

A股上市公司分红回报机制研究

中国海洋石油有限公司 于建卫

摘要: 上市公司分红是投资者实现投资回报的重要方式之一,对于培育资本市场长期投资理念,维系市场的健康、可持续发展具有重要意义。本文主要对A股现行分红制度与实践情况进行梳理,分析现行分红制度的不足,并据此提出未来分红回报机制的改革建议。

关键词: 上市公司; 分红; 回购

DOI: 10.12433/zgkjtz.20240814

一、上市公司分红制度梳理

(一)分红的分类

上市公司分红一般分为现金分红和股票股利。现金分红是指以现金的方式直接向投资者分派利益,这种分配方式可以使投资者得到分配盈余。然而,由于公司往往想要留存现金进行扩大再生产,而投资者则期望获得实际的收益,现金分红也可能引发公司与投资者之间的利益冲突。

股票股利是指上市公司在分配盈利时,并未直接支付现金,而是通过赠送股票的方式,把投资者的利润作为新的股票本金。这种方式并不会影响公司的财务状况和债务负担,但这也意味着投资者并未直接得到现金收益。

此外,2022年施行的《上市公司股份回购规则》规定,上市公司以现金为对价,采用要约、集中竞价方式回购股份的,视同上市公司现金分红。

(二)上市公司分红制度沿革

我国的证券市场发展起步较晚,直到20世纪90年代才逐渐建立。在分红制度的发展上,直到2000年前,我国也并未出台任何关于证券市场分红的相关文件。

为改变上市公司完全不分红,直接在证券市场中

融资的状况,证监会在2000年后开始通过行政手段对上市公司分红进行规制。2004年,证监会颁布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,首次要求上市公司将分红写进章程,逐步细化上市公司现金比例的监管要求,并将现金分红与再融资挂钩。

2011年以后,证监会陆续发布了一系列关于上市公司分红的政策,主要围绕强化信息披露、完善分红政策决策机制以及强化专业机构的法律责任三个方面进行,半强制现金分红政策逐步形成。2012年5月,证监会发布了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,强调上市公司分红制度化、公司章程化。2013年11月,证监会发布了《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》,突出了对现金分红的要求,并根据上市公司发展阶段对现金分红比例做出了具体规定。

2019年,我国新修订的《证券法》首次从法律的高度明确了上市公司税后利润分配义务,规定了上市公司要以现金分红的方式向投资者分配红利。2020年,国务院印发了《关于进一步提高上市公司质量的意见》,亦鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者。

从上述我国上市公司分红制度的沿革来看,我国的监管机构以及立法越来越重视上市公司对投资者的分红,从倡导性地鼓励上市公司分红,发展到上市公司分红与公司融资相联系,再到根据公司发展阶段的差异化指引分红。同时,相关的法律制度也越来越明确,越来越趋于细化,新修订的《证券法》首次承认和支持上市公司向投资者实施现金分红。其作为规制证券市场发展的基本法律,将是未来资本市场常态化分红机制的重要依据。

二、上市公司分红实践情况分析

(一)A股上市公司分红的基本情况

随着我国资本市场制度不断完善,近年来,A股上市公司主动分红意识不断增强,分红规模逐年扩大,十年间累计分红金额已超10万亿元。

近十年来,A股市场实施现金分红的公司数量整体呈上升趋势。与此同时,大手笔分红的公司也在不断增多,表现出了与投资者共享发展红利的积极态度。据Wind数据,2013年A股有1825家上市公司实施现金分红,其中有1069家公司年度分红金额占年度净利润比例超过30%;到2022年,A股有3377家公司实施现金分红,其中分红比例超过30%的达2100家。从所属行业看,金融、食品饮料、石油石化等行业整体分红金额较高。从公司属性来看,上市国企成为A股市场分红的主力军。最近十年,中央国有企业和地方国有企业累计现金分红近9万亿元;从上市板块看,主板的分红金额显著高于创业板和科创板,其中,主板累计现金分红超12万亿元,分红金额占全市场的90%以上。

