

股利政策与企业价值

——基于中国上市公司的分析

杨汉明摇著

经济科学出版社

责任编辑：党立军
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

股利政策与企业价值
——基于中国上市公司的分析
杨汉明摇著
经济科学出版社出版、发行摇新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 圆号摇邮编：愿园园园
总编室电话：愿园园园摇发行部电话：愿园园园
网址：憎憎憎憎憎憎憎憎
电子邮件：漾漾漾漾漾漾漾漾
汉德鼎印刷厂印刷
永胜装订厂装订
陈伊尹摇员开摇袁印张圆园园字
圆园年 愿月第 员版摇圆园年 愿月第 员次印刷
陈晃怨愿京京线愿京线线原云· 远愿摇定价：圆园园元
(图书出现印装问题，本社负责调换)
(版权所有摇翻印必究)

摇图书在版编目（悦）数据

摇股利政策与企业价值——基于中国上市公司的分析 杨汉明著 北京：经济科学出版社，

摇 I 股...摇 II 杨...摇 III 上市公司 原利润 原分配（经济）原

研究 原中国摇 IV 原

摇中国版本图书馆 悦数据核字（）第 号

自1958年米勒和莫迪格利安尼（~~配股理论~~，简称~~配股~~）提出股利无关论以来，经过~~源~~多年的发展，形成了众多的股利理论流派。然而，这些流派理论各自却都不十分完美，有些甚至偏离了~~配股~~理论的初衷。它们仍然无法说明：上市公司的税后利润究竟是以股利分配给股东好，还是留存在企业好？现金股利、股票股利哪一种支付方式好？股利的支付率应该以多少为宜，是连续稳定递增的股利好还是稳定不变的股利好？这些结果好坏的衡量标准是什么？

本书对这些问题进行了较全面的探讨，并取得了突出的研究成果：第一，在对中西方文献进行了深入、系统研究后，界定了股利政策与企业价值的概念；在对股利政策概念进行全面分析的基础上，给定了股利政策的内涵和企业价值的计量方法，其成果具有创新价值。第二，考虑到股利政策、企业价值影响因素的多样性，采用主成分方法综合分析了股利政策、企业价值的影响因素，结合我国特定的股权结构对企业价值、股利政策与管理层持股比例之间的内生关系进行了研究，发现不同理论下，企业价值与股利政策、管理层持股比例，股利政策与企业价值、管理层持股比例之间关系不同；但管理层持股比例与企业价值、股利政策始终不相关，这些论点可供相关部门参考；因为无论是企业价值还是股利政策都是企业管理层决策的结果，如果管理层收入（持股比例）与企业价值、股利政策无关，仅取决于公司的股权结构，好似行动缺少目标，结果一定不好。第三，在国内，首次应用生命周期理论分析了股利政策、企业价值的影响因素。不是所有的企业都应该支付股利；当公司处于“萌芽期”时，不应该支付股利。因此，支付股利公司数量的下降，应该是一个正常的现象。这在一定程度上解释了法玛和弗仁奇（~~1980~~）“消失的现金股利之谜”，有助于证券部门完善股利监管对策。

《股利政策与企业价值——基于中国上市公司的分析》一书由杨汉明博士在其博士学位论文的基础上修改而成。在写作过程中，作者广泛研读了大量的中外文献，对股利政策与企业价值之间的关系及其影响因素进行了反复的论证分析，历时两年，几易其稿始得完成。本书为我国股利政策的理论研究奠定了框架，同时也为实务界给出了判断股利政策恰当与否的标准，是股利政策与企业价值问题研究的一部力作。我乐于为本书作序。

