

西方企业的股利分配策略

沈维涛

企业经营所得的利润只是企业内部筹资的可能来源,因为公司在一定时期内在报表上反映的税后利润并不一定就是在此期间内的现金净增额。例如固定资产的折旧,当期并不表现为现金支出,应收账款、应付账款等项目在当期也不立即反映为现金收入或支出,因此公司税后利润的分配不能只依照损益报告表中的帐面数据,资金到底是有多余或不足还要看计划期内货币资金的实际流动情况而定。所以企业内部筹资来源的筹划,在很大程度上依赖于企业股利分配的策略。本文将着重探讨西方企业股利分配策略、股利分配理论及支付方式等。

一、影响股利分配的因素

公司税后利润的分配虽然可由管理部门作出决定,可是实际上其决定范围是有一定限度的,在客观、主观上有许多制约因素,迫使企业管理当局只能遵循当时的经济环境与制度作出有限的选择。影响公司股利分配的主要因素有以下几个方面:

1、法律上的约束限制。国际上多数国家的法律规定,企业的股利分配必须遵守四个基本原则:

(1)不能损害资本的完整,即不能因支付股利而减少资本总额。对于“资本总额”的定义各有不同的解释,有的是指股份面值的总额,有的是指已发行股票的资本总额,也有的是指帐面资本或实收资本。(2)股利必须出自盈利,这里所指的盈利要符合当地政府有关会计核算和其他相应法令的规定。(3)要有净收益。净收益的有无并不局限于当年数字,可以包括历年结存的数字在内。(4)无力偿付债务时不得支付股利。无力偿付债务也有好几种解释,有的是指公司的负债超过资产,有的是指公司不能如期偿付到期的债务或证券的本息。

2、政府政策和税收调节。各国政府对公司企业税后利润的分配,按照本国实际条件制定的一定的经济和税收政策。例如有的国家按照不同产业结构政策,或者鼓励企业扩大留存收益用于再投资;或者抑制企业的留存收益,促使企业扩大现金股利分配;还有的通过立法形式规定企业法定储备金(公积金)的比例,达不到限额不能分配股利。多数国家是通过规定不同的征税项目和税率以影响企业的股利分配策略。例如税后利润分配给股东个人要征收股息收入税,而留于企业的留存收益则免予征税。但对留存收益过大的企业,又征收不合理留利税,不过这大都是针对私人企业和小公司,以防止少数股东操纵公司的股利分配并实现其逃避个人所得税的目的。

3、公司本身对经营财务状况的估计和未来发展规划的要求。在上述二种因素一定的条件下,股利分配就要由企业实际面临的经济形势和财务状况来决定:(1)企业现金流动和负债条件。企业的税后利润或者是结存的保留利润并不直接表现为可以迅速流通的资金,因此,有可能在账面上积存留存收益,却无实际现金支付股利的能力。显然,通过借债来支付现金股利是不可取的。此外,有的负债合同为保护债权人利益,订有若干限制分配的条件,例如规定公司的最低留存收益限额,达不到时不能分配股利,这些条件直接影响股利分配策略。(2)投资机会和企业发展规划。企业所面临扩大投资的项目及投资收益率的大小,同企业筹资的综合资本成本的高低对股利分配策略有很大影响。企业对未来发展趋势的估计,也是决定企业股利分配策略的主要因素。一般来说,当公司的发展趋势正处于生产改型或新产品

开发初期,资金需要量大,必然要求在税后利润中保留较大比重的留存收益,以满足生产发展的需要;在公司的生产处于产品成长成熟期阶段,则税后利润的分配主要用于满足短期流动资金的需要;而在产品衰退期,多数企业要考虑资金转移和重新确定投资方向。所以,处于高速增长中的企业,股利分配的比重较低,而处于低速发展的企业,股利分配的比重反而高。(3)股权价值和控制地位。税后利润用于股利分配的比例高,则股票的市场价格也会高,在每年的股利按一定速度 g 递增时,按公式: $P_0 = d_1 / (K_s - g)$, d 愈大, g 愈大, P_0 也将增大,这是一方面。在另一方面,税后利润用于留存收益的比例高,则普通股的帐面权益价值也将提高,普通股的每股收益也将提高,两者都会影响股票的市场价格。但保持均衡的股利支付会减少企业证券进入正规资本市场和增强企业的筹资地位。但当企业的筹资结构有可能减少原有股权利益,从而削弱企业原有控制能力时,扩大留存收益以增加筹资又有抵消这些影响的作用。

