

# 中国上市公司股利政策分析

原红旗

(上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

**摘要:**本文采用实证方法研究了影响我国上市公司股利政策的原因,得出了不同于国外研究的结论。在国外,股利政策是控制代理成本的一种工具,在中国现行股利政策恰好是代理问题没有得到解决的产物。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,上市公司控股股东存在以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留于上市公司的资金存在浪费现象,并非是股东利益最大化;企业规模对股利形式选择有重要影响。

**关键词:**上市公司;股利政策;代理理论;影响因素

**中图分类号:**F830.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)03-0033-09

自米勒和莫迪利安尼(Miller and Modigliani)1961年提出股利与企业价值无关理论以来,学术界即不断对MM理论提出挑战。经过近40年的发展演进,股利理论已经得到了拓展。但是,国外理论提出的一系列前提条件我国上市公司并不具备,在中国有独特的股利实务,需要从理论上加以解释和探索,有关股利政策的问题很多,本文着重对有关股利的最基本问题进行研究,即对我国现行股利政策的形成原因进行解释。具体而言,本文主要研究的问题包括:(1)现金股利的决定因素有哪些?(2)企业是如何在现金股利和股票股利之间进行选择的?

## 一、我国上市公司股利政策的理论分析

用代理理论解释股利政策是现代股利理论研究中的主流观点。这种理论对解释股利存在和不同的股利支付模式有较强的解释力。罗泽夫(Rozeff, 1982)、伊斯特布鲁克(Easterbrook, 1984)等分别建立模型来解释股利政策,在他们的模型中,发放现金股利是控制代理成本的一种重要手段。但是在中国,由于特定的企业制度和市场环境,企业中由于代理产生的问题非常严重,股利充当控制代理成本工具的基本条件并不具备。中国上市公司目前股利分配现状正是代理问题没有解决的必然结果。以下分述之:

### (一)特殊股权结构影响股利政策

中国上市公司一个典型的特点是分拆上市,根据一份研究(王彬, 1998),截止1997年6月30日,第一大股东直接持股比例平均为47.01%,远远高于第二大股东的平均持有的5.76%,

收稿日期:2000-12-05

作者简介:原红旗(1970-),男,山西阳城人,上海财经大学会计与财务研究院,上海财经大学会计学院博士。

如果考虑第一大股东的间接持有比例,这种差距就更大了。上市公司的最大股东处于一种其他任何股东无法与之抗衡的地位。这些股东之间,由于投资方式、在公司的权利存在较大差别,导致了不同股东的利益冲突。占有利地位的股东就可能利用自己的优势选择对自己有利的分配方式。

表 1 不同股东差异比较

	大股东	散户
投资成本	资产折股(低),投资收益率高	市价(高),投资收益率低
权利差异	控制决策但资本增值难以实现	排斥于管理之外,股票可在市场实现增值
投资目的	筹集资金,上市前为包装上市公司转移的现金要返还	赚取利润
信息	处于优势地位	处于劣势

由于在上市改组时,控股公司注入了优质资产,有些控股公司自身日常营运需要庞大的现金,而自身的经营活 动不能弥补支出,最重要的资金来源实际上是上市公司的股利,即使现金留于上市公司效益更高,控股公司也需要以现金股利形式满足自身的开支。

