

科创板企业高派现的合理性分析——以倍轻松为例

陈涛琴

上海大学悉尼工商学院, 上海 201899

[摘要]本研究聚焦于科创板企业高派现的合理性分析,以深圳市倍轻松科技股份有限公司为案例,深入探讨了其高派现的合理性。研究表明,倍轻松高派现的股息政策合理性存疑,主要体现在经营现金流可持续性差,有较好的投资机会,且偿债压力较大。这种情况下,倍轻松依然采用高派现的股息政策是因为,公司大股东股权集中度较高,且内部治理存在多权合一现象,高派现是为了迎合大股东的利益,同时也满足了机构投资者的现金流回报要求。本研究试图回答科创板企业高派现的市场争议,以期对股利政策的制定提供参考。

[关键词]科创板;高派现;合理性

DOI: 10.33142/mem.v5i3.12825

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

Analysis of the Rationality of High Cash Dividend for Enterprises on the Science and Technology Innovation Board——Taking Breo as an Example

CHEN Taoqin

SILC Business School, Shanghai University, Shanghai, 201899, China

Abstract: This study focuses on the rationality analysis of high cash dividend for enterprises on the science and technology innovation board, and takes Shenzhen Breo Technology Co., Ltd. as a case study to explore the rationality of its high cash dividend in depth. Research has shown that the rationality of Breo's dividend policy of high cash dividend is questionable, mainly reflected in the poor sustainability of operating cash flow, good investment opportunities, and significant debt repayment pressure. In this situation, Breo still adopts a high cash dividend because the concentration of equity among major shareholders of the company is high, and there is a phenomenon of multiple powers merging in internal governance. The high cash dividend is aimed at catering to the interests of major shareholders and also meeting the cash flow return requirements of institutional investors. This study attempts to answer the market controversy surrounding high cash dividend in science and technology innovation enterprises, in order to provide reference for the formulation of dividend policies.

Keywords: science and technology innovation board; high cash dividend; rationality

引言

十九大报告提出:要在2020~2035年重点提高我国科技硬实力,逐步迈入科技创新型国家。为了实现这一战略目标,上交所于2019年6月正式成立了科创板;并实行注册制。因此,科创板成立是为了立足于世界科技前沿、面向经济主战场、满足国家重大战略需求;创建能够突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。但是近年来,科创板的企业高派现层出不穷。据表1可知:截至2022年12月31日;科创板内共有361家公司派发现金股利;占比超过70%。其中:有154家公司现金分红比例 $\geq 40\%$;190家公司每股现金股利 ≥ 0.3 ;高派现公司占比48.81%。

越来越多处于成长期的科创企业“倾囊”现金分红,媒体、投资者均纷纷产生大量质疑,这种现象收获大量关注的同时也带来了更多市场争议。第一,科创企业是否具备分红条件?第二,科创企业“倾囊”现金分红是否会损害科创企业的科创性和成长性?也就是科创企业高派现是否合理呢?深圳市倍轻松科技股份有限公司(股票代码:

688793,以下简称:倍轻松)一经上市便高额派现引来大量新闻媒体的质疑,相关新闻报道层出不穷。因此,本文以倍轻松为例,并分析倍轻松高派现的合理性,试图回答市场的争议。

表1 科创板高派现现状(单位:家)

| | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | | 2022年 | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 数量 | 占比% | 数量 | 占比% | 数量 | 占比% | 数量 | 占比% |
| 现金分红比例 $\geq 40\%$ 的公司 | 33 | 7.47 | 89 | 17.84 | 144 | 27.85 | 154 | 30.56 |
| 每股现金股利 ≥ 0.3 的公司 | 41 | 9.28 | 119 | 23.85 | 169 | 32.69 | 190 | 37.7 |
| 高派现公司 | 52 | 11.76 | 151 | 30.26 | 221 | 42.75 | 246 | 48.81 |
| 科创板公司总数 | 442 | | 499 | | 517 | | 504 | |

