

# 发挥股东大会对上市公司利润分配决定权

□中国社科院金融研究所 王国刚

股利分配是上市公司以经营业绩回报股东和维护股东权益的重要方式,也是股东实现投资收益的重要方式。从历史角度看,上市公司的分红方式包括现金分红、股份分红、实物分红和债务分红等几种。但在中国,1996年以后,A股上市公司的现金分红屡屡成为股市投资者关注的焦点问题。其背景大致有二:一是少数上市公司财务造假,引致股市投资者对上市公司的财务真实性产生质疑,要求通过现金分红来体现财务的真实状况;二是在股市行情下行的条件下,一些人认为,这种下行的行情与上市公司现金分红的数量不够有关。换句话说,只要上市公司能够充分进行现金分红,股市下行的行情或许能够逆转,至少能够缓解,因此要求上市公司提高现金分红比例。

自1996年起,证监会就上市公司的现金分红问题先后出台了多项规定。其中,1996年7月24日出台《关于规范上市公司行为若干问题的通知》(证监上字[1996]7号);2001年3月28日出台《上市公司新股发行管理办法》;2006年5月6日出台《上市公司证券发行管理办法》;2008年10月7日出台《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(中国证监会第57号令)。

## 一、上市公司现金分红的财务效应

强调现金分红的有一个主要依据是,只有如此,才能有效维护股东权益。有人甚至认为,现金分红的程度,反映着上市公司维护股东权益的程度。但从财务角度看,大量现金分红并不利于维护股东权益。主要理由有三:

第一,在一年的经营运作过程中,如果一家上市公司处于盈利状态,那么在年终结算时,就有可供股东分配的税后利润,按理它应当进行现金分红。但问题在于,要进行现金分红,它就必须有足够数量的现金以供分红所需。假定这家上市公司某年的税后利润总额为1.2亿元且税后利润的获得是各月平均的(即每月获得1000万元的税后利润),那么在现金分红需要达到当年税后利润的1/3以上时,公司需要准备的现金数额至少应当达到4000万元(除去进行现金分红时的各种费用)。由此,为了进行现金分红,公司可选择操作的方案有二:一是公司从9月份开始累积现金(即在产品销售并获得现金后,将这些销售收入以货币资产方式存入银行,不再投入经营运作);二是在进行现金分红的月份之前,通过各种方式(如从银行获取贷款、发行债券或增发股票等)从外部融入可用于分红的现金。

从第一种方案看,有三方面情况是不利于维护股东权益的:首先,在其他条件不变的情况下,公司前8个月每月因有着税后利润1000万元投入经营运作,所以生产活动、市场销售等处于持续展开过程中;但从9月开始,为了累积现金,这一扩展过程需要突然停止,9月以后的经营运作只能依8月的规模“停步不前”。这不仅意味着公司可得市场占有率没有提高,而且意味着将这些市场份额拱手让与竞争对手,为来年的经营运作扩展留下了种种困难,这是股东权益的间接损失。其次,公司从9月份开始累积4000万元的资金(以各现金分红),实际上是将资产置于最无效率的境地(众所周知,在各类资产中,货币资产的流动性最高,但收益率最低)。假定公司的资产收益率达到10%,银行贷款利率为7%左右,在正常情况下,公司资产收益率应高于银行贷款利率才可能借入银行资金),那么,4000万元资金损失的收益可能达到百万元以上,这是股东权益的直接损失。或许可以将这些资金投资于金融市场购买短期内可变现的金融产品(如债券等),以减少因现金存放于银行所蒙受的收益损失。但这些金融投资依然有风险,一旦市场价格波动引致投资亏损,可能给股东带来的利益损失更大。同时,就一家上市公司而言,可以这么操作,但众多的上市公司在几乎同一时间内集中将资金投放有限的金融产品上,不仅将引致这些金融产品的价格上行,而且从中国目前的金融市场格局看,是否有足够的金融产品可供投资也是问题。最后,在资产负债表中,“未分配利润”计入“股东权益”范畴,是公司净资产的重要组成部分,部分净资产是公司从银行获得贷款的基本抵押品。假定公司的资产负债率为50%,则4000万元的累积利润,意味着公司实际损失的资产规模达到8000万元。也许有人认为,公司在累积分红利润中,依然可用这些利润承担对应的银行贷款,但问题在于,一旦这些利润用于现金分红,公司将立即陷入银行贷款抵押品不足的境



地。这种现象也许可以通过各种的公关活动暂时缓解,可一旦成为行为习惯,年年抱着侥幸的心理,恐怕不利于公司行为的规范化,也不利于维护股东的长期权益。如果公司经营运作和市场营销条件比较复杂,则不利于维护股东权益的情形也就更多。

