

最终控制人性性质、外资持股与股利分配行为

——来自中国上市公司的经验证据

马超

(暨南大学经济学院, 广东 广州 510632)

摘要: 本文采用2004~2012年沪深A股上市公司为研究样本, 通过分析金字塔控股结构所带来的两权分离度与股利的相关关系来探究最终控制人性性质不同的公司进行股利分配的动机, 同时研究了在股利分配动机不同时外资股东对股利分配水平的影响。研究表明, 国有控股公司的股利分配水平高于非国有控股公司, 而其高股利分配的动机源于利用股利作为掩饰大股东掏空行为的“面具”; 这一动机在非国有控股公司中不显著。在国有控股公司中, 外资持股通过降低股利分配水平的方式抑制了公司掩饰掏空的动机, 且英美法系股东的这一作用更为显著。

关键词: 最终控制人性性质; 金字塔控股结构; 股利分配; 外资持股

Abstract: By adopting the sample of Chinese A-share listed firms from 2004 to 2008 to set up panel model, this paper studies the motivation for firms with different ultimate ownership types to pay out cash dividends through examining the relationship between the separation of ownership right and control right which is brought by the pyramidal ownership structure and the cash dividend. Meanwhile, this paper examines the effects of foreign shareholding on cash dividends under different dividend payment motivations. The results show that: the level of dividend payment is higher for state-controlled firms, and their major motivation to pay higher dividend is to use dividend as the “mask” to conceal the tunneling behavior of controlling shareholder; while such kind of motivation is not significant in privately-held firms. The increase of foreign shareholding in state-controlled firms would constrain the motivation to mask the tunneling behavior by reducing the dividend payment level, and such effect would be more significant when the foreign shareholders come from the common law countries.

Keywords: nature of ultimate ownership; pyramid controlling structure; dividend payment; foreign shareholding

作者简介: 马超, 女, 暨南大学经济学院博士生, 研究方向: 资本市场与公司金融。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

引言

Miller and Modigliani(1961)^[25]提出的股利无关理论为后续的股利政策研究打下了坚实的基础。在这之后所衍生出的股利税收效应理论 (Farrar and Selwyn, 1967)^[14]、“股利之谜” (Black, 1976)^[6]、股利信号理论 (Bhattacharya, 1979)^[5]、股利融资次序理论(Myers and Majluf, 1984)^[26]、股利代理理论 (Jensen and Meckling, 1976)^[18]以及股利迎合理论(Baker and Wurgler, 2004)^[3]都是对Miller和Modigliani研究的补充和完善。学者们尝试

着从多个角度探求影响公司股利政策的因素。然而, 正如肖作平和苏忠秦(2012)^[34]研究中所指出的, 前述研究较少将股权结构纳入研究范畴, 而股权结构却是影响公司股利政策的一个重要因素。因此, 随着公司股权结构的不断演变, 影响股利政策的因素也在发生着改变。

现代公司所有权结构经过几十年的发展和演变, 已不再如Berle and Means(1932)^[4]所描述的那样是股权较为分散的, 而是股权相对集中且保持着较为稳定的态势 (Holderness, 2003)^[17], 因此伴随着股权的相对集中而衍生出的大股东控制问题已引起了国内外学者的广泛关注。大

股东普遍采用金字塔结构的形式对上市公司形成间接控制，而金字塔控制结构所带来的所有权和控制权的分离会对公司治理产生重大影响。Claessens et al.(1999)^[9]指出，两权分离度的扩大会对大股东的掏空行为(Tunneling)产生激励作用，加剧大股东与中小股东间的代理问题。此时在大股东与经理代理问题研究范式下起到重要作用的股利扮演着何种角色？Faccio et al. (2001)^[13]与肖作平和苏忠秦(2012)^[34]的研究指出，在两权分离度较高的公司中，大股东分配高额股利的动机为利用股利分配作为掩饰掏空行为的面具，其理论可以被概括为“股利面具理论”。在这一研究范式下，股利分配不再是缓解代理问题的一种有效机制，因为股利分配实质上掩盖了大股东的掏空行为，中小股东在获得股利收益的同时可能面临着更大程度的损失。然而，Faccio等及肖作平和苏忠秦的研究未能考虑中国特有的两种上市公司：国有控股和非国有控股公司。两种上市公司由于其治理结构、外部环境均存在差异，因而其掏空水平、股利分配水平进而股利分配动机都会有所不同。单纯地将股利视为掩盖掏空的面具可能并不全面。基于此，本文进一步考察了“股利面具理论”在不同性质公司中的适用性。

在研究“股利面具理论”的同时，本文亦试图寻找抑制这一行为的公司治理机制，其中外资持股作为公司治理的一项重要安排被寄予厚望。随着中国资本市场的逐步开放，外资持股在带来技术进步的同时也会对公司治理产生重要影响。外资股东由于普遍未能掌握公司控制权而只能获得现金流权，因此这类股东参与公司治理的一个重要途径就是影响公司的股利政策。已有学者研究了外资持股和股利政策的关系(Baba, 2009；周县华等，2012)^{[2] [36]}，认为外资股东能够有效地发挥公司治理作用，提升股利分配水平。但是，由于不同性质的公司分配股利有不同的动机，现有研究未能考虑到在股利分配动机不同的情况下，外资股东对股利的作用是否存在差异。因此，本文探讨了外资股东在股利分配动机不同的情况下能对股利分配水平产生怎样的影响，以进一步验证外资持股的公司治理有效性。

