

中美资本市场财富效应比较研究

中山证券课题组^{1,2,3,4}

(1.东莞理工学院经济与管理学院, 广东 东莞 523808; 2.中山证券有限责任公司, 广东 深圳 518054;
3.中国社会科学院财经战略研究院, 北京 100006; 4.广东金融学院, 广东 广州 510521)

摘要: 本文从股利支付和资本利得的角度对比分析了中美资本市场财富效应水平, 并对其影响因素展开分析。研究发现, 我国资本市场财富效应不够显著, A股上市公司虽然具有较高的股利支付倾向, 但股利支付率和资本利得属性较弱; 股利支付行为迎合监管动机较强, 融资分红特征明显, 股票股利支付行为具有高送转特征; 资本市场估值中枢下移, 指数波动性较高, 资本利得属性较差。美股上市公司虽然股利支付意愿不及A股, 但股利支付率和资本利得属性较强, 且上市公司不存在明显的融资分红倾向。基于此, 本文从控股股东属性、企业生命周期、管理层侵占行为、宏观经济和资本市场环境四个维度对A股市场财富效应水平展开深入探讨, 并从提升公司质量、改善盈利能力、调整投资者结构、加强市场建设、优化股利监管制度五方面提出了改善我国资本市场财富效应的政策建议。

关键词: 资本市场; 财富效应; 股利支付; 资本利得

Abstract: This article analyzes the wealth effects of the Chinese and American capital markets from the perspective of dividend payment and capital gains, as well as the related influencing factors. The study found that the wealth effect of the A-share market is not significant enough. Although A-share listed companies have strong willingness to pay dividends, the dividend payout ratio and capital gains are relatively weak. The dividend payment behavior is motivated to cater to regulations, the dividend financing pattern is common, and stock dividends have an obvious characteristic of high payout. The market valuation benchmark moves downwards and the index volatility is high, so the capital gains are relatively low. Although the willingness to pay dividends of U.S.-listed companies is not as strong as that of A-share, the dividend payout ratio and capital gains are relatively high, and there is no obvious tendency of financing to pay dividends. Based on the evidence, this article conducts an in-depth discussion on the wealth effect of the A-share market from the characteristics of controlling shareholders, corporate life cycle, management embezzlement behavior, macroeconomic and capital market environment. This paper proposes policy recommendations to improve the wealth effect of China's capital market from five aspects, including improving company quality, increasing profitability, adjusting investor structure, strengthening market construction, and optimizing dividend regulatory system.

Key words: capital market, wealth effect, dividend payment, capital gains

课题负责人: 李湛, 东莞理工学院经济与管理学院教授, 中山证券首席经济学家。执笔人: 张泽华, 中国社会科学院财经战略研究院与中山证券联培博士后。课题组成员: 唐晋荣、蔡娜、刘亚洲, 均任职于中山证券有限责任公司; 曹萍, 广东金融学院副教授。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、引言

新冠疫情全球蔓延, 大国博弈加剧, 世界正经历百年未有之大变局。为了更好地形成以国内大循环为主、

国内国际双循环相互促进的发展新格局, 培育发展一个成熟、发达的资本市场, 既有利于降低企业融资成本、激发企业创新活力, 也有利于更好发挥资本市场的财富效应功能。资本市场财富效应包括宏观和微观两种表现

形式，其中宏观表现形式体现为家庭部门在资本市场上的投资回报对边际消费倾向的影响，微观表现形式主要包括股利支付和资本利得。显然，微观表现形式是宏观表现形式的基础，因此本文从微观视角探讨我国资本市场的财富效应。

股利支付和资本利得是企业投资收益转化为投资者回报的主要方式。资本利得容易受到资本市场波动的影响，而股利支付行为相对可控，且能对其进行监管和规范。从经典金融学理论来看，股利支付可以作为企业估值的前提。我国股利监管环境经历了三个发展阶段：第一阶段是1990—1999年，属于缺乏监管阶段，此时监管部门并没有对股利支付方式、留存比例提出具体要求。第二阶段是2000—2012年，监管部门在此期间推出一系列改革措施，将现金分红与股权再融资资格挂钩，形成了半强制的股利监管政策。相关政策对上市公司现金分红要求经历了循序渐进、由抽象指引到制定具体标准的过程，依次颁布了《上市公司新股发行管理办法》《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》等监管制度，从上市公司新股发行资格筛查、上市后股利政策制定引导、强化股利发放占比、股利发放行为信息披露和激励等角度对上市公司股利政策产生了明显影响。第三阶段是2013年至今，属于准强制分红监管阶段，监管部门于2013年11月颁布了《上市公司现金分红指引第3号——上市公司现金分红》，2015年8月颁布了《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，对上市公司股利支付行为提出了差异化的监管要求，主要包括按企业生命周期的不同阶段制定了差异化的分红比例要求，强化了对盈利上市公司分红行为的监管，我国股利监管政策对上市公司股利发放模式进行了有效的引导和塑造。

从现有文献来看，市场环境和企业自身特征会对资本市场财富效应产生多维度影响。张跃文(2012)^[12]分析半强制分红政策对公司股利分配带来的影响，发现股利分配水平随政策发布而提高，公司为了满足融资规定更愿意向股东支付股利。宋福铁和屈文洲(2010)^[6]和廖珂等(2018)^[3]的研究表明，由于分配股利不仅能向外界传

递正面信息、树立良好形象，同时还能慰藉投资者，所以公司在发展趋于稳定、市场地位牢固时，更愿意将闲置资金用于股利分配。宋玉和李卓(2007)^[7]、王化成等(2007)^[8]论证，在不同产权背景下，公司的股利分配政策存在显著差异，非国有企业的股利支付能力及股利分配水平均弱于国有企业。肖珉(2010)^[10]通过中国上市公司数据进行分析发现，股利分配成为大股东利用机会瓜分公司中小股份利益，从而形成私利的一种方式。侯青川等(2017)^[2]认为，大股东依靠自身的持股比例较高等优势，倾向于制定较高的股利分配政策，获得更高的利益。Jiraporn et al.(2011)^[1]在股利代理“结果模型”与“替代模型”理论基础上，证明了公司治理的改善会提高现金股利的发放。肖作平和苏忠秦(2012)^[11]、刘银国和焦健(2015)^[4]通过对中国上市公司数据进行分析，发现较好的公司治理能抑制管理层的一些不当投资，从而对现金股利起到促进作用。

