

# 机构投资者持股与中国上市公司现金股利政策

魏志华<sup>1</sup> 吴育辉<sup>2</sup> 李常青<sup>2</sup>

(1.厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005; 2. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 本文基于上市公司现金股利政策的视角, 深入考察机构投资者的监督治理效应、投资行为偏好, 以及不同类型的机构投资者之间是否存在异质性。以中国A股上市公司为样本, 实证发现: (1) 机构投资者持股比例较高的上市公司具有显著更高的现金股利支付意愿和支付水平, 表明机构投资者对上市公司现金股利政策发挥了积极的监督效应; (2) 高派现上市公司吸引了更高的机构投资者持股比例, 显示机构投资者将现金股利视为其构建投资组合的关键要素, 遵循了“谨慎人规则”; (3) 不同类型的机构投资者在现金股利的监督效应、股利偏好方面并没有呈现出明显的异质性, 揭示着我国各类机构投资者可能存在趋同的投资风格; (4) 我国机构投资者倾向于将现金股利政策视为上市公司传递的一种“信号”而非解决传统代理冲突的治理机制。

**关键词:** 机构投资者; 现金股利; 谨慎人规则; 公司治理

**Abstract:** At the present time, the institutional investors, including securities investment fund, brokers, social security, QFII and insurance etc, show the diversified development situation in Chinese capital market. Based on the perspective of listed companies' cash dividend policy, this paper examines whether different kinds of institutional investors show differences in corporate governance effects and their investment behaviors, and compares whether there is difference between institutional investors. Using a sample of Chinese A-share listed companies, our empirical results show that, (1) the higher institutional ownership, the higher cash dividend payout ratio and propensity to pay, showing that institutional investors play a monitoring role in listed companies' cash dividend policy; (2) the higher cash dividend payout ratio and propensity to pay, the higher institutional ownership, indicating that institutional investors follow the "Prudent Man Rule"; (3) different kinds of institutional investors do not show heterogeneity of corporate governance and preference of cash dividends, revealing that various kinds of institutional investors in China may have convergent investment styles; (4) institutional investors tend to understand the cash dividends as a "signal" by listed companies rather than a mechanism for solving the traditional agency conflicts.

**Keywords:** institutional investor, cash dividend, prudent man rule, corporate governance

**作者简介:** 魏志华, 厦门大学经济学院助理教授。吴育辉, 厦门大学管理学院副教授, 研究方向: 公司治理。李常青, 厦门大学管理学院教授, 研究方向: 公司治理。

中图分类号: F276.6 文献标志码: A

## 引言

无论是在发达国家还是新兴经济体, 机构投资者业已成为世界各国证券市场拼图中不可或缺的一极。在美国, 机构投资者作为资本市场的主导力量, 其拥有的上市公司股权比例从1950年的7%飙升到2004年末的51%(Chen等, 2007)<sup>[2]</sup>。而在大洋彼岸的中国, 随着证监会超常规发展机构投资者战略的指引, 机构投资者在我

国证券市场迅速崛起并开始扮演举足轻重的角色。近年来, 机构投资者进入我国上市公司十大股东的现象比比皆是, 对公司治理逐渐发挥着积极的作用(吴晓晖和姜彦福, 2006)<sup>[17]</sup>。正因如此, 机构投资者是否以及如何影响公司财务决策的问题, 已成为近年来备受关注的焦点(Grinstein和Michaely, 2005)<sup>[7]</sup>。

随着机构投资者的日益壮大, 在“新兴加转型”的中国资本市场中, 证券投资基金、券商、社保、

QFII(Qualified Foreign Institutional Investors,合格境外机构投资者)以及保险等各类机构投资者呈现出百花齐放的多元化发展格局。值得注意的是,由于政策监管、市场准入等原因,机构投资者目前在我国发展并不均衡,加之在投资目标和持股比例等方面存在明显差异,各类机构投资者可能在资本市场中扮演着不同的角色。遗憾的是,已有研究往往忽视了机构投资者群体可能存在的异质性。鉴于此,本文试图基于上市公司现金股利政策的视角,深入考察机构投资者的监督治理效应、投资行为偏好,以及不同类型的机构投资者之间是否存在异质性。具体而言,本文主要关注以下几个关键问题:第一,机构投资者持股是否影响上市公司现金股利政策并发挥治理效应?第二,机构投资者是否遵循“谨慎人规则”,即依据上市公司现金股利政策构建投资组合?第三,不同类型的机构投资者对于上市公司现金股利政策的影响力和偏好是否存在异质性?第四,机构投资者究竟是将现金股利政策视为一种“信号”抑或是解决传统代理冲突的治理机制?本文的研究有助于增进对机构投资者投资行为及其治理效应的理解,丰富和拓展已有的股利政策研究文献,并为监管部门制订和完善机构投资者发展战略提供一定的实证依据。

## 理论分析与研究假设

### 一、机构投资者监督与上市公司现金股利政策

在西方发达资本市场中,机构投资者通常能对其所投资公司的公司治理施加关键影响,成为解决公司治理问题的可靠机制。基于代理理论的分析框架,机构投资者作为一种公司治理机制能否监督和影响公司的现金股利政策引起了广泛关注。理论上,在完善的资本市场中现金股利支付有助于降低股东与经理人之间的代理成本。然而,在投资者法律保护较为薄弱的国家,缺乏有效监督的公司内部人有可能会减少股利发放并将公司资源用于掏空。Faccio等(2001)<sup>[6]</sup>研究证实,东亚上市公司的控股股东倾向投资于那些收益为负的项目来榨取高额的控制权私利,而不愿意将公司利润以股利的形式支付给外部股东。因此,若机构投资者果真能够有效监督公司行为并发挥治理效应,那

