

文章编号:1003-207(2014)03-0141-08

产品市场竞争、控股股东倾向和公司现金股利政策

曹 裕

(中南大学商学院,湖南 长沙 410083)

摘 要:利用我国沪深两市的4093家公司年非平衡面板数据,实证检查了公司产品市场竞争程度、控股股东现金股利分配倾向与公司现金股利政策之间的关系。结果表明,控股股东具有偏好现金股利的显著倾向,并且这种倾向不受股东性质的显著影响。进一步的研究发现,控股股东偏好现金股利的倾向在高产品市场竞争的环境下更加显著,控股股东要求支付更多现金股利的倾向随产品市场竞争程度的增加而增加。通过运用代理成本理论和股利“掏空”理论对结论进行分析,表明产品市场竞争起到了良好的外部治理机制作用,可以较好地抑制经理层的道德风险和控股股东通过其他方式对公司进行“掏空”。

关键词:产品市场竞争;股利政策;控股股东;自由现金流假说;“掏空”假说

中图分类号:F276.6

文献标识码:A

1 引言

股利政策一直是上市公司的一项重要财务决策,也是控股股东与中小股东及其他相关方利益均衡的一个重要环节。La Portal等^[1]通过国家之间比较研究发现投资者保护程度高的国家,公司现金股利发放水平较高。可见,公司外部治理环境的差异,可能会显著影响到公司的股利行为^[2]。在中国,公司控股股东作为公司财务决策的主体,在公司制定股利政策的过程中发挥了举足轻重的作用^[3]。已有研究表明中国上市公司股权集中度高的公司发放了更多现金股利^[4-5]。中国上市公司控股股东的这一行为引起了国内学者的广泛关注。通过结合西方经典股利政策理论和中国证券市场的实际情况,国内学者从代理成本及控股股东“掏空”等角度对中国上市公司控股股东的这一行为进行了一系列解释。

产品市场竞争作为一种重要的公司外部治理工具,在已有研究中已受到广泛的关注。Grullon和Michaely^[6]通过采用国外数据研究发现产品市场竞争越激烈,公司现金股利支付水平越高。但是目前

关于在中国独特的证券市场环境下,不同产品市场竞争条件下中国上市公司现金股利支付政策的研究还较少。特别是控股股东作为中国上市公司制定现金股利政策的决策主体,产品市场竞争程度的高低对其决策产生了怎样的影响?上述问题构成了本文的研究主题。

本文实证检查了公司产品市场竞争程度、控股股东现金股利分配倾向与公司现金股利政策之间的关系。首先,本文以中国上市公司的样本验证了Grullon和Michaely^[6]所发现的产品市场竞争越激烈,公司现金股利支付水平越高的现象;其次,本文在此基础上对已有研究进行了拓展,即除考虑产品市场竞争对公司现金股利政策的直接影响外,还针对中国上市公司中控股股东偏好现金股利的现象,进一步考察了产品市场竞争对公司控股股东的现金股利倾向的影响,发现公司控股股东在高产品市场竞争的条件下更加偏好现金股利,而在低产品市场竞争条件下显著性下降,从而从公司现金股利政策角度进一步证明了产品市场竞争在完善公司治理结构中的作用。

2 研究假设

2.1 控股股东行为与公司股利政策

已有提出的股利理论中,目前的两个主流理论是股利信号理论和股利代理理论^[2]。以Miller和Rock等^[7-8]为代表的股利信号理论认为,股利包含企业未来赢利与企业价值的信息,并可被企业用作

收稿日期:2011-08-03;修订日期:2013-02-27

基金项目:湖南省自然科学基金重点项目(12JJ2042);国家自然科学基金青年基金资助项目(71001108);国家自然科学基金资助项目(71272067,71171202)

作者简介:曹裕(1985-),女(汉族),湖南桃江人,中南大学商学院副教授,博士生导师,研究方向:可持续供应链管理、企业生命周期。

传递赢利与企业价值信息的工具,很多研究支持这一理论。然而,也有部分研究发现,当期股利变动对于预测未来的赢利没有太大帮助^[9]。由 Jensen 等^[10]发展起来的股利代理理论认为,现金股利可被用作解决或者缓解企业代理问题的工具。由于委托人与代理人利益目标的不完全一致,除非利润能及时地以现金股利的方式分配给外部投资者,否则这些利润极易被“内部人”用于自身利益,这样可能损害外部投资者利益。这一理论同样得到许多研究的支持^[1,11]。

