

公司治理对现金股利政策的影响研究述评*

徐寿福

[摘 要]公司治理对企业现金股利政策具有重要的影响:现金股利既有可能是公司治理改善的结果,也有可能是公司治理的替代机制。本文回顾了公司治理影响现金股利政策的两类代理模型,从广义的公司治理角度系统梳理了国内外学者关于公司治理机制影响企业现金股利政策的经验证据,总结了该领域研究存在的不足并展望了未来的研究方向。

关键词: 现金股利政策 公司治理 代理理论 结果模型 替代模型

JEL 分类号: D23 G14 G35

一、引言

股利政策作为现代公司三大财务活动之一^①,自 Miller and Modigliani (1961)提出“股利无关论”以来备受学术界关注。由于 MM 无关论的假设条件过于苛刻,与现实资本市场极其不符,因此西方金融学界不断放松 MM 理论的假设条件,从各个角度进行理论研究和实证分析,提出了各种股利理论,如“在手之鸟”理论、税收差异理论、信号传递理论、代理成本理论、股利迎合理论、股利生命周期理论等^②,但仍不能对现实中的股利政策做出完美的解释。

在众多的股利理论中,代理理论对现实中现金股利政策的解释可能最具影响力 (Adjaoud and Ben-Amar, 2010),因此近年来大量的研究着眼于公司治理与股利政策的关系,试图从代理问题入手,解释现代公司为什么发放股利、选择什么样的股利政策等问题。诚然,股利作为投资者获取投资回报的重要方式之一与公司治理息息相关,然而有关公司治理涵义和范围的界定本身就是现代经济学中的一个热门话题而众说纷纭,因此从何种角度、选取什么样的指标衡量公司治理质量,从而客观刻画公司治理对现金股利政策的影响也并无定论。再则,已有文献在样本选择、研究方法等方面的差异,也导致了该领域中即便是对相同主题的研究往往也会产生不同的结论。基于此,本文认为对该领域最新研究进展的全面回顾和梳理,有助于我们客观认识和评价公司治理对现金股利政策的影响,也为未来进一步拓展该领域的研究提供借鉴和研究视角。

从最近的文献来看,学者们在讨论现代公司的治理问题时,倾向于将多种不同形式的代理问题都考虑在内从而赋予公司治理更加广泛的意义。Denis and McConnell (2003)、Brown et al. (2011)以及白重恩等 (2005)等学者认为,从广义上来说,公司治理是企业内部机制和外部机制的总和,前者包括董事会治理、高管人员激励、股权结构以及财务信息透明度等,后者则包括投资者法律保护、产品市场竞争、并购等。而且,在解决现代企业中股东与管理层、债权人与股东、控股股东与小

* 徐寿福,上海对外贸易学院金融管理学院,讲师,经济学博士。本研究得到上海市高校“085 工程”学科群建设资助项目“境外机构投资者持股与上市公司股利政策”(Z08512022)和 2012 年上海高校青年教师培养资助计划项目“政策干预、现金股利政策与公司价值”的资助。作者感谢匿名审稿人提出的宝贵意见,当然文责自负。

① 为叙述方便,本文所阐述的股利主要是指现金股利,若涉及股票股利等非现金股利,本文将做特别说明。另外,本文对股利政策的讨论主要包括现金股利支付意愿和现金股利支付水平两个方面。

② 有关各种西方股利政策理论的发展、演进和主要观点,参见胡元木和赵新建 (2011) 的综述。

股东等性质不同的代理冲突时,这两类不同的机制经常相互影响、相辅相成,正如白重恩等(2005)所指出的:“一个良好的公司治理结构依赖于内部机制和外部机制的有机结合”。因此,本文将立足于广义的公司治理概念,从理论和实证研究两个方面对有关公司治理影响现金股利政策的文献进行系统梳理、比较和评价,然后结合我国资本市场特征和已有国内关于股利政策的研究现状展望未来研究方向。

二、现金股利代理理论的两个理论模型

股利代理成本理论认为现金股利是缓解包括管理者和控股股东在内的公司内部人与公司外部人如中小投资者等之间代理冲突,降低由此产生的代理成本的重要机制之一(Roseff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1986)。现金股利缓解代理成本的途径主要体现在两个方面:一是现金股利的支付可以减少内部人可支配的自由现金流^①,从而降低由此产生的代理成本;二是现金股利的支付迫使公司需要更多地到外部资本市场去融资,从而将公司置于外部投资者的监督之下。然而遗憾的是,直到 La Porta et al.(2000)正式区分并提出两种竞争性的现金股利代理模型即结果模型和替代模型,理论界一直未能清晰地提出合适的理论模型来区分和解释现金股利降低代理成本的不同机制。正因为如此,La Porta et al.(2000)提出的结果模型和替代模型成为以后学者研究公司治理与现金股利政策关系的理论基石和分析框架,而这两个模型的内涵也在以后的发展中不断得到充实和完善。

