

上海证券交易所“积极回报投资者”系列文章之二

成熟市场上市公司分红经验介绍

现金红利是上市公司用以回报投资者的最常见的股利形式之一，除此之外，还有股票股利、股票分割、特别红利以及股票回购等，这些均属于广义的公司股利政策。股利政策首要解决的问题在于是否发放股利，其次才是发放多少以及以什么形式发放。诸如此类问题，国内外理论界和实务界一直未有统一的结论，因此，“股利之谜”盛行多年。

国内外财务学界就股利政策形成了多种流派，但每种流派的解释能力都有限。目前，比较有代表性的有：股利无关论、“在手之鸟”理论、税差理论、信号传递理论、代理理论以及非理性股利政策理论。股利无关论是最早期的股利政策理论，主要观点为公司价值与股利政策无关。但该理论有一个严格的前提假设，那就是完美资本市场的假设。随着假设的逐渐放宽，“股利无关论”逐渐被后续的“股利相关论”所取代，他们的主要观点为股利政策会影响公司价值。以其中的代理理论为例，该理论认为，现金股利的支付，使管理者可支配的自由现金流量减少，降低了其利用这部分资金进行私人投资或过度投资的程度，从而降低股东和经理人之间的代理成本。此后，随着资本市场中大量悖论现象的出现，又渐渐出现了突破原有理性预期假说的非理性预期股利政策理论。其中尤以股利迎合理论为典型，该理论融合了行为学、心理学和社会学等学科，认为管理者在制定股利政策时，倾向于迎合投资者的需求。当投资者偏好股利而为那些支付股利的股票提供较高的价格时，管理者就宣布支付股利；反之，就停止支付股利。因此，纵观国内外理论界，不存在能解释一切股利问题的股利政策理论。

境外成熟市场的实践经验同时表明，相当部分市场（尤其是新兴市场）在发展过程中，曾不同程度地使用过强制性或半强制性分红政策。其中，部分新兴市场经历了从强制性到放松再到强制性分红的反复，而较多市场则逐渐从强制性到半强制性或强化决策程序和信息披露监管的制度转变。

以美国市场为例，其在经过三百多年的发展之后，形成了目前以长期稳定现金分红为主，非稳定的股份回购和特别分红为辅的多种分红手段并存和相互补充的分红制度体系。市场也形成了以获取稳定现金分红回报为主的长期投资理念。这与美国国内的分红监管政策是不无相关的，例如纽交所规定股票股利的发放比例不得超过 25%，否则称为股票分割，并对股票分割和股票股利采取完全不同的会计处理方法，这极大地限制了美国上市公司进行高送转的冲动。

又如台湾，早在 2000 年之前，大多数台湾上市公司倾向于保留现金而偏好发放股票股利。2000 年，台湾发布“健全股利政策”，要求上市上柜公司若无特殊理由必须同时发放现金股利和股票股利，并辅之以强化股利政策信息披露来引导上市上柜公司发放股利。除要求上市上柜公司必须按要求披露股利政策外，还制定了四种股利政策模式（剩余股利政策、稳定股利政策、固定股利政策、正常股利加额外股利政策），

供上市上柜公司根据自身情况进行选择,同时规定,每年资本公积转增股本合计不得超过实收资本额的10%。平衡股利政策直接改变了台湾地区上市上柜公司的股利政策实践,发放现金股利的企业比例从2000年的49%迅速增加到2009年的81%,股票股利则呈现下滑趋势。

我国香港地区的股利政策与美国类似,区别在于香港市场上的中资公司,其股利政策会受到内地和香港的双重影响。此外,香港市场股票回购现象普遍,通过回购方式向股东支付现金的比例与现金股利几乎达到了一样的水平。其回购股票的主要动机是作为现金股利的一种替代方式,但由于回购不会稀释每股的价值,所以越来越多的公司将其用作管理层认股权计划,并制定相应的股票期权来激励管理层。通过回购股票向股东分配利润,同时提高了上市公司的权益负债率,优化了公司的资本结构,因而很受股票价值低估的上市公司的欢迎。

境内外理论与实践经验表明,制定一个健康、合理的股利政策,不仅需要结合经济学、财务学、行为学、管理学等多种学科,更应综合考量资本市场所处的发展阶段、实际运行状况、法律制度和税收制度。鉴于我国正处于“新兴加转轨”的市场环境中,更应综合考虑各种因素,以境内外成熟市场的经验为鉴,吸取其成功、有效的经验、手段和方式,制定一套符合我国资本市场实际运行状况、合理有序的分红制度,并努力完善各项配套制度。