

半强制分红视角下宏观经济 影响上市公司分红水平的协整分析

梁彤纓(博士生导师) 苏德贵

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】 本文采用协整方法检验宏观经济发展速度与A股上市公司分红水平的关系,结果显示:在2001年证监会出台半强制分红制度(将上市公司再融资格与三年现金股利分配水平挂钩)之前,中国经济的增长未能改善上市公司的红利分配;半强制分红制度实施后,上市公司尤其是经营业绩与经济发展密切相关行业的上市公司的分红水平与宏观经济发展速度呈长期稳定的正向均衡关系。

【关键词】 宏观经济发展 上市公司分红水平 半强制分红政策

证券市场是宏观经济的晴雨表,宏观经济的运行状况能够通过股票指数得到反映。从近几年的实际情况来看,我国宏观经济仍处于快速增长的通道,而A股市场在2007年的大牛市之后,便一直萎靡不振。证券市场的运行与实体经济的发展趋势并不一致,重要原因之一是中国A股市场具有很强的政策效应,并非完全有效。证券市场的非完全有效也表现在上市公司的红利分配上。宏观经济的发展带来了上市公司经营业绩的改善,但是上市公司在强烈的“圈钱”动机之下,对投资者的回报极度不足。

统计显示,截至2011年底,我国证券市场建立以来A股普通公众投资者分红所得仅0.54万亿元,而1990年到2011年7月,国内A股包括首发、增发、配股在内的累计融资金额高达近4.3万亿元。A股上市公司被指分红意愿不强,缺乏分红规划,而投资者也普遍依靠二级市场差价获取收益,造成证券市场投机气氛极浓。这无疑增加了证券市场的不稳定性。本文主要研究宏观经济运行状况对A股上市公司红利分配的影响,运用计量经济学模型,分析上市公司现金股利分配与宏观经济增长之间的关系,以为证监会拟推出的强制分红政策提供实证证据。

一、宏观经济发展对上市公司分红影响的趋势分析

宏观经济发展速度影响上市公司分红水平隐含一个重要的前提,即经济发展能够改善上市公司经营业绩。上市公司总体利润水平提高了,才能增加对投资者的回报。本文的研究期间为1992~2010年。从统计结果看,如图1所示,上市公司平均净利润的增长与GDP的关系呈现出两种形态,在2001年之前,上市公司平均净利润增长低于GDP增长,而2001年之后,平均净利润增长快于GDP增长,且近三年增长更快。从图2来看,剔除上市公司数量的影响后,上市公司的年度分红水平与GDP增长趋势并不同步。2001年之

前,上市公司分红水平增长低于GDP增长,2001~2005年为大致同步时期,2005年以后,上市公司平均分红水平开始逐步提高,且快于经济发展速度的增长。

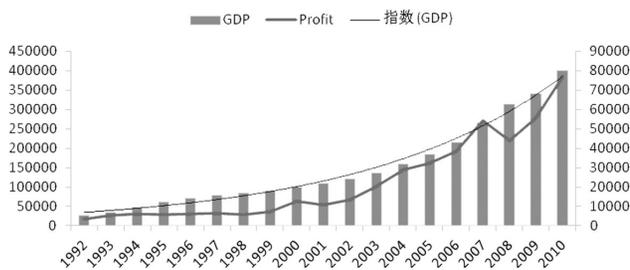


图1: GDP与上市公司平均净利润趋势分析

数据来源:聚源数据库;左轴为GDP,右轴为Profit。

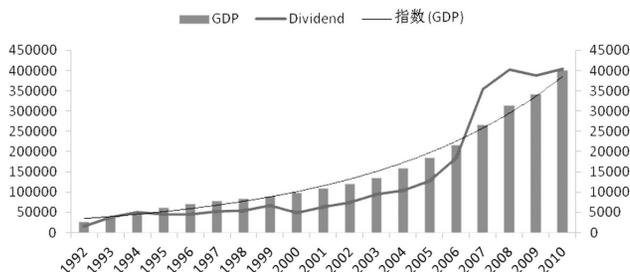


图2: GDP与上市公司平均分红趋势分析

数据来源:聚源数据库;左轴为GDP,右轴为Dividend。

二、宏观经济发展对上市公司分红影响的协整分析

1. 相关性检验。从趋势分析可以看到,宏观经济增长与上市公司分红水平增长并非线性关系,而是有一个“拐点”,2001年之前分红增长低于GDP增长,2005年之后分红增长快于GDP增长。前面已经指出,中国证券市场对经济发展的背离主要原因是A股市场政策效应显著,政府政策对证券市场运行具