国内研究已有研究结果表明现金股利在中国并不具有明显的信号传递意义^[12-13],而从股利代理理论出发的解释也因为中国上市公司独特的股权结构特征及中国证券市场的不成熟而一时难以让人信服。众所周知,与英美等西方国家公司的股权高度分散不同,我国证券市场“股权集中”、“一股独大”的现象非常显著,这导致我国公司治理的代理问题突出表现为大股东与中小股东之间的利益冲突,而不仅仅是公司所有者与经理人之间的代理冲突。另一种用于解释中国“股利”之谜的是股利“掏空”假说。在股权分置改革之前,中国上市公司股份被分为流通股与非流通股,流通股只占其中不大的一部分,非流通股“一股独大”的现象十分严重。作为控股股东的非流通股股东具有强烈的倾向支付现金股利,从而将其演变成一种从上市公司套取现金和侵犯中小股东利益的手段。

目前,代理成本理论和股利“掏空”假说是用于解释中国“股利”之谜的两个主导理论,并都获得了实证数据的支持。如 Lee Chiwei 和 Xiao Xing^[4],陈信元等^[14],谢军等^[15]人的研究显著支持了股利“掏空”假说,而谢军的研究结果则并不支持股利“掏空”理论,而更支持代理成本理论。纪建悦等^[16]、张海燕等^[17]人的研究结果也支持了代理成本理论。吕长江等^[18]认为对于中国独特的股利现象,减低代理成本假说和“掏空”假说都在不同程度地发挥作用。

因此,以上两种理论均可对中国上市公司的股利现象进行解释,中国股利政策应是上述两种作用的综合产物,如果单独只强调其中某一种理论的主导作用是不恰当的。上述理论对中国上市公司股利政策的解释力度仍需要得到进一步的研究。因此,本文提出如下假设:

H1:控股股东的持股比例越高,其公司的现金股利发放水平越高。

2.2 产品市场竞争与公司股利政策

关于产品市场竞争在公司治理机制中所起作用的理论主要有两种:竞争充分信息比较假说和清算威胁假说^[19]。前种假说认为,市场竞争为公司的所有股东提供了通过与竞争对手的公司绩效进行比较来衡量公司业绩,从而减少信息的不对称和监督成本^[20]。市场中产品市场竞争程度越强,不对称信息的影响就越少,使公司管理层的经营能力和努力程度的信息更加充分地公开,从而使外部投资者可以更加有效地监督公司的管理层。清算威胁假说认为,产品市场竞争的任何变化既会影响对管理层的激励,也会影响破产风险^[21]。如果存在破产风险,公司的管理层就有强烈的动机经营管理好公司,减少破产风险。竞争强度的加大导致了公司破产清算的可能性增加,对管理层的工作努力程度有正面的影响,市场竞争减少了管理者的懈怠程度。

作为公司外部重要治理机制的产品市场竞争,通过竞争充分信息比较效应和清算威胁效应显著降低了公司的代理成本,这已经获得了国内外大量实证研究的支持^[22-25]。同样通过运用以上理论来分析产品市场竞争对公司现金股利政策的影响,可以发现,作为公司管理层,在面临激烈的市场竞争环境时,由于外部投资者更容易通过对公司的绩效与竞争对手的进行比较而了解公司经营状况及管理层是否尽职的信息,管理层在职消费和过度投资的风险和成本越高。因此,在这种情况下,公司的多余自由现金流被“挤出”。相反,在公司管理者面临较弱的产品市场竞争时,一方面较弱的产品市场竞争环境有利于公司产生大量的自由现金流,另一方面,公司投资者与经营者之间的不对称信息程度更高,难以对公司管理层的行为形成有效监督,替换不称职管理层的频率降低,因此,在低产品市场竞争条件下,公司管理层进行在职消费和过度投资的风险和成本降低,更容易将多余的现金流用于满足自身的私利,而不是作为现金股利分配给股东。Grullon 和 Michaely^[6]通过国外数据的实证研究认为产品市场竞争越激烈,公司现金股利支付水平越高。因此,本文提出如下假设:

H2:产品市场竞争程度的提高会提高公司的现金股利支付水平。

2.3 产品市场竞争对控股股东与公司股利政策之间关系的影响

在不考究是用代理成本理论还是股利“掏空”理论来解释控股股东与公司股利政策之间关系的情况

下,我们分析产品市场竞争对控股股东与公司股利政策之间关系的影响。

在第一类委托—代理冲突中,由于产品市场竞争强度的提高降低了信息不对称程度,有助于公司控股股东识别出经理层的道德风险问题和卸责行为,避免公司经理人员将多余的自由现金流用于在职消费、过度投资等。而在低产品市场竞争条件下,随着信息不对称程度的上升,公司所有者与经理人之间的代理成本上升。因此,在产品市场竞争程度较高时,公司控股股东有更强烈的将公司多余的自由现金分配出去的倾向。

