

师范大学跨世纪学术著作出版基金资助

# 中国上市公司 股利政策论

蓝发钦 著



*Kuashiji*



---

# 中国上市公司 股利政策论

蓝发钦 著

---

华东师范大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司股利政策论/蓝发钦著. —上海:华东师范大学出版社, 2001. 1  
ISBN 7-5617-2385-7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 49810 号

责任编辑 施有文

封面设计 陆震伟

## 中国上市公司股利政策论

蓝发钦 著

---

华东师范大学出版社出版发行

(上海中山北路 3663 号 邮政编码 200062)

<http://www.hdsbook.com.cn>

新华书店上海发行所经铺

华东师范大学印刷厂印刷

开本 890×1240 1/32 印张 7 字数 185 千字

2001 年 1 月第 1 版 2001 年 1 月第 1 次印刷

印数 001—3,500 本

---

ISBN 7-5617-2385-7/F·088

定价:18.00 元

# 序

在进入 21 世纪之际,没有多少人会怀疑市场经济导向的现代企业制度较之于传统计划经济导向下的纯国有国营企业制度的市场生命力优势和竞争优势了。可惜中国经济在 20 世纪后半期绕了如此之大的一个圈子,才终于逐步回归到了世界公认的经济运作模式,当然包括企业运作模式上来。

这种回归,并不是在一张白纸上构建新的图画,而是在一张已经涂满了内容(传统的、已经存在的经济制度)的画纸上再努力修改、努力更新的过程。其代价之大,社会资源耗费之巨,超出任何人的善意想象,也更加呼唤各方人士为积极促进这一过程而作出贡献。蓝发钦博士的《中国上市公司股利政策论》专著,正是这种贡献中小小的,但是卓有成效的一个部分。

之所以称为卓有成效,因为这本专著是一项严谨的专业研究的成果。以公司股利政策为主题,经过详尽的资料占有、观点归纳、比较分析,通篇呈现出理性、科学和注重应用的特点。据我所知,这应该我国这方面研究中具有一定开创性意义的著作。市场经济本来就要求的是理性和专业,而绝不是计划经济的那种感性和豪情。本书的专业性论述和分析一定会对有志于或已投身于公司运营的人士有所教益。

之所以称为卓有成效,还因为本书对公司股利政策这一极具应用性特征的题目,透彻入里。作者广征博引,既让读者见识了国际经济学界各位大师对这一主题的经典论述,又了解到美、日、欧等工业发达国家的代表性做法,还深入分析了中国以上市公司为代表的企业的已有实践。通读之后,应该可以使有心人士具备较全面和深入的理解。

之所以称为卓有成效,更因为作者发挥出自身专业知识结构的特点,有定性分析,又有定量分析,这就使其分析结论更具实际价值。显然由于中国的现代企业制度还只是刚刚起步,今后需要更多的类似本书的研究,因此,本书的研究特点,有助于为今后的同类研究提供更好的基础性平台。

蓝发钦博士数年寒窗,以这一研究成果奉献给正在实施经济转型、步履艰难的中国经济,可喜可贺。更加有意义的是,哪怕以我的个人经验,与 10 年前相比,现在年轻一代学者越来越注重中国经济运行中微观层面问题的研究。而市场经济良性运行机制的形成,正是需要对繁杂的微观层面但又极具应用价值的问题的解决。这些问题的解决难以从政府获得答案,更应该从参与经济运作和研究中得到答案。从这个角度而言,可以期望这类的研究成果将会越来越多的。

陈 琦 伟

上海交通大学管理学院教授、博士生导师

2000 年 5 月

# 引 言

股利政策作为公司财务管理的三大政策之一,一直是现代西方公司财务管理中的一大难题:税后利润究竟作为股利分配给股东好呢,还是留在企业作为企业内部积累好?究竟采取哪种形式支付股利更有利于公司发展?在什么时候发放股利为最佳时机?诸如此类的一系列问题至今未有统一的说法。不过,近几十年来,越来越多的金融专家投入股利政策的理论和实证研究,却已清楚地显示出股利政策在公司发展中的重要地位。中国股份制改造已有相当一段时间,但由于长期以来中国企业财务观点淡漠,在公司财务管理决策的过程中存在着许多不规范而亟待解决的问题,股利政策就是其中之一。本书就公司股利政策问题从三个方面展开论述:其一,股利政策是否影响公司价值?其二,股利政策是通过什么传导机制影响公司价值的?其三,对于不同类型的公司应如何选择适度的股利政策以达到公司价值的最大化?

