

雾里看花——从股利分配形式看公司财务信号

步淑段 崔瑜如

(石家庄经济学院 石家庄 050031)

【摘要】 本文根据信息信号理论,从股利分配形式出发,详细剖析公司所释放的各种可能的财务信息信号,为财务分析人员提供有针对性的理财评估与决策依据。

【关键词】 股利分配形式 财务信息信号 信息不对称

管理层和股东之间存在着信息不对称,股利能够传递公司未来盈利能力的信息,并对股票价格产生一定的影响,前提是股利分派信息的真实性。公司利润的意外变化和股利的意外变化可以传播同样的信息。股利的突然增加将使股东财富随之增加,意外的新股发行或新债发行则被视为传递公司未来发展前景不佳等信息。如果是公司间并购,那么收购活动会散布目标企业股票被低估的信息并且促使市场对股票进行重新估价;收购要约会激励目标公司的管理者自身贯彻更有效率的战略。

一、股利分配形式

不同公司股利分配方案的制定一般受到法律因素、公司因素、股东因素和其他因素的多重影响,究竟采用何种股利分配形式(包括现金股利、股票股利、负债股利和财产股利),最终可能是几种因素不断博弈的结果。

根据在手之鸟理论,对于比较理性和现实的投资者来说,可能更偏好现金股利。资本利得是否取得取决于二级市场价格是否上涨。因此,当公司降低股利支付率时,将增大投资者的不确定性,作为投资者负担额外风险的补偿,其股票的必要报酬率跟着上升,从而降低公司的股票价格。于是该理论强调高股利增加企业的价值,“双鸟在林不如一鸟在手”。现金股利是被股东乐于接受的普遍形式,但是这种形式会增加公司现金流出量,不利于未来发展,易使企业失去发展后劲。在股本盘子较小时,可以派发股票股利。在现金股利很少或没有时,股东更期盼股票股利带来股价上升,从而获取巨额资本利得,享受低税便利。但它不会引起权益变化,只是股数增加了,每股收益被稀释了。由于价格可能下降,还会增加其流通性。另外,派发股票股利免去了现金股利的派发,把股东注意力吸引到资本利得上,减轻了公司的派息和资金压力。负债股利形式和财产股利很少见,只是在宣布发放股利后资金紧张、无力支付而采取的延期支付或变相支付的形式。

二、股利分配方案所释放的财务信息信号分析

假如B公司于2011年1月4日宣布,2010年股利分配方案是:以2011年3月21日股权登记日股东名册为准,每10股派现6元,3月22日为除息日,5月27日为股利支付日。你从该公司股

利分配方案中看出何种财务信息信号?

1. 表明公司销售收现情况良好,或者公司刚刚有较大融资,现金流量相对充裕,可供分配利润相对比较丰厚,或者有累积的可观的未指明用途的留存收益。

2. 表明公司今后没有好项目可供投资;或者虽然有项目可供投资,但投资效益不够好,比不上政府债券或银行存款利率的水平;或者投资收益具有很大的不确定性,不如把利润分配给股东自行投资或消费。

3. 表明公司担心派发股票股利后股本大比例增加而净利润不能同步增长时每股收益会被稀释,股票价格下降,从此沦为二线或三线股票。

4. 公司背后可能有更大圈钱目的的诱饵。因为高比例派发现金股利,很可能引起投资者对该股票的购买欲望,引起股价上涨。公司随后推出配股增资方案,不但让股民拿出手里还没有焐热的现金股利,而且要使股东投入更多的资金,从而完成圈钱扩张的最终目的。

5. 股东想通过股东大会把自由现金流量分派给股东,不给经营者产生道德风险和逆向选择的机会。如果经营需要资金,让经营者向外筹措,从而增加更多外部监管。即根据自由现金流量假说,公司自由现金流量(超过投资需求的部分)应支付给股东,以削弱管理者的操控力并且使管理者寻求新的资本,这样融资时就可能会受到资本市场的约束。

6. 可以顺利实现可转换债券的转换。公司有意大比例派发现金股利使股价上涨,使已经发行的可转换债券尽快实现转换,从而达到减轻负债比重、改善资本结构的目的。例如,2004年邯钢即开始实现股价与净资产倒挂,2003年11月发行的20亿元可转债一直转股进程缓慢,截至2005年中期,尚有18.9亿元的邯钢转债未转股,占发行总量的94.38%。

为了刺激股价,促使可转债尽快转股,邯钢2005年9月提出回购公司股票的计划(一种现金股利的替代形式),此时邯钢股改方案是高送股权证,股价走高,可转债纷纷转股,截至2006年3月17日,已有90%以上完成转股。

