



第四辑

三友会计论丛

SUNYAO ACADEMIC SERIES OF ACCOUNTING

中国上市公司股利分配问题研究

A Study on Dividends Payout of China Listed Companies

魏 刚 著



东北财经大学出版社

DUFEP Dongbei University of Finance & Economics Press

三友会计论丛·第四辑

中国上市公司 股利分配问题研究

魏刚 著

东北财经大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股利分配问题研究/魏刚著. —大连: 东北财经大学出版社, 2001.8

(三友会计论丛·第四辑)

ISBN 7-81044-883-8

I. 中… II. 魏… III. 上市公司-股利-分配-
(经济)-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 028555 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总 编 室: (0411) 4710523

营 销 部: (0411) 4710525

网 址: <http://www.dufep.com.cn>

读者信箱: dufep@mail.dlptt.ln.cn

东北财经大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

开本: 787 毫米 × 960 毫米 1/16 字数: 251 千字 印张: 14 插页: 2

印数: 1—3 000 册

2001 年 8 月第 1 版

2001 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 邵雪梅

责任校对: 毛 杰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 单振敏

定价: 24.00 元

12080104

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及

新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。
自 1997 年起，本论丛每年推出一辑。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

- 谷 祺 东北财经大学会计学院教授、博士生导师
欧阳清 东北财经大学会计学院教授
冯淑萍 财政部会计司司长、会计准则委员会秘书长、教授
李志文 美国杜兰大学商学院讲座教授、副院长, 香港科技大学教授
韩季瀛 北美华人会计教授会会长、香港科技大学教授

委员 (以姓氏笔划为序):

- 马君梅 台湾东吴大学商学院院长、教授
王立彦 北京大学光华管理学院会计系主任, 教授、博士、博士生导师
王光远 福建省审计厅副厅长, 厦门大学会计系教授、博士、博士生导师, 中国中青年财务成本研究会副会长
王化成 中国人民大学会计系副主任, 教授、博士、博士生导师, 中国中青年财务成本研究会副会长
刘永泽 东北财经大学会计学院院长, 教授、博士、博士生导师
刘志远 南开大学国际商学院副院长、会计系主任, 教授、博士
刘明辉 东北财经大学津桥商学院院长, 教授、博士、博士生导师, 中国中青年财务成本研究会常务副会长兼秘书长
刘 峰 中山大学管理学院教授、博士
孙 铮 上海财经大学会计学院教授、博士、博士生导师
宋献中 暨南大学管理学院副院长、会计系主任, 教授、博士、博士生导师
李 爽 中国注册会计师协会副秘书长, 中央财经大学教授、博士生导师
张为国 中国证监会首席会计师, 上海财经大学教授、博士、博士生导师

师

- 张龙平 中南财经政法大学会计学院副院长，教授、博士、博士生导师
张先治 东北财经大学会计学院教授、博士、博士生导师，三友会计研究所所长
张俊瑞 西安交通大学会计学院副院长，教授、博士
何顺文 香港中文大学会计学院院长，教授、博士、博士生导师
杨雄胜 南京大学国际商学院会计系主任，教授
陆正飞 北京大学光华管理学院教授，博士、博士生导师
陈毓圭 财政部会计司巡视员、会计准则委员会副秘书长、中国中青年财务成本研究会会长，财政部财科所研究员，博士、博士生导师
陈国辉 东北财经大学教务处处长，教授、博士、博士生导师
陈建明 天健会计师事务所首席合伙人、博士，中国中青年财务成本研究会副会长
陈信元 上海财经大学会计学院院长，教授、博士、博士生导师
陈 敏 天津财经学院会计系教授、博士、博士生导师
周守华 中国会计学会副秘书长，教授、博士
罗 飞 中南财经政法大学会计学院院长，教授、博士、博士生导师
郑振兴 美国休斯敦大学教授、博士
赵德武 西南财经大学会计学院院长，教授、博士、博士生导师
夏冬林 清华大学经济管理学院会计系教授、博士、博士生导师
秦荣生 国家会计学院副院长，教授、博士、博士生导师
徐林倩丽 香港城市大学会计系主任，教授、博士
黄世忠 厦门天健会计师事务所主任会计师，厦门大学教授、博士
谢志华 北京工商大学校长助理，教授、博士
蔡 春 西南财经大学会计学院副院长，教授、博士
薛云奎 中国会计教授会秘书长，上海财经大学会计学院教授、博士、博士生导师
魏明海 中山大学管理学院院长，教授、博士、博士生导师
戴德明 中国人民大学会计系教授、博士、博士生导师

