

IPO现金股利 政策承诺的 经济后果研究

Initial Public Offerings

王国俊 · 著

东南大学出版社

本书获国家自然科学基金面上项目(批准号:71372030)资助

IPO 现金股利政策 承诺的经济后果研究

王国俊 著



东南大学出版社
SOUTHEAST UNIVERSITY PRESS

内 容 提 要

现金分红是投资者获得回报的重要方式,长期稳定的分红政策是成熟资本市场的标志。长期以来,我国上市公司普遍存在分红水平较低,分红政策不规范、不稳定的问题,阻碍了资本市场的健康发展。本书以与现金分红承诺相关的制度为研究对象,力图从“资源配置—公司行为”的角度,提供现金分红制度的经济后果,为十八届三中全会提出的股票发行注册制改革和结构性减税提供经验证据。

本书适合大专院校、科研机构的师生使用,也适合从事银行、金融工作的人士阅读和参考。

图书在版编目(CIP)数据

IPO 现金股利政策承诺的经济后果研究 / 王国俊著. —南京:东南大学出版社, 2015. 6

ISBN 978-7-5641-5830-9

I. ①I… II. ①王… III. ①上市公司—利润—分配(经济)—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 127953 号

IPO 现金股利政策承诺的经济后果研究

出版发行 东南大学出版社
社 址 南京市四牌楼 2 号 邮编:210096
出 版 人 江建中
网 址 <http://www.seupress.com>
电子邮箱 press@seupress.com
经 销 全国各地新华书店
印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司
开 本 700 mm×1 000 mm 1/16
印 张 16.25
字 数 180 千
版 次 2015 年 6 月第 1 版
印 次 2015 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5641-5830-9
定 价 48.00 元

本社图书若有印装质量问题,请直接与营销部联系。电话(传真):025-83791830

序

现金分红是投资者获得回报的重要方式，长期稳定的分红政策是成熟资本市场的标志。在欧美发达市场中，存在着一批坚持多年持续稳定现金分红的上市公司，如美国的通用电气持续高水平分红超过一百年，香港股市的汇丰银行长期高水平持续分红等等。这样的行为给投资者两个明确的预期：一是投资者预先就可以大概猜到投资哪个股票可获得现金分红；二是投资者对未来每年可获得多少现金分红有大概的估计。这两个预期对追求稳定收益的稳健型投资者非常重要，因为通过这两个稳定预期，投资者才可以建立合理的投资规划，并决定：买哪只股票可预期实现现金回报的投资目标；以什么价格买入可以实现预期的股息回报率的投资目标；持有多长时间可实现规划的投资目标。

而在我国，大多数上市公司的现金分红情况是：一年分一年不分，或是今年每股分一元明年每股分一角。投资者经常面临着两个疑问：一是不知道哪家上市公司会进行现金分红；二是就算知道哪家公司派发现金股利，也不知道会分多少钱。投资者每年只能等着

上市公司在公布年度报告(有些在中期报告)时,才能知道其分红方案,因此往往无所适从,不知道如何选择投资标的。在这种情况下,广大投资者都追逐资本利得,稳健型投资者无法培育,新的长期资金也无法引导入市。因此,投资者对上市公司持续稳定现金分红的预期,对于 A 股市场引进新的长期资金和投资者个人的理财规划都意义匪浅。

自从 2011 年底分红新政在我国正式实施以来,关于股利政策是否真正适用于我国的资本市场,现金股利承诺制度是否真正实施有效,是摆在学术界、实务界和证监会面前的一个重要问题,受到了大家的关注。本书作者以现金分红承诺制度作为研究对象,从“资源配置—公司行为”的角度,分析了不同的承诺约束对证监会和投资者产生的影响,并探究了不同承诺公司的后续盈余质量以及业绩表现,提供了相关的经验证据。同时,作者还把研究视角转移至与分红新政息息相关的红利税改革以及社保基金投资,分别探究了红利税差异化征收是否有效推进了资本市场价值投资以及如何有效控制社保基金在资本市场的投资风险,多角度全面地研究了分红新政对资本市场产生的后续影响。本书的研究成果不仅有助于在更深层次上理解我国分红新政实施的有用性和必要性,同时也为加强投资者保护、改善上市公司治理、优化证券市场资源配置等提供了政策指导和理论参考。

