分红制度变革对A股投资者的影响

□夏晗[1] 夏瑞辰[2] 粟立钟[3](1 对外经贸大学金融学院 北京 100029
2 天津商业大学经济学院 天津 300134 3 北京工商大学 国有资产管理协同创新中心 北京 100048)

◆基金项目:北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(项目编号:GZ20130801)研究成果;北京市教委创新团队项目"投资者保护的会计实现机制及其效果研究"(项目编号:IDHT20140503)研究成果;北京市教委创新团队项目科技成果转化和产业化"北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施"(项目编号:PXM2013_014213_000099)研究成果

摘要:A股市场的快速发展,一方面企业高管和大股东伴随企业IPO而暴富,另一方面中小投资者并没有取得满意的回报,加上2008年以来的一系列经济危机的影响,资本市场的投资信心受到重创。为扭转这一趋势,提高A股市场的规范化程度,证监会出台了一系列以提高上市公司分红水平为目标的措施。在此背景下,深入分析分红制度变革对投资者的影响路径,无疑具有重要意义。本文提出完善上市公司分红制度,可以更好地发挥股利政策的定价功能和治理功能,进而提高投资者保护水平,降低信息不对称的影响。

关键词:分红制度 定价功能 治理功能

一、引言

2008年以来,美国次贷危机、欧主权债务危机和日本福岛地震,三大经济体先后发生重大经济事件,全球经济也随之走向衰退。在此过程中,危机不仅蒸发了投资者的物质财富,也在人们的内心留下了深刻的记忆。如何有效而快速地恢复投资者的信心,激发经济内在活力,对于各个国家经济的复苏都具有重要的意义。因此政策制定和监管部门,理论研究者以及实践者都一直在思考这些基本问题。对于中国A股市场,由于IPO重启的预期、企业IPO由审核制向注册制逐渐转变使得相关投资者保护问题更为急迫。

我国证监会从规范上市公司股利政策角度出发,完善投资者保护机制在具体制度规定和监管措施当中显得尤为明显——从早期的提高企业再融资审核条款中的现金分红比例,到随后在企业IPO审核条款中要求更为详细地披露股利政策相关信息等——总体上得到了投资者的积极响应。2013年初,上交所对上市公司现金分红比例做出明确规定,要求上市公司结合所处行业特点、发展阶段和自身经营模式等因素,选择有利于投资者分享公司成长,取得合理投资回报的现金分红政策。同年11月监管层也明确提出要求,上市公司需要结合企业所处发展阶段和是否存在重大投资,视情况制定分红比例为20%、40%、80%的股利政策。这些规定的出台在一定程度上说明,监管部门认为完善上市公司分红制度,将有利于恢复投资者信心,提升A股市场的资源配置功能,进而更好地促进经济发展。本文对股利政策的重要性、股利政策如何实现投资者保护、相关利益主体又该如何进一步调整等问题进行探讨。

二、股利政策的重要性

经济的发展、人民生活水平的提高,在很大程度上取决于社会财富的增长速度。社会财富的增长快慢受到两个因素的影响:一是投入社会再生产领域的资源占社会财富的比例,即投入再生产的基数;二是资源投入再生产领域后,能以多快的速度创造新财富,即生产效率的高低。投入再生产领域社会财富的多少,取决于人们的投资意愿。而人们愿意投资,是因为投资可以获取得相应的回报。对于投入再生产领域的资源将转化为劳动资料和劳动工具,他们需要和劳动力相结合才能形成有效的生产力。给定劳动资料和生产技术的条件,劳动力水平的高低决定着最终的生产力水平,即生产效率的高低。掌握劳动力的个人及团队能力越强,越能有效地使用稀缺的资源,进而创造更多的社会财富。而现实的情况是拥有资源的个体往往不是能力最优的,而能力最优的个体往往又不拥有稀缺的资源。因而要提高生产力水平,提升社会财富的增长速度,一个可行的思路是如何尽可能地将稀缺的资源交由最有能力的个体经营。

