

博士



上市公司现金股利政策 与公司治理研究

*Shangshi Gongsi Xianjin Guli
Zhengce yu Gongsi Zhili Yanjiu*

罗宏 著

西南财经大学出版社

SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫



博士



上市公司现金股利政策 与公司治理研究

*Shangshi Gongsi Xianjin Guli
Zhengce yu Gongsi Zhili Yanjiu*

罗 宏 著

文库



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

上市公司现金股利政策与公司治理研究/罗宏著. —成都:西南财经大学出版社, 2008. 5

ISBN 978 - 7 - 81088 - 928 - 5

I. 上… II. 罗… III. ①上市公司—利润—分配(经济)—研究—中国②上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 029118 号

上市公司现金股利政策与公司治理研究

罗宏 著

责任编辑:张访

封面设计:大涛

责任印制:封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸:	148mm × 210mm
印 张:	8.125
字 数:	185 千字
版 次:	2008 年 5 月第 1 版
印 次:	2008 年 5 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81088 - 928 - 5
定 价:	19.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

序 一

股利政策对企业价值或股票价格是否产生影响、股利支付水平的高低主要由什么因素决定以及证券监管机构是否应当对上市公司股利政策进行必要的导向，这些问题一直是国内外财务学者们关注的热点问题。罗宏博士的力作《上市公司现金股利政策与公司治理研究》，从中国实际出发，采用规范研究与实证研究相结合的研究方法以及比较分析法和归纳分析法，对上述问题进行了深入分析，得出了客观的结论，对发展上市公司股利分配理论、维护股东权益、完善国家监管政策和推进对股利政策的实证研究都有重要的学术价值和应用价值。

本书研究的意义主要表现在以下方面：

(1) 在理论上通过对现金股利政策的不同解释理论的分析，结合我国当前公司治理水平和代理问题的现状，论证了代理理论对我国上市公司股利政策具有主要解释力，而信号理论对股利政策的解释力则较差。这一理论分析，完全符合马克思关于生产要素分配形式决定利润和利息分配形式的理论，为进一步

研究我国上市公司现金股利政策奠定了坚实的理论基础。

(2) 运用解释现金股利政策的代理理论,对我国当前代理问题和公司治理状况对现金股利政策的作用方式和影响途径进行实证分析,从实证角度明确了我国公司治理水平与当前现金股利政策之间的关系,为完善我国公司治理结构提供了数据支撑。

(3) 通过对我国证券市场建立以来不同阶段股利政策发展变化的归纳总结,分析当前现金股利政策的主要特点,客观评价现金股利监管政策调整后的实施效果,这对国家政策监管部门进一步提高对上市公司现金股利政策的监管水平有重要的实践意义。

(4) 立足我国实践,通过对现金股利政策能否表现出应有的公司治理效应进行实证检验,证明了现金股利政策能够反过来促进公司治理效应的发挥,有利于提高上市公司的价值。这一实证研究不仅具有政策意义,而且有其创新性,对我国财务学界关于股利政策的实证研究将产生积极的推动作用。

总之,罗宏博士的这本著作很好地回答了股利政策对企业价值的影响、代理关系与公司治理对股利政策的影响以及国家政策监管机构对股利政策监管的必要性等重大理论与实践问题,是我国财务学界近年来运用规范研究与实证研究相结合的研究方法来对“股利之谜”进行研究取得的重要成果。这一成果的取得,是与罗宏博士刻苦钻研的精神与严谨求实的学风分不开的。这一成果的取得,也证明了理论研究的范式是多元化的,是研究内容决定研究方法,而不是研究方法决定研究内容。对复杂经济事物的研究,要同时运用规范研究与实证研究相结合的研究范式,切不可片面强调某一种研究范式而排斥另一种研究范式,犯形式主义的错误。

祝贺罗宏博士的《上市公司现金股利政策与公司治理研究》

一书出版，预祝他今后取得更多的学术研究成果。

郭复初

2008年3月于光华园

序 二

记得 Black Fischer 1976 年在他那篇题为《The Dividend Puzzle》的著名文章中说过：我们越是认真地研究股利，越是觉得它是一个难解之谜。自从 Miller 和 Modigliani 在 1961 年提出股利无关理论以来，学术界就股利与公司价值的关系展开了广泛的讨论，学者们在股利政策的研究方面贡献了他们的智慧和精辟见解。MM 理论、追随者效应、信号理论、代理理论、行为理论等诸多解释公司股利政策的理论相继被提出，赞同与质疑同存。股利研究就在谜一样的路途中走了近三十年。

