

管 理 科 学 文 库

GUANLI KEXUE WENKU

主编/成思危

股利政策 理论与实证研究

李常青/著

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股利政策理论与实证研究/李常青著

北京:中国人民大学出版社,2001

(管理科学文库)

ISBN 7-300-03853-0/F·1161

I. 股…

II. 李…

III. 股份有限公司-利润-分配(经济)-经济政策-研究

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 051110 号

管理科学文库

主编 成思危

股利政策理论与实证研究

李常青 著

出版发行:中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部:62515351 门市部:62514148

总编室:62511242 出版部:62511239

E-mail:rendafx@public3.bta.net.cn

经 销:新华书店

印 刷:涿州市星河印刷厂

开本:787×980 毫米 1/16 印张:18.25 插页 3

2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月第 1 次印刷

字数:320 000

定价:29.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

《管理科学文库》编委会名单

主 编 成思危 全国人民代表大会常务委员会副委员长，国家自然科学基金委员会管理科学部主任

副主编 陈佳贵 中国社会科学院副院长，研究员，博士生导师

汪寿阳 中国科学院管理、决策与信息系统开放研究实验室主任，教授，博士生导师

赵纯均 清华大学经济管理学院院长，教授，博士生导师

涂二明 中国人民大学工商管理学院院长，教授，博士生导师

王 霖 中国人民大学出版社社长，教授，博士生导师

编 委 (以姓氏笔画为序)

乌家培 中国信息协会副会长，研究员，博士生导师

王方华 上海交通大学管理学院副院长，教授，博士生导师

王其文 北京大学光华管理学院副院长，教授，博士生导师

王重鸣 浙江大学管理学院常务副院长，教授，博士生导师

冯正权 上海财经大学教授

甘碧群 武汉大学商学院教授，博士生导师

齐二石 天津大学管理学院院长，教授，博士生导师

吴世农 厦门大学管理学院常务副院长，教授，博士生导师

李一军 哈尔滨工业大学管理学院院长，教授，博士生导师

李京文 中国社会科学院学术委员会委员，研究员，博士生导师，俄罗斯科学院外籍院士

- 李维安 南开大学国际商学院院长，教授，博士生导师
- 李善同 国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部部长，研究员
- 杨德礼 大连理工大学管理学院教授，博士生导师
- 陈 收 湖南大学工商管理学院院长，教授，博士生导师
- 陈荣秋 华中科技大学管理学院院长，教授，博士生导师
- 周叔莲 中国工业经济联合会副会长，中国社会科学院学术委员会委员，研究员，博士生导师
- 周绍朋 国家行政学院经济学部主任，教授，博士生导师
- 郑祖康 复旦大学管理学院院长，教授，博士生导师
- 郑海航 首都经济贸易大学副校长，教授，博士生导师
- 赵曙明 南京大学国际商学院院长，教授，博士生导师
- 席酉民 西安交通大学副校长，教授，博士生导师
- 顾宝炎 上海理工大学沪江商学院教授，博士生导师
- 高 闯 辽宁大学工商管理学院院长，教授，博士生导师
- 韩伯棠 北京理工大学管理学院副院长，教授，博士生导师
- 潘承烈 中国企业联合会副理事长，教授

Abstract

Western scholars have long been probing the issue of dividend policy. They have conducted a lot of theoretical studies and empirical analyses, and put forward various theories with different ideas. However, the study of dividend policy has just begun in China. Therefore, this book tries to review the theory and empirical evidence regarding dividend policy, and perform an empirical study of the correlation between changes in dividend of the listed company and the fluctuation of the stock price, with a view to help Chinese listed companies in their decisions on dividend.

This book is divided into eight chapters. In Chapter 1 and Chapter 2, the book reviews a great deal of relevant western literature, makes an overall comprehensive analysis of and comments on the dividend policy theories through summarization of the general development of the dividend policy theories, and finds out the latest development of the research on dividend in the West.

