

我国上市公司股利政策的理性回归分析*

周 渊

(重庆工商大学 财政金融学院, 重庆 400067)

[摘要]从我国上市公司股利分配的现状分析出发,说明了上市公司股利分配的比例和金额都呈上升趋势,然后分析我国上市公司股利分配仍存在的非理性特征,论证股利分配的理性回归是有限和不完全的。

[关键词]股利政策;非理性特征;股利分配

[中图分类号]F832.48 [文献标识码]A [文章编号]1672-0598(2007)06-0045-03

股利分配不仅反映了公司对股东投资的直接回报,影响股东的投资热情,而且反映了公司内部融资的程度,影响公司的财务结构和投融资活动。合理的股利分配,能够优化公司的资本结构,降低资本成本,促进公司的发展,增加投资者的信心;反之,则会妨碍公司的发展,使投资者失去信心。因此如何制定股利政策,确保股利发放与公司的未来发展相均衡,并使公司股票价格稳中有升,已成为公司管理层的一个主要目标。按照“股利相关论”的观点,在不确定的条件下,企业盈利在留存和股利之间分配确实影响到股票价格,进而影响公司的价值。因此,股利分配政策对于实现企业价值最大化目标具有至关重要的作用。理性的股利分配政策都是与企业价值最大化目标相连的,一般而言,应该具有如下几个特征:(1)股利分配政策相对稳定,具有连贯性。(2)股利分配应与公司的经营业

绩相挂钩。(3)股利分配政策与公司的市场形象相联系,有明确的股价目标。(4)股利分配政策与公司的长远利益相统一。

然而,我国上市公司以往所做出的股利政策与我们上面提到的理性股利政策还存在许多不一致的地方,表现出一些非理性的特征:进行股利分配的公司比重较低,上市公司的连续分配能力较差,股利政策缺乏连续性和稳定性,股利支付率普遍偏低等。近年来我国上市公司越来越重视对股东的现金回报,这可以说是市场和企业正在回归理性。本文从我国上市公司股利分配的现状分析出发,力图说明股利分配的理性回归是有限和不完全的。

一、我国上市公司股利政策的有限理性回归

表一:2000—2006年我国上市公司股利分配情况统计

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
上市公司总数	1088	1160	1224	1267	1340	1368	1382
分配公司数	634	691	668	653	737	662	778
分配公司比重%	58.27	59.57	54.58	51.54	55	48.4	56.3
派现公司数	573	671	634	607	689	604	730
派现占分配公司比重%	90.38	97.11	94.91	92.96	93.49	91.24	93.8
派现占上市公司比重%	52.67	57.84	51.80	47.91	51.42	44.15	52.8

资料来源:根据中国证券报已经公布的年报统计所得

1、分配比例呈增长趋势。1994年到1998年年度更是高达60.45%,呈逐年增加的态势。到2000年以后,不分配比例开始降低。从表一可以看出,2000年至今,我国上市公司进行股利分配公

* [收稿日期]2007-07-23

[作者简介]周渊(1972-),女,重庆市人,重庆工商大学财政金融学院,副教授。

司的比重总体上是上升,并始终维持在 55%左右的水平。虽然 2005 年年报和 2004 年年报相比,分配公司比重下降幅度较大(原因除了上市公司的业绩下降外,还因股权分置改革,部分上市公司已在股改中提出了转增、定向转增或现金分配的方案,因此未在 2005 年年报中提出分配预案。),但总体看,上市公司整体分配情况在 2005 年年报出现下降之后,2006 年年报显著上升,上市公司分红家数占比比 2005 年高出了近 8 个百分点。

2、现金分红成为上市公司股利分配的主流方式。在我国,由于上市公司“一股独大”的股权结构,使公司没有必要考虑企业的控制权问题,其高度关注的则是实现股本扩张,以便为将来的再筹资创造有利条件。2000 年以前,上市公司以送股为主要的股利分配方式,进行派发现金红利的上市公司很少。从总体上看,从 1996 年以来,每年大约只有 20%左右的公司推出派现的分配方案,即使是考虑到派现与送股的混合分配方式,派现的比例也只是在 30%左右,到 2000 年后,现金分红成为上市公司股利分配的主流方式。表一统计显示,进行现金股利分配的公司就占到了九成以上,占全部上市公司的比重也一直维持在 50%左右的水平。截至 2007 年 4 月 25 日,在实施利润分配的 701 家公司中,有 660 家公司采取了派送现金的方式,占比 94.2%,而采取转增股本以及送股等方式的公司有 203 家,占比仅 29%。

3、股利分配金额呈上升趋势。2001—2004 年平均每股股息分别为 0.118、0.132、0.140、0.176,呈上升趋势。据统计,2004 年度平均每家上市公司派现达到 5590 万元,比 2003 年度的 4545 万元增长了 23%。上市公司 2004 年度派现总额为 818 亿元,而沪深两市上市公司 2004 年度发行股票筹资总额为 654 亿元,年度派现总额首次超过融资总额。截至 2007 年 4 月 25 日,在已经实施利润分配的 701 家上市公司中,超过 10 派 5 元以上的就有 25 家,比去年的 20 家增长了 25%;现金分红超过 10 派 3 元以上的有 94 家,比去年的 71 家增长了 32.4%。转增股份和送股的也很慷慨,10 转(送)10 的有 18 家,比去年的 12 家增长了 50%;超过 10 转(送)5 以上的有 64 家,与去年的 67 家基本持平。而反映每股股息占每股收益比重的指标——股利支付率近年来取得了可喜的变化。2000 年前,上市公司这一指标一直低于 40%,从 2000 年开始,这一情况发生了较大的变化。虽然 2001 年

