

股权分置改革后大股东利用现金股利 进行利益输送的实证分析

李映照(教授) 李亚培

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】 本文以股权分置改革的完成为背景,选择现金股利政策为主要研究对象,分析股权分置改革完成后是否还存在大股东利用现金股利进行利益输送的行为。结果显示,股权分置改革完成后上市公司大股东仍然依靠控股优势通过派发现金股利侵占中小股东的利益,第二至第十大股东尚不能够对第一大股东形成有效的制衡。

【关键词】 现金股利 大股东利益输送 股权结构 股权分置改革

股利政策是公司经营的一项重要决策,也是现代公司财务管理中的一大难题。股利政策作为企业净利润对股东进行的分配,体现了企业发展与分配的权衡。利益输送是指企业的控制者从企业转移资产和利润到自己手中的各种合法的或者非法的行为,这种行为通常是对中小股东利益的侵犯。我国起始于2005年的股权分置改革至2006年底已经基本完成,随着股权分置改革的完成,存在于我国上市公司特殊的股权分置问题一定程度上得到解决,资本市场将逐步走向全流通。本文从股权结构的角度,分析股权分置改革完成后是否还存在控股股东通过现金股利从上市公司输送利益的行为或者这种行为是否有所缓解。

一、文献回顾

1. 国外相关研究。La Porta(2000)等率先在控股股东与小股东的代理理论框架内分析股利政策。他们在对由33个国家400家公司组成的样本进行了分析以后发现,对股东保护较好的普通法系国家,公司的股利支付率高于大陆法系国家。Shleifer和Vishny(1997)认为当大股东对上市公司的控制权力越大而且控制权与现金流也趋于一致时,大股东实现自己利益的成本也越小,他们会选择实现利益受法律保护的方式,高派现就是这样的一种方式。Lee、Chi-Wen Jevons和Xing Xiao(2002)从控股股东利益侵占角度对我国上市公司的现金股利进行的研究表明,当上市公司股权集中度很高时,派现成了控股股东掏空的一种手段。

2. 国内相关研究。皮海洲(2004)认为强制上市公司现金分红的做法对于改善流通股股东的投资回报意义不大,现金分红的真正受益者是以大股东为代表的非流通股股东。唐跃军和谢乃明(2006)从公司治理的角度进行了实证研究,实证结果显示各类非流通股和流通股股东的持股比例、持股类型以及他们之间的监督制衡作用对派发现金股利而产生的利益侵占存在严重影响。赵霞(2007)运用股利政策基础理论,并结合股权分置改革前后中国上市公司股权结构的现实情况,认为原来的中小流通股股东仍较重视资本利得,而且现金股利

可能成为大股东转移资金的方式。党红(2008)通过对股权分置改革前后影响现金股利水平的公司治理变量的研究表明,我国上市公司的现金股利尚未呈现出全流通资本市场上作为降低控股股东与中小股东代理成本工具的现金股利政策应有的特征,突出表现在股权分置改革前后影响上市公司现金股利支付水平的股权结构变量并未发生变化。

本文在借鉴以往研究的基础上,以股权分置改革完成为背景,并以股权分置改革对股权结构和公司治理产生影响为前提,分析股权分置改革对现金股利分配的影响,验证股权分置改革完成后是否依然存在着大股东利用现金股利进行利益输送的行为。笔者认为,在股权分置改革引起影响现金股利分配的外部市场和内部股权结构因素发生变化的前提下,研究此问题更具有一定的现实意义。

二、研究假设与研究设计

1. 研究假设。非流通股股东通过向流通股股东支付一定的对价而获得上市流通的权利,非流通股上市流通将会解决“同股同权不同价”的难题,理论上将会解决股权分割的问题。在这种情况下,上市公司发放现金股利将不会造成各种投资者收益率不同的状况,由于投资成本会逐渐趋于一致,不同股东也将不会对不同的股利形式存在偏好。然而目前仍有一部分非流通股处在限售阶段,上市公司大股东在股权不能全部实质流通之前可能会继续通过派现的方式进行“利益输送”。因此本文提出假设1:控股股东的持股比例越高,则公司派发的现金股利越多。