近年来，股利问题的研究也引起了我国学术界和实务界的高度关注。由于所处的发展阶段完全不同，我国公司的股利政策更加具有复杂性，其中的疑问数不胜数。为什么有许多公司选择不支付股利？为什么许多公司不愿意保持较为稳定的股利政策？前两年世界银行的一份研究报告更是引起了国内对企业收益分配问题的广泛关注。他们认为，不论是财政部、国资委还是其他任何中央政府部门，都没有从中央大型国有企业那里

分红，地方政府和地方负责管理的国有企业大多也都如此。按理说，谁出资谁受益是投资分配的基本规则，为什么这样的常规在我国就遭遇礁石呢？由此可见，在中国开展股利分配的研究具有十分重要的意义。

代理理论和信号理论是解释股利政策的主流理论。信号理论强调股利可以向投资者传递公司未来盈余的信息，降低信息的不对称程度。由于市场发育等方面的缺陷，使得信号理论在我国的适用性受到限制。本书作者认为，随着我国监管力度的不断加强，证券市场不断规范，代理理论已经成为解释现金股利政策的有效理论。

《上市公司现金股利政策与公司治理研究》凝聚了作者近年来对公司股利政策悉心研究的积淀和成果。本书在以下几个方面做出了自己的学术贡献：

其一，针对我国资本市场股利政策的种种谜团，作者试图予以澄清。本书对我国证券市场建立以来上市公司股利政策进行了较为全面的归纳总结，有利于正确认识我国当前现金股利政策的实际情况，进而对我国当前上市公司的股利政策和监管机构的有关政策作出客观评价。

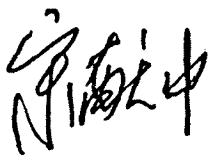
其二，在理论上，通过对现金股利政策的不同解释理论的分析，结合我国当前公司治理水平和代理问题的现状，明确代理理论解释我国上市公司现金股利政策的适用性和重要意义，为进一步研究我国上市公司的现金股利政策奠定坚实的理论基础。

其三，本书运用实证研究的方法，对现金股利政策能否表现出应有的公司治理效应进行实证检验，研究结论对我国现金股利政策所能够发挥的公司治理效应进行了充分肯定，还现金股利作为一种财务政策为提升公司价值服务以本来面目。这对于正确认识我国当前公司治理状况和现金股利政策的现状，明

确二者之间的互动关系，推进监管机构对公司现金股利政策的正确监管，保证现金股利发挥其应有的公司治理效应等具有重要的理论和现实意义。

本书力求论证充分，将实证研究与规范研究有机结合，不时闪现作者敏锐的观察力和独到的见解，其中一些观点和研究成果对于规范我国上市公司的股利行为、促进我国关于收益分配问题的研究具有一定的参考价值和指导意义。我希望这部书的出版能够进一步丰富我国关于上市公司分配问题的理论研究，为规范我国上市公司的公司治理和财务行为起到积极的作用。

罗宏是我带的博士，他给我留下的深刻印记是踏实。踏踏实实做人，踏踏实实做学问。祝愿他在未来的研究中取得更辉煌的成就！



2008年3月于暨南园

摘 要

四十多年来，公司股利政策一直是财务学研究的一个热点。为破解股利之谜，学者们提出了许多解释公司支付现金股利原因的理论，其中代理理论是目前解释股利政策最成熟的理论之一。本书基于代理理论，研究我国上市公司现金股利政策与公司治理之间的关系。

现金股利治理效应的国际比较表明，现金股利在缓解股东与经营者、大股东与小股东的代理冲突方面均能发挥相应的治理效应；通过对现金股利政策的描述，显示我国上市公司的现金股利政策已渐趋理性。从理论分析和公司治理与现金股利政策的现状来看，代理理论能够解释我国上市公司的现金股利政策。本书从现金股利分配决策和现金股利支付水平两方面就公司治理对上市公司现金股利政策的影响进行了实证检验，均得出了支持代理理论结果模型的证据；本书使用公司价值衡量现金股利的治理效应，发现现金股利的分配能够发挥公司治理效应，有益于公司价值的提升。本书的研究表明，要治理上市公

司的不分配现象，提高上市公司的现金股利分配水平，充分发挥现金股利的治理效应，优化公司治理水平、加强投资者保护是我们面临的必然选择。

关键词：现金股利；公司治理；代理理论；结果模型；治理效应

上
市
公
司
现
金
股
利
政
策
与
公
司
治
理
研
究

Abstract

Corporate dividend policies have been subjected to intensive theoretical and empirical investigation for over forty years. Scholars brought forward many theories to explain corporate dividend policy. Among them signaling theory and agency theory are the major. This paper investigates the relationship between corporate dividend policy and corporate governance based on agency theory.

