

文章编号:2095-0365(2017)03-0014-06

基于股利理论的国有垄断企业红利分配方案改进

陈平花

(福建师范大学 经济学院, 福建 福州 350117)

摘 要:现阶段,国有垄断企业红利分配存在上缴比例偏低、分红比例一刀切、同股不同酬等问题,难以实现红利分配公正化。为此,在借鉴西方股利理论和股利政策基础上,根据股份制改革进程设计适合我国垄断企业发展的红利分配政策。垄断企业红利分配方案应当结合自身特殊性,对于正在进行或完成股份制改革的垄断企业,应当参照低正常加额外股利政策。对于尚未开始股份制改革的国有独资企业,应当借鉴剩余股利政策。

关键词:股利理论;国有垄断企业;红利分配

中图分类号:F276.1 **文献标识码:**A **DOI:**10.13319/j.cnki.sjztdxbskb.2017.03.03

一、文献综述

国有垄断企业是指享受国家特殊政策或资源优势从而控制社会生产,操纵和独占市场的企业^[1]。长期以来,它们凭借“共和国长子”的身份,以其享有的特殊国家政策或绝对市场优势获得大量超额利润,然而这些具有全民所有制性质的企业并没有将这巨额利润上缴国家财政,还利于民,而是通过各种途径内化为企业高管的在职消费和员工的隐形福利,难免引发社会对国有垄断企业收入分配制度的强烈不满,国有垄断企业利润分配的呼声甚嚣尘上。针对这一问题,2007年,财政部及国资委联合发布《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》规定的10%利润上缴比例结束了国有垄断企业不缴红利的历史。时至今日,虽然国有垄断企业的红利分配政策已经过多次调整,但这些红利分配政策的制定均存在一定程度上的主观性^[2]。国有垄断企业红利分配政策缺乏相对科学的依据,并且随着改革的不断深入,这一缺陷日益凸显。

近年来,对于国有垄断企业红利分配的研究

主要集中在红利分配成效检验以及红利上缴比例等方面。在国有垄断企业红利分配的成效检验上,李晓宁指出,资源、资本和消费者剩余的剥夺带来了国有垄断企业超额利润,然而现行的国有垄断企业红利上缴比例低,资源要素低价获取,国有垄断企业在自身内部瓜分了本属于全民的利润^[3]。钱雪松、孔东民通过实证分析得出,国家参与国有企业利润分配将改变国企内部人的激励和行为选择,有助于缓解国有企业的内部人控制问题^[4]。刘金伟选取2010年沪深A股国有上市公司为样本,通过构建计量模型分析得出国有企业现金分红能够有效抑制国企在职消费并且随着国企市场化进程的加快,其抑制作用更加明显^[5]。在红利上缴比例方面,郑飞认为现行国有垄断企业红利征缴比例过低,他通过对电力行业红利上缴比例的估算并综合各方面利益,提出应当将这一比例提高至40%~60%之间^[6]。王永在其博士论文中通过变弹性生产函数模型和半参数变系数估计方法估算国有垄断行业应该上缴的分红比例,为国有垄断企业红利上缴比例的确定提供方便^[7];杨兰品、陈锡金等指出要在切实保证利润上

收稿日期:2017-04-25

作者简介:陈平花(1992—),女,硕士研究生,研究方向:企业经营预算。

基金项目:国家社科基金重点项目(14AGL007)

本文信息:陈平花. 基于股利理论的国有垄断企业红利分配方案改进[J]. 石家庄铁道大学学报:社会科学版,2017,11(3):14-19.