二、中美资本市场财富效应对比分析

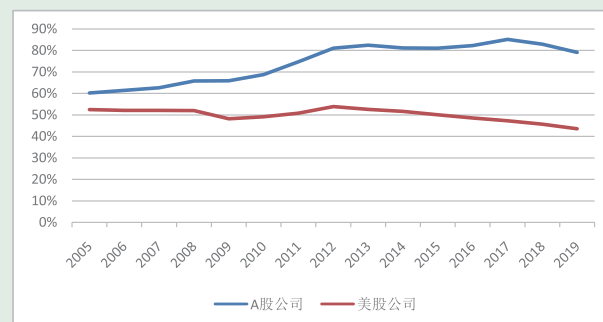
本文从股利支付行为和资本利得两个维度对比分析中美资本市场财富效应的特点，并基于此对我国资本市场财富效应展开探讨。

(一)A股市场和美股市场股利支付行为的对比分析

1.中美上市公司股利支付行为特点分析

对中美股利支付行为的比较分析可以从以下三个角度展开：一是股利支付倾向，即分红公司数量在所有上市公司中的占比，体现的是上市公司股利支付意愿；二是股利支付率，包括现金股利支付率和股票股利支付率，前者是现金分红总额与净利润之比，后者是每股配股比例，体现的是上市公司股利支付比例；三是股息

图1 A股公司和美股公司的股利支付倾向趋势



数据来源：Wind资讯。

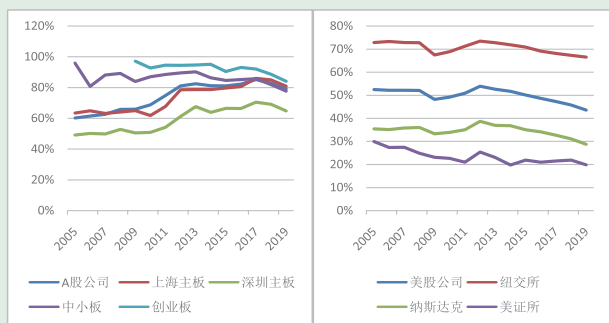
率，即每股分红与股票价格之比，其倒数代表了在折现率为1的基础上分红金额总额达到当前市场价格的年数。鉴于美股数据可得性，本文采用2005—2019年美股数据作为样本。为了更好地进行中美对比，A股数据同样选取该时间段的数据，该时间段与我国半强制股利监管政策颁布之后的时间相重叠。

(1)上市公司股利支付倾向

对比美股与A股市场的股利支付倾向(见图1)能够发现，A股市场股利支付倾向呈现出明显的上升趋势，而美股表现出下行趋势，并且A股上市公司的股利支付倾向明显高于美股市场。结合我国股利监管政策的演变路径可知，A股市场股利支付倾向较高的主要原因是我国较严格的股利监管政策，因此该时间序列曲线相对陡峭；而美国市场虽然股利支付倾向较低，但较少受到监管政策影响，更多是市场自发行为，因此其变动幅度较小，曲线运行更为平稳。

从结构(见图2)来看，美国三个证券交易所上市公司的股利支付倾向存在明显差异，其中纽交所上市公司的股利支付倾向显著高于其他市场，这也是推高美股股利支付占比的主要因素，而纳斯达克和美国证券交易所上市公司的股利支付意愿相对较弱。从A股不同板块股利支付倾向来看，创业板公司的股利支付意愿最为强烈，其次是中小板，而上海主板和深圳主板的股利支付倾向较弱。通过对比发现，中美两国上市公司的股利支付意愿存在明显差异，以纽交所为代表的美国大中型上市公司的股利支付意愿较强烈，而以纳斯达克为代表的创新型企业的股利支付意愿相对较弱，这与企业不同发展阶段下的盈利能力相吻合。而我国资本市场上以中小创为代表的中小企业的股利支付意愿较强烈，相比而言沪深

图2 中美上市公司及细分交易所的股利支付倾向趋势



数据来源：Wind资讯。

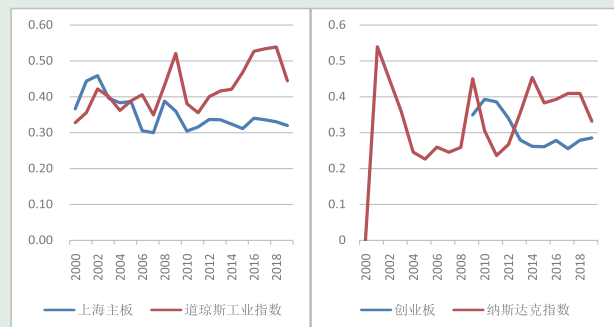
主板市场上的大中型企业的股利支付意愿反而较弱，这一现象与美股市场形成了较大反差，也与企业发展阶段下盈利能力不吻合，属于A股市场特有现象。

(2)股利支付率和股息率

在国内主要数据库中，美国所有上市公司股利支付行为数据面临较大程度的缺失，而Wind资讯数据库直接提供了道琼斯工业指数、纳斯达克指数的市盈率和股息率的数据。鉴于数据可得性，美国股利支付率可以由市盈率和股息率相乘得到，道琼斯指数和纳斯达克指数分别代表传统产业和新兴经济上市公司的价值变化趋势，因此本文使用该数据来分析美股股利支付状况。

如图3和图4所示，上海主板的盈利企业股利支付率呈现出逐渐下降且趋于平稳的走势，而道琼斯指数代表的上市公司的股利支付率表现为波动上升、中枢上移的走势。从数据来看，上海主板上市公司的现金股利支付率均值为33%，而道琼斯指数的支付率均值为37%，说明我国上市公司现金股利支付率总体低于美股市场。对比纳斯达克市场和创业板市场能够发现，除了创业板建

图3 中美资本市场主要指数的现金股利支付率趋势



注：本文对2002年纳斯达克指数的股利支付率进行了调整，主要原因是2002年美国新兴经济企业整体盈利能力水平较低，但估值较高，导致该指标出现异常高，因此采用插值法对2002年数据进行调整，调整后并不会影响中美现金股利支付率的对比结论。

数据来源：Wind资讯。

图4 中美资本市场主要指数的股息率趋势



数据来源：Wind资讯。

立初期创业板指数上市公司的现金股利支付率高于纳斯达克之外，从2013年开始，纳斯达克市场的股利支付率远高于创业板，两者差距接近10个百分点。从股息率角度来看，上海主板的中枢维持在1.5%的水平，而道琼斯指数的中枢达到了2.5%；对于新经济公司而言，纳斯达克的股息率总体也高于创业板。可见，美国上市公司在分红能力方面高于我国上市公司。

