

金融危机、股权集中度与现金股利政策

——基于 A 股上市公司的经验证据

张俊民, 吴凤敏, 傅绍正

(天津财经大学 会计学院, 天津 300222)

[摘要]运用我国 A 股上市公司 2007—2010 年数据,对金融危机、股权集中度与现金股利支付政策的关系进行研究,结果显示:在金融危机期间上市公司倾向于不支付现金股利或降低现金股利支付水平以应对未来收益的不确定性;相对于股权集中度较低的上市公司,股权集中度较高的上市公司在金融危机期间的现金股利偏好反而有所增强,即在金融危机期间,股权集中度较高的上市公司倾向于支付更多的现金股利以满足大股东对现金的需求。

[关键词]金融危机;现金股利分配;股权集中度;上市公司;偏好;股利支付政策;金融风险

[中图分类号]F830.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)03-0039-10

一、引言

2007年,肇始于美国次贷市场的金融风暴演变为全球性金融危机,这场危机不仅冲击了美国等发达国家的实体经济,同时对全球的实体经济也产生了影响。中国的进出口贸易、制造业等在不同程度上受到金融危机的不利影响,企业的盈利能力显著下降,未来的现金流面临严重的不确定性。从2008年第三季度开始,非金融类 A 股上市公司的平均资产报酬率(ROA)骤然下降,从2008年第三季度的0.84%下降到2008年第四季度的-0.45%,降幅达到1.5倍之多。到2009年第一季度,由于一系列经济刺激政策的作用,平均ROA回升到0.57%。到2010年,上市公司的盈利能力和收益质量进一步提高,盈利公司占比高达96.96%。现有文献多从宏观角度研究了金融危机对经济的影响,但由于金融危机对企业的盈利能力存在直接的影响,本文认为,深入研究金融危机是如何作用于微观企业的,具有十分重要的理论意义和现实意义。

现金股利政策作为企业一项重要的财务政策,不仅是回馈投资者的途径,同时也是增强资本市场获利能力和吸引力的有效渠道。金融危机爆发以来,我国证券市场一直处于低迷状态,大部分公司为应对金融危机中的不确定性,储备了大量的现金,并倾向于选择低派现的股利政策,但也有些上市公司进行了现金股利分配。2008年,1158家 A 股非金融类上市公司中,就有66.4%的公司进行了现金股利分配。同时,现有的研究发现,股权集中度与上市公司现金股利分配存在相关关系。本文将金融

[收稿日期]2013-11-27

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71272189);教育部人文社会科学研究项目(12YJA790193);天津财经大学研究生创新基金项目(2013TCB002)

[作者简介]张俊民(1960—),男,山东鱼台人,天津财经大学会计学院教授,博士生导师,主要研究方向为内部控制、审计理论与会计监管;吴凤敏(1988—),女,河北秦皇岛人,天津财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为内部控制;傅绍正(1989—),男,山东临朐人,天津财经大学会计学院博士生,主要研究方向为内部控制、审计理论与会计监管。

危机、股权集中度和现金股利政策联系在一起进行研究,试图探讨金融危机、股权集中度对上市公司现金股利分配倾向和现金股利分配程度的影响。

二、文献回顾

20世纪60年代,美国著名财务学家米勒和经济学家莫迪格利安尼提出“股利无关论”,引起了学术界对股利政策的关注。国外学者对股利政策进行了大量的理论与实证研究,并相继发展了很多经典理论,如“一鸟在手”理论、税差效应理论、代理成本理论、信号传递理论等。同时,国内外学者也对股权结构与上市公司股利政策的关系进行了研究。

Mancinelli 和 Ozkan 实证研究了意大利 139 家上市公司的股权结构与股利政策之间的关系,发现意大利的上市公司具有相对集中的股权,大股东和中小股东之间的代理问题较为严重,上市公司的股利支付随着大股东投票权的增加而降低,大股东之间的联合使得其他非控股“大”股东的监督力有所下降^[1]。Khan 运用英国 330 家上市公司的面板数据对股权结构和股利政策之间的关系进行了实证研究,发现股权集中度与股利分配存在负相关关系,还发现所有权的结构对股利政策也是有影响的,保险公司的持股与股利正相关,个人持股比例与股利负相关^[2]。Adjaoud 和 BenAmar 通过对 2002—2005 年多伦多 714 家上市公司的数据进行实证分析发现,董事会的构成、股东权益政策与上市公司的股利支付率呈正相关关系,公司规模、自由现金流与股利支付率也呈正相关关系^[3]。Lucas 和 McDonald 认为,当上市公司股东对所持股份有不同的出售计划时会对上市公司支付现金股利和股份回购有不同的偏好,即股份回购成本的存在与否直接决定着上市公司对股利政策的偏好^[4]。Wang Xi 等考察了中国上市公司的股利政策与经济波动之间的关系,发现中国上市公司的股利支付水平和股利支付可能性总体上随着经济活动而有升有降,上市公司的股利支付水平和股利支付可能性随着大股东持股比例的增加而增加,尤其当经济情况不佳时,股利支付水平和可能性的增长率较低^[5]。

