



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

全流通环境下股权结构对 股利支付行为的影响研究

刘泽荣 / 著

QUANLIUTONG HUANJINGXIA GUQUAN JIEGOU DUI
GULI ZHIFU XINGWEI DE YINGXIANG YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

全流通环境下股权结构 对股利支付行为的 影响研究

刘泽荣 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

全流通环境下股权结构对股利支付行为的影响研究/
刘泽荣著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 7
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4688 - 2

I. ①全… II. ①刘… III. ①上市公司 - 股份制 -
研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 111137 号



全流通环境下股权结构对股利支付行为的影响研究

刘泽荣 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 7.25 印张 184000 字

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4688 - 2 定价: 26.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

自 1956 年林特纳 (Lintner) 首次开创性地提出股利分配的理论模型, 之后的几十年来, 国外学者从不同的角度、运用不同的方法对上市公司股利支付行为展开了广泛而又深入的研究, 在股利支付理论上取得了丰硕的成果并得以不断地完善与发展, 为我国的相关理论与实践奠定了坚实的基础。然而尽管文献浩荡, 但是迄今对企业现金股利支付行为的研究仍众说纷纭, 正如著名的财务学家费雪·布莱克 (Black, 1976) 所说: “我们越是努力研究它, 它就越像个谜。”从 Black (1976) “股利之谜”的提出至伯思斯坦 (Bernstein, 1996) 把 “股利之谜” 这一当今财务最引人兴趣的主题比作斯芬克斯 (Sphinx) 的误解之谜, 再至布莱德利和梅耶斯 (Brealey and Myers, 2003) 将其认为是财务领域十大尚未解决的难题之一, 反映出了股利政策问题仍然尚待深入研究。

近十几年, 针对亚洲新型国家上市公司相比西方国家尤其是英美等国上市公司在股权结构下的差异, 考察不同股权结构尤其是股权集中度 (多存在于家族企业、由银行和行业集团控制的大型国有企业) 对上市公司股利支付行为的影响吸引了大量学者的极大兴趣, 并形成了股利支付的股权结构理论。

然而, 在股权结构更加特殊的中国, 资本市场一直存在着很多奇特的股利支付行为, 如超能力派现、筹资派现、大股东恶意套现、“一毛不拔的铁公鸡”等非良性派现现象, 这使得西方学者有关股利政策的股权结构理论并不能很好地诠释中国资本市场的各种

股利支付行为。如果说西方股利经典理论中所指的“股利之谜”是产生于在西方成熟资本市场基础上对股利理论与企业股利支付行为的一种背离现象,那么,处在“转轨+新经济体”的中国资本市场则产生了一个与西方成熟资本市场完全不同的“中国股利之谜”。

本书的主要目的就是立足于当前我国股权分置改革与资本市场上市公司“异常”股利支付行为的制度背景下,揭示上市公司股权结构尤其是大股东对其股利政策的影响规律,并以此为基础试图构建我国上市公司股利政策的理论框架,为资本市场监管当局与上市公司提供切实可行的政策。因此,本书的研究结果对于丰富股利理论与规范我国上市公司股利支付行为,以及促进我国上市公司健康发展、完善股利支付的信号传递机制、提高我国资本市场资源配置效率都具有一定的理论意义与实践价值。

本书主要研究以下五部分内容:①中国上市公司股权结构特点以及股利支付行为特征研究;②全流通环境下的股权结构与股利政策的理论框架构建;③全流通环境下的股权结构与股利支付形式偏好的实证研究;④全流通环境下的股权结构与现金股利支付行为的实证研究;⑤全流通环境下的股权结构与非现金股利支付行为的实证研究。

本书的创新点主要如下:

其一,从理论层面上来讲,从股利政策的代理理论与股权结构理论研究上市公司包括股权集中度与股权属性在内的股权结构对其股利支付行为的影响,并重点分析这一影响在上市公司股份不同流通环境下的差异性,构建了一个全流通环境下股权结构与股利支付行为的基本理论分析框架。

其二,从实证分析层面讲,已有的相关研究主要从股权集中度(大股东)角度研究股权结构对现金股利支付行为的影响,相比较而言,本书加入了我国上市公司股权结构的一个重要属性——国有性质还是民营性质,并拓宽到非现金股利支付行为的考察,研究有助于全面揭示股权结构对上市公司股利支付行为的影响并为之提供

