



控股股东代理问题 与公司现金股利

罗琦, 吴哲栋

武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072

摘要: 学者们围绕公司代理问题与现金股利的关系进行了大量研究, 所得结论不尽相同。结果模型认为代理问题越严重的公司发放的现金股利越少, 而替代模型认为治理质量较差的公司倾向于支付更多的现金股利以保持良好的声誉。在公司股权结构集中的情况下, 公司代理问题主要存在于控股股东与中小股东之间, 探讨控股股东与中小股东之间的利益冲突如何影响公司股利决策具有重要意义。

控股股东持股比例不同导致公司代理问题的差异, 从而对公司股利政策产生影响。以2006年至2013年中国沪深A股上市公司为分析样本, 采用Tobit模型考察控股股东代理问题与公司股利政策之间的关系, 并借鉴Fama and French的价值回归模型测量代理问题严重程度不同的公司发放现金股利的价值效应。

研究表明, 当控股股东持股比例较低时, 控股股东对中小股东进行利益侵占的可能性较大, 公司发放现金股利可以减少代理成本, 股利支付率与控股股东持股比例成正比。当控股股东持股比例上升到一定程度后, 控股股东与中小股东之间的协同效应占据主导地位, 公司分配现金股利缓解代理冲突的必要性较小, 股利支付率随控股股东持股比例的增加而减少。同时, 与控股股东协同效应较强的公司相比, 当控股股东表现为利益侵占时, 公司支付现金股利的治理作用较强, 现金股利的价值效应较大。

基于股利支付水平和现金股利价值两个维度的研究表明, 替代模型对于解释中国上市公司的股利分配行为具有适用性, 这在一定程度上丰富了控股股东代理问题影响公司现金股利的相关研究成果, 同时也对中国监管部门进一步规范公司现金分红具有理论借鉴意义。

关键词: 控股股东; 代理问题; 现金股利; 股利价值; 替代效应

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2016.03.010

文章编号: 1672-0334(2016)03-0112-11

1 引言

股利代理理论认为, 现金股利作为一种公司治理机制能够减少公司自由现金流, 降低公司代理成本, 代理问题越严重的公司应该发放越多的现金股利^[1]。然而, 较多的现金股利也可能是管理者在完善的公司治理机制下被迫做出的财务选择, 这意味

着代理成本越小的公司支付的现金股利越多。因此, 在考察公司治理因素的影响时, 仅从股利支付水平的角度并不能有效识别代理问题与现金股利之间的关系。

PINKOWITZ et al.^[2]运用FAMA et al.^[3]开创的回归模型测量现金股利价值, 认为在投资者保护较好的

收稿日期: 2015-11-11 **修返日期:** 2016-04-30

基金项目: 国家自然科学基金(71272230); 国家社会科学基金(14BGL043); 教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-13-0437)

作者简介: 罗琦, 工学博士, 武汉大学经济与管理学院教授, 研究方向为公司金融与资本市场、行为公司金融等, 代表性学术成果为“控股股东道德风险与公司现金策略”, 发表在2011年第2期《经济研究》, E-mail: luoqi@whu.edu.cn
吴哲栋, 武汉大学经济与管理学院硕士研究生, 研究方向为公司治理, E-mail: wu1870719921127@163.com

国家,公司盈余被管理者侵占的可能性较小,现金股利由于税收劣势对公司价值的贡献较低,代理冲突相对小的情况下公司发放现金股利的价值效应较小。相反,在投资者保护不足的情况下,公司发放现金股利能够产生显著的治理作用,现金股利的价值效应较大。

中国上市公司股权结构较为集中,控股股东可以凭借控制权获取不与投资者共享的私有收益,进而导致利益侵占效应。另外,股票价格上涨带来的财富增加也激励控股股东合理使用控制权,产生利益协同效应。本研究考察中国上市公司控股股东持股比例不同情况下公司的现金股利政策,并进一步分析现金股利的价值效应。

2 相关研究评述

在完美资本市场中,公司价值只取决于投资决策,而与股利政策无关^[4]。ROZEFF^[1]放松委托人与代理人之间不存在利益冲突的假定,将代理成本应用于股利政策的研究,发现公司股利支付率与代理成本成正比;JENSEN^[5]进一步将自由现金流引入代理理论的分析框架,认为持有过多现金资源的管理者为了构造自己的企业帝国可能投资于净现值为负的项目,发放现金股利有利于避免管理者囤积和滥用公司现金流,进而缓解公司代理冲突。基于股利代理理论,学者们选取特定的公司治理变量作为代理成本的衡量指标,从现金股利政策以及现金股利价值两方面考察了代理问题与现金股利之间的关系。

在现金股利政策方面,LA PORTA et al.^[6]分析股利分红对控股股东和管理者的约束作用,提出关于公司治理与现金股利关系的结果模型和替代模型,结果模型认为在投资者保护较好的情况下中小股东能够获得更多的现金股利,而替代模型分析的是在投资者保护较弱的情况下现金股利与公司治理之间的替代关系。LA PORTA et al.^[6]的研究发现治理机制越完善的公司发放的现金股利越多,验证了股利结果模型;BAE et al.^[7]基于跨国样本数据进行实证研究,认为当管理者的利益侵占动机较强时,较好的投资者法律保护能迫使公司发放较多的现金股利;O'CONNOR^[8]以21个发展中国家的样本公司为研究对象,发现治理结构较好的公司倾向于通过支付较多的现金股利避免公司自由现金流被管理者肆意挥霍,同样验证了结果模型的适用性。

但另有一些学者关于股利政策的研究结果表明,股利替代模型也具有适用性。FACCIO et al.^[9]在研究东亚地区的股利支付率与公司治理之间的关系时,发现治理结构越差的公司分配的现金股利反而越多,他们认为东亚地区的投资者保护水平普遍较低,投资者对公司代理问题较为警惕,治理结构差的公司需要采取高股利政策消除投资者顾虑。这实际上与替代模型的观点一致,治理结构好的公司能够更合理地利用公司资源,即使股利支付水平较低,投