基于我国证券市场的特殊情况,国内学者对股权结构与股利政策的关系也进行了大量的实证研究。朱明秀以 2003 年 A 股上市公司为样本,实证研究了股利政策特点及股权结构与股利政策之间的关系,研究表明不同的股权结构导致上市公司不同的股利支付率,国家股比例较高、境内法人股比例较高、流通股比例较高的上市公司通常具有较低的股利支付率,股利支付率同时受到企业盈利能力、资本结构和企业规模的显著影响^[6]。谢军以 2003 年 763 家上市公司为样本,考察了股利政策、第一大股东和企业成长性之间的关系,研究表明第一大股东具有发放现金股利的动机,他们迫使上市公司释放出多余的自由现金流,并根据企业的成长机会调整股利政策^[7]。陈洪涛、黄国良的研究发现第一大股东持股比例与现金股利存在“U”型关系,第二大股东持股比例与现金股利呈负相关关系^[8]。黄志忠的研究发现大股东具有侵占上市公司资源的动机,当大股东数量较少、持股比例较低时,大股东会通过合谋侵占上市公司资源^[9]。张传明、徐植也对股权结构与股利政策之间的关系进行了研究,发现股权集中度与现金股利支付呈正相关关系^[10]。王敏、李瑕分析了金字塔结构特征与现金股利政策的关系,发现控制权、现金流权与现金股利支付呈正相关关系,两权分离度与现金股利支付呈负相关关系^[11]。

三、理论分析与研究假设

本文认为,金融危机从多个途径对企业的现金股利政策产生非直接影响。首先,金融危机严重削弱了国际市场对我国产品及服务的需求,导致企业的销售收入及毛利率的下降;同时伴随金融危机出现的内需不足问题使得企业的盈利能力进一步被削弱。盈利能力是公司股利政策重要的决定因素^[12],在金融危机期间,企业的盈利能力下降^[13],而盈利能力的下降则作为金融危机与发放现金股利之间的传输纽带,将宏观经济的不景气传导给微观企业,进而直接制约公司现金股利的发放。其

次,在金融危机期间,企业管理层对未来经济前景的预测会变得悲观,基于谨慎性原则,上市公司可能降低现金股利支付水平或不进行现金股利分配以保证公司经营所需的充分的现金流。最后,在金融危机的背景下,企业因面临较高的融资约束,会倾向于选择多留存、少分配的股利政策。出于自身风险的考虑,金融机构变得更加“惜贷”,这使得本来已经举步维艰的上市公司更难获得外部融资以渡过难关。所以,上市公司会倾向于减少或不分配现金股利,而将更多的利润留存企业,并利用留存收益进行内源融资。De Angelo H 和 De Angelo L 的研究也表明面临财务困境和存在捆绑债务合同的公司会降低股利支付水平^[14]。由此,本文提出假设 1。

H₁: 现金股利支付与金融危机呈负相关关系,即在金融危机期间,上市公司会降低现金股利支付倾向和支付水平。

相对于国外股权高度分散的证券市场,我国股票市场呈现出国有股“一股独大”等特殊现象,我国上市公司的股权结构体现为国有股、法人股占比较大的高度集中模式。股权集中度高的上市公司的控股股东有动机和能力通过其控制权实行较高的现金股利支付,以实现自身利益最大化。谢军认为,控股股东会出于“掏空”上市公司的动机而选择较高的股利支付率政策^[7]。股权集中度高的上市公司虽然能在一定程度上降低外部股东“搭便车”的行为,但同时也使得大股东和中小股东之间的信息和控制权存在不对称,这就为大股东利用控制权通过高的现金股利支付率政策将公司的利润转移到自己手中进而为“掏空”上市公司创造了便利条件。肖星的研究发现股权集中度处于中等或较高水平的公司比股权集中度处于较低水平的公司更愿意发放现金股利,而且每股股利和股利支付率也更高,其原因是为了满足大股东变现的需要^[15]。