经验证据。

其三，本书以自我国证券市场成立至 2010 年上市公司的经验数据，运用统计研究方法，从支付股利上市公司板块特征、行业分布特征、时间特征、财务特征以及公司治理特征进行分析，揭示我国 20 年来上市公司股利支付行为的基本特征与规律，为解释当前我国资本市场呈现出的“异常”股利支付行为提供了重要理论支撑。

其四，本书对我国目前上市公司的股权结构的特点进行分析和总结，并对体现上市公司股权集中度的多指标面板数据进行聚类分析。基于主成分分析法及 Normal 矩阵的面板数据聚类分析反映出某个时期具体指标的绝对水平，也可以反映出某个样本具体指标发展的动态水平，因此比传统的聚类分析更能体现随时间变化及环境变化中，不同上市公司股权集中度变化趋势。

从最初的数据收集到书稿的完成，天津商业大学管理创新与评价中心为本文的研究提供了许多方便。本书的撰写也待到了张俊民教授和黄文杰教授的亲切指导，自始至终，他们为书稿指出了诸多修改之处，付出了不少心血。邵永同博士和冯花兰副教授也为本书的完成提出了许多宝贵意见，在此谨对他们及有助于本书撰写和出版的所有人员表示衷心的感谢。

由于关于股利政策的相关理论至今存在众多分歧，而且受作者的知识经验局限，尽管反复推敲全书整体框架，虚心请教有关学者并听取其修改意见，但缺点和疏漏仍然在所难免。在此，本人诚请广大读者提出宝贵意见和建议，以便今后不断完善。

作者

2014 年 2 月于天津商业大学

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题的背景及意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	5
第二节 国内外的相关研究动态	6
一、国外研究文献综述	6
二、国内研究文献综述	20
三、制度文献综述	27
第三节 本书研究的主要内容	34
一、研究内容	34
二、研究设计	38
第四节 本书研究的创新点	39
 第二章 中国上市公司股利支付行为特征研究	42
第一节 中国上市公司股利支付的基本特征分析	43
一、上市公司股利支付的板块特征分析	43
二、上市公司股利支付的时间特征分析	47
三、上市公司股利支付的行业特征分析	63
第二节 支付股利上市公司的特征分析	75
一、支付股利上市公司的收益特征分析	76

二、支付股利上市公司的治理特征分析	90
第三节 小结	93
第三章 全流通环境下的股权结构对股利	
政策影响的理论分析框架	94
第一节 我国上市公司股权结构现状分析	95
一、我国上市公司股权结构的基本情况	95
二、基于主成分分析和 Normal 矩阵的股权结构面板数据聚类分析	99
第二节 股权结构对上市公司股利支付行为影响的理论基础	104
一、股利支付的代理理论	104
二、代理理论的拓展	106
第三节 全流通环境下股权结构对股利政策影响的理论分析框架	109
一、中国资本市场股权分置改革概述	109
二、股权分置改革对中国上市公司股权结构的影响	110
三、全流通环境下股权结构对股利政策影响的理论分析框架构建	114
第四节 小结	116
第四章 全流通环境下的股权结构对股利	
支付形式偏好的影响研究	118
第一节 股权结构对于股利支付形式偏好影响的分析与假设	118
第二节 股权结构对于股利支付偏好影响的研究设计与样本选择	123
一、股权结构对于股利支付偏好影响的研究设计	123
二、样本选择	126

第三节 股权结构对于股利支付偏好影响的实证分析	126
一、描述性统计	126
二、相关分析	130
三、回归分析	132
四、稳健性检验	137
第四节 结论	138
 第五章 全流通环境下股权结构对现金股 利支付倾向的影响研究	140
第一节 股权结构对于现金股利支付倾向影响 的理论分析与研究假设	140
第二节 股权结构对于现金股利支付倾向影响 的研究设计与样本选择	144
一、研究设计	144
二、样本选择	145
第三节 股权结构对于现金股利支付倾向影响的实证分析	146
一、描述性统计	146
二、相关分析	148
三、回归分析	150
四、稳健性检验	155
第四节 小结	156
 第六章 全流通环境下股权结构对现金股利 支付水平的影响研究	158
第一节 股权结构对于现金股利支付水平影响的 理论分析与研究假设	158
第二节 股权结构对于现金股利支付水平影响的 研究设计与样本选择	163
一、研究设计	163

