

国外关于股利政策研究的文献综述

张巧良, 徐月军

(兰州理工大学 国际经济管理学院, 甘肃 兰州 730050)

摘要: 股利政策是指公司税后利润在向股东支付股利与企业内部留存收益之间的分配选择。国外财务学者对股利政策分别从不同的角度进行了大量的理论和实证研究。本文对此进行了较为系统全面的回顾和总结。对股利问题的研究主要集中于其对股东效用和公司价值的影响, 其观点主要有税差解释, 信号理论, 代理学说和行为学派。

关键词: 股利政策 税差解释 信号理论 行为学派

自从Lintner(1956)关于股利的开山之作以来, 关于公司为什么支付或不支付股利的问题吸引了很多财务金融学家的探讨和研究。Lintner和很多后来的研究都很有说服力的表明公司的目标总是避免股利在一段时间内的激烈波动。但是早期的股利理论并没有证明公司平滑股利发放这一偏好。事实上Miller和Modigliani(1961)提出了只要公司的投资政策是连续不变的, 股利政策就是无关的(股利无关论, 简称MM理论)。但是MM理论只有在完善的资本市场条件下才成立。股利和资本利得的税率差别通常成了人们反对MM理论的首个论据。也就是在那个时候Black(1976)给股利政策问题贴上了“股利之谜”的标签来说明理论上主张的股利无关论或股利税收的不利论和实际上表明出来的公司发放相当高和稳定的股利这一令人惊异的对比。Gordon(1961, 1962)指出公司外部股东偏好高股利政策, 他们宁愿选择今天的股利而不喜欢有很大不确定性的资本利得。但是有研究表明, 如果在投资者有着理性行为的完美资本市场中这个结论就是行不通的(Miller & Modigliani, 1961; Bhattacharya, 1979)。虽然如此, Gordon的最初论证也依然经常被引用来说明这一问题。

在那以后的大量论文都不断尝试着各种创造性的研究方法来解决这个谜, 大部分的文章都立足于从公司内部外部信息的不称和外部投资者的有限理性来解决这个问题。在过去四十多年里, 财务金融学家们一直努力尝试着放松完善的资本市场假设来研究股利政策问题, 从而形成了各种现代股利理论流派。

1 税差理论

税差理论主要讨论股利税收对股东财富和公司价值的影响。Farrar和Selwyn(1967)分析了两种股利支付率处于极端情况下的股东财富, 得出了当股东的资本利得税率小于股利所得税率时不支付股利的公司的股东财富更高。Brennan(1970)提出因为资本利得在税收上的优势投资者应当给与高股利公司股票价格上的折扣。Miller和Scholtes(1978)却指出公司股价也许根本不能反映税收对投资者的影响, 因为那些边际投资者可能是免税机构。与此同时, Auerbach(1979), Bradford(1981)和King(1977)认为股利税收应该被资本化为公司股票价格, 因为所有的公司最后都要通过股利来分配盈余, 而不仅仅是那些现在发放股利的公司。Allen和Michaely(2001)指出了股票回购日益成为公司股利政策的重要组成部分要归因于其相比与股利发放对投资者来说在税收上的优势。

用来检验税差理论的实证方法就是研究除权日的股价变动。在税收上有利的资本利得应该会导致除权日股票价格的下跌幅度小于股利的支付水平, 并会驱使投资者偏爱没有发放股利的公司。Elton和Gruber(1970)发现了除权日股价下跌幅度小于股利支付水平, 但是Michaely(1991)却发现除权日股价下跌幅度与股利支付水平相当。Auerbach和Kevin(2003)指出各个公司间的股利发放很可能根本不相同, 只有部分公司像传统观点认为的那样对股利税收效应有反应。Green和Hollifield(2003)表明了股票回购比股

利发放对个人投资者有40-50%的税收得益。

2 信号理论

股利的信号理论认为公司能够把股利发放作为向外部投资者发出公司未来盈利稳定增长预期的可靠信号, 公司增(减)股利应该有相应的对股价的影响。通过稳定的高股利政策, 高质量的公司就能够将它们同低质量的公司区分开来, 因为, 有成长性的高质量公司可以用更大的成本从外部筹资来代替被贬低了的保留盈余这种内部融资方式(Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985)。Miller和Rock(1985)的模型表明股利的宣告效应来自于股东和管理者的信息不对称。股利的宣告向股东和市场提供了当期盈余所不能传递的一些信息--基于当期盈余的对未来期望收益的估计, 而这也是评价公司市场价值的决定因素。Talmor(1981), Hakansson(1982), Bar-Yosef和Huffman(1986), Ambarish, John和Williams(1987), Kale和Noe(1990), Rodriguez(1992)以及其他许多学者都建立了关于公司股利政策的信号模型。这些信号理论的支持者们相信公司的股利政策是较低成本的向市场传递公司质量的方式。Kumar(1988)的研究就表明了股利信号模型的准分离均衡的存在。Ofer和Thakor(1987)则建立了一个更完整的模型说明了股票回购或股利发放或者两者同时都可以作为传递公司真实价值的信号。