另一方面,考虑到控股股东与中小股东之间的利益冲突,控股股东有能力和动机对公司资产进行“掏空”以满足自己的控制权私利。控股股东转移公司资源具有多种方式,如:关联交易、盈余管理、市场操纵等^[26]。而产品市场竞争作为一种重要的公司外部治理机制,也有助于公司中小股东识别出控股股东对公司的“掏空”,从而减少控股股东的“隧道行为”^[27-28]。但以上研究也忽视了在中国现金股利也可以作为一种“掏空”公司的手段而存在,因此结论存在一定的偏差。作为同是控股股东转移资源的手段,现金股利和其他资源掏空手段之间具有可替代性^[29]。在不同产品市场竞争的环境下,公司控股股东在运用现金股利转移资源或其他手段转移资源时的成本存在差异^[1]。产品市场竞争程度的提高抑制了控股股东采用其他手段的“掏空”,而使其更倾向于采用现金股利的方式掏空公司资源。

通过以上的分析,我们发现,无论是从股利代理成本理论还是股利“掏空”理论出发,公司的控股股东在高产品市场竞争条件下都倾向于更高的现金股利,因此,本文提出如下假设:

H3:产品市场竞争程度的提高会提高控股股东的分配现金股利的倾向。

3 研究设计

3.1 数据样本

本文选择 2003—2010 年所有在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的 A 股公司为初始研究样本,并按以下标准对初始样本做了剔除:(1)由于金融类上市公司与一般上市公司的财务特征和会计制度存在差异,剔除了金融和保险行业的上市公司样本;(2)剔除了所有 ST 和 PT 公司;(3)剔除了净利润和现金流量为负的本样本;(4)剔除了未支付现金股利的样本;(5)采用 Winsorize 的方法,我们还对

各变量 1%分位数以下以及 99%分位数以上的样本予以剔除;最后,我们得到 4093 个观测值,其中 2003—2010 年的样本观察值分别为 454、566、491、576、594、699、774、798 个。本文所使用的财务数据全部来自 Wind 数据库。

3.2 变量选择与模型设计

根据相关的研究和上文的分析,本文主要采用以下基本计量模型来检验本文提出的有关假设:

$$Mggl = \beta_0 + \beta_1 Largest + \beta_2 PMC + \sum_{i=1}^k \beta_{2+i} Control_i + \sum_{i=1}^{18} \beta_{k+i+2} Industry_i + \epsilon \quad (1)$$

$$Mggl = \beta_0 + \beta_1 Largest + \beta_2 PMC + \beta_3 Interaction + \sum_{i=1}^k \beta_{3+i} Control_i + \sum_{i=1}^{18} \beta_{k+i+3} Industry_i + \epsilon \quad (2)$$

其中,*Mggl* 为每股现金股利;本文按照狭义的控股股东界定方法,将控股股东界定为公司的第一大股东,*Largest* 为第一大股东持股比例;*PMC* 为产品市场竞争程度,*Control_i* 为模型中的控制变量,本文主要控制如下变量对公司现金股利政策的影响:(1)公司的股利政策可能受到公司特征的影响,因此我们在模型中对公司的规模(*Asset*)、资本结构(*DEBT*)和盈利能力(*ROE*)进行了控制。(2)由于行业属性反映了公司所面临的商业风险和投资机会,因此我们参照中国证监会的行业分类标准,设置了行业虚拟变量 *Industry_i*,以控制行业间的差异对公司现金股利政策的影响。

苏力勇等^[30]认为产品市场竞争对公司股利水平的影响可能呈 U 形关系,但他们没有考虑到中国特殊的股权结构,即股权分裂对公司股利行为的影响。因而,我们在模型(1)的基础上引入了产品市场竞争的平方项,以考察产品市场竞争与公司现金股利支付水平之间的非线性关系。为反映产品市场竞争对控股股东现金股利分配倾向的影响,我们在模型(2)中引入了第一大股东持股和产品市场竞争程度的乘积项(*Interaction*)。为避免多重共线性的影响,我们在实际操作中分别采用了如下几种方式构造他们之间的乘积项:(1)将第一大股东持股比例和产品市场竞争程度均进行标准化处理,然后将标准化处理后的第一大股东持股比例和产品市场竞争程度相乘。(2)将全部样本按产品市场竞争程度从高到低排序后按中位数分为高产品市场竞争程度和低产品市场竞争程度两组,设置产品市场竞争哑变量 *PMC Dummy*,当公司属于高产品市场竞争程度组

