



经济管理学术文库·经济类

资本成本、可持续增长与 分红比例估算研究

Research on the Cost of Capital, the Sustainable
Growth and the Estimation of Dividend Payout Ratio

李光贵 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·经济类

资本成本、可持续增长与 分红比例估算研究

Research on the Cost of Capital, the Sustainable
Growth and the Estimation of Dividend Payout Ratio

李光贵 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

资本成本、可持续增长与分红比例估算研究/李光贵著. —北京: 经济管理出版社, 2012. 8

ISBN 978 - 7 - 5096 - 2053 - 3

I. ①资… II. ①李… III. ①上市公司—企业利润—分配制度—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 171066 号

组稿编辑: 高 蕙

责任编辑: 张永美 杨 雪

责任印制: 杨国强

责任校对: 曹 平

出版发行: 经济管理出版社 (北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 17. 25

字 数: 310 千字

版 次: 2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2053 - 3

定 价: 49. 00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

感谢河南财经政法大学
博士学位授予单位建设项目对本书的资助

序

“上市公司现金分红是实现投资者投资回报的重要形式，对于培育资本市场长期投资理念，增强资本市场的吸引力和活力，具有十分重要的作用。”^① 近年来，监管部门相继出台了一系列的相关政策和规范性文件，无论是对上市公司整体的现金分红行为还是专门针对国有企业分红行为的监督和管理都在逐步加强和制度化。2011年，证监会强调提出，上市公司必须牢固树立回报股东的意识，向股东派发合理数量的股利。温家宝总理在2012年初的全国金融工作会议上也特别强调，“要深化新股发行制度市场化改革，抓紧完善发行、退市和分红制度”。制定科学的股利政策以及设计科学的分红机制已经成为保护投资者的合法利益以及促进我国证券市场健康发展的重要保证。

必须承认的是，股利政策的研究一直是一项有挑战性的工作。自Lintner (1956) 开创股利政策的研究，Miller 和 Modigliani (1961) 提出“股利无关论”以来，有关股利政策的研究成果异常丰富，且“纷繁复杂”。但“股利之谜”依然存在 (Brealey 和 Myers, 2003)，正如 Megginson (1997) 所言，无论股利政策研究的内容如何丰富和发展，一直以来，股利政策回答的两个基本问题并未改变，即公司的价值是否会随股利支付水平的变化而变化，如果股利政策对公司价值有影响，那么又有哪些因素决定了最佳的股利支付水

^① 引自：2008年10月7日中国证券监督管理委员会发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》（第57号令）。



平,从而使得公司价值最大且资本成本最小。在此背景下,李光贵的《资本成本、可持续增长与分红比例估算研究》的出版,是对该研究领域进行的一次可贵的尝试与探索。

本书是作者在博士论文的基础上完成的。作者较为详尽地梳理了股利政策研究领域已有的文献和成果,在延续以往股利理论将股利支付率作为股利政策核心内容的思想前提下,选取了资本成本和可持续增长两个影响股利支付率的重要因素,以达到兼顾投资者要求报酬率的满足与公司可持续增长对财务资源的需求及尝试构建和检验公司的现金分红比例估算模型的研究目标。作者基于资本成本理论、可持续增长理论与股利理论,对股权资本成本、财务可持续增长率以及分红比例的相关机理进行分析,以此构建了“可持续分红比例(SPOR)”估算模型,并提出了“约束性可持续分红比例(RSPOR)”和“必要性可持续分红比例(ESPOR)”的概念,以引导公司价值创造的取向。本书针对2002~2006年我国上市公司的现金股利分配现状进行研究,并利用可持续分红比例模型(SPORM)进行检验,有关上市公司现金分红的特征描述,既是对我国现金分红实践的一次总结,也为我国上市公司分红机制的完善提供了建议和导向。此外,结合国有企业分红的背景,在本书中,作者还针对我国国有企业分红现状进行了研究,从而为国有企业分红制度的设计提供了基于“国家股东”的视角。同时,依据可持续分红比例的相关估算与检验,作者还提出了构建基于EVA价值管理平台的SPOR价值创造系统的设想。

总之,该书围绕分红比例估算所开展的研究具有较强的理论意义和现实意义。一方面,以“资本成本”为起点所开展的“可持续分红比例(SPOR)”估算研究,是对股利分配研究领域的必要补充;另一方面,围绕可持续分红比例分析和检验的结果,将为监管部门进一步加强投资者利益保护的法律建设和明确监管方向提供依据。

