

大股东控制、利益侵占与现金股利

——来自股权分置改革后上市公司的经验证据

朱 清, 张 华, 曲世友

(哈尔滨工业大学 经济管理学院 黑龙江 哈尔滨 150001)

摘 要: 现金股利政策常常成为上市公司控股股东进行利益侵占的手段, 但股权分置改革前后控股股东影响现金股利政策的动机存在差异。本文选取股权分置改革后中国上市公司的数据, 实证检验了控股股东对上市公司现金股利政策的影响。研究发现, 股权分置改革后上市公司控股股东的利益侵占水平和现金股利发放负相关; 控股股东的持股比例与现金股利发放正相关, 控股股东持股比例的增加会减弱利益侵占和现金股利之间的相互替代关系。研究结论说明, 股权分置改革后上市公司控股股东在考虑侵占成本的前提下, 会提高现金股利的发放水平。

关键词: 大股东控制; 现金股利; 利益侵占; 股权分置改革

中图分类号: F275 文献标识码: A 文章编号: 1003-5192(2014)05-0048-05 doi:10.11847/fj.33.5.48

Large Shareholder Control , Expropriation and Cash Dividends

——Empirical Evidence from Listed Companies after the Split-share Structure Reform

ZHU Qing , ZHANG Hua , QU Shi-you

(School of Economic & Management , Harbin Institute of Technology , Harbin 150001 , China)

Abstract: Cash dividend policy is often used for expropriation by the controlling shareholders in listed companies , but the controlling shareholders' cash dividend motivation is different before and after the split-share structure reform. The paper selects samples of Chinese listed companies after the split-share structure reform , empirically tests the controlling shareholders' influence on cash dividend policy of listed companies , the results show that the expropriated by controlling shareholders is negatively related to the cash dividends , the controlling shareholder' stake ratio is positively related to cash dividends , the increasing of controlling shareholder' stake in the listed companies will decrease the substitute relationship between expropriation and cash dividends. It suggests that the listed companies' controlling shareholders will increase the cash dividend distribution after the split-share structure reform , considering the cost of expropriation.

Key words: large shareholder control ; cash dividends ; expropriation ; the split-share structure reform

1 引言

股利分配特别是现金股利分配是证券市场投资者实现投资回报的重要途径, 是上市公司股票价值的决定性因素之一, 是证券市场健康稳定运转的基石。鉴于此, 我国《上市公司证券发行管理办法》明确要求再融资上市公司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 30%。虽然近年来我国上市公司分红状况, 特别是现金分红的稳定性、回报率都有较大改进, 但同成熟市场相比仍有较大差距, 上市公司不分红、少分红的现象仍比较普遍, 以至于

当前我国证券监管机构强制要求公司在 IPO 时就明确披露未来的现金股利政策。由于我国上市公司股权集中现象普遍存在, 上市公司的股利分配决策中控股股东的作用和影响不容忽视。而现实中, 股利政策常常成为控股股东掠夺中小股东利益的重要手段和工具^[1~5]。尤其是在我国股权分置改革之前, 上市公司“一股独大”的现象普遍存在。上市公司控股股东持有非流通股的比例较大, 且非流通股无法通过二级市场的转让实现资本利得, 只能通过上市公司的股利分配获取投资收益^[6]。由于非流通股和流通股股东在持股成本上具有较大的差异, 在相同的现金股利发放水平下, 非流通股

收稿日期: 2013-11-09

基金项目: 山东省软科学研究计划资助项目 (2013RKA10001); 山东省高校科技计划资助项目 (2010RKGB1121); 山东省发改委蓝黄“两区”重大课题 (2012-L-23)

股东的收益率远高于流通股股东的收益率。因此,基于实现控制权私有收益的考虑,大股东很可能通过操纵现金股利政策来侵占中小股东的利益。控股股东持股比例越高,通过高额派现实现控制权私有收益的成本就越低,就越有动机分派现金股利,从而导致了股权分置改革之前上市公司控股股东现金股利偏好的现象。在缺乏有效法律监督约束的情况下,拥有大量非流通股的控股股东将现金股利政策作为一种“财富转移的手段”^[7]。

然而在我国 2005~2006 年进行的股权分置改革中,上市公司股份实现了全流通,非流通股和流通股持股成本趋于一致,控股股东的投资收益不仅取决于上市公司的股利分配,而且和上市公司二级市场股票价格的涨落直接相关。那么在我国证券市场全流通的背景下,控股股东是否还会通过现金股利政策侵害中小股东的利益?控股股东影响上市公司股利政策的动机又是什么?

