

零股利不能带来公司与高管的双赢*

——来自中国上市公司的证据

赵青华^{1, 2}

(1. 西南交通大学 经济管理学院, 成都 610031; 2. 重庆工商大学 会计学院, 重庆 400067)

摘要:以2007年中国上市公司中零股利政策的公司为样本,考察零股利^①状态下高管薪酬与公司价值之间的关系,结果发现:公司价值对高管薪酬有显著的负影响,公司当期业绩对高管薪酬有正影响但不显著,与激励理论并不相符;同时,零股利公司高管薪酬与公司的规模和持续零股利的时间没有显著性相关,与管理费用的增加水平呈同向变动但统计上没有显著性意义,而与现金持有水平高度显著性相关。研究表明:零股利公司高管与公司价值之间没有达到双赢,存在高管为了最大化个人利益而损害公司价值的可能;零股利政策下的现金流并非完全是为了进行有利项目的再投资;零股利公司的高管薪酬政策,对高管来说安全性太高,而风险激励不足,存在激励不相容。

关键词:零股利; 企业价值; 公司业绩; 高管薪酬

中图分类号: F276.6

文献标志码: A

文章编号: 1674-8131 (2010) 04-0086-11

Zero Dividends: without a Win-win Situation between Corporate and Executives

—Evidence from the Chinese Listed Companies

ZHAO Qing-hua^{1, 2}

(1. School of Economics & Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031;

2. School of Accounting, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

Abstract: This paper concentrates on the relationship between executive pay and firm value by taking the zero dividend companies of the listed companies of China in 2007 as an example. The results of the research are as follows: The firm value has obviously negative effect on the executive pay which is only positively but slightly influenced by the current profit of a company. It is also not consistent with the motivation theory. Meanwhile, the executive pay in zero dividend companies has no obvious relationship both with the company size and the duration of zero dividends. There is no positive effect on the statistics even though the executive pay increases with the administrative expense rising, but it is significantly related with the corporate cash holdings. Overall, there is no win-win between executives and the corporate in zero dividend companies. In order to maximize personal interests, some executives may damage the company value. The saved cash flow by zero dividend policy is not completely for the profitable project investment. Finally, there are incentive incompatibilities in the compensation policy of zero dividend companies because security is too high and risk incentive is not enough for executives.

Key words: zero dividend; enterprise value; company performance; executive compensation

* 收稿日期: 2010-03-08; 修回日期: 2010-04-11

作者简介: 赵青华(1969—), 男, 重庆忠县人; 西南交通大学在读博士, 重庆工商大学讲师, 主要从事公司财务研究。

①除特别注明之外, 本文所指股利为现金股利。从本质上看, 送股、资本公积转增股本与股票拆细仅仅是资金在几个所有者权益的会计账户中转移, 并无现金流出公司。

一、引言

股利是股东从公司收益中得到投资的价值体现的一种最重要的方式。但从公司的生存和发展或价值最大化的角度出发,管理层也可能决定暂时不发放股利。微软曾连续多年零股利,但其高速成长为股东带来了很高的回报。在我国,实行零股利政策的公司的盈利能力和增长能力却并不优于派现公司^[1]。随着国家对股利政策的不断完善,实行零股利的公司虽然逐渐减少,但比例仍然很高。

有人认为这首先是由于我国上市公司普遍缺少分红意识;其次是上市公司追求股本的快速扩张,由此产生资金紧缺而无法分红;再次是由于我国目前对分红派息仍要收取红利税,股东得到的收益相应减少,公司分红意愿较低^[2]。

实际上,由于我国的上市公司股权集中度较高,而控股股东多为国有股和法人股,所以,零股利政策也有可能是由于另外两个原因:一是出于国企“解困”及以“圈钱”目的的融资行为;二是严重的代理问题使得公司治理结构对代理人监督失效,从而使得公司高层利用对公司的实际控制地位,采取自身利益最大化的策略而不发放股利。

在2000年以前,上市公司不派现的比例很高。1997年到1999年,不分配股利的公司分别占61.85%、62.41%、68.78%。而自从2000年中国证监会关注再融资公司以往派现表现之后,上市公司派现水平明显提高,2000年不派现的公司只占44.09%^[3]。但随后又逐年升高,虽不如以前那么严重,2005年至2007年,零股利的上市公司占有所有上市公司总数的比例分别为55%、52%和50%。尽管2008年10月中国证监会要求“最近三年以现金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百分之三十”,旨在鼓励分红,但由于宏观经济的影响以及历史惯性,不分红的公司比例不可能有太大的改观。根据wind统计,连续5年以上未分红的公司就有312家,占2007年报未分红公司总数的一半^[4]。

不少学者对我国上市公司现金股利政策已经进行了较多的研究,从各个方面对公司的股利政策的影响因素、股利公告的市场反应和现金股利与股票股利等政策的替代性等进行了分析和检验;对于从大股东和企业价值最大化角度进行的股利分配政策所作的研究很多。也有人对我国上市公司零股利的行为进行了探讨,但对于零股利的实证研究还较少,而且大多因为把不派现归咎于大股东的控制行为,而未考虑其是否出于实际控制人的利益需求。因此,从管理层的角度去分析不分派股利的政策是否是作为内部控制人的管理者最大化自身利益的手段,既可能为分析代理问题提供依据,也可为今后国有上市公司的激励与约束制度等方面的进一步改革提供参考。

