

我国上市公司现金股利政策的理论解释

陈燕 罗宏

(中共四川省委党校 成都 610074 西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 目前西方财务学界解释公司股利政策的主要理论是信号传递理论和代理理论,然而这两种理论在解释我国上市公司的现金股利行为时却受到了限制。本文针对我国上市公司的非理性消极现金股利政策,从宏观和微观两个层面提出了相应解释。

【关键词】 现金股利 代理理论 股权结构

一、现有理论解释我国现金股利政策的限制

为破解股利之谜,学者们提出了许多不同的解释公司支付现金股利原因的理论。近年来取得重要进展的理论主要包括信号传递理论、代理理论和行为学解释等,而目前处于主导地位的是信号传递理论和代理理论。

1. 信号传递假说的限制。股利信号传递理论认为管理当局与企业外部投资者之间存在信息不对称,管理当局拥有更多的有关企业未来现金流量、投资机会和盈利前景等方面的信息。管理当局通常会通过适当的方式向市场传递有关信息,向外部投资者表明企业的真实价值,以此影响投资者的决策。罗斯(1977)提出了有效信息传递工具必须满足的四个条件:①公司管理层有积极的动力发布真实的信号;②传递有效信息的企业具有不可模仿性;③信号应当与未来可观测事件有相关性(如较高的股利支付伴随未来更多的现金净流量);④在传递同样信息的条件下不存在成本更低的替代方式。由于信号传递假说本身解释不了为什么企业不采取其他成本更低的类似手段(如财务杠杆、内部交易等)传递信号,因此我们从前三个方面来分析信号传递假说在我国的限制。

(1)管理当局是否有动力发布真实的信号。由于市场发育的缺陷,对于许多试图以现金股利传递信息的企业,市场不一定给予应有的正面反应,这与我国证券市场庄家借机炒作、拉升股价有关。这种状况的存在扭曲了股利政策与股价决定之间的内在联系,导致了股价背离,也打击了管理当局发布真实信号的积极性。

(2)关于现金股利的模仿性。在我国,对管理当局股利政策不当造成的损失没有有效的监督和处罚机制。如果公司业绩下降,经理层可以调整股利政策,或是通过资产重组等方式改变不利处境,而经理层本身的利益不会受到多少损失。正因为这样,业绩不同的公司可以通过互相模仿采取相同的股利政策,加之市场存在不同时期对不同股利政策肆意追捧的现象,必然会导致对某一类股利政策公司股票的正面反应,在这种情况下市场显然不能区分企业到底传递了何种信息。

(3)如果股利确实能够传递信号,未来的收益则应该按照

相同的方式增长,这种收益的增长就是与股利相关的事件。所以在发达国家证券市场有效的情况下,单独验证股票价格对股利反应的文献很多。而目前我国由于市场有效性的程度低,股价不能充分反映该期的全部信息,存在价格操纵现象,市场价格对股利宣告事件的反应和企业利用资源的效率并不一致。我国上市公司支付股利的形式和水平都极不稳定,这些都使得通过现金股利的支付来传递未来盈利增长的信号受到极大的限制。

2. 代理成本假说的限制。代理成本假说认为,股利的支付能够有效地降低代理成本。但是,由于我国不同的市场环境及企业股权结构与公司治理的特殊性,企业中的代理问题十分突出,现金股利的支付要作为降低代理成本的手段的条件并不成熟。

(1)企业代理问题缺乏有效的市场监督。西方的代理成本假说与西方较为成熟、有效的市场直接相关。企业面临新的投资机会时,需要直接面向市场筹集所需资金,并接受新的投资者、债权人以及社会中介组织的监督。而那些本应发挥监督作用的会计师事务所等中介组织或从业人员,由于行业体制、人员素质等原因也没能很好地履行其职责,其监督的职责受到限制。从以上分析我们不难理解,仅仅依靠证券市场对企业进行监督目前还不是十分有效。

