

我国上市公司现金分红决策研究

张跃文

(中国社会科学院金融研究所, 北京 100732)

摘要: 本文分析了 2000—2010 年我国 A 股上市公司的现金分红决策, 发现上市公司总体分红水平已接近发达国家, 但分红的持续性和稳定性以及分红决策的透明度仍有待提高, 分红决策的行业趋同和集中化趋势比较明显, 财务指标对于公司分红决策的影响有限。目前不仅要采取措施增强上市公司现金分红的持续性和稳定性, 还需要重点关注少数盈利公司长期不分红现象。最后, 作者有针对性地提出了改善上市公司现金分红决策的建议。

关键字: 上市公司; 分红决策

Abstract: In this paper, the Author analysis cash dividend decisions of China listed companies in A share market during 2000 to 2010. He finds that the cash dividend level of these companies is close to development countries, but they need to improve continuity, stability and transparency of dividend decisions. Industry convergence on cash dividend is obvious. Most of dividend is contributed by big companies. And now, it's necessary to enhance continuity and stability of listed companies' cash dividend. More attention is needed by the profitable companies without dividend for long time. At last, the author raises some advice on improving listed companies' cash dividend decisions.

Keywords:

作者简介: 张跃文, 经济学博士, 中国社会科学院金融研究所副研究员, 公司金融研究室副主任、中国社会科学院投融资研究中心秘书长, 研究方向: 资本市场与公司金融。

中图分类号: F276.6 文献标志码: A

上市公司适当的现金分红能够给投资者以切实的回报并预示其潜在投资价值, 它是良好的经营业绩和公司治理的共同产物。近年来, 我国 A 股市场上市公司的总体现金分红水平, 已经接近欧美发达市场, 实施现金分红的公司逐年增加, 但是上市公司分红政策的稳定性和持续性仍然需要进一步加强, 少数上市公司长年不分红的消极影响亟待消除。当前, 需要从分红的稳定性、持续性和增加透明度的角度, 提高公司现金分红决策水平, 逐步增加投资者真实回报。

A 股上市公司现金分红的基本特征

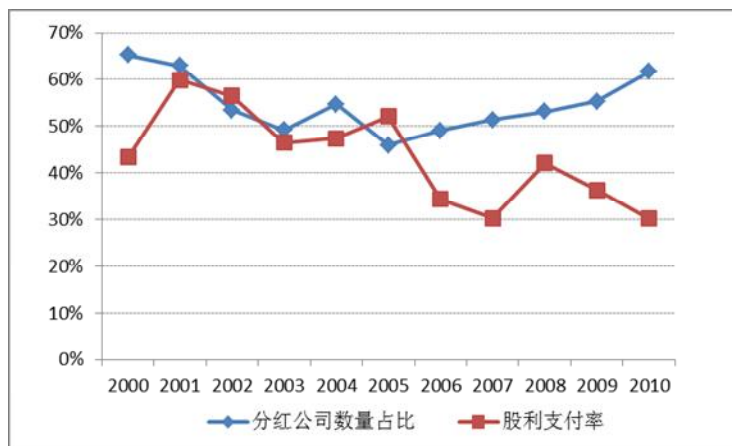
我们对 A 股上市公司的现金分红数据进行整理，并考察了自 2000 年以来有完整财务记录的 2038 家上市公司。下面分别从总体分红水平、分红持续性、分红集中度和分红公司特征等几个方面进行分析。

一、总体分红水平接近发达市场

2000 年以来，随着我国上市公司数量不断增加和盈利能力增强，进行现金分红的公司数量持续增加，分红金额基本保持同步增长。当年实行现金分红的公司从 2000 年的 648 家增加到 2010 年的 1258 家，分红额度从 310 亿元增加到近 5000 亿元。从相对水平来看，各年度进行现金分红的上市公司比例基本保持在 45%至 65%的水平，平均达到 55%。如果仅考察当年盈利的上市公司，该比例还可以更高一些（62%）。这一指标已接近 2000 年以后欧美发达市场的水平。