从第二种方案看,首先,公司要能够从银行获得贷款(但不说办理手续的时间耗费和成本)的前提下,公司尚可用于抵押的资产(或者说,假定公司可得贷款的余量未用完)。如果这一前提不存在(即公司已无争取增量贷款所需的净资产),那么公司就已不可能从银行获得增量的新贷款。在公司尚可从银行获得贷款的条件下,一个基本问题是,公司在正常的经营运作中为什么不将这种可得贷款借入以发挥资产规模的最佳配置?换句话说,如果公司屡屡要等现金分红才充分利用可得贷款余量并成为一种习惯的话,实际上意味着,公司正常的经营运作并未发挥资产规模配置的最佳效益,这显然不利于“为谋取股东权益最大化”目标的实现。其次,从发行债券看,一方面在中国目前条件下,公司申请发行债券需要经历较复杂的审批手续,一旦审批时间滞后于现金分红的时点,公司就将陷入资金周转的困境。另一方面,既然公司具备了发债条件(除去审批时间和成本不谈),那么在正常的经营运作过程中为什么不申请发债而需要等到现金分红的资金不足时才申请?提出疑问的原因是,发债成本(包括债券利率)低于银

行贷款,对公司经营运作来说,这是有利于扩大资产运作规模、提高资产运作效率的措施。这种选择显然不符合维护股东权益的要求。如果公司年年将现金分红寄托于发债,那么,早晚就遇到债券发不出而现金分红也不能兑现的难题。退一步说,假定一家上市公司可以通过发债来缓解现金分红的资金压力,那么,众多上市公司在近乎同一时间发债,其结果不仅可能遇到债券难以发出的困境,而且可能遇到发债成本上行的困扰。最后,通过增发新股获取资金来满足现金分红的要求,即便不论其他条件是否允许,仅从时间上看几率就非常之低。它恐怕也不是维护股东权益的有利之策。

第二,对投资者而言,在公司股利分配中可选择方案至少有二:一是获得现金股利,二是获得股份股利。假定,某家上市公司的股利分红有10股送3股和10股配3元现金两种选择,那么,哪种方案更有利于持有股票的投资者?从现金分红来看,在10股配3元的条件下,投资者实际得到了2.4元(股息率为20%);分红后,由于该公司股票的利好消息(分红)出尽,除权股的价格可能从原先的10元/股下降到9元/股。持100股的投资者的股票资产价值从原先的1000元(10元/股×100股),改变为900元(股票市价)+24元(现金分红)。即便该公司在新的一年里,经营效率达到了原有的水平,股价再次上升到10元/股,投资者的资产价值也仅为1024元(即股

1000元+现金分红24元)。从股份分红来看,在10送3的条件下,公司股价将下降到7.69元/股(10元/股÷1.3股),因此,就股票资产价值没有增加。但因公司的资产没有减少,市场占有率在继续扩大,如果经营效率达到了原有水平,则公司股价还将回到10元/股,此时持股投资者的股票资产价值达到了1300元,显然高于前种分红方式。因此,从财务角度看,现金分红不一定是更有利于维护股东权益的方式。

现金分红使持股投资者有了直接可见的投资回报,这在心理上不仅有利于提高他们的投资热情,而且有利于提高他们对上市公司的信任程度。但从理性角度看,持股投资者需要通过股利分红获得现金的实际含义是什么?可能的解释有三:一是需要现金。但这一解释在多数情况下不成立。因为他们可通过出售股票来获得现金,而且出售股票获得的现金额明显大于分红获得的现金额,且时间不受限制,所以,没有必要等待有限的现金分红。二是利用分红利好背景下的股价上行出售股票(包括解套)。股市有句名言:“股价再高也有套牢者”。原因是,任何股票的交易价格总是在买卖双方交易中形成的,对股票的卖方是解套、获利等,对股票的买方则是入套。显然,这是一种利己而非有利于他人(投资者)的解释。如果要是摆脱“利己而不利他”的困境,那么,在年年分红中就需要证明,个股价格的总趋势是

一个不断上行的过程,但不从理论上还是各国和地区的股市实践上,这都没有得到证实。因此,这种解释在理性上也不成立。三是通过现金分红检验上市公司的财务状况。例如,1996年以后的一段时间内,为了避免继续发生公司盈利水平的虚假,投资者要求上市公司进行现金分红。因为现金分红需要拿出真金白银,如果公司实际盈利水平与披露的财务报表数据不一致,则公司可能陷入现金分红的困境。就此而言,现金分红作为一种普遍地选择通过增加银行贷款来进行现金分红的话,那么,可能在经过多年整治且上市公司的财务监管日益严格的背景下,再强调这一理由是否合适,值得认真思考。

