

# 国企分红与企业财务资源配置

## ——以WG公司为例

■ 林潇 付博

自从1961年美国财务学家Miller和Modigliani提出了“股利无关论”的观点后,学者们就一直没有停止过对股利分配行为的研究。50多年来,中外相关学者分别从信号理论、代理理论、交易成本理论、股利迎合理论、生命周期理论等对股利分配行为的决定机制进行了分析和解释,但却很少有专门从财务资源配置视角对公司现金股利分配行为进行系统研究的。在我国,始于2007年的国企分红改革涉及的财务资源流动量日益加大,但强制性的一刀切式分红标准是否考虑了企业财务资源配置?是否违背了企业的可持续发展?本文正是基于上述问题,从企业财务资源配置的视角,分析了国企WG公司的分红,以为我国国企分红提供些建议。

### 一、影响我国国企分红的主要因素——基于企业财务资源配置的视角

财务资源配置是指资本在不同形成方式上的组合和在不同经济用途之间的分配。对企业而言,财务资源配置主要包括融资活动和投资活动中的资源配置。此外,企业的盈利能力体现了财务资源配置的效率。根据剩余股利理论和融资约束理论的解释,企业财务资源的配置和配置效率将直接影响国企分红。即:从财务资源配置的视角

来看,投资机会、外部融资约束、盈利能力是影响国企分红的主要因素。

#### 1. 投资机会—财务资源配置的方向

投资机会的优劣直接决定了企业整体财务资源的配置方向。Higgins (1972)提出了剩余股利政策,认为投资机会决定了股利的支付水平,投资需求越大,股利支付水平越低。Myers (1984)也将股利视为一种剩余价值。他认为:企业在投资机会都实施后如果还有剩余才将这部分剩余以股利的方式发放给股东。因此,当企业存在较多的投资机会时,则可能会降低股利的发放水平。

#### 2. 外部融资约束—财务资源配置的外部限制

融资活动中的财务资源配置受到一系列外部约束,如融资条件、贷款利率等,这些约束条件都会影响到企业分红。Myers and Majluf(1984)提出了外部融资约束假说,即当外部融资约束很低时,会提高股利发放程度。这是因为:企业的融资决策可分为外部融资和内部融资两种,股利政策则可

看成企业的内部融资问题。因此,当企业外部融资约束较小时,企业可能较少地利用内部融资,从而很可能会提高股利的发放水平。

3. 盈利能力—财务资源配置效率  
企业盈利能力是衡量财务资源配置效率的重要指标。在其他条件一定的情况下,“多盈多分”是企业普遍的认识。近年来陈国辉(2000)、刘淑莲(2003)、杨汉明(2008)、陈晓(2008)等学者的实证研究表明:每股收益与股利支付水平显著正相关。因此,当企业利润率较高时,则可能会提高股利的发放水平。

### 二、WG公司分红分析

从表1可以看出,2006~2008年,WG公司不论是分红的数额还是占净利润的比率都呈现下降趋势,但2009年尽管其现金分红总额大幅下降,从2008年的每10股2.2元降至2009年的每10股1元,但是其占公司净利润的比率却得到了提升,从33.26%升到51.72%。这意味着WG公司在本来就不多的利润中,拿出超过

表1 WG公司2006~2009年分红情况表

年度	股利政策	现金分红总额(元)	净利润(元)	分红占公司当年净利润的比率(%)
2006	每10股派3元(含税)	2 524 660 295.43	3 895 331 861.64	64.81
2007	每10股派3.8元(含税)	2 978 440 000.00	6 525 031 100.09	45.69
2008	每10股派2.2元(含税)	1 724 393 513.26	5 184 976 735.24	33.26
2009	每10股派1元(含税)	783 815 233.30	1 515 376 773.56	51.72

一半的利润返还给了投资者。这也与近来亚洲开发银行所倡导的“国有企业应该更多地给国家分红”所契合。但仔细分析, WG公司每年稳定的股利分配政策中又有些变化, 究其原因, 笔者认为与该企业自身财务资源配置存在着密切的联系。