(3)上市融资后的股利支付特征

从优顺融资角度来看，以上市为代表的股权融资方式并不处于企业融资的优先级。当企业以成本相对较高的股权形式进行融资后，其应当将融资资金用于企业生产经营活动，以便创造更大的利润来摊薄融资成本。因此，企业上市后应当扩大生产，而非增加股利发放。鉴于美国数据的可得性，课题组仅获得了2005—2019年美国资本市场分红公司占比，以及分红公司每股现金股利支付金额的数据，由于中美资本市场计价单位的差异，无法直接对两个市场现金股利金额进行比较，但可以就中美本国数据进行纵向分析，然后对两国各自的趋势性特征展开探讨。

从表1可知，A股上市公司在上市后前三年的分红公司数量占比明显高于全样本的平均水平，并且这一特征在各主要板块中均有体现。在现金股利支付率方面，从A股公司总体情况来看，上市后前三年的每股现金股利支付金额均值总体偏高，高于全样本期间的平均值。但是，不同板块之间存在明显差异，主板上市公司的每股现金股利支付金额均值在上市后前三年有所下降，但波动较小，下降幅度约为10%左右；但中小创上市公司上市后前三年的现金股利支付金额均值呈现出显著的下降

表1 A股市场及主要板块上市公司的融资分红意愿

时间	股利支付指标	全A市场	上海主板	深圳主板	中小板	创业板
上市第1年	分红公司占比	95.8%	97.7%	100.0%	94.4%	95.7%
	每股现金股利支付金额均值(元)	0.28	0.27	0.62	0.27	0.30
上市第2年	分红公司占比	92.5%	95.1%	100.0%	89.0%	94.1%
	每股现金股利支付金额均值(元)	0.21	0.24	0.40	0.21	0.18
上市第3年	分红公司占比	89.9%	91.4%	80.0%	87.9%	91.0%
	每股现金股利支付金额均值(元)	0.19	0.24	0.59	0.19	0.15
2005—2019年	分红公司占比	75.2%	73.2%	57.4%	83.4%	89.9%
	每股现金股利支付金额均值(元)	0.18	0.19	0.16	0.17	0.16

数据来源：Wind 资讯。

趋势，下降幅度平均在40%左右。

表2展示了美国上市公司在上市之初的分红特征。从股利支付倾向来看，美股公司在上市后前三年的分红公司在总样本中的占比低于全样本均值，这说明美股上市公司的融资分红意愿较弱。从三个交易所来看，除了美国证券交易所外，纽交所和纳斯达克在上市当年的分红倾向均低于全样本均值10个百分点以上，在上市后第2年和第3年，现金股利支付倾向逐渐稳步提升。从每股现金股利分红均值来看，美股上市公司分红总体呈现出逐年上升趋势，这种特征在纽交所上市公司中表现得尤为明显；即便是以新兴经济为代表的纳斯达克市场，其上市公司每股现金股利随着上市年数的增加也呈现出小幅上涨趋势。由此可见，美国各交易所上市公司均没有表现出明显的融资分红倾向。

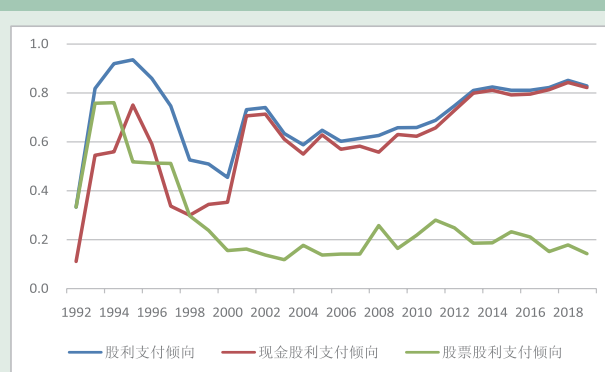
总体来看，我国A股市场上市公司在上市后具有融资分红特征，沪深主板公司在上市后的现金分红特征相对较弱，而中小创公司的现金股利支付意愿和支付率均十分强烈。相比而言，美股与A股表现出完全相反的特征，

表2 美股市场及主要板块上市公司的融资分红意愿

时间	股利支付指标	全美上市公司	纽约证券交易所	纳斯达克证券交易所	美国证券交易所
上市第1年	分红公司占比	34.0%	54.3%	20.4%	20.3%
	每股现金股利支付金额均值(美元)	0.79	0.89	0.58	0.66
上市第2年	分红公司占比	40.3%	62.0%	25.1%	21.9%
	每股现金股利支付金额均值(美元)	0.94	1.06	0.74	0.75
上市第3年	分红公司占比	43.8%	65.5%	28.2%	21.5%
	每股现金股利支付金额均值(美元)	0.98	1.12	0.74	0.77
2005—2019年	分红公司占比	49.5%	70.3%	34.1%	22.9%
	现金分红均值(美元)	1.09	1.24	0.83	0.82

数据来源：Wind 资讯。

图5 A股股利支付倾向的总量和分量趋势



数据来源：Wind 资讯。

并没有表现出融资分红特征，更符合资本市场融资以促进企业成长的目标，这说明我国资本市场在融资使用效率方面与成熟型资本市场具有较大差距。

2.我国股利支付行为特征分析

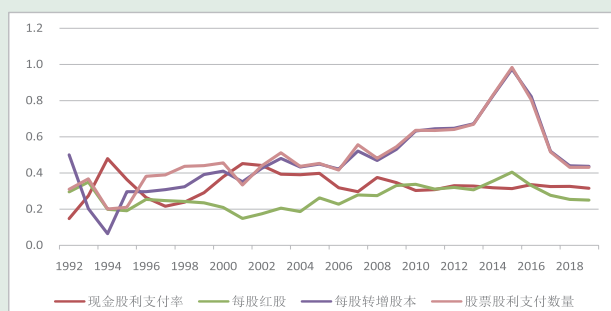
(1)股利支付倾向的变化特征

A股股利支付倾向总体上呈现波动上升特征，且波动性呈现逐渐趋于平稳的变动态势。如图5所示，在1992—2000年，股利支付倾向波动十分剧烈，上市公司的现金股利支付意愿和股票股利支付意愿交替变动，意愿程度总体表现为逐年下行。从2000年之后，现金股利和股票股利支付意愿出现明显分化，支付现金股利的公司占比快速上升，而支付股票股利的公司占比逐渐维持在20%水平波动。现金股利支付倾向的中枢值在2000—2013年处于65%水平，在2013年之后上升至80%水平。随着2013年股利监管政策进一步趋严，上市公司现金股利支付行为得到了明显改善，而股票股利支付倾向总体呈现出低水平波动的变动趋势。总体来看，股利支付倾向变动的转折点与我国股利监管政策的三个发展阶段具有较高的吻合度，股利监管政策对资本市场股利支付倾向具有较好的引导效果。我国A股市场在监管政策的引导下逐渐形成“重现金股利、弱股票股利”的支付倾向。