第三,从对经济运行的影响看,上市公司分红选择哪种方式,通常对经济运行和金融运行没有直接影响。但在两种情况下,它实际上有着重要的影响:其一,如果上市公司比较普遍地选择通过增加银行贷款来进行现金分红的话,那么,可能在几个(如2个月)内,突发性引致银行贷款集中增加;或者上市公司比较普遍地选择发债来满足现金分红的资金需求,那么,可能在股利分配期间发生公司债券的突发性地集中发行。这些金融活动,与经济运行对资金的需求并无直接关系,但它在短期内集中增大了金融交易量。需求得不到充分满足,上市公司的正常经营运作秩序就可能被打乱,由此,将不同程度地影响到经济运行的秩序和效率。其二,在上市银行采取现金分红的条件下,可能引致这些上市银行短期内的放贷能力突然减弱。2011年,16家上市银行的利润总额在9000亿元左右,假定其中的1/3用于现金分红,则需要3000亿元。由于这些利润在未分配时记入上市银行的净资产范畴,在银行资本计算中属于“核心资本”,所以,按照资本充足率8%计算,3000亿元的核心资本本来可支持37500亿元的新增贷款(即便按照中国银监会贯彻巴塞尔Ⅲ中关于资本充足率11%的要求,3000亿元核心资本也可支持27000多亿元的新增贷款)。这意味着,如果这些利润用于现金分红,则上市银行在现金分红后的一段时间内失去了可新增贷款的资本支持,由此,不仅将明显影响到这些上市银行的新增贷款能力,而且将明显影响到经济运行和金融运行中的新增贷款数量。假定2012年预期新增贷款总额为8万亿元,按照3000亿元现金分红减少上市银行新增贷款能力27272.73亿元,后者占前者的比重为34.09%。当然,这些上市银行也可以选择发行新股来弥补由于现金分红引致的核心资本减少,但不论是配股还是增发新股,且不论审批程序的复杂和时间耗费,即便是准许新股发行了,上市银行从股市投资者手中募集的资金数额也将大于他们现金分红的数额,结果是,一方面上市银行在现金分红和新股发行中付出了巨额的费用(这些费用最终是由股东偿付的),影响了经济运行和金融运行中的新增贷款在时间上的连续供给;另一方面,又通过新股发行从股市投资者手中获取了更多的资金。这种结果,对于股市的健康发展和维护投资者利益究竟有多少益处值得进一步探究。

## 二、上市公司现金分红的法治效应

从各国《公司法》中看,利润分配的权利均归股东大会,即由董事会提交分配方案,由股东大会做出决策。中国《公司法》第38条将“审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案”列入了股东会行使的职权范畴,这意味着,如何分配利润、以什么方式分配利润、分配利润占未分配利润的比例以及何时分配利润等均应由上市公司股东大会决定,他人不应直接插手于此。《公司法》之所以要做出这一规定,主要原因在于,“利润分配”不仅是实现股东投资回报的重要渠道和实现股东权益的重要方式,而且这一结果将直接影响到上市公司后续的经营运作状况和全体股东的权益状况。

对上市公司而言,是否进行利润分配,至少有三种情况是需要重视的:首先,与商业银行等金融机构中获得贷款、发行债券、增发股票等相比,利润留存是各种获得资金中成本最低的方式。因此,如果上市公司在来年的业务扩展中需要对应地增加可运作的资本性资金,那么,这些资本性资金如何解决是关切着各位股东的基本利益的大事,应由股东大会议决。将税后利润以留存方式转化为上市公司的可运作资金,是内源性融资的根本路径。从国内外数据对比中可以看到,中国企业(包括上市公司)的内源性融资占资金来源的比重明显低于发达国家。就此而言,中国企业较多地依赖于外源性融资,所以融资成本高于发达国家。其次,税后利润是否留成关切着上市公司的一系列创新发展。众所周知,在展开技术创新、产品创新和市场营销创新等过程中,上市公司的运作存在着诸多风险。创新并非每每成功,在遇到损失的场合,用何种资产抵补这些损失?在上市公司运作中是必须充分考虑的问题。在缺乏利润留存的条件下,上市公司总账将表现为亏损,这使得它要继续获得外源性融资将遇到种种困难,有着“雪上加霜”的效应,甚至可能引致相关创新无疾而终。在有着较充分利润留存的条件下,“未分配利润”可用于弥补公司在创新中的损失(如果弥补了这些损失后还有剩余,上市公司总账上依然表现为有

