

国家自然科学基金资助项目

股利决策新论

GULI JUECEXINLUN

刘 星 著

重庆大学出版社

国家自然科学基金资助项目

股利决策新论

刘 星 著

重庆大学出版社

内 容 简 介

本书是国家自然科学基金资助项目的最终研究成果之一。该书作为我国第一部研究上市公司股利决策理论与方法的专著,深入地剖析了股利决策的传统理论和现代理论;系统地提出了股利分配动因、利益主体约束、目标模式诱导、股利决策模式和法规政策调节的分析思路;采用规范分析和实证分析的研究方法探讨了转型经济体制下的我国上市公司股利决策问题。该书在股利分配机理、股利决策影响因素和股利决策模式等研究方面都具有较大的创新性,并且理论分析深入、透彻,文献掌握丰富,其研究成果具有重要的学术意义和实用价值。

本书适合于经济、管理、金融、财会等专业的研究生和本科生阅读,也可以作为经济管理类研究人员、现代公司高层管理决策者和政府有关管理人员的学术参考文献。

国家自然科学基金资助项目

股利决策新论

刘 星 著

责任编辑 曾令维

*

重庆大学出版社出版发行

新华书店经销

重庆建筑大学印刷厂印刷

*

开本:850×1168 1/32 印张:8.125 字数:218千

1999年1月第1版 1999年1月第1次印刷

印数:1—3000

ISBN 7-5624-1731-8/F·177 定价:20.00元

序

我国股份制改革试点始于 80 年代中期,经过十多年的艰难起步,近几年来得到迅速发展。到 1997 年底为止,在上海、深圳证券交易所正式上市的股份公司已有近 600 家,其中,有 70%左右的上市公司由国有企业改制而成。股份制改革的经验表明,国有企业股份制改造的确有利于明晰产权关系,促进经营机制转换,繁荣金融市场等。股份制是当前我国推行现代企业制度的最佳选择之一,这一观点已为越来越多的人所认识。可以预见,我国很快将有更多、对社会经济发展影响更大的企业投入到股份制的改革试点中。

股份公司的运营管理自然会涉及到许许多多的财务决策问题,其中,股利政策制订是公司董事会必须例行作出的、最重要的财务决策之一。股利政策直接影响公司的资本预算、资本成本、资本结构,由此影响公司的经营风险、盈利能力。就上市公司而言,它还会影响到资本市场对公司价值的评估,进而影响公司的股票价格和股东的财富分配。由于股利政策制订本身既与股份公司的微观运行有关,又与金融市场、证券市场的宏观运行相关,所以,股利政策制订的规范性不仅是股份公司正常运营管理的重要条件,而且也在相当大的程度上决定着股份公司未来发展的前景。尤其是在我国转型经济体制下,这种规范性一方面客观上要求高层管理者必须按照公司理财规律来进行股利决策,另一方面又不得不考虑到国内外股份公司在股利政策制订环境上的现实差异。因此,国家或政府作为股份公司的股东和法规政策的制订者,怎样合理地“扮演”好这种双重角色,无疑会对股份公司有效地进行股利决策产生很大的直接影响和间接影响。虽然,我国关于股利政策制订问题的研究还处于初期阶段,但是,随着股份公司理论与实践的不断发展,对于股利政策制订理论和方法的研究要求,必将越来越强

烈。由此可见,深入探索这个在我国具有一定前瞻性的题目,有利于尽快克服目前我国股份公司股利决策严重依赖于高层管理人员的个人行为和经验的弊端,有助于更好地发挥金融市场、证券市场优化配置各种资源的作用,也有助于我国股份公司的持续经营和发展。