In Chapter 3, the book analyses motives for dividends, and in Chapter 4, compares different type of dividend such as stock dividend, stock repurchase and surplus-converted stock, etc.. Chapter 5 of the book selects 144 listed companies (Among these companies, there were 142 events of dividend increase and 299 events of dividend decrease between 1995 and 1998) to test information content of dividend policy in China. Empirical result shows: (1) After announcement of a change in dividend, stock price not only changes in the same direction as the dividend, but also in a certain proportion. (2) The change in dividend of Chinese listed companies does not give the information regarding the future earning ability of the related companies, but only gives the information about the company's earning in the current year. (3) Surplus-converted stock and equity financing are very popular in China, however, the result of this study shows that the announcement of the surplus-converted stock plan or the equity financing plan produces no impact on the normal judgement of the

investors over the signal delivered by the change in the dividend.

Chapter 6 analyses the affecting factors of dividend policy in Western Countries, and China, etc.. Chapter 7 discusses corporate dividend decision, and the last chapter puts forward some suggestions for the government to perfect companies' dividend behavior.

The major contributions of this book are: First, the comprehensive exploration and comments on the development of the dividend policy theories in the West will provide a theoretical reference basis for Chinese research on dividend policy in the future. Second, the empirical study on the signal implication of the dividend in light of the actual situations in China provide an empirical basis for the government to protect the interests of stockholders and standardize the distribution of dividends, and for listed companies to make their dividend policy.



总 序

管理是生产力中的软件,只有通过管理才能将劳动者、劳动资料和劳动对象这三个要素合理地组织起来,加速生产力的发展。管理科学是研究管理中客观规律的科学,在从传统的计划经济向社会主义市场经济转变的过程中,在国有企业转换经营机制和技术改造的进程中,它都起着重要的作用。我国许多有志之士在实践中已逐渐认识到,发展管理科学是振兴中华的重要途径。

我国是古代文明的发源地之一,在哲学、文学与科学技术等方面都有过辉煌的时期,对世界文明的发展也有一定的影响。但由于长期与外部世界联系不多,特别是清朝在建立全国政权之后,厉行闭关锁国政策,丧失了吸收西方文艺复兴时期以后迅速发展的科学技术与文化(包括管理理论与方法)的机遇。鸦片战争之后虽然有向西方学习的机会,但由于长期的外侮内患,并没有对西方进行过全面、系统、深入的研究。特别是在管理科学方面,由于种种原因,长期受到忽视和轻视,直到 80 年代初才开始将学习西方管理科学和培养管理人员的任务提上日程。

国家自然科学基金委员会于1986年成立时设立了六个自然科学学部,同时还设立了管理科学组,负责对管理科学基金项目的评审和资助。1996年国家自然科学基金委员会决定将管理科学组升格为管理科学部,成为其第七个学部,并于1996年聘请我担任首届学部主任,并连任至今。五年多来,在国家自然科学基金委员会领导下和管理科学界广大专家学者的支持下,管理科学部在发展我国管理科学方面取得了较大的进展,例如构建了由重大、重点、一般和应急项目组成的资助项目体系,进一步规范了项目评审制度,建立了已完成项目的后评估制度,组织出版了《管理科学学报》等。更为可喜的是通过基金的资助培养了一批优秀的中青年管理科学家,他们将在我国管理科学的发展中发挥承前启后的重要作用。

为了反映我国管理科学的研究成就和水平,发现并支持更多管理科学界的新秀,中国人民大学出版社建议组织编著出版一套《管理科学文库》,并聘请我担任主编。我在1999年11月1日召开的第一次编委会会议上提出,《管理科学文库》应当包括我国在管理思想、管理组织、管理方法和管理手段等方面的高水平研究成果。我认为,在管理思想上,应当按照“古为今用,洋为中用,取长补短,殊途同归”的原则,总结提炼出符合我国历史传统、文化背景和社会制度的管理理念和管理理论;在管理组织上,应当在吸收国外企业重建、核心能力等经验的基础上,构建符合我国现阶段生产力发展水平,并能适应知识经济全球化趋势的组织形式和运营机制;在管理方法上,应当深入研究国外各种先进方法,并认真开展案例研究,总结我国一些企业的经验教训,在理论与实践的结合中,逐步创造出适合国家、本行业和本企业具体情况的方法;在管理手段上,要积极推广应用信息技术,重视物资、能源、资金、人力、信息等各种资源的合理配置,以达到整体优化的效果。

