

# 我国上市公司股利政策与股权关系探讨

杨朝晖

(厦门大学会计系, 福建厦门 361005; 福建农林大学财务处, 福建 福州 350002)

[摘要] 对企业股利政策理论的历史发展进行回顾, 从MM的股利无关论到KUMARR的“噪音信号传递”理论, 概括了我国上市公司分红现状, 结合股权结构对上市公司分红的动因进行分析, 根据我国证券市场股权的现状及国有股的减持实践, 提出完善企业股利分配和股权结构的几点思路。

[关键词] 股利政策; 国有股减持; 股权探讨

[中图分类号] F715.5 [文献标识码] A [文章编号] 1671-6922(2006)01-0047-05

## The exploration on the relationship between the dividend policy and stock ownership of listed company in China

YANG Zhao-hui

(Department of Accountancy, Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005, China;  
Finance Section, Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou, Fujian 350002, China)

**Abstract:** Development history of the theory of dividend policy of enterprise is reviewed. The current status of dividends of listed companies in China is summarized. Combined with stock ownership, the cause of sharing profits of a listed company is analyzed. According to the present situation of stock ownership in China's stock markets, and the practice of decreasing the percentage of state-owned stocks, some ideas to improve dividends distribution and stock ownership of enterprises are put forward.

**Key words:** dividend policy; decrease of state-owned stocks; stock ownership research

### 一、企业股利政策理论的发展进程

1. MM理论。它是由美国著名的财务学家莫迪格利尼与米勒(Modiglian&Miller, 以下简称MM), 1958年6月在《美国经济评论》发表的《资本成本、公司财务和投资理论》论文中提出了著名的MM定理, 引发了经济理论界对资本结构理论深入和系统的研究, 为现代财务理论奠定了坚实的基础。由于两人对财务理论的创新性贡献, 分别在1985年和1990年获得诺贝尔经济学奖<sup>[1]</sup>。

该理论认为, 公司的价值取决于其投资决策, 和公司股利的高低没有关系, 所以又称之为“股利无关论”<sup>[2]</sup>。该理论基于严格的假设: (1) 存在“完全的资本市场”, 即投资者都是理性的, 信息可以免费获得, 没有交易成本存在; (2) 没有个人所得税或公司所得税存在, 即资本利得与股利之间没有所得税差异; (3) 企业既定的不会变化的投资决策, 这意味着新投资项目的外部筹资将不会改变公司的营业风险, 故不会改变普通股的必要报酬率; (4) 每位投资者对未来投资机会和企业利润有完全的把握。

MM的股利无关论, 其关键是存在一种套利机制, 通过这一机制使支付股利与外部筹资这两项经济业务所产生的效益与成本正好相互抵消。

2. 股利效应假说。它是由Gordon(1962)提出, 认为高股利可以增加企业的价值。投资者都厌恶风险, 因而会把未来的股利收益和更高的风险因素联系起来。因此, 在股利与资本利得的两处形式的收入中, 比较现实的投资者会更偏好股利。Gordon和Lintner J主张, 就象还停留在丛林中尚未抓到的两只小鸟比不上已抓住手中的鸟一样, 发生在未来的资本利得其风险高于目前已握在手中的股利。所以, 他们认为, 为了使资金成本能降到最低, 公司应维持高股利支付率的股利政策。

3. 噪音信号传递<sup>[3]</sup>。它是由Kumar(1988)提出, 该理论解释现实生活中的“刚性”的股利政策, 由于信息不对称, 与外部投资者相比, 企业经理对本企业的生产率水平拥有优势信息, 他们通过股利的支付向投资者传递企业生产率水平的信号, 然后股东根据这一信号进行投资决策。在非完全的市场中, 股东不可能根据股利准确判断企业的真实的生产率水平, 但存在一个噪音信号传递是可能的。国内学者陈晓等(1998)首次给出了我国上市公司股利信号传递效应的结论<sup>[4]</sup>, 魏刚(1998)以我国上市公司推出的1997年度股利分配政策与公司股票价