金融危机加强了股权高度集中的上市公司的大股东进行现金股利分配的动机。原因有两个:第一,相对于股权比较分散的上市公司,股权集中的上市公司的大股东在金融危机期间面临的融资约束更大。这会造成上市公司的大股东通过现金股利这一途径缓解其较大的融资约束。由于大股东可以通过“隧道行为”获得中小股东无法得到的隐性收益,上市公司通常会选择股权再融资^[16]。2008年10月9日中国证监会颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》中的“半强制分红政策”将上市公司的再融资资格与股利分配水平紧密结合在一起(上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十)。这一约束政策使得存在较大融资压力的上市公司被迫分配现金股利以满足再融资需求。在利用股权融资缓解了融资约束后,股权集中度高的上市公司的大股东会继续实施较高的现金股利支付政策。赵玉芳、余志勇等的研究表明,相对于没有实施任何再融资的公司而言,实施了定向增发的中国上市公司倾向于在增发后派发更多的现金股利;相对于没有大股东参与增发的上市公司而言,大股东参与定向增发的上市公司在增发后派发的现金股利更多^[17]。这说明,上市公司的大股东更加倾向于在股权再融资后通过高现金股利方式进行利益输送。第二,在企业上市尤其是国有企业上市时,大股东通常还承担了大量的劣质资产、非经营性资产、非核心资产和冗员等政策性负担,在金融危机期间通过自身盈利获取现金流对大股东来说会更为困难^[18-19]。因此,大股东在金融危机期间更加倾向于通过现金股利政策获取现金流来缓解自身融资约束和经营困难带来的财务压力。因此本文预期,股权集中度越高的上市公司越有可能倾向于选择现金股利政策来获得资金。由此,本文提出假设 2。

H₂: 相对于股权集中度低的上市公司,股权集中度高的上市公司的现金股利支付倾向和支付水平在金融危机期间更高。

四、研究设计

(一) 变量定义

本文选择是否支付股利、现金股利支付率作为被解释变量,选择金融危机、股权集中度作为解释

变量,并将企业性质、盈利能力、偿债能力等变量作为控制变量,对金融危机、股权集中度与现金股利政策之间的关系进行实证分析。

1. 被解释变量

(1) 是否支付现金股利(*Dividend*)

Dividend 用来表示是否分派现金股利,若分派,则取值为 1,若不分派则为 0。此变量可以衡量现金股利的支付倾向。

(2) 现金股利支付率(*Dividend-Ratio*)

Dividend-Ratio 表示现金股利分派率,为每股现金股利与每股收益的比率,用来衡量现金股利支付的程度。

2. 解释变量

(1) 金融危机(*Crisis*)

Crisis 是哑变量,由于从 2008 年第三季度开始,A 股非金融类上市公司的 ROA 突然下降,2009 年第一季度上市公司的 ROA 开始回升,这说明金融危机对企业的影响主要集中在 2008 年,所以本文将 2008 年定义为金融危机期间,这与祝继高、王春飞的定义是一致的^[20]。若 *t* 为 2008,则 *Crisis* 为 1,否则,*Crisis* 为 0。因为本文预期在金融危机期间,上市公司会倾向于不分派现金股利,故预测 *Crisis* 的系数为负。

(2) 股权集中度(*Top5*)

Top5 为前五大股东持股比例,等于前五大股东持股比例之和,本文用来代表股权集中度,其值越大表明股权相对集中。本文预期股权集中度越高的上市公司现金股利倾向程度越强,故估计 *Top5* 系数为正。

Crisis × *Top5* 为金融危机与前五大股东持股比例的交叉变量。若其系数为正,则说明在金融危机期间,前五大股东持股比例越大、股权集中度越高的上市公司越倾向于进行现金股利的分配;若其系数为负,则说明在金融危机期间,相对于前五大股东持股比例较低的公司,前五大股东持股比例较高的公司倾向于不进行现金股利的分配。

3. 控制变量

本文选择企业性质、盈利能力、偿债能力、现金流、成长能力、董事长和总经理兼任情况、董事会规模、独立董事比例、高管持股比例作为控制变量。此外,本文还控制了行业因素的影响。

变量定义见下页表 1。

(二) 模型构建

本文构建如下多元线性回归模型,以检验金融危机、股权集中度对现金股利支付倾向与支付水平的影响。

$$Dividend = \beta_0 + \beta_1 Crisis_{i,t} + \beta_2 Top5_{i,t} + \beta_3 Crisis_{i,t} \times Top5_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Cash_{i,t} + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 Dual_{i,t} + \beta_{10} Size_{i,t} + \beta_{11} Board_{i,t} + \beta_{12} IBR_{i,t} + \beta_{13} MHS_{i,t} + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Dividend-Ratio = \beta_0 + \beta_1 Crisis_{i,t} + \beta_2 Top5_{i,t} + \beta_3 Crisis_{i,t} \times Top5_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Cash_{i,t} + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 Dual_{i,t} + \beta_{10} Size_{i,t} + \beta_{11} Board_{i,t} + \beta_{12} IBR_{i,t} + \beta_{13} MHS_{i,t} + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,*i* 代表不同的上市公司,*t* 代表不同的年份。

