

制度环境、 终极控制与现金股利政策

实证研究

杨颖◎著



中国社会科学出版社

制度环境、 终极控制与现金股利政策

实证研究

杨颖◎著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、终极控制与现金股利政策实证研究/杨颖
著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 8

ISBN 978 - 7 - 5203 - 2837 - 1

I. ①制… II. ①杨… III. ①上市公司—股利政策—
研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 160968 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 刘晓红
责任校对 王纪慧
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2018 年 8 月第 1 版
印 次 2018 年 8 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13.25
插 页 2
字 数 192 千字
定 价 58.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

山东省社会科学规划研究项目“制度环境、终极控制与现金股利政策实证研究”（14CGLJ53）资金资助

德州学院人才引进项目“基于终极所有权结构视角的现金股利政策实证研究”（2016SKRC01）阶段性成果

德州学院重点学科培植课题资金资助

摘 要

股利政策是上市公司留存收益分配的财务策略，关系到融资政策的选择和对股东投资的回报，对公司股票市价和市场形象产生巨大影响，是衡量公司经营业绩及其成长的一个重要尺度。理性的股利政策向证券市场传递了有效信息，引导投资者资金流向，保证了资本市场的有效性。因此，长期以来股利政策都是公司财务领域研究的重点。而我国特殊制度背景所带来的复杂代理问题的现状，为基于代理成本理论的现金股利政策的研究提供了良好的素材。同时资本市场上大量异常现金股利政策的出现也使得基于代理成本理论的现金股利政策的研究成为这一领域内研究的重点。虽然学者们已经开展了大量研究，形成了许多成果，但却未能达成共识，新现象不断出现。尤其是自终极控制人概念被提出后，研究的视角就从传统的股权结构向终极所有权结构转变，终极所有权结构与现金股利政策关系的研究已成为近年来现金股利政策研究领域内的主要内容。考察已有相关研究可以发现，研究的视角主要集中于终极所有权结构这一微观治理变量，综合考虑微观和宏观两个方面变量的共同作用机制的研究还有待深入，正是基于这样的研究现状和实践需要，本书选择终极所有权结构与现金股利政策的关系为研究对象，深入探讨终极所有权结构对现金股利政策的影响机制，旨在进一步揭示控制我国资本市场现金股利政策的关键因素。通过本书的研究，实现了对现金股利代理成本理论的进一步拓展，从而使本书具有了较高的理论价值。同时，本书的研究也具有三方面的实践价值：其一，在明确终极所有权结构影响机制的前提下，可以设计更为合理的所有权结构引导公司的现金股利分配趋于理性化，不仅体现了公司控制权治理机制的科学效应，也体现了对公司

治理机制的完善；其二，随着上市公司治理机制的完善和现金股利的理性分配，资本市场获得更为真实、有效的信息，投资者据此作出的投资决策将日益合理，这将促进资金的有效配置，从而使资本市场整体有效性得以提升；其三，本书关于宏观制度是否发挥作用的检验为政策实施效果提供了有力的证据，为发现已实施政策存在的问题和是否发生了偏离提供了依据，因此可以提出政策改进的合理建议，以促进宏观政策制定、实施、反馈和调整的科学性，保证宏观调控目标的实现，促进宏观经济的健康运行。

本书从终极所有权结构这一微观视角切入，同时引入投资者法律保护 and 股权分置改革两个宏观制度环境关键变量，在尝试形成一个系统研究框架的基础上，运用规范研究和实证研究方法，通过开展文献梳理、理论模型构建和实证检验的各项研究工作，系统深入地探讨了终极所有权结构与现金股利支付意愿和支付水平的关系，检验了投资者法律保护与现金股利政策的关系，验证了投资者法律保护是否改变了终极所有权结构与现金股利政策的关系，探讨了股权分置改革是否发挥了治理效应弱化了终极所有权结构对现金股利政策的控制力，形成了制度环境这一宏观变量对现金股利政策的影响和对终极控制结构与现金股利政策二者关系影响的实证检验。基于上述实证检验，提出了今后资本市场相关政策完善和调整的建议。