(2)股利支付率的变化特征

对股利支付率的考察可以从现金股利支付率和每股股票股利支付数量两方面展开。根据图6，在股利支付率方面，我国全时间段的股利支付率均值为0.33，标准差为0.07，波动性在2010年之前较高，此后曲线运行十分平稳，支付率稳定在0.34水平小幅波动。随着我国股利监管政策的实施，上市公司股利支付率逐渐倾向于迎合监管政策，从而使得现金股利支付率波动减小，运行走

图6 A股股利支付率的趋势



数据来源：Wind资讯。

势呈现出趋于平稳的变动态势。

对于股票股利而言，股票股利支付数量的均值为0.5，即每一股送0.5股，达到了高送转的临界值，这说明我国上市公司的股票股利政策具有明显的高送转特点。从不同时间段来看，股票股利支付数量的波动性呈现出显著上升趋势，这说明整个市场对高送转的偏好度较高，并且其波动性与资本市场环境存在明显的正相关关系。在送红股和转增股本的两种形式中，转增股本是高送转的主要方式，而送红股却难以达到高送转的要求，表现为高送转的附属模式。

(3)上市融资后的股利支付特征

A股上市公司融资后股利支付特征可以从总体特征、现金股利特征、股票股利特征三个角度综合分析。根据表3可知，A股上市公司股利支付倾向在上市后前三年均高于全时间段的平均水平，表现出一定程度的融资分红特征。但从结构上看，现金股利和股票股利两种股利政策存在一定差异，全市场公司在上市初期具有强烈的股票股利支付意愿；在支付数量方面，上市第1年的每股送转股票数量高达0.64股，远高于全样本均值的0.58股，表现出更加强烈的高送转特征，但在上市当年进行大规

表3 A股上市公司融资分红意愿情况

时间	股利支付指标	全A市场	上海主板	深圳主板	中小板	创业板
上市第1年	股利支付倾向	90.9%	90.0%	70.1%	96.4%	97.5%
	现金股利支付倾向	83.5%	81.3%	44.8%	94.6%	95.7%
	现金股利支付率	29.6%	28.1%	28.1%	37.6%	35.6%
	股票股利支付倾向	43.2%	30.5%	45.2%	50.6%	60.6%
	股票股利支付率	0.64	0.50	0.36	0.68	0.86
上市第2年	股利支付倾向	88.0%	87.1%	69.7%	92.4%	95.6%
	现金股利支付倾向	82.3%	80.3%	55.7%	89.0%	94.1%
	现金股利支付率	37.8%	38.7%	35.6%	34.5%	33.7%
	股票股利支付倾向	31.5%	25.5%	30.8%	35.8%	38.4%
	股票股利支付率	0.56	0.47	0.37	0.62	0.69
上市第3年	股利支付倾向	85.9%	84.2%	66.0%	91.3%	95.0%
	现金股利支付倾向	80.0%	77.0%	55.4%	87.9%	91.0%
	现金股利支付率	37.2%	38.5%	32.6%	34.0%	27.7%
	股票股利支付倾向	28.3%	23.5%	24.5%	32.9%	34.3%
	股票股利支付率	0.56	0.42	0.39	0.63	0.72
1992—2019年	股利支付倾向	76.2%	74.5%	60.9%	87.9%	93.6%
	现金股利支付倾向	71.0%	69.0%	54.9%	83.5%	89.9%
	现金股利支付率	32.4%	33.0%	29.4%	31.1%	28.1%
	股票股利支付倾向	19.4%	15.5%	14.0%	26.6%	33.5%
	股票股利支付率	0.58	0.47	0.43	0.67	0.77

数据来源：Wind资讯。

模的股票送转后，第2年和第3年的送转规模出现明显下降。在现金股利支付方面，现金股利支付意愿和支付率表现出相反的变动趋势。A股公司在上市后的现金股利支付倾向总体较高，远高于全样本均值，但现金股利支付率表现出相反的变动趋势，上市当年现金股利支付率仅为29.6%，低于全样本均值32.4%，在上市后两年表现出上升趋势。可见，我国A股公司在上市融资后具有较强的现金股利支付意愿和强烈的高送转股利支付倾向，但现金股利支付率相对较低。

从板块角度来看，四大板块在上市后前三年均具有高于样本均值的股利支付倾向，并且在股票股利支付倾向和股票股利支付数量上的意愿均十分强烈，但上海主板和深圳主板并没有明显的高送转特征，而创业板和中小板的高送转特征十分明显。但在现金股利支付方面，沪深主板和中小创的差异十分明显，其中深圳主板上市公司的现金股利支付意愿和支付率在上市当年均低于样本均值，沪市主板上市公司虽然在上市当年具有较强烈的股利支付倾向，但其股利支付率相对较低，低于样本均值约5个百分点。而中小创的现金股利支付倾向和股利支付率在上市前三年均十分高，远高于样本均值，且现金支付率基本均在30%以上。然而，中小创公司大多处于企业生命周期的成长期，对资金需求更为强烈，理论上融资后应当充分利用这类资金扩大生产经营，但现实是其更倾向于发放现金股利和实施高送转形式的股票股利政策，表现出典型的融资分红特征。

总体来看，我国A股市场上市公司在上市后具有融资分红特征，其中高送转是其主要形式；沪深主板公司在上市后的现金分红特征相对较弱，而中小创公司的现金股利支付意愿和支付率均十分强烈。

图7 中美主要股票指数历史变动趋势



数据来源：Wind资讯。

(二)A股市场和美股市场资本利得的对比分析

1.中美资本市场资本利得特征分析

资本利得是资本市场财富效应的另一种重要表现形式。本文对A股市场主要指数的走势及其投资收益率进行了测算和展示，数据采用的是月度最后一个交易日的指数数值。

图7展示了上证综指和纽证综指、创业板指和纳斯达克指数的历史变动趋势。可以看出，美国资本市场的综合指数总体表现出趋势性上升的变动态势，而A股市场指数更多表现出剧烈波动的特征，与此同时伴随着中枢上移。由于A股市场具有强波动特点，为了更好地对中美股市进行对比，本文以中国资本市场为基准，按涨跌形态将A股市场划分成不同时间段，然后对比美国市场的涨跌

