



股利分配的 理论模型和实证研究

GULI FENPEI DE
LILUN MOXING HE SHIZHENG YANJIU

易颜新 / 著



经济科学出版社

股利分配的理论模型 和实证研究

易颜新 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股利分配的理论模型和实证研究/易颜新著. —北京:
经济科学出版社, 2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7767 - 2

I. 股… II. 易… III. 股份有限公司 - 利润 - 分配(经济) - 研究 IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 196456 号

责任编辑: 张 力 周胜婷

责任校对: 杨 海

技术编辑: 董永亨

股利分配的理论模型和实证研究

易颜新 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行电话: 88191109

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

欣舒印务有限公司印刷

850 × 1168 32 开 9 印张 230000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7767 - 2/F · 7018 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

我国证券交易所自成立之日起，上市公司股份分为流通股和非流通股，已形成了事实上的股权分置。本书将上市公司的股利政策和股权分置改革相结合，研究股权分置改革前后的股利政策对股东财富的影响，具有重要的理论意义和实际意义。

1956年，林特纳（Lintner）在论文“公司利润在现金股利、留存收益和税收之间的分配”中提出著名的“股利无关论”，开创了股利政策研究之先河。此后，财务学家围绕“股利相关论”、“股利无关论”展开了激烈争论，形成了不同的股利政策理论。如“一鸟在手”理论研究在不完美市场中，股利公告的市场反映、支付现金股利公司的特征、公司股利政策影响因素等。股利代理成本理论认为，在经营者与投资者之间的委托代理关系中，支付现金股利可以避免公司管理层过度投资和在职消费，降低代理成本。股利信号传递理论以信息不对称理论为基础，将股利政策看做一种信号传递机制，发现投资者会根据公司股利政策的变化调整投资策略。顾客效应理论研究税率差异、税率变动对公司股利政策的影响，不同的投资者存在税负差异，边际税率较低或不纳税的投资者偏爱现金股利，边际税率较高的投资者则倾向于股票股利或股票回购。大股东掏空理论以股权结构高度集中或相对集中的发达国家、发展中国家上市公司为研究对象，发现大股东监控管理者能降低代理成本，同时又能通过现金股利等手段从公司攫取租金、剥削中小股东。股利行为理论借鉴行为金融学研究思想，将行为科学、心理学、社会学研究成果引入公司股利政



策研究,较好地解释了异常的公司股利分配行为和投资者股利决策偏差。上述理论主要以现金股利或股票回购为研究对象,以发达国家上市公司为研究样本,但由于不同文献采用的研究方法和样本存在差异,导致实证研究结果不一致或截然相反,且存在忽略股票股利研究和新兴资本市场研究的缺陷。

我国学者关注股利政策的研究始于 20 世纪 90 年代。1997 年 Shleifer and Vishny 提出以集中股权结构为基础的大股东掏空理论,与国内上市公司国有股“一股独大”情况相吻合,掀起了从大股东掏空角度研究上市公司股利政策的高潮。但国内外研究文献都忽略了公司股利政策的本质——实现投资者的超额投资回报率,并且大部分文献都只研究现金股利,忽视股票股利和其他股利形式,很少将现金股利和股票股利结合研究。本书针对现有文献的不足,通过理论分析提出研究主题:股利政策的股东财富效应。基于企业家道德风险模型,证明在股权分置下,股利分配存在显著的股东财富效应。将现金股利、股票股利结合研究,利用证券市场数据和股利分配动因问卷调查数据进行实证检验,发现了股利政策对股东财富效应的经验证据。作为一项前瞻性研究,考虑到我国股权分置改革完成后,未来几年内上市公司股权即将全流通,将股利政策作为可观测变量构建股利分配与股东财富关系的改进模型,证明了在双重委托代理关系下,大股东存在剥削中小股东的动机。

本书主要创新点表现在:第一,构建了股利分配与股东财富的股权分置模型,证明了股权分置下上市公司股利分配能显著增加股东财富;第二,实证检验了股利政策的股东财富效应;第三,实证验证了股利分配与可持续发展的关系,分析了管理层股利分配动因对股利决策的影响,探讨了双重委托代理改进模型;第四,通过问卷调查以及数据分析,验证了股利政策的股东财富效应与股利决策之间的正相关关系。

