国内外上市公司股利政策研究综述

张洪芳　王　颖(教授)

(杭州电子科技大学管理学院　杭州　310018)

【摘要】本文对国内外上市公司股利政策研究进行了综述,指出了我国学者在上市公司股利政策研究方面存在的不足,建议应进一步加强对上市公司股利政策的选择动因及投资偏好的研究。

【关键词】股利政策　股利无关论　税差理论

股利政策是上市公司理财的三大核心内容之一，合理的股利政策不仅可以使上市公司树立良好的形象，而且能激发广大投资者对上市公司的投资热情,从而使上市公司长期、稳定地发展。因此,制定合理的股利政策对上市公司的未来发展至关重要，上市公司的管理层必须慎重对待。1956 年，Lintner 对股利政策进行了开创性研究。此后,对于股利政策的研究开始受到人们的关注。国内外众多学者潜心钻研,取得了许多有价值的研究成果，并在上市公司股利政策的实施中发挥了重要的作用。

一、国外相关研究综述

1. *“一鸟在手”理论*。国外的股利政策研究开展得比较早。早在 1938 年,Williams 就揭开了股利政策研究的序幕,提出了股利重要论。1956 年,哈佛大学教授 Lintner 对股利政策进行了开创性的研究，首次提出公司股利分配行为的理论模型,认为公司管理者在制定股利政策时会考虑三个因素:①目标股利支付率,据此可确定公司愿意支付的股利比例。②根据长期可持续的变动收益调整股利，公司管理者只有觉得在长期内能够维持更高的收益时才提高股利支付率。一般来说,股利的增长总是落后于收益的增长且平滑得多。③股利的变动。公司管理者更加关注股利的变动而非股利的发放水平。加利福尼亚大学教授 Walter 研究了股利、每股利润、投资收益率及基准折现率同股票价值的关系,建立了华特模型,用数学公式证明了股利政策与股票价值有关。Gordon 对当时流行的盈利假说和股利假说做了精辟的分析，认为购买股票像购买其他资产一样,是因为它在将来能创造收入,并通过分析证明投资者购买股票是为了获得股利，股利的分配确实能够影响公司的价值。如此一来,股利重要论逐渐发展成了“一鸟在手”理论,其主要观点可归纳为:股票价格与股利支付率成正比;权益资本成本与股利支付率成反比。也就是说,必须采用高股利支付率的股利政策才能使公司价值最大化。

2. *股利无关论*。1961 年，美国经济学家 Modigliani 和财务学家 Miller 提出了著名的“股利无关论”。该理论认为,在严格的假设条件下，股利政策不会对企业的价值或股票价格产生任何影响。因此,单就股利政策而言,无所谓最佳,也无所谓最差,它与企业的价值不相关。一个公司的股票价格主要受其获利能力的影响,而非取决于公司的股利分配政策。该理论有三个严格的假设条件:一是完全资本市场假设,指资本市场投资者的投资额无法大到足以通过其自身交易影响股票价格,投资者可以平等地免费获取影响股票价格的任何信息，证券的发行、买卖不存在发行成本、经纪人佣金和其他交易费用,资本利得和股利之间不存在税收差异。二是理性行为假设,指每个投资者都以个人财富最大化为目标，至于增加的财富是以现金股利的形式还是以其他形式表现并不重要。三是充分肯定假设,指投资者对未来投资机会和利润完全有把握,对公司未来的发展充满了信心。在这样的假设条件下,该理论认为通过套利行为可以使任何一个时段、任何一种股票的投资报酬率相同，股利并不影响公司的价值。Modigliani 和 Miller 认为,在完全资本市场下,公司的市场价值仅仅取决于公司的投资决策和盈利能力,而不是对利润进行“修饰”的结果。

