

# 我国上市公司股利政策现状及其成因<sup>\*</sup>

李常青

## 一、我国上市公司股利分配现状

### 1. 股利支付率不高, 不分配的公司逐年增多

一般来说, 公司的股利政策主要是在以下两对关系中权衡: 一是积累与分配的比例, 二是现金股利和股票股利之间的比例。积累与分配的比例关系到投资者当前利益与未来利益, 也关系到上市公司的可持续发展问题。只图一时之快, 分光吃光, 无异于杀鸡取卵, 当然是不妥的, 这对上市公司和证券市场都是弊大于利。但是, 一味地多留少分也会损害广大股东的投资热情, 促使了广大投资者从关注投资收益转而追求投机收益。据统计, 1983~1992年间美国上市公司的平均股利支付率为85%, 即大部分的利润都分配给股东, 而日本上市公司的股利支付率极低, 其平均股利支付率仅在11%左右。<sup>1</sup> 据笔者测算, 我国上市公司的股利支付率约为30%, 且呈不断下降的趋势。特别是从1996年开始, 不分配的公司越来越多。有的公司超比例提取法定公积金和公益金, 减少可供股东分配利润, 有的公司高比例地提取任意公积金, 如沪市某上市公司1996年任意公积金的提取比例高达每股收益的62%, 股利支付率不足18%。<sup>④</sup>

### 2. 股利形式不断推陈出新

按照国务院体改委1992年发布的《股份有限公司规范意见》规定, 我国股份公司股利分配可采取现金股利和股票股利(即通常所说的派现和送股)两种形式。但上市公司在实际制定分配方案过程中, 创造性地推出了各种各样的股利分配方案, 常见的有: 只派现、只送股、既派现又送股、不分配、甚至转增股本和增资配股等。从表1可以看出, 1993年, 采取送股分配形式的上市公司较多, 1994年和1995年, 以派现形式为主, 1997年和1998年则呈现出另一番新景象, 不分配的公司越来越多, 超过了半数。

表1 沪深上市公司股利分配形式一览表

	1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	公司数	比例(%)										
派现	32	17	119	40	116	36	136	24	169	23	196	24
送股	66	36	61	21	73	23	192	34	133	18	116	14
送派结合	73	40	95	32	67	21	41	7	33	5	23	3
不分配	12	7	22	7	65	20	201	35	397	54	480	59
合计	183	100	297	100	321	100	570	100	732	100	815	100

\* 不分配包括纯不分配、不分但配股和不分但转增本三种形式。

\* 1998年数据不包括沪市7家、深市3家延迟公布年报的公司。

\* 资料来源: 作者根据《中国证券报》1994~1999年相关统计数据整理。

\* 本文是中国—加拿大—产业合作项目资助的“中国上市公司股利政策的理论研究与实证分析”课题的阶段性成果。

<sup>1</sup> 张道根:《现代企业制度的国际比较》, 北京, 经济管理出版社。

<sup>④</sup> 《上市公司: 策划好您的方案》, 载《中国证券报》, 1997年2月19日第5版。

与国外股票市场相比,我国上市公司股利分配形式呈现出以下几个特点:(1)送股形式一直占较高的比重。年终分配以送股为主,而较少派现,是中国上市公司特别是A股公司的特色。(2)宣告股利政策的同时往往伴随着配股和转增资本等股本扩张行为。配股和公积金转增股本实际上是一种增资扩股行为,而不属于利润分配范畴。但它往往和年度利润分配方案同时推出,给投资者制造出一种分配方案良好的假象,极大地干扰了市场秩序。为此,中国证监会特地发布了《关于规范上市公司行为若干问题的通知》,明确规定上市公司的送股方案必须以利润送红股和以公积金转为股本予以明确区分并在股东大会上分别作出决议,分项披露,不得将二者均表述为送红股。<sup>1</sup>(3)分配形式不断推陈出新。从某种意义上讲,我国上市公司在股利分配形式上非常富有创造性。最初,上市公司基本上循规守法,股利形式以派现和送股为主,除非亏损才不得已宣布不分配,慢慢地送股形式开始流行,市场恶炒高送配概念的个股。1995年底,青海三普首创以资本公积送股,虽然当时引起了舆论的哗然,但逐渐被上市公司所认同并广泛采用。1996年,上市公司则不再囿于亏损才不分配的旧规,不管盈利还是亏损,也不管利润高还是低,纷纷推出“暂不分配”的分配预案(或曰暂缓分配、滚存到下一年度分配、待适宜时候分配、中报前不分配等等),令广大投资者十分震惊和万般无奈。