股权分置改革作为我国资本市场一项基础性制度变革,对上市公司治理结构和财务行为有着深远的影响,然而现有文献主要关注上市公司股权分置改革前非流通大股东对现金股利的影响^[1~7],而缺少对于股权分置改革后上市公司现金股利行为的分析。因此,本文选取 2007~2011 年上市公司的数据,实证研究了股权分置改革后上市公司控股股东对现金股利政策的影响。本文的研究拓展了现有大股东控制与现金股利关系研究的文献,为大股东控制下上市公司现金股利行为提供了新的解释。

2 理论分析和研究假设

上市公司控股股东通过对现金股利政策的控制可以调节上市公司现金持有水平,方便其通过其他形式(比如关联方交易、资金占用等)侵占中小股东的利益,获取控制权私有收益。我国上市公司在股权分置改革之后,非流通股股东通过向流通股股东进行送股和转增等形式的对价支付获得了股份流通权,实现了非流通股股东和流通股股东的持股成本一致,因此,控股股东不能再通过高额派现获得超额收益,而是倾向于通过减少股利的发放增加留存现金,为其他形式的利益侵占行为创造条件。或者说大股东对股利政策进行影响的内在动机仍然是对中小股东的利益侵占,只不过这个时期大股东进行利益侵占的形式不再是通过非理性分红、恶意派现、超能力派现等异常股利分派行为,而是转向以关联方交易、资金占用、无效率过度投资等为核心的“隧道挖掘”手段进行侵占。这也是造成我国

很多上市公司少分红甚至不分红的重要原因之一。La Porta 等首次证实,当上市公司现金股利发放减少,就会增加控股股东由于掌握过多的自由现金流而侵害公司及中小股东利益的可能,因此,增加现金股利的发放是一种限制控股股东滥用控制权的有效手段,能降低控股股东对中小股东的代理成本^[8]。Faccio 等从股利的代理理论出发,认为控股股东可以通过股利政策来掠夺小股东,他们不是将公司利润以股利形式支付给小股东,而是通过投资于那些产生负收益的项目来榨取中小股东的利益^[9]。Gugler 和 Yurtoglu 也发现,存在控制性股东的公司只有在一定的监督约束机制下才会发放较高的现金股利^[10]。马曙光,张文龙,袁淳等^[11~13]也先后通过中国上市公司的数据验证了上市公司现金股利政策与控股股东利益侵占动机之间的相互替代关系。因此,我们提出本文的假设 1:

H1 股权分置改革后,控股股东的利益侵占水平和现金股利发放成反比关系。

如果控股股东对上市公司利益侵占增加,上市公司的经营就会受到不利影响,控股股东的股利分配收益和持有上市公司的股权价值就会下降。另外,在注重对中小投资者利益保护的 legal 环境下,控股股东的利益侵占行为可能受到证券市场法律的制裁,因此,控股股东的利益侵占行为会产生一定的成本,只有侵占收益大于侵占成本,利益侵占行为才会继续,否则大股东的利益侵占意愿就会下降。

假设一个拥有足够控制力的控股股东拥有上市公司股份为 a ,上市公司在某项目的投资总额为 I ,投资收益率为 R 。在不考虑投资成本的情况下,公司的收益为 $R \times I$ 。在股利分配前,控股股东能从上市公司转移 s 比例的利润作为控制权私有收益。然而,控股股东的利益侵占行为不仅可能受到市场法律制度的监督和惩罚,还可能导致上市公司股票价格下降,使得大股东在上市公司的股权市值缩水而遭受损失,因此,这种利益侵占行为会产生相应的成本。 $C(k, s)$ 表示控股股东转移比例 s 利润产生的损失。它是转移利润比例 s 和法律对投资者保护程度 k 的函数。根据 La Porta 等的模型^[14],大股东利益侵占的边际成本函数是与法律保护程度和侵占利益多少相关的。法律对投资者保护得越好,控股股东利益侵占耗费的成本就越大,即 $C_k(k, s) > 0$;大股东侵占的利益越多,被发现或承担的潜在风险就越大。有 $C_s(k, s) > 0$,且 $C_{ss}(k, s) > 0$ 。控股股东获得的效用包括其在上市