表4 上证综指和纽证综指涨跌状态对比

时间段	月数	上证综指			纽证综指		
		状态	涨跌幅度	涨跌幅标准差	状态	涨跌幅度	涨跌幅标准差
1990.12—1992.5	18	涨	8.68	2.05	涨	0.27	0.08
1992.6—1992.10	5	跌	-0.59	2.26	涨	0.01	0.02
1992.11—1993.4	6	涨	1.68	2.58	涨	0.06	0.03
1993.5—1994.7	15	跌	-0.75	1.89	涨	0.04	0.03
1994.8—2001.6	83	涨	5.64	3.91	涨	1.46	0.79
2001.7—2005.5	47	跌	-0.52	1.64	涨	0.09	0.38
2005.6—2007.10	29	涨	4.61	11.63	涨	0.45	0.48
2007.11—2008.10	12	跌	-0.71	9.91	跌	-0.41	0.58
2008.11—2009.7	9	涨	0.97	4.28	涨	0.06	0.29
2009.8—2014.1	54	跌	-0.40	2.94	涨	0.55	0.53
2014.2—2015.5	16	涨	1.27	6.78	涨	0.11	0.15
2015.6—2016.2	9	跌	-0.42	4.81	跌	-0.14	0.28
2016.3—2018.1	23	涨	0.29	1.45	涨	0.40	0.48
2018.2—2018.12	11	跌	-0.28	2.36	跌	-0.15	0.27
2019.1—2020.12	24	涨	0.39	1.86	涨	0.28	0.48

数据来源：Wind资讯。

表5 创业板指和纳斯达克指数涨跌状态对比

时间段	月数	上证综指			纽证综指		
		状态	涨跌幅度	涨跌幅标准差	状态	涨跌幅度	涨跌幅标准差
2010.5—2010.11	7	涨	0.18	0.09	涨	0.11	0.07
2010.12—2012.1	14	跌	-0.45	0.15	涨	0.13	0.06
2012.2—2015.5	40	涨	4.46	0.61	涨	0.80	0.32
2015.6—2016.2	9	跌	-0.47	0.51	跌	-0.10	0.10
2016.3—2016.6	4	涨	0.18	0.15	涨	0.06	0.07
2016.7—2019.1	31	跌	-0.45	0.28	涨	0.50	0.41
2019.2—2020.12	23	涨	1.42	0.50	涨	0.77	0.72

数据来源：Wind资讯。

状态和波动性。表4展示了上证综指和纽证综指在1990—2020年的波动形态，在361个月的时间内，上证综指上涨月份合计208个，占比为57.6%，下跌月份为153个，占比为42.4%；在2001年之后，近20年的240个月中，上涨月份为107个，下跌月份为133个，占比分别为44.6%、55.4%，上涨月份少于下跌月份。对纽证综指而言，在361个月内，上涨月份为329个，占比为91.1%；下跌月份为32个，占比为8.9%。表5展示了创业板指和纳斯达克指数的涨跌状态，由于创业板指始于2010年5月，因此仅就创业板和纳斯达克重叠时间段进行对比分析。在2010年5月至2020年12月的128个月份里，创业板指上涨月份有74个，占比57.8%，下跌月份54个，占比42.2%；纳斯达克指数上涨月份有119个，占比93%，下跌月份9个，占比7%。从涨跌幅度和波动性来看，创业板指相比于纳斯达克指数同样呈现幅度变动较大、波动性较强的特征。

在涨跌幅和波动性上，由表4和表5可知，上证综指在上涨行情中涨幅明显高于纽证综指，同时在下落过程中跌幅也偏大，导致上证综指的标准差明显高于纽证综指。创业板指相比纳斯达克指数同样呈现幅度变动较大、波动性较强的特征。表6展示了在过去30年的资本市场发展过程中，我国三个十年年初至2020年底的年化收益率状况。结合表4能够看出，我国资本市场在成立之初的10年涨幅较大，这与我国资本市场早期处于扩容阶段以及市场制度不健全有关。在最近20年，按综合指数测算的我国资本市场年化收益率降至3%以内，远小于纽约证券交易所综合指数的年化收益率。由于我国资本市场波动较大，风险却远高于美股市场，经风险调整后的收益率会进一步拉低我国资本市场的投资收益。可见，“买入-持有”投资策略在A股市场难以获得超额收益，这使得A股市场投资盈利状态与择时能力密切相关。

A股指数和美股指数的变动趋势具有明显的差异性，

表6 中美股票市场综合指数年化收益率对比

时间段	年数	上证指数	纽证指数
1991.1—2020.12	30	11.60%	7.03%
2001.1—2020.12	20	2.49%	3.74%
2011.1—2020.12	10	1.99%	6.12%
时间段	年数	创业板指	纳斯达克指数
2010.5—2020.12	10.6	10.81%	17.87%
2016.1—2020.12	5	3.56%	21.35%

数据来源：Wind 资讯。

前者表现为“牛短熊长”，后者则为“牛长熊短”。在A股市场获得资本利得对投资者择时能力有较高要求；而美股市场波动较小，投资收益的稳定性较强，在投资过程中只需要规避少数几个下跌时点，均可获得较高收益，即使未能规避下跌时点，长期持有也能够获得正向收益。因此，我国A股市场资本利得属性的财富效应与美股相比相对较弱。

2. 我国资本市场资本利得效应分析

本文比较资本市场年度收益率的均值与无风险收益率均值，将其差值作为分析我国资本市场资本利得效应的代理变量。如表7所示，相对于无风险利率，上证综指的年度收益率均值为18%，深圳成指和中小板指与之相当，而创业板指的超额收益率最低，仅为9%。但从风险角度看，创业板指的风险最高，相比而言，中小板指和上证综指的收益风险比更好。从投资收益分布上看（见表8），我国主要指数年度收益率在大部分年份均不能超过当年无风险利率，即使在2010年之后，大部分年份的超额收益也均为负，其中中小板指数表现相对较好。由此可见，我国资本市场的资本利得效应相对较弱，对投资者择时能力要求很高。

表7 A股市场主要指数收益率和超额收益率

年度收益率	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	中国10年期国债到期收益率
均值	22%	24%	24%	13%	4%
标准差	0.54	0.70	0.57	0.47	0.02
变异系数	2.45	2.92	2.38	3.62	0.50
相对于10年期国债到期收益率的超额收益率					
均值	18%	20%	20%	9%	-
标准差	0.54	0.69	0.57	0.47	-
变异系数	3.00	3.45	2.85	5.22	-

数据来源：Wind 资讯。

表8 A股市场主要指数相对于国债超额收益率的年份分布

超额收益率	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指
小于零	50%	52%	33%	50%
0 ~ 0.5	30%	31%	40%	20%
0.5 ~ 1	10%	-	20%	30%
大于1	10%	17%	7%	-
2010年之后的年份分布				
小于零	50%	50%	40%	50%
0 ~ 0.5	50%	50%	50%	20%
0.5 ~ 1	-	-	10%	30%