我在第一次编委会上还提出《管理科学文库》应当成为我国管理科学的一流著作,要定好位、选好题、找好作者;要尽力保证这套文库具有前沿性、创新性、科学性和权威性;在内容上应以工商管理为主,兼顾其他管理领域;要求尽量做到“面向企业,贴近市场,突出新意,保证质量”。

我们应当清醒地看到,为了使我国管理科学的总体水平接近和赶上国际先进水平,还需要做长期而艰苦的努力。我希望这套文库能不断坚持出版下去,作者队伍也可逐步扩大到境外的华人学者。也希望广大读者对我国首次出版的这套《管理科学文库》能给予热情的支持和严格的要求。擅我们全体炎黄子孙共同努力,为实现我国管理科学提高水平、走向世界的目标而奋斗!

戚思危

2001年6月30日



• 序

我国的证券市场目前正处于一个大改革、大发展的历史时代。在这样的时代，有许多问题值得理论工作者思考和研究，股利政策就是其中之一。通过发行股票，上市公司筹集了大量的资金，通过对这些资金的运作和管理，上市公司获得了一定的利润，那么，这些利润是留在公司进行扩大再生产还是作为回报返还给股东呢？这是理财学的三大核心内容之一，也被认为是当代理财学上的一个难解之谜。李常青知难而上，撰写了《股利政策理论与实证研究》一书，对此进行了可贵的探索。

作者的学术视野宽广，理论功底深厚，富有开拓创新精神，对当代国内外复杂纷繁的有关股利政策理论、实践成果，站在时代的高度，进行了高屋建瓴式的评述，旁征博引，言必有据，并依据其敏锐的理论洞察力和严谨的理论思维，对现有的各种理论、观点逐一地进行了科学的剖析，褒贬有度，立论精当，进而有针对性地阐述己见，独具匠心，甚见功力。在全面掌握有关股利政策理论的基础上，作者还对股利支付形式、股利的影响因素

等进行了较为深刻的阐述。

特别可贵的是，作者紧密联系我国实际，不仅步步深入地对我国股利政策信息内涵进行了严谨的实证研究，还就上市公司如何设计与选择股利政策以及政府如何规范股利分配行为、保护投资者利益提出了具体的建设性意见。

总之，本书从理论和实践两个角度，对现代理财学科的前沿问题——上市公司的股利政策进行了有益的探索，是一部起点高、功底厚、具有很大开拓性的研究专著，对组织、开拓和管理我国尚欠健全的证券市场具有理论意义和实践价值。

“天道酬勤”，作者在本书中对股利政策所做的开拓性的理论和实证研究，使作者成为我国在这一领域进行研究的先驱者之一。欣喜之余，特略书数语为序。

余绪缨

2000年11月7日

于厦门大学敬贤楼



• 目 录

引 言	1
第一章 传统股利政策理论的演变及其评价	5
第一节 股利政策概念的解释与界定	5
第二节 “一鸟在手”理论	8
第三节 MM 股利无关论	18
第四节 税差理论	28
第五节 三种理论的比较	33
第六节 实证研究	34
第二章 现代股利政策理论的演变及其评价	36
第一节 追随者效应学派	36
第二节 信号假说	50
第三节 代理成本说	75
第四节 行为学派	83
第五节 股利政策理论的总评价	87

第三章	股利分配动因研究	90
	第一节 为什么分配股利：从股票的本质说起	90
	第二节 为什么分配股利：企业财务目标	92
	第三节 为什么分配股利：FG 均衡模型	95
第四章	股利支付形式的比较研究	105
	第一节 股票股利与股票分割	105
	第二节 股票回购	115
	第三节 转增股本	128
	第四节 股利再投资计划	130
	第五节 配股	130
第五章	我国股利政策信息内涵的实证研究	137
	第一节 研究假设	138
	第二节 研究方法设计	141
	第三节 实证结果与分析	149
	第四节 研究结论	162
第六章	股利政策的影响因素分析	163
	第一节 股利政策的影响因素	163
	第二节 西方上市公司股利政策影响因素的实证研究	169
	第三节 中国香港、台湾上市公司股利政策影响因素 的实证研究	175
	第四节 我国上市公司股利政策影响因素的实证研究	178
第七章	上市公司股利政策的设计与选择	187
	第一节 股利政策的制定原则	187
	第二节 股利政策的决策内容	190
	第三节 股利政策的基本类型及其选择	194
	第四节 股利支付率的确定	199
	第五节 股利分配形式的选择	204
	第六节 上市公司股利分配方案决策分析	208