作者简介

魏刚，男，1975年9月生于四川省眉山市。1997年毕业于四川化工学院管理系，同年以优异的成绩成为上海财经大学会计学院硕士研究生，师从我国著名会计学教授尤家荣博士，1999年取得管理学（会计学）硕士学位。2000年3月又考进上海财经大学会计学院攻读博士学位，研究方向为财务会计理论，师从我国著名会计学家、中国证券监督管理委员会首席会计师张为国教授。作者曾参加过多项国家级课题研究，先后在《经济研究》、《中国会计与财务研究》、《经济科学》、《经济学家》、《中国工业经济研究》、《财经研究》等期刊上发表学术论文30余篇。并从1999年起担任《中国会计与财务研究》的匿名审稿人。当前研究兴趣主要集中在股利理论、公司治理等方面。

序

短短的十年，中国证券市场从无到有，从小到大，今天已成为中国经济生活中的重要组成部分，并在我国的经济建设中发挥着积极的作用。截至2000年12月31日，中国境内外上市公司达到1211家，境内股票市价总值达4.8万亿元，比1999年增长81.7%。此外，中国公众参与股票投资者越来越多，在深、沪两市投资的开户数已达5801万户，比1999年末增长29%。

国外有媒体曾评价道，中国股市十年的发展之路相当于外国股市百年的历程。证券市场在我国国民经济中占有举足轻重的地位，已是不争的事实。在充分肯定我国证券市场取得的巨大成绩的同时，我们也应该清醒地看到，我国证券市场还十分年轻，还存在许多问题。与成熟市场相比，我国证券市场在立法、监管、规范等方面还有待进一步加强，有许许多多的问题亟待研究解决。上市公司的股利分配就是其中一个值得关注的领域。

2000年11月6日，中国证监会副主席范福春在第六期上市公司董事培训班上指出，上市公司的不分配现象愈演愈烈，已经引起了广大投资者的不满和监管机构的充分关注。不分配现象的蔓延，不利于投资者树立信心，也不利于上市公司的规范、稳健运作。这再一次引发了人们对股利分配的大讨论：上市公司应该制定什么样的股利政策？影响股利政策的主要因素是哪

些?为什么要分配现金股利?为什么要分配股票股利?为什么不分配现象越来越严重?股利与盈利有什么关系?监管机构应该怎样引导上市公司的股利分配?等等。

股利理论研究是一个很大的题目,在我国学术研究中也是一块处女地,深入研究者不多。其实在西方,尤其在美国,股利理论研究已作了数十年,积累了大量的成果。早在1956年,Lintner的开创性研究便揭开了股利理论研究的序幕。1961年,Miller和Modigliani提出了著名的“股利无关论”。从此,在西方,股利理论成为财务和会计理论界的一个热门课题。经过40多年的发展,西方股利理论已经在不同的角度得到了很大的发展。

由于历史的原因,我国学术界对股利理论的研究十分贫乏。随着我国证券市场的蓬勃发展,上市公司逐渐增多,为股利理论的研究提供了丰腴的土壤。我欣喜地看到,魏刚博士选择了股利理论作为其攻读博士学位期间的一个主要专题,辛勤耕耘,得瓜得豆。

本书在回顾西方股利理论研究的基础上,运用大量的实证研究方法,并结合问卷调查,从理论和实务上全面而又深入地研究了中国上市公司的股利分配问题。作者旁征博引,在广泛收集大量数据和资料的基础上,提出了一个鲜明的观点:中国上市公司不分配现象愈演愈烈的根本原因,是我国上市公司治理结构的不完善,股权结构的不合理所造成的。