数据来源：Wind 资讯。

对于资本利得的投资者分布状况，可参考中国证券投资基金业协会于2019年发布的《2018年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》，以及中国证券投资者保护基金有限责任公司于2020年发布的《2019年度全国股票市场投资者状况调查报告》中对个人投资者和基金个人投资者投资行为的统计数据。从表9可知，2018年我国资本市场走势总体较弱，实现盈利的个人投资者占比约为24.9%，亏损投资者占比为55.9%，但相应的以基金形式参与资本市场的个人投资者盈利占比达到了72%，亏损占比仅为28%。在2019年，随着资本市场走势逐渐向好，个人投资者实现盈利的比例从2018年的24.9%提升至55.2%，亏损占比从55.9%降至27.2%，个人投资者在市场的持股规模也从2018年的23%提升至26%，这说明2019年个人投资者的市场参与度得到了较大提升。由于《2019年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》还未发布，2019年通过基金参与资本市场的个人投资者盈亏数据缺失，暂不对2019年基金投资者问题展开分析。

总体来看，我国个人投资者直接参与资本市场行为在参与热度和投资收益方面均与资本市场走势密切相关，而作为专业投资者的基金的投资收益显著高于个人投资者。

表9 个人投资者和基金投资者盈亏分布

	2018年个人投资者	2018年基金投资者	2019年个人投资者
在全市场持股占比	23%	4%	26%
投资者盈亏分布(单位: %)			
盈利 50% 以上	3.5	-	5
盈利 30% ~ 50%	3.1	13.7	10
盈利 10% ~ 30%	7.5	24.4	23.6
盈利 10% 以内	10.8	33.9	16.6
盈亏持平	19.2	-	17.6
亏损 10% 以内	11.1	13.3	8.7
亏损 10% ~ 30%	22.2	14.7	10.8
亏损 30% ~ 50%	13.4	-	4.3
亏损 50% 以上	9.2	-	3.4
当年市场主要指数收益率			
上证综合指数	-9%		0%
深证成份指数	-11%		1%
中小板指数	-8%		-6%
创业板指数	-14%		2%

数据来源：中国证券投资基金业协会 2019 年研究报告《2018 年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》；中国证券投资者保护基金有限责任公司 2020 年研究报告《2019 年度全国股票市场投资者状况调查报告》。

三、影响我国资本市场财富效应的因素分析

从理论来看，企业的经营能力、治理状况等自身因素会对股利支付行为产生直接影响，宏观经济金融环境将会决定资本利得回报率。根据现有文献研究，美国企业股东具有以私人为主且持股集中度较低的特点，因此第一类和第二类委托代理问题均十分严重，存在一定程度的管理层侵占问题。从美国股票市场长期发展趋势来看，股票市场活跃度与宏观经济周期具有较强的正相关性。相比而言，中央和地方国有股东是我国企业的特有属性，对于不同市场我国企业不仅在生命周期上存在明显不同，而且在控股股东方面具有显著差异。鉴于此，本文以30年来A股资本市场上市公司为样本，从代表企业治理状况的控股股东和管理层侵占行为，代表经营能力的企业生命周期，代表宏观金融环境的宏观经济和资本市场状态四个维度探讨影响我国资本市场财富效应的相关因素。

(一)控股股东属性对股利支付行为的影响

从股利支付倾向来看，私营企业股利发放倾向相对较高，并且其现金股利和股票股利两种支付方式的支付倾向均高于其他股东属性的公司，其次是境外企业，接下来是中央和地方国有企业；在股票股利支付方面，中央和地方国有企业均表现得较为谨慎，私营企业支付意愿是国有企业的两倍以上(见表10)。

从现金股利支付率来看，境外持股企业的股利支付率最高，其次是国有企业，其中中央国有企业又略高于地方国有企业，而私营企业的股利支付率相对较低。但是，在股票股利支付数量方面，我国各类股东属性的企业均具有高送转特性，其中私营企业每股送转股票高达0.68股，高送转特征的股票股利支付形式更为突出。在

表10 A股市场按股东属性划分的股利支付行为分布

股东属性	中央国有企业	地方国有企业	私营企业	集体企业	境外持股企业	其他类型	全市场平均值
公司数量分布	14%	33%	47%	1%	4%	1%	—
股利支付倾向	77.8%	73.0%	82.0%	72.5%	79.2%	64.0%	78.4%
现金股利支付倾向	74.9%	69.6%	77.7%	68.7%	75.3%	57.0%	74.6%
现金股利支付率	34.5%	34.0%	29.9%	30.4%	43.1%	20.6%	33.6%
股票股利支付倾向	11.5%	11.0%	24.8%	12.8%	21.8%	9.9%	18.6%
股票股利支付率	0.55	0.49	0.68	0.61	0.58	0.52	0.63
股息率	1.4%	1.5%	1.1%	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%

数据来源：Wind 资讯。

股息率方面，私营企业和其他类型企业的股息率相对较低，国有企业和集体企业的股息率相对较高。

(二)管理层侵占状况对股利支付行为的影响

根据现代企业制度，所有权和经营权的分离形成了委托代理问题，企业管理层可以利用自身管理地位侵占股东利益，进而降低企业财富效应水平。本文借鉴魏志华等(2012)^[9]选用的管理费用与公司营业收入的比率作为企业管理费用的代理变量，将该指标划分为7个组，组间距为0.04，该数值越大代表管理层侵占行为更严峻，反之侵占行为较小。

由表11可知，从股利支付倾向来看，随着管理费用比率越高，股利支付倾向逐渐减小，现金股利支付倾向也表现出此类特征。当管理费用比率在10%以下时，现金股利支付率表现出在35%水平上下波动的特征，但随着管理费用比率逐渐增大，现金股利支付率明显下降，两者呈现出较强的负相关关系。

对于股票股利支付行为而言，支付倾向和支付数量表现出正相关关系，这一点在股票股利支付数量上表现得更为明显。这说明当管理层过多侵占股东利益时，其更倾向于发放股票股利，一方面履行了发放股利的要求，另一方面也可借此机会推高股价，营造出经营良好的表象。这一点从股息率也可看出，管理层侵占增加时，股息率也会随之下降。

(三)企业生命周期对股利支付行为的影响

根据生命周期理论，当一家公司处于初创期时，由于投资机会相对较多且利润较少，留存收益也相对较低，其与总资产或净资产的比值也较小，反之亦然。因

表 11 A 股市场按管理层侵占行为划分的股利支付行为分布

管理费与 营收之比	[0, 0.04]	[0.04, 0.08]	[0.08, 0.12]	[0.12, 0.16]	[0.16, 0.2]	[0.2, 0.3]	0.3 以上	全市场 平均值
公司数量 分布	20.5%	33.4%	22.8%	10.8%	4.7%	4.2%	3.6%	—
股利支付 倾向	78.4%	78.4%	77.2%	74.1%	71.2%	67.9%	61.3%	76.3%
现金股利 支付倾向	73.2%	72.9%	72.4%	69.2%	66.5%	63.3%	56.5%	71.2%
现金股利 支付率	35.2%	34.2%	36.1%	31.4%	23.3%	29.7%	30.5%	32.4%
股票股利 支付倾向	17.4%	19.1%	20.9%	22.2%	19.9%	19.0%	13.3%	19.3%
股票股利 支付率	0.53	0.56	0.60	0.62	0.65	0.65	0.59	0.58
股息率	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%

