

上市公司有现金分红能力吗？

——基于上证红利 50 指数成份股的分析

谢德仁 林乐

（清华大学经济管理学院，北京 100084）

摘要：公司的可持续分红能力取决于同时拥有正值的留存收益和充足的源自自由现金流（FCF）的自由现金，没有后者的分红属于庞氏分红。本文利用上证红利 50 指数成份股公司的数据研究表明，即使是上交所眼中分红表现优秀的上市公司，其真实分红能力也是很差的：FCF 和逐年累计 FCF 过半数为负，有 85.25% 的年度分红属于庞氏分红，且这些公司都曾发生过庞氏分红。本文的发现部分解释了我国上市公司长期不分红或少分红的原因，也意味着利益相关方应关注如何改善上市公司自由现金流的创造能力以切实提升其可持续分红能力。

关键词：分红能力；自由现金流；庞氏分红

Abstract: Companies with sustainable cash dividends payment capacity should have positive retained earnings and adequate free cash arising from free cash flow (FCF). Without the latter, the payments are, in the nature, a kind of Ponzi Scheme (hereafter, Ponzi dividends payment). Using the data of SSE Dividend 50 Index companies, We find that, even those with excellent cash dividends payment performance identified by the SSE, the true cash dividends payment capacity is poor: more than half of the firm-year level and firm level observations of FCF and cumulative FCF are negative, 85.25% of dividends payments are the Ponzi ones, and all of these companies had paid Ponzi dividends at least once. Our findings suggest that the regulators should focus on the free cash flow generating ability of listed companies and take effective measures to help listed companies to achieve good free cash flow objectives.

Key words: Dividends Payment Capacity, Free Cash Flow, Ponzi Dividends Payment

作者简介：谢德仁，清华大学经济管理学院教授。林乐，清华大学经济管理学院博士生。

中图分类号： **文献标识码：** A

引言

近几年来，我国资本市场与上市公司治理最热门的关键词之一就是“现金分红”（以下简称为分红）。如，证监会于 2008 年发布施行《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，对上市公司分红提出了一系列监管要求，并细化了公司现金分红与股权再融资的关系，要求上市公司“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”才有再融资资格。2012 年 5 月，证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》，要求上市公司必须要在公司章程中明确董事会、股东大会关于现金分红政策的决策程序和机制，并明确公司现金分红政策的具体内容（如现金分红间隔期、现金分红占可供分配利润的比例等）。这些规定也同样适用于首次公开发行股票的公司。各地证监局也加强了对上述规定执行情况的检查力度，上市公司纷纷为此修订公司章程。2013 年 1 月，为执行证监会的前述通知，上海证券交易所专门发布《上海证券交易所上市公司现金分红指引》，要求在上交所挂牌的上市公司应当明确现金分红相对于股票股利在利润分配方式中的优先顺序，每年度实施现金分红。

数据统计结果显示，2008 年至 2010 年，实施现金分红的上市公司家数分别为 856 家、1006 家和 1321 家，占有上市公司家数的比例分别为 52%、55% 和 61%；现金分红金额分别为 3423 亿元、3890 亿元和 5006 亿元；平均每股现金分红金额分别为 0.08 元、0.09 元和 0.13 元；而上市公司现金分红总额占当年所有上市公司实现的净利润总额的比例分别为

41.69%、35.85%和 30.09%。¹证监会促进公司现金分红的监管措施取得了一定成效。在安青松（2012）^[4]、张跃文（2012）^[9]等看来，我国上市公司分红公司占比、分红净利润占比、股息率、分红持续性和集中度等指标趋近成熟市场水平。但也有学者对监管机构的半强制分红政策提出了批评（李常青等，2010；张婷等，2013）^{[5][8]}。

面对证监会和交易所针对上市公司现金分红日益严格的监管措施和似乎取得些许监管成效且渐次乐观起来的数据，我们不由会问，且不论上市公司主观上是否具有分红意愿，而从客观角度看，上市公司是否真有较强的或很强的分红能力？进一步看，我国上市公司是否会面对分红的监管和舆论压力，而在不具备分红能力之情形下强行分红，从而造成一些公司存在或轻或重的超过分红能力带有“庞式骗局”特征的分红（亦即，股东获得的红利其实来自公司筹资活动融入的现金）问题（以下简称为“庞式分红”问题）呢？

