

# “半强制”股利政策、代理冲突及经济后果

王春飞

(中央财经大学会计学院 北京 100081)

**【摘要】**股利政策是公司财务领域最为基础且又最富有争议的话题之一。理论上认为合理的、可预期的现金股利政策可以传递信息,减少代理冲突,提高公司价值。在实务中,由于法律保护和公司治理机制完善程度的不同,在不同国家存在自由支付和强制支付的差异。本文试图从代理冲突角度对半强制股利政策进行理论分析,以期对半强制股利政策研究和实践提供参考。

**【关键词】**“半强制”股利政策 代理冲突 经济后果

## 一、引言

自从 Miller 和 Modigliani (1961) 提出“股利无关论”以后,“股利之谜”(Black, 1976) 便成为公司财务领域最为基础且又最富有争议的话题之一。从理论上分析,以往研究,基本围绕股利政策与公司价值的关系展开,信号理论认为,公司支付股利是公司向外界信号传递的重要工具,能够降低投资者与公司之间的信息不对称,从而增加公司价值。从公司治理角度来看,合理的现金股利政策可以实现大股东与小股东的利益共享,缓冲股东与经理人的利益冲突;但不合理的现金股利政策可能会加剧公司的代理冲突,损害公司的价值。

从实务上分析,如何规范公司的现金股利政策,是各国监管部门的重要工作。从监管思路来看,在英美等国家由于法律保护较为健全及公司治理体系较为完善,现金股利政策基本由市场决定。但是,在法律保护不完善的新兴市场国家及大陆法系的国家,监管部门通常试图通过强制分红来达到治理目的,以弥补法律保护及公司治理的不足,比如巴西、智利等国家。Martinsa 和 Novaesb (2012) 以巴西为例,研究了强制股利政策对公司支付行为及投资的影响。在国内,为规范上市公司的股利支付行为,证监会推出了一系列股利支付的改革措施(以下简称“半强制”股利政策)。证监会在 2001 年 5 月发布《发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》规定“发行审核委员会审核上市公司新股发行申请,应当关注公司上市以来最近三年历次分红派息情况,特别是现金分红占可分配利润的比例,以及董事会关于不分配所陈述的理由”。同年公司现金股利支付的公司大幅增加,但是也存在不少公司为迎合政策分红数额较少。为了提高分红比例,2006 年 5 月 8 日证监会在《上市公司证券

发行管理办法》第八条第(五)项“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百分之二十”。2008 年 10 月 9 日,证监会将《上市公司证券发行管理办法》第八条第(五)项规定,“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百分之二十”修改为“最近三年以现金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百分之三十”。2012 年证监会和各交易所又要求公司在年报中详细披露相关股利政策。

然而,“半强制分红政策”推出之后却存在许多争议。首先,先分红而后再融资的政策要求不合乎基本的“优序融资”的财务理念,可能会提高公司的资本成本。李常青等(2010)也研究发现,高速增长的公司可能会受到不利影响。其次,由于股利政策是由股东大会决定,大股东可以左右股利政策,使用不合理的股利支付方式来规避监管,从而损害中小股东的利益。本文试图从代理冲突角度对半强制股利政策进行理论分析,以期对半强制股利政策研究和实践提供参考。

## 二、半强制股利政策的理论分析

### (一)半强制股利政策对公司股利支付行为的影响

由于“半强制”股利政策要求再融资的企业达到一定的股利支付水平并详细披露其股利政策,可能会改变公司的现金股利支付方式和行为。比如,2006 年要求三年累计支付达到 20%,可能提高有融资动机公司的现金股利支付水平,有助于市场整体股利支付的提高;2008 年要求仅考虑现金股支付方式,可能会减少股票股利的支付。但是,股利政策是由股东大会决定,大股东可以左右股利政策,大股东存在自利行为来选择支付股利方式及数额。比如,2006 年《决定》规定“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百分之二十”，我们预期上市公司可能会迎合监管要求仅实行百分之二十的最低股利支付率；同时股利政策的选择方式可能存在使用股票股利来达标。此外，如果公司再融资计划成功或失败，公司的股利支付也可能会降低或停止，公司没有动机再支付股利。