与此同时，应当注意到 A 股市场的股利支付率（现金股利占净利润的比例）总体呈现下降趋势，而且降幅较大。对于公司股利决策的影响因素，一些国外学者所进行的国别比较研究认为，一国的投资者保护水平具有较大影响（La porta et al, 1998^[14]、2000^[15]）。投资者保护较好的国家，投资者能够通过要求上市公司派发现金红利，控制大股东和上市公司管理层滥用现金流的行为。国内理论界也发现上市公司存在限制发放股利和促进过度投资的行为（刘昌国，2006^[3]；魏明海 柳建华，2007^[6]），而现金股利可以限制这种过度投资行为（肖珉，2010）^[8]。另一方面，一些学者也发现了大股东通过增加现金股利淘空上市公司的证据（张文龙 等人，2009）^[9]。

图 1：A 股上市公司现金分红历史趋势



数据来源：根据 Wind 数据整理

尽管理论界对于公司股利政策存在着分红不足和分红过渡的争论，但就整体而言我国 A 股市场股利支付率下降已是事实，一些人士就此认为应通过实施强制分红措施提高现金分红水平，增加上市公司对投资者的回报。我们的观点略有不同。首先，我国仍是一个发展中经济体，为保持经济长期可持续增长，应鼓励上

上市公司进行有效率的投资，在外部融资成本较高的前提下，上市公司保持充足的可投资资金就成为实现这一目标的必要条件。其次，2010年上市公司股利支付率为30.2%，2000年以来平均达到43.5%，高于实行强制分红制度的巴西和智利的法定最低分红比率（25%和30%）。从这个角度看，我国上市公司股利支付率在2000年以后的逐步下降可以理解为自高位向均值的回归。当然，我们需要对该趋势保持关注，但没有必要过分担忧。如果将股利支付率强制性地提高至40%，将有近八成的上市公司达不到这一要求，那么该限制的合理性和可行性将受到巨大质疑。第三，买卖差价是当前我国股市投资者的主要获利方式，但理论界的研究并没有发现现金股利具有提高公司股价的作用（何涛 陈晓，2002^[1]；夏云峰等，2007^[7]），现金股利派发后，市场往往以“除权”方式调低股价，而不会因分红预期而抬高股价。至于有些人士提出的将股市获利模式由买卖差价为主转向现金分红为主，很容易将市场导向过度分红的误区，对于稳定上市公司长期回报并无益处。另外，A股市场按照现金股利计算的年化股票投资收益率仍然处于较低水平。我们根据李常青等人（2010）^[2]的数据进行测算，发现这一指标在2000—2008年平均仅为1.4%，低于同期银行存款利率，与投资者所承担的资产缩水风险严重不对称。这也从侧面印证了将现金分红作为股市投资者主要获利方式仍具有相当难度。

二、现金分红持续性偏弱

上市公司派发现金红利的稳定性和持续性，既是考察投资回报的重要指标，也是依据股利收益对股票进行估值的重要前提条件。一些上市公司尽管累积分红总额和股利支付率都很高，但由于具有突发性特征，而不能为投资者提供稳定的回报预期，因此其分红记录的参考价值大为减弱。

我们以2010年为终点，对2000—2010年、2005—2010年和2008—2010年的A股上市公司分红情况进行考察，分析了这些公司长期（11年）、中期（6年）和短期（3年）的现金分红持续性。从长期来看，我国上市公司现金分红并没有表现出良好的持续性特征，其中在2000—2010年间保持每年分红的公司仅有124家，占全部样本公司公司的12.5%，平均累积股利支付率达到42.2%，接近前文所述A股市场的总体分红水平。合并共有近60%的公司能够实现至少每三年分红一次，但股利支付率则降至36.1%。与此同时，有113家公司从未分红，其中累积盈利在1亿元以上的公司有16家。从中期看，随着考察周期的缩短，上市公司现金分红的持续性有所改善，其中坚持每年分红的公司增加到312家，占比提高到23.6%，分红水平接近同期市场平均值。但在此期间，不分红公司数量（389家）超过了每年分红的公司数量，而且累积盈利1亿元以上的不分红公司增加到92家。2008—2010年间，坚持每年分红的公司增加到620家，占全部样本公司公司的39%，分红水平高于市场平均值。