本书作者首先简要地回顾了西方40多年来股利理论的发展,并对此进行相应的评述。接着讨论了股利政策的有关问题,给股利政策下了个定义,并提出了投资融资性的股利政策、负债融资性的股利政策、权益融资性的股利政策的概念。随后,作者分析了上市公司分配现金股利的主要原因,讨论了现金股利和公司股票的内在价值关系,并运用中国上市公司的经验数据对现金股利问题进行了检验。接着,作者还深入研究了股票回购的相关问题。虽然说股票回购并不属于股利分配的一种方式,但是在西方,不少公司把股票回购作为现金股利的一种替代。作者在分析股票回购的理论基础上,对其动机、方式进行了全面讨论,并对中国上市公司实施股票回购的必要性和可行性进行了剖析。其后,作者探讨了股票股利、股票分割和转增股本。从理论上讲,不管是股票股利、股票分割还是转增股本,其结果仅使股东手里多了几张股票而已,但是却有不少中国上市公司热衷于发放股票股利或进行转增股本。作者在比较了当前流行的几种理论的基础上,结合中国上市公司的

实际情况，分析了股票股利和转增股本，并对实行股票分割的现实意义进行了探讨。

作者随后从公司治理的角度出发，结合上市公司的股权结构，分析了我国愈演愈烈的不分配现象，并提出了一些较为可行的政策建议。基于持久盈利与股利政策的相关关系，作者首次提出并证明了企业是根据持久盈利而不是现在可分配收入来决定其股利支付水平。作者指出，所谓持久盈利即企业现在可分配收入和未来可分配收入的近似现值，并在此基础上，提出了“股利等价命题”。作者在用中国证券市场的经验证据检验股利信号传递模型时，发现中国上市公司的股利政策受其持久盈利的变化所驱动，从总体上来看，中国上市公司在决定其股利政策时考虑了持久盈利，股利政策可以作为一个信号，向投资者传递公司持久盈利的信息。根据股利变化与盈利变化的关系，作者发现中国上市公司股利的增加反映了当期及未来盈利的增长，股利的减少反映了未来盈利的减少，股利类型的不同，其传递的信息存在着一些差异。作者把股权结构和代理成本结合起来分析我国上市公司的股利分配行为，结果表明，在国家股控股和法人股控股的上市公司中，国家股和法人股比例越高，股利的支付水平越大。最后，作者对中国上市公司的股利分配问题进行了问卷调查，结果得出了一些有趣的结论。

本书力求论证充分，实证与规范有机结合，不时闪现作者敏锐的观察力和独到的见解，其中一些观点对于规范我国上市公司的股利分配行为具有一定的指导意义和参考价值。我希望本书的出版，能对我国财务会计理论研究和证券市场的发展起到一定的促进作用。

汤云为

2001年4月18日



前言

1956年美国著名学者 Lintner 的开创性研究，揭开了股利理论研究的序幕。1961年，Miller 和 Modigliani 提出了著名的“股利无关论”，标志着股利理论研究进入了一个崭新的时代。经过 40 多年的发展，西方股利理论已经在不同的角度得到了很大的发展。

由于历史的原因，我国学术界对股利理论的研究十分匮乏。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所的建立，揭开了我国证券市场的序幕。截至 2000 年 12 月 31 日，中国境内外上市公司达到 1 211 家，境内股票市价总值达 4.8 万亿元，在深、沪两市投资的开户数已达 5 801 万户。这为我国广大学者研究财务理论，尤其是股利理论提供了极好的舞台和机遇。不过，我国上市公司的股利分配从一开始就带有浓厚的中国特色，“三多一少”——股票股利多、转增股本多、不分配多、现金股利少——十分明显，这决定了研究中国上市公司的股利分配问题不能完全照搬西方的那一套。

本书内容分为十二个章节。第一章是导言，主要介绍了本书的研究背景、研究问题、研究方法，以及得出的主要结论和本书的创新之处。第 2 章简要地回顾了西方股利理论，把西方股利理论的发展分成了两个阶段，并相应地分成两个主要学派。第 3 章是股利政策概述，在本章中，主要讨论了股利政策的有关问题。在通常情况下，公司可以制定投资融资性的股利政策，或负债融资性的股利政策，或权益融资性的股利政策。当我们假定企业的投资支出在一定的情况下，企业发放股利的可能来源有两个——或增发新股，或对外举债。因此可以这样来定义股利政策，它是企业一只手留存盈利，而