从 20 世纪 60 年代开始,股利政策便成为海外金融专家讨论的热点问题之一,其热度至今未见消退。所有讨论源起莫迪格里安尼和米勒在资本市场完备条件下给出的股利无关论。尽管两位 M 先生所作的资本市场完备假定太过于苛刻,但为后来股利研究奠定了严格、科学的理论基础,后来的金融专家对股利无关论的发展主要从放宽其中的假设条件着手的。股利理论的另一重要分支源自于对实证结果的解析。金融专家通过对公司股利行为的经验研究,发现两大困惑:即既然投资者股利收入的税率明显高于投资收益的税率,为什么公司每年还都支付较高的现金股利?为什么公司在支付大量股利的同时,或几乎同时,再通过金融市场筹集资金以敷投资之需?这样做对公司本身、投资者而言是双重不利的。客户效应理论和股利

显示信息理论分别从各自的角度部分地解释了股利困惑之一,而代理成本理论则较好地解释了股利困惑之二。

股利政策是如何影响公司价值的呢?正如西方股利理论所述,其影响机制颇多,本书将选择从股利政策与公司融资决策、股利政策与公司控制权等两个角度进行讨论。股利政策影响公司的融资决策是股利政策影响公司发展的重要内容之一,书中首先通过比较分析各种融资渠道的成本、风险,得出一般公司融资偏好将遵循先内部融资,后负债融资,最后股权融资的顺序,但是对于作为发展中国家的中国的公司而言,融资偏好将遵循:内部融资→股权融资→负债融资的顺序。其次从实证角度分析了中国公司是如何尽其所能配合公司的融资偏好的。书中通过对上海 30 指数股和深圳成份指数股的共 67 家上市公司 1995 年、1996 年、1997 年三年现金红利支付比率的统计分析,发现中国上市公司股利支付率明显低于海外国家,很好地印证了中国公司处于起步时期的典型特征,即投资饥渴症。而后通过对历年中国上市公司净资产收益率(ROE)分布特征的分析,清楚地显示 ROE 分布受配股及格线的影响,说明中国上市公司偏好配股融资倾向明显。其中股利政策的作用机制表现为:通过送现金红利降低净资产,提高净资产收益率,1997 年沪深两地竟有 50 家上市公司采用该方法达到配股及格线。更进一步,配股博弈理论分析得出,配股价与二级市场股价间存在一定的差距,才能迫使社会公众股东积极参加配股,说明股利策略的正确与否还关系到公司配股融资计划实施的顺利与否。并提出,先配股后实施股利分配方案才是正确的股利策略;反之,若先实施股利分配方案再配股则很容易陷入配股困境。

公司控制权决定了公司经营决策权,因此,股利政策将充分体现公司控制权结构特点;反过来,公司股利政策选择得合适,将有利于公司控制权结构的稳定。在中国,股利政策是占控股地位的国家股、法人股股东以及管理者之间利益相互协调的产物,具体表现为:不分配利润的公司比重越来越大;股利分配形式多而复杂;股利分配政策

波动大,缺乏连续性;派现与配股并举现象突出;股份回购在中国公司的股利分配形式中尚未出现等等。在讨论股利政策如何稳定公司控制权时,书中从归纳公司容易遭到外部接管的8个因素入手,重点分析股份回购反接管的4种机制,及其在海外市场经济国家公司实践的效果,进而结合目前中国公司的股权结构特点和法律环境,提出股份回购作为一大批不流通股占大比例的公司股权结构重构,以及作为B股公司价值回归措施非常有效,但对于反收购接管措施,机会不大,因为中国公司可能面临敌意接管威胁的不多,只是几个三无股和少数法人股较分散的上市公司,而且股份回购对于三无板块上市公司反接管的效果有限。