汪平

2012年5月

目 录

1. 导 言	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 理论背景与意义	1
1.1.2 研究的实践意义	5
1.2 研究方法与相关概念界定	7
1.2.1 研究方法	7
1.2.2 相关概念的界定	9
1.3 研究架构	13
1.4 本书的特色与创新	16
2. 分红比例估算的理论基础：相关文献综述与评价	17
2.1 分红比例确定的理论依据	17
2.1.1 相关支持理论	19
2.1.2 核心理论——股利理论	28
2.1.3 小结	35
2.2 现金股利政策影响因素	36
2.2.1 西方的研究	36
2.2.2 国内的研究	39
2.3 股利支付率（分红比例）估算研究	47



2.3.1 西方的研究	47
2.3.2 国内的研究	51
2.4 文献评价与本章小结	51
3. 资本成本、可持续增长与分红比例相关机理分析	53
3.1 理论分析	53
3.1.1 资本成本理论	53
3.1.2 可持续增长理论	61
3.2 分红比例估算的原则	69
3.2.1 资本成本（投资者要求报酬率）的满足	70
3.2.2 可持续增长的要求	71
3.2.3 有效资本投资需求的满足	72
3.2.4 剩余股利原则	73
3.2.5 自由现金流量原则	74
3.3 相关机理分析	75
3.3.1 股东要求报酬率（股权资本成本）的满足	75
3.3.2 可持续增长的要求	78
3.4 可持续分红比例模型（SPORM）构建与分析	79
3.4.1 SPORM 构建	79
3.4.2 SPORM 原理图形解析	81
3.4.3 SPORM 运用分析	86
4. 上市公司可持续分红比例估算研究	89
4.1 研究设计	90
4.1.1 样本选择	90
4.1.2 股权资本成本的估算	94
4.1.3 可持续增长率的估算	99
4.1.4 可持续分红比例（SPOR）的估算	102



4.2 我国上市公司现金分红的基本特征	102
4.2.1 派现公司数总体呈增加趋势, 派现公司比重稳中有升	103
4.2.2 上市公司派现水平稳步提高	106
4.2.3 上市公司异常高派现行为依然存在	107
4.2.4 上市公司分红比例略有波动, 并呈缓慢下降趋势	111
4.2.5 上市公司现金分红行业特征	118
4.2.6 上市公司现金分红特征小结	132
4.3 上市公司可持续分红比例 (SPOR) 的估算	133
4.3.1 样本总体可持续分红比例 (SPOR) 的估算	133
4.3.2 分行业可持续分红比例 (SPOR) 的估算	140
4.3.3 上市公司 SPOR 估算小结	149
5. 国有控股上市公司可持续分红比例估算研究	151
5.1 我国国有企业利润分配的制度轨迹	152
5.1.1 计划经济时期的国有企业利润分配制度	152
5.1.2 有计划商品经济时期的利润分配制度	154
5.1.3 分税制下的利润分配制度	155
5.1.4 重提国企分红及其争议	156
5.2 国有企业目标、国家所有权及行权方式	160
5.2.1 国有企业本质特点分析和目标定位	160
5.2.2 国家所有权和行权方式	164
5.3 国有控股上市公司分红比例估算研究设计	171
5.3.1 样本选择	171
5.3.2 估算方法	175
5.4 国有控股上市公司现金分红的基本特征	175
5.4.1 国有控股上市公司派现家数总体呈增加趋势, 比例稳中有升	175
5.4.2 国有控股上市公司派现水平稳步提高	176



