



# 控股股东股权质押 对“低股利”现象的影响

翟士运<sup>1</sup>, 孙兰兰<sup>2</sup>, 古 朴<sup>3</sup>

1 中国矿业大学(北京)管理学院, 北京 100083

2 青岛科技大学 经济与管理学院, 山东 青岛 266061

3 清华大学 经济管理学院, 北京 100084

**摘要:** 中国上市企业的现金股利政策再次受到证监会的密切关注, 近年来中国A股市场股权质押快速攀升, 对企业的风险水平和治理机制产生重要影响。因此, 研究股权质押是否影响企业的现金股利政策具有理论意义和实践意义。

基于代理理论, 以2007年至2016年中国A股上市企业为样本, 应用Stata 14.1软件, 采用OLS多元线性回归、PSM分析、Change模型和Probit模型等多种方法, 探讨控股股东股权质押对上市企业股利政策的影响, 在此基础上分析且检验两者之间的内在影响机制, 初步构建股权质押影响股利政策的分析框架。

研究结果表明, 控股股东股权质押期间, 企业显著减少了现金股利的发放水平, 企业的自由现金流和良好的审计质量有效缓解了控股股东股权质押与现金股利之间的负相关关系。进一步地, 通过探讨其内在影响机制发现, 控股股东股权质押期间, 企业的流动性枯竭、现金的预防性需求和投机性需求增加是降低现金股利发放水平的主要原因。

从控股股东融资方式的视角丰富了股东异质性影响现金股利的相关研究; 以控股股东股权质押为切入点, 从企业流动性、预防性现金需求和投机性现金需求的角度解释了中国资本市场广受关注的“低股利”现象; 研究结果为资本市场监管提供了部分参考依据, 有助于证券投资者正确认识股权质押。

**关键词:** 股权质押; 现金股利; 治理机制; 现金需求; 流动性

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2020.03.010

**文章编号:** 1672-0334(2020)03-0124-14

## 引言

为了规范中国上市企业的股利发放行为, 减少“低股利”现象, 中国证券监督管理委员会曾在2001年、2004年、2006年和2008年4次出台股利分配政策。但很多上市企业却钻法律的空子, 只进行“高送

转”, 以实现吸引投资者眼球进而调高股价的目的, 而不真正“掏钱”分红。更有甚者, 2017年2月某上市企业欲通过“10送30”而不现金分红的分配方案, 还有企业上市30年未曾分红。2017年9月正式实施的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法

**收稿日期:** 2017-10-11 **修返日期:** 2018-08-09

**基金项目:** 中央高校基本科研业务费专项资金(8000150A104)

**作者简介:** 翟士运, 管理学博士, 中国矿业大学(北京)管理学院讲师, 研究方向为中国经济转型与企业财税行为等, 代表性学术成果为“非控股股东参与决策的积极性与企业技术创新”, 发表在2018年第7期《中国工业经济》, E-mail: jensenzhai2011@163.com

孙兰兰, 管理学博士, 青岛科技大学经济与管理学院讲师, 研究方向为营运资金管理等, 代表性学术成果为“供应商关系、社会信任与商业信用融资效应”, 发表在2017年第2期《软科学》, E-mail: sunlanlan0524@126.com

古朴, 清华大学经济管理学院博士研究生, 研究方向为财务会计、金融市场信息利用和股票分析师行为等, 代表性学术成果为“非控股股东参与决策的积极性与企业技术创新”, 发表在2018年第7期《中国工业经济》, E-mail: gupu2017311760@163.com

>若干问题的规定(四)》指出,公司股东滥用权利,导致公司不分配利润给其他股东造成损失的,司法可以适当干预。

上市企业现金股利水平成为焦点的同时,股权质押也正风靡中国资本市场。截至2017年3季度,A股正在质押的股票价值超过6万亿元人民币,几乎所有上市企业均存在股权质押。为了遏制“无股不押”的乱象,监管部门于2017年9月出台《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》,被称为股票质押史上最严新规。股权质押受到如此青睐源于其手续简便、成本低廉以及控制权不会遭到稀释等优点,但其大大增加了股东对股价波动风险的敏感性,严重影响上市企业的风险水平和治理机制,贾跃亭质押乐视网的股份便是典型的反面案例。鉴于此,控股股东股权质押期间很可能制定不同以往的现金股利政策,探讨两者之间的关系具有重要的理论价值和现实意义。

## 1 相关研究评述和研究假设

### 1.1 相关研究评述

自LINTNER<sup>[1]</sup>开创性地对企业股利进行研究以来,围绕着股利之谜,学者们展开长久和较为深入的探讨,并提出多种理论从不同视角给出解释,MM股利无关论、“在手之鸟”理论、狭义税收差异理论、追随者效应理论、信号传递理论、代理成本理论和股权结构理论等都得到广泛认可<sup>[2]</sup>。近年来,随着研究的深入,控股股东对企业现金股利的影响日益受到重视,但并没有取得一致的研究结论。一方面,控股股东有可能倾向于减少股利发放。较低的股利水平有利于控股股东掌控更多的资金用于谋取私人收益,侵犯中小股东的利益<sup>[3-4]</sup>。另一方面,控股股东也可能增加股利的发放。首先,增加股利发放有利于降低股东与管理者之间的代理成本<sup>[5-6]</sup>;其次,增加股利发放有利于提高净资产收益率,满足配股要求,在中国半强制分红的制度环境下更是如此<sup>[7]</sup>;最后,控股股东可以通过股利套取上市企业现金<sup>[8]</sup>。因此,从另一个角度说,现金股利支付率的高低也可以反映中小股东利益保护的强弱<sup>[9]</sup>。很多研究还从股东异质性的角度对企业的股利政策展开讨论。个人投资者期望获得稳定的收益,更偏好股利平稳的股票<sup>[10]</sup>,但当个人投资者为控股股东时,较强的掏空动机使企业的股利水平显著降低<sup>[11]</sup>。混合所有制改革有助于降低代理问题,提高现金股利发放水平<sup>[12]</sup>。机构投资者不仅能够提高企业治理水平,提高股利发放水平,还能使企业降低股利的不平稳程度<sup>[13]</sup>。机构投资者又可进一步分为多种类型。社保基金持股后,上市企业的股利水平也进一步提高<sup>[14]</sup>。私募股权投资有助于提高企业的融资能力,因此增加了企业的股利分配倾向和分配力度<sup>[15]</sup>。外资股东具有更高的信息不对称程度和更高的理性,也有助于促进企业股利支付水平<sup>[16]</sup>。但家族企业控股股东则通过过度投资谋取控制权私利,不愿意将企业利

润以股利形式支付给股东<sup>[17]</sup>。

已有研究虽然从控股股东自利动机和股东类型的静态视角对企业的现金股利政策进行了相对深入的探讨,但并没有关注不同情况下的股东会对企业的股利政策产生不同的影响,如股权质押时期的控股股东对企业现金股利产生的影响。已有针对股权质押的研究也并没有涉及股利政策,且研究结论存在较大分歧。一方面,股权质押的企业受到债权机构的监督,提高了企业的治理水平,减少了盈余管理和掏空程度<sup>[18]</sup>。另一方面,股权质押增强了控股股东机会主义行为,如控股股东会采取激进的会计政策<sup>[19]</sup>,进行更多的真实盈余管理<sup>[20]</sup>,以达到市值管理的目的<sup>[21]</sup>,甚至还降低了管理层薪酬激励的有效性<sup>[22]</sup>。因此,探讨控股股东股权质押对企业现金股利政策的影响,不仅对中国资本市场具有重要的现实意义,提供明晰的政策依据,还有助于丰富企业股利政策的相关研究,深化对股权质押的认识,在一定程度上弥补已有研究的不足。