本书内容丰富,结构合理,逻辑性强,论述深刻,观点鲜

明，对股利分配有独到见解，具有前瞻性，创新点明显。本书是易颜新博士在其博士学位论文基础上修改完成的一部专著。作者多年来一直从事财务管理教学和研究工作，在学术上有一定造诣。我作为易颜新博士的导师，在指导过程中，教学相长，也得到不少启示。今特将本书推荐给大家，中肯地希望业内各专家能提出宝贵意见，以进一步繁荣学术。也祝愿易颜新博士继续努力，取得更好的学术成绩。

柯大纲

2008年10月于西安

前 言

1990年12月19日，上海证券交易所一声锣响，标志着新中国成立后的大陆第一家证券交易所正式成立并开始交易。次年7月3日，深圳证券交易所相继成立。由于很多历史原因，由国企股份制改造产生的国有股暂时不能上市，其他公开发行前的社会法人股、自然人股等非国有股也被作出暂不上市流通的安排。通过配送股产生的股份，也根据其原始股份是否可流通划分为非流通股和流通股。从我国股票市场成立之日起，上市公司股份就分为流通股和非流通股，这在事实上形成了股权分置的格局。截至2004年底，上市公司7149亿股的总股本中，非流通股份达4543亿股，占上市公司总股本的64%，非流通股份中74%是国有股份。

股权分置制约了资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。由于股权分置形成了非流通股和流通股的“利益分置”，非流通控股股东关注资产净值的增减和现金股利带来的高投资回报率，流通股股东的利益在于通过二级市场股价的变化获得可观的资本利得报酬。通过溢价增发股票，非流通股股东使自己的资产增值，而增发后证券市场股票价格下跌对非流通股股东丝毫没有影响。正是由于股权分置，使得上市公司控股股东在股票发行一级市场有着强烈的“圈钱”冲动，却漠不关心二级市场股价的表现。上市公司的治理缺乏共同利益基础。

股权分置也扭曲了我国股票市场的定价机制。在特殊的股权分置格局下，股票定价除公司基本面因素外，还包括2/3股份暂



不上市流通的预期。2/3 股份不能上市流通，导致上市公司流通股本规模相对较小，股价波动较大，更加凸现股市投机性强的特征。另外，股权分置使国有股权不能实现市场化的动态估值，不能通过证券市场自由流动，股票市场不能通过资本的兼并重组对公司管理层形成有效监督和约束，形不成对企业强化内部管理和增强资产增值能力的激励机制。

自 2005 年 4 月 29 日我国进行股权分置改革试点以来，我国证券市场取得前所未有的爆破性发展。2006 年 6 月 19 日，全流通首只新股“中工国际”上市，股改第一股“G 三一”原限售股份开始流通。截至 2006 年底，已经有 93% 的上市公司完成或者进入改革程序，市值占 96%，股权分置改革基本完成。股改后，“小非”（股改前占比例较小的非流通股，限售流通股占总股本比例小于 5%）在股改一年后后方可流通；“大非”（股改前占比例较大的非流通股，限售流通股占总股本 5% 以上者）在股改两年以上方可流通。“大非”一般都是公司的大股东，战略投资者，一般不会抛售。因此，2009 年应该是“大小非”解除限售高峰。之后，我国证券市场才会是真正的全流通市场。

我国股票市场自 1990 年设立以来，一直保持股权分置的格局。上市公司大部分由国有企业改制形成，所有权结构呈现高度集中或相对集中，存在经营者与所有者、大股东与小股东之间的双重委托代理关系。并且，股权结构呈现国有股（法人股）“一股独大”的关键人控制模式。在这种模式下，关键人大权独揽，具有几乎无所不能的权力，缺乏应有的制衡和监督。在股利政策方面，控股大股东会根据自身的利益考量，决定到底是发放现金股利还是股票股利抑或其他。一般而言，由于非流通股以账面价值计价或折价购买，流通股以市值计价，上市公司发放现金股利，大股东所获收益要远高于流通股股东。因此，大股东具有发放现金股利的偏好，此时的现金股利成为了大股东进行隧道挖掘的一种工具。而流通股股东由于从现金股利发放中获利微薄，往