现代企业制度实现了稀缺资源的经营权向有能力的个体转移,但由于资源非均匀地分布于不同地区不同的个体手中,资源需要集中才能发挥规模效应,而资源的集中需要时间,如何建立一种机制实现资源的快速集中,将更加有利于社会财富的增长。除此以外,社会在进步,人的能力也将随时间发生相对变化,并在不同的环境下表现出不同的创造性。这意味着,选定一个有能力的个体之后,一段时间后会出现更有能力的个体。由于资源的稀缺性,出于社会发展的考虑,资源将先从生产领域退

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

出，而后再转移到更有能力的个体手中。资源的集中需要途径和时间，同样资源的退出也需要途径和时间。资本市场的建立使得资源的跨空间配置成为可能，同时也使得资源的跨时间配置成为可能；而且它也恰好提供了资源集中和退出的途径，同时也使得相应的时间大大减少，从而使资源的流动性和生产的连续性得以更好地兼顾。这些变化扩展了个体决策空间，进而改进相关各方的福利。

A股市场自成立以来，股票上涨所产生的资本利得和企业支付的现金股利是股票投资者实现回报的两条基本途径，而A股长期以来存在着低分红、不分红现象，使得投资者只能通过买卖股票获取资本利得。理论分析和实践经验都认为这强化了市场投机氛围，影响到了A股市场发展。在现金股利支付较低的情况下，中小投资者在交易过程中，由于决策信息和决策能力受限，将处于更加不利的位置。

在利润形成过程中，相关利益者在考虑投入时，不仅会关注总的产出结果，更会关心自身实际取得的利润。在连续博弈的情况下，如果企业的投资者没有取得合理的收益，那么他继续投资的积极性将会下降。A股市场当前的低分红、不分红现象，以及信息获取和信息分析能力的差异，使得中小投资者处于非常不利位置，影响到了A股市场公正性和可持续发展。

三、利用股利政策实现对投资者的保护

股利政策的完善可以改善投资者、上市公司和政府之间的关系。完善过程的实质是，由于信息不对称和经济人的有限理性导致了市场失灵。表现为当前A股市场的分红水平低于有效水平。政府借助直接和间接行政调控，提高上市公司分红的水平和稳定性，其结果是增加了对上市公司的约束，而赋予投资者更多的权力。这样的制度转变将更有利于在A股市场交易中处于弱势地位的中小投资者。

从决策相关性来看，分红水平的提高，可以提高现金股利收益在投资者总回报中所占的比例，从而使股利政策信息在投资决策过程中具有或增加决策参考价值；分红稳定性的增加，可以降低基于股利政策信息决策不确定性和决策风险；要求上市公司更为详细地披露股利政策相关信息，一方面强化了企业内部治理，另一方面也通过完善股利政策制定过程的科学性，进而提高决策结果的可信度。从代理风险的角度看：由于现金分红水平的提高和稳定性的增加，企业内部可以被掏空的资源减少，在代理风险一定的情况下，掏空行为结果的影响降低，进而提高对投资者的保护；内部可掏空资源的减少，同时也是内部可投资资金的减少，这将增加企业对外部融资环境的依赖，而增加外部环境对企业治理的力度和频率。外部治理的增加将会降低投资者面临的代理风险。本文将与投资决策直接相关的股利政策投资者保护功能界定为定价功能，将与代理风险有关的，与投资决策间接相关的股利政策投资者保护功能界定为治理功能。下面分别论述。

（一）股利政策的定价功能

按照谢志华等（1997）出资者财务理论的有关论述，现代企业制度产生之前，企业管理的特点是，自己的资产，自己管理，享受全部的收益，在这种情况下，可以实现“责权利”的完全统一，进而实现激励和约束最大化。但这种模式也存在重大缺陷，由于个人资产和能力都是有限的，企业的经营将无法实现规模效应和能力效应。而现代企业制度以两权分离为基本特点，进而实现资源组合的规模效应和人员组合的能力效应，但两权分离很难实现“责权利”的统一，这削弱了相应的激励与约束机制。所以完善现代企业管理的一个重要问题是如何解决由两权分离带来的激励-约束问题。