本书利用规范研究和实证研究相结合的方法,对研究主题进行了细致深入的分析。在内容安排上,秉承详实紧凑的原则,合理安排书稿内容。全书围绕分红新政展开,四个研究主题构成了本书的核

心内容,体系清晰得当。全书秉承科学研究中谨慎入微、严谨可靠的风格,力求语言平实、证据充分、条理清楚。

“路漫漫其修远兮,吾将上下而求索。”希望王国俊博士再接再厉,勇攀高峰,成为一名兼具自由意志和独立精神的学者。

南京大学教授 陈冬华

2015年3月于南京

前 言

现金分红是投资者获得回报的重要方式,长期稳定的分红政策是成熟资本市场的标志。长期以来,我国上市公司普遍存在分红水平较低,分红政策不规范、不稳定的问题,阻碍了资本市场的健康发展。针对这一问题,2011年11月9日,证监会要求拟申请上市的公司必须在招股说明书中作出对股东进行现金回报的承诺,这一政策的目的在于提高资本市场的回报水平,保护投资者的权益,提高资本市场的资源配置效率,为将来推行股票发行注册制提供良好的制度基础。这一制度创新体现了企业决策和政府监管的结合,对资本市场产生了深远影响。

从世界范围来看,证监会实施的分红新政都是一种制度创新,因此尚无经验得以借鉴。和很多发达国家采用注册制发行股票不同,中国资本市场股票发行采用“核准制”,政府对企业上市和再融资实施高度的管制。因此,拟上市公司在IPO招股说明书申报稿中作出现金分红承诺,会对IPO资源的分配产生重要的影响;此外,现金股利承诺作为一种管理层披露的信息,传递了公司价值的信号,因

此可能对新股的定价效率产生影响;进一步,公司上市后,由于受到现金股利承诺的约束,其盈余信息和业绩表现也会受到影响。因此,现金股利承诺制度的实施效果,是摆在学术界、实务界和证监会面前的一个重要问题,本书将以现金分红承诺制度作为研究对象,力图从“资源配置—公司行为”的角度,提供相关的经验证据。

紧随着股利分红新政而来的是红利税改革,西方研究表明红利税影响了投资者的收益水平,因此是公司估值的重要因素,那么这一理论在中国适用吗?本书基于2012年资本市场红利税改革这一外生政策变化,在检验西方理论在中国适用性的基础上,就投资者结构是否影响公司估值的敏感性进行了检验。本书的研究结果为十八届三中全会提出的结构性减税提供了经验证据,也说明进一步优化投资者结构有利于资本市场的长期发展。

进一步,作为助推分红新政的重要措施之一,社保基金投资在我国受到越来越大的重视。随着中国股市日益成熟,将社保基金投入A股市场是一种很好的保值增值方式。然而,社保基金在A股市场上获得投资收益的同时,也承担了很大的市场风险,如何控制这些风险就成为了一个很有现实意义的研究课题。部分学者实证研究证明社保基金的市场风险要普遍要高于市场平均风险,存在巨额损失的可能性,因此需要加大对社保基金市场风险的控制力度,降低其潜在损失。本书将社保基金所有投资的A股股票作为研究对象,采用2012年第二季度至2013年第一季度持续期一年的数据,对社保基金投资的总体风险进行了估测,并找出了适合测算社保基金投资A股市场风险的最佳模型。

本书共分导论、制度背景分析、现金股利承诺与资源配置效率、现金股利分配、红利税改革、社保基金投资等七章,主要的研究结论如下:

一、通过分析拟上市公司作出的分红承诺特征,本书认为证监会的新政将显著提高高分红比率企业的比例,有利于A股市场形成价值投资的良好理念。此外,拟上市公司作出的现金股利承诺在承诺现金分红的最低比例和前提条件两方面存在较大的差异。

二、承诺高分红比例的公司更容易被证监会批准上市,但是无论对于承诺分红比例高或者低的公司组,证监会都没有考虑现金股利承诺是否附加了条件;承诺高分红比例的公司IPO的折价率更低,表明投资者更愿意投资承诺分红比例高的公司。在承诺分红比例高的公司组,相比现金分红附加前提条件的公司(“软约束”),现金分红没有附加前提条件的公司(“硬约束”)IPO的折价率更低,说明投资者在关注承诺高分红比例的公司的时候,还关注其分红承诺是否“货真价实”;承诺高分红比例的公司IPO后的业绩更好,并且在承诺分红比例高的公司组,分红承诺不附加条件的公司IPO后业绩更好,而在承诺分红比例低的公司组,分红承诺是否附加条件对公司IPO后的业绩并没有信号预测作用。