[收稿日期] 2005-09-10

[作者简介] 杨朝晖(1969-), 男, 高级会计师。研究方向: 财务管理。

格相关的结论。

## 二、上市公司分红现状

现实世界比MM理论的假设时所出现的简单情况要复杂得多,尤其在转轨中的我国更是如此,企业的股利政策除了必须考虑到税收、经营风险外,还得考虑如经理人道德风险、市场风险等,我国证券市场从1993年至2004年的11年间,上市公司所制定的股利政策主要表现在以下2个方面。

### (一)从历史分红回报看,总体分红偏低

1993-2004年的11年间,上市公司年平均分红率为35.9%,也就是说近65%的上市公司没有给投资者任何回报<sup>[5]</sup>。2001年中国证监会发布了《上市公司新股发行管理办法》,该办法将现金分红作为上市公司融资的条件之一。在该《办法》颁布之后,情况有所改观,但总体分红依然偏低,投资者所获取的回报依然没有根本性的变化。如2004年上半年上市公司平均每股收益0.14元,平均净资产收益率5.45%,同比增长36.71%和41.28%,均刷新了盈利增长纪录,但在全部1376家如期披露半年报的上市公司中,公布拟派发现金红利预案仅26家,占全部上市公司的1.89%,而上半年上市公司平均每股经营现金流量净额0.17元,同比增长26.88%<sup>[6]</sup>。可见,上市公司不分红,并非缺乏资金,而是置投资者的利益于不顾。

### (二)流通股股东的投资回报远比非流通股股东低

目前,沪深股市上市公司的现金分红回报水平很低,远没有达到流通股股东的期望值。统计数据显示,截至2004年8月底,A股市场募集资金总额达8240亿元,印花税与手续费合计约5200亿元,流通股股东共投入13440亿元,从1993年以来,投资者从上市公司所获得税前现金红利仅为639.4亿元<sup>[5]</sup>,扣除20%个人所得税率后,实际仅为500亿元左右。1993-2003年的11年间,流通股股东获得的年平均股息率(股息/股价)为0.89%,其中1995年最高为1.47%,1993年最低为0.48%,均低于同期银行存款利率;而与此同时,非流通股股东如果把净资产作为成本计算,其股息率在2003年已达到3.16%<sup>[6]</sup>,至于国有股、法人股若以每股面值1元计价,则更是超额利润了,大大高于流通股股东的收益,如何体现“同股同权”呢?

## 三、上市公司分红的动因分析

从西方国家的MM理论的提出,到国内学者提出的股利信号传递理论、股利分配政策与公司股票价格相关等一系列股利政策理论的发展,不断地丰

富了上市公司的股利政策的内涵。但是,作为投资者关心显然不是上市公司表面上分红的多寡,而是股利政策所能带来的真实利益。股利政策的制定的实质在于不同股东之间权益的博弈,因此,考察我国上市公司的分红政策必须从股权结构进行分析。

1. 国有股控股大股东需要派现来收回先期相关垫付成本。为了其控股的公司能够上市,通常集团公司会拿出最优良的资产包装进股份公司以使其上市,自己却承担了许多剥离下来的不良资产,由于资产质量急剧下降,部分集团公司缺乏正常经营能力,严重威胁到其自身的生存与发展,所以一旦上市公司经营良好,则集团公司通过大股东的表决权控制上市公司分配方案,往往通过高派现来迅速收回已支付的成本。如深交所的上市公司“佛山照明”,其第一大股东为佛山市国有资产办公室,持有国家法人股8592.21万股,占总股本的23.97%,而第二大股东广州佑昌灯光器材贸易公司仅持有法人股A股700万股,占总股本的1.95%,第二至第十大股东合计持股仅5.63%,可见该公司股权相当分散,实际上处于“一股独大”的状态。从1993年上市以来,该公司累计发放的现金股利超过10亿元<sup>[3]</sup>,被媒体称为“现金奶牛”就是典型的例子。根据“股息信号论”的观点,从表面上看,国有大股东的高派现是为了吸引投资者,向市场发出公司未来盈利的信号,但其实质上的受益方还是国有大股东。