本文以我国沪深两市2000—2008年未发放现金股利的上市公司为研究对象,试图将上市公司不发放现金股利的股利政策、公司绩效与高管的“天价薪酬”及大股东操纵等结合起来,以期发现中国上市公司不发放股利是出于高层管理者自身利益最大化而非公司与高管双赢的证据。

二、文献回顾和研究假设

1. 零股利政策

现有的经典公司金融学教科书一般把股利分配政策分为四种:剩余股利政策、固定的或持续增加的股利政策、固定股利支付率及低正常股利加额外股利政策。零股利政策实际上只是剩余股利政策在资本预算所需资金得到满足后没有剩余时的一种表现。Julie Ann Elston(1996)研究了公司的股利分配政策与所有者结构、控制权结构的关系,结果证实这种联系在不完善的资本市场上是很有可能存在的,当公司现金状况不佳或者投资机会较多时,通常会考虑停止或削减股利分配^[5]。

从理论上讲,零股利并不能成为一种股利政策。但是,我国有相当多的公司上市以来极少发放股利。虽然自2000年以来,证监会对公司股利政策的要求不断改进,但从刚刚结束的2008年年报上看,尽管总体支付股利的公司比例有所上升,但仍有为数众多的公司是零股利。一些像中天城投那样有盈利但多年从不分配股利的“铁公鸡”依然故我。有的上市公司即使是在没有好的投资机会的情况下,仍不愿将现金返还给股东,倾向于保留盈余。然而,从公司业绩或价值来看,多数公司并未有改进或提高。因此,在我国的上市场公司中,零股利不只是一种表现,更是一种股利政策。

国外一些研究发现,上市公司零股利政策传递“坏消息”,将产生负的长、短期累计超常收益。有人对美国的上市公司零股利情况进行了研究,发现业绩、投资机会和规模影响上市公司分配股利的决定,认为美国证券市场上上市公司具有越来越不分配的趋势^[6-7]。一些学者从信号传递理论的角度对零股利的影响进行了实证分析,发现不支付股利事件将产生负的超常收益,大规模公司产生的超常收益小于小规模公司^[8]。

而国内的研究结论并不一致。何涛、陈晓（2002）实证发现我国上市公司的现金股利与企业市场价值无关的特性^[9]。沈艺峰、黄娟娟、宋菁（2008）对投资者保护对上市公司股利政策的作用进行了实证，发现投资者保护程度较高的公司比投资者保护程度较低的公司具有较高的股利支付比率；在投资者保护程度较高的情况下，高增长公司和低增长公司之间在股利支付上存在相当显著的差异；当因变量为经行业调整后的股利/盈利比率时，上市公司投资者保护指数与公司股利政策间呈现显著的负相关关系^[10]。杨汉明、龚承刚（2008）认为，企业价值与现金股利、现金股利支付率的关系不稳定，股利政策与企业价值之间不存在“内生关系”，它们是两个不同的独立决策；股利政策与盈利能力指标 ROA 正相关，与寿命周期指标正相关^[11]。刘银国（2008）证实了当上市公司进行股利分配时公司的盈利能力将比不分配时有所提高，并认为管理层有控制资源的动机，管理层在股利决策中不是以企业价值最大化为出发点，不是根据其未来的投资需要来留利，“企业存在过度的投资行为”^[12]。李卓、宋玉（2007）实证发现，我国上市公司中零股利的公司盈余持续性要弱于派发股利的公司^[13]。但饶育蕾、贺曦、李湘平（2008）实证发现，在投资者对股利的的需求表现为折价的时候，投资者对不发放现金股利的公司支付较高的股票相对价格，而对发放现金股利的公司支付较低的股票相对价格，投资者的这种需求使得公司倾向于不发放现金股利^[14]。陈仲伯、刘道榆（2006）认为，零股利政策的优点是公司将盈余全部留存到企业内部而不进行分配，有利于公司净资产的稳定增长和扩大再生产的顺利进行，而且股利政策与企业价值是正相关关系^[15]。

上述的研究对我国公司股利政策有一定的理论指导和现实意义，但是零股利是否提升或降低了公司价值，是否意味着负的超常的盈利能力并未经过大样本的数据所证实，还缺乏实证证据与一致的结论。这将成为本文的研究重点。

2. 高管个人价值

人们针对上市公司的大股东与中小股东之间存在着严重的代理问题做过很多研究，大都强调大股东很有可能利用其对公司的控制权优势侵害中小股东的利益，而股利政策也只不过是一种“合法”的侵害手段。比如，Barclay 和 Holderness（1989）的研究强调了控股股东会利用绝对优势的表决权转移上市公司的利润，却只承担有限亏损^[16]；Johnson 和 La Porta 等（2000）提出了“盗掘（tunneling）”行为的问题^[17]；Lee 和 Xiao（2002）发现非流通大股东的侵占行为^[18]；黄娟娟和沈艺峰（2007）认为，在股权高度集中的上市公司里，管理者制订股利政策主要是为了迎合大股东而忽视中小投资者的股利偏好^[19]。这些研究都只关注大股东与中小股东的代理问题，但却忽略了大股东的代表——经营者。那么，在投大股东所好的时候，或者在非人格化的国有或法人大股东失位的情况下，经营者在决定公司股利政策时极可能取决于经营者的利益。作为代理人的经营者会不会利用实际操作权而采用零股利政策最大化自己的利益呢？

