

现金股利支付水平与 大股东侵占度的关系研究

刘孟晖 沈中华 余怒涛

(郑州大学商学院 郑州 450000 台湾大学管理学院 台北 10617 云南财经大学会计学院 昆明 650221)

【摘要】我国由于股权的分置,支付现金股利成为大股东利益侵占的主要形式。本文使用2005年我国上市公司的数据,检验了现金股利支付水平与大股东侵占度之间的关系,结果表明:大股东侵占度与现金股利支付水平显著正相关,大股东侵占度能够较好地反映上市公司的现金股利支付行为;国有大股东能够影响上市公司的现金股利支付水平,而其他大股东不能影响上市公司的现金股利支付水平。

【关键词】现金股利支付水平 大股东侵占度 稳健性

在西方金融理论中,现金股利在公司治理中具有重要的作用,众多研究结论也表明:现金股利能够缓解公司的代理问题。La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny(以下简称LLSV)指出:公司内部人与外部人之间存在代理问题,通过支付股利,内部人把公司收益分配给投资者,因此内部人就不能使用这些收益进行自利活动。针对现金股利的作用,LLSV提出了两种股利代理模型:结果模型与替代模型。LLSV的实证结果支持结果模型,其认为支付股利是投资者利益受到法律保护的结果,投资者利益得到较好保护的国家,其股利支付率也较高;投资者利益没有得到较好保护的国家,其股利支付率较低。

但是由于存在“同股同权不同价”的现象,LLSV的结果模型在我国股市可能并不成立。众所周知,我国投资者利益没有得到较好保护。长期以来,我国由于缺少健全的证券民事赔偿制度,中小投资者的权益仍然无法通过国家层面的治理机制得到切实、有效的保护。计小青与曹啸(2007)的研究也表明,无论是我国的“书面法律”还是“法律的执行”,对投资者利益的保护都是非常有限的。根据LLSV的结果模型,应当支付较少的现金股利,但实际上,我国进行派现的上市公司多于美国,而股利支付率也高于国际平均水平。我国公司的现金股利支付行为,既具有国外公司的普遍性,又具有独特的规律性。现有的国外股利理论很难合理解释我国公司的现金股利支付行为。

除了存在“Black Puzzle”,我国股市还存在“双峰之谜”和“信息内容之谜”,这就是Jevons Lee和Xiao(2003)提出的我国股市的“Three Puzzle”。这些谜团的出现与股权分置的现状密不可分:股权分置造成流通股与非流通股的股利支付率存在差异,持有非流通股的大股东往往会因为较高的股利支付率而侵占中小股东的利益。

陈信元等(2003)研究了佛山照明的案例,结果发现:支付较多的现金股利并不能提高公司价值,主要原因在于支付现

金股利可能是大股东转移资金的手段,并没有反映中小股东的利益与意愿。原红旗(2004)列举了武钢股份和承德露露的案例,得出现金股利派发得越多,公众股股东的利益被侵占得也就越多。吕长江和周县华(2005)研究了2001年管理层出台新政策后公司的股利分配动机,结果表明:降低代理成本假说和利益侵占假说都不同程度地发挥作用。袁振兴和杨淑娥(2006)指出,现金股利政策体现了控制权人的利益倾向,其可能成为公司控制权人利益侵占“隧道”的挖掘工具。我国存在着一种特殊的利益侵占“隧道”——非流通股股东对流通股股东利益侵占的“隧道”。

从大股东侵占的角度着手能够很好地解释我国上市公司的现金股利支付行为,但现有研究大多缺乏定量证据,没有进一步考察上市公司的现金股利支付水平与大股东侵占度的具体关系。本文主要选取相应变量,考察二者之间的具体关系。

一、变量的选取与描述性统计

1. 变量的选取。主要包括以下变量:

(1)现金股利变量与大股东侵占变量。为了避免单一变量所带来的测度偏差,本文采用一个绝对指标与一个相对指标来测量现金股利支付水平:①每股现金股利;②现金股利支付率。本文选用大股东侵占度作为大股东侵占变量。对于流通股而言,由于存在市场价格,其现金股利支付率(R_i)比较容易确定,计算公式为:

$$R_i = D/P_i \times 100\%$$

其中: D 为每股现金股利, P_i 为流通股市场价格。

但对于非流通股而言,由于没有完全市场化的数据,为我们的测度带来了困难。考虑到非流通股的转让价格通常是以净资产为基准,因此本文采用每股净资产作为衡量非流通股价格的标准。由此可以得到非流通股的现金股利支付率(R_n)的计算公式:

$$R_n = D/NAPS \times 100\%$$

其中, $NAPS$ 代表每股净资产。

一般情况下, P_i 和NAPS之间存在差异,因此 R_i 不等于 R_n 。为衡量 R_i 与 R_n 之间的差异,本文引入了一个新的指标——大股东侵占度(ED),其计算公式为:

$$ED=R_n-R_i$$

例如,2005年云天化(600096)每股派发现金股利1元,每股净资产为5.05元,市场价格为8.6元,则: $R_i=11.63\%$, $R_n=19.8\%$ 。从而可以得到: $ED=19.8\%-11.63\%=8.17\%$ 。