结果模型认为,现金股利是公司治理改善的结果。与 Jensen(1986)自由现金流假说的精神实质一致,结果模型认为在治理较差的公司中,内部人有更强的动机和能力保留利润用于在职消费、建立企业帝国(empire building),或进行一些有利于提高其私人声望但收益率很低、甚至有损于外部投资者利益的投资或收购活动。相比较而言,治理较好的公司中内部人则很少滥用自由现金流,从而加大了公司支付股利的可能性,提高了股利支付水平。其原因在于,在良好的公司治理机制下,外部投资者可以有效地利用正常途径来实施对公司内部人的监督,从而达到维护自身权益的目的。例如,在有效的法律保护体系中,外部投资者可以通过投票支持那些愿意实施更好的股利政策的董事会成员,或将股票出售给对公司有敌意收购企图的对手等手段,迫使公司现有的管理层或大股东“吐出(disgorge)”自由现金流用于发放股利,而这些手段并不需要外部投资者拥有特殊的权利(La Porta et al., 2000)。因而结果模型预测,公司股利支付水平与公司治理质量呈正相关关系。

结果模型还隐含了公司成长性与股利政策的一个重要结论。考虑两家治理较好的公司,因成长性或投资机会差别而导致的股利政策的差异:由于获得收益的权利能够得到有效保证,对于成长性较好的公司而言,投资者愿意接受当期较低的股利,以便获得未来公司再投资后更高的收益;而对于投资机会较差或处于成熟期的公司而言,投资者则不太可能接受公司保留当期利润以用于再投资。相反,当公司的治理质量较差,投资者的权益不能得到有效保护时,投资者可能更倾向于得到当期的回报(即使当期回报并不一定很高),因为“十鸟在林”不如“一鸟在手”。

与结果模型相对的替代模型则认为,现金股利是公司治理的替代机制。虽然现金股利政策能够缓解公司内部人与外部人之间的代理冲突,但股利政策降低代理成本的效力主要取决于对内部

^① 根据 Jensen(1986)的定义,所谓自由现金流,就是指企业在满足了 NPV 大于零的所有项目需要的资金后剩余的那部分现金流量。

人行为的限制程度(Jiraporn et al., 2011)。在没有事先约定的情况下,公司内部人若没有被有效地监督,则很可能背离股利政策而滥用自由现金流进行低效率的投资,其结果是可能引起负面的市场反应,并对公司或管理层的声誉产生不良影响。基于这个逻辑,在内部人和外部人之间的代理冲突较严重时,支付现金股利有助于约束管理层的行为并建立一个有效的事先约定机制。当外部投资者观察到治理较差的公司更可能产生源于内部人控制和自由现金流的代理问题时,相对于那些治理较好的公司而言,治安较差的公司支付现金股利显得更加必要。但是,Jiraporn et al.(2011)认为现金股利至少强加给了派现公司三种成本,包括税收成本、在内部现金流不充足时放弃正 NPV 项目的成本和进行外部融资的额外成本。正是由于现金股利支付的代价昂贵,因此治理好的公司并不倾向于支付股利或支付较高水平的股利,相反,那些代理问题较为严重、治理较差的公司则被预期具有更大的支付(更多)股利的倾向。类似于 Easterbrook(1984)以及 La Porta et al.(2000)的讨论,股利政策替代效应的另一种解释认为,当治理较差的公司需要从外部资本市场筹集资金时,需要通过支付股利建立一个适度保护外部投资者利益的信誉机制。因为在外部人看来,支付股利可能减少留存在企业里的多余现金,减少内部人过度投资或滥用现金的可能性,从而是上市公司向外部投资者发出的其利益不受侵占的信号。综上所述,替代模型认为更多的现金股利支付代替了较差的公司治理,因此预测公司股利支付水平与公司治理质量呈负相关关系。

三、公司治理影响现金股利政策的经验研究

伴随着现金股利代理理论的产生和发展,学者们关于公司治理影响现金股利政策的经验研究在不断充实中越来越丰富。本文基于广义的公司治理角度,拟从内部治理机制、外部治理机制以及公司治理总体质量等方面对公司治理影响现金股利政策的经验研究成果进行全面的梳理。

(一)内部治理机制与股利政策

1. 股权结构^①

(1) 大股东持股

现代公司中普遍存在的大股东控制,能够缓解管理层与股东之间的代理冲突,从而被视为具有公司治理功能(Shleifer and Vishny, 1986)。已有文献主要从大股东持股比例、大股东性质以及多个大股东之间的制衡或合谋的关系等方面研究了大股东持股对现金股利政策的影响。

首先,对于大股东持股比例与现金股利的关系,已有研究发现存在几种不同的结论。一种结论发现大股东持股比例越高,现金股利支付力度越大(Chen et al., 2009)。另一种结论发现现金股利支付与大股东持股比例负相关。Gugler and Yurtoglu(2003)发现德国公司股利支付率与第一大股东持股比例负相关,Renneboog and Trojanowski(2011)也提供了股利支付率与控股股东控制权集中度负相关的实证证据。另外,Huang et al.(2012)的研究还发现,中国台湾家族控制公司股利支付水平与控股家族的现金流权呈现出非线性的 U 型关系。