么机构投资者持股比例应与公司现金股利支付之间存在明显的正向关系。遗憾的是,国内外实证研究结果百家争鸣、莫衷一是。Eckbo和Verma(1994)<sup>[5]</sup>、Short等(2002)<sup>[10]</sup>分别对加拿大和英国上市公司的研究显示,较高的机构持股比例会对上市公司股利政策产生显著的正向影响。但是,Grinstein和Michaely(2005)<sup>[7]</sup>对美国上市公司进行研究却表明,并没有确切的证据支持机构持股有助于推动上市公司进行分红。我国学者胡旭阳和吴秋瑾(2004)<sup>[14]</sup>考察了1999~2002年基金持股与上市公司现金支付水平的关系,研究认为基金持股无助于敦促上市公司进行派现。翁洪波和吴世农(2007)<sup>[16]</sup>以2001~2004年中国A股上市公司为样本,也没有发现机构投资者持股影响上市公司现金股利政策的证据。

近年来,随着我国机构投资者队伍的不断壮大和崛起,机构投资者监督上市公司行为以及改善公司治理的作用被管理层寄予了厚望。作为一种新兴而强大的市场力量,机构投资者在我国尽管尚未成熟,但已逐渐在上市公司中发挥着一定的监督和治理效应(吴晓晖和姜彦福,2006)<sup>[17]</sup>。尤其是当机构投资者持股比例较高时,他们会更加积极主动地参与公司治理,并推动上市公司分红派息从而抑制公司管理层和控股股东的掏空行为。

假设1:机构投资者持股比例较高的公司,具有较高的现金股利支付意愿与支付水平。

### 二、现金股利政策与机构投资者持股

机构投资者是否会受上市公司现金股利政策吸引而进行投资是另一个值得深入探讨的问题。理论上,国外学者主要是基于“顾客效应”(Clientele Effect)以及“谨慎人规则”(Prudent Man Rule)<sup>1</sup>这两个视角进行剖析,并认为机构投资者出于股利税收优势以及谨慎投资规则的考虑会倾向于持有高股利支付公司的股票。

Allen等(2000)<sup>[11]</sup>率先构建了一个理论模型,对上述观点进行了证明。一方面,在美国,机构投资者可以享受明显的股利税收优惠政策,包括养老基金和非盈利机构在内的大量机构投资者拥有股利税豁免权。根据Miller和Modigliani(1961)<sup>[8]</sup>提出的股利政策“顾客效应”理论,这种税收优势可以吸引许多机构投资者偏好持有高股利

支付公司的股票。另一方面,由于机构章程和“谨慎人规则”的限制,机构投资者更不可能投资于低股利支付水平的公司。应该指出,“谨慎人规则”实质上遵循了代理理论与信号理论对于股利政策与公司价值的理解。代理理论认为,股利支付减少了管理层可自由支配的现金资源,有助于降低股东与经理人之间的代理成本。信号理论则提出,股利支付包含了公司管理者向外界传递的关于公司未来发展前景的信息,这有助于外部投资者甄别上市公司质量。基于上述考虑,奉行价值投资理念的机构投资者,无疑更愿意投资于股利支付水平高的上市公司,因为这些公司很可能面临着较低的代理冲突和较高的未来盈利预期。

在实证研究方面,已有文献倾向于支持高现金股利对于机构投资者持股具有正向影响。Grinstein和Michaely(2005)<sup>[7]</sup>对美国上市公司进行检验,实证结果虽然没有支持机构投资者对股利支付存在“顾客效应”,但他们发现,美国的机构投资者避免投资于不发放股利的公司,尤其是那些具有相对税收优势或更严格执行“谨慎人规则”的机构投资者(如养老基金和银行信托)。针对我国的研究,胡旭阳和吴秋瑾(2004)<sup>[14]</sup>、翁洪波和吴世农(2007)<sup>[16]</sup>实证也发现,机构投资者会选择高股利支付水平的上市公司来构建投资组合。

在我国,各类投资者均按10%的股利分红税率进行扣缴,故而美国机构投资者的股利“顾客效应”在我国难以成立(李常青,1999)<sup>[15]</sup>。不过,“谨慎人规则”却很有可能是我国机构投资者在构建投资组合时考虑的关键因素,并使得他们更愿意持有高派现公司的股权。

假设2:现金股利支付意愿与支付水平较高的公司,机构投资者的持股比例较高。

### 三、异质性机构投资者的影响

作为证券市场的主导力量,不同类型的机构投资者在持股比例、持股期限、利益冲突和信息获取能力等方面不尽相同(Coffee, 1991)<sup>[3]</sup>,而且在公司治理、文化、监督动机等方面也存在区别(Pinto, 2006)<sup>[9]</sup>,这些差异可能导致各类机构投资者存在明显的异质性并最终影响上市公司行为。Cronqvist和Fahlenbrach(2009)<sup>[4]</sup>提供了大股东异质性影响上市公司股利政策的证据,实证显示,养老基金、共同基金对公司股利支付有显著的正向