资者也很少将其理解为利益侵占行为^[10]。ABDUL-LAH et al.^[11]在考察上市公司的股利时序特征时发现,与治理结构较差的公司相比,治理机制完善的公司面临好的投资机会时减少股利支付的可能性更大;ISAKOV et al.^[12]进一步认为,即便拥有大量的自由现金流,治理质量好的公司也可能采取低股利政策以避免外部融资的高成本问题,从而支持股利替代模型。

在现金股利价值方面,学者们重点比较了代理问题严重程度不同的公司发放现金股利对公司价值的贡献差异。PINKOWITZ et al.^[2]和 HAW et al.^[13]借鉴 FAMA et al.^[3]开创的回归模型测量现金股利的价值效应时发现,在投资者保护程度较低的国家,管理者掏空公司资源的法律风险较小,发放现金股利缓解代理冲突的作用较大,现金股利的价值效应较高;在投资者保护较好的情况下,管理者侵占公司利益的成本较大,现金股利由于税收劣势对公司价值的贡献较低。OFFICER^[14]认为现金股利是公司治理的一种替代机制,治理结构差的公司运用现金股利降低代理成本的意义较大。因此,在满足支付股利的条件下,公司不仅实际分配股利的概率较高,而且股利发放的公告效应较强。KALCHEVA et al.^[15]发现,只有当公司经理拥有较强的控制权并且投资者保护较弱时,发放现金股利才有利于提升公司价值,在其他情况下是否发放现金股利与公司价值无关。

随着公司治理的焦点由股权结构分散背景下的第一类代理问题转移到股权结构集中情况下的第二类代理问题,控股股东持股比例对公司代理问题的影响及其与公司现金股利的关系受到了学者们的广泛关注。TRUONG et al.^[16]认为,在股权结构集中的情况下,控股股东持股比例不同对公司股利政策的影响存在差异。在较低的持股水平上,控股股东主要对经理起监督作用,公司发放现金股利减少代理成本的必要性较小。当持股比例达到一定程度后,控股股东可以凭借对公司的控制将自身利益凌驾于公司利益之上,此时公司往往选择支付现金股利抑制控股股东的掏空行为。THANATAWEE^[17]却认为,股权集中时的公司治理效果较差,控股股东倾向于制定低股利政策攫取更多私有收益。AOKI^[18]进一步认为,当控股股东持股比例较低时,控股股东倾向于分配现金股利,实现与中小股东利益共享,而在持股比例较高的情况下,控股股东偏好低股利政策,以便积累更多自由现金流。

中国学者关于控股股东代理问题与现金股利关系的讨论主要围绕现金股利的掏空作用和治理功能展开,研究结论存在一定差异。曹裕^[19]和强国令^[20]认为,随着监管层对公司现金分红的政策引导力度不断增强,控股股东更愿意利用现金股利这种相对隐蔽的方式进行利益输送,因此控股股东持股比例与股利支付率呈正相关关系;谢军^[21]认为尽管控股股东具有发放现金股利的显著动机,但是控股股东分配股利并不会牺牲公司的发展机会,进而支持股

利的自由现金流假说;肖作平等^[22]的研究发现,控股股东对公司控制力越大,侵占中小股东利益的动机越强,公司需要支付越多的现金股利来减少中小股东对公司代理风险的关注。

针对现金股利的价值效应,中国学者从现金股利发挥治理作用的视角也进行了一些探讨。徐寿福等^[23]的研究表明,发放现金股利有利于降低公司代理成本并提高公司绩效,验证了现金股利的治理功能;李小军等^[24]发现资本市场对增加现金股利公告的反应与公司监督质量负相关,意味着控股股东自利行为无法受到有效制约的公司发放现金股利对公司价值的积极影响更大;徐晓萍等^[25]发现独立董事占比较大的公司发放现金股利的价值效应较小,为独立董事改善公司治理水平提供了经验证据,也为研究控股股东代理问题与现金股利之间的关系提供了新的思路。

综上所述,国外学者在研究公司代理问题与现金股利的关系时大都集中于国家层面或者股权相对分散的英美国家,在考察控股股东的影响时往往忽略了持股比例较高情况下控股股东可能产生利益协同效应,但是在分析公司股利政策时应该将利益协同效应纳入分析范畴^[26]。中国学者关于控股股东对公司股利政策的影响也尚未达成共识,有待进一步研究。从已有研究看,国内外学者只从公司股利政策或现金股利价值某一方面考察代理问题与现金股利之间的关系,导致在识别公司股利分配中的代理问题时显得相对片面。本研究基于中国上市公司股权结构高度集中的特点,从控股股东代理问题视角分析公司股利政策和现金股利价值效应。

3 理论分析

传统公司治理理论认为,公司经理与股东的效用函数不尽相同,其在日常经营活动中的行为选择可能偏离股东利益最大化目标。由于股权结构分散,股东往往存在搭便车心理,不会对经理的自利行为进行有效监督,因此公司代理问题主要存在于经理人与股东之间。然而上市公司股权结构更多地呈现出集中的形态,公司实际控制人并非经理而是控股股东。与经理人不持有或持有较少的公司股票不同,控股股东作为公司最大的股东,对公司治理既存在正面影响又有负面效应。一方面,正面影响源于控股股东的利益协同效应,表现为控股股东可以凭借自身才能对公司资源实现更有效地利用或者通过加强对经理人的监督创造更多共享收益。另一方面,控股股东可能并不按照全体股东的持股比例均匀分配公司经营成果,而是通过关联交易、资金侵占、担保贷款等方式向自身输送利益,形成利益侵占效应^[27-28]。

控股股东在寻求自身利益最大化的过程中会权衡各种利益实现方式的收益和成本,具体表现为利益协同还是利益侵占与其持股比例有关^[29]。当控股股东持股比例较低时,控股股东掏空公司资源获取