### 1.2 控股股东股权质押与现金股利

与欧美等发达国家相比,中国上市企业股权结构高度集中,再加上较弱的投资者保护环境,控股股东与中小股东之间的代理问题非常突出<sup>[23]</sup>。控股股东股票质押期间,仍然享有对企业的控制权,收益权也不受影响。因此,控股股东有权利和动机出于自身利益最大化的目的制定企业的股利政策。黄娟娟等<sup>[24]</sup>通过对中国上市公司的实证研究发现,上市公司股利政策主要是为了迎合控股股东的需要。股权质押期间,股价下跌达到一定程度会触发“强制平仓线”,控股股东将蒙受巨大财富损失和所有权私人收益。因此,控股股东将更倾向于采取机会主义行为,加重第二类代理问题<sup>[21]</sup>,进而对现金股利产生负面影响<sup>[25]</sup>。

①控股股东股权质押期间,企业存在控股股东变更的风险<sup>[26]</sup>,外部融资将更为困难,从而导致企业的流动性枯竭。而获得外部资本的难度上升时,企业会减少现金股利的发放<sup>[27-28]</sup>。因此,控股股东在股权质押期间,面对流动性的枯竭,会进行内源融资,减少股利发放,缓解流动性不足。②控股股东股权质押期间,现金的预防需求增加。一方面,股权质押期间,股价下跌可能导致控制权转移,企业有更强的动机减少股利支付进行“节流”,防范可能面临的风险。另一方面,股权质押期间,控股股东有更强的动机操控股价,避免控制权旁落他人<sup>[21]</sup>,如要求企业进行股票回购等,以传递股价被低估的信号。而企业进行股票回购需要大量的资金,因此,出于预防需求的增加,控股股东会增加企业的储备,减少现金股利发放。③控股股东股权质押期间,现金的投机需求增加。股权质押期间,控股股东通过各种手段使股价保持平稳甚至上升。而现金的增加无疑有助于实现控股股东的机会主义行为。作为真实盈余管理的方式之一,生产操控通过大幅提高产量,达到降低单位产品成本的目的,但导致总生产成本和存货



大量增加。不难看出,生产操控需要大量的现金投入。因此,控股股东股权质押期间,出于真实盈余管理等投机行为的需要,企业需要增加现金持有,减少现金股利发放。另外,控股股东并不会在股权质押期间通过增加现金股利的方式博取投资者好感以提升企业股价。已有研究发现中国上市公司现金分红不影响股票估值,上市公司过度支付股利反而增加股价崩盘风险<sup>[29]</sup>、降低企业价值<sup>[30]</sup>。因此,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> 控股股东股权质押期间,现金股利显著减少。

### 1.3 自由现金流、股权质押与现金股利

自由现金流对控股股东股权质押与现金股利之间的关系产生积极的影响。①自由现金流越多意味着企业的资金越充足,资产流动性更高,企业对留存收益的依赖性越低<sup>[31]</sup>,有助于缓解控股股东股权质押对现金股利的负面影响。②现金具有预防作用。自由现金流增加有助于企业降低财务风险,使企业在面对风险时有更大的回旋余地。例如,控股股东股权质押期间,股价下跌时,企业可以利用充足的现金流进行股票回购,传递股价被低估的信号,而不必削减现金股利的发放。③自由现金流有助于控股股东实施机会主义行为。当企业现金充足时,控股股东有足够的资金谋取私利。例如,控股股东股权质押期间,充足的自由现金流有助于企业进行生产操控,临时扩大生产,降低单位产品成本,达到真实盈余管理的目的,最终达到维持和提升股价的目的。股权质押期间,控股股东削减现金股利的动机得到有效降低。CAMPELLO et al.<sup>[32]</sup>通过对处于金融危机中的企业问卷调查发现,融资约束程度越低,企业支付股利的意愿越高;魏刚等<sup>[33]</sup>认为企业现金存量与股利发放显著正相关;张路等<sup>[34]</sup>对超募资金的用途进行研究,发现过量资金补充了企业流动性,提高了现金股利支付意愿。因此,本研究提出假设。

H<sub>2</sub> 企业的自由现金流有利于缓解控股股东股权质押与现金股利之间的负相关关系。

### 1.4 审计质量、股权质押与现金股利

股利代理成本理论认为,支付现金股利使企业不得不去外部资本市场融资,外部投资者的监督可以抑制经理人滥用资金、减少非效率投资,降低代理成本<sup>[6]</sup>。PORTA et al.<sup>[3]</sup>和SHLEIFER et al.<sup>[35]</sup>将法律保护这一制度因素引入现金股利政策研究理论框架,分析发现现金股利是公司治理改善的结果;FACCIO et al.<sup>[9]</sup>在此基础上分别以东亚、西欧和德国的公司为样本,研究发现有效的监督约束机制提高了控股股东发放现金股利的积极性。较高的股权集中度和控股股东在股权质押期间强烈的机会主义动机大大降低了内部治理的有效性,在企业的股利政策上表现为股利支付率下降和不支付股利政策的企业增多<sup>[36]</sup>。此时,有效外部治理的作用得到凸显。CHOI et al.<sup>[37]</sup>认为,当内部治理效率较低时,有效的外部治理成为保护中小投资者权益、规范企业现金股利政策的必然选择。很多研究表明,外部治理水平能够

有效弥补内部治理的不足,起到降低代理成本的作用。外部审计师作为企业外部治理的重要组成部分,自然也起到抑制控股股东机会主义行为的作用。首先,控股股东可能借助股票回购进行利益输送<sup>[38]</sup>。较高的审计品质提高了企业的外部治理水平,有助于防范企业的利益输送行为。其次,生产操控作为控股股东的机会主义行为,不利于企业长期发展,损害了中小股东的利益。徐会超等<sup>[39]</sup>认为,控股股东股权质押期间,聘用国际四大会计师事务所进行审计可以有效抑制企业的机会主义行为。规范的股票回购和生产操控,降低了控股股东的第二类代理问题,进而有助于缓解股权质押对现金股利的负面影响。因此,本研究提出假设。

H<sub>3</sub> 聘用国际四大会计师事务所进行审计,有利于缓解控股股东股权质押与现金股利之间的负相关关系。

本研究的分析框架见图1。

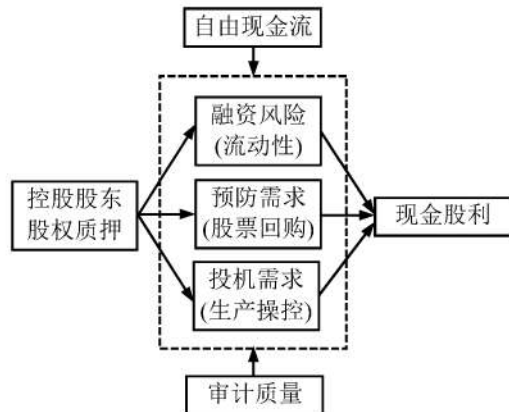


图1 分析框架

Figure 1 Analysis Framework

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择和数据来源

为了探讨控股股东股权质押对企业现金股利的影响,本研究选取中国A股上市企业作为研究样本。考虑到会计准则和资本市场的变化,以2007年至2016年为研究期间。剔除数据缺失和无效的样本后,最终得到17 590个观测值。在进行多元线性回归分析时,采用混合效应模型的形式。所用股权回购和控股股东股权质押的数据来自Wind数据库,其他数据均来自CSMAR数据库。为了减少极端值的影响,对所有连续变量的双侧极端值进行1%的缩尾处理。