第八章	保护股东权益，规范股利分配行为·····	213
	第一节 我国上市公司股利政策现状·····	213
	第二节 我国上市公司股利分配不规范的原因剖析·····	220
	第三节 规范我国上市公司股利分配行为的政策思路·····	222
附 录	有关股利分配的法律规定·····	229
附 表	·····	244
参考文献	·····	257
后 记	·····	273



· 引 言

股利政策是现代公司理财活动的三大核心内容之一。一方面，它是公司筹资、投资活动的逻辑延续，是其理财行为的必然结果；另一方面，恰当的股利分配政策，不仅可以树立起良好的企业形象，而且能激发广大投资者对公司持续投资的热情，从而能使公司获得长期、稳定的发展条件和机会。

在西方，公司理财在依次经历了以融资理财为主的传统理财阶段和以资金合理配置与有效利用为主的综合理财阶段后，进入了以估价和股利分配为特征的现代理财阶段。^①从此，股利政策的研究成为理论研究工作者和实际工作者关注的焦点，各种观点异彩纷呈，形成了“百花齐放，百家争鸣”的可喜局面。笔者在查阅资料的过程中，发现西方有关股利政策的文献可谓不胜枚举，特别是 20 世纪 60 年代后期，北美的主要财务期刊如《财务学刊》、《商业杂志》、《财务经济学刊》和《财务与数量分析学

① 参见余绪缨：《企业理财学》，65～68 页，沈阳，辽宁人民出版社，1995。

刊》等，几乎每一期都有关于股利政策方面的文章。

然而，与当今国外学术界热烈讨论股利政策呈鲜明对照的是，我国关于股利政策的理论研究和实证分析尚未引起人们足够的重视，仍处于相对冷落的状态。经过文献检索和研究分析表明，目前国内学术界在股份公司股利政策制定方面的探索还处于起步阶段。现有的为数不多的研究成果大致上具有如下三个特点：（1）研究目标不明确。这些研究成果的研究对象大多是一般的股份公司或上市公司，而没有注意到我国股份公司产生的特殊背景。（2）研究内容不深入。这些研究成果基本上都是介绍西方股利政策的传统理论，而较少涉及股利政策的现代理论，如股利信号理论等。（3）研究方法不够严谨。与其他经济问题研究一样，这些研究成果基本上都采用定性描述方法，而缺乏定量研究方法的运用，近一两年才有几篇文章采用实证分析方法。^①理论的贫乏导致了实务混乱。由于没有科学的股利分配理论作指导，使得财务人员的实际操作没有章法可循，这就直接导致了目前我国上市公司的股利分配政策十分不规范，如股利支付水平和支付时间随意性较大、股利分配形式繁多、股利政策不稳定等。随着我国证券市场的迅速发展，股份公司急剧增多，企业的经营决策者面临着越来越多的与股利分配政策有关的财务问题，因此，股份公司迫切需要科学、系统和实用的理论研究成果做指导，以便不断克服当前股利政策制定严重依赖于公司管理当局的经验性行为的弊端。鉴于此，笔者萌发了研究股利政策的兴趣。

股利政策研究虽然早在 20 世纪 50 年代就已开始，但是迄今为止，尚未取得大家都能认同的结论，以至于股利政策研究常常让一些财务大师们无所适从。例如，按照 MM 理论，理论上股利政策与股价无关，但大量的实证结果表明：（1）股利政策对股价确有影响；“一鸟在手”理论通俗易懂且与实际生活相符，但却经不起理论推敲；（3）有的实证结果认为存在税收效应，但有的实证研究却不支持等。以致著名财务学者布莱克（Black，1976）感慨地说道：“我们越是深入地考究股利政策，越觉得它像一个谜。”^②

我在确定以股利政策为研究课题后，也常常陷于谜团困境中，所幸的是有恩师余绪缨教授的精心指导，学友们的思想交流。在他们的启发之下，笔者最后确

^① 实证分析方面的文章有吴世农、郭力实：《股利政策和股利收益率对股票价格的影响：一项实证分析》，载《中国市场经济中的企业管理》，厦门，厦门大学出版社，1998；魏刚：《我国上市公司股利分配的实证研究》，载《经济研究》，1998（6）；刘星：《股利决策新论》，重庆，重庆大学出版社，1999 等。

^② Fischer Black, "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, Winter 1976, pp.5-8.