罗摇飞

圆园愿年 远月 圆缘日

中文摘要

自1956年米勒和莫迪格利安尼（~~配股融资与股票回购~~ 简称 配股）提出股利无关论以来，经过近几十年的发展，许多学者在放宽配股假设的基础上，形成了众多的股利理论流派。然而，这些流派的理论各自却都不十分完善，他们谁也不能完全说服对方。从总体上讲，这些理论无法说明：上市公司的税后利润究竟是以股利分配给股东好，还是留存在企业好；现金股利、股票股利哪一种支付方式好；股利的支付率应该以多少为宜；是连续稳定递增的股利好还是稳定不变的股利好？这些结果好坏的衡量标准是什么？看来，1984年布莱克的“股利之谜”至今仍未解开。如果西方相对成熟的资本市场上，上市公司的股利政策是个“谜”。那么我国上市不到10年的公司，其股利政策究竟又怎样？正是为了集中解决这一问题，本书应用实证分析的方法对我国上市公司股利政策与企业价值之间的关系及其各自的影响因素进行了分析。

本书第一章对国内外已有的文献进行了评述。将国外股利研究分为传统和现代两个理论学派，传统股利学派主要有股利正相关、股利无关、股利负相关三个流派。现代股利理论包括客户效应理论、信号理论、代理理论、交易成本理论、股权结构理论、股票回购理论、迎合理论和生命周期理论。国内学者主要研究股利信号、代理理论和股利政策影响因素。本书认为，这些文献的主要问题是偏离了配股的研究初衷，较少考虑股利政策与企业价值之间的关系。

第二章对1994-1999年我国上市公司股利政策、企业价值的特征进行了分析。结果表明，这六年间，我国上市公司股利支付的数量呈现下降的趋势，股票股利与转增股本不再是我国上市公司支付股利的主要方式。股利支付中现金股利占的比重较高。从股利支付率看，我国上市公司的股利支付率较高。从股权结构看，股权集中公司的支付率高于股权分散公司的支付率，年度之间股利支付率不稳定。从股利支付的连续性看，连续不分配的公司较多，连续支付的公司较少。但是，支付股利公司的价值比不支付股利公司价值要低；支付混合股利公司的价值高于支付单一股利公司的价值。

股利政策、企业价值相互关系及其影响因素的分析是一个系统的问题。面对复杂的社会问题只用一种理论，只考虑一个方面，是不全面的。事物之间是相互联系

的。股利政策的制定、企业价值的高低不仅仅只取决于盈利能力，还体现在偿债能力、营运能力和发展能力等多方面、多个指标上。因此，对股利政策、企业价值的考评，应该是全方位的。本书第三章用主成分方法分析了股利政策、企业价值之间的关系及其影响因素。发现：企业价值与是否支付股利之间正相关，企业价值与每股现金股利、现金股利支付率之间负相关；是否支付股利与企业价值正相关，但并不显著，每股现金股利和现金股利支付率与企业价值负相关。

从综合角度看，企业价值与主成分 1 主成分 1，即与企业的盈利能力（主营业务利润率、权益净利率）正相关；与主成分 2，即企业的偿债能力（资产负债率、已获利息倍数）正相关，与企业规模负相关。而股利政策与主成分 3，即企业第一大股东持股比例正相关；与主成分 4，即企业的营运能力（流动资产周转率、应收账款周转率）正相关；与主成分 5，即企业的偿债能力正相关；与企业的成长能力负相关。结果表明，股利政策与企业价值的影响因素是多方面的。

第四章用代理理论和股权结构理论对我国上市公司的股利政策进行了实证分析。当公司内部人（包括控股股东和经理人员）与外部投资者之间存在严重的代理问题时，股利分配的代理理论认为，是否分配现金股利就不再是 代理理论 所认为的与企业价值无关了。该理论认为是否分配现金股利对企业价值具有重要影响。本书同时探讨了企业价值是否会影响其股利政策。

通过实证分析，本书发现，企业价值与是否支付股利正相关，企业价值与现金股利支付率负相关，与每股现金股利负相关，这与代理理论结论相反。从股利政策看，是否支付股利与企业价值的系数为正，每股现金股利、现金股利支付率二者与企业价值的系数为负。由此，可以得出这样的结论：企业在考虑制定股利政策时，想增加企业价值，实际运作中，却减少了企业价值。企业价值与第一大股东的持股比例关系不显著，与企业的盈利能力（净资产收益率）、成长能力正相关。而股利政策与第一大股东持股比例、现金余额、流动资产周转率正相关，与企业偿债能力负相关。