对控股公司来说,由于努力程度和自身股份价值增值脱节,没有经营的动力;而自身的目的又是从上市公司筹集资金,要达到筹集资金的目的,则必须符合有关法律规定,必须以一定的业绩为支撑。这是一对矛盾。从理论上讲,控股公司的努力程度应当是达到配股条件的最低界限。而股利政策则是平衡努力和筹资条件的重要工具。(1)如果上市公司存在自由现金流量(Free Cash Flow),即存在超过投资需求的现金,发放现金股利可以减少管理层浪费和滥用,这对提高经营效益是利好消息。(2)控股公司对上市公司的发展具有优势信息,可以判断企业达到配股条件的难易程度。即使控股公司判断投资项目有正净现值。但由于配股条件规定得越来越严,上市公司达不到配股条件。控股公司由于对现金的需要,也会采用现金股利,实际上制约了上市公司未来的发展。因为国有股东也只是国有股的代理人,在代理问题没有解决的前提下,短期行为是不可避免的。(3)如果上市公司投资 I 能够带来更大的未来经济利益,而只要投资 II( $II < I$ ),未来就可以达到配股条件,企业现金流量为 C( $C > 1$ ),从发展的角度看,上市公司派发的现金股利最好为  $(C - I)$ ,而控股公司可能愿意发放的数量为  $(C - II)$ 。(4)由于投资具有一定的回报期,如果一项投资项目,当期不盈利甚至亏损,而未来几年会有盈利,但由于这部分资产的存在,降低了当期净资产收益率,影响上市公司配股条件,控股公司宁可牺牲未来利益,也要达到配股条件,即将收益以现金股利的形式发放。

上述分析对股利政策的意义在于:现金股利是上市公司转移现金的一种重要手段,控股公司占上市公司股权比较对股利形式的选择有重要的影响,比例越大,越可能选择较多的现金股利。

## (二)特殊的治理结构影响股利政策

中国上市公司缺乏有效的内部制衡机制,内部人控制现象严重,由于经理层和股东的利益不完全一致,在缺乏必要监督和激励机制的情况下,经理层的决策目标可能就不是股东价值最大化,而是自身利益最大化。(1)内幕交易。内幕交易涉及管理层利用优势信息炒作自身股票,或者和市场主力联手操纵股票价格,从而获得巨额利润。内幕交易属违反法律的行为,《公司法》和《禁止证券欺诈行为暂行规定》都对内幕交易行为提供了处罚条款。但是日前对内幕交易的监管还有很多漏洞,不少上市公司依然存在炒作自己股票的行为。而股利政策一直是

市场经久不衰的炒作题材。一些市场主力在利益驱动下,游说上市公司采用某种流行的股利形式,对上市公司许以种种好处。股本规模越小,越容易为炒家控制。而炒作股本规模大的公司,需要巨大的资金,内幕交易成功的可能性就会降低。而且股本规模和控股公司持股呈较强的正相关关系,规模较大的公司,控股公司比例越高,通过现金股利转移资金的动机就越强。所以虽然管理层有不断扩大公司规模的动力,但不同规模的管理层受到的监督和制约是不同的,采用的股利形式也会产生差别。(2)管理层对资源的使用存在浪费现象。按照企业价值理论,企业投资未来的收益率决定企业价值,如果未来投资收益率大于资金成本,将经营收益以股票股利的形式留于企业会提高企业价值;反之,如果未来投资收益率低于资金成本,应当将收益以现金股利的形式发放给投资者。但是在代理问题存在的前提下,企业可能并不是以未来成长机会决定是否将现金留于企业。根据以上分析,通过公款消费是管理层满足自身效用的重要形式,公款消费的程度和企业规模有很大关系,如果管理层以一个固定的比例进行消费,企业规模越大,控制的资金越多,那么企业可用来消费的资源就越多。即使管理层消费的比率呈边际递减的趋势,结果也是一样。因此企业经理层有将股本扩大的动机,可以扩大控制资源的权利。将收益以股票股利的形式发放,既满足了对股票股利的偏好,又可达到扩大控制资源的目的。这样,在未来投资机会不佳的情况下,就存在浪费资源的问题。

上述分析对股利政策的含义是:(1)管理层有扩展股本的动机,股票股利的发放可以达到这个目的,既可以扩展自身控制的资源,又可满足股东对股票股利的偏好;(2)管理层并不是以股东价值最大化作为股利政策的目标。

## 二、研究假设

本节根据前面的理论分析,提出本研究的假设:

假设一(现金转移假设):控股公司存在通过现金股利转移现金的行为。

在国外,将自由现金流量以现金股利或股票回购的方式发放给股东,可避免企业浪费和降低代理成本,提高企业的经营效率。在中国,由于特殊的股权结构导致股东利益的不一致,控股股东存在从上市公司转移现金的动机。控股比例越大,以现金股利转移资金的可能性越大。