时取值为 1,否则,取值为 0,然后将产品市场竞争哑变量与标准化处理后的公司第一大股东持股比例相乘,以得到产品市场竞争与公司第一大股东持股比例的乘积项。

3.3 产品市场竞争程度的衡量

在现今产业组织理论文献中,常用的反映产品市场竞争状况的指标是赫芬因德指数(HHI)和市场集中度比率(CRn)。

(1)赫芬因德指数(HHI)。赫芬因德指数是反映市场集中度的综合指数,计算方式为: $HHI = \sum (X_i/X)^2$,其中, $X = \sum X_i$, X_i 为企业 i 的销售额。在产业内企业数目一定的条件下,赫芬因德指数越小,说明市场竞争强度越大;反之亦然。

(2)市场集中度比率(CRn)。市场集中度比率是行业中前 n 家最大的企业所占市场份额的总和,计算方式为: $CRn = (\sum_{i=1}^n X_i)/X$,其中 X_i 为企业 i 的销售额, X 为行业内所有企业的销售额总和。当 CRn 较小时,产品市场竞争强度较大,当 CRn 较大时,产品市场竞争强度较小。为了保证研究结果的稳健性,本文分别取 $n=5$ 和 $n=10$,对市场集中率比率指标进行计算,即 CR5 和 CR10。

4 实证结果

4.1 变量描述性统计结果及其分析

为考察不同产品市场竞争程度下公司股利政策

的变化,表 1—2 分别列出了高产品市场竞争程度子样本与低产品市场竞争程度子样本变量的描述性统计结果。从中可以粗略地看出:(1)高产品市场竞争程度的公司每股现金股利发放均值(0.1481)低于低产品市场竞争程度的公司(0.1568);(2)第一大股东持股比例随公司产品市场竞争程度的升高而降低,高产品市场竞争程度的公司第一大股东持股比例均值(39.8988)明显小于低产品市场竞争程度的公司第一大股东持股比例均值(42.1235);(3)不同产品市场竞争程度的公司具有相近的公司规模,说明产品市场竞争程度并不对公司规模产生显著的影响。(4)公司资本结构随产品市场竞争程度的下降而降低,这与大多数研究资本结构与产品市场竞争之间关系的文献相一致;(5)高产品市场竞争程度的公司的盈利能力(ROE)略大于低产品市场竞争程度的公司。

4.2 相关性分析

表 3 是部分变量的相关系数表。从表中可以得知:(1) *Largest* 与每股现金股利 *Mggl* 在 1%的水平上显著正相关,均在 1%水平上能通过显著性检验,产品市场竞争变量 HHI、CR5 和 CR10 与每股现金股利 *Mggl* 的 Pearson 系数也均在 5%的显著性水平上通过显著性检验,以上结果与我们前面对控股股东及产品市场竞争程度与公司现金股利支付的初步推测相符。(2)DEBT 与 *Mggl* 显著负相关,表明资产负债率更高的企业更倾向于支付更少的现

表 1 高产品市场竞争程度样本变量描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Medium	Std. Dev.	Min	Max
Mggl	2442	0.1481	0.1000	0.1386	0.0031	1.6720
Largest	2442	39.8988	38.9529	16.2916	0.4150	85.0000
HHI	2442	0.0325	0.0338	0.0080	0.0172	0.0448
CR5	2442	0.2891	0.2908	0.0427	0.2072	0.3849
CR10	2442	0.4235	0.4320	0.0641	0.3154	0.5363
Asset	2442	21.6965	21.5878	1.1133	19.2042	26.1563
DEBT	2442	46.0466	47.4368	17.2775	1.0827	95.6896
ROE	2442	12.4346	10.5028	8.7721	0.0940	75.7073

表 2 低产品市场竞争程度样本变量描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Medium	Std. Dev.	Min	Max
Mggl	2510	0.1568	0.1000	0.1614	0.0001	3.0000
Largest	2510	42.1235	41.9499	16.0779	4.4887	90.8700
HHI	2510	0.1188	0.0808	0.1092	0.0472	0.8019
CR5	2510	0.5578	0.5297	0.1536	0.3409	0.9672
CR10	2510	0.6985	0.6915	0.1277	0.4919	0.9861
Asset	2510	21.9811	21.7666	1.2802	19.2650	28.1356
DEBT	2510	45.9156	46.8719	18.3163	1.0827	91.5842
ROE	2510	11.6851	9.9500	7.9423	0.0160	78.3400

