

# 金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响

王敏, 李瑕

(中南大学商学院, 湖南长沙 410083)

**[摘要]**以2004年至2010年715家上市公司为样本,构建面板数据模型研究我国金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响,结果表明:控制权、现金流权与现金股利支付倾向及支付力度显著正相关;两权分离度与现金股利支付力度显著负相关;金字塔结构较复杂、终极控制人具有集团性质时,现金股利支付倾向与支付力度较低;现金股利支付倾向受终极控制人产权性质影响。

**[关键词]**金字塔结构;现金股利政策;终极控制人;控制权;两权分离;现金流权;产权性质

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2012)03-0018-09

## 一、引言

自La Porta等人提出终极控制人概念<sup>[1]</sup>以来,国内外学者发现除英美等普通法系国家外,公司治理的主要矛盾不是管理者与所有者之间的矛盾,而是控股股东与中小股东之间的矛盾。控股股东实际上由终极控制人控制,终极控制人具有隐蔽性与复杂性,他们会尽一切手段最大化自身利益,造成对中小股东的利益侵占。现金股利政策是各利益相关主体在股东大会上相互博弈的结果,因此很多学者认为股权结构与现金股利政策相关,但大部分研究皆从大股东角度进行分析,未追溯至终极控制人。在我国,终极控制人普遍通过金字塔结构控制上市公司,为此本文从金字塔结构特征的六个方面——终极控制人产权性质、现金流权、控制权、两权分离度、金字塔结构复杂性与终极控制人集团性质着手,研究这些特征对现金股利政策的影响。

## 二、文献回顾

La Porta等人用“金字塔”来描述上市公司的终极控制形式。金字塔结构是指公司实际控制人通过直接或间接持有上市公司的股份形成一个金字塔式的控制链来实现对该公司的控制。关于金字塔结构的研究主要是围绕第二类代理问题展开。Claessens等人的研究验证了上市公司控股股东的所有权比例对其“掏空”行为的影响具有两面性,即“壕沟防御效应”与“利益协同效应”<sup>[2]</sup>。Almeida和Wolfenzon认为金字塔结构能够给控股股东带来回报优势和融资优势,这一研究揭示了股权集中下控股股东利益侵占与公司治理的内在机制<sup>[3]</sup>。Morck和Yeung指出控股股东有利用金字塔控制结构将下层企业的资源向上层企业转移的动机<sup>[4]</sup>。Morck等人对金字塔结构的财富放大效应与“掏空”后果可能会阻碍一国经济的发展表示了担忧<sup>[5]</sup>。Cheung等人发现中国内地金字塔结构型公司的控股股东利用与上市公司进行的关联交易损害中小股东的利益<sup>[6]</sup>。刘启亮等人通过案例研究发现,投资者保

**[收稿日期]**2011-11-01

**[作者简介]**王敏(1972—),男,江西九江人,中南大学商学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为财务管理理论与实务;李瑕(1987—),女,湖南益阳人,中南大学商学院硕士生,主要研究方向为财务管理理论与实务。

护脆弱环境下的公司治理倾向于强势原则,控股股东有可能集中投资,进而形成复杂的金字塔结构,并借此通过“掏空”和寻租等手段,获取控制权私利<sup>[7]</sup>。Renneboog、Maury、吕长江与周县华认为控股股东出于自利考虑能够影响上市公司股利政策<sup>[8-10]</sup>。王茜和张鸣对我国上市公司的研究表明现金股利是上市公司控股股东转移现金、侵害小股东利益的手段<sup>[11]</sup>。唐清泉和罗党论提出大股东的持股比例与公司的现金股利支付力度正相关<sup>[12]</sup>。宋玉和李卓发现现金流权越大、两权分离度越小、最终控制人性性质为政府尤其是地方政府时,上市公司派发现金股利的概率和水平越高<sup>[13]</sup>。王化成等发现控股股东性质、两权分离度与集团控制性质显著影响上市公司的现金股利政策<sup>[14]</sup>。Attig 等人的研究表明终极控制人可以通过金字塔股权结构多样化来分散风险,而通过增加金字塔结构控制链层级可使高风险项目远离终极控制人<sup>[15]</sup>。