通过文献综述的规范研究、理论模型的构建和研究假设检验的实证分析，本书最终形成宏观和微观两个层面的重要结论。微观层面形成以下四个重要结论。第一，终极控制人的现金流权与派现意愿和派现水平存在较为稳定的显著正相关关系，体现了所有权对现金股利的激励机制。第二，控制权与派现意愿呈现出显著倒“U”形关系，但与派现水平却呈现“U”形关系。这是终极控制人在不同的控制权水平状况下权衡的结果。第三，分离度与派现意愿和派现水平不存在显著相关性，终极控制人的国有属性表现出对派发现金股利的偏好，在现金股利支付水平的具体决策中，国有属性的终极控制人更关注现金股利支付的相对水平，而不是绝对水平。第四，其他利益侵占行为与现金股利支付意愿和支付水平之间不存在显著的负相关关系，即现金

股利政策与其他利益侵占行为之间不存在显著的竞争关系，上市公司的现金股利政策不是终极控制人实施利益侵占的工具而是终极控制人掩饰其他利益侵占行为的面具。宏观层面形成以下三个重要结论。第一，投资者法律保护与现金股利政策的关系既不体现结果模型也不体现替代模型，投资者法律保护制度反而被终极控制人所利用，掩饰其实施的其他利益侵占行为；第二，投资者法律保护与现金股利政策的关系及其对终极所有权结构与现金股利政策关系的影响具有显著地区差异性；第三，股权分置改革改变了原有股票流动性分裂的制度环境，从根本上实现了“同股同权、同股同价”，但却没有使终极控制人失去对上市公司的控制权。股权分置改革后，终极控制人的两权分离现象更显著，分离度更高，这使得股改并没有实质上影响到终极所有权结构与现金股利政策的关系，只是改变了终极所有权结构对现金股利政策的影响机制。股权分置改革虽然在一定程度上削弱了国有属性对现金股利偏好的动机，但股改后的现金股利政策仍旧是终极控制人在不同利益获取方式之间权衡的结果，只是利益获取方式和他们的获取成本发生了变化。

关键词：制度环境；终极所有权结构；现金流权；控制权；现金股利政策

Abstract

Dividend policy is the financial strategy for the listed company's retained earnings distribution which relates to the choice of the financing policy and investment returns for shareholders and can affect the company's stock market price and market image. So it is an important measure for the performance and growth of corporation. Rational dividend policy transfers the effective information to the securities market, guiding the investors money flows and ensuring the effectiveness of the capital market. Therefore, dividend policy is the focus of the researches on the company's financial for a long time. But Chinese present situation of complex agency problem because of special system background has provided a good material for cash dividend studies based on agency cost theory. At the same time the emergence of a large number of abnormal cash dividend policy has also made it become the focus of research in this area. Although the scholars have conducted extensive research and formed many achievements, they have not reached a consensus and new phenomenon appear constantly. Especially since the ultimate control concept is proposed, the research angle changes from the traditional ownership structure to the ultimate ownership structure, the relationship between the ultimate ownership structure and cash dividend policy has been the important studying content in this field. Reviewing related research, we can find that the existing researches mainly focus on the ultimate ownership structure, which is the microscopic governance variables. The study considering both micro and macro variable's mechanism remains to be further. Based on the current research status and practical needs, this paper chooses the rela-

tionship between the ultimate ownership structure and cash dividend policy as the research object, exploring the ultimate ownership structure's impact on cash dividend policy and then revealing the key factors which affect the cash dividend policy of capital market in China. Through the study of this article, the agency cost theory of cash dividend has been further developed, which makes this paper has a higher theoretical value. At the same time, this article also has the three aspects practical value. Firstly, on the premise of knowing the ultimate ownership structure's impact mechanism, we can design more reasonable ownership structure to guide the company's cash dividend distribution to be more rational. This can not only embody the scientific effect of company governance mechanism of control right, and also reflect on the perfection of corporate governance mechanisms; Secondly, with the improvement of the governance mechanism of listed companies and the rationality of cash dividend distribution, the capital market can obtain more real and effective information and investors can make more reasonable investment decisions accordingly. It will promote the effective allocation of funds, so that to improve the overall effectiveness of capital market; Thirdly, this paper provides the strong evidence of policy implementation effect and it can be useful to find the problems existing in the policy and provide the evidence for the deviation happened. Then we can put forward the reasonable suggestions in order to promote the adjustment of macroeconomic policy formulation, implementation and feedback more scientific, and ensure to achieve the goals of macroeconomic regulation and control, to promote the healthy operation of macro economy.