其次,控制性大股东的性质是影响公司股利政策的另一个重要因素。Gugler(2003)研究了奥地利公司的股利政策,发现相对于家族控股公司,国有控股公司具有更高的目标股利支付率,更倾向于采取平滑而稳定的股利政策。Chen et al.(2009)则发现中国国有上市公司发放的现金股利水平高于非国有上市公司。Setia-Atmaja et al.(2009)对澳大利亚上市公司的研究结果则表明,家族

^① 从广义上来说,管理层持股也可纳入到股权结构的分析中来。为使行文清晰,本文将管理层持股纳入到“管理层激励”小节中加以论述。

控制的公司更倾向于支付高股利。

另外,现代公司中除第一大股东外的大股东有与第一大股东合谋的动机和可能,也有激励和能力去制衡和监督第一大股东,即多个大股东之间的制衡或合谋的关系也会对股利政策产生重要影响。Faccio et al.(2001)研究发现,欧洲公司中多个大股东的存在提高了股利支付水平,限制了控股股东对小股东的利益侵占,而在亚洲公司里,其他大股东却与控股股东合谋,使得股利支付水平较低,加剧了侵占小股东利益的行为。Gugler and Yurtoglu(2003)发现德国公司中其他大股东的存在抑制了第一大股东持股对公司股利政策的边际影响,是对第一大股东侵占行为的监督和约束。

(2)机构投资者持股

机构投资者股东积极主义被普遍认为是一种新的公司代理机制,学术界从多方面对机构投资者的治理效果进行了实证检验。有关公司股利政策与机构投资者持股的关系,已有文献提供的结论也不尽相同。大多数研究发现,机构投资者持股与股利支付呈正相关关系。Short et al.(2002)发现机构投资者倾向于督促上市公司用自由现金流量派发股利,减少公司自由现金流量,以此进一步代替机构投资者自身的监督,降低自身的监督成本。Hamill and Al-Shattarat(2012)也发现机构投资者持股比例对公司股利政策存在显著影响。但也有学者研究认为,并没有证据表明机构投资者持股会显著提高股利支付水平。Grinstein and Michaely(2005)则发现,股利政策影响机构持股,机构会避开那些不支付股利的企业,但在支付股利的企业中他们又偏好股利支付较少的上市公司。同时在检验机构是否会影响股利政策时,他们发现机构投资者持股或所有权集中并不会导致公司提高股利支付水平。

另一方面,为数不多的文献就国外机构投资者持股对本国上市公司的影响进行了有益的探索。特别是在新兴经济体国家融入全球经济的过程中,国内机构投资者往往并不是良好的监督者,相反国外投资者却对企业起到了有价值的监督功能。Baek et al.(2004)研究发现,韩国市场中那些不与财团合谋的外国投资者是对韩国财团非常有效的监督者。Dahlquist and Robertson(2001)研究和比较了瑞典公司中的国内和国外的机构投资者后发现,外国投资者更偏好那些股利支付水平低、规模大以及现金持有较多的公司。然而,Jeon et al.(2011)研究了韩国市场中国外机构投资者和上市公司股利政策的关系后发现,国外投资者更偏好高现金股利政策。

2.董事会治理

董事会是解决现代公司代理问题的重要制度安排之一,影响董事会治理效应的因素包括董事会规模、董事会独立性、董事会构成以及董事会会议频率等。已有研究多从外部董事或独立董事的角度阐述董事会独立性和构成对公司股利政策的影响。Schellenger et al.(1989)发现现金股利支付率与外部董事比例呈正相关关系,从而表明董事会构成影响了公司的股利政策,相对于内部董事,外部董事能够更好地保护股东利益。Kaplan and Reishus(1990)提供了类似的证据,发现外部董事一般不愿意削减股利。Hu and Kumar(2004)发现公司股利支付倾向和支付水平都与董事会独立性显著正相关。Sharma(2011)较全面地考察了公司股利支付意愿与董事会的独立性及独立董事的特征的关系,发现公司股利支付倾向与董事会的独立性和独立董事任期正相关,而与独立董事拥有更多的兼职和具有更大的股权激励负相关。

3.管理层股权激励

在实施管理层股权激励后,管理层既是股东又是管理者,因此股权激励可以将管理层与股东的利益更好地结合起来,减少公司管理中的各种代理问题。已有文献主要从股票期权计划和管理层持股两个方面考察了公司股利政策与管理层股权激励之间的关系。已有大量研究发现,公司股利支付倾向和支付水平都与管理层薪酬结构中股票期权的激励呈负相关关系,如 Hu and Kumar

(2004)、Cuny et al.(2009)、Sharma(2011)等学者所提供的证据。而关于股利政策与管理层持股的关系,更多的观点支持管理层持股与股利政策在降低代理成本过程中的替代关系,即股利政策与管理层持股呈负相关关系,如 Roseff(1982)、Short et al.(2002)、Hu and Kumar(2004)、Akhigbe and Whyte(2012)等等。此外,Farinha(2003)还发现管理者持股与现金股利政策呈 U 形关系:在某一“自我保护水平”下,这两者可以视为公司治理的替代手段,因此呈负相关关系;但当管理层的持股比例超过这个“自我保护水平”之后,由于会产生额外的与“自我保护”相关的代理成本,这时管理者持股对现金股利的影响就是正的。