影响,但保险公司、对冲基金、信托公司的影响却并不显著。

近年来,在监管部门超常规发展机构投资者的战略指导下,中国证券市场中机构投资者队伍迅速壮大,初步形成了证券投资基金、券商、社保基金、QFII以及保险公司等各类机构投资者多元化发展的格局。值得注意的是,不同类型机构投资者的发展并不均衡,而且在投资目标上也存在一定的差异,这可能导致各类机构投资者在投资行为以及公司治理方面存在一定的异质性。一方面,作为我国最早获准入市的机构投资者类型,证券投资基金近年来发展最为迅猛,并一直占据着市场份额“领头羊”的位置,成为最具影响力的一类机构投资者<sup>2</sup>。相反,由于政策监管<sup>3</sup>、市场准入<sup>4</sup>等原因,其他机构投资者在我国证券市场占据的份额较低,对上市公司的影响力相对有限。另一方面,各类机构投资者的投资目标也不尽相同。比如,证券投资基金是市场化运行的基金管理公司,其目标是为投资者保本增值,因而他们会更有动力关注和监督上市公司的生产运营情况、公司治理结构;而社保基金则存在一定的政治和经济目标,并非单纯追逐经济利益最大化,其对上市公司的监督可能不如证券投资基金那样积极、有效。范海峰等(2009)<sup>[12]</sup>对我国机构投资者进行研究就发现,上市公司价值与证券投资基金持股比例显著正相关,而与社保基金持股比例显著负相关。他们认为,机构投资者在政治和社会压力、管理者薪酬机制等方面的不同导致了不同的治理效应。

综上,我们认为我国各类机构投资者可能存在明显的异质性,它们对现金股利具有不同的偏好,同时其监督能力进而对上市公司现金股利政策的影响力也将呈现一定的差异。

假设3a:不同类型的机构投资者对于上市公司现金股利政策具有不同的影响。

假设3b:不同类型的机构投资者对于上市公司现金股利政策具有不同的偏好。

## 研究设计

### 一、样本选择与数据来源

本文选取2004~2008年沪深两地的A股上市公司作为

研究样本。为力求数据的准确性和可靠性，我们执行了以下筛选程序：(1)剔除金融行业上市公司，因为这些公司存在行业特殊性；(2)剔除上市时间不满一年的公司，因为这些公司可能存在IPO效应；(3)剔除亏损当年仍发放股利的公司；(4)为了控制极端值对回归结果的影响，我们对解释变量中的连续变量1%以下和99%以上的分位数进行了缩尾处理(Winsorize)。最后，我们获得了1378家上市公司五年共6321个有效研究样本。本文的公司财务数据和公司治理数据来源于Wind资讯金融终端系统、CSMAR数据库。

## 二、变量定义

1. 现金股利政策。本文采用现金股利支付意愿和支付水平两类变量来考察上市公司现金股利政策。对于现金股利支付意愿，我们采用虚拟变量Cdummy来衡量，当上市公司发放现金股利时Cdummy取1，否则取0。对于现金股利支付水平，我们以Cpayout和Cdsales来测度。其中，Cpayout取值为每股现金股利与每股净利润之比，Cdsales取值为每股现金股利与每股主营业务收入之比。

2. 机构投资者持股。与Grinstein和Michaely(2005)<sup>[7]</sup>类似，我们以机构投资者持股比例(Inst，机构投资者持股数量占上市公司总股本的比例)来衡量机构投资者的投资和影响力。与薄仙慧和吴联生(2009)<sup>[11]</sup>一致，本文的机构投资者主要包括基金、券商、券商理财产品、QFII、社保基金、保险公司、企业年金、信托公司和财务公司等。借鉴何佳等(2007)<sup>[13]</sup>的分类方法，我们将机构投资者划分为五类：证券投资基金(Instfund)、券商(Instbroker)、QFII(Instqfii)、社保基金(Instssf)和其他机构投资者(Instother)，并分别计算了这五类机构投资者持股数量占上市公司总股本的比例。

3. 控制变量。第一，研究公司股利政策时的控制变量。我们选取公司规模(Size，总资产的自然对数)、盈利能力(Roa，总资产收益率)、负债水平(Lev，总负债与总资产之比)、公司成长机会(Growth，销售收入同比增长率)、现金流创造能力(Ncfps，每股经营性净现金流量)作为公司特征控制变量，并选取董事会规模(Bsize，董事会人数)和独立董事占比(Idpratio，独立董事数量与董事会人数之比)作为董事会治理结构的控制变量。第二，研

究机构投资者持股比例时的控制变量。借鉴Grinstein和Michaely(2005)<sup>[12]</sup>，选择公司现金股利政策(Cdummy、Cpayout、Cdsales)、公司规模(Size)、盈利能力(Roa)、负债水平(Lev)、公司成长机会(Growth)、市场风险(Beta，回溯前24个月的公司股票日收益率与市场指数日收益率的相关系数)作为控制变量。此外，我们还控制了行业与年份效应。

## 三、研究模型

为检验假设1和3a，即考察不同类型的机构投资者持股比例是否影响上市公司现金股利政策，同时考虑到股权结构的滞后影响，借鉴Grinstein和Michaely(2005)<sup>[7]</sup>，我们以当期现金股利政策为因变量、以前期机构投资者持股比例为解释变量构建如下回归模型：

$$\text{Logit}(Cdummy_{it}) = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i INST_{it-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Tobit}(Cpayout_{it} | Cdsales_{it}) = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i INST_{it-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，INST代表机构投资者总持股比例(Inst)或各类机构投资者持股比例(Instfund、Instbroker、Instqfii、Instssf、Instother)；CV包括各类影响公司现金股利政策的控制变量。当因变量为二元变量Cdummy时，我们采用常见的Logistic模型进行估计；而对于股利支付水平(Cpayout或Cdsales)，由于不存在小于零的情形，是一种“删失数据”(Censored Data)，采用Tobit模型往往比OLS估计能够得到更佳的回归结果。此外，回归模型还采用了异方差调整的估计方法， $\alpha$ 为截距项， $\beta_i$ 、 $\gamma_i$ 为回归系数， $\varepsilon_{it}$ 为残差项。下同。

为检验假设2和3b，即上市公司现金股利政策是否会影响各类机构投资者持股比例，与模型(2)类似，我们以当期机构投资者持股比例为因变量、以公司上期现金股利政策为解释变量，在控制各类影响机构投资者持股比例的变量后构建了如下回归模型(3)：

$$\text{Tobit}(INST_{it}) = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i Cdummy_{it-1} | Cpayout_{it-1} | Cdsales_{it-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