This paper chooses the ultimate ownership structure as the aspects to study the cash dividend puzzle of our country's listed company in - depth and system. At the same time by introducing two key variables of macroeconomic environment, based on building a studying system this paper uses the normative research and empirical research way to do the literature review, theoretical model form and empirical analysis. This paper talks about the re-

relationship between the ultimate ownership structure and cash dividend policy. And tests the relationship between the legal protection for investors and cash dividend policy. Also testing that whether the legal protection for investors affects the relationship between the ultimate ownership structure and cash dividend policy. At the same time analyzes that whether equity division reform plays the governance effect and weakens the ultimate ownership structure's control ability for cash dividend policy. At last, this paper puts forward some related policy suggestions.

Through the normative research for literature review、establishment for theoretical model and empirical analysis for theoretical assumptions, this paper finally forms important conclusions for the macro and micro aspects. The microaspect has formed the following four conclusions. The first, cash flow right has the relatively stable significant positive correlation with cash dividend paying will and level, which embodies the incentive mechanism of ownership right for cash dividend. The second, control right has the significant inverted U relationship with cash dividend paying will, but u - shaped relationship with the cash dividend paying level. This is the balanced outcome when the ultimate control person is in different levels of control right. The third, the separate degree has no significant relationship with the cash dividend paying will and level. The state - owned properties of ultimate control person shows a preference for distributing cash dividends. In the decision - making of the cash dividend paying level, the state - owned properties of ultimate control person pay more attention to relative levels of cash dividend payment, rather than the absolute level. The forth, there is no significant negative relationship between cash dividend policy and other embezzlement, that is mean the cash dividend policy has no significant competitive relationship with other embezzlement, so cash dividend policy of listed companies is the mask for the ultimate control people to hide other benefit expropriation behaviors. The macroaspect has formed the following three conclusions. The first, the relationship between legal protection for investors

and cash dividend policy in our country does not reflect the resulting model or alternative model. The institutes of legal protection for investors have been used by the ultimate control person to conceal their other benefit expropriation behavior. The second, the relationship between the legal protection for investors and cash dividend policy exists the significant regional differences. And also is the same for the effect of investor legal protection to the relationship between ultimate ownership structure and cash dividend policy. The third, equity division reform has changed the institutional environment of splited stock liquidity and fundamentally achieves the aim that with the same share should have the same right and price. But it does not change the final control people's control over listed companies. After the equity division reform the two rights separation phenomenon is more significant and separating degree is higher. This makes the equity division reform does not substantially affect the relationship between the ultimate ownership structure and cash dividend policy, just changes the impact mechanism of the ultimate ownership structure on cash dividend policy. Although the equity division reform weakens the motivation of state-owned properties on cash dividend preference to a certain extent, but after the reform the cash dividend policy is still the balanced outcome for the ultimate control people between different interests gotten ways. The only change is the benefit access way and the costs.

Key words: System Environment; The Ultimate Ownership Structure; Cash Flow Rights; Control Right; Cash Dividend Policy

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
一 研究背景	1
二 研究意义	5
第二节 研究内容与框架结构	7
一 研究内容	7
二 框架结构	9
第三节 研究思路与研究方法	10
一 研究思路	10
二 研究方法	11
第四节 研究难点和创新点	11
一 研究难点	11
二 创新点	12
第二章 概念界定及文献综述	13
第一节 重要概念的界定	13
一 现金股利政策	13
二 终极控制人	14
三 终极控制权	14
四 现金流权	14
五 终极所有权结构	14
第二节 股利政策及现金股利政策理论演变的文献综述	15

一	股利政策理论演变文献回顾	15
二	现金股利政策理论演变文献回顾	24
第三节	终极所有权结构理论发展及其与现金股利政策 关系的文献综述	29
一	国外研究动态	29
二	国内研究动态	32
第四节	投资者法律保护、终极所有权结构与现金股利政策 关系的文献综述	33
第五节	本章小结	35
第三章	终极所有权结构与现金股利政策特征统计分析	37
第一节	现金股利政策特征的统计分析	37
一	样本说明	37
二	现金股利政策特征统计分析	38
第二节	终极所有权结构特征统计分析	54
一	样本说明	54
二	终极所有权结构特征的统计结果分析	55
第三节	本章小结	70
第四章	终极所有权结构与现金股利政策关系模型构建	72
第一节	终极所有权结构的理论分析框架回顾	72
第二节	基于利益侵占假说的现金股利政策理论分析框架 回顾	74
第三节	终极所有权结构与现金股利政策关系的模型 构建	76
一	LLSV 模型概述	76
二	终极所有权结构与现金股利政策关系的模型 构建	77