从股权结构角度看，企业价值与股利政策、股利政策与企业价值之间的关系与代理理论下的结论相同。当企业股权结构具体化为国有股、法人股、高管持股和流通股后，股利政策与法人股比例负相关，股利政策与获利能力（每股收益）正相关，与现金余额正相关，与企业成长能力负相关、与企业规模负相关；企业价值与国有股、法人股比例正相关，样本结论说明大股东都愿意提升企业价值；企业价值与盈利能力（每股收益）正相关、与企业成长能力正相关。

第五章从寿命周期理论、股利连续性角度分析了股利政策与企业价值的关系。本书认为，企业股利的发放与生物一样，是有寿命周期的。成立时间长的、成熟的公司应该发放股利也许反映了企业财务寿命周期。“年轻”的公司拥有有限的资源，面对相对较多的投资机会，因而保留盈余超过了分配数；而“成熟”的公司有较高的盈利能力、较少吸引力的投资机会，分配股利是其明智的选择。

本章研究发现，股利政策与企业价值负相关。从寿命周期看，说明样本中大多

数企业位于“萌芽期”或“成长期”，发放股利会导致企业价值下降；企业价值与是否支付股利正相关，与每股现金股利、现金股利支付率的关系不稳定。

股利政策与盈利能力中的总资产报酬率正相关，与寿命周期所有指标（~~现金流量~~ ~~现金流量~~ ~~现金流量~~）正相关。企业价值与盈利能力中的总资产报酬率正相关，与企业规模负相关，与寿命周期指标的关系不稳定。我国上市公司的数据证实了“股利寿命周期理论”。

从股利的连续性考察，递增股利与企业价值正相关，但不显著；与滞后 t 期的股利负相关，与每股收益正相关。企业价值与递增股利、滞后 t 期、滞后 t 期的每股股利正相关，但不显著；企业价值与规模负相关。结果表明，连续递增的股利应该能提升我国企业价值，递减股利与企业价值关系不稳定。

[illegible][illegible][illegible]

早藁当蜂窠当麦藁当

[illegible][illegible][illegible]

