



基于资源配置视角的 公司现金股利分配研究

A Research on Corporate Dividend Policy
Based on Resource Allocation Perspective



苏力勇 著

中国物资出版社

天津外国语学院国际商学院精品专著系列

基于资源配置视角的公司 现金股利分配研究

苏力勇 著

中国物资出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于资源配置视角的公司现金股利分配研究/苏力勇著. —北京: 中国物资出版社, 2010.9

(天津外国语学院国际商学院精品专著系列)

ISBN 978-7-5047-3545-4

I. ①基… II. ①苏… III. ①股份有限公司—利润—分配 (经济)—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 169139 号

策划编辑 寇俊玲

责任编辑 寇俊玲

责任印制 何崇杭

责任校对 孙会香 梁 凡

中国物资出版社出版发行

网址: <http://www.clph.cn>

社址: 北京市西城区月坛北街 25 号

电话: (010) 68589540 邮政编码: 100834

全国新华书店经销

中国农业出版社印刷厂印刷

开本: 710mm×1000mm 1/16 印张: 13 字数: 213 千字

2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-5047-3545-4/F·1409

定价: 35.00 元

(图书出现印装质量问题, 本社负责调换)

前 言

现金股利分配是公司经营决策的重要方面，也是资源配置的一种方式。通过现金股利分配决策，公司管理层把可分配利润配置在三个方向：留存在公司内部、发放到股东手中以及向政府税务部门输送股利税。这样就构成了一个以可分配利润为对象的资源配置问题。在一定的现金股利分配决策下，公司、股东和税务部门三大主体如何分割可分配利润以及这种分割是否影响资源配置效率等方面构成了本书要研究的问题。

自从Lintner (1956)的研究发现了现金股利平滑现象 (Dividend Smoothing) 之后，50多年来，中外相关学者对公司现金股利分配行为进行了大量的研究，分别从信号传递、代理成本、自由现金流、股利税以及投资者行为偏好等角度对现金股利政策的决定机制进行了分析和解释。但是，这些文献中并没有出现专门从资源配置视角对公司现金股利分配所进行的系统性研究，而且，随着监管部门一系列推动企业现金股利分配的法规的出台，中国上市公司的分红行为日渐旺盛，所涉及的资源流动量日益增大。所以，从资源配置视角研究现金股利分配问题具有重要的理论意义与现实意义。

本书的目的就是在综述相关文献的基础上，分析公司现金股利分配的资源配置格局以及其中所涉及的资源配置效率等相关问题。除了第1章绪论、第2章文献综述以及第8章结束语之外，本书研究工作主要在以下三个层次上展开。

第一个层次包括第3章、第4章和第5章，主要分析了公司现金股利分配与资源配置效率的关系。在第3章，分析了在有效市场假设下，现金股利与自制股利形式的选择对股东财富的影响。本书研究认为，如果公司是高质量的，那么，股东出售股票获得自制现金股利是有利的；如果公司是低质量的，那么，股东通过现金股利的方式把公司净利润提出，然后进行其他项目的投资将是有利的。在第4章，采用市净率作为正向指标衡量公司质量，采用市净率离散度作为反向指标衡量股票市场资源配置效率，分析了现金股利

分配对资源配置效率的影响。研究表明，高质量公司分红越少，低质量公司分红越多，资源配置效率越高。同时，市场信息效率越高，公司负债融资越充足，现金股利分配导致的资源配置效率越高。

在第5章，采用产品市场竞争强度作为衡量股票市场资源配置效率的间接指标。研究表明，随着产品市场竞争强度的提高，公司的现金股利分配倾向先提高后下降，变化趋势呈“倒U形”。这是在产品市场竞争的推动下，公司在现金股利分配方面影响资源配置效率的表现。

为了进一步具体地研究公司现金股利分配的资源配置效应，在第一个层次研究的基础上，本书第二个层次，即第6章，以中国上市公司“佛山照明”（2001—2008年数据）作为研究对象进行了案例分析。股票市场并没有因为其高额持续分红的政策而对佛山照明的股价给予相应的溢价，反而在更多的时候对其持有一种消极的态度。这与西方市场上的高股利对应高收益的一般结论不一致。通过对佛山照明赢利模式、投资策略以及公司治理等方面的分析，发现佛山照明虽然在成本控制方面做得很好，但是在投资策略、控制内部人等方面并不理想，因而，与其把资金留在公司内部，不如把资金以现金股利等形式分配给股东更有利于资源配置效率的提高。

