

为什么微软决定发红利？

陈志武 /文*

发表于《新财富》2003年3月

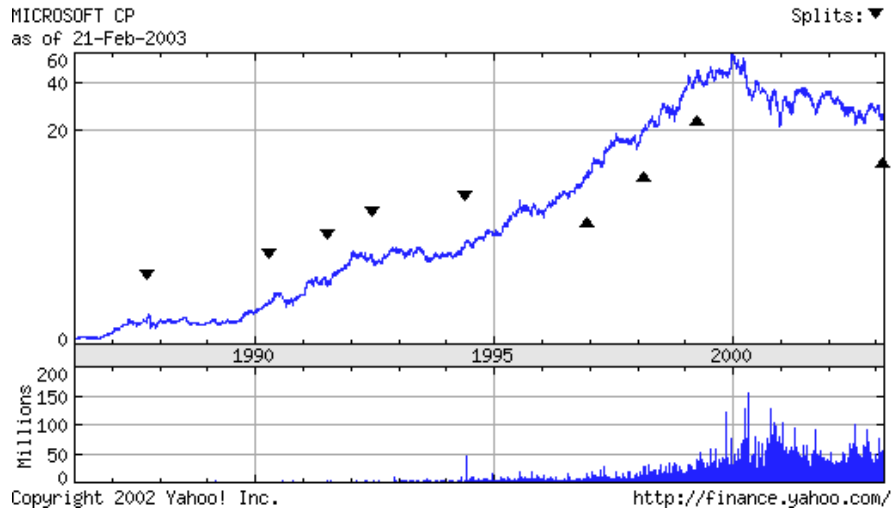
1月16日微软公布，今年开始将按每股8美分分红，此后将根据实际情况逐年调整股息。作为信息时代的旗舰公司，微软的这一决定之意义非同小可，它标志着软件行业、IT行业已进入一个全新的成熟阶段，标志着超常增长期的结束。那么，为什么微软的此举意义这么重大？其背景为何？对中国的IT业和投资者有何启示？

为什么微软现在决定分红？

微软公司于1986年6月上市，图一给出其股价在这些年的涨势。上市至今，微软从未发放过红利。尽管如此，如果1986年时把一万美元投入微软，到今天该投资则变成了223万美元。微软的成功无论从创业、投资运作，还是从现代企业管理的角度讲都是一个最经典的故事。既然微软的业务增长机会一直都这么好，各种投资项目又管理得如此成功，那么为什么今天微软决定把部分盈利发回给股东呢？——当然按最近微软每股24美元的价格算，8美分的红利仅代表0.33%的股息，实属微不足道。但是，微软即将发出去的8.64亿美元的红利（按107亿总股本计算）本来可以用于再投资，它要把这些钱发给股东这一事实本身说明：微软认为股东自己去使用、安排这些钱比微软公司去作要带来更多的价值，否则就无法解释为什么微软会决定分红。

*作者为美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授，清华大学经济管理学院特聘教授。

图一:微软上市后的股价历程



一种解释是因为美国总统布什最近推出一项刺激美国经济的方案，提出要免除股票红利的个人所得税。如果这个计划被国会通过，这必将促成微软以及其他所有公司选择尽最大可能地发放红利。实际上，如果这个方案真的通过，不仅每个公司应该将 100%的利润以红利形式发给股东们，而且这些公司应尽最大可能增发新股，然后将新募集到的资金也以红利形式发给股东们。道理很简单，按目前美国的纳税政策，股价增值稅(capital gains tax)是 20%：股价每涨 100 美元，你要交给联邦政府 20 美元；而红利的个人所得税率最高约 40%：每 100 美元红利要交给联邦政府 40 美元。因此，如果红利所得税率被降到零，没有公司会愿意让其股价上涨太多。相反地，一旦其股价涨一些，为了股东利益的最大化，公司就应该通过增发新股使其股价降低，并将新股增发融来的资金以红利发给股东，让股东以此来避税。这种避税运作通常被称为“税收套利交易”(tax arbitrage)。正是由于这种套利交易的前景，几乎没有多少经济学家认为布什的这一新税收方案会被国会通过。在美国，股价增值稅历来远低于红利所得税率，因此布什政府这次最多只能指望把红利所得税从目前的 40%降下一些，而不可能真正将其降至零。

