

管理科学论丛

Essays on Management Science

股权结构与小股东法律保护 对现金股利政策的影响研究 ——基于利益侵占的视角

袁振兴 著

.6



经济科学出版社

7-276-6
101

管理科学论丛

股权结构与小股东 法律保护对现金股利 政策的影响研究 ——基于利益侵占的视角

袁振兴 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构与小股东法律保护对现金股利政策的影响研究 / 袁振兴著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 6

(管理科学论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6357 - 6

I. 股… II. 袁… III. 股份有限公司 - 股份制 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 077066 号

序

股利政策是财务学领域的一个重大研究课题。在过去的半个多世纪里，公司的现金股利政策对学术界产生了极大的吸引力，构成了财务学研究的重要内容。学者们对此进行了大量的理论分析和实证研究，形成了汗牛充栋的理论成果。自从1956年Lintner揭开了现金股利政策研究的序幕以来，许多学者就此进行了广泛的研究。1961年，Miller和Modigliani在《股利政策、增长和股票价值》一文中指出，在投资与融资决策已定和市场完美的两个基本假设下，公司的现金股利政策不会影响投资者的价值，即“股利无关论”（又被称为现金股利的“MM”理论）。该文不仅揭示了现金股利政策与投资者价值之间的关系，而且为以后现金股利政策的研究提供了一个“支点”和逻辑线索。在“MM”之后的研究基本上是沿着放松其假设展开的，在对其假设放松的过程中，形成了考察现金股利政策的不同视角。

1. 税差视角

这是对“MM”理论无税假设的放松，主要检验现金股利与资本利得之间税率的差异对投资者的影响。法拉和塞尔文（Farrar and Selwyn）在1967年的《税差理论》中进行了开创性的研究。其后，Brennan（1970）、Litzenberger and Ramaswamy（1980）以税后的资本资产定价模型（CAPM），表明存在税收效果。米勒和斯科尔斯（Miller and Scholes，1978）引入所得税并通过个量分析及总量分析，最后得出结论：股利政策与公司的价值无关。

2. 交易成本视角

这一视角是对“MM”理论无交易成本假设的放松。主要从两个方面考察交易成本对投资者的影响：一方面，认为现金股利在满足投资者变现方面可以节约成本，所以，投资者偏好现金股利；另一方面，认为不分配现金股利是外源性融资的替代，可以节约筹资成本，实现股东价值最大化。

3. 信号传递视角

这是对“MM”理论信息对称假设的放松，认为在信息不对称的情况下，现金股利政策可以向投资者传递公司价值的信号。巴特查亚（Bhattacharya, 1979）、米勒和洛克（Miller and Rock, 1985）、考斯和威廉姆森（Koss and Willams）分别建立了不同的模型对此进行检验。他们都认为尽管利用现金股利传递信号的代价是昂贵的，但是，在传递可靠信息的各种手段中却是成本最低的一种。

4. 代理理论视角

这是对“MM”理论委托人与代理人无利益冲突假设的放松。用代理理论解释现金股利政策，认为高现金股利可以从两个方面缓解代理问题：一方面负债可以引入债权人监督机制；另一方面到公开市场筹资可以加强对公司的监督。其典型代表是伊斯特布鲁克（Eastersterbrook, 1984）、詹森（Jensen, 1986）等人。

最近以LLSV为代表的学者从利益侵占的视角考察公司的现金股利政策，认为公司的现金股利政策可能成为大股东侵占小股东利益的方式之一，并形成了“利益侵占”假说。该假说主要是考察大股东如何通过制定现金股利政策，增加标的控制现金流，并将其用于可增加控制权收益（私人收益）的活动，包括财富的转移和风险的转移。

在国内也有学者从利益侵占的视角研究公司的现金股利政策，并形成一些重要结论。但是，这些研究有其不足之处：

第一，对上市公司中股权分置这一基本制度因素考虑不够。没有分析由于这一制度所诱致的大股东与小股东之间利益形成机制的

差异,进而导致的不同股东之间的利益冲突,以及这种冲突对公司现金股利政策的影响。

第二,我国学者们研究问题时,把“高现金股利政策是一种大股东侵占小股东利益的一种方式”作为一个先天性正确的“公理”,检验我国上市公司股利政策的性质,没有从理论推导和实证上检验它是如何进行利益侵占的,且与国外研究的结论在性质上是相悖的。

第三,在承认我国上市公司现金股利带有大股东侵占小股东利益性质的同时,从研究内容上,忽视了法律保护对现金股利政策的影响。

袁振兴博士针对上述研究的不足,选择此方向作为其博士论文的研究选题。作者从利益侵占视角,分别考察了股权结构与小股东法律保护对公司现金股利政策的影响,并运用事件法检验了我国上市公司现金股利政策带有大股东侵占小股东利益的性质。