两权合一的企业管理模式之所以能实现激励与约束的最大化，是因为行为主体和监督主体是完全重合的，进而不存在信息不对称的问题。两权分离模式下，由于人的有限理性和环境以及其他因素的复杂性，使得委托人和代理人之间存在信息不对称。信息不对称不仅意味着投资者无法在事前准确预知企业的价值，而且投资者也无法在事后有效而完整地监督代理人。信息不对称导致企业委托人和代理人之间难以实现有效的激励与约束。作为委托人的投资者通常拥有生产所需的资金，而作为代理人的企业管理者通常拥有生产所需的管理能力，资金需要交给最有能力的人才能创造最多的价值。所以委托人、代理人以及市场监管部门都尝试降低他们之间的信息不对称，以使他们之间的合作更容易达成，并通过降低信息不对称的方式来改善他们之间的激励与约束，以使他们的合作能更加长久和有效。

现金股利和资本利得是股票投资者获取收益的基本途径，现金股利支付水平的提高可以降低投资者，特别是中小投资者对资本利得的依赖，从而在总体上降低市场的投机性投资。在投机性减弱的情况下，投资者决策会趋于理性，更加重视基于各种信息来源做出投资决策。相应与股利政策相关的信息也会在投资者的决策过程中变得更为重要。一方面根据股利信号传递理论，股利政策的变化意味着企业管理层预见到企业未来现金流或者风险的变化。这意味着股利政策可以作为投资决策的信息来源，即股利政策具有决策相关性。另一方面股利政策相关信息的详细披露，提高了股利政策制定过程的透明度和制定结果的可理解性，进而增加了股利政策相关信息作为决策依据的可信度，即可靠性。

在投资决策时存在多种信息来源，这些信息都可以降低信息不对称，进而提高决策的科学性。各种信息来源共同构成一个系统，在系统中各种信息来源，既相互竞争又相互补充，共同提高信息系统的有效性。在众多关于降低信息不对称的机制中，探讨较多的是会计信息披露。按照谢志华等

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(2012)的观点,会计信息具有投资者保护功能——具体又表现为会计信息的定价功能和治理功能，会计信息定价功能通过降低委托人和代理人之间事前信息不对称实现——控制逆向选择，而会计信息的治理功能通过降低委托人和代理人之间事后信息不对称实现——控制道德风险。结合股利信号传递假说,股利政策具有定价功能。由于会计信息相较于股利信息在投资者保护过程中发挥着更为基础的定价功能。而股利信号传递假说认为股利公告传递了企业未来现金流量或盈利能力变化的信息，而且会计信息本身在发挥定价功能时又容易受到盈余管理因素的影响（特别是在投资者保护机制较弱的情况下),此时当作为代理人的管理层预见到企业盈利能力增强时会提高股利支付率。那么股利定价功能又可以包括两层含义，其一股利的直接定价功能，即股利单独是否具有预测企业价值的功能，或事前降低信息不对称的功能；其二股利的间接定价功能，即股利是否可以辅助会计信息预测企业的价值（提高会计信息的定价功能)。

(二)股利政策的治理功能

在现有文献中，存在许多性质迥异,但都用来反映代理风险的变量。这意味着对代理风险的考虑可进一步分析代理风险的不同影响方面，以及它们之间的相互影响。股利代理成本假说认为,当企业管理层和股东之间,以及大股东和中小股东之间存在利益冲突时，作为企业内部人会通过关联交易等掏空行为，以其他利益相关者的利益为代价实现其自身利益。掏空行为是否发生,受多方面系统要素制约。可将其分为两方面：一是内部人和其他利益相关者的利益冲突程度，内部人控制能力的大小及内部人受到监督的程度；二是企业是否存在可掏空的资源。将前者归类为制度要素,后者归类为资源要素。

