

学校编码: 10384
学号: 17620081151421

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

盈利不分配政策损害公司价值了吗?
——基于我国 A 股上市公司的实证研究

**Does the Policy of Having Profit without Dividend Damage
the Company's Value?**
An Empirical Research Based on A-Share Market Listed Companies

金华

指导教师姓名: 李 常 青 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（教育部人文社科重点研究基地重大项目“上市公司财务信息披露质量研究”）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

自从上市公司发放股利与不发放股利对公司价值影响的研究争论以来，“究竟如何制定股利政策”一直是理论界和实务界不断探讨的话题；而到目前为止，虽然有很多经典的文章对股利政策的相关问题进行了比较详细的研究，但是“股利之谜”的问题仍没有得到解决，成为了公司财务的三大核心问题之一。

近几年我国上市公司数量迅速增加，但是在股利政策方面，我们发现不发放股利的公司始终占据着上市公司总数的一半左右；通过对这些不分配股利的公司进一步分析发现，它们中约 70% 的公司当年是有盈利的，也即出现一种现象——公司当年盈利却不发放股利。对于盈利不分配的这种现象，在我们学术派和实务派中分为两大阵营——支持盈利不分配政策和反对盈利不分配政策，而它们各自的解释似乎都有一定的道理，难分伯仲。其实对于两派的争论，只需弄清楚一个核心问题——盈利不发放股利是否损害了公司价值呢？如果对这个问题有了明确的答案，那么就便于分清孰对孰错了。

本文围绕“盈利不发放股利的行为是否损害了公司的价值”这一问题，分别选取盈利分发股利公司和盈利不分发公司作为样本，从投资者收益和企业财务绩效两个角度来考察盈利不发放股利政策与公司价值之间的关系；我们发现盈利不分配股利的公司收益率更低、各项与收益相关的财务绩效指标都有不同程度的下降，而费用指标却在上升，同时还发现其中 1/3 的公司存在过度投资的行为，进而我们得出盈利不发放股利确实损害了公司价值。进一步地，本文对这些盈利不发放股利公司损害公司价值的可能原因与途径进行了探讨，发现它们可能是由于企业过度投资行为以及存在管理层提高私利（增加管理费用）的途径来损害了公司的价值；最后针对公司过度投资的情况，本文又提出了解决措施，即是通过分发现金股利来缓解过度投资行为，避免进一步损害公司的价值。

关键词：盈利不分红；公司价值；过度投资

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Since the arguing about that the listed companies whether paying dividends or not has some relationship with the value of companies, how to determine the dividend policies is always the theorists and practitioners' hot topic. But so far as I know, although there are so many classic articles which have made a very detailed study on dividend policy, the "dividend puzzle" is still not resolved, which has become the one of the top three financial core issues.

In recent years, there is a rapid increase in the number of listed companies in China, but we found that the number of companies which have not distributed cash dividends occupied about half of the total number of the listed companies. After a further analysis about these companies who do not distribute any cash dividends, there are more than 70% of them are profitable companies, which means they don't pay dividend even when they have profit, we call this special phenomenon as "paying no dividend even have profit". Theorists and practitioners have different views on this phenomenon, someone support it, but the others against. The reason why they support or against in some way are making sense, and it's very hard to determine. Actually, the core point of what they argue for is paying no dividend when having profit whether damage the value of the company or not? If we got the answer and could solve this problem.

The purpose of this paper is want to solve the issue of company who has profit but does not pay any dividend whether damage the value of the company or not. Firstly, both the companies which pay dividend or not when they have profit were selected as the samples; then from the investors' yields and companies' financial performance respectively to prove whether paying no dividend when having profit damage the value of the companies or not. We found that the company who paying no dividend when having profits, has lower yields, various financial performance indicators related to income has decreased in varying degrees, and cost indicators are

on the rise. We also found that 1/3 of the companies have over-investment behavior, then we have come to the result that the company who has profit but does not pay any dividend really damage the value of the company. After getting the positive answer, the paper further discussed how these companies damaged the value; and found that may be due to the existence of over-investment and increase of management fee by manager to damage the value of the companies. Finally, the paper also put forward solutions for over-investment, that is paying cash dividend could ease the over-investment behavior and avoid further damage to the companies' value.