另一只手支付现金并在发放新股票或对外举债之间的一个权衡。然而在实际生活中,影响公司管理当局制定股利政策的因素很多,包括系统的和非系统的因素,其中有些因素是公司管理层能够控制的,有些因素是不以他们的意志为转移的。在实务中,稳定的股利政策成为主流。在本章中,我们还分析了零增长模型、不变增长模型和多元增长模型,其中多元增长模型在实务中运用的比较广泛。

第4章主要讨论了有关现金股利的问题。一般说来,上市公司发放现金股利主要有三个原因:投资者偏好、减少代理成本和传递公司的未来信息。现金股利和企业股票的内在价值有什么关系,在理论上主要有两种观点,即MM模型和Gordon—sharp模型。前者认为,在完美的市场条件下,现金股利的支付水平与股票的价格无关;后者则把公司分为三类,认为普通型公司的现金股利的分配与其股票价格无关,而增长型和衰退型公司的现金股利的支付则会影响企业的股票价格。从实证检验的结果来看,现金股利对公司股票价格的短期影响比较明显,而对股价的长期影响并不是很显著。从中国上市公司的情况来看,现金股利的发放存在一些明显的特点。多元回归结果表明,国家股和法人股比例越高,现金股利的支付水平越大,流通股比例越高,现金股利的支付水平越低。因此,我们从统计的角度证明了国家股和法人股股东偏好现金股利,而流通股股东却不大喜欢现金股利。

第5章主要探讨了股票回购的相关问题。上市公司进行股票回购往往出于不同的动机。国外对于股票回购的法律规定可分为两种:一是允许股票回购,以美国为代表;二是原则上禁止,但也有例外规定,以德国、日本为代表。在中国,原则上是不允许上市公司回购本公司的股票,如要回购,只是作为一种减资的手段,并且不允许库藏股票。股票回购的方式较多,常用的有五种:公开市场收购、现金要约收购、可转让出售权、私下协议批量购买和交换要约。实证研究的结果表明,不同的收购方式,向市场传递的信息则不同。由于中国上市公司股权结构的特殊性,决定了进行股票回购的必然性和必要性。要开展股票回购,比较可行的是收购国家股。不过,中国上市公司要进行股票回购,还需要对《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)进行相应的调整,要防止上市公司用股票回购来进行内幕交易,保护股东和债权人的利益不受损害。

第6章主要研究了股票股利、转增股本和股票分割的有关问题。从理论上讲,不管是股票股利还是股票分割,其结果仅使股东手里多了几张股票而已,但是却有不少上市公司热衷于发放股票股利或进行股票分割。在中国,股票股利的发放呈现出一些显著的特征。上市公司的股票股利的发放比例较

高,分配股票股利的公司所占比例逐年下降。多元回归结果显示,流通股股东比较偏好股票股利,而国家股股东和境内法人股东对股票股利兴趣不大。转增股本成为中国证券市场的一个特色,很多上市公司把转增股本当做股票股利的一种替代或补充,转增股本也受到投资者的青睐。在中国证券市场成立初期,一些上市公司的面值过高,在1992年先后进行过股票分割。在当前,虽然监管部门暂不允许上市公司对其股票进行分割,但对于降低有些公司的股票价格和增加股本规模来说,股票分割还是有一定的现实意义。

第7章从公司治理的角度出发,结合上市公司的股权结构,分析了愈演愈烈的不分配现象。研究发现,在全部样本组中,国家股比例和法人股比例越高,上市公司分配股利的概率越大;相反,国家股比例和法人股比例越低,上市公司分配股利的概率越小。这至少从统计意义的角度表明,我国上市公司是否分配股利,在很大程度上是由控股股东所决定。

第8章主要讨论了持久盈利与股利政策的相关关系。对于追求股东财富价值最大化的企业来说,它将试图维持完全稳定的股利支付路径,企业对稳定股利的偏好胜过对不稳定股利的偏好。持久盈利是企业现在可分配收入和未来可分配收入的近似现值,企业是根据持久盈利而不是现在可分配收入来决定其股利支付水平的。当持久盈利受到暂时冲击时,公司经理通常不会改变公司的股利政策。当持久盈利受到持久冲击时,公司经理往往会增加或减少股利的支付水平,甚至不分配。只要税收的现值保持不变,税收在时间过程的变化,不会影响股利的跨时期支付路径,公司的股利政策与税收的增减变化无关。当然,在现实经济生活中,股利的支付并不一定会遵循持久盈利的变化路径。