为解答上述困惑，我们基于谢德仁（2013）^[7]对企业分红能力的研究和计量方法，利用上证红利 50 指数成份股公司的相关数据来研究我国上市公司的真实分红能力和是否存在庞式分红问题。

理论基础、方法和研究样本

一、理论基础：企业分红能力

谢德仁（2013）指出，企业分红的本质是股东在合法地行使剩余索取权——分走企业的现金，而企业的分红能力系指企业股东在正值的留存收益所给定的价值边界内可持续地分走企业源自自由现金流（free cash flow）之自由现金（free cash）的能力。在谢德仁（2013）^[7]看来，留存收益仅是企业主要利益相关方达成共识的一种意见而已，其本身是无法用于分配或投资与花费的，其意义在于匡算股东可以合法自由行使的剩余索取权之价值（金额）边界，企业分红是股东在此边界内合法自由地分走企业的现金（除非合约限制，否则其行使一般无需事先征得债权人等其他主要利益相关方的同意）。为此，企业拥有正值的留存收益，仅仅说明企业股东拥有自由分走企业现金的合法权利而已，到底能否行使此权利，还取决于企业在分红决策日是否有自由现金（除向股东分配之外无其他可真正增加股东财富之用途的存量现金），若没有自由现金，则企业无足够现金可供股东分走，企业不具有分红能力。从股东价值创造角度看，这些自由现金还应该源自企业的自由现金流，因为源自债权融资的自由现金只是暂时性的自由现金，而源自股权融资的自由现金分配给股东其本质是股东拿回自己投入企业的本金，实质不是分红。换言之，当企业股东通过分红分走的现金不是企业自身经营或投资活动所创造出来的，而是来自企业筹资活动融入的现金，在性质上属于带有庞氏骗局特征的庞氏分红，若较长时期内均如此，则从特征及性质上可认定为企业客观上在玩庞氏骗局（虽本意未必如此）。总之，企业在某个时点具备分红能力的充要条件是企业留存收益为正值，同时还拥有源自自由现金流的自由现金，亦即，企业分红能力受制于源自自由现金流的自由现金和留存收益这双重边界。

按照谢德仁（2013）^[7]所界定的企业分红能力，需先厘清自由现金流和自由现金。自 Jensen（1986）^[1]关于企业自由现金流和代理成本的研究以来，学术界围绕自由现金流展开了较为深入的研究，但目前来看仍未能就自由现金流的计量达成共识，主要争议在于企业的某些现金流出在性质上属于自由现金流之计量组成部分（计量自由现金流时应予以扣除）还是属于自由现金流之运用（计量自由现金流时不应予以扣除）。学术界关于自由现金流之计量广为采用的方法是 Lehn and Poulsen（1989）^[3]和 Lang et al.（1991）^[2]率先采用的，但这一计量方法存在重大缺陷（谢德仁，2013）^[7]。

谢德仁（2013）^[7]提出了自由现金的概念，并对其计量方法进行了初步研究。正如他所指出的，自由现金流和自由现金之间不存在直接的期初存量加上当期净流量等于期末存量之

关联关系，自由现金的计量比自由现金流的计量要难得多。就学术研究而言，尽管特定时点（如公司股东大会批准公司分红方案的时点）的现金存量之中有多少属于自由现金很难计量，但不妨可以假定公司在 IPO 时现金存量之中无任何自由现金（反而要靠股权融资来满足各类活动的现金需求），这样，就可以加总某个公司 IPO 之后自由现金流为该公司 IPO 以来可供向股东进行自由分配的自由现金之最高额（对于 1998 年之前 IPO 的公司，还没有编报现金流量表，不妨以其 1998 年后的第一次股权融资为准来测算），实际属于股东价值创造且可分配给股东的自由现金在此限额内肯定有少无多（谢德仁，2013）^[7]。然后，可以此加总的自由现金流扣除公司 IPO 或其他可计量年度以来分配给股东的红利以确定公司是否存在庞式分红问题。当然，这还可以通过逐年度和逐年累加来观察。

我国资本市场各利益方对上市公司分红能力的关注主要还是挂钩在留存收益上，而基本没有与公司是否拥有足够的源自自由现金流的自由现金相挂钩（王树年和于渤，2010）^[7]。