## 实证结果与分析

### 一、描述性统计与分析

表1是全样本上市公司主要变量的描述性统计。

可以看到：(1)我国上市公司的派现意愿和派现水平较低。派现公司比例(Cdumdiv)仅占样本公司的46.5%，而Cpayout均值仅有22.4%，显示上市公司派现金额还不到净利润的四分之一。(2)机构投资者持股占上市公司总股本的比例尚不足5%。与美国机构投资者持有上市公司半数以上的股权相比(Chen等, 2007)<sup>[2]</sup>，我国的机构投资者发展稍显滞后，这无疑是中国证监会近年来超常规发展机构投资者的主要动因。(3)机构投资者在不同上市公司的持股比例有巨大差异。统计显示，机构投资者在22.45%的上市公司样本中并不持股，但在投资的上市公司中最高持股比例达到67.6%。(4)与国外不同，我国各类机构投资者发展很不均衡，基金公司发展呈现出“一枝独秀”的态势。根据表1的统计，证券投资基金持股约占机构投资者总持股的82.4%，券商、社保基金、QFII以及保险等其他机构投资者占比相当低。可见，进一步发展和繁荣机构投资者力量、深化各类机构投资者多元化竞争的市场格局依然任重道远。

## 二、多元回归结果与分析

### 1. 机构投资者监督与现金股利政策

表2报告了机构投资者持股比例与上市公司现金股利政策关系的回归结果。综观表2第(1)、(3)、(5)列，机构投资者持股比例(Inst)总体而言与上市公司派现意愿(Cdumdiv)和派现水平(Cpayout、Cdsales)在5%水平上显著正相关。这意味着，机构投资者对于推动上市公司派现发挥了积极的监督作用，从而验证了假设1。在此基础上，我们进一步考察了不同类型的机构投资者与上市公司现金股利政策的关系。表2第(2)列的实证结果显示，各类机构投资者对于公司派现意愿的作用并无明显差异，除社保基金(Instssf)外，各类机构投资者持股都对上市公司派现意愿产生了显著

的正向影响。从表2第(4)、(6)列来看，机构投资者的异质性也较为有限。除社保基金(Instssf)外，证券投资基金

表1 主要变量描述性统计

	样本数	均值	中值	最小值	最大值	标准差	25%分位	75%分位
Cdumdiv	6321	0.46464	0.00000	0.00000	1.00000	0.49879	0.00000	1.00000
Cpayout	6320	0.22439	0.00000	0.00000	14.28571	0.47468	0.00000	0.36229
Cdsales	6321	0.01845	0.00000	0.00000	1.31899	0.04783	0.00000	0.01952
Inst	6321	0.04500	0.00376	0.00000	0.67574	0.08404	0.00000	0.04890
Instfund	6321	0.03768	0.00037	0.00000	0.66520	0.07736	0.00000	0.03405
Instbroker	6321	0.00193	0.00000	0.00000	0.14427	0.00724	0.00000	0.00000
Instqfii	6321	0.00136	0.00000	0.00000	0.12194	0.00643	0.00000	0.00000
Instssf	6321	0.00145	0.00000	0.00000	0.08476	0.00567	0.00000	0.00000
Instother	6321	0.00217	0.00000	0.00000	0.44947	0.01010	0.00000	0.00000
Size	6320	21.36687	21.31354	18.67574	24.76032	1.10339	20.65293	22.02584
Roa	6321	0.04678	0.04880	-0.35481	0.32077	0.09158	0.02359	0.08390
Lev	6319	0.56996	0.53520	0.07706	3.01233	0.36582	0.39514	0.65999
Growth	6312	0.20655	0.14222	-0.80905	3.28239	0.52840	-0.01105	0.32225
Ncfps	6321	0.36451	0.27000	-1.72000	2.93000	0.65874	0.03620	0.61115
Board	6231	9.38485	9.00000	1.00000	19.00000	2.02588	9.00000	11.00000
Idpratio	6228	0.35235	0.33333	0.00000	0.66667	0.05004	0.33333	0.36364
Beta	6321	0.95641	0.95420	0.05870	1.95130	0.38398	0.69140	1.21870

表2 机构投资者持股比例与上市公司现金股利政策的回归结果

	Logit(Cdumdiv <sub>t</sub> )		Tobit(Cpayout <sub>t</sub> )		Tobit(Cdsales <sub>t</sub> )	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inst <sub>t-1</sub>	3.478*** (4.76)		0.199** (2.16)		0.041*** (3.18)	
Instfund <sub>t-1</sub>		2.775*** (3.34)		0.053 (0.52)		0.028* (1.90)
Instbroker <sub>t-1</sub>		14.187*** (2.62)		2.499*** (2.94)		0.281** (2.31)
Instqfii <sub>t-1</sub>		17.763** (2.33)		2.131** (2.08)		0.174 (1.25)
Instssf <sub>t-1</sub>		-0.828 (-0.11)		1.219 (1.05)		0.102 (0.66)
Instother <sub>t-1</sub>		16.145** (2.09)		1.372* (1.69)		0.203 (1.53)
Size	0.952*** (19.45)	0.950*** (19.46)	0.164*** (19.79)	0.163*** (19.70)	0.023*** (10.43)	0.023*** (10.39)
Lev	-3.424*** (-15.56)	-3.407*** (-15.45)	-0.724*** (-15.92)	-0.721*** (-15.84)	-0.124*** (-11.36)	-0.124*** (-11.36)
Roa	15.920*** (15.55)	15.811*** (15.56)	2.015*** (16.18)	1.999*** (16.10)	0.417*** (11.05)	0.415*** (11.01)
Growth	-0.023 (-0.29)	-0.020 (-0.24)	-0.003 (-0.18)	-0.002 (-0.14)	-0.006** (-2.50)	-0.006** (-2.48)
Ncfps	0.101 (1.56)	0.105 (1.61)	0.012 (1.05)	0.011 (0.98)	-0.001 (-0.92)	-0.001 (-0.94)
Bdsize	0.051** (2.48)	0.051** (2.44)	0.013*** (3.10)	0.013*** (3.15)	0.002*** (3.15)	0.002*** (3.22)
Idpratio	-1.882** (-2.35)	-1.845** (-2.31)	-0.314* (-1.85)	-0.299* (-1.77)	-0.061*** (-2.87)	-0.060*** (-2.81)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-19.441*** (-18.74)	-19.414*** (-18.74)	-3.226*** (-17.63)	-3.219*** (-17.61)	-0.456*** (-9.92)	-0.456*** (-9.91)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.331	0.334	0.227	0.229	-1.260	-1.264
F	945.55***	968.15***	47.73***	42.94***	9.15***	8.78***