综上所述,在研究现金股利政策的丰硕成果中很少有学者涉及终极控制人自身特征的问题。这主要是因为终极控制人的信息具有隐蔽性和复杂性,学者们很难获得这方面的准确资料。然而从2004年开始,证监会开始强制要求上市公司披露相关信息,因此本文希望通过研究金字塔结构特征对现金股利政策的影响来探究终极控制人对现金股利政策影响的深层次原因。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一) 终极控制人性性质与现金股利政策

根据终极控制人的产权性质不同,上市公司可分为国有控股上市公司与非国有控股上市公司。终极控制人性性质不同,对应的利益诉求亦不同。根据股东现金需求假设,非国有控股的公司资本供应渠道要劣于国有控股的公司,因此,非国有控股公司的终极控制人需要通过其控制的上市公司支付现金股利而非出售股权来获得更多的现金。Maury 和 Pajuste 发现不同的终极控制人类型对股利政策产生不同的影响<sup>[9]</sup>。国外公司的股利政策是控制代理问题的一种手段,可是,在我国现金股利政策是代理问题的结果。从委托代理理论视角来看,终极控制人为国有性质时,国家控股存在的先天不足造成内部人控制,管理者出于规避经营风险和最大化可支配财富的目的,倾向于少分或者不分配现金;非国有终极控制人一般亲自或者委托亲属对上市公司进行管理,第一类代理成本并不高,并且由于受到债务融资限制较多,他更倾向股权融资,而分红是证监会对增发配股的强制性要求,因此,分配现金股利是非国有控股上市公司为达到增发配股目的的理性选择<sup>[14]</sup>。因此我们提出假设1。

假设1:终极控制人产权性质为国有时,上市公司的现金股利支付倾向与支付水平较低。

#### (二) 控制权与现金股利政策

终极控制人一方面有动机监督管理者,使其采取正确的经营决策,减少股东与经营者之间的代理成本,另一方面有动机对公司采取攫取行为,侵占中小股东利益。由于我国上市公司具有特有的形成背景,终极控制人的回报率要高于其他股东。随着所有权比例的提高,终极控制人获取控制权私人收益的能力增强,加之我国资本市场形成时间较短,保护投资者利益的法律法规尚不完善,所以终极控制人拥有上市公司的股权比例越大,通过现金股利转移资金的动机越强<sup>[11]</sup>。因此我们提出假设2。

假设2:控制权越高,上市公司的现金股利支付倾向与现金股利支付水平越高。

#### (三) 现金流权与现金股利政策

充足的财务激励是终极控制人投资上市公司的动因,并显著影响他们对中小股东的侵占意愿。其中,获取现金股利这一财务激励便是投资者投资上市公司成为其股东的一个重要原因,而股东获得多少现金股利基于现金流权,因此终极控制人的现金流权越高,通过股利政策来实现利益侵占的可能性越高<sup>[13]</sup>。因此我们提出假设3。

假设3:现金流权越高,上市公司的现金股利支付倾向与现金股利支付水平越高。

#### (四) 两权分离度与现金股利政策

两权分离是终极控制人从被控制公司转移资源、牟取私利的重要条件。存在两权分离时,终极控

制人获得的收益与成本不对等,两权分离度越大,控股股东攫取私有收益的动机越强。而现金股利是终极控制人转移上市公司财富的重要手段,所以两权分离度越大,上市公司派发现金股利的可能性越大<sup>[16-17]</sup>。寻租理论认为从其他股东寻租的激励可能与两权分离存在正相关。两权分离越大,从中小股东寻租的激励越大,从而使得上市公司更可能分配现金股利。因此我们提出假设4。