数据来源:CSMAR数据库

1 文献综述

1.1 股利分配理论

已有对股利分配解释的主要理论有代理理论、“一鸟在手”、信号传递,以及企业生命周期理论。首先,代理

理论认为，公司分红可以减少企业内部现金流，抑制管理层将资源分配在非盈利项目上，从而缓解代理问题（La Porta et al., 2000）。其次，“一鸟在手”理论认为，股东厌恶风险，股利收入比留在公司的留存收益更可靠（Gordon, 1962）。第三，信号传递理论认为，公司进行高分红，向外界传递了经营业绩好的信号，增加投资者信心；同时，也有人认为高分红也可能向外界传递公司没有好的投资机会的坏消息（Bhattacharya, 1979）。第四，企业生命周期理论认为，企业在不同的生命周期，对现金流的需求不一样，对于处于成长期的企业，其投资机会较多，现金需求较大，现金分红较少；反之，对于成熟期的企业，其投资机会较少，企业更偏向于将现金流回馈给股东（DeAngelo et al., 2006）。

1.2 高派现相关研究

已有文献主要从公司治理结构解释了企业高派现的原因。高峻和闻襄鸿（2016）认为，在我国，公司要么高派现，要么不派现，这种异常派现主要是受公司治理结构的影响，包括股权集中度、股权性质、股权制衡度等。刘孟晖和高友才（2015）研究发现，股权性质显著影响公司的股息政策，尤其是在非国有企业。刘孟晖和武琼（2016）、刘孟晖和侯月娜（2018）认为管理层利用公司的现金流进行过度投资，股东为了缓解这种代理问题，采用高派现可减少经营者对公司资源的控制。陆正华和伍雪婷（2020）研究发现，两权合一的股东结构增强控股股东高派现的意愿，与中小股东共享红利。

2 案例背景

2.1 倍轻松公司基本情况

倍轻松的前身是深圳市康思电子有限公司，由赖金华、夏伟新和曾中莲于2000年7月5日共同出资50万元成立。赖金华作为第一大股东出资比例达到70%，剩余两位股东分别占比29%和1%。随后几年经历一系列的名称变更、股份改制，2007年2月2日，公司完成整体变更，重新命名为深圳市倍轻松科技股份有限公司，注册资本为500万元，股东也变为马学军和汪养青，出资比例分别为90%和10%。于2021年成功上市（688793）。倍轻松的主营业务是生产眼部、颈部、头部、等多个部位的便携按摩器产品，并于2005年被列入深圳高新技术企业名单以来。

2.2 倍轻松的股权结构

随着公司对外融资，马学军的持股比例持续被稀释，从2018的72.02%下降到2022年的40.13%，但仍然是公司的第一大股东，且具有相对控制权。而第二大股东为汪养青，是马学军前妻，持股比例为5.58%。此外，如表2可知，该公司的其余股东股权较为分散，即马学军对公司具有绝对的高表决权。高表决权可使得公司的经营决策按照大股东马学军的意愿执行。

表2 2018年-2022年倍轻松前十大股东持股变化（单位：%）

| 前十大股东 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 马学军 | 72.02 | 54.02 | 53.75 | 40.31 | 40.31 |
| 汪养青 | 8.47 | 7.47 | 7.43 | 7.43 | 5.58 |
| 深圳市鼎元宏投资有限公司 | 8.47 | 8.47 | 8.43 | 6.32 | 6.32 |
| 珠海欢乐世纪股权投资基金 | 2.95 | 2.95 | 2.93 | 2.20 | - |
| 李践 | 2.12 | 2.12 | 2.11 | 1.58 | - |
| 利维喜健康食品贸易（上海）有限公司 | 2.00 | 4.00 | - | - | - |
| 深圳市福田红土股权投资基金合伙企业 | 1.97 | 1.97 | 1.96 | 1.47 | 1.12 |
| 深圳市倍润投资有限公司 | 1.06 | 1.06 | 1.05 | 0.79 | - |
| 深圳市赫峰正富咨询合伙企业 | 0.95 | 0.95 | - | - | - |
| 青岛赫廷科技有限公司 | - | 10.00 | 9.95 | 7.46 | 7.46 |
| 莘县日松企业管理咨询中心 | - | 7.00 | 5.82 | 4.36 | 4.36 |
| 蔚叁投资 | - | - | 3.98 | 2.99 | 2.27 |
| 中国建设银行股份有限公司-华宝生态中国混合型证券投资基金 | - | - | - | - | 1.22 |
| 全国社保基金五零三组合 | - | - | - | - | 1.14 |
| 安信证券投资有限公司 | - | - | - | - | 1.03 |

