

公司治理模式与股利政策探讨

李常青 (厦门大学管理学院 MBA 中心 361005)

筹资决策、投资决策和股利政策是现代股份公司三个最重要的财务决策。我国股份公司在前几年主要考虑的是如何发行股票筹集资金,现阶段越来越多的公司开始研究如何有效地运用所筹集的资金。至于如何制定股利政策,给投资者以满意的回报则鲜有公司认真考虑。随着证券市场的日益规范,投资者的日益成熟,股利政策的研究显得愈来愈重要。因此,本文拟通过研究美国、日本等西方发达国家的公司治理模式及其对股利政策的影响,分析我国上市公司的股利政策,以求使其更加合理化和规范化。

美国股份公司 治理结构与股利政策

美国股份公司治理结构的最大特点是在股权结构上机构投资者所占份额最大,但股权高度分散。据统计,美国在战后初期机构投资者持股比例仅为百分之十几,20世纪70年代中期达到30%左右,80年代中期进一步上升到40%,90年代中期则发生了根本性转折,首次超过个人投资者而居优势。美国的机构投资者主要是养老基金、共同基金、人寿保险、大学基金和慈善团体等,商业银行和公司法人则不能持有股权。1995年机构投资者控制了全美大中型企业46%的普通股,不过,尽管机构投资者的持股总量很大,一些机构投资者资产也很庞大,甚至高达几十亿美元,但为了分散风险和囿于法律限制他们在每个股份公司中的持股份额却很低,所以美国股份公司中持有大比例股份的股东很少,股权处于极度分散状态。

美国股份公司治理结构的另外一个特点是主要依靠资本市场上的接管和兼并控制公司。在高度分散化的股权结构之下,对公司经营者实施监督,一方面要付出监督成本,另一方面因此所得到的利益大部分将被其他股东所分享,因此为避免自己成为“搭便车”行为的牺牲品,美国的股东一般都很少有积极去监督公司经营者的动因。正如伯勒和米恩斯在1993年的研究认为:公司的经理人已获得公司的控制权,而且这种权力越来越无法约束。尽管如此,美国公司的经理们并非高枕无忧,他们需承受“恶意接管”所带来的

竞争压力:即如果一家公司经理的经营业绩平平,大多股东就会卖出该公司的股票,而某个局外人便可通过收购该公司的大部分股票而接管他,然后对公司进行改组,驱逐公司经理。

在美国的公司治理模式下,其股利政策具有以下特点:

股利支付率高

据统计,美国上市公司1983年至1992年间的平均股利支付率为65.8%,即净利润的大部分都分配给股东。美国上市公司股利支付率高的主要原因是:第一,美国公司的自有资本率较高,所以股东的力量相对强大,这就决定了经营者在经营方向和利益分配方面不得不按照股东的价值取向来安排。在美国,无论是个人投资者还是机构投资者,其持股的目的都主要在于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落,因而股利支付率就成为评价公司经营成果的主要标准。在税后净利润的分配中,他们会凭借其实力通过董事会来尽量压低告诉公司的留存盈余,提高股利支付率。第二,美国的资本市场相当完善,加之美国公司外部直接融资的能力很强,当公司的规模迅速扩张时,公司之间的兼并、收购非常频繁,因此公司采取高股利政策,一方面可以稳定股东的情绪和树立良好的市场形象,另一方面也能够达到保护自己和抵御恶意收购的目的。

股利形式多为现金股利

西方国家常见的股利形式有现金股利、股票股利和股票回购三种,其中以现金股利最为普遍。这主要是因为当公司有大量的现金时,要么分配给股东,要么进行再投资。理论上如果再投资的收益率比股东自己投资所得更高,就应该不分红,留在公司再投资。但是,再投资到底会出现什么结果是无法事前保证的。经理们事实上没有什么动力来使股东的钱得到最好的使用,因为如果通过冒险所赢得的好处都流入别人的腰包,冒这种要丢掉饭碗和津贴的风险就不值得了。正如伯勒和米恩斯所指出的,不冒风险、甘居中游的心态在所有权与经营权分离以后成了普遍规律。有时情况甚至更坏:经理们也许将留存的现金用于建筑自己的独立王