根据本文的研究假设,估计 β_1 应为负,即在金融危机期间,上市公司会降低现金股利支付水平;估计 β_2 应为正,即股权集中度越高,上市公司会分配的现金股利越多;估计 β_3 应为正,即在金融危机

期间,相对于股权集中度低的上市公司,股权集中度高的上市公司会分配更多的现金股利。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量描述
被解释变量	<i>Dividend</i>	是否支付现金股利	若支付,取值1,否则,取值0
	<i>Dividend-Ratio</i>	现金股利分派率	每股现金股利/每股收益
解释变量	<i>Crisis</i>	金融危机	哑变量,若年份为2008年,取1,否则取0
	<i>Top5</i>	前五大股东持股比例	前五大股东持股比例之和,为股权集中度的替代变量
	<i>State</i>	企业性质	若为国有企业,取值1,否则,取值0
	<i>ROA</i>	总资产报酬率	(利润总额+利息费用)/资产平均余额,为盈利能力指标
	<i>LEV</i>	资产负债率	负债总额/资产总额,为偿债能力指标
	<i>Cash</i>	现金流指标	经营活动现金净流量/期末资产总额,为现金流能力指标
	控制变量	<i>Tobin Q</i>	企业价值指标
<i>Dual</i>		董事长和总经理兼任情况	若董事长和总经理为同一人,取值1,否则,取值0
<i>Size</i>		企业规模	总资产的自然对数
<i>Board</i>		董事会规模	董事人数
<i>IBR</i>		独立董事比例	独立董事在董事中所占比例
<i>MHS</i>		高管持股比例	高管持股数量占全部股本的比例,衡量代理成本
<i>IND</i>		行业控制变量	控制行业因素的影响

(三) 样本选择

2005年我国证券市场的股权分置改革试点工作正式启动,到2007年我国基本完成股改工作(沪深A股1509家上市公司中,只有247家未完成股改),因此,2007年前后我国证券市场的流通环境存在较大的差异。本文选取了沪深A股2007—2010年包括中小板和创业板在内的上市公司作为研究样本。本文对样本进行了如下处理:(1)剔除金融保险类和综合类上市公司;(2)剔除ST和*ST公司;(3)剔除研究期间相关数据缺失的公司;(4)对样本数据进行1%的Winsorize截尾处理。最后本文得到1844家上市公司共计5308个观测值。本文现金股利分配数据来源于《中国上市公司红利分配研究数据库(China Listed Firm's Cash and Stock Dividend Research Database)》(2011版),其余数据均来源于CSMAR数据库。本文的数据均通过Excel和Stata软件进行处理。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2为本文主要变量的描述性统计结果。从表2可以看出,样本中有66.2%的上市公司进行了现金股利分配,平均分配率为24.6%,但是超过一半的上市公司并未达到平均分配率水平。由于本文的样本期间选择为2007年至2010年,并且将2008年定义为金融危机期间,故处于危机期间的样本数量较少,仅占全部样本的21.8%。前五大股东持股比例之和最小值为10.2%,均值为53.9%,最大值为97.9%,虽然其值变化很大,但从标准差看,这种差异的波动性并不大。样本中国有企业占比39.8%,比非国有企业少20.4%。资产报酬率最小值为0.6%,均值为8.4%,最大值为29.4%,数值变化较大,说明样本公司盈利能力差距较大,但从中位数(7.1%)和标准差来看,这些样本公司的整

体盈利能力不高。其他变量的情况详见表2。

表2 主要变量描述性统计(全样本)

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Dividend</i>	5308	0.662	0.473	0	1	1
<i>Dividend-Ratio</i>	5308	0.246	0.287	0	0.181	1.667
<i>Crisis</i>	5308	0.218	0.413	0	0	1
<i>Top5</i>	5308	0.539	0.158	0.102	0.540	0.979
<i>State</i>	5308	0.398	0.489	0	0	1
<i>ROA</i>	5308	0.084	0.055	0.006	0.071	0.294
<i>Lev</i>	5308	0.457	0.199	0.051	0.467	0.859
<i>Cash</i>	5308	0.054	0.082	-0.190	0.053	0.270
<i>Tobin Q</i>	5308	1.992	1.116	0.817	1.656	6.824
<i>Dual</i>	5308	0.822	0.383	0	1	1
<i>Size</i>	5308	21.478	1.286	17.749	21.354	28.003
<i>Board</i>	5308	9.217	1.879	3	9	18
<i>IBR</i>	5308	0.363	0.052	0.091	0.333	0.800
<i>MHS</i>	5308	0.036	0.107	0	0	0.706