二、股利分配策略的理论

企业税后利润如何分配,即股利分配的策略如何决定,有许多理论流派,其中最著名的是两种相对立的观点:一是所谓股利分配重要观点,这种观点认为股利分配策略是不会影响投资者的股利收益率 K ,只要企业作出了投资决策,就决定了这个企业资金的获利能力和它的价值,至于企业如何分配股利则不会影响企业的价值,因而可以证明股利分配策略同企业价值大小不相干,即 $K_s = d_1 / P_0 + g = \text{常数}$ 。另一种观点持相反意见,认为股利的增加是现实的,对于投资者来说,实际能拿到手的股利,同增加留存收益后再投资所得到的未来利益相

比,后者的风险性要大得多。在他们看来, d_1/P_0 的风险性比 g 的风险性小得多,因为前者可以说是稳拿到手的后者则是个未知数,所以在 $KS = d_1/P_0 + g$ 这个公式中,两者的比重不同,对 KS 的值有不同的影响,即 $KS = d_1/P_0 + g$ 常数。这两种不同论点在实际工作中左右了企业管理当局对股利分配策略的选择,形成了股利分配上的两种策略:一是股利分配策略取决于企业的投资决策。企业有利可图的投资机会多,只要筹本 K_0 低于投资收益率,他们宁愿多保留利润进行再投资,而不必考虑当期能支付多少股利。另一种策略则坚持长期保持稳定的股利不变(或稳定增长),在此基础上,再决定企业的投资决策和投资方式。

三、股利支付形式

除了股利分配策略外,我们还得对股利的支付形式加以选择,常见的股利支付形式有下列三种:

1、现金。用现金支付股利是最普通的形式,股东可从公司办事处或公司委托的金融机构领取现金股息。

2、公司财产。有的公司因现金不足或其它原因而用公司的财产作为股利支付,但各国法令对此有一定限制。通常是以公司持有的其它企业的股票、债券等有价值证券作为支付股利的手段,而用本公司的实物产品或其它实物资产支付股利的方式则比较少见。

3、本公司股票。以本公司股票作为股利支付有几种方式:一是在本公司名义资本尚未足额时,以其未认购的股票作为股利支付;二是以新发行的股票支付股利;三是以收购已发行股票代替股利支付。以股票作为股利要牵涉到企业和投资者之间的十分复杂的利益关系。

从企业财务状况来考察,以现金或其它财产支付股利,在企业帐户的表现为企业资产的减少;以本企业的债券支付股利,则表现为企业负债的增加;而用股票支付股利则表现为股权的稀释。股票股利是一种特殊的股利支付形式,股东只是在形式上分到股票,而实际是尚未收到股利。因此,毋宁说它是一种股利分配形式,还不如说它是一种筹资方式。

股票股利和股票分割相类似,其结果都同股东现实收入无关,但会影响股票的价格。按美国纽约证券交易所规定:凡用股票分配股利,其总数低于发行股票总数的 25% 的,称为股票股利,如果达到 25% 或超过 25% 则称为股票分割。以股票作为股利的结果,只是普通股权益中面值、追加资本和留存收益(保

留利润)三者之间比例关系的变化,而同其权益总值无关。以股票作股利后从留存收益中转移价值可用如下计算:从留存收益中转移价值 = 已发行的股份数 \times 股票股利的百分比 \times 股票市场价。例如:原来普通股权益的构成为:

普通股面值(每股 1 元已发行 500 万股) 500 万元

追加资本 1000 万元

留存收益 15500 万元/17000 万元

现在准备以发行 20% 股标作股利,股票市价为每股 80 元,则从留存收益中转移的价值将为:

$500 \text{ 万股} \times 20\% \times 80 \text{ 元} = 8000 \text{ 万元}$

这 8000 万元,其中 100 万元为发行 100 万股的面值,7900 万元为追加资本,而留存收益将降为 $15500 - 8000 = 7500$ 万元。因此,普通股权益的构成将变为:

普通股面值(每股 1 元 600 万股) 600 万元

追加资本 8900 万元

留存收益 7500 万元/17000 万元

可见股东总权益不变,但每股权益将被稀释,由原来的 $17000 \text{ 万元} / 500 \text{ 万股} = 34 \text{ 元}$,降为 $17000 \text{ 万元} / 600 \text{ 万股} = 28.33 \text{ 元}$,从而影响每股市价。

收购已发行股票作为股利的策略,其结果同股票股利的策略相反。把已发行的普通股重新收购回来的股票称为库藏股,企业收回了部分普通股,发行在外的普通股股数就相应减少,每股权益必将增加,从而导致企业股票市价的提高,由股票市价提高所得的资本利得就可代替股利股息。例如某企业有税后收益 440 万元,决定以 50% 即 220 万元分配给普通股作为股利,现在发行在外的普通股为 110 万股,每股市价 20 元,该企业准备出价 220 万元收购 10 万股,即每股价 22 元,企业按此决策购回普通股票后,对每股收益和每股市价都将产生一系列影响:

1、目前的每股利益 = 总收益 / 发行股份数 = $440 \text{ 万元} / 110 \text{ 万股} = 4 \text{ 元}$

2、价格收益比 = 股票市价 / 每股收益 = $20 / 4 = 5 \text{ 倍}$

3、购回 10 万股后每股收益 = $440 \text{ 万元} / 100 \text{ 万股} = 4.4 \text{ 元}$

4、购回后可望达到的每股市价 = 价格收益比 \times 每股收益 = $5 \times 4.4 = 22 \text{ 元}$

由上例可知,股东不论是出售股票或者保留股票都可得到 2 元的利益。当然这是有一定条件的,关键是每股收购价定得恰当。在上例中如果以低于 22 元的价格购进,则对保留普通股票的股东有利;如以高于 22 元的价格购进,

情况就相反,对出售普通股股票的股东有利。进一步说,如果收购股票后,引起股价的提高,将对投资者和企业都有利;如果效果不显著,股票价格并不随之上升,则对投资者和企业者不利。收购股票作为股利分配形式对企业 and 股东有不同的影响。站在投资者的立场,有利之处是公司收购股票后,从股价提高所得的资本利得比分配的现金股利可以少承担税负,收回股票后还会提高负债比率而可以受到节约税负的利息;不利之处是股东心目中,总认为现金股利是可靠的,资本利得是靠不住的,在企业收购价订得不合理时还会遭受损失。站在企业立场有利之处是要以增加股利分配策略上的机动性,当企业在短期内获得高收益时,可以保持原来股利分配的稳定性而不用提高股利分配比例;收回的库藏股可用于调换或购回已发行的可调换证券,而不必另行发行新的有价证券;同时还可以有效地对付竞争对手,因为及时收购本企业股票可以防止外企业的收购兼并;此外,对于改变企业资本结构,降低综合资本成本也是一种有效手段。不利之处是,企业采取收购普通股策略,实际上是收缩资本规模,减少投资机会,从而降低企业的经济增长率;企业收购本企业股票也会对投资者产生一种不正常感觉,甚至认为企业正处于一种不利的环境中,所以收购股票代替股利不能作为一种长期的一贯性的股利支付形式。

参考文献:

L.J. Gitman,《Principles of Managerial Finance》(8th Edition), Harper Collins Publishers(1998)

(作者单位:厦门大学管理学院 福建 361005)

(责编:李路)

经济师小辞典

股份资本

通过发行股票将分散的个人资本联合而形成的资本。以资本的所有权与使用权相分离为前提。投资者的资本所有权通过购买股票转化为股份所有权,而将资本的使用权让渡给股份公司,并凭借资本所有权定期取得股息收入。股份资本是资本集中的重要形式之一,它把众多的个别资本集中起来,形成巨额股份资本,从而推动了社会生产力的发展。