往更偏好于公司发放股票股利，通过股票股利的填权行情来获得可观的资本利得。因此，本书认为，当公司分派现金股利时，作为非流通股的大股东可以获得高额回报；当公司分派股票股利时，流通股股东可以实现较高短期收益率，股利分配具有显著的股东财富效应。

股权分置的市场制度下，对于上市公司的股利分配政策，非流通股股东通过派发现金股利实现大量现金流入，获得超额投资报酬的同时满足了自身对现金的渴求；流通股股东则关心上市公司分配股票股利的数量，期待分配股票股利后股票价格上涨的填权行情。无论流通股还是非流通股股东，都是基于自身利益制定公司股利分配政策，没有考虑上市公司财务发展战略，不利于上市公司长期可持续发展和我国证券市场稳定健康发展。因此，研究股权分置下上市公司制定股利政策的意图，不仅有助于完善公司治理结构，健全公司治理机制，提高公司经营绩效，更可以为当前的股权分置改革提供理论支持，为股权分置改革完成后上市公司股利分配行为的市场监管提供政策参考。

税后净利润分配是在公司和投资者之间进行利益分割，支付股利是投资者应得的投资回报。上市公司股利分配的实质就是帮助投资者实现投资报酬。相关研究文献关注分配或不分配股利公司的特征，以及影响现金股利支付水平的因素，但国内外学者都忽视了在股权分置下现金股利是非流通股股东（控股股东）实现高投资报酬率的手段。现有文献关于股利分配的研究主要集中在现金股利方面，忽视股票股利的研究，主要是由于英美国家上市公司很少分配股票股利的原因。例如，在美国 50% 多的上市公司支付现金股利，只有 8% 分配股票股利。而魏和肖（Wei & Xiao, 2005）发现 1993 ~ 2002 年中国 50% 上市公司分配股票股利，38% 上市公司派发现金股利。国内关于股利政策的研究，主要集中在股利信号传递理论、代理成本理论和股利影响因素方面，有少量研究注意到现金股利被作为控股股东掏空上市公司、剥削小



股东的一种手段，但非常遗憾，他们都没有进一步深入分析控股股东偏爱现金股利、流通股股东追求股票股利的原因。本书针对上述研究缺陷，在双重委托代理理论框架下，将非流通股股东偏爱现金股利、流通股股东追求股票股利结合起来考虑，研究股利政策的股东财富效应，以期对股权分置下股利政策研究提供一个新视角。

以下是本书的章节内容安排：

第1章为绪论，阐明了本书的研究背景、研究意义，以及研究思路 and 主要内容，对本书的几个特定概念进行界定。

第2章为文献综述，从“一鸟在手”理论、股利代理成本理论、股利信号传递理论、股利顾客效应理论、大股东掏空理论、股利行为理论等对国内外研究文献进行回顾和评价。

第3章建立了股利分配与股东财富的股权分置模型，在蒂罗尔（Tirole, 2001）发展的企业家道德风险模型框架下，证明了在股权分置条件下支付现金股利能增加非流通控股股东效用，分配股票股利增加流通股股东效用，股利分配存在显著的股东财富效应。

第4章理论分析了股权分置下上市公司分配现金股利、股票股利与股东财富的关系，提出了本书的研究假设，并设计了股利分配动因调查问卷。

第5章为实证研究，利用证券市场数据、调查问卷数据对第四章的研究假设进行实证检验，为本书主题思想——股利政策的股东财富效应提供经验证据。

第6章建立股利分配与股东财富的双重委托代理改进模型。股权分置改革后，我国上市公司股权相对集中或高度集中，存在大股东与经营者、小股东与大股东之间的双重委托代理关系。本章将现金股利作为可观测变量引入委托代理模型，沿着完美市场环境、单层委托代理关系、双重委托代理关系的脉络，层层深入，探寻如何降低代理成本、提高公司价值的途径。

第7章对本书的研究结论进行总结，展望未来进一步的研究方向。

本书根据博士学位论文整理，感谢恩师柯大钢教授在我攻读博士学位四年中的辛勤指导与帮助！感谢在本书撰写和出版过程中所有帮助和支持我的好心人！谨以本书献给默默支持我的妻子及家人！