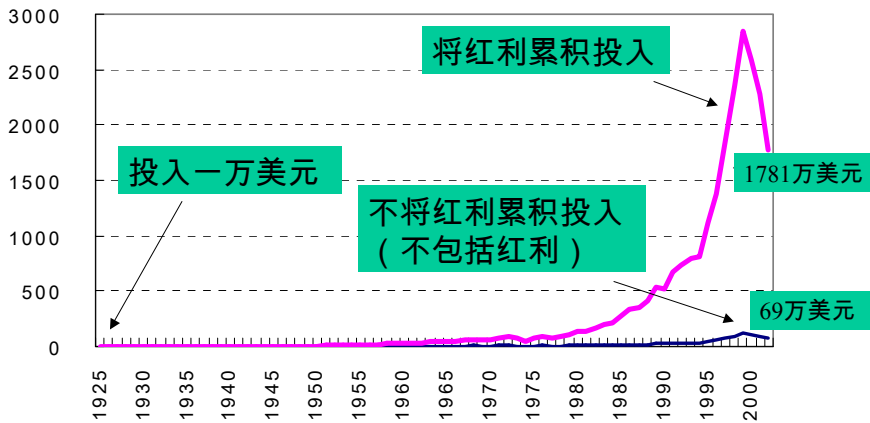
由此可见，微软的分红决策或许与近期白宫的税收新动向有关，但绝对不会是主因。那么，主因是什么呢？

美国公司以往的红利政策

为看清红利是微软和其他高科技公司近期的必然选择，有必要先了解一下红利在美国股市投资中的作用。据芝加哥的 Ibbotson Associates 公司的计算，如果在 1925 年底把一万美元投入美国标准普尔 500 指数中，并把随后每年的红利也重新投入该

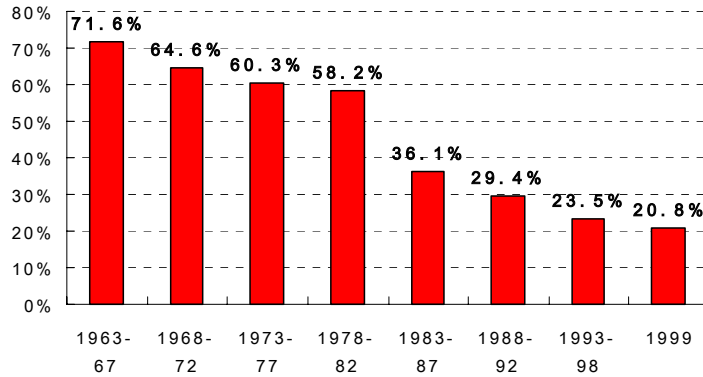
指数所代表的投资组合中，那么累计投资到去年十月底时原来的一万美元就增长成1781 万美元。可是，如果不是这些年的红利，而仅靠股价上涨来赚钱的话，原来的一万美元到去年十月只能增长到 69 万美元（见图二）。因此，红利在美国股市发展中起着关键作用：如果不是红利，股市对美国投资者的吸引力会大减。

图二：投资美国大公司股票： 有红利和无红利的差别



尽管如此，美国公司的红利政策近些年也经历了本质上的变化：从以往的侧重分红逐渐转变成侧重不分红。如图三所示，在1963至1967年间有71.6%的美国上市公司分发红利，到1978-82年间有58.2%的上市公司分红，可是到了1999年分红的公司只占有所有上市公司的20.8%：五个上市公司中约有一个公司发股息。因此，实际上美国上市公司这些年越来越不选择分红利。那么，微软的分红决策似乎是在“反潮流”，这是否更说明其决策的标志意义呢？是否标志着“高科技热”时代的结束呢？

图三：有多少美国公司分红？ (分红公司占有所有上市公司的比例)



分红比(dividend payout ratio)反映的是公司红利占总利润之比率。过去七十五年里，美国上市公司的平均分红比为 57%(每赚 100 美元，分给股东 57 美元，公司留成 43 美元)。可是，到 2000 年美国上市公司的平均分红比只有 31.78%。在 1926 年时，这些公司的平均股息率为 5.15%，但到 2000 年底平均股息则只有 1.1%。