缴的基础上再适度提高上缴比例,完善垄断行业内国有企业信息披露机制和内部治理结构,提高国有垄断行业上缴利润中用于民生的比例^[8]。

以上学者基于不同视角研究国有垄断企业红利分配问题,在一定程度上为红利分配政策的制定提供参考,但就具体分配方案的制定来说,现行垄断企业红利分配政策依然缺乏系统明晰的理论路径。笔者认为,国有垄断企业红利分配方案可以在借鉴西方股利理论的基础上结合国有垄断企业特殊性和市场适用性加以改进。基于此,文章在借鉴西方股利理论的基础上,对国有垄断企业红利分配现状进行分析并就该项分配方案的改进提出初步构想。

二、西方股利理论与股利政策

随着西方资本市场的发展,股利理论经历了从古典股利理论到现代股利理论的演变,并以此为依据形成了四大股利分配政策,为国有垄断企业红利分配制度的改革和重构提供了有益的理论依据。

(一)古典股利理论

古典股利理论包括完美资本市场环境下的MM股利无关论以及现实资本市场环境下的“手中鸟”理论和税差理论。1958年,美国学者莫迪格利尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton Miller)提出的MM理论认为投资者并不关心公司的股利分配,且股利支付比例不影响公司的价值,利益相关者根据公司的生产经营情况来评价公司价值,而与股利的支付时间和支付形式无关。按照该理论的观点,企业所指定的股利分红方案既不会影响企业现金流量,也不会影响企业的市场价值。然而实际上资本市场存在着诸多影响因素,例如交易成本、代理成本等,使得股利分配政策在一定程度上影响着企业市场价值。因此,在MM股利无关论之后,产生了观点相互冲突的股利政策理论。1962年,麦伦·戈登在威廉姆股票价值股利贴现模型的基础之上提出了“手中鸟”理论,该理论认为投资者更偏好于现金股利,随着公司股利支付率的提高,权益价值因此而上升,即所谓的“一鸟在手,强于二鸟在林”。这一理论的假设是股东偏好高的股利支付率。1967年,法拉和塞尔文提出的税差理论认为如果存在股票的交易成本,甚至当资本利得税与交易成本之和大于股利

收益税时,偏好取得定期现金股利收益的股东自然会倾向于企业实施高股利政策,该理论的假设基础是股东偏好较低的股利支付率。

(二)现代股利理论

现代股利政策理论是对古典学派的完善和发展。主要包括信号传递理论、代理理论和追随者效应理论。虽然现代学派的各种观点在不同程度上还存在一些缺点,但它们改变了传统理论的思维定式和分析方法,极大地扩展了财务学家的研究视野,从而使股利政策问题研究在“量”和“质”上均产生了很大的飞跃。1977年,美国学者罗斯系统地将对不对称信息理论引入资本结构和股利政策分析中,他假定企业管理当局相对于投资者掌握更多关于企业未来收益和投资风险信息。此时在资本市场中,管理当局所选择的资本结构和股利政策就是把企业内部信息传递给市场的一个信号,投资者只能通过这一信号来评价公司价值并作出投资决策。20世纪60年代末70年代初,西方经济学家深入研究企业内部信息不对称和激励问题发展起来的代理理论认为,企业中的股东、债权人、经理人员等诸多利益相关者的目标并非完全一致,在追求自身利益最大化的过程中有可能会以牺牲另一方的利益为代价,这种利益冲突关系反映在公司股利分配决策过程中表现为不同形式的代理成本。因此,实施高股利支付率的股利政策有利于降低因经理人员与股东之间的代理冲突而引发的自由现金流代理成本。实施多分配少留存的股利政策,既有利于抑制经理人员随意支配自由现金流的代理成本,也有利于满足股东取得股利收益的愿望。追随者效应理论是在古典税差理论的基础上发展起来的,它认为每个投资者所处的税收等级不同,他们对股利政策的偏好也会有所不同:收入高的投资者因其拥有较高的税率表现出偏好低股利支付率,希望少分现金股利或不分现金股利,以更多的留存收益进行再投资,从而提高所持有的股票价格;而收入低的投资者以及享有税收优惠的养老基金投资者表现出偏好高股利支付率,希望支付较高而且稳定的现金股利。