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾)；t值经异方差调整，下同。

(Instfund)、券商(Instbroker)、QFII(Instqfii)以及保险等其他机构投资者(Instother)的回归系数在(4)、(6)两列中至少有一列是显著为正的。换言之,这四类机构投资者持股都在一定程度上对上市公司派现具有积极影响。综上,我们认为,在我国不同类型的机构投资者对上市公司现金股利政策的影响并不存在明显的异质性,各类机构持股在监督和推动上市公司派现方面都发挥了一定的治理作用。因此,假设3a没有得到支持。

对比已有文献,本文的实证结果与Short等(2002)<sup>[10]</sup>的研究一致,即机构投资者持股对于上市公司分红派息具有监督效应。有趣的是,胡旭阳和吴秋瑾(2004)<sup>[14]</sup>、翁洪波和吴世农(2007)<sup>[16]</sup>对我国上市公司的实证研究发现,机构持股对于公司现金股利政策没有显著影响。我们认为,实证结果存在差异可能的原因在于,本世纪初中国的机构投资者持股比例较低,由于话语权不足,他们对公司决策或许更多地是“用脚投票”,但随着近年来我国机构投资者市场份额大幅提高,他们有动力也有能力“用手投票”积极监督公司决策,并推动上市公司分红派现回报股东。

## 2. 现金股利政策与机构投资者持股比例

表3报告了上市公司现金股利政策与机构投资者持股比例两者关系的回归结果。综观表3第(1)~(3)列不难发现,高派现公司吸引了更高比例的投资者持股,表现为上市公司上期现金股利政策会对当期机构投资者

持股比例产生显著的正向影响。换言之,机构投资者在构建投资组合时会将上市公司派现水平作为其投资决策的关键要素,即遵循了“谨慎人规则”,这与胡旭阳和吴秋瑾(2004)<sup>[14]</sup>、翁洪波和吴世农(2007)<sup>[16]</sup>对我国的研究结果一致。本文的研究假设2得到了实证支持。

在机构投资者异质性方面,表3第(4)~(18)列实证显示,各类机构投资者都更热衷持有高派现公司的股权,不同类型的机构投资者之间没有呈现出明显的现金股利偏好差异。从派现意愿(Cdumdiv)来看,机构投资者几乎不存在异质性,派现公司无一例外都在1%水平上吸引了更高的各类机构投资者持股,这表明我国机构投资者都避免投资于不派现的上市公司,该结果也印证了Grinstein和Michaely(2005)<sup>[12]</sup>对美国上市公司的研究。从派现水平(Cpayout或Cdsales)来看,投资者异质性的影响也并不明显。除社保基金外(Instssf),高派现水平对证券投资基金(Instfund)、券商(Instbroker)、QFII(Instqfii)以及其他机构投资者(Instother)持股都具有显著的正向影响。因此,假设3b也没有得到证实。

基于上述实证结果,我们认为,在我国机构投资者与上市公司现金股利政策是相互影响、相互作用的关系。机构投资者的确有助于监督和推动上市公司进行派现,尤其是在其持股比例较高时会对现金股利支付产生