Milton Harris 和 Arur Raviv（1996）认为，在信息不对称、激励机制不健全条件下，即使是效率很低的投资项目，经理人也倾向于过度投资以最大化自身的效用^[20]。在我国，由于公司留存利润不需要经过像从外部融资那样的严格的审核监督，在内部治理机制和外部治理环境不佳的情况下，经理人可能会为了规模私利而不完全是规模经济，利用内部留存利润进行过度投资，从而导致投资过热和投资效率低下。Kalay（1982）认为股利政策与投资政策是相互依赖的，如果合同规定一个较低的股利支付上限，企业就有较多的留存利润，那些预期盈利不佳的企业就有可能发生过度投资行为^[21]。Jensen（1986）指出，由于经理人牟取私利最直接的方式是扩大企业规模、增加可控资源，因此经理人会尽量少支付现金股利，利用自由现金流投资，甚至投资于负 NPV 项目，以追求由企业规模扩大而带来自身利益最大化^[22]。魏明海和柳建华（2007）的研究结果支持当前国有上市公司的低现金股利政策促进了过度投资的假说^[23]。唐雪松、周晓苏、马如静（2007）也证实了经理人的机会主义行为引发的过度投资^[24]。

近年来，人们对上市公司高管的薪酬问题争议不少。其中一个重要原因就是投资者不见分红，而高管职务消费、天价薪酬却节节攀升。截至 2009 年 2 月 26 日发布年报的 102 家上市公司中，有 49 家业绩出现了下滑，而这 49 家公司中有 32 家公司 2008 年高管薪酬猛增。高管薪酬增加 1 倍的 10 家公司中，有 5 家公司 2008 年的业绩下滑。高管薪酬增加 517% 的三安光电，业绩下滑 85.07%；高管薪酬增长 176% 的 ST 雄震，业绩下滑 52.03%；威尔泰业绩下滑 20.62%；哈投股份业绩下滑 8.47%；中银绒业业绩下滑 64.05%。而像银基发展、美菱电器、冠农股份等 2008 年业绩增长的公司也不分红。中天城投 2008 年净利润同比增

①国内外的其他类似的研究还很多，Conyon 和 Murphy（2000）、Hart（1995）、Richardson（2002）、王艳和孙培源等（2005）、刘昌国（2006）等都对过度投资行为与经理人关系问题进行了研究。

长了 58.21%，却仍然坚持 7 年不分红，反倒是公司高管的年薪总额涨至近千万元，最高年薪涨至近百万元^①。即使按即将出台的限制国有或国有控股公司高管薪酬的制度^[25]，把高管薪酬分为“基本年薪+绩效年薪+中长期激励”三大块^②，姑且不论其他诸如职务消费、保险等内容，仅就基本年薪而言，企业规模始终是决定高管薪酬的重要因素。可见，经理人有尽可能节省现金支付，加大投资规模的冲动。Xianming Zhou(2000)认为，高管的薪酬与公司的规模之间也存在正相关^[26]。由此，笔者认为，零股利政策有可能是扩大公司规模、过度投资，以最大化经理人自身利益所至。基于上述分析，本文提出以下两个假设：

假设一：零股利公司的资产规模与高管薪酬正相关，高管的职务消费与薪酬有替代作用。

假设二：零股利政策时间越长，企业越表现出过度投资行为，且过度投资行为与高管薪酬正相关。

事实上，我国的上市公司多年来圈钱、国企脱困的目标一直困扰着资本市场的健康发展。而不少上市公司圈到钱后却没有合理的投资项目，发行股票募集的资金用于体外循环、炒股、存银行的情况并不鲜见。加上上市公司大多为国有企业改组而来的渊源，双重代理问题使得经理人具有实际操作的权利。经理人掌握更多的资金，既可以增加职务消费的便利，也可以增加投资规模而得利。所以，零股利政策极有可能是这些降低公司价值的信号。基于上述分析，本文提出第三个假设：

假设三：零股利政策的公司，高管薪酬与现金流正相关。

正如微软、苹果公司当年的零股利政策那样，投资者向来对业绩高速增长的上市公司青睐有加。公司在快速发展阶段对资金需求量较大，而筹资成本低而便捷的留存收益当然是公司融资的最好选择，市场投资者比较认同它们的不分配股利政策。从信号传递角度看，投资者看好成长快、投资增长快的这类上市公司的发展前景，认为不分配股利传递公司未来高速发展的利好消息^[27]。因此，市场反应较为积极。对业绩增长较慢的而有盈余的上市公司不分配股利较为不满，市场反应较为消极；对业绩为负的公司不分配股利，市场反映更为消极。但是根据短期业绩作出的反映，并不一定具有长期的激励效应。特别是我国上市公司高管往往由政府部门指派，出于任期内政绩的考虑，高管往往把零股利政策作为提高短期业绩的手段而不注重公司长期价值的提升。由此本文提出第四个假设：