3. *税差理论*。在不存在税收因素的情况下,公司选择何种股利支付方式并不重要。但是,如果对现金股利征收的税高于对资本利得征收的税,在公司及投资者看来,支付现金股利就不再是最优的股利分配政策。最早进行这方面研究的是 Farrar 和 Selwyn,他们通过研究认为,在股利的税率高于资本利得的税率的情况下，不管税前收益以及个人或公司的债务额大小，税后资本利得必大于税后股利所得。Brennan(1970)通过建立一个股票评估模型，将 Farrar 和Selwyn 的模型进行了扩展,使模型更有说服力。他们认为,在给定的风险水平下,由于股利的所得税税率高于资本利得的所得税税率，潜在的股利收益率越高,投资者要求的证券收益率就越高。股利较高的股票比股利较低的股票有更高的税前收益，公司最好的股利政策就是根本不发放股利。税差理论有一个重要的前提,就是资本利得的所得税税率低于股利的所得税税率，投资者可以通过延迟实现资本利得而延迟缴纳所得税。

4. *顾客效应理论*。顾客效应理论实际上是对税差理论的进一步发展,也可以说是广义的税差理论。顾客效应概念最早是在 1961 年由 Modigliani 和 Miller 提出的,但是他们没有对此进行深刻的阐述,所以没有引起人们的广泛关注。所谓顾客

效应，是指投资者根据满足他们偏好的股利政策购买公司股票。Elton 和 Gruber(1970)对顾客效应进行了系统研究，他们以 1966 年 4 月到 1967 年 3 月在美国纽约证券市场上市的公司股票为样本，发现除息日股价的平均降幅小于公司所发放的股利金额，即在除息日当天会有异常报酬率的产生。他们认为，除息日价格下跌的幅度小于股利金额是因为资本利得的所得税税率小于一般所得税税率。Elton 和 Gruber 的理论一般称为"租税效应"假说或是"税负差异"假说。Elton 和 Gruber 更进一步证明高税率情况下股东偏好股利发放较少的股票，而低税率情况下股东则偏好股利发放较多的股票，如此一来双方都可少缴税，证实了除息日前后的投资者买卖股票行为确实受税负的影响，验证了顾客效应。

5. 信号传递理论。信号传递理论与顾客效应理论几乎是同时发展起来的，它放宽了 MM 理论的完全信息假设，认为管理当局与外部投资者之间存在着信息不对称。1969 年，Fama、Fisher、Gense 和 Roll 通过研究股票拆细对股票价格的影响来证明股利政策具有信息传递效果，掀起了信号传递理论研究的热潮。1970 年，Kerlof 以信息不对称为基础对旧车市场进行分析并提出了柠檬市场模型。1974 年，Spence 正式提出信号模型。1979 年，Bhattacharya 借鉴 Spence 的信号模型思想建立了第一个股利信号模型，认为在不完美的情况下，股利所包含的信息内容，是未来盈利的事前信号。Miller 和 Rock 于 1985 年建立了财务传递信息模型并且首次明确地将股利分配和外部融资结合起来，指出股利的突然增加将使股东财富随之增加，而新股发行或新债券发行被视为公司发展前景不佳的信号。与此同时，John 和 Williams(1985)提出了将股利的发放、发行新股或回购股票、投资同时考虑在内的信号均衡模型，认为股利政策要考虑分配股利时所能获取的边际利益，当公司投资及股东个人的现金需求大于公司内部现金供给时，则发出股利发放较多的信号；如果资金需求小于供给，则发出股利发放较少的信号。1987 年，John 和 Williams 又进一步发展了他们的模型，认为股利和投资有效结合能减少信号发射的耗散成本。Kumar(1988)提出了粗糙信号模型，认为公司在一定的利润范围内会支付同样水平的红利，直到公司的利润水平超出了这一范围，公司管理者才会调整红利支付水平。Ofer 和 Thakor(1987)则建立了一个更完整的模型来说明股票回购、股利发放都可以作为传递公司真实价值的信号。