三、通过选取与会计基础相关的可操控应计指标以及与市场相关的盈余反映系数指标进行检验,研究结果发现:现金股利分配对盈余质量产生正向影响;现金股利分配率与盈余质量也存在正相关关系;且与民营企业相比,在国有企业中,现金股利与盈余质量之间的以上关系更显著。

四、红利税差异化征收提升了高股息率公司的投资价值,进一步研究发现:股息率的估值效应仅存在于证券投资基金持股比例高的公司组,说明结构性减税引导了资本市场价值投资的理念,但是这一引导效果受到投资者结构的影响。

五、社保基金投资于 A 股市场的风险总体处于可控水平,可以在风险可控的水平下,逐步增加对 A 股市场的投资金额,以期得到更高的投资收益,达到保值增值的结果。同时,建立以蒙特卡罗法为核心的社保基金风险监测体系,将 VaR 系统引入社保基金是进行风险控制的必然要求。最后,在建立了 VaR 体系后还要做到及时的信息披露。信息披露规则是进行社保基金监管基本的组成部分,严格的信息披露制度的建立,有利于将社保基金投资透明化。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究问题提出	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	5
第三节 研究的创新和贡献	8
第二章 IPO 公司披露股利政策的制度背景分析	10
第一节 强制披露现金分红政策	10
第二节 我国资本市场现金股利政策的特点和存在的 问题	11
第三节 证监会出台的针对现金分红的政策以及效果 评价	17
第三章 现金股利政策承诺与资源配置效率	25
第一节 引言	25
第二节 文献综述	27

第三节	理论分析与研究假设	52
第四节	研究设计	55
第五节	实证结果分析	61
第六节	本章小结	71
第四章	现金股利分配、盈余质量与产权性质	73
第一节	引言	73
第二节	文献综述	75
第三节	理论分析与研究假设	95
第四节	研究设计	98
第五节	实证结果分析	104
第六节	本章小结	122
第五章	红利税差异化征收、投资者结构与企业价值	124
第一节	引言	124
第二节	文献综述	126
第三节	理论分析与研究假设	128
第四节	研究设计	131
第五节	实证结果分析	133
第六节	本章小结	138
第六章	社保基金投资 A 股市场的风险测度	140
第一节	引言	140

第二节 文献综述·····	144
第三节 社保基金投资的风险控制模型·····	152
第四节 社保基金投资 A 股市场的数据分析 ·····	171
第五节 社保基金投资股市的 VaR 风险测度 ·····	182
第六节 本章小结·····	201
 第七章 研究结论与未来研究方向·····	 204
第一节 主要研究结论和启示·····	204
第二节 研究局限·····	208
第三节 将来的研究方向·····	209
 参考文献·····	 210
 后记·····	 243

第一节 研究背景与研究问题提出

现金分红是投资者获得回报的重要方式,大多数成熟资本市场的上市公司都采取长期稳定的分红政策。由于具备良好的法律环境和投资者保护制度,发达国家政府不需要对企业的分配行为进行干预。相比之下,新兴市场的企业缺乏回报投资者的意识,因此需要政府对企业的分配行为进行引导。

然而,近年来世界范围内都出现了“股利消失”现象:Fama 和 French(2001)研究了美国上市公司的现金股利政策,结果表明上市公司发放现金股利的比例从 1978 年的 66.5%下降到 1999 年的 20.8%;Denis 和 Osobov(2008)对美国、加拿大、英国、德国、法国和日本以及 Von 和 Megginson(2006)对欧盟 15 国的研究都表明上市

公司发放现金股利的倾向明显降低；国内学者李常青(2001)研究发现我国上市公司同样存在着股利支付率低且不分配公司逐年增多的现象。针对这一现象，西方成熟的资本市场由于拥有较为健全的公司治理机制、有效的市场约束机制和完善的投资者法律保护机制，因而并未因“股利消失”现象而对上市公司股利政策进行过多干预。而许多发展中国家和转型经济国家由于公司治理缺乏足够的效率(Shleifer 和 Vishny, 1997)，因而诉诸法律强制上市公司发放股利来保护投资者，例如，巴西以法律形式规定上市公司必须将公司当期净利润的 50% 以现金股利方式支付给股东，乌拉圭对净利润的强制股利分配比例为 20%，其他规定强制分红的国家还有智利、哥伦比亚、厄瓜多尔等(La Porta 等, 1998)。