数据来源：倍轻松2018年~2022年年报，CSMAR数据库。

2.3 倍轻松历年高派现情况

倍轻松的高派现主要体现在其分红现金占公司净利润较高，尤其在2021年。如表3可知，倍轻松在2018年现金分红占当年净利润的比例为10.2%，2019年为38.35%，而在2021年上市后，其现金分红占当年净利润的比例达到了72.87%。而当年的研发投入占净利润的比例仅为51.38%。那么，倍轻松的这种高派现行为是否合理呢？

表3 倍轻松2018年-2022年现金分红情况（单位：万元）

| | 2022年 | 2021年 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|--------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 现金分红 | 1999.30 | 6694.10 | - | 2100.08 | 459.99 |
| 研发投入 | 5732.82 | 4720.19 | 3689.12 | 4056.67 | 2557.80 |
| 净利润 | -12443.23 | 9186.19 | 7045.81 | 5476.71 | 4509.72 |
| 现金分红占比 | - | 72.87 | - | 38.35 | 10.20 |
| 研发投入占比 | -46.07 | 51.38 | 52.36 | 74.24 | 56.72 |

数据来源：倍轻松2018年~2022年年报。

3 倍轻松高派现的合理性分析

3.1 经营活动现金流充裕但可持续性存疑

首先，本文从现金流的可持续性角度分析其高派现的合理性。据图1可知，倍轻松在2018年维持较高的现金流水平，但是之后，其每股现金流急剧下降，2022年甚至下降到了负的现金流。而其每股现金分红甚至与每股经营活动现金流呈现相反的关系。可以看出，倍轻松从经营活动造血现金流的可持续性在逐渐降低。在这种情况下，高派现会进一步降低企业内部的现金流，尤其在2022年

出现了负现金流，这严重增加了企业经营的负担。

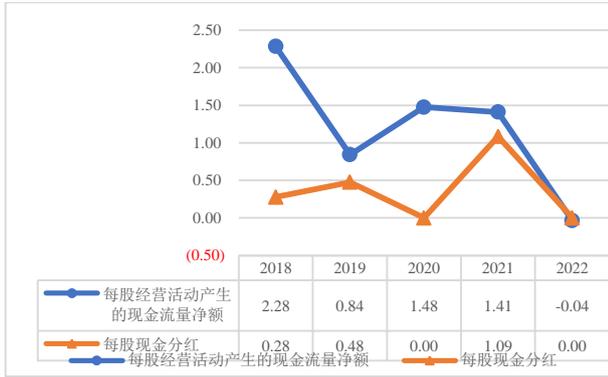


图1 每股经营活动产生的现金流和每股现金分红趋势图

数据来源：CSMAR 数据库，倍轻松 IPO 招股说明书和年报。

3.2 成长期有较大投资机会

其次，本文从投资机会角度分析其高派现的合理性。倍轻松所处的按摩器行业有较大投资机会，政策环境利好。按摩器行业处于迅猛发展时期，消费市场规模大，发展潜力较强。根据前瞻产业研究院的报告，可知，全球按摩器市场已经进入发展期，预计未来几年将继续保持稳步增长，并预期到2026年，全球按摩器市场的总体规模将达到236亿美元。近年来，“中医+科技”这一理念在当前智能按摩器市场中占据重要作用，随着政策的推动，智能按摩器行业的市场潜力将进一步释放。这些都进一步证明了当前环境中，该行业内有较大的投资机会。据图2可知，倍轻松所在行业（证监会分类C39）的营业收入呈现稳定增长。但是倍轻松的营业收入增长率的波动较大，在2020年行业收入稳定增长的同时，该公司的营业收入增长率呈较大幅度下滑。尤其是2022年，虽然可能受到外部宏观环境下滑的影响，行业收入增长率有一定放缓，但倍轻松却急剧下降，并远低于行业均值。可以看出，倍轻松所在行业有较高的投资机会，这种环境下，企业应该需要更多的现金流用于投资和研发等，并开拓更多市场。但是高派现会降低企业的现金流，与行业增长机会相悖。