控股股东和其他大股东之间会出现两种情况:一种是利益趋同;另外一种则是利益侵占。如果其他大股东具有监督作用,按照利益攫取假设,其他大股东持股比例越高,派发的现金股利就会越少。但是,如果第二至第十大股东与第一大股东出现了利益趋同,这些股东会与控股股东合谋来损害其他股东的利益。本文提出假设2:如果其他大股东能够对第一大股东起到有效的制衡作用,那么其他大股东的持股比例之和与现金股利的发放存在负相关关系。

朱明秀(2005)的研究显示现金股利与流通股比例负相关。周晓苏和朱德胜(2006)从不同性质的股东收益角度出发,说明流通股股东为了避免自身利益受到非流通股股东的侵占,会对非流通股股东的利益输送行为形成一定程度的制约。股权分置改革完成后,越来越多的流通股出现在市场上,那么流通股的利益取向是否会有所改变而欢迎现金股利这种分红政策呢?本文提出假设3:如果尚存在大股东通过现金股利进行利益输送的行为,股东会抵制派发现金股利,即流通股比例与派发现金股利的水平呈负相关关系。

2. 变量选取。根据上一部分的理论假设,本文选择了如下变量来验证假设,如表1所示:

表1 变量设计表

变量	指标及描述
被解释变量	派现水平(DIV) 每股现金股利
解释变量	股权集中度(H1) 第一大股东持股比例
	股权制衡度(Z) 第二至第十大股东持股比例
	股权流通性(TRA) 流通股比例(流通股股数/所有股数)
控制变量	公司盈利(F1) 每股收益或者净资产收益率
	资本结构(F2) 资产负债率
	公司规模(F3) 公司股本规模(公司股本取对数)
	成长性(F4) 每股营业收入年增长率
	现金流(F5) 每股经营现金净流量

3. 选取样本和变量的描述性统计。本文主要研究我国上市公司股权结构对股利政策及资金占用的影响。本文所选取的样本是2008年已经完成股权分置改革的沪深A股上市公司。剔除了金融类、*ST和ST类、被出具保留意见或否定意见审计报告、所有数据不全以及出现极端值的上市公司。符合条件的样本共1151个,其中派现的公司有609家,不派现的公司542家。本文研究的数据来源于国泰安数据库和聚源数据库。本文利用Excel软件对数据进行了简单的加工,样本的描述性统计和回归分析等利用SPSS16.0完成。

以下部分我们将对研究样本的变量进行描述性统计,为了更加清楚地了解实施现金股利分配公司的特征与不分配现金股利公司的特征,我们将派现公司和不派现公司样本分为两组进行描述性统计,如表2、表3所示:

表2 派现公司样本变量的描述性统计

	平均值	最大值	最小值	标准差
现金股利	1.344	16.72	0.040	1.573
H1	0.387	0.822	0.065	0.154
Z	0.176	0.588	0.009	0.119
流通股比例	0.600	1	0.045	0.211
每股收益	0.451	6.280	-0.310	0.549
资产负债率	0.482	0.957	0.018	0.177
股本规模	11.08	15.975	8.679	0.907
每股营业收入增长率	0.036	3.728	-0.887	0.408
每股经营现金流量	0.615	25.40	-4.310	1.442
观察样本	609			

表3 不派现公司样本变量的描述性统计

	平均值	最大值	最小值	标准差
H1	0.337	0.852	0.044	0.123
Z	0.157	0.591	0	0.093
流通股比例	0.626	1	0.025	0.158
每股收益	0.001	1.800	-2.220	0.217
资产负债率	0.535	1.359	0.000	0.154
股本规模	10.443	13.554	8.585	0.561
每股营业收入增长率	0.054	5.732	-0.950	0.307
每股经营现金流量	0.234	4.120	-4.100	0.391
观察样本	542			