二、研究方法

按照谢德仁（2013）^[7]，自由现金流是指当期经营现金流中除向股东自由分配外无其他可增加股东财富之用途的现金流，可以按照下面的方法来计量自由现金流：

$$\text{自由现金流 (FCF)} = \text{经营现金流} - \text{利息支出} + \text{投资现金流} \quad (1)$$

在等式（1）中，经营现金流和投资现金流都是以相应活动的现金流入减去现金流出；利息支出都是当期公司实际支付给金融机构等的利息，而非仅仅财务费用之中的利息支出（亦即还包含当期支付但被资本化的利息支出）。

在 FCF 的基础上，我们通过扣除分配的现金股利来观察企业是否存在庞氏分红：

$$\text{FCFd} = t \text{ 年 FCF} - t+1 \text{ 年分配的 } t \text{ 年现金股利} \quad (2)$$

在后面的研究中，我们除了计量样本公司各年度当期的 FCF 和 FCFd 之外，还累计其自可计量年度以来至各当期的累计自由现金流量（FCFs）以及累计扣除已分配的现金股利之后的剩余自由现金流（FCFds）。由于我国上市公司自 1998 年才开始编报现金流量表，故将可计量年度确定为 IPO 年度（针对 1998 年及其后 IPO 的公司）或者 1998 年后第一个股权再融资年度（针对 1998 年前 IPO 的公司）。这一可计量年度的确定是基于融资有序理论，企业有现金需求时优先自有现金，然后才是外部的债权融资和股权融资，由于债权融资时点难以清晰界定（IPO 前后都在持续发生着），故选择有数据可计量的股权融资时点，这样，就可假定企业在 IPO 时或股权再融资时手头无任何可供向股东分配的非暂时性自由现金，故可自此年度开始计量其当期和累计的自由现金流及分红后的剩余自由现金流。若 t 年的 FCF 为负值或者 FCFd 指标为负值，则说明仅就当年的自由现金流而言，公司没有分红能力或若分红则存在庞氏分红行为嫌疑（没有分红则不存在庞式分红行为）。若自可计量年度至当年累计的 FCFds 为负值还在下一年分配了当年的现金红利，则说明其一定发生过庞氏分红行为。为了便于描述和比较，且我们主要关心的上述指标为正值还是负值，故把上述指标基本采用除以 t 年末的总资产来去规模化（案例分析除外）。

三、研究样本

上海证券交易所自 2005 年 1 月 4 日开始编制发布上证红利 50 指数。上证红利 50 指数是挑选在上交所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的 50 只股票作为样本，以反映上海证券市场高红利股票的整体状况和走势。鉴于上证红利 50 指数成份股公司在上市公司分红方面的代表性，本文为此特选取 2005-2012 年上证红利 50 指数成份股公司来观察上市公司的分红能力。²本文总共得到 399 个公司年观测，其中 2009 年只有 49 家公司。由于曾列其中的莱钢股份（代码为 600102）在 2011 年末公告终止上市，其财务数据是缺失的，故将其

剔除。然后，再剔除掉现金流特征很特殊的金融行业公司（金融行业第一年没有入选，接着四年每年仅一家公司入选，2010年、2011年和2012年分别有5家、7家和9家公司），最后得到373个观测值。主要财务数据来源于CSMAR和Resset（锐思）数据库。数据缺失主要通过手工查阅上市公司年报补充，其中现金分红的缺失值则由巨潮网中上市公司公告予以补充。

上证红利 50 指数成份股公司的分红能力：自由现金流视角

一、基于 2005-2012 年间自由现金流的分析

首先，我们对 2005-2012 年上证红利指数成份股公司在此期间的自由现金流进行了描述性统计，见表 1。从表 1 的 Panel A 可以看出，现金股利（变量名称为 DIV）均值占年末总资产的比重为 2.06%，且有 43 个公司--年的现金分红为 0，占全样本的 11.53%，这说明入选上证红利指数公司并不意味着其在入选年度的下一年一定会针对入选年度利润进行分红，这在一定程度上说明上市公司分红不稳定或不持续。就 FCF 来看，无论均值还是中值都是负数，说明半数以上的观测值（公司--年）在 2005-2012 年间的自由现金流创造并不太好。从 FCFd 来看，均值和中位数都是负值，说明至少一半以上的观测值没有分红能力或存在庞氏分红嫌疑（因为这些公司不但 FCF 为负值且在此期间大都有分红）。表 1 的 Panel B 给出了上证红利 50 指数成份股公司的 FCF 和 FCFd 指标分年度的均值/中值情况，从中可以看出，Panel A 中的自由现金流特征并非某些年份所导致，在 2005-2012 年期间，2012 年度外的各年度 FCF 和 FCFd 指标的均值和中值都是负数。