很多实证研究结果支持信号传递这个理论, 因为当企业发放股利或者增加股利发放时, 其股票价格上涨; 相反, 当企业不发放股利或减少股利发放时, 其股票价格下跌(Aharony & Swary, 1980; Asquith & Mullins, 1983; Kalay & Lowenstein, 1986)。还有一些实证研究通过发现股利增长和公司未来盈余的关联支持了这一理论(Aharony & Dotan, 1994; Bernheim & Wantz, 1995; Brooks, Charlton & Hendershott, 1998; Dyl & Weigand, 1998; Healy & Palepu, 1988; Kao & Wu, 1994; Nissim & Ziv, 2001)。但是还有一些实证研究却并不支持股利变化和未来盈余变化相关(Gonedes, 1978; Watts, 1973; Benartzi, Michaely & Thaler, 1997; DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 1996)。

3 代理理论

代理理论认为, 股利的发放将减少由于控制权和所有权分离而产生的代理成本。通过高股利的发放减少了管理者可支配的自由现金流量, 从而减少了管理者能够带给股东损失的道德风险(Jensen, 1986; Lang & Litzberger, 1989; Yoon & Starks, 1995)。这一领域的早期工作是由Grossman和Hart(1980), Easterbrook(1984), Jensen(1986)的著作来开拓的。Easterbrook(1984)指出股利发放增加了公司更多地发行新社会公众股的可能性, 这样就使得公司更频繁的受到来自资本市场的监管, 从而减轻了代理冲突。代理成本的降低反过来就增加了股东的权益(Gompers et al., 2003)。Jensen(1986)指出公司的自由现金流量最好能够以股利形式发放给股东(或者偿还债务), 因为这样可以减少这些资金被损耗在不赚钱的(净现值为负数)项目上。关于股利的代理成本解释也存在着各种不同的实证研究结论。也有研究表明, 有时代理问题并不是公司管理者与股东之间的, 而是公司控股股东与小股东之间的利益冲突(Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Faccio & Lang, 2002)。

La Porta, Lopez, Shleifer和Vishny(2000)从法学的视角发展了股利代理理论。就股利和股东保护体系的完善程度间的关系来看有着两种观点: 其一是因果论。良好的股东保护体(下转23页)

End If

2.5 绘制明细表

明细表由表头和表行组成,表头只有一个,表行则根据序号个数自动绘制。也可根据实际情况重新编辑明细表。

3 创建窗口菜单

将系统创建的各独立模块组合在一起,作为“绘图补丁”菜单添加到AutoCAD窗口菜单中,系统建立的窗口菜单如图5所示。选取菜单中的菜单项,就可运行相应的模块,绘制或编辑图形。绘制窗口菜单的关键代码如下(以图纸边框的创建为例):

定义下拉菜单组

```
Set curMenuGroup = ThisDrawing.Application. _
MenuGroups.Item(0)
```

创建名为绘图补丁的下拉菜单列

```
Set newMenu = curMenuGroup.Menus.Add( "绘图补丁" )
```

为图纸边框菜单项分配命令

```
vbaframe = " - vbarun Supplement.dvb!frameMd.insframe "
frameMacro = Chr(3) + Chr(3) + Chr(95) + vbaframe + Chr(32)
```

创建图纸边框菜单项及分隔条

```
Set frameMenuItem = newMenu.AddMenuItem _
(newMenu.count + 1, " 图纸边框... ", frameMacro)
```

```
SetsepaMenuItem=newMenuAddSeparator(newMenu.count+1)
```

在AutoCAD菜单条上显示新创建的菜单

```
newMenu.InsertInMenuBar (ThisDrawing.Application.
MenuBar.count + 1)
```

4 自动加载“绘图补丁”菜单

要使在启动AutoCAD的同时,直接启动“绘图补丁”下拉菜单,则要做如下几项设置(以主程序为AutoCAD2004为例):