二、样本选择	164
第三节 股权结构对于现金股利支付水平影响的实证分析	165
一、描述性统计	165
二、相关分析	167
三、回归分析	169
四、稳健性检验	173
第四节 结论	175
 第七章 全流通环境下股权结构对非现金股利 支付行为的影响研究	176
第一节 股权结构对非现金股利支付行为的 影响分析与研究假设	176
第二节 股权结构对非现金股利支付行为影响的 研究设计与样本选择	183
一、研究设计	183
二、样本选择	186
第三节 股权结构对于非现金股利支付 行为影响的实证分析	187
一、描述性统计	187
二、相关分析	190
三、回归分析	192
四、稳健性检验	198
第四节 结论	200
 第八章 结论与展望	202
第一节 主要成果与结论	202
第二节 研究不足与展望	204
 参考文献	206

第一章

绪 论

第一节

选题的背景及意义

一、选题背景

1956年，林特纳（Lintner）首次开创性地提出股利分配的理论模型，之后的几十年来，国外学者从不同的角度、运用不同的方法对上市公司股利支付行为展开了广泛而又深入的研究。历经半个多世纪，西方学者在股利支付理论上取得了极大的完善与发展，上市公司股利支付行为研究在不同的方向上为我国奠定了极其丰富的研究成果，产生了股利无关论、“一鸟在手”理论、税差效应理论等传统股利支付理论，以及代理成本理论、信号理论、剩余股利支付理论、交易成本理论和追随者效应理论等诸多现代股利支付理论。尽管文献浩荡，但是迄今对企业现金股利支付行为的研究仍众说纷纭，正如著名的财务学家费雪·布莱克（Black）指出：“我们越是努力研究它，它就越像个谜”^[1]。从布莱克“股利之谜”的提出至伯恩斯坦把“股利之谜”这一当今财务最引人兴趣的主题比作

斯芬克斯(Sphinx)的误解之谜^{①[2]},再到布雷利和迈耶斯(Brealey and Myers)将其认为是财务领域十大尚未解决的难题之一^[3],反映出了股利政策仍然尚待深入研究。

近十几年,针对亚洲新型国家上市公司相比西方国家尤其是英美等国上市公司在股权结构下的差异,考察不同股权结构尤其是股权集中度(多存在于家族企业、由银行和行业集团控制的大型国有企业)对上市公司股利支付行为的影响吸引了大量学者的极大兴趣,并形成了股利支付的股权结构理论。该理论认为,股权结构集中的公司决策者较为集中,信息不对称程度较低,对股利传递信息的要求程度也相对较低。这也可以用来解释对于股权结构分散,主要依靠资本市场融资的英国、美国、加拿大等国公司一般倾向于采用高股利支付政策,而对于股权集中程度相对较高,主要依靠银行融资的德国、日本、韩国等国公司则更倾向于较低股利的支付政策。此外,在英美国家的大型上市公司,机构投资者通常拥有公司近一半的股票,而股利支付对机构投资者的重要性远比私人投资者要低。随着机构投资者的比例越来越高,他们对股利支付的需求较低,这使所有的公司在一段时间之后平均股利减少。事实上,法玛和弗兰彻(Fama and French)已经发现了这种现象。他们的数据显示,支付现金股利的美国上市公司比例从1978年的66.5%逐渐下降到1999年的20.8%,并称该现象为“正在消失的股利”^[4]。此后奥索波夫(Osobov)的研究进一步证实了这种现象在加拿大、英国、法国、德国和日本等其他国家也同样存在^[5]。

然而,在股权结构更加特殊的中国,资本市场一直存在着很多奇特的股利支付行为,如超能力派现、筹资派现、大股东恶意套现、“一毛不拔的铁公鸡”等非良性派现现象,这使西方学者有关

① “斯芬克斯之谜”出名自《俄狄浦斯王》。斯芬克斯是希腊神话中一个长着狮子躯干、女人头面的有翼怪兽。坐在忒拜城附近的悬崖上,向过路人出一个谜语:“什么东西早晨四条腿,中午两条腿,晚上三条腿走路?”如果路人猜不出,就被害死。俄狄浦斯猜中了谜底是人,斯芬克斯羞愧跳崖而死。后来,斯芬克斯被比喻做谜一样的人和谜语。

