

中国股市现金股利悖论研究*

徐国祥¹, 苏月中²

(1. 上海财经大学应用统计研究中心, 上海 200433;

2. 暨南大学管理学院, 广州 510630)

摘要:现金股利悖论指现金股利增加或降低都可能增加代理成本,从而损害中小投资者利益。现金股利能保护中小投资者利益是国内外流行的观点。文章在考虑我国存在高比例非流通股的事实下,从代理成本角度对我国现金股利与中小投资者利益关系进行了系统的理论分析,提出了“现金股利悖论”,并得出三条推论:股权越集中的公司,现金股利支付率越高;国有股股东比法人股股东更偏好现金股利;现金股利支付极不稳定。但对三条推论的检验结果表明,在未考虑其他影响因素时国有股股东与法人股股东对现金股利的偏好并无显著差别。增加现金股利的一刀切的做法并不可取。要解决现金股利的两难处境,前提是股票全流通。

关键词:现金股利悖论;代理成本;卡方检验;Duncan 多重极差检验

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)06-0132-13

一、问题的提出

为了保护投资者尤其是中小投资者的利益,我国理论界和实务界普遍认为上市公司应该发放且应该多发放现金股利(陈伟等,1999;万鹏,2004;等等)。这样的观点也被管理层所接受,2000年和2001年证监会颁布了一系列鼓励发放现金股利的指导性规定。虽然少数观点认为上市公司发放现金股利应该考虑上市公司的实际发展需要,但也隐含地认同了现金股利能保护中小投资者的利益,不同的只是现金股利发放的时间问题,即将来还是现在发放现金股利。发放现金股利是否一定能保护中小投资者的利益?如果情况并非如此,那么理论界与实务界的认识、以及管理层因此作出的政策决定能否发挥有益作用就值得怀疑。本文从大股东与中小股东之间的代理成本角度对此问题进行研究。

收稿日期:2005-03-06

作者简介:徐国祥(1960—),男,浙江绍兴人,上海财经大学应用统计研究中心教授,博士生导师,上海财经大学财务与会计研究院研究员;

苏月中(1977—),女,湖南益阳人,暨南大学管理学院教师。

二、文献综述

近 20 年来,国外从代理成本角度研究现金股利的文献很多,形成了股利代理理论。股利代理理论主要有三种不同的观点。

(1) 现金股利是有效法律保护的替代,现金股利与代理成本正相关,如 Easterbrook(1984)、Mohd, Perry 和 Rimbey(1995)、Dewenter 和 Warther(1998) 等。在中小股东权益保护较差的国家里(代理成本较高),有意在将来发行股票的公司内部人为建立一种“善待(decent treatment)小股东”的声誉而支付现金股利;相反,在中小股东权益保护较好的国家里(代理成本较低),中小股东可以依赖的其他保护机制较多,公司建立声誉机制的需要较弱,从而较少支付现金股利。所以其他条件相同时,中小股东权益保护较差的国家,现金股利支付率应该高于股东权益保护较好的国家。

(2) 现金股利是有效法律保护的结果,现金股利与代理成本负相关,如 La Porta 等(2000)。在有效权益保护体制下,中小股东能运用法律赋予的权利迫使公司支付现金,从而阻止内部人挥霍公司太多盈余以谋取私利。而且,投资者保护程度的提高增加了内部人转移资产的法律风险和代价,因此增加了现金股利对他们的相对吸引力。所以其他条件相同时,中小股东权益保护越好,他们从公司获得的现金越多。

(3) 负债也是约束经营者从而降低代理成本的机制,至于负债与现金股利之间的关系,又有两种不同意见,一是负债是现金股利的替代机制,如 Jensen(1986);二是负债与现金股利相互补充,如 Zwiebel(1996)。尽管这三种观点有不同的主张,但至少在某一方面达成了共识,即现金股利是约束经营者(和/或控股股东)从而降低代理成本的机制。

国内专门从代理成本角度研究现金股利的文献非常少。王信(2002)运用现金股利的代理理论(上述第二种观点)分析了我国 A 股、H 股和红筹股公司的派现行为。他认为由于股东保护法制不完善,公司“内部人”对股东的剥夺导致 A 股公司低派现。香港法制健全,股东能利用法律手段争取高派现,因此 H 股和红筹股派现水平较高。很显然他没有考虑到我国内地上市公司存在高比例非流通股的现实,只是运用股利代理理论解释我国现金股利实践。原红旗(2001)意识到了我国特有的股权结构对研究我国现金股利政策的重要性,也认为控股股东以现金股利形式从上市公司转移现金可能是一种增加代理成本的行为,但文中还没有对高比例非流通股的存在如何影响代理成本、代理成本与现金股利之间的具体关系进行系统深入的理论分析和实证检验。何涛和陈晓(2002)认为现金股利能够起到的降低代理成本的作用有限,不过他们是从信号传递理论角度研究现金股利的。