表 1 上证红利 50 指数成份股公司分红和自由现金流描述性统计（2005-2012）

Panel A: 2005-2012 年上证红利 50 指数成分股自由现金流描述性统计									
变量	N	Mean	Std	Min	Q1	Median	Q3	Max	
DIV	373	0.0206	0.0180	0.0000	0.0079	0.0158	0.0305	0.0986	
FCF	373	-0.0268	0.0881	-0.3330	-0.0730	-0.0172	0.0271	0.2191	
FCFd	373	-0.0474	0.0857	-0.3330	-0.0936	-0.0358	0.0059	0.2086	
Panel B: 上证红利 50 指数成份股公司的自由现金流按年度统计情况									
变量/年份		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCF	均值	-0.0381	-0.0205	-0.0395	-0.0332	-0.0136	-0.0452	-0.0204	0.0004
	中值	-0.0180	-0.0102	-0.0252	-0.0312	-0.0075	-0.0238	-0.0236	0.0068
FCFd	均值	-0.0651	-0.0439	-0.0587	-0.0472	-0.0300	-0.0637	-0.0433	-0.0233
	中值	-0.0410	-0.0333	-0.0496	-0.0509	-0.0128	-0.0408	-0.0361	-0.0203
Panel C: 自由现金流相关指标负值公司占比									
变量/年份	合计	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
观测数 N	373	50	49	49	49	48	45	43	41
FCF 负值	60.05%	66.00%	55.10%	67.35%	67.35%	54.17%	64.44%	61.90%	41.46%
FCFd 负值	72.39%	82.00%	71.43%	77.55%	71.43%	60.42%	77.78%	73.81%	63.41%

表 1 的 Panel C 给出了全样本和各年度的 FCF 和 FCFd 指标为负值的样本占比情况，可以看出，假若统计期间各公司都有分红的话，则 72.39%的观测值（公司--年）存在庞氏分红嫌疑（FCFd 为负值），仅就各年 FCF 来看，60.05%的观测值是没有分红能力的。从 Panel B 和 Panel C 分年度的统计还可以看到，自由现金流的变化趋势大约为：2007 年达到最差，其后在 2010 年又一次迎来低谷。

二、基于各公司累计自由现金流的分析

虽然从上面 2005-2012 年期间分年度的 FCF 和 FCFd 指标来看，大部分观测值存在庞氏

分红嫌疑（没有分红能力而分红），但这一观察存在一个漏洞，那就是，公司当年自由现金流为负值或自由现金流不足以支付红利，但以前年度创造了较大的自由现金流，累计了足够的自由现金，亦即公司年初的现金存量中可能存在大量的源自自由现金流的自由现金。为此，我们将计量上证红利 50 指数成份股公司自其可计量年度（IPO 年度或 IPO 年度后第一次股权再融资年度）以来的前述自由现金流相关指标的累计数。

由于上证红利 50 指数成份股公司每年都有一定的调整，且并非所有公司都有着很长的入选历史（如，在 2005-2012 年间上证红利 50 指数成份股公司中，连续 8 年一直为该指数成份股的公司只有 11 家公司），为此，我们将选取入选该指数的次数不少于 4 年的 44 家公司来展开下面的研究。³如前述，由于我国现金流量表是从 1998 年开始编制的，且我们假定公司在 IPO 或股权再融资时，其现金存量中无任何自由现金，故我们将统计这些样本公司在可计量年度（IPO 年份或 1998 年后第一次股权再融资年份）至 2012 年期间逐年测算的自可计量年度至各当年连续累加的 FCF 和 FCFd 累计数（FCFs 和 FCFds 指标），总共得到 539 个累计数观测值（公司-截至某年）。