𦵏 𦵐 𦵑 𦵒 𦵓 𦵔 𦵕 𦵖 𦵗 𦵘 𦵙 𦵚 𦵛 𦵜 𦵝 𦵞 𦵟 𦵠 𦵡 𦵢 𦵣 𦵤 𦵥 𦵦 𦵧 𦵨 𦵩 𦵪 𦵫 𦵬 𦵭 𦵮 𦵯 𦵰 𦵱 𦵲 𦵳 𦵴 𦵵 𦵶 𦵷 𦵸 𦵹 𦵺 𦵻 𦵼 𦵽 𦵾 𦵿
 𦶀 𦶁 𦶂 𦶃 𦶄 𦶅 𦶆 𦶇 𦶈 𦶉 𦶊 𦶋 𦶌 𦶍 𦶎 𦶏 𦶐 𦶑 𦶒 𦶓 𦶔 𦶕 𦶖 𦶗 𦶘 𦶙 𦶚 𦶛 𦶜 𦶝 𦶞 𦶟 𦶠 𦶡 𦶢 𦶣 𦶤 𦶥 𦶦 𦶧 𦶨 𦶩 𦶪 𦶫 𦶬 𦶭 𦶮 𦶯 𦶰 𦶱 𦶲 𦶳 𦶴 𦶵 𦶶 𦶷 𦶸 𦶹 𦶺 𦶻 𦶼 𦶽 𦶾 𦶿
 𦷀 𦷁 𦷂 𦷃 𦷄 𦷅 𦷆 𦷇 𦷈 𦷉 𦷊 𦷋 𦷌 𦷍 𦷎 𦷏 𦷐 𦷑 𦷒 𦷓 𦷔 𦷕 𦷖 𦷗 𦷘 𦷙 𦷚 𦷛 𦷜 𦷝 𦷞 𦷟 𦷠 𦷡 𦷢 𦷣 𦷤 𦷥 𦷦 𦷧 𦷨 𦷩 𦷪 𦷫 𦷬 𦷭 𦷮 𦷯 𦷰 𦷱 𦷲 𦷳 𦷴 𦷵 𦷶 𦷷 𦷸 𦷹 𦷺 𦷻 𦷼 𦷽 𦷾 𦷿
 𦸀 𦸁 𦸂 𦸃 𦸄 𦸅 𦸆 𦸇 𦸈 𦸉 𦸊 𦸋 𦸌 𦸍 𦸎 𦸏 𦸐 𦸑 𦸒 𦸓 𦸔 𦸕 𦸖 𦸗 𦸘 𦸙 𦸚 𦸛 𦸜 𦸝 𦸞 𦸟 𦸠 𦸡 𦸢 𦸣 𦸤 𦸥 𦸦 𦸧 𦸨 𦸩 𦸪 𦸫 𦸬 𦸭 𦸮 𦸯 𦸰 𦸱 𦸲 𦸳 𦸴 𦸵 𦸶 𦸷 𦸸 𦸹 𦸺 𦸻 𦸼 𦸽 𦸾 𦸿
 𦹀 𦹁 𦹂 𦹃 𦹄 𦹅 𦹆 𦹇 𦹈 𦹉 𦹊 𦹋 𦹌 𦹍 𦹎 𦹏 𦹐 𦹑 𦹒 𦹓 𦹔 𦹕 𦹖 𦹗 𦹘 𦹙 𦹚 𦹛 𦹜 𦹝 𦹞 𦹟 𦹠 𦹡 𦹢 𦹣 𦹤 𦹥 𦹦 𦹧 𦹨 𦹩 𦹪 𦹫 𦹬 𦹭 𦹮 𦹯 𦹰 𦹱 𦹲 𦹳 𦹴 𦹵 𦹶 𦹷 𦹸 𦹹 𦹺 𦹻 𦹼 𦹽 𦹾 𦹿
 𦺀 𦺁 𦺂 𦺃 𦺄 𦺅 𦺆 𦺇 𦺈 𦺉 𦺊 𦺋 𦺌 𦺍 𦺎 𦺏 𦺐 𦺑 𦺒 𦺓 𦺔 𦺕 𦺖 𦺗 𦺘 𦺙 𦺚 𦺛 𦺜 𦺝 𦺞 𦺟 𦺠 𦺡 𦺢 𦺣 𦺤 𦺥 𦺦 𦺧 𦺨 𦺩 𦺪 𦺫 𦺬 𦺭 𦺮 𦺯 𦺰 𦺱 𦺲 𦺳 𦺴 𦺵 𦺶 𦺷 𦺸 𦺹 𦺺 𦺻 𦺼 𦺽 𦺾 𦺿
 𦻀 𦻁 𦻂 𦻃 𦻄 𦻅 𦻆 𦻇 𦻈 𦻉 𦻊 𦻋 𦻌 𦻍 𦻎 𦻏 𦻐 𦻑 𦻒 𦻓 𦻔 𦻕 𦻖 𦻗 𦻘 𦻙 𦻚 𦻛 𦻜 𦻝 𦻞 𦻟 𦻠 𦻡 𦻢 𦻣 𦻤 𦻥 𦻦 𦻧 𦻨 𦻩 𦻪 𦻫 𦻬 𦻭 𦻮 𦻯 𦻰 𦻱 𦻲 𦻳 𦻴 𦻵 𦻶 𦻷 𦻸 𦻹 𦻺 𦻻 𦻼 𦻽 𦻾 𦻿