### 2.2 变量定义

(1) 现金股利。主要从发放现金股利的多少和是否发放现金股利两个方面测量企业现金股利。本研究借鉴已有研究,采用每股现金股利与每股收益之比测量企业发放股利的多少。

(2) 控股股东股权质押。为了论证的充分性和严谨性,本研究选取3个变量从不同角度刻画控股股东的股权质押程度。借鉴已有研究中测量股权质押最常用的方法<sup>[21,40]</sup>,①设置虚拟变量 $Psd$ ,测量控股

股东是否存在股权质押行为。②设置变量Pr1,测量控股股东股权质押相对于企业总股份的多少,该指标反映控股股东股权质押带给企业的风险的大小,该指标越大,实际控制人变更的风险越大。③设置变量Pr2,测量控股股东股权质押程度,通过计算得到控股股东股权质押相对于自身持股数的多少;该指标衡量股价触发警戒线时控股股东补充质押的能力,即该指标越大,控股股东补充质押的能力越低,可回旋的余地越小,也反映了股权质押期间控股股东面临压力的大小;该指标也有效地衡量了控股股东质押股权的价值相对于个人总财富的多少,可以更好地反映控股股东对股权质押的关注程度。以上3个变量从是否存在控股股东股权质押和控股股东股权质押程度两个不同维度衡量控股股东股权质押的特征,为了检验3个变量之间的关系,对三者之间的相关性进行检验,两两之间均呈现显著正相关关系,说明三者测量控股股东股权质押方面存在较好的一致性。

(3)调节变量。根据H<sub>2</sub>和H<sub>3</sub>,设置自由现金流和审计质量两个调节变量。用自由现金流测量企业资金的充裕程度;审计质量为虚拟变量,如果外部审计师来自于“国际四大”取值为1,否则取值为0。已有研

究均表明,“国际四大”往往代表了更高的审计质量,有助于抑制企业的代理问题。

(4)控制变量。根据已有研究,在探讨控股股东股权质押对企业现金股利的影响时,控制企业规模、资产负债率、现金净流量、资产收益率、增长率、资本支出和实际控制人的产权性质等变量的影响。

各变量的具体计算方法见表1。

2.3 模型设计

为了检验H<sub>1</sub>,构建模型为

$$Cdr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ple_{i,t} + \alpha_2 Siz_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Cfo_{i,t} + \alpha_5 Roa_{i,t} + \alpha_6 Gro_{i,t} + \alpha_7 Exp_{i,t} + \alpha_8 Soe_{i,t} + Ind_{i,t} + Yea_t + \varepsilon_{1,i,t} \quad (1)$$

其中,i为上市企业,t为年度,Pl<sub>e</sub>分别为Psd、Pr1和Pr2,Ind为行业效应,Yea为年度效应,α<sub>0</sub>为截距项,α<sub>1</sub>~α<sub>8</sub>为变量回归系数,ε<sub>1,i,t</sub>为残差项。如果α<sub>1</sub>显著为负,则H<sub>1</sub>得到验证。

进一步地,为了检验H<sub>2</sub>和H<sub>3</sub>,构建模型为

$$Cdr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ple_{i,t} + \beta_2 Ple_{i,t} \cdot X_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} + \beta_4 Siz_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Cfo_{i,t} + \beta_7 Roa_{i,t} + \beta_8 Gro_{i,t} + \beta_9 Exp_{i,t} + \beta_{10} Soe_{i,t} + Ind_{i,t} + Yea_t + \varepsilon_{2,i,t} \quad (2)$$

其中,X分别为Fcf和Big,β<sub>0</sub>为截距项,β<sub>1</sub>~β<sub>10</sub>为变量回

表1 变量定义  
Table 1 Definition of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	现金股利支付率	Cdr	每股现金股利 每股收益
		Psd	企业控股股东进行股权质押时取值为1,否则取值为0
		Pr1	企业控股股东股权质押数 企业总股本数
自变量	股权质押	Pr2	企业控股股东股权质押数 企业控股股东持股总数
		Fcf	营业收入 - 营业税 - 所得税 - 利息费用 - 资本性支出 总资产
调节变量	自由现金流	Fcf	
	审计质量	Big	企业外部审计师来自“国际四大”时取值为1,否则取值为0
控制变量	企业规模	Siz	总资产取自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额 总资产
	现金净流量	Cfo	经营活动产生的现金净流量 总资产
	资产收益率	Roa	净利润 总资产
	增长率	Gro	本年销售收入 - 上年销售收入 上年销售收入
	资本支出	Exp	企业构建固定资产和无形资产等长期资产形成的现金净流出 总资产
	产权性质	Soe	企业产权性质,非国有企业取值为1,国有企业取值为0

归系数,  $\varepsilon_{2,i,t}$  为残差项。如果  $\beta_2$  显著为正, 则  $H_2$  和  $H_3$  得到验证。

### 3 实证检验结果和分析

#### 3.1 描述性统计分析

表2给出主要变量的描述性统计结果。 $Cdr$  的均值为0.311, 中位数为0.170, 说明受监管政策等影响, 中国上市企业近年来的股利发放水平有所上升; 但标准差为0.533, 说明企业之间的差别很大, 下四分位数的值为0, 说明有至少四分之一的样本没有发放股利, 中国上市企业中“低股利”的现象仍然较多; 最小值为-0.327, 意味着一些企业在亏损年份仍然发放现金股利; 而最大值为3.501, 说明有些企业在利润较少的年份发放了较多的股利, 最大值和最小值均说明中国一些上市企业采用激进股利政策, 也说明对极端值进行缩尾处理是必要的。总而言之, 中国上市企业的股利政策存在诸多不规范的行为。 $Psd$  的均值为0.307, 说明中国近三分之一的上市企业控股股东进行股权质押, 控股股东股权质押现象较多。 $Pr1$  的均值为0.052,  $Pr2$  的均值为0.170, 平均而言, 控股股东质押的股份数占企业总股份和控股股东持股的5.152%和17.020%;  $Pr1$  的最高比例为43.920%;  $Pr2$  最大值为1, 表明最高者甚至质押了自身所持的全部股份。如此高的质押比例意味着股价出现较大幅度的下跌时, 有些控股股东难以进行补充质押, 进而企业不得不面临实际控制人变更的风险。因此, 控股股东股权质押带来的风险不容忽视, 其对企业的影响不得不引起投资者的注意。另外, 产

权性质、企业规模和资产负债率等控制变量的统计值与已有研究类似, 说明该样本具有较高的代表性和可信度。

#### 3.2 回归分析

##### 3.2.1 控股股东股权质押与现金股利

表3给出控股股东股权质押对现金股利影响的检验结果。 $Psd$ 、 $Pr1$ 和 $Pr2$ 的系数均在1%的水平上显著为负, 说明控股股东股权质押期间, 企业显著减少了现金股利的发放。而且, 控股股东股权质押对现金股利的影响具有显著的经济意义。具体而言, 根据经济意义的计算方式可知, 以各变量的均值为基点, 控股股东进行股权质押的企业比其他企业发放的现金股利低14.148%;  $Pr1$  每上升一个百分点现金股利下降0.601%, 每上升一个标准差现金股利下降3.127%;  $Pr2$  每上升一个百分点现金股利下降0.344%, 每上升一个标准差现金股利下降5.849%。控制变量中,  $Siz$ 、 $Exp$ 和 $Soe$ 的系数均显著为正, 说明企业规模越大、资本支出越多、产权性质为非国有时, 企业倾向于支付更多的股利; 而 $Lev$ 、 $Cfo$ 和 $Gro$ 的系数显著为负, 说明企业的资产负债率越高、经营活动净现金流越大、增长越快, 发放的现金股利越少。综合以上回归结果,  $H_1$ 得到验证, 即控股股东股权质押期间, 现金股利显著减少。