表 3 变量相关系数表

	Mggl	Largest	Asset	DEBT	ROE	HHI	CR5	CR10
Mggl	1	0.141**	0.124**	−0.117**	0.442**	0.109**	0.072**	0.056**
Largest	0.168**	1	0.229**	−0.031*	0.0229	0.137**	0.112**	0.119**
Asset	0.108**	0.195**	1	0.409**	0.155**	0.137**	0.163**	0.169**
DEBT	−0.154**	−0.038**	0.431**	1	0.0126	−0.0079	−0.0244	−0.030*
ROE	0.436**	0.033*	0.143**	−0.0092	1	0.099**	0.035*	0.0039
HHI	0.0192	0.098**	0.121**	−0.0166	−0.0190	1	0.828**	0.737**
CR5	0.0234	0.089**	0.123**	−0.038**	−0.0115	0.973**	1	0.971**
CR10	0.0267	0.106**	0.143**	−0.029*	−0.0112	0.941**	0.976**	1

注：上三角为 Pearson 系数，下三角为 Spearman 系数，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

金股利。(3)ROE 与 *Mggl* 显著正相关,表明盈利能力好的企业倾向于支付更多的现金股利。(4)CR5 和 CR10 均与 DEBT 显著负相关,与前面描述性统计结果一致,这里相关性分析结果也表明资本结构与产品市场竞争程度之间存在正相关关系。(5)HHI 分别与 CR5、CR10 的相关系数均在 5% 的显著性水平上显著,表明本文用于衡量产品市场竞争的变量之间方向一致且高度相关。另外,除衡量产品市场竞争的不同度量指标之间高度相关外,本文其他自变量之间不存在高度的相关关系,表明我们回归时不会存在严重的共线性问题。

4.3 回归结果及其分析

根据基本计量模型(1),我们建立了模型(i) — (vi),估计第一大股东持股及产品市场竞争对公司现金股利支付的影响。如表 4 所示,模型(i)、(ii)为第一大股东持股比例和用赫芬因得指数衡量产品市场竞争的回归模型,模型(iii)、(iv)和模型(v)、(vi)

分别为用产业集中度比率指标 CR5 和 CR10 来衡量产品市场竞争时的回归模型。在模型(ii)、(iv)和(vi)中,我们进一步考察了产品市场竞争的平方项对公司现金股利支付的影响。

模型的选择方面,我们根据 Hausman 检验对面板回归模型进行了选择,当 Hausman 检验拒绝随机效应的原假设时,我们采用固定效应进行估计,反之我们采用了随机效应模型。由于表 4 中各模型均拒绝了随机效应的原假设,因此,在表 4 中所有模型均是采用固定效应模型进行估计得到的。

表 4 的回归结果与我们上面的分析结果基本一致。首先,第一大股东持股比例与公司每股现金股利在所有模型中都呈显著正相关,与前人的研究结果一致,公司第一大股东的持股比例越高,公司现金股利支付的水平越高。本文假设 H1 得到了显著支持。其次,从产品市场竞争对公司现金股利政策的影响来看,用不同指标衡量的产品市场竞争系数均

表 4 第一大股东持股比例、产品市场竞争与每股现金股利的回归结果

	模型(i) (HHI)	模型(ii) (HHI)	模型(iii) (CR5)	模型(iv) (CR5)	模型(v) (CR10)	模型(vi) (CR10)
截距	0.0042 (0.1741)	−0.0215 (0.1748)	−0.0360 (0.1743)	−0.0270 (0.1747)	−0.0433 (0.1765)	−0.0005 (0.1792)
Largest	0.0204*** (0.0045)	0.0203*** (0.0045)	0.0201*** (0.0045)	0.0203*** (0.0045)	0.0200*** (0.0045)	0.0201*** (0.0045)
PMC	−0.1340*** (0.0486)	0.0227* (0.1570)	−0.0682** (0.0571)	−0.1768* (0.1605)	−0.0290 (0.0552)	−0.2949 (0.1999)
PMC ²	—	−0.1595* (0.1519)	—	0.1264* (0.1746)	—	0.2426 (0.1753)
Asset	0.0045 (0.0044)	0.0047 (0.0044)	0.0070* (0.0043)	0.0076*** (0.0044)	0.0066 (0.0043)	0.0078** (0.0044)
DEBT	−0.0011*** (0.0002)	−0.0011*** (0.0002)	−0.0011*** (0.0002)	−0.0011*** (0.0002)	−0.0011*** (0.0002)	−0.0011*** (0.0002)
ROE	0.0052*** (0.0003)	0.0052*** (0.0003)	0.0052*** (0.0003)	0.0052*** (0.0003)	0.0052*** (0.0003)	0.0052*** (0.0003)
R ²	0.1253	0.1259	0.1334	0.1350	0.1328	0.1348
F 检验值 P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman p 值	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001