表3 现金股利政策与机构投资者持股比例的回归结果

	Tobit (Instt)			Tobit (Instfundt)			Tobit (Instbroker)			Tobit (Instqfii)			Tobit (Instssf)			Tobit (Instother)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
Cdumdiv <sub>t-1</sub>	0.039*** (11.96)			0.037*** (11.74)			0.006*** (3.96)			0.010*** (5.25)			0.007*** (4.54)			0.007*** (3.53)		
Cpayout <sub>t-1</sub>		0.007** (2.54)			0.007*** (2.60)			0.001 (1.11)			0.004** (2.33)			0.001 (1.07)			0.002 (1.51)	
Cdsales <sub>t-1</sub>			0.116*** (3.06)			0.102*** (2.77)			0.031** (2.27)		0.015 (1.27)			0.006 (0.54)			0.020** (2.10)	
Size	0.033*** (20.65)	0.039*** (25.01)	0.039*** (24.62)	0.034*** (20.97)	0.040*** (24.91)	0.039*** (24.58)	0.003*** (4.22)	0.004*** (5.74)	0.004*** (5.54)	0.007*** (8.41)	0.009*** (10.22)	0.009*** (10.16)	0.008*** (12.96)	0.009*** (15.57)	0.009*** (15.36)	0.007*** (6.10)	0.008*** (6.39)	0.008*** (6.28)
Lev	-0.029*** (-5.18)	-0.037*** (-6.01)	-0.035*** (-5.75)	-0.031*** (-5.31)	-0.040*** (-6.10)	-0.038*** (-5.84)	-0.009*** (-3.91)	-0.010*** (-4.35)	-0.009*** (-4.12)	-0.014*** (-3.71)	-0.017*** (-4.47)	-0.017*** (-4.46)	-0.005** (-2.11)	-0.007*** (-2.96)	-0.007*** (-2.92)	-0.006* (-1.85)	-0.008** (-2.21)	-0.007** (-2.11)
Roa	0.288*** (12.64)	0.339*** (14.45)	0.332*** (14.08)	0.279*** (12.06)	0.330*** (13.89)	0.324*** (13.53)	0.024*** (2.64)	0.033*** (3.64)	0.030*** (3.31)	0.083*** (6.50)	0.097*** (7.42)	0.097*** (7.32)	0.072*** (6.06)	0.081*** (7.03)	0.081*** (6.89)	0.052*** (4.41)	0.062*** (4.90)	0.061*** (4.70)
Growth	0.001 (0.39)	-0.000 (-0.14)	-0.000 (-0.10)	0.002 (0.68)	0.000 (0.12)	0.000 (0.15)	0.001 (0.83)	0.001 (0.66)	0.001 (0.66)	-0.001 (-0.98)	-0.002 (-1.30)	-0.002 (-1.26)	0.001 (0.94)	0.001 (0.72)	0.001 (0.71)	-0.002 (-1.24)	-0.002 (-1.39)	-0.002 (-1.37)
Beta	-0.018*** (-3.68)	-0.021*** (-4.09)	-0.020*** (-4.07)	-0.016*** (-3.41)	-0.019*** (-3.83)	-0.019*** (-3.82)	0.001 (0.33)	0.000 (0.09)	0.000 (0.18)	-0.007*** (-2.72)	-0.008*** (-2.99)	-0.008*** (-3.02)	-0.003 (-1.18)	-0.003 (-1.39)	-0.003 (-1.41)	-0.007*** (-2.89)	-0.008*** (-3.01)	-0.008*** (-2.99)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.677*** (-19.94)	-0.781*** (-23.34)	-0.783*** (-23.23)	-0.693*** (-20.53)	-0.793*** (-23.60)	-0.798*** (-23.56)	-0.098*** (-6.00)	-0.113*** (-7.05)	-0.113*** (-6.99)	-0.192*** (-9.99)	-0.217*** (-11.14)	-0.212*** (-10.89)	-0.203*** (-13.83)	-0.219*** (-15.56)	-0.220*** (-15.64)	-0.196*** (-6.21)	-0.213*** (-6.34)	-0.205*** (-6.21)
Pseudo R <sup>2</sup>	-0.506	-0.468	-0.470	-0.549	-0.509	-0.511	-0.497	-0.459	-0.474	11.719	11.171	11.072	-3.092	-2.981	-2.975	-0.510	-0.488	-0.489
F	42.50***	35.62***	36.09***	38.67***	32.92***	33.13***	5.07***	4.71***	4.88***	-	-	-	14.28***	13.76***	13.84***	3.16***	3.07***	3.42***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾)。

显著正向影响。反过来,上市公司现金股利政策也是机构投资者构建投资组合的重要指标,高派现可以吸引机构投资者对上市公司进行投资。进一步研究显示,我国各类机构投资者在现金股利政策监督效应和股利偏好方面的异质性较小。值得注意的是,传统的股利政策理论(如代理理论、信号理论)可以为上述结果提供重要的阐释,即派现公司可能面临着更低的代理成本以及更好的未来发展前景,遵循谨慎投资规则的机构投资者持有这些上市公司的股票无疑是理性的选择。

### 三、稳健性检验

我们主要进行了如下稳健性检验:(1)本文采用总现金股利/总资产(Cdivast)、每股现金股利/公司年末股票收盘价(Cdyield)以及每股现金股利(Cdps)作为上市公司现金股利支付水平的代理变量,重复前文的回归,实证结果具有较高的稳健性。(2)前文实证结果显示,机构投资者监督会影响上市公司现金股利政策,反之依然成立。为了控制机构投资者持股与公司现金股利支付之间可能存在的内生性问题,借鉴Grinstein和Michaely(2005)<sup>[7]</sup>,我们采用2SLS和3SLS联立方程模型重复上述研究,实证结果基本一致。

## 机构投资者为何偏好现金股利: 信号理论抑或代理理论?

前文研究显示,高派现公司吸引了更高比例的机构投资者持股,而机构投资者遵循“谨慎人规则”似乎可以提供较为合理的解释。不过,由此自然而然产生了一个疑问,即机构投资者的谨慎投资是源于将现金股利视为上市公司自我甄别的一种“信号”抑或是降低代理成本的治理机制?换言之,机构投资者偏好现金股利究竟是信号理论还是代理理论在起作用?

为进一步检验上述问题,我们设计了一个简洁的检验方法,即将上市公司按照公司规模大小划分为两组,分别对上期公司现金股利政策与当期机构投资者持股比例进行回归。理论上,大规模的上市公司信息透明度较高,而小公司则面临着更严重的信息不对称。因此,如果机构投资者将上市公司派现视为一个有效的“信号”,那么我们可以预期上期公司派现水平与当期机构持股比例的正相关关系将在信息不对称

程度较为严重的小规模上市公司子样本中更为显著。为此,我们将相关实证结果报告于表4 Panel A。可以看到,在大公司子样本中,除派现意愿变量(Cdumdiv)外,上市公司上期派现水平(Cpayout或Cdsales)对当期机构持股并没有显著的解释力;相反,在小公司子样本中,回归结果都在5%水平上显著为正,且回归系数也明显更大。因此,我国上市公司现金股利政策具有的“信号”作用很可能是机构投资者构建投资组合时考虑的重要因素。