假设4:两权分离度越大,上市公司的现金股利支付倾向与支付水平越高。

#### (五) 金字塔结构复杂性与现金股利政策

金字塔结构越复杂,即终极控制人与上市公司之间的控制链条越长,控制链数目越多,涉及的企业亦越多,表明以终极产权为主导的内部资本市场越完善,终极控制人现金管理能力越强,终极控制人很可能要求支付更多的现金股利以满足不同层级之间的资金需求;金字塔结构越复杂导致委托代理冲突越严重,终极控制人可能扩大现金股利需求以降低代理成本<sup>[18]</sup>。因此我们提出假设5。

假设5:上市公司的金字塔结构越复杂,上市公司的股利支付倾向与支付水平越高。

#### (六) 终极控制人的集团性质与现金股利政策

罗党论发现我国集团控股股东控制上市公司的主要目的是解决其面临的经营管理压力,特别是资金压力,所以他有很强的动机对上市公司进行利益侵占,并且集团性质在客观上为公司之间进行关联交易提供了便利,所以终极控制人在获取控制权收益时可能更愿意通过关联交易这种“私有收益”而不是现金股利这种“共享收益”来完成<sup>[19]</sup>。Jian 和 Wong 发现由集团控制的上市公司比起由资产管理局控制的上市公司,会运用更多的关联方交易来操纵自身的盈余<sup>[20]</sup>。王化成等发现控股股东具有集团性质时,上市公司现金股利分配倾向与支付力度较低<sup>[14]</sup>。因此我们提出假设6。

假设6:终极控制人具有集团性质时,上市公司的现金分配倾向与支付水平较低。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文以2004年至2010年中国A股上市公司为研究样本。笔者对原始样本进行如下筛选:(1)为符合平衡面板数据的要求,剔除在这期间内退市的公司;(2)剔除\*ST、S\*ST、SST及PT类公司;(3)剔除金融业公司;(4)剔除数据缺失及变量指标存在极端异常值的公司;(5)剔除终极控制权低于10%的公司<sup>①</sup>。基于以上原则,本文最终获得我国715家上市公司7年的面板数据,共5005个样本。数据主要来源于国泰安CSMAR金融数据库,其中控制链条数、控制链条层级数及终极控制人集团性质参照各公司年报手工收集处理。数据处理通过EXCEL与EViews6.0完成。

### (二) 变量定义

#### 1. 被解释变量

本文从支付倾向及支付水平两方面来测度上市公司现金股利政策。

(1) 现金股利支付倾向指是否发放现金股利,若上市公司当年向股东发放了现金股利,则赋值为1,否则为0。

(2) 现金股利支付水平指发放现金股利的程度,本文采用“每股现金股利/每股营业收入”来衡量。

#### 2. 解释变量

本文的解释变量是描述金字塔结构特征的一些变量。

(1) 终极控制人产权性质。参照刘芍佳等人的分类方法<sup>[21]</sup>,本文将样本分为两类,即国有终极

<sup>①</sup>La Porta 等人于1999年提出了10%与20%两种控制标准,目前国内文献中普遍以10%来衡量终极控制人是否能实现控制。因此,本文以10%的控制权为界来判定终极控制人。

产权样本与非国有终极产权样本。其中国有终极产权样本是指终极控制人为国资委、中央国家机关、中央国有企业、地方国资委、地方政府、地方国有企业等的上市公司。若终极控制人产权性质为国有，取值为1；否则取值为0。

(2) 现金流权。根据 La Porta、Claessens 等人的研究<sup>[1,22]</sup>，本文认为控制权为各控制链上最弱的投票权之和，现金流权为所有控制链上各层级公司对下级公司持股比例的乘积之和。

(3) 两权分离度衡量控制权与现金流权的差异程度，参照刘东霖等的研究<sup>[23]</sup>，两权分离度等于控制权与现金流权的差除以控制权。

(4) 按照韩亮亮等的计算方法<sup>[24]</sup>，金字塔结构复杂性等于控制链层级与链条数的乘积，其中控制链层级为终极控制人控制上市公司的最长控制链上中间公司数目，链条数指终极控制人控制上市公司的途径数量。