假设四：零股利条件下，上市公司业绩与高管薪酬正相关，与公司的市场价值负相关。

三、模型设计和样本

1. 样本选择与数据来源

本文选取 2007 年在上交所和深交所进行交易、在 CCER 中存有财务年报的上市公司为初始样本。按以下标准对初始样本做了剔除：

第一步：剔除 2008 年宣告发放股利的公司，本文以不发放股利的公司作为研究对象。

第二步：剔除上市不足两年的公司。因为本文研究的是零股利、公司价值及薪酬等方面的问题，时间太短无法体现这些方面较为稳定的表现。

第三步：剔除 ST 公司。因为这类公司财务状况或其他状况异常，经营面临极大的困难，虽然与其他公司一样不发现金股利，但这类公司根本不涉及零股利政策的问题。

第四步：剔除财务资料不全和极端值的公司。

最后，经过筛选最终得到 514 家样本公司。本文所使用的财务数据来自 CCER 中国股票市场研究数据库。对于出现逻辑矛盾的数据资料，笔者又以清华大学金融研究中心 CCFR 的数据库加以核对修正。有关统计分析使用 Excel2003 和 SPSS13.0 软件进行。

2. 变量的选取与变量定义

(1) 因变量

本文的因变量是零股利公司高管的薪酬(C_o)，以万元为单位，取自然对数，使各变量统计结果的表达形式一致。目前，各上市公司对高管薪酬的支付形式很多，一般由基本工资、年度奖金、长期激励、特殊津贴以及股票分红等组成。但我国管理层“低持股”、“零持股”现象严重，管理者持股对管理者的激励效应微乎其微，所以我们的管理者报酬并不包括股票分红。我们在研究零股利上市高管薪酬这个问题上时，采

①资料来源于 2009 年 3 月 2 日《海南特区报》。

②基本年薪由企业所在地区国有企业职工年平均工资乘以一定倍数，再乘以企业规模系数（或调节系数）构成；绩效年薪一般按基本年薪的 3 倍封顶；中长期激励的实施手段主要是“股权激励”。新规定还涉及对国企高管补充保险、职务消费等行为的规范。

用的是高管得到的现金薪酬。

(2) 解释变量

根据上文假设的论述，本文选取的自变量为 Si 、 Ma 、 Ca 、 Pe 、 Di ，分别表示公司规模、职务消费、现金流量、业绩表现、持续年数及公司价值（详见表 2）。

(3) 控制变量

公司高管薪酬除了受上述解释变量的影响之外，还存在其他影响因素。为考察解释变量对高管薪酬的影响，还必须控制其他可能对高管薪酬产生影响的因素。关于公司高管薪酬的研究表明，公司的债务风险、解雇威胁、行业特色等都会影响高管薪酬水平^[28-29]。故本文引入以下控制变量：负债水平（ Ra ）、控股类别（ Ty ）、持股比例（ Sh ）。而行业特征（ In_j ， In_1 、 In_2 、 In_3 、 In_4 分别表示能源与原材料行业、工业类、商业及医疗、金融与信息科技，其他则是电信与公益事业）将在稳健性检验中进一步分析（具体说明见表 2）。

表1 样本选择程序

选择步骤	样本
在 CCER 上有 2007 年财务年报的公司	1521
减除：其中 2008 年宣告发放股利的公司	790
其中上市不足两年的公司	33
其中的 ST 公司	157
其中资料不全的公司	27
最终样本公司	514

表2 变量选择

变量类型	变量名称	符号	变量说明	
因变量	高管薪酬	Co	董事、监事和高级管理人员年度报酬总额（万元）自然对数。	
	公司价值	Va	企业市场价值和资产重置成本之比（Tobin-Q 值）。	
	业绩表现	Pe	以公司的净资产收益率(营业利润)表示。	
	解释变量	持续年数	Di	该公司从 2000 年到 2008 年连续零股利政策的年数。
		职务消费	Ma	以管理费用比上年增长百分比计算。
		现金流量	Ca	货币资金（万元）的自然对数。
	公司规模	Si	财务报表所列示总资产（万元）的自然对数。	
	负债水平	Ra	公司的全部负债与全部资产之比。	
控制变量	控股类别	Ty	国有或国有法人股取值 1，否则为 0。	
	持股比例	Sh	第一大股东所持公司股份比重。	

3. 模型设计

根据上述假设和变量设计，本文采用以下回归模型来分析各因素在零股利政策下对公司高管薪酬的影响。基于上述变量，回归模型如下：

$$Co = a + \alpha_1 Va + \alpha_2 Pe + \alpha_3 Di + \alpha_4 Ma + \alpha_5 Ca + \alpha_6 Si + \beta_1 Ra + \beta_2 Ty + \beta_3 Sh + \varepsilon$$

其中， Co 为高管薪酬变量， $\alpha_i (i=1,2,3...6)$ 为高管薪酬的解释变量系数，而 $\beta_i (i=1,2,3)$ 为公司特征控制变量系数， a 为回归截距， ε 为随机误差项。根据以上模型，使用传统的 OLS 回归方法进行计量分析。

四、实证检验及结果分析

1. 描述性统计

我们首先对取得的数据进行初步说明分析。表3列出了连续性解释变量的统计特征。从中我们可以看出我国上市公司经营管理层的报酬总额平均为190.73万元，最低为11万元，最高为2 613万元，显示不同公司之间高层管理人员的报酬差别较大；公司经营业绩净资产收益率平均为-1.56%，最小为-1 353.31%，最大为