##### 3.2.2 控股股东股权质押、自由现金流与现金股利

自由现金流对控股股东股权质押与现金股利关系调节作用的回归结果见表4的(1)列~(3)列, 由于 $Fcf$ 存在部分缺失值, 观测值为15102。由表4可知,  $Psd$ 、 $Pr1$ 和 $Pr2$ 的系数均在1%水平上显著为负, 三者与

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	下四分位数	中位数	上四分位数	最大值
$Cdr$	0.311	0.533	-0.327	0	0.170	0.395	3.501
$Psd$	0.307	0.461	0	0	0	1	1
$Pr1$	0.052	0.098	0	0	0	0.065	0.439
$Pr2$	0.170	0.309	0	0	0	0.223	1
$Siz$	21.902	1.296	19.076	20.993	21.754	22.628	25.827
$Lev$	0.456	0.222	0.048	0.283	0.452	0.621	1.073
$Cfo$	0.059	0.107	-0.249	0.003	0.052	0.111	0.450
$Roa$	0.037	0.059	-0.218	0.013	0.035	0.065	0.212
$Gro$	0.214	0.632	-0.627	-0.035	0.109	0.281	4.728
$Exp$	0.054	0.052	0	0.016	0.039	0.076	0.248
$Soe$	0.546	0.498	0	0	1	1	1

注: 观测值为17590, 下同。

表3 控股股东股权质押与现金股利  
Table 3 Controlling Stockholder's  
Equity Pledge and Cash Dividend

变量	Cdr		
	(1)	(2)	(3)
<i>Psd</i>	-0.044*** (-4.697)		
<i>Pr1</i>		-0.187*** (-4.387)	
<i>Pr2</i>			-0.107*** (-7.757)
<i>Siz</i>	0.044*** (12.117)	0.044*** (12.175)	0.043*** (11.805)
<i>Lev</i>	-0.481*** (-21.634)	-0.480*** (-21.526)	-0.470*** (-21.064)
<i>Cfo</i>	-0.111*** (-2.768)	-0.108*** (-2.704)	-0.112*** (-2.814)
<i>Roa</i>	-0.051 (-0.646)	-0.051 (-0.637)	-0.078 (-0.985)
<i>Gro</i>	-0.070*** (-11.074)	-0.071*** (-11.111)	-0.070*** (-11.055)
<i>Exp</i>	0.535*** (6.653)	0.528*** (6.568)	0.517*** (6.440)
<i>Soe</i>	0.081*** (8.799)	0.079*** (8.676)	0.090*** (9.810)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
常数项	-0.556*** (-6.851)	-0.562*** (-6.930)	-0.533*** (-6.570)
观测值	17 590	17 590	17 590
调整的 $R^2$	0.069	0.069	0.071

注:括号内数据为t值,\*\*\*为在1%水平上显著,下同。

*Fcf*的交互项系数均在1%水平上显著为正,说明自由现金流水平较高时,控股股东股权质押与现金股利之间的负相关关系得到显著缓解。因此, $H_2$ 得到验证,即企业的自由现金流有利于缓解股权质押与现金股利之间的负相关关系。

### 3.2.3 控股股东股权质押、审计质量与现金股利

外部治理因素审计质量调节作用的回归结果见表4的(4)列~(6)列,*Psd*、*Pr1*和*Pr2*在各列中的系数均显著为负,三者与*Big*的交互项系数均在5%的水平上显著为正,表明相对于非“国际四大”审计的上市企业,“国际四大”审计的上市企业中,控股股东股权

质押与现金股利的负相关关系得到大大缓解。因此, $H_3$ 得到验证。

### 3.3 稳健性检验

#### 3.3.1 内生性检验

##### (1) 倾向得分匹配分析

实证结果可能存在的一个潜在内生性问题是,一些与控股股东股权质押和现金股利分配均相关的变量没有被有效控制,也就是所谓的遗漏变量问题。甚至,自变量可能对因变量存在非线性影响,进而使模型产生内生性问题。为了解决这一问题,本研究采用倾向得分匹配(PSM)法排除内生性可能导致的伪回归。根据企业规模、资产负债率、现金净流量、资产收益率、增长率、资本支出和产权性质,在相同年度和相同行业内对存在控股股东股权质押的样本与其他样本进行配对。首先,利用Logit模型回归*Psd*与各配对变量之间的关系,并计算倾向得分值;然后,根据倾向得分值采用1:1无放回匹配,配对后,处理组与控制组的倾向得分没有显著差异,且各配对变量的均值也不存在显著差异,说明配对效果良好。PSM前后的t检验结果见表5,排除内生性后,与其他企业相比,控股股东股权质押的企业现金股利发放水平仍显著更低。

##### (2) Change模型

为了进一步排除遗漏变量导致的内生性问题,本研究还对连续变量采用Change模型重新检验控股股东股权质押对现金股利的的影响,回归结果见表6, $\Delta Cdr$ 为*Cdr*的一阶差分, $\Delta Pr1$ 为*Pr1*的一阶差分, $\Delta Pr2$ 为*Pr2*的一阶差分,计算一阶差分导致部分样本减少,观测值为14 343。由表6可知, $\Delta Pr1$ 和 $\Delta Pr2$ 的系数显著为负,说明随着控股股东质押股份增多,企业的现金股利不断降低。该结果再次印证了 $H_1$ 。因此,进一步排除内生性后,前文结论仍然成立。

##### (3) IV工具变量法

控股股东股权质押与企业现金股利水平之间还可能存在着双向因果的内生性问题。可能的替代性解释为:由于企业的现金股利水平较低,造成控股股东资金紧张而通过股权质押进行融资。因此,本研究采用二阶段工具变量法排除替代性解释。借鉴谢德仁等<sup>[21]</sup>的做法,选取*Psd*的省平均值*PPsd*作为*Psd*的工具变量、*Pr1*的省平均值*PPr1*作为*Pr1*的工具变量、*Pr2*的省平均值*PPr2*作为*Pr2*的工具变量,还选取较为常见的*Psd*的滞后两期值*Psd<sub>t-2</sub>*作为*Psd*的工具变量、*Pr1*的滞后两期值*Pr1<sub>t-2</sub>*作为*Pr1*的工具变量、*Pr2*的滞后两期值*Pr2<sub>t-2</sub>*作为*Pr2*的工具变量。为了检验工具变量的有效性,对3个变量进行Cragg-Donald检验, $p$ 值均为0,说明三者的工具变量均通过弱工具变量检验,工具变量均有效。

3个测量控股股东股权质押变量的两阶段回归结果见表7,由于使用滞后期的数值,观测值减少为11 950。从第1阶段回归结果看,*PPsd<sub>t</sub>*和*Psd<sub>t-2</sub>*对*Psd<sub>t</sub>*在1%水平上有显著的正向影响,*PPr1<sub>t</sub>*和*Pr1<sub>t-2</sub>*对*Pr1<sub>t</sub>*在1%水平上有显著的正向影响,*PPr2<sub>t</sub>*和*Pr2<sub>t-2</sub>*对*Pr2<sub>t</sub>*在

表4 自由现金流和审计质量的调节作用  
Table 4 Regulatory Effects of Free Cash Flow and Audit Quality