### 3. 股利政策波动多变,缺乏连续性

为了均衡股利水平,维持公司的良好形象,国外上市公司一般都倾向于保持稳定的股利政策。然而,我国上市公司无论是股利支付率,还是股利形式均频繁多变,缺乏连续性,投资者很难从现行的股利政策推知未来股利如何变化,具体表现为:(1)没有股价目标,盲目攀比,欲使股价人为地维持高位。(2)股利支付时高时低,股利形式时而派现时而送股时而暂不分配,毫无规律可言。例如,夏霓曾选取上海证券交易所上市的代码为600800到600899的100家上市公司为样本,分析发现仅有57家在1995、1996两年均发放股利,其中28家连续两年分派现金股利,但这28家公司的股利支付率也摇摆不定,平均每股股利分别为0.1575元和0.1783元。85家1995年发放股利的公司中有27家在1996年不再分配股利。<sup>④</sup>(3)盲目迎合市场需要,从众行为明显,市场喜好送股则送股,市场喜好公积金转增则转增,市场流行不分配则不分配。<sup>(四)</sup>

### 4. 股利分配行为极不规范

(1)我国上市公司的股利分配方案的制定严肃性不够,经常随意更改分配方案,造成二级市场股价的异常波动。如厦华电子1995年度的分配预案原为10派3.5元,后变为10送8派3.5元;四通高科1977年度的分配预案原为10送6,后修改为10送1。(2)同股不同权、同股不同利的现象时有发生。“同股同权、同股同利”是股份公司应遵循的基本原则,然而1997年以前,这一基本原则屡遭破坏,不少公司对不同投资主体采取不同的股利分配政策。<sup>1</sup>同股不同分配方式,对国家股和法人股派发现金股利而对社会公众股发放与现金股利等额面值的股票股利,如河南神马1994年度的分配预案规定流通股10送2股,国家股10派2元。<sup>④</sup>同股不同比例发放股利,虽然不同投资主体的股利形式相同但金额不等,如东方通信,1996年度分配预案为公众A股10派0.48元,B股10派1.75元,国有法人股10派3.73元。<sup>(四)</sup>还有的公司提供几种方案供股东自主选择,如天津磁卡,1995年度的分配预案为以每股0.25元额度派

<sup>1</sup> 《中国证监会再为上市公司立规》,载《中国证券报》1996年7月25日第1版。

<sup>④</sup> 夏霓:《我国上市公司股利分配现状》,载《资本》,1998年第2期。

<sup>(四)</sup> 李常青:《公司治理模式与股利政策》,载《中国市场经济中的企业管理》(中加大学产业合作项目1998年学术会议论文集)厦门大学,1998年8月。

现金或送红股或送红股现金相结合,由股东任选其一。(3)已获股东大会通过的股利分配方案的实施遥遥无期,一拖再拖,严重侵犯了股东的合法权益。如鄂武商,1995年的分配方案一直拖到1997年的7月才具体实施。

## 二、原因剖析

### 1. 股权结构对股利政策的影响

股权结构问题是股票市场最基本的问题,也是影响股利政策的最重要因素之一。考察西方国家的股权结构,以美国和日本最具代表性。在美国,股份公司股权结构的最大特点是机构投资者所占份额最大,一般达到50%左右,其次为个人投资者。无论是个人投资者还是机构投资者,其持股的目的主要在于谋取最大的投资收益。他们关心的是红利的多少和股价的涨落,因而为满足他们的要求,上市公司的股利支付水平较高,一般为60%左右。在日本,其股权结构的最大特点是法人相互持股,法人股东一般持有70%的股份。法人投资者与机构投资者不同,其持股的目的主要是为了同被持股单位保持一种长期稳定的生产和经营业务关系。因此日本股份公司的股利支付水平很低,一般在1%左右。