和 2002 年低于 40%,但是近 6 年的平均值已经达到 40.51%。

表二:各年度股利支付率

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005
股利支付率	47.43	35.3	32.76	41.78	42.3	43.48

二、我国上市公司股利分配仍存在的非理性特征

从以上分析我们也不难看出,近年来我国上市公司也都越来越重视对股东的现金回报,这可以说是市场和企业正在回归理性,但是这种理性的回归是有限的和不完全的。我国近几年现金股利分配的比例和金额上升,更多的是受政策因素的影响,而导致股利政策非理性的公司治理不完善、内部人控制等主要原因并没有得到根本的改善。

1、较多上市公司派现不充分。理性的现金股利政策应是以实现企业价值最大化为目标的,在这个前提下,企业留存现金则表明,企业需要投资于某个高回报项目,并且该投资的收益率至少应高于各股东将分得的股利单独投资于其他投资机会所取得的报酬率。否则,当边际资金成本大于边际资金报酬率时,多余的现金只能使企业的盈利能力下降,因此当企业预测留存现金的收益率将使企业的盈利水平下降时,就应将这部分现金分给股东。我国 2000 年后许多上市公司派现是受强制分红政策的影响,而不是从企业价值最大化目标出发。2000 年底,由于证监会要求现金分红是上市公司再融资的必要条件,很多上市公司为了取得再融资资格开始对投资者派现,但这种派现是不充分的,即使在分配现金红利的公司中,分红派现的比例和绝对额都较低。从表三可以看出有相当数量的上市公司派息在 0.1 元以下,在已经公布了 2006 年年报的上市公司中象征性派现(低于每股 0.05 元的现金分红)的公司仍占有不小的比例,截至 2007 年 4 月 25 日,已经公布年报的公司中有 83 家只进行象征性派现,对中小投资者而言,这种派现几乎毫无意义。由此可见,许多上市公司派现的初衷不是为了股东的利益,这是与理性的股利分配政策相背离的。

表三:2000 年以来我国上市公司派息分布情况

年度	(0,0.1)	[0.1,0.2)	[0.2,0.3)	[0.3,0.5)	[0.5,1)	≥1
2001	292	265	99	35	7	—
2002	215	260	103	50	9	—
2003	212	261	86	63	12	1
2004	81	166	93	52	17	2

2、上市公司出现了超能力派现。在西方发达国家,公司的股利政策与再融资行为没有必然的、本质的联系。但在我国,情况却迥然不同,上市公司的股利政策在很大程度上受再融资行为所制约。由于现金股利分配可以降低公司的净资产,从而增加净资产收益率,因此上市公司在会计年度内通过调整现金股利的分配数量,减少年度公司的净资产数额,这样在利润不变的情况下,就能提高净资产收益率,从而达到证监会规定的净资产收益率为6%的再融资资格要求。上市公司在经营业绩不佳、现金流匮乏的情况下,仍然坚持实施分红派现,然后再实施增发配股等大规模再融资。对2000年以来分配现金红利的上市公司进行统计,平均每年有25%的上市公司进行超能力派现。上市公司公布的2004年年报中,104家经营性现金流为负的上市公司推出派现方案,这些超过自身实际承受能力进行派现的上市公司,其股利政策是非理性的。

3、上市公司的股利政策波动多变,缺乏稳定性和连续性。国外上市公司为了均衡股利水平,维持公司的良好形象,一般都倾向于保持稳定的股利政策。然而,我国大多数上市公司由于没有把广大投资者的利益置于应有的位置上,因而缺乏明晰的股利政策目标,在股利政策的制定和实施上缺乏长远打算,短期行为较严重,股利支付率波动性较大,缺乏连续性,股利形式也频繁多变,盲目迎合市场需要,从众行为明显。2000年起连续五年派发现金红利的上市公司仅有268家,占比19.6%;2002年起连续三年派发现金红利的上市公司家数有399

家,占比29.19%。2006年年报中上市公司派现比例和金额显著上升,除了业绩增长较快外,股权分置改革基本完成是一重要原因。股改中的限售股已经或将逐步解冻,为了限售股解冻后短暂的高价位,上市公司增加了派现的幅度,而这种派现幅度的增长是否具有持续性,就很难预测。

为了实现公司价值最大化,理性的股利政策至关重要。虽然我国上市公司股利分配政策非理性比起2000年以前有所减弱,但从总体来看,这种回归是有限和不完全的。要规范上市公司的股利分配政策,重点应该从完善公司治理结构、解决内部人控制和培育良好的市场环境着手,必须通过健全法律法规,在政府和企业的共同努力下,逐步使上市公司对股利分配政策的选择趋于理性。

[参考文献]

- [1]魏刚.中国上市公司股利分配问题研究[M].东北财经大学出版社,2001.
- [2]原红旗.中国上市公司股利政策分析[J].财经研究,2001,(3).
- [3]杨淑娥.我国股利分配政策影响因素的实证分析[M].会计研究,2000,(2).
- [4]俞乔,程滢.我国公司红利政策与股市波动[J].经济研究,2001,(4).
- [5]张小雷.我国上市公司股利政策的理性回归及其与公司价值的关系分析[J].集团经济研究,2006,(29).
- [6]龙振海.我国上市公司融资资本结构实证分析[J].重庆工商大学学报(社科版),2006,(6):30.

(责任编辑:朱德东)

Rational regression analysis of the dividends of China's listed companies

ZHOU Yuan

(School of Finance, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

Abstract: Based on the status quo of dividend distribution of China's listed companies, this paper reveals that the proportion and amount of dividend distribution of China's listed companies have the trends to rise, and analyzes irrational character of dividend distribution of China's listed companies and indicates that the rational regression of the dividend distribution is limited and incomplete.

Keywords: dividend policy; irrational character; dividend distribution