公司中享有的股利分配以及从利益侵占中获得的控制权私有收益,同时也要承担相应的成本。用公式可以表示为

$$U = a \times (1 - s) \times R \times I + s \times R \times I - C(k, s) \times R \times I \quad (1)$$

$$U_s' = [(1 - a) - C_s(k, s)] \times R \times I = 0$$

$$\text{即} \quad C_s(k, s) = 1 - a \quad (2)$$

通过上式可以看出,控股股东在上市公司的持股比例 a 越大,利益侵占的边际收益越低,侵占获得的超额收益就越少,因此,上市公司控股股东持股比例越大,其对上市公司进行利益侵占的意愿就会下降,而是选择通过正常股利分配渠道获得投资收益。虽然唐跃军等^[4]认为股权分置改革之前控股股东的持股比例和现金股利发放水平成正比,但其根本原因是当控股股东持股比例越大时,通过现金股利分配实现的超额收益越多。而股权分置改革后,一方面,在考虑到侵占成本的情况下,控股股东持股比例越大,其侵占上市公司及中小股东利益的动机就会降低,转而采取提高现金股利发放水平来获取合法投资收益。另一方面,高比例现金股利政策的信号作用会降低上市公司和外部投资者之间的信息不对称,增强投资者对公司未来发展前景的信心,有利于上市公司的股票价格的提高,便于大股东通过在二级市场减持的形式获得资本利得收益。由此,在假设 1 的基础上提出本文的假设 2:

H2 股权分置改革后,控股股东的持股比例与现金股利发放成正比,控股股东的持股比例的增加会减弱现金股利与利益侵占的相互替代关系。

3 实证研究设计

3.1 样本与数据

本文选取了股权分置改革后 2007 ~ 2011 年所有上海证券交易所和深圳证券交易所主板 A 股上市公司为样本,并按以下原则对样本进行筛选:(1)样本中的公司必须在当年每股收益为正;(2)删除 ST、PT 公司、金融类公司;(3)删除公司控股股东或实际控制人缺失的公司。最终满足条件的共有 3995 个样本观测值。样本数据均来源于锐思 (RESSET) 金融数据库,为了剔除极端值对实证结果的影响,本文对回归模型中的连续变量样本进行了上下 5% Winsorize 处理。数据处理使用 Eviews 6.0 和 EXCEL。

3.2 变量选择和定义

本文将每股现金股利 (CDPS) 作为被解释变量,用来代替上市公司的现金股利支付水平。解释

变量中,用关联方交易比重 (REL) 来衡量控股股东对于上市公司利益侵占的水平。需要说明的是,关联交易金额的高低并不能完全代替控股股东的利益侵占水平,但关联交易是大股东实现利益侵占的重要手段之一。在上市公司关联交易类型中,并非所有的关联交易都可以实现利益输送,只有上市公司的关联方与上市公司的商品购销及资产交易类别的关联交易才能代表上市公司控股股东的利益侵占^[13],因此,我们选用了上市公司的关联方与上市公司的商品购销及资产交易类别的关联交易总额与上市公司总资产的账面价值比值来计量 (REL)。上市公司控股股东的持股比例 (CON) 是控股股东持有股份占上市公司发行在外股份总数的百分比,用来表示控股股东对上市公司的控制程度。

控制变量包括:公司规模 (SIZE) 用总资产的自然对数衡量,不同规模的公司的股利政策存在差异;每股收益 (EPS) 是代表公司盈利能力的指标,股利发放要求当年每股净收益率大于 0 的公司才能进行,一般情况下,每股收益值越大,公司的每股股利越大;资产负债率 (LEVE) 是公司负债水平的指标,公司资产负债率越高,待偿债务规模越大,公司需要保留越多的现金以保障其偿债能力,可分配的现金股利越小;公司成长性 (GROW),指标用公司营业收入的增长率来衡量;另外,还加入了行业 (INDU) 和年度 (YEAR) 两个控制变量,来控制不同行业和年度间现金股利政策的差异。

3.3 多元回归模型的设定

本文建立如下多元回归分析模型来检验提出的假设

$$\begin{aligned} CDPS = & \alpha + \beta_1 REL + \beta_2 CON + \beta_3 REL \times CON + \\ & \beta_4 SIZE + \beta_5 EPS + \beta_6 LEVE + \beta_7 GROW + \\ & \beta_8 \sum YEAR_i + \beta_9 \sum INDU_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

根据假设 1,我们预测关联方交易比重 (REL) 的回归系数 β_1 为负。由于股权分置改革后控股股东对上市公司进行利益侵占的成本加大,因此随着持股比例 (CON) 的增加,控股股东的侵占上市公司资金的意愿下降,会通过合法的现金股利分派实现投资收益。根据假设 2, β_2 为正数,而关联方交易比重 (REL) 和控股股东持股比例 (CON) 的交叉项系数 β_3 为正。