国,用企业集团中盈利的部分的利润来补贴亏损部分,这样使得整个企业集团的所得水平刚好使股东勉强满意而不至于造反,但远远达不到能使股东获得最大价值的地步。所以从股东乃至整个国家的利益着想,不如让那些中庸而又处处设防的经理们少留些现金。将这些现金收入通过分红流回资本市场,通过股票的重购使资金流向回报率更高的投资项目。

股利政策基本稳定

如果公司的股利政策多变,分红减少将会导致公司的信用下降,从而对公司筹集资金或经营活动都会带来不利影响。因此,为了均衡股利水平,维持公司的良好形象,美国上市公司一般都尽量保持稳定的股利政策。

股利支付次数多

美国上市公司的股利支付大都按季度进行,每年支付四次股利,即使在西方国家这也是非常典型的。公司在短期内多次支付股利,主要是受到股东短期行为的影响,这样至少可以带来两个好处:可以增加股东的透明度,因为每一次支付股利,公司都将公布自己的短期财务业绩,向股东传递更多的公司信息;可以在更大的程度上发挥股东和债权人监督和制约公司经营管理的作

日本股份公司的 治理结构与股利政策

法人相互持股

日本股份公司治理结构的最大特点是股权结构上的法人相互持股。自战后财阀解体后,日本股份公司中机构持股率一直呈上升趋势,1949年机构持股率仅为15.5%,个人持股率为69.1%;1966年机构持股率首次超过个人持股率,达44.7%;1995年机构持股率上升到68%,而个人持股率降为24%。与美国不同的是,日本的机构投资者主要有两大类:一类是金融机构法人,包括银行、保险公司和其他非银行金融机构;另一类是活动于生产和流通行业的企业法人。日本的机构投资者不仅在总量上占绝对优势,而且在每个股份公司的持股份额也很高。日本大企业中最大10

位、20位股东的累计持股比例不断提高,一般达到30%—50%,而美国仅为10%左右。所以日本企业的股权十分集中。日本公司的法人持股主要是集团内企业交叉或循环持股,整个集团形成一个大股东会。

依靠内部监督和约束控制公司

日本的股份公司主要是依靠公司内部的监督和约束来控制公司。日本公司中,董事会成员主要来自企业集团内部,决策与执行决策都由内部成员承担。其监督和约束主要来自两个方面,首先是来自交叉持股的公司。如果一个企业经营绩效差或者经营者没有能力,大股东会就会对该企业的经营者提出批评意见,督促其改进工作,直至罢免经营者。另一个重要监督来自主银行。日本的主银行通常向企业提供较大份额的贷款并拥有一定的股本,因而他在公司治理中往往起到积极作用。当然,主银行并不选拔经理人员,也不明确控制公司的经营战略,只是当公司陷于经营困境时,主银行才迅速介入并采取行动。譬如事先通知相关企业采取对策,如果公司业绩仍然恶化,主银行就通过大股东会、董事会更换经理人员。主银行也可以向其持股比例较大或贷款较多的企业派驻人员,如董事等。

表1 美、日上市公司股权结构比较表(1996年)

	美国	日本
1. 金融部门	46%	44%
其中: 银行		22%
保险公司	5%	17%
养老基金	26%	1%
共同基金	11%	3%
其他金融机构	4%	1%
2. 非金融企业		24%
3. 官方		1%
4. 个人	49%	24%
5. 国外投资者	5%	7%
合计	100%	100%

在日本的公司治理模式下,其股利政策具有以下特点:

股利支付率极低。日本上市公司的股利支付率非常低,其平均股票红利率仅在1%左右,并且呈不断下降的趋势。日本上市公司之所以长期压低股利分配,主要原因是:第一,日本公司中法人股东占主导地位,法人股东与机构股东不同,其持股的目的不在于股票红利和股价差收益,而在于同被持股单位建立一种长期稳定的生产和经营业务关系。金融机构的持股密切了其同被持股公司长期稳定的借贷等交易关系,从而保证了利润来源,降低了投资风险系数。企业法人的持股保证了关联企业之间的长期分