7. 可以达到反收购的目的。公司通过支付较高现金股利,刺激股价上升,从而增加收购者的收购成本,减少收购者

所得税对不同付息期公司债券价值的影响

罗春香 刘亚琼 林莹

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

【摘要】传统的债券价值计算方法忽略了所得税的影响,使债券的价值评估结果出现较大的偏差。本文分析了付息期为一年、付息期小于一年以及利随本清三种付息方式下所得税对债券价值的影响。

【关键词】所得税 付息期 债券价值

证券资产价值也称为证券的内在价值,是指用适当的收益率贴现资产预期能产生的未来现金流所得到的现值。这是在给定未来预期现金流量的水平、持续的时间和风险等条件下投资者认为可以接受的合理价值。债券的付息方式(付息期)有按年付息、按半年付息、按季度付息、按月付息以及利随本清等。在不同的付息方式下,投资者所承担的风险不一样,债券发行者对资金的占用情况以及交税情况也不一样,所以债券付息期不同、所得税税率会对各种债券价值的计算产生影响。理论上对某债券的价值通常是按每年付息方式计算,并且不考虑所得税的影响,也就是基本模型。但是实际中很多公司的债券付息期都小于一年,所以在面值、票面利率、有效期限以及必要报酬率一样的情况下,投资者必然会考虑付息期不同条件下所得税对债券价值的影响。

一、无所得税的情况

假设某债券的票面价值为P元,票面利率为i,市场利率为r,期限为n年。

1. 各种付息方式下债券价值的计算。主要分三种情况:

的收购欲望,达到反收购、反兼并的目的。

8. 高管持股部分可能即将解冻。公司高管即将离任或持股部分锁定期即将结束,为了能够卖个好价钱,大比例派发现金股利可以使股价上升,从而达到高价套现的目的。

9. 为了兑现高管人员的股票期权或绩效股等奖励措施。股票选择权就是允许经营者以固定的价格或无偿购买一定数量本公司股票,当股票价格高于固定价格越多,经营者所得的报酬就越多。因此经营者必然会主动采取提高股价的积极行动。此举对经营者提高业绩有激励作用,但是否行使权力严重依赖于股价的上升。绩效股形式就是运用每股收益、净资产收益率等指标来评价经营者业绩,视业绩大小给予经营者数量不等的股票作为报酬。如果公司的经营者未达到规定的业绩,就将部分失去原先持有的“绩效股”。优点是与股价脱节,不依赖于二级市场价格的上漲,缺点是经营者可能会粉饰业绩。无论哪种激励形式得以兑现,股价上涨都会激励高管人员行使权力。如果公司派发大比例股利,可以刺激股价,实现这一激

(1)付息期等于一年的债券价值。

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{P \times i}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

(2)付息期小于一年的债券价值。以付息期半年为例,则计息次数变为2n,每次债券付息额为 $P \times i/2$ 。债券价值 V_1 的计算为:

$$V_1 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{P \times i/2}{(1+r/2)^t} + \frac{P}{(1+r/2)^{2n}}$$

(3)利随本清债券价值。所谓利随本清债券即是通常所说的到期一次还本付息的债券。债券价值 V_2 的计算为:

$$V_2 = \frac{P \times i \times n + P}{(1+r)^n}$$

2. 比较分析。

(1)付息期等于一年和付息期小于一年的债券价值比较。在一个确定的期限内,付息频率越高终值就越大,半年期利率的债券在到期前由于付息频率的增多能较早地取得利息进行再投资、再增值,从而取得更多的收益,所以 $(1+r)^n$ 小于 $(1+$

励政策,公司何乐而不为呢?

10. 公司迫于证监会政策压力不得已而为之。2008年证监会再次提高上市公司再融资门槛,要求再融资公司最近三年以现金或股票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30%。证监会多次对现金分红提出规范的意图很明显,就是规范上市公司现金分红,遏制上市公司习惯性地不分配,树立股东至上的理念,保护广大中小股民的利益。所以,上市公司为了能够取得配股融资资格,决定给股东派发现金股利,实为不愿但又不得不为。

主要参考文献

1. 周首华.现代公司财务理论前沿专题.大连:东北财经大学出版社,2000

2. 全国会计专业技术资格考试领导小组办公室.财务管理.北京:中国财政经济出版社,1998

3. 杨龙盛.现金股利作为再融资门槛的合理性探讨.合作经济与科技,2010-07-01