3.4 变量的描述性统计

变量的描述性统计结果 (篇幅所限,表格略) 显示: (CDPS) 的均值为 0.07,中位数为 0.02,表明我国上市公司现金股利发放水平偏低,上市公司不

发放现金股利的现象比较普遍。控股股东的持股比例(*CON*)的均值达到0.41,反映了我国上市公司股权集中度较高。进行回归分析前,我们首先对变量的相关性进行分析以检查自变量之间是否存在多重共线性,所有变量的相关性检验表明(篇幅所限,表格略):每股现金股利(*CDPS*)和关联方交易比重(*REL*)的相关性系数显著负相关,初步验证了本文提出的假设1,控股股东持股比例(*CON*)与每股现金股利(*CDPS*)之间的相关系数显著为正,与假设2基本一致。另外,所有自变量之间相关性系数均小于0.6,因此,各自变量之间不存在严重的多重共线性。

3.5 多元回归分析

表1 OLS 回归结果

解释变量	预测符号	被解释变量: <i>CDPS</i>		
		模型1	模型2	模型3
常数项	?	-0.211*** (-3.060)	-0.201*** (-3.098)	-0.199*** (-3.764)
<i>REL</i>	-	-0.053*** (-6.430)		-0.047*** (-6.374)
<i>CON</i>	+		0.029** (2.066)	0.025** (2.056)
<i>REL</i> × <i>CON</i>	+			0.053* (1.208)
<i>SIZE</i>	+	0.011** (2.023)	0.010** (2.123)	0.010** (2.087)
<i>EPS</i>	+	0.193*** (6.356)	0.192*** (6.075)	0.191*** (6.067)
<i>LEVE</i>	-	-0.021* (-1.403)	-0.055* (-1.445)	-0.037* (-1.407)
<i>GROW</i>	+	0.036*** (4.046)	0.033*** (4.755)	0.031*** (4.547)
<i>INDU</i>		控制	控制	控制
<i>YEAR</i>		控制	控制	控制
调整 R^2		0.408	0.409	0.386
<i>D-W</i> 检验		1.882	1.822	1.704
<i>F</i> 检验 p 值		0.000	0.000	0.000
观测值		3995	3995	3995

注:***表示回归系数 t 检验在1%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。

很多研究表明控股股东持股比例和关联方交易有关联关系^[1~3,43],为了避免多重共线性,本文将解释变量关联方交易(*REL*)和控股股东持股比例(*CON*)分别代入回归模型1和模型2中进行检验。在模型3中带入所有解释变量进行回归。表1给出

了基于混合数据的OLS多元回归分析结果。通过表1的回归结果可以看出:模型1中,关联方交易(*REL*)与每股现金股利(*CDPS*)在1%的水平上显著负相关,即随着关联交易量的增加,上市公司股利发放水平下降。故接受假设1,说明控股股东对上市公司的利益侵占会影响现金股利发放水平,利益侵占越多,现金股利发放越少,两者具有相互替代关系。在模型2中,控股股东的持股比例(*CON*)与每股现金股利(*CDPS*)在5%的水平上显著正相关,说明控股股东的持股比例对现金股利发放水平有明显的正向影响,说明随着控股股东持股比例的提高,越倾向于多发放现金股利。关联方交易比重(*REL*)和控股股东持股比例(*CON*)的交叉项系数 β_3 在10%的水平上显著为正,说明随着控股股东持股比例的增加,考虑到可能产生的侵占成本,控股股东对上市公司资金侵占的意愿和动机下降,倾向于通过多发现金股利实现合法的投资收益,从而减弱了利益侵占和现金股利发放之间的负相关关系,证明了本文提出的假设2。另外,回归模型的控制变量中,公司总资产的自然对数(*SIZE*)与每股现金股利在5%的水平上显著正相关,说明随着公司规模的扩大,其股利发放水平上升,与预期相符;每股收益(*EPS*)与每股现金股利在1%的水平上显著正相关,即随着每股收益的增加,现金股利发放水平上升,与预期相符;资产负债率(*LEVE*)与每股现金股利在10%的水平上显著负相关,即随着资产负债率的增加,股利发放水平下降,与预期相符;公司成长性(*GROW*)与每股现金股利在1%的水平上显著正相关,说明成长性好的公司现金股利水平越高。实证检验结果表明股权分置改革后,控股股东利益侵占动机影响上市公司的现金股利发放,即控股股东侵占动机越强,越愿意通过减少现金股利发放以留存自由现金,方便其进行其他形式的利益侵占。而且控股股东持股比例越大,其进行利益侵占的动机和意愿越小,股利发放水平越高,会减弱现金股利和利益侵占之间的相互替代关系。