正是在这种背景下,刘星博士承担了国家自然科学基金项目——中国股份公司股利决策及其相关理论与方法研究,并根据其取得的主要研究成果撰写了这本专著——《股利决策新论》。这些年来,刘星博士注重了解我国企业股份制改造的实际情况,曾到许多上市公司及有关管理机构调查股利政策制订的财务问题和经济问题。他阅读了大量的文献资料,其中包括不少国外财务金融方面的新进展,特别是公司治理结构理论的研究成果。这些都为他运用现代经济学和管理学的基本分析方法,从新的视角和高的起点研究企业理财问题做了不可缺少的、重要的理论与经验准备。

刘星博士撰写的《股利决策新论》一书,在分析和评价现有股利政策理论的基础上,从经济学和管理学的高度,提出了转型经济体制下股利政策问题的理论分析框架,同时以代理成本理论和信息传递理论为依据,探索了两个十分重要的研究主题:公司目标、管理模式与股利政策关系的理论与实证研究;公司成长性、股权结构与股利政策、筹资政策相关性的实证研究。并且,揭示了我国上市公司股利决策中所存在的问题,提出了规范上市公司股利分配行为的股利策略和法规政策制订的思路。

本书给人印象最深的当属作者提出了关于股利决策问题的一些新的观点和分析方法。例如,强调股利政策制订对利益主体的行为假设的依赖性以及对行为假设的描述;着眼于股利分配动因、利益主体约束、目标模式诱导、股利决策模式和法规政策调节诸方面的结构分析方法;重视动态非均衡与动态均衡分析方法的相互结合、国内外比较分析方法的具体运用以及规范分析与实证分析的互为补充,等等。并且,该项研究认为在转型经济体制下,我国上市公司的股利决策过程中存在问题的主要根源在于股权结构不规

范、经营机制不合理、管理者素质不健全以及资本市场不完善、法规政策不配套、政府行为不得力。因此,强化上市公司股利政策制订的动力机制、约束机制、目标机制、决策机制和调节机制非常必要。这些观点和分析方法展现了作者对研究问题所具有的宽广视野、敏锐思想和创新见解。

总之,读完刘星博士的这本新著之后,使我深深地感觉到在我国学术研究的领域里,一批又一批的勇于创新、颇有作为的年青学者正在不断涌现。他(她)们的脱颖而出,的确使人们对未来充满信心。我相信本书能够引起经济管理学界的同行和其他读者的兴趣,也希望刘星博士继续努力,争取获得新的、更优秀的研究成果。

杨秀苔

1998. 10. 26

目 录

1	绪论	1
1.1	研究问题的提出	1
1.2	分析角度和理论框架	5
1.2.1	分析角度	5
1.2.2	理论框架	7
1.3	分析方法和体系结构	8
1.3.1	分析方法	8
1.3.2	体系结构	11
2	股利政策制订理论的评析与思考	14
2.1	股利政策的传统理论评析	14
2.1.1	不考虑税收、债务、交易成本和信息不对称条件下的股利政策	14
2.1.2	考虑公司税条件下的股利政策	18
2.1.3	考虑债务、税收条件下的股利政策	24
2.2	股利政策的现代理论评析	28
2.2.1	基于税收与投资的股利政策理论	28
2.2.2	基于信息传递的股利政策理论	32
2.2.3	基于交易成本与代理成本的股利政策理论	36
2.3	股利政策制订理论的再思考	38
2.3.1	关于股利政策的概念	38
2.3.2	股利政策制订模式的不同划分	44
2.3.3	股利政策与投资政策、筹资政策的相关性	48
2.4	小结	55
3	股利政策制订的动因及其形成机理	57
3.1	股利行为的均衡模型	57