2. 民营企业控股大股东需要通过套现来收回公司上市支付的成本。民营企业的性质决定了其控股股东具有更强烈的套现动机,因为民营企业上市“门槛高”,等到满足上市条件时,往往是其发展的阶段性顶峰。为实现创业资本收益,一些公司的创业者或控股股东作为发起人,持有的是非流通股,无法通过流通市场来收回其创业投资,只有不断的以高派现的方式来逐步收回其创业收益。如用友软件(600588)自2001年上市以来,就不断推出较高的现金分红方案,其中2000年10派4.5元,2001年10派6元,2002年10派6元转2股,2003年10派3.75元转2股,就很能说明这个问题<sup>[7]</sup>。

3. 非控股股东中的外资法人股东、社会法人股东及战略投资者通过稳定的股息获得投资回报,所持有非流通股无法获得资本利得,只能通过公司的派现来实现其投资收益。他们往往会对公司的分配方案起到重大的影响作用,促成公司进行派现,甚至是高比例派现。但是,当他们的预期收益无法实现时,也会通过转让、指定场所交易等方式,变相进行“用脚投票”,从而引起股票市场价格波动。

4. 流通股东中机构投资者对分配政策的影响力日益增强, 证券投资基金经过近几年的超常规发展, 成为市场中机构投资者的代表力量, 会逐步左右上市公司管理层的股利分配政策, 随着股票市场进入机构博弈时代, 通过资本利得取得投资收益变得越来越困难, 且投资基金作为一种理财形式, 需要定期给基金持有人以回报, 所以高比例的派现逐渐为基金所看重。

## 四、我国证券市场股权的现状 & 国有股减持的实践

### (一) 上市公司股权结构的现状分析

中国上市公司股权结构的特殊性在于存在大量不可流通的国有股和国有法人股。截至2003年, 中国证监会公布的国有股占总股份的比例是47.4%, 国有股份总量在3000亿股左右, 这个数量大致相当于未流通的国有股份占整个上市公司总股份数的 $2/3$ <sup>[7]</sup>。近年来国家股、未流通股、流通股占总股份的变化情况, 未流通股和流通股占整个市场的比重基本没有变化, 而未流通股中国家股增量部分增加较快, 这与大盘国企新股上市有关, 由此可见, 我们有必要考虑解决国家股的增量问题。

国有股不能流通造成了一系列问题, 如国有经济布局的失衡使众多的国有企业被投入到竞争性行业中, 造成资源配置不合理, 国有股一股独大和内部人控制, 公司治理结构差、供求失衡造成市场的过度投机等。为此, 国有股的减持显然已是势在必行了, 减持试点是在十五届四中全会做出《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》后开始的。

### (二) 政府对上市公司减持国有股的探索

1. 1999年12月, 中国证监会公布了中国嘉陵、黔轮胎等10家上市公司拟进行国有股定向配售减持的试点, 向市场发出减持国有股的信号。以中国嘉陵为例, 配售结果很不理想, 认购率为81.99%, 并造成公司市值损失8亿元, 其中国有股股东损失市值近5亿元, 流通股股东损失2.2亿元<sup>[8]</sup>。黔轮胎的情形与中国嘉陵类似, 虽然两公司国有股减持后, 社会公众股比例上升到近50%, 但市值损失巨大, 国有股股东与社会公众股股东两败俱伤。最后, 另外8家试点上市公司的国有股减持也叫停。

2. 2001年6月12日, 国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》, 标志着国有股减持正式启动。2001年7月, 北生药业、烽火通信、华纺股份和江汽股份国家公司在IPO时宣布以发行价将10%国有股存量发行, 随后, 中国石化、天

大天财等4家成为首批增发A股实行国有股减持的上市公司, 由于国有股减持价格高且随意性太强, 市场信心崩溃, 上证综指由2001年6月的2222点一路下跌至10月的1520点, 10月22日, 证监会宣布停止执行该办法。