373.37%，不同公司的业绩相差悬殊。从总的情况看来，我国上市公司总体经营业绩不佳，微利或亏损状态居多；而从管理费用上看，比上年平均上升了14.65%，最高的居然上升了27倍多，而最小的比上年节省了99%，反映了控制费用开支的总体情况并不理想；自2000年以来，连续不发放现金股利的年数平均达到了4.41年，最高是9年，最小为1年，说明不发放股利是一种常态，而这并不包括2000年以前的时间。从Tobin-Q值来看，公司间离差水平相当大，最高达到57.635，而最小值仅为0.5047，说明不同公司在投资者眼中有皇帝与乞丐之别；公司的负债水平平均为52.53%，总体负债水平并不算太高，但有资不抵债的困难户，也有负债水平极低（0.91%）好过日子的；至于控股股东的持股比例，从8.07%到85.23%不等，但总的平均持股比例为34.40%，说明持股比例较集中，而这种集中在某种程度上会影响代理问题的性质及程度，进而影响高管决策的倾向。

表3 连续变量描述性统计

变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最大值	最小值
<i>Co</i>	514	4.9583	5.0006	0.7356	7.0896	2.3979
<i>Si</i>	514	12.0194	11.9667	0.9017	15.9252	9.8302
<i>Ma</i>	514	0.1465	-0.0430	1.5993	27.4746	-0.9916
<i>Ca</i>	514	9.1709	9.4714	1.8297	12.9143	-1.5193
<i>Pe</i>	514	-0.0156	0.0461	0.7368	3.7365	-13.5331
<i>Di</i>	514	4.4125	4.0000	2.7995	9.0000	1.0000
<i>Va</i>	514	2.8022	1.9582	16.7405	0.5047	57.6350
<i>Ra</i>	514	0.5253	0.5458	0.1917	1.5672	0.0091
<i>Sh</i>	514	0.3440	0.3132	0.1405	0.8523	0.0807

表4 虚拟变量描述性统计

变量	观察数量	取值为 1 的公司	
		公司家数	占样本总数比重
按控股股东性质分类			
<i>Ty</i>	514	495	96.30%
按 GICS 行业分类			
<i>In₁</i>	514	95	18.48%
<i>In₂</i>	514	229	44.55%
<i>In₃</i>	514	81	15.76%
<i>In₄</i>	514	91	17.70%

从表4的结果可以看出，我们选取的514个样本中，国有或国有法人控股的为495家，占全部样本的96.30%；而从GICS行业上看，能源与原材料行业占样本的18.48%，工业类企业占44.55%，商业及医疗类企业占15.76%，金融与信息技术占17.70%，电信与公益事业只占4%。

表5表明了零股利企业各变量之间的相关性。在1%的显著性水平下，高管薪酬与管理费用的增长具有正相关关系，说明管理费用与高管薪酬之间不是替代关系，而是同向变动的关系，在管理效率不变的条件下，管理的频率与高管的薪酬同向变动；而高管薪酬与现金流正相关，说明现金流越多的公司，虽然不

发放现金股利但高管的薪酬却倾向于增加；高管薪酬与公司业绩负相关则说明一方面公司高管的薪酬与企业价值最大化的目标并不一致（这与委托代理理论的结论是一致的），另一方面也说明公司的薪酬机制并没有把高管的薪酬与公司的价值结合起来，存在着治理机制方面的问题。而高管薪酬与当期的业绩表现的关系统计上不具有显著性意义，也从另外一个角度说明零股利企业薪酬机制方面的问题。此外，公司规模与业绩表现、资产负债率之间正相关，而与零股利持续年数负相关。说明企业越大，规模效益越明显，融资也就越便利，既会增加外部融资数额，也会更长久地实行零股利政策；而企业现金与管理费用增加正相关、与企业价值负相关，表明企业现金越多，管理费用增加的比例越大，企业价值就越低；负债水平和业绩表现负相关，则说明零股利企业中，资本结构中负债融资的比例越大，企业的业绩表现越差。在 5% 的显著性水平下，负债水平与公司持续零股利的时间正相关，说明负债水平越高，企业越会持续不发放股利。Spearman 和 Pearson 相关系数检验的结果基本一致，且与预期假设基本一致。但是分析变量相关性时未控制其他变量的影响，故还需进行多元回归分析才能得到更稳健和更可靠的实证证据。