注:括号内为标准差,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

为负,且在模型(i)和(iii)中均在 5%的显著性水平下显著,说明产品市场竞争强度的提高对公司现金股利支付水平具有正向的影响,本文假设 H2 得到了显著支持。再次,在考虑产品市场竞争的平方项后,从表 5 的第(ii)、(iv)和(vi)列我们可以看出,虽然产品市场竞争的平方项在模型(ii)和(iv)中显著,但方向不一致,同时,产品市场竞争的平方项在模型(vi)中不显著,因此实证结果表明产品市场竞争与现金股利支付之间的非线性关系较弱。

控制变量方面,公司规模变量(Asset)在所有模型中均不显著,表明公司规模不会对公司现金股利支付的多少产生影响,这与雷光勇和刘慧龙^[2]的研究成果稍不一致。在所有回归过程中,DEBT 的符号为负,ROE 的符号为正,且分别在 5%和 1%的水平上通过了显著性检验,与前人的研究结果一致。

为了进一步反映控股股东性质对股利政策的影响,本文将总样本公司按控股股东性质分为国有股和非国有股两个子样本,估计并比较不同子样本公司中现金股利政策的控股股东效应(由于文章篇幅所限,相关表格和数据省略)。研究显示:无论控股股东性质如何,控股股东都具有较强的分配现金股利的动机;另外,在各子样本中,采用不同指标衡量的产品市场竞争均对公司现金股利发放具有正面影响,与总体样本的研究结果一致。从控股股东持股的回归系数及其差异性来看,国有股和非国有股控股股东持股的回归系数之间不存在显著性差异,这

意味着,控股股东性质并不构成对公司现金股利政策的普遍性显著影响。

表 5 我们进一步分析了产品市场竞争对控股股东现金股利支付倾向的影响。表 5 中模型(i)、(iii)和(v)分别考虑了第一大股东(Largest)与三个产品市场竞争衡量指标(HHI, CR5 和 CR10)之间乘积项的影响。模型(ii)、(iv)和(vi)是将全部样本按照产品市场竞争强度的高低分为高低两组,分别建立产品市场竞争强度哑变量,并与第一大股东相乘后的结果。从表 5 来看,第一大股东与产品市场竞争衡量指标之间的乘积项系数在模型(i)、(iii)和(v)中均至少在 5%的显著性水平下显著,表明产品市场竞争对公司第一大股东的现金股利支付倾向具有正向的调节作用,面临较高强度的产品市场竞争的企业控股股东倾向于支付更高的现金股利。模型的回归结果进一步证实了以上的结论,第一大股东与产品市场竞争哑变量的乘积项系数除在模型(iv)中不显著外,表明在产品市场竞争程度较高的组别中公司第一大股东有更强烈的要求支付更高的现金股利。本文假设 H3 得到了显著支持。

我们进一步给对高产品市场竞争程度与低产品市场竞争程度子样本进行了回归分析,以估计和比较不同子样本公司中控股股东对现金股利政策的解释力(由于篇幅限制,详细结果不再报告)。结果显示,随产品市场竞争程度的变化,控股股东对公司现金股利支付的偏好也发生了变化。在高竞争强度组