(三)四大股利政策

根据上述不同股利理论并结合西方企业现状及其管理目标,西方国家目前主要采用的公司股

利政策有以下四种。其一是在 MM 理论指导下的剩余股利政策,该政策认为当企业存在良好投资机会时,企业税后利润应当首先满足资本预算对资金的需求,其次才考虑向股东不分红。该政策的优点主要表现在拥有理想的资本结构使得加权平均资本成本最低,从而实现公司价值最大化;缺点是向投资者发出相互矛盾的信号,股利发放额每年随投资机会和盈利水平的波动而波动,不利于投资者安排收入与支出。其二是固定股利政策,根据“一鸟在手”理论与“股利信号理论”,企业应当将每年发放的股利固定在某一相对稳定的水平上,并在较长的时期内保持不变。由于股利支付与公司盈余脱节,在任何情况下,不论盈利多少,均按固定股利发放,该项股利政策一般很难被企业长期的采用,因为当企业资金紧张时却仍要支付固定的股利,往往导致财务状况的恶化。但是该项政策也有利于公司树立良好形象,保持较为稳定的股票价格,增强投资者的信心,便于投资者安排股利收入和支出。其三是固定股利支付率政策,即公司确定一个股利占盈余的比率,长期按此比率支付股利的政策。在股利信号理论看来,公司派发股利往往能够向投资者传达其未来发展的信号,采用股利支付率政策会使得股利随盈余的波动而变动,给投资者带来投资不稳定的印象,从而影响到公司形象。其四是低正常股利加额外股利政策。在这一政策下,公司每年只支付数额较低的固定股利,在盈余较多时再根据实际情况向股东发放额外股利,但这并不意味着公司将永久地提高股利支付率。这一股利政策具有较大的灵活性,公司可以根据当年的经营状况决定股利的高低,在很大程度上避免了财务困境,同时也吸引住了那些需要固定股利的股东。需要注意的是,倘若公司长期发放额外股利,突然又由于资金不足而取消固定部分股利时,就会传递出公司财务状况的风险信号,给公司带来负面影响。

企业红利分配制度是指企业决定把净利润按照一定比例在股东(投资者)与企业之间进行分配的政策安排,这一政策的关键问题在于确定企业盈余中红利发放数量即现金股利支付率的高低。股利政策起源于西方股利理论,主要就是研究股利政策与企业价值之间是否具有相关关系,并在此基础上合理确定企业的红利分配方案。经过多年的发展演变,其理论体系已经趋于成熟和完善,不仅有效地指导了西方国家企业股利分配政策的

调整和优化,而且也有利于企业治理机制和资本市场的完善。因此,这些理论研究成果及其政策主张,对于同样处于市场经济条件下的国有垄断企业利润分配制度的改革与完善,显然具有启示与借鉴价值。

三、国有垄断企业红利分配现状

(一)红利分配比例偏低

国有垄断企业凭借其自身的优势和地位,每年均可获得大量超额利润,因此国家作为垄断企业重要投资主体,有权利分享企业税后利润。自 2007 年参与垄断企业税后利润分配以来,国有垄断企业分红比例经过多次调整,上缴比例由最初的 10% 到 2011 年的 15% 再到 2013 年的 15%~20% 甚至到如今的 20%~25%,国有垄断企业收益上缴比例不断提高。这与过去 13 年不缴利润的情况相比虽属一大进步,但相对于国有垄断企业总体盈利水平来说,上缴比例依然偏低。据财政部数据显示,2011—2013 年国资委所属第一类企业净利润占中央企业净利润比例在 79% 以上^[9],2014 年中央企业累计实现净利润 6 269.2 亿元,其中盈利能力排名第一的中国烟草总公司净利润为 1 649.4 亿元,占比 26.3%^[10]。这类企业税后利润大部分依靠的是垄断优势而非经营业绩,其获取的超额利润本应该回报社会而不是滞留于企业内部,转化为高管薪酬或员工收入。而且与国际水平相比,我国国有垄断企业上缴红利的比例同样偏低。例如世界银行对 16 个发达经济体的 49 家国有企业分红比例研究发现,2008 年平均分红比例为 30%~45%,其中电信行业分红比例一直处于高分红态势,在 2010 年之后甚至达到 60% 的水平^[9]。从西方国家来看,法国国有企业上缴 50% 的利润给政府,意大利上缴红利比例为 65%,新西兰和新加坡的分红比例甚至高达 70%^[6]。国有垄断企业分红比例远远不及这些国家分红水平,25% 的分红比例实属偏低。