工协作关系,成为联系日本公司系列与公司集团的一条重要纽带。因此,日本著名经济学家奥村宏在《股份制向何处去》一书中分析指出:法人大股东的存在是决定日本公司分红政策最重要的因素,其结果是轻视分红,使得本来是股份公司最重要的分红成为了毫无意义的事情。第二,日本公司企业法人股东往往都是相互持股,这样如果相互持股的一方企业要求增加股利,则另一方企业也必然要求增加股利,其结果是双方企业谁也没有真正增加股利,但却提高了股利支付率,给个人股东带来了好处,增加了企业的利润支出。因此,企业法人股东一般不要求高股利支付率。第三,与美国不同,日本企业的经营目标是谋求企业的长期发展,因此他们比较注重企业的市场占有率和新产品比率,宁愿将利润留存在企业内部。

股利形式主要是现金股利。日本上市公司不仅股利支付率低,而且基本上不采用股票股利和股票回购的支付方式。究其原因主要有:第一,由于股票股利将增大流通在外的股票数量,从而导致股权分散和降低每股净收益,所以一方面股东对公司的控制权会削弱,另一方面公司的股票价格也会相应下降。第二,日本公司法对上市公司的股票回购约束较多,几乎不承认上市公司取得的回购股份。

股利政策稳定。日本上市公司长期推行稳定股利的政策,不管上市公司经营利润如何变动,分红水平是完全固定的。这同样也是得益于日本的法人相互持股,尽管利润增加了却没有来自大股东要求增加分红的压力。

对我国上市公司的启示

当前,我国股份制尚处于试点阶段,股票市场还不够成熟,股民素质还有待提高,投机气氛浓厚,股权结构中国家股和法人股比重较大且不能流通,投资队伍中以个人投资者为主。所有这些决定了我国当前的股利政策极度不规范和成熟,比照美、日上市公司股利政策的特点,我们可以得到如下启示:

以现金股利为主,且保持较高的股利支付率

从上面分析中了解到,美国上市公司股利支付率较高,而日本上市公司股利支付率较低,但他们都是以现金股利为主。对于我国上市公司而言,应参照美国的经验采取高现金股利的政策,这主要是因为:第一,高现金股利有助于抑制当前的过度投机行为。现金股利才是对

股民投资的真正回报。如果现金股利率低,则分红对股东失去了应有的意义,他们则只好转而以投机证券获取股票价差收益为目的进行股票买卖,这样助长了股市的投机行为。日本上市公司长期来一直采取少分现金股利的政策,股市过度投机导致股价节节攀高,而近年来股价又狂跌。我们应引以为鉴。第二,现阶段,我国上市公司股权结构中国家股和法人股占主导地位,由于他们不能流通,送股和转增股对其意义不大,派发现金股利较为公平。第三,一般地当公司拥有较好的投资项目而资金又不够时,往往以股票股利代替现金股利。而当前我国上市公司闲置现金较多,却苦于找不到合适的投资项目。第四,有利于吸引国内外投资基金。基金投资者偏好现金红利,注重长期投资,派发现金红利符合了他们的投资要求,是国内市场与国际市场接轨中的重要一环,是股市走向成熟、投资型发展的必然趋势。这不仅有利于国内投资基金的规范,也有利于吸引国外投资基金的参与。

保持股利政策的连续性和稳定性,增加透明度

我国上市公司的股利政策波动大,缺乏连续性,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,股利形式时而现金时而股票股利时而暂不分配,毫无规律可言,致使股价大幅波动,助长了股市投机性;盲目迎合市场需要,从众行为突出。市场喜好送股则送股,市场喜好公积金转增则转增股,今年则又流行暂不分配。从美国和日本的经验可以看出他们都尽力维持股利政策的稳定性,增强股票的预见性,使股东队伍保持稳定。

参考资料:

1. 银温泉;“美日德三国的公司治理模式”,《经济学消息报》,1998.1.16
2. 默顿H·米勒;“治理公司的两种不同策略”《中国国有企业改革》(徐滇庆等主编),中国经济出版社,1996.
3. 陈志昂、胡继文,“股利分配政策议”《经济理论与管理》,1993年(1).
4. 奥村宏[日]《股份制向何处去》,中国计划出版社,1996.
5. 李常青;“我国上市公司股利政策影响因素分析”,《中国工业经济》,1999年(9).
6. 刘星,《股利决策新论》,重庆大学出版社,1999.