我国大股东侵占小股东利益的状况普遍存在,且目前法律对小股东利益保护缺失。作者以其敏锐的洞察力,对此问题进行了深入的考察和研究。首先,从控制权的角度揭示了股权结构对公司现金股利政策的影响及其在我国现实股权结构中所表现的特征;其次,研究了宏观法律保护对现金股利政策的影响及特征;最后,从理论上证明了在我国特定的小股东法律保护框架和既定的股权结构下,上市公司高现金股利政策具有利益侵占的性质,并通过对我国上市公司的数据检验实证检验了这些论点。作者的这些研究不仅是对原有现金股利政策理论的补充和完善,而且从规范分析和实证研究上证明了高现金股利是一种“利益侵占”的工具。可以说,这种独特新颖的考察和研究拓展了公司治理理论研究的视野,也为财务理论研究中的现金股利理论做出了贡献。其独特和新颖性突出表现在如下几点:

第一,从控制权的角度,分析并实证检验了股权结构对现金股利政策的影响,表明大股东与小股东之间存在着利益冲突。大股东

为了实现自己利益的最大化精心设计着现金股利政策。具体表现为大股东在不同的持股比例区域其利益最大化的路径不同时,对公司实施低现金股利政策还是高现金股利政策存在着不同的选择偏好。

第二,研究了小股东法律保护对现金股利政策的影响。这一领域的研究在我国几乎是个空白。作者纵向研究了我国小股东法律保护的进程对现金股利政策的影响;并横向通过研究交叉上市公司现金股利政策所表现的特征,检验了不同法律体系对现金股利政策的影响。更难能可贵的是,与国外的研究方法不同,作者采用了我国资本市场不同发展阶段的数据研究了一个国家法律保护进程对现金股利的影响,同时巧妙地以我国上市公司中A股和H股数据对比了中国大陆和香港由于不同的历史背景和法系对现金股利政策影响的差异。

第三,从理论上证明了在股权分置的情况下,高现金股利政策是一种大股东侵占小股东利益的工具,而经验检验结果也完全支持了作者的结论。

综上所述,作者的研究结论弥补了现有研究结论的一些缺陷,在一定程度上填补了国内研究的空白,为解开我国上市公司现金股利政策之谜做出了贡献。

本书参考了大量的文献,占有丰富的资料,因而使研究内容前沿和丰满,理论分析与实证检验相结合,研究方法适当规范,研究逻辑严密清晰。

文如其人,一本书即可体现一个人鲜明的个性。透过本书,读者可以感受到作者严谨的学术作风,深厚的理论功底和很强的科研能力。作为他的博士生导师,也作为一名财务理论界同仁,我感觉本书已经生动地体现了这些。

杨淑娥

2007年4月于上海

摘 要

现金股利政策是现代公司财务理论研究的一个重要领域。在我国存在着中国式的“现金股利之谜”。我国上市公司股权结构集中和缺乏小股东法律保护的现实,使得上市公司的主要代理问题表现为大股东对小股东利益的侵占,又由于大股东先天具有的“资金饥渴症”,导致他们围绕着现金争夺展开的利益冲突非常激烈,而现金股利对此又具有调节作用,所以,本书以股权集中和大股东控制为背景,围绕着大股东与小股东之间的利益冲突,研究股权结构和小股东法律保护对我国上市公司现金股利政策的影响,并运用研究的结论对中国式“现金股利之谜”提供新的解释,为改进上市公司的股权结构和完善我国小股东法律保护提供政策性建议。

本书主要有以下四个创新点:

第一,发现了总体上第一大股东的持股比例与现金股利支付率之间呈现“N”形关系,在股权集中的情况下,呈“U”形关系。大股东(控股股东)在不同的持股比例区域偏好不同的现金股利政策。在股权相对集中时,大股东偏好低现金股利,将现金截留于公司;在股权高度集中时,大股东偏好高现金股利。

第二,发现了其他大股东对公司现金股利政策的影响,取决于其他大股东与第一大股东利益的一致性。当他们的利益一致时,其他大股东可能与第一大股东“合谋”,其他大股东持股比例对现金股利政策的影响与第一大股东具有相同的方向;当利益不一致时,则相反。通过经验检验发现,在我国上市公司中,其他大股东几乎不具有监督作用,是因为其他大股东要么与第一大股东“合谋”侵