5.4.3	国有控股上市公司派现水平存在差异,个别公司存在 “异常高派现”现象	177
5.4.4	国有控股比例越高,派现公司的比重越高,每股派现金额越大, 分红比例越高	180
5.4.5	国有控股上市公司分红比例总体上处于较高水平	181
5.4.6	国有控股上市公司现金分红的行业特征	184
5.4.7	国有控股上市公司现金分红特征小结	188
5.5	国有控股上市公司可持续分红比例 (SPOR) 估算	189
5.5.1	国有样本总体可持续分红比例 (SPOR) 估算	189
5.5.2	国有样本各行业可持续分红比例 (SPOR) 估算	194
5.5.3	国有样本与上市公司样本 SPOR 的估算对比	199
5.5.4	国有样本可持续分红比例 (SPOR) 估算小结	205
6.	可持续分红比例实现机制设计	207
6.1	可持续分红比例 (SPOR) 差异性检验	207
6.1.1	SPOR 相关指标统计描述	207
6.1.2	SPOR 相关指标差异性检验	209
6.2	可持续分红比例 (SPOR) 驱动因素分析	211
6.2.1	SPOR 关键指标分解	211
6.2.2	SPOR 相关分解指标差异性检验	213
6.3	可持续分红比例 (SPOR) 价值创造框架	214
6.3.1	经济增加值系统的引入	214
6.3.2	SPOR 价值创造系统框架	217
6.3.3	SPOR 价值创造系统的数据验证	222
6.4	可持续分红比例 (SPOR) 价值创造的实现路径	227
6.4.1	构建与完善公司整体的 EVA 价值管理平台	228
6.4.2	不断提高和保持留存收益再投资报酬率水平	228
6.4.3	树立全面的资本成本观念	229



6.4.4 提高对公司业务的识别能力与处置能力	230
6.4.5 形成和保持有利于价值创造的财务可持续增长能力	231
6.4.6 加强和提高公司外部融资能力	232
7. 研究结论、局限性及未来展望	233
7.1 研究结论与启示	233
7.2 研究局限性与未来展望	236
附 录	239
参考文献	245
后 记	261

1. 导 言

1.1 研究背景与意义

1.1.1 理论背景与意义

自 Lintner (1956) 开创股利政策的研究, Miller 和 Modigliani (1961) 提出“股利无关论”以来,有关股利政策的研究一直是西方财务管理学界的热门议题。历经半个多世纪,西方的股利理论得到了极大的完善和发展,股利政策研究在不同的方向给我们提供了极其丰富的研究成果,产生了诸如股利无关论、“一鸟在手”理论、税差效应理论等传统股利理论,以及代理成本理论、信号理论、剩余股利理论、追随者效应理论、交易成本理论、股权结构理论等众多的现代股利理论观点^①。股利政策似乎已经成为现代财务领域被透彻研究的课题之一,在现行的股利政策模式等方面,已有的研究也得出了—些基本的“经验规律性”(Megginson, 1997)^②。但是,“不幸的是这些

① 国内学者对股利理论发展阶段的划分界定在名称上略有区别。李常青(2001)把股利理论分为传统股利政策理论和现代股利政策理论,魏刚(2001)则把股利理论分为古典学派和现代学派。但从他们述及的各阶段的理论观点来看,所谓的“传统股利政策理论”和“古典学派”、“现代股利政策理论”和“现代学派”实际上是一致的。

② Megginson (1997) 曾将这些“经验规律性”总结为十个方面,并认为对现行的股利模式进行总结,能够帮助我们清楚地了解一个可行的股利政策理论必须能够解释的内容是什么,同时也为相关的经验研究提供一个框架。详细参见: Megginson, W. L. Corporate Finance Theory [M]. Pearson Education Limited, 1997. 中文版参见: 威廉·L. 麦金森. 公司财务理论 [M]. 刘明辉主译. 大连: 东北财经大学出版社, 2002: 361 ~ 367.



理论还存在着这样或那样的缺陷,相互之间缺乏协调,显得支离破碎,甚至矛盾重重。运用这些理论,对股利的性质和有关股利的决策难以取得明晰的认识”^①,以至于“我们越是深入地研究股利政策,越觉得它像一个谜”^②,“股利之争(the Dividend Controversy)”仍然被认为是财务领域十大尚未解决的难题之一(Brealey 和 Myers, 2003)^③。

追溯起来,“股利政策”这个术语曾经指一个公司选择是否支付给它的股东现金股利的策略,如果支付现金股利,那么支付多少以及以什么样的频率进行支付(Megginsin, 1997)。近年来,随着股利分配政策研究的深入,其涉及的内容越来越丰富。1976年,Black将股利政策研究之惑聚焦在“公司为什么支付股利”以及“投资者为什么关注股利支付”两个问题上,并将其称为“股利之谜”。但他的论述对这两个问题并没有“令人信服的解释(the Convincing Explanation)”^④。伴随着各种理论对该问题的探究,“股利之谜”又扩展延伸出更多的未解之谜。例如,现金股利在向投资者传递有关公司前景信息时起什么样的作用;为什么一些公司股票股利支付率很低而市场价值却很高;公司所得税与个人所得税怎样影响现金股利的供给与需求;股利政策和公司的其他财务政策是怎样通过现金流量互相联系的;为什么股利支付率对于不同的行业和国家有如此大的差异等(Megginsin, 1997)。Robinson (2006)将现有股利政策研究的突出问题概括为四个方面,即公司采用什么样的方式来决定股利支付的方式和数量、股利政策与公司价值(每股股