4 结论

本文结合我国股权分置改革的背景,研究了控股股东对上市公司及中小股东的利益侵占行为与股利政策的关系,实证研究结果表明股权分置改革之后上市公司控股股东利益侵占动机和现金股利的发放成反比关系,从而验证了我们对于上市公司控股股东存在通过低现金股利的分配为其他利益

侵占行为创造自由现金流动机的推测,进一步证明了马曙光等^[11]和袁淳等^[13]提出的大股东控制下现金股利与资金侵占相互替代的关系。本文还发现上市公司控股股东的持股比例与上市公司的现金股利分配正相关,控股股东持股比例的增加会减弱现金股利和利益侵占之间的相互替代关系。说明股权分置改革后,控股股东随着持股比例增大,通过“隧道挖掘”侵占上市公司获取控制权私有收益的意愿在减弱,而选择多发放现金股利实现共享收益。虽然本文的结论与唐清泉等^[3]的研究结论相似,但他们的研究认为控股股东持股比例越大,越有动机通过高额派现实现对上市公司的资金占用,而本文认为股权分置改革后,上市公司控股股东持股比例越大,在考虑到侵占成本的前提下,降低现金股利支付留存现金来进行其他形式利益侵占的意愿在下降,从而减弱了现金股利和利益侵占之间的相互替代关系。

本文研究的意义在于揭示了股权分置改革后上市公司控股股东影响上市公司股利政策的机理,分析和验证了股权分置改革后上市公司现金股利政策的影响因素。结合研究结论,本文可以得出以下几点启示:股权分置改革后上市公司控股股东通过恶意派现的形式侵占上市公司利益的动机减弱,而倾向于减少现金股利增加留存资金,通过关联方交易、资金占用等形式对上市公司进行利益侵占,所以在现有制度背景下,一方面应该加强对上市公司与控股股东之间关联方交易行为的监管,提高上市公司关联方交易信息披露质量,进一步加强上市公司募集资金的使用和监管,坚决防止上市公司募集资金被控股股东、实际控制人等关联方占用或挪用,提高募投项目资金的使用效果。另一方面应当制定相关政策措施督促上市公司提高现金分红比例,完善现金分红政策及决策程序,提高公司现金分红政策的透明度,增强现金股利分配的持续性和稳定性,这样既有利于稳定投资者心态,培育和形成长期价值投资理念,减少市场波动,维护证券市

场的稳定,又有利于抑制上市公司控股股东的利益侵占行为,完善公司治理机制,实现对中小投资者利益的保护。

参 考 文 献:

- [1] 刘峰,贺建刚. 股权结构与大股东利益实现方式的选择[J]. 中国会计评论, 2004, (1): 141-157.
- [2] 黄娟娟,沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需求[J]. 会计研究, 2007, (8): 36-43.
- [3] 唐清泉,罗党论. 现金股利与控股股东的利益输送行为研究[J]. 财贸研究, 2006, (1): 92-97.
- [4] 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): 60-76.
- [5] 雷光勇,刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为——来自中国 A 股公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007, (7): 120-128.
- [6] 王化成,李春玲,卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界, 2007, (1): 122-127.
- [7] Lee C J, Xiao X. Cash dividends and large shareholder expropriation in China [R]. Working Paper, Tsinghua University, Beijing, 2002.
- [8] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. . Agency problems and dividend policies around the world [J]. The Journal of Finance, 2000, 55 (1): 1-33.
- [9] Faccio M, Lang L H P, Young L. Dividends and expropriation [J]. American Economic Review, 2001, 91 (1): 54-78.
- [10] Gugler K, Yurtoglu B. Corporate governance and dividend pay-out in Germany [J]. European Economic Review, 2003, 47 (4): 731-758.
- [11] 马曙光,黄志忠,薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. 会计研究, 2005, (9): 44-50.
- [12] 张文龙,李峰,郭泽光. 现金股利——控制还是掠夺[J]. 管理世界, 2009, (3): 176-177.
- [13] 袁淳,刘思森. 大股东控制与利益输送方式选择:关联交易还是现金股利[J]. 经济管理, 2010, 32 (5): 113-120.
- [14] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. . Investor protection and corporate valuation [J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (3): 1147-1169.