有重要影响:2001年和2005年两个特殊年份均与证监会的半强制分红制度有关。2001年3月证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》要求主承销商重点关注公司连续三年未分配股利的问题,2004年12月发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,明确规定最近三年未分配现金股利的公司不得公开再融资。2006年5月,证监会规定上市公司公开发行证券的,最近三年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20%,2008年10月又规定将该比例提高到30%(李常青、魏志华、吴世农,2010)。所以政府制度的变迁,改变了投资者的预期和上市公司的融资环境。

在这种情况下,上市公司为了达到未来融资的条件要求,必须在股利政策上进行合理的规划,不仅要进行分红,而且要做到分红比例不能低于某一数值,即符合证监会规定的分红比例,或者达到行业分红的平均水平。而半强制分红制度的实施,意味着不管是否出于自愿,上市公司必须与投资者共享经济增长的成果,即上市公司应不断提高红利的分配水平,这样就能改变宏观经济发展对上市公司分红的影响。以2001年为界限,用GDP与上市公司分红的关系进行Pearson相关性检验,结果如表1所示。由于2001年的股利分配是在2002年进行的,此时证监会已经开始实施半强制分红制度,因此2001年的分红包含在第二阶段。

表1 GDP和上市公司分红的相关性(Pearson检验)

| | 1992~2000年 | 2001~2010年 |
|--------------|------------|------------|
| GDP-Dividend | 0.775** | 0.959*** |

注:***表示双尾在1%的水平上显著,**表示双尾在5%的水平上显著,*表示双尾在10%的水平上显著,下同。

GDP数据来自国泰安数据库,分红数据来自聚源数据库。

从表1可以看出,无论是2001年之前还是2001年之后,宏观经济发展速度与上市公司分红水平之间呈显著的正相关关系。从相关性检验的结果来看,上市公司的分红水平能够反映经济增长的成果。需要说明的是,GDP和分红数据均是时间序列变量,为了检验变量间是否存在协整关系,必须对GDP和Dividend这两个时间序列变量进行平稳性检验,以避免非平稳时间序列变量导致的伪回归关系。

2. 单位根检验和协整检验。本文对1992~2000年和2001~2010年的GDP和Dividend进行了ADF单位根检验,结果如表2所示。结果显示,以上两个时期的GDP和Dividend时间序列在一阶差分后平稳。

从表2可以看出,2001~2010年上市公司平均分红水平对GDP的回归残差序列经进行ADF单位根检验,其结果为平稳序列,说明2001年证监会开始实施半强制分红政策后,上市公司平均分红水平与宏观经济发展速度存在长期稳定的均衡关系。也就是说,2001年后,在证监会半强制政策要求下,上市公司为了自身的再融资需求,才开始让投资者享受经济增长的成果。随着宏观经济的发展,上市公司对投资者的回报也有所增加,这既有利于改善中国证券市场的投资环

境,减少投资者对二级市场溢价的依赖,又有利于稳定证券市场,减少证券市场波动。由此可见,政府的半强制分红政策对保护投资者起到了明显的积极作用。

表2 ADF单位根检验结果

| | 变量 | 检验形式 | AIC值 | ADF统计量 | P值 | 序列平稳性 |
|------------|-----------|---------|-------|--------|--------|-------|
| 1992~2000年 | GDP | (c,t,2) | 14.55 | -1.05 | 0.8381 | 不平稳 |
| | Dividend | (0,0,2) | 17.35 | 0.04 | 0.6612 | 不平稳 |
| | △GDP | (c,0,1) | 17.67 | -3.51 | 0.0507 | 平稳 |
| | △Dividend | (c,0,2) | 15.62 | -4.52 | 0.0241 | 平稳 |
| 2001~2010年 | GDP | (c,t,2) | 19.38 | -0.10 | 0.9708 | 不平稳 |
| | Dividend | (0,0,2) | 20.34 | 1.43 | 0.9479 | 不平稳 |
| | △GDP | (c,t,1) | 19.10 | -11.72 | 0.0003 | 平稳 |
| | △Dividend | (0,0,2) | 20.80 | -2.73 | 0.0140 | 平稳 |

