

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪烁着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series

杨家新 著



公司

股利政策研究

Research on Corporate
Dividend Policy

中国财政经济出版社

24



会计学博士论丛

公司股利政策研究

杨家新
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司股利政策研究/杨家新著. —北京: 中国财政经济出版社, 2002.5

(会计学博士论丛)

ISBN 7-5005-5739-6

I. 公… II. 杨… 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 (2002) 第 026756 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dr.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

天津新华印刷一厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 11.75 印张 270 000 字

2002 年 7 月第 1 版 2002 年 7 月天津第 1 次印刷

印数: 1-3 000 定价: 25.00 元

ISBN 7-5005-5739-6/F·5047

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在弘扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在1995年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森



林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作！

2001.8.9



股利政策是公司财务的一个重要领域。从股份公司诞生之日起，股利分配便成为公司管理者与投资者共同关注的一个焦点问题。随着资本市场的形成与发展，它不再仅仅是公司内部进行资金配置的重要手段，而且已成为公司管理者调控股价、平衡各方利益的重要财务战略。同时，股利政策研究也一直受到财务学者的高度重视，财务管理界将其看作公司财务管理建设中的一个十分重要的方面。考察世界上对这一领域的研究状况，真正把股利政策抽象出来，采用科学方法进行研究的，则源于莫迪格利安尼和米勒两位学者所进行的开创性研究。两位学者关于公司股利政策的研究方法和研究结果不仅为现代股利政策研究开创了全新的天地，同时也把这一财务命题纳入了经济学的研究范畴。从某种意义上讲，股利政策研究史浓缩



于现代公司财务学的整个发展历程。而且,只要股份公司继续存在,对这一问题的探索便会永久地持续下去,并将进一步丰富现有公司财务学的研究理论与方法。

杨家新同学选择股利政策作为其博士论文的研究课题,对这一课题进行了全方位的探讨,并取得了突出的研究成果:首先,他立足于现代公司财务和金融市场的共生关系,对西方股利政策理论进行了系统深入的分析和总结,其成果具有创新性研究价值;其次,作者运用公司法原理探讨了股利分配的利润分配性质,对我国上市公司的股利分配进行了科学界定,其中不少论点与建议很值得管理当局参考;最后,作者从内部资金的优化配置角度研究了股利政策的制定,并结合国内上市公司的发展现状,对我国公司股利政策进行了全面深入的分析和评价,在研究中具有独立的见解,其见解也值得管理当局思考。

在论文的创作过程中,作者怀着极其认真的治学态度广泛研读了大量的中外文献,对股利政策理论和实务进行了反复的论证分析,历时两年半,三易其稿始得完成。《公司股利政策研究》是在杨家新同学的博士论文基础上修改完成的。本书为我国股利政策的理论研究奠定了框架,同时也为实务界制定股利政策提供了颇有见地的参考意见,是一部很有价值的财务专著。因此,我乐于为这部书作序。

郭道扬

2002年3月



内容摘要·····	(1)
导论·····	(19)
第 1 章 股利政策理论基础·····	(29)
1.1 现代西方财务学特征分析 ·····	(30)
1.2 传统股利理论与 MM 股利 理论 ·····	(52)
第 2 章 股利政策相关性研究·····	(84)
2.1 股利政策相关性之理论实 证分析 ·····	(84)
2.2 股利政策相关性之经验实 证分析 ·····	(103)
第 3 章 股利政策动因探析·····	(139)
3.1 股利政策之代理分析 ·····	(140)
3.2 股利政策之信号分析 ·····	(165)
第 4 章 股利分配制度分析·····	(199)
4.1 公司分配的法理探析 ·····	(200)



4.2 股利分配	(219)
4.3 股票回购	(234)
4.4 股票股利	(256)
第5章 股利政策实务研究	(288)
5.1 股利政策及其制定	(288)
5.2 我国上市公司股利政策分析	(308)
研究结论	(338)
参考文献	(343)
后 记	(364)



内容摘要

股利是公司以股东的持股份额为基准向股东分配的利润。股利分配是公司遵照公司法的有关规定向股东分配股利的活动。股利政策则是公司管理者以公司的市场价值最大化为基本目标,为指导公司各期的股利分配活动而制定的方法或措施,包括对股利支付水平以及股利分配方式等有关方面的策略性指导。作为公司财务政策的重要组成部分,股利政策产生于股份公司的形成时期,并随着资本市场的成熟而从原始的利润分配活动上升为以维持和促进公司市场价值为目标,充分协调股东利益和公司发展的重要手段。我国资本市场尚处于创建阶段,公司财务无论在理论还是在实务上均有待发展和完善。在这一过程中,立足我国国情,借鉴西方先进的理论和研究方法,对公司财务中的一些重大问题进行实事求是的研究是极为必要



的。有鉴于此,本文选择股利政策为研究对象,从资本市场和法制环境两个角度展开研究,旨在完善我国有关股利政策的理论研究,并为我国股利政策实务提供一些参考意见。全文共分五章,摘要如下:

第一章 股利政策理论基础

在西方,股利政策研究是贯穿公司财务研究的主线之一。为便于研究的展开,第一章首先对现代西方财务学的几个重要特征进行了分析,在大致勾画出股利政策的研究背景之后,直接切入正题。在讨论了传统股利理论向现代股利理论的转变的同时,对由MM所开创的现代股利理论研究进行了较为全面的评介,以此作为本文研究的起点。

一、现代西方财务学特征分析

现代公司财务学在几个重要方面有别于传统财务学:

(一) 趋于成熟的金融市场丰富和扩展了公司的财务职能。在20世纪二战之后,随着经济金融化的不断深入,作为公司客观环境的金融市场无论从广度还是深度上均已逐步趋于成熟。金融市场的成熟对于公司财务的影响是重大的,它使公司财务从单纯为协调生产经营而进行的筹资管理活动上升到以公司市场价值最大化为目标,对经济资源进行优化配置的资金运筹活动。

(二) MM从理论上奠定了现代财务学的基本范式。20世纪中期,莫迪格利安尼和米勒(简称MM)关于资本结构和股利政策的一系列研究直接促成了公司财务从传统研究向现代研

究的转变。MM 对于现代财务学的贡献在于,运用经济学分析方法,将公司的财务政策放在资本市场的均衡框架中进行分析,从而解决了股票的估价问题;为现代财务研究的假设条件作了全面系统的界定,使后人可以在逐步放松其假设条件的基础上发展和完善现代公司财务研究;促成了公司财务研究由规范性研究向实证研究的转化,使公司财务学成为一门可以进行实证检验的经济科学。

(三) 实证研究方法成为现代财务学的主要研究方法。在现代西方财务学中,实证方法已无可置疑地占据主导地位。它从研究方法上推动了传统公司财务学向现代公司财务学的转变,沟通了公司财务学与经济学的联系,使得大量经济理论和分析能够直接应用于财务学研究,从而促进了财务学从技术性学科向理论性学科的转化。

(四) 经济学理论的发展为现代财务学研究提供了坚实的理论基础。从对经济学研究方法的借鉴看,现代公司财务研究可以划分为两个阶段:一是从市场角度,借助于税负和交易成本等外生因素考察企业财务政策对股票价值的影响,即相关性研究;二是随着 20 世纪 70 年代信息经济学的兴起,从管理者与投资者之间的信息不对称这一内生因素来考察财务政策的制定动因及其优化模型。

二、传统股利理论与 MM 股利理论

作为公司政策的重要组成,股利政策也经历了由传统理论向现代理论转变。在 MM 的开创性研究之前,有关股利政策的传统理论通常是描述性的,还缺乏系统性研究。根据实务中的“在手之鸟”常识,传统理论主张企业应实行高股利政策,因为相对于资本利得而言,股利收入是确定已实现的,而企业



将收益留存下来用于再投资所产生的资本利得是不确定的，“一鸟在手胜于双鸟在林”，厌恶风险的投资者自然偏好现金股利。基于这一认识，传统财务学者提出了股利重要论。

MM 率先将经济学研究方法引入股利政策研究。在一系列严格的假设下，MM 展开了从确定性到不确定性、从完善市场到不完善市场、从一般非增长型企业到特殊增长型企业的系统研究。并得出，当企业投资政策既定时，股利政策与企业价值是不相关的，企业价值取决于投资活动所产生的现金流，后者由企业现有资产和未来的增长机会所产生的现金流共同构成。

MM 关于股利理论的定性解释是，企业价值取决于投资政策，而投资政策是独立于企业股利政策的。这是因为，在完善市场上，企业除了留存利润外，还可以通过发行证券进行外部融资以满足投资需求；同时，对于投资剩余的资金，可通过股票回购方式分配给股东。对于股东，在股利支付供不应求时，可以通过出售股票进行自制股利；反之，在供过于求时，可以通过再投资活动将超量股利转化为资本利得。由此，在完善市场假设下，股利政策与企业价值及股东财富均是无关的。

MM 对现代股利政策研究的贡献不仅在于提出了一种崭新的理论，更为重要的还在于为理论成立的假设条件进行了全面系统的界定，后来的研究大多是在放松这些假设条件后考察现实中的股利政策。在考虑税赋因子之后，可以检查现实世界中股利政策对企业价值的影响，即进行相关性研究；而在放松管理者与投资者之间的信息不对称之后，则可从代理理论和信号理论两个角度对管理者制定股利政策的动因进行深入分析。此外，部分学者还对诸如理性经济人假设或完全市场假设放松后的股利政策进行了研究。根据这些研究，公司管理者在优化股利政策时，需要在成本和效益之间进行权衡。股利支付的成本