本书由杭州电子科技大学资助出版，在此深表感谢！

作 者

2008年10月于杭州

摘 要

由于股权分置和股权结构高度集中,我国上市公司股利分配显著地增加了股东财富。本书针对现有文献主要研究现金股利信号传递效应、降低代理成本效应和影响因素的缺陷,对我国上市公司股利政策的股东财富效应进行了理论分析和实证检验,验证了现金股利、股票股利的股东财富效应,检验了股利分配是否能满足公司可持续发展需要,通过调查问卷探讨管理层股利分配动因对股利分配决策的影响,并探索性研究了股权分置改革后的股利政策改进模型。本书的主要创新点如下:

(1) 构建股利分配与股东财富的基本模型,证明股权分置下上市公司股利分配能显著增加股东财富。在蒂罗尔(Tirole, 2001)发展的企业家道德风险模型基础上,引入股利政策作为可观测变量,证明:在股权分置条件下,“一股独大”公司派发现金股利,经理人效用降低,控股股东和小股东效用增加;发放股票股利,使得经理人和小股东效用都增加,控股股东效用不变。股权制衡公司支付现金股利,控股股东和小股东效用都增加;发放股票股利,控股股东效用不变,小股东效用增加。在股权分置下,无论“一股独大”公司还是股权制衡公司,支付现金股利增加非流通控股股东效用,分配股票股利增加流通股股东效用,上市公司股利分配存在显著的股东财富效应。

(2) 实证检验现金股利和股票股利的股东财富效应。本书利用1993~2005年上市公司A股市场数据对现金股利和股票股利的股东财富效应进行实证检验,发现:股利支付率与下一年度获利能力和发展能力显著负相关,支付现金股利损害上市公司未来



发展能力；现金股利实现非流通股东的超额投资报酬，对非流通股存在显著的股东财富效应，非流通股东偏爱现金股利；股票股利分配方案在公告日至除权日、除权日、除权日后一周三个时间段给流通股股东带来短期超额收益率，存在显著的短期股东财富效应，流通股股东偏爱股票股利。

(3) 基于财务可持续增长理论，发现股利分配与上市公司可持续发展相背离。可持续增长率计算采用希尔斯（Higgins）静态模型和冯·霍恩（Van Horne）动态模型，实证研究发现：上市公司分配现金股利与实现可持续增长对现金需求不相关，并且每股现金股利高低与实现可持续增长对现金需求的强烈程度也不存在显著相关性；上市公司分配股票股利是基于可持续增长的需要，但是每股股票股利高低与实现可持续增长对现金需求强烈程度不相关。

(4) 对上市公司股利分配动因进行问卷调查，发现股利政策的股东财富效应与股利决策之间存在正相关关系。2006年5~12月进行上市公司股利分配动因问卷调查，在调查问卷信度和效度检验基础上，利用结构方程模型对调查数据进行分析。根据假设检验结果发现：股利政策对公司价值的影响、信号传递效应、股东财富效应三种股利分配动因与股利决策存在显著的正相关关系，降低代理成本效应对股利决策影响不显著。上市公司管理层股利决策的动因在于通过股利分配政策影响股票价格，传递公司盈利能力和发展前景的内部信息，帮助投资者实现超额收益，增加股东财富。而降低代理成本并不是他们分配股利的目的。

(5) 基于股权分置改革后上市公司的股权结构特征，构建股利分配与股东财富的双重委托代理改进模型，证明将现金股利写进激励合同可以提高激励强度，降低代理成本。股权分置改革虽然实现了非流通股份的流通权，但上市公司股权结构仍表现为相对集中或高度集中，存在大股东与经营者、小股东与大股东之间的双重委托代理关系。由此证明：对于大股东与经营者之间的委

托代理关系，视现金股利为一种信息传递机制，将现金股利写进经营者激励合同，既可以提高对经营者激励强度，又可降低总代理成本；提高大股东持股比例，可增加公司价值；大股东增强对小股东的掠夺程度，会减少公司价值；对于小股东与大股东之间的委托代理关系，当大股东监控经营者得到的收益低于私人收益时，就会放弃对经营者的监控，选择掠夺小股东；引入现金股利作为可观测变量，小股东产出函数与现金股利相关程度越高，现金股利信息传递效应越强，就越应将现金股利写进大股东激励合同，提高对大股东的激励强度。