利用定性、定量的方法,本书最后探讨了中国上市公司的适度股利分配政策。适度股利分配政策包括股利支付方式的适度和股利支付水平的适度两方面内容。股利支付方式的选择主要可根据公司发展所处时期、股东偏好确定,而一旦股利支付方式确定以后,股利支付水平的确定就构成股利政策的核心内容。根据西方经济学中利润最大化原理,结合股利显示理论、代理成本理论,可画出股利支付的收益函数和成本函数,股利支付的最优水平理论上应取在股利的边际收益曲线与边际成本曲线的交点上。但是,这样一种股利最优水平虽在理论上存在,不过在实践中却是难以操作的,因此,“适度”本身作为一个技术概念,应是可操作性的,而且应因不同公司而异、同一公司因时期不同而异。一言以蔽之,适度股利政策应是,在目标的负债/资本比率条件下,满足公司盈利性投资需求,而能达到融资成本最低、股权结构稳定,进而实现公司价值大幅度提高的可操作性的股利政策。作为具体应用,本书在界定了中国股利支付的若干约束之后,根据不同类型公司的不同情况,定量构建了中国公司适度股利支付水平的约束区间。

# 目 录

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| 序 .....                        | 陈琦伟 1 |
| 引 言 .....                      | 3     |
| <br>                           |       |
| 第一章 导论 .....                   | 1     |
| 一、中国企业资本组织形式的重大变革——股份制改制 ..... | 1     |
| 二、上市公司股利政策研究的对象及其意义 .....      | 2     |
| 三、研究思路及结构 .....                | 3     |
| <br>                           |       |
| 第二章 公司股利政策基本模式 .....           | 10    |
| 第一节 各种股利支付方式的特点及其市场效应 .....    | 10    |
| 一、现金股利 .....                   | 10    |
| 二、股票股利 .....                   | 11    |
| 三、股票回购 .....                   | 15    |
| 第二节 各种股利政策比较分析 .....           | 20    |
| 一、剩余型股利政策 .....                | 21    |
| 二、稳定股利额政策 .....                | 23    |
| 三、固定股利支付率政策 .....              | 24    |
| 四、低正常股利加额外股利政策 .....           | 24    |
| 五、林特纳模型 .....                  | 25    |
| 第三节 各国股利政策比较分析 .....           | 26    |
| 一、西方发达国家的股利分配政策 .....          | 26    |
| 二、发展中国家的股利政策 .....             | 34    |
| <br>                           |       |
| 第三章 股利政策与公司价值:理论与实证分析 .....    | 36    |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 第一节 股利政策影响公司价值吗?             |    |
| ——西方传统股利理论述评 .....           | 37 |
| 一、MM 理论的延伸——股利无关论 .....      | 37 |
| 二、存在税收条件下的股利政策重要论 .....      | 40 |
| 三、“在手之鸟”理论——另一种股利政策重要论 ..... | 43 |
| 第二节 “股利困惑”与客户效应理论 .....      | 44 |
| 一、客户效应理论的提出 .....            | 45 |
| 二、客户效应理论的基本观点 .....          | 46 |
| 三、有关客户效应理论的实证研究和争议 .....     | 48 |
| 四、小结 .....                   | 50 |
| 第三节 股利显示信息理论 .....           | 51 |
| 一、股利显示公司内部信息的内在机制 .....      | 51 |
| 二、三个股利显示模型 .....             | 52 |
| 三、税率与股利显示之间的关系 .....         | 58 |
| 四、股利真的能显示公司未来发展前景吗 .....     | 61 |
| 五、小结 .....                   | 64 |
| 第四节 “股利困惑”的代理成本解释 .....      | 65 |
| 一、代理成本理论的前提及其提出 .....        | 65 |
| 二、股利支付降低代理成本的内在机制 .....      | 67 |
| 三、代理成本理论对公司股利行为的若干解释 .....   | 69 |
| 四、股利代理成本理论的实证研究 .....        | 71 |
| 第五节 中国公司股利政策与公司价值的实证分析 ..... | 72 |
| 一、变量的设定 .....                | 72 |
| 二、样本的选择 .....                | 73 |
| 三、实证分析结果 .....               | 73 |
| 第四章 股利政策与公司融资策略 .....        | 76 |
| 第一节 公司融资结构偏好的一般理论分析 .....    | 76 |
| 一、内部融资——企业长期发展的主要资金来源 .....  | 77 |