(二)分红比例一刀切,缺乏合理的科学依据

现行国有资本收益收取管理办法将国有垄断企业利润上缴比例分两类执行,第一类是中国烟草总公司,其上缴比例为 25%;第二类包括石油、电力等垄断性企业,上缴比例为 20%。这一收取

办法虽在一定程度上考虑了中国烟草总公司这一巨型垄断企业的特殊性,但对于石油、石化等第二类垄断企业来说,由于日常运营、财务周转等企业状况不一,倘若按20%的比例“一刀切”似乎显得太过随意,缺乏科学依据。虽然“一刀切”的分配政策有助于垄断企业红利征缴统一监管,但是反观企业个体来说,由于企业经营绩效或者收益状况又或者其所承担的社会职能不同,采用统一的上缴比例显然是一种不公平的利润分配行为。例如中国石化和中国电信同属于垄断企业,但中国石化属于资源兼行政性垄断企业,不仅享有巨大的垄断市场而且还拥有丰富的低价资源,从而获取超额利润的空间也相对较大,理应相应提高其利润上缴比例,而中国电信完全属于行政垄断型企业,其单一垄断性质获取的超额利润也相对较少,其所上缴的比例似乎应当稍次于中国石化。另外,“一刀切”的分红比例政策似乎忽略了各企业所特有的资本结构以及发展战略等财务状况,使其并不能完全符合现行财务理论中股东财富最大化的理财目标。对比国际上针对垄断企业的红利分配政策政策,他们并不是采用固定划线的方式确定分红比例,而是在考虑企业自身特点之后确定的分红结果。例如瑞典、丹麦、挪威、芬兰等国家的国有垄断企业红利分配政策是董事会根据整个商业周期的预期盈利来设定目标分红率,通常挪威还会不定期地以特别红利的形式将资本金归还给国家^[11]。新加坡则通过考虑企业现金流来确定国有垄断企业分红比例。

(三) 红利分配同股不同酬

“同股同酬”是资本市场亘古不变的原则,但现行的国有垄断企业红利分配却呈现“同股不同酬”的现象,这主要体现在国有股东和非国有股东所获得的分红比例不一致。就国内和国外两个市场来看,中国国有垄断行业内的上市公司在国内不缴利润的时候,在国外却是以很高的比例分红。早在2005年,世界银行指出,中国石化在美国资本市场中的分红比例达到25%,中国石油为31%,华能电力分红比例甚至高达57%^[6]。而在2008年在国内开始按一定比例上缴红利之后,国外的分红比例却已经远远高出国内的10%、15%甚至更多。据纽约证券交易所上市公司的年报获悉,2012年在美国上市的国有垄断企业的分红率均在30%以上,中国移动非国有股东的分红率达

到52.8%^[9],而此时国内上缴比例仅为15%,这“同股不同酬”的现象完全违背了市场经济原则。另外,据世界银行对我国H股市场的172家国有企业研究显示,国有企业分红比例的平均值为23.2%,中值为22.7%^[12],这从另一方面也说明了国内垄断企业对于非国有股东的分红比例高于其上缴比例,垄断企业分红没有体现“同股同酬”的原则。

四、国有垄断企业红利分配制度的方案改进

鉴于上述国有垄断企业分红比例低、分红“一刀切”以及同股不同酬等问题,客观分配企业盈余以及确定合理的分红比例已经成为方案设计的重点。近年来,国有垄断企业已经基本建立起现代企业制度的经济实体,其分红制度的建立可充分借鉴西方发达国家股利政策的实践和股利理论研究取得的成果。一方面,我国国有垄断企业具有盈利性和公共性的双重目标,在满足企业日常经营活动的基础上承担着社会公共服务的责任,从这一点上讲,投资者(国家)更为关心的是企业经营绩效,即企业对于国家发展所发挥的作用,国家根据公司的生产经营情况来评价公司价值,因此它并不关心公司的股利分配,即股利支付比例不影响公司的价值,此时,根据剩余股利政策原则设计企业的红利分配方案似乎更为科学。另一方面,随着股份制改革的推进,垄断企业最为微观经济个体参与市场经济活动的地位日益凸显,同时为满足更广大投资者的利益,其盈利性的职能也日趋重要。因此垄断企业应当扮演起现代企业的角色,充分考虑市场经济中各利益相关者的利益,此时,所谓的信号传递理论、手中之鸟理论以及委托代理理论的思想均符合预期公司股利分配政策。在这一情况下,采用低正常加额外股利政策的原则来设计垄断企业分红方案更为恰当。综合上述分析,在混合所有制改革的背景下,笔者认为国有垄断企业红利分配制度应当以股东财富最大化为目标,根据股份制改革进程的不同,分类设计企业红利分配方案,在考虑企业加权平均资本成本的基础上确定合理的红利发放数量,同时兼顾企业资本效率。另外由于各垄断企业经营状况千差万别,红利分配政策应当具体到每一企业根据企业发展规模、盈利能力,治理目标等分行业分阶段分类型的确定红利分配方案,而非简单的“一刀