近年来，证监会一直要求上市公司提高对股东的现金股利回报水平，内在的逻辑是对一个投资者保护水平低的国家，只有通过行政法规对投资者的现金流权进行保护，才能培育价值投资的理念，增强资本市场的活力和对投资者的吸引力。^① 2001 年以来，证监会出台了多项鼓励分红的政策，主要分为把再融资资格和分红挂钩以及提醒投资者关注未分红公司存在的风险等(李常青等, 2010)，但是，按照《公司法》的规定，利润分配属于上市公司自主决策事项，证监会的相关规定并不具有强制性，上市公司仍拥有自主分红权。要真正提高资本市场的回报水平，就要增强上市公司现金分红的透明度，便于投资者形成明确的现金分红预期。

^① 中国证券市场建立的初期，监管部门对上市公司现金分红没有硬性规定，我国上市公司普遍存在“重融资，轻分红”的现象。缺乏稳定的现金股利回报预期，导致股市投机氛围较浓，缺乏长期价值投资的理念(中国证券报, 2012)。

2011年11月9日,证监会有关负责人在解答四大市场热点问题时要求“从首次公开发行股票开始,在公司招股说明书中细化回报规则、分红政策和分红计划,并作为重大事项加以提示。”此项政策在世界范围内绝无仅有,不仅与西方国家“不监管”政策不同,更是与其他发展中国家和转型经济国家的强制分红不同。该项政策并未硬性规定上市公司现金分红的比例,而是要求上市公司在“首发公开上市”(IPO)时对上市以后的现金分红作出“自愿性的承诺”,并在招股说明书中详细披露现金分红的比例以及支付的条件。其本质是提高分红决策机制的透明度,强化法律制度(公司法)和市场诚信机制的约束,规范分红决策程序,为投资者参与利润分配的决策过程提供切实可行的路径。作为发展中国家和转型经济国家,中国通过对股票发行和再融资的管制来要求上市公司进行分红,证监会从2001年起就将上市公司再融资资格与股利分配水平相挂钩。现金分红承诺制度不仅会对中国资本市场产生深远影响,还为股利理论研究提供了独一无二的契机。

提高资本市场的投资价值是政府对资本市场实施监管的主要目标,红利税作为一种个人所得税,是政府通过财税手段调控资本市场的重要手段。十八届三中全会指出要以结构性减税推动结构调整与改革。紧接着,在2012年11月16日,财政部、国税总局、证监会发布了《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》(以下简称《通知》),对于红利税的税率和税基做出重大调整。那么对红利税进行改革能否利用税收杠杆,增强资本市场的投资价值和吸引力?我国资本市场成立时间较短,长期以来的分

红政策不健全和规范,对于红利税改革仅有一些规范性的理论分析,尚无文献对这一问题进行实证检验。

此外,在分红新政得到证监会力推的环境下,分红新政同时也有利于推动包括社保基金在内的机构投资者进行对资本市场进行价值投资。2011年底,证监会相关负责人在财经年会上表态,2012年将迎来社保基金、企业年金、住房公积金和财政盈余资金等长期资本入市的机遇。随后有证监会基金部人士也表示,证监会正在研究促进地方社保资金、公积金余额入市的政策。近年来,全国社保基金的资产总额日益增大,在中国股市日益成熟的背景下,将社保基金投入A股市场不仅是一种很好的保值增值方式,同时也有利于分红新政的推进。然而,社保基金在A股市场上获得投资收益的同时,也承担了很大的市场风险,部分学者实证证明社保基金的市场风险普遍要高于市场平均风险,存在巨额损失的可能性。那么如何控制这些风险就成为了一个很有现实意义的研究课题,是否可以建立相应的社保基金风险控制体系,以期在加强风险监控的基础上适当加大对A股市场的投资额?

基于我国分红新政正式实施的角度,本书拟从以下几个方面展开研究:

1. 现金股利承诺对资源配置产生的影响

(1) 拟上市公司在招股说明书中作出的承诺是否存在系统性的差异?

(2) 证监会和投资者是否对不同类型的现金股利承诺作出了不同反应?