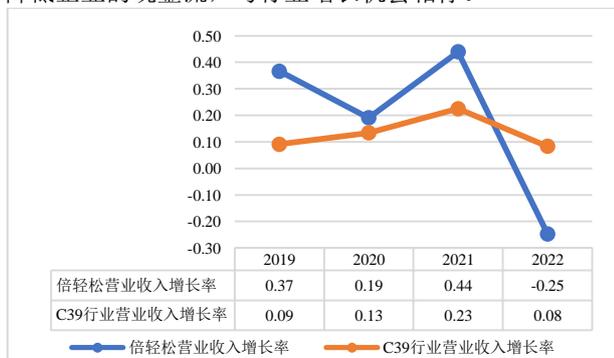


图2 倍轻松和该行业营业收入增长率对比图

数据来源：CSMAR 数据库。

3.3 高偿债压力与高派现相悖

第三，本文从企业偿债压力角度分析其高派现的合理性。据图3可知，2018年~2022年间，倍轻松的资产负债率一度达到50%以上，整体位于行业均值水平之上。虽然该数值在2021年有所下降，但于次年出现大幅度的反弹。而在偿债压力较大的情况下，通过高派现将现金流分给股东，挤压了公司内部的留存收益，增加了未来债务履约的风险。一旦公司资金流断裂，债权人的权益将无法得到保障，但是股东却提前通过高派现实现了现金收益。因此，偿债压力较大的情况下仍然高派现实际上是股东提前侵占了债权人未来的收益，损害了债权人的利益。

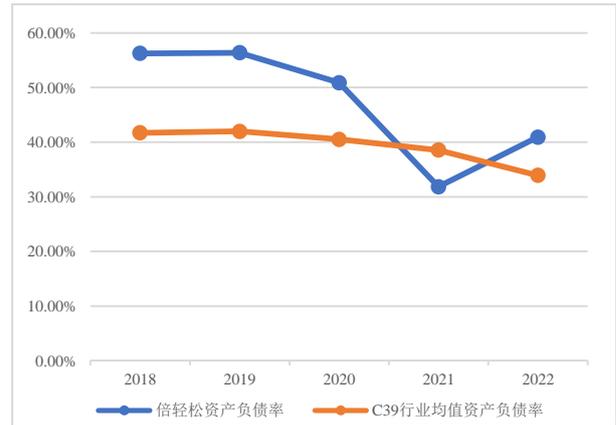


图3 倍轻松和该行业资产负债率对比图

数据来源：CSMAR 数据库。

3.4 大股东利用股权和职务便利攫取资金

那么，在经营现金流可持续性差，有较好的投资机会，且偿债压力较大的情况下，为什么倍轻松还会采用高派现的股息政策呢？已有文献认为，公司治理对其股息政策具有显著的影响。因此，本文进一步探讨了其公司治理层面的原因。

从股权集中度的视角。据表2可知，该公司的股权集中度较高，第一大股东拥有40.13%的持股比例，而其他股东持股较为分散，第二大股东持股比例也仅为6.32%，第二到第十大股东总计持股比例为26.14%。此外，该公司的前十大股东中有较多的机构，这些机构给公司提供融资需求，且一般不参与公司经营，他们更多的是要求现金流回报，且在上市后通过出售股票获得资本利得。因此，马学军对公司具有绝对的高表决权。高表决权可使得公司的经营决策按照大股东马学军的意愿执行。高派现的政策下，持股比例越高，分红收益越大，据表4可知，显然第一大股东马学军从高派现中获益最大。即公司上市之初就拿出大量资金进行高派现，显然不会符合常规，很可能是迎合大股东的利益，以及机构投资者股东的利益。

表 4 倍轻松股东持股比例和现金分红情况

| | | 2018 年 | 2019 年 | 2021 年 |
|----------|------|--------|---------|---------|
| 持股比例 | 控股股东 | 88.96% | 69.96% | 52.21% |
| | 马学军 | 72.02% | 54.02% | 40.31% |
| | 中小股东 | 11.04% | 30.04% | 47.79% |
| 分红所得（万元） | 控股股东 | 409.21 | 1469.22 | 3494.99 |
| | 马学军 | 331.28 | 1134.46 | 2698.39 |
| | 中小股东 | 50.78 | 630.86 | 3199.11 |