4. 会计信息透明度

会计信息作为执行企业契约的重要依据,具有公司治理的功能(Ball et al.,2008)。尤其是在法律保护不充分时,提高信息披露水平可以有效地保护中小股东的利益。会计信息的透明度一方面由公司自愿性披露的质量决定,另一方面也取决于外部力量对公司信息披露质量的监督。Luo and Plumlee(2008)采用投资管理与研究协会(the Association for Investment Management and Research, AIMR)分析师披露评级数据衡量自愿性披露质量,检验了股利政策与信息披露之间的关系,发现股利支付意愿和水平均与自愿性披露质量负相关。Lawson and Wang(2011)利用美国 2003~2008 年的数据研究了审计师监督与股利政策的关系,发现公司股利支付与审计师监督显著负相关,从而支持替代模型。Brockman and Unlu(2011)依赖于信息披露环境在各国间的差异,从代理成本的视角检验了股利生命周期理论,开拓性地建立了股利政策与会计信息披露环境之间的直接联系。他们发现公司现金股利支付与信息披露环境质量呈 U 型关系,即信息披露环境较差时,管理者倾向支付较高的股利以建立吸引外部投资者的声誉;信息披露环境较好时,管理者除“被迫”吐出现金以支付较高的股利外别无选择。

(二) 外部治理机制与股利政策

1. 投资者法律保护

La Porta et al.(2000)研究了 33 个具有不同投资者法律保护水平的国家和地区 4000 家公司的股利政策,发现这些企业的现金股利支付水平与所在国家或地区的投资者法律保护程度正相关,即股利政策是投资者法律保护的结果。Adjaoud and Ben-Amar(2010)对加拿大公司股利政策的研究也发现,股东权利的保护是决定高股利政策最重要的因素之一。与以上学者观点不同的是,Jiraporn and Ning(2006)从股东权利(shareholder rights)的角度检验了股利代理理论,发现美国公司股利支付水平与股东权利的加强呈负相关关系,从而支持替代假说。

2. 产品市场竞争

Grullon and Michaely(2007)开创性地研究了股利政策与产品市场竞争的关系。他们采用赫芬达尔-赫希曼指数(Herfindahl-Hirschman index, HHI)衡量公司所处行业的集中度,继而度量公司所处行业的产品市场竞争程度,研究发现样本公司的股利支付水平与所处行业集中度负相关,即产品市场竞争越激励的行业,公司股利支付水平越高。Ameer(2008)对马来西亚上市银行最优股利政策的研究表明,产品市场竞争在银行股利分配决策中扮演了非常重要的角色。Wang and Chiu(2012)则利用美国制造业公司的样本研究发现,所处行业越不集中的公司倾向于支付较少的股利,从而保留更多的收益以满足其成长性需要。

3. 其他外部治理机制

Michaely and Roberts(2012)对比了上市公司与投资者保护水平较低的非上市公司的股利水平,发现上市公司支付更高水平的现金股利,并且其股利水平对投资机会更敏感,其主要原因是对于非上市公司而言,不存在控制权市场以及缺乏严苛的财务报告制度和公众监督等。Lich et al.(2005)

指出 LLSV 的法律路径只解释了公司治理范畴的一小部分,并强调在分析公司治理时应该考虑到文化因素等非正式制度的治理机制的影响。Fidrmuc and Jacob(2010)采用 41 个国家 5797 家公司的样本,从文化的角度考虑了非正式制度安排在公司治理中的作用,以及与公司股利政策的关系。他们研究发现,在具有崇尚更高的个人主义(individualism)、更低的权力差距(power distance)和更低的不确定规避(uncertainty avoidance)的文化形态的国家中,上市公司的股利支付水平更高。Allen et al.(2012)发现银行监督(bank monitoring)在影响公司股利政策时,是与其他公司治理手段(如机构大股东持股)互为补充的治理机制。

(三)公司治理总体质量与股利政策

Adjaoud and Ben-Amar(2010)认为仅仅考察公司治理体系的某一个或少数几个方面与股利政策的关系存在一些缺陷,治理结构对股利政策甚至是公司价值的影响应该是所有反映治理结构变量指标的系统综合作用,因此需要完整地考察股利政策与公司治理总体质量之间的关系。因此,他们采用加拿大报纸 The Globe & Mail 公布的公司治理分数,研究了加拿大公司治理质量与股利政策的关系,发现治理质量越好的公司股利支付水平越高。Mitton(2005)采用新兴市场的样本,提供了股利支付水平与里昂证券(亚洲)(Credit Lyonnais Securities Asia, CLSA)设计的公司治理分数正相关的证据,并且发现股利支付水平与公司治理质量之间的显著正相关关系只存在于投资者法律保护较好的国家中,从而表明公司层面上的治理机制与国家层面上的投资者保护是相互补充而非替代的关系。Jiraporn et al.(2011)也采用机构股东服务公司(Institutional Shareholder Services, ISS)提供的大样本公司治理数据研究发现,治理越好的公司派现的概率越大,支付的股利水平越高。与此相反,John and Knyazeva(2006)利用投资者责任研究中心(Investor Responsibility Research Center, IRRC)治理数据库提供的数据,构建了综合考量公司内部治理机制和外部治理机制质量的代理变量,研究发现治理较差的公司越倾向于发放现金股利并愿意支付更高水平的股利,而且这种现金股利与公司治理质量的关系在高现金流和低成长性的公司中表现更为显著。