独享收益的成本较小,榨取中小股东利益的动机较强,公司代理成本较大。理性的投资者会对控股股东的掏空行为形成预期,并将低现金股利视为自身利益受到侵占的表现,因而希望公司支付较多现金股利。同时,公司为了以较低的成本满足潜在的融资需求,需要建立一种保证投资者利益不被侵占的信誉机制,这种信誉机制的建立对代理风险较高的公司具有更为重要的意义^[30]。支付现金股利减少了公司自由现金流,能向投资者传递公司代理问题减小的信息并导致公司权益资本成本下降,成为控股股东获取声誉效应的重要途径^[31]。随着持股比例的增加,控股股东对公司的控制力逐渐提高,能够更方便地采取隧道行为攫取私有收益,外部投资者会更加关注来自于控股股东的掠夺风险,公司支付现金股利降低代理成本的必要性增大。因此,为了树立良好的公司形象并吸引更多潜在投资者,在较低的持股水平上,随着控股股东持股比例的增加,公司支付的现金股利增多。

然而,当控股股东持股比例达到一定程度后,股价上涨带来的财富增加使控股股东与中小股东的利益趋于一致。并且,在控股股东持股比例较高的情况下,一旦公司面临经营丑闻或者陷入财务困境,控股股东必定成为关注的焦点,其将承担更多的连带责任。这导致控股股东侵占中小股东利益的成本加大,使控股股东主要表现出利益协同效应。在此基础上,持股比例的提高进一步激励控股股东更合理地利用公司资源,可能导致控股股东减少股利支付而留存更多收益以满足将来的发展。同时,由于公司代理冲突逐渐缓和,投资者对自身利益受到侵占的顾虑减小,公司发放现金股利控制代理成本的必要性降低。MICHAELY et al.^[32]的研究表明,当控股股东持股比例较高时,控股股东的侵占意愿减弱,公司支付的现金股利反而较少。综上所述,本研究提出假设。

H₁ 在控股股东持股比例较低时,股利支付率随控股股东持股比例的增加而增加;当控股股东持股比例达到一定程度后,股利支付率随控股股东持股比例的增加而减少。

现金股利作为公司治理机制之一,能够降低公司代理成本。然而,在不同的公司,与代理风险有关的因素存在系统性差异,这不仅影响公司运用现金股利降低代理成本的必要性,也导致现金股利的治理意义和现金股利价值效应不同。在较低的持股水平上,控股股东进行利益输送的意愿较强,主要表现出利益侵占效应。减少当期现金股利而增加留存收益虽然能够避免支付股利税,但是在考虑公司代理冲突后,留存收益作为“林中之鸟”更有可能被控股股东用于过度投资,在将来转换成现实的高股利或者资本利得的不确定性较大,投资者会更加偏好当期的“一鸟在手”。相反,发放现金股利加速了公司自由现金流的流出,减少了控股股东可以操控的用来满足自身私利的公司资源,能够起到有效的治理作

用,进而产生较高的价值效应。在控股股东持股比例较低时,随着持股比例的提高,控股股东的侵占能力变大,现金股利的治理意义不断加强,投资者对公司现金股利给予的价值评估较高。

当持股比例达到一定程度后,控股股东重视公司长期发展的利益激励较大,会更有效地介入公司经营决策,主要产生利益协同效应,并且这种协同效应随着控股股东持股比例的提高而增强。此时,由于公司代理冲突逐渐缓和,公司资源被滥用的可能性降低,现金股利的治理意义减小,分配股利的边际收益降低。另外,现金股利发放将迫使公司进行更多外部融资,增加公司筹资成本。并且,现金股利具有税收劣势,在公司代理冲突较小的情况下,投资者可能更加偏好以资本利得来延迟缴纳所得税,因而并不希望公司支付较多现金股利,进一步增加了发放现金股利的增量成本,导致现金股利价值效应降低。ALZHRANI et al.^[33]发现,只有在控股股东的利益侵占意愿较强时,投资者才会欢迎公司发放现金股利。因此,与控股股东利益侵占动机强的公司相比,当控股股东表现为利益协同时,现金股利的价值效应较小。基于以上分析,本研究提出假设。

H₂ 与控股股东持股比例较高的公司相比,控股股东持股比例较低时,现金股利的价值效应较大。

4 研究设计、数据和样本

4.1 数据来源和选择

本研究选取2006年至2013年沪深A股主板上市公司为初始样本,由于在测算现金股利价值时用到前、后各一年的财务数据,所以实际上包括了2005年至2014年的数据,所有公司数据来源于国泰安数据库。在选取样本时做了如下筛选:①剔除相应财务数据缺失的公司;②因为金融行业负债的特殊性,将其剔除;③剔除ST和资产小于负债的公司;④本研究考虑的主要是正常派现公司的股利政策和现金股利价值,故剔除每股收益为负以及现金股利支付率大于1的公司;⑤剔除第一大股东持股比例小于5%的公司,这类公司股权结构相对分散,控股股东对公司的股利政策影响较小^[18]。最后得到8368个样本观测值。

4.2 变量定义

考虑公司股利政策时选取股利支付率衡量公司的股利支付水平,考察持股比例不同情况下控股股东对公司股利政策的影响,控股股东持股比例用第一大股东持股比例表示。本研究控制总资产净利润率、资产负债率、公司规模、销售收入增长率、自由现金流等对公司股利政策有较大影响的变量。在测量现金股利价值时,用公司*t*期的资产账面价值对所有变量进行标准化处理,以减少公司规模和异方差对回归结果的影响。具体变量定义见表1。

