



浅议股利政策

中国海洋大学管理学院 金枫

【摘要】 自米勒和莫迪格利尼提出著名的“股利政策无关论”以来,股利政策理论有了长足的发展。面对现实中多种多样、纷繁复杂而在某种程度上又似乎矛盾的股利政策,本文旨在从中归纳出一条线索或者说是一种思考方法,期望对理财者们能有所启发。

【关键词】 股利政策 投资者偏好 信号传递原则 股东价值最大化

股利政策决定了股东收到的现金股利和企业留存收益用于投资的数额大小,从而向股东及社会公众传递关于公司经营业绩的信息。现在,股利政策不仅在实务层面上存在差异,而且在理论层面上也存在着诸多学说,由于这些学说的各自独立甚至相互排斥和否定,使人们陷入了两难境地,公司财务管理者面临类似于“两面派律师”的困境。一方面,大量的学说和实证研究认为公司应该发放低额股利甚至不发放股利;另一方面,又有许多的财务学家和实务工作者对此持反对态度,认为公司应该发放高额股利。本文试图从众多互斥的股利政策中归纳出一条线索,或者总结出一种思考方法,以此指导和影响理财者制定股利政策。

一、股利政策主流理论——股利政策无关论的失灵

1961年10月,美国经济学家米勒和莫迪格利尼在《商业周刊》发表了一篇题为《股利政策、增长和股票价值》的文章。该文采用普通代数形式论证了投资者对股利政策毫不在乎的假设,即著名的“股利政策无关论”。他们认为在完美市场的假设条件下,股利政策的变化不会影响股票的价值,因为任何投资者都可以根据公司股利政策的变化来进行“自制股利”,即可以通过股利再投资或出售部分股票而使相应的股利政策所带来的影响失去效用,从而得到该投资者所期望的股利额。该股利学说被西方主流财务学视为公司股利政策的经典理论。

但是,“股利政策无关论”忽视了许多现实因素。它的存在依赖于以下几个假设条件:①所有投资者对于未来投资、利润和股利拥有相同的信念,即具有共同的期望;②市场上既无税收,又无交易费用,任何投资者都不可能通过其自身的交易来影响和操纵市场价格;③公司的投资政策事先已经确定,不会随着股利政策的改变而改变。但是随着时间的推移,这些假设被逐渐放开。当加入相应的现实因素之后,许多实证研究表明,股利政策与股票价值并不是严格的不相关。尽管如此,直至今日,“股利政策无关论”在股利政策理论中的奠基性地位仍是不可动摇的,原因就在于米勒和莫迪格利尼给我们提供了一个研究股利政策的思路或者说是平台,在这个基础上,理论研究者从放松股利无关理论的假设条件入手,同时引入相关学科的研究成果,拓展了股利政策的研

究领域,从而形成了我们今天股利政策所呈现出的多样化,以及缺乏统一理论和新的经典性理论诞生的尴尬局面,以至于我国很多上市公司没有股利披露信息,相当多的公司违背资本市场规则和财务投资规则而以职务代替股份的原则进行分红,开放的上市公司股利分配按照封闭的非上市公司分红办法操作。

本文的观点是,投资者的不同偏好需要公司不同的股利政策相配合。

1.投资者持有股票的动因。由于人们对风险的偏好不同,因此投资者持有股票的动因也是不同的。但总的说来,不外乎是获得股利收入和资本利得。对于风险偏好较低者来说,他们往往倾向于投资那些可以获得稳定股利收入的股票,这部分人在一般情况下,不愿意承担较高风险,因此,他们愿意投资于类似于公用事业、基础能源等传统性的防御性股票。他们希望所投资公司的业绩能有一个稳定增长的趋势,他们对股票业绩稳定性的要求往往超过了对增长速度的要求,因为他们的生活有时大部分依赖于稳定的现期股利收入。

相反,风险偏好较高的投资者可能并不在乎长期的股利收入,他们所关心的只是股价的涨跌,期望从中获得价差。通常他们会投资于那些高风险、高回报的新兴产业或高科技股。因此,这些投资者更期望公司的管理当局能把有限的资金投入净现值大于零的项目中去,以迅速提高公司价值,从而从股价的上涨中获利。

2.股利政策是股东需要的反映。如上所述,考虑到股东对于现期股利收入的偏好,理财者似乎应倾向于高股利政策;但考虑到股东对于资本利得的偏好,理财者又应当支持低股利政策甚至零股利政策。现在假设市场上有40%的投资者偏爱高股利,而60%的投资者偏爱低股利。但实际上只有20%的公司发放高额股利,其余80%的公司支持低额股利政策。由此,在股票市场上就会出现投资者中的40%去追逐只占市场份额20%且实行高额股利政策的公司的股票的现象。毫无疑问,高股利公司的股票会供不应求,因而股价就会上升;相反,低股利公司的股价会下跌。当然,经过一段时间的调整,有足够多的低股利的公司会相应地提高其股利支付率,一旦公司的股利支付率与股东的需要保持一致,则没有公司能

够通过改变股利政策来影响其市场价值了,从而股票市场达到平衡。

显然,股利政策是股东需要的反映。不同的投资者对未来投资、利润和股利所具有的期望和偏好是不同的。所以,理财者就应当根据其投资者的期望以及所处行业的性质来安排股利政策,以期最大限度地满足股东的效用,从而实现股东价值的最大化。