① 原红旗. 中国上市公司股利政策分析 [M]. 北京: 中国财经出版社, 2004: 1 (前言).

② Black, F. The Dividend Puzzle [J]. Journal of Portfolio Management, 1976 (2): 8.

③ 此外, 1997年, 我国学者王永海在对20世纪财务科学的回顾与对21世纪财务科学的展望时, 也曾总结了现代财务理论尚未完全解决而需要进一步深入研究的十个问题, “股利之争”位列其中。王永海(1997)所列的十个问题分别是: 如何进行财务决策; 投资项目风险和现值是由什么因素决定的; 对风险和报酬之间关系的再认识; 市场有效性理论是否存在例外; 公司管理是否是一项资产负债表之外的负债; 如何对战后的金融创新作出解释; 如何解释资本结构; 如何解决有关股息理论方面的争论; 什么是流动性资产的价值以及如何解释公司的合并浪潮。详细参见: 王永海. 20世纪财务科学的回顾与展望 [A]. 武汉大学经济学院//21世纪经济学前瞻 [C]. 武汉: 湖北人民出版社, 1997: 194~199.

④ Feldstein 和 Green (1983)曾对 Black (1976)的第一个问题进行了回答, 他们认为, 股利存在的主要原因是为了给投资者提供一个在别处不能获得的多样化的投资机会, 但后来的学者对他们的观点进行了批驳。最近, Baker 和 Wurgler (2004)从行为金融学的角度, 认为公司支付股利的原因在于管理者对股东偏好的迎合(Catering), 当股利溢价较高时, 公司会支付股利从而迎合投资者的股利需求。Long (1978)以及 Shefrin 和 Statman (1984)曾分别对 Black (1976)的第二个问题进行过阐述, 其中, Long (1978)发现股东们比较偏好现金股利, 但 Ang、Blackwell 和 Megginsin (1991)则持相反的看法。



价)的关系如何、不同国家公司股利政策的差异是什么、“消失的股利(Disappearing Dividends)”现象^①。但 Megginson (1997) 认为,无论股利政策研究的内容如何丰富和发展,一直以来,股利政策回答的两个基本问题并未改变,即公司的价值是否会随股利支付水平的变化而变化,如果股利政策对公司价值有影响,那么又有哪些因素决定了最佳的股利支付水平,从而使得公司价值最大且资本成本最小。

基于 Megginson (1997) 所言的两个基本问题,可以看出,股利支付率(分红比例)是股利政策的核心内容,而股利支付率的确定则取决于管理层对不同影响因素的考虑。Allen 和 Michaely (2003) 曾指出,“现代金融经济学家来自支付政策(Payout Policy)研究的挑战在于,要力求建立一个能够使公司股东财富、投资者效用最大化的支付框架,而在这个框架内,支付政策将以与经验检验的结果相一致的方式发挥作用”^②。从已有的研究来看,以不同的理论为基础,在选取特定影响因素的前提下,Walter (1956)、Lintner (1956)、Rozeff (1982)、Miller 和 Rock (1985)、John 和 Williams (1985) 以及 John 和 Lang (1991) 等学者尽管都提供了不同的最优股利支付率(或目标股利支付率)估算模型,但就各种模型检验结果的认同度来讲,学术界的看法并不一致。这不得不促使我们思考:用什么样的理论来解释公司的股利分配行为?是否存在影响分红比例的重要因素?公司应该如何确定分红比例?是否存在一个科学合理的分红比例估算模型?面对如此众多的“股利之谜”,在如此丰富的股利理论与实证研究文献面前,一方面是我们对股利现象的困惑,另一方面则是我们进一步探究“股利之谜”的冲动。

2004 年,Baker 和 Wurgler 在一项研究^③中指出,一些经典理论失灵或者不能得到一致认同的一个主要原因在于这些理论往往只考虑到股利的需求方面(投资者或股东),而忽略了股利的供给方面(公司或管理者)。在此意义上,股利政策事实上可以看作是股利需求方与股利供给方之间的一种意愿或利益的调和与权衡。一方面,由 MM 股利无关论(1961)的暗示可知,价值

① Fama 和 French (2001) 最早提出了“消失的股利(Disappearing Dividends)”的现象。详见: Fama, E., and French, K. R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001 (60): 3 ~ 43.