因此可以说,我国现金股利实践是否可以用股利代理理论的某一种观点

解释,或是否可以为股利代理理论新观点的提出提供经验支持和理论支持,国内已有的研究还没有真正涉足。而且国内研究者没有认识到股利代理理论并非只有一种而是有三种观点。本文在考虑了我国上市公司存在高比例非流通股的事实下对现金股利与代理成本和中小投资者利益的关系进行了系统的理论分析,提出了我国特有的“现金股利悖论”,即现金股利增加或减少都可能增加代理成本从而损害中小投资者利益。在此基础上得出并检验了三条推论。

三、理论分析

(一)现金股利与非流通股股东的偏好

现金股利能否保护中小投资者利益,取决于现金股利政策主要受非流通股股东的偏好还是流通股股东(本文把流通股股东与中小投资者视作等同)的偏好影响。

2002年在深沪两市交易的所有盈利、非金融保险业的公司中,第一大股东为国有股(包括国家股和国有法人股)股东和法人股(不包括国有法人股)股东的公司比例达99.13%,第一大股东为非流通股股东且持股比例在50%及以上的公司比例为41.47%,第一大股东为非流通股股东且持股比例在30%及以上的公司比例为71.66%(Wind数据库)。若把第一大股东外的非流通股股东持有的股份都算进来,则上市公司的非流通股比例会更高。根据《公司法》和《上市公司章程指引》的规定,上市公司的股利分配方案只需出席股东大会的股东持股比例的半数以上通过就可以了。由于绝大多数上市公司的非流通股比例占绝对或相对优势且非流通股很集中,而流通股则因分散在中小股东手里难以形成合力,所以上市公司的现金股利主要受非流通股股东的偏好影响。

拥有控股地位的非流通股股东由于其股票不能在二级市场流通,只能获得股利和控制权收益,不能获得资本利得。不拥有控股地位的非流通股股东只能获得股利。股利主要有股票股利和现金股利。股票股利对非流通股股东而言同样不能在二级市场流通,而且因为非流通股股东与流通股股东的股权成本差异很大,非流通股股东偏好现金股利,而流通股股东偏好股票股利。非流通股基本上是原有企业上市改组时的净资产按照一定的比例折合而成的,新股上市后,流通股股东按二级市场价格进行交易。市场价格越高,流通股股东的股权成本越高,非流通股股东的股权成本相对而言就越低。同样的每股现金股利使非流通股股东的收益率远高于流通股股东的收益率。其他条件不变时,股权成本差异越大,非流通股股东越偏好现金股利,流通股股东越偏好股票股利。

2002年在深沪两市交易的所有盈利、非金融保险业的公司中,有77.82%的公司的第一大股东持股比例大于第二至第十大股东持股比例之和,而且第

十大股东的持股比例非常低，最高为 3.42%，最低为 0.01%（原始数据来自 Wind 数据库）。所以在大多数上市公司中第一大股东基本上决定了公司的股利政策。

（二）现金股利与中小投资者利益

在不考虑第一大股东与债权人等其他利益相关者之间的代理成本而仅仅考虑第一大股东与流通股股东之间的代理成本时，在满足激励相容条件和参与约束条件（如盈利约束、现金余额约束、法律和政策约束等）下，第一大股东最大化其现金股利与控制权收益之和减去承担的代理成本。

由于高比例非流通股的存在，不能把国外股利代理理论照搬到我国。实际上，我国第一大股东与流通股股东之间的代理成本包括两部分，其中一部分代理成本在股票全流通的国家是不存在的，因而也长期为国人所忽略。一方面，在其他条件不变时，若减少现金股利，留存收益增加，第一大股东可支配的资源也增加，从而其额外消费和控制权收益增加，导致公司效率损失。本文把第一大股东可支配的资源增加而引起的公司效率损失称为全流通代理成本，即国外股利代理理论所指的控股股东与小股东之间的代理成本。这部分代理成本与现金股利负相关。增加现金股利能降低这部分代理成本。

