

# 股权分置改革前后上市公司股利分配比较

刘桂春

(北方工业大学 北京 100041)

**【摘要】** 本文通过对近几年上市公司股利分配数据的对比分析来考察股权分置改革前后上市公司利润分配的特点, 为进一步完善证券市场监管提供建议。

**【关键词】** 股权分置改革 股利分配 现金股利

## 一、股权分置改革前股利分配的特点

1. 股利分配连续性低, 且不分配股利的公司比例较高。原红旗(2004)的研究显示, 1993~2001年, 连续三年以上分配股利的公司数量为385家, 占当年上市公司总数的37.63%。连续分配8年和9年的公司分别有24家和12家, 占有公司总数的6.23%和3.12%。吕长江和王克敏(1999)的研究显示, 上市公司中不分配股利的比例在1994年为9.28%, 1997年上升到54.84%, 1998年上升到58.44%。在1997年、1998年不分配股利的公司中半数公司有支付股利却不发放股利。

2. 公司发放股利的形式混合多变。我国上市公司股利分配形式主要有现金股利、股票股利和转增股本。而股票股利和转增股本的公司比例较高, 公司利用这种股利分配形式迅速扩张股本。我国上市公司将这几种股利形式混合发放的现象较明显。

3. 发放现金股利公司比例低波动大, 而现金股利支付率却较高。原红旗(2004)的研究显示, 1993~2001年各年份分配现金股利的公司比例分别为16.18%、36.83%、32.35%、19.74%、21.18%、22.32%、26.58%、50.65%和48.77%。而且发放现金股利的公司的现金股利支付率较高, 1993~2001年平均为0.61, 最高时为0.81, 这远远高于西方等发达国家。

## 二、影响我国股利政策的因素

刘安兵(2006)的实证研究发现: 资产负债率越低的上市公司越愿意分配高额现金股利; 规模越大的上市公司越愿意分配高额现金股利; 股权集中度越高的上市公司越愿意分配高额现金股利。

影响我国上市公司股利分配的重要因素就是股权分置。大股东股权成本低, 所持股份不能在二级市场流通, 其利益与公司盈利水平和股票市场价格不相关; 而流通股股东的股权成本高, 其投资收益包括股利和资本利得, 这与公司盈利水平以及股票市场价格高度相关。利益机制相分离, 而大股东控制着上市公司, 因此导致我国上市公司股利分配出现上述不合理的表现。

## 三、股权分置改革过程中股利分配的变化及分析

2005年, 证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》, 股权分置改革正式启动。截至2006年10月30日, 沪深两市股改公司总市值超过94%。股权分置改革以后, 所有股份全部可以流通, 股利分配形势出现了哪些变化呢?

本文对2002~2006年在沪深两市上市的公司利润分配进行比较(数据来源于国泰安数据库), 数据处理使用了Excel和Matlab软件。本文所研究的利润分配数据不包括中期分配的股利, 仅是按年度分配的利润。

### 1. 股利分配的样本特征。

(1) 各年度分配公司比例的比较。由表1可见, 2002~2006年间, 分配公司的比例先下降后上升, 2004年分配股利的公司仅超过半数。2005年和2006年的分配比例非常接近。近几年不分配股利的公司比例超过四成, 这个比例依然较高。

表1 分配利润的公司数量及比例

	2002年		2003年		2004年		2005年		2006年	
分配	762	63.82%	696	55.02%	692	51.26%	798	59.07%	848	59.18%
不分配	432	36.18%	569	44.98%	658	48.74%	553	40.93%	585	40.82%
合计	1194		1265		1350		1351		1433	

表2 各年股利分配方式统计

	2002年		2003年		2004年		2005年		2006年	
现金股利	616	80.84%	561	80.60%	479	69.22%	625	78.70%	503	59.32%
股票股利	9	1.18%	2	0.29%	4	0.58%	6	0.75%	6	0.71%
转增股本	15	1.97%	27	3.88%	33	4.77%	14	1.75%	163	19.22%
现金股利和股票股利	34	4.46%	19	2.73%	29	4.19%	18	2.26%	24	2.83%
现金股利和转增股本	46	6.04%	48	6.90%	84	12.14%	103	12.91%	126	14.86%
股票股利和转增股本	6	0.79%	5	0.72%	9	1.30%	3	0.38%	3	0.35%
现金股利、股票股利和转增股本	36	4.72%	34	4.89%	54	7.80%	26	3.26%	23	2.71%
合计	762	100%	696	100%	692	100%	798	100%	848	100%

(2)各年度股利分配方式的比较。从表2数据可知,单纯发放现金股利的比例总体趋势是在下降,但是2005年比2004年高出较多,而2006年又下降到近几年的最低水平。

发放股票股利的数量近几年一直维持在较低水平,这与原红旗(2004)的统计结果较一致——2000年和2001年发放股票股利的公司分别为6家和9家,原因可能是1998年以后股票股利也要征收20%的所得税。