在第三个层次，即第7章，分析了股利税因素在现金股利的资源配置机制中的影响。本章总结了大量关于股利税的研究文献，面向中国存在二元制股利税的实际，构造了一个在股票除息前后的投资者套利行为模型，这种套利行为导致现金股利资源配置格局的改变：政府税务部门得到的股利税将随着公司股票股利收益率的上升而减少，同时，获得的印花税则相应的增加；高税率的投资者为了规避红利而卖出相应股票，支付交易税费；低税率的投资者则购买这些股票，支付一定的交易税费，并获得足以弥补其成本的现金红利。

本书的创新之处如下：

第一，系统研究了公司现金股利分配的资源配置效应。在公司现金股利分配过程中，划分了两个资源配置节点：节点A和节点B。节点A控制着公司留存收益与分配在外的现金股利（即投资者所收到的税前现金股利）之间的配置；节点B控制着分配在外的税前现金股利在税务部门与投资者之间的配置。

第二，改进了衡量股票市场资源配置效率的方法，并在中国股票市场上

进行了检验和应用。新兴的托宾 Q (Tobin's Q) 离散度指标更全面, 在理论上更有说服力, 近几年已经越来越被学者所认同和采纳。本书进一步把该指标调整为市净率的离散度, 用于度量股权资金的配置效率。

第三, 改进了产品市场竞争强度对公司现金股利分配行为的影响模型, 并在中国股票市场上进行了验证。本书通过综合其他关于产品市场竞争对公司融资决策影响的研究文献, 提出产品市场竞争强度与公司现金分红倾向之间是“倒 U 形”关系, 即随着产品市场竞争强度的上升, 公司的现金股利分配倾向先上升后下降。本书使用中国样本数据对此进行了实证检验, 并从资源配置角度进行了解释。

第四, 修改了股利税对除息前后投资者套利行为的影响模型, 使其可以适用于中国的股利税法规环境以及股票市场环境; Boyd 和 Jagannathan (1994) 模型以美国股票市场为模型背景, 分析了除息前后发生的套利交易及其所导致的股票价格均衡。本书以中国股票市场为背景, 修改了 Boyd 和 Jagannathan (1994) 模型, 构造了适用于中国的新模型, 并使用中国股票市场的样本数据进行了实证检验。以此模型为基础, 本书分析了现金股利在税务部门 and 投资者之间的配置。

最后, 特别感谢天津外国语大学国际商学院对出版本书的支持和资助, 也感谢中国物资出版社寇俊玲编辑的鼎力协助, 希望本书能够为研究股利政策的同行提供一些启发或借鉴, 能起到抛砖引玉的作用。当然, 也欢迎读者对本书内容的错误或不足之处进行批评指正。

苏力勇
2010 年 8 月



目 录

1 绪 论	(1)
1.1 选题背景	(1)
1.2 问题描述	(6)
1.3 研究意义	(15)
1.4 研究内容与章节结构	(16)
1.5 本书的创新之处	(21)
2 文献综述	(22)
2.1 国外研究文献	(22)
2.2 国内研究文献	(37)
2.3 本章小结	(45)
3 现金股利与自制股利——有效市场条件下的对比分析	(46)
3.1 理论分析	(46)
3.2 模型描述	(48)
3.3 自制股利与现金股利的选择	(49)
3.4 数值模拟	(52)
3.5 主要结论以及讨论	(55)
4 公司现金股利分配对资源配置效率的影响	(58)
4.1 引言	(58)
4.2 现金股利分配对资源配置效率的影响机制	(60)
4.3 股权资金配置效率度量指标的设计	(66)
4.4 现金股利对股权资金配置效率的影响：理论分析	(70)



4.5	现金股利对股权资金配置效率的影响：实证分析	(72)
4.6	导致配置效率低下的典型原因实证分析	(80)
4.7	主要结论与启示	(84)
4.8	本章小结	(86)
5	产品市场竞争、现金股利分配与资源配置效率	(87)
5.1	引言	(87)
5.2	相关研究文献	(88)
5.3	理论分析	(91)
5.4	实证分析设计	(94)
5.5	实证分析结果	(98)
5.6	对“倒 U 形关系”的资源配置解释	(104)
5.7	本章小结	(106)
6	现金股利政策的资源配置案例分析	(107)
6.1	引言	(107)
6.2	佛山照明及其股利政策介绍	(109)
6.3	高分红政策下的投资者收益	(118)
6.4	投融资策略与主业的发展	(130)
6.5	“佛山照明”案例的启示	(139)
6.6	本章小结	(142)
7	股利税对现金股利资源配置结果的影响	(143)
7.1	引言	(143)
7.2	B-J 模型	(145)
7.3	理论分析	(147)
7.4	实证分析	(154)
7.5	本章小结	(163)
8	结束语	(166)
8.1	主要结论	(166)