(上接99页)系下股利发放情况也会比较良好。在有效的保护体系中,中小股东可运用法律手段强迫公司分红。另一种是替代论。在中小股东保护较弱的市场,为了能够以较低的成本从外部市场筹集资金,善待投资者的声誉是值得争取的,控股股东或者管理者愿意支付股利给外部小股东,以此来建立一个不会掠夺外部小股东的良好声誉,所以股东保护不力的市场中股利发放情况反而较好。而该理论最近的实证研究结果是支持因果论而不支持替代论。

4 行为金融理论

随着行为经济学的兴起,很多的研究从微观个体行为以及产生该行为的更深层次心理、社会动机来解释、研究和预测公司股利政策现象和问题。Shefrin和Statman(1984)提出了基于自我控制的股利行为理论。该理论适合于那些希望限制自己当期过多消费的投资者,他们不想动用自己的资本金,于是只允许自己消费像股利这样的当期收益。这种情况特别适用于那些年纪大的投资者,因为他们没有或很少有其它劳动收入而更依赖他们所持有的股票带来的固定收入。Shefrin和Statman(1984)还从行为心理学的遗憾厌恶角度分析了股利问题,论证了为何股利发放和资本利得

1) 将"Acad2004ampleupport"文件夹中。

2) 在acad.dvb工程的ACADStartup过程中添加下面语句:

```
Call AcadApplication.RunMacro(" Supplement.dvb!menuGroupMd.menuLayout")
```

3) 将图形块文件夹及工程文件设置为Acad支持文件搜索路径中。

5 结论

用此绘图补丁系统,象绘制普通图形

一样,通过菜单命令来实现尺寸公差、粗糙度、序号、图纸边框、标题栏、明细表的绘制,从而扩充了AutoCAD的绘图功能,有效地提高了绘图效率和智能化程度。使用此方法用户还可进一步扩充绘图补丁的功能,或开发出满足自己工作需要的其它功能,从而使AutoCAD的应用更加得心应手,把AutoCAD由一个通用的绘图设计软件变成能够满足自身特殊需要的专业绘图设计软件。

参考文献:

- [1] 范凤强. AutoCAD2004完全实例手册.北京:电子工业出版社,2004.4.
- [2] 王钰编.用VBA开发AutoCAD2000应用程序.北京:人民邮电出版社,1999.10.
- [3] 李凤华. AutoCAD2002/2000 VBA开发指南.北京:清华大学出版社,2001.4.
- [4] 张帆,郑立楷,王华杰. AutoCAD VBA开发精彩实例教程.北京:清华大学出版社,2004.1.
- [5] 郑玲利.基于AutoCAD VBA的绘图补丁程序.上海:机电一体化,2004.7 P23-26.
- [6] 郑玲利,罗翔.基于VBA的尺寸公差快速标注的开发程序.沈阳:机械设计与制造,2005.5 P67-68.

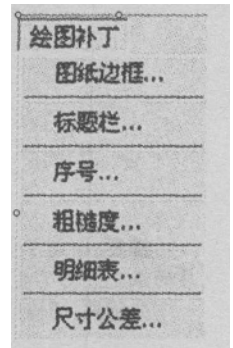


图5 窗口菜单

之间存在着差异。该理论认为消费股利是一种标准程序,所以投资者偏好股利是因为遵守这一标准程序可以减少责任以及责任相伴的遗憾。这些理论与Gordon的在手之鸟理论有类同之处,但是Gordon的理论是基于未来股利的不确定性,而Shefrin和Statman的理论是基于偏好消费股利而非资本利得的投资者。Kahneman和Tversky(1979)提出了期望理论来解释股利问题。公司股利政策受到了投资者对管理层决策未来绩效的预期的影响。Baker和Wurgler(2002)在市场时机理论的基础上构建了迎合理论(管理者倾向于去迎合投资者的需求)来解释公司倾向发放股利的问题。

MM理论为股利问题研究提供了统一的平台,各理论是在放松了不同的假定下对股利问题的探索研究。税差理论和追随者效应是考虑税赋的存在;信号传递理论和代理理论是对信息完美假定的放松,其中前者是考虑到存在事前的信息不对称(逆向选择),后者是考虑到存在事后的信息不对称(道德风险);而行为金融理论是对理性经济人假定的放松。尽管各类理论都独立的集中研究了某种市场不完美性对投资者偏好的影响,但是影响投资者偏好的因素众多,而且各个资本市场中所面对的主要因素可能也都不尽相同,股利政策问题也许存在于它们之间复杂的相互作用,所以很难用任何孤立的理论来解释清楚股利问题。