转增股本的比例较高。总的来看,2002~2006年转增股本的公司分别为103家(13.52%)、60家(8.62%)、180家(26.01%)、146家(18.3%)、315家(37.15%),而2006年则达到历史最高值,利用转增股本进行股本扩张非常明显。

分配混合股利的比例维持在较高水平。总的来看,2002~2006年分配混合股利的公司分别为122家(16%)、106家(15.23%)、176家(25.43%)、150家(18.80%)、176家(20.75%)。混合股利中以现金股利加转增股本的比例最高。

(3)股改公司利润分配情况。2005年股改的公司有234家,2006年股改的公司976家,共计1210家。2005年股改的公司中有196家分配利润;2006年股改的976家公司中有600家在当年分配利润,加上2005年股改、2006年分配利润的公司,共有788家分配利润。

表3 股改公司利润分配方式

	2005年分配利润的公司		2006年分配利润的公司	
	数量	比例	数量	比例
现金股利	137	69.90%	454	57.61%
股票股利	1	0.51%	5	0.63%
转增股本	3	1.53%	160	20.30%
现金股本和股票股利	4	2.04%	23	2.92%
现金股利和转增股本	42	21.43%	121	15.36%
股票股利和转增股本	1	0.51%	3	0.38%
现金股利、股票股利和转增股本	8	4.08%	22	2.79%
合计	196	100%	788	100%

由表3可见,与2005年分配利润的全部样本公司相比,股改公司分配现金股利的比例低得比较明显,相差8.8个百分点,而与现金股利和转增股本相比,股改公司比全部样本高出8.52个百分点。其他几种形式相差无几。

2006年股改公司利润分配中最突出的特点是,转增股本的比例较高。2006年转增股本的共163家,股改公司为160家;现金股利加转增股本的共126家,股改公司占121家。2006年是大部分公司完成股改的时间,可见股改公司在股改当年或次年进行了明显的股本扩张。

为探究股改完成公司的利润分配特征,将2006年分配利润的股改公司分作两组做比较(见表4)。在2006年股改并进行分配的788家上市公司中,188家为2005年进行股改,因此是股改次年分配利润组,600家为2006年股改,因此是股改当年分配利润组。从对比数据可以看出,股改次年分配组的现金股利分配比率明显高于2006年当年股改的公司,而第二组的转增股本的比率明显高于第一组。

表4 股改公司利润分配方式

	2005年股改 2006年分配的公司		2006年股改 2006年分配的公司	
	数量	比例	数量	比例
现金股利	122	64.89%	332	55.33%
股票股利	2	1.06%	3	0.5%
转增股本	10	5.32%	150	25%
现金股本和股票股利	10	5.32%	13	2.17%
现金股利和转增股本	36	19.15%	85	14.17%
股票股利和转增股本	0	0	3	0.5%
现金股利、股票股利和转增股本	8	4.26%	14	2.33%
合计	188	100%	600	100%

总之,与以前年度相比,股改年份的股利分配特征表现为:①不分配股利公司的比率有所下降,但仍有超过四成的公司未分配利润。②2005年(股改第一年)分配现金股利的比率比2004年和2006年高出较多;而2006年大部分上市公司进行股改的年份分配现金股利的比率降到近几年的最低值,与2005年相比低19.38个百分点。③股改公司在股改当年转增股本的比率很高;混合股利的比率较高。

## 2. 分析。

(1)2005年是股改的第一年,大部分公司尚未进行股改。从表2数据来看,2005年分配现金股利的公司共计775家(混合股利中有现金股利的也计算在内),占分配公司总数的97.12%。这些公司中每股股利大于每股收益的有48家,每股股利大于每股经营现金净流量的有173家,每股经营现金净流量为负的有103家(见表5)。可见,大股东在股改前有利用现金股利套现之嫌。

表5 2005年超能力分配现金股利公司

	每股现金股利 大于每股收益	每股现金股利大于每 股经营现金净流量	每股经营现金 净流量为负
公司数	48	173	103
比例	6.19%	22.32%	13.29

(2)2006年转增股本的公司共计315家(混合股利中有转增股本的也计算在内),占37.15%,远远高出以往任何年度,股本扩张平均达48.33%,最高值为2.2,最低值为0.046。转增股本是指公司将资本公积转化为股本,转增股本并没有改变股东的权益,但却增加了股本规模,客观上与送红股相似,但严格来讲,转增股本并不是利润分配。因为利润分配是指企业对税后盈余的分配,而转增股本来源于公积金,不是税后利润。不能简单地说股本扩张是好是坏。

股权分置改革的本质是解决流通股股东与非流通股股东的利益分置问题,实现同股同权,不断完善公司治理。但是我们应该清醒地认识到,即使完成股权分置改革,我国证券市场与发达国家依然存在很大差距,需要监管者不断完善。

## 主要参考文献

原红旗.中国上市公司股利政策分析.北京:中国财政经济出版社,2004