表 2 是我们对前述 44 家公司自可计量年度至 2012 年的累计 FCFs 和 FCFds 进行的描述性统计，反映了样本公司自可计量年度累计到各当年的自由现金流和扣除累计分红后剩余自由现金流情况。从表 2 的 Panel A 可以看出，这 44 家公司自可计量年度开始至 2012 年每个年度的 FCF 和 FCFd 指标的情况与表 1 差不多，均值和中值都是负数。从累计数来看，FCFs 和 FCFds 的均值和中位数都是负数，且后者的 75%分位数还是负数，说明确实这些公司大部分年份都没有分红能力或存在庞氏分红行为。表 2 的 Panel A 列示了对这些公司在本文对其统计期间各年（即 539 个公司-年）的加回利息支出和现金股利之后的筹资活动现金流（CFF），可以看出均值和中值都是净流入，分别达总资产的 6.21%和 4.39%。初步来看，若非筹资活动现金净流入，很多公司连庞氏分红能力也不具备。

表 2 中 Panel B 列示了上述 44 家公司自可计量年度开始至 2012 年每个年度自由现金流和逐年累计自由现金流相关指标负值及庞式分红年份的频次与占比。理论上，只要滚动累计到 t 年的 FCFds 为负值且分红的就是庞氏分红，因此我们首先统计样本中上市公司是否进行现金分红（当年有分配现金红利的为 DIVF=1，否则为 0），然后在 DIVF=1 的基础上区分是否属于庞氏分红（FCFds<0 为 Ponzi=1；否则为 0）。表 2 中 Panel B 显示，全样本下，各公司--年度的 FCF 为负值的比例高达 57.51%；44 家公司自可计量年度至 2012 年期间不断累计的自由现金流 FCFs 为负值的比例高达 64.56%，扣除现金分红后的累计 FCFds 为负的观测值占比高达 85.53%；539 个公司--年的全样本中有分配当年现金红利的观测值（公司--年）平均占 90.54%（参 Panel B 的 P_DIVF），为 488 个公司--年（参 Panel B 的 N_DIVF），这是因为有的公司在统计期间的某个年份没有进行分红。488 个年度分红观测值中被判为“庞氏分红”的比例高达 85.25%（参表 2Panel B 的 P_Ponzi）。具体的自由现金流及累计自由现金流负值占比分年度看大致有一个先降后升，到 2007、2008 年为高峰，后略有下降。

表 2 1998-2012 年 44 家上证红利指数成份股公司的自由现金流及累计自由现金流情况

Panel A: 自由现金流及累计自由现金流描述性统计								
变量	N	Mean	Std	Min	Q1	Median	Q3	Max
FCF	539	-0.0222	0.0946	-0.3541	-0.0746	-0.0158	0.0401	0.2776
FCFd	539	-0.0487	0.0937	-0.3821	-0.0958	-0.0368	0.0123	0.2480
FCFs	539	-0.0873	0.1916	-0.6162	-0.2317	-0.0900	0.0502	0.4795
FCFds	539	-0.2076	0.1860	-0.6626	-0.3558	-0.2061	-0.0611	0.2808

CFF	539	0.0621	0.1093	-0.2166	-0.0057	0.0439	0.1139	0.7687
-----	-----	--------	--------	---------	---------	--------	--------	--------

Panel B: 自由现金流相关指标负值及庞式分红年份频次和占比分析

变量/年度	全样本	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
N	539	8	14	23	34	39	40	42
FCF	57.51%	87.50%	71.43%	52.17%	47.06%	51.28%	47.50%	59.52%
FCFd	71.06%	87.50%	92.86%	65.22%	70.59%	61.54%	55.00%	78.57%
FCFs	64.56%	87.50%	78.57%	65.22%	61.76%	51.28%	47.50%	61.90%
FCFds	85.53%	87.50%	100.00%	82.61%	82.35%	82.05%	70.00%	80.95%
P_DIVF	90.54%	50.00%	57.14%	86.96%	91.18%	94.87%	92.50%	97.62%
N_DIVF	488	4	8	20	31	37	37	41
P_Ponzi	85.25%	100.00%	100.00%	80.00%	80.65%	83.78%	70.27%	82.93%