第五章 终极所有权结构与现金股利政策关系的实证分析 83

第一节 引言 83

第二节 理论分析及研究假设 84

第三节 研究方法 88

一 样本的选取及数据筛选原则 88

二 变量描述及模型设定 89

三 全样本主要变量的描述性统计 91

第四节 检验结果分析 92

一 终极所有权结构与派现意愿、派现水平关系的检验
结果分析 92二 现金股利：利益侵占的工具或是掩饰利益侵占的
面具 103

第五节 本章小结 108

第六章 投资者法律保护背景下终极所有权结构与现金股利
政策关系的实证分析 111

第一节 引言 111

第二节 现有投资者法律保护指标量化方法简述 113

一 LLSV 模型投资者法律保护量化方法及其拓展 113

二 国内主要投资者法律保护量化方法 115

三 已有方法的评述 117

四 投资者法律保护指标的计算 118

第三节 理论分析与假设 119

第四节 样本选取与研究设计 123

一 样本选取 123

二 变量设计 124

三 模型设计 125

第五节 实证结果与分析 125

一 投资者法律保护与现金股利政策：法律保护的结果

或法律保护的替代	125
二 投资者法律保护、终极所有权结构和现金股利政策 实证分析	133
第六节 本章小结	150
第七章 股权分置改革对终极所有权结构和现金股利政策 关系影响的实证分析	152
第一节 引言	152
第二节 理论分析及假设	153
第三节 研究方法	155
一 样本选取及筛选原则	155
二 变量设计及模型	156
三 研究方法	157
第四节 股权分置改革前后终极所有权结构和现金股利政策 比较分析	157
一 股权分置改革前后终极所有权结构比较分析	157
二 股权分置改革前后现金股利政策比较分析	158
第五节 股权分置改革前后终极所有权结构与现金股利政策 关系的回归分析	160
一 全样本描述性统计分析	160
二 回归分析	163
第六节 本章小结	171
第八章 结论、建议及不足	173
第一节 结论	173
一 微观层面的结论	174
二 宏观层面的结论	174
第二节 建议	176
一 完善投资者法律保护相关法律制度	176
二 建立维护投资者利益的职业民间机构	176

三	完善终极控制人相关信息披露制度, 提高信息披露 违规成本	177
四	细化现金股利分配的相关法律法规, 提高法律法规 执行的科学性	177
五	鼓励和引入机构投资者, 促进对终极控制人制衡 机制的形成	178
第三节	研究不足及未来研究方向	179
参考文献		180
后 记		196

第一章 导论

第一节 研究背景与研究意义

一 研究背景

股利政策是上市公司财务决策的重要内容之一，是公司关于如何安排税后利润和留存收益比例的一项财务策略。由于股利政策与融资方式选择和股东投资回报密切相关，因此直接影响上市公司股票市价和市场形象，从而成为众多投资者衡量公司经营业绩和成长性的一个重要工具。理性的股利政策在向证券市场传递有效信息的同时，为企业树立了良好市场形象，从而激发了投资者热情，可以有效引导投资者资金流向，使资本市场有效性得以实现。因此，股利政策是公司财务研究领域中被长期关注的一个重要问题。

我国资本市场初成立时，就肩负着服务于国有企业改革的特殊职责，从而形成了特殊的制度背景，这就使我国的上市公司的股权结构与西方国家的股权结构具有较大差异。为确保国有股控制性股东地位，减少内部经理人对控制性股东利益的侵占，我国资本市场形成了股权分置的所有权结构，非流通股与流通股出现“同股不同权、同股不同价”现象，而国有股所有者的缺位使我国资本市场的代理问题变得更为复杂。这种复杂的代理问题反映在现金股利政策上则表现为我国异于西方的独特分配现象。在资本市场建立初期，分红公司不多。而2000年新的融资政策出台后，分红热风行一时。此后，现金股利支付逐步减少，同时也出现个别公司高派现的现象，使得我国的现金