(5) 根据邵军与刘志远的判定方法<sup>[25]</sup>，对上市公司持股比例大于20%的股东进行追溯，如果在两家或更多上市公司中，前五大股东之一的最终控制人是同一经济主体，则该上市公司被定义为集团控制的成员企业。另外，大股东是企业集团的也属于集团控制的成员企业。

### 3. 控制变量

为增强结论的说服力，本文根据以往的研究成果设定了下列控制变量：公司规模、债务水平、现金充足能力、盈利能力、成长性、股权制衡、再融资约束、法律环境、行业因素以及年度因素。

综上所述，本文的变量定义如表1所示。

表1 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	现金股利支付倾向	WID	哑变量，发放现金股利取1，否则为0
	现金股利支付水平	DPR	每股现金股利/每股营业收入
自变量	终极控制人产权性质	TYPE	哑变量，国有终极产权取1，否则取0
	控制权	VR	实际控制人的投票权比例
	现金流权	CR	实际控制人所占的所有者权益比例
	两权分离度	RA	(控制权 - 现金流权)/控制权
	金字塔复杂性	CC	层级数 × 链条数
	实际控制人集团性质	GROUP	哑变量，终极控制人具有集团性质取1，否则取0
	资产规模	SIZE	总资产的自然对数
控制变量	营业收入增长率	GROWTH	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
	每股营业收入	REV	营业收入/总股数
	每股经营活动净流量	OCF	经营活动净流量/总股数
	股权制衡度	SB	第二大股东至第十大股东持股比例之和
	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	是否增发配股	RF	哑变量，增发配股取1，否则为0
	市场化进程	LAW	市场化总体指数
	行业变量	HY <sub>i</sub>	哑变量，为该行业时取1，否则为0
	年度变量	YEAR <sub>i</sub>	哑变量，属于某年度时取1，否则为0

### (三) 实证检验模型

本文使用面板数据多元回归模型检验金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响。

第一个测度指标是现金股利支付倾向，其取值为0与1两个离散值，采用二元选择模型进行分析。建立 Logit 回归分析模型如下：

$$\text{Logit}(p) = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_i X_i + \delta_i CX_i + \varepsilon \quad (1)$$

其中  $p$  为现金股利支付倾向取值为 1 的概率值,  $\alpha$  为截距,  $\beta_i$ 、 $\delta_i$  为回归系数,  $X_i$  为自变量,  $CX_i$  为控制变量,  $\varepsilon$  为残差项。

第二个测度指标是现金股利支付水平。建立 LS 回归分析模型如下:

$$DPR = \alpha + \beta_i X_i + \delta_i CX_i + \varepsilon \quad (2)$$

其中  $\alpha$  为截距,  $\beta_i$ 、 $\delta_i$  为回归系数,  $X_i$  为自变量,  $CX_i$  为控制变量,  $\varepsilon$  为残差项。

## 五、实证结果

### (一) 描述性统计

从表 2 可以看出, 虽然有 60% 左右的上市公司支付现金股利, 但其支付力度较小, 且最大值与最小值相差较大。从金字塔结构特征来看, 控制权均值与中位数均接近 40%, 现金流权的均值与中位数均在 30% 左右, 这说明我国上市公司具有股权集中的特征, 且已表现出一定的分离状况, 而两权分离度从 0 到 0.979 不等, 表明上市公司的分离程度存在显著差异。金

表 2 样本公司现金股利政策和金字塔结构特征的描述性统计

变量符号	平均值	中值	标准差	最小值	最大值
WID	0.618	1	0.486	0	1
DPR	0.024	0.008	0.044	0	0.513
TYPE	0.581	1	0.493	0	1
VR	38.784	37.95	14.895	10.06	92
CR	32.789	31.069	17.21	0.502	92
RA	0.178	0	0.25	0	0.979
CC	3.391	2	3.67	1	64
GROUP	0.945	1	0.228	0	1

字塔结构复杂性均值为 3.391, 说明终极控制人很少通过单一控制链直接控制上市公司。此外, 大部分上市公司的终极控制人属于国有产权且绝大多数的终极控制人具有集团性质。