注:检验形式(c,t,p),c是常数项,t是趋势项,p表示滞后阶数。由EViews软件根据计量统计(AIC)准则选择滞后阶数。△表示一阶差分。

本文利用E-G两步法检验宏观经济发展速度与上市公司平均分红水平之间的协整关系。运用回归模型进行检验,结果表明上市公司平均分红与GDP具有显著的相关性,与前述结果相同。由于Dividend和GDP都是一个单位根的时间序列,因此需要对回归残差进行ADF单位根检验,以检验经济发展速度与上市公司分红水平之间的协整关系。为了消除异方差的影响,将GDP和Dividend数据取自然对数。则:

$$\text{Dividend} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GDP}$$

表3 回归结果

| | α_0 | α_1 | F | R ² |
|------------|-----------------------|---------------------|------------|----------------|
| 1992~2000年 | 0.122 (0.057) | 0.750 (3.903***) | 15.232*** | 0.640 |
| 2001~2010年 | -9.784 (-6.873***) | 1.598 (13.740**) | 188.800*** | 0.954 |

从表3可以看出,上市公司平均分红对GDP的回归系数在1%置信度水平上显著。获得两阶段回归模型的残差序列e,对残差序列e进行单位根检验,结果如表4所示。结果显示,1992~2000年回归模型的残差序列经ADF检验不平稳,即2001年之前经济发展速度与上市公司分红水平之间不存在协整关系。在2001年证监会实施半强制分红制度之前,中国经济的增长未能提高上市公司的红利分配水平。

表4 协整检验结果

| | 检验模型 | AIC | ADF | P值 | 结论 |
|------------|---------|-------|-------|--------|-----|
| 1992~2000年 | (0,0,3) | 15.23 | -3.93 | 0.1038 | 不平稳 |
| 2001~2010年 | (0,0,3) | -1.14 | -3.24 | 0.0061 | 平稳 |

我国设立证券市场最初的目的是为国有企业脱困创造公开融资的环境,许多企业上市主要是为了圈钱。在政府没有实施强制分红规则创造良好的投资者保护环境的情况下,上市公司多数重融资轻分红,导致A股投资者得到的红利远低于上市公司从证券市场圈到的钱。

3. 行业协整检验。虽然所有上市公司面对相同的宏观经济环境,但是不可避免受行业环境的影响,因此有必要考察不同行业中宏观经济发展与上市公司分红之间的关系。按照证监会行业划分,剔除上市公司数量较少(少于30家)的木材家具业、传播与文化产业,行业分类不清的其他制造业、综合业,并对制造业取二级行业,利用E-G两步法对GDP和行业平均分红进行协整检验。首先检验该行业平均红利分配与GDP的回归关系,若显著则利用残差序列进行ADF单位根检验。由于2001年之前上市公司平均分红与GDP不具有协整关系,因此主要研究2001年半强制分红制度实施后行业平均分红与宏观经济发展的关系。表5反映了2001年后在5%置信度水平上存在协整关系的行业。

表5 行业协整检验结果

| | 检验模型 | AIC | ADF | P值 | 结论 |
|----------|---------|------|-------|---------|--------|
| 建筑业 | (0,0,3) | 4.96 | -2.34 | 0.029 8 | 存在协整关系 |
| 交通运输业 | (0,0,3) | 6.34 | -2.51 | 0.019 7 | |
| 批发零售业 | (0,0,3) | 6.08 | -4.46 | 0.001 0 | |
| 金融保险业 | (0,0,3) | 5.41 | -2.16 | 0.039 8 | |
| 房地产业 | (0,0,3) | 2.54 | -4.55 | 0.001 7 | |
| 食品饮料 | (0,0,3) | 5.00 | -2.68 | 0.014 4 | |
| 纺织服装 | (0,0,3) | 6.33 | -5.21 | 0.000 3 | |
| 石油塑胶 | (0,0,3) | 5.57 | -2.30 | 0.010 2 | |
| 电子 | (0,0,3) | 6.30 | -4.16 | 0.001 2 | |
| 机械、设备、仪表 | (0,0,3) | 2.32 | -4.60 | 0.001 7 | |