Key words: Paying No Dividend When Having Profit; The Value of Company; Over-Investment

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 研究问题的提出	4
第三节 研究思路与框架	5
第二章 文献综述	8
第一节 公司盈利不分配方面的文献	8
第二节 股利政策对企业价值影响方面的文献	12
第三节 现金股利与过度投资方面的文献	14
第四节 研究假设的提出	16
第三章 研究设计	22
第一节 相关概念的界定	22
第二节 样本选择和数据来源	24
第三节 变量定义	25
第四节 研究模型	27
第四章 实证结果与分析	31
第一节 投资者收益模型	31
第二节 企业财务绩效结果	36
第三节 预期合理投资回归模型	42
第四节 预测股利回归模型	44
第五节 自由现金流与过度投资的回归模型	45
第六节 管理费用率比较结果	47
第五章 研究结论与展望	49
第一节 研究结论	49
第二节 政策建议	50
第三节 不足之处与今后研究方向	52

参 考 文 献..... 53

致 谢..... 57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter1 Introduction	1
Section1 Research Background and Implications	1
Section2 Presenting the Research Questions	4
Section3 Research Method and Framework	5
Chapter2 Literature Review and Research Hypothesis	8
Section1 Literature about Paying No Dividend When Have Profit.....	8
Section2 Literature about the Impact of Dividend Policy on the Company's Value	12
Section3 Literature about Cash Dividend and Over-Investment	14
Section4 Presenting the Research Hypothesis	16
Chapter3 Research Design	22
Section1 Content Definitions	22
Section2 Data Selecting and Sample Resource	24
Section3 Variables Definition and Models Design.....	25
Section4 Research Models	27
Chapter4 Empirical Results and Analysis	31
Section1 Model of Investors' Yields	31
Section2 The Result of Company's Financial Performance	36
Section3 Model of Expected Reasonable Investment.....	42
Section4 The Regression Model of Forecasting Cash Dividend	44
Section5 The Regression Model of FCF and Over-Investment	45
Section6 The Result of Management Expense Ratio Comparison.....	47
Chapter5 Conclusions and Future Research	49
Section1 Research Conclusions	49
Section2 Policy Suggestions	50

Section3 Research Limitations and Future Research	52
Reference	53
Acknowledgements	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

图表目录

表 1.1: 2003-2009 年未分配公司数量及比重情况	1
表 1.2: 2003 年—2009 年平均每股分发股利情况	2
图 1.1: 研究思路图	6
图 1.2: 本文研究框架	7
表 2.1: 本文研究假设一览表	21
表 3.1: 预期合理投资模型变量表	26
表 3.2: 预测股利模型变量表	27
图 4.1: 盈利分发股利与盈利不分发股利累计超额收益率情况	35
图 4.2: 盈利不分发股利公司盈利能力指标之一	37
图 4.3: 盈利不分发股利公司盈利能力指标之二	38
图 4.4: 盈利不分发股利公司股东获利能力指标	39
图 4.5: 盈利不分发股利公司发展能力指标	40
图 4.6: 主成分分析中第一成分 F1 值	41
表 4.1: 盈利不分配与盈利分配平均股价对比统计量	31
表 4.2: 盈利不分配与盈利分配平均收益率对比统计量	33
表 4.3: 盈利不分配与盈利分配超额平均收益率对比统计量	34
表 4.4: 盈利不分发股利企业财务绩效指标情况	36
表 4.5: 财务绩效指标相关系数	40
表 4.6: 主成分指标取值结果	41
表 4.7: 预期合理投资各变量相关系数	42
表 4.8: 预期合理投资的回归结果	43
表 4.9: 预测股利模型回归结果	44
表 4.10: 描述性统计结果	45
表 4.11: 相关系数结果	45
表 4.12: 自由现金流与过度投资回归结果	46
表 4.13: 盈利不分配与盈利分配平均股价对比统计量	47
表 4.14: 本文研究假设论证结果汇总表	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景和意义