基于我国的特殊国情,其股份经济的发育从一开始,股权结构就设计出国家股、法人股、公众股和内部职工股等。其中的国家股和法人股不仅不能流通,而且所占比重最大,目前,这部分股份已占我国上市公司总股本的63%左右。不能流通的国有股和法人股对股利政策带来两个影响:(1)国家股和法人股由于不能上市流通,其股票很难通过市场兑现,因此国家股和法人股股东一般倾向于派发现金股利;(2)我国国家股和法人股的最终所有者事实上是缺位的,国家股、法人股缺乏人格化的代表,公司实际上操纵在“内部人”手中,公司的产权问题仍然没有得到解决,国家股、法人股同地方财政、上级主管部门的关系仍然纠缠不清,这样不可避免地造成上市公司行为的扭曲,不规范的股利分配行为正是这种扭曲的最集中体现。

### 2. 投资者对股利政策的影响

我国股市投资者中,无论是人数还是资金,中小散户所占比例较大,以投资基金为主的机构投资者严重缺乏,投资者整体素质较差。无论是个人投资者还是目前尚不够规范的机构投资者,都很少以收益证券或支配证券为目的,往往追求的都是股票价差收益。所以,投资者总体上轻视股利,在现金股利和股票股利中更偏爱股票股利,这样更能满足其投机的需要。

### 3. 股市过度投机对股利政策的影响

一般来说,股票具有的收益证券和支配证券性质能得到比较充分的证券市场,都是比较完善有效的市场。在这种市场里,股利政策作为传递公司未来发展前景信号的机制能得到有效体现。然而,考察中国股票市场的运行轨迹,始终以股利收益率低下和股权结构扭曲为基本特征。首先,从我国上市公司的股利政策情况来看,股利支付率偏低且多采取送股的方式,据统计在1993~1996年间,即使绩优股票也有很多公司(如深发展、江苏春兰、华联商厦等)的平均股利收益率远低于同期银行存款利率,其结果,任何理性投资者都不会以收益证券为目的而持有股票。其次,在我国的股权结构中,不能流通的国家股和法人股占总股本的绝对多数,使得国家永远是最大的股东,二级市场的投资者即使拥有了所有的流通股,也无法对公司的经营决策行为发挥支配作用,其结果使得股票的支配证券性质也无法充分体现。

由此可见,在我国,低下股利收益率和扭曲的股权结构导致了反映股票本质的收益证券和

支配证券两个基本性质都无法发挥作用,使得以投机证券为目的持有股份成为投资者唯一和必然的选择,从而使得我国股市的总体运行表现为过度投机的特征。在这样一个过度投机的市场里,股票股价大起大落,股利收益率低下,投机收益可能远远高于持股分红的收益。因此,投资者短线炒作谋取投机收益的心理较重,而股利的多少显得微不足道。如果上市公司普遍采取现金股利的分配形式,投资者相对来说较易于把握股票的风险,股价波动可望缩小到一个合适的幅度;如果上市公司多采取股票股利形式,则给市场增加了不明朗性,对于投机炒作起到了推波助澜的作用。这正是我国股市中股票股利较受欢迎的一个重要原因。由于投机气氛过浓,股价的剧烈波动掩盖了大部分经由正常途径传递的有关信息对股价的真实影响,股利政策作为一种信息传递机制的作用显得无足轻重。

#### 4. 市场监管手段对股利政策的影响

我国证券监管部门的监管手段落后,常常采取计划经济下的行政监管手段,而市场经济下最主要的经济手段和法律手段却很少运用,这进一步加剧了上市公司股利分配行为的扭曲状态。例如,一级市场股票发行采取的“总量控制、集中掌握、限报家数”和二级市场的配股不能超过总股本 30% 的计划控制方法对上市公司的股利政策带来了以下影响:(1) 限于额度限制,大多数新上市公司的股本规模偏小,股本扩张欲望较强,因而在制定股利政策时往往采取先送股或以资本公积金转增股本的形式,以扩大总股本便于今后配股融通更多资金。(2) 一些达不到上市条件的公司在当地政府的极力扶持下包装上市,其业绩主要是靠“做”出来的,分红时自然很难拿出现金回报股东,因此他们也会更多地采用送股的股利分配政策。