3.1.1	两家公司的股利行为	57
3.1.2	均衡条件下股利政策的静态比较分析	61
3.1.3	对称均衡条件下股利政策的特征	63
3.1.4	局部市场均衡条件下的股利政策	65
3.2	股利政策的两种效应	68
3.2.1	股利政策的追随者效应	68
3.2.2	股利政策的信息传递效应	72
3.3	小结	77
4	股利政策制订中的利益关系人及其相互约束	79
4.1	股利政策制订中的利益人及其目的	79
4.1.1	公司股东的利益要求	79
4.1.2	公司债权人的利益要求	82
4.1.3	公司管理阶层和职工的利益要求	85
4.2	股利政策当事各方利益关系的均衡与非均衡分析	86
4.2.1	股利政策的博奕均衡模型	86
4.2.2	股利政策的最佳成本模型	90
4.3	股利政策制订的两种约束条件	95
4.3.1	股利支付的直接约束条件: 股东与债权人	96
4.3.2	股利支付的间接约束条件: 债权人与管理者	98
4.4	小结	102
5	股份公司目标与股利政策	104
5.1	国有企业的目标	104
5.1.1	企业目标的定义与产生	104
5.1.2	传统经济体制下国有企业的目标	108
5.1.3	转型经济体制下国有企业的目标	112
5.2	国有股份企业的目标	115
5.2.1	国有企业股份制改造的基本判断	115
5.2.2	国有股份企业的目标选择	119
5.3	典型股份公司的目标	121

5.3.1	股份公司目标的形成与区别	121
5.3.2	股份公司目标的一致性	124
5.4	不同利益目标下的管理模式与股利政策	126
5.4.1	股东主导模式与股利政策	127
5.4.2	管理者主导模式与股利政策	130
5.4.3	共同主导模式与股利政策	135
5.5	小结	142
6	股份公司股利政策制订的影响因素分析	144
6.1	股利政策制订的综合影响因素	144
6.1.1	法律规定因素	144
6.1.2	合同限制因素	145
6.1.3	公司发展因素	146
6.1.4	股东意愿因素	149
6.2	美国、日本、香港上市公司股利政策制订的影响因素	150
6.2.1	美国上市公司股利政策的主要影响因素	152
6.2.2	日本上市公司股利政策的影响因素	155
6.2.3	香港上市公司股利政策的影响因素	157
6.3	我国上市公司股利政策制订的影响因素	159
6.3.1	股利政策影响因素的调查分析	159
6.3.2	股利政策影响因素的总体分析	161
6.4	小结	166
7	股份公司股利政策制订的主因素与特征分析	167
7.1	我国上市公司股利决策的主因素分析	167
7.1.1	指标体系设计、实证研究方法 with 样本数据说明	167
7.1.2	综合因素与股利策略的相关性分析	170
7.1.3	影响股利策略制订的主因素分析	172
7.2	我国上市公司股利决策的成长性与非成长性特征分析	177

7.2.1 成长型与非成长型公司的股利策略和筹资策略分析	177
7.2.2 成长机会、经营业绩与股利策略、筹资策略分析	182
7.3 我国上市公司股利决策的国有性与非国有性特征 分析	185
7.3.1 国有型与非国有型公司的股利策略分析	186
7.3.2 国有型与非国有型公司的经营业绩与股利策略分析	188
7.4 小结	192
8 股利决策机制及其运行模式	194
8.1 股利决策机制的构成与特征	194
8.1.1 股利决策机制的构成要素	194
8.1.2 股利决策机制的基本特征	199
8.2 不同股利决策机制的运行模式	201
8.2.1 股利决策机制运行模式的划分	201
8.2.2 分散型股利决策模式	204
8.2.3 层级型股利决策模式	206
8.2.4 相关型股利决策模式	208
8.3 不同股利决策机制运行的效果分析	210
8.3.1 分散型股利决策模式的效果分析模型	211
8.3.2 层级型股利决策模式的效果分析模型	212
8.3.3 相关型股利决策模式的效果分析模型	214
8.4 小结	216
9 结论性评论与股利政策制订思路	218
9.1 理论分析与实证分析的主要结论	218
9.2 股利政策制订的问题及其分析	222
9.2.1 似是而非的剩余股利策略	222
9.2.2 传递信息的股票股利策略	224
9.2.3 同股异权异利的股利策略	225
9.3 股利政策制订的基本思路	227