After an international comparison of governance effect of dividend, my research indicates dividend can alleviate agency conflicts between not only shareholders and managers, but also large shareholders and minority shareholders. This paper reveals dividend policies are gradually becoming rational in China. Based on theoretical analysis, I conclude that agency theory provides a reasonable explanation for dividend policies in China.

Using logistic regression and multivariate regression analysis methods, the paper empirically analyzes the influence of the corporate

governance on dividend policies of listed companies from the perspective of dividend decision – making and dividend payout ratio. The results are consistent with the outcome agency model of dividends.

Using corporate value as a proxy for the corporate governance effect, my research shows that there is a significantly positive relationship between dividend and market value of the firm, which means that dividend can act as a disciplinary mechanism to reduce agency costs in China securities market. This result shows that improvements of corporate governance and minority shareholders protection enhance dividend payout and dividend effect on corporate governance.

Key Words: dividend; corporate governance; agency theory; outcome model; governance effect

目 录

摘要 1

Abstract 1

1 绪论 1

1.1 研究背景与意义 2

1.2 研究方法和两个基本约定 7

1.2.1 研究方法 7

1.2.2 两个基本约定 9

1.3 研究框架和内容安排 11

1.4 本书的特色 14

2 现金股利政策与公司治理：文献回顾与分析 15

2.1 现金股利理论及其研究进展：非代理理论的回顾 16

2.1.1 追随者效应解释 16

2.1.2 行为学解释 19

2.1.3 信号传递假说 23

2.1.4 影响现金股利政策的主要因素 26

2.2 现金股利政策与公司治理：基于代理理论的分析 27

2.2.1 代理问题与公司治理 27

2.2.2 现金股利的代理理论解释 35

2.3 现金股利政策与公司治理：我国的研究 42

2.3.1 现金股利政策的影响因素 42

2.3.2 现金股利政策的信号理论解释 44

2.3.3 现金股利政策的代理理论解释 47

2.4 小结 50

3 现金股利与公司治理效应：国际比较 53

3.1 不同公司治理模式下的现金股利政策 55

3.1.1 英美公司治理模式下的现金股利政策 55

3.1.2 德日公司治理模式下的现金股利政策 61

3.2 不同公司治理模式下的现金股利治理效应 68

- 3.2.1 英美公司治理模式下现金股利的治理效应 68
- 3.2.2 德日公司治理模式下现金股利的治理效应 72
- 3.3 小结 80

4 我国上市公司现金股利政策 的基本特征及其理论解释 83

- 4.1 样本说明 84
- 4.2 上市公司现金股利政策基本特征 85
 - 4.2.1 股利分配逐步呈现以现金股利为主的趋势 85
 - 4.2.2 中期分配与年度分配的比较 88
 - 4.2.3 现金股利支付率较高 91
 - 4.2.4 每股现金股利渐趋稳定 93
 - 4.2.5 不分配现象有所缓解,但仍然比较严重 94
 - 4.2.6 现金股利的连续性不强,但有所改善 96
 - 4.2.7 现金股利的行业特征不明显 99
- 4.3 我国上市公司现金股利政策的理论解释 101
 - 4.3.1 信号理论的限制 101
 - 4.3.2 我国上市公司代理问题的复杂性 104
 - 4.3.3 代理成本约束机制的失效或限制 105
 - 4.3.4 代理理论解释我国现金股利政策的适用性 110
- 4.4 小结 113

5 公司治理与上市公司现金股利分配决策 115

5.1 问题的提出 116

5.2 上市公司治理特征描述 117

5.2.1 上市公司股权结构 118

5.2.2 管理层持股情况 123

5.2.3 董事会特征 125

5.3 公司治理与上市公司现金股利分配决策 129

5.3.1 研究假设的提出 129

5.3.2 研究设计 134

5.3.3 实证结果与解释 142

5.4 小结 149

6 股权结构与上市公司现金股利的 U 型关系研究 151

6.1 问题的提出 152

6.2 研究假设的提出 152

6.2.1 股权集中度与现金股利支付率 153

6.2.2 股权属性与现金股利支付率 159

6.2.3 研究假设的提出 172

6.3 研究设计 172

6.3.1 样本选择与数据来源 172