另一方面，若增加现金股利，由于第一大股东的股权成本远远低于流通股股东的股权成本，同样的每股现金股利使第一大股东的收益率远远高于流通股股东的收益率。本文把这部分由我国特有的股权结构所引起的以及现金股利增加带来的收益差距称为非流通股代理成本。减少现金股利能降低这部分代理成本。不像全流通代理成本只能降低不能完全消除（除非公司只有一个股东，但这种公司已不是上市公司），非流通股代理成本能完全消除，消除的方法是股票全流通。所以现金股利增加还是降低，都会增加第一大股东与流通股股东之间某一方面的代理成本，从而可能使总代理成本增加，也使我国的现金股利政策远比国外复杂，本文称为“现金股利悖论”。

第一大股东与流通股股东之间的非流通股代理成本计算公式为：

$$\text{非流通股代理成本} = \text{第一大股东持股数} \times \text{每股现金股利} \times (\text{流通股每股股票成本} - \text{第一大股东每股股票成本}) + \text{无收购威胁或收购威胁较小产生的代理成本} \quad (1)$$

无收购威胁或收购威胁较小产生的代理成本也源于非流通股的存在。外部投资者通过在二级市场收购流通股替换第一大股东是很困难的，尤其在非流通股比例超过 50% 时。正因为难以被替代，效用最大化的第一大股东可以不惜损害流通股股东利益。这部分代理成本与现金股利无关。若要计算所有非流通股股东与流通股股东之间的非流通股代理成本，可把上式中的第一大股东改为非流通股股东。当然非流通股股东内部和流通股股东内部获得股票的成本可能不一样，只需把上式中的每股股票成本改成加权每股股票成本。

其他条件不变时,非流通股股东与流通股股东的股权成本差异越大,非流通股代理成本越大。

本文参照 Jensen 和 Meckling(1976)的股权代理成本和债权代理成本与外部股权比例的关系图,对第一大股东与流通股股东之间的全流通代理成本和非流通股代理成本与现金股利之间的关系作图 1。从最大化公司价值的角度来看,最合适的现金股利 D_0 应使这两部分代理成本之和最小,在这点上,非流通股代理成本曲线的切线斜率与全流通股代理成本曲线的切线斜率的绝对值相等。

Jensen 和 Meckling(1976)认为只要外部股东能预期到内部股东的代理成本行为,代理成本实际上由内部股东承担。但现实中尤其是在我国,信息不对称程度非常严重,流通股股东很难准确预测到第一大股东的行为和决策。代理成本基本上由流通股股东承担,第一大股东承担的代理成本很小。第一大股东和流通股股东最大化各自效用的一阶条件为边际收益等于其承担的边际代理成本。从这两个一阶条件得出的现金股利肯定不同,因为如果相同,第一大股东和流通股股东都获得最大效用,这与我国流通股股东处于劣势地位的事实不符。因而从这两个一阶条件得出的现金股利大小顺序只有两种情况,(1)第一大股东一阶条件得出的现金股利大于流通股股东一阶条件得出的现金股利,这时派现公司的现金股利支付率较高;(2)第一大股东一阶条件得出的现金股利小于流通股股东一阶条件得出的现金股利,这时派现公司的现金股利支付率较低。第一大股东决不会选择 D_0 点,会选择离 D_0 点较远的点。流通股股东会选离 D_0 点很近的点。

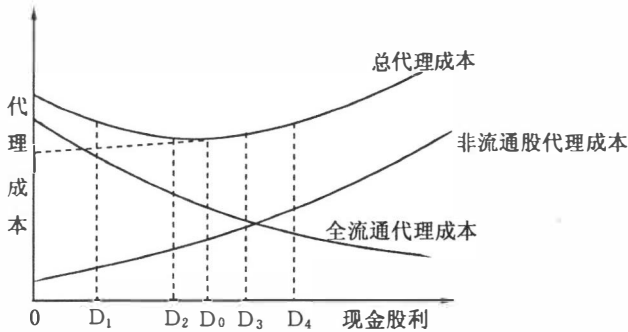


图 1 第一大股东和流通股股东之间的代理成本与现金股利的关系图

对第一种情况,第一大股东效用最大化的现金股利为 D_4 (也就是公司实际发放的现金股利),流通股股东效用最大化的现金股利为 D_2 或 D_3 (与 D_0 的距离小于 D_0 与 D_4 的距离)。如果增加现金股利(即超过 D_4),只会离流通股股东效用最大化的现金股利越来越远,从而损害了流通股股东的利益。而且公司总代理成本增加,公司效率损失增加。