文献综述与理论研究

由于特殊的市场制度设计及公司股权结构设置，中

国上市公司的股利分配动机较为特殊。徐国祥和苏月中(2005)^[35]提出了股利“悖论”，即不分配股利会导致内部人滥用自由现金流，而分配股利又会成为大股东掏空上市公司的工具。因此，解决这个“悖论”的方法就是进行股权分置改革。那么在股权分置改革实施后，公司分配股利的动机是什么？股利分配动机在最终控制人性质不同时是否有差异？外资持股与股利分配水平呈何种关系？这些问题都需要进行深入研究。因此，本部分在回顾现有研究文献的基础上，理论推演股利分配水平在不同性质公司中的差异，以及这些差异产生的原因，同时推演出外资股东在不同性质公司中对股利分配水平所起到的作用，进而提出相关的研究假设。

一、最终控制人性质与股利分配动机

在中国资本市场上，国有控股上市公司是一个较为特殊的存在，其经营所面临的外部环境和自身特殊的内部公司治理结构都决定了其与非国有控股公司的公司治理机制是存在差异的。股利政策作为公司治理的一个重要组成部分，自然也会受到最终控制人性质的影响。现有研究普遍发现，国有控股公司的股利分配水平高于非国有控股公司，因为国有控股公司有更为充足的现金流去分配高额股利。依据“股利融资次序理论”，当公司较为依赖外部市场融资时，将降低股利分配水平以保留更多的资本用于公司发展(Deshmukh, 2005)^[11]。Lu and Yao(2006)^[24]和He et al.(2013)^[15]指出，当国有性质的实际控制人通过金字塔结构控制上市公司时，上市公司能够从内部市场中获得更多的资源，因此其对外部市场的依赖性更小，因此也有能力分配较高的股利。同时，国有控股公司在获得外部资金融通上也具备优势。一方面，Brandt and Li (2003)^[7]发现，国有控股公司更容易获得银行贷款，甚至引发预算软约束问题(林毅夫和李志赞，2004)^[31]；另一方面，中国股票市场(特别是主板市场)设立的初衷就是要为国有企业的改革提供融资支持，从而使国有控股上市公司更为便利地在资本市场上融通资金(Bradford et al., 2013)^[8]。

除了具备分配高额股利的能力外，解决代理问题也是国有控股公司分配高额股利的初衷，因为相较于非国有控股公司，国有控股公司中的掏空程度更为严重，掏空行为发生的可能性也较高(李增泉等，2004)^[30]。Lee

and Xiao (2004)^[23]指出,由于历史原因及国有企业与政府间存在的天然联系,国有企业需要承担部分社会责任,为国有企业的经营带来沉重包袱。在公司从母公司中剥离上市后,作为实际控制人的母公司有从上市公司进行“抽血”来维持自身发展的动机。因此,依据“股利代理理论”的观点,在金字塔结构所带来的两权分离度越高时,公司将分配更高的现金股利来降低大股东的掏空动机。La Porta et al. (2000)^[21]研究就指出,在法律保护程度较高的国家中,当大股东和中小股东间的代理问题较为严重时,中小股东会要求公司分配更多的现金股利来降低自身利益被侵害的风险。因此,两权分离度与公司现金股利分配水平正相关,股利是缓解代理问题的有效工具。

然而,在法律保护程度较弱的国家中,为何仍然能够发现两权分离度与股利正相关的证据(Faccio et al., 2001)^[13]? 中小股东作为弱势群体如何能够迫使处于控制地位的大股东分配高额股利来减少掏空行为?可能的解释是,在法律保护缺失的情况下,大股东作为理性经济人会出于自身利益最大化的角度来决定股利政策,也就是说,大股东必然会从高额股利分配中获利。¹依据“股利掏空观”的观点,大股东可以利用股利作为掏空的一种手段,因此股利水平越高其获得的掏空收益越多(Lee and Xiao, 2004)^[23]。但是这一观点产生于中国股票市场股权分置时期,伴随着股权分置改革的启动至完成,这一观点赖以存在的基础已基本被打破。因此,肖作平和苏忠秦(2012)^[34]的研究指出,在两权分离度较高的公司中,大股东分配高额股利的动机也不在于利用股利作为掏空工具,而在于利用股利分配作为掩饰掏空行为的面具。依据“股利面具理论”的观点,由于国有控股公司中大股东掏空程度更高,因此在两权分离度越高时中小股东对掏空隐患更为担忧也更为敏感。此时,中小股东可能会选择大量抛售股票以逃离股票市场,这不仅会造成股票市场的动荡,还会对大股东掏空的可持续性产生影响。因此,为缓解中小股东对掏空的担忧,公司将提高股利分配水平来向中小股东传递掏空减少的信号,进而掩盖大股东的掏空行为。由以上分析可得假设1和假设2:

H1: 相比于非国有控股公司,国有控股公司的股利分配水平更高。

H2: 出于掩盖大股东掏空行为的动机,相比于非国有控股公司,在国有控股公司中,两权分离度越高时股利分配水平越高。

二、外资持股与股利分配水平

根据股利的代理理论,Baba(2009)^[2]认为外资股东与其他中小股东同为公司外部投资者,都有可能受到公司内部人的侵害,因此将促使公司提高股利分配水平来降低代理成本。Jeon et al. (2010)^[20]对韩国、Khanna and Palepu (1999)^[20]对印度以及Huang and Shiu (2009)^[16]对台湾地区上市公司的研究均发现,外资持股会提高上市公司的股利分配水平,降低大股东掏空程度。但是,Dahlquist and Robertsson (2001)^[10]发现,基于股利的税收效应理论,外资股东出于节税的原因将更倾向于获得资本利得,因此外资持股将降低股利分配水平;Lam et al. (2012)^[22]认为,考虑到股利分配可能是大股东掏空的一种手段,外资股东为降低代理成本将促使公司减少股利分配。但是现有研究未考虑到股利分配动机对外资股东决策的影响。由前文分析可知,由于国有控股公司分配股利的动机可能是为掩盖掏空行为,那么出于降低代理成本的考虑,外资股东将促使公司减少分配股利;而在非国有控股公司中,上述动机较弱,因此外资股东将促使公司提高股利分配来减少可被内部人滥用的自由现金流。