3. 2002年前后, 管理层收购这种理念被引入国企改革。管理层收购(MBO)是指目标公司的管理层利用借贷融资购买本公司股份, 从而改变公司所有者结构和资产结构, 达到重组本公司目的并获得预期收益的收购行为<sup>[7]</sup>。2002年10月8日颁布的《上市公司收购管理暂行办法》对MBO和员工持股等问题作出了规定, 被地方政府认为是国家对上市公司MBO行为的许可。然而在实践中一些管理层收购却变样了, 具体操作中存在“暗箱操作”, 内部人利用各种办法为自己获取不正当利益, 操纵资产评估、非法融资等手段使大量的国有资产流入自己的腰包。正如黑龙江省国资委主任胡祥鼎说:“国有产权转让, 被很多人认为是最后一次廉价而丰盛宴席。不少人动用一切手段、关系试图加入这场盛宴。”2005年9月, 著名学者、香港中文大学教授朗咸平质疑某些企业经营管理者侵吞国资, 并提出目前一些地方上推行的“国退民进”式的国企产权改革已进入误区。他认为, 目前应当停止盛行的管理层收购行为, 停止以民营化为导向的产权改革<sup>[9]</sup>。

## 五、完善企业股利分配和股权结构的几点思路

### (一) 完善现金分红机制

1. 政府应出台政策加以引导。中国证券市场作为一个新兴的市场, 有着特有的运行轨迹, 从上证综指14年运行趋势看, 即自1990年12月13日上证综指首日开盘以99.98点报收算起, 底部不断抬高是股指运行的基本趋势, 其上涨主要的理由是基于新兴市场规模的扩张和波段性市场运行特征所导致<sup>[9]</sup>, 并非以业绩增长为核心而上涨, 因此, 政策导向往往起着举足轻重的作用。如在2004年9月13日, 温家宝总理在国务院常务会议上, 提出抓紧落实“国务院关于发展资本市场的九条意见”(以下简称“国九条”)政策后, 沪深股市大幅反弹, 接连量价齐升。因“国九条”明确指出“重视资本市场的投资回报, 为投资者提供分享经济增长成果, 增加财富的机会”。令人欣慰的是, 中国证监会发布《关于加强社会公众股东权益保护的若干规定(征求意见稿)》, 也明确提出要求上市公司实施积极的利润分配办法。监管机关从保护投资者合法权益入手, 应积极倡导现金分红, 强化上市公司的分红意识。对

不派现或低派现的公司,要求其在定期报告中详细披露原因,并要求公司独立董事发表意见。事实上,制定股利政策本身也应该是企业自身的行为,一味强调强制派现未必对于所有的公司都有利。提高上市公司现金分红稳定性和连续性,上市公司派现的稳定性和持续性是国内证券市场与成熟资本市场最大的差距,监管的目的是促进上市公司逐步建立起明晰的、稳步增长的股利政策。

2. 上市公司应树立正确的利润分配观念,诚实履行对全体股东负责的职责。作为上市公司应从企业的战略出发,本着可持续发展的原则,制订稳定的利润分配办法,以全体股东利益最大化为宗旨,诚实履行自己的受托责任。根据股利信号传递效应理论的实证分析得出的结论,只有当公司盈利能力强且规模大时,公司才能支付较高的股利<sup>[10]</sup>;但同时应注意走“极端”,一个严重的问题是,部分公司大比例派现可能并不是出于保护社会公众股东的利益,甚至可能对公司未来的经营产生负面影响。事实上,随着民营企业的陆续上市,如本案例用友软件(600588),存在上市公司大股东通过高比例派现吞噬上市公司利益的可能。因此,公司管理层必须制定合适的股利政策,明确给投资者一个信号,供投资者决策。

