

股权结构与股利政策的发展综述及展望

徐小惠

(北京理工大学管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 作为公司财务理论三大支柱之一的股利政策,一直是一个难解之谜。2006年,股权分置改革取得了阶段性的胜利,它解决了长期以来因“同股不同权”而带来的公司治理方面的诸多问题。国际上对股权结构主要从股权流通性、股权集中度、股权制衡度等方面进行探究,而我国关于股权结构与股利政策关系的实证研究主要集中在股权流通性上,研究表明:我国非流通股偏好现金股利,而流通股偏好股票股利。国外研究表明:股权集中度与股利支付水平负相关,而我国则相反。至于股权制衡度,欧洲与亚洲亦得出相反的结论。

关键词: 股权结构;股利政策;实证研究

中图分类号: F8 **文献标识码:** A **DOI:** 10.3772/j.issn.1009-8623.2009.04.014

股利是企业对股东投资的回报,同时也是企业的现金流出。股利分配不仅关系到股东的经济利益,而且关系到公司的未来发展。所以,长期以来,作为公司财务理论三大支柱之一的股利政策一直受到中西方国家财务理论界和实务界的高度关注。而我国特殊的股权结构——股权分置,又使得股利政策一直是一个难解之谜。2006年,中国资本市场的股权分置改革取得了阶段性的胜利。随着改革的深入,中国上市公司的股权结构从股权流通性、股权集中度、股权制衡度等方面都会发生一系列变化,进而影响上市公司股利分配行为。“中国股利之谜”能否解开,股权结构与股利政策的关系如何,都亟待进一步的探讨。目前,有关股利政策的综述大多集中在股利理论和股利政策与公司价值的实证研究两方面,而对股权结构与股利政策关系的总结分为以下几个方面。

一、股权流通性与股利政策的实证研究

股权流通性与股利政策的研究结果普遍体现为:非流通股持股比例与现金股利支付率正相关。我国关于股权结构与股利政策关系的实证研究主

要集中在股权流通性上。一方面,由于我国股权结构的分置特质,国家股和法人股不能上市流通;同时,因为持股的低廉成本和高股利收益率,所以,非流通的国家股东、法人股东均偏好现金股利;而流通股的投资成本远远高于非流通股,其所获取的股票股利可以上市交易,由此获取的资本利得远远大于分得的微不足道的现金股利,加之我国目前尚未开征资本利得税,现金股利却要缴纳“高额”的所得税,所以流通小股东偏好股票股利。另一方面,在中国上市公司中,国有股产权主体的缺位极易导致“内部人控制”状态的出现,国家与上市公司之间的双层代理矛盾导致代理成本增加以及逆向选择的可能性增大,所以需要较高的股利支付率来降低其代理成本。综上所述,在我国,非流通股持股比例与现金股利支付率正相关,而流通股则相反。历年来的相关实证研究支持这一结论。

李志彤、陈敏^[3]采用主成分分析和逐步回归分析法建立并检验上市公司股利分配模型,结果显示流通性因子与派现比例呈负相关关系,并且流通性越大,股利支付水平越低。

作者简介: 徐小惠 (1985-),女,北京理工大学管理与经济学院会计学硕士;研究方向:股权结构与现金股利政策。

收稿日期: 2009年1月21日

魏刚^[1]采用Logist多元回归模型分析上市公司股利分配和股权结构的关系,在提取1367个样本公司观察值之后,发现国家股比例和法人股比例越高,上市公司分配股利的概率越高;相反,国家股和法人股比例越低,上市公司分配股利的概率就越低。

韩慧博、吕长江^[4]引入Logist模型来预测股利分配倾向的高低,实验结果流通股比率与股利发放的概率成相反方向变动,流通股比例越高的公司,愈不倾向发放股利;反之,愈倾向于发放股利。

而胡国柳、黄景贵^[6]建立多元回归模型证明国有股在公司治理中扮演着消极的监管角色,加剧了内部人控制,国有股比例越高、企业的代理成本则越高,国有股比例与企业现金股利支付率之间存在正相关。