(二) 相关关系分析

表3为本文主要变量的相关系数分析结果。从表3的第1列和第1行可以看出,*Crisis*与*Dividend*的相关系数虽然为负,但并不显著,这可能是由于未控制其他变量的原因。*Top5*与*Dividend*呈正相关关系,并在1%的水平下显著,这说明前五大股东持股比例越大,上市公司越倾向于分配现金股利,这与前文的理论分析一致。*ROA*、*Cash*、*Size*、*Board*、*MHS*均与*Dividend*呈现了显著的正相关关系,说明资产报酬率越高、现金流越充分、企业资产规模越大、董事人数越多、高管持股比例越大,则上市公司越倾向于分配现金股利。从表3中还可以看出,解释变量的相关系数绝对值均小于0.4,这说明解释变量之间不存在严重的多重线性关系。

表3 Pearson(Spearman)相关系数(全样本)

	<i>Dividend</i>	<i>Crisis</i>	<i>Top5</i>	<i>State</i>	<i>ROA</i>	<i>Lev</i>	<i>Cash</i>	<i>Tobin Q</i>	<i>Dual</i>	<i>Size</i>	<i>Board</i>	<i>IBR</i>	<i>MHS</i>
<i>Dividend</i>	1	-0.003	0.160***	0.005	0.352***	-0.163***	0.122***	-0.076***	-0.010	0.145***	0.092***	-0.017	0.175***
<i>Crisis</i>	-0.003	1	0.017	0.160***	-0.052***	0.033**	0.022	-0.371***	0.009	0.015	-0.020	-0.020	-0.033
<i>Top5</i>	0.162***	0.016	1	0.193***	0.075***	0.036***	0.049***	-0.213***	0.009	0.228***	0.004	0.030**	-0.213***
<i>State</i>	0.005	0.160***	0.194***	1	-0.116***	0.154***	0.056***	-0.255***	-0.015	0.267***	0.203***	-0.022	-0.243***
<i>ROA</i>	0.292***	-0.029**	0.077***	-0.094***	1	-0.317***	0.309***	0.264***	-0.004	-0.098***	0.016	-0.037***	0.238***
<i>Lev</i>	-0.169***	0.039***	0.038***	0.156***	-0.307***	1	-0.104***	-0.302***	-0.034**	0.485***	0.124***	-0.004	-0.258***
<i>Cash</i>	0.108***	0.018	0.056***	0.052***	0.338***	-0.110***	1	0.134***	-0.009	0.090***	0.079***	-0.056***	-0.059***
<i>Tobin Q</i>	-0.070***	-0.322***	-0.173***	-0.208***	0.336***	-0.249***	0.176***	1	-0.030	-0.396***	-0.100***	-0.005	0.111***
<i>Dual</i>	-0.010	0.009	0.015	-0.015	-0.006	-0.035**	-0.006	-0.023	1	-0.010	-0.017	-0.002	0.027
<i>Size</i>	0.147***	0.014	0.275***	0.265***	-0.081***	0.470***	0.084***	-0.309***	0.006	1	0.260***	0.022	-0.295***
<i>Board</i>	0.095***	0.011	0.021	0.201***	0.019	0.131***	0.087***	-0.094***	-0.008	0.296***	1	-0.252***	-0.111***
<i>IBR</i>	-0.017	-0.020	0.056***	-0.023	-0.038***	-0.001	-0.064***	-0.007	0.005	0.046***	-0.271***	1	-0.011
<i>MHS</i>	0.130***	-0.059***	-0.087***	-0.255***	0.147***	-0.325***	-0.088***	0.009	0.041	-0.337***	-0.129***	0.065***	1

注:左下半部分为Pearson系数,右上半部分为Spearman相关系数;***、**、*分别代表在1%、5%、10%统计水平上显著(双尾),下同。

(三) 回归分析

表4为模型(1)的回归结果。表5为模型(2)的回归结果。从模型(1)的回归结果可以看出,金融危机哑变量(*Crisis*)与现金股利分配倾向(*Dividend*)呈负相关关系,并在1%的水平下显著,即上市公司在金融危机期间更倾向于不进行现金股利的分配;另外,前五大股东持股比例*Top5*与现金股利分配倾向(*Dividend*)呈显著的正相关关系,即前五大股东持股比例越大,大股东出于自身利益最大化考虑,越倾向于分配现金股利。对控制变量的回归结果表明,现金股利支付倾向与总资产报酬率、现