当然，现金分红并非上市公司向股东发放利润的唯一方式。一般讲，公司利润有三种处置方式：再投资、分红、股票回购(stock repurchase)。关键是看哪种方式能给股东们带来最大的价值。股票回购是指公司用部分利润在股市上直接回购本公司早先发行的股票，其后果是使公司总股盘减小、促使股价上涨，这样一来股东们得到的不是现金红利，而是由股价上涨带来的另一种直接好处。许多公司选择既不分红又不作股票回购，而是将利润用于在自己具有较强比较优势的主业之外的扩张性投资，结果往往是毁损股东价值。

那么，到底是现金分红好，还是股票回购好呢？这是所有赢利的上市公司每年面对的问题，其答案取决于许多因素。第一个因素是投资者个人所得税率上的差别。前面讲到，目前美国的红利所得税率高达约 40%，而股价增值税率则只有 20%，这种税率差显然使绝大多数股东偏好股价上涨，而不愿得到太多的红利。也就是说，他们更希望公司通过股票回购间接向股东发放利润，而不太主张现金分红。过去七十五年中，美国的所得税法历来是如此：红利税高于股价增值稅，以此来鼓励人们作长期投资，而不是一赚到利润就将其以现金分红形式抽离股市。

第二个因素是股市对股票回购消息的反映程度：股民们是欢迎股票回购消息，还是更欢迎红利消息呢？比如，在 90 年代高科技股泡沫的岁月里股民们看重的是股价上涨，而不是现金分红。因此，当一公司公布股息分红消息时，股市更多将其看成

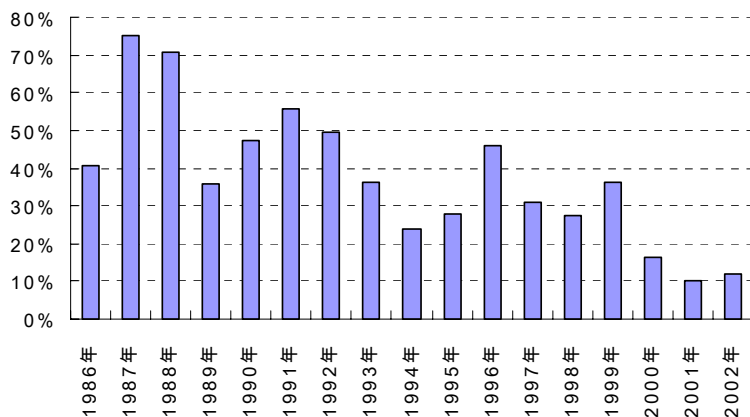
是“利坏”消息，而如果一公司公布的是股票回购消息，那么其股价会超比例地上涨。从这个意义上看，随着高科技泡沫从 80 年代到 90 年代的不断膨胀，投资者的非理性预期也越升越高，股市偏好的变化自然迫使更多的美国公司选择放弃现金分红，而更多地依靠股票回购，同时也帮助把泡沫培植得越来越大。

第三个因素是法律上的障碍。如果公司过分地进行股票回购，那么它们自然有“操纵股价”的嫌疑。这种行为有违 1934 年通过的《证券交易法》。因此，直到 1982 年美国公司较少使用股票回购向股东间接发放利润。到 1982 年，美国证监会签发了“10b—18 安全港规则”(safe harbor rule)，该规则保证：如果上市公司只是进行正常的股票回购运作，那么就不会遭到证监会以“操纵股价”罪名起诉。有了新的法规保护，美国公司随后则逐步转向股票回购，放弃现金分红。这种转变或许促成了从 80 年代到 90 年代股市泡沫的膨胀，因为股票回购会产生日益上涨的股价线图，吸引更多个人老百姓加入股民大军。相比之下，现金分红反而更易把股价往低处拉，因此不利于泡沫效应。