同时,来源于不同法系国家的外资股东所能发挥的作用也会有所区别。La Porta et al.(2010)^[21]研究指出,英美法系和大陆法系国家的法律保护程度存在差异,英美法系国家法律保护程度较高,公司经营有一个较好的外部环境,同时自身治理机制也相对完善;而大陆法系国家法律保护程度较低,因此不论是公司外部经营环境还是内部治理机制都仍不完善。来源于不同法系国家的外资股东自身公司治理结构的差异会导致各自的持股动机也不相同,因而其所能发挥的公司治理作用也不尽相同。基于法与金融学派领域的研究可以推断,英美法系国家的外资股东能够更为有效地发挥公司治理作用,即能对公司股利政策产生更为显著的影响。

由以上分析可得假设3和假设4:

H3: 在国有控股公司中,外资持股将降低股利分配水平;在非国有控股公司中,外资持股将提高股利分配水平。

H4：相较于大陆法系外资股东，英美法系外资股东能够更为有效地发挥公司治理作用。

实证研究设计

一、数据来源与样本选择

本文选取2004~2012年A股上市公司作为研究的初始样本，并对初始样本进行了筛选：(1)剔除金融行业上市公司；(2)剔除ST上市公司；(3)剔除非金字塔控股结构上市公司；(4)剔除2004年之前未上市的公司。经过筛选后，最终共得到6417个样本组成平衡面板数据。公司治理数据来源于CSMAR数据库，财务和股利分配数据来源于Wind数据库，外资持股及来源地信息等数据来自年报手工查询。

二、变量设定

1. 因变量

本文将股利分配水平作为因变量，并采用三种方法进行衡量：首先，由于股利是在公司获得净利润后才可以进行分配，因此第一种方法为每股股利除以每股净利润(Payout1)。其次，由于公司在有充足的自由现金流的情况下才有能力分配股利，因此第二种方法为每股股利除以每股企业自由现金流(Payout2)。再次，根据La Porta et al.(2000)^[21]的研究，由于净利润和自由现金流两种会计指标都有被人为操纵的可能性，因此本文采用每股股利除以每股营业收入来作为第三种计量股利分配水平的方法(Payout3)。

2. 自变量

(1)最终控制人性质。借鉴刘芍佳等(2003)^[29]的做法，本文通过追溯金字塔控股结构的顶端来识别最终控制人的性质，并按照最终控制人性质将上市公司划分为国有控股和非国有控股两种类型。当State为1时，最终控制人性质为国有股东；当State为0时为非国有。

(2)两权分离度。本文采取两种方法衡量两权分离度，其中控制权比例取控制链条上最终控制人持股比例的最小值，而现金流权比例为每一控制链条上最终控制人持股比例的乘积。第一种衡量两权分离度的方法为控制权减现金流权(CV1)；第二种为控制权减现金流权后除以现金流权(CV3)。CV1和CV2的值越大说明两权分离度越高。

(3)外资持股水平。根据周县华等(2012)^[36]的定义，本文采用公司前十大股东中外资持股比例的总和来计量外资持股水平。同时，本文按照股东来源地将外资股东细分为英美法系股东²和大陆法系股东，分别研究其对股利分配的影响。

3. 控制变量

借鉴宋福轶和屈文洲(2010)^[32]、Bradford et al.(2013)^[8]等的研究，本文将其他可能影响公司股利分配政策的因素作为控制变量。这些变量包括：公司规模、资产负债率、市值账面比、留存资产收益比、现金流量、企业自由现金流、金字塔结构的复杂性、高管持股比例、董事会规模、董事会独立性、股权制衡度、总资产收益率、公司前一期股利发放水平。变量定义详见表1。

三、模型设定

本文设定模型(1)分析最终控制人性质不同时股利分配水平和动机有何差异，同时设定模型(2)分析外资持股在不同性质公司中对股利分配水平的影响。

表1 主要变量及定义

变量类型	变量描述	变量符号	变量说明
因变量	股利分配水平	Payout1	每股股利/每股净利润
		Payout2	每股股利/每股企业自由现金流
		Payout3	每股股利/每股营业收入
自变量	最终控制人性质	State	当最终控制人性质为国有股东时取1，非国有时取0
	两权分离度	CV1	控制权-现金流权
		CV2	(控制权-现金流权)/现金流权
	外资持股水平	Foreign	前十大股东中外资持股比例之和
控制变量	公司规模	Size	公司员工总数取对数值(Zhang and Rajagopalan, 2009) ^[27]
		Scale	公司总资产的自然对数
	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	市值账面比	MB	股票市场价值/股票账面价值
	留存资产收益比	REA	留存收益/总资产
	现金流量	Cash	现金流量净额/总资产
	自由现金流	FCF	(经营活动现金流-固定资产、无形资产和其他长期资产等项目的现金支出)/总资产
	金字塔结构复杂性	Complex	控制链条数*金字塔结构中间公司数目(王敏和李瑕, 2012) ^[33]
	高管持股比例	Ceoshare	高管持股比例总和
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数值
	董事会独立性	Independent	独立董事人数/董事会人数
	股权制衡度	Balance	第二至第十大股东持股比例总和
	总资产收益率	ROA	净利润/总资产
	前一期股利分配水平	Prepayout	计算方法同“股利分配水平”
	年份	Year	以2004年为基准0，样本属于某年时为1

$$Payout_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CV_{i,t} + \alpha_2 State_{i,t} + \alpha_3 Prepayout_{i,t} + \alpha_4 Scale_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 Complex_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 MB_{i,t} + \alpha_9 REA_{i,t} + \alpha_{10} Cash_{i,t} + \alpha_{11} Ceoshare_{i,t} + \alpha_{12} Board_{i,t} + \alpha_{13} Independent_{i,t} + \alpha_{14} FCF_{i,t} + \alpha_{15} Balance_{i,t} + \sum_{i=2004}^{2012} a_i Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Payout_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Foreign_{i,t} + \beta_2 Prepayout_{i,t} + \beta_3 Scale_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CV_{i,t} + \beta_6 Complex_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 MB_{i,t} + \beta_9 REA_{i,t} + \beta_{10} Cash_{i,t} + \beta_{11} Ceoshare_{i,t} + \beta_{12} Board_{i,t} + \beta_{13} Independent_{i,t} + \beta_{14} FCF_{i,t} + \beta_{15} Balance_{i,t} + \sum_{i=2004}^{2012} b_i Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