变量	<i>Cdr</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Psd</i>	-0.072*** (-4.867)					
<i>Psd·Fcf</i>	0.066*** (3.175)					
<i>Pr1</i>		-0.339*** (-5.094)				
<i>Pr1·Fcf</i>		0.319*** (3.427)				
<i>Pr2</i>			-0.167*** (-7.840)			
<i>Pr2·Fcf</i>			0.132*** (4.317)			
<i>Psd</i>				-0.048*** (-5.131)		
<i>Psd·Big</i>				0.151** (2.496)		
<i>Pr1</i>					-0.206*** (-4.779)	
<i>Pr1·Big</i>					0.639** (2.354)	
<i>Pr2</i>						-0.112*** (-8.063)
<i>Pr2·Big</i>						0.246** (2.281)
<i>Fcf</i>	-0.010 (-0.820)	-0.007 (-0.615)	-0.015 (-1.323)			
<i>Big</i>				-0.051*** (-2.758)	-0.046** (-2.509)	-0.049*** (-2.681)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.534*** (-6.100)	-0.545*** (-6.239)	-0.513*** (-5.864)	-0.618*** (-7.210)	-0.621*** (-7.249)	-0.595*** (-6.953)
观测值	15 102	15 102	15 102	17 590	17 590	17 590
调整的 $R^2$	0.061	0.062	0.064	0.070	0.069	0.072

注:\*\*为在5%水平上显著,下同。

1%水平上有显著的正向影响,说明工具变量对解释变量具有良好的预测作用。进一步地,从第2阶段回归结果看,*Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数均显著为负,说明排除因果颠倒导致的内生性后,前文的结论仍然成立。

### 3.3.2 其他稳健性检验

为了进一步测试研究结论的稳健性,本研究采用企业当年是否发放现金股利(*Cdd*)这一虚拟变量作为因变量,企业发放现金股利取值为1,否则取值



**表5 PSM 前后现金股利对比**  
Table 5 Comparison of Cash Dividend before and after PSM

<i>Cdr</i>	<i>Psd</i> = 1	<i>Psd</i> = 0	差异	<i>t</i> 值
PSM 前	0.287	0.321	-0.034***	-3.899
PSM 后	0.287	0.355	-0.068***	-6.392

为0。采用 Probit 模型检验控股股东股权质押对现金股利的影响,回归结果见表8的(1)列~(3)列。因为样本中存在利润为负的个体和过度发放股利的样本,为了进一步排除极端样本可能导致的伪回归,本研究采用现金股利加1取对数(*Lcd*)作为因变量,采用OLS模型进行检验,回归结果见表8的(4)列~(6)列。对于上述两类因变量的替代变量,*Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数均在1%水平上显著为负,表明前文的回归结果具有很好的稳健性。

**表6 Change 模型**  
Table 6 Change Model

变量	$\Delta Cdr$	
$\Delta Pr1$	-0.205**	(-2.179)
$\Delta Pr2$	-0.064**	(-2.166)
控制变量的差分	控制	控制
行业	控制	控制
年度	控制	控制
常数项	0.061	0.061
	(1.231)	(1.228)
测量值	14 343	14 343
调整的 $R^2$	0.011	0.011

**表7 两阶段回归结果**  
Table 7 Results for Two-stage Regression

变量	第2阶段	第1阶段	第2阶段	第1阶段	第2阶段	第1阶段
	<i>Cdr</i>	<i>Psd<sub>t</sub></i>	<i>Cdr</i>	<i>Pr1<sub>t</sub></i>	<i>Cdr</i>	<i>Pr2<sub>t</sub></i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Psd<sub>t</sub></i>	-0.078*** (-4.076)					
<i>PPsd<sub>t</sub></i>		0.415*** (13.934)				
<i>Psd<sub>t-2</sub></i>		0.580*** (74.771)				
<i>Pr1<sub>t</sub></i>			-0.286*** (-3.674)			
<i>PPr1<sub>t</sub></i>				0.384*** (10.850)		
<i>Pr1<sub>t-2</sub></i>				0.654*** (84.992)		
<i>Pr2<sub>t</sub></i>					-0.150*** (-5.823)	
<i>PPr2<sub>t</sub></i>						0.338*** (10.611)
<i>Pr2<sub>t-2</sub></i>						0.649*** (86.820)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.690*** (-6.928)	0.291*** (4.281)	-0.721*** (-7.314)	0.039*** (2.656)	-0.656*** (-6.585)	0.251*** (5.677)
观测值	11 950	11 950	11 950	11 950	11 950	11 950
调整的 $R^2$	0.056	0.479	0.056	0.487	0.058	0.522



本研究样本涵盖了除金融保险业之外的所有行业,由于宏观和微观环境的不同以及投资者期望的异质性,行业之间现金股利存在较大差异。因此,本研究采用经行业中位数调整的现金股利(*Cdr1*)作为

因变量,对研究假设进行检验。回归结果见表9的(1)列~(3)列,*Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数均在1%水平上显著为负。

通过描述性统计可以看出,现金股利和股权质

表8 控股股东股权质押与现金股利:*Cdd*和*Lcd*为因变量

Table 8 Controlling Stockholder's Equity Pledge and Cash Dividend;*Cdd* and *Lcd* as the Dependent Variable

变量	<i>Cdd</i>			<i>Lcd</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Psd</i>	-0.190*** (-7.277)			-1.079*** (-8.554)		
<i>Pr1</i>		-0.968*** (-8.294)			-5.529*** (-9.553)	
<i>Pr2</i>			-0.458*** (-11.978)			-2.567*** (-13.682)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-8.698*** (-34.767)	-8.717*** (-34.857)	-8.613*** (-34.372)	-44.682*** (-40.554)	-44.756*** (-40.669)	-44.152*** (-40.167)
观测值	17 590	17 590	17 590	17 590	17 590	17 590
准 $R^2$	0.236	0.236	0.240			
调整的 $R^2$				0.313	0.314	0.318

表9 经行业调整的现金股利为因变量和分位数回归结果

Table 9 Regression Results for Industry-adjusted Cash Dividend Taken as Dependent Variable and Quantile

变量	<i>Cdr1</i>			<i>Cdr</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Psd</i>	-0.044*** (-4.697)			-0.048*** (-8.837)		
<i>Pr1</i>		-0.187*** (-4.387)			-0.221*** (-8.826)	
<i>Pr2</i>			-0.107*** (-7.757)			-0.097*** (-11.834)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.556*** (-6.851)	-0.562*** (-6.930)	-0.533*** (-6.570)	-0.419*** (-8.779)	-0.433*** (-9.090)	-0.418*** (-8.739)
观测值	17 590	17 590	17 590	17 590	17 590	17 590
调整的 $R^2$	0.063	0.062	0.065			
准 $R^2$				0.092	0.092	0.094

押在不同企业之间存在较大差异,样本之间较大差异和分布不均可能导致伪回归结果。分位数可以很好地减少异常值和样本分布的不良影响,还有助于解决异方差问题。因此,本研究采用分位数回归模型进一步检验控股股东股权质押期间企业现金股利的变化。回归结果见表9的(4)列~(6)列, *Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数仍然在1%水平上显著负相关。上述结果均表明研究结果具有稳健性。