表 5 产品市场竞争对第一大股东制定现金股利政策的影响

	模型(i) (HHI)	模型(ii) (HHI Dummy)	模型(iii) (CR5)	模型(iv) (CR5 Dummy)	模型(v) (CR10)	模型(vi) (CR10 Dummy)
截距	0.0662 (0.1539)	-0.0709 (0.1732)	-0.0355 (0.1743)	-0.0106 (0.1536)	-0.0446 (0.1765)	0.0025 (0.1525)
Largest	0.0187 * * * (0.0053)	0.0190 * * * (0.0057)	0.0227 * * (0.0100)	0.0167 * * (0.0067)	0.0280 * * (0.0132)	0.0187 * * * (0.0060)
PMC	-0.1616 * * (0.0646)	-0.0101 (0.0081)	-0.0681 (0.0572)	0.0072 (0.0153)	-0.0291 (0.0552)	-0.0019 (0.0098)
Largest * PMC	0.0242 * (0.0372)	0.0017 * * (0.0060)	0.0063 * (0.0220)	0.0053 * (0.0080)	0.0147 * (0.0228)	0.0020 (0.0065)
Asset	0.0044 (0.0044)	0.0068 * (0.0043)	0.0069 * (0.0043)	0.0068 * (0.0044)	0.0066 (0.0043)	0.0064 (0.0043)
DEBT	-0.0011 * * * (0.0002)	-0.0011 * * * (0.0002)	-0.0011 * * * (0.0002)	-0.0011 * * * (0.0002)	-0.0011 * * * (0.0002)	-0.0011 * * * (0.0002)
ROE	0.0052 * * * (0.0003)	0.0052 * * * (0.0003)	0.0052 * * * (0.0003)	0.0052 * * * (0.0003)	0.0052 * * * (0.0003)	0.0052 * * * (0.0003)
R ²	0.1251	0.1296	0.1332	0.1316	0.1317	0.1315
F 检验 p 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman p 值	0.0000	0.0001	0.0005	0.0045	0.0002	0.0010

注:括号内为标准差,* * *,* *,* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

中,控股股东具有强烈的支付更多现金股利的愿望,而对于低竞争强度组来说,控股股东的这种倾向不是很明显,*Largest* 的回归系数显著性下降。关于第一大股东持股对公司现金股利支付解释系数的 White T 检验值进一步表明,高低产品市场竞争强度组别之间的公司第一大股东对公司现金股利支付的解释力度存在显著的差异。

上述结果意味着,以往文献中发现的控股股东持股比例越高,公司现金股利支付越高的现象只在高产品市场竞争环境下适用。随着产品市场竞争程度的降低,公司控股股东越难对公司管理层的道德风险问题和卸责行为进行监督,公司所有者与经理人之间的代理成本上升;同时随着产品市场竞争强度的降低,控股股东采用其他手段掏空公司的风险和成本降低,因此控股股东不再倾向于偏好采用现金股利这种利益共享的方式掏空公司,而可以采用其他方式和手段对公司进行掏空。因此,在低产品市场竞争情况下,控股股东对公司现金股利支付的决策意图不再像高产品市场竞争情况下那么清晰,公司控股股东持股比例与公司现金股利支付之间的关系呈现出不显著的情况。

5 稳健性分析

为了验证实证结果的有效性,本文进行了如下两方面的稳健性检验。

(1) 内生性检验。考虑到第一大股东,我们采用公司 $T-1$ 年的第一大股东持股比例作为第一大持股股东的工具变量,并通过采用内生性 Hausman 检验,我们得内生性 Hausman 检验 $t=1.423, p>0.1$, 所以第一大股东与公司现金股利支付政策之间并不存在内生性问题,

(2) 增加控制变量。我们在模型中增加了其他的一些控制变量,如增加了公司主营业务收入增长率反映公司的成长机会,以及用股改哑变量考察了公司股改前后现金股利政策的变化情况等,但是所得结果与第四部分没有显著差异。

6 结语

产品市场竞争作为公司重要的外部治理机制,对公司各种财务决策都产生了重要的影响。本文以沪深两地上市的 A 股公司为研究样本,实证研究了控股股东分配现金股利的倾向,并比较分析了产品市场竞争对公司现金股利政策及控股股东现金股利分配倾向的影响程度,主要有以下结论:(1) 控股股

东具有发放现金股利的显著动机,而且这种动机不受股东性质的显著影响。(2) 公司现金股利支付水平与产品市场竞争强度正相关,公司所面临的产品市场竞争越激烈,现金股利支付水平越高。(3) 产品市场竞争程度的增加会增强控股股东要求分配更多现金股利的倾向,以往研究所得出的控股股东持股比例越高,公司现金股利支付水平越高的结论在高产品市场竞争环境下适用,而在低产品市场竞争环境下,控股股东持股比例与公司现金股利支付水平之间的关系的显著性下降。通过运用代理成本理论和股利“掏空”理论进行分析,本文的研究表明产品市场竞争作为一种良好的公司外部治理机制,不仅可以有效地抑制经理层的道德风险,也可以有效抑制控股股东通过其他方式对公司进行的“掏空”。

参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world [J]. *Journal of Finance*, 2000, 60(1): 1-33.
- [2] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性与现金股利行为——来自中国 A 股公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2007, (7): 120-128.
- [3] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资 [J]. *经济研究*, 2010, (8): 32-43.
- [4] Lee Chiwen, Xiao Xing. Cash Dividends in China: Liquidating, Expropriation and Earnings Management [C]. *Proceedings of EFMA Annual Meeting*, Helsinki, June 25-28, 2003.
- [5] 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 [J]. *会计研究*, 2007, (8): 36-43.
- [6] Grullon G, Michaely R. Corporate payout policy and product market competition [R]. *AFA 2008 New Orleans Meetings Paper*.
- [7] Miller M, Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information [J]. *Journal of Finance*, 1985, 40(4): 1031-1052.
- [8] Garrett I, Priestley R. Dividend behavior and dividend signaling [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2000, 35: 173-189.
- [9] Benartzi S, Machaely R, Thaler R. Do changes in dividends signal the future or the past? [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 1007-1034.
- [10] Jensen M. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76: 323-329.