四、国内关于公司治理影响现金股利政策的研究

源于中国经济转型的历史原因和国家战略的需要,中国证券市场设立之初上市公司大部分由国有企业改制而来,股权集中度较高和所有者缺位是中国大部分上市公司的两大“天然特征”。一方面,现代公司中普遍存在的委托代理关系产生的经典的“所有者-管理者”利益冲突,是中国上市公司不可避免的第一类代理问题;另一方面,股权集中度较高及控制性大股东普遍存在产生的控股股东与中小股东之间的第二类代理问题,逐渐成为我国上市公司面临的主要代理问题。由此,两类代理冲突在中国上市公司并存也已成为不争的事实,传统的管理层与股东之间的利益冲突以及屡见不鲜的大股东“掏空”现象为上市公司股利政策横添了许多复杂因素(魏志华等,2012)。

基于代理理论,在两种不同的代理冲突下,国内学者认为现金股利政策发挥的功能存在显著差异,由此产生了两种截然不同的现金股利代理观。一种观点认为,中国上市公司的现金股利支付有助于缓解自由现金流产生的过度投资、在职消费等代理问题(魏明海和柳建华,2007;罗宏和黄文华,2008),起到了降低代理成本的作用(杨熠和沈艺峰,2004;谢军,2006;肖珉,2010),从而支持“自由现金流假说”。另一种观点则认为,中国上市公司的现金股利支付极有可能是大股东套取上市公司资金、掠夺中小股东的“掏空”手段,如陈信元等(2003)、肖珉(2005)、邓建平和曾勇(2005)、唐跃军和谢仍明(2006)、王化成等(2007)的研究。在此前提下,国内学者基于两种代理冲突展开的关于公司治理机制对上市公司现金股利政策的影响研究,主要集中于股权特征对上市公司现金股

利政策的影响,而且在价值判断上产生了较大分歧^①。国内已有关于股权特征影响上市公司现金股利政策的研究大致可归纳为以下几个方面:

第一,大股东或实际控制人持股比例对上市公司现金股利政策的影响。吕长江和周县华(2005)、唐跃军和谢仍明(2006)研究发现,我国上市公司现金股利支付水平与第一大股东持股比例呈 U 形关系,大股东之间的制衡程度越高,上市公司派发的现金股利越少,表明我国上市公司大股东之间的制衡有利于降低现金股利的“隧道效应”。谢军(2006)则发现第一大股东具有发放现金股利的显著动机,并在进一步考察公司成长性机会对股利政策股权效应的影响后发现,成长性机会能够弱化第一大股东分配现金股利的激励,从而支持自由现金流理论。邓建平和曾勇(2005)、王化成等(2007)研究发现,终极股东所有权与控制权的分离度与现金股利负相关,基本都认为现金股利是大股东“掏空”的工具。肖作平和苏忠秦(2012)则利用我国 2004~2008 年上市公司平衡面板数据检验终极控制股东与现金股利之间的关系,发现在其他条件相同的情况下,终极控制股东现金流量权与现金股利支付水平显著负相关,控制权和现金流量权分离度与现金股利支付水平显著正相关,从而表明终极控制股东并不是把现金股利作为“掏空”的工具,而是把现金股利作为掩饰“掏空”的面具。

第二,股权性质对上市公司现金股利政策的影响。谢军(2006)发现第一大股东发放现金股利的显著动机并不受股东性质的影响。王化成等(2007)则发现中国国家控股上市公司的分配倾向和分配力度显著低于民营控股上市公司,邓建平和曾勇(2005)认为我国家族控制的上市公司股利决策并不是为了解决经理滥用自由现金流的风险,而是和控制性家族自身利益最大化有关。与此相反,魏志华等(2012)则发现我国家族上市公司具有相对消极的现金股利政策,产生这种现象的一个重要原因是家族控制加剧了第一类代理冲突而非第二类代理冲突,从而降低了上市公司的派现意愿和分红水平。

第三,机构投资者持股对上市公司现金股利政策的影响。大多数国内学者的研究表明,我国上市公司中机构投资者持股与股利支付呈正相关关系,即机构投资者倾向于督促上市公司用自由现金流量派发股利,减少公司自由现金流量,从而达到降低由此产生的代理成本的作用,如王彩萍和李善民(2011)、申尊焕(2011)等的研究。但翁洪波和吴世农(2007)发现机构投资者仅能对“恶意派现”的上市公司发挥监督治理作用。周县华等(2012)则发现外资股东促进了上市公司支付更多的现金股利。

第四,管理层持股对上市公司现金股利政策的影响。廖理和方芳(2004)、董艳和李凤(2011)研究认为,管理层持股将管理层利益与股东利益联系在一起,从而降低了自由现金流产生的代理成本,提高了公司股利支付水平。