实证结果与分析

一、描述性统计分析

表2 描述性统计分析

变量	样本数	平均值	样本差	最小值	最大值
Payout1	6417	0.281	0.342	0	1.909
State=1	4556	0.286	0.337	0	1.909
State=0	1861	0.268	0.356	0	1.909
Complex	6417	5.809	7.060	2	42
State=1	4556	5.353	6.275	2	42
State=0	1861	6.925	8.587	2	42
CV1	6417	0.064	0.088	0	0.445
State=1	4556	0.046	0.080	0	0.393
State=0	1861	0.107	0.093	0	0.445
Foreign	6417	0.026	0.081	0	0.768
State=1	4556	0.025	0.079	0	0.768
State=0	1861	0.027	0.084	0	0.713
MB	6417	2.94	2.268	0.618	13.08
State=1	4556	2.8	2.147	0.618	13.08
State=0	1861	3.283	2.507	0.618	13.08
REA	6417	0.129	0.122	-0.354	0.477
State=1	4556	0.126	0.123	-0.354	0.477
State=0	1861	0.137	0.121	-0.354	0.477
Cash	6417	0.0577	0.0877	-0.212	0.377
State=1	4556	0.0581	0.0861	-0.212	0.377
State=0	1861	0.0568	0.0914	-0.212	0.377
Ceoshare	6417	0.00109	0.00998	0	0.292
State=1	4556	0.00056	0.00758	0	0.292
State=0	1861	0.00238	0.0141	0	0.217
Board	6417	2.228	0.202	1.099	2.89
State=1	4556	2.249	0.195	1.386	2.89
State=0	1861	2.176	0.207	1.099	2.833
Independent	6417	0.359	0.0614	0.0833	1
State=1	4556	0.358	0.0625	0.0833	1
State=0	1861	0.361	0.0584	0.133	0.8
FCF	6417	0.0539	0.128	-0.437	0.55
State=1	4556	0.0566	0.122	-0.437	0.55
State=0	1861	0.0474	0.141	-0.437	0.55
Balance	6417	0.166	0.122	0.004	0.660
State=1	4556	0.157	0.121	0.004	0.660
State=0	1861	0.191	0.123	0.006	0.596

表2为描述性统计分析，包括对全样本和以最终控制人性质的分样本分析。为控制极端值的影响，本文对主要连续型变量在1%的水平上进行了缩尾处理。通过比较股利分配指标的均值可看出，国有控股公司的股利分配水平高于非国有控股公司；金字塔结构的复杂性的均值为5.809，而最大值则达到了42。³通过比较均值可得，国有控股公司的金字塔结构复杂性(5.353)低于非国有控股公司(6.925)；两权分离度的指标显示，国有控股公司的两权分离度小于非国有控股公司；外资持股比例均值为2.6%，说明在公司前十大股东中，外资持股比例仍较低。通过比较分样本的均值可得，外资股东在非国有控股公司中的持股比例更高(2.7%)，这可能是由于非国有控股公司的公司治理水平更高，主要表现在：非国有控股公司的股权制衡度较高(19.1%)；具备较强的成长性(3.283)；其董事会独立性也更高(0.361)且董事会规模较小(2.176)；高管持股比例也更高(0.238%)。留存资产收益比(REA)在全样本下的均值为0.129，而国有控股公司的留存资产收益比的均值(0.126)高于非国有控股公司(0.137)；企业自由现金流指标(FCF)在全样本下均值为0.0539，而国有控股公司的自由现金流水平(0.0566)要高于非国有控股公司(0.0474)；国有控股公司的现金流量水平高于非国有控股公司。这两个指标同时说明，国有控股公司更有能力进行股利分配。

二、实证结果分析

1. 最终控制人性质与股利分配动机研究

本文采用Tobit模型对股利分配水平进行分析，表3的回归(1)至(3)分别列示了以三种股利分配水平衡量方法为自变量下的回归结果。结果显示，最终控制人性质在三个回归中均显著为正，这说明国有控股公司的股利分配水平高于非国有控股公司，这一结论验证了假设1。同时，通过分析两权分离度指标发现，CV1的系数为正且在因变量为Payout2时在10%的水平上显著为正，说明公司可能有利用股利分配来掩饰掏空行为的动机。

为进一步验证两权分离度与股利分配水平的相关关系，本文同时引入基于公司最终控制人性质的分组回归，分别研究两权分离度在国有和非国有控股公司中对股利分配的影响。表4中回归(1)至(4)列示了分组回归结果，其中回归(1)和(3)分别为自变量为CV1和CV2时国有

控股样本的回归结果；回归(2)和(4)则为非国有控股样本的回归结果。由回归(1)和(3)可得，CV1和CV2的系数分别在5%和10%的水平上显著为正。这一结果说明，在国有控股公司中，两权分离度越高时股利分配水平越高。同时，由(2)和(4)的回归结果可得，两权分离度指标在非