股利政策的股权结构理论并不能很好地诠释中国资本市场的各种股利支付行为。如果说西方股利经典理论中所指的“股利之谜”是产生于在西方成熟资本市场基础上对股利理论与企业股利支付行为的一种背离现象,那么,处在“转轨+新经济体”的中国资本市场则产生了一个与西方成熟资本市场完全不同的“中国股利之谜”。长期以来,各种数据显示中国上市公司管理层推出股利分配方案的随意性较强,不分配股利的公司比例较高,而分配股利的公司又存在超额分配行为,股利分配并不反映上市公司长期发展策略。监管层也从未制定一个既保证企业正常发展又稳定回报投资者的现金股利政策。广大中小投资者既无法准确解读上市公司现金股利政策的信息含量,也很难通过股利分配而获取较高的股利回报,这大大加大了投资者的投机行为,使其追求短期效应而忽视长期效应。如此又进一步促使上市公司更少关注投资者的回报,只把证券市场作为一个最好的“提款机”。来自 Wind 数据库的统计数据显示,近年来,我国分配现金股利的上市公司逐年增加,已从 2008 年的 52.4% 增加到 2010 年的 61%, 现金股利支付总额也响应从 0.2701 万亿元增加到 0.4929 万亿元,然而,派现金额占上市公司净利润的比率却呈现下降的趋势,3 年分别为 0.416、0.358、0.300。中国资本市场监管主体似乎对上市公司股利支付行为监管愈加紧迫。2011 年 12 月 23 日,中国证监会向保荐机构与拟上市公司下发了《关于创业板拟上市公司分红要求》,对“IPO 分红新政”作出更为明确的规定;2012 年 5 月 4 日,再次下发《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》。

显然,与西方国家相比,不完全有效的我国资本市场、不完善的公司治理机制、不健全的国家法制以及非理性的投资者等等均是形成“中国股利之谜”的重要原因,但追根究底,造成中国上市公司异常股利支付行为的深层次原因是中国上市公司独特的股权结构——股权分置。我国上市公司股权结构体现为“股权分置”和“股权高度集中”的特点。股权分置作为我国资本市场设立初期的

一种制度安排，非流通股股东与流通股股东目标并不一致的矛盾突出，代理效应因此而放大，并对上市公司股利支付行为产生重要影响。在股权分置时期，特殊的股权结构和制度基础决定了我国上市公司大股东和小股东在股权成本与利益实现形式上存在着明显的差异。相对于小股东，大股东无法分享股票价格上涨带来的好处，因此其正常的利益只有通过现金股利来实现。大股东持股比例较高的公司通常倾向于分配现金股利，它们一方面通过股权融资从中小股东那里筹得大量资金；另一方面则以现金股利的形式，合法地将其中的大部分转移到大股东手中，即“隧道效应”。不少上市公司大量现金分红的动机基于大股东利益的需要，而并非出于对中小流通股投资的回报。与此同时，我国又同时存在近一半公司未发放现金股利的现象，有的甚至有很好的盈利能力。超能力分红和从不发放现金股利的现象长期并存。

总之，在我国股权分置时代的大背景下，无论上市公司采取何种股利支付政策（高股利支付的大股东利益侵占抑或是低股利支付或从不发放现金股利），和非流通股股东相比，广大中小流通股股东均处于被忽略、被掠夺的不公正地位。可见，如果不进行股权分置改革，不从根本上变革股权结构，即使证券监管当局通过采用强化保护中小股东的措施，完善上市公司治理结构，以强化来自法律与市场对控股股东的双重约束，上市公司这种不公正的股利分配行为也不可能得到根本性的改变，进而严重影响我国资本市场的资源配置效率。为改善我国资本市场股权分置这一项重大基础制度，经国务院批准，2005年4月29日，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布正式启动股权分置改革试点工作。同年6月10日，湖南三一重工股份有限公司股权分置改革方案获得通过，第一只G股由此诞生，成为中国证券市场改革的重大突破。根据Wind数据库，截止到2007年11月30日，沪深A股共有1509家上市公司，其中已完成股权分置改革的有1262家，而沪深两市未完成股权分置改革的上市公司仅剩247家，这表

明我国上市公司股权分置改革已基本完成。面对着一个新的全流通环境，上市公司现金股利支付行为又将发生如何变化？如果在股权分置条件下，现金股利成为控股股东的一种掠夺手段，那么股改的实施会不会改变现金股利的掠夺效应呢？对于那些从不发放现金股利的公司，其股利支付行为又将有何影响？更为重要的是，股权分置改革这一中国特殊的政府行为，为本书从股权结构视角研究上市公司股利支付行为提供了重要的实验场所。这样的理论背景和制度环境，激发了本书系统地考察中国上市公司股利支付行为，以期进一步丰富“中国股利之谜”的理论文献。