3. 投资者应注重投资理念,充分发挥机构投资者的作用,倡导理性投资。股票投资收益主要来自股息、资本利得和资本增值收益三部分,一般而言,成熟、完善和规范的股市的投资收益主要来自股息尤其是现金股息。比如,最成功的投资家沃伦·巴菲特的投资策略就是股息决定投资选择。但是,在投机性市场上,股票投资收益则主要来源于资本利得。我国作为一个的新兴的股票市场,近十几年的股市发展历程表明了,投资者进行股票买卖是以博取资本利得为目的,对股息分配反映淡漠,往往对其失去耐心。这主要表现在:股指波幅过大,与中国股市相比照,较成熟的国外股市则相对稳定。1994-2004年这10年累计美国波峰谷底仅相差220%,新加坡相差150%。而同期我国波峰波底之差竟达600%以上<sup>[11]</sup>。

(二)继续做好非流通股的全流通实践,壮大上市公司市值,确保股市长期健康发展,为健全股利分配政策打好基础

根据代理成本理论,分散股权和股利分红可以有效降低代理成本,减轻企业管理当局的受托责任。鉴于风险分散的目的,企业的普通股股权不能集中于单一股东(国家股)手中,应为不同股东所分散控制。从公司治理的角度看,近几年来,以英、美

为代表的股权相对分散的企业较以德、日为代表的股权相对集中的企业更具有抵御风险的能力。1997年的亚洲金融风暴及近期中、韩企业的不景气可见端倪。基于我国上市公司的现状,可从以下3个方面进行分散股权和健全股利政策。

1. 在现有的上市公司中加大国有股的全流通实践力度,从根本上解决“一股独大”的问题。政府对减持国有股的实践多数以失败而告终,其原因是多方面的,主要原因:一是国有股的被减持部分仍然无法进入流通市场,本质上仅是政府的筹资行为;二是定价问题,国有股减持的定价很少考虑流通股股东的利益,基本上是由政府主导作价的。因此,对规模巨大的国有股减持问题,已迫使有关部门考虑通过证券市场来一揽子解决,因为国有股的减持和上市同时进行考虑,是有利于解决上市公司股权分置问题。同时,国有股与流通股的比例均衡也有利于各利益集团相互博弈,从而为制定各方均能接受的股利政策打下基础。

2. 在新增上市公司中应增加流通股的比例,除关系国计民生外,应尽可能降低国有股的比重,从而扩大流通盘规模,以确保市场长期稳定。据统计,沪深股市1376家公司中,流通盘1亿股以上的才380家,低于30%;按照世界银行一个整体分析的数据,中国股市的规模相对于GDP来看,大概是40%左右,而全世界平均是90.7%,可见规模偏小,更多表现在“恶庄”的违规交易,过高的换手率,不利于股市健康发展。在世界成熟的股票市场中,换手率相当低,且比较稳定,甚至表现出换手率下降的特征。美国纽约股市年换手率在50%-60%,即使在股市低迷的1994年,沪、深两市的换手率分别为78%和39%,1995年分别为47%和18%<sup>[11]</sup>。

3. 明晰上市公司的产权改革,大力发展机构投资者,稳定证券市场,从而维护中小投资者的利益。历时20多年的国企改革,目前已进入攻坚阶段,触及到最核心之处——国有企业的产权改革。据国务院国有资产管理委员会最新统计显示,截至2003年底,我国国有企业资产总额已经达到19.7万亿元,涉及15万户国有及国有控股企业。目前国有产权改革一些做法之所以遭受质疑,因为它背离社会公平,导致社会分配不公和国有资产流失严重。为此,国务院国资委主任李荣融日前表示,在目前情况下,国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购(MBO)并控股,国有中小企业改制可以探索试行管理层收购或控股。当前情况下,大力培养机构投资者不失为一个有效的办法。长期以来,由于信息不对称,中小投资者损失惨重却又无力回天,往往只

能“用脚投票”,无法从根本上同上市公司进行平等对话,大力发展机构投资者,扩大流通股的发言权,显然是一个有效的途径。

#### [参考文献]

- [1] 傅元略.企业资本结构优化理论研究[M].辽宁:东北财经大学出版社,1999:20.
- [2] 余绪缨.企业理财学[M].辽宁:辽宁人民出版社,1999:358.
- [3] 陈信元,陈冬华,王霞.转型经济中的会计与财务问题[M].北京:清华大学出版社,2003:312.
- [4] 吕长江,王克敏.中国会计与财务问题国际研讨会论文集[C].北京:中国财政经济出版社,2002:169.
- [5] 潘峰.政策鼎力支持,高分红成新宠[N].证券日报,

2004-09-29(8).