### (二) 回归结果分析

本文将表征金字塔结构特征的变量代入模型, 建立基于我国上市公司现金股利政策面板数据的回归方程, 分别运用 LOGIT 方法及固定效应方法进行估计<sup>①</sup>。如表 3 所示, 由于现金流权与控制权、两权分离度的相关系数均大于 0.4。为消除

表 3 自变量相关系数表

	TYPE	VR	CR	RA	CC	GROUP
TYPE	1					
VR	0.25	1				
CR	0.35	0.87	1			
RA	-0.35	-0.24	-0.66	1		
CC	-0.08	0.07	-0.05	0.16	1	
GROUP	0.03	0.09	0	0.17	0.16	1

多重共线性, 本文首先以现金股利支付倾向为因变量进行单因素回归, 得到模型 1 至模型 6, 再剔除现金流权后做整体回归, 得到模型 7, 回归结果如表 4 所示。本文又以现金股利支付力度为因变量进行单因素回归, 得到模型 8 至模型 13, 再剔除现金流权后做整体回归, 得到模型 14, 回归结果如表 5 所示。

由回归结果可以看出:

第一, 终极控制人的产权性质与现金股利支付倾向显著负相关, 与现金股利支付力度正相关(系数较小), 即当上市公司的终极控制人产权性质为非国有时, 上市公司派发现金股利的可能性更大, 部分支持假设 1。这主要是因为非国有控股上市公司受的债务融资限制比国有控股上市公司多, 导致其

<sup>①</sup>常见的二元选择模型有 Probit 模型、Logit 模型与 Tobit 模型。因为 Tobit 模型在估计过程中得出的预测结果是有偏的, 而且在两个分布的尾部, Logit 曲线要比 Probit 曲线厚, Logit 模型还能把在 [0, 1] 区间上预测概率的问题转化为在实数轴上预测一个事件发生的机会比问题, 计算上也比较方便, 因此本文运用 Logit 模型来考察上市公司是否发放现金股利。用面板数据建立的模型有混合模型、固定效应模型与随机效应模型三种类型。F 检验用来在混合模型和固定效应模型中做出选择, 当 F 统计量对应的 p 值小于 0.05 时, 表明建立固定效应模型比混合模型更合理; 而 Hausman 检验是用来在固定效应模型和随机效应模型中做出选择, 当 Hausman 统计量对应的 p 值小于 0.05 时应该建立固定模型。我们对模型进行检验后发现统计量对应的 p 值均接近于 0, 所以本文采用固定效应模型。

表4 现金股利支付倾向回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7
C	-13.95 *** (-14.75)	-13.96 *** (-14.62)	-13.90 *** (-14.61)	-14.00 *** (-14.80)	-14.02 *** (-14.78)	-13.71 *** (-14.37)	-13.86 *** (-14.26)
TYPE	-0.175 ** (-2.437)						-0.203 *** (-2.591)
VR		0.014 *** (-5.28)					0.018 *** (-6.355)
CR			0.008 *** (-3.772)				
RA				0.136 (-1.028)			0.274 * (-1.847)
CC					-0.009 (-0.909)		-0.018 * (-1.767)
GROUP						-0.272 * (-1.856)	-0.365 ** (-2.379)
SIZE	0.705 *** (-15.527)	0.67 *** (-14.565)	0.681 *** (-14.864)	0.701 *** (-15.454)	0.703 *** (-15.429)	0.701 *** (-15.446)	0.682 *** (-14.706)
GROTH	0.733 *** (-6.878)	0.713 *** (-6.645)	0.729 *** (-6.806)	0.75 *** (-7.026)	0.747 *** (-7.007)	0.747 *** (-7.005)	0.689 *** (-6.423)
REV	0.116 *** (-12.223)	0.11 *** (-11.662)	0.112 *** (-11.896)	0.114 *** (-12.121)	0.114 *** (-12.108)	0.115 *** (-12.158)	0.111 *** (-11.76)
OCF	0.238 *** (4.748)	0.239 *** (4.745)	0.241 *** (4.798)	0.235 *** (4.697)	0.236 *** (4.722)	0.237 *** (4.738)	0.234 *** (4.669)
SB	0.01 *** (3.699)	0.017 *** (5.768)	0.015 *** (5.105)	0.011 *** (3.957)	0.012 *** (4.161)	0.011 *** (3.991)	0.018 *** (5.789)
LEV	-4.552 *** (-19.057)	-4.405 *** (-18.283)	-4.458 *** (-18.536)	-4.551 *** (-19.04)	-4.55 *** (-19.027)	-4.55 *** (-19.029)	-4.423 *** (-18.322)
RF	0.139 (1.039)	0.127 (0.948)	0.133 (0.992)	0.144 (1.08)	0.147 (1.102)	0.141 (1.051)	0.119 (0.889)
LAW	0.1 *** (5.399)	0.101 *** (5.48)	0.103 *** (5.569)	0.102 *** (5.548)	0.103 *** (5.605)	0.099 *** (5.358)	0.095 *** (5.1)
LR statistic	1166.714	1188.867	1175.041	1161.816	1161.565	1164.257	1211.615
Log likelihood	-2745.666	-2734.589	-2741.502	-2748.115	-2748.24	-2746.894	-2723.215
调整后 R <sup>2</sup>	0.175	0.179	0.176	0.174	0.174	0.175	0.182