包括：(1) 股利承担的税负重于资本利得；(2) 公司因支付股利将导致资金不足，需要筹集外部资金或裁减实物投资预算，由此发生的成本或损失。股利支付可能带来的效益有：(1) 投资者无须为换取资本利得而出售股份，由此将避免交易成本的发生；(2) 通过股利分配传递信号以降低投资者与管理者之间的信息不对称程度；(3) 管理者通过股利支付以降低代理成本；(4) 健全不完全资本市场中股份矢量的分布；(5) 为长期效用最大化或厌恶后悔的投资者提供行为规则。

第二章 股利政策相关性研究

股利政策的相关性研究采用了新古典经济学中市场均衡的静态分析方法，研究在股利支付水平为已知的条件下，企业市场价值是否受到影响，以及如果存在影响的话，具体的影响方式又将会是怎样的。这方面的研究一般是以 MM 完善市场假设下的股利政策不相关论为起点，考察在引入税赋或交易成本等不完善因子之后，股利政策对企业价值的影响。MM 的假设之一是，在完善市场中，股利所得与资本利得是完善替代品，因而理性投资者对这两种形式的收入不存在偏好。然而在现实世界中，股东收取股利和实现资本利得一般要缴纳个人所得税，同时资本利得的实现还要发生交易成本，因而这两种收入的完善可替代性便有可能受到影响。但是相对于税赋而言，股票转让所发生的交易成本是微不足道的，而且种类繁多，难于量化分析，因此现代公司股利政策的相关性研究多以税赋因子的引入为主。第二章拟从理论实证和经验实证两个角度对西方股利政策的相关性研究作一全面评介。



一、股利政策相关性之理论实证分析

在现实世界中,影响股利所得与资本利得是否完善替代的一个主要因素是个人所得税。就股东而言,收取等额股利与资本利得所承担的税负可能是不一样的,即存在税负的不对称问题。

在引入不对称税赋之后,股利政策研究主要涉及两个问题:其一,是否存在顾客效应;其二,公司股利政策是否仍然与企业价值无关。前一问题有待实证检验。对于后一问题,财务学者提出了三种具有代表性的观点,即税赋无关论、税赋资本化论和税赋相关论。税赋无关论认为,在美国,投资者所承担的实际税负并不是一致的,并由此而形成税因顾客;更重要的,高税级的投资者可通过个人杠杆作用抵消过重的税赋。税赋资本化论认为,公司将现金分配给股东的唯一途径是支付应税股利,公司资产的市场价值等于企业预期支付的税后股利的现值,因此未来股利所承担的税赋被资本化入股票价值,股东对于资本利得和股利所得是不加区分的。税赋相关论认为,只要资本利得税率低于普通所得税率,那么投资者以资本利得形式收取的报酬都将超过股利所得,而股东则会对高股利支付的股票要求有更高的投资报酬率。

根据税赋相关论,内部融资的机会成本低于外部融资,企业应当优先采用内部融资满足投资需求,剩余部分则使用外部融资,如内部资金在满足实物投资之后尚有剩余,则用以支付股利,由此而建立了投资剩余的股利政策优化模型。

二、股利政策相关性之经验实证分析

对股利政策相关性的经验检验主要集中于三个方面:分析

投资者投资状况，即测试顾客效应；分析除权日股价相对于股利的下跌幅度，进而测算投资者对股利与资本利得两种价值的评估；直接检验股利支付水平对股票价格或企业价值的影响。

在财务上，顾客效应是指投资者根据对企业某种财务政策的偏好与否而选择或放弃投资的现象。就股利政策而言，投资者主要考虑的是股利支付水平，对其所持态度取决于股东个人的情况，其中税赋因素具有单一性和普遍性，因而分析多集中于税赋对股利顾客形成的影响，即税因顾客。经验证据表明，高收入的投资者一般倾向于低股利收益率的股票，反之则否。但是对于股利顾客形成的原因以及税赋因子的影响方式尚不明朗。

根据 MM 理论，在完善市场中，资本利得与股利所得具有完善可替代性，因此，除权日股价下跌的幅度应等于股利的支付额。但在实务中，除权日股价下跌幅度低于股利实际支付额早已是不争的事实，问题是如何对这种填权效应作出解释。为此，财务学者作出了四种尝试：一是基于税赋考虑，建立了长期投资者在除权日前后出售股票的静态均衡模型；二是基于交易成本考虑，提出了短期投资者在除权日附近买进或卖出股票的动态交易策略；三是基于无套利机会假设，分析了短期交易者的股利捕获行为；四是根据市场的微观结构理论，从除权价格的形成机制进行了解释。这些解释有助于人们从不同角度来理解股利的除权效应。

股利政策相关性的直接检验是测试股利支付水平对股票价格影响，这方面的研究主要集中于对三个典型理论的检验：一是关于传统股利重要论的检验，这种观点未得到经验证据的支持；二是关于股利政策无关论的检验，这方面的证据不足；三是关于税赋相关论的检验，这方面的证据较为充分，但是对于