假设二(过度投资假设):管理层通过股票股利将资金保留于上市公司存在过度投资行为。

在理论上,根据企业未来投资的效率决定企业留利有利于企业价值最大化。当公司处于成长时期,为维持公司成长,管理层倾向于以股票股利政策来保留资金。但在中国,由于企业存在严重的代理问题,管理层有控制资源的动机,却没有提高效率的动机和足够的外在压力,所以,管理层在股利决策中并不是以企业价值最大化为其出发点,不是根据未来投资的实际需要决定留利,对留于企业的资金存在浪费和使用效率不高的情况,即企业存在过度投资行为。

假设三(股本规模假设):股本规模影响股利决策。规模越小越倾向于股票股利;规模越大越倾向于现金股利。

企业存在扩大资源的动机。在市场不成熟的情况下,即使企业将资金保留在企业而且经营效率低下,市场也会作出正面反应,客观上助长了企业扩大规模而不提高效益的行为。由于股本规模和市场炒作息息相关,对企业达到配股的条件有重要影响,因此,企业扩股要受这两个条件制约。

### 三、研究设计

#### (一)研究方法

本研究将采用多变量回归分析方法来验证本文提出的假设。由于我国股市建立时间较短,而且企业外部环境和有关政策不断变化,企业股利政策变化频繁,每年都有一些非常突出的特点,有些年度股票股利特别流行,有些年度现金股利比较普遍,有些年度不分配现象异常突出,不同年度可能有不同的变量在起主导作用,因此本文分年度进行横截面分析,而不进行时间序列分析。

表 2 沪深股市历年年报公告期间市场状态划分

年份	深圳 A 股综合指数		上海 A 股综合指数		状态
	1 月 1 日股指	4 月 30 日股指	1 月 1 日股指	4 月 30 日股指	
1994	239.92	153.36	851	607	空头市场
1995	142.94	124.28	656	565	空头市场
1996	113.64	168.12	569	574	空头市场
1997	349.02	489.22	952	1456	多头市场
1998	415.68	442.29	1198	1421	结构市场

注:1996年4月下旬深圳证券市场开始出现了较大反弹,但在此之前年报公布期间市场以空头市场特征为主。1998年虽然大市指数呈上升趋势,但主要是由于高科技股票和部分资产重组股票带动指数上升,大多数股票价格变化不大,具有鲜明的结构特征,因此,本研究将其定义为结构市场。

表 3 操作性变量定义

变量名称	计 量	意 义
每股现金股利(CD)	现金股利总额/总股本	因变量
每股股票股利(SD)	股票股利总额/总股本	解释变量
股票股利率(SR)	$SR = SD / (SD + CD)$	因变量
每股收益(EPS)	净收益/总股本	可分配收益
累积每股未分配盈余(RELY)	累积未分配利润/总股本	可分配收益
累积盈余占可分配利润的比重(REP)	$REP = RELY / (EPS + RELY)$	可分配收益结构
每股货币资金(CPS)	货币资金/总股本	流动性
负债比率(DA)	负债资金/总资产	融资能力
非流通股比率(NPUB)	非流通股本/总股本	大股东控股指标
净资产倍率(PB)	三个月平均价格/每股净资产	企业未来增长能力(根据 Gaver and Gaver 1993 年的研究)
总股本(LGTS)	总股本的常用对数	企业规模

#### (二)研究模型

本文的实证依照理论部分提出的问题逐步进行分析,具体而言,分 2 个步骤:(1)检验现金股利的决定因素,以及现金股利和股票股利的替代关系;(2)检验股票股利和现金股利的选择因素。

模型一:现金股利的决定因素及与股票股利替代性关系分析

$$CD = a_0 + a_1 CPS + a_2 DA + a_3 NPUB + a_4 EPS + a_5 PB + a_6 SD + \varphi$$

本模型每股现金股利金额(CD)为因变量。采用每股收益(EPS)作为现金股利决定因素,而未采用上年每股累积盈余(RELY),主要考虑是绝大多数公司股利支付率小于 1,而且这两

