

# 现金股利支付与投资者利益保护

董君 李若山(博士生导师)

(复旦大学管理学院 上海 200093)

**【摘要】** 本文对现金股利支付与投资者利益保护之间的关系进行了研究,并对目前存在的观点进行了介绍和评述,同时指出了该问题未来的研究方向。

**【关键词】** 现金股利支付 投资者利益保护 委托代理理论

我国上市公司的大股东具有强烈的派现偏好,这是近年来学者们发现的重要现象之一。随着大股东持股比例的提高,上市公司股利支付水平也显著提高。然而,对于大股东为什么偏好发放现金股利,以及现金股利支付与投资者利益保护之间的关系,目前存在着许多不同的观点。本文将对最具有代表性的几种观点进行介绍和评述,同时指出了该问题未来的研究方向。

## 一、现金股利支付有利于投资者利益保护的观念

目前,主要有自由现金流理论和委托代理理论这两种理论认为现金股利支付有利于投资者利益保护。

自由现金流理论认为,公司经理与股东的利益冲突主要表现在股利政策的选择上。经理控制的公司更倾向于较低支付率的股利政策,并将自由现金流投入到损害公司价值的项目中或者用于盲目扩大组织规模;股东控制的公司则更倾向于较高支付率的股利政策,并根据公司的成长性积极地调整股利政策。自由现金流理论预期:随着股东控制力的增强,公司流出更多的自由现金流,并选择更高支付率的股利政策。另外,股东控制的公司会具有更强的动机去捕捉成长性投资机会(通过降低股利支付率)以实现股东价值最大化。李增泉等(2004)认为,控股股东无论通过何种方式侵占上市公司的利益,上市公司是否有足够的现金通常是控股股东能否实现其控制权收益的重要前提,而是否派发现金股利则直接影响上市公司的现金流量。因此,现金股利的支付在一定程度上降低了中小投资者利益被控股股东侵占的可能性。

委托代理理论认为,股利支付可以解决公司经营者与股东之间的利益冲突。在股东无法对公司经营者直接进行控制时,支付股利成为了一种间接控制的手段。委托代理模型预测,如果监管比较弱(比如股权比较分散),那么支付的股利将会较多。

另外,我国存在着流通股和非流通股“同股不同价”的特定问题,许多关于“股利支付是否对所有股东公平”的研究均围绕这一问题展开。李增泉等(2004)认为,虽然由于购买成本不同,同股同权的现金股利分配方式确实会导致流通股股东和发起人股东具有不同的投资报酬率,但是初始投资成本的

不同并不意味着交易的不公允,因为发起人股东不仅承担了开办企业的风险,而且其股票的流通性也受到限制。因此,我们可以认为一旦投资者以公允的方式将资金投入企业,按照所有权比例分享公司的所有权益就是一种公允的分配方式。其实,在流通股股东将资金投入企业后,无论公司是否进行股利分配,流通股股东的利益分配都已经注定要以其持股比例而不是投入资本作为依据。在公司没有更好的投资机会的情况下,以同股同权的原则进行股利分配,只不过是投资者将其应得利益收回而已;相反,此时若公司不进行股利分配,流通股股东的权益则有可能被控股股东在以后以关联交易等方式转移出去。

根据上述观点,大股东主导下的现金股利支付有利于保护上市公司及全体股东的利益。在这种情况下,支付现金股利具有正面信息含量。而且,随着大股东持股比例的提高,大股东利用现金股利支付维护全体投资者利益的能力得到加强,因此有助于提高现金股利的信息含量。

## 二、现金股利支付不利于投资者利益保护的观念

“掏空”理论认为,公司的代理问题更多地表现为控股股东与中小股东之间的利益冲突。从控股股东的“掏空”动机来看,控股股东具有通过股利政策转移公司资源的倾向。“掏空”理论认为,控股股东会选择较高支付率的股利政策,并且不顾公司的成长性和投资机会(甚至将公司的投资机会也转移出去)。“掏空”理论预期:随着股东控制权的增大,公司会选择更高支付率的股利政策。

原红旗(1999)认为,在国有企业上市过程中,作为控股股东的母公司为上市公司注入了优质资产,而剩余的资产在维持母公司正常经营活动方面存在较大的压力。因此,上市公司的现金股利支付成为母公司解决其资金来源的重要方式。在这种情况下,即使上市公司存在有利的投资机会,出于自身的需要,母公司可能也要以支付现金股利的方式优先满足自身的需要。并且,控股比例越大,控股股东分配的动机越强。在这种情况下,控股股东要求上市公司分红可能并非基于公司良好的获利前景或是为了降低代理成本,而是为了满足其自身的利益需要。我国上市公司的控股股东多为国有性质,其考核

指标除了盈利能力指标,还包括其他一些社会责任指标。有学者研究发现,具有国有性质的政府部门、国资公司、集团公司、股份公司和工厂等,从上市公司获取的现金股利比较多。笔者认为,这种现象是因为这些股东作为国有资产的管理者,负责管理的不仅是一家上市公司,在其他国有资产效益低下的情况下,面对国有资产整体保值增值的考核压力,有从上市公司分配大量股利的强烈动机。在这种情况下,派发现金股利很可能会减弱上市公司的持续发展能力。