数据来源：倍轻松年报，IPO 招股说明书。

从公司治理内部结构的视角。内部治理存在多权合一现象，倍轻松公司的高级管理人员和董事会成员存在较高的重叠度。如表 5 可知，2021 年刘志华和马学军在担任企业高管的同时也是董事会的重要成员；2022 年此种交叉任职的现象延续，除马学军和刘志华外，范秀莲也加入了董事会，既担任董事又任职常务副总经理。此外，马学军作为大股东持有较大比例的股权，这种交叉任职行为严重影响了董事会对经营者的监督作用。此外，在大股东“多权合一”的背景下，公司的监事和独立董事的监督制衡作用存疑。首先，根据公司公开披露的监事会会议决议显示，倍轻松上市后共召开了 13 次监事会会议，均为全票通过。其次，由于独立董事通常是由股东大会提名，他们更容易受到控股股东的支配。从历年独立董事出具的独立意见来看，几乎同意所有的提案。可以看出，公司的提案比较容易通过董事会、监事会以及独立董事的审批。因此，在大股东、董事会成员、管理层团队环环相扣的背景下，倍轻松内部的监督组织可能无法有效发挥治理作用。因此，大股东很有可能利用自己的决策优势，选择对自身有利的股利分配方式。

表 5 倍轻松董事与高管交叉情况

| 年份 | 姓名 | 职务 | 任职起始期 | 任职终止期 | 持股比例 |
|--------|-----|--------------------|-----------|-------|--------|
| 2022 年 | 马学军 | 董事长、总经理 | 2007/1/8 | / | 40.31% |
| | 刘志华 | 董事、副总经理 | 2019/6/26 | / | 0 |
| | 范秀莲 | 董事、常务副总经理 | 2021/8/18 | / | 0 |
| 2021 年 | 马学军 | 董事长、总经理 | 2007/1/8 | / | 40.31% |
| | 刘志华 | 董事、副总经理、电子商务事业部总经理 | 2019/6/26 | / | 0 |

数据来源：倍轻松年报。

4 总结和 policy 建议

综上所述，本文认为倍轻松高派现的股息政策合理性存疑，主要体现在经营现金流可持续性差，有较好的投资

机会，且偿债压力较大。经营现金流的可持续性大会影响公司未来的日常经营周转，牺牲好的投资机会损害了公司的长期发展能力，高偿债压力下高派现实际上是股东提前侵占了债权人未来的收益，损害了债权人的利益。这种情况下，倍轻松依然采用高派现的股息政策是因为，公司大股东股权集中度较高，且内部治理存在多权合一现象，倍轻松公司的高级管理人员和董事会成员存在较高的重叠度，这样公司的股东权力层面和经营权力层面，都集中在大股东，高派现是为了迎合大股东的利益，同时也满足了机构投资者的现金流回报要求。

[参考文献]

- [1]Bhattacharya,Sudipto. Imperfect Information,Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy[J].Bell Journal of Economics,1979(10):259-270.
 - [2]DeAngelo H,DeAngelo L,Stulz R M.Dividend policy and the earned/contributed capital mix:a test of the life-cycle theory[J].Journal of Financial economics,2006,81(2):227-254.
 - [3]Gordon MJ.The Savings Investments and Valuation of a Corporation[J].Review of Economics and Statistics,1962(1):37-51.
 - [4]La Porta,R.,Lopez - de - Silanes,F., Shleifer,A., & Vishny,R. W. Agency problems and dividend policies around the world[J].The Journal of Finance,2000,55(1):1-33.
 - [5]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[J].财会通讯,2016(26):50-53.
 - [6]刘孟晖,高友才.现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2015,18(1):152-160.
 - [7]刘孟晖,武琼.异常派现对投资效率影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2016(5):42-52.
 - [8]刘孟晖,侯月娜.南玻集团的异常高派现:成长不足抑或低代理成本[J].财会通讯,2018(17):106-110.
 - [9]陆正华,伍雪婷.“高派现+转股”模式能实现市值维护吗?——以用友网络为例[J].财会通讯,2020(24):161-165.
- 作者简介：陈涛琴（1989.11—），毕业院校：复旦大学，所学专业：财会系，当前就业单位：上海大学。