表3 最终控制人性性质与股利分配水平

	(1)	(2)	(3)
变量	Payout1	Payout2	Payout3
	股利分配水平1	股利分配水平2	股利分配水平3
Prepayout1	0.214***		
前一期股利水平1	(0.012)		
Prepayout2		0.018***	
前一期股利水平2		(0.005)	
Prepayout3			0.647***
前一期股利水平3			(0.013)
State	0.026*	0.056***	0.003**
最终控制人性性质	(0.015)	(0.015)	(0.001)
LEV	-0.099**	-0.248***	-0.012***
资产负债率	(0.040)	(0.042)	(0.003)
Size	0.012**	0.023***	-0.001***
公司员工总数	(0.005)	(0.005)	(0.000)
CV1	0.107	0.136*	(0.003)
两权分离度1	(0.076)	(0.078)	(0.006)
Complex	(0.001)	0.001	0.000
金字塔结构复杂性	(0.001)	(0.001)	(0.000)
ROA	2.211***	3.627***	0.295***
资产收益率	(0.170)	(0.178)	(0.013)
MB	-0.020***	-0.013***	-0.002***
市值账面比	(0.003)	(0.004)	(0.000)
REA	0.373***	0.307***	0.019***
留存资产收益比	(0.066)	(0.068)	(0.005)
Cash	(0.026)	0.021	0.006
现金流量	(0.077)	(0.080)	(0.006)
Ceoshare	0.859	0.547	0.077*
高管持股比例	(0.595)	(0.613)	(0.045)
Board	0.183***	0.030	0.013***
董事会规模	(0.034)	(0.035)	(0.003)
Independent	0.202*	(0.024)	0.011
董事会独立性	(0.111)	(0.115)	(0.008)
FCF	(0.022)	0.769***	-0.011***
企业自由现金流	(0.051)	(0.057)	(0.004)
Balance	(0.006)	(0.038)	0.001
股权制衡度	(0.052)	(0.054)	(0.004)
Constant	-0.347***	-0.491***	-0.034***
常数项	(0.098)	(0.102)	(0.007)
样本数	6,416	6,416	6,416
卡方值	1065.26***	1554.32***	4215.30***

注：括号内为异方差稳健标准误；***，**和*分别表示双尾检验在1%，5%和10%的水平上统计显著；限于篇幅表中未列出时间变量。

国有控股公司中并不显著。这一结论验证了假设2，即出于掩盖掏空行为的动机，在国有控股公司中，两权分离度越高时将分配高额股利。外部投资者意识到国有控股公司的两权分离度较高时自身利益受到侵害的可能性越高，其投资意愿将下降。此时国有控股公司需要分配更高的股利来缓解外部投资者对掏空的担忧，进而转移外部投资者的视线，掩盖掏空行为。

表4 最终控制人性性质与股利分配动机

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	国有控股	非国有控股	国有控股	非国有控股
	Payout1	Payout1	Payout1	Payout1
	股利分配水平1	股利分配水平1	股利分配水平1	股利分配水平1
CV1	0.185**	0.036		
两权分离度1	-0.092	-0.134		
CV2			0.063*	-0.032
两权分离度2			-0.035	-0.044
LEV	-0.258***	-0.311***	-0.259***	-0.311***
资产负债率	-0.051	-0.091	-0.051	-0.091
Scale	0.057***	0.077***	0.058***	0.077***
公司规模	-0.008	-0.016	-0.008	-0.016
Complex	-0.002	0.001	-0.002	0.001
金字塔结构复杂性	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
ROA	1.907***	1.616***	1.913***	1.610***
资产收益率	-0.203	-0.329	-0.203	-0.329
MB	-0.010**	-0.016**	-0.010**	-0.016**
市值账面比	-0.004	-0.007	-0.004	-0.007
REA	0.324***	0.268**	0.325***	0.269**
留存资产收益比	-0.076	-0.131	-0.076	-0.131
Cash	-0.138	0.228	-0.139	0.229
现金流量	-0.091	-0.143	-0.091	-0.143
Ceoshare	0.268	1.556*	0.270	1.574**
高管持股比例	-0.941	-0.799	-0.941	-0.798
Board	0.0984**	0.211***	0.100**	0.212***
董事会规模	-0.040	-0.068	-0.040	-0.068
Independent	0.088	0.012	0.084	0.003
董事会独立性	-0.126	-0.235	-0.126	-0.235
FCF	-0.001	-0.015	0.000	-0.013
企业自由现金流	-0.062	-0.090	-0.062	-0.090
Balance	0.004	0.123	-0.003	0.119
股权制衡度	-0.060	-0.106	-0.060	-0.105
Prepayout1	0.183***	0.262***	0.183***	0.262***
前一期股利水平1	-0.014	-0.024	-0.014	-0.024
Constant	-0.607***	-1.143***	-0.613***	-1.132***
常数项	-0.124	-0.238	-0.124	-0.239
样本数	4,555	1,861	4,555	1,861
卡方值	767.80***	423.04***	766.97***	423.49***

注：括号内为异方差稳健标准误；***，**和*分别表示双尾检验在1%，5%和10%的水平上统计显著；限于篇幅表中未列出时间变量。

表4中控制变量的结果显示，股利分配水平与资产负债率呈反比而与公司规模成正比；股利分配与资产收益率均在1%的水平上呈正相关关系；当公司有较强的成长前景时，将倾向于留存更多的净利润而减少股利分配；留存资产收益比与股利分配水平呈显著正相关，说明当留存资产收益比越大，即当公司处于成熟期时，公司将提高股利分配水平，验证了股利生命周期理论(姜永盛等，2014)^[28]；公司前一期的股利分配水平的系数在1%的水平上显著为正，说明当期的股利分配水平将受前期水平的影响。在反映公司治理水平的变量中，高管持股在非国有控股公司中能够更好地发挥正向作用；董事会规模越大，股利分配水平越高，且这一关系在国有和非国有控股公司中均显著。