定主要从股利信号理论角度入手研究我国上市公司的股利政策。

1. 股利政策研究起源于西方, 历经 40 余年, 留下了诸多丰富的材料。然而国内目前尚未有人对此做一系统全面的介绍。“假如我们不能了解前人的想法, 不能认识前人文章背后的思想, 不能把握他们的思路, 不能发掘这些思想之间的逻辑关系, 那么我们就有可能要迷失在错综复杂的文献里。”^① 因此, 笔者通过对大量西方相关文献的梳理, 在总结股利政策理论进展的总体脉络基础上, 对股利政策理论进行了综合性的分析与评价。本书第一章和第二章按时间先后顺序剖析和总结了股利有关论、股利无关论、税收理论、追随者效应理论、信号理论和行为理论等各种流派的起源、主要代表人物及其观点、演变过程及其相互之间的联系、实证研究方法及得出的结论, 从中探明西方股利研究的最新发展方向, 为进一步研究做好理论铺垫。

2. 当今社会进入了信息社会, 信息渗透到人们生活的每一个角落。证券市场尤其如此, 证券价格是市场上各种信息综合作用的结果。股利政策是众多信息中的一种。由于信息不对称现象的普遍存在, 公司经营者力图通过股利政策传递他们所掌握的内幕信息, 投资者通过分析股利政策中隐含的信息来研究公司的真实价值。因此, 在现代股利政策理论的形成和发展过程中, 几乎所有的学术研究都是围绕着股利信息而展开的。本书第五章借鉴西方股利理论, 采用实证研究方法, 重点探讨在转轨经济体制下我国上市公司股利政策的信号传递效应。由于股权结构、企业目标、市场环境不同, 我国股份公司的股利政策与西方股份公司的股利政策具有明显的差异。书中首先分析了我国上市公司股利政策的现状及其形成原因, 然后在总结国外研究成果的基础上, 结合我国上市公司的实际情况, 从理论上提出我国上市公司股利政策能向市场传递一定的信号, 但传递的内容与西方完全不同, 即: (1) 股利政策是一种信号, 股利的增加会导致股价的上涨, 股利的减少会导致股价的下跌; (2) 股利政策的变动与未来盈利水平无关; (3) 股利的高低与当年利润水平相关。最后, 选取沪深股市 144 家上市公司在 1995—1998 年发生的股利增加事件 142 次, 股利减少事件 299 次作为研究对象, 应用事件研究法和统计学上的 χ^2 检验、回归分析等方法对上述假设一一进行检验, 实证结果与上述假设一致。

3. 50 年来, 令财务理论界和实务界困惑不解的, 除了股利到底是否会影响公司价值外, 还有公司为什么要发放股利? 影响公司股利决策的因素有哪些? 公

^① 沈艺峰:《资本结构理论史》, 2 页, 北京, 经济科学出版社, 1999。

司应采取何种股利形式等。本书第三章、第四章和第六章在分析国外研究成果的基础上,对我国上市公司股利分配动因、股利支付形式、股利政策的特点及其形成原因等进行了较深入的剖析。

4. 导师余先生在论及治学方法时,常借以“以我为主,博采众长,融合提炼,自成一家”十六字告诫弟子。对待外国的东西,我们首先要学通、学透,然后取其精华,弃其糟粕,集百家之长,融合提炼,最终目的是要解决中国的实际问题。基于此,本书在对西方股利理论进行梳理后,应用这些理论对我国股票市场进行了实证检验,并在第七章就我国上市公司如何设计、制定和选择股利政策提出了决策思路,在第八章就政府现阶段应如何规范上市公司的股利分配行为,保护投资者利益提出了具体的建议。

本书的主要贡献是:(1)对西方股利政策理论发展所做的综合性评述,为中国今后股利政策的研究提供了借鉴性的理论基础;(2)结合中国实际情况,对股利信号内涵所做的实证检验,为政府保护股东权益、规范股利分配行为和上市公司制定股利政策提供了实证依据。