二、股权集中度与股利政策的实证研究

(一) 国外的研究

国外的研究证明为:股权集中度与股利支付率呈负相关。其相关文献主要从代理理论、信息传递理论出发,研究股权集中度与股利政策的关系,实证研究结果表明股权集中度与股利支付率呈负相关。

1. 代理理论的解释

(1)代理理论可以从两个层面进行分析。其一为股东和管理层之间的代理问题。根据代理理论,由于股权结构分散而导致的所有权与经营权的分离程度往往会影响到股利政策。公司股权结构的日益扩大,反而监督机制没有紧随其后,有监督管理人员经营动机的股东人数呈递减趋势。管理层过度投资的目的往往是从公司闲置现金流量中获得收益,其动机愈强,导致公司股东与管理层之间的代理成本愈大,股东希冀公司支付较高股利以传递管理者行为信息及降低代理成本的愿望就愈大。反言之,当大股东持股比重越大时,依靠发放现金股利来减少代理成本的必要性也就越小,表现为股权结构越集中,股利支付水平越低。

Rozeff^[12]选择64个行业的1000家公司,发现在1974-1980年股利支付比例与公司股权集中度呈

负相关,而且公司股权越分散,股利支付比例越高。

(2)内部股东和外部股东之间的代理问题。近年来的经验研究表明,存在控股股东(即内部大股东)的上市公司中,相应的代理问题并不是企业管理者与股东之间,而是控股股东与小股东(泛指外部股东)之间的利益冲突,股利政策表明了企业内部股东(包括控股大股东及其代理人——管理层)和外部股东之间的代理问题。

Ozkan和Mancinelli^[14]考察股权结构与股利政策的关系,以139家意大利上市公司为研究样本,得到结论:由于意大利上市公司股权结构高度集中,相关的代理问题主要产生于大股东和小股东的利益冲突。

Faccio^[13]等研究了欧洲和东亚地区的股利政策及掠夺现象。大量证据证明:半数西欧公司以及东亚商业集团不同程度地存在控制性大股东通过股利政策掠夺外部股东的情况。

LaPorta^[15]将股利的代理模型分为两类——结果模型和替代模型。结果模型认为:股利政策是内部股东与外部小股东之间代理冲突的结果。对于那些保护小股东权利相对较弱的国家,内部大股东与外部小股东之间的代理问题更加严重,企业的股利支付率低于投资者保护强的国家。而替代模型认为:较高的股利支付率可以起到缓和内部股东与外部小股东之间代理冲突的作用。只有当外部股东相信管理者将在未来支付股利,管理者才能继续保住其管理者职位,所以,管理者为了防止其控制权受到挑战,会主动支付股利给股东。

最近的实证研究结果支持结果模型而不支持替代模型,如LaPorta^[15]等通过对33个国家的4000家公司进行实证研究后发现,股东权利保护弱的国家,由于控股股东与外部股东之间的代理问题更严重,小股东的利益得不到有效保护,所以股利支付率低于投资者保护强的国家。Ozkan和Mancinelli^[14]的实证结果表明,股利支付率会随着大股东控制权的提升而降低,大股东之间的联盟使得非控制性大股东的监督力度有限。

2. 信息传递理论的解释

根据信息传递理论,股权集中度高的公司信息不对称程度较低,对股利传递信息的要求程度

也较低,所以一般倾向于低股利支付政策。例如:股东和管理者一致的家族拥有企业、受银行和产业集团控制其公司结构的大公司,其决策人集中而且各决策人之间的信息传递速度快捷可信,因而对股利传递信息的要求较低。这一观点可用以现实加以验证:由于银行、资本市场的股权结构分别集中和分散的特性,主要依赖于银行融资的德、日、韩等国公司倾向于低股利支付政策,而完全依靠资本市场融资的美、英、加拿大等国公司则倾向于采取高股利支付率政策。

Dewenter和Warther^[6]比较了日本和美国企业的股利政策,由于日本公司股权结构较集中,日本企业的信息不对称程度较美国的轻,日本企业集团取消或首发股利的频率比美国更频繁,在业绩不佳时会比美国企业更迅速地消减股利。美国企业宣布取消股利或首次发放股利时,股票价格比日本反应强烈。与美国相比,日本的股利政策特别是日本企业集团的股利政策的信息含量更少,股利支付水平较低。