表5 解释变量相关系数矩阵

样本 514 个	<i>Co</i>	<i>Si</i>	<i>Ma</i>	<i>Ca</i>	<i>Pe</i>	<i>Di</i>	<i>Va</i>	<i>Ra</i>	<i>Sh</i>
<i>Co</i>	1.000	0.053	0.034	0.466**	0.051	-0.016	-0.181**	0.015	-0.011
p-value		0.228	0.445	0.000	0.252	0.712	0.000	0.741	0.813
<i>Si</i>	0.060	1.000	0.035	-0.037	0.112**	-0.299**	0.032	0.298**	0.001
p-value	0.175		0.435	0.402	0.011	0.000	0.464	0.000	0.990
<i>Ma</i>	0.128**	0.016	1.000	0.088*	0.006	-0.085	-0.082	-0.045	-0.005
p-value	0.004	0.719		0.046	0.897	0.053	0.063	0.306	0.914
<i>Ca</i>	0.456**	-0.026	0.217**	1.000	0.022	-0.005	-0.469*	-0.024	0.042
p-value	0.000	0.561	0.000		0.622	0.913	0.000	0.589	0.338
<i>Pe</i>	0.066	0.207**	0.004	0.062	1.000	-0.085	0.020	-0.157**	0.037
p-value	0.137	0.000	0.920	0.162		0.053	0.650	0.000	0.409
<i>Di</i>	-0.018	-0.285**	-0.054	0.000	-0.169**	1.000	0.041	0.090*	0.038
p-value	0.683	0.000	0.224	1.000	0.000		0.353	0.042	0.389
<i>Va</i>	-0.151**	0.028	-0.155**	-0.409**	0.073	-0.043	1.000	0.012	0.001
p-value	0.001	0.520	0.000	0.000	0.098	0.332		0.786	0.988
<i>Ra</i>	-0.014	0.316**	-0.028	-0.003	0.006	0.087**	-0.012	1.000	-0.027
p-value	0.755	0.000	0.525	0.954	0.899	0.048	0.782		0.545
<i>Sh</i>	-0.007	-0.011	0.028	0.0881**	0.064	0.029	-0.221**	0.000	1.000
p-value	0.878	0.801	0.529	0.046	0.145	0.511	0.000	0.998	

注：对角线上（下）为spearman（Pearson）相关系数双尾检验（2-tailed）。*，**，分别表示5%和1%的置信水平上显著。

2. 回归结果及实证检验分析

本研究主要采用了拟合优度检验（调整的 R^2 ）和显著性检验（F 检验）来检验回归模型的拟合度，并用 Durbin Watson 来检验变量的自相关性。多元回归结果见表 6。由于公司当年有无盈利有可能直接影响当年的股利政策，故分别用全部样本和当年盈利的样本对公司价值、当年盈利水平及零股利持续年数与高管的薪酬分别进行了回归，所有的方程 F 值的显著性检验，样本可决系数 R^2 如表 6 所示。部分 F 值具有显著性， R^2 大于 0.2 有一定的解释能力。

表 6 中模型（1）是全部 514 个样本，高管薪酬对全部控制变量与解释变量的回归。从总的回归方程来看，现金持有量与高管薪酬具有显著性正相关，即单位现金流量越多，越倾向于制定较高的高管薪酬。而从模型（3）和(13)的回归结果看，也证实了这一点，这与我们的假设 3 相吻合。从模型（1）到（7）来看，公司的类别对高管的薪酬有负相关，即国有或国有控股企业倾向于制定较低的薪酬。如果剔除当年亏损的企业，公司的类别对高管薪酬的影响逐渐发生了逆转，但在统计上变得没有显著性。从模型（2）及（14）来看，公司的规模对高管薪酬的影响没有显著性，这与前面的假设相矛盾，与朱星文、蔡吉甫、谢

盛纹（2003）对全部上市公司的研究结果相差较大^[30]。但从另外一个角度看，公司高管的薪酬对所有回归模型中的常数项具有显著性，说明高管的基本薪酬部分较大，而这部分是否与公司的规模相关有待今后的进一步研究。从模型（4）来看，管理费用的增加对高管薪酬有正的影响，在统计上没有显著性意义。但在剔除了亏损的样本公司（模型 12）之后，管理费用的增加对高管薪酬影响具有统计上的显著性意义。这与原来的假设矛盾，也就是说管理费用增加（职务消费）不仅不是高管薪酬的替代，而是同向变化的关系。这说明管理费用开支越大，管理活动越多，高管的薪酬相应会增加。从模型（5）和（11）来看，零股利政策的持续时间与公司高管薪酬呈微弱的反方向关系，在统计上没有显著性意义。说明零股利政策持续时间对高管的薪酬没有显著性影响，这与前面的假说相矛盾。可见我国上市公司的零股利政策对高管的薪酬没有制约作用。模型（6）和（10）反映了公司当期的业绩与公司高管薪酬之间的关系，二者之间有正向的变动关系，但在统计上没有显著性意义。这与前面的假设也不一致，反映了我国上市零股利政策的企业高管薪酬并未与当期的业绩建立紧密的联系。模型（7）和（9）反映了零股利公司高管薪酬与公司价值（Tobin-Q 值）之间存在负相关关系。这与前面的假说一致。从这个角度说，零股利政策的企业公司价值与高管薪酬是一对矛盾体，从目前这些公司的情况来看，零股利政策并没有双赢。说明我国上市公司实行零股利还没有一个很好的落脚点，也即零股利政策从公司价值最大化的角度考虑得少，而对高管或政府实际控制利益考虑得过多。