制度要素，可按内部人的“责权利”进一步分离,以明确其含义。“权”可看作是内部人实施掏空行为的能力，能力越大掏空行受到制约的可能性越小，即内部人是否有能力采取掏空行为;“利”可看作是内部人采取掏空行为能获得的额外收益，而内部人与其他利益相关者的利益冲突越大,发生掏空行为的可能性越大，即内部人是否有激励采取掏空行为;“责”是指内部人行为受到监督的强度，相关监督机制越完善发生掏空行为的可能性越小，即监督机制的强度是否允许内部人采取掏空行为。资源约束是指企业是否存在可掏空的机会，可掏空的机会越好，发生掏空行为的可能性越大,即内部人面临的掏空机会如何。

不仅如此，制度要素和资源要素间还存在相互作用，满足掏空制度约束的内部人，不仅有能力也有激励采取掏空行为，而且还可以通过自身能力创造掏空机会，进而影响到资源约束；诱人的掏空机会不仅直接提高了掏空发生的概率，还会间接影响到代理风险的相对大小，使潜在的代理风险变成实际的掏空行为。

借鉴系统论分析模式，股利政策通过两条路径降低企业的代理风险。其一现金分红水平和稳定性的提高,将降低企业可以被掏空的资源，进而提高资源约束,这在掏空能力、掏空激励一定的情况下，降低了掏空行为造成的影响。其二,企业内部可投资资源的减少，将增加企业对外部融资渠道的依赖性。接受外部融资,企业将被迫接受各种审核和监督，从而监督机制的完善，降低了相关掏空行为发生的可能。总体上提高现金股利支付水平和稳定性可以降低企业的代理风险,在未来现金流不变的情况下，风险降低,意味着投资者福利的增加。考虑到不同投资者的差异，这种财富转移效应对于中小投资者更为明显。

四、政策及建议

理论分析和实践经验都表明股利政策存在投资者保护功能，这种保护功能既存在宏观效应也具备微观实现机制。但完善投资者保护,不仅需要法律法规、市场规制等多种机制协同发挥作用，更需要相关利益主体共同努力。为进一步提高股利政策的投资者保护效果,本文就监管部门、上市公司和中小投资者分别提出改进建议。

(一)监管部门

关于股利分配的公平性问题。通常不同股东每股获得的现金股利金额是相同的，但由于原始股东取得股票的成本远小于中小股东的取得成本,这意味着同样的分红，原始股东的分红回报率要远高于中小股东。这是当前股利支付被视为掏空手段的重要原因。虽然股权分置改革解决了非流通股的问题,但历史原因无法改变。更为重要的是因为历史原因将股利支付视为掏空行为是不恰当的,原因有二:其一现金股利是实际没有流通股票取得合理收益的唯一途径，如果否认该收益的正确性，实际没有流通的股票收益如何实现?其二在次优的情况下,股利支付相较于其他掏空行为对于中小股东的影响更小。按照通常的逻辑实际没有流通的股票确实偏好现金股利，然而这些股票的持有者往往对于企业的成立和发展非常重要。从长期来看主要是由于政策限制而不能流通的国有股，以及创投基金在限售期内不能流通的部分，显然他们对于分担企业上市的高风险以及维持经济的长期稳定发展具有重要作用。对于股利支付水平的合理性需要兼顾他们的偏好以及他们对经济发展的积极作用。

(二)上市公司

A股市场长期以来存在着“重融资、轻回报”的现象,这与上市企业的股利决策有着密切的关系。不分红和低分红行为,使得投资者更多的关注股票价格的涨跌,弱化了上市企业和投资者之间的联系。本文认为上市企业应积极降低中小投资者的投资风险,使用现金股利政策来传递管理层对于企业未来预期的变化，降低股票价格的非理性波动,使投资者更多地关注企业的内在价值,为此提出两点建议。

其一，完善股利政策的决策机制

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

会计准则国际趋同进程中高端会计人才培养的思考

□程昔武(教授/博士) 纪纲(副教授)(安徽财经大学 安徽蚌埠 233030)

◆基金项目:安徽省2012年高等学校省级教学质量与教学改革工程一般项目的阶段性成果(项目编号:2012jyxm235)