变量/年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
N	42	43	43	43	42	42	42	42
FCF	54.76%	48.84%	60.47%	65.12%	50.00%	66.67%	69.05%	59.52%
FCFd	76.19%	69.77%	81.40%	72.09%	57.14%	76.19%	76.19%	69.05%
FCFs	61.90%	60.47%	69.77%	74.42%	66.67%	66.67%	69.05%	71.43%
FCFds	85.71%	88.37%	95.35%	88.37%	85.71%	83.33%	88.10%	90.48%
P_DIVF	97.62%	100.00%	97.67%	88.37%	85.71%	90.48%	92.86%	78.57%
N_DIVF	41	43	42	38	36	38	39	33
P_Ponzi	85.37%	88.37%	95.24%	89.47%	86.11%	81.58%	87.18%	87.88%

Panel C: 44 家上市公司各自自由现金流相关指标为负值及庞式分红的年份频次与占比分析

	N	Mean	Min	Q1	Median	Q3	Max
FREQ_	44	12.25	2	11.5	12	14	15
FCF_Y	44	7.05	2	5	7	9	12
FCFd_Y	44	8.70	2	7	9	10	14
FCFs_Y	44	7.91	1	3.5	9	11	15
FCFds_Y	44	10.48	2	9	11	13	15
Ponzi_Y	44	9.45	1	8	10	11.5	15
FCF_S	44	58.27%	13.33%	44.16%	60.00%	73.33%	100.00%
FCFd_S	44	71.66%	20.00%	61.54%	75.00%	83.97%	100.00%
FCFs_S	44	65.86%	7.69%	31.19%	75.00%	100.00%	100.00%
FCFds_S	44	85.95%	20.00%	79.17%	100.00%	100.00%	100.00%
Ponzi_S	44	86.35%	21.43%	78.41%	100.00%	100.00%	100.00%

最后,我们又把 539 公司年观测合成前述 44 家公司各自的观测(即公司层面的观测值),描述性统计见表 2 中 Panel C。FREQ_为每家公司在 1998-2012 年观测期间出现的频次,可以看出,在这 44 家公司中,大部分公司都有 12 年以上的观测年份(2 年的只有一家公司)。在 Panel C 中,相关变量后加后缀“Y”的表示,某家公司有多少年 FCF 相关指标为负值或庞式分红年份数;相关变量后加后缀“S”是指,某家公司 FCF 相关指标为负值或庞式分红的年份占其自身可计量年度至 2012 年间的占比(如某家公司自可计量年度至 2012 年为 10 年,其中有 7 年 FCF 相关指标为负值,则占比为 70%)。

可以看出,这 44 家公司中各单年度 FCF 和 FCFd 为负值的平均年份(FCF_Y 和 FCFd_Y)

分别为 7.05 年和 8.70 年，而累计的 FCFs 和 FCFds 指标为负值（FCFs_Y 和 FCFds_Y）的平均年份分别为 7.91 年和 10.48 年，可判断为庞氏分红的平均年份（Ponzi_Y）为 9.45 年。而 44 家公司 FCF 相关指标为负值的年份占其自身可计量年度至 2012 年间的总年份之比例来看，各单年度的 FCF 和 FCFd 为负值的年份占比（FCF_S 和 FCFd_S）平均为 58.27% 和 71.66%，各公司自可计量年度至 2012 年期间累计的 FCFs 和 FCFds 指标为负值的年份比例（FCFs_S 和 FCFds_S）平均为 65.86% 和 85.95%，存在庞氏分红行为的年度分红比例平均达 86.35%（这是把 44 家公司各自的庞式分红占比求平均，并非如同前面那样把 44 家公司的 488 个分红年度观测值放在一起计算庞式分红占比）。从最差的公司来看，FCF_Y 和 FCFd_Y 指标分别连续 12 年和 14 年为负值，而 FCF 相关指标为负值的年份占其可计量年度至 2012 年的总年份之比例为 100%，亦即有公司在所有观测年份里的自由现金流和累计自由现金流及其扣除现金分红后的剩余自由现金流和累计剩余自由现金流都是负的，这意味着该公司在本文统计的所有年份中的分红都是庞氏分红，股东分到的现金都是来自于其股权或债权融资带来的现金。综上所述，这 44 家入选上证红利指数 4 次以上的成份股样本公司均发生过“庞氏分红”行为。

