

股利迎合理论在我国的适用性探讨

崔建新

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 本文首先对 Baker 和 Wurgler 的股利迎合理论进行简要介绍,然后对其是否适合我国上市公司采用进行了分析。结果表明,我国非流通股不能上市交易和“一股独大”的特殊股权结构是导致股利迎合理论在我国不适用的关键因素。

【关键词】 股利迎合理论 股利政策 非流通股 适用性

2004年 Baker 和 Wurgler 连续发表两篇文章提出了股利迎合理论,并进行了经验验证。股利迎合理论放宽了 MM 理论中的“市场有效假设”,提出在有效市场中,企业的现金股利政策应由其特征决定;在不完全的市场中,企业的现金股利政策应考虑投资者的偏好。近年来我国有为数不多的文献将股利迎合理论运用到我国股利政策的研究中,但是非流通股不能上市交易和“一股独大”的特殊股权结构致使股利迎合理论在我国并不适用。

一、股利迎合理论简介

股利迎合理论是从行为金融学的视角来研究股利政策的理论。该理论试图从投资者需求的角度来研究企业管理者发放股利的动机。最早将迎合的思想应用于股利政策研究的是 Long(1978)。

2004年 Baker 和 Wurgler 提出了股利迎合理论,并建立了股利迎合理论静态模型加以解释。他们假定股利迎合理论要满足三个基本要素:①基于心理和制度的原因,一些投资者对支付股利的股票有盲目的、变化的需求;②有限套利的存在使得投资者的需要能够影响当前的股票价格;③理性的管理者能够权衡当前股票被错误定价所带来的短期收益与长期运行成本之间的利弊,从而迎合投资者的需要制定现金股利政策。股利迎合理论的核心是管理者给予投资者最想要的结果,即当投资者对支付股利的公司偏好时,管理者就会制定支付现金股利的政策迎合投资者的需要。

Baker 和 Wurgler(2004)验证了股利支付倾向的波动性与迎合动机之间的联系。他们认为投资者往往对支付股利的公司的股票有较强的需求,从而导致这类股票形成所谓的股票溢价。通过对美国市场 1963~2000 年的数据进行检验,Baker 和 Wurgler 发现股票溢价与公司的股利支付倾向呈正向变动。股利迎合理论还从供给方面考虑股利政策。从供给方面来看,Baker 和 Wurgler 验证了当投资者愿意为股票支付“股票溢价”时,支付股利的公司的管理者倾向于支付现金股利。

二、股利迎合理论不适用于我国的原因分析

1. 股权结构的特殊性——最关键的因素。股利迎合理论产生于股权相对集中、法律对中小投资者保护较好的美国证

券市场。我国证券市场股权结构很特殊,流通股只占很少一部分,非流通股股权高度集中,而且法律对中小投资者的保护较差。最重要的是我国的非流通股不能上市交易及“一股独大”的现象极其严重,这是导致股利迎合理论在我国证券市场不适用的最关键因素。我国特殊的股权结构主要是从以下两方面阻碍股利迎合理论在我国的运用:

(1)迎合理念的偏误。黄娟娟和沈艺峰(2007)通过实证检验发现:我国上市公司的股利支付水平与流通股股东的偏好呈负向变动,而非流通股股东的偏好呈正向变动。另外,公司股权越集中,总体的股利支付倾向和现金股利支付倾向越明显。但是这种“迎合”理念与 Baker 和 Wurgler 提出的迎合理念不一致,笔者认为这种“迎合”实际上是一种不得已的“受控”关系。

Baker 和 Wurgler 的股利迎合理论的三要素中提到“理性的管理者能够权衡当前股票被错误定价所带来的短期收益与长期运行成本之间的利弊,从而迎合投资者的需要制定现金股利政策”,这里的“理性的管理者”要在短期收益与长期运行成本之间进行衡量,从而选取对公司最有利的现金股利政策。股利迎合理论的核心是管理者给投资者最想要的结果,股利迎合理论的目的是管理者获得“股票溢价”。

我国特殊的股权结构致使管理者即使能够做到理性地衡量收益与成本,也无法做到迎合投资者的偏好。一是因为我国非流通股不能上市交易,现金股利成为非流通股股东套取现金的渠道之一。原红旗(2001)研究发现上市公司股利政策很大程度上与大股东套取现金和转移资金的企图有关。Lee 和 Xiao(2002),Chen 和 Jian(2003)都认为我国上市公司的现金股利政策可能是大股东侵占中小股东利益的重要手段之一。陈信元(2003)认为持续高额的现金股利可能是大股东转移资金的工具。肖珉(2005)认为上市公司支付现金股利不是为了减少现金冗余,而是与大股东套取现金的企图有关。二是由于占绝大部分股权的非流通股不能上市交易,因此非流通股股东的偏好不能产生“股票溢价”。而这一因素却是 Baker 和 Wurgler 的股利迎合理论的精髓。更重要的是大股东对现金股利的偏好并不是为了减少公司现金冗余,而是为了自己套