|                                                |            |
|------------------------------------------------|------------|
| 二、负债融资优于股权融资的一般理论分析·····                       | 84         |
| 三、中国公司偏好股权融资的背景分析·····                         | 90         |
| 四、公司融资偏好顺序的重新审视:融资决策的约束条件···                   | 94         |
| <b>第二节 股利政策如何实现公司融资结构偏好</b>                    |            |
| ——中国公司实证分析·····                                | 99         |
| 一、中国公司红利支付率实证分析·····                           | 99         |
| 二、净资产收益率(ROE)的特殊分布——中国上市公司<br>偏好配股融资的集中体现····· | 104        |
| 三、股利策略是如何配合公司配股融资的·····                        | 110        |
| <b>第五章 股利政策与公司控制权·····</b>                     | <b>119</b> |
| <b>第一节 股利政策:公司大股东之间利益的权衡·····</b>              | <b>119</b> |
| 一、不同类型股东及管理层对股利政策的不同偏好·····                    | 120        |
| 二、中国上市公司股利分配的特点·····                           | 124        |
| 三、又派又配——中国上市公司股利分配中值得关注的<br>一个问题·····          | 130        |
| <b>第二节 股份回购:防御外部接管的有效途径·····</b>               | <b>134</b> |
| 一、公司最易成为收购目标的特征·····                           | 134        |
| 二、股份回购反接管的机制及其效果·····                          | 138        |
| 三、中外股票回购的法律规定比较·····                           | 145        |
| 四、中国公司实施股份回购的可行性探讨·····                        | 148        |
| <b>第六章 中国公司适度股利政策的定性、定量研究·····</b>             | <b>156</b> |
| <b>第一节 适度股利政策的内涵与特征·····</b>                   | <b>157</b> |
| 一、最优股利分配的理论确定·····                             | 157        |
| 二、适度股利支付政策的内涵及其特征·····                         | 161        |
| <b>第二节 中国公司适度股利水平的定量确定·····</b>                | <b>168</b> |
| 一、中国公司确定股利政策的若干约束·····                         | 168        |
| 二、中国公司适度股利政策的定量确定·····                         | 171        |

|                                                 |     |
|-------------------------------------------------|-----|
| 第三节 一个简化的股利决策模型·····                            | 182 |
| 一、投资决策、融资决策与股利决策之间的相机确定·····                    | 182 |
| 二、投资决策、融资决策与股利决策之间的长期协调模型··                     | 185 |
| 结束语·····                                        | 189 |
| 附:1998 年度上海证券交易所每股收益大于 0.10 元的<br>上市公司数据表 ····· | 191 |
| 参考文献·····                                       | 201 |
| 后 记·····                                        | 211 |

# 第一章 导 论

## 一、中国企业资本组织形式的重大变革——股份制改制

党的十一届三中全会以来,中国经济体制改革,从某种意义上说是一部国有企业管理体制改革的历史。改革开始时,人们首先看到的是,原有国有企业制度的最大缺陷之一是机制僵化,它把企业经营“绑”死了,把企业职工的收入限制死了;企业没有自主权,也没有靠自己努力提高收入的可能,积极性受到挫伤。所以,改革思路合乎逻辑地瞄准了扩大企业自主权和增加企业可支配收入这两个目标,沿着政府向企业“放权让利”的思路往前推进:从 20 世纪 80 年代初开始实行企业留利制度和职工奖金制度,到 20 世纪 80 年代中期的“利改税”、“拨改贷”,一直走到 20 世纪 80 年代后期的“经营承包责任制”。但效果却不能令人满意,国有企业的状况不是好了,而是差了;国有企业陷入困境的数量不是少了,而是多了;国有企业对国民经济增长的贡献不是增加了,而是减少了。这一状况说明,国企改革不触及制度的实质性问题已无出路。1993 年 11 月召开的中共十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出:建立现代企业制度是我国国有企业改革的方向。

现代企业制度是相对于传统的企业制度而言的,它有一个不断发展和完善的过程。在市场经济国家,最初出现的企业制度是个体业主制(Single Proprietorship),其特点是企业由业主个人出资、个人经营,并以业主个人的全部财产对其债务承担无限责任。继而又出现了合伙制(Partnership),其特点是企业由两人或两人以上按约定共同出资、合伙经营,合伙人对经营的后果负连带的无限责任。这两种企业制度所存在的突出弱点是:企业法律地位脆弱,融资渠道狭