摘要:会计国际化已是大势所趋,我国会计准则的国际趋同正在进行。在这种背景下,高端会计人才的培养是适应国际化挑战的必然需求。本文在考察我国会计准则国际趋同历程的基础上,阐述了国内外高端会计人才培养研究的现状,进而分析高端会计人才的现实需求及其特质,由此提出高端会计人才培养的实现途径。

关键词:会计准则 国际趋同 高端会计人才

一、我国会计准则国际趋同的历程考察

会计准则国际趋同是一个国家经济发展和适应经济全球化的必然选择。随着改革开放的深入与发展,我国会计准则经历了从无到有、从国际借鉴到协调以至国际趋同的过程。早在1985年财政部颁布的《中华人民共和国中外合资经营企业会计制度》中,就吸收了许多国际会计通用惯例,迈出了我国会计制度向国际借鉴的重要一步。1992年,财政部先后颁布了《企业会计准则》、《行业会计制度》、《企业财务通则》和《行业财务制度》,即"两则两制",初步建立了与社会主义市场经济相适应、并与国际会计惯例相协调的新会计制度体系。2000年,财政部颁布了《企业会计制度》,要求自2001年1月1日起暂在股份有限公司范围内执行,并鼓励国有企业和其他企业执行。统一会计制度

和信息披露机制。由于长期以来中小投资者都以获取资本利得为主要投资目的,而且当前A股市场的投资信心受到影响,上市企业有必要完善与股利有关的决策和信息披露机制,以树立良好的声誉。只有通过一段时间的坚持才能逐渐转变投资者的思维模式和投资信心。关于具体的决策和信息披露机制,监管部门已给出了具体的参考,本文建议对于这些信息应该按期披露(即在每年给定的时间,按期披露给定的信息),并且年披露的频率应该增加,建议以季度作为股利分配的基本周期。

其二,对于股利政策的具体制定和实施。当前A股上市企业制定的股利政策都是以未来盈余的百分比来表示。本文认为要更好地保护中小投资者,企业应该制定固定金额的股利政策,而不应该因为盈余的波动而影响到股利金额的大小。这样更有利于投资者根据现金股利来计算企业的内在价值,从而在长期内既减小了股价波动性、降低了投机空间,还可以逐渐使中小投资者建立起基于现金股利的价值投资思维。按照谢志华(2008)关于幸福维度的论述,同样金额的现金股利如果分次支付,可以改善投资者效用。有鉴于此,本文建议企业应该按季度在固定的日期支付现金股利,这样不仅改善了投资者福利,而且也使得股利政策的信息传递机制更有效,给企业的操作带来了便利。另外结合当前的A股市场的情况,上市公司应对未来的股利支付金额以未来3年为周期给出承诺,并按期进行滚动调整,帮助投资者建立基于现金股利的决策思维模式。

(三)对于中小投资者

关于股票内在价值判断的问题。由于A股的分红收益长期以来都低于同期银行存款利息率,使得中小投资者主要关注股票的资本利得。而且在判断股票内在价值时,主要基于会计盈余。而会计信息的使用存在两个问题:一是会计信息是否能反映企业的内在价值;二是中小投资者能否准确地解读会计信息。对于前一个问题,由于外部环境的影响,会计信息会受到盈余管理的影响。这一方面意味着会计盈余会经常偏离企业内在价值,另一方面也意味着会计盈余解读的难度增大。相较于第一个问题,后一个问题会更严重。首先,大部分中小投资者都不具备准确解读会计信息的能力(即非专业不能胜任)。其次,会计准则虽在不断完善,但也日趋复杂,一方面提高了会计信息的可靠性,另一方面却增加了会计信息的可理解性。再次,分析师以及相关专家的建议虽然可以降低会计信息的解读难度,但同时由于A股市场的分析师与相关机构投资者存在着复杂的利益关系,这降低了他们建议的可信度,甚至在一定程度上还损害了中小投资者的利益。有鉴于此,中小投资者在价值判断时,应逐渐从以会计信息为主转移到以现金股利为主。因为只有实际拿到手中的现金才是风险最低的。Z

本栏目协办:上海中申实业有限公司

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net