### 1. 从投资机会视角看WG公司分红

2007年, 全球高级钢材的需求膨胀, 国外如拉美等新型国家的经济迅速增长, 钢铁工业进入快速发展时期。而国内政府倡导的节能减排和淘汰落后产能政策, 均对处于钢铁行业领先地位并具有先进技术的WG公司利好。因此WG公司的管理层选择将当年净利润的45.67%发放给投资者, 远低于2006年64.81%的派现比率。这也意味着公司通过把收益留存在企业内部来实现更好的资产增值。

2008年, WG公司遭遇到国际金融危机以及钢铁产能过剩问题, 意识到了技术创新的紧迫性, 于是公司当年将60.52亿元的财务资源分配至机组改造和各项工程以增强自身竞争实力, 所以当年仅将33.26%的净利润返还给投资者。

但是在2009年, 随着国际金融危机的日渐延伸, “高产量、高库存、高成本、低价位”的挑战依旧严峻, 低碳减排的现实压力依旧沉重, WG公司当年配置到投资活动的资源下降至32.58亿元, 比上年同期减少46.17%, 这也意味着公司的优质投资机会减少。因此, 尽管分红金额不多, 但公司仍坚持将所实现利润的51.72%返还给了投资者。

由此可见, 在投资活动中, 有无投资机会以及投资机会的优劣直接影响了公司的财务资源配置方向, 继而对公司的派现比率起到了重要的推动作用。在具有良好投资机会的前提下, 国企会选择低派现比率的股利政策, 将更多财务资源配置到投资项目中; 而

在投资机会比较少的前提下, 财务资源不再过多配置给投资项目, 高派现比率的股利政策是其不二的选择: 一方面是为了将利润返还给投资者, 以实现整个社会资源的优化配置; 另一方面也可在低迷的经济中向投资者传递积极的利好信息。

### 2. 从外部融资约束视角看WG公司分红

2006~2009年, WG公司通过长期借款方式融到的资金分别为83.73亿元、71.88亿元、93.80亿元和35.88亿元。其2006~2008年的融资活动中的财务资源处于稳定状态, 而2009年的借款大幅度减少是因为公司于2005年和2007年从中国工商银行和银团的借款均于2010年到期, 即一年内即将到期而转出了长期借款。2007~2009年, WG公司的债券金额分别为67.95亿元、69.57亿元、71.19亿元, 总体来说保持平稳态势。对于国企而言, 其融资约束基本比较稳定, 如银行对WG公司的债券评级为AAA级, 因此融到资金的机率比一般的民营企业要高得多, 并且在融资过程中还掌握着主动权; 而近几年政府在大力推动国企发展, 国企受到的融资约束较少。基于上述分析, 本文排除了外部融资约束对国企分红的影响。

### 3. 从盈利能力视角看WG公司分红

从表2不难发现, WG公司的净资产收益率在2009年出现较大的下降, 减少将近3/4, 与此同时, 派发股利也相应地从每10股派2.2元减少到1元, 并且总量缩减了54.65%, 这也意味着WG公司的财务资源配置效率在2009年发生了重大改变。虽然WG公司投资机会的减少对其也有一定的影响, 但笔

者认为资源利用效率的下降是导致这一变化的主要因素。因为虽然投资机会的减少会影响到股利政策, 但直接影响股利总量大小的应是企业的盈利能力。而且投资机会的减少本身就会影响到企业的盈利能力, 此时管理层会更偏向于将所取得的大部分盈利返还给投资者, 即实行高比率的派现政策。

综上所述, 笔者认为, 对于国企而言, 投资机会直接影响股利的派现比率; 而对股利总量起决定性作用的是公司的盈利能力, 即财务资源的配置结果; 而外部融资约束对国企分红的影响不大。

## 三、建议

1. 积极分红, 防止国企出现过度投资行为。目前, 许多国有企业都有“投资饥渴症”。据商务部、国家统计局和国家外汇管理局联合发布的《2009年度中国对外直接投资统计公报》显示, 2009年我国企业对外直接投资净额达到565.3亿美元, 其中中国企业占到了80.2%。当前许多国有企业凭借其垄断地位, 在取得较高盈利的同时, 没有选择进行高比例派现, 而是选择将资金留存, 用在低效率甚至投资回报率、净现值为负的项目上, 财务资源配置混乱, 企业的价值受到了极大的损害, 不利于企业的可持续发展。因此, 国有企业在没有较好的投资机会时, 应选择积极分红; 而国家有关监管部门也应尽快制定出量化企业过度投资的指标体系, 一旦企业存在过度投资行为, 就应强制要求其分红。