现金流、企业规模、董事会规模、高管持股比例呈显著正相关关系,与资产负债率、托宾 Q 值呈显著负相关关系,与企业性质、董事长和总经理兼任情况、独立董事比例的相关关系没有通过显著性检验。

在有交叉项的模型(1)中,金融危机与前五大股东的持股比例的交叉变量($Crisis \times Top5$)的系数为正,并在 5% 的水平下显著,即在金融危机期间,相对于前五大股东持股比例低的上市公司,前五大股东持股比例高的公司更加倾向于分配现金股利。假设 1 和假设 2 都得到验证。

从模型(2)的回归结果可以看出, $Crisis$ 与 $Dividend-Ratio$ 呈负相关关系,并在 10% 的水平下显著,即在金融危机期间,上市公司会支付更少的现金股利。 $Top5$ 与 $Dividend-Ratio$ 在 1% 水平上显著正相关,说明前五大股东持股比例越高,上市公司现金股利支付水平越高。金融危机与前五大股东持股比例的交叉变量($Crisis \times Top5$)与现金股利支付率呈正相关关系,这说明在金融危机期间,相对于前五大股东持股比例较低的上市公司,前五大股东持股比例越大、股权集中度越高,上市公司越倾向于分配更多的现金股利。对控制变量的回归结果表明,现金股利支付程度与总资产报酬率、企业规模、董事会规模、高管持股比例呈显著正相关关系,与资产负债率、托宾 Q 值呈显著负相关关系,与企业性质、现金流、董事长和总经理兼任情况、独立董事比例的相关关系没有通过显著性检验。总的来说,在金融危机期间,上市公司会降低现金股利支付率;但是股权集中度高的上市公司会选择较高的现金股利支付政策。假设 1 和假设 2 都得到验证。

表 4 现金股利支付倾向回归结果

变量	模型(1) $Dividend$ (无交叉项)		模型(1) $Dividend$ (有交叉项)	
	系数	P 值	系数	P 值
$Crisis$	-0.242***	0.004	-0.194**	0.041
$Top5$	1.935***	0.000	1.407***	0.000
$Crisis \times Top5$			0.250**	0.039
$State$	-0.070	0.331	-0.114	0.119
ROA	5.667***	0.000	5.329***	0.000
Lev	-1.646***	0.000	-2.835***	0.000
$Cash$	1.058**	0.013	0.627	0.148
$Tobin Q$	-0.442***	0.000	-0.305***	0.000
$Dual$	-0.111	0.186	-0.132	0.122
$Size$	0.535***	0.000	0.535***	0.000
$Board$	0.137***	0.000	0.076***	0.000
IBR	-0.446	0.493	-0.982	0.152
MHS	2.106***	0.000	3.288***	0.000
$Constant$	0.756	0.0103	-1.664*	0.089
行业	控制		控制	
观测样本量	5308		5308	
Pseudo R^2	0.185		0.184	

表 5 现金股利支付率回归结果

变量	模型(2) $Dividend-Ratio$	
	系数	P 值
$Crisis$	-0.196*	0.067
$Top5$	1.464***	0.000
$Crisis \times Top5$	0.252**	0.047
$State$	-0.109	0.139
ROA	5.536***	0.000
Lev	-3.010***	0.000
$Cash$	0.475	0.278
$Tobin Q$	-0.308***	0.000
$Dual$	-0.128	0.136
$Size$	0.543***	0.000
$Board$	0.078***	0.000
IBR	-1.014	0.143
MHS	3.149***	0.000
$Constant$	-0.957***	0.000
行业	控制	
观测样本量	5308	
R^2	0.373	
Adj R^2	0.378	

(四) 稳健性检验

为进一步检验本文的回归结果,本文用 $H5$ 来替代 $Top5$,衡量上市公司的股权集中度。 $H5$ 为前五大股东持股比例的平方和,该指数越大说明上市公司的股权集中度越高,股权结构制衡性越差。表 6 为稳健性检验表。模型(1)的回归结果显示,A 栏 $Crisis$ 系数为负,并在 1% 水平下显著,这说明在金融危机期间,上市公司更倾向于不进行现金股利的分配; $H5$ 的系数为正,并在 1% 水平下显著,这说明上市公司的股权集中度越高,上市公司越倾向于进行现金股利的分配。B 栏结果显示, $Crisis$ 与 $H5$ 的交乘项系数为正,并在 5% 的水平下显著,这说明,在金融危机期间,相比股权较分散的上市公