(2)控制变量与交叉效应变量。为了控制其他因素的影响,本文引入以下控制变量,即每股收益、公司规模、股票股利虚拟变量、上年现金股利虚拟变量、市场价值与账面价值比、财务杠杆系数、非流通股比重、两职合一虚拟变量以及独立董事比重。

同时,为了考察国有大股东的性质与其他大股东对上市公司现金股利支付水平的影响,本文还引入2个交叉效应变量:①国有股虚拟变量。根据La Porta等(1999)所提出的终极产权论,本文按终极控制者类型对样本公司进行分类,如果上市公司的终极控制者是国家,国有股虚拟变量的值为1,否则为0。②其他大股东虚拟变量。Faccio等(2001)的研究表明,欧洲国家公司的其他大股东遏制了控股大股东对小股东利益的侵占,而亚洲国家公司的其他大股东的选择是与控股大股东“串谋”。在国内外的研究文献中,其他大股东的存在成为衡量股权制衡、限制“一股独大”的重要特征。本文也是在终极控制者分类的基础上选取其他大股东虚拟变量,即除了终极控制者,如果存在其他持股比重大于5%的股东,其他大股东虚拟变量的值为1,否则为0。具体变量解释见表1。

2. 研究样本与描述性统计。本文选取2005年我国上市公司作为研究样本。2005年,深市和沪市共有A、B股上市公司1 381家,在剔除了B股公司、中小企业板公司、ST公司,以及每股收益指标为负、经营活动产生的现金流量净值小于零、缺乏完整数据且大股东侵占度小于零的公司后,得到360家公司作为研究样本。国有股虚拟变量是根据终极产权论,追溯终极所有者性质得到,数据从上市公司年报中获取。其他相关财务变量数据来自于CSMAR数据库。各变量的描述性统计结果如表2所示。

二、研究假设、回归模型与研究方法

1. 研究假设与回归模型。在我国股市,非流通股与流通股的股利支付率的差别越大,大股东侵占度就越大。相对于占用资金、关联交易、提供担保等大股东利益侵占形式,支付现金股利这种形式具有更大的隐蔽性,同时这种形式具有合法的外衣,激励了大股东转移资金。根据以上分析,本文提出以下假设:

假设1:大股东侵占度与现金股利支付水平正相关。

为了检验假设1,建立以下检验模型:

$$Y_i=\beta_0+\beta_1ED+\beta_2EPS+\beta_3Size+\beta_4Stock+\beta_5Div_{p-1}+\beta_6MBR+\beta_7Lever+\beta_8NNR+\beta_9DM+\beta_{10}IDR+\varepsilon \quad (1)$$

其中: Y_i 代表DPS和Div。

假设2:国有大股东对现金股利支付水平具有正向的激励作用。

表1 模型变量及其解释

变量名称	变量符号	变量解释	模型符号预测
A:现金股利(因)变量			
每股现金股利	DPS	每股现金股利的绝对值	无
现金股利支付率	Div	每股现金股利与每股收益之比	
B:大股东侵占(自)变量			
大股东侵占度	ED	非流通股与流通股的现金股利支付率之差	+
C:控制变量			
每股收益	EPS	净利润与普通股平均股数之比	+
公司规模	Size	公司总资产的自然对数	+
股票股利虚拟变量	Stock	如果上市公司当年支付股票股利或转增股本,其值为1,否则为0	-
上年现金股利虚拟变量	Div _{p-1}	如果上市公司上年支付现金股利,其值为1,否则为0	+
市场价值与账面价值比	MBR	市场价值/账面价值	-
财务杠杆系数	Lever	普通股每股收益变动率与息税前利润变动率之比	+
非流通股比重	NNR	非流通股股数/总股数	+
两职合一虚拟变量	DM	如果董事长与总理由一人兼任,其值为1,否则为0	?
独立董事比重	IDR	独立董事人数/董事总人数	?
D:交叉效应变量			
国有股虚拟变量	State	如果上市公司的终极控制者是国家,其值为1,否则为0	+
其他大股东虚拟变量	OT	如果存在其他持股比重大于5%的大股东,其值为1,否则为0	-