数据来源：Wind 资讯。

此，本文借鉴罗琦和李辉(2015)^[5]选定的留存收益与净资产比值作为测定指标，将该比值划分为五个区间，组间距为0.2，企业成熟度随着该比值的增加而上升。

由表12可知，在股利支付倾向方面，随着企业成熟度的不断提升，股利支付倾向逐渐提高，并且呈现出边际倾向递减趋势；处于成熟期的企业发放股利的数量占比接近90%，而处于成长期的企业发放股利的数量仅约为50%，两者差距十分明显。现金股利支付倾向与股票支付倾向具有相同特征。

从股票股利支付特征来看，准成熟期和成熟期企业的股票股利支付倾向相对较高，并且每股股票股利支付数量也较大，具有高送转特征；而大型成熟期企业和成长期企业的股票股利支付意愿相对较弱，但股票股利依然具有高送转特征。

(四)宏观经济和资本市场环境对资本利得的影响

由于资产增速涉及比值，而资本市场在成立初期企业数量和规模很少，其数据与后续相比具有较大差异性，因此本文以1993年为样本起始点。由于比值数据需要消耗一个时间点，所以以1994年增速数据为分析初始点。由图8和表13可知，从1994年开始，上市公司净利润与名义GDP增速的相关性明显逐渐提升；在2010年之后，两者相关性达到了0.56，净资产相关性也到了部分提升。从增速的平均值来看，上市公司净利润和净资产在1994—2019年的平均增速分别为15%和14%，相应的我国名义GDP的平均增速为14%。由此可见，我国上市公司的利润增速和净资产增速与GDP增速基本保持一致，我国上市公司具有较好的盈利能力。

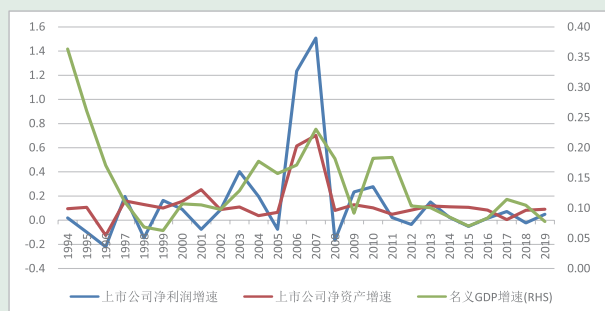
从资本市场估值角度来看，如图9所示，我国资本市场估值呈现出中枢下移的变动趋势。在2010年之前，我

表 12 A 股市场按企业生命周期划分的股利支付行为分布

企业生命周期阶段	-0.1 以下	[-0.1, 0.1]	[0.1, 0.3]	[0.3, 0.5]	0.5 以上	全市场 平均值
公司数量 分布	5.6%	9.4%	42.7%	31.2%	11.1%	—
股利支付倾向	10.4%	49.1%	78.2%	88.8%	88.9%	76.2%
现金股利 支付倾向	0.4%	40.4%	72.3%	85.5%	86.7%	71.0%
现金股利 支付率	0.2%	23.9%	33.5%	29.9%	35.5%	32.4%
股票股利 支付倾向	1.7%	12.3%	22.5%	21.5%	16.3%	19.4%
股票股利 支付率	0.55	0.49	0.58	0.60	0.52	0.58
股息率	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.8%	1.3%

数据来源：Wind 资讯。

图8 A股公司净利润和净资产增速与名义GDP增速的趋势



数据来源：Wind资讯。

表 13 A股公司净利润和净资产增速与名义GDP增速的相关系数

时间段	净利润增速和净资产增速	净利润增速和名义GDP增速	净资产增速和名义GDP增速
1994—2019	0.89	0.21	0.17
2000—2019	0.91	0.56	0.47
2010—2019	0.13	0.56	-0.30

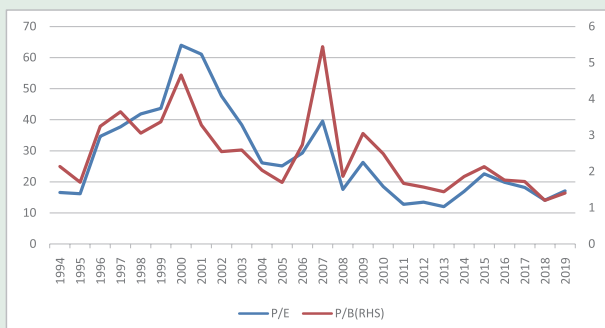
数据来源：Wind资讯。

国全市场的P/E和P/B波动十分剧烈，均值分别为35.4和2.9，标准差则分别达到了14.4和1.0；但在2010—2019年期间，P/E和P/B均值分别降至16.6和1.7，标准差也分别降至3.4和0.4。由此可见，我国资本市场的估值中枢出现了明显下移，运行也相对更加稳健。资本利得财富效应较低的重要原因包括我国资本市场长期处于降估值、挤泡沫的过程中。

四、增强我国资本市场财富效应的政策建议

纵观我国资本市场30年发展历程，资本市场财富效应虽实现了部分改进，但与国际市场相比依旧不尽如人意。如前文分析，造成这种现象的原因很复杂，这也使得提升我国资本市场财富效应成为一项长期复杂的系统工程，需要多方面同时施策，持续推进久久为功。基于

图9 A股市场市盈率和市净率趋势



数据来源：Wind资讯。

前述分析，本文认为未来至少可以从如下五个方面着力改进：

第一，着力培育一批行业成长性高、创新能力强、国际营收占比大的巨头型上市公司，奠定A股走出长牛行情的基本面基础。中国股市的龙头企业群体以大型国有商业银行和重资产央企为主，美国股市的龙头企业则是以FAAMG为代表，两个市场的龙头企业群体的行业成长性、技术和产品创新能力、产品服务可延伸的市场广度和深度均不可同日而语。美国龙头企业所在行业成长性强，技术更迭速度快，这些巨头公司凭借着出色的创新能力长期引领行业发展，在其国内乃至全球市场具有较强的话语权和定价权，有效维护了企业利润空间的成长性。未来要增强中国资本市场的财富效应，具有国际市占率的高成长和强创新型巨头型上市公司是A股市场能实现持续牛市行情的基本面基础。在提升我国基础研究硬实力的同时，需要打造出包容性的市场软环境，拓展我国企业参与国际竞争的空间。要从各方面都创造条件，形成全社会的合力，打造一批兼具高质量和高成长性的龙头上市公司群体。