(二) 国内的研究

我国的实证研究结果与国外恰恰相反,股权集中度与股利支付率正相关。由于我国“股权分置”和“一股独大”的特殊股权结构,使得我国上市公司的代理问题更多地表现为非流通大股东和流通小股东之间的代理冲突。实证研究表明我国上市公司股利政策符合结果模型,但表现形式相反。根据LaPorta等提出的结果模型,控制了股利支付政策的内部股东与外部小股东之间的代理冲突表现为较低的股利支付率。但在我国,由于“同股同权不同价”,导致了强烈的现金股利“隧道效应”,加之关联交易日益受到证券市场的监管,非流通控股股东有很强的利用现金股利转移上市公司利润的动机,表现为股权集中度与股利支付率呈正相关。

原红旗^[7]对深圳证券交易所1994-1997年除金融概念股外的上市公司股利分配方案分年度进行了横截面分析,发现控股股东存在从上市公司转移现金的动机,控股比例越大,以现金股利转移资金的可能性越大。

余明桂、夏新平^[8]通过对中国732家上市公司1998~2002年的股利分配数据进行实证分析,结

果发现有控股股东的企业,其股利支付率显著高于没有控股股东的企业。

胡国柳、黄景贵^[9]通过多元回归分析证明在中国上市公司中存在大股东与管理者共谋(内部股东),对外部股东实施侵占的情形,股权集中度与企业现金股利支付率之间存在显著的正相关关系。

唐跃军、谢仍明^[9]以及唐清泉、罗党论^[9]通过回归分析证明第一大股东持股比例与现金股利呈明显的正相关关系,我国上市公司第一大股东(控股股东)偏好现金股利的“隧道效应”,或者说“利益输送”。

三、股权制衡度与股利政策的实证研究

公司治理理论认为,制衡的股权结构有利于缓解大小股东之间的代理冲突,占控制地位的大股东之间的谈判有可能防止一些损害小股东的利益但增加控制者私人收益的决策,有利于遏制现金股利的“暗箱操作”,从而减小大股东操控低股利政策对小股东的侵害。

陈洪涛、黄国良^[9]采用多元线性回归和二次函数非线性回归两种实证分析方法,考察2001-2003年上市公司股权结构对现金股利政策的影响,结果表明:当大股东持股比例不足以对公司利润分配方式产生的影响时(持股率小于32.76%),中小股东有一定的约束作用,公司更倾向于低派现或不派现;当大股东持股比例大于32.76%时,中小股东的约束显得微不足道,随着股权的集中,大股东利用现金股利转移现金的可能性就越大。现金股利支付率会随着第二大股东持股比例的增加而减少,表明当以第二大股东为代表的中小股东持股比例增加时,中小股东对第一大股东的监督和约束力增强。多个大股东的存在一方面有利于抑制内部股东对外部股东的掠夺,股利支付率较高;而另一方面多个大股东也会合谋掠夺外部股东,支付较低股利甚至不支付股利。

余明桂、夏新平^[8]通过对732家上市公司的实证检验发现,控股股东和非流通股股东的持股比例越大,股利支付率越高,意味着控股股东与其他非流通股股东可能串通起来通过控制企业的股利政策转移企业资源,侵害小股东利益。

唐跃军、谢仍明^[9]对1999-2003年中国上市

公司的数据进行分析表明我国第四、第五大股东倾向于依附控股股东或与其结盟，第四、第五大股东持股比例之和以及第四、第五大股东对前三大股东的制衡度越高，现金股利支付水平越高。第二大股东持股比例和现金股利之间不存在线性关系，表明拥有较强监督制衡能力的第二大股东未能通过对第一大股东进行有效监督来减少现金股利的“暗箱操作”。

Faccio^[13]，Lang和Young发现，欧洲企业的股利支付率高于东亚企业。当存在多个大股东时，欧洲企业的股利支付率较高，而亚洲企业则较低，这说明在欧洲企业中，多个大股东同时存在有利于抑制内部人对外部投资者的掠夺，而在亚洲企业中，多个大股东则会合谋掠夺外部投资者，支付较低的股利甚至不支付股利。研究表明，我国大股东之间的制衡有利于降低现金股利的“隧道效应”，但影响较弱，第二、第三大股东不能有效地对大股东利用现金股利转移利润的行为进行监督。大股东有合谋掠夺外部股东的倾向。