- [6] 吴晓兵,朱晓谨.股息率洞见接轨风险[N].中国证券报,2004-09-20(5).
- [7] 龙瑞锋.现金股利和股票股利两难选择的分析[J].经济论坛,2004(19):84.
- [8] 杨华.上市公司监管和价值创造[M].北京:中国人民大学出版社,2004:225-228.
- [9] 张旭东,陈芳,齐中熙.国企产权改革:“深水区”里如何前行[N].中国证券报,2004-10-20(6).
- [10] 鲍银胜,陈琦.A股与其它市场估值的比较[N].上海证券报,2004-11-02(5).
- [11] 方家喜.纽约证交所CEO:中国股市需解决流动性不足痼疾[N].经济参考报,2004-10-18(4).

(责任编辑:华启清)

(上接第16页) 国际接轨的农产品特别是绿色食品和有机食品的质量标准。当前要重点抓紧制定产品质量标准,突出主导产品标准,与食品安全和人体健康相关的质量安全标准,以及与这些产品质量标准相配套的种子种苗标准、生产与加工包装等技术规程标准。建立农业标准化科技示范区,在优势农产品质量优化、优势农产品的规模化生产、优势农产品产业化、优势农产品的质量安全保障等方面提供强有力的科技支撑。要建立与完善农产品质量与安全性检验检测体系。切实加强农用生产资料的质量安全检验与检测工作。

要建立和完善全省性的重大病虫害监测预警和控制体系、危险病虫害防疫体系和农药监测体系、动物疫情测报网络系统和动物防疫质量监测体系,从源头上保证食品的健康安全。特别是要注意建立和完善绿色食品、有机食品的技术标准、认证和检测体系,推广农产品产地标签制度。

(六) 抓好农村科技信息网络建设,为农村提供有效服务

要充分重视信息技术在农业上的应用,面向农村、农业企业和农民,以中国星火计划网福建站(福建省农村科技信息网)为信息平台,研究开发适合我省农业特点的农业科技、市场、管理等3个信息系统平台。建成内联科技部、各级科技部门、星火示范县、星火密集区(带)、星火示范镇、涉农高等学校、科研院所及星火龙头企业、农户,外联国内外重点

信息网站的一个网络运行畅通、处理功能强大、信息制度规范的集信息采集、分析、预测和发布于一体的信息网络,以准确的信息、丰富的知识、便捷的方式、生动的画面直接为企业、为农民服务,降低农业生产的风险,促进科技成果向现实生产力的转化,促进农业和农村信息化进程。

#### (七) 重视可持续高效农业技术的应用推广

持续农业是一种“不造成环境退化、技术上适当、经济上可行、社会上能接受的”农业。要大力示范推广适于农业可持续发展的技术系统:(1)传统的精耕细作技术;(2)高新技术如节水灌溉、旱地农业、有害生物综合治理、无土栽培、生物技术等;(3)农林牧立体种植、物质能量多层次分级利用、沼气发酵及综合利用、农业有机废料综合利用等,以实现农业的可持续发展。

#### [参考文献]

- [1] 刘力,蒙慧.WTO与中国农业发展对策[M].北京:中共中央党校出版社,2002:20-63.
- [2] 刘江.21世纪初中国农业发展战略[M].北京:中国农业出版社,2000:25.
- [3] 胡鞍刚.中国:新发展观[M].杭州:浙江人民出版社,2004:1-313.
- [4] 游光荣.中国科技国情分析报告[M].北京:中国青年出版社,2001:1-498.

(责任编辑:杨郁霞)