(二)上市公司制定分红方案的考虑因素

不同行业的盈利能力和成长性可能有所差异,也会影响公司的分红意愿和能力。一些传统行业的上市公司,如银行、保险、证券等,盈利能力较强,且发展阶段属于成熟期,更倾向于进行高比例的现金分红,以回报股东,提高市场信心。而一些新兴行业的上市公司,如互联网、新能源、生物等,成长性较高,且发展阶段处于成长期,更倾向于低比例或不进行现金分红,以留存更多资金用于研发、扩张和创新。

净利润将直接影响上市公司制定分红方案的决策。2022年,不实施分红的A股上市公司近半处于亏损状态;而分红比例高于30%的A股上市公司均为盈利状态,且净利润高于5亿元的A股上市公司占比更高。

资产负债水平也会影响上市公司的分红决策。一般来说,资产负债水平越高,表明公司的财务风险越大,也越不适合进行大额现金分红,以免影响公司的偿债能力和未来的经营、投资能力。而资产负债水平越低,表明公司的财务状况越稳健,也越适合进行适度的现金分红,以提高资本效率和股东回报。从2022年A股市场的数据来看,相比不实施分红的上市公司,分红比例高于30%的上市公司资产负债率明显更低。

大股东持股比例和意愿也会影响上市公司的分红决策。一般来说,大股东持股比例越高,对公司决策的影响力越大,也越可能根据自身的利益和需求来决定分红方案。若大股东需要通过控股上市公司的现金分红解决自身的资金问题,则更可能推动公司进行高比例的现金分红。从2022年A股的市场数据来看,相比不实施分红的上市公司,分红比例高于30%的上市公司股权集中度更高。

(三)股份回购情况

2018年10月修改的新版《公司法》拓宽了股份回购的情形,延长了股份回购的持有期,增加了股份回购的数量并简化了决策程序,股份回购的规模也随之大幅提升。据Wind统计,2018年,A股上市公司772家合计回购金额498亿元;2022年,有1155家上市公司进行了回购,金额达到1029亿元。

三、A股上市公司分红存在的问题

从市场的典型案例来看,除了部分公司多年来具备分红条件但不分红或少分红外,还存在异常大比例分红、亏损状态下分红、高杠杆分红、边分红边大额融资等突出问题,这是未来完善分红回报机制的过程中值得关注的领域。

当上市公司有融资需求时,可能会进行突击分红,并将分红比例调至该公司近三年年均可分配利润的30%,公司通过一次高比例的分红即可符合证监会规定,之后就有了融资资格。此外,还有的上市公司进行了明显超过净利润或扣非净利润的高额分红,这种行为背后可能存在利益输送、市场操纵等问题。

一些上市公司在资产负债率较高或存在较大债务压力的情况下,仍然进行了大额分红。这类行为可能增加上市公司的财务风险,进而影响其未来的经营和投资能力。

一些上市公司在进行高比例分红的同时,也进行了大额融资,如定向增发、可转债等。这类融资行为可能存在利益输送或道德风险,也可能导致上市公司的股权结构发生变化,影响投资者权益。

四、完善分红回报机制的建议

A股上市公司持续稳定的分红,一方面,彰显了其较高的成长性与内在投资价值,能够增强投资者的获得感和认同感;另一方面,也说明我国经济的长期稳中向好,有利于提振投资者的投资信心,对资本市场的稳定健康发展具有重要意义。分红回报机制的完善或可从以下方面发力:

(一)调整细化现有的分红机制

实践表明,现行的现金分红与再融资挂钩的分红机制,作为一种半强制分红政策,确实存在一定的局限性。半强制分红政策难以强制公司分红,反而迫使那些不宜分红的高成长、有再融资需求的公司派现,在一定程度上导致部分上市公司出现应付式分红或形式化分红,降低了分红的真实性和质量。同时,现金分红与再融资挂钩的政策也刺激了上市公司过度依赖股权融资,有再融资动机的公司也更容易通过管理甚至操纵股利来满足监管要求。