从表2中可看出,每十股派发现金股利的平均值为1.344,而最大值为16.72,最小值仅为0.04,这说明实施派现的上市公司分派现金股利的水平差异很大。第一大股东持股比例均值为0.387,说明第一大股东的控制力较强,而且不同企业间股权集中度相差不大,标准差最大值为0.822,最小值为0.064,说明我国大多数企业的股权集中度仍然较高。第二至第十大股东对第一大股东的制衡度平均值为0.176,可见第二至第十大股东对第一大股东的制衡能力不强。这些样本公司的描述性数据呈现出整体上市公司股权结构在股权分置改革后一致的变化特征,即我国上市公司的股权仍然比较集中,但是随着股权分置改革的完成股权逐步分散化发展。

另外,在表3中,从股权特征来看,未进行派现的公司的H1、Z的均值比进行派现的公司要小,而流通股比例相比要大一些,这在一定程度上说明股权集中更有可能导致派现。从其他控制变量来看,未派现公司的每股收益、股本规模、每股经营现金流量的均值要比派现公司的相应变量均值小,而资产负债率、每股营业收入增长率要比派现公司的相应变量均值大,这些比较在一定程度上说明了实施现金股利政策的原因所在。

三、实证检验及结果分析

1. 相关性分析和回归结果。在模型建立之前,先对变量之间进行相关性分析,相关性分析是为了避免回归模型中解释变量之间出现多重共线性的情况,以分析解释变量与被解释变量之间的相关性是否很强,以及各解释变量之间是否存在高度相关的情况。

据表4中的相关系数显示,第一大股东持股比例与流通股比例之间的相关系数为-0.501,这个较高的相关系数均通过1%水平上的显著性检验。所以为了避免股权结构之间的多重共线性,我们分别第一大股东持股比例和流通股比例建立回归模型进行分析。

$$\text{模型一: } y = a + bH1 + \sum c_i f_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{模型二: } y = a + bTRA + \sum c_i f_i + \varepsilon \quad (2)$$

模型一是关于第一大股东持股比例与现金股利支付水平相关关系的回归模型,模型二是关于流通股比例与现金股利支付水平相关关系的回归模型。表5列示了根据各模型进行回归所得出的结果。

表4 相关系数表

	DIV	H1	Z	TRA	F1	F2	F3	F4	F5
DIV	1								
H1	0.309***	1							
Z	0.127***	-0.485***	1						
TRA	-0.137***	-0.501***	-0.042	1					
F1	0.637***	0.103**	0.125***	-0.108*	1				
F2	-0.155***	0.036	-0.099	-0.018	0.046	1			
F3	0.025	0.287***	-0.080	-0.213*	0.012	0.084	1		
F4	0.130***	0.139***	-0.020	-0.152*	0.218**	0.085	-0.047	1	
F5	0.243***	0.076	0.054	0.065	0.429***	0.096	-0.009	0.148	1

注:***、**、*分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

表5 多元线性回归结果

模型一回归结果				模型二回归结果			
	系数	t	Sig.		系数	t	Sig.
Constant	0.362	0.603	0.546	Constant	0.935	1.409	0.159
H1	0.906	2.350	0.019	TRA	-0.469	-1.955	0.051
Z	1.086	2.281	0.023	Z	0.480	1.164	0.245
F1	1.781	17.582	0.000	F1	1.800	17.867	0.000
F2	-1.070	-3.811	0.000	F2	-1.078	-3.836	0.000
F3	0.016	0.057	0.782	F3	0.030	0.547	0.585
F4	-0.007	-0.058	0.954	F4	-0.005	-0.041	0.967
F5	-0.026	-0.678	0.498	F5	-0.023	-0.611	0.542
F	64.539			F	64.117		
Sig.	0.000			Sig.	0.000		
修正R ²	0.422			修正R ²	0.421		