 𦼀 𦼁 𦼂 𦼃 𦼄 𦼅 𦼆 𦼇 𦼈 𦼉 𦼊 𦼋 𦼌 𦼍 𦼎 𦼏 𦼐 𦼑 𦼒 𦼓 𦼔 𦼕 𦼖 𦼗 𦼘 𦼙 𦼚 𦼛 𦼜 𦼝 𦼞 𦼟 𦼠 𦼡 𦼢 𦼣 𦼤 𦼥 𦼦 𦼧 𦼨 𦼩 𦼪 𦼫 𦼬 𦼭 𦼮 𦼯 𦼰 𦼱 𦼲 𦼳 𦼴 𦼵 𦼶 𦼷 𦼸 𦼹 𦼺 𦼻 𦼼 𦼽 𦼾 𦼿
 𦽀 𦽁 𦽂 𦽃 𦽄 𦽅 𦽆 𦽇 𦽈 𦽉 𦽊 𦽋 𦽌 𦽍 𦽎 𦽏 𦽐 𦽑 𦽒 𦽓 𦽔 𦽕 𦽖 𦽗 𦽘 𦽙 𦽚 𦽛 𦽜 𦽝 𦽞 𦽟 𦽠 𦽡 𦽢 𦽣 𦽤 𦽥 𦽦 𦽧 𦽨 𦽩 𦽪 𦽫 𦽬 𦽭 𦽮 𦽯 𦽰 𦽱 𦽲 𦽳 𦽴 𦽵 𦽶 𦽷 𦽸 𦽹 𦽺 𦽻 𦽼 𦽽 𦽾 𦽿
 𦾀 𦾁 𦾂 𦾃 𦾄 𦾅 𦾆 𦾇 𦾈 𦾉 𦾊 𦾋 𦾌 𦾍 𦾎 𦾏 𦾐 𦾑 𦾒 𦾓 𦾔 𦾕 𦾖 𦾗 𦾘 𦾙 𦾚 𦾛 𦾜 𦾝 𦾞 𦾟 𦾠 𦾡 𦾢 𦾣 𦾤 𦾥 𦾦 𦾧 𦾨 𦾩 𦾪 𦾫 𦾬 𦾭 𦾮 𦾯 𦾰 𦾱 𦾲 𦾳 𦾴 𦾵 𦾶 𦾷 𦾸 𦾹 𦾺 𦾻 𦾼 𦾽 𦾾 𦾿
 𦿀 𦿁 𦿂 𦿃 𦿄 𦿅 𦿆 𦿇 𦿈 𦿉 𦿊 𦿋 𦿌 𦿍 𦿎 𦿏 𦿐 𦿑 𦿒 𦿓 𦿔 𦿕 𦿖 𦿗 𦿘 𦿙 𦿚 𦿛 𦿜 𦿝 𦿞 𦿟 𦿠 𦿡 𦿢 𦿣 𦿤 𦿥 𦿦 𦿧 𦿨 𦿩 𦿪 𦿫 𦿬 𦿭 𦿮 𦿯 𦿰 𦿱 𦿲 𦿳 𦿴 𦿵 𦿶 𦿷 𦿸 𦿹 𦿺 𦿻 𦿼 𦿽 𦿾 𦿿
 𨀀 𨀁 𨀂 𨀃 𨀄 𨀅 𨀆 𨀇 𨀈 𨀉 𨀊 𨀋 𨀌 𨀍 𨀎 𨀏 𨀐 𨀑 𨀒 𨀓 𨀔 𨀕 𨀖 𨀗 𨀘 𨀙 𨀚 𨀛 𨀜 𨀝 𨀞 𨀟 𨀠 𨀡 𨀢 𨀣 𨀤 𨀥 𨀦 𨀧 𨀨 𨀩 𨀪 𨀫 𨀬 𨀭 𨀮 𨀯 𨀰 𨀱 𨀲 𨀳 𨀴 𨀵 𨀶 𨀷 𨀸 𨀹 𨀺 𨀻 𨀼 𨀽 𨀾 𨀿
 𨁀 𨁁 𨁂 𨁃 𨁄 𨁅 𨁆 𨁇 𨁈 𨁉 𨁊 𨁋 𨁌 𨁍 𨁎 𨁏 𨁐 𨁑 𨁒 𨁓 𨁔 𨁕 𨁖 𨁗 𨁘 𨁙 𨁚 𨁛 𨁜 𨁝 𨁞 𨁟 𨁠 𨁡 𨁢 𨁣 𨁤 𨁥 𨁦 𨁧 𨁨 𨁩 𨁪 𨁫 𨁬 𨁭 𨁮 𨁯 𨁰 𨁱 𨁲 𨁳 𨁴 𨁵 𨁶 𨁷