第二，给定当前A股上市公司的行业特征、企业技术能力水平状况，要想方设法增厚A股上市企业利润空间。国际经验和金融理论均在强化这一论断，即企业内在价值是价值投资的基础，利润增幅是维持内在价值持续增长的前提。增厚上市企业利润空间有利于部分缓解市场对A股估值过高的担忧，进而有利于资本市场走出慢牛长牛行情。站在当前内外环境的时点上，一方面，政府部门需要转变观念，更好地约束住政府的“有形之手”，改变过去多年强势主导经济增长的做法，把更多的资源留给市场化企业。在国民收入分配结构上的具体表现为，让收入分配结构更多朝着企业和居民方向倾斜。比如，参照国际可比标准，降低企业的直接税负水平，如此可以立竿见影地增厚上市企业的利润空间。另一方面，未来政府需要承担更多的公共服务职能，通过将更多资金比例投向医疗教育等公共服务，降低企业“五险一金”等隐性的税费水平。

第三，继续多方着力，改善A股市场投资者结构。从美国资本市场发展经验来看，机构投资者和价值投资者应当成为市场参与者的主流，才有助于市场走出长牛行

情。长期以来，A股市场散户主导交易、产业资本占比过高、机构和国际投资者占比不高且影响力不强的问题一直为各界所诟病。未来可以多措并举提升内外机构投资者占比：(1)加速国内金融机构改革，将传统商业银行体系内的理财资金，通过从商业银行体系中逐步独立出来的理财子公司，参与股市投资；(2)可考虑分步规划类似“强制跟投”的规则，要求国家社保养老基金等逐步提高A股市场的持股占比，为市场其他投资者做“徙木立信”式的示范，增强其他内外机构投资者对A股市场的信心；(3)继续加大改革提升国际投资者资金自由进出便利性，进一步积极引入国际投资者。投资者结构的完善，一方面可以提高资本市场有效性，提升市场价格发现机制，降低市场波动率；另一方面，通过长期投资者选择偏好激励上市公司制定更合理的现金股利支付政策，从现金支付和合理定价两方面提升资本市场财富效应。

第四，长期坚持并落实“建制度、不干预、零容忍”的监管原则，让市场对监管规则形成稳定的长期预期。美国监管机构较少干预股市运行，但对证券违法犯罪量刑较重且从严处罚，例如，2002年《萨班斯法案》规定，任何人通过内幕交易或价格操纵在证券市场获取利益，构成证券欺诈罪，最多可监禁25年或处以500万美元罚款。借鉴美国经验，为提升A股市场财富效应，可从三个方面入手：(1)监管中立。监管部门要摒弃过度父爱主义式监管呵护，保持冷静克制的监管心态。(2)进一步推进改革夯实资本市场基础制度。加速推进注册制改革力度，加大垃圾股票的退市力度，把投资价值的判断交给投资者的同时，也有助于抑制市场频繁炒壳投机的情

绪，让市场做出优胜劣汰的选择。(3)从严从重处罚上市公司恶意违规。在新《证券法》基础上，做实对市场明令禁止的违规行为的追责。一方面，大幅提高上市公司恶意违规的成本，加大力度追究管理层的个人责任，防止市场形成“优胜劣胜”的逆淘汰机制；另一方面，探索实施集体诉讼制度，形成利益侵害追责补偿的良性反馈机制，让更多市场参与者加入到追责上市公司违规的阵营，提高市场对公司违规行为的经济追责震慑力。

第五，进一步优化当前的分红和税收制度规则。鉴于我国上市公司股利支付行为显著受到监管政策的影响，为了进一步优化上市公司股利支付行为，监管部门可从如下四方面进行优化完善：(1)降低上市公司融资分红比例，可以限定上市公司在上市当年和次年现金股利和股票股利支付数量上限，激励上市公司融资经营行为，弱化融资分红行为。(2)提高上市公司的公司治理效率。加大对以管理层侵占为代表的经营层掏空行为的打击，完善上市公司治理的监管制度。(3)增加股票股利的支付成本。在股票股利在当次利润分配中最高占比要求基础上，引入每十股送转不超过六股等规定，降低上市公司高送转占比。(4)加快资本市场税制改革，优化股利税率和资本利得税率，构建差异化的资本市场税率体系，引导投资者进行理性长期投资，增加市场短期投机行为的交易成本。 ■

[基金项目：此文由中国证券业协会2020年度优秀课题“资本市场财富效应研究”(2020SACKT017)改编；2020年广东普通高校创新团队项目“区块链和科技金融研究”(2019WTSCX080)、2020年广东省哲学社会科学规划项目一般项目“我国债券市场的风险传染与危机处理机制研究”(GD20CYJ35)、东莞理工学院“科技金融重点实验室项目”(KCYXM2019001)]

参考文献：

- [1] Jiraporn P, Kim J C, Kim Y S. Dividend payouts and corporate governance quality: an empirical investigation[J]. *Financial Review*, 2011, 4(6): 996-1004.
- [2] 侯青川, 靳庆鲁, 苏玲, 于潇潇. 放松卖空管制与大股东“掏空”[J]. *经济学(季刊)*, 2017, 16(3): 1143-1172.
- [3] 廖珂, 崔宸瑜, 谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. *金融研究*, 2018, (4): 172-189.
- [4] 刘银国, 焦健. 股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察[J]. *创新世界周刊*, 2018, (5): 80-99.
- [5] 罗琦, 李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率[J]. *经济评论*, 2015, (2): 115-125.
- [6] 宋福铁, 屈文洲. 基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究[J]. *中国工业经济*, 2010, (2): 140-149.
- [7] 宋玉, 李卓. 最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J]. *审计与经济研究*, 2007, (5): 106-112.
- [8] 王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. *管理世界*, 2007, (1): 122-127+136.
- [9] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. *金融研究*, 2012, (7): 168-181.
- [10] 肖作平. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. *金融研究*, 2010, (10): 117-134.
- [11] 肖作平, 苏忠泰. 现金股利是“掏空”的工具还是掩饰“掏空”的面具?——来自中国上市公司的经验证据[J]. *管理工程学报*, 2012, 26(2): 77-84.
- [12] 张跃文. 我国上市公司现金分红决策研究[J]. *证券市场导报*, 2012, (9): 27-32.

(责任编辑：胡卓群)