自从上市公司发放股利与不发放股利对公司价值影响的研究争论以来,“究竟如何制定股利政策”一直是理论界和实务界不断探讨的话题,到目前为止,虽然有很多经典的文章对股利政策的相关问题进行了比较详细的研究,但是“股利之谜”的问题仍没有得到解决,成为了公司财务的三大核心问题之一。

我国 A 股上市公司经过多年的发展,数量迅速增加,但在股利政策方面,我们发现不发放股利的公司始终占据着上市公司总数的一半左右(表 1.1)。在 2003 年,我国 A 股上市公司有 1287 家,而这其中不分配股利的上市公司达到了 672 家,占 52.21%;到 2009 年,上市公司已经到达 1733 家,而这其中不分配股利的上市公司也达到 836 家,占 48.24%。同时笔者还发现一个非常有趣的现象,这些当年不分配的上市公司中,有将近七成的公司实际上都是盈利的公司。从表 1.1 可以看出,从 2003 年起,盈利不分配公司占不分配公司总数的比重一直维持在 70%左右。

表 1.1: 2003-2009 年未分配公司数量及比重情况

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
上市公司总数	1287	1387	1402	1465	1593	1659	1733
不分配公司数量	672	658	778	771	805	824	836
占上市公司比重	52.21%	47.44%	55.49%	52.63%	50.53%	49.67%	48.24%
盈利不分配数量	484	433	462	536	615	511	574
占不分配公司比重	72.02%	65.81%	59.38%	69.52%	76.40%	62.01%	68.66%

资料来源: CSMAR 数据库

鉴于目前不分配的公司依然占了半壁江山,国家证券有关部门开始进行积极的干预。2001 年 3 月证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》中就明确规定,“上市公司申请再融资,如其最近三年未有分红派息,且董事会对于不分配的理由未做出合理解释的,担任主承销商的证券公司应当对此重点关注并在尽职

调查报告中予以说明”。2006 年发布的《上市公司证券发行管理办法》规定，“上市公司发行新股须符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”。2008 年 8 月，证监会在征求意见稿中把 2006 年规定的：最近 3 年以现金或股票方式累计分配的利润，不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 20%提高到 30%。

对于一个健全的、成熟的市场来说，股东的收益应该更依赖于股利的分配而不是资本利得。对于盈利不分配的这种现象，学术派和实务派的看法大体可以分为两大阵营——支持盈利不分配和反对盈利不分配。

支持盈利不分配的人主要基于两个方面的理由。第一，当前我国上市公司分发的股利数额过少，与股价相比几乎微不足道。股东普遍认为，对于如今每股所分的股利一两毛钱相对于股价动辄几十元来讲是完全微不足道的，还不如当初投资的零头多。表 1.2 是中国上市公司 2003 年至 2009 年平均每股现金分红情况，从其中可以看到，7 年间平均每股股利基本都维持在 0.15 元左右，平均股利收益率介于 1%~2%之间，确实是微不足道。同时由于我国的上市公司往往存在大股东“一股独大”的这一特殊国情，如果采取盈利分红，大股东可能趁机大量套现甚至超额派现，合法合理拿走巨额现金；与其分发股利会给大股东套现的机会，还不如干脆期望不分发股利。第二，税收差异的影响。在我国目前的税务征收体制中，对于分发的现金股利要征收 20%的个人所得税，而对资本利得不征收任何税负，因此分发现金股利实际上是相当于对一笔收入进行重复征税，如果不分发就可以避免这部分税收。

表 1.2：2003 年——2009 年平均每股分发股利情况

年份(年)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
分发公司(家)	614	728	623	696	788	833	897
平均股利(元/股)	0.1403	0.1522	0.1483	0.1544	0.1614	0.1476	0.159
平均股利收益率	1.47%	1.71%	2.61%	2.09%	0.85%	1.02%	1.03%

资料来源：CSMAR 数据库

反对盈利不分配的观点可概括为——盈利未分发的多余现金流会加剧公司管理者与所有者之间的代理冲突，不利于增加公司价值。Jensen 早在 1986 年就

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库