对第二种情况，第一大股东效用最大化的现金股利为 D_1 ，流通股股东效用最大化的现金股利为 D_2 或 D_3 。如果增加现金股利（即超过 D_1 ），离流通股股东效用最大化的现金股利越来越近，从而增加了流通股股东的利益。而且公司总代理成本降低，公司效率损失减少。相反，如果减少现金股利，第一种情况有利于保护流通股股东的利益，第二种情况有害于流通股股东的利益。所以现金股利的发放水平应因公司而异，不能一刀切。要解决这种两难处境，只有股票全流通，这时总代理成本等于全流通代理成本，增加现金股利使总代理成本减少，从而可保护中小投资者利益。

可能有人对“现金股利悖论”持怀疑态度：中小投资者的收益只有股利和资本利得，无控制权收益，在股市低迷时，上市公司发放现金股利使中小投资者多少有些收益，但如果上市公司不发现金股利，投资者既无现金股利又无资本利得，因此相比较而言，上市公司增发现金股利应该对中小投资者有益。

这种观点值得商榷。根据供求规律，股价由股票的供给量和需求量决定，也就是由股市资金的需求量和供给量决定。2001年前的中国股市一直是资金推动型股市，股市规模不断扩大，股市资金的需求量和供给量一直都在增加，而且后者的增加大于前者的增加。虽然对中国股票市场而言，股价上涨主要是由于不断有场外增量资金进入，但这并不意味着流通股股东整体获益，在上市公司整体业绩没有真正变得更好时，只不过是旧投资者的获益以新投资者的潜在损失为代价，是新投资者的利益向旧投资者转移而已，尤其是新流通股股东的利益向旧非流通股股东转移。

2001年前后股市由上涨趋势变为下跌趋势，不是因为上市公司的业绩变差了，而主要是因为国有股减持造成股票的潜在供给量大大超过股票潜在需求量，是中小投资者理性回归的结果，是小部分投资者获益而大部分投资者承担潜在损失的现象转变成投资者普遍受损的现象，即中小投资者的损失由隐性损失变为显性损失。高比例非流通股的存在从而股权成本差异的存在，注定了中小投资者处于弱势地位的命运。用市场的方式解决历史遗留问题，使流通股股东与非流通股股东的股权成本差异大大缩小，只不过是中小投资者的长痛变为短痛。同样，增加现金股利也不意味着中小投资者获利，在上市公司业绩没有变得更好的情况下同样只是新流通股股东的利益向旧非流通股股东转移，尤其在上市公司增加现金股利是为了将来筹集更多资金的情况下更是如此。

上述支持增加现金股利的观点的缺陷在于仅从静态角度而非动态角度看问题，增加现金股利暂时确实使流通股股东获得收益，尤其在股市低迷时，但在上市公司业绩没有变得更好的情况下，这些收益的获得是以潜在新投资者的更大牺牲为代价的。

四、三条推论及其实证检验

(一) 三条推论

推论 1: 股权越集中, 第一大股东越偏好发放现金股利。一方面, 股权越集中, 第一大股东的持股比例越高, 第一大股东的利益与公司的利益越来越趋于一致(Jensen 和 Meckling, 1976)。从而第一大股东与流通股股东之间的全流通代理成本越低。另一方面, 第一大股东的持股比例越高, 根据式(1), 第一大股东与流通股股东之间的非流通股代理成本会越大。根据图 1, 非流通股代理成本变大和全流通代理成本变小时, 对应的现金股利会增加。这两方面的原因, 使股权越集中的第一大股东越偏好发放现金股利。

推论 2: 国有股股东比法人股股东更偏好现金股利。国有股股东和法人股股东是否偏好现金股利, 要看其持股比例的大小。虽然发放现金股利也使国有股股东或法人股股东的收益率远高于流通股股东, 但如果股权较分散, 较高的现金股利可能使国有股股东或法人股股东的边际收益低于承担的边际代理成本。如果其他条件不变, 仅比较国有股股东和法人股股东对现金股利的偏好, 结论应是国有股股东比法人股股东更偏好现金股利。因为法人股转让比国有股尤其是国家股转让相对容易, 《股份有限公司国有股权管理暂行办法》对国家股转让作了诸多限制, 第一大股东为国有股股东时非流通股代理成本要大于第一大股东为法人股股东时的非流通股代理成本, 所以国有股股东应更偏好现金股利。