8.2 主要实践建议	(167)
8.3 研究的局限性	(168)
8.4 对进一步研究工作的展望	(169)
 参考文献	 (171)
附 录	(190)
后 记	(196)



1 绪 论

1.1 选题背景

1.1.1 我国公司现金股利分配的政策法规背景

中国股票市场的监管部门具有通过政策法令规定上市公司现金分红行为的权力。

1984年8月,上海市政府颁发的《关于发行股票的暂行管理办法》就股份公司股息与红利问题作了明确规定,其中集体股和个人股都按照相当于一年期储蓄存款利息率的额度计算并支付股息。除了对股息的规定之外,该办法还规定了红利的额度限制,其中集体股红利不超过股票面额的7.2%,个人股则不超过15%。1987年5月,上海市政府发布《上海市股票管理暂行办法》,规定股票可以采取股息与红利两种方式分红,但是,股息与红利之和不得超过投资额的15%,否则处以超发额同等金额的罚款。并且规定,公司如发生经营亏损,且未建立后备分配基金的,当年不得分红,以后也不得再补付红利。

中国股票市场正式成立并发展一个阶段之后,2001年3月中国证券监督管理委员会颁布的《上市公司发行新股管理办法》中将上市公司分红派息作为再融资时的重点关注事项,要求担任主承销商的证券公司重点关注“公司最近三年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未作出合理解释”的现象,并在尽职调查报告中予以说明;当年发布的《中国证监会股票发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》中也提出应当关注公司上市以来最近三年历次分红派息情况,特别是现金分红占可分配利润的比例以及董事会对于不分配所陈述的理由。上市公司从2001年度



开始大范围进行现金分红。

2004年1月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，指出“要采取切实措施，改变部分上市公司重上市、轻转制、重筹资、轻回报的状况”。

中国证券监督管理委员会于2004年12月出台的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，倡导上市公司要实行积极的利润分配政策，明确规定：上市公司的利润分配应重视对投资者的合理投资回报；上市公司应当将其利润分配办法载明于公司章程；上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近三年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份；存在股东违规占用上市公司资金情况的，上市公司应当扣减该股东所分配的现金红利，以偿还其占用的资金。

2006年发布的《上市公司证券发行管理办法》规定，上市公司发行新股须符合“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%”。在证监会发布的上市公司年报准则中也明确要求，上市公司应对报告期内赢利但未提出现金利润分配预案的情况，详细说明理由，同时说明公司未分配利润的用途和使用计划。

2008年10月9日，中国证券监督管理委员会发布了57号令，即《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，规定：公司应当在章程中明确现金分红政策，利润分配政策应保持连续性和稳定性；发行新股的上市公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%；上市公司在年度报告中应披露本次利润分配预案或资本公积金转增股本预案。对于本报告期内赢利但未提出现金利润分配预案的公司，应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途。公司还应披露现金分红政策在本报告期的执行情况。同时应当以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额及其与净利润的比率；公司在半年度报告中应当披露以前期间拟订、在报告期实施的利润分配方案、公积金转增股本方案或发行新股方案的执行情况。同时，披露现金分红政策的执行情况，并说明董事会是否制定现金分红预案；公司应当在季度报告中说明本



报告期内现金分红政策的执行情况。

可见,从2001年开始,我国监管部门对上市公司再融资之前的现金分红进行了越来越严格的规定。2001年只是要求发行新股的主承销商重点关注上市公司分红情况;2004年12月进一步规定过去三年未进行现金分红的公司不得进行证券再融资;2006年的法规开始划出明确的比例界限,上市公司在发行新股前,以现金或股票形式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%。2008年则在分红形式和分红比例方面同时把这个标准提高,规定发行新股的上市公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