4.3 变量特征

表2给出样本的描述性统计结果。股利支付率的均值为0.198,中位数为0.143,表明上市公司支付

低现金股利的现象比较普遍。股利支付率最小值为0.000,最大值为0.999,表明不同公司之间的现金股利分配呈现出很大差异。此外,中国上市公司股权结构集中,控股股东持股比例平均达到0.374。不同公司的控股股东持股比例存在较大区别,最小值仅为0.050,最大值达0.894,为控股股东表现出利益侵占和利益协同提供了条件。其他变量特征与已有研究一致,这里不再赘述。

表3给出主要变量之间的相关系数。总体而言,股利支付率与控股股东持股比例之间存在显著的正相关性,但是控股股东持股比例高低不同时的股利政策是否存在差异需要进一步回归分析。此外,股利支付率与资产负债率显著负相关,与公司规模和自由现金流显著正相关,与已有研究的结果一致。公司*t*期盈余和*t*期现金股利的增加有利于公司价值的增长,*t*期公司规模变动和*t*期利息增加对公司价值存在消极影响。从被解释变量、控制变量的相关系数看,回归模型并不存在明显的多重共线性问题。

5 实证结果和分析

5.1 控股股东持股比例与公司股利政策

由于样本公司中存在大量股利支付率为0的公司,直接利用OLS回归会带来偏差,所以本研究运用Tobit模型进行实证分析,选取(1)式考察控股股东持股比例对公司股利政策的影响,即

$$Div_i = \beta_0 + \beta_1 Top_i + \beta_2 Top_i^2 + \beta_3 ROA_i + \beta_4 Lev_i + \beta_5 Size_i + \beta_6 SGR_i + \beta_7 FCF_i + year + industry + \xi_i \quad (1)$$

其中, β_0 为常数项; β_1 和 β_2 代表股利支付率对控股股东持股比例的敏感性,依据H₁本研究预期 β_1 为正、 β_2 为负; $\beta_3 \sim \beta_7$ 为控制变量系数;*year*为年度虚拟变量;*industry*为行业虚拟变量; ξ_i 为残差项。

表4给出股利支付率与控股股东持股比例的回归结果。为了考察持股比例高低不同情况下控股股东对公司股利政策的影响是否存在差异,(1)列和(2)列以控股股东持股比例中位数为分组标准进行分段回归,(3)列和(4)列以控股股东持股比例平均数为分组标准进行分段回归,(5)列采用全样本进行回归,并通过在回归方程中引入 Top_i^2 考察股利支付率与控股股东持股比例之间的非线性关系。(1)列和(3)列中 Top_i 的系数显著为正,(2)列和(4)列中 Top_i 的系数并不显著,表明在持股比例高低不同的情况下,控股股东对公司股利政策的影响存在差异。控股股东持股比例较低的公司有运用现金股利减少代理冲突的需要,股利支付率与控股股东持股比例成正比。而控股股东持股比例较高时,公司发放现金股利的必要性较低,控股股东持股比例的提高并不能导致股利支付率的增加。(5)列利用全样本回归并考虑股利支付率与控股股东持股比例之间的非线性关系后, Top_i^2 系数显著为负,进一步说明当控股股东持股比例上升到一定程度后,公司股利支付率随控股股

表1 变量定义
Table 1 Definition of Variables

变量	符号	变量定义
股利支付率	Div_t	$\frac{\text{每股现金股利}}{\text{每股收益}}$
控股股东持股比例	Top_t	$\frac{\text{第一大股东持股数量}}{\text{股本总数}}$
总资产净利润率	ROA_t	$\frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}}$
资产负债率	Lev_t	$\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$
公司规模	$Size_t$	资产总额的对数值
销售收入增长率	SGR_t	$\frac{\text{本期销售收入增长额}}{\text{上期销售收入}}$
自由现金流	FCF_t	净利润 + 利息费用 - 营运资本追加 - 资本性支出
公司价值	V_t	总股数 × 股价 + 负债合计本期期末值
t 期盈余	E_t	t 期净利润 + 本期财务费用 + 本期所得税费用
t 期盈余变动	dE_t	t 期息税前利润 - ($t-1$) 期息税前利润
($t+1$) 期盈余变动	dE_{t+1}	($t+1$) 期息税前利润 - t 期息税前利润
t 期规模变动	dA_t	t 期资产账面价值 - ($t-1$) 期资产账面价值
($t+1$) 期规模变动	dA_{t+1}	($t+1$) 期资产账面价值 - t 期资产账面价值
t 期利息	I_t	t 期财务费用
t 期利息的变动	dI_t	t 期财务费用 - ($t-1$) 期财务费用
($t+1$) 期利息变动	dI_{t+1}	($t+1$) 期财务费用 - t 期财务费用
t 期现金股利	D_t	t 期每股现金股利 × 股本总数
t 期现金股利的变动	dD_t	t 期现金股利 - ($t-1$) 期现金股利
($t+1$) 期现金股利的变动	dD_{t+1}	($t+1$) 期现金股利 - t 期现金股利
($t+1$) 期公司价值的变动	dV_{t+1}	($t+1$) 期公司价值 - t 期公司价值

东持股比例的增加而减少, H_1 得到验证。另外, 部分学者认为现金股利是控股股东进行利益输送的手段之一, 但是根据股利隧道假说, 通过现金股利进行利益输送的最大受益者是持股比例较高的控股股东, 其持股比例与股利支付率之间的正相关关系应该更加显著, 但本研究的实证结果并没有支持这一点。整体而言, SGR_t 的系数显著为负, FCF_t 的系数显著为正, 这与自由现金流假说的预期一致。因此, 本研究认为公司发放现金股利的目的更多的是降低代理成本而不是控股股东进行利益输送。