推论 3: 我国现金股利支付极不稳定。Easterbrook(1984)认为, 现金股利建立了一种能降低经营者(和/或控股股东)代理成本并防止外部投资者(债权人和外部股东)获益不均的行为机制, 从而解释了公司保持稳定股利政策的现象。但在我国, 现金股利不一定是降低代理成本的机制, 现金股利主要由处于控股地位的非流通股股东尤其是第一大股东决定, 而控股股东的控制权收益受盈余、行业、现金流或现金余额、成长机会、公司规模等因素的影响而波动, 最大化自身效用的控股股东会不断调整现金股利。

(二) 研究方法和样本、数据选择

按第一大股东的持股比例 $\geq 50\%$ 、 $\geq 30\%$ 但 $\leq 50\%$ 、 $< 30\%$ 将上市公司分为高度集中、相对集中和分散三种股权比例结构, 按第一大股东的股本性质分为国有股、法人股和其他三类股本性质结构。股权比例结构和股本性质结构总称为股权结构。对推论 1 和推论 2 的检验采用对现金股利支付率变量进行 Duncan 多重极差检验的方法, 分类变量为股权结构变量。

美国公司的现金股利发放比较稳定, 日本公司的现金股利发放不如美国稳定(Dewenter 和 Warther, 1998)。本文通过比较我国上市公司各年现金股利变化的频率分布以及其与美国和日本公司的现金股利变化的频率分布, 来

检验推论 3, 检验统计量有卡方检验统计量、似然比卡方检验统计量、Mantel-Haenszel 卡方检验统计量。

本文采用两个研究样本。样本 1 以在深沪两市交易的所有盈利、非金融保险业的公司为样本, 简称盈利非金融公司样本, 样本期为 1997~2002 年, 共有 5 211 个公司观察值。之所以剔除亏损公司, 是因为亏损公司基本上不会发放现金股利, 1997~2002 年期间在深沪两市交易的所有上市公司观察值中只有 7 个亏损上市公司发放现金股利的观察值。如果把亏损公司和盈利公司放在一起进行研究, 会低估我国上市公司的现金股利支付率。对推论 1 和推论 2 的检验采用样本 1。样本 2 为样本 1 中每年都盈利的公司, 简称持续盈利公司样本, 共有 408 家公司每年都盈利。对推论 3 的检验采用样本 2。之所以不包括非持续盈利公司(即并非每年都盈利的公司), 是因为持续盈利公司的盈利能力相对较高, 如果持续盈利公司现金股利的变动很频繁, 更可见非持续盈利公司现金股利的不稳定性。

现金股利变化分为两类: 一类是现金股利削减、增加和其他, 另一类是现金股利中断(omission)、首发(initiation)和不变。由于样本的时间跨度只有 6 年, 所以本文并不像 Healy 和 Palepu(1988)一样仅把现金股利变为 0 之前连续 10 年支付现金股利的公司包括在其股利中断的样本中。相反, 本文采用 Dewenter 和 Warther(1998)对现金股利削减、增加、中断和首发的定义及衡量, 即现金股利削减和增加分别指年度现金股利下降和增加(本文把年中股利也当作年度股利), 股利中断指年度现金股利从正数变为 0, 股利首发指年度现金股利从 0 变为正数。数据来自 Wind 数据库。

(三) 检验结果

1. 第 1 条和第 2 条推论的检验结果。检验结果见表 1。现金股利支付率在股权比例结构的三个水平下的均值均存在显著差别, 股权高度集中公司的现金股利支付率显著高于股权相对集中公司, 股权相对集中公司的现金股利支付率显著高于股权分散公司。第一大股东为国有股股东的公司的现金股利支付率也高于第一大股东为法人股股东的公司, 虽然二者并无显著差别。剔除不发现金股利的公司后, 股权高度集中的派现公司的现金股利支付率仍然显著高于股权相对集中的派现公司, 股权相对集中的派现公司的现金股利支付率也高于股权分散的派现公司, 只不过每股现金股利的均值在这两种股权比例结构下并无显著差别。第一大股东为国有股股东的派现公司的现金股利支付率仍然大于第一大股东为法人股股东的派现公司, 不过二者仍无显著差别。这可能是由于没有考虑行业、盈利水平等其他影响因素的结果。

2. 第 3 条推论的检验结果。表 2 提供了 1997~2002 年 408 家持续盈利公司发放现金股利次数的频率分布, 初步体现了我国持续盈利公司现金股利发放的不稳定性。现金股利发放次数的分布为中间高两端小的左偏态分布。

超过一半的公司在6年中最多只发了三次现金股利。6年中发放四次现金股利的公司最多,为96家,占到23.53%。每年都发现金股利的公司只有39家,占9.56%,刚好是一次股利也没发的公司数的3倍。