切”。例如按照国家控股状况,对于国有独资、国有控股或者国有参股企业分别制定相应的分配政策,更进一步应当在有条件的情况下根据企业自身发展状况确定合理分红比例。由于垄断企业股份制改革的进程不同,其红利分配改进方案也就有所区别,具体改进方案初步构想如下:

(一)对于进行或完成股份制改革的企业参照低正常加额外股利政策

对于正在进行或已经完成股份制改革的垄断企业,国家股跟普通股处于同等地位,其红利分配政策应当按照“同股同酬”的原则经股东大会表决通过。由于企业红利分配问题涉及企业投融资问题,在具体方案设计时应充分考虑企业的资本成本及融资结构。然而目前垄断企业经营者对企业资本成本的理解并不全面,他们普遍只考虑外部债权资本成本而忽视留存收益作为自有资金的资本成本,这必然导致了国有企业资产负债率偏低,充裕的利润留存使得企业普遍存在过度投资行为。因此企业在设计红利分配方案时既要考虑内外部融资比例的协调又要防止经理人盲目投资导致资本运营效率低下。低正常加额外股利政策具有较大的灵活性,公司可以根据当年经营状况决定股利的高低,这在很大程度上避免了企业财务困境,同时也在一定程度上降低企业自由现金流量,减少经理人过度投资的行为。借鉴低正常股利加额外股利的思想,股份制的国有垄断企业红利分配首先要考虑向股东支付固定股息,然后视企业的经营发展状况适当参与剩余利润分配,因此国有垄断企业所上缴的红利=固定股息+额外红利。公式中,固定股息是由国有资本占有量以及固定股息率乘积确定,国有资本占有量即垄断企业资产负债表中归属于国家股东权益的份额,固定股息率采用企业资本成本替代,原因在于资本成本是企业投融资决策中必须严格遵守的报酬率水平最低界限,同时又是投资者所要求的最低报酬率,能够较好的协调企业与股东双方利益。额外红利的多少则视企业发展状况而定:对处于相对劣势而又要重点扶持发展的企业可以收取较低的额外红利;对那些盈利能力强,政府又想要逐步退出的企业则收取较高的额外红利。这样一来,不仅保证了包括国家股东在内的全体股东基本权益而且又照顾到发展过程中盈利相对不佳的