(2)国有股权的过于集中增加了解决代理问题的难度。股权结构是影响股利政策最重要的因素之一。在美国,股份公司股权结构最大的特点是机构投资者所占份额最大,一般占到50%左右,其次为个人投资者。而无论是机构投资者还是个人投资者,其持股目的都主要是谋取最大的投资收益,他们关心的是红利的多少和股价的涨跌。基于我国的特殊国情,股权结构一开始就设计出国家股、法人股、社会公众股等。其中的国家股和法人股不仅不能流通,而且所占比重最大。股权分置改革后,这一问题才有所好转。

(3)管理层持股制度缺乏弹性。在现代企业中,企业的最优激励机制实际上就是能使剩余索取权和剩余控制权最大对应的机制,詹森和默菲的检验结果可以看出,全部财富对CEO

产出的激励效果中,有近77%是来自股票所有权的力量。这就是说,要减少代理成本,最好的办法是让代理人拥有股权,成为剩余索取者。据CSMAR数据统计,我国上市公司2004~2006年三年间高管人员的持股平均值均在0.37%左右(其中零持股比例高达80%),与前几年0.01%的比例比较起来似乎有了较大提高,但与美国公司CEO平均持有股份2.42%的比重相比,很难起到应有的激励效果,根本无法把高管人员的利益与公司的利益紧紧地联系在一起。这也说明,我国高管人员持股计划更多表现为一种福利制度,并不是一项激励制度。因此,要想其发挥较好的激励作用并不现实。

总之,由于我国目前不存在类似于西方成熟市场经济的环境和前提,因此用西方现有的代理理论来解释我国的现金股利行为是十分困难的。我国上市公司特殊的市场环境、股权结构和公司治理现状,使上市公司本身存在严重的代理问题,管理层也不具备通过发放现金股利控制代理成本的动机,与此相反,我国目前现金股利的支付现状正是由于代理问题没有很好解决而形成的。

二、我国上市公司的消极现金股利政策

自我国20世纪90年代初创建证券市场以来,证券市场对我国经济发展做出了巨大贡献。按照证监会的统计,截至2006年底,我国境内上市公司(A股和B股)数量已增加到1434家,市价总值89404亿元。证券市场的资源集中和配置功能在两个方面得以逐步体现:一是将分散的资金组织起来形成规模资金;二是将资金配置到优势产业中,取得高额回报。这两个方面相互促进,使我国初步形成了一个健康的投资环境。对于快速成长的市场和有幸获得上市资格的公司来说,究竟选择什么样的股利政策更有利于公司的长远发展,有利于提高公司的股票市价,从而实现公司价值的最大化?这是一个需要探索和规范的问题。从我国目前现金股利的实践来看,我国上市公司的现金股利政策仍然不成熟,并且消极股利政策盛行。目前上市公司的股利政策呈现以下几方面的特点:

1. 不分配现象比较普遍。2002年以前,上市后从未进行现金分配的上市公司达到220家,还有67家公司甚至从未进行过任何形式的利润分配。2002年到2006年末,这种情况有所改善。上市后从未进行现金分配的上市公司减少到87家,从未进行过任何形式利润分配的公司有20家。这种不分配现象在很大程度上与我国股市的高换手率及投资者缺乏长期投资理念有关。投资者主要通过二级市场的交易获利,使得公司不分配成为可能。相对而言,我国上市公司的股利支付率较高,达到32%,但是股利的收益率却很低。这在一定程度上反映了我国上市公司特殊的股权结构和低下的盈利能力。

2. 股利支付形式比较特殊。我国上市公司除了现金股利外,主要的分配形式还有送红股以及将派现、送股相结合的混合股利,这与国外目前以现金股利和股票回购为主的股利支付形式相比存在明显的差异。也就是说,作为西方国家股利支付主要形式的现金股利在我国仍未得到充分的认识和合理的应用。同时,我国上市公司现金股利的分配具有明显的阶段性特征。1992~1995年为第一个阶段,在这个阶段分配现金股利