盈利),由此,上市公司的外源性融资条件恶化也就有了较好的防范机制。从这个意义上说,是否有较充分的利润留存,对支持上市公司的各项创新有着至关重要的后续资金保障功能。最后,上市公司在经营运作过程中,市场条件也在不断变化,利润留存成为抵御市场风险的重要机制。市场风险的发生,对上市公司而言,主要表现为盈利水平降低。在公司当年经营亏损的条件下,如果前些年有着“未分配利润”,则公司依然有着较强的利润分配能力,这有利于公司扭亏为盈策略的展开,也有利于在一定程度上继续支撑公司的股价。

不难看出,《公司法》中有关“审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案”属于股东大会职权范畴的安排,有着深刻的经济根据和法理根据。

值得特别关注的是,上市公司的资产及其运作结果事关全体股东的权益和利益发展。按照经济学原理和法治原理,行为者必须为行为结果负责。但在强制上市公司现金分红中,行政机制的决定者并不直接为上市公司的运作结果负责。这不仅突破了法律赋予上市公司的权利,而且给上市公司中股东大会的决策带来了新的不确定因素。另一方面,上市公司中各个股东之间存在着一些利益诉求不一致的现象是正常的(如果各个股东的利益诉求都是一致的,也就没有必要召开股东大会议决相关事项了)。这些不一致应通过各个股东之间协商解决(其中,一个最基本的规则是,股东依照股权数量进行投票表决),而不是由股东之外的其他主体直接介入股东之间来解决。

以利润分配为例,一些股东可能强调进行现金分红,以利用现金分红这一利好信息支持下的股价上行时机,卖出股票;一些股东可能更强调股份分红,以增加手中持有的股份数量;持有资金的投资者则希望以较低的股价购买含有分配权的股份。在这些利益关系相互矛盾的条件下,简单突破法律赋予上市公司股东大会的利润分配权利,直接干预它们的利润分配过程和利润分配比例,是一种不合适的制度选择。

## 三、上市公司现金分红的市场效应

现金分红并非影响股市走势的唯一因素,也不是影响股市走势的主要因素。

股市走势受到众多因素的影响。从2007年以后的A股市场走势看,在各种影响因素中,宏观经济政策取向对经济运行态势具有决定性意义。在此背景下,上市公司利润分配和现金分红对股市的影响力度相当有限。2008年,A股市场的上证指数跌幅达到65.39%,位列全球第二,远超过了金融危机爆发地美国道琼斯30种工业平均指数跌幅为29.42%、纳斯达克100指数跌幅为34.83%、标普500指数跌幅为33.99%。在市场中参与者强烈呼吁下,尽管监管部门出台了有关干预上市公司现金分红的规定,将上市公司连续3年累计现金分红占实现利润的比例从20%提高到30%,但股市走势并未因此明显改观。2011年下半年以后,要求上市公司现金分红的呼声再起,中国证监会于2012年5月4日出台了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,但股市走势依然没有明显起色。2012年9月27日,上证指数跌破2000点(为1999.48点);2012年11月再次跌破了2000点关口。另一方面,权威报告认为:“沪市上市公司现金分红总体水平逐年提高,凸显了良好的投资价值。一是沪市上市公司的现金分红总额逐年上升。仅2011年就达4720亿元。现金分红上市公司数量与占比平稳上升,截至2011年底,连续十年分红的上市公司129家,占上市满十年

上市公司总数的18.5%;连续五年2007-2011)分红金额超过50亿元的公司12家;股利支付率连续五年超过40%的公司24家。二是整体股息率也逐年上升。2009-2011年分红的公司平均股息率(以年末收盘价计算)分别为0.85%、0.94%和1.49%。2011年,以工商银行为代表的一批权重股股息率超过1年期银行存款利率(9%)。其中,股息率超过3%的上市公司52家,超过5%的公司14家,连续三年均超过3%的公司5家。”显然,上市公司现金分红及其比例高低并非引致A股市场走势的主要原因。

自1978年开始的改革,以“经济体制改革”为重点,推动了30多年来的经济高速增长和市场化建设。这一改革的实质在于,改变以行政机制支配经济运行的状况,充分发挥市场经济在配置资源方面的基础性作用。中国A股市场起步于1990年,是建立市场经济新体制的产物。但20多年来,A股市场运行中,行政机制依然起着重要的作用(在某些场合甚至是支配的作用)。从这个意义上说,要推进A股市场的规范化和健康发展,维护股东权益和保护投资者,重要的不在于每每求助于运用行政机制来突破法律赋予上市公司的各项权利,而在于按照市场机制的要求,深化A股市场的体制机制改革。就利润分配而言,要切实落实《公司法》赋予上市公司股东大会的各项权利,将利润分配政策的权利归还给股东大会,由股东们共同决议相关事项。