主要参考文献.....	232
ABSTRACT	240
后记.....	244

1 绪 论

1.1 研究问题的提出

1961年,美国财务学家默顿·米勒(Miller, M. H.)和经济学家弗兰克·莫迪格朗尼(Modigliani, F.)共同发表了一篇题为“股利政策、成长与股票订价”的重要文章^[1],该文的中心论点就是著名的“MM 股利无关论”。长期以来,它一直是西方财务学领域中最富有争议的研究问题之一,而且股利政策与股票价格以及股利政策与其它财务政策(包括投资政策、筹资政策)的相互关系也引起了许多学者的极大关注。MM 股利无关论的成立基于以下五个假设条件:①不存在公司所得税和个人所得税;②不存在交易费用;③管理阶层和股东都能够获得同样的信息;④公司无任何负债;⑤公司投资政策保持不变。因此,在这五个假设条件下,MM 认为股利政策与公司价值(包括股票价值、债务价值)无关,公司价值取决于公司的获利能力和风险程度,股利政策决定于投资政策。并且,在既定的公司投资政策下,股利政策仅仅影响公司外部筹资的方式和数量,而外部筹资数量和留存盈余大小又取决于公司追加投资和支付股利的需要。显然,MM 股利无关论是一种典型的均衡理论模型。

毫无疑问,MM 的论点向同一时期的股利有关论提出了强烈的挑战。在当时,西方财务学者和公司管理阶层普遍认为,投资者偏好股利所得而非资本利得;公司应该通过制订有效的股利政策来增加或保持其股票价值。其中,流行最广泛和最持久的股利有关论是“手中鸟”理论,该理论认为由于股票价格波动较大,所以股利

所得是一种较之于资本利得更加可靠的收益形式。并且,与同样数量且风险较大的资本利得相比较,股利所得的确定性越大,投资者想要获得较高股利的期望值也越高。“手中鸟”理论的主要代表,戈登(Gordon, M.)1959年指出,投资者将以低于期望资本利得的收益率来对预期的未来股利现金流量进行贴现^[2],这一假定反映在“戈登评价模型”之中。“手中鸟”理论还认为,随着股利支付的减少,股东权益资本的期望收益率将增大,这是因为股东相信股利收益的风险比留存盈余所带来的资本收益的风险更小。然而,MM理论则认为,股东在股利所得和资本利得方面并无偏好差异,即股东权益资本的期望收益率不会受到股利政策的影响。并且,MM将“手中鸟”理论称之为“手中鸟”谬误,其理由在于:相当多的股东仍然会把自己所获取的股利所得投资于原来的公司,因为对于他们来讲,公司的经营风险(包括营业风险、财务风险)是由该公司的资产现金流量而非股利政策所决定的。

在MM股利无关论问世不久,许多观点迥然不同的理论纷纷出现,并且其争论的焦点集中在MM理论的五个假设条件上。埃尔顿(Elton, E. J.)和格鲁勃(Gruber, M. J.)1970年在其论著中明确提出的税收差异理论^[3],实际上放松了MM股利无关论的税收假设和交易费用假设。而且,MM随后也加入了这一理论的形成过程。该理论认为,股东的资本财产价值增值和股利收入是股东投资收益的两种完全不同的来源,前者作为资本利得被课征利得税,其税率往往较低;后者作为股利所得被课征所得税,其税率往往较高。由此可见,处于不同税收等级的股东在即期收益和远期收益之间将会表现出偏好差异。对于边际税率较高的股东而言,他们希望股利支付较少,以便能够降低纳税额和减少交易费用,从而通过资本利得的实现来取得远期的投资收益;对于边际税率较低的股东而言,他们一般不会注重资本利得所带来的好处,并且大都采取偏好股利增长的态度,以便可以获取即期的投资收益。因此,税收差异理论认为,公司应当根据股东的偏好和自己的投资政策来制订股利政策,而不必强求一致地去寻找所谓的“统一规律”。