另外,也有一些学者关注了其他公司治理机制对中国上市公司现金股利政策的影响。如袁振兴和杨淑娥(2006)、刘志强和余明桂(2009)以及苏立勇等(2009)研究发现,投资者法律保护和产品市场竞争等外部治理环境对上市公司现金股利政策具有显著影响。徐寿福(2012,2013)研究发现,从会计信息透明度的角度来说,我国上市公司现金股利政策是信息披露质量改善的结果。

从整体上来说,国内学者更多地关注企业内部治理机制的影响,而较少关注外部治理环境对公司现金股利政策的影响,几乎没有关于公司整体的治理状况如何影响现金股利政策的相关文献。另外,国内学者的研究在样本选择和研究方法上也存在较大的差异。

① 作者感谢匿名审稿人指出两类代理冲突对公司治理与现金股利关系产生的重要影响。

五、结束语

综上所述,已有文献关于公司治理与股利政策关系的研究形成了一般分析框架,积累了大量的经验证据,取得了丰硕的成果,为后续研究奠定了良好的基础,但不可否认的是该领域仍存在较多值得进一步改进、完善和探讨的主题。归纳起来,主要体现在以下三个方面。

第一,已有关于公司治理与股利政策关系研究主要基于股利代理理论而展开,其隐含的一个逻辑前提是现金股利的支付是对投资者利益的保护,从而意味着现金股利支付水平越高,对投资者利益的保护效果越好。然而对这个逻辑,很多学者提出了不同的看法,例如利益侵占假说认为现金股利政策是内部人侵占上市公司和中小股东利益的手段之一(原红旗,2001;Maury and Pajuste, 2002;陈信元等,2003;肖珉,2005),内部人控制所导致的激进股利政策并不受市场欢迎(陆正飞等,2010)。从这个意义上说,现金股利的增加或减少都有可能增加代理成本从而损害中小投资者的利益,特别是在中国资本市场中现金股利具有“双刃剑”的特征(吕长江和周县华,2005)。另一方面,公司的投融资和分配政策往往是多期决策,而非单期决策,如果仅仅从单期的角度来评判高现金股利政策与低现金股利政策孰优孰劣有失偏颇。因此本文认为,应客观对待公司治理机制与股利政策之间的因果关系或替代关系,对于股利政策的价值判断则应该因公司而异,不能一刀切。事实上,国内诸多基于代理理论研究现金股利政策的文献对于上市公司现金股利政策的价值判断,大部分是建立在间接推断而非直接检验的基础上。比如,有关大股东持股与现金股利政策的许多文献仅仅揭示了大股东对现金股利的偏好,而对于大股东控制下的高股利政策是否真正损害了上市公司价值或降低了资源配置效率则鲜有直接证据,正如肖珉(2005)所指出的,现有的经验证据似乎难以判断现金股利政策是基于“自由现金流量假说”还是“掏空”假说。

第二,关于股利政策与公司治理的关系,应该从公司治理的总体质量上考察,还是应该考察股利政策与具体公司治理机制之间的关系,学术界仍有争论。尽管有学者认为,仅仅考察公司治理体系的某一个或少数几个方面与股利政策的关系存在一些缺陷,因此需要完整地考察股利政策与公司治理总体质量之间的关系(Adjaoud and Ben-Amar,2010),但本文认为这种观点值得商榷。首先,已有关于股利政策与公司治理总体质量关系的研究,多为研究者选择某些权威机构发布的公司治理状况得分,如The Globe & Mail、CLSA、ISS等,然而这些公司治理状况的评分在评判标准的制定、观测点的选择和权重赋予等方面存在一定的差别,从而可能掩盖和扭曲了某些治理机制的作用。其次,各种具体的治理机制之间是互补关系还是替代关系不能一概而论,而且不同的公司治理机制间能否替代依赖于各自的差别成本(differential cost)(Easterbrook,1984),因此不加区别地笼统考察各种具体治理机制的总体效果,可能会降低对公司治理总体质量的评价。

第三,已有研究在多个方面的结论并不统一,如股利政策与大股东持股、管理层持股、董事会治理等治理机制之间的关系,可能存在多方面的原因。一方面,这与学者们的样本选择和研究方法可能存在密切关系。首先,已有文献对同一问题的检验因国别差别而得出不同的结论,如关于股利政策与控股股东性质关系的研究中,Chen et al.(2009)、Setia-Atmaja et al.(2009)分别采用中国和澳大利亚的样本而得出了不同的结论。其次,即使针对同一国家公司相同主题的检验,研究者因样本时间的选择长度、样本涵盖范围的大小以及样本数据的处理标准不同而产生不同的结论。再次,学者们采用的计量方法对实证结果具有非常重要的影响。另一方面更重要的是,多种股利理论考察同一问题的出发点存在差异,但都有其内在的合理性。代理理论也许并不能完美地解释涵盖了各种情形的公司治理机制对现金股利政策的影响,因此有必要结合其他股利理论以纳入更多影响公