表 6 公司表现与高管薪酬的多元回归分析

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(Constant)	2.876**	2.954**	3.573**	5.350**	5.367**	5.338**	5.415**	3.323**	4.898**	4.748**	4.756**	4.754**	3.029**	4.696**
	5.802	6.536	15.245	26.348	26.018	26.252	27.039	6.003	21.343	20.396	20.171	20.609	11.86	8.355
Va	0.007						-0.026**	-0.002	-0.036**					
	1.014						-4.141	-0.265	-4.422					
Pe	0.034					0.052		0.049		0.071				
	0.84					1.166		0.297		0.38				
Di	0.002				-0.004			-0.007			-0.005			
	0.171				-0.336			-0.56			-0.36			
Ma	-0.003			0.016				-0.006				0.0792**		
	-0.158			0.801				-0.3				2.38		
Ca	0.196**		0.186**					0.199**					0.202**	
	10.957		11.854					10.072					11.062	
Si	0.05	0.053						0.004						0.004
	1.399	1.601						0.098						0.089
Ra	0.042	0.021	0.096	0.062	0.061	0.087	0.064	0.154	-0.004	0.056	0.069	0.034	-0.018	0.065
	0.256	0.135	0.025	0.365	0.358	0.508	0.384	0.813	-0.015	0.208	0.258	0.127	-0.079	0.241
Ty	-0.329*	-0.332*	-0.344*	-0.439*	-0.436*	-0.433*	-0.425*	-0.313	0.095	0.143	0.146	0.124	0.003	0.146
	-2.157	-2.183	-2.254	-2.553	-2.537	-2.52	-2.512	-1.913	0.52	0.762	0.776	0.666	0.019	0.776
Sh	-0.139	-0.127	-0.123	-0.012	-0.01	-0.022	-0.013	0.044	0.176	0.119	0.142	0.155	0.174	0.13
	-0.678	-0.62	-0.598	-0.05	-0.042	-0.095	-0.057	0.19	0.908	0.584	0.713	0.784	0.999	0.617
R ²	0.233	0.23	0.226	0.119	0.114	0.125	0.212	0.251	0.223	0.003	0.003	0.017	0.237	0.003
F	17.028**	30.401**	37.246**	1.822	1.688	2.004	6.003**	14.892**	5.194**	0.326	0.322	1.71	30.972	0.292

注：被解释变量为 Co ，各回归参数的上行为回归系数，下行为 t 统计值；*、**分别表示在 5% 和 1% 的显著性水平下显著；模型（1）到（7）是全部样本的回归结果，第（8）到第（14）个模型是当年资产净利率为正的样本的回归结果。

3. 稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性，笔者还从以下几个方面进行了稳健性检验：（1）按 GICS 行业分类标准，考察不同行业零股利政策下高管薪酬影响因素之间是否有差别。对以上关系进行逐一回归，结果发现主要

的变量符号和显著性没有变化，之前的结论没有发生改变。(2) 对公司业绩指标 (Pe)，用 ROE 代替前面的净资产收益率 ROA ，并选取一部分控制变量来重复之前的回归分析，得到的基本结论没有发生改变。

五、 研究结论及局限性

1. 结论与建议

本文在对我国上市公司零股利政策的现状和结果描述分析的基础上，以我国上市公司 2008 年公布的 2007 年度年报数据为依据，对 2008 年公布不发放现金股利的 514 家样本上市公司进行实证研究。对零股利公司的高管薪酬与公司规模、公司当年业绩、连续不发放现金股利的年数、公司价值进行了多元线性回归，得到不同的因素对零股利公司高管薪酬的影响情况。实证结果表明：公司高管薪酬与公司当期业绩之间呈正相关，但在统计上没有显著性意义；与公司价值存在反向关系，在统计上具有显著性意义。而高管薪酬与公司的现金持有量在各种情况下都具有显著的正相关关系。在不剔除当年亏损公司的情况下，高管薪酬与控股股东的类别显著性相关，而剔除亏损公司后则与控股股东类别不存在显著性相关。此外，零股利公司的规模、连续不发放股利的年数与高管薪酬之间的关系不具有显著性，这与我们基于整个上市公司数据作出的理论假设有一定差距，说明我国的零股利政策的公司与其他公司并不一致。但与常数项高度正相关的结果说明，零股利公司中高管基本薪酬部分比例较大，而激励薪酬部分可能存在不足。

综合本文的研究结果发现：(1) 零股利公司高管与公司价值之间没有达到双赢，存在高管为了最大化个人利益而损害公司价值的可能，即零股利政策是利于公司高管价值的。(2) 零股利公司现金持有量越大，公司高管的薪酬越高，说明零股利政策下的现金流并非完全是为了进行有利项目的再投资；而公司规模与高管薪酬并不存在显著相关的情况说明，高管实行零股利很有可能是留下足够的现金满足自己价值最大化的手段。(3) 零股利公司高管薪酬与公司的业绩负向变动（没有显著性），与公司价值显著性负相关，与连续零股利政策负向变动（没有显著性），说明零股利公司的高管薪酬政策对高管来说安全性太高，而风险激励不足，存在激励不相容。

中国资本市场要健康发展，就要赢得投资者的信心。近几年连续强化股利分配的制度旨在重视对所有股东回报，避免上市公司的恶意圈钱，以保护广大投资者的利益。零股利政策不是不能采用，但出发点一定应是股东的利益至上，在此基础上采取激励相容的薪酬政策，使零股利政策是股东与公司高管双赢的股利政策。目前中国经理人市场并未成熟，代理问题特别是国有或国有控股公司的代理问题并未有很好的机制去解决，仅靠自发的力量不能解决内部人利用控制权而采取并不利于股东的零股利政策的问题。从宏观管理的角度看，政府一方面应加强零股利政策的公司的监管。零股利政策公司须说明保留盈余使用方向及未来可能带来的盈利水平。如果有证据表明公司的盈利能力低于市场平均收益水平，且并不存在现金流的短期障碍，则应对其采用零股利从而保留盈余的做法作出相应限制；对公司成长性并不强、而长期一毛不拔者，政府应对其再融资作出更严格的规定；同时，也要进一步采取措施，促进大小股东的参与，促使其股利政策透明化。另一方面对国有控股公司的高管的任命应有市场化的手段。亦官亦商的公司高管其目的、能力都值得怀疑。此外，从公司自身角度看，如果公司并没有更好的投资目标，应该还利于股东。市场经济是建立在诚信的基础上的，更多地从投资者的角度决策，公司就能在市场上建立良好的信用，就能赢得投资者的理解和支持，也为造就未来公司的高速成长和高管长期激励性薪酬价值的攀升双赢局面奠定了良好的基础。