6. 股利代理理论。现代企业的两权分离产生了委托代理关系，产生了代理成本，委托人和代理人都以自身效用最大化为目标。Roezff(1982)首先将委托代理理论应用于股利政策研究，他认为股利的支付一方面能降低代理成本，另一方面能增加交易成本。公司股利发放率的确定是在这两种成本之间进行权衡的结果，以使总成本最小。Easterbrook(1984)认为在现代公司中，众多的股东是委托人，而经理是代理人。股东是公司全部财产的所有者，而经理却不是，因此经理的利益不会与股东的利益相一致。与股利有关的代理成本包括监督成本，另一种则与风险有关。Mahmoud 等(1995)对 1972～1989 年的 341 家公司进行实证研究的结果也支持了 Roezff 的股利代理理论。Porta 等(2000)将委托代理理论与股东权益保护结合起来分析股利政策，建立了结果模型和替代模型。结果模型认为股利是有效的股东权益保护的结果，在这种体制下，小股东可以利用法律规定迫使公司发放现金股利，从而避免内部管理人员挥霍公司的利润，谋取私利。替代模型认为股利是股东权益的一种替代品，公司需要到资本市场上去融资，为了能符合规定的条件以顺利筹集资金，公司必须树立良好的形象，而发放现金股利能避免内部人员谋取私利，因而这是公司树立良好形象的一个途径。Porta 等人通过对 33 个国家和地区的 4 000 家大型上市公司 1996 年的股利支付情况进行统计分析，支持了股利代理的结果模型。

7. 非理性股利政策——股利政策的行为金融学解释。

(1)理性预期理论。理性预期的概念最初由 Modigliani 和 Miller 提出。1987 年，Miller 用该理论来解释股利之谜，即理论上股利与企业价值无关而实际上相关或存在股利偏好。Miller 认为这是预期与实际的差异造成的。理性预期理论认为，无论管理层做出何种决策，无论市场对管理层的行为做出何种反应，都不仅取决于决策本身，更取决于投资者对管理层决策的未来绩效的预期。在临近管理层宣布下期股利之时，投资者通常会根据公司内部若干因素，比如以前年度的股利发放情况、目前利润实现情况、投资机会和融资计划等，以及外界宏观经济环境、行业景气程度、政府政策可能的变化等其他因素进行分析，以对股利支付水平和支付方式做出预测。当股利政策真正宣布时，投资者会将其与预期的股利政策进行比较。如果两者相同，即使发放的股利比前些年多，股价也不会变化；如果发放的股利高于或低于预期水平，投资者就会重新估计公司价值及其股票价值。投资者可能会把预料之外的股利政策作为预测公司未来收益变动的线索，也就是说，预料之外的股利政策包含公司盈利和其他方面的信息。如果公司宣布的股利政策与投资者所预期的股利政策存在差异，股票价格则可能会发生变化。

(2)自我控制理论。自我控制理论认为，现实中受情绪等心理因素影响，人类的行为不可能是完全理性的，有些事情即使会带来不利的后果，但是人们还是不能自我控制，如抽烟、酒后驾车等。Shefrin 和 Statman(1984)提出了基于自我控制的股利行为理论，对投资者偏好现金股利的现象给出了自我控制解释。Shefrin 和 Statman 推断老年人需要定期的现金收益以供晚年生活；而年轻投资者则由于很难控制自我消费，会选择股利收益率较低的股票投资组合，以强迫自我储蓄。所以，投资组合的股利收益率会与投资者年龄正相关，而与工作所得负相关。对于投资者来说，用闲余资金购买股票，而不是将闲余资金用于消费，这样可大大减少各项不必要的消费。经常出售小额股票的不便利和相对较高的交易费用，在一定程度上阻止了原始资本的变现，限制了当前消费所能动用的资金，股利政策实际上为投资者提供了一种外在的约束机制。该理论适用于那些希望限制自己消费的投资者，他们不想动用自己的资本金，于是限定自己只消费像股利这样的当期收益。