2. 外资持股与股利分配研究

本文引入外资股东持股变量来衡量外资持股对股利分配水平的影响，分析外资股东在最终控制人性质不同的公司中能发挥何种作用。同时，本文按照外资股东来源地将其细分为英美法系和大陆法系股东。表5列示了回归结果，其中回归(1)至(2)分别分析了国有控股和非国有控股公司中外资持股对股利的影响；回归(3)至(4)和回归(5)至(6)分别分析了当外资股东来源于英美法系和大陆法系国家时对股利的影响。由回归(1)至(2)可得，外资持股在国有控股公司中与股利分配显著负相关，说明外资持股比例的提高会降低股利分配水平；而在非国有控股公司中，外资持股变量系数为正但不显著，假设3得到验证。由于在国有控股公司中，外资股东预期到公司可能会通过分配高额股利来掩盖掏空行为，因此会要求公司降低股利分配水平。这一结论说明在国有控股公司中，外资股东能够有效地发挥公司治理作用，抑制公司将股利分配作为掩盖大股东掏空的“面具”的行为；而在非国有控股公司中，外资股东的上述预期较弱，会要求公司提高股利分配水平来降低代理成本，因此外资股东也能够一定程度上发挥积极地公司治理作用。

由回归(3)至(6)可知，英美法系股东持股比例与国有控股公司的股利分配水平在1%水平下显著负相关，而大陆法系股东持股比例对股利分配水平的影响不显著。因此，相比于大陆法系外资股东，来自英美法系国家的外资股东能够更好地发挥公司治理作用，降低国有控股公

司的股利分配水平，这一结论验证了假设4。这是由于在英美法系国家中，法律对投资者的保护水平较高，来自英美法系国家的外资股东也多数秉持了长期投资的理念，因此将通过降低股利分配的方式积极遏制公司利用

表5 外资持股与股利分配水平

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Payout1		Payout1		Payout1	
变量	股利分配水平1		股利分配水平1		股利分配水平1	
	国有控股	非国有控股	国有控股	非国有控股	国有控股	非国有控股
Foreign	-0.316***	(0.003)				
外资持股水平	(0.100)	(0.149)				
Common			-0.340***	(0.117)		
英美法系股东持股水平			(0.105)	(0.188)		
Civil					0.111	0.194
大陆法系股东持股水平					(0.325)	(0.238)
LEV	-0.276***	-0.312***	-0.277***	-0.315***	-0.258***	-0.306***
资产负债率	(0.051)	(0.092)	(0.051)	(0.091)	(0.051)	(0.092)
Scale	0.063***	0.077***	0.063***	0.078***	0.057***	0.076***
公司规模	(0.008)	(0.016)	(0.008)	(0.016)	(0.008)	(0.016)
Complex	(0.001)	0.001	(0.001)	0.001	(0.002)	0.001
金字塔复杂性	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
CV1	0.203**	0.036	0.208**	0.039	0.186**	0.043
两权分离度1	(0.092)	(0.134)	(0.092)	(0.135)	(0.092)	(0.135)
MB	-0.011***	-0.016**	-0.011**	-0.016**	-0.010**	-0.016**
市值账面比	(0.004)	(0.007)	(0.004)	(0.007)	(0.004)	(0.007)
REA	0.331***	0.268**	0.329***	0.267**	0.323***	0.269**
留存资产收益比	(0.076)	(0.131)	(0.076)	(0.131)	(0.076)	(0.131)
ROA	1.889***	1.616***	1.888***	1.615***	1.908***	1.617***
资产收益率	(0.203)	(0.329)	(0.203)	(0.329)	(0.203)	(0.329)
Cash	(0.134)	0.228	(0.134)	0.233	(0.138)	0.226
现金流	(0.091)	(0.143)	(0.091)	(0.143)	(0.091)	(0.143)
FCF	0.003	(0.015)	0.002	(0.013)	(0.001)	(0.013)
企业自由现金流	(0.061)	(0.090)	(0.061)	(0.090)	(0.062)	(0.090)
Board	0.093**	0.211***	0.094**	0.209***	0.098**	0.209***
董事会规模	(0.040)	(0.068)	(0.040)	(0.068)	(0.040)	(0.068)
Independent	0.087	0.012	0.092	0.004	0.088	0.013
董事会独立性	(0.125)	(0.236)	(0.125)	(0.236)	(0.126)	(0.235)
Ceoshare	0.204	1.555*	0.212	1.523*	0.270	1.571**
高管持股比例	(0.942)	(0.801)	(0.942)	(0.801)	(0.941)	(0.799)
Balance	0.090	0.124	0.083	0.140	0.000	0.111
股权制衡度	(0.066)	(0.110)	(0.065)	(0.109)	(0.061)	(0.107)
Prepayout1	0.181***	0.262***	0.181***	0.262***	0.183***	0.262***
前一期股利分配1	(0.014)	(0.024)	(0.014)	(0.024)	(0.014)	(0.024)
Constant	-0.670***	-1.144***	-0.669***	-1.158***	-0.604***	-1.128***
常数项	(0.125)	(0.240)	(0.125)	(0.240)	(0.124)	(0.239)
样本数	4,555	1,861	4,555	1,861	4,555	1,861
卡方值	777.75***	423.04***	778.28***	423.43***	767.92***	423.70***