公司治理与现金股利政策关系的因素,从而弥补相应的缺陷。比如,股利生命周期理论基于企业所处的发展阶段来研究公司的股利政策,信号传递理论则把信息不对称理论引入股利政策,要从理论上指导公司制定有利于其长期发展且能有效保护投资者利益的股利政策,则应将企业特征、投资决策、信息不对称和股利政策相结合,实现股利生命周期理论、信号传递理论和代理成本理论的融合。

另外,已有文献多以欧美等发达国家资本市场为研究对象展开研究,专门研究类似我国的新兴市场的文献以及国内学者的研究比较欠缺。而我国资本市场新兴加转型的特征,无论是制度背景还是市场环境均与其他国家存在较大差异,因此要研究我国上市公司股利政策与公司治理的关系,在借鉴已有研究的同时,更应注重我国资本市场和上市公司的实际,深入开展本土化研究。

与西方发达国家相比,我国企业的现金股利支付率普遍较低,中小投资者的投资收益主要来源于股价买卖差,而不是公司的利润分配(董艳和李凤,2011),而且现金股利的支付很不稳定(陈信元等,2003),因此对于我国上市公司的现金股利政策在缓解代理冲突过程中与其他公司治理机制关系的研究,是否与学术界主流观点一致以及产生差异的缘由何在,仍然值得国内学者进一步探讨。同时,鉴于中国上市公司的具体实际,企业在现金股利与股票股利之间如何抉择?公司治理因素对企业的这种抉择产生了怎样的影响?监管层一贯坚持的(半)强制现金股利政策是否具备理论基础以及能否达到预期效果等等?国内学者对这些问题尚未进行系统考察,可能成为未来本领域重要的研究课题。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- 陈信元、陈冬华、时旭(2003):《公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究》,《管理世界》,第8期。
- 邓建平、曾勇(2005):《上市公司家族控制与股利决策研究》,《管理世界》,第7期。
- 董艳、李凤(2011):《管理层持股、股利政策与代理问题》,《经济学(季刊)》,第3期。
- 胡元木、赵新建(2011):《西方股利政策理论的演进与评述》,《会计研究》,第10期。
- 廖理、方芳(2004):《管理层持股、股利政策与上市公司代理成本》,《统计研究》,第12期。
- 刘志强、余明桂(2009):《投资者法律保护、产品市场竞争与现金股利支付力度——来自中国制造业上市公司的经验证据》,《管理学报》,第8期。
- 陆正飞、王春飞、王鹏(2010):《激进股利政策的影响因素及其经济后果》,《金融研究》,第6期。
- 罗宏、黄文华(2008):《国企分红、在职消费与公司业绩》,《管理世界》,第9期。
- 吕长江、周县华(2005):《公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析》,《南开管理评论》,第3期。
- 申尊焕(2011):《机构投资者对现金股利影响的实证分析》,《财贸研究》,第2期。
- 苏立勇、石桂峰、欧阳令南(2009):《产品市场竞争强度对公司现金股利分配的影响》,《上海管理科学》,第1期。
- 唐跃军、谢仍明(2006):《大股东制衡机制与现金股利的隧道效应》,《南开经济研究》,第1期。
- 王彩萍、李善民(2011):《终极控制人、机构投资者持股与上市公司股利分配》,《商业经济与管理》,第6期。
- 王化成、李春玲、卢闯(2007):《控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究》,《管理世界》,第1期。
- 魏明海、柳建华(2007):《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》,第4期。
- 魏志华、吴育辉、李长青(2012):《家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策》,《金融研究》,第7期。
- 翁洪波、吴世农(2007):《机构投资者、公司治理与上市公司股利政策》,《中国会计评论》,第3期。
- 肖珉(2005):《自由现金流量、利益输送与现金股利》,《经济科学》,第2期。
- 肖珉(2010):《现金股利、内部现金流与投资效率》,《金融研究》,第10期。
- 肖作平、苏忠秦(2012):《现金股利是“掏空”的工具还是掩饰“掏空”的面具?》,《管理工程学报》,第2期。
- 谢军(2006):《股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论》,《会计研究》,第4期。
- 徐寿福(2012):《产权性质、独立审计与上市公司现金股利分配》,《审计研究》,第6期。