二、研究意义

本书拟借鉴经典股利政策理论，深入分析股权分置改革对中国资本市场上市公司管理者股利支付行为的影响，以构建并解释我国上市公司股利政策的理论框架；在系统整理我国自沪深两市交易所成立以来的 20 年上市公司股利支付行为经验数据的基础上，总结我国上市公司尤其是股权分置改革前后其股利支付行为的特征规律及其变化；最后，运用中国 A 股资本市场的经验数据，考察全流通环境下上市公司股权结构尤其是大股东行为对其股利政策（包括现金股利、股票股利）的影响。本书研究的主要目的是立足于当前我国股权分置改革与资本市场上市公司“异常”股利支付行为的制度背景下，揭示上市公司股权结构尤其是大股东对其股利政策的影响规律，并以此为基础试图构建我国上市公司股利政策的理论框架，为资本市场监管当局与上市公司提供切实可行的政策。

因此，本书的研究结果对丰富股利理论与规范我国上市公司股利支付行为，以及促进我国上市公司健康发展、完善股利支付的信号传递机制、提高我国资本市场资源配置效率都具有一定的理论意义与实践价值。

首先，对于我国资本市场的监管者而言，本书以我国 2005 年

掀起的股权分置改革这一重大事件为出发点,考察全流通环境下股权结构尤其是大股东对上市公司股利支付行为及其动机的影响,这为监管者深刻理解股权分置改革及其制度效率提供了重要理论基础,从而进一步为其完善相关的制度与政策、规范我国上市公司股利支付行为提供参考,进而更好地保护广大中小投资者利益,促进我国资本市场的健康发展。其次,对于上市公司而言,本书的研究有助于上市公司深入理解在我国资本市场进入全流通时代后,股利政策影响因素的变化,更好地把握股利政策的相关理论,从而制定科学、合理、稳定的股利政策,发挥股利支付的信号传递效应,为上市公司提供低成本的内部资金来源和外部融资环境、树立良好的社会形象,激发投资者对于公司的长期投资热情,并最终使上市公司获得长期、稳定的可持续发展。最后,对于投资者尤其是中小投资者而言,本书通过揭示全流通环境下股权结构尤其是大股东对公司制定并实施股利政策的影响,为中小投资者提高对于上市公司现金股利政策本质的认识,帮助其判断公司股利分配行为的动机、传递的信息内涵等提供参考,进而有利于培养我国资本市场投资者的长期投资理念,增强我国资本市场的吸引力和活力。

第二节

国内外的相关研究动态

一、国外研究文献综述

融资、投资与股利政策并称为现代公司理财活动的三大核心内容。自 20 世纪 60 年代美国学者米勒和莫迪格里尼 (Miller and Modigliani) 提出“股利无关论”(即股利政策与公司价值无关)后,股利政策的相关问题就受到国内外众多学者的广泛深入的研究。股利政策 (dividend policy) 是股份公司关于是否发放股利、

发放多少、以何种形式以及何时发放的方针和政策。它有狭义和广义之分。从狭义方面来说的股利政策就是指探讨保留盈余和普通股股利支付的关系问题，即股利发放比率的确定；而广义的股利政策则包括股利宣告日的确定、股利发放比例的确定、股利发放时的资金筹集等问题。尽管西方学者从不同角度进行了大量的理论与实证检验，并提出了“一鸟在手”理论、税差效应理论、代理成本理论、信号理论、剩余股利支付理论、追随者效应理论、交易成本理论等诸多股利政策理论，但是它们无法很好地解释现实中的上市公司股利支付行为，并无法就公司股利政策的理论依据达成共识。

（一）股利无关论

股利无关理论是由米勒和莫迪格里尼在文献[6]中提出的股利政策与公司价值无关的命题，即后人所称的“MM理论”。该理论提出了5个假设条件：管理层和股东都能够获得同样的信息；不存在交易费用；税法上对公司分配的利润和留存在收益的处理没有差异；不存在公司所得税和个人所得税；公司无任何负债；公司投资政策保持不变。MM理论证明在以上假设条件下，股利政策与公司价值无关。“股利无关假说”因此成为股利政策理论的基石。但MM理论过于理想化的假设条件，与现实资本市场情况显著不同，因此其结论与现实并不吻合。首先，MM股利无关理论假设管理层和股东都能够获得同样的信息，即他们之间无信息不对称。然而，在现实的资本市场中，管理层与股东间的信息不对称普遍存在，一般来说，企业管理者往往拥有相比股东更多的内部信息。其次，MM理论假设企业可以无代价地取得外部融资，资本利得可以转化为等额的现金股利，即无交易成本的假设，这与现实中，资本市场上存在大量外部融资成本和交易成本的现象相背离。再次，MM理论假设分配利润和留存收益在税法上处理无差异，但在现实资本市场现金股利税率往往要高于资本利得的税率，投资者对