总体而言，尽管分红水平相当于发达市场，但是A股市场上市公司在长周期内并未表现出较好的分红持续性，这使得投资者很难依据公司分红记录对未来的分红政策进行预测，并据此对股票进行估值。大部分公司在三年周期内存在分红行为，但规律性也并不明显。对于少数盈利而长期不分红的上市公司，其投资价值是存在疑问的。

表 1：A 股上市公司现金分红持续性记录

	2000—2010 年			2005—2010 年			2008—2010 年		
	分红次数		平均累积 股利支付 率	分红次数		平均累积 股利支付 率	分红次数		平均累积 股利支付 率
	总数	占比		总数	占比		总数	占比	
有分红记录公司	880	88.62%	32.55%	934	70.70%	37.26%	1081	67.99%	28.38%
平均每年分红 1 次的公司	124	12.49%	42.18%	312	23.62%	37.21%	620	38.99%	32.60%
每三年分红 1 次及以上的公司	572	57.60%	36.13%	801	60.64%	40.07%	1081	67.99%	28.38%
不分红公司	113	11.38%	0.00%	389	29.45%	0.00%	509	32.01%	0.00%
累积盈利 1 亿以上的不分红公司	16	1.61%	0.00%	92	6.96%	0.00%	132	8.30%	0.00%
样本公司数量	993	100%	--	1323	100%	--	1590	100%	--

数据来源：根据 Wind 数据库数据和招商证券数据整理、计算得出。计算平均股利支付率时，排除了负数和大于 100%的非正常值

三、分红集中化趋势明显

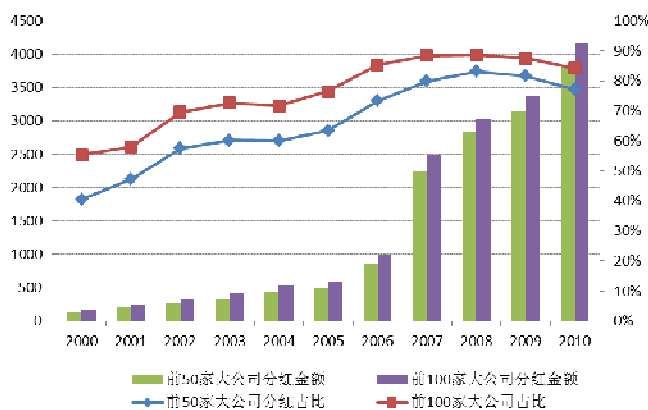
现金分红的集中度代表了为投资者提供现金分红最多的上市公司相对数量的多寡，集中度较高的股市，现金分红主要来源于少数上市公司。根据德安杰罗等人 (DeAngelo et al, 2004)^[12]和艾吉和麦金森 (Eije and Megginson, 2007)^[13]的统计，过去 30 年间欧美股市呈现出明显的现金分红集中化趋势，其中美国股市现金分红最多的前 100 家上市公司所贡献的分红额度占全部上市公司分红额度比重从 1978 年的 67%提高到了 2000 的 82%，也就是说美国股市超过八成的现金分红是由 100 家公司提供的，样本中其余 2000 余家公司仅提供了不足二成的现金分红。而且国外学者的研究表明，高分红公司往往是高盈利公司，分红集中度提高的主要原因是利润的集中化。