案例分析：JFX 公司的分红能力解析

最后，我们选取一个典型的 JFX 公司做个案研究，截至 2012 年末，这家公司连续 8 年入选上证红利 50 指数，数据跨度年限均是 1998-2012 年，除头两年中的一年没有分红，其余年度都进行了现金分红。CFO、CFI、CFF、CFF_E、CFF_D、Interest、FCF、FCFs、DIV、FCFds 分别是经营活动现金净流量、投资活动现金净流量、筹资活动净融入现金（以筹资活动现金净流量加回利息支出和现金股利支付）、股权筹资净融入现金、债权筹资净融入现金、年度利息支出、年度自由现金流、截至当年度累计自由现金流、年度现金红利、扣除分红后的截至当年度累计剩余自由现金流（均以亿元为单位）。

表 3 列示了 JFX 公司自 1998-2012 年的相关现金流数据。可以看出，除了 2002、2004、2005 和 2012 年外，其余年度 FCF 其余全部为负（其中，2002 和 2004 年正的金额很低），而自 1998 年以来至各年度累计的自由现金流 FCFs 都为负值，说明该公司一直没有真正可持续的分红能力。但是该公司除未针对 1999 年利润进行分红外，其他年份都有分红。那么，其分给股东的现金来自何处呢？自然是来自股东自身和融资性债权人，这表现为其筹资活动净流入差不多呈现间隔两至三年增加、最近三年猛增的趋势，同时利息支出呈现逐年递增且近三年有跳跃增加的趋势。从总计数据来看，在 1998-2012 年间，该公司的经营活动现金净流量为-32.28 亿元，投资活动现金净流量为-70.04 亿元，筹资活动净融入现金达 218.59 亿元（主要来源于债权融资，债权融资取得的现金净流入累计有 182.42 亿元，达到总融资额的 83.45%），而支付利息 51.58 亿元，现金分红 28.34 亿元。可以看出，在这 15 年间，其自身根本没有创造出可供股东分走的自由现金流（累计自由现金流 FCFs 为-153.90 亿元），股东分红和支付的利息其实都来自筹资活动现金流入。因此，从自由现金流来看，JFX 公司不仅长期存在严重的庞氏分红行为，且银行等债权人从该公司获取的利息也基本上是来自其借贷给该公司的本金（股权融资融入的现金远不足经营和投资活动所耗费的现金），故在客观意义上存在构成庞氏骗局行为之嫌疑。

表 3 JFX 公司的相关现金流数据（亿元）

年份	CFO	CFI	CFF	CFF_E	CFF_D	Interest	FCF	FCFs	Dividend	FCFds
1998	0.95	-1.90	2.54	3.06	-0.52	0.03	-0.97	-0.97	0.04	-1.01
1999	1.99	-3.15	2.22	0.03	2.19	0.39	-1.54	-2.51	0.00	-2.55

2000	0.56	-2.34	4.19	1.66	2.53	0.44	-2.21	-4.72	0.89	-5.65
2001	2.90	-2.64	1.45	0.13	1.31	0.54	-0.28	-5.00	0.15	-6.07
2002	0.43	0.14	0.26	0.02	0.24	0.50	0.06	-4.94	1.48	-7.49
2003	3.12	-8.61	8.27	7.82	0.45	0.34	-5.83	-10.77	1.93	-15.25
2004	1.13	-0.47	-0.28	0.14	-0.42	0.50	0.16	-10.61	2.16	-17.25
2005	6.00	0.27	1.72	0.03	1.69	0.65	5.62	-4.99	2.47	-14.10
2006	-0.63	-5.44	6.57	0.06	6.51	1.65	-7.72	-12.71	3.09	-24.91
2007	-5.24	-13.06	37.46	15.00	22.46	2.51	-20.80	-33.51	2.07	-47.79
2008	7.40	-9.40	-4.31	0.21	-4.53	2.94	-4.94	-38.45	3.11	-55.84
2009	-2.82	-12.08	23.40	2.99	20.41	7.16	-22.07	-60.52	3.11	-81.01
2010	-46.04	-6.61	68.03	0.68	67.36	6.64	-59.29	-119.81	2.24	-142.54
2011	-49.59	1.93	69.70	0.13	69.58	11.31	-58.97	-178.79	2.24	-203.75
2012	47.54	-6.67	-2.63	4.21	-6.84	15.98	24.89	-153.90	3.36	-182.24
总计	-32.28	-70.04	218.59	36.17	182.42	51.58	-153.90		28.34	