ABSTRACT

Dividend policy of listed firms can significantly improve shareholder wealth in Chinese A security market, which is separate equity and concentrative. Existing literatures on dividend policy mostly study informational effect, lessening agent cost, and influencing factors of cash dividend. Little literature analyzes cash dividend and stock dividend together. Aiming at the shortage of research at present, this paper builds model and carry out empirical analyses on the shareholder wealth effect of dividend policy in Chinese A security market. It checks up the shareholder wealth effect of cash dividend and stock dividend, and proves whether dividend policy can satisfy sustainable growth, and investigates how super managers influence dividend decision by questionnaire, and builds dividend model after equity reform in Chinese A security market. The main contributions of this paper are as follow:

(1) We build basic relationship model of dividend policy and shareholder wealth in separate equity security market, and prove that dividend policy can significantly improves shareholder wealth. Based on Tirole's entrepreneur moral hazard model (2001), importing dividend policy as an observable variable, we prove that paying out cash dividend can improve blockholders' wealth, while small shareholder wealth is still stable in a signal blockholder corporation. The blockholder and small shareholders can get more wealth by paying out stock dividend. In a two or more blockholders corporation, paying out cash dividend can improve blockholders and small shareholder wealth at the same time. Blockholders' wealth will be still stable, and small share-



holder wealth will be higher when the corporation pays out stock dividend. In separate equity security market, to all corporations, cash dividend can improve non-tradable blockholders' wealth, and stock dividend can improve tradable shareholder wealth. Dividend policy takes on significant shareholder wealth effect.

(2) The paper tests empirically the shareholder wealth effect of cash dividend and stock dividend. Aiming to the shortage of existing literatures which mostly study cash dividend, the paper studies cash dividend and stock dividend together, and test empirically the shareholder wealth effect of cash dividend and stock dividend by 1993 ~ 2005 data of listed corporations in Chinese A security market. We discover that cash dividend ratio and next profitability, development ability are significantly negative correlative. Cash dividend can help non-tradable shareholders to gain high yield rate. Non-tradable shareholders prefer cash dividend. Stock dividend can bring short yield rate to tradable shareholders in ex-day, a week after ex-day, declare day to ex-day. Tradable shareholders prefer stock dividend.

(3) Basing on sustainable growth theory, we discover that dividend policy lapses from sustainable growth of corporations. We use Higgins static model and Van Horne dynamic model as sustainable growth rate (SGR), and choose 3877 samples, which only pay out cash dividend, and 690 other samples, which only pay out stock dividend in 1995 - 2005. We use SP, which is actual growth rate minus SGR, as research variable. We discover that cash dividend is not correlative with SGR, and the level of cash dividend and the demand degree for cash of SGR are not correlative. There is a high correlation between stock dividend and SGR. Listed companies pay out stock dividend basing on their development.

(4) Basing on questionnaire research of dividend policy will, we discover that there is a positive correlation between shareholder wealth

effect and dividend decision. We investigated the purpose of why super managers pay out dividends from May to December in 2006. Basing on trust degree and valid degree of questionnaires, we analyze data by Structural Equation Modeling (SEM), test theoretic model by LISREL 8.70 software. The Goodness of Fit Index (GFI) is good, which show that theoretic model fit actual data as a whole. According to test result, dividend policy influencing firms' value, dividend policy sending information to shareholders, shareholder wealth effect are positive correlative with dividend decision. Higher dividend policy influences firms' value, more super managers pay attention to its effect in dividend decision. More dividend policy send information, more super managers pay attention to its effect in dividend decision. Higher shareholder wealth effect is, more it influence dividend decision of super managers. They are not desirous to reduce agent cost by paying out dividend.

(5) Basing on equity structure characters of listed firms after equity reform, we build double principal-agent relationships model of dividend policy, and prove that cash dividend can reduce agent cost by importing it into inspiring bargains. Though non-tradable shareholders will achieve their tradable right after the equity reform, but listed companies with centralized ownership have double principal-agent relationships between blockholders-managers and small shareholders-blockholders in Chinese security market. For blockholders-managers relationships, we prove that cash dividend can reduce total agent cost by importing it into inspiring bargain with the biggest blockholder. Higher blockholders have share rate, more firms' value is. Blockholders don't supervise managers and deprive small shareholder interest when they gain less interest in supervising managers. For small shareholders-blockholders relationships, cash dividend can reduce agent cost and raise inspiring degree to super managers by importing it into inspiring bargain.