类似地,为考察代理理论是否可以解释机构投资者的现金股利偏好,我们设计了如下检验方法:将上市公司按照公司成长性高低与自由现金流高低进行交叉分组<sup>5</sup>,得到高成长低自由现金流组、低成长高自由现金流组两类公司子样本,再分别对上期现金股利政策与当期机构投资者持股比例进行回归。理论上,高成长低自由现金流组的公司面临较低的代理冲突,更不需要通过派现来降低代理问题,较高的派现水平很有可能是大股东的变相套现行为;相反,低成长高自由现金流组的公司由于存在较严重的代理问题,发放现金股利有助于保护外部投资者利益。因此,理论上可预期公司现金股利政策与当期机构投资者持股比例的正相关关系应在代理冲突更为严重的公司(即低成长高自由现金流组)中更为显著。我们进行了分组回归,并将实证结果报告于表4 Panel B。综观实证结果,在两类子样本组中,除了派现意愿对于机构持股具有显

表4 公司现金股利政策与机构投资者持股:  
基于信号理论与代理理论的检验

Panel A. 信号理论的检验:公司现金股利政策与机构投资者持股						
	大公司子样本: Tobit (Inst.)			小公司子样本: Tobit (Inst.)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Cdumdiv <sub>t-1</sub>	0.029*** (6.62)			0.044*** (9.61)		
Cpayout <sub>t-1</sub>		0.004 (1.06)			0.009** (2.42)	
Cdsales <sub>t-1</sub>			0.035 (1.32)		0.551*** (4.96)	
Panel B. 代理理论的检验:公司现金股利政策与机构投资者持股						
	高成长低自由现金流子样本: Tobit (Inst.)			低成长高自由现金流子样本: Tobit (Inst.)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Cdumdiv <sub>t-1</sub>	0.054*** (7.04)			0.020*** (3.75)		
Cpayout <sub>t-1</sub>		0.003 (0.93)			-0.001 (-0.30)	
Cdsales <sub>t-1</sub>			0.138 (1.50)		0.021 (0.68)	

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾);限于篇幅未报告控制变量回归结果。

著影响外，上市公司上期派现水平(Cpayout或Cdsales)对当期机构持股都没有显著的解释力，该结果显然与代理理论预期不一致。可见，现金股利对于解决传统代理问题的作用可能并不是我国机构投资者构建投资组合时考虑的关键因素。

综上，我们认为机构投资者在我国倾向于将现金股利政策视为上市公司传递的一种“信号”而非解决传统代理冲突的治理机制。需要特别指出的是，本文中关于公司现金股利政策影响机构持股的所有回归模型几乎都证实，是否派现始终是机构投资者关注公司股利政策的焦点。派现公司的机构投资者持股比例都要显著高于不派现公司，换言之，派现意愿是一个优质的“信号”，机构投资者会避免投资于不支付现金股利的公司(Grinstein和Michaely, 2005<sup>[7]</sup>)。毋庸置疑，这一实证结果为许多“铁公鸡”上市公司敲响了警钟，毕竟只有真正愿意以回报股东为己任的公司才能得到市场和投资者的认可。

## 结论与启示

目前，我国资本市场中证券投资基金、券商、社保、QFII以及保险等各类机构投资者呈现百花齐放的多元化发展格局，各类机构投资者是否能够发挥公司治理效应以及是否进行价值投资成为了一个重要的研究课题。本文基于现金股利政策的视角，对上述问题展开了深入探讨。以中国A股市场上市公司为样本，实证发现：(1)机构持股比例较高的上市公司具有显著更高的派现意愿和派现水平，表明我国机构投资者对上市公司现金股利政策发挥了积极的监督效应；(2)高派现上市公司吸引了更高比例的机构投资者持股，显示我国机构投资者将

现金股利视为其构建投资组合的关键要素，遵循了“谨慎人规则”；(3)不同类型的机构投资者在现金股利的监督效应、股利偏好方面并没有呈现明显的异质性，揭示着我国各类机构投资者可能在一定程度上存在趋同的投资风格；(4)在我国机构投资者倾向于将现金股利政策视为上市公司传递的一种“信号”而非解决传统代理冲突的治理机制。

本文实证结果的重要启示在于：首先，我国机构投资者已在一定程度上扮演着积极的公司治理角色。机构投资者的监督有助于迫使许多“铁公鸡”类上市公司通过现金股利分配来更好地回报股东，从这个意义上说，机构投资者监督已成为保护中小投资者利益的有效机制，发挥着积极的公司治理效应。其次，机构投资者将现金股利政策作为其投资决策的重要依据，显示我国机构投资者在一定程度上遵守了“谨慎人规则”，从而间接地为机构投资者能够发现公司价值提供了证据。同时，上述发现对于我国上市公司股利政策具有借鉴意义，即只有愿意实实在在地回报股东的公司才能真正赢得投资者的青睐。最后，我国各类机构投资者对于上市公司现金股利政策的影响和偏好并不存在明显的异质性。因此，对于监管部门而言，应注意促进机构投资者的多元化均衡发展，推动各类机构投资者在上市公司治理中发挥应有的监督作用；而对于机构投资者而言，如何在坚持“谨慎人规则”的同时形成自己独特的投资风格，则是值得深入进一步思考的问题。

[基金项目：国家自然科学基金项目(71102058、71102059、71172050)以及中央高校基本科研业务费项目(2011221012、2010221028)]

## 注释

1.所谓谨慎人规则，亦称谨慎投资者规则，是英美法系指导受托人投资的基本原则，其衍生于受托人的谨慎义务(Duty of Care)，该义务要求受托人管理信托事务必须采取合理的谨慎。一般来说，受托人的行为符合谨慎标准的，受托人对受益人不承担责任，否则就应当承担相应责任(张敏，2007)<sup>[18]</sup>。