表1 现金股利支付率变量的Duncan多重极差检验

分类变量 \ 变量		每股现金股利		现金股利/净利润		现金股利/净资产	
		Duncan 分组	均值	Duncan 分组	均值	Duncan 分组	均值
盈利非金融公司样本							
股权结构	高度集中	A	0.089	A	0.349	A	0.028
	相对集中	B	0.067	B	0.274	B	0.021
	分散	C	0.058	C	0.225	C	0.018
股本性质	国有股	A	0.076	A	0.311	A	0.024
	法人股	B A	0.064	A	0.227	B A	0.020
	其他	B	0.043	A	0.211	B	0.016
盈利非金融公司样本中的派现公司							
股权结构	高度集中	A	0.154	A	0.606	A	0.049
	相对集中	B	0.132	B	0.541	B	0.042
	分散	B	0.125	C	0.488	C	0.038
股本性质	国有股	A	0.143	A	0.581	A	0.079
	法人股	A	0.132	A	0.465	A	0.064
	其他	A	0.107	A	0.515	A	0.100

注:本表均值间进行比较的显著性水平为10%。

表2 1997~2002年408家持续盈利公司发放现金股利次数的频率分布表

发放次数	公司数	百分比(%)	累计百分比(%)
0	13	3.19	3.19
1	53	12.99	16.18
2	68	16.67	32.85
3	85	20.83	53.68
4	96	23.53	77.21
5	54	13.24	90.45
6	39	9.56	100

表3是现金股利变化的频率分布比较表。Panel A集中于股利中断和首发的频率。1998~2002年持续盈利公司现金股利中断的频率分别为16.91%、18.87%、6.37%、15.44%和22.3%,均远高于1982~1993年美国和日本公司现金股利中断的频率。现金股利首发的频率也远高于美国和日本公司,且各年的变动比现金股利中断的频率的变动还要大,频率最高为2000年的43.87%,最低为2002年的6.62%。卡方和似然比卡方检验在1%的显著性水平下、Mantel-Haenszel卡方检验在10%的显著性水平下拒绝了现金股利中断和首发的频率分布与年份独立的原假设,表明各年408家公司的现金股利中断和首发的分布在统计意义上不相同。对我国公司现金股利中断和

首发的分布是否与美国或日本公司相同进行卡方检验的 p 值可以看出,在 1% 的显著性水平下,四次卡方检验都拒绝了现金股利变化的分布与公司类型独立的原假设,表明我国公司现金股利中断和首发的分布与美国公司和日本的三类公司都不相同。

表 3 的 Panel B 提供了现金股利削减、增加和无变化的频率分布。为避免夸大股利削减的发生率,并与 Dewenter 和 Warther (1998) 对股利削减的统计口径一致,本文计算了两个总计数,第一个为未经过调整的总计数,即各年现金股利变化的总计;第二个为调整后的总计数,即在计算现金股利削减的总计数时对连续削减的年份只计算首次削减。DeAngelo 等(1990)发现美国公司倾向于逐渐削减股利,每年削减的股利额较小,而不是集中在一年削减股利。Dewenter 和 Warther(1998)认为其样本中的日本公司也逐年削减股利,但不如美国公司普遍。我国 408 家盈利公司在 5 年中共有 649 个现金股利削减观察值,其中有 100 个为连续削减现金股利的观察值,比例为 15.41%。由于 Dewenter 和 Warther(1998)并未提供美国和日本公司连续削减现金股利的观察值数或比例,无法就此比例与美国和日本进行比较。但仔细分析这 100 个连续削减现金股利的观察值,本文发现其中只有两家公司连续三次削减现金股利,一家公司连续四次削减现金股利,其余都是连续两次削减现金股利。

Panel B 中现金股利削减和增加在各年的频率分布变化很大。现金股利削减的最大频率为 2001 年的 46.08%,最小频率为 2000 年的 16.67%,比美国和日本公司都要高。现金股利增加的最大频率为 2000 年的 57.35%,最小频率为 2002 年的 22.55%。检查现金股利削减和增加的分布与年份是否独立的三个不同卡方检验表明,在 1% 的显著性水平下,现金股利削减和增加的分布与年份并不独立,即各年现金股利削减和增加的变动在统计意义上并不相同。检查我国公司现金股利削减和增加的分布是否与美国或日本公司相同(用调整后的总计数与美国和日本公司比较)的四次卡方检验表明,在 1% 的显著性水平下,现金股利削减和增加的分布与公司类型不独立,即我国公司现金股利中断和首发的分布与美国公司和日本的三类公司都不相同。