个变量具有较高的相关性。如前所述,每股货币资金(CPS)、资产负债比率(DA)、非流通股比率(NPUB)、未来成长机会(PB)都对股利形式的选择产生影响,因此放入模型进行验证。收入每股票股利(SD)主要是验证股票股利和现金股利的替代性。

#### 模型二:现金股利和股票股利选择因素分析

$$SR = b_0 + b_1CPS + b_2DA + b_3NPUB + b_4EPS + b_5PB + b_6LGTS + \varphi$$

本模型以股票股利率(SR)作为因变量。采用上年末累积每股未分配盈余占可分配利润的比重(REP)作为自变量,主要是考虑到股票股利常常大于每股收益,上市公司动用过去累积每股未分配盈余作为来源。如在理论部分所言,每股货币资金(CPS)、资产负债比率(DA)、非流通股比率(NPUB)、未来成长机会(PB)、公司股本规模(LGTS)都对现金股利产生影响,因此放入模型进行验证。

#### (三)样本的选择

本研究以上海证券交易所和深圳证券交易所上市的A股作为样本,其中不包括金融概念股,这些企业由于数量极少,而且处于特殊行业,剔除这些公司,对研究结论影响不大。所选取的样本包括1994年至1997年共4年的股利方案。

### 四、实证结果与分析

#### (一)相关性分析

表4提供了各变量之间总的相关系数。本文分年度回归分析,计算4年相关系数的均值,在每个模型下,各自变量之间不存在多重共线性关系。

表4 相关系数表(1994—1997年4年相关系数平均数)

	RELY	NPUB	CPS	EPS	SD	DA	LGTS	PB	REP
RELY	1	-0.04	0.09	0.43	0.35	-0.11	-0.11	0.12	-0.43
NPUB		1	0.10	-0.01	-0.10	0.12	0.37	0.15	-0.03
CPS			1	0.33	0.14	0.11	0.02	0.04	0.00
EPS				1	0.51	-0.05	0.01	0.22	0.33
SD					1	0.05	-0.20	0.19	-0.04
DA						1	0.08	0.03	-0.02
LGTS							1	-0.20	0.03
PB								1	0.08
REP									1

SD:每股股票股利

EPS:每股收益

RELY:累积每股未分配盈余

CPS:每股货币资产

PB:净资产倍数

NPUB:非流通股比率

DA:资产负债比率

LGTS:上市公司股本规模(以对数形式表示)

REP:累积留存收益占可分配利润比重

#### (二)现金股利决定因素分析

表5是根据模型一对现金股利决定因素进行的分析。从总体上看, $R^2$ 值在1994和1995年较高,但后两年迅速降低,在1997年仅达到0.12,这是由于这两年发放现金股利公司占总公司的比例过低而造成的。从流动性看,分年度模型中,1994年每股货币资金(CPS)在5%显著性水平下有效,1997年则在10%显著性水平下通过检验。每年该指标均和预期符号相同。表明这两年发放高现金股利的公司有着较高的流动性。CPS指标的影响在1995年和1996年则不显著,表明这两年现金对股利的制约并不明显。从负债水平看,1994年和1995年负债比例高的公司发放较低的现金股利,通过t值检验,且和预期符号相同。主要原因是这两年国家宏观经济处于收缩时期,企业筹集资金环境较差,加之三角债当时又非常严重,对企业流动性