(3)后悔厌恶理论。后悔厌恶理论是由 Thaler(1980)首先提出，后经 Loomes 和 Sugden (1982)、Kahneman 和 Tversky (1982)等的发展逐渐形成的。它指在不确定条件下，投资者在做出决策时要把现实情形和过去遇到的不同选择的情形进行对比，如果个体认识到不同的选择会使他们处于有利的境地，就会因为自己做出了错误的决定而自责不已，这种情绪就是后悔；相反，如果从现实选择中得到了更好的后果，就会感到庆幸。为了避免错误决定带来的后悔，人们常常实施许多看起来似乎是非理性的行为。一般来说，胁迫情形下采取行动引起的后悔程度比非胁迫情形下的小，没采取行动引起的后悔程度比做了错误行动的小，在个体需要对行动的最终结果承担责任的情形下引起的后悔程度比无需承担责任时的大。Shefrin 和 Statman(1982)调查显示，对大多数人来说，出售股票会更后悔，因为他们设想本来可以不采取这一行动。由于投资者一般都是后悔厌恶型的，所以他们偏好现金股利。

(4)股利迎合理论。Baker 和 Wurgler(2004)提出了股利迎合理论，考虑了投资者对股利需求受到情绪影响的可能性。他们认为管理者倾向于去迎合投资者的需求，公司是否发放股利取决于投资者对股利的需求。他们认为，由于心理或制度上的原因，对于支付股利的股票，一些投资者的投资偏好具有随时间不断变化的特点。这种需求把支付股利的股票与不支付股利的股票的价格区分开来，有限的套利不能阻止股票溢价。当投资者为那些支付股利的股票提供较高的价格，而对那些不支付股利的股票提供了较低的价格时，经理必须迎合投资者这一需要。为了验证股利迎合理论，他们构建了四个时间序列模型来度量投资者对股利的需求，发现在每种序列模型中，当投资者对股利的需求较大时，原来不支付股利的公司就开始支付股利；而当投资者对股利的需求较小时，原来支付股利的公司就开始不再支付股利。股利迎合理论的本质是：投资者现在要什么，经理就给什么。股利迎合理论包含一个重要的假设：一般情况下，投资者偏好支付股利的股票，但有时又会偏好不支付股利的股票。

二、国内相关研究综述

我国证券市场的发展历史较短，由于国内外经济制度、市场有效性、股权结构等方面的不同，我国股利政策与国外发达国家股利政策存在较大差异。虽然我国上市公司的股利政策与国外的差异较大，但是借鉴国外最新的研究成果能够为我国的相关研究开拓思路，已有许多学者进行了相关研究并取得了大量成果。国内学者关于股利政策的研究主要集中于两个方面：一是股利政策的影响因素研究；二是股利政策的市场反应研究。

1. *关于股利政策的影响因素研究*。吕长江、王克敏(1999)通过分析认为，我国上市公司的股利政策主要受到公司规模、股东权益、盈利能力、资产流动性、代理成本、大股东控股程度及资产负债率等因素的影响，而且公司的股利支付额与现金股利支付水平相互影响。2002 年，吕长江又分别建立现金股利分配模型和股票股利分配模型，给出影响现金股利和股票股利的公共解释变量和差异解释变量。研究结果认为，无论是现金股利的支付还是股票股利的支付都要受到公司盈利能力的限制，盈利能力是影响公司股利分配的核心因素。资产负债率是影响公司现金股利支付和股票股利支付的另一公共解释变量。此外，现金股利的支付要受到公司未来发展对资金的需求和公司规模的影响，股票股利的支付要受到公司的股本数量、管理者的管理效率及公司股东与管理者之间的代理成本的影响。贺云龙(2007)以 1999~2004 年连续派发现金股利的我国 A 股上市公司为样本，分析了上市公司盈利能力、长期偿债能力和发展能力对持续现金股利政策的影响程度。研究结果表明，在持续的现金股利政策下，上市公司 40%的盈利派发给了股东，但其财务状况对于股利政策无显著影响。