表2 描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	中位数	第一四分位数	第三四分位数
DPS	360	0.14	0.12	0.10	0.06	0.20
Div	360	0.53	0.41	0.46	0.28	0.68
ED	360	1.99	2.12	1.33	0.69	2.63
EPS	360	0.26	0.27	0.18	0.07	0.37
Size	360	21.50	0.95	21.40	20.82	22.05
Stock	360	0.14	0.35	0.00	0.00	0.00
Div _{p-1}	360	0.68	0.47	1.00	0.00	1.00
MBR	360	1.83	1.12	1.61	1.16	2.07
Lever	360	1.56	2.33	0.91	0.58	1.55
NNR	360	0.59	0.12	0.61	0.52	0.67
DM	360	0.11	0.31	0.00	0.00	0.00
IDR	360	0.35	0.04	0.33	0.33	0.36
State	360	1.25	0.44	1.00	0.00	1.00
OT	360	0.47	0.50	0.00	0.00	1.00

国有大股东对现金股利支付水平的影响通过大股东侵占度反映。为简单起见,假设这里存在一种线性关系,可以得到:

$$\beta_1=\alpha_0+\alpha_1State \quad (2)$$

把式(2)代入式(1)后进行相关处理,可以得到考虑交叉项的回归模型:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1'ED + \beta_2'ED \cdot State + \beta_3'EPS + \beta_4'Size + \beta_5'Stock + \beta_6'Div_{p-1} + \beta_7'MBR + \beta_8'Lever + \beta_9'NNR + \beta_{10}'DM + \beta_{11}'IDR + \gamma \quad (3)$$

假设3:其他大股东不能影响现金股利支付水平。

同样,考虑其他大股东的交叉影响,并假设存在一种线性关系,可以得到:

$$\beta_1 = \lambda_0 + \lambda_1 OT \quad (4)$$

把式(4)代入式(1)后进行相关处理,可以得到考虑交叉项的回归模型:

$$Y_i' = \beta_0'' + \beta_1''ED + \beta_2''ED \cdot OT + \beta_3''EPS + \beta_4''Size + \beta_5''Stock + \beta_6''Div_{p-1} + \beta_7''MBR + \beta_8''Lever + \beta_9''NNR + \beta_{10}'DM + \beta_{11}'IDR + \gamma \quad (5)$$

2. 研究方法。本文使用截面数据,在回归分析时经常会遇到异常值问题,这会导致最小二乘法(OLS)的无效。为了使结果更准确,在进行回归分析时,本文采用了以下方法:

(1)采用多变量而不是单一变量进行回归分析。在衡量现金股利支付水平时,本文采用了DPS和Div两个变量,就是为了避免采用单一变量测量造成的结果偏差。

表3

变量	模型(1)		模型(3)		模型(5)	
	DPS	Div	DPS	Div	DPS	Div
Constant	0.080 (1.108)	0.665 (1.205)	0.027 (0.381)	0.658 (1.189)	0.073 (0.977)	0.635 (1.135)
ED	0.041*** (8.407)	0.081*** (6.896)	0.061*** (9.107)	0.121*** (6.718)	0.040*** (6.497)	0.078*** (5.823)
ED·State			-0.016* (-1.841)	-0.044** (-2.360)		
ED·OT					0.003 (0.496)	0.013 (0.723)
EPS	0.231*** (8.458)	-0.460*** (-4.663)	0.215*** (8.607)	-0.467*** (-4.699)	0.230*** (8.373)	-0.465*** (-4.648)
Size	-0.001 (-0.168)	0.003 (0.124)	-0.002 (-0.690)	0.004 (0.164)	-0.001 (-0.086)	-0.004 (-0.171)
Stock	-0.015 (-1.375)	-0.043 (-0.999)	-0.007 (-0.761)	-0.043 (-1.011)	-0.014 (-1.338)	-0.041 (-0.956)
Div _{p-1}	0.020* (1.908)	-0.084 (-0.712)	0.023** (2.512)	-0.081 (-0.696)	0.020* (1.926)	-0.085 (-0.734)
MBR	-0.053*** (-7.149)	-0.127*** (-6.078)	-0.059*** (-7.877)	-0.127*** (-6.073)	-0.052*** (-7.092)	-0.127*** (-6.110)
Lever	0.003*** (2.651)	0.011*** (2.895)	0.003*** (2.722)	0.010*** (2.747)	0.003** (2.636)	0.011*** (2.872)
NNR	0.045 (1.471)	0.330* (1.963)	0.018 (0.653)	0.311* (1.854)	0.046 (1.498)	0.334** (1.962)
DM	0.010 (0.943)	0.015 (0.311)	0.018 (1.932)	0.015 (0.317)	0.010 (0.967)	0.016 (0.334)
IDR	0.146 (1.456)	0.170 (0.281)	0.146 (1.648)	0.178 (0.294)	0.150 (1.504)	0.189 (0.317)
N	360	360	360	360	360	360
Adj-R ²	0.730	0.248	0.782	0.253	0.731	0.249