在上述强制性的现金分红规定下,企业在获取新资源之前,需要先把一部分原有资源释放出去。由于公司发行证券需要向中介机构支付相关的费用,同时,现金股利分配也需要公司支付相应的管理费用,所以,上述的资源获取和释放都是有成本的,与股权再融资挂钩的现金分红法规具有提高资金成本之嫌,可能影响资源配置效率。

1.1.2 中国上市公司现金股利分配概况

在这些法规的推动下,中国上市公司的现金股利分配逐渐兴盛起来。图1-1总结了1994—2007年度中国股票市场实施现金分红公司的比例。1994年,分红公司比例为73%,1996—1999年,分红公司比例下降为30%左右。随着一系列敦促上市公司分红的法规的颁布,2000年分红公司比例大幅度上升,至2007年,维持在45%~60%的比例。由于我国上市公司大部分属于制造业,所以上述比例主要受制造业的影响。另外,参照证监会的行业划分方法,电力、煤气和水的制造与供应产业(本书简称为“电煤气水行业”)属于公用事业行业,在这一行业中,分红公司比例较高,2000—2007年度均维持在60%~80%。

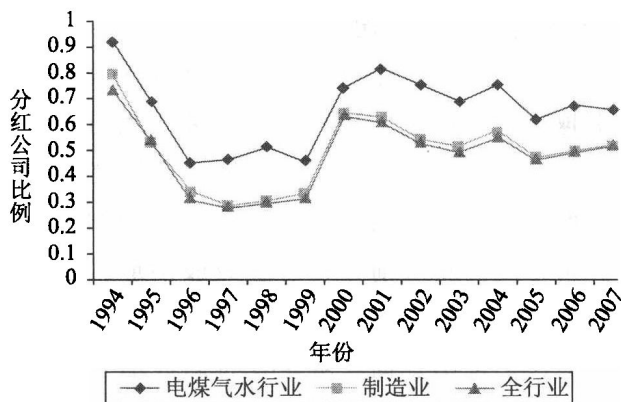


图 1-1 中国股票市场分红公司比例 (1994—2007)

资料来源：度量衡金融数据库。

随着分红公司比例的上升，中国股票市场的分红总额也逐年上升，如图 1-2 所示，1999 年突破 200 亿元，2006 年突破 1000 亿元，达到 1288 亿元。2007 年更是比 2006 年翻了一倍以上，达到 2793 亿元。现金分红占上市公司所有者权益的比例也不容忽视。在 1994 年该比例几乎达到 5%，除去 2005 年股权分置改革的影响，该比例最低的 1997 年也达到了 2%，最近几年在 2.5% 以上。

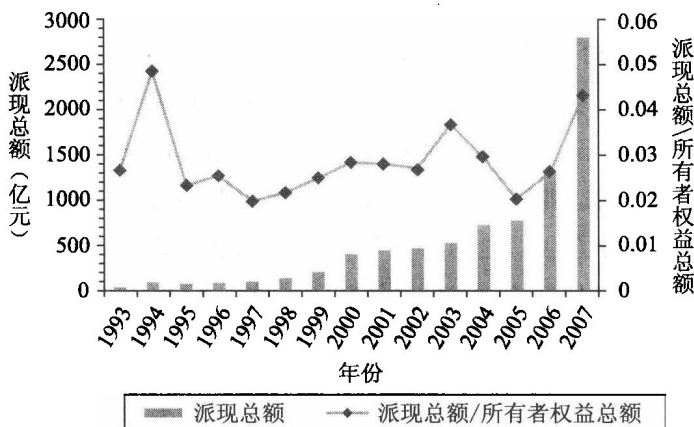


图 1-2 中国股票市场分红水平

资料来源：度量衡金融数据库。



美国 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 三个股票市场的 1926—1999 年的联合数据如图 1-3 所示。美国经济大危机时期，分红公司比例从 1930 年的 66.9% 下降到 1933 年的 33.6%。然后，分红公司比例持续上涨，1943—1962 年，每年的分红公司比例都在 82% 以上。1963 年 AMEX 成立之后，分红公司比例下降为 69.3%，1973 年 NASDAQ 成立后，分红公司比例从 1972 年的 59.8% 下降到 1973 年的 52.8%。三市联合的分红公司比例在 1978 年达到 1972 年以来的峰值 66.5%，从此一路下滑，到 1999 年，只有 20.8% 的公司支付红利。