在考察了我国上市公司的现金红利分布以后，我们发现中国股市的红利集中化趋势同样明显。分红最多的 50 家公司的分红额度占全部上市公司分红额的比重，从 2000 年的 40.5%提高到了 2010 年的 77.2%，2008 年该比重最高达到 83.2%。前 100 家公司的占比则从 55.3%提高到 84.2%，其中 2008 年达到 88.8%。我国上市公司的红利集中化同样反映了盈利集中化的趋势，分红最多的 50 家上市公司，其利润额占全部上市公司的比重从 2000 年的 31.5%提高到了 69.1%。与欧美国家股市的红利集中化原因不同的是，我国股市的红利集中化主要是由大型商业银行、保险公司等金融机构和中石化、中石油等中央企业的陆续上市所导致的。这些国有金融机构和企业不仅盈利额较多，而且其国有大股东往往有现金分红要求，从而使这些上市公司成为股市现金红利的主要供应者。目前，我国主要的大型金融机构和企业已经基本完成上市工作，股市现金分红集中度有可能在未来一个时期内保持稳定。

现金分红集中于少数大公司，其优点是便于市场通过对这些公司的预测来估

计市场总体分红水平，监管机构也可以通过对这些公司加强监管和分红政策指导，改善市场总体分红水平。其不足在于这些公司集中于少数行业，且经营业绩具有同周期特征，其业绩下滑所导致的分红政策调整，有可能影响整个市场的分红水平。

图 2：我国上市公司现金分红集中度（亿元）

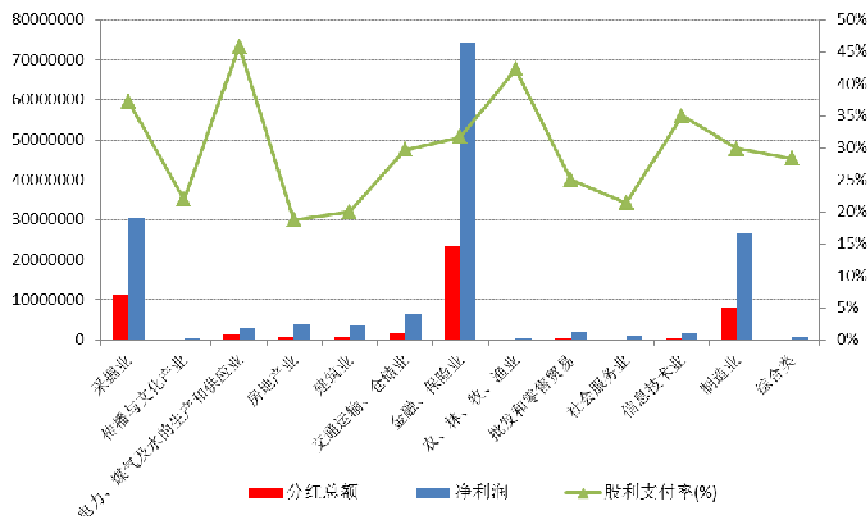


数据来源：根据 Wind 数据计算得出。

四、行业内公司分红政策趋同

现金分红的行业趋同特征已被国内外学者所证明 (Baker and Powell, 2000^[10]; 权小锋 等, 2010^[4])。由于同行业内的上市公司面临相同的竞争环境和产品生命周期，因此这些上市公司往往在股利政策上呈现“群聚”现象。我们根据证监会发布的行业分类办法，对 2010 年进行现金分红的 1258 家上市公司进行了分行业研究，发现股利政策的趋同特征确实存在，而且不同行业的利润创造能力和现金分红水平都存在较大差异。这些公司分属于 13 个行业，采掘业、金融保险业和制造业等行业贡献了绝大部分利润和红利。其中属于金融保险业的 30 家上市公司现金红利总额达到 2356 亿元，相当于上市公司全部红利的 48%，从而使金融保险业成为 A 股市场户均分红额度最多的行业。制造业 741 家分红企业的分红总额为 800 亿元，总量和平均水平都同金融保险业有较大差距。煤、电、水等公用事业类企业和农牧业尽管股利支付率较高，但由于盈利总额有限，因此行业红利贡献并不显著。以往人们认为利润率较高的房地产业和建筑业成为股利支付率最低的行业（18.7%和 20%），其分红水平甚至低于传统商业（25%）和处在高成长时期投资率较高的信息技术产业（35%）。