注:表中括号内的为t统计量;***、**、*分别代表回归系数在1%、5%、10%的水平上显著。

(2)White(1980)异方差一致性估计。White(1980)提出了一种参数方差矩阵估计方法,即使线性回归模型存在异方差,这依然是一致性估计。由于只有独立变量是常数项,White的方法减少了OLS中的方差,可以基于OLS逐步得到正确的结果。在这种方法下,本文对回归系数进行了调整,也是为了使回归结果更准确。

(3)稳健性回归,又称为修正最小平方方法(LTS)。Knez和Ready(1997)对OLS与LTS进行比较得出:OLS对异常值很敏感,如果数据包含异常值,OLS的估计结果就会受到较大影响,稳健性不强;而LTS有较高的BP值,具有稳健性。

三、回归结果

运用上述研究方法,本文首先采用White(1980)异方差一致性估计方法,得到如表3的回归结果。

为了进行比较,同时给出了如表4的LTS回归结果。

由表3与表4的结果可知:无论采用哪一种估计方法,大股东侵占度均与现金股利支付水平显著正相关,假设1成立,表明无论是用绝对指标还是用相对指标,大股东侵占度都能够较好地反映上市公司的现金股利支付行为。两种估计方法下

表4

变量	模型(1)		模型(3)		模型(5)	
	DPS	Div	DPS	Div	DPS	Div
Constant	0.131** (2.277)	0.450* (1.914)	0.078 (0.888)	0.431* (1.829)	0.144** (2.568)	0.545** (2.328)
ED	0.047*** (25.717)	0.104*** (15.151)	0.055*** (11.226)	0.118** (8.981)	0.054*** (23.446)	0.110*** (12.749)
ED·State			-0.016*** (-3.205)	-0.023* (-1.717)		
ED·OT					-0.010*** (-3.447)	-0.003 (-0.254)
EPS	0.152*** (14.896)	-0.431*** (-10.18)	0.229*** (16.036)	-0.426*** (-9.949)	0.140*** (13.668)	-0.433*** (-10.21)
Size	0.001 (0.254)	0.009 (0.968)	-0.001 (-0.057)	0.006 (0.563)	0.001 (0.257)	0.005 (0.522)
Stock	-0.010* (-1.723)	-0.028 (-1.124)	-0.015 (-1.612)	-0.030 (-1.215)	-0.009 (-1.466)	-0.022 (-0.922)
Div _{p-1}	0.014* (1.780)	0.038 (1.185)	0.021* (1.833)	0.080** (2.439)	0.010 (1.323)	0.042 (1.302)
MBR	-0.046*** (-13.64)	-0.111*** (-8.336)	-0.053*** (-10.69)	-0.126*** (-8.898)	-0.051*** (-13.71)	-0.120*** (-9.068)
Lever	0.003*** (3.370)	0.019*** (4.976)	0.003** (2.382)	0.012*** (3.686)	0.004*** (3.711)	0.011*** (3.625)
NNR	0.031 (1.522)	0.075* (0.951)	0.038 (1.272)	0.171* (2.116)	0.031 (1.580)	0.135* (1.696)
DM	0.008 (1.133)	0.006 (0.202)	0.010 (0.926)	-0.001 (-0.052)	-0.006 (-0.831)	0.005 (0.178)
IDR	-0.008 (-0.143)	0.176 (0.807)	0.148 (1.815)	0.327 (1.383)	-0.012 (-0.229)	0.159 (0.723)
N	360	360	360	360	360	360
Adj-R ²	0.808	0.536	0.863	0.527	0.828	0.525

注:表中括号内的为t统计量;***、**、*分别代表回归系数在1%、5%、10%的水平上显著。

的结果有所差别,但这并不影响结果的准确性。

当考虑国有大股东的交叉项“ED·State”时,无论采用哪一种估计方法,大股东侵占度ED的系数依然显著为正,而“ED·State”的系数却显著为负,表明国有大股东能够影响上市公司的现金股利支付水平,假设2成立。国有大股东作为企业的终极所有者,并没有进行利益侵占的动机,这也从利益侵占的角度反映了国有大股东存在的积极作用。