公司的比例较高,最高的1993年有81.14%的上市公司分配现金股利。第二个阶段是1996~1999年,在这个阶段分配现金股利的公司比例下降,四年间分配现金股利的公司均在三分之一左右,这也直接导致了国家政策监管机构对公司现金股利的关注。2000年后由于现金股利政策与再融资资格挂钩政策的出台客观上使得现金股利分配进入了第三个阶段,分配现金股利的公司较之前有明显的增加。2000年达到最高,有超过60%的公司分配现金股利,到2006年止这一比例在50%左右。

3. 现金股利政策波动大,缺乏连续性。1993~2001年间,连续3次发放现金股利的公司为83家,占全部上市公司的8.11%,2001~2004年,连续分配现金股利的上市公司只有340多家,约占上市公数总数的25%。这反映我国上市公司股利政策很不稳定,普遍执行的是不连续的现金股利政策,管理层对现金股利等股利的支付具有相当的随意性,不重视对股东的回报。具体表现为没有股价目标,盲目攀比,欲使股价人为地维持高位;股利支付率时高时低,毫无规律可言。

4. 盲目迎合市场和增资需要,公司缺乏成熟的股利政策。2000年3月,证监会发布《关于上市公司配股工作有关问题的补充通知》,要求公司应当在《配股说明书》中详细说明公司自上市后历年的分红派息情况。2001年3月颁发的《上市公司新股发行管理办法》规定,主承销商应重点关注最近三年未分红派息的公司。2001年5月《中国证监会股票发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》指出,应当关注公司最近三年的分红派息情况,尤其是现金股利情况。这些政策的出台客观上使得诸多上市公司分配股利成为增资的一种需要。

总之,我国上市公司目前存在十分明显的非理性派现情况,上市公司执行消极现金股利政策比较普遍。甚至出现了一些比较极端的现金股利行为。例如,控股股东通过现金股利进行套现的情况比较严重;一些公司一方面高比例派现,另一方面又同时在一级市场上增发、配股。正如前文的分析,这样的现金股利政策仅仅用西方现有的信号传递和代理理论进行解释显然有失偏颇。

三、消极现金股利政策的理论解释

综上所述,我国目前的股利政策倾向资本扩张,注重内部积累,在一定程度上增强了企业的发展后劲。但上市公司股利政策中消极的、非理性的行为会导致市场定价机制和资源配置功能扭曲,对市场、投资者以至上市公司本身都会产生很大的负面影响。基于上述分析,本文试图从宏观和微观两方面对我国现阶段这种现金股利政策进行解释。

1. 从宏观方面来看,市场发育程度是形成目前消极股利政策的重要诱因。就市场发育程度而言,由于市场机制不健全,在市场发育程度相对较低的情况下,股票市场市盈率相对较高。高市盈率使现金股利相对于股价变得微不足道,个人投资者的获利期望主要寄托在股票增值上。由于投资者并不指望通过现金股利来满足其对投资收益的要求,也就不太在乎公司的内在价值。由于个人投资者的高换手率使投资者与上市公司管理层难以建立稳定的关系,其利益取向自然与管理

基于互联网的财务管理创新

姜世金 张美娟 师彪 栾利香

(山东理工大学 山东淄博 255049 山东青州烟草中专学校 山东青州 262500

上海大学通信学院 上海 200072 山东水利职工大学 山东淄博 255049)

【摘要】 互联网的迅速发展,给企业参与市场竞争带来了新的机遇,同时也对企业传统的财务管理提出了严峻挑战。本文剖析了互联网时代传统财务管理的弊端,并就财务管理创新的内容和实现方法提出了新的见解。