第9章主要利用信息经济的信号传递模型,来研究中国上市公司股利政策所传递的信号。对于追求效用或价值最大化的投资者来说,他们会关心公司的股利政策,投资者通过对企业股利政策的理解和判断,来修正自己对公司持久盈利的预期,从而决定其投资决策。研究结果表明中国上市公司的股利政策受其持久盈利的变化所驱动,从总体上来看,中国上市公司在决定其股利政策时考虑了持久盈利,股利政策可以作为一个信号,向投资者传递公司持久盈利的信息。

第10章主要研究了股利变化与盈利变化的关系。在本章中,我们发现,股利的增加意味着当期及未来盈利的增长,股利的减少意味着未来盈利的减少。股利类型的不同,其传递的信息存在着一些差异。从总体上来看,中国上市公司的经理在决定股利政策时,在一定程度上依据了持久盈利的变化情况。

第 11 章从股权结构和代理成本的角度来分析我国上市公司的股利分配行为。我们发现,在国家股控股和法人股控股的上市公司中,国家股和法人股比例越高,股利的支付水平越大。和 Easterbrook (1984) 研究结论一样,我国上市公司大股东通过支付股利来减少代理成本。而流通股控股的上市公司中,国家股和法人股比例与股利的支付水平存在负相关关系。我们还发现中国上市公司的确存在当年利润多,则多分配股利;当年利润少,则少分配股利的现象,即当期盈利水平与股利支付水平存在正相关关系。此外,我国上市公司有分配“负债融资性现金股利”的可能。

第 12 章对中国上市公司股利分配的问卷调查结果进行了分析,并得出了一些非常有趣的结论。

最后,笔者要衷心感谢对此书的酝酿、写作和出版给予关心与帮助的良好师益友。没有他们的努力,本书的出版是不可能的。

本书可能存在的疏漏和错误,欢迎各位来信指正,笔者的电子信箱是 sufewei@sina.com。

魏 刚

2001 年 4 月 18 日

目录

1 导言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究问题	2
1.3 研究方法	4
1.4 主要结论与创新之处	6
2 西方股利理论：概览与述评	9
2.1 古典学派：股利是否影响企业的价值	10
2.2 现代学派：不断完善中的理论	12
2.3 小结	18
3 股利政策概述	20
3.1 如何认识股利政策	20
3.2 企业如何制定股利政策	22
3.3 各种股利政策的比较	29
3.4 股利政策与股票的内在价值	32
3.5 小结	35
4 现金股利	37
4.1 为什么分配现金股利	38
4.2 现金股利与股票价格	40
4.3 中国上市公司现金股利分配概况	44
4.4 研究假设	48

4.5	模型与变量解释	52
4.6	实证研究结果与分析	53
4.7	小结	59
5	股票回购	60
5.1	股票回购的理论基础	61
5.2	股票回购的动机	68
5.3	股票回购的方式	71
5.4	股票回购的法律规定	73
5.5	中国上市公司应用股票回购的分析	76
5.6	小结	90
6	股票股利、转增股本和股票分割	91
6.1	为什么要分配股票股利和进行股票分割	92
6.2	对现金股利的影响	95
6.3	相关文献回顾	96
6.4	中国上市公司股票股利的分配情况	100
6.5	研究假设	102
6.6	模型与变量解释	103
6.7	实证研究结果及分析	104
6.8	关于转增股本	110
6.9	中国上市公司进行股票分割的现实意义	113
6.10	小结	115
7	不分配现象透视	117
7.1	不分配现状	118
7.2	股权结构状况	119
7.3	研究问题	122
7.4	模型与变量释义	123
7.5	实证研究结果及分析	124
7.6	政策建议	129
7.7	小结	129
8	持久盈利与股利政策	131
8.1	一个两时期模型	132
8.2	多时期模型	132
8.3	股利等价	134
8.4	小结	135