窄,资本规模偏小,投资风险过大。怎样克服这些缺陷,人们经过长期的探索,终于创造出一种新型的企业制度——公司(Corporation)制度。这种制度符合社会化大生产和市场经济对企业制度的基本要求,公司制度的产生迄今已有400年左右的历史,但它发展成现代公司制度,则是19世纪80年代以后的事情。现代公司制度由于具有一系列传统企业制度所不具有的优点,比如其独特的融资机制解决了企业对资金需求巨额化、长期固定化与社会公众资金供给小额、短期流动之间矛盾,已逐渐成为目前市场经济国家企业的主导形式。

提出建立现代企业制度,对于中国企业改革的思路是一次“哲学性”的革命,即我们不再谋求建立某种现代史上不曾出现过的企业制度,而是要选择已被世界现代经济发展史证明是行之有效的企业制度,作为我国国有企业改革的方向。从此中国企业已陆陆续续开始尝试进行公司制改造。1997年党的十五大报告指出:“股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离,有利于提高企业和资本的运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用。”从此,“股份制改制”已成为中国企业的一种时尚,开始在全国各地轰轰烈烈推广开来。但是,20世纪90年代以来俄罗斯因私有化而陷入危机的教训又告诉我们:简单地照搬西方市场经济国家的做法也是一种错误,因此,中国企业的股份制改制既不是一种首创,但又必须要创新,因为股份制至今为止也只能证明在西方市场经济国家是行之有效的一种企业制度,过去的理论和实践都不能证明中国企业如此照搬一定也能成功。在这样一种背景下,探讨符合中国国情的股份制改革及其相关问题也就理所当然地成为国内理论界和决策层关心的首要问题。

## 二、上市公司股利政策研究的对象及其意义

股利政策作为上市公司财务管理的三大政策之一,一直是现代西方公司财务管理中的一大难题:税后利润究竟作为股利分配给股东好呢,还是留在企业作为企业内部积累好?究竟采取哪种形式支

付股利更有利于公司发展？在什么时候发放股利为最佳时机？诸如此类的一系列问题至今未有一个统一的说法。不过，近几十年来，越来越多的金融专家投入股利政策的理论和实证研究，却清楚地显示出股利政策在公司发展中的重要地位。中国股份制改造已有相当一段时间，但由于长期以来中国企业财务观点淡漠，在公司财务管理决策的过程中，存在许多不规范而亟待解决的问题，股利政策就是其中之一。股利政策是否影响公司的价值？股利政策是如何协调公司的投资、融资政策的？股利政策是如何体现、协调大股东关系，实现控股权稳定的？对于不同类型、不同发展阶段的公司，适度股利政策又应如何确定？这些问题构成了本书的研究范围和对象。通过对这些问题的研究，明确股利政策的确定是一个系统工程，而不是一个独立的、随意的政策变量，规范化的股利政策将有助于更好地构建符合中国特殊环境的公司这一重要主体，使得公司制能成为中国企业走出困境的、行之有效的现代企业制度。

### 三、研究思路及结构

作为研究的起点，公司股利政策有两层内涵。第一层内涵是， $t$  年度股利支付是  $t$  年度利润和前期 ( $t-1$  年度、 $t-2$  年度……) 未分配利润回报公司所有者——股东的体现。投资者购买一公司股票成为该公司股东，其中间目标可能有所不同，有的投资者仅仅是出于投资的目的，不考虑控股；有的投资者则可能为了实现控制，直接介入公司决策，但他们的最终目标与其他类型证券投资者一样，都要求在将来获得支付流量（通常称为现金流量）的权力。债券投资者、优先股投资者所要求的这种“权力”是预先设定的，而普通股投资者所要求的这种“权力”即股利和受之影响的投资收益则是不确定的。从这层内涵看，公司前期未分配利润的多少是股利支付水平高低的基础变量；管理者的态度、投资者的偏好是其中的关键变量。