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著；括号内是Z 验值；以上各模型均对年度与行业进行了控制。

更倾向于股权融资，而随着证监会把分红情况作为批准上市公司增发配股的条件之一，为了实现再融资，发放现金股利便成为非国有控股上市公司的一个理性选择。

第二，终极控制人的控制权和现金流权与现金股利支付倾向及支付力度均显著正相关，这支持假设2与假设3。随着控制权比例的提高，控股股东获取控制权私人收益的能力逐渐增强，因而其对中小股东的剥削能力增强；由于股东获得多少现金股利是基于现金流权来计算的，所以随着现金流权的提高，终极控制人获得的现金股利总额也提高，即其对中小股东的剥削动机随着现金流权的提高而增强。综上，随着终极控制人的控制权和现金流权的上升，终极控制人通过现金股利转移上市公司财富的动机和能力增强，导致中小股东的利益受到侵害。

表5 现金股利支付力度回归结果

变量	模型 8	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12	模型 13	模型 14
C	-0.224 *** (-17.791)	-0.215 *** (-17.14)	-0.213 *** (-16.962)	-0.22 *** (-17.417)	-0.226 *** (-17.93)	-0.223 *** (-17.494)	-0.215 *** (-16.83)
TYPE	0.002 * (1.893)						-0.0003 (-0.242)
VR		0.0004 *** (8.481)					0.0004 *** (8.344)
CR			0.0003 *** (8.594)				
RA				-0.008 *** (-3.74)			-0.003 (-1.311)
CC					-0.0004 ** (-2.541)		-0.001 *** (-3.382)
GROUP						-0.001 (-0.432)	-0.001 (-0.326)
SIZE	0.013 *** (21.929)	0.012 *** (19.326)	0.012 *** (19.627)	0.013 *** (21.899)	0.014 *** (22.348)	0.013 *** (22.217)	0.012 *** (19.402)
GROWTH	0.006 *** (3.963)	0.005 *** (3.184)	0.005 *** (3.331)	0.006 *** (3.807)	0.006 *** (3.876)	0.006 *** (3.871)	0.005 *** (3.126)
REV	-0.002 *** (-14.252)	-0.002 *** (-14.892)	-0.002 *** (-14.691)	-0.002 *** (-14.204)	-0.002 *** (-14.16)	-0.002 *** (-14.158)	-0.002 *** (-14.877)
OCF	0.005 *** (7.273)	0.005 *** (7.113)	0.005 *** (7.281)	0.005 *** (7.406)	0.005 *** (7.228)	0.005 *** (7.288)	0.005 *** (7.074)
SB	0.0002 *** (4.751)	0.0004 *** (7.438)	0.0003 *** (7.194)	0.0002 *** (4.861)	0.0002 *** (4.86)	0.0002 *** (4.521)	0.0004 *** (7.923)
LEV	-0.082 *** (-23.395)	-0.076 *** (-21.584)	-0.077 *** (-21.883)	-0.082 *** (-23.283)	-0.082 *** (-23.502)	-0.082 *** (-23.475)	-0.076 *** (-21.52)
RF	-0.005 *** (-2.592)	-0.006 *** (-2.756)	-0.006 *** (-2.741)	-0.006 *** (-2.629)	-0.005 ** (-2.548)	-0.006 *** (-2.639)	-0.006 *** (-2.644)
LAW	0.001 *** (3.028)	0.001 *** (3.066)	0.001 *** (3.156)	0.001 *** (2.939)	0.001 *** (3.109)	0.001 *** (2.821)	0.001 *** (3.322)
调整后 R <sup>2</sup>	0.207	0.217	0.218	0.208	0.207	0.206	0.219
F 值	87.967	93.724	93.886	88.843	88.209	87.68	75.04