原红旗(2001)通过实证检验证明了我国上市公司特殊的股权结构和治理结构对股利形式的选择有重要影响。上市公司的控股股东存在通过现金股利从上市公司转移现金的行为，上市公司对以股票股利形式留存于企业的资金存在浪费现象。另外，规模小的公司倾向于选择股票股利，而规模较大的公司则倾向于选择现金股利。武晓春(2003)分析了股权结构对公司股利政策的影响。在对我国上市公司的股权结构和股利政策的关系进行实证研究之后，得出了上市公司的现金股利与国有股的比例正相关的结论，并用股利代理理论和顾客效应理论对这一结论做了解释。唐国琼、邹虹(2005)通过实证研究提出不同于国外的结论：在成熟资本市场，股利政策是解决公司代理问题的重要工具，而在我国，严重的代理问题对股利政策产生了重要的影响。他们认为我国上市公司特殊的股权结构和治理结构在我国股利分配政策中起着重要作用，上市公司的非流通股股东倾向于派发现金股利。此外，市场行政监管手段对我国股利政策的影响非常大。

陈洪涛、黄国良(2005)通过实证研究认为，我国上市公司控股股东存在利用现金股利政策转移现金的行为。我国上市公司第一大股东持股比例对现金股利政策有影响，两者之间呈 U 型关系。当大股东持股比例不足以对公司利润分配方式产生影响时，中小股东的约束有一定的作用，公司更倾向于低派现或不派现；当大股东持股比例足够影响公司的财务决策时，中小股东的约束便显得微不足道。公司股权集中度越高，大股东利用现金股利政策转移现金的可能性就越大。王化成、李春玲、卢闯(2007)采用 Logistic 模型和多元线性回归模型分析了控股股东对上市公司现金股利分配倾向和分配力度的影响。研究结果表明，控股股东的经济性质、所有权与控制权的分离程度以及集团控制性质三个特征显著地影响了上市公司的现金股利分配倾向和分配力度：①当上市公司控股股东具有集团控制性质时，其现金股利分配倾向和分配力度均显著低于没有集团控制性质的上市公司；②所有权和控制权的分离程度越高，股利分配倾向和分配力度则越小；③国家控股上市公司的现金股利分配倾向和分配力度明显低于民营控股上市公司。而且以上结论在控股股东的不同控制水平上具有一定的稳健性。

2. *关于股利政策的市场反应研究*。陈晓、陈小悦、倪凡(1998)研究认为，在考虑交易成本后纯现金股利并不能带来

超额收益，而股票股利和混合股利所带来的超额收益则非常显著。现金股利带来的额外税负将减少股东财富，也就是说税负效应降低了它的信号传递效应。阎大颖（2005）通过对一般行业 A 股上市公司首次分配股票股利后的公司业绩进行跟踪考察发现，从长期来看，首次分配股票股利的公司的盈利能力和可持续增长能力都明显持续下降，并不能充分支持信号传递假说。对于并无良好成长前景的公司，即使首次分配股票股利能带来暂时的市场收益，也不能证明这与投资者的长期利益相一致。

何涛、陈晓（2002）则运用回归分析方法，系统考察了我国现金股利信息的市场反应。他们发现，纯现金股利信息对股票的超额回报没有显著影响，不能显著提高公司的市场价值。公司的发展前景是投资者首要考虑的问题，现金股利的增加与减少并不会对投资者的投资决策产生显著的影响，也不会对股东的财富产生显著的影响。夏云峰、刘朝晖、袁芳（2007）选取了 2002～2004 年沪深两市派发股利的公司作为研究样本，通过 t 检验和一元线性回归模型分析后发现，目前投资者普遍偏好混合股利和股票股利，而对现金股利并无特殊偏好，这主要是由于在分红派息股权登记日前后，混合股利和股票股利能够带给投资者较大的回报。