5.2 控股股东持股比例和公司股利价值

本研究运用FAMA et al.^[3]开创的价值回归模型, 采用(2)式对现金股利价值进行测度, 即

$$V_t = \lambda_0 + \lambda_1 E_t + \lambda_2 dE_t + \lambda_3 dE_{t+1} + \lambda_4 dA_t + \lambda_5 dA_{t+1} + \lambda_6 I_t + \lambda_7 dI_t + \lambda_8 dI_{t+1} + \lambda_9 D_t + \lambda_{10} dD_t + \lambda_{11} dD_{t+1} + \lambda_{12} dV_{t+1} + \text{year} + \text{industry} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, λ_0 为常数项, λ_9 反映了公司发放现金股利的价值效应, $\lambda_1 \sim \lambda_8$ 和 $\lambda_{10} \sim \lambda_{12}$ 均为控制变量系数, ε_t 为残差项。

表2 描述性统计结果
Table 2 Results of Descriptive Statistics

变量	观测值	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
Div_t	8 368	0.198	0.143	0.217	0.000	0.999
Top_t	8 368	0.374	0.356	0.160	0.050	0.894
ROA_t	8 368	0.048	0.036	0.042	0.000	0.220
Lev_t	8 368	0.513	0.528	0.185	0.009	1.000
$Size_t$	8 368	22.100	21.949	1.371	16.702	28.509
SGR_t	8 368	0.266	0.133	0.693	-0.573	4.712
FCF_t	8 368	-0.001	0.013	0.110	-0.524	0.266
V_t	8 368	1.768	1.243	1.822	0.083	15.861
E_t	8 368	0.074	0.057	0.100	0.000	2.811
dE_t	8 368	0.017	0.009	0.075	-2.309	0.301
dE_{t+1}	8 368	0.003	0.004	0.061	-0.212	0.285
dA_t	8 368	0.121	0.102	0.181	-0.405	0.810
dA_{t+1}	8 368	0.180	0.107	0.342	-0.285	2.353
I_t	8 368	0.011	0.010	0.013	-0.038	0.184
dI_t	8 368	0.000	0.001	0.011	-0.283	0.030
dI_{t+1}	8 368	0.001	0.001	0.009	-0.181	0.030
D_t	8 368	0.010	0.005	0.017	0.000	0.231
dD_t	8 368	0.001	0.000	0.013	-0.449	0.231
dD_{t+1}	8 368	0.002	0.000	0.047	-0.231	2.453
dV_{t+1}	8 368	0.425	0.155	1.929	-9.085	12.035

表5给出在控股股东持股比例不同情况下的现金股利价值的回归分析结果,(1)列和(2)列给出按控股股东持股比例中位数进行分组回归的结果,控股股东持股比例较低组 D_t 的回归系数为11.527,表明控股股东持股比例较低的公司发放的现金股利更受投资者欢迎,现金股利的价值效应更大;而在控股股东持股比例较高组, D_t 的回归系数为4.484,表明控股股东持股比例较高时的利益协同效应更为突出,现金股利的价值效应较小。 H_2 得到验证。(1)列 E_t 的系数为2.266,(2)列 E_t 的系数为8.632,表明在控股股东持股比例较高的情况下,公司盈余被侵占的可能性较小,投资者给予公司盈余的价值评估较高。以上结果进一步验证了当控股股东持股比例较低时,控股股东主要对中小股东进行利益侵占,投资者对控股股东的利益掠夺风险更为警惕;而控股股东持股比例较高时,控股股东与中小股东之间主要表现为利益协同,投资者对公司代理风险关注较少。(3)

列和(4)列的结果与(1)列和(2)列一致,不再赘述。

5.3 稳健性检验

由于样本中有相当部分的上市公司没有派发现金股利,运用Tobit模型可以避免以股利支付率为被解释变量时的样本选择问题^[34],但是在测量现金股利价值效应时,依然有大量样本的现金股利为0。本研究发现徐寿福等^[23]研究现金股利对公司绩效的影响时,为避免股利支付率为0的样本对实证结果的干扰,在稳健性检验时剔除未分配股利的公司。借鉴这种方法,本研究只选择发放现金股利的样本公司测量现金股利的价值效应。表6给出控股股东持股比例不同情况下现金股利价值的回归结果。(1)列中 D_t 的系数为9.390,(2)列中 D_t 的系数为5.736,表明控股股东持股比例低的公司发放现金股利带来的价值效应要明显高于控股股东持股比例高的公司,研究结果未发生实质性变化。(3)列和(4)列的结果与(1)列和(2)列一致,不再赘述。

表3 相关系数
Table 3 Correlation Coefficients

Panel A	Div_t	Top_t	ROA_t	Lev_t	$Size_t$	SGR_t	FCF_t
Div_t	1.000						
Top_t	0.163***	1.000					
ROA_t	-0.005	-0.008	1.000				
Lev_t	-0.135***	-0.007	0.024**	1.000			
$Size_t$	0.211***	0.336***	-0.062***	0.101***	1.000		
SGR_t	-0.011	0.009	-0.001	0.005	-0.005	1.000	
FCF_t	0.062***	0.029***	-0.591***	0.021*	0.048***	0.014	1.000
Panel B	V_t	E_t	dA_t	I_t	D_t	dD_t	dD_{t+1}
V_t	1.000						
E_t	0.363***	1.000					
dA_t	-0.032***	0.027**	1.000				
I_t	-0.055***	0.094***	-0.168***	1.000			
D_t	0.173***	0.275***	0.050***	-0.244***	1.000		
dD_t	0.048***	0.083***	0.097***	-0.022**	0.411***	1.000	
dD_{t+1}	0.177***	0.009	-0.031***	-0.014	-0.079***	-0.081***	1.000

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

表4 控股股东持股比例与公司股利政策的回归分析结果
Table 4 Regression Analysis Results of the Shareholding Ratio of the Controlling Shareholder and Corporate Dividend Policy