【关键词】 互联网 财务管理 知识资本

互联网产业以其强大的信息和服务功能正在改变和影响着社会各个阶层、各个领域,全球经济网络化、数字化给企业参与市场竞争带来新的机遇与挑战,对企业经营管理全面创新发挥了推动作用。财务管理作为企业经营管理的重要组成部分,面临着自身能否快速跟上新技术、适应互联网的挑战。笔者认为在互联网时代,传统财务管理存在许多弊端,企业只有及时进行财务管理创新,才能在国内外市场竞争中占得先机,在互联网大潮中站稳脚跟。

一、互联网环境下传统财务管理的弊端

互联网时代,由于经济活动的数字化、网络化,出现了许

多新的市场主体,如虚拟市场、虚拟银行。许多传统的商业运作方式将随之消失,而代之以电子支付、电子采购和电子订单,商业活动将主要以电子商务的形式在互联网上进行,使企业购销活动更便捷,费用更低廉,对存货的量化监控更精确。这种特殊的商业模式,使得企业传统的财务管理已不能适应基于互联网的商业交易结算。

层也大相径庭,这是导致公司实施消极股利政策的重要原因。我国证券市场存在不同的投资者利益集团,其中控股股东与个人投资者存在明显不同的利益与偏好,加上缺乏对中小股东利益的法律保护,使得控股股东通过现金股利政策来满足自身利益最大化成为一种必然结果。此外,由于我国证券市场发展时间较短,证券市场承担了一些包括国有企业改制、解困等非市场化的功能,导致一些市场准入和监管政策的非市场化选择。近年来对公司现金股利行为产生重要影响的证监会关于公司增发、配股时关注分红派息的规定就是一个重要的例证,导致了公司通过操纵派现政策维持其配股资格。

2. 从微观层面看,公司股权安排是导致消极现金股利政策的根本原因。股权安排作为公司治理的一个重要影响因素,对公司的购并和经理人员激励、监督机制等具有重要的影响。股权安排对现金股利政策的影响主要表现在三方面:①目前对上市公司经营决策影响最大的无疑是国有股股东和法人股股东。据统计,第一大股东占控股地位的公司数占全部上市公司的84.56%。产生了“一股独大”现象,为控股股东追求自身利益的最大化埋下了伏笔。②拥有控制权的股东所拥有的股权往往是不能流通的。由于股权不能流通,其股价与流通股的价格相差悬殊,由此我们自然不难理解不能流通变现的控股股东通过现金股利获取控制权收益的行为了。③国有股所有权与实际控制权分离且委托代理关系模糊。由于国有股持股者本身委托代理关系模糊,那些国有股管理者及其负责人不

需对某一明确的所有者负责,这使得包括现金股利政策在内的公司经营决策缺乏约束,非理性的派现行为由此滋生。

1. 难以防范企业管理出现的新风险。首先是网络安全问题。互联网要求财务管理必须通过互联网进行,而互联网体系使用的是开放式的TCP/IP协议,它以广播的形式进行传播,易于拦截侦听、口令试探和窃取、身份假冒,给网络安全带来

总之,我国目前的消极现金股利政策现状是目前资本市场发育状况和公司股权安排的必然结果。由此也为我们提供了治理当前消极股利政策的有益思路。也就是说,国家监管部门关注的不应该是公司现金股利支付与否、支付的多少和支付的时机这些属于公司自身财务政策的问题,而应该一方面

下大力气加强我国证券市场的建设,完善证券市场的法制体系,注重对中小股东利益的保护,培育市场力量对公司的现金股利行为的监督;另一方面,优化股权结构、减持国有股,切实解决国有股、法人股的流通问题,建立健全包括管理层持股在内的上市公司高管人员的激励和约束机制。

【注】 本文受国家社会科学基金(项目编号:07CJY013)资助。

主要参考文献

1. 何涛,陈小悦.中国上市公司送股、转增行为动机初探.金融研究,2003;9
2. 何涛,陈晓.现金股利能否提高企业的市场价值.金融研究,2002;8
3. 李常青.股利政策理论与实证研究.北京:中国人民大学出版社,2001
4. 宋献中,罗宏.上市公司现金股利行为:经验与实践.经济与管理研究,2004;5