占小股东的利益，要么无能力监督第一大股东。

第三，总体上看，小股东法律保护对公司现金股利的支付行为有显著的影响，现金股利法律保护结果模型在我国具有适用性，即现金股利是法律保护的结果。但是，我国小股东法律保护的历史进程对公司的现金股利政策的影响又表现出了阶段性特征：在法律保护较差的阶段，公司支付较低的现金股利，现金股利法律保护替代模型对公司的现金股利支付行为具有解释力；在法律保护较好阶段，公司支付较高的现金股利，现金股利法律保护结果模型具有适用性。对我国交叉上市公司的现金股利政策研究发现，交叉上市公司比没有交叉上市的公司支付了较高的现金股利。

第四，大股东按其利益最大化原则，而不是效率性原则制定公司的现金股利政策，从而使现金股利政策可能成为大股东侵占小股东利益的一种工具。从理论上证明并检验了我国现金股利政策带有大股东（非流通股股东）侵占小股东（流通股股东）利益的性质。发现高现金股利具有显著的利益侵占性，低现金股利的利益侵占性并不显著；权益性融资现金股利是一种比使用经营活动产生的现金发放的现金股利性质更为严重的利益侵占行为，因为它直接侵占了小股东（流通股股东）的资本金；股权高度集中和没有流通股股东进行监督的股权结构是大股东侵占小股东利益潜在风险较高的股权结构。

Abstract

Cash dividend policy is an important area of research on modern corporate financial theory. In China there exists a Chinese version of "cash dividend puzzle". Due to the concentrated ownership structure of the listed companies in China and lack of legal protection of minority shareholders, the principal-agent problem of the listed companies lies mainly in the majority shareholders expropriating the interests of minority shareholders. In addition, majority shareholders' inherent "fund-thirstiness" leads to fierce interests conflicts between them surrounding the scramble for cash, which is capable of being regulated by cash dividend. This paper studies the effects of ownership structure and legal protection of minority shareholders on the cash dividend policy of listed companies in China under the background of the concentrated ownerships and controlling shareholders, be surrounding the benefits conflicts between majority shareholders and minority shareholders. so shedding some fresh light on the Chinese version of "the cash dividend puzzle," and providing some policy suggestions with a view to improving the ownership structure of the listed companies and strengthening legal protection of minority shareholders.

This paper consists of four points of originality:

I. The paper identifies the overall "N" relationship between the shares of the controlling majority shareholder and the cash dividend payout ratio, and showing "U" under the concentrated ownerships. the majority shareholders have different preferences for the dividends in the dif-

ferent area of holding shares percentage. When ownership structure is modestly concentrated, majority shareholders prefer low cash dividend in order to the cash is reserved in the company. when ownership structure is highly concentrated, majority shareholders prefer high cash dividend.

II. The influences of other majority shareholders on corporate cash dividend policy are determined by the consistence of interests between the controlling majority shareholders and other majority shareholders. When their interests are consistent, other majority shareholders “plot with” the controlling majority shareholders, their influences on the cash dividend being consistent with those of the controlling majority shareholders; it's the reverse when their interests are not consistent. Empirical tests disclose that other majority shareholders of the listed companies in China almost don't exercise their supervisory function because they “plot with” the controlling majority shareholders in expropriating the interests of minority shareholders, thus having no supervisory power.

III. As a whole, the legal protection of minority shareholders has a significant effect on the cash dividend policy. The outcome model of dividend legal protection of minority shareholders is applied in China, i.e. the cash dividend policy is the result of legal protection. But the cash dividend policy is showing the periodic Characteristics in the different phases of legal protection of minority shareholders in China; When the legal protection of minority shareholders is wore, the cash dividend payout ratio is lower, the dividend substitute model of the legal protection of minority shareholders can make an explanation strenuously for the listed-company's cash dividend policy. when the legal protection of minority shareholders is better, the cash dividend payout ratio is higher. the dividend outcome model of the legal protection of minority shareholders is applied. Studies on the cash dividend policy of the cross-listed companies reveal that the cash dividend payout ratio of the cross-listed companies

are higher than that of the companies that are not cross-listed.

IV. The majority shareholders work out company's cash dividends policy according to the principle of maximizing their benefits, not to the efficiency principle. So the cash dividend policy may become a kind of tool that the majority shareholders expropriating the minority shareholders' benefits. This paper testified theoretically and checked the characteristic that the cash dividend has the expropriating benefits. We found that the high cash dividend had the significant nature that the majority shareholders expropriated the minority shareholders' benefits, but the low cash dividend didn't have the same nature. The equity-dividend is wore in nature than the cash dividend that is from the business operating cash, because it expropriates the minority shareholders' capital. the high concentrated-ownerships and the ownerships structures that are not supervised by circulating shareholders are higher risk' ownerships structures that the majority shareholders expropriate the minority shareholders.