	按中位数分组		按平均数分组		全样本回归
	(1)控股股东持股比例低	(2)控股股东持股比例高	(3)控股股东持股比例低	(4)控股股东持股比例高	(5)
Top_t	0.511*** (6.513)	0.073 (1.632)	0.441*** (6.210)	0.068 (1.405)	0.645*** (6.677)
Top_t^2					-0.612*** (-5.329)
ROA_t	0.859*** (6.145)	0.581*** (4.743)	0.849*** (6.293)	0.548*** (4.356)	0.732*** (7.993)
Lev_t	-0.513*** (-14.873)	-0.390*** (-12.754)	-0.487*** (-14.907)	-0.403*** (-12.633)	-0.439*** (-19.455)
$Size_t$	0.123*** (22.387)	0.065*** (16.630)	0.117*** (22.445)	0.065*** (16.381)	0.086*** (27.195)
SGR_t	-0.039*** (-3.917)	-0.044*** (-6.351)	-0.037*** (-3.896)	-0.045*** (-6.431)	-0.041*** (-7.143)
FCF_t	0.100** (2.074)	0.167*** (3.763)	0.107** (2.303)	0.165*** (3.596)	0.136*** (4.191)
截距项	-2.487*** (-20.919)	-0.932*** (-11.160)	-2.348*** (-20.793)	-0.935*** (-10.953)	-1.620*** (-22.666)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
伪 R^2	0.235	0.223	0.231	0.226	0.228
样本容量	4 184	4 184	4 480	3 888	8 368

表5 控股股东持股比例与公司股利价值的回归分析结果
Table 5 Regression Analysis Results of the Shareholding Ratio of the Controlling Shareholder and Corporate Dividend Value

	按中位数分组		按平均数分组	
	(1)控股股东持股 比例低	(2)控股股东持股 比例高	(3)控股股东持股 比例低	(4)控股股东持股 比例高
E_t	2.266*** (8.736)	8.632*** (22.471)	2.365*** (9.386)	8.756*** (22.216)
dE_t	0.569* (1.845)	1.935*** (5.150)	0.507* (1.694)	1.893*** (4.857)
dE_{t+1}	-2.253*** (-4.718)	3.641*** (8.969)	-2.186*** (-4.759)	3.694*** (8.732)
dA_t	-0.655*** (-4.215)	-0.614*** (-5.729)	-0.653*** (-4.403)	-0.594*** (-5.348)
dA_{t+1}	0.909*** (10.017)	0.524*** (7.837)	0.894*** (10.345)	0.535*** (7.664)
I_t	-11.108*** (-5.204)	-20.637*** (-10.697)	-11.372*** (-5.597)	-20.333*** (-9.924)
dI_t	-35.385*** (-15.379)	-12.889*** (-4.665)	-34.283*** (-15.525)	-13.030*** (-4.387)
dI_{t+1}	-27.559*** (-9.748)	-15.488*** (-5.969)	-28.868*** (-10.631)	-13.454*** (-4.974)
D_t	11.527*** (5.746)	4.484*** (3.148)	11.284*** (5.905)	4.795*** (3.267)
dD_t	-1.842 (-0.713)	-1.451 (-1.029)	-2.006 (-0.817)	-1.322 (-0.911)
dD_{t+1}	5.165*** (12.482)	3.143*** (2.898)	5.215*** (12.873)	3.292*** (2.943)
dV_{t+1}	0.064*** (3.827)	-0.112*** (-7.708)	0.060*** (3.753)	-0.112*** (-7.458)
截距项	1.418*** (6.872)	1.487*** (9.285)	1.465*** (7.312)	1.430*** (8.726)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
调整的 R^2	0.376	0.457	0.373	0.462
样本容量	4 184	4 184	4 480	3 888

表6 控股股东持股比例与公司股利价值的稳健性检验结果
Table 6 Robust Test Results of the Shareholding Ratio of the Controlling Shareholder and Corporate Dividend Value

	按中位数分组		按平均数分组	
	(1)控股股东持股 比例低	(2)控股股东持股 比例高	(3)控股股东持股 比例低	(4)控股股东持股 比例高
E_t	11.278*** (18.409)	11.300*** (19.518)	11.066*** (18.458)	11.534*** (19.570)
dE_t	-0.701 (-1.134)	0.572 (0.891)	-0.706 (-1.172)	0.598 (0.907)
dE_{t+1}	4.020*** (8.587)	5.723*** (12.092)	4.005*** (8.669)	5.763*** (12.016)
dA_t	-0.272* (-1.915)	-0.339*** (-2.773)	-0.308** (-2.215)	-0.306** (-2.468)
dA_{t+1}	0.181** (2.206)	0.321*** (4.166)	0.174** (2.134)	0.329*** (4.240)
I_t	-28.765*** (-12.496)	-18.468*** (-8.125)	-29.024*** (-12.781)	-17.905*** (-7.779)
dI_t	2.198 (0.531)	-0.420 (-0.109)	2.948 (0.724)	-1.271 (-0.325)
dI_{t+1}	-12.441*** (-3.938)	-9.892*** (-3.550)	-12.117*** (-3.902)	-10.054*** (-3.560)
D_t	9.390*** (5.961)	5.736*** (3.315)	9.030*** (5.680)	6.189*** (3.620)
dD_t	1.086 (0.614)	-1.002 (-0.619)	1.123 (0.642)	-1.163 (-0.712)
dD_{t+1}	-0.052 (-0.045)	2.366* (1.866)	-0.055 (-0.048)	2.371* (1.861)
dV_{t+1}	-0.043** (-2.393)	-0.208*** (-12.208)	-0.043** (-2.402)	-0.211*** (-12.236)
截距项	1.549*** (8.890)	1.321*** (7.595)	1.557*** (9.006)	1.316*** (7.529)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
调整的 R^2	0.501	0.596	0.500	0.599
样本容量	2 623	2 622	2 686	2 559