在控制极端值的情况下,为了尽可能多地保留样本量,前文对连续变量进行双侧1%的缩尾处理,但缩尾处理并不能完全排除极端值的影响。因此,本研究对极端值进行双侧1%的缩尾处理后,对控股股东股权质押与企业现金股利的影响进行检验。回归结果见表10,缩尾处理导致观测值减少为17 240, *Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数仍在1%水平上显著为负。另外,前文结论可能仅适用于家族企业或股权高度集中的企业,所有权与控制权的分离可能导致研究结论无法成立,针对这一疑虑,对样本按照是否为家族企业和股权集中程度高低进行分组,检验控股股东股权质押对现金股利的影响,实证结果表明,在采用不同的样本时研究结果均有较强的说服力。其可能的解释为:不同于日常的经营决策和财务决策,股利发放属于重大决策事项,需要股东大会表决,不仅仅是由管理层决定的,即使存在两权分离,控股股东仍能通过股东大会直接决定现金股利的发放水平。因此,所有权与控制权的分离对研究结论影响有限。

**表 10 对异常值双侧1%缩尾后的OLS回归结果**  
**Table 10 OLS Regression Results for Two-sided Outliers Censored at 1%**

变量	<i>Cdr</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Psd</i>	-0.051*** (-6.929)		
<i>Pr1</i>		-0.191*** (-5.621)	
<i>Pr2</i>			-0.108*** (-9.769)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
常数项	-0.475*** (-7.339)	-0.485*** (-7.494)	-0.456*** (-7.052)
观测值	17 240	17 240	17 240
调整的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.092	0.091	0.095

上述多项稳健性检验均证明前文结果具有良好的稳健性,控股股东股权质押期间,企业确实显著减少了对现金股利的发放。

**4 进一步分析**

如前文所述,控股股东股权质押主要通过3种途径影响现金股利水平。为了检验该逻辑关系是否成立,完善推理过程,本研究进一步检验控股股东股权质押与企业流动性、股票回购、生产操控之间的关系。

**4.1 控股股东股权质押与企业流动性**

股权质押期间,企业的风险上升,融资难度增加,进而很可能导致现金流枯竭,需要减少现金股利补充流动性。为了检验控股股东股权质押与企业流动性之间的关系,本研究构建回归模型为

$$Liq_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ple_{i,t} + \gamma_2 Siz_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Cfo_{i,t} + \gamma_5 Roa_{i,t} + \gamma_6 Gro_{i,t} + \gamma_7 Exp_{i,t} + \gamma_8 Soe_{i,t} + Ind_{i,t} + Yea_i + \epsilon_{3,i,t} \quad (3)$$

其中,*Liq*为企业的流动性,通过计算流动比率得到; $\gamma_0$ 为截距项, $\gamma_1 \sim \gamma_8$ 为变量回归系数, $\epsilon_{3,i,t}$ 为残差项。如果该路径成立, $\gamma_1$ 应显著为负。(3)式的回归结果见表11的(1)列~(3)列,由于企业流动性存在个别缺失值,观测值减少为17 589。*Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数均在1%水平上显著为负,表明控股股东股权质押期间,企业的流动性确实更低,面临枯竭,企业有动机减少现金股利发放,留存更多的收益。

**4.2 控股股东股权质押与股票回购**

股权质押使控股股东对股价下跌风险更敏感,现金的预防性需求上升,控股股东可能通过股票回购等方式释放股价被低估的信号。为了检验控股股东股权质押与企业股票回购之间的关系,本研究构建回归模型为

$$Buy_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Ple_{i,t} + \delta_2 Siz_{i,t} + \delta_3 Lev_{i,t} + \delta_4 Cfo_{i,t} + \delta_5 Roa_{i,t} + \delta_6 Gro_{i,t} + \delta_7 Exp_{i,t} + \delta_8 Soe_{i,t} + Ind_{i,t} + Yea_i + \epsilon_{4,i,t} \quad (4)$$

其中,*Buy*为虚拟变量,企业进行股票回购时取值为1,否则取值为0; $\delta_0$ 为截距项, $\delta_1 \sim \delta_8$ 为变量回归系数, $\epsilon_{4,i,t}$ 为残差项。因为因变量股票回购为二元虚拟变量,因此,(4)式采用Probit模型进行检验,回归结果见表11的(4)列~(6)列。*Psd*、*Pr1*和*Pr2*的系数均在5%及以上水平上显著为正,表明控股股东股权质押期间,企业进行股票回购的概率显著上升,控股股东有动机通过股票回购传递股价低估的信号,出于预防性动机的现金需求明显增加。

**4.3 控股股东股权质押与生产操控**

控股股东在股权质押期间可能主动从事投机行为,如生产操控等真实盈余管理,调高股价。而生产操控需要大量资金,进而导致企业现金股利下降。生产操控主要通过大幅提高产量降低产品的单位成本,但导致总生产成本和存货的大量增加,因此,可

表 11 股权质押与流动性和股票回购  
Table 11 Equity Pledge and Liquidity, Stock Buyback

变量	Liq			Buy		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Psd</i>	-0.313*** (-8.524)			0.340*** (4.938)		
<i>Pr1</i>		-0.885*** (-5.254)			0.659** (2.253)	
<i>Pr2</i>			-0.434*** (-7.939)			0.287*** (3)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	6.763*** (21.124)	6.681*** (20.853)	6.787*** (21.174)	-8.114*** (-11.912)	-7.866*** (-11.851)	-7.944*** (-11.912)
观测值	17 589	17 589	17 589	17 590	17 590	17 590
调整的 $R^2$	0.426	0.425	0.426			
准 $R^2$				0.097	0.085	0.088

以通过异常生产成本进行测量。根据已有研究<sup>[41]</sup>, 本研究构建测量企业生产操控的模型, 即

$$\frac{Pro_{i,t}}{Ta_{i,t-1}} = \eta_0 + \eta_1 \frac{1}{Ta_{i,t-1}} + \eta_2 \frac{Sal_{i,t}}{Ta_{i,t-1}} + \eta_3 \frac{\Delta Sal_{i,t}}{Ta_{i,t-1}} + \eta_4 \frac{\Delta Sal_{i,t-1}}{Ta_{i,t-1}} + \varepsilon_{5,i,t} \quad (5)$$

其中, *Pro* 为生产成本, 为销售产品成本与当年存货变动之和; *Ta* 为总资产; *Sal* 为销售收入;  $\Delta Sal$  为销售收入变动额;  $\eta_0$  为截距项,  $\eta_1 \sim \eta_4$  为变量回归系数;  $\varepsilon_{5,i,t}$  为残差项, 即为异常生产成本。异常生产成本越高, 表明企业进行了越多的真实盈余管理。用 *Emp* 表示异常生产成本, 构建模型检验控股股东股权质押是否影响企业的生产操控, 即

$$Emp_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Ple_{i,t} + \theta_2 Siz_{i,t} + \theta_3 Lev_{i,t} + \theta_4 BM_{i,t} + \theta_5 Soe_{i,t} + \theta_6 Big_{i,t} + Ind_{i,t} + Yea_t + \varepsilon_{6,i,t} \quad (6)$$

其中, *BM* 为账面市值率,  $\theta_0$  为截距项,  $\theta_1 \sim \theta_6$  为变量回归系数,  $\varepsilon_{6,i,t}$  为残差项。借鉴已有研究, 在 (6) 式中主要控制企业规模、资产负债率、账面市值率、产权性质和审计质量的影响。

表 12 给出股权质押与异常生产成本的回归结果, 由于计算 *Emp* 涉及新变量和滞后期数据, 存在部分缺失值, 观测值减少为 13 004。由表 12 可知, *Psd*、*Pr1* 和 *Pr2* 的系数均为正, 且在 1% 水平上显著, 表明控股股东股权质押期间, 企业生产成本和存货总额明显上升, 企业进行了显著的生产操控, 以降低当期的