## （二）半强制股利政策与代理成本

1. 大股东与中小股东的利益冲突。在大股东与中小股的代理问题中，合理的现金股利支付可以使得股东共享公司发展的成果，现金股利支付有利于保护中小股东的利益。邓建平<sup>等</sup>（2007）研究认为现金股利是股东之间利益共享的行为，是一种保护中小投资者的一种机制。但也有研究表明，不恰当的现金股利政策可能成为大股东掏空上市公司的工具。陈信元<sup>等</sup>（2003）发现高额现金股利并没有提高公司的价值，主要原因在于现金股利可能是大股东转移资金的工具，并没有反映中小投资者的利益与愿望。在国内，由于大股东通过金字塔结构进行控股，使得公司控制权与现金流权分离程度加大，现金留存在企业内部大股东可以通过较高控制权实现其私利。证监会将现金股利政策挂钩的初衷是通过合理的分红机制缓解大股东和中小股东之间的代理问题。但是我们也要关注，大股东借助半强制分红政策，通过不恰当的分红方式对小股东的利益进行侵害。

2. 股东与经理人的代理冲突。在国内，国有企业是经济中重要的组成部分。但是由于国企承担了政策性负担，其内部人在“所有者虚位”和信息不对称的情况下会产生严重的道德风险，国有企业内部人控制较为严重，股东与经理人的代理冲突普遍存在。在股东与经理人的代理问题中，现金股利可以减少管理者滥用自由现金流进行过度投资，适度的现金股利支付可以降低公司自由现金流的水平，从而降低经理人过度投资和帝国构建的可能，进而缓解代理冲突。企业的留存收益是管理者投资扩张或过度投资的主要资金来源，由于企业管理层对内部资金使用有较大的自主权，我们可以合理预期，理性的管理层会选择少支付或不支付现金股利，而将留存更多的现金在企业内部。半强制股利政策将再融资与股利政策挂钩，要求有融资意愿的企业支付更多的现金股利，可以从某种程度上减少企业的留存利润从而进一步减少过度投资的可能性，缓解股东与经理人的代理冲突。

3. 股东与债权人的利益冲突。Smith和Warner（1979）研究发现，债务合同都会规定企业的现金股利的上下限。Kalay（1982）也发现债务合同对公司的股利支付行为会存在约束。传统公司财务理论认为，股东和债权人之间存在利益冲突，管理者会寻求高风险项目最大化股票价值，最后导致债权人承担了额外的风险。2008年证监会提出的

《决定》将企业的再融资资格与发放现金股利绑定，要求公司必须发放累计数额的现金股利才能具有再融资资格。由于现金股利支付，公司资产的流动性明显降低，可能增加公司债务违约可能性，进而增加公司的债务融资成本。但是，也可能由于“半强制股利政策”公司治理改善。比如，由于半强制股利政策的执行减少的公司的自由现金流的持有水平，从而降低了公司过度投资的可能性；或者半强制股利政策由于强制分红可以降低大股东与中小股东之间的利益冲突，从而最终降低公司债务融资的成本。半强制股利政策的影响可能性会因公司治理差异而存在不同，在公司治理状况较差的企业半强制股利政策所产生的效果要好于公司治理状况好的企业。

## 三、结论

现金股利政策的研究成果较为丰富，从不同的理论出发，往往会得出不同的结论。加之各国在法律环境和监管政策上存在较大差异，各国股利政策的实务上也存在明显的不同。以往股利研究的文献，多以代理理论为框架，直接检验股利政策在各种利益冲突中的作用，而忽视了具体制度环境中股利监管政策的不同。比如，在欧美发达国家市场机制股利政策主要是由市场自发决定，而新兴市场国家监管部门对股利政策存在不同程度的干预。此外，由于股利政策和其他财务政策都是公司内部管理决定的，研究股利政策的结论内生性较强。国内股利政策改革提供了良好自然实验机会，可以深入分析半强制股利政策对公司支付行为影响，可以深化股利监管政策对股利支付行为影响的认识。

此外，现金股利政策到底是由市场自发决定，还是由监管部门强制或半强制规定，取决于目标资本市场的法律环境和公司治理水平。强制或半强制的现金股利政策实际上是对法律环境和公司治理水平低下的一种暂时替代，有形之手和无形之手之间的边界会随着法治环境和公司治理水平的提高变化。

【注】本文受国家自然科学基金项目（项目批准号：71302131、71132004和71172029）、教育部人文社科研究项目（项目批准号：13YJC630160）、北京市会计专业群建设项目、中央财经大学“211工程”重点学科建设项目、中央财经大学青年创新团队支持计划（研究方向：实证会计与审计）及2011协同创新重点培育项目“注册会计师行业发展”的资助。

## 主要参考文献

1. 李常青,魏志华,吴世农.半强制分红政策的市场反应研究.经济研究,2010;3
2. 周县华,吕长江.股权分置改革、高股利分配与投资者利益保护——基于驰宏锌锗的案例研究.会计研究,2008;8