2. 研究局限与展望

零股利政策一直以来是争论最多的问题，本文仅就 2007 年的年报及最近几年的零股利持续情况进行了分析，时间窗口较短，无法确定过去、将来的情况如何。而且，因为资料的关系，样本数量有限，而且也未分析发放现金股利的公司是否存在与零股利公司相同的薪酬决策。此外，上市公司高管薪酬是一个较为复杂的问题，而零股利政策更是涉及多种影响因素。比如：零股利政策的动机究竟是什么？零股利政策对公司价值与高管的薪酬影响有多大？什么情况下的零股利政策才是一种双赢的股利政策？等等。这些问题还没有在本文做出分析和解释，这也是本文后续研究的方向。

参考文献：

- [1] 傅继波，张晓峰，杨朝军.现金股利政策与公司业绩关系的实证分析[N].上市公司，2007-06-23.
- [2] 李刚，李峰立，黄建强.创新股利分配政策 让投资者名惠实至[N].中国证券报，2005-10-21.

- [3] 张少军, 高文涛.上市公司股利分配动因、影响因素及财务风险分析[J].价值工程, 2004(5): 102-105.
- [4] 赵学毅.307 家上市公司连续 5 年分红 08 年分红规模或提升[N].证券日报, 2009-02-19.
- [5] Julie Ann Elston, Dividend Policy, Investment. Theory and Evidence from US Panel data[J]. Managerial and Decision Economics, 1996, 17 (3): 267-275.
- [6] Shawn M Forbes, John Hatem. Nyse & Listed firms That pay Dividend: A Recent history [J]. Journal of Financial and Strategic Decisions, 1998, 11 (1): 47-51.
- [7] Fama Eugene F, French Kenneth R. Disappearing Dividends: Changing Firm characteristic or Lower Propensity to Pay? [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(4): 3-43.
- [8] R Michaely, RH Thaler, KL Womack. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? [J]. Journal of Finance, 1995 (6): 573-608.
- [9] 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): 26-28.
- [10] 沈艺峰, 黄娟娟, 宋菁.投资者保护对上市公司股利政策的影响[C].2008 年中国第七届实证会计国际研讨会论文集.
- [11] 杨汉明, 龚承刚.股利政策与企业价值: 基于寿命周期视角的分析[J].财政研究, 2008(8): 75-80.
- [12] 刘银国.我国上市公司股利政策有效性实证研究[J].经济管理, 2008(14): 26-33.
- [13] 李卓, 宋玉.股利政策、盈余持续性与信号显示[J].南开管理评论, 2007(1): 70-80.
- [14] 饶育蕾, 贺曦, 李湘平.股利折价与迎合: 来自我国上市公司现金股利分配的证据[J].管理工程学报, 2008(1): 133-136.
- [15] 陈仲伯, 刘道瑜.股利政策与企业价值的关系[J].系统工程, 2006(3): 103-105.
- [16] Barclay M, Holderness C. Private Benefits from Control of Public Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25: 371-395.
- [17] Johnson S, La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90:22-27.
- [18] LEE C, XING Xiao. Cash Dividends and Shareholder Expropriation in China. [R]. Tsinghua University, working paper, 2002.
- [19] 黄娟娟, 沈艺峰.上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要[J].会计研究, 2007(8): 36-44.
- [20] Milton Harris, Artur Raviv. The Capital Budgeting Process: incentives and information [J]. The Journal of Finance, 1996(4): 1139-1174.
- [21] Kalay A. Signaling, Information Content and the Reluctance to Cut Dividends [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1982, (15):.855-869.
- [22] Jensen, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [23] 魏明海, 柳建华.国企分红、治理因素与过度投资[J].管理世界, 2007(4): 88-95.
- [24] 唐雪松, 周晓苏, 马如静.上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J].会计研究, 2007 (7): 44-96.
- [25] 申剑丽.国企高管薪酬统一规范基本制定完毕, 望近期出台[N].21 世纪经济报, 2009-05-15.
- [26] Xianming Zhou. CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada [J]. Canadian Journal of Economics, 2000, 33 (1): 213-251.
- [27] 赖建清.中国上市公司不分配股利内部影响因素的实证分析[D].厦门大学硕士论文, 2001.
- [28] Jensen, Michael C, Murphy Kevin J. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis[J]. Accounting and Economics, 1985(4) : 11-42.
- [29] 谌新民, 刘善敏.上市公司经营者报酬结构性差异的实证研究[J].经济研究, 2003 (8): 55-64.
- [30] 朱星文, 蔡吉甫, 谢盛纹.公司治理、盈余质量与经理报酬研究[J].南开管理评论, 2003, 11 (2): 2.

(编辑: 南 北; 校对: 段文娟)