单位产品成本, 提高账面利润。也预示着, 出于投机动机的现金需求显著更高。

表 12 股权质押与异常生产成本  
Table 12 Equity Pledge and Abnormal Product Cost

变量	<i>Emp</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Psd</i>	0.012*** (4.963)		
<i>Pr1</i>		0.068*** (6.347)	
<i>Pr2</i>			0.022*** (6.421)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
常数项	0.297*** (13.188)	0.296*** (13.144)	0.292*** (12.956)
观测值	13 004	13 004	13 004
调整的 $R^2$	0.098	0.099	0.099

## 5 结论

结合中国资本市场的现实背景,本研究以2007年至2016年中国A股上市企业为样本,实证检验控股股东股权质押对企业现金股利水平的影响,并探讨自由现金流和外部治理水平对控股股东影响现金股利水平的调节作用,在此基础上,本研究还对内在影响机制进行分析。研究表明,控股股东股权质押期间,企业的现金股利水平显著降低,更有可能成为一毛不拔的“铁公鸡”。进一步的,从资金是否充裕程度的角度研究发现,企业的自由现金流有效缓解了控股股东股权质押与现金股利的负相关关系;从外部治理水平的视角研究发现,良好的审计质量显著降低甚至消除了控股股东股权质押与现金股利的负相关关系。最后,本研究对控股股东股权质押影响现金股利的内在机制进行检验,研究发现,①控股股东股权质押增加了企业风险,提高了融资难度,使企业流动性枯竭;②控股股东股权质押期间,企业更倾向于进行股票回购,预防性现金需求增加;③股权质押期间,控股股东投机动机更强,进行了更多的生产操控。3种路径都使企业的现金股利水平显著下降。

本研究可能的贡献在于:①股权质押快速攀升的同时,相关研究还存在较大的局限性,本研究通过探讨控股股东股权质押对企业现金股利政策的影响,丰富了有关股权质押经济后果的相关研究。②不同情景下的控股股东可能制定差异化的现金股利政策。仅仅从股东类型出发探讨股利政策是不够的,还应当以动态的视角,根据股东所处的情况审视企业的股利政策。此外,本研究还具有明晰的政策意义。虽然相对于其他融资方式,股权质押具有多种优点,但其对企业造成的负面影响也同样不容忽视。研究结论支持了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》的出台,“无股不押”的现象必须受到监管。

本研究也存在一定的局限性。本研究主要检验控股股东股权质押对现金股利的影响,没有考察股权质押对股票股利的影响,而高送转正是中国上市企业惯用的招数。因此,未来的研究,可以进一步探讨股权质押期间上市企业是否发放了更多的股票股利,进行了更多的高送转。

## 参考文献:

- [1] LINTNER J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 1965(47):13-37.
- [2] 薛斐. 公司股利理论与新发展. *管理科学*, 2004, 17(3): 46-51.  
XUE Fei. The theory of dividend policy and the new development. *Journal of Management Science*, 2004, 17(3): 46-51.
- [3] PORTA R L, SHLEIFER A, VISHNY R W, et al. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1):1-33.
- [4] 罗琦, 吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利. *管理科学*, 2016, 29(3):112-122.  
LUO Qi, WU Zhedong. Agency problem between controlling and minority shareholders and corporate cash dividend. *Journal of Management Science*, 2016, 29(3):112-122.
- [5] EASTERBROOK F H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 1984, 74(4):650-659.
- [6] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效. *管理科学*, 2015, 28(1):96-110.  
XU Shoufu, XU Longbing. Cash dividend policy, agency cost and corporate performance. *Journal of Management Science*, 2015, 28(1):96-110.
- [7] 刘星, 谭伟荣, 李宁. 半强制分红政策、公司治理与现金股利政策. *南开管理评论*, 2016, 19(5):104-114.  
LIU Xing, TAN Weirong, LI Ning. A study of the semi-mandatory dividend policy, corporate governance and dividend payout policy. *Nankai Business Review*, 2016, 19(5):104-114.
- [8] 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究. *管理世界*, 2003(8):118-126, 151.  
CHEN Xinyuan, CHEN Donghua, SHI Xu. Company management and cash dividends: a study based on the case of the Foshan illumination company. *Management World*, 2003(8):118-126, 151.
- [9] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 2001, 91(1):54-78.
- [10] BAKER M P, MENDEL B, WURGLER J. Dividends as reference points: a behavioral signaling approach. *Wurgler Jeffrey*, 2011, 29(3):697-738.
- [11] GONZALEZ M, MOLINA C A, PABLO E, et al. The effect of ownership concentration and composition on dividends: evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 2017, 30:1-18.
- [12] 卢建词, 姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配. *经济管理*, 2018, 40(2):5-20.  
LU Jianci, JIANG Guangsheng. Mixed ownership and the cash dividends of state-owned enterprises. *Business Management Journal*, 2018, 40(2):5-20.
- [13] 陈名芹, 刘星, 辛清泉. 上市公司现金股利不平稳影响投资者行为偏好吗?. *经济研究*, 2017, 52(6):90-104.  
CHEN Mingqin, LIU Xing, XIN Qingquan. Does cash dividend unsmoothing influence investors' behavior preference in China?. *Economic Research Journal*, 2017, 52(6):90-104.
- [14] HARRIS L E, HARTZMARK S M, SOLOMON D H. Juicing the dividend yield: mutual funds and the demand for dividends. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116(3):433-451.
- [15] ZHAO Y F, XIA X P, TANG X X, et al. Private placements, cash dividends and interests transfer: empirical evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 2015, 36:107-118.
- [16] 周县华, 范庆泉, 吕长江, 等. 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*, 2012, 35(11):112-140.