当考虑其他大股东的交叉项“ED·OT”时,两种估计方法的结果有所差异,虽然ED的系数依然显著为正,但交叉项“ED·OT”的系数却不太显著,表明其他大股东不能影响现金股利支付水平,假设3成立。在西方金融理论中,股权制衡的一个重要标志就是存在其他大股东,其他大股东对控股大股东的行为具有监督作用,但本文的回归结果却表明股权制衡不“制衡”。很多公司名义上有几个大股东,但实际上这些大股东都受制于同一个终极所有者,并不存在真正意义上的“制衡”。

另外,从控制变量的系数来看,EPS、MBR、Lever与现金股利支付水平的关系显著,其中:MBR与Lever的实际符号与预测符号一致;EPS的实际符号与预测符号不完全一致,当Div作为因变量时,其符号为负。

模型中的其他变量与上市公司的现金股利支付水平之间的关系的显著性不强,没有得到准确的回归结果。其中,IDR与现金股利支付水平的关系不显著,表明了独立董事并不“独立”,且没有发挥其应有的作用。其实,这一点并不奇怪,仔细研究样本公司的数据可以发现:上市公司存在严重的独立董事“三分之一群聚现象”。在360家样本公司之中,有219家公司(约占样本公司的60.83%)的IDR刚好达到三分之一,有85家公司(约占样本公司的23.61%)的IDR在30%~40%之间。这一现象的存在与证监会发布的相关规定有关,表明了上市公司并不是根据公司治理需要设立独立董事,所以独立董事不“独立”也就不足为奇了。

四、结论

我国由于股权的分置,支付现金股利成为大股东利益侵占的主要形式。本文使用2005年我国上市公司的数据,检验了现金股利支付水平与大股东侵占度之间的关系,结果表明:大股东侵占度与现金股利支付水平显著正相关,大股东侵占度能够较好地反映上市公司的现金股利支付行为;国有大股东能够影响上市公司的现金股利支付水平,而其他大股东不能影响上市公司的现金股利支付水平。为了得到准确的回归结果,本文采用了多变量、White(1980)异方差一致性估计以及LTS等方法进行回归分析。

本文的研究虽然使用的是年度截面数据,但结论仍具有一定的意义,可以为上市公司改进公司治理提供启示。

第一,实现股权全流通。大股东利益侵占的根源在于股权分置,只要消除这种制度缺陷,实现股权全流通,就能消除这种现象,真正发挥现金股利在公司治理中的作用。

第二,完善股权制衡机制。真正意义上的股权制衡能够改善上市公司的治理结构,制约大股东利益侵占行为。但是在目前,许多上市公司股权制衡的条件仍不充分,还需要持续进行改进。

第三,健全独立董事制度。要发挥独立董事制度抑制大股东利益侵占行为的作用,一个重要的前提就是保持独立董事的“独立性”,割断独立董事与大股东之间的利益联系。同时,还需要清晰界定独立董事与监事之间的权限,避免二者功能重叠所造成的不作为现象。

主要参考文献

1. Easterbrook, F.H.. Two Agency - Cost Explanations of Dividends. American Economic Review, 1984; 74
2. Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, Y. L.. Dividends and Expropriation. American Economic Review, 2001; 91
3. La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer, Vishny. Agency Problems and Dividend Policies around the World. Journal of Finance, 2000; 55
4. 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究, 2004; 12
5. 计小青, 曹啸. 中国转轨时期的法律体系与投资者保护: 一个比较的视角. 科研管理, 2007; 3
6. 朱云, 吴文锋, 吴冲锋. 国际视角下的中国股利支付率和收益率分析. 中国软科学, 2004; 11
7. Black, F.. The Dividend Puzzle. Journal of Portfolio Management, 1976; 2
8. Jevons Lee, C., Xiao, X.. Cash Dividend in China: Liquidating, Expropriation and Earnings Management. SSRN Working Paper, 2003
9. 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究. 管理世界, 2003; 8
10. 原红旗. 中国上市公司股利政策研究. 北京: 中国财政经济出版社, 2004
11. 吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析. 南开管理评论, 2005; 3
12. 袁振兴, 杨淑娥. 现金股利政策: 控制权人挖掘利益侵占“隧道”的工具. 经济经纬, 2006; 6
13. La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer. Corporate Ownership around the World. Journal of Finance, 1999; 54
14. White, H.. A Heteroskedasticity - Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. Econometric, 1980; 48
15. Knez, P.J. Ready, M.J.. On the Robustness of Size and Book - to - Market in Cross - Sectional Regressions. The Journal of Finance, 1997; 52