注：括号内为异方差稳健标准误；***，**和*分别表示双尾检验在1%，5%和10%的水平上统计显著；限于篇幅表中未列出时间变量。

分配股利来掩盖掏空的行为。

三、稳健性检验

首先，借鉴Bradford et al.(2012)^[8]的做法，本文考虑了股利分配是两阶段决策的结果这一可能性，并采用Heckman两阶段模型进行验证：第一阶段，公司首先决定是否分配股利，此时采用Probit模型进行分析，具体见模型(3)。模型(3)中，Dividend衡量公司是否发放股利，当公司发放股利时取值为1，否则为0；第二阶段，公司股利决定分配水平，此时将第一阶段回归产生的IMR(逆米尔斯比率)⁴代入模型(1)并采用OLS方法进行估计。由表6中回归(1)至(4)的结果可知，在国有控股公司中，两权分离度与股利分配水平的正相关关系并未发生变化，因此前文结果是稳健的。

$$Probit(Dividend_{i,t}) = \eta_0 + \eta_1 State_{i,t} + \eta_2 LEV_{i,t} + \eta_3 Complex_{i,t} + \eta_4 MB_{i,t} + \eta_5 REA_{i,t} + \eta_6 Cash_{i,t} + \eta_7 Ceoshare_{i,t} + \eta_8 Board_{i,t} + \eta_9 Independint_{i,t} + \eta_{10} FCF_{i,t} + \eta_{11} Balance_{i,t} + \sum_{i=2004}^{2012} c_i Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其次，考虑到外资持股与股利水平的回归有可能会产生自选择偏差问题(self-selection bias)，即外资股东有可能更倾向于持股股利分配水平较高的公司，因此借鉴Doidge et al.(2004)^[12]的方法，本文同样采取Heckman两阶段模型来解决这一问题。第一阶段构建Probit模型考察影响外资持股的因素，具体方法见模型(4)。其中Fshare为外资持股虚拟变量，当有外资持股时为1，否则为0；Large为第一大股东持股比例，反映股权集中度。第二阶段将IMR值代入模型(2)并采用OLS方法进行估计。表6回归(5)至(8)结果显示，在国有控股公司中，外资持股将降低股利分配水平，起到积极的公司治理作用，说明前文结果是稳健的。

$$Probit(Fshare_{i,t}) = \lambda_0 + \lambda_1 State_{i,t} + \lambda_2 LEV_{i,t} + \lambda_3 Large_{i,t} + \lambda_4 ROA_{i,t} + \lambda_5 Cash_{i,t} + \lambda_6 Ceoshare_{i,t} + \lambda_7 Board_{i,t} + \lambda_8 Independint_{i,t} + \lambda_9 FCF_{i,t} + \lambda_{10} Balance_{i,t} + \sum_{i=2004}^{2012} d_i Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

研究结论和启示

在中国特殊的制度背景和股权结构下，国有控股和非国有控股公司不仅在股利分配水平上存在差异，其动机也不同。而外资股东作为一种重要的公司治理安排，能够发挥怎样的作用也会受到最终控制人性质的影响。因此，本文选取2004~2012年中国A股上市公司的样本研究了最终控制人性质不同的公司进行股利分配的动机，

表6 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有控股		非国有控股		国有控股		非国有控股	
	Dividend 是否发放 股利	Payout1 股利分配 水平1	Dividend 是否发放 股利	Payout1 股利分配 水平1	Fshare 外资是否 持股	Payout1 股利分配 水平1	Fshare 外资是否 持股	Payout1 股利分配 水平1
IMR1		-1.314***						
逆米尔斯比率1		-0.142						
IMR2				-0.955***				
逆米尔斯比率2				-0.220				
IMR3						0.220		
逆米尔斯比率3						-0.395		
IMR4								0.655*
逆米尔斯比率4								-0.342
Foreign						-0.189***		0.125
外资持股比例						-0.058		-0.083
Large					0.185		0.048	
股权集中度					-0.169		-0.276	
LEV	-1.056***	-0.079**	-1.290***	-0.085	-1.111***	-0.301***	-0.908***	-0.351***
资产负债率	-0.142	-0.035	-0.233	-0.071	-0.142	-0.087	-0.262	-0.084
Scale	0.406***	-0.039***	0.518***	-0.039**	0.328***	0.047*	0.453***	0.073***
公司规模	-0.024	-0.008	-0.045	-0.018	-0.023	-0.024	-0.047	-0.026
Complex	-0.001	-0.002***	-0.005	0.001		-0.002**		0.001
金字塔结构复杂性	-0.003	-0.001	-0.004	-0.001		-0.001		-0.001
MB	0.054***	-0.010***	0.023	-0.004		-0.003		-0.002
市值账面比	-0.012	-0.002	-0.017	-0.003		-0.002		-0.004
REA	3.165***	-0.479***	2.404***	-0.252**		0.129***		0.088
留存资产收益比	-0.212	-0.077	-0.335	-0.114		-0.042		-0.080
Cash	0.826***	-0.178***	1.225***	0.016	-0.025	-0.032	1.112***	0.274***
现金流量	-0.258	-0.057	-0.378	-0.091	-0.284	-0.056	-0.427	-0.103
Ceoshare	0.049	0.295	20.43***	0.169	-0.379	0.285	-11.25**	0.403
高管持股比例	-2.610	-0.496	-6.269	-0.412	-3.038	-0.484	-4.689	-0.509
Board	0.134	0.048	0.564***	0.053	0.020	0.076**	-0.278	0.117**
董事会规模	-0.117	-0.030	-0.187	-0.050	-0.121	-0.030	-0.198	-0.049
Independent	-0.151	0.079	-0.656	0.184	0.015	0.070	-1.810**	-0.051
董事会独立性	-0.367	-0.080	-0.633	-0.137	-0.383	-0.080	-0.732	-0.156
FCF	-0.160	0.065	0.003	0.024	0.371*	0.044	0.326	0.048
企业自由现金流	-0.180	-0.042	-0.245	-0.062	-0.189	-0.049	-0.273	-0.064
Balance	0.330*	-0.041	1.434***	-0.220***	2.058***	0.131	2.121***	0.176
股权制衡度	-0.181	-0.042	-0.295	-0.084	-0.200	-0.140	-0.340	-0.132
ROA		0.436***		0.077	0.304	0.424***	1.316	0.214
资产收益率		-0.115		-0.196	-0.521	-0.114	-0.880	-0.191
CV1		0.143**		0.011		0.160**		-0.009
两权分离度1		-0.062		-0.087		-0.063		-0.088
Prepayout1		0.120***		0.172***		0.123***		0.173***
前一期股利水平1		-0.028		-0.052		-0.029		-0.051
Constant	-4.649***	1.399***	-6.879***	1.153***	-5.084***	-0.426	-5.306***	-1.140**
常数项	-0.384	-0.170	-0.688	-0.350	-0.372	-0.563	-0.688	-0.493
样本数	4,556	4,555	1,861	1,861	4,555	4,555	1,861	1,861
卡方值F值	917.74***	29.64***	445.84***	12.48***	491.34***	26.32***	221.31***	11.85***