由表 3 可以得出结论:我国上市公司的现金股利政策极不稳定。虽然 Dewenter 和 Warther(1998)没有指明他们的样本公司是否全为盈利公司,但这并不会影响本文此结论的正确性。因为如果 Dewenter 和 Warther(1998)文中的公司不全部都是盈利公司,则剔除亏损公司后的样本的现金股利变化与我国公司相比应该更为稳定,这样只会加强本文结论的正确性。Dewenter 和 Warther(1998)认为日本 keiretsu 公司的现金股利政策不稳定。但与我国上市公司相比,日本 keiretsu 公司的现金股利政策可以说是相当稳定。而且他们认为 keiretsu 公司的经营者比美国公司和日本独立公司的经营者更频繁地改变股利政策的原因是:Keiretsu 成员公司之间相互交叉持股、贸易和金融

关系互惠、与银行关系密切等公司治理结构的特点,使经营者与投资者之间联系紧密,大大降低了信息不对称和代理冲突,因而没有必要通过发放稳定的现金股利来降低代理成本和解决信息不对称问题。但我国由于高比例非流通股的存在,现金股利可能反而增加了控股股东与流通股股东之间的代理成本,较高的代理成本导致了我国现金股利政策极不稳定。

表3 1998~2002年408家持续盈利公司现金股利变化的频率
分布及其与1982~1993年美国和日本公司的比较

Panel A: 现金股利中断和首发								
频率分布					检验股利变化分布与	统计量值	p 值	
年份或公司类型	总观察值	中断	首发	其他	年份独立性统计量			
1998	408	16.91%(69)	23.53%(96)	59.56%(243)	卡方	204.74	<0.0001	
1999	408	18.87%(77)	17.89%(73)	63.24%(258)	似然比卡方	204.84	<0.0001	
2000	408	6.37%(26)	43.87%(179)	49.75%(203)	Mantel-Haenszel	3.49	0.0617	
2001	408	15.44%(63)	14.95%(61)	69.61%(284)	卡方			
2002	408	22.3%(91)	6.62%(27)	71.08%(290)	股利变化分布与公司			
总计	2 040	15.98%(326)	21.37%(436)	62.65%(1 278)	类型独立性卡方检验	统计量	p 值	
美国公司	3 768	0.9%(33)	0.6%(23)	98.5%(3712)	与美国公司	1 408.56	<0.0001	
日本公司	Keiretsu 公司	685	1.5%(10)	2.2%(15)	96.4%(660)	与 Keiretsu 公司	283.61	<0.0001
	独立的公司	350	0.9%(3)	1.1%(4)	98.0%(343)	与独立的公司	171.09	<0.00001
	Hybrid 公司	685	1.5%(10)	1.0%(7)	97.5%(668)	与 Hybrid 公司	305.65	<0.0001
Panel B: 现金股利削减、增加和不变								
频率分布					检验股利变化分布与	统计量值	p 值	
年份或公司类型	总观察值	削减	增加	不变	年份独立性统计量			
1998	408	24.02%(98)	28.92%(118)	47.06%(192)	卡方	240.54	<0.0001	
1999	408	28.92%(118)	25.25%(103)	45.83%(187)	似然比卡方	234.51	<0.0001	
2000	408	16.67%(68)	57.35%(234)	25.98%(106)	Mantel-Haenszel	70.05	<0.0001	
2001	408	46.08%(188)	33.09%(135)	20.83%(85)	卡方			
2002	408	43.38%(177)	22.55%(92)	34.07%(139)	股利变化分布与公司			
总计	2 040	31.81%(649)	33.43%(682)	34.76%(709)	类型独立性卡方检验	统计量	p 值	
调整后的总计数	1 940	28.3%(549)	35.15%(682)	36.55%(709)				
美国公司	3 580	5.5%(196)	55.3%(1979)	39.2%(1405)	与美国公司	593.74	<0.0001	
日本公司	Keiretsu 公司	657	13.6%(89)	34.7%(228)	51.8%(340)	与 Keiretsu 公司	71.59	<0.0001
	独立的公司	343	7.3%(25)	38.8%(133)	53.9%(185)	与独立的公司	74.75	<0.0001
	Hybrid 公司	659	10.2%(67)	35.8%(236)	54.0%(356)	与 Hybrid 公司	104.95	<0.0001