第二层内涵是，股利政策属于融资决策的范畴，股利政策关系到公司前期利润有多少可以积累用于公司再投资，利润留存也是公司

下一年度投资资金主要来源之一。在一定的投资水平下,股利支付越多,利润留存越少,外部融资规模就要求越大,其结果一方面提高融资成本,因为传统公司财务理论普遍认为,内部融资成本普遍低于外部负债融资和股权融资的成本;另一方面或者提高公司经营风险(在公司外部融资主要采用负债情况下),或者导致原有股东所有权稀释(在公司外部融资主要采用股权融资方式情况下),甚至带来控制权稳定问题。反过来,如果公司融资能力一定,则利润留存的多少直接关系到公司是否能完成预计的投资计划,进而关系到公司预期增长目标的实现。从这层内涵上讲,股利政策与公司另两大财务决策即融资决策、投资决策密不可分,互为影响,进而直接影响到公司控制权稳定及公司增长目标的实现。

在上述股利政策内涵的基本框架下,本书将围绕三个问题展开论述:其一,股利政策是否影响公司价值?其二,在对第一个问题作出肯定的回答之后,股利政策是通过什么传导机制影响公司价值的?其三,对于不同类型的公司应如何选择适度的股利政策以达到公司价值的最大化?具体的章节安排如下:

第一章即本章,作为导论,阐述本书选题的背景、研究对象和范围,并给出全书研究的基本思路、框架,对书中可能涉及的概念进行说明,最后介绍本书在研究过程中所采用的方法,强调理论与实证分析相结合,逻辑推理与比较分析并举,定性分析与定量界定相结合,以求得全书逻辑体系的一致。

第二章作为全书理论的起点,比较分析公司股利分配的各种基本模式。首先介绍现金股利、股票股利和股票回购等各种股利支付方式的特点及其市场效应,强调中国上市公司偏好股票股利至少有两点解释:第一,中国上市公司在送股或转增股本时,会计处理方式一般采用按照股票面值来确定所送股票或转增股票的价格,无形中提高了公司高比例送股的能力;第二,由于中国上市公司市盈率与每股税后利润呈反相关关系,导致通过送股,股票价格的下降达不到股份的扩张规模,有利于提高股东财富,即公司价值。其次对根据公司

在确定股利规模时考虑的策略不同所产生的各种股利政策作了比较分析,明确提出剩余型股利政策以满足公司的资本需求为出发点,其所反映的股利是一个完全由投资方案决定的被动剩余额,因而较适宜于增长型公司;稳定股利额政策把股利分配额作为一个优先考虑的目标,不使其随利润和资金需求的波动而波动,而非常适宜于注意市场形象的处于初生期、成熟期公司。最后介绍各主要发达国家、发展中国家的股利政策特征,重点从各国公司治理结构差异的角度探讨各国股利政策差异的原因,并指出,由于各国公司治理结构差异而导致的经营目标的差异是其中核心因素。

第三章从理论和实证的角度分析股利政策与公司价值之间的关系。首先介绍了莫迪格里安尼和米勒在资本市场完备条件下给出的股利无关论,指出尽管两位 M 先生所作的资本市场完备假定太过于苛刻,从而给出的股利与公司价值无关的结论也与公司实证分析相悖,但股利无关论开创了股利理论研究先河,并为后来股利研究奠定了严格、科学的理论基础。后来的金融专家对股利无关论的发展主要从放宽其中的假设条件着手。存在税收条件下的股利政策重要论认为,由于投资者投资收益的税率明显低于所得税率,公司提高股利支付水平将不利于公司价值的提高;而“在手之鸟”理论则认为,由于资本利得的不确定性高于股利支付的不确定性,代表股东利益的决策者应提高股利水平以提高公司价值。本章所介绍的股利理论的另一重要分支源自对实证结果的解析。金融专家通过对公司股利行为的实证研究,发现两大困惑:困惑之一是,既然投资者股利收入的税率明显高于投资收益的税率,为什么公司每年还都支付较高的现金股利?困惑之二是,为什么公司在支付大量股利的同时,或几乎同时,再通过金融市场筹集资金以敷投资之需?这样做对公司本身、投资者而言是双重不利的。第二节客户效应理论认为,不同股东层会选择与自己相匹配的股利政策的上市公司股票,投资者最后实际支付的股利税赋并没有预期的那么高,从而部分解释了股利困惑之一。第三节股利显示信息理论认为,市场投资者确实已把股利政策作为