3.实务中公司的股利政策选择。拥有CDMA核心知识产权的高通公司(Qualcomm)是纳斯达克的一家上市公司,同时也是标准普尔500指数股票,自1998年以来其利润一直保持着五年连续年均65%的增长率。但与此同时,该公司却采取了一种零股利政策。该公司的财务总监Anthony·S.Thornley认为:如果高通公司发放股利,股东就会视为利空,好像表明我们已经没有盈利好的投资机会了。因此,相对于股利来说,高通的股东们更喜欢从公司的成长中获得资本利得。事实上,如此之高的利润增长率也确实使高通公司可以一直向其股东提供明显比发放股利更高的回报。

二、影响股利政策的另一个关键因素——税收因素

通常情况下,股东收到的现金股利需按普通收入征税,而资本利得适用的税率一般却较低。此外,现金股利在发放时即征税,而资本利得税可以递延到资本利得实现(即股票售出)时再征收。因此,对于个人投资者来说,股利收入的实际税率要高于资本利得税率。在探讨税收因素对股利政策的影响时,我们把公司分为没有充足现金支付股利和拥有充足现金支付股利两种情况分别讨论。

1.没有充足现金支付股利的公司。这类公司往往会选择发行股票来发放股利。不妨考虑这样一个例子,某公司在没有充足现金支付股利的情况下打算采取发行股票的方式来筹集资金。假设该公司通过发行股票从股东手里筹集到X元,然后又立即用这X元作为股利支付给股东。若不考虑税收因素和交易成本,那么股东会全额收到X元现金股利。现实是税收因素和交易成本是确实存在的,因此股东所能得到的只能是扣除个人所得税后的净股利。所以,财务学者普遍认为,在有个个人所得税的情况下不应通过发行股票来发放股利。

2.拥有充足现金支付股利的公司。对于此类公司,我们不妨做这样一个假设,如果某公司在投资了所有净现值大于零的项目和预留了最低限度的现金余额后仍有大量剩余现金,接下来该公司应该怎样做呢?把剩余现金全部用于发放股利吗?也许还可以有这样的选择,如加大资本预算项目的投资,但是由于所有净现值大于零的项目都已经投资了,若再投资就只能投资于净现值小于零的项目了。这显然与财务管理的原则不符。因为这样做会严重损害股东的利益。其次,该公司还可以选择用剩余现金收购其他公司,但是该策略虽然能很快地获取优质资产,但收购过程中却会花费巨额成本以及支付高额溢价,从而很可能把本来运行良好的公司也拖入了泥潭。目前大多数的收购案例也证明了这一点,因此在这种情况下,收购策略应慎之又慎。同时,该公司还可以投资于其他金融资产。许多理论及实证研究证明这种策略十分有效,特别是当个人所得税税率高于公司所得税税率时,公司会倾向于降低股利支付率从而投资于金融资产。

三、理财者应遵循的股利政策规则

在这里,笔者先从“股利政策无关论”出发引出其存在的三个假设条件,然后逐一放开每一个假设条件,在该假设条件不能满足的情况下,对股利政策的制定进行论述,从而我们可以从中归纳出如下几个制定股利政策所应遵循的基本规则:

1.公司在制定股利政策时应考虑其目标股东的偏好。对于股利政策的制定,理财者所要做的就是提高和强化投资者对公司的信心。他们应当重视该公司的目标股东对于未来投资、利润和股利的期望和偏好,从本公司所处的行业性质、经营范围出发,制定出适合本公司发展的股利政策。

2.对于没有充足现金流量的公司,应尽量避免通过发行新股来筹集资金发放股利。否则,将会损害股东的利益。而对于那些现金流量充足的公司来说,其股利政策的制定则应取决于公司的所得税税率和股东的个人所得税税率的高低。如果公司所得税税率低于个人所得税税率,公司应倾向于降低股利支付率,如把剩余资金投资于其他金融资产等领域;若公司的所得税税率高于个人所得税税率,公司应倾向于把剩余资金用于发放股利。

3.公司应避免通过取消净现值大于零的项目而将节约的现金用于发放股利的做法。投资于净现值大于零的项目会给公司带来正的净现值,从而可以提高公司的实力,以保证财务管理的最终目标即股东价值最大化的实现。财务政策应为财务管理目标服务,同样股利政策的制定也应当遵循基本的财务管理目标,若不加区分地单纯为增加股利而放弃更好的投资机会,最后只能损害股东自己的利益。

4.公司应维持稳定的股利政策。财务管理原则之一的信号传递原则指出,行动可以传递信息,并且比公司的声明更具有说服力。因此,作为一项重要的财务政策的股利政策在制定时就要更加谨慎小心。对于理财者而言,不仅要考虑股利政策本身,还要考虑该项行动可能给人们传达的信息,如由此而产生的信息效应的收益和成本等。在制定和修改公司股利政策的过程中,应慎之又慎,因为它很可能给公司带来意想不到的结果。

此处四条基本规则在制定股利政策过程中的地位和应用都是不同的。应当说,第一条是公司在初始制定股利政策时应仔细考虑的。在该基础上一旦制定出公司的股利政策,那么在以后的经营期间内,公司的管理当局就应当遵循第四条规则,尽量保持股利政策的稳定性。当具体到每一个经营期间时,规则二和规则三就是影响决策制定的重要因素了。本文在现有股利政策理论和复杂多变的实践的基础上,分析归纳出的理财者所应遵循的四点基本规则,希望能对实务中的股利政策的制定有所帮助。

主要参考文献

- ①斯蒂芬·A.罗斯等.吴世农译.公司理财.北京:机械工业出版社,2003
- ②荆新,王化成,刘俊彦.财务管理学.北京:中国人民大学出版社,2002
- ③徐明圣,刘丽巍.现代股利政策理论的演变及其评价.当代财经,2003;1