从 JFX 公司案例来看，与前面的发现相一致，我国上市公司的自由现金流创造能力差确实并非仅存在于某一时期的现象，而是可能长期存在。进一步看，由于自由现金流创造能力差，导致公司其实长期缺乏持续分红能力，若公司还持续进行分红，则会长期存在庞氏分红行为和问题，甚至有的公司在较长时期内连支付给债权人的利息也是来自于债权筹资所融入的现金，更加使得这些公司在客观上具有庞氏骗局的特征（尽管主观意愿上未必如此）。无疑，上市公司真实分红能力很差在根本上有损于我国资本市场的健康发展。

结论

本文利用上证红利 50 指数成份股公司的数据从自由现金流视角对我国上市公司真实分红能力进行了经验研究。研究结果表明，即使是上交所眼中分红表现优秀的上市公司，其真实分红能力也是比较差的，且存在较为严重的庞氏分红问题，有的公司甚至长期存在严重庞氏分红问题。本文的发现意味着，监管机构强制上市公司进行分红是不可行的，需要解决的是如何改善我国上市公司可持续的分红能力问题，进而需解决如何改善公司的自由现金流创造能力问题。否则，在上市公司分红能力普遍比较差的情形下强制上市公司分红，只能是加剧上市公司和资本市场的短期行为，使得庞氏分红行为较大面积地存在于我国资本市场之中。本文的发现也说明，且不论我国上市公司主观上的分红意愿，他们客观上就欠缺分红能力，这可以部分解释我国上市公司为什么长期不分红或少分红之原因。

【基金项目：本文为国家自然科学基金（项目批准号为 71172010）和教育部高等学校博士学科点专项科研基金（项目批准号 20100002110060）的阶段性研究成果。】

注释：

1、但上述平均数据意义不是很大，现金分红存在较大的行业差异和企业规模差异。如在 2008 年至 2010 年实施现金分红的上市公司中，金融保险业和采掘业两大行业企业分红金额平均占比分别为 50%和 22%，合计占比为 71.52%。其他差异参“证监会有关部门负责人就上市公司现金分红答记者问”，2012 年 5 月 9 日，证监会网站。

2、依据我们对全部非金融行业上市公司 2001-2012 年自由现金流数据的初步统计，发现有 56.8%的观测值（公司-年）的自由现金流为负值，与下面表 1Panel C 中的相关统计接近，也说明本文的样本具有较好的代表性。

3、入选该指数达4年及4年以上的公司共有45家，由于其中的马钢股份（600808）自1994年IPO后一直没有股权再融资，而上市公司自1998年才开始编报现金流量表，故难以计量其IPO后的自由现金流累计数。为此，我们剔除了马钢股份。限于篇幅，略去这44家公司的具体名单。

参考文献：

- [1] Jensen, Michael C.. The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers [J].*American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [2] Lang, Larry H. P., René M. Stulz and Ralph A. Walkling. A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns [J].*Journal of Financial Economics*, 1991, 29: 315-335.
- [3] Lehn, K., and A. Poulsen. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions [J].*Journal of Finance*, 1989, 44: 771-787.
- [4] 安青松. 中国上市公司分红现状与趋势研究[J].证券市场导报, 2012, 11: 15-19.
- [5] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J].经济研究, 2010, 3: 144-155.
- [6] 王树年, 于渤. 上市公司分红与经营绩效的关系探讨[J].证券市场导报, 2010, 6: 45-50.
- [7] 谢德仁. 企业分红能力之理论研究[J].会计研究, 2013, 2: 22-32.
- [8] 张婷, 于瑾, 吕东锴. 强化现金分红政策的合理性之实证研究——基于投资者回报视角[J].证券市场导报, 2013, 4: 67-71.
- [9] 张跃文. 我国上市公司现金分红决策研究[J].证券市场导报, 2012, 9: 27-32.