#### 5. 宏观金融环境对股利政策的影响

据有关方面调查,我国企业常常表现为盲目追求外延扩大再生产和反技术进步的倾向,这就自然诱发了企业“投资饥渴症”。但同时,我国经济生活中资金又十分短缺,国家对资金实行计划性管理,采取适度从紧的财政货币政策,这就导致了企业融资渠道相对窄小,融资相对单一,融资成本相对较高。旺盛的投资欲望和有限的资金供给一直是我国经济生活中一对突出的矛盾。在这种背景之下,以股票股利分配为依托的送配股无疑为被“投资饥渴症”困扰的上市公司提供了一种可行性高、手续简便的融资渠道。公司在强烈的扩张冲动下,不管自身是否的确需要资金,大剂量送股成为普遍现象,尤其是早期上市公司高速扩张股本的事实更是带来了公司解决资金短缺、扩展实力与规模的示范效应。此外,严格的新股额度控制与宽松的配股审批也被企业乘机运用。因而在较大程度上与冲突相联系的是就融资论融资,公司融资目的不明确,资金运用缺乏规范。具体而言,公司一则将大量闲置资金存入银行吃利息;二则受高额利润驱使,大搞风险投资,试图以极低的融资风险抵消极高的投资风险。

#### 6. 税收制度对股利政策的影响

在我国,税收制度对股利政策的影响主要体现在两个方面:(1) 红利和红股的税收问题。1994 年初实行的新税法明确规定,个人在利息、股息方面的所得以及转让有价证券、股权所得和企业利息、股息方面的收入均需征税,现金股利按所得的 20% 征收。但在实际操作中,前几年许多地区对股票股利和证券交易资本利得均未征收,仅对现金股利征税,这可能在某种程度上也是投资者钟情于股票股利的理由。不过,这两年,在国家税务局的三令五申之下,各地实行的是比例税率,不管投资者收入的高低,统一按 20% 扣缴,当然也就不存在美国那样的税收追随者效应了。(2) 企业所得税问题。按照现行税法规定,除经济特区和上海浦东新区企业

实行 15% 的优惠所得税率外,其他地方均实行 33% 的所得税率。但实际上各地执行的实际所得税率并不都是如此,而是从 15% 到 33% 不等。上市公司执行的所得税率差别大,而且常常会变动,从而导致公司可供分配的利润不稳定,进而影响了其股利分配政策的稳定性。

### 7. 会计制度对股利政策的影响

股票股利的会计处理是借记“未分配利润”,贷记“股本”,它既不影响资产、负债,也不影响股东权益总额,而只影响股东权益的内部构成。股票股利处理的关键问题是应将多少数额从“未分配利润”转作“股本”。对此,西方会计制度分两种情况处理:低于 20% 的少量股票股利按公允市价予以资本化,超面值部分作为资本公积处理;超过 20% 的大量股票股利按面值予以资本化。而我国现行会计制度规定,股票股利是按股票面值予以资本化,也就是说,股票股利与现金股利一样,从“未分配利润”账户转出的金额相等。这就不可避免地带来两方面的负面影响:(1) 如果公司在发放股利后,摊薄后的每股净资产仍高于每股股票面值,则表明元股票股利的实际价值大于一元现金股利,对于取得红股的股东来说相当于以低于每股净资产的价格获得了股票是极为合算的。这就实质上造成了取得红利的股东财富向取得红股的股东转移,损害了他们的利益。(2) 在企业未分配利润数额一定的情况下,若按股票面值来送股,可送出的股数就多,若按市价来送股,送出的股数就少。因此,在按公允市价将未分配利润予以资本化的情况下,要求上市公司只有在具备较高盈利水平时,才可能具备高比例送股的能力。由于大多数公司不可能做到这一点,它实际上是对上市公司送股能力的一种限制。这也正是美国上市公司较少采用股票股利,或者即使采用,送股比例也很低的一个重要原因。我国上市公司之所以能频繁送股,与目前不甚妥当的会计处理方法不无关系。

(作者工作单位:厦门大学工商管理学院 厦门市 361005)

(责任编辑:张永建)

## 下期要目

- |      |                           |
|------|---------------------------|
| 吕 政  | 辉煌的成就 曲折的历程               |
| 课题组  | 我国企业管理理论 50 年的发展          |
| 高尚全  | 新时期的国有经济调整和国有企业改革         |
| 课题组  | 关于稽察特派员制度有关问题的研究          |
| 黄速建  | 关于国有小企业改革与发展的几点看法         |
| 刘溶沧等 | 论影响经济增长方式及其转变的主要因素        |
| 王小广  | “十五”工业:从适应性结构调整向战略性结构调整转变 |