[illegible][illegible][illegible]

目摇摇录

导论	员
一、问题的提出	员
二、研究意义	猿
三、股利政策与企业价值的界定	源
四、研究方法	源
五、研究思路和内容	源
第一章摇股利政策与企业价值研究文献述评	愿
一、股利无关论	愿
二、股利相关论	愿
三、现代股利政策理论与企业价值	愿
四、本章小结	源
第二章摇中国上市公司股利政策与企业价值的基本特征	源
一、样本选取条件	源
二、样本股利特征分析	源
三、样本企业价值特征分析	缘
四、本章小结	远
第三章摇股利政策与企业价值的综合分析	源
一、定义变量	源
二、综合分析的文献回顾	缘
三、主成分分析	源
四、研究假设与模型	源
五、变量之间的相关性分析	源
六、回归结果分析	源
七、稳定性检验	愿

八、裁判员与综合业绩的比较研究	愿
九、本章小结	愿
第四章摇股利政策与企业价值	
——基于代理理论与股权结构理论分析	愿
一、股利政策与企业价值	
——代理理论视角分析	愿
二、股利政策与企业价值	
——股权结构角度分析	愿
三、制造企业股权结构、股利政策与企业价值分析	愿
四、农业企业股权结构、股利政策与企业价值分析	愿
五、本章小结	愿
第五章摇股利政策与企业价值	
——基于寿命周期理论、股利连续性分析	愿
一、寿命周期视角下的股利政策与企业价值	愿
二、连续支付股利时股利政策与企业价值分析	愿
三、本章小结	愿
第六章摇实证研究结论与政策性建议	
一、研究结论	愿
二、股利政策与企业价值的改进建议	愿
附录	愿
参考文献	愿

导 论

一、问题的提出

股利政策是上市公司财务的核心问题之一^①。乍看起来似乎是理所当然的：一个企业总是希望通过发放股利向股东支付尽可能多的收益。但是，似乎同样明显的是，一个企业总是可以为股东进行再投资而不是把钱都发掉。这样引发的股利政策问题的核心是：一个企业应该将所有的钱都发给股东，还是应该保留这些钱为股东进行再投资^②？企业做出这样的决策的依据是什么？本研究力求解决这方面的问题。

从西方国家股利政策的发展历程看，1956 年林特纳（John Lintner）的开创性研究，揭开了股利理论研究的序幕；1961 年，米勒和莫迪格利安尼（Merton H. Miller and Franco Modigliani，简称 MM^③）提出了著名的“股利无关论”，标志着西方股利理论研究进入了一个崭新的时代。然而，现实世界是，公司支付股利是一个普遍的现象，那么，上市公司为什么要支付股利呢？人们不知道。1976 年，费雪·布莱克（Fischer Black）提出了“股利之谜”；此后与股利有关的各种“谜团”相继出现在一些书刊上^④。众多的“谜”迷住了太多的学者，也成为推动股利理论发展的强大动力。从 1976 年到现在的 40 多年，西方股利理论已经在不同的角度得

① 本书中的公司和企业，如果没有特别声明，均指上市公司。

② 斯蒂芬·罗斯、伦道夫·韦斯特菲尔德、布拉德福德·乔丹（Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan）著，张建平译：《公司财务精要》（第四版），人民邮电出版社，2006 年，第 278 页。

③ 为与资本结构 MM 理论相区别，莫迪格利安尼在其《MM——过去、现在和将来》的回忆性论文里，按论文发表时作者署名先后顺序，将资本结构的 MM 理论称为 MoMi 理论，将股利政策 MM 理论称为 MiMo 理论，本书中的 MM 理论指股利政策 MM 理论。