基于作业成本法的企业物流成本管理

管慧芳 徐焕章(教授) 方亮

(西安工程大学管理学院 西安 710048)

【摘要】 作业成本法的运用使得物流成本核算与控制体系更加清晰、合理,从而提高了企业物流成本信息的准确性。本文建立了物流作业成本控制模型,以使企业物流成本管理更加切合实际,最终达到提高企业经济效益的目的。

【关键词】 作业成本法 物流成本 成本管理

随着全球经济环境的变化,跨国贸易往来的日益频繁,企业对成本的关注从生产领域逐步转向了流通领域,进而产生了物流成本管理。当前,物流成本管理尚存在以下缺陷:①物流成本核算标准不统一;②物流成本核算范围不广;③没有单独设立物流成本科目;④没有运用物流的“效益悖反”规则进行控制管理。基于此,笔者拟将作业成本法应用到物流成本管理中,以弥补物流成本管理中存在的以上缺陷。

一、以作业成本法为基础的物流成本核算

将作业成本法应用于物流成本管理是基于成本动因理论,强调按照作业对资源、成本对象对作业消耗的实际情况进行间接分配,找到最适合的成本动因,并尽可能直接分配。

作业成本法建立在“产品消耗作业,作业消耗资源”的基本假设之下,根据这样的假设,以作业成本法为基础的物流成

取现金以侵占中小股东利益。因此管理者对大股东偏好的“迎合”与股利迎合理论中的“迎合”并不一致。

(2)股票溢价衡量的偏差。由于非流通股不能上市交易,致使对“股票溢价”的衡量存在偏差。在有关股利迎合理论的研究中对投资者偏好的衡量都是用“股票溢价”这个指标。“股票溢价”定义为发放现金股利与不发放现金股利的上市公司的平均市场账面价值之间的差额。由于我国上市公司中占绝大多数的非流通股不能上市交易,非流通股股票的价值无法通过市场价格反映,因此我们无法通过股票溢价来测试非流通股股东的偏好。

2. 流通股股东相对于现金股利更偏好于资本利得。我国许多中小投资者持有上市公司股票是为了短期投机获利而不是为了长期持有分红,他们往往对公司股利政策漠不关心,因此公司的股利政策未必代表中小投资者的意愿。饶育蕾等(2008)从我国社会公众投资者的角度运用迎合理论研究现金股利需求和上市公司是否发放现金股利之间的关系,发现上市公司现金股利的发放行为表现出对投资者现金股利需求反向迎合。这种反向迎合可作为投资者对现金股利的一种反应,由于他们更偏好于资本利得因而对发放现金股利的股票有反向的反应。

本的核算原理可以概括为:①依据不同成本动因分别设置成本库;②分别以各种产品所耗费的作业量分摊其在该成本库中的作业成本;③汇总各种产品的作业总成本,计算各种产品的总成本和单位成本。

作业成本法突破了产品这个界限,把物流成本核算深入到作业层次。它以作业为单位归集成本,并把“作业”或“作业成本中心”的成本按作业动因分配到产品。

1. 作业成本法基本原理核算模型。作业成本法的基本原理核算模型根据“单位产品物流成本=作业数量×单位作业成本=作业数量×作业动因数量×作业动因成本分配率”这个公式得出:

$$C = \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^s A_{ij} R_{jk} P_k$$

3. 股利迎合理论自身的缺陷。

(1)股利迎合理论假设管理者能够理性地权衡股票被错误定价所带来的短期收益与长期运行成本之间的利弊,从而迎合投资者的偏好,制定现金股利政策。这一假设不尽合理,尤其是在我国特殊的股权结构下,管理者不可能完全理性。

(2)股利迎合理论忽略了对风险的考虑。Hoberg和Prabhala(2004)认为股利迎合理论没有考虑风险因素,如果考虑这一因素,则得出的结论不支持该理论。他们的实证研究表明,管理者迎合投资者的偏好并不能获益。

综上所述,由于我国非流通股高度集权这一特殊因素的存在,使得我国证券市场环境与股利迎合理论适用的环境有很大差异,这是股利迎合理论在我国不适用的主要原因。另外股利迎合理论本身也存在着缺陷,尚需进一步完善。

主要参考文献

1. 王曼舒, 齐寅峰. 现金股利与投资者偏好的实证分析. 经济问题探索, 2005; 12
2. 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据. 会计研究, 2007; 8
3. 饶育蕾, 贺曦, 李湘平. 股利折价与迎合: 来自我国上市公司现金股利分配的证据. 管理工程学报, 2008; 1