2.一组数据提供了佐证：1998年，我国基金管理公司仅有5家，发起设立基金5只，管理基金份额100亿份；到2009年7月底，基金管理公司达61家，设立基金502只，管理的基金份额为2.29万亿份，分别是1998年的12.2倍、100.4倍和229倍。而最近两年，我国基金业的资产管理规模都维持在2万亿元以上。

3.例如，保监会2003年1月17日发布的《关于重新修订 保险公

司投资证券投资基金管理暂行办法 的通知》对保险公司投资基金的比例进行了限制，保险公司不得以任何理由超过规定的比例投资基金。

4.例如，2002年11月，中国证监会和中国人民银行联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》，这标志着外资进入中国A股市场的大门正式打开，而QFII也从此在我国落地生根。

5.我们分别将每股自由现金流、公司主营业务收入同比增长率作为自由现金流和公司成长性的代理变量。其中，每股自由现金流=[(净利润+利息费用+非现金支出)-营运资本追加-资本性支出]/总股本。

(下转第60页)

可能是因为地方政府利用上市公司争夺流动性资本。在这种动机下，地方政府通过相关部门实施了一系列的优惠措施。另外，本文并没有发现公司税收遵从度对公司价值的影响。

## 结论与建议

从我国实施企业所得税分享体制改革以来，税务部门进行了较大调整。税收征管部门的差异、地区对流动资本的争夺以及地区财政状况的不同都在一定程度上影响了公司的税收行为。本文以我国深圳证券市场的上市公司为研究样本，检验了诸多因素影响下公司税收遵从行为的总效应，得到以下结论与政策建议：

(1)自所得税收入分享改革以来，虽然国家税务总局明确要求各地的国税局和地税局必须保持所得税政策的一致性<sup>6</sup>，但是从实证结果来看，实际执行仍有一定偏差。作为计算最复杂、管理最困难的税种，企业所得税受到很多因素的影响，容易出现税负不平衡的现象<sup>[23]</sup>。之前的一些研究提出，由于各地国家税务局从2002年以来才开始管辖企业所得税，工作经验、信息系统建设和管理规范程度等方面都与地税局存在一定的差距(陈锡平，季久义，2006)<sup>[24]</sup>。但是，本文的

结论是：从上市公司来看，地方税务局的所得税征管工作与各地国家税务局有明显的差距，这可能是由于地税局征管工作更多地受到地方政府的影响，缺乏独立性。所以，从短期来看，财政部门和国家税务总局应进一步加强对地税局负责征管的上市公司相关涉税业务的监督，增强税务机关执法的权威性，确保税收公平。从长期来看，在新一轮税改工作中，需要重构中央和地方的财政关系，在考虑其他税种配套和税务部门设置的基础上，对企业所得税体系进行系统性改进，确保税务部门执法的独立性和企业实际税负的一致性。

(2)税务部门应该强化分类管理，在借鉴成功的经验和相关研究成果的基础上，建立纳税人重点特征识别系统，搜集典型企业税收遵从行为影响因素和表现特征数据，构建纳税人税收行为分析指标体系，有效地鉴别和监督纳税人行为，提高征管效率和税收的公平性。

(3)本文的研究也表明，税务部门的征管与企业所得税遵从行为会对公司治理和价值产生重要影响。因此，改进企业所得税征管体系，提高税务部门征管和稽查工作的积极性和效率，对于提高我国公司治理

(上接第47页)

## 参考文献：

- [1]Allen F., Bernardo A.E., Welch I. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles[J]. Journal of Finance, 2000, 55(6): 2499-2536.
- [2]Chen X., Harford J., Li K. Monitoring: Which Institutions Matter?[J] Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 209-223.
- [3]Coffee J. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor[J]. Columbia Law Review, 1991, 91(6): 1277-1368.
- [4]Cronqvist H., Fahlenbrach R. Large Shareholders and Corporate Policies[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(10): 3941-3976.
- [5]Eckbo B.E., Verma S. Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy[J]. Journal of Corporate Finance, 1994, 1(1): 33-62.
- [6]Faccio M., Lang L.H.P., Young L. Expropriation and Dividends[J]. American Economic Review, 2001, 91(1): 54-78.
- [7]Grinstein Y., Michaely R. Institutional Holdings and Payout Policy[J]. Journal of Finance, 2005, 60(3): 1389-1426.
- [8]Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J]. Journal of Business, 1961, 34(4): 411-433.
- [9]Pinto M. The Role of Institutional Investor in the Corporate Governance[Z]. German Working Paper in Law and Economics, 2006, article 1.
- [10]Short H., Zhang H., Keasey K. The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership[J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8(2): 105-122.
- [11]薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009, (2): 81-91.
- [12]范海峰, 胡玉明, 石水平. 机构投资者异质性、公司治理与公司价值——来自中国证券市场的实证证据[J]. 证券市场导报, 2009, (7): 45-51.
- [13]何佳, 何基报, 王霞, 翟伟丽. 机构投资者一定能够稳定股市吗?——来自中国的经验证据[J]. 管理世界, 2007, (8): 35-42.
- [14]胡旭阳, 吴秋瑾. 基金持股与公司股利政策——来自中国股票市场的经验证据[J]. 中国会计与财务研究, 2004, (3): 1-30.
- [15]李常青. 我国上市公司股利政策影响因素分析[J]. 中国工业经济, 1999, (9): 22-26.
- [16]翁洪波, 吴世农. 机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J]. 中国会计评论, 2007, (3): 367-380.
- [17]吴晓晖, 姜彦福. 机构投资者治理效率研究[J]. 统计研究, 2006, (9): 33-36.
- [18]张敏. 美国谨慎投资者规则与现代投资组合理论探析[J]. 证券市场导报, 2007, (7): 28-33.