④ 例如，1983 年菲尔德斯顿和格林（Feldstein and Green）认为：“支付股利这个几乎通用的政策是公司财务经济学中首要的谜”；1991 年道格拉斯·伯恩汉姆（B. Douglas Bernheim）在文章的开篇中说，公司为什么要支付股利？这个问题被证明是经济学中最令人讨厌的谜之一（one of the most vexing puzzles in economics）；1992 年，理查德·A·布雷利和斯图尔特·C·迈尔斯（Richard A. Brealey and Steward C. Myers）等将股利政策列为公司财务的十大难题之一，并认为“公司现金的分配方式始终在变化发展。越来越多的公司不再派发股利，而股份回购的规模却在迅速增长……我们需要更好地理解的不只是公司如何确定其红利支付政策，还有红利政策是如何影响公司价值问题”；2000 年拉波特（Rafael La Port）等提出“公司选择股利政策之谜”；2001 年法玛和弗仁奇（Eugene F. Fama and Kenneth R. French）提出“消失的现金股利之谜”。

到了很大的发展。目前,西方股利理论可以说呈现出“百花齐放,百家争鸣”的局面。据李常青博士考察,20世纪60年代后期,美国的主要财务期刊如《财务学刊》(Journal of Finance)、《商业杂志》(Journal of Business)、《财务经济学刊》(Journal of Financial Economics)和《财务与数量分析学刊》(Journal of Financial and Quantitative Analysis)等几乎每一期都有关于股利政策方面的文章。笔者在查阅资料的过程中,也有同感。本书认为,可以将这些众多的文献分为传统和现代^①两大股利理论和股利无关、股利正相关和股利负相关三种观点。遗憾的是,对于上面提出的问题,至今尚无一致的答案。

从国内研究看,我国对股利政策的研究经历了一个由“冷”到“热”的过程。2000年11月6日,中国证监会副主席范福春在第六期上市公司董事培训班上指出,上市公司的不分配现象越演越烈,已引起了广大投资者的不满和监管机构的注意。不分配现象的蔓延,不利于投资者树立信心,不利于上市公司的规范、稳健运作,也不利于董事会履行对股东的诚信义务。范福春指出,中国证监会正在研究把现金分红派息作为上市公司再筹资的必要条件^②。中国期刊网的资料表明,1999~2006年,与股利政策相关的文章逐年增加;硕博论文库的资料也表明,相关的论文,特别是硕士毕业论文逐年增加^③。可见,中国上市公司的股利分配情况已经引起了社会各界的广泛关注。尽管国内有关股利政策研究的文章数量在增加,但研究深度不够,目标不明确。众所周知,人们从事任何工作,都必须有明确的目标并作为行动的方向,科学的目标是保证达到预期目的和取得预期成果的前提,财务管理也不例外^④。财务管理的目标,国内外主流的观点表述为企业价值最大化。作为财务管理三大理论之一的股利政策研究也应该围绕这一目标来展开。因而,本书选择了股利政策与企业价值这一话题,希望能理清股利政策与企业价值的关系,探索“股利之谜”,为丰富我国财务学的研究理论与方法贡献一份力量。

① 书中的传统和现代主要是为了区分不同理论流派和便于分析而给的名词。20世纪30年代以来称为现代会计,参见郭道扬:《会计史教程》(第一卷),中国财政经济出版社,1999年,第465~466页;20世纪60年代以来为现代理财阶段,参见余绪缨:《企业理财学》,辽宁人民出版社,1995年,第68页。

② 资料来源:《中国证券报》2000年11月7日,第1版。

③ 数据来源于中国期刊网,由作者整理所得。2006年的篇数截至10月26日。

1999~2006年发表的与股利政策相关的文章

年 份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
中国期刊网(篇)	30	39	48	64	100	118	141	127
硕博论文库(篇)	0	3(1)	4(1)	10	9	35	32	27
合计	30	42	52	74	109	153	173	154

说明:表中括号内是博士论文数。

④ 李道明:《财务管理》,中国财政经济出版社,2001年,第11页。

二、研究意义

（一）理论意义

本书研究的理论意义体现在：

（1）对股利政策、企业价值的概念与计量进行较系统、深入的研究，为后续研究奠定基础。对股利政策、企业价值等概念的内涵和外延进行较清楚的界定，才能明确研究对象的范围，不至于使研究口径过宽，影响主体的深入研究；也不至于使研究口径过窄，而以偏概全。