另外,吕长江和肖成民(2006)研究发现,我国上市公司支付现金股利有时不能成为对最终控制人利益侵占行为的制约,反而成为其进行利益侵占的一种方式。

阎大颖(2004)认为,近年来高派现和配股融资相互伴生的现象其实也源于我国上市公司股权流通性差异所造成的“同股不同价”。这是因为,在我国经济转型的特殊时期,外部环境的不确定性使决策者和公众一样对企业的经营前景没有十分清晰的预期。此时,股东关注的主要是当期的收益和成本,其决策模型近似地退化为单期。

在跨期决策的情形下,放弃配股权的收益是配股的发行价格,而潜在的机会成本是通过现金流贴现模型计算出的股票内在价值,大股东只有在预期股票内在价值低于配股价格时放弃配股权才是理性的选择。而当决策模型为单期时,大股东权衡的是配股发行价格与放弃配股权的当期机会成本即配股后的股权稀释成本。非流通股股东是以每股一元(或一元的净资产)的账面价值即股权稀释成本取得股票的,而配股发行价格虽然通常比股票市场价格低,但总是显著高于非流通股的账面价值,这意味着放弃配股权的当期机会成本总是低于其收益。而在配股后即实施派现,相当于非流通股股东侵占流通股股东的收益,是对公众股东利益更隐蔽也是更恶劣的“侵害”行为。

唐跃军和谢仍明(2006)研究发现,第一大股东持股比例和上市公司派发的现金股利显著正相关。这说明我国上市公司第一大股东(控股股东)的派现偏好因“同股同权不同价”的特殊现象而导致了现金股利的“隧道”效应,表明控股股东和小股东之间的确存在严重的利益冲突,利用小股东无法分享控制权,控股股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身的利益。他们认为,虽然支付现金股利可能并不是控股股东实施“隧道”行为的最佳选择,但是在其他从上市公司转移资源的方式受到越来越严格的市场监管和法律限制时,“同股同权不同价”所导致的超额报酬率就会激励控股股东通过派发现金股利的方式对中小股东的利益进行掠夺。

根据上述观点,支付现金股利常常是大股东从上市公司转移资源、侵害中小投资者利益的一种手段。在这种情况下,支付现金股利必然会降低上市公司的盈利能力或盈利质量。因此,支付现金股利会给上市公司带来负面影响。而且,随着持股比例的提高,大股东派现动机越强,现金股利正面信息含量越低。

### 三、对两种观点的评述及未来的研究方向

从以上两种观点看,争议点主要有两个:①按持股比例支

付现金股利是“同股同权”的表现还是“同股不同权”的表现;②大股东倾向于支付现金股利是否意味着大股东通过支付现金股利来侵占上市公司或中小股东的利益。

从我国上市公司组建的背景看,大股东(绝大多数为非流通股股东或是限制流通股股东)的初始投资成本与中小流通股股东的初始投资成本不同。为此,大股东让渡了其股份在公开市场自由交易的权利。从上市公司组建之日起,流通股股东或非流通股股东即对上述情况非常了解,在自愿平等的基础上建立的合约关系应该认为是公平的。因此笔者认为,不能因为初始投资成本不同而导致投资报酬率存在差异,就认为上市公司支付现金股利是大股东在侵占中小股东的利益。而这也并不意味着“同股同权”地进行分配就不存在大股东侵害中小股东利益的可能。问题的关键在于:①中小股东无法决定现金股利分配的时机和数量;②大股东与中小股东对股价变动的敏感程度不同,因为分配股利后公司盈利能力受到影响,大股东与中小股东的损失不同。不同类型的股东、不同的股权分布状况,会极大地影响上市公司的股利支付水平。不同的股东在支付股利的问题上有着不同的诉求,因此我们不能将支付股利看做是公平惠及所有股东的一种行为。由于股利支付大多反映的是控股股东的意志,因此控股股东在上市公司股利支付行为中可能获利最多。在我国目前的市场环境下,广大中小股东在股利支付方面很难得到满意的回报。因此,在按照持股比例分配现金股利这一公平形式下,是否所有投资者的利益均得到了保护,这是值得研究的一个问题。

另外,无论是认为现金股利支付有利于投资者利益保护,还是认为现金股利支付不利于投资者利益保护,这两种观点均是从大股东的派现倾向中得出。支持第一种观点的人认为,大股东派现倾向是大股东约束管理层行为、保护全体股东利益的结果;而赞成第二种观点的人认为,大股东是为了实现利益输送才要求上市公司派现。股权集中度越高、上市公司派现越多这一事实,可以用不同的理论加以解释。因此,要判断哪一种理论能够更好地反映真实情况,就不能只将研究范围局限在股权结构与股利支付的关系上,而是应当进行深入研究,分析大股东主导下的股利支付对上市公司经营业绩及市场表现带来了哪些影响。因此,现金股利支付与公司未来盈余表现、公司风险变化等的关系问题,都是未来值得研究的重要内容。通过实证数据对上述问题加以检验,将有助于我们深入理解现金股利支付与投资者利益保护之间的关系这一问题。

【注】本文受国家自然科学基金重点项目“投资者利益保护的评价理论与方法”(项目编号:70632002)资助。

### 主要参考文献

1. 李增泉,孙铮,任强.所有权安排与现金股利政策——来自我国上市公司的经验证据.《中国会计与财务研究》,2004;4
2. 唐跃军,谢仍明.大股东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.《南开经济研究》,2006;1
3. 吕长江,肖成民.民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究.《管理世界》,2006;10