产生了很大影响,从表 5 可以看出,这两年的 CPS 指标比后两年低。因此这两年负债起到了制约现金股利的作用。而 1996 年 1997 年在宏观经济环境较为宽松的情况下,负债对股利起不到制约作用,在 1996 年出现了负债越高现金股利越多的情形。这证明在中国债权人和上市公司的代理问题难以通过限制股利而得到解决,资产负债比率主要是通过影响企业的流通性来对现金股利起到制约作用的。严峻的筹资环境是该项指标发生作用的前提条件。从每股收益(EPS)看,该指标对现金股利影响最为显著,在各年度均在 1%显著水平下有效,而且从 t 值看,该指标解释力最强。从非流通股比率(NPUB)来看,该指标在各年度均不显著,非流通股比率(NPUB)和股利的绝对额并没有显著的相关关系。本文在理论部分论述了控股公司有转移现金的动机,主要是从与收益的关系而言的,即在收益分配一定的情况下,现金股利的比例会高一点。而不是指现金股利的绝对额高。由于非流通股比率(NPUB)和每股收益(EPS)相关关系极弱(表 5),非流通股比率(NPUB)指标较高的公司并不一定有较高的 EPS,因此该指标并不显著。净资产倍率(PB),从理论上讲,未来成长机会好的公司会将盈余保留于公司内部发展,未来没有什么发展机会的则应当将现金发放给投资者,所以从理论上讲,该指标应当和现金股利呈负相关关系。但是从实证结果看,1995 年至 1997 年每年均不显著;1994 年符号为正,且在 10%水平上显著。这意味着一些公司即使未来存在发展机会,也发放高的现金股利,这可能是因为大股东对现金的需要而导致的结果。每股股票股利(SD)每年均在 1%水平下显著,表明股票股利和现金股利存在彼多此少的替代关系。总之,实证结果表明,每股收益(ESP)和每股股票股利(SD)指标在每年均对现金股利有显著影响,现金股利和每股收益呈正相关关系,而和每股股票股利呈负相关关系,而其他指标则没有连续一致的影响,负债比率(DA)的影响需要一定的条件,非流通股比率(NPUB)和净资产倍率(PB)在每年均不产生影响,每股货币资金(CPS)的影响随具体年份而不同。

表 5 现金股利决定因素分析(模型一)

	预期符号	1994	1995	1996	1997
CON		0.05 (1.58)	0.04 (1.57)	-0.03 (-1.35)	-0.02 (-1.01)
CPS	+	0.05 (3.26)***	0.01 (1.15)	0.002 (0.25)	0.01 (1.91)*
DA	-	-0.09 (-2.40)**	-0.06 (-1.87)*	0.07 (2.64)***	0.02 (0.96)
NPUB	+	0.03 (0.814)	-0.007 (-0.224)	0.03 (1.16)	0.03 (1.31)
SD	-	-0.77 (-13.22)***	-0.24 (-5.53)***	-0.25 (-8.93)***	-0.16 (-5.39)***
EPS	+	-0.37 (14.04)***	0.32 (15.06)***	0.17 (10.97)***	0.12 (8.40)***
PB	-	0.005 (1.58)	0.006 (1.44)	0.002 (0.771)	0.001 (1.59)
Adj-Sq		0.54	0.47	0.23	0.12
Number		282	305	509	713