（2）通过对股利政策与企业价值相互关系的研究，为企业制定规范、科学的股利政策，提高企业价值提供理论与实证依据。1976年以来，股利政策为各种谜团所困惑，吸引了人们的注意，在一定程度上导致学者们去求解“股利之谜”，而偏离了MM股利理论的初衷。本书的研究有利于正本清源，并从我国特定的资本市场视角，进一步研究股利政策与企业价值的相互关系。

（3）丰富财务学的研究方法。正如郭道扬教授在杨家新博士专著《公司股利政策研究》序言中所说的：“从某种意义上讲，股利政策研究史浓缩于现代公司财务学的整个发展历程。而且，只要股份公司继续存在，对这一问题的探索便会永久地持续下去，并将进一步丰富现有公司财务学的研究理论与方法。”本书对于探索“股利之谜”，丰富我国财务学的研究方法，制定提升企业价值的股利政策有重要的理论意义。

（二）现实意义

本书研究的现实意义在于：

（1）有利于上市公司监管部门完善股利监管法规。从资本市场的构成看，缺少中小股东参与的资本市场是一个没有活力的资本市场。如果我国上市公司股利收益率太低，除增加股东的投机性外，终究有一天会为中小股东所“抛弃”。为防止这种景况的出现，我们应当进一步完善《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）的相关条款，规范上市公司的股利分配行为。本书的研究结论对完善这两部法律的相关条款、上市公司监管部门完善有关的法规有较高的参考价值。

（2）有利于各个上市公司制定恰当的股利政策。随着资本市场的完善，作为连接利益关系人的纽带，解决信息不对称的一种方法，上市公司在全面衡量利弊、

规范股利分配行为方面需要相应的理论作指导。本书对上市公司股利政策理论的全面、系统研究,有利于上市公司制定恰当的股利政策。

三、股利政策与企业价值的界定

本书在收集整理资料的过程中发现,国内外学者对股利政策影响因素、股利政策与企业价值关系等的研究之所以得出不同的结论,除其他因素的影响外^①,主要是因为对一些关键概念的理解不同。这些概念主要是股利政策、企业价值及其计量方法。

(一) 股利政策

关于股利政策的概念,国内外学者所给的定义各不相同。

国外代表性的观点有:

(1) 约翰·林特纳没有明确给出股利政策的定义,他提出:“公司支付的股利应该保持在现有的水平上还是应该改变?如果支付的股利被提高了,公司的利润能否保持足够高的水平来维持它?股票市场将怎样看待公司股利的变化?投资者是愿意接受稳定的正常的股利,还是愿意让股利随着公司利润的增减而浮动?最后一点,公司的股利政策是应该有利于年老的投资者还是年轻的投资者?年老的投资者通常已经退休了,他们更希望实施高股利政策,而年轻的投资者面对更高的税率,他们的投资眼光要长远一些,因此更希望将公司利润进行再投资而不愿作为股利来支付。”林特纳实际上是从信号理论角度讨论股利政策的稳定性问题。

(2) 詹姆斯·范霍恩 (James C. Van Horne)、约翰·瓦霍维奇 (John M. Wachowicz, Jr.) 认为,“股利政策是企业融资决策不可分割的一部分。企业股利政策的一个主要方面就是决定企业利润在支付股利与增加留存收益之间的合理分配比例。但与企业股利政策有关的其他方面也是很重要的,这些方面包括法定要求、流动性与控制问题;股利稳定性;股票股利与股票分割;股票回购;以及管理上的考虑等^②”。

(3) 道格拉斯·R·爱默瑞 (Douglas R. Emery)、约翰·D·芬尼特 (John D. Finnerty) 认为,“公司的股利政策是指公司在决定将净利润的多大份额分给股东时所采用的分配政策。为简化起见,仅将股利政策定义为一个固定的支付比例

^① 这些因素,如学者们选择的国家不同、公司规模不同、公司治理结构不同、行业特点不同、公司发展机会不同、时期不同、样本及其处理方法不同等,都会对结果产生影响。

^② 詹姆斯·范霍恩、约翰·瓦霍维奇著,郭浩、徐琳译:《现代企业财务管理》,经济科学出版社,1998年,第541页。