- ZHOU Xianhua, FAN Qingquan, LYU Changjiang, et al. Foreign shareholders and dividend distribution: empirical evidence from Chinese listed companies. *The Journal of World Economy*, 2012, 35(11):112-140.
- [17] CESARI A D. Expropriation of minority shareholders and payout policy. *British Accounting Review*, 2012, 44(4):207-220.
- [18] 谭燕, 吴静. 股权质押具有治理效用吗? 来自中国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2013(2):45-53.  
TAN Yan, WU Jing. Does stock pledge have governance utility? Empirical evidence from Chinese public companies. *Accounting Research*, 2013(2):45-53.
- [19] 谢德仁, 廖珂, 郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择. *会计研究*, 2017(3):30-38.  
XIE Deren, LIAO Ke, ZHENG Dengjin. Controlling shareholder's share pledging and implicit choice of development cost accounting policy. *Accounting Research*, 2017(3):30-38.
- [20] 陈德萍, 陆星廷. 股权质押与盈余管理的关系研究: 基于创业板上市公司的实证检验. *会计研究*, 2017(5):47-52.  
CHEN Deping, LU Xingting. Controlling shareholder's share pledge and real-activity earnings management: empirical test based on the listed companies on the growth enterprise market. *Accounting Research*, 2017(5):47-52.
- [21] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? 基于股价崩盘风险视角的研究. *管理世界*, 2016(5):128-140.  
XIE Deren, ZHENG Dengjin, CUI Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? *Management World*, 2016(5):128-140.
- [22] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押影响高管薪酬: 业绩敏感性吗?. *经济管理*, 2018, 40(5):157-174.  
LI Changqing, XING Wei. Does the controlling shareholder equity pledge affect-executive pay-for-performance sensitivity?. *Business Management Journal*, 2018, 40(5):157-174.
- [23] JIANG G H, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1):1-20.
- [24] 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要: 来自中国上市公司的经验数据. *会计研究*, 2007(8):36-43.  
HUANG Juanjuan, SHEN Yifeng. To whom do public corporate dividend policies cater? An empirical evidence from Chinese public corporations. *Accounting Research*, 2007(8):36-43.
- [25] LEPETIT L, MESLIER C, STROBEL F, et al. Bank dividends, agency costs and shareholder and creditor rights. *International Review of Financial Analysis*, 2018, 56(3):93-111.
- [26] 王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避. *经济研究*, 2018, 53(1):138-152.  
WANG Xiongyuan, OUYANG Caiyue, SHI Zhenyang. Controlling shareholder's shares pledge, the risk of losing control rights and tax avoidance. *Economic Research Journal*, 2018, 53(1):138-152.
- [27] 全怡, 梁上坤, 付宇翔. 货币政策、融资约束与现金股利. *金融研究*, 2016(11):63-79.  
QUAN Yi, LIANG Shangkun, FU Yuxiang. Monetary policy, financing constraints and cash dividends. *Journal of Financial Research*, 2016(11):63-79.
- [28] 张玮婷, 王志强. 地域因素如何影响公司股利政策: “替代模型”还是“结果模型”?. *经济研究*, 2015, 50(5):76-88.  
ZHANG Weiting, WANG Zhiqiang. How geography influences dividend policy: “substitute model” or “outcome model”?. *Economic Research Journal*, 2015, 50(5):76-88.
- [29] 顾小龙, 李天钰, 辛宇. 现金股利、控制权结构与股价崩溃风险. *金融研究*, 2015(7):152-169.  
GU Xiaolong, LI Tianyu, XIN Yu. Cash dividends, control rights structure and stock price crash risk. *Journal of Financial Research*, 2015(7):152-169.
- [30] 刘孟晖, 高友才. 现金股利的异常派现、代理成本与公司价值: 来自中国上市公司的经验证据. *南开管理评论*, 2015, 18(1):152-160.  
LIU Menghui, GAO Youcai. The abnormal cash dividends, agency costs and company's value: empirical evidence of Chinese listed companies. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1):152-160.
- [31] FANG H Y, SONG Z H, NOFSINGER J R, et al. Trading restrictions and firm dividends: the share lockup expiration experience in China. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 85(12):83-98.
- [32] CAMPELLO M, GRAHAM J R, HARVEY C R. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3):470-487.
- [33] 魏刚, 蒋义宏. 中国上市公司股利分配问卷调查报告. *经济科学*, 2001(4):79-87.  
WEI Gang, JIANG Yihong. A report on the dividend distribution of listed companies in China. *Economic Science*, 2001(4):79-87.
- [34] 张路, 罗婷, 岳衡. 超募资金投向、股权结构与现金股利政策. *金融研究*, 2015(11):142-158.  
ZHANG Lu, LUO Ting, YUE Heng. IPO over funding, ownership structure and dividend policy. *Journal of Financial Research*, 2015(11):142-158.
- [35] SHLEIFER A, VISHNY R. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3):461-488.
- [36] 李常青. 我国上市公司股利政策现状及其成因. *中国工业经济*, 1999(9):22-26.  
LI Changqing. The present situation and causes of dividend behavior of listed companies in China. *China Industrial Economics*, 1999(9):22-26.
- [37] CHOI J H, WONG T J. Auditors' governance functions and legal environments: an international investigation. *Contemporary Accounting Research*, 2007, 24(1):13-46.
- [38] 谭劲松, 陈颖. 股票回购: 公共治理目标下的利益输送: 我国证券市场股票回购案例的分析. *管理世界*, 2007(4):105-117.

- TAN Jinsong, CHEN Ying. The buyback of shares: transferring benefit when the goal for public control is achieved: a case study on the counter purchase of shares on China's securities markets. *Management World*, 2007(4):105-117.
- [39] 徐会超, 潘临, 张熙萌. 大股东股权质押与审计师选择: 来自中国上市公司的经验证据. *中国软科学*, 2019(8):135-143.
- XU Huichao, PAN Lin, ZHANG Ximeng. Stock rights pledging of blockholders and auditor choice: evidence from China. *China Soft Science*, 2019(8):135-143.
- [40] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值. *管理科学学报*, 2014, 17(9):72-87.
- ZHENG Guojian, LIN Dongjie, LIN Bin. Controlling shareholders' financial constraints, tunneling and firm value from the perspective of stock pledge. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9):72-87.
- [41] 罗琦, 王悦歌. 真实盈余管理与权益资本成本: 基于公司成长性差异的分析. *金融研究*, 2015(5):178-191.
- LUO Qi, WANG Yuege. Real earnings management and the cost of equity: analysis based on Chinese company's growth. *Journal of Financial Research*, 2015(5):178-191.

## Impact of Controlling Stockholder's Equity Pledge on the Phenomenon of "Low Dividend"

ZHAI Shiyun<sup>1</sup>, SUN Lanlan<sup>2</sup>, GU Pu<sup>3</sup>

1 School of Management, China University of Mining and Technology(Beijing), Beijing 100083, China

2 College of Economics and Management, Qingdao University of Science and Technology, Qingdao 266061, China

3 School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China

**Abstract:** The cash dividend policy of listed firms in China has been paid close attention by CSRC recently. Meanwhile, the amount of equity pledge in the stock market is ascending rapidly, which influences firms' risk level and governance mechanism significantly. Therefore, this study investigates whether the equity pledge affects firms' cash dividend policy or not.

Based on the agency theory and sampled on 2007-2016 A-share listed firms in China, this paper studies the effect of controlling shareholders' equity pledge on firms' cash dividend policy formulated in OLS regression, PSM method, change model, and Probit model with Stata14.1. Moreover, this study analyzes and tests the internal mechanism of the above-mentioned effect and establishes the framework of the influence of equity pledge on firms' cash dividend policy.

This study finds that the cash dividend is declared less during controlling shareholders' equity pledge period. This negative correlation between controlling shareholders' equity pledge and firms' cash dividend is moderated by firms' free cash flow and audit quality. Furthermore, this study analyzes the internal mechanism and finds that deprivation of liquidity and increased precautionary and speculative demand for cash lead to reduction in cash dividend level.

This study may have the following contributions. First, it develops previous researches on the influence of shareholder heterogeneity on cash dividend. Second, it explores the "Low Dividend" phenomenon from the perspectives of liquidity, precautionary and speculative demand for cash. Third, the conclusion provides some advice for the monitor of the capital market and helps investors be more acquainted with the equity pledge.

**Keywords:** equity pledge; cash dividend; governance mechanism; cash demand; liquidity

**Received Date:** October 11<sup>th</sup>, 2017    **Accepted Date:** August 9<sup>th</sup>, 2018

**Funded Project:** Supported by the Fundamental Research Funds for the Central Universities(8000150A104)

**Biography:** ZHAI Shiyun, doctor in management, is a lecturer in the School of Management at China University of Mining and Technology(Beijing). His research interest focuses on Chinese economic transformation and financial and tax behavior of corporations. His representative paper titled "The non-controlling shareholders' activism and corporate technological innovation" was published in the *China Industrial Economics*(Issue 7, 2018). E-mail: jensenzhai2011@163.com

SUN Lanlan, doctor in management, is a lecturer in the College of Economics and Management at Qingdao University of Science and Technology. Her research interest focuses on working capital management. Her representative paper titled "Supplier relationship, social trust and the financing effect of trade credit" was published in the *Soft Science*(Issue 2, 2017). E-mail: sunlanlan0524@126.com

GU Pu is a Ph. D candidate in the School of Economics and Management at Tsinghua University. Her research interests cover financial accounting, information utilization in financial market, and stock analyst behavior. Her representative paper titled "The non-controlling shareholders' activism and corporate technological innovation" was published in the *China Industrial Economics*(Issue 7, 2018). E-mail: gupu2017311760@163.com

□