与税收差异理论几乎同时出现的股东构成理论,实际上也放松了税收假设和交易费用假设。该理论认为,由于股东的投资目的往往不一样,所以他们对于股利支付率具有不同的要求。例如,股东中的退休人员和一些基金组织大都比较关心即期收益,因为他们的税收等级较低或根本无需纳税,所以他们并不重视税收问题。但是,也有一些股东却更加关心远期收益,因为他们不需要等待即期收益来作为现金开支,所以他们获取股利并经过纳税后,又将其用于再投资。因此,如果公司不分配股利,而将它积累起来进行再投资,则不能够满足那些希望得到即期收益的股东的要求。虽然,这些股东可能获取远期收益,但是,他们同时又不得不卖掉一部分手中的股票来换取现金。然而,如果投资者是法人股东或某些机构股东,则股票的出售和资产的“挪用”将受到一定程度的限制。

罗斯(Ross, S. A.) 1977年率先将信息传递理论用于研究股利政策问题^[4],而在此之前,信息传递理论主要集中于市场效率的分析。显然,建立在信息传递理论基础之上的股利理论放松了MM股利无关论的第三个假设条件。该理论认为,事实上股东对公司未来的股利支付水平和股利分配稳定性持有不同的看法,而且管理阶层所掌握的公司信息较之于一般股东更多,因此,在股东和管理阶层之间存在着“信息不对称”的现象。如果管理阶层预测公司的发展前景良好,未来收益会有大幅度增长,那么他们将通过提高股利支付率向股东和潜在投资者传递信息,从而可能导致股票价格上涨。如果管理阶层预测公司的发展前景不太好,未来收益不会持续增长,那么他们将通过降低或维持现有的股利支付率来传递信息,从而使股东和潜在投资者产生种种猜疑,并且可能导致股票价格下跌。在这两种情况下,股东或潜在投资者对于股利所得和资本利得的偏好都会发生变化。

综上所述,在以上关于股利政策的五种理论中,股利无关理论、“手中鸟”理论和税收差异理论是引起“股利之争”和产生“股利之谜”的最基本的三种理论,而股东构成理论是税收差异理论的进一步延伸。因此,作者认为,这四种理论可以归结为股利政策的传

统理论(或称古典与新古典理论)。股利政策的现代理论主要建立在信息传递理论、交易费用理论和代理成本理论的基础之上,这些理论在下一章中还将予以详细分析。在股利政策的传统理论和现代理论相继问世后的长达三十多年间,许多西方学者从不同的角度、运用不同的方法对它们进行了大量的理论和实证研究,却仍然未能完全达成一致的意见,并且相当一部分学者在股利有关与股利无关的观点之间采取中庸立场。然而,经过大量的实地调查(面谈或问卷方式)表明,事实上西方股份公司的管理阶层历来都十分重视股利政策的制订问题,究其原因主要有两个:一是合理地制订股利政策能够充分满足市场对股利支付的期望和要求;二是公司的股利政策本身与投资政策和筹资政策有关。

然而,与当今国外财务管理学术界热烈讨论股利政策呈现鲜明对照的是,我国关于股利政策的理论研究和实证研究尚未真正形成气候。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订方面的探索正处于初期阶段,现有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数是针对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研究内容不够深入。这些研究成果基本上都是介绍西方股利政策的传统理论,而较少涉及到股利政策的现代理论。③研究方法不太科学。这些研究成果几乎都采用定性描述方法,而比较缺乏定量研究方法的运用。显然,这种状况极其不适应于我国推行现代公司制度的客观需要,更不利于研究股份公司的理财规律和规范股份公司的运营管理的现实要求。因此,本书在1994年获准的国家自然科学基金资助项目——“中国股份公司股利决策及其相关理论与方法研究”的基础上,着重探讨适用于我国股份公司股利政策制订的基本理论与方法。