注: Panel A 集中于现金股利中断和首发以及其他现金股利变化形式, Panel B 集中于现金股利削减、增加和不变三种情况。百分比表明给定年份或国家的观察值落入该类型的频率。括号里的数为观察值数量。卡方检验检查了我国上市公司现金股利变化的分布在各年是否相同或与美国或日本公司的分布是否相同, 当比较公司类型时, 每次只与一种类型相比。美国和日本的数据来自 Dewenter 和 Warther(1998)。

五、结束语

本文在考虑了我国上市公司存在高比例非流通股的事实下对现金股利与

代理成本和中小投资者利益的关系进行了系统的理论分析。由于高比例非流通股的存在，现金股利在我国并不一定能保护中小投资者的利益，反而可能损害中小投资者利益。一方面，由于股权成本差异，现金股利增加使非流通股代理成本增加；另一方面，现金股利减少使流通股代理成本增加。所以现金股利增加或降低都可能会增加第一大股东与流通股股东之间某一方面的代理成本，从而可能使总代理成本增加，本文称之为现金股利悖论。根据该悖论，本文推断出：股权越集中的公司，现金股利支付率越高；国有股股东比法人股股东更偏好现金股利；现金股利支付极不稳定。但对三条推论的检验结果表明，在未考虑其他影响因素时国有股股东与法人股股东对现金股利的偏好并无显著差别。现金股利的发放水平应因公司而异，不能一刀切。管理层要做的应该是逐步完善能够实现同股同权和同股同利的体制和各项制度，如健全投票机制和诉讼机制、发展和完善公司控制权市场和经营者人才市场。要解决现金股利的这种两难处境，前提是股票全流通，使控股股东与小股东在体制上实现同股同权和同股同利。只有实现了这个前提，才有了与国外资本市场进行比较的平台，我国借鉴国外发达资本市场的经验和做法才有意义，否则都是治标不治本而已。

* 本文获国家教育部“新世纪优秀人才支持计划”资助。

参考文献：

- [1] Dewenter K., Warther V. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U. S. firms [J]. The Journal of Finance, 1998, Vol. 53, 879~904.
- [2] Easterbrook, Frank. Two agency cost explanations of dividends [J]. American Economic Review, 1984, 74, 650~659.
- [3] Healy, Paul, Krishna Palepu. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21, 149~175.
- [4] Jensen, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, Vol. 76, Iss. 2, 323~329.
- [5] Jensen, Michael C., William H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3, 305~360.
- [6] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W Vishny. Agency problems and dividend policies around the world [J]. The Journal of Finance, Cambridge, 2000, Vol. 55, Iss. 1, 1~33.
- [7] Moh d, Mahmoud A, Perry, Larry L, Rimbey, James N. An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy [J]. The Financial Review, 1995, Vol. 30, Iss. 2, 367~385.
- [8] Zwiebel, J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment [J]. American E-

conomic Review, 1996, 86, 1197~1215.

- [9]陈伟,刘星,杨源新. 上海股票市场股利政策信息传递效应的实证研究[J]. 中国管理科学, 1999, (3).
- [10]何涛,陈晓. 现金股利能否提高企业的市场价值[J]. 金融研究, 2002, (8).
- [11]苏月中. 股利代理理论研究综述[J]. 经济学动态, 2004, (10).
- [12]万鹏. 忽视投资回报等于扼杀市场生命力[N]. 证券时报, 2004-09-21.
- [13]王信. 从代理理论看上市公司的派现行为[J]. 金融研究, 2002, (9).
- [14]原红旗. 中国上市公司股利政策分析[J]. 财经研究, 2001, (3).

The Study on the Paradox of Cash Dividend in Chinese Stock Market

XU Guo-xiang¹, SU Yue-zhong²

(1, *The Research Center for Applied Statistics,*

Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2, Management Department, Jinan University, Guangzhou 510630, China)

Abstract: The paradox of cash dividends is that the increase or decrease of cash dividends may increase the agency cost between the controlling shareholders and small shareholders and thus does harm to the interests of the small shareholders. It is one popular view that the payment of cash dividends can protect the interests of small investors. On the condition that the high percentage of non-tradable stocks exists, the paper systematically and theoretically analyzes the relations between cash dividends and small investors' interests from the view of agency cost, and puts forward the paradox of cash dividends and three conclusions. The author thinks the behavior of increasing the payment of cash dividends is not proper. To solve this paradox, the precondition is that all the stocks issued by listed companies can be traded in the secondary market.

Key words: paradox of cash dividends; agency cost; Chi-square test; Duncan multiple range test

(责任编辑 许波)