1 导 论	1
1.1 研究的背景和问题	1
1.2 问题研究的意义和创新点	9
1.3 研究思路、框架与本书结构	12
1.4 基本概念	18
2 文献综述	23
2.1 我国大股东利益侵占理论研究综述	23
2.2 现金股利代理理论：从代理成本理论到利益 侵占假说的演化	27
2.3 现金股利政策：小股东法律保护的结果还是 法律保护的替代	42
2.4 现金股利公告效应研究综述	45
3 股权结构对现金股利政策的影响	52
3.1 我国上市公司的股权结构特征及代理 问题	52
3.2 股权结构对现金股利政策的影响：理论	

分析与假设	73
3.3 检验设计	86
3.4 检验结果及其分析	89
3.5 本章小结	104
4 小股东法律保护对现金股利政策的影响	107
4.1 小股东法律保护：问题的缘起和意义	107
4.2 不同法系的法律保护制度比较：基于 LLSV 的指标体系	109
4.3 我国小股东法律保护的历史演进	116
4.4 小股东法律保护对现金股利政策的影响： 理论分析与假设	123
4.5 检验设计	131
4.6 检验结果及其分析	134
4.7 本章小结	141
5 现金股利政策的利益侵占性检验	143
5.1 利益侵占与现金股利政策：一个理论 分析的框架	144
5.2 我国现金股利政策的利益侵占性：理论 分析与假设	161
5.3 检验设计	173
5.4 检验结果分析——累计超额收益法	178
5.5 检验结果分析——多元回归分析法	191
5.6 稳健性检验	195
5.7 本章小结	198
6 研究结论与政策性建议	200
6.1 研究结论	200

6.2 政策性建议	204
6.3 本书研究的局限性及有待进一步研究的 问题	207
参考文献	208
附录	223
致谢	230

导 论

1.1 研究的背景和问题

1.1.1 研究的背景

本书从理论和现实两个方面分析了问题研究的基本背景。

1. 理论背景：“现金股利之谜”

现金股利政策是公司的主要财务政策之一，所以，也构成了财务学研究的重要内容。在过去半个多世纪的时间里，学术界对公司的现金股利政策进行了大量的理论分析和实证研究，试图理解和解释公司的现金股利政策范式以及影响这些范式的因素，形成了丰富的现金股利理论。这些理论的形成大致分为三个阶段：第一阶段在20世纪60年代，主要集中在股利政策对公司价值的影响上，人们试图从“市场”角度来理解现金股利政策，形成了两类主要不同的观点：一是以 Miller 和 Modigliani (1961) 为核心，形成了“股利无关论”，认为现金股利政策与公司的价值无关。二是以 Cordon (1963) 为主要代表的“在手之鸟”理论，认为现金股利政策对公司的价值会产生影响；第二阶段在进入80年代后，研究的核心内容是现金股利政策制定者的行为，从“人”的角度来理解现金股利

政策,其观点有行为学派、追随者效应、信号理论、代理学说等;第三阶段是最近几年,研究的核心内容是现金股利政策与公司大股东利益侵占之间的关系,该部分研究尚未形成理论体系和核心思想。这三个阶段不仅从时间上有先后关系,而且,从内容和研究的方式上也存在着一个逻辑关系:以MM股利无关论的假设条件为支点,以放松其假设为线索,并引进相关学科的理论研究成果,演绎着现金股利理论的内涵,扩张着理论对现金股利支付行为的解释力。

在寻找解释现金股利理论的同时,实证研究也在不断地检验着每一个理论的解释力。研究发现,每一种理论都有其解释力,但是,每一种理论对现金股利政策实务并不具有完全解释力,即现金股利理论不具有普遍的适用性,现实中总能找到与该理论相悖的绝非个案的现金股利政策,这让理论界感到困惑,于是,形成了理论界的“现金股利之谜”。Frankfurter and Woody (1997)在研究了现金股利政策的历史演变后,这样写道:“股利支付模式是一种文化现象,它受到习惯、信念、监管、公司意见、感觉、总体经济环境和其他因素的影响,而且,这些因素也在不断地发生变化,对公司的产生不同的影响。因此,无法适用统一的数学模型对所有公司的股利政策进行分析”。

近20年来,我国上市公司有了迅猛发展,理论界对作为我国上市公司主要财务政策之一的现金股利政策也产生了极大的兴趣。在对我国现金股利政策的实践作了一个简单的考察之后,发现存在着一个中国式的“现金股利之谜”,其具体表现在以下几个方面:①公司派现率适当性之谜。对公司派发现金股利的适当性——公司派发的现金股利是高了还是低了——存在着两种认识:一种认识是,目前我国上市公司派发的现金股利偏低。根据国外现金股利理论,资本市场越成熟,其上市公司派发的现金股利越高。而在我国随着资本市场的不断成熟,上市公司总体股利分配意愿却在下降,“低派现或不分配”的公司比比皆是(魏刚,2001;马贤明、魏