- [11] Faccio M, Lang L H P, Young L. Dividends and expropriation [J]. *American Economic Review*, 2001, 91: 54—78.
- [12] 陈浪南, 姚正春. 我国股利政策信息传递作用的实证研究 [J]. *金融研究*, 2000, (10): 69—77.
- [13] 朱云, 吴文锋, 吴冲锋. 中国上市公司股利的信息含量研究 [J]. *中国管理科学*, 2004, (12): 218—222.
- [14] 陈信元, 陈东华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究 [J]. *管理世界*, 2003, (8): 118—126.
- [15] 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.
- [16] 纪建悦, 李江涛, 张志亮, 等. 股利政策代理成本理论的再探讨 [J]. *中国管理科学*, 2005, 13: 55—62.
- [17] 张海燕, 陈晓. 从现金红利看第一大股东对高级管理层的监督 [J]. *南开管理评论*, 2008, 11(2): 15—21.
- [18] 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, 8(3): 9—17.
- [19] 刘志强, 余明桂. 投资者法律保护、产品市场竞争与现金股利支付力度——来自中国制造业上市公司的经验证据 [J]. *管理学报*, 2009, 6(8): 1090—1097.
- [20] Shleifer A. Theory of Yardstick competition [J]. *Rand Journal of Economics*, 1985, 16(3): 319—327.
- [21] Schmidt K. Managerial incentives and product market competition [J]. *Review of Economics Studies*, 1997, 64(2): 191—213.
- [22] 谭云清, 刘志刚, 朱荣林. 产品市场竞争、管理者激励与公司绩效的理论与实证 [J]. *上海交通大学学报*, 2008, 42(11): 1823—1826.
- [23] Fee C E, Hadlock C J. Management turnover and product market competition: Empirical evidence from the US newspaper industry [J]. *The Journal of Business*, 2000, 73(2): 205—243.
- [24] 蒋荣, 陈丽蓉. 产品市场竞争治理效应的实证研究: 基于 CEO 变更视角 [J]. *经济科学*, 2007, (2): 102—111.
- [25] Januszewski S I, Köke J, Winter J K. Product market competition, corporate governance and firm performance: an empirical analysis for Germany [J]. *Research in Economics*, 2002, 56(3): 299—332.
- [26] 贺建刚, 孙铮, 李增泉. 难以抑制的控股股东行为: 理论解释与案例分析 [J]. *会计研究*, 2012, (3): 20—27.
- [27] 白重恩, 刘俏. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. *经济研究*, 2005, (2): 81—91.
- [28] 高雷, 何少华, 黄志忠. 公司治理与掏空 [J]. *经济学(季刊)*, 2006, 5(4): 1157—1178.
- [29] 马曙光, 黄志忠, 薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策 [J]. *会计研究*, 2005, (9): 44—50.
- [30] 苏力勇, 石桂峰, 欧阳令南. 产品市场竞争强度对公司现金股利分配的影响 [J]. *上海管理科学*, 2009, 31(1): 27—33.

Product Market Competition, the Tendency of Controlling Shareholders and Cash Dividends Policy

CAO Yu

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Relationship between product market competitions, controlling shareholders cash dividend distribution tendency and cash dividend policy are empirically studied in this paper by taking unbalanced panel data of 4093 companies listed on Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges as experiment data. The results show that controlling shareholder has a significant tendency of cash dividend distribution and the tendency is not impacted by nature of shareholders significantly. However, further studies show that the tendency is significant under the high-level of product market competition condition. The controlling shareholders tend to pay more cash dividends with the increase of product market competition. The result is explained by agency theory and dividend “hollowed out” theory and it implies that the product market competition plays a good role of external governance mechanism, which can effectively inhibit the moral hazard of managers and the controlling shareholders’ tunneling behaviors of the other forms except dividend distribution.

Key words: product market competition; dividends policy; controlling shareholders; free cash flow hypothesis; tunneling hypothesis