图 3：2011 年上市公司现金分红情况（依行业划分）



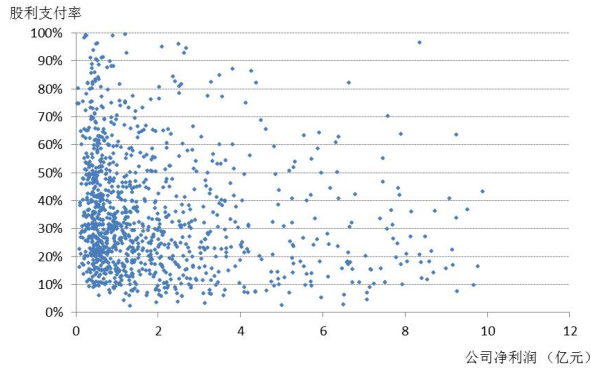
数据来源：根据 Wind 数据计算得出。

五、财务性因素影响有限

上市公司在什么情况下才会愿意发放现金红利？理论上如果公司没有更好的投资机会时，上市公司应将留存收益派发给全体股东，由股东自由支配属于自己的那部分红利。但由于大股东控制和内部人控制问题的广泛存在，使得公司股利政策很难公平地代表全体股东利益。因此现实中的公司股利政策已经不能够用简单的经济学原理去解释。

国内外理论界对于公司派发现金红利动机的解释，主要集中于最早基于詹森的“代理模型”(Jensen, 1976)^[10]和巴恰查亚的“信号模型”(Bhattacharya, 1979)^[11]。前者主要从股东抑制管理层滥用现金流的角度解释派现动机，后者则从上市公司向市场发布利好信号的角度进行解释。随着各国学者实证研究的逐步深入，代理模型渐趋成为主流。国内理论界对此也进行了大量实证检验，但是鉴于国内上市公司独特的股权结构和所处的法制及市场环境，越来越多的学者将控股股东意愿同上市公司股利政策联系起来（如王化成等，2007）^[6]。目前还很难为所有上市公司的股利政策找到共同的解释性理论框架。除现金流偏紧可能会影响到股利发放而外，上市公司其他财务性指标似乎都不能够对其股利政策给出有力的说明或者预测。值得注意的是，公司盈利能力同派现水平并不存在紧密相关的关系，当我们将 2010 年 1100 余家 A 股上市公司的股利支付水平绘成一张散点图时，这一特征表现得十分明显。

图 4：2010 年 A 股上市公司股利支付率散点图



数据来源：Wind 资讯

目前对于上市公司股利政策比较一致的认识是，它是一个公司治理的问题，而不是一个单纯的财务问题。对于治理良好的上市公司而言，管理层能够有效地代表全体股东利益，制定出适当的股利政策和投资政策，很好地平衡股东短期利益与长期利益，处理好控股股东与少数股东的关系。因此，不能简单地派现公司统称为“好公司”，将不派现公司称为“坏公司”。