注:表中第一列数字为回归系数,括号中为 T 值。

CON:常数项      SD:股票股利      ESP:每股收益      CPS:每股货币资金

RELY:每股留存收益      DA:资产负债比率      PB:市净率,分年度以秩形式代替      NPUB:非流通股本

\* 为 10%显著水平, \*\* 为 5%显著水平, \*\*\* 为 1%显著水平。

### (三)股票股利和现金股利选择因素分析

实证结果为表 6。从总体上看,  $R^2$  值在 1996 和 1997 年较大,但在前两年较小,尤其是 1994 年仅达到 0.09。每股累积未分配利润占可分配利润比重(REP)除 1994 年未有显著影响外,其他 3 年均和股票股利率(SR)呈显著正相关关系,表明上市公司动用累积盈余发放股票股利的现象。从  $t$  值看,在 1996 和 1997 年该指标对股票股利的解释力最强。这也和中国上市公司的发行特点有关,1996 年上市公司公司规模是历年最小的,新股发行平均规模仅为 13065 万股,当时不少公司在上市前就声称有丰厚的滚存利润(即累积未分配利润)。由于当期盈利下降,上市公司就用过去的累积盈余来支付股票股利,满足股东对股利的需求,累积盈余的存在,为股票股利代替现金股利提供了条件。净资产倍率(PB)看,前两年模型中均为负值,1996 年虽然符号为正,但未通过显著性检验。这就证明了这些年份上市公司并不是因为未来发展的需要而将资金留于企业。按照股东利益最大化的观点,该指标应当同股票股利呈正相关关系,但是由于代理问题的存在,管理层有扩大公司规模的动机,却没有为股东服务的动机和制约机制,这些资金留于企业,管理层就会投资于净现金流量为负的项目。该指标在 1997 年符号和预期相符,且通过显著性检验,可能是由于公司股利政策逐步规范的结果。每股货币资金(CPS)理论上应同股票股利呈负相关关系,但从实证结果看,各年份该指标均不显著,说明上市公司发放股票股利总体上并不受现金制约,每年有相当多新发行股票的上市公司发放了股票股利,而这些公司一般都有充足的现金,总体上这项指标对选择股利形式不显著。结果表明即使在银根紧缩的 1994 和 1995 年,企业也不是因为没有现金而发放股票股利。发放股票股利的原因主要可以从以下几方面说明:其一,考虑未来的资金取得渠道严峻,保留现金以满足日常营运;其二,大股东对现金的需求可能并不急迫;其三,在市场高涨期,满足市场需求,进行内幕交易。资产负债率(DA)指标在 1994 年和 1995 年分别在 5%和 10%水平下通过显著性检验,而后两年则没有什么显著影响。主要原因是前两年经济紧缩,公司筹集资金的能力受到影响,而选择股票股利可以缓减未来流动资金紧张状况。股本规模(IGTS)指标按照理论应当和股票股利呈负相关关系,从实证结果看,该项指标在 1994 年到 1996 年 3 年模型均是在 1%显著水平下通过检验。充分证明了股本规模越小的公司越倾向于选择股票股利,在 1997 年由于配股条件越来越严,为了筹集尽可能多的资金,有相当多的公司采用了只配不送的决策,所以该项指标仅通过了 10%显著性水平检验。股本规模对股利形式的选择有重要影响。非流通股本比率(NPUB)指标按照理论应当同股票股利呈负相关关系,从实证结果看,该项指标符合均呈负值,符合理论。但 1994 年和 1995 年均不显著。1996 年和 1997 年分别在 1%和 5%水平下通过显著性检验。这主要和市场状态关系密切,前两年处于空头市场状态(表 4),管理层通过发放股票股利将资金留于企业的行为受到制约,因为股票股利在空头市场中经常出现贴权行情,不受投资者欢迎。而且在这两年,由于筹资环境非常严峻,控股公司对现金的需要动机非常明显,因此这两年选择现金股利分配的公司占主导地位,非流通股比率在股利决策中的影响很难体现出来。而在后两年,市场交易活跃,股利层采用股票股利的外部环境具备,因此在多头特征为主要的市场里,股票股利容易出现填权行情。所以股票股利较为盛行,但是由于非流通股股东不能自由买卖股票,资本利得难以实现,因此这些股东倾向于现金股利。在这个条件下,不同股东之间的利益差别才能显示出来,从而证明了控股股东有通过现金股利转移现金的倾向。

表6 现金股利和股票股利选择因素分析(模型二)

	预期符号	1994	1995	1996	1997
CON		1.97 (5.02)***	1.92 (4.65)***	1.52 (4.63)***	0.66 (1.58)
REP	+	0.06 (0.455)	0.46 (3.38)***	1.29 (13.43)***	1.41 (11.30)***
PB	+	-0.01 (-0.571)	-0.02 (-0.82)	0.01 (1.37)	0.03 (2.74)***
CPS	-	-0.03 (-0.546)	-0.09 (-1.29)	0.04 (1.17)	0.04 (1.07)
DA	+	0.39 (2.59)**	0.62 (3.81)***	-0.10 (-0.813)	0.03 (0.24)
LGTS	-	-0.30 (-3.67)***	-0.31 (-3.66)***	-0.21 (-3.22)***	-0.09 (-0.25)
NPUB	-	-0.26 (-1.49)	-0.23 (-1.23)	-0.53 (-3.71)***	-0.61 (-3.24)***
ADJ-SQ		0.09	0.16	0.44	0.37
Number		258	232	322	282