注册制改革的目的在于进一步开放和深化我国的资本市场,强化市场主体的自主性和责任性,减少行政干预和审批环节,提高市场效率和活力。未来可能调整现金分红与再融资挂钩的分红机制,在加强对

上市公司分红的引导和监督的同时,也可以探讨如美国实施多年的累积盈余税制度,将公司的留存盈余作为强制现金分红制度的标准,推动形成清晰明确和稳定持续的上市公司分红政策。

(二)实施不同行业的差异化分红政策

行业不同,经营发展模式也存在差异。所有上市公司都采用统一标准进行现金分红,或要求有融资需求的公司达到一定的分红比率才能融资的规定,并不一定符合所有股东的利益。近年来,A股上市企业以战略性新兴产业居多,其处于高速发展期,部分还承担着事关国家安全的战略使命,对资金的需求较高。若一味地要求其高比例现金分红,无疑会阻碍其进一步发展壮大。

现行的《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》虽提出了成长期、成熟期等不同发展阶段的上市公司实施差异化的分红方式,但并未对成长期、成熟期给出明确的划分标准,也没有对重大资金支出安排的规模做出定义。下一步的分红机制或将通过可操作的量化标准,如结合企业所处行业、研发投入等指标,制定更明确的差异化分红要求,从而推动成熟稳定、盈利能力强、现金流充裕的行业加强股东回报,也能更好地支持处于战略性新兴产业的企业发展壮大,提升服务国家重大战略的质效。

(三)优化股利税收政策

我国股利的征税标准实行的是差别化税率,目前,征收标准按照持股期限的不同而有所区别。具体为:持有股票期超过1年,股利免征个人所得税;持有期在1个月至1年,按10%的税率征收个人所得税;持股1个月以内,按20%的税率征收个人所得税。

差异化的股利税率旨在鼓励证券市场出现长期稳定的投资者,然而,在我国证券市场资本利得无需缴税的背景下,现金分红相较资本利得不具备节税优势。从实践来看,当前的股利税收政策难以真正起到鼓励长线投资、抑制短期投机的作用。在投资端改革

过程中,股利税收政策或存在改革空间。一方面,股利税收政策或进一步细化条款,相对提高节税优势,激励投资者长期持股;另一方面,为鼓励投资者将所得股息再投入上市公司或其他有利于经济增长的领域,扩大资本市场的融资功能,或将出台股息再投资优惠政策。

(四)健全信息披露制度

信息披露制度的完善有助于提高市场的透明度,使投资者更好地理解 and 评估投资风险。现行的现金分红政策对取消现金分红、变更现金分红数额,仅提出了“确有必要”“详细论证”等要求,而缺乏清晰的规定,投资者对分红信息的依据不足。未来,信息披露制度或将进一步完善分红信息披露的内容、形式、频次和渠道,提高分红信息的真实性、准确性、完整性和及时性,方便投资者获取和分析分红信息,做出合理的投资决策。

(五)开发红利指数产品

鼓励基金公司发行红利基金产品,引导市场资金提升对上市公司现金分红的偏好,将明显提高上市公司的分红积极性。当分红作为衡量上市公司股票价值的重要参照要素,投资者对高股息类资产偏好上升并能够获得更好的投资体验和长期回报,将强化价值投资理念,进而促使上市公司更加重视股东回报,从而形成良性循环。

参考文献:

- [1]高志刚,张问之.“三大变化”折射经济高质量发展镜像 A股常态化分红机制加快建立[N].上海证券报,2023.
- [2]安青松.中国上市公司分红现状与趋势研究[J].证券市场导报,2012(11):15-19.
- [3]吕纤.我国上市公司现金股利政策研究[D].武汉:武汉大学,2019.
- [4]赵艳琴.上市公司股利分红政策研究[D].成都:西南财经大学,2011.