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著；括号内是 T 检验值；以上各模型均对年度进行了控制。

第三,终极控制人的两权分离度与现金股利支付倾向显著正相关,与现金股利支付力度显著负相关,与假设 4 部分相符。本文认为这是因为当终极控制人对公司的控制权与现金流权不一致时,终极控制人可以获得绝大部分的控制权收益而只需承担很小一部分成本。两权分离度越大,控股股东侵占中小股东的寻租动机越明显,越可能促使上市公司支付更多股利,所以控制权与现金流权的分离程度越大,终极控制人迫使上市公司发放现金股利的可能性越大。

第四,金字塔结构的复杂性与现金股利支付倾向及支付力度均显著负相关,与假设 5 不符;终极控制人的集团性质与现金股利支付倾向显著负相关,支持假设 6。这是因为终极控制人可以通过多种方式侵占中小股东的利益,现金股利是终极控制人与中小股东共享的收益,而关联交易等其他侵占方式是终极控制人独享的私人收益,相比较而言,终极控制人更喜爱独享关联交易这种私人收益,当终极控制人对上市公司的控制结构越复杂或者终极控制人本来就属于集团公司时,便具备了进行关联

交易的条件,并且关联交易与现金股利这两种侵占方式具有替代性,所以当金字塔结构越复杂及终极控制人为集团公司时,终极控制人会用关联交易的方式侵占上市公司,现金股利支付倾向以及支付力度就会随之降低。

第五,从控制变量来看,资产规模、营业收入增长率、每股经营活动净流量、公司第二大股东至第十大股东持股比例之和、市场化指数与现金股利支付倾向及支付力度显著正相关。资产负债率与现金股利支付倾向及支付力度显著负相关。市场化指数越高,现金股利支付倾向及支付力度越大,这说明法律制度越完善,通过关联交易转移上市公司资产的行为会得到一定遏制,因而终极控制人转而采用现金股利这种形式上合法的方式来侵占中小股东的利益。

## 六、研究结论与研究局限

本文以我国 715 家 A 股上市公司连续 7 年的面板数据为研究对象,从终极控制人侵占中小股东利益这一研究视角,探讨了金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响,发现金字塔结构特征显著影响上市公司现金股利政策。控制权、现金流与现金股利支付倾向及支付力度显著正相关;两权分离度与现金股利支付力度显著负相关;当金字塔结构越复杂、终极控制人具有集团性质时,现金股利支付倾向及支付力度越低,并且现金股利支付倾向受终极控制人产权性质的影响。此外,终极控制人可通过多种方式侵占中小股东的利益,现金股利政策与关联交易是主要的形式,在条件许可的情形下,终极控制人偏爱关联交易。

本文在国内外研究的基础上,详细探讨了我国金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响,但是由于笔者的水平和精力有限,使得本文的研究存在一些不足。比如本文考虑了终极控制人通过两权分离对现金股利政策的影响,但是没有考虑其通过操纵董事会以造成更大程度的超额控制从而对现金股利政策产生影响。这些将是笔者今后进一步研究的方向。