② Allen, Franklin, and Roni Michaely. Payout Policy [M]. North - Holland Handbook of Economics, Edited by George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz (Amsterdam: North - Holland), 2003: 4.

③ Baker, M., and Wurgler, J. A Catering Theory of Dividends [J]. *Journal of Finance*, 2004 (3): 1125 ~ 1165.



是由有效投资（即所有净现值为正的投资项目）带来的，而不是通过财务手段操纵得到的。考虑到股利利得和资本利得是股东要求报酬率即股权资本成本^①的两个组成部分，又由于两者之于股东收益的“无差异”特质（Miller 和 Modigliani, 1961）^②，因而股权资本成本作为股利需求方的一种替代因素，是公司股利决策所需考虑的重要因素。另一方面，从公司角度而言，公司是在长期的可持续增长中获得价值增值与实现股东财富最大化目标的。众多的研究^③已经表明增长所导致的资源消耗及由此所导致的财务问题对股东财富最大化目标实现的影响。因而，如何在股利决策中合理地配置财务资源，从而确保公司价值创造的可持续增长，是现代股利决策的一大挑战。

Higgins（1974）指出，“增长、股利政策与资本成本是许多现代估价与规制理论（Regulatory Theory）的核心”^④。换言之，证券估价将资本成本、可持续增长与股利三者紧密地结合起来^⑤。基于以上的理论背景分析，本书在延续已往股利理论将股利支付率作为股利政策核心内容的思想前提下，选取了资本成本和可持续增长两个影响股利支付率的重要因素，从而兼顾投资者要求报酬率的满足与公司可持续增长对财务资源的需求，来试图构建和检验公司的现金分红比例估算模型。具体而言，本书的理论意义体现在以下几个方面：

第一，本书从公司价值创造与股东财富最大化目标实现的关键因素中，提炼了资本成本与可持续增长两个变量，并将其输入股利支付率的决策系统，本书所开展的研究是对传统股利理论研究的延续与深化。

第二，本书针对资本成本与可持续增长之于股利支付率（分红比例）估

① 根据《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》的定义：“资本成本是商业资产的投资者要求获得的预期收益率。以价值最大化为目标的公司的经理把资本成本作为评价投资项目的贴现率或最低回报率。”

② Miller 和 Modigliani（1961）认为，在无税收的前提下，股利利得与资本利得对于股东而言是无差异的。Litzenberger 和 Ramaswamy（1979）的研究发现，在资本利得税与股利利得税存在差异的情况下，投资者将对高股利收益的股票要求更高的回报，这会导致权益资本成本的变化，从而影响到公司价值。

③ 例如 Higgins（1977）、Van Horne（1988）的研究等。

④ Higgins, R. C., Growth, Dividend Policy and Capital Costs in the Electric Utility Industry [J]. Journal of Finance, 1974 (4): 1189 ~ 1201.

⑤ 我国学者李常青（2001）认为，“西方关于股利政策的研究最早都是和证券估价分析联系在一起，很少作为一个专门的研究领域引起经济学家们的注意”。详见：李常青．股利政策理论与实证研究 [M]．北京：中国人民大学出版社，2001：8.