1.2 分析角度和理论框架

1.2.1 分析角度

自 60 年代以来,西方学术界对“股利之谜”的争论事实上已经引发了财务管理学领域内的一场具有历史意义的革命。尽管现行的各种理论之间的矛盾性和理论与实践之间的差异性未能明确指出哪些理论是正确的理论以及具体说明股份公司应当怎样制订股利政策,但是,毫无疑问,这些争论实际上正确地引导了当今财务管理学的学术研究方向,同时,也为公司理财和政府制订有关法规提供了一些有益的建议和帮助。特别是,在社会主义市场经济条件下,我国股份公司的迅速发展,使得经营决策者面临着越来越多的股利分配政策以及与股利分配政策有关的财务问题,因此,股份公司迫切需要具有科学性、系统性和实用性的有关研究成果,以便不断地克服当前股利政策制订严重依赖于公司管理者的“经验性”行为的弊端。

在分析上述主要理论观点的基础上,作者认为,早期的 MM 股利无关理论大致上是围绕着公司理财活动中各种现金流量的具体相关因素而形成的;MM 研究的主要问题是现金流量在“量”上的变化是否会通过股利政策的不同制订而影响公司的市场价值。而且,为了能够定量地分析股利无关理论的论点,MM 提出了五个假设条件,这些条件显然过于偏离实际情况,以至于其结论与现实不相吻合。由于资本市场,尤其是股票市场确实存在着较大的风险性,所以股利政策与公司价值的相关性将很难直接判断。因此,虽然大多数西方财务学家和经济学家都承认 MM 股利无关论在理论推导上的正确性,但是,在现实的经济生活中,却很少有公司因为信奉股利无关论而采取与之相应的股利策略。这正如著名财务学家布莱克(Black, F.)所指出的那样,“在确定公司未来前景

时,投资者相信股利支付可以提高股票价值。如果公司将股东的资本财产全部用于再投资,则股东会持有不同的意见。我们在任何地方都可以见到这样的事实:投资咨询人员和各种投资机构把高股利报酬率的股票视为既富有吸引力又具有安全性的投资对象;财务分析专家通过对股利进行预测和贴现来确定股票的价值;财务经济学家仍然在研究股票价格和股利支付之间的相互关系;投资者对股利支付率的降低表示出不满情绪”^[5]。显然,“手中鸟”理论的真正含义是支付较少股利的公司倾向于风险较大的投资项目,或者这些公司如何进行投资尚有较高的不确定性。因此,市场将会用高利率来贴现股利支付率较低的公司的留存盈余。赫斯(Hess, P.)1981年曾经指出,“在未来资本利得的贴现率大于未来股利所得的贴现率的情况下,戈登的论点实际上建立在高风险投资政策和低市场价值之间的因果关系之上,而非建立在股利本身的某些内在价值之上。”^[6]并且,股利的内在价值与公司的发展前景相关。作者认为,尽管税收差异理论和股东构成理论在一定程度上放松了MM股利无关论的假设条件,但是,它们仍然未能突破美国社会经济的特定背景,因此,股利政策的传统理论无法从“质”的改变上来分析股利政策的相关性。

事实上,怎样合理地制订股利政策是任何一个国家的股份公司都将面对的现实问题。然而,由于不同的国家在社会制度、经济发展、收入水平、法规政策、文化习俗等方面存在着明显的差异,所以股利政策的影响因素、影响方式和影响程度也不完全一致。因此,作者认为,建立在信息传递理论、交易费用理论和代理成本理论基础之上的股利政策的现代理论改变了传统理论的思维方式和分析方法,极大地扩展了财务经济学家的研究视野,从而使股利政策问题的研究在“量”和“质”两个方面均产生了很大的飞跃。尽管西方学术界的股利之争仍然在继续进行,但是,毕竟“争”而不“迷”,并且股利问题的研究焦点实际上已经主要不是集中在股利有关或股利无关之上,而是集中在如何放松MM股利无关论的假设条件以及怎样对其有效地开展实证研究方面。而且,股利政策