注:表中第一列数字为回归系数,括号中为T值。

CON:常数项。 CPS:每股货币资金 REP:累积留存收益占可分配利润的比重 PB:净资产倍率

DA:资产负债比率 NPUB:非流通股比率 LGTS:企业股本规模,以对数形式表示

\*为10%显著水平,\*\*为5%显著水平,\*\*\*为1%显著水平。

## 五、研究结论和局限性

### (一)研究结论

本文的研究提出了不同于国外有关股利政策研究的结论。在成熟市场,股利政策是解决公司代理问题的重要工具,而在中国严重的代理问题对股利政策产生了重要的影响。本文提出了3个假设,并通过实证方法进行检验,证明中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于企业的资金存在浪费现象。另外,不同规模的公司选择股利形式不同,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。本文的研究还表明,企业选择股票股利并非因为现金不足,提出了负债结构在经济紧缩期通过影响企业筹集资金的难度而对股利选择发生作用,西方所谓的债务协定约束现金盈利的情形在中国并不存在。

基于上述结论,笔者认为,必须对现有上市公司的股本结构和治理结构进行改进,形成合理的股权结构,有效的制衡机制和激励机制,公司才可能作出有利于股东利益最大化的股利政策。目前,投资者要注意区分不同形式股利的本质,评估企业是否存在适当的投资机会,公司能否妥善加以运用。不能盲目追求某一特定形式的股利。管理层制定会计政策时要考虑对股票股利处理的方法,采用市价法可以限制盈利较低公司发放股票股利,降低股票股利的模仿性,提高股票股利的信号功能。

### (二)研究的局限性

本研究还存在以下局限性:

(1)未来增长机会的替代指标问题。在国外的研究中较多采用净资产倍率(PB)作为未来



增长机会的替代,财务分析师对企业未来发展的预测也是重要的替代变量,但在中国何种指标能作为有效的替代指标还没有信服的结论。本文采用了净资产倍率指标作为替代,该指标的解释力还需进一步验证。

(2)中国上市公司蓬勃发展,每年的股利政策均有显著不同的特点,一些因素并不具有连贯一致的影响,因此实证结果受国内股市相关环境和制度变化的影响。随着环境和制度的变化,各种因素对股利政策的制约和影响如何变换,还需进一步研究。

(3)本文的研究是以年度分配资料来进行研究,但不少上市公司进行了中期分配,中期分配是否和年度分配具有相同的含义和影响因素还有待深入研究。

---

**参考文献:**

- [1]王彬. 上市公司与其大股东关系研究[J]. 证券市场导报, 1999.(1):39—44.
- [2]Easterbrook, F. H. Two Agency—Cost Explanations of Dividends [J]. American Economic Review, 1984, September: 650—659.
- [3]Jensen, Michael C. , and W. H. Meckling. The theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. [J]. Journal of Financial Economics, 1976, October: 305—360.
- [4]Miller, Menton H. , and F. Modigliani. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares[J]. Journal of Business, 1961, (34): 1031—1052.
- [5]Rozeff, Michael S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios[J]. The Journal of Financial Research, 1982; fall: 249—259.

## **Analysis on the Dividend Policy of Listed Companies in China**

YUAN Hong-qi

*(Research Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of  
Finance and Economics, Shanghai, China, 200433)*

**Abstract:** This article studies how managers of China's listed companies make dividend policy decisions that are much different from those in developed countries. The research indicates that China's unique enterprise system and market environment have much effect on the dividend policy of its listed companies. There are evidences that larger shareholders have the incentive to transfer cash from the listed companies to themselves and the decision on stock dividend is in contradiction to the further development of the listed companies. Small corporations prefer stock dividend and there is a negative relationship between the size and stock dividend.

**Key words:** listed companies; dividend policy; agency theory; influential factors