

中国上市公司现金分红二十年

张 俭

(南华大学经济管理学院 湖南衡阳 421001)

【摘要】 现金分红是增强资本市场活力和吸引力的重要途径。监管机构从2001年起陆续颁布了一系列政策促使上市公司派现。本文对1992年到2011年这二十年来的我国上市公司的现金分红情况进行回顾与总结,为读者展示上市公司分红历史。本文研究发现:二十年来上市公司现金分红意愿呈两段“U”型分布,近五年来稳步回升;现金股利支付率自1995年以来呈下降趋势,异常高的分红时有出现;多层次资本市场中上市公司现金分红表现迥异。

【关键词】 股利政策 现金分红 分红历史

我国股市从上世纪九十年代初深沪两市成立以来,已走过了二十多年的历程。二十多年来,股市由乱到治,逐步成长,目前已成为国内最具影响的资本市场之一。历年来,我国监管层一直强调“增强回报股东意识”,而现金分红是“实现投资回报的重要形式,更是培育资本市场长期投资理念,增强资本市场活力和吸引力的重要途径”。

中国证监会从2001年起陆续颁布了一系列政策文件促使上市公司派现,红利税税率也一再修改。从2013年1月1日起,股息红利所得按持股时间长短实行差别化个人所得税政策。其中持股一年以上,红利税将减至5%。税率的变动无疑会对上市公司及投资者行为产生影响。2013年1月7日,上海证券交易所发布《上海证券交易所上市公司现金分红指引》,鼓励上市提高现金分红水平。多次政策引导是否改变了上市公司分红行为?我国上市公司的分红行为有什么特征?本文为读者展示上市公司分红历史。

一、上市公司现金分红年度分布

为了全面的了解我国上市公司现金分红的总体特征,本文选取了1992~2011年我国全部上市公司进行分析。基本数据来自于国泰安数据库(CSMAR),分析软件包括EXCEL和STATA。

由于本文只关注公司上市后的现金分红,因此删除了公司上市前的现金分红数据。另外,退市公司从退市之年开始不再计入样本总数。现金分红的年份以其财政年度为准,而不以实际发放年份为准。各年度上市公司数量如下表所示。

表 1 研究样本各年度分布情况表

年度	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
主板	53	177	288	312	515	721	827	924	1 060	1 136	1 200	1 263	1 315	1 307	1 310	1 326	1 330	1 334	1 358	1 394
中小板	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	38	50	102	202	273	327	531	646
创业板	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	36	153	281
总数	53	177	288	312	515	721	827	924	1 060	1 136	1 200	1 263	1 353	1 357	1 412	1 528	1 603	1 697	2 042	2 321

二、上市公司现金分红意愿呈两段“U”型分布

我们以现金分红的公司占当年所有上市公司的比例来衡量上市公司分红意愿。从图1我们可以看到,上市公司现金分红意愿经历了两个“U”型反转。第一个底部出现在1996~1999年。我国所有上市公司中,支付现金股利的公司比重从1992年的56.6%,上升到1994年的75.35%,1995年突然降至56.41%。而后此比重降得更低,连续四年徘徊在30%左右。2000年派现公司比重又突然跃至63.49%,此后几年又略有下降。这一阶段的低谷是出现在2005年,派现公司只占全部公司的46.79%,此后6年,上市公司的现金分红意愿又缓慢稳步回升,到2011年,比重达到67.56%。

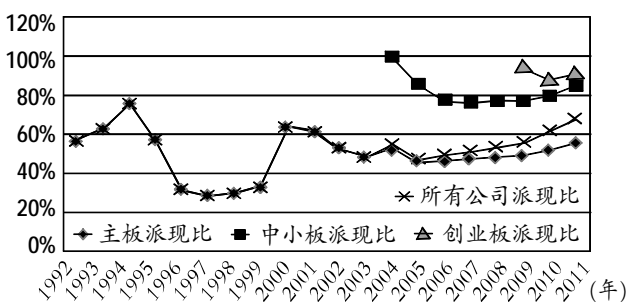


图 1 上市公司派现比

中国证监会在2001年颁布的《上市公司新股发行管理办法》中对企业分红进行了规范,将上市公司的分红与发行新股挂钩。由于2000年的分红是在2001年上半年公布的,因此,这两年上市公司分红意愿上升可视为这一政策引导的结果。

该政策出台初期,上市公司的分红意愿都有一定提高,而后期下降的趋势则说明在政策出台初期反应过度的上市公司逐渐回归理性。政府监管层多次强调培育资本市场长期投资理念,强调对投资者的回报,在2006年及2008年更是直接规范了现金分红比例,并将其与再融资格联系起来,这在一定程度上体现了监管层的政策导向。近几年来分红意愿稳中有升说明上市公司的分红观念发生改变,分红行为逐渐规范。

三、现金股利支付率自1995年以来呈下降趋势

由于公司所得税从2008年开始由33%下调至25%,且各地各行业所得税均有差异,因此,我们将上市公司现金股利支付率定义为该公司全年现金分红除以全年利润总额。此外,在11501个公司观测对象中,有39家公司在利润总额小于零时依旧分配了现金股利。广发证券在2010年借“延边公路”的壳上市之后,根据协议,将广发证券2007年及2008年的未分配利润补发给新股东,这种补发的红利实质是广发证券上市之前的红利,而非原上市的壳公司的红利。如果我们将其与“延边公路”2008年利润总额配比,可得到一个无意义的数字:34 283%。因此,我们在统计每年现金股利支付率时排除了这部分公司。经过筛选,我们的观测对象是11 461个。统计结果如下:

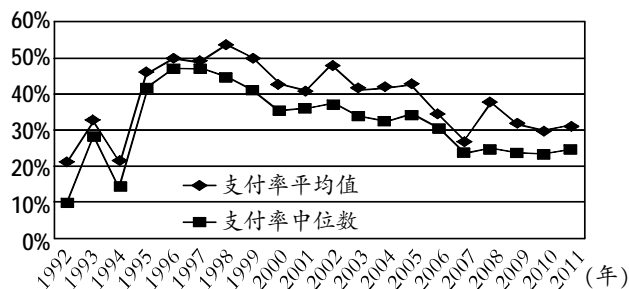


图2 现金股利支付率变化

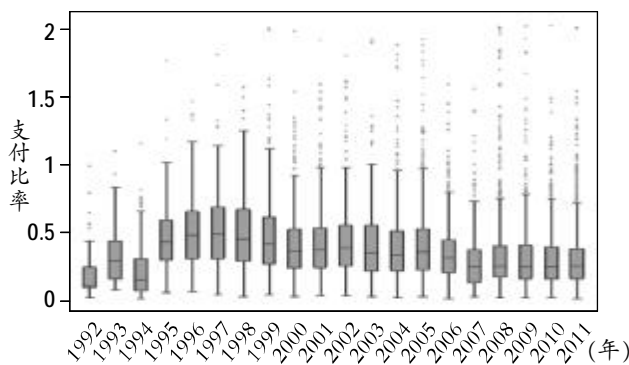


图3 现金股利支付箱线

从图2中可以看到,除了1998年、2002年及2008年受到几家公司异常高比率的分红的影响之外,现金股利支付率的平均值与中位数走势基本相同,大致成倒U形。而1995~1999年,分红的上市公司的支付率达到这20年的最高峰,每年上市公司支付率平均值约在45%~54%左右,中位数在40%~45%左右。而这几年上市公司的分红意愿却最低。这说明,在“半强制性分红”的政策出台之前,上市公司分红行为“贫富不均”。而在政策刺激下,分红的公司多了,但分配的利润并没有相应地

上升,这也说明先予后取的“钓鱼式分红”增加。

在象征性分红的背后,我们还可以看到“异常高分红”的影子。从图3可见,各年都有股利支付率超高的公司,此类公司的数量在2000年之后明显增多。学者多认为这是控股股东“掏空”上市公司的一种手段。

本文也用现金股利除以净利润(下称净利股利支付率)作为现金股利支付率替代指标。我们发现1994年的支付率中位数达到51.12%,远高于以利润总额衡量的支付率指标。除此之外,与前述指标类似,支付率整体呈下降趋势。1995~1999年,净利股利支付率中位数在48%~54%之间;2000~2005年,降到42%~48%之间,而2006年跌至39.25%;2007~2011年,净利股利支付率中位数更降到28%~30%。

四、多层次资本市场中上市公司现金分红表现迥异

我国建立的多层次资本市场中,公司派现意愿差别非常大。从图1中可知,中小板和创业板成立以来,其派现公司比例远远超过主板比例。中小板派现公司比例最高出现在2004年,达到100%,最低在2007年也有75.74%的公司派现。而创业板自2009年成立以来,3年中派现公司比例分别为:94.44%,88.24%,91.79%,而这3年主板的比例仅从48.88%升到54.88%。不过,与主板一样,中小板和创业板的分红意愿也呈现一个平缓的U型,这或许与上市之后公司的业绩变化有关。

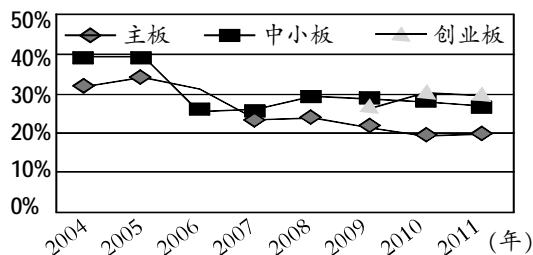


图4 各市场股利支付率(股利/利润总额)

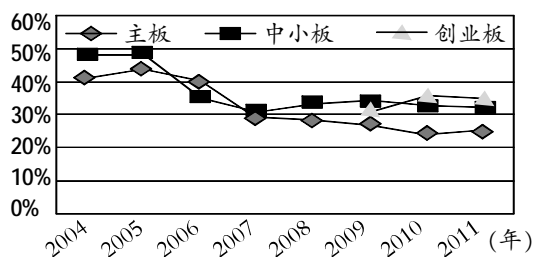


图5 各市场股利支付率(股利/净利润)

在分红水平上看,尽管股利支付率较市场成立之初有所下降,但中小板和创业板也胜过主板。从图4、图5中可以看到,不管是用现金股利与利润总额之比还是用现金股利与净利润之比来衡量,除2006年外,中小板和创业板分红水平都高于主板市场的上市公司,表明我国的新兴资本市场分红行为比较规范。

主要参考文献

中国证监会.关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知,2012-05-04