从表5可以看出,经营业绩与经济发展最为密切相关的行业,其分红水平与宏观经济发展速度存在长期稳定的正向均衡关系。经济的发展带动区域房地产增值和固定资产投资,因此带来了房地产业、建筑业、交通运输业和机械制造业的繁荣。行业的发展为企业的经营创造了良好的外部环境,行业内上市公司经理人也愿意发放股利以吸引投资者,满足日益扩大的融资需求。红利分配也体现了行业的资金状况。从统计数据来看,房地产行业资金需求大,现金股利分配率普遍较低,行业平均水平在10%~15%区间。建筑业、交通运输业和机械制造业的资金需求较小,股利分配率达到30%左右,但在上市公司所有行业中仍处于平均值之下。

从表5还可以看出,消费类行业的红利分配水平与GDP存在长期稳定的正向均衡关系,包括生产各种生活用品的石油塑胶业、食品饮料业、纺织服装业、电子产品业和批发零售业。金融保险业的红利分配与GDP也存在协整关系,因为经济发展带动了金融业的发展,尤其是近几年,金融保险业的红利分配率显著提高,从2002年的7.77%提高到2010年的25.45%,但是仍然处于较低水平,也低于证监会规定的再融资最低标准。占金融体系主体的商业银行股利分配率较高,而证券公司业绩受股市波动影响普遍较差,红利分配更是不尽如人意。采掘、金属非金属、医药、生物制品等行业,投资回报周期较长,与当期经济发展的相关性不显著。

三、结论与政策建议

本文利用计量经济学模型分析宏观经济发展速度与A股上市公司红利分配水平之间的关系,着重分析2001年证监会实施半强制分红制度前后两者关系变化的原因,以说明政府政策对上市公司股利分配的影响,为证监会拟推出的强制分红政策(2011年11月曾有媒体报道,证监会拟在A股市场推出强制分红制度)提供实证证据。

本文的结论如下:从趋势分析可以看到,过去23年上市公司的净利润和现金股利变化呈现出与宏观经济发展不完全同步的增长趋势。在2001年之前,上市公司平均净利润增长低于GDP增长,而2001年之后,平均净利润增长快于GDP增长,且近三年增长更快。上市公司的年度分红水平与GDP增长趋势也不同步。2001年之前分红水平增长低于GDP增长,2001~2005年是二者大致同步时期,2005年后,上市公司平均分红水平逐步提高,且快于经济发展的速度。

宏观经济发展速度与A股上市公司分红水平(Dividend)关系的“拐点”,正是证监会开始实施半强制分红政策的时间。对2001年前后GDP与Dividend进行Pearson相关性检验,发现两者呈显著大于零的正相关关系。

对2001年前后GDP与Dividend的关系进行计量经济学检验,发现2001年之前,宏观经济发展速度与上市公司分红水平不存在协整关系,而2001年之后两者存在长期稳定的均衡关系。在2001年之前,A股投资者得到的分红远低于上市公司从股市圈到的钱,投资者并未享受到经济增长的成果。2001年后,半强制分红制度改善了投资者的投资环境,使得投资者在一定程度上享受到经济高速增长成果。

对2001年后各行业分红水平与GDP的关系进行协整检验,发现经营业绩与经济发展最为密切相关的行业,其分红水平与宏观经济发展速度存在长期稳定的均衡关系,如房地产业、建筑业、电力业、煤炭业和消费类行业等。

本文的研究结论和统计数据再次说明了我国证券市场上市公司在红利分配方面仍存在一些不可忽视的问题,即分红意愿不强、分红水平较低、缺乏稳定的分红规划等。上市公司对投资者的回报远低于投资者对上市公司的投入,损害了投资者的利益,也抑制了中国证券市场的健康发展。而从GDP与红利水平的关系变化可以看出,政府政策能够改善投资环境,起到保护投资者的作用。

主要参考文献

1. 曹龙骢,陈红泉.中国股市晴雨表功能辨析.广东金融学院学报,2006;3
2. 孙霄钟,高峰,马菁蕴,崔文迁.上证综指脱离中国经济吗?——兼论如何改进上证综指.金融研究,2007;9
3. 梁剑,丁洁,周俊.宏观经济发展对上市公司企业经营绩效影响的实证分析.经济体制改革,2011;6
4. 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