- 徐寿福(2013):《信息披露、公司治理与现金股利政策》,《证券市场导报》,第1期。
- 杨熠、沈艺峰(2004):《现金股利:传递盈利信号还是起监督治理作用》,《中国会计评论》,第1期。
- 原红旗(2001):《中国上市公司股利政策分析》,《财经研究》,第3期。
- 袁振兴、杨淑娥(2006):《现金股利政策:法律保护的结果还是法律保护的替代——来自我国上市公司的证据》,《财贸研究》,第5期。
- 周县华、范庆泉、吕长江、张新(2012):《外资股东与股利分配:来自中国上市公司的经验证据》,《世界经济》,第11期。
- Adjaoud, F. and W. Ben-Amar (2010): "Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?" *Journal of Business Finance & Accounting*, 37, 648–667.
- Akhigbe, A. and A. Whyte (2012): "Does the Use of Stock Incentives Influence the Payout Policy of Financial Institutions?" *Quarterly Review of Economics and Finance*, 52, 63–71.
- Allen, L., A. Gottesman, A. Saunders and Y. Tang (2012): "The Role of Banks in Dividend Policy", *Financial Management*, 41, 591–613.
- Ameer R. (2008): "Product Market Competition, Regulation and Dividend Payout Policy of Malaysian Banks", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 16, 318–334.
- Baek, J., J. Kang and K. Park (2004): "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 71, 265–313.
- Ball, R., A. Robin and G. Sadka (2008): "Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism", *Review of Accounting Studies*, 13, 168–205.
- Brockman, P. and E. Unlu (2011): "Earned/contributed Capital, Dividend Policy, and Disclosure Quality: An International Study", *Journal of Banking and Finance*, 35, 1610–1625.
- Brown, P., W. Beekes and P. Verhoeven (2011): "Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review", *Accounting and Finance*, 51, 96–172.
- Chen, D., M. Jian and M. Xu (2009): "Dividends for Tunneling in a Regulated Economy: The Case of China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 209–233.
- Cuny, C., G. Martin and J. Puthenpurackal (2009): "Stock Options and Total Payout", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 391–410.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson (2001): "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics", *Journal of Financial Economics*, 59, 413–440.
- Denis, K. and J. McConnell (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1–36.
- Easterbrook, F. (1984): "Two Agency-cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74, 650–659.
- Faccio, M., L. Lang and L. Young (2001): "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, 91, 54–78.
- Farinha, J. (2003): "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 1173–209.
- Fidrmuc, J. and M. Jacob (2010): "Culture, Agency Costs, and Dividends", *Journal of Comparative Economics*, 38, 321–339.
- Grinstein, Y. and R. Michaely (2005): "Institutional Holdings and Payout Policy", *Journal of Finance*, 60, 1389–1426.
- Grullon, G. and R. Michaely (2007): "Corporate Payout Policy and Product Market Competition", AFA 2008 New Orleans Meeting Paper, <http://ssrn.com/abstract=972221>.
- Gugler, K. (2003): "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Investment", *Journal of Banking & Finance*, 27, 1297–1321.
- Gugler, K. and B. Yurtoglu (2003): "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review*, 47, 731–758.
- Hamill, P. and W. Al-Shattarat (2012): "What Determines the Dividend Payout Ratio for Jordanian Industrial Firms?", *Journal of Emerging Market Finance*, 11, 161–188.
- Hu, A. and P. Kumar (2004): "Managerial Entrenchment and Payout Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 759–790.
- Huang, Y., A. Chen and L. Kao (2012): "Corporate Governance in Taiwan: The Nonmonotonic Relationship Between Family Own-

- ership and Dividend Policy”, *Asia Pacific Journal of Management*, 29, 39–58.
- Jensen, M. (1986): “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jiraporn, P., J. Kim and Y. Kim (2011): “Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation”, *Financial Review*, 46, 251–279.
- Jiraporn, P. and Y. Ning (2006): “Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance”, *Journal of Applied Finance*, 16, 24–36.
- Jeon, J., C. Lee and C. Moffett (2011): “Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market”, *Journal of Financial Markets*, 14, 344–375.
- John, K. and A. Knyazeva (2006): “Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance”, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=841064>.
- Kaplan, S. and D. Reishus (1990): “Outside Directorship and Corporate Performance”, *Journal of Financial Economics*, 27, 389–410.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Lawson, B. and D. Wang (2011): “Auditor Monitoring and Dividend Payout Policy”, Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=1786948>.
- Licht, A., C. Goldschmidt and S. Schwartz (2005): “Culture, Law, and Corporate Governance”, *International Review of Law and Economics*, 25, 229–255.
- Luo, M. and M. Plumlee (2008): “Voluntary Disclosure and Dividend Policy”, Financial Management Association (FMA) Working Paper.
- Maury, B. and A. Pajuste (2002): “Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland”, *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15–45.
- Michaely, R. and M. Roberts (2012): “Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms”, *Review of Financial Studies*, 25, 711–746.
- Miller, M. and F. Modigliani (1961): “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34, 411–433.
- Mitton, T. (2005): “Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets”, *Emerging Markets Review*, 5, 409–426.
- Renneboog, L. and G. Trojanowski (2011): “Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice”, *Journal of Banking and Finance*, 35, 1477–1490.
- Rozeff, M. (1982): “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, 5, 249–259.
- Schellenger, M., D. Wood and A. Tashakori (1989): “Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy”, *Journal of Management*, 15, 457–467.
- Setia-Atmaja, L., G. Tanewski and M. Skully (2009): “The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 863–898.
- Sharma, V. (2011): “Independent Directors and the Propensity to Pay Dividends”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 1001–1015.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986): “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94, 461–488.
- Short, H., H. Zhang and K. Keasey (2002): “The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 8, 105–122.
- Wang, S. and M. Chiu (2012): “Trade-off between Agency Problem and Growth Opportunity on Dividend Payout Policy under Product Market Competition”, *International Journal of Corporate Governance*, 3, 126–142.

(责任编辑:罗 滢)