我国上市公司现金分红的调整目标

通过对我国上市公司现金分红历史和当前状况的分析，我们认为该领域当前需要重点解决三个问题。即：稳定现金分红水平，改善分红持续性和解决部分上市公司长期不分红的问题。

第一，稳定市场总体现金分红水平。前文已经提到，我国上市公司总体分红状况已经接近发达市场水平，各年度股利支付率保持在 30% 以上。这一局面需要继续稳定和提高。目前有三个方面的问题值得关注。首先，我国上市公司分红格局的形成很大程度上受益于控股股东的派现要求和监管机构同再融资挂钩的半强制性分红要求。这与发达市场长期以来通过分散决策自发形成的分红格局有着本质区别。在大型企业整体上市迅速推进的形势下，未来控股股东对于上市公司的派现要求将有所减弱，少数股东对于公司分红决策的参与不够充分，届时上市公司分红水平有可能出现下降。其次，尽管目前的总体股利支付率仍保持在 30% 以上，但是必须看到 2000 年以来该指标所呈现的逐步回落趋势。目前还没有迹象表明这一趋势已经得到成功控制，仍然需要对其保持密切关注。最后，要注重提高真实投资回报水平。目前我国上市公司以现金分红形式为投资者提供的回报仍然偏低，而且大部分上市公司股票价格波动受市场波动影响较大，过分依靠提升股价的措施增加投资回报，不足以满足投资者要求。因此需要综合运用包括现金分红、送股和回购等多种手段，提高真实投资回报水平。

第二，努力增强现金分红的持续性。目前 A 股市场大部分上市公司可以保持 3 年内至少分红一次，仅有极少数公司能够做到长期持续每年分红。当然，由于各公司对于公司利润分配有不同考虑，而且各公司盈利状况也不尽相同，不太可能要求每家公司都按年分红，或者盈利当年即分红。已有的实证研究发现，公司的现金分红决策与其当年盈利并不存在紧密相关的关系，比较多的情况是上市公

司盈利但不分红，相反的情况则比较罕见。尽管监管机构已对上市公司提出了及时披露不分红要求的要求，但总体而言多数上市公司仍然缺乏进行现金分红的明确规则，分红决策存在断续性和突发性特征，不利于稳定投资者预期。

第三，解决少数上市公司长期不分红的问题。我们的研究发现，少数上市公司长年不分红，有的累积不分红年份甚至超过 10 年。尽管公司不分红的客观原因很多，但如此长时间不分红，表明公司股利政策可能存在问题。而且在此期间，这些公司的股价并未出异乎寻常的上升，投资者从股价和分红两方面都没有获得真实回报。这些公司需要用更多的语言和行动来说明其投资价值。

改善上市公司分红状况的主要对策

上市公司的股利政策是其公司价值管理的组成部分，如果公司对净利润的运用不能够提高公司整体价值，那么就应当将多余的现金分派给股东，由股东来自由支配。什么股利政策最符合股东利益？这是非常难于回答的问题。不过可以肯定地说，持续分红的上市公司股价表现并未明显优于其他公司，尽管有研究认为其价格波动幅度偏小。目前，无论是理论界还是国内外实践经验都不能给出适用于所有类型上市公司的最优股利分配标准。因此在理想状态下（即不存在代理问题），分散决策是制定上市公司股利政策的最佳选择。当然，由于代理问题的存在，需要防止控股股东和内部人通过制定利己主义的股利政策侵占少数股东权益的现象。综合前文分析，当前证券监管机构和投资者应当考虑采取进一步的措施稳定和提高现金分红水平，增强分红政策的持续性和透明度，目前可以考虑从以下几方面着手：

1. 提高上市公司分红决策的平衡性

为有效克服控股股东对股利决策的过度影响，监管机构有必要考虑采取措施强化独立董事作用，鼓励少数股东通过独立董事参与上市公司分红决策，以促进决策在两类股东间的平衡性，使其更好地照顾少数股东诉求。具体地，可以考虑修订由证监会于 2001 年发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，独立董事人选和津贴标准，按累积投票制获多数股东通过的同时，还应获得参与投票的少数股东表决权的二分之一以上同意方可成为股东大会决议。建议上市公司董事会增设股利政策委员会，委员会成员中独立董事的数量应占二分之一以上。