司,股权集中度高的上市公司更倾向于进行现金股利的分配,以满足大股东对现金的需要,这与前文的假设一致。模型(2)的回归结果中,*Crisis*与现金股利支付率在10%的水平下负相关,说明上市公司为应对金融危机、节约现金流,降低了现金股利支付的水平;*H5*与现金股利支付率呈显著正相关关系,并且在1%的统计水平下显著,说明相对于股权结构分散的上市公司,股权高度集中、股权结构制衡性差的上市公司会分配更多的股利;*Crisis*与*H5*的交乘项与现金股利支付率呈显著正相关关系,并且在1%的统计水平下显著,这说明金融危机加强了股权高度集中上市公司支付更多现金股利的偏好。从上述分析可以看出,稳健性检验的结果表明本文的结论是可靠的。

表6 稳健性检验

变量	模型(1)		模型(1)		模型(2)	
	A 栏		B 栏		C 栏	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
<i>Crisis</i>	-0.238***	0.004	-0.322**	0.027	-0.048*	0.071
<i>H5</i>	2.479***	0.000	2.369***	0.000	0.412***	0.000
<i>Crisis</i> × <i>H5</i>			0.493**	0.043	0.019***	0.010
<i>State</i>	-0.057	0.426	-0.058	0.418	-0.010	0.473
<i>ROA</i>	3.520***	0.000	3.539***	0.000	2.459***	0.000
<i>Lev</i>	-1.611***	0.000	-1.612***	0.000	-0.284***	0.000
<i>Cash</i>	1.065**	0.012	1.062**	0.013	0.164	0.039
<i>Tobin Q</i>	-0.435***	0.000	-0.437***	0.000	-0.076***	0.000
<i>Dual</i>	-0.114	0.172	-0.115	0.170	-0.024	0.125
<i>Size</i>	0.533***	0.000	0.533***	0.000	0.085***	0.000
<i>Board</i>	0.072***	0.000	0.072***	0.000	0.012***	0.000
<i>IBR</i>	-1.038	0.130	-1.034	0.131	-0.144	0.227
<i>MHS</i>	3.202***	0.000	3.196***	0.000	0.478***	0.000
<i>Constant</i>	-1.396***	0.000	-1.377***	0.000	-1.093***	0.000
行业	控制		控制		控制	
观测样本量	5308		5308		5308	
Pseudo R ²	0.183		0.183		0.191	

六、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文实证检验了金融危机、股权集中度对上市公司现金股利支付倾向(*Dividend*)及现金股利支付程度(*Dividend-Ratio*)的影响,得出以下结论:(1)金融危机减弱了上市公司现金股利支付的倾向性(*Dividend*),即在金融危机期间,上市公司为应对未来经济前景的不确定性带来的风险,更加倾向于不进行现金股利的分配;但是,对于股权集中度较高的上市公司,金融危机则增强了其现金股利支付的倾向性(*Dividend*),即相对于股权较分散的上市公司,股权集中度较高的上市公司在金融危机期间更加倾向于支付现金股利以满足大股东的融资需要。(2)在金融危机期间,上市公司会降低现金股利支付水平(*Dividend-Ratio*);但是,对于股权集中度较高的上市公司,金融危机则增强了其支付更高现金股利的偏好。

本文的研究结论表明,在未来盈利不确定、经济前景黯淡时,上市公司会调整现金股利支付政策,不支付现金股利或降低现金股利支付水平,以保持当前经营需要的现金流,这对上市公司长远发展是大有裨益的。然而,当公司股权集中度较高时,大股东往往会出于自身利益或自身融资需要考虑,在金融危机期间对现金股利的偏好反而会有所增强,股权集中度较高的上市公司在金融危机期间更加

倾向于支付现金股利或提高现金股利支付水平。

(二) 政策建议

我国证券监管部门一直十分重视完善资本市场分红制度,并强调对中小股东利益的保护。2012年1月6日第四次全国金融会议提出“深化新股发行市场化改革,抓紧完善发行、退市和分红制度,加强股市监管”,完善分红制度成为近期资本市场核心工作之一。监管部门应该从保护中小投资者利益、防止控股股东“掏空”上市公司的角度出发,对证券市场的分红行为进行监管。

