

分红新政推动投资文化的转变

基金研究中心总经理胡立峰 ✉: hulifeng@chinastock.com.cn 执业证书号: S0130511040001S0130511040001

一、事件描述:

中国证监会有关负责人 2011 年 11 月 9 日表示,为进一步督促上市公司提升对股东的回报,证监会将要求所有上市公司完善分红政策及其决策机制,科学决定分红政策,增强红利分配透明度,不得随意调整已确定的分红政策。证监会将立即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。该负责人表示,证监会正系统梳理和研究分红税收政策,推动分红税收政策合理化,增加上市公司现金分红的积极性。红利是投资者回报的最重要组成部分,是公司股票价值的决定性因素,是资本市场正常运转的基石。

二、我们的分析:

我们认为股市分红新政拉开了我国股市重大变革的序幕,意义非常重大。预计下一步还会有政策出台,对基金等机构投资者的投资方式、投资逻辑和投资文化将有重大影响。

1、郭树清主席上任伊始,就立即进行上市公司分红制度与政策的改革,表明监管部门决心改变投资者在股市上的回报方式。“所有、不得、立即”,这些字眼在过去证监会的监管政策中是很少见的。一般来说,11 月份发布政策,都会给证券行业一定时间的准备。例如 11 月 9 日发布政策,一般是次年的 1 月 1 日开始实施。但这次没有,政策发布之日即立即执行之日。这些都说明了上市公司分红制度与政策改革的紧迫性与严肃性。

2、我国上市公司主体是国有企业,尤其是上市的央企在上市公司利润中占很大比例。央企归属国资委管理,分红政策以及分红税收政策还需要财政部、国家税务总局的参与。如此重大的跨部门涉及上市公司的政策在郭树清主席上任伊始就推出,表明中央在决策中起到重要作用。

3、根据初步测算,2011 年上市公司利润大约是 2 万亿元。分红新政推开后,估算上市公司把利润的 60%即 1.2 万亿元做为红利分配给大股东和二级市场投资者,这将改变股市差价博弈的特征。如果分红新政持续 2-3 年,每年 1.2 万亿元红利分配给投资者,2-3 年可能彻底改变股市投资文化。

4、通过若干政策分析,我们判断有可能证监会及中央在资本市场上“下一盘很大的棋”:先治理上市公司,推动上市公司分红回报投资者,然后国家出税收优惠,中国版的“401K”出炉,逐步推动规模巨大的养老金进入股市。如果还是现在的差价博弈为主要回报方式的股市,那养老金是不能进入的。只有上市公司预期每年大约有 4%-5%的现金红利回报时,几万亿养老金进入后对接这些分红,不以赚取差价为目的,而是通过持续性分红来获取现金流,同时也通过持有股票资产实现长期保值增值,那就实现了股市的投资功能。

5、郭树清主席在 2003 年 12 月至 2005 年 3 月期间兼任中央汇金投资有限责任公司董事长。汇金公司由于特殊的制度安排,每年需要大量的现金回报向财政部付息。由于汇金公司持股体量巨大,很难通过买卖股票差价实现收益,因此通过大股东的身份要求控股的商业银行积极分红。

6、公募基金目前持股市值大约是 1.4 至 1.5 万亿元，保险资金持股市值大约是 1.3 万亿元，还有社保基金等。这些规模巨大的机构投资者在二级市场的回报方式仍然是股票差价收入，通过差价博弈实现收益。频繁赚取价差，一方面加剧了股价波动，另一方面持股时间短让公募基金不愿意承担买方的责任来约束上市公司。预计下个阶段在基金行业中将有分红新政的配套政策以推动基金公司投资文化的转变。养老金不会直接入市，仍然会采取社保基金一样的模式进行委托投资。公募基金行业如果建立了长期投资文化，在未来很有可能是几万亿养老金的主要管理者。

执业说明：

1、请区分基金研究与基金评价两大业务。

2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。

3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定

胡立峰，基金研究中心总经理。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格和基金评价业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>