6 结论

在公司代理问题与现金股利之间的关系存在较大争议的情况下,本研究探讨控股股东持股比例对公司股利政策的影响,结果表明在控股股东持股比例较低的公司,控股股东侵占公司利益的成本较低,侵占能力随其持股比例的提高而增强,公司需要支付更多的现金股利缓解代理冲突。而在持股比例达到一定程度后,控股股东与中小股东之间的协同效应占主导地位,中小股东利益受到侵占的可能性较低,公司发放现金股利缓解代理冲突的必要性较小。同时,本研究发现控股股东持股比例较低的公司发放现金股利的价值效应较大,这进一步验证了控股股东持股比例较低时主要表现出利益侵占效应,而在较高的持股比例时表现为利益协同效应。因此,本研究认为股利替代模型对中国上市公司的股利分配行为具有更强的解释力。依据本研究结果可以得出以下几点启示。

(1)结合股利政策和现金股利的价值效应理解公司的股利分配行为。由于公司的代理成本难以被准确度量,学者们往往通过考察公司治理因素对股利分配的影响来研究公司代理问题与现金股利之间的关系。已有研究表明,公司治理与现金股利之间可能成正比,也可能表现为负相关。虽然股利结果模型和替代模型能对相关结果进行解释,但是本研究认为在选定的公司治理变量对代理问题的影响具有争议时,仅从股利支付水平上并不能反映公司发放现金股利的真正动机。结合公司的股利支付水平和现金股利的价值效应分析公司股利政策可以在一定程度上弥补相应的不足,对于更好地理解公司股利分配行为具有重要意义。

(2)证监会应根据公司治理质量进一步完善股利监管政策。为了保护中小投资者的合法权益,强化上市公司的回报意识,证监会颁布了一系列政策文件规范上市公司的分红行为。但是无论是将现金分红与再融资挂钩的导向性政策,还是根据公司发展情况实现差异化分红的强制性政策,监管部门对公司现金分红的要求都忽略了代理冲突的影响。对于控股股东自利动机较强的公司,中小股东利益受到侵占的可能性较大,现金股利的治理意义较强,监管部门应进一步要求该类公司提高现金分红的比重。而对于控股股东协同效应较强的公司,投资者对现金分红的偏好相对较弱,现金股利的治理意义较小,监管部门可以要求该类公司适度降低股利支付标准。

(3)保持适当的股权集中度。持股比例不仅是控股股东对公司形成控制的基础,也对控股股东是否合理使用控制权产生重要影响,学术界就控股股东是否应该拥有较高的持股比例并没有达成共识。本研究通过比较公司股利价值效应识别控股股东是否产生了正向激励作用,为相关研究提供了新的思路。研究发现,控股股东持股比例较高的公司发放现金股利的价值效应较低,表明较高的持股比例可以激

发控股股东的利益协同效应,并导致投资者对控股股东侵占公司利益的顾虑减小,造成公司股利价值降低。因此,保持适当的股权集中度有利于调和大小股东之间的利益分歧,降低公司代理成本。

本研究主要基于公司现金股利政策和股利价值两个角度考察控股股东代理问题对公司股利分配行为的影响,但在讨论公司代理冲突时尚未考虑公司所处的生命周期,而不同生命周期状态下的控股股东对公司股利政策的影响也可能不同,后续可对以上局限之处展开进一步的研究。

参考文献:

- [1] ROZEFF M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research*, 1982, 5(3): 249-259.
- [2] PINKOWITZ L, STULZ R, WILLIAMSON R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2725-2751.
- [3] FAMA E F, FRENCH K R. Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 1998, 53(3): 819-843.
- [4] MILLER M H, MODIGLIANI F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 1961, 34(4): 411-433.
- [5] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [6] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 1-33.
- [7] BAE S C, CHANG K, KANG E. Culture, corporate governance, and dividend policy: international evidence. *The Journal of Financial Research*, 2012, 35(2): 289-316.
- [8] O'CONNOR T. The relationship between dividend payout and corporate governance along the corporate life-cycle. *International Journal of Corporate Governance*, 2013, 4(1): 20-50.
- [9] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 2001, 91(1): 54-78.
- [10] JORDAN B D, LIU M H, WU Q. Corporate payout policy in dual-class firms. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 26: 1-19.
- [11] ABDULLAH N M H, AHMAD Z, ROSLAN S. The influence of ownership structure on the firms dividend policy based Lintner model. *International Review of Business Research Papers*, 2012, 8(6): 71-88.
- [12] ISAKOV D, WEISSKOPF J P. Pay-out policies in

- founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33: 330-344.
- [13] HAW I M, HO S S M, HU B, et al. The contribution of stock repurchases to the value of the firm and cash holdings around the world. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(1): 152-166.
- [14] OFFICER M S. *Dividend policy, dividend initiations, and governance*. Los Angeles, CA: University of Southern California, 2006.
- [15] KALCHEVA I, LINS K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20(4): 1087-1112.
- [16] TRUONG T, HEANEY R. Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2007, 47(5): 667-687.
- [17] THANATAWEE Y. Ownership structure and dividend policy: evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 2013, 5(1): 121-132.
- [18] AOKI Y. How does the largest shareholder affect dividends?. *International Review of Finance*, 2014, 14(4): 613-645.
- [19] 曹裕. 产品市场竞争、控股股东倾向和公司现金股利政策. *中国管理科学*, 2014, 22(3): 141-148.
- CAO Yu. Product market competition, the tendency of controlling shareholders and cash dividends policy. *Chinese Journal of Management Science*, 2014, 22(3): 141-148. (in Chinese)
- [20] 强国令. 半强制分红政策、逆向选择与股利掏空. *投资研究*, 2014, 33(10): 118-131.
- QIANG Guoling. Semi-mandatory dividend policy, adverse select and dividend tunneling. *Review of Investment Studies*, 2014, 33(10): 118-131. (in Chinese)
- [21] 谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论. *会计研究*, 2006(4): 51-57.
- XIE Jun. Dividend policy, the largest shareholder and firm growth: free cash flow vs. tunneling. *Accounting Research*, 2006(4): 51-57. (in Chinese)
- [22] 肖作平, 苏忠秦. 现金股利是“掏空”的工具还是掩饰“掏空”的面具? 来自中国上市公司的经验证据. *管理工程学报*, 2012, 26(2): 77-84.
- XIAO Zuoping, SU Zhongqin. Is cash dividend policy a tool for tunneling or masking expropriations? Empirical evidence from Chinese listed companies. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2012, 26(2): 77-84. (in Chinese)
- [23] 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. (in Chinese)
- [24] 李小军, 王平心, 陶旖旎. 公司监督与现金股利代理理论实证研究. *北京工商大学学报: 社会科学版*, 2007, 22(6): 27-31.
- LI Xiaojun, WANG Pingxin, TAO Yini. Empirical research on corporate monitors and agency theory of cash dividends. *Journal of Beijing Technology and Business University: Social Science*, 2007, 22(6): 27-31. (in Chinese)
- [25] 徐晓萍, 李进军. 现金、股利资产估值与独立董事有效性: 基于价值回归模型的实证研究. *财经研究*, 2011, 37(3): 27-38.
- XU Xiaoping, LI Jinjun. Valuation of cash and dividend assets, and the effectiveness of independent directors: an empirical analysis based on value regression model. *Journal of Finance and Economics*, 2011, 37(3): 27-38. (in Chinese)
- [26] BENNEDSEN M, NIELSEN K M. Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(9): 2212-2229.
- [27] 秦志华, 徐斌. 大股东行为影响公司价值的理论模型解释. *管理科学*, 2011, 24(4): 22-31.
- QIN Zhihua, XU Bin. A theoretical model to interpret the ways of large shareholders' behaviors affecting corporate value. *Journal of Management Science*, 2011, 24(4): 22-31. (in Chinese)
- [28] 王晓巍, 陈逢博. 创业板上市公司股权结构与企业价值. *管理科学*, 2014, 27(6): 40-52.
- WANG Xiaowei, CHEN Fengbo. Ownership structure and enterprises' value of growth enterprise market listed companies. *Journal of Management Science*, 2014, 27(6): 40-52. (in Chinese)
- [29] 吴育辉, 吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为. *管理科学学报*, 2011, 14(8): 34-44.
- WU Yuhui, WU Shinong. Ownership concentration, tunneling, and managerial entrenchment. *Journal of Management Sciences in China*, 2011, 14(8): 34-44. (in Chinese)
- [30] GOMES A. Going public without governance: managerial reputation effects. *The Journal of Finance*, 2000, 55(2): 615-646.
- [31] 魏锋. 外部审计和现金股利的公司治理角色: 替代抑或互补. *审计研究*, 2012(4): 76-82.
- WEI Feng. The role of external audit and cash dividend in corporate governance: substitution or complementary. *Auditing Research*, 2012(4): 76-82. (in Chinese)

- [32] MICHAELY R, ROBERTS M R. Corporate dividend policies: lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(3): 711–746.
- [33] ALZHRANI M, LASFER M. Investor protection, taxation, and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 745–762.
- [34] 董艳, 李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题. *经济学(季刊)*, 2011, 10(3): 1015–1038.
- DONG Yan, LI Feng. Managerial ownership, dividend policy and the agency problem. *China Economic Quarterly*, 2011, 10(3): 1015–1038. (in Chinese)

Agency Problem between Controlling and Minority Shareholders and Corporate Cash Dividend

LUO Qi, WU Zhedong

School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China

Abstract: There have been numerous empirical studies on the relationship between agency problem and dividend policy, yet the results remain ambiguous. The “outcome” model predicts a negative relationship between agency problem and dividend payout, while the “substitute” model argues that firms with poor corporate governance tend to make high dividend payments to establish a good reputation for decent treatment of minority shareholders. When corporate ownership is concentrated, agency problem lies primarily between controlling and minority shareholders. It is important to explore if and how firms’ dividend policies are influenced by the interaction between the two.

The extent of agency problem is closely related to the shareholding ratio of the controlling shareholder, which may lead to different dividend policies. This paper provides empirical test on the relationship between agency problem and dividend policy using a sample of Chinese companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges between 2006 and 2013, and we adopt Tobit model to conduct the test. Moreover, we use the Fama and French model to test the valuation effect of dividend payouts.

Our empirical results show that when the controlling shareholder owns relative low share, the interests of minority shareholders are more likely to be entrenched and dividends are used as a way to reduce agency problem, and there is a positive relationship between dividend ratio and share of the controlling shareholder. As the controlling shareholder’s ownership share increases to a certain level, the interests of the controlling shareholder and minority shareholders are more aligned and there is less need to mitigate the agency problem, and there is actually a negative relationship between dividend ratio and ownership share of the controlling shareholder. Compared to companies with more alignment between controlling and minority shareholders, those with significant entrenchment of minority shareholders show a stronger dependence on using dividend policy, and the effects of dividend payments on corporate value are also greater.

Our analysis of corporate dividend policy considers both the level and value of dividend payments. The results support the “substitute” model and provide a better explanation to Chinese companies’ dividend policy, which enriches the empirical studies about how the controlling shareholder influencing corporate dividend policy. The empirical evidence can also have implications and be useful to improve the current regulation of Chinese listed companies.

Keywords: controlling shareholder; agency problem; cash dividend; dividend value; substitution theory

Received Date: November 11th, 2015 **Accepted Date:** April 30th, 2016

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71272230), the National Social Science Foundation of China(14BGL043) and the Program for New Century Excellent Talents in University(NCET-13-0437)

Biography: LUO Qi, doctor in engineering, is a professor in the School of Economics and Management at Wuhan University. His research interests include corporate finance and capital market, behavioral corporate finance. His representative paper titled “The moral hazard of controlling shareholder and corporate cash holdings” was published in the *Economic Research Journal*(Issue 2, 2011). E-mail: luoqi@whu.edu.cn

WU Zhedong, is a postgraduate in the School of Economics and Management at Wuhan University. His research interests cover on corporate governance. E-mail: wu1870719921127@163.com

□