针对上市公司的分红现状,本文提出三点建议:第一,上市公司应根据自身经营和财务状况制定相宜的分红政策。本文的研究证实,在金融危机期间,上市公司倾向于不进行现金股利分配或降低现金股利支付水平,这是上市公司对金融危机做出的“应急”反应,可以节约公司的现金流以应对未来不乐观的经济前景。当宏观经济转好时,上市公司则应该适时调整分红政策,积极回报投资者,向市场传递积极的信号。第二,上市公司回馈股东应做到兼顾大股东和中小股东的利益,尤其要切实保护好中小股东的利益。本文的研究证实,大股东在金融期间对现金的需求更强烈,因而会要求更高的现金股利分配,这会处于危机之中的企业经营与管理带来更大困难,造成企业现金流短缺,进而损害中小股东的利益。合理的、分散的股权结构将会有助于防止过度分红造成的大股东“掏空”上市公司现象的发生。因此,培育多元化的股东主体、积极引入机构投资者、强化股东之间的制衡作用是解决这些问题的重要途径之一。第三,强化市场监管,完善上市公司信息披露制度,尤其加强对上市公司大股东异常交易行为的监管,可以有效抑制大股东的自利动机,防止大股东“掏空”行为,引导上市公司分红合法、合规、合理。在强调现金分红机制的同时,还应该规范送股、公积金转增股行为,促使投资者行为向健康良性的方向发展。

(三) 研究不足与研究展望

本文实证考察了2008年金融危机对于上市公司是否分配现金股利和分配现金股利水平的影响,但没有与1997年金融危机做出比较研究,这是本文的研究不足之处,后续研究将会涉及。另外,本文预计对金融危机条件下上市公司分红政策的市场反应进行研究将是未来研究的一个方向。

参考文献:

- [1] Mancinelli L, Ozkan A. Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms[J]. The European Journal of Finance, 2006, 12: 265 - 282.
- [2] Khan T. Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data[J]. The Economics Journal, 2006, 116: 172 - 189.
- [3] Adjaoud F, Ben-Amar W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection of expropriation[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2010, 37: 648 - 667.
- [4] Lucas D J, McDonald R L. Shareholder heterogeneity, adverse selection, and payout policy[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998, 33: 233 - 253.
- [5] Wang Xi, Manry D, Wandler S. Economic fluctuation and dividend policy in China[EB/OL]. [2013-12-01]. <http://www.jimsjournal.org/1David%20Manry.pdf>.
- [6] 朱明秀. 我国上市公司股权结构与股利政策关系的实证研究[J]. 审计与经济研究, 2005(3): 87 - 95.
- [7] 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[J]. 会计研究, 2006(4): 51 - 57.
- [8] 陈洪涛, 黄国良. 中国上市公司股权结构与现金股利政策的实证研究[J]. 统计与决策, 2005(10): 113 - 115.
- [9] 黄志忠. 股权比例、大股东“掏空”策略与全流通[J]. 南开管理评论, 2006(1): 58 - 65.
- [10] 张传明, 徐植. 不同股权结构对股利政策影响的实证研究——来自中国上市公司的证据[J]. 经济与管理研究, 2007(12): 70 - 76.

- [11]王敏,李瑕.金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响[J].南京审计学院学报,2012(3):18-26.
- [12]Fama E F, French K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or increased reluctance to pay? [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60:3-43.
- [13]Claessens S. Did the Euro crisis affect non-financial firm stock prices through a financial or trade channel? [R]. IMF Working Paper, 2011:227.
- [14]De Angelo H, De Angelo L. Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms[J]. The Journal of Finance, 1990, 45:1415-1431.
- [15]肖星. 中国上市公司现金股利决策研究[D]. 清华大学, 2003.
- [16]张祥建,徐晋. 股权再融资与大股东控制的“隧道效应”——对上市公司股权再融资偏好的再解释[J]. 管理世界, 2006(11):127-136.
- [17]赵玉芳,余志勇,夏新平,等. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(11):153-166.
- [18]邓建平,曾勇,何佳. 利益获取:股利共享还是资金独占[J]. 经济研究, 2007(4):112-123.
- [19]李常青,魏志华,吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010(3):144-155.
- [20]祝继高,王春飞. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究——基于股权结构的视角[J]. 会计研究, 2013(2):38-44.

[责任编辑:杨凤春]

Financial Crisis, Ownership Concentration and Cash Dividend Policies: Based on the Empirical Evidence of A-share Companies

ZHANG Junmin, WU Fengmin, FU Shaozheng

Abstract: This paper, using the data of 2007—2010 A-share companies, analyzes the impact of financial crisis and ownership concentration on listed companies' cash dividend policies. The empirical results indicate that, during financial crisis, listed companies tend to miss cash dividend and reduce the level of cash payout to cope with income uncertainty in the future. Contrary to listed companies with lower ownership concentration, financial crisis strengthens the preference for cash payout of listed companies with high ownership concentration, i. e. during financial crisis, listed companies with high ownership concentration may pay more cash dividend to satisfy large shareholders' cash need. The results of this paper provide reference for supervision on listed companies' paying out cash dividend.

Key Words: financial crisis; cash dividend distribution; ownership concentration; preference; dividend payout policy; financial risk