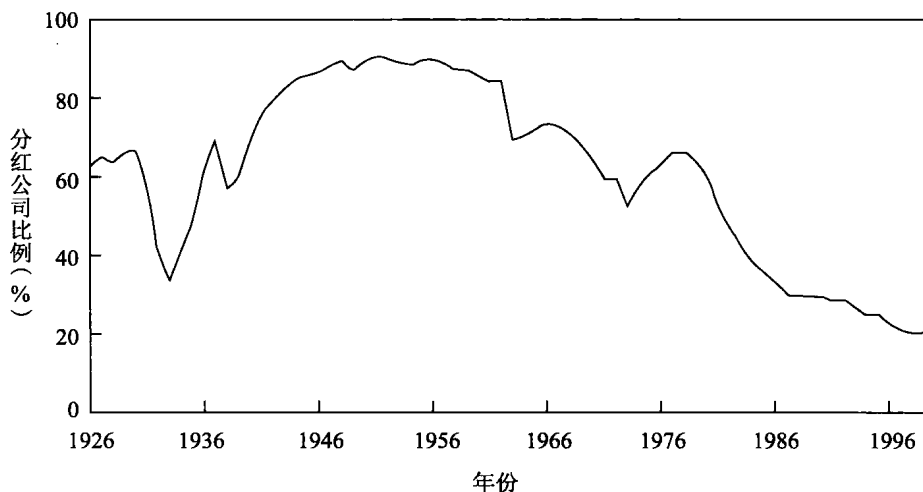


图 1-3 美国 1926—1999 年分红公司比例

资料来源：Fama 和 French (2001)。

在 20 世纪 80 年代中期，美国上市公司的股票回购行为日渐盛行，这是否可以解释图 1-3 所示的美国现金分红上市公司比例的下降呢？Fama 和 French (2001) 表明，进行股票回购的公司主要由进行现金分红的公司组成，所以，这并不能解释“现金股利消失”的现象。同时还发现，规模越大、赢利越高的公司越倾向于分配现金股利，而投资越多的公司则越不倾向于分配现金股利。Reddy 和 Rath (2005) 对发展中国家印度的研究也表明，印度上市公司中分红股利比例也是逐渐下降的，从 1991 年的 57% 下降到 2001 年的 32%。



上述国外与中国上市公司的分红行为形成一种对比。在中国监管部门政策的推动下，中国进行分红的上市公司比例已经高于同时期的很多发达国家和发展中国家市场，相对应地，大量的资源被中国上市公司通过现金分红的方式释放到公司外部。那么，中国上市公司的这种现金分红状况提高了股东收益吗？影响了公司内部资金充足性吗？释放在外的现金股利全部进入了投资者的口袋吗？现金股利分配所引起的这些资源配置结果、配置效率问题将是本书主要关注的问题。

1.2 问题描述

1.2.1 企业利润分配中的资源配置结构

企业税后利润中的可分配利润有三种主要的配置去向：留存在企业内部、分配给股东，同时股东向政府缴纳现金股利所得税。也就是说，从表面上看，企业、股东和政府都将参与对企业税后利润的分配。企业本身得到留存收益部分，股东得到税后现金股利部分，政府则得到现金股利所得税部分，企业利润分配过程的资源配置结构如图 1-4 所示。

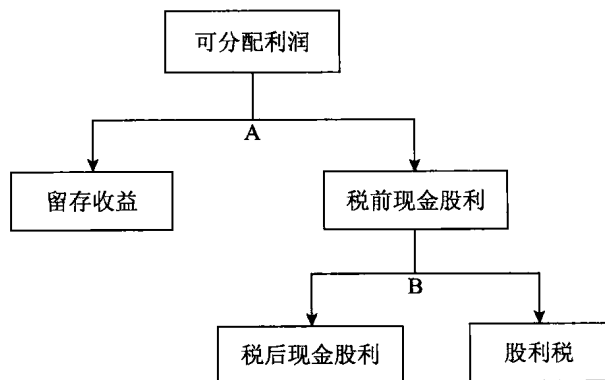


图 1-4 企业利润分配过程的资源配置结构

如图 1-4 所描述，在公司进行现金股利分配时，存在两个资源配置节



点：节点 A 和节点 B。节点 A 控制着公司留存收益与分配在外的现金股利^①之间的配置，公司分配的现金股利偏多的时候，公司内部留存的收益就偏少，如果公司经营发展需要更多资金，此时就需要采取其他方式筹资；相反，如果公司分配的现金股利偏少，公司内部留存的收益偏多，那么，由于公司缺乏好的投资项目，这些资金可能得不到有效的使用，可能以各种形式被浪费掉。节点 B 控制着分配在外的税前现金股利在税务部门与投资者之间的配置。根据政府制定的股利税法规，一部分资金以股利税的形式进入税务部门，还有一部分则真正进入股东的手里。如果政府税务部门偏好以现金股利税的形式获得收入，那么，政府可能会提高税率或促使公司提高分红水平，此时，股东真正得到的收益将受到影响。