算的相关机理进行分析,以此构建了“可持续分红比例(SPOR)”估算模型(SPORM)。该项研究一方面是股利理论研究的一次新探索和新尝试,另一方面也是对分红比例估算模型研究领域的必要补充。

第三,本书针对可持续分红比例估算模型(SPORM)的检验结果为公司分红机制的完善提供一个股东财富最大化的价值导向,并以此为基础构建一个可操作的可持续分红实现机制框架,这对于将股利决策纳入公司整个价值创造系统将有非常重要的理论意义。

1.1.2 研究的实践意义

“上市公司现金分红是实现投资者投资回报的重要形式,对于培育资本市场长期投资理念,增强资本市场的吸引力和活力,具有十分重要的作用。”^①为了保护投资者的合法利益以及促进我国证券市场的健康发展,从2000年底开始,中国证券监督管理委员会(CSRC)(以下简称证监会)就明确规定了与股票融资有关的现金分红条件,强调以配股或增发方式募集资金的公司必须支付现金股利,并符合最近三年现金分红的条件。随后,2001年和2006年证监会又相继颁布了《上市公司新股发行管理办法》和《上市公司证券发行管理办法》等涉及上市公司现金分红行为规范的相关管理文件。

经过监管部门和市场各方长期不懈的努力和推动,近年来,上市公司现金分红状况正在逐步改善。但是,应该看到的是,众多上市公司对投资者利益关注不够、股利政策缺乏长远规划、盲目性和随意性较强等现象依然存在。因此,为了进一步引导和规范上市公司现金分红行为,2008年10月7日,证监会第240次主席办公会议又审议通过了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,并于2008年10月9日起施行。

同时,除了对上市公司整体的股利分配行为加强监管外,相关部门还专门针对国有企业的分红行为出台了一系列的行政法规和管理办法。其中,2007年9月13日,国务院发布了《国务院关于试行国有资本经营预算的意见》,决定试行国有资本经营预算制度。2007年12月11日,财政部、国资委联合印发了《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》(以下简称《收益收取办法》)的通知,要求中央企业应交红利的比例,区别不同行业,分

^① 引自:2008年10月7日中国证券监督管理委员会发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(第57号令)。



三类执行^①。

可以看出,监管部门无论是对上市公司整体的现金分红行为还是专门针对国有企业的分红行为的监督和管理都在逐步加强和制度化。但是,就上市公司的监管而言,从最初的(2001年)没有具体明确分红比例的指导性管理,到2006年的20%的比例规定,直至2008年的30%的比例规定^②,相关监管部门均没有明示有关分红比例确定的理论依据,充其量只是经验性地参考了资本市场近年来上市公司的平均分红水平。而《收益收取办法》针对中央企业区别不同行业、分三类执行的分红比例也只是行业平衡的结果,缺乏相应的理论说服力^③。这必然促使人们思考:现行分红比例确定的理论依据是什么?是否存在一个可供借鉴和参考的分红比例估算模型?现行分红比例的确定是否存在监管有余而公司自发性不足的矛盾?现行类似“一刀切”的分红比例在保证投资者回报与上市公司可持续发展之间是否达到了应有的平衡?因此,众多的疑问和思考,使得构建一个基于现代股利理论、充分兼顾投资者必要报酬率(资本成本)和我国上市公司可持续发展的分红比例模型成为必然。

因此,基于我国资本市场的现状,本书将投资者必要报酬率(资本成本)的满足与财务可持续增长结合起来,并针对我国上市公司的股利分配行为进行研究,其实践意义在于:

第一,以股利理论为基础,立足我国资本市场实际情况,对我国上市公司现金分红的实际状况、总体特征进行归纳和分析,对比和探究我国与国外资本市场现金分红政策的差异和原因,从而为进一步深入研究我国上市公司现金分红政策打下一定的基础。

① 《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》规定:第一类为烟草、石油石化、电力、电信、煤炭等具有资源型特征的企业(共18家),上缴比例为10%;第二类为钢铁、运输、电子、贸易、施工等一般竞争性企业,上缴比例为5%;第三类为军工企业、转制科研院所企业,上缴比例三年后再定。

② 证监会对上市公司现金分红比例的界定是以最近三年现金或股票方式累计分配的利润占最近三年实现的年均可分配利润的比例,与通常所说的现金股利占净利润之比的分红比例不同,本书论述中采用的是后一种界定,详细说明参见1.2.2的内容。

③ 2007年12月27日,财政部在对国有资本收益收取政策发文解释时认为,确定企业税后利润上交比例是一项政策性很强的工作。我国不同行业企业由于受不同条件因素影响,税后利润水平差异很大,既不宜采取“一刀切”的办法,统一确定一个上缴比例,也不宜一对一谈判,一个企业一个比例。因此,《收益收取办法》采取了区别不同行业适用不同比例的方式。详见:《财政部详解国有资本收益收取政策》,新华网,2007年12月27日。