四、展望

综上所述，不同背景、不同市场、不同制度下的国家对股权结构与股利政策关系的实证研究尚未达成一致性结论，且多从股权结构的某一方面入手，缺乏对股权结构三大要素的相关关系及其对股利政策影响的系统性的研究。

对于股权流通性与股利政策关系的实证研究主要集中在中国这一特殊的资本市场，采用的多是股权分置下的样本，而今股权分置改革已进入收官阶段，对全流通下的研究亟待深入。由于我国不同于西方国家的特殊股权结构，国内外对股权集中度与股利政策关系的实证研究得出了相反的结论，全流通后，我国的股利政策会产生何种效应，或者与西方发达资本市场是否会趋同，最终是否会达到一致的结论还值得进一步探讨。国外的研究文献近年来开始从股权制衡度的角度探讨股利政策，但单独就持股比例进行研究的较多，涉及大股东控制力和制衡关系的研究较少。国内在这方面的研究才刚刚起步，在研究体系的各个

方面都有待完善。

参考文献：

- [1] 魏刚.我国上市公司股利分配的实证研究 [J]. 经济研究, 1998 (6) :3037.
- [2] 陈国辉,赵春光.上市公司选择股利政策动因的实证研究 [J]. 财经问题研究,2000 (5) .
- [3] 李志彤,陈敏.我国上市公司股利分配模型的建立和检验 [J]. 数量经济技术经济研究,2001 (11) .
- [4] 吕长江,韩慧博.股利分配倾向研究 [J]. 经济科学,2001 (6) .
- [5] 吕长江,王克敏.上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究 [J]. 会计研究, 2002, (03)
- [6] 胡国柳,黄景贵.股权结构与企业股利政策选择关系:理论与实证分析 [J]. 商业经济与管理,2005 (12) .
- [7] 原红旗.中国上市公司股利政策分析 [J]. 财经研究, 2001,27 (3) .
- [8] 余明桂,夏新平.控股股东,代理问题与股利政策:来自中国上市公司的经验证据 [J]. 中国金融学, 2004,2 (1) : 6993.
- [9] 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 [J]. 南开经济研究,2006 (1) :6078.
- [10] 唐清泉,罗党论.现金股利与控股股东的利益输送行为研究——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 财贸研究, 2006 (1) :9297.
- [11] 陈洪涛,黄国良.中国上市公司股权结构与现金股利政策的实证研究 [J]. 统计与决策,2005 (10) .
- [12] Rozeff M Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios [J]. Journal of Financial Research,1982,Fall:249-259
- [13] Faccio M,Lang L H P, Young L Dividends and expropriation [J]. American Economic Review, 2001,91 (1) :54-78
- [14] Mancinelli Luciana,Ozkan Aydin. Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms [J]. European Journal of Finance,2006,12 (3) :265 - 282
- [15] La Porta R, Lopez - De - Silanes, F Shleifer A ,et al. Agency problems and dividend policies around the world [J]. Journal of finance, 2000 (55) :1-33
- [16] Zwiebel Jeffrey.Dynamic capital structure under managerial entrenchment [J]. American Economic Review, 1996 (86) :1197-1215

Review and Prospect on Ownership Structure and Dividend Policy's Development

XU Xiaohui

(Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: As one of the three pillars of company's financial theory, the dividend policy has always been a puzzle. In 2006, the share reform has achieved a victory; it has resolved a long-term problem of "the same shares to the different right" which brought about many aspects of corporate governance issues. The research of ownership structure in the international community was mainly from stock circulation, ownership concentration degree and ownership balancing power. Most of the empirical researches in ownership structure and dividend policy in China focus on stock circulation and indicate that the non-circulating shareholders prefer cash dividends and the circulating ones prefer stock dividends. Foreign researches show that ownership concentration degree and dividend level have a negative relationship, but the relationship is positive in China. As the researches in ownership balancing power, Europe and Asia have also come to opposite conclusions.

Key words: ownership structure; dividend policy; empirical research