2. 警惕外部融资约束的变化。对我国国有企业而言, 其规模较大, 又

表2 2006~2009年WG公司净资产收益率和现金分红情况表

年度	2006	2007	2008	2009
净资产收益率 (%)	19.354	20.774	19.341	5.517
现金分红总额 (万元)	2 524 660 295.43	2 978 440 000.00	1 724 393 513.26	783 815 233.30
每股股利 (元)	0.3	0.38	0.22	0.1

# 从双汇“瘦肉精”事件看企业 社会责任的缺失

■ 赵景文 孟俊龙

企业社会责任包含哪些内容,学术界尚无统一的说法。R.Brown(1953)的《商人的社会责任》(Social Responsibility of the Business)被认为是社会责任思想的起源。在此书中,Brown提出社会责任概念包含三个方面:①强调承担社会责任的主体应当是现代大公司。②明确企业社会责任的实施者是公司的管理层。③企业社会责任的原则是自愿。自愿原则主要是与法律约束和政府监管相区分。20年后在《商人的社会责任——二十年后》一书中,Brown对自愿原则做了修正,提出公司社会责任概念的有效性应该建立在社会控制公司的基础上。Carroll在1979年的《管理学会会刊》中则将企业

社会责任划分为四部分:经济责任、法律责任、伦理责任和自愿责任。相关利益者理论的出现及发展,为企业社会责任的落实范围提供了具体目标。该理论认为,企业的相关利益者包括股东、债权人、员工、供应商、消费者、政府、公会等团体。在我国,企业社会责任概念的引进在21世纪初。2002年,第九届全国人大常委会第28次会议审议通过了《安全生产321企业社会责任蓝皮书》,此后企业社会责任概念渐渐盛行。2005年,国家电网公司发布《2005年社会责任报告》,是央企发布的第一份社会责任报告。《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》中对企业社会责任的定义是:上市

公司社会责任是指上市公司对国家和社会的全面发展、自然环境和资源,以及股东、债权人、职工、客户、消费者、供应商、社区等利益相关方所应承担的责任。一般而言,企业的社会责任应该摒弃公司股东价值最大化的观念,也不应单独看重企业的财务业绩,而应注重包括股东、债权人、消费者、供应商和社区等相关利益者的综合利益。

## “瘦肉精”事件介绍

双汇投资发展有限公司成立于1998年10月15日,属于河南双汇集团的全资子公司,并于1998年12月10日在深圳交易所上市。2006年,由高盛和鼎辉投资共

受到政府青睐,因此其与银行之间容易建立良好的关系,在取得财务资源过程中受到的融资约束相对较小,而这种较小的外部融资约束又具有稳定性,因此融资约束对国企分红的影响较小。比如,WG公司每年都可以通过中国建设银行和中国银行进行大规模的融资,不存在外部融资压力。但伴随着中国国有银行商业化水平的不断提高以及债券市场的兴起,特别是外部治理环境的逐步改善,外部融资可能会有新的变化,未来国有企业也可能会出现融资难、融资成本高的问题,而这种变化将会直接影响到国企分红的水平。在证监会提高“再融资”门槛的

前提下,外部融资和国企分红将会变得更复杂。

3. 考虑企业未来的盈利水平和可持续发展,建立多档“分红”体系。目前,国家对所有国有企业进行“一刀切”的管理,实行5%、10%和15%三档标准。然而国有企业存在盈利水平参差不齐的现象,因此,国家应细化相应的分红档次,逐步提高垄断行业国企的分红比例。同时,应在补贴的数量上优先照顾亏损企业和微利企业,这样即使其强制分红,也不会影响未来的发展。而对国企而言,首先应将利润这个“蛋糕”做大,这样才能有利于企业合理地进行资源配置。其次是应协调

好未来盈利和现时利益的关系,使企业能可持续发展。

总之,企业财务资源配置会影响国企分红的水平。反过来,国企分红的水平,也会对企业的财务资源配置格局以及方式造成一定的影响。国家和国有企业都应以可持续发展的眼光看待国企分红,使其成为调节财务资源配置的主要手段,从而促进企业的健康成长。■

[本文是教育部人文社科项目“基于可持续发展的国有企业分红机制创新研究”(09YJA630154)的阶段成果]

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 陈利花