基于上述分析，本书认为，从资源配置角度来说，对于公司现金股利分配问题需要重点考虑三个因素。第一个因素是公司的质量。高质量的公司是否得到了更多的资金，而低质量的公司是否吐出了更多的资金，这些问题将都可能影响资源配置效率。第二个因素是产品市场竞争状况。产品市场竞争机制是市场经济中影响公司之间资源配置的主要机制，这种机制与公司现金股利分配之间可能存在某些关联。第三个因素是现金股利税体制。比如，政府是否通过现金股利税体制改变了现金股利的资源配置结果。

本章接下来对这三个因素进行具体分析。

1.2.2 公司质量、股利分配与资源配置

本书所谓的公司质量，是对公司的治理水平、市场机会以及投资策略的一种综合衡量。如果一家公司具有比较高的治理水平，面临比较好的市场机会，同时，又通过恰当的投资策略把握住了市场机会，那么，可以将这家公司称为高质量公司。在信息有效的股票市场上，高质量的公司一般具有比较高的托宾 Q 值。可以用类似托宾 Q 值这样的指标对公司的质量进行测量。

根据有关研究文献，公司质量状况对股利分配结果的不公平或资源配

^① 即投资者所收到的税前现金股利。



置的低效率的影响主要表现在以下几个方面：

1. 内部控制人的利益隧道挖掘导致现金股利分配的不公平性

现代企业是股东、经理层、债权人以及政府等多方主体利益的结合体。各方主体的利益目标并不一致，同时，实际控制企业的一方将有机会获得控制权收益，并可能损害其他主体的利益。这种实际控制人挖掘“隧道”从公司获取私人收益的行为在世界各国都普遍存在。Johnson 等（2000）研究发现，即使在发达国家，其法律体系也允许多种利益攫取通道的存在。在法规环境不甚完善的发展中国家，这些通道将会有更多的机会被挖掘形成。

现金股利决策是公司实际控制者用来侵占其他主体利益的隧道之一。很多研究表明，支付现金股利有利于限制公司管理层通过滥用自由现金而获得私人收益，从而可以缓解股东与经理之间的代理冲突 [Easterbrook (1984)、Jensen (1986) 以及 Gomes (2000) 等]。也有一些研究表明，支付现金股利可以减轻控股股东对小股东的掠夺，所以一些习惯法（common law）国家通过强制企业分红的方式控制大股东对小股东的利益掠夺 [Faccio 等（2000）以及 La Porta（2000）等]。本书用图 1-5 总结了这种隧道可能的表现形式。

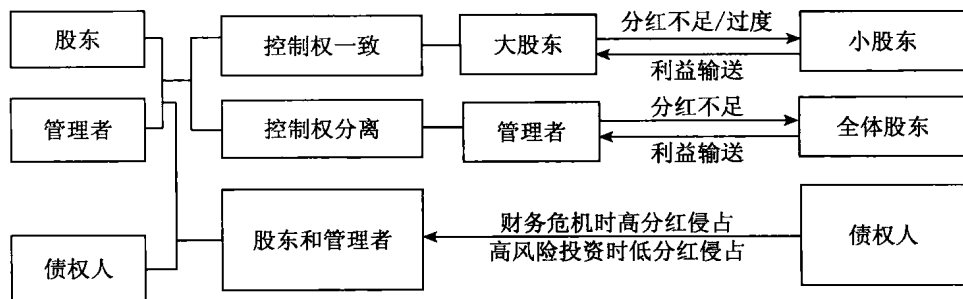


图 1-5 现金股利分配中的隧道挖掘形式

在公司所有权和控制权分离的情况下，管理者拥有公司的控制权，并对公司的现金股利政策进行决策和实施。在这种情况下，公司管理者的利益目标与股东存在背离，管理者由于拥有控制权而获得私人收益。由于管