2. 促进上市公司明确分红决策规则

为保持公司分红决策的持续性和可预测性，应促进上市公司建立清晰的分红决策规则，明确公司在何种情况以何种形式派发红利或者不派发红利，降低分红决策的不确定性，增强持续性，以稳定投资者预期。例如，可以研究设立上市公司股价与现金分红挂勾的机制，以在一定程度上弥补市场大幅调整给投资者所造成的损失。当公司股价年度降幅超过一定幅度时（如 30%），上市公司承诺按照当年净利润的一定比例向所有股东派发现金红利，以弥补投资者持有股权的市值损失。这可以不构成一项强制性规定，但由证券监管部门向上市公司推荐实施，公司股东大会表决通过并写入公司章程。

3. 提高上市公司分红决策的透明度

上市公司应运用各种媒介手段及时向全体股东通报与分红方案有关的信息。这些信息不应仅仅包括分红方案本身，还应包括制订分红方案的背景和原因，持不同意见的董事会成员和股东的理由及意见，对上一年度分红方案执行效果的评价，对下一年度公司盈利情况和分红方案的预测，等等。上市公司应在年报中设立专门章节叙述以上内容。公司董事会秘书或投资者关系部门有责任收集和分析股东对分红方案的意见，并定期向董事会报告。

4. 建立异常派现公司约谈制度

我们的统计样本中，在 2000—2010 年间有 16 家公司盈利总额超过 1 亿元，但却从未实施现金分红；在 2005—2010 年间，这一数字增加到 92 家。尽管长期不分红公司在上市公司群体当中仅占有很小的比例，但是其消极影响却不可低估。另外，还有少数公司存在持续高额派现和当年亏损仍坚持派现的现象，证券监管部门可以有针对性地对这类公司建立约谈制度，请它们说明异常派现行为的理由，并发布有关公告，以激励上述公司改善分红决策。

5. 调整和完善股市税收政策

税收政策是影响上市公司分红决策的重要因素。现金分红的税负过重，投资者和公司都将倾向不分红或者少分红。为鼓励上市公司增加现金分红，可以考虑发挥股市税收政策的调节作用，降低或者免除现行股息红利个人所得税，提高现金分红形式的投资回报率。同时保持证券交易印花税税率稳定，鼓励投资者减少交易频率，坚定长期投资理念。

参考文献：

- [1]何涛 陈晓. 现金股利能否提高企业的市场价值——1997 - 1999 年上市公司会计年度报告期间的实证分析[J].《金融研究》，2002(8)：26-38.
- [2]李常青 魏志华 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J].《经济研究》，2010(3)：144-155.
- [3]刘昌国. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究[J].《经济科学》，2006(9)：50-58.
- [4]权小锋 滕明慧 吴世农. 行业特征与现金股利政策——基于 2004- 2008 年中国上市公司的实证研究[J].《财经研究》，2010 (8)：122-132.
- [5]王化成 李春玲 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J].《管理世界》，2007(1)：122-136.
- [6]魏明海 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J].《管理世界》，2007(4)：88-95.

- [7]夏云峰 刘朝晖 袁芳. 投资者股利政策偏好及其交易行为[J]. 《财经科学》, 2007(12): 32-38.
- [8]肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率 [J]. 《金融研究》, 2010(10): 117-134.
- [9]张文龙 李峰 郭泽光. 现金股利——控制还是掠夺? [J]. 《管理世界》, 2009(3): 176-177.
- [10]Baker, H K, Powell G E. Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms[J]. Financial Practice and Education, 2000(10): 29- 40.
- [11]Bhattacharya, sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy and the “Bird in the Hand” Fallacy[J]. Bell Journal of Economics, 1979,10(1) : 259-70.
- [12]DeAngelo, H. , DeAngelo, L. , Skinner , D.J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings [J]. Journal of Financial Economics, 2004(72): 425 - 456.
- [13]Eije, Henk, von. and William, Megginson. Dividend Policy in The European Union, Working Paper, 2006.
- [14]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(106), 1113-1150.
- [15]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. Agency problems and dividend policies around the world[J]. Journal of Finance, 2000(55): 1 - 33.
- [16]Jensen M.C. and W.H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305-360.