从表5股权结构与现金股利分配初步回归分析结果来看,F值均在60以上,这说明回归模型在一定显著性水平上整体上是合理的。调整后的R²在0.4以上,表明样本回归方程与全部数据拟合较好。现金股利支付水平与各变量之间的回归分析结果:模型一的回归结果显示第一大股东持股比例对现金股利支付水平的影响是正向的,在5%的水平上显著;模型二的回归结果则表明了流通股比例与现金股利支付水平是负相关的关系,显著性水平为10%。

2. 回归结果分析。上市公司的现金股利支付水平与大股东持股比例高度正相关,符合本文的假设1。大股东这种很强的现金股利偏好一方面可能是由于虽然已经完成了股权分置改革,但仍有一部分非流通股处于限售阶段而使得大股东的股权并不能完全流通,因此我国上市公司中的第一大股东仍然无法通过二级市场上的股票流通获得资本利得的收益,为了满足其现金需要,只能寻求公司发放现金股利作为补偿。模型二的回归结果表明在股权分置改革完成的2008年里,流通股比例仍然没有表现出对现金股利的偏好。这一点说明广大流通股股东仍然认为派发现金股利是大股东对其利益的侵占,因此他们选择了不欢迎派现这种态度。代表第二至第十大股东持股制衡能力的指标Z的系数为正,但不是很显著。表明在股权集中的我国上市公司中,占据了大部分股权的前十大股东和第一大股东一样,都存在

对现金股利的偏好,持股比例越高,发放的现金股利也就越多。

最后从表5中可以看到:控制变量每股收益与每股现金股利显著正相关,说明盈利能力越高,股利支付额越大,盈利是分配现金股利的基础;从信号传递理论来看,每股收益与每股现金股利正相关,在一定程度上向投资者传达了公司盈利状况的信息,这些结论与国内外以往的研究结论基本相同。资产负债率与每股现金股利显著负相关,说明资产负债率越高,派现水平越低;公司的股本规模对现金股利支付水平是正向的影响但是并不显著,这说明规模大的公司更倾向于采用现金股利政策。衡量公司增长能力的每股营业收入增长率、每股经营现金流量对现金股利支付水平的影响都不显著。

四、研究结论

从实证分析结果来看,股权分置改革完成后上市公司仍然依靠控股优势通过派发现金股利对中小股东的利益进行侵占,第二至第十大股东尚不能够对第一大股东形成有效的制衡作用,出于维护自身利益的考虑,这些股东还会和第一大股东一起侵占和掠夺中小股东的财富。本文所提供的证据表明流通股比例与现金股利的支付之间存在显著的负相关关系,说明在股权分置改革完成后的2008年里流通股股东仍然不欢迎现金股利,可见上市公司的股利政策仍然具有侵占和掠夺中小股东利益的倾向,当然这也与我国资本市场上很强的投机性有关。一方面非流通股的可流通性实质上并未在股权分置改革完成后马上实现,这使得代表大股东利益的非流通股只能通过现金股利的方式获得收益的分享。另一方面,目前仍无有效的法律法规对此种利益侵占行为进行约束,加之经理人市场、公司控制权市场发展滞后,以及公司内部控制机制不能形成有效监督,从而无法有效阻止这种利益输送行为。

主要参考文献

1. La Porta, Rafael, Flowrencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics, 2000; 58
2. Lee, Chi-Wen Jevons, Xing Xiao. Cash Dividends and Shareholder Expropriation in China. Tsinghua University Working Paper, 2002
3. 李维安. 强制分红有利于投资功能的回归. 中国证券报, 2004-10-11
4. 皮海洲. 现金分红便宜了谁, 非流通股股东两都受益. 证券时报, 2004-11-08
5. 唐跃军, 谢乃明. 股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应——来自1999~2003年中国上市公司的证据. 中国工业经济, 2006; 2
6. 党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究. 会计研究, 2008; 6
7. 赵霞. 股权分置改革前后我国上市公司股利政策的变化. 北方经济, 2007; 2