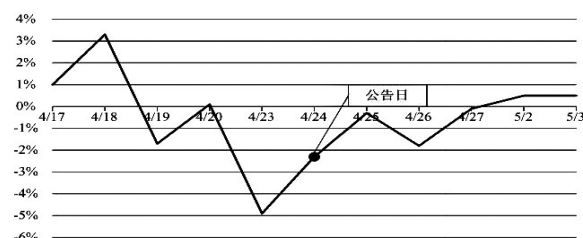


图8 2012年公告前后市场反应趋势图

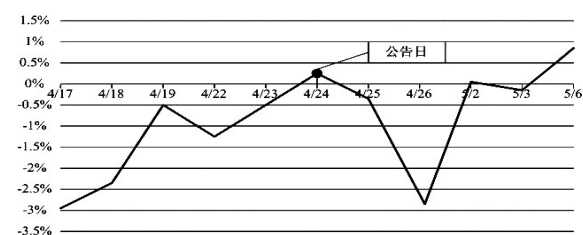


图9 2013年公告前后市场反应趋势图

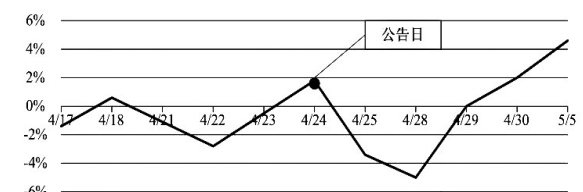


图10 2014年公告前后市场反应趋势图

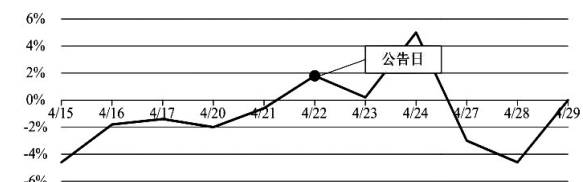


图11 2015年公告前后市场反应趋势图

(二)对企业财务绩效的影响 上市公司运营的目标是为了保证企业的持续发展和股东分红的增加,而这种超额派现现象因为会制约公司现金流动而制约公司的发展,使得公司的生产经营状况出现问题。而公司的生产经营状况必然是由财务状况反映出来的,也就是说,公司财务状况和超额派现之间存在间接的联系,可以通过对企业盈利能力、偿债能力等来分析这种分红方式对公司财务状况的影响。由于文章篇幅限制,本文仅从盈利能力方面进行分析。

由表7可以看出,2011年该公司在本年度内的盈利能力还可以,尤其是公司的销售净利率达到了25%,但是2011年以后,该公司的盈利能力呈现下降趋势。由图12可以看出,该公司盈利能力和超额派现率这两个指标之间存在负相关的关系,也就是说,当超额派现率逐渐走高的同时,企业

盈利能力随之下降。

表7

盈利能力指标

	2011	2012	2013	2014	2015
销售净利率	24.33%	12.05%	1.78%	6.45%	3.44%
总资产净利率	8.79%	1.85%	0.56%	2.55%	1.33%
净资产收益率	9.48%	1.91%	0.61%	2.82%	1.54%

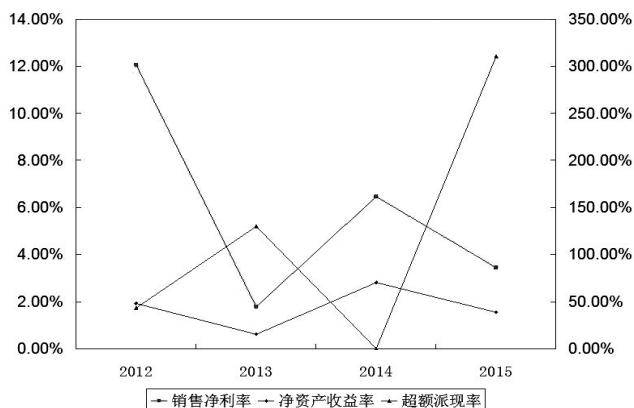


图12 盈利能力指标

通过以上分析可以看出,公司采用超额派现的分红方式虽然能够向外界显示公司的稳定性,但是实质上会对公司的财务状况带来负面影响,阻碍企业的盈利和发展。

(三)对企业财务政策的影响 当上市公司对股东的分红出现超额派现现象时,该公司财务部门必然会把企业的流动资金首先用于现金分红,对公司业务规模及对外投资都会产生一定的影响。根据相关资料知悉,DM公司从上市以来逐渐扩大投资规模,特别是近几年,虽然该公司在贯彻超额派现的分红制度,但是公司的投资规模并没有受到很大影响,且投资规模扩大显著。可见,只要指定科学合理地投资政策,就算是超额派现这种分红制度,也不会阻碍公司投资规模的扩大。如图13所示:

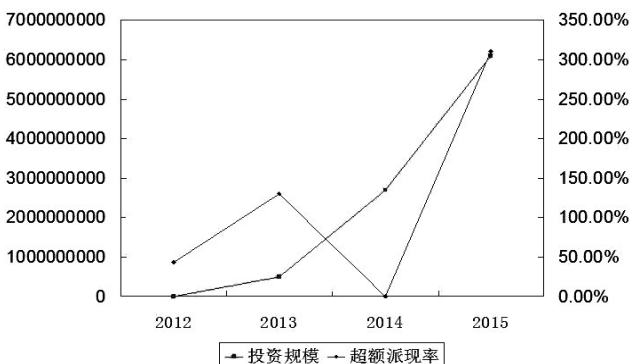


图13 DM投资规模变化趋势图

此外,当上市公司对股东的分红出现超额派现现象时,往往进行分红的现金股利会超出现金流量净额,导致该公司不具备充足的现金来填补股利的空缺。为了解决这一问题,公司可以选用过去未进行分红的股利来派现,或者通过向市场融资的方式筹得资金进行分红派现。

综上所述,公司的财务状况会受到超额派现这种分红

方式的影响,但是如何影响,影响的程度如何,要看不同公司的生产经营以及分红制度贯彻情况来决定,每一家公司财务状况受影响的情况并不是一样的。

三、结论

(一)从上市公司的角度规范 就我国上市公司的特点来看,其内部股权在划分上相对集中,企业决策权被大股东所占有,中小股东的话语权相对较弱,在企业重大问题决策上,无法与大股东对抗,进而出现了“一言堂”的现象。针对这种缺乏民主的企业决策机制,需要完善股东大会以及股东代表大会,通过投票方式来决定企业重大事项的变更,进而保证中小股东参与到企业的决策环节之中,提高中小股东的企业责任感和自身使命感。除此之外,为了保障中小股东的利益,还可以通过强化和完善独立董事制度来实现,发挥其在公司决策中的重要性。

(二)从监管部门的角度规范 当上市公司的股东分红出现超额派现现象时,公司的决策人员要及时公布相关信息。对外公布的信息不仅包括造成超额派现的原因,还要披露该公司坚持的股利分红制度,从而保障信息披露的有效性和透明性。如果公司存在“一股独大”现象,同时又存在超额派现现象,那么应该由专门的监管部门对该企业的分红政策进行审查,查看握有决策权的大股东和超额派现之间是否存在不正当的联系,并保证对外公布信息披露的时效性。对与受审查企业存在业务关系的会计事务所、审计事务所等监管机构也要进行及时地审查,查看是否存在故意的恶意串通,并及时对外进行信息披露。

此外,要通过完善相关法律来实现对中小股东权益的保护,可以规定上市公司的公司章程中必须明确控股股东赔偿制度,且指明该种赔偿制度的适用条件、赔偿方式等内容,由此可以对控股股东起到一定的规范作用,防止做出损害中小股东的决策。

(三)从投资者的角度规范 许多投资者在追求利益最大化的过程中,往往忽视所投资上市公司内部的决策情况,不参与到公司的管理中去,只关注自身的利益所在,这样就给了公司控股股东在决策方面“一股独大”的权利,所以,为了能够准确地保护自身利益,投资者需要积极参与到股东大会中去,对一些重大事项进行讨论和表决。此外,当投资者的正当利益受损时,可以采用集体诉讼制度进行司法救济,维护自身合法权益。

参考文献:

[1]高峻、闻襄鸿:《上市公司异常高派现与不派现行为的实证研究——基于股权结构视角》,《财会通讯》2016年第26期。

[2]卓雅心、郑蓉、干胜道:《基于公司治理的上市公司异常派现行为研究》,《财会月刊》2015年第14期。

(编辑 杜昌)