3. 我国股利政策的特点及行为金融学解释。我国的证券市场发展较晚，还不够成熟，导致我国上市公司的股利政策呈现出非理性的特点。行为金融学在我国的研究始于 20 世纪 90 年代末，随着行为金融学的广泛应用，基于行为金融学视角的股利政策研究也逐渐兴起。

我国上市公司股利政策的非理性主要表现在：不分配股利的公司比例较大、支付率较低；股利分配形式多样化；派现水平并没有随盈利能力的提高而提高；股利分配缺乏连续性和稳定性等。

陶蕾、郑蓉（2002）通过与理性股利政策作比较，对上市公司非理性股利政策的特点和原因进行了简单分析，并提出从完善公司治理结构、规范分拆上市制和创造良好的市场环境入手，制定合理的股利政策。黄果、陈收（2004）运用行为金融学的投合理论分析了上市公司非理性股利政策现状，认为投资者和管理者的非理性行为是导致该现状的直接原因，并结合我国市场环境进一步探讨了深层次原因，认为从行为金融学角度研究股利政策在我国具有广阔的发展前景。付磊、陈杰（2006）认为行为金融学也为公司股利政策研究提供了一个新的视角，并对西方国家在这一方面的研究做了简单介绍，同时将我国上市公司股利政策的特点结合行为金融学提出新的研究方向。周伟明、郑晶（2007）运用行为金融学的基本理论对我国上市公司的非理性股利政策进行了分析，从投资者的投资偏好和管理者的非理性两个方面来解释非理性股利政策并提出“牛市发放股票股利，熊市发放现金股利”的策略。

三、结论

由以上分析可以发现，国外的证券市场起步早，制度相对完善，因此相关的理论也比较成熟。国外股利政策研究的继承性也很好，包括对股利迎合理论的完善，提出股利的寿命周期理论等。我国的相关研究也取得了一定的进展，一般是对理论的验证和分析，随着时间的变化，结果可能会不尽相同。总的来说，我国学者的相关研究都是基于我国实际，并且研究成果颇丰，但是目前的研究尚存在以下不足：

第一，我国关于股利政策的研究大都是在国外理论成果的基础上所做的实证研究，基本上是对国外理论的验证，理论研究相对薄弱。

第二，我国关于股利政策的实证研究数据均取自上市公司的年报，通过对这些数据的分析得出一定的结论，然后再结合相关的理论进行分析，极少有从直接决策者的角度进行的研究。在我国证券市场尚处于弱式有效的情况下，这些数据存在一定的误差，影响了研究结果的有效性。

第三，对于投资者的股利政策偏好研究较少，而且数据的收集也仅限于交易的情况，缺乏投资者的第一手资料，使得研究结果产生偏差。

第四，少数学者从行为金融学的角度提出运用股利迎合理论来解释我国的非理性股利政策，并进行了深入分析，但是没有进行实证检验，难以令人信服。另外，有学者也认为我国上市公司的管理者并没有迎合投资者的偏好。

因此，在今后的研究中应该加强理论研究，深入研究股利政策的选择动因和投资者的偏好，在研究方法上要深入调查当事人的真实决策情况，获取第一手资料。这样一方面可以丰富国内的相关研究，另一方面对上市公司制定合理的股利政策、谋求长远发展，投资者做出更加理性的投资决策，监管部门进一步规范企业市场行为，推动我国证券市场的健康发展等都有着非常重要的意义。同时，在研究我国的股利政策时还应结合我国国情并充分借鉴国外的研究成果和研究方法，为国内的相关研究开拓思路，探索出能够真正解释我国上市公司股利政策的理论方法。

主要参考文献

1. 李常青.股利政策理论与实证研究.北京：中国人民大学出版社，2001

2. 魏刚.中国上市公司股利分配问题研究.大连：东北财经大学出版社，2001

3. 原红旗.中国上市公司股利政策分析.北京：中国财政经济出版社，2004

4. 饶育蕾，张轮. 行为金融学. 上海：复旦大学出版社，2005

5. 吕长江，王克敏.上市公司股利政策的实证分析.经济研究，1999；12