垄断企业,缓解了分红比例“一刀切”的现象,是一个两全其美的分配方案。

(二)对于尚未开始股份制改革的国有独资企业借鉴剩余股利政策

尽管混合所有制改革的进程不断加快,国有垄断企业中仍存在一些尚未开始股份制改革的国有独资企业,这类企业的红利分配方案应当参照剩余股利政策,然后随着股份制改革的推进慢慢过渡到“低正常加额外股利”分配方式。国有独资企业的存在主要是为了满足国家宏观调控的需要,并且以国家为股东的优势使得企业资金来源渠道稳定,因此,这类企业的股利政策不会对企业现金流量产生直接影响,股利政策作为企业融资结构的影响因素并不改变企业的市场价值。另外,这部分企业大多属于国资委完全控制的国家行政性垄断企业,其红利分配更多的是红利上缴问题,国家作为企业唯一投资者使得这一类型企业的红利分配方案相对简单,无需涉及少数股东权益问题。因此,为实现股东财富最大化目标,企业应根据依据剩余股利的原则制定企业红利分配方案。借鉴这一思路,企业必须在年初编制资本预算,确定一个适合企业发展的“目标资本结构”,然后根据这一资本结构确定企业所需留存资金,余额全部上缴。在剩余股利政策指导下,企业必须考虑投资机会和资本成本这两个重要因素,其中投资机会主要是指企业可获得收益的投资项目,而资本成本的考虑不只是股权资本成本还包括其债务资本成本即所谓的加权平均资本成本。当企业存在投资机会时,企业应当根据资本成本将企业的税后利润按目标资本结构比例留存后进行再投资。当然采用剩余股利原则最大的缺陷就是股利发放额每年随投资机会和盈利水平的波动而波动,其所传递出相互矛盾的信号不利于吸引特定股东,这是影响企业融资的关键因素。我国国有垄断企业股份流动性差,既不存在有效的公司控制权市场^[13],也不存在“用脚投票”的股东,使得这类企业不必担心支付不固定的股利对企业发展的影响,因此具有独资形式的国有垄断企业似乎根本不存在由于少分或者不分股利而撤资的情形,参照剩余股利政策来确定其红利上缴比例是一个不错的选择。

参考文献:

- [1] 赖虹. 我国国有垄断企业第三类代理成本问题探讨[D]. 南昌:江西财经大学, 2013.
- [2] 乔丽. 国有企业红利分配政策缺陷与改进[J]. 石家庄铁道大学学报:社会科学版, 2015, 9(4): 10-16.
- [3] 李晓宁. 国有垄断与所有者缺位:垄断行业高收入的成因与改革思路[J]. 经济体制改革, 2008(1): 54-57.
- [4] 钱雪松, 孔东民. 内部人控制、国企分红机制安排与政府收入[J]. 经济评论, 2012(6): 15-24.
- [5] 刘金伟. 内部人控制、现金分红与国企在职消费[J]. 中南财经政法大学学报, 2012(2): 38-45.
- [6] 郑飞. 中国国有垄断性行业利润分配研究[D]. 武汉:武汉理工大学, 2012.
- [7] 王永. 我国国有垄断行业收入分配机制研究[D]. 济南:山东大学, 2013.
- [8] 杨兰品, 陈锡金. 国有垄断行业要素收入分配的结构性偏差[J]. 经济评论, 2015(2): 101-114.
- [9] 王哲琦. 国有垄断行业分配中存在的问题、改革障碍及调整对策[J]. 经济与管理研究, 2014(1): 29-33.
- [10] 2014年央企利润排行榜 烟草总公司秒杀中石油[EB/OL]. (2015-03-27). <http://wallstreetcn.com/node/215814>.
- [11] 赵惠萍. 国有资本收益分配机制研究[D]. 天津:天津财经大学, 2013.
- [12] 有效约束、充分自主:中国国有企业分红政策进一步改革的方向[EB/OL]. (2009-11-17). <http://documents.worldbank.org/curated/en/963631468011136270/pdf/532540ESW0CHIN00final0Nov27020090Ch.pdf>
- [13] 陈艳. 现代股利理论对国有企业分红制度的启示[J]. 财会通讯, 2007(9): 73-75.

The Improvement of Dividend Distribution Scheme of State-owned Monopoly Enterprises Based on Dividend Theory

Chen Pinghua

(School of Economics, Fujian Normal University, Fuzhou, 350117, China)

Abstract: At present, there exist several problems in the dividend distribution of state-owned monopoly enterprises, for example, the low turning-over rate, the one size fits all proportion of dividends, the discrimination in the income of same shares, which make it difficult to realize fair distribution of dividends. To this end, it is needed to learn from the Western dividend theory and dividend policy so as to design the dividend policy for China's monopoly enterprises in accordance with the course of reform of the joint stock system. The article argues that the monopoly enterprise dividend allocation scheme should be combined with its own particularity, and the monopoly enterprise which is carrying out or completes the share reform should refer to the low normal plus extra dividend policy. As for the state-owned enterprises which have not yet started the shareholding reform, the residual dividend policy could be applied.

Key words: dividend theory; state-owned monopoly enterprise; dividend distribution