注：括号内为异方差稳健标准误；***，**和*分别表示双尾检验在1%，5%和10%的水平上统计显著；限于篇幅表中未列出时间变量。

并探究了在股利分配动机不同时外资股东对股利分配水平的影响，得出的结论为：

第一，相比于非国有控股公司，国有控股公司的股利分配水平更高。从两权分离度与股利分配的相关关系可得出不同最终控制人性质的公司进行股利分配的动因。在国有控股公司中，两权分离度越高，股利分配水平越高，说明国有控股公司更倾向于利用股利分配来掩盖掏空。而这一动机在非国有控股公司中并不显著。

第二，外资股东并非单纯的“现金股利追逐者”，其对股利分配水平的作用在最终控制人性质不同时有所差异。在国有控股公司中，外资股东意识到股利分配可能是掩盖掏空行为的工具，因此将积极促使公司降低股利水平，使外部投资者对掏空行为保持警惕；而在非国有控股上市公司中，外资股东的这一预期较弱，因此其持股比例的上升不会降低股利分配水平。

第三，相较于来源于大陆法系的股东，英美法系的股东能够更为有效地发挥公司治理作用，抑制国有控股公司利用股利分配掩饰掏空的行为。

本文的实证结论具有以下两点政策含义：第一，监管部门在要求上市公司提高股利分配水平的同时需关注公司分配股利的动机，防止“恶意派现”行为给中小股东的利益带来更大的损害；第二，积极引进外资股东持股，改善投资者结构，降低大股东与中小股东间的代理成本。在引进外资股东的同时，应注重股东来源地，多引进法制意识较强、公司治理机制较完善的英美法系股东持股，使外资股东队伍能够发挥更为积极的公司治理作用。

本文也存在一些不足之处：首先，为构建平衡面板数据，本文将2004年前未上市的公司进行了剔除，因此本文的研究样本以沪深主板市场为主。在未来的研究中还应将创业板市场上的公司纳入讨论范畴。其次，外资股东除直接持股上市公司股份外，还可以通过间接持股的方式参与上市公司治理，这也是以后有待进一步研究的方向。

■
[基金项目：国家社科基金重点项目“境外股东大额持股对中国股市风险的影响”（项目编号：11AJY013）]

注释

1. 大股东的收益包括现金流权收益和控制权收益，高额股利分配在满足中小股东诉求的同时也会给大股东带来较高的现金流权收益。但是根据“股利税收理论”观点，高额现金股利所带来的税收负担会使大股东降低股利分配的意愿。因此，大股东高额股利分配的动机可能并不在于获得较高的现金流权收益，而在于获得更为隐蔽、获取成本更低的收益。
2. 在英美法系国家中，包括英属维尔京群岛和百慕大群岛等避税岛。而来自这些避税岛的公司多是以避税的名义而设立的，因此其所能产生的公司治理作用可能无法与其他英美法系公司相提并

论。因此在进行分组研究时，本文将来自避税岛的外资股东从英美法系股东中予以剔除。

3. 这一结果为变量经过缩尾处理后所得，在缩尾前金字塔结构复杂性指标的最大值达到380。金字塔结构最为复杂的上市公司为大冶特钢(000708.SZ)，其金字塔结构中的控制权链条数为20，金字塔层级数为19。

4. IMR为逆米尔斯比例(inverse mills ratio)，是Heckman两阶段模型中的第一阶段Probit模型回归所得的变量值。将IMR值代入第二阶段回归的作用是为控制样本自选择问题。

参考文献：

- [1] Bradford, W., Chen C. and Zhu S.. Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence From China[J]. International Review of Economics and Finance, 2013, 27(3): 445 - 464.
- [2] Baba, N.. Increased Presence of Foreign Investors and Dividend Policy of Japanese Firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2009, 17(2):163 - 174.
- [3] Baker, M. and Wurgler, J.. A Catering Theory of Dividend[J]. Journal of finance. 2004, 59(3): 1128 - 1165.
- [4] Berle, A. and Means, G.. The Modern Corporation and Private Property[M]. United States: Transaction Publishers, 1932.
- [5] Bhattacharya, S.. Imperfect Information, Dividend Policy, and The “Bird - In - Hand” Fallacy[J]. Bell Journal of Economics, 1979, (10): 259 - 270.
- [6] Black, F.. The Dividend Puzzle[J]. Journal of Portfolio Management, 1976, 2(2): 5 - 8.
- [7] Brandt, L. and Li, H.B.. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(3): 387 - 413.
- [8] Bradford, W., Chen, C. and Zhu, S.. Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China[J]. International Review of Economics and Finance, 2013, 27: 445 - 464.
- [9] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. and Lang, L.P.. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations[J]. Working paper, World Bank, 1999.
- [10] Dahlquist, M. and Robertsson, G.. Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 59(3):413 - 440.
- [11] Deshmukh, S.. The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy[J]. Quarterly Journal of Business and Economics, 2005, 44(1 - 2): 107 - 127.

(下转第56页)