### 参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 471 - 517.
- [2] Claessens S, Djankov L, Fan P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57: 2741 - 2771.
- [3] Almeida H, Wolfenzon D A. Theory of pyramidal ownership and family business groups[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61: 2637 - 2681.
- [4] Morck R, Yeung B. Agency problem in large family business groups[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, 27: 367 - 382.
- [5] Morck R, Wolfenzon D, Yeung B. Corporate governance, economic entrenchment and growth[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43: 655 - 720.
- [6] Cheung Y S, Jing Lihua, Lu Tong, et al. Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by Chinese listed companies[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17: 372 - 393.
- [7] 刘启亮, 李增泉, 姚易伟. 投资者保护、控制权私利与金字塔结构——以榕林柯尔为例[J]. *管理世界*, 2008(12): 138 - 149.
- [8] Renneboog L, Trojanowski G. Control structures and payout policy[R]. ECGI Working Paper Series in Finance, 2005.
- [9] Maury C B, Pajuste A. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland[J]. *Finnish Journal of Business Economics*, 2002, 51: 15 - 45.



- [10] 吕长江,周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析[J]. 南开管理评论,2005(3):9-17.
- [11] 王茜,张鸣. 基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究——来自中国证券市场的经验证据[J]. 财经研究,2009(12):50-60.
- [12] 罗党论,唐清泉. 金字塔结构、所有制与中小股东利益保护——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究,2008(9):132-142.
- [13] 宋玉,李卓. 最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J]. 审计与经济研究,2007(9):106-111.
- [14] 王化成,李春玲,卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界,2007(1):122-127.
- [15] Attig N, Gadhoun Y, Lang L H P. Bid-ask spread, asymmetric information ultimate ownership[R]. Working paper, The Chinese University of HongKong,2003.
- [16] Bozec Y, Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: empirical evidence from Canada[J]. Journal of Business Finance & Accounting,2008,35:25-49.
- [17] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial economics,1976,3:305-360.
- [18] Fan J P H, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings[J]. Journal of Accounting and Economics,2002,33:401-425.
- [19] 罗党论,唐清泉. 大股东利益输送与投资者保护——一个分析框架[J]. 管理科学,2005(10):75-79.
- [20] Jian M, Wong T J. Tunneling and earnings management through related party transactions: evidence from Chinese corporate groups[R]. HKUST Working Paper,2003.
- [21] 刘芍佳,孙霏,刘乃全. 终极产权论、股权结构与公司绩效[J]. 经济研究,2003(4):51-62.
- [22] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics,2000,58:81-112.
- [23] 刘东霖,张俊瑞,苏坤. 控股股东对公司信息披露透明度影响的实证研究——来自深市上市公司的经验证据[J]. 系统工程,2009(12):17-24.
- [24] 韩亮亮,李凯. 控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析[J]. 会计研究,2008(3):66-73.
- [25] 邵军,刘志远. 企业集团内部资本是从对其成员企业融资约束的影响——来自中国企业集团的经验证据[J]. 中国会计评论,2008(9):275-288.

[责任编辑:杨凤春]

## Study on the Impact of Pyramid Structure on Cash Dividend Policy of Listed Companies

WANG Min, LI Xia

**Abstract:** The thesis takes 715 listed companies from 2004 to 2010 as samples, and builds up panel data models to test how the pyramid structure impacts Chinese cash dividend policy. The results show that: the controlling rights, cash flow rights of the ultimate controller have a significant positive correlation with cash dividend payout tendency and cash dividend payout effort; the separation of ownership of the ultimate controller and cash dividend payments have a significant negative correlation; the complexity of pyramid structure and group properties of the ultimate controller have a significant negative correlation with cash dividend payout tendency and cash dividend payout effort; the cash dividends payout tendency is affected by the nature of property rights of the ultimate controller.

**Key Words:** the pyramid structure; cash dividend policy; ultimate controller; controlling rights; separation of ownership; cash flow rights; the nature of property rights