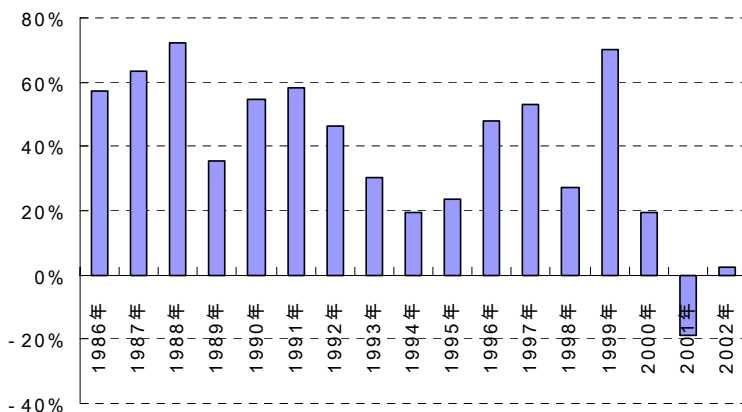
微软的分红决策

自 1986 年上市以来，微软作为计算机软件行业的巨头，其主业收入连年高速增长，1986 年增长率为 40.66%(见图四)，87 年为 75.12%，99 年为 36.34%。可是，自那以后主业收入增长率逐年下降，到去年仅为 12.13%。图五给出微软每股赢利增长率，在 80 年代和 90 年代期间利润增长率均在 20%至 70%之间。但是，到了前年，其每股赢利却下降了 18.8%，去年则只增长 2.17%，今年预计增长 1%。当然，因整个 IT 业的影响，近三年的情况或许算例外。从更长期间看，过去 5 年微软的平均利润增长率为 17%，但华尔街分析师对微软未来 5 年的利润增长预期则平均只有 13%。

图四：微软主业收入增长率 (难道能永远高增长？)



图五：微软每股赢利增长率



微软逐年下降的增长速度显然合乎常理，毕竟不可能有永远高速成长的企业。对微软而言，它去年的收入约为 322 亿美元，利润为 80 亿美元。如此庞大的公司，再实现早年的 30%、50%的持续增长速度已是不可能。因此，微软的高增长期已到尾声，接下来只能象 GE 公司那样成为一个成熟、以正常速度增长的公司。

微软的增长速度日趋正常的同时，它手头掌握的现金却越积越多。2000年6月时其现金储备约为203亿美元，2001年6月为285亿，但到去年底其手头现金则高达434亿美元。微软拿着这么多现金怎么办呢？

如前所说，第一种处置办法是扩大再投资。的确，2002年全年用于软件开发与广告的投资为43亿美元。此外，在过去一年半中微软共收购、吞并过11家公司。在过去的十年中，正值互联网热潮时，它也吞并过不少宽带网、电视电缆公司。但，至今为止，微软做的这些业务扩张性并购似乎不太成功。因此，除了集中再投资微软的品牌软件领域之外，微软还没有证明它有能力通过在主业之外的投资为其股东们创造超常价值。在当前环境下，微软似乎更不能找到可靠的、主业之外的再投资机会。

既然扩张性投资并不那么成功，那么这些巨额现金的第二种花费方式是用来回购微软股票。在过去一年中，微软共回购约40亿美元价值的股票，为近一年利润的一半。值得注意的是，在目前的股市环境下，这种股票回购运作并不成功有效。在过去一年里，如果算进2%的红利，道琼斯指数实际下跌约18%。同期内微软的股价也下跌约18%，大规模的股票回购并没有使微软股票少跌。由此可见，在高科技泡沫破裂后昔日万能的股票回购如今也失去了魔力。

在上述两种方法都无法为股东创造足够价值的情况下，微软唯一负责任的选择是将这些累积的现金分红，至少是部分分红，让股东们自己寻找适合自己的投资机会。按照已公布的每股8美分，今年微软共发8.64亿红利，这只是它手头现金的2%，是其年利润的11%。相比之下，GE将其利润的55%分红给其股东，因此，在达到GE的分红比率之前，微软还有一段长路要走。

微软的分红决策是每个对股东负责的公司适当时候所应该作的选择。当然，微软今年的红利规模确实微不足道，但其意义却很重大。对于股市投资者而言，这标志着至少微软管理层认为80年代和90年代的那种火红高科技时代已正在成为历史，高科技将继续在社会与经济中举足轻重，这一点不会改变。但，高科技公司作为一种快速致富的途径已经难以再现当年的风采。科技行业也有它成熟的时候。微软的分红决策也已引发更多科技公司在作类似的决定，例如，Qualcom已决定每股分红5美分，Oracle公司也正在作出类似的选择。那么，美国科技行业的这些转变对中国IT行业的涵义是什么呢？对中国股市投资的涵义又是什么呢？