

# 股份流通环境、上市公司股权结构 与现金股利支付水平

刘泽荣 黄文杰(博士生导师)

(华北电力大学工商管理学院 北京 102206 天津商业大学管理创新与研究中心 天津 300134)

**【摘要】** 本文以2000~2010年中国A股市场仅支付现金股利的上市公司为研究对象,运用多元线性回归分析法,实证分析了上市公司股权结构(包括股权集中度与股权属性)对现金股利支付水平的影响,并重点考察这一影响在不同股权流通环境下的差异性。实证研究发现:股权集中度与现金股利支付水平显著正相关;从股权属性来看,国有和非国有上市公司在现金股利支付水平上不存在显著的差异;但进入全流通过后,国有上市公司明显降低了现金股利支付水平。本文结论证实了股权分置改革对我国不同股权结构上市公司现金股利支付水平具有重要影响。

**【关键词】** 全流通环境 股权结构 股权集中度 股权属性 现金股利

## 一、理论分析与研究假设

### (一)股权集中度对于现金股利支付水平的影响

1. 上市公司的大股东和中小股东之间存在代理成本。股权分置时代由于非流通股只能通过分红取得收益,而流通股还可以通过投机赚取市场差价,因此非流通股股东即大股东

更关心股利的分配,而流通股股东即中小股东更关心股价。在这种情况下,大股东会利用发放高额现金股利来获得高额的股利收益率,而由于对中小股东的保护机制还未建立,中小股东不能通过联合来保护自身利益,便给大股东通过现金股利谋取私利提供了可行性。非流通股股东利用现金股利“圈钱”、

企业碳信息披露表(见表2)作为企业对外公布的报表,收集汇总企业生产过程中燃料动力、办公设备等碳排放数据,以真实反映企业的碳排放情况,帮助报表使用者了解企业碳排放及碳交易的情况,作出正确的投资决策。

企业带来碳交易风险,它主要包括市场交易风险、市场竞争风险、监管风险、技术风险等。

4. 在企业社会责任报告中增加描述性分析。在企业社会责任报告中需要增加企业对于新能源的利用、温室气体排放量数据的横向和纵向的对比,以具体分析企业的节能环保情况,同时也需要增加企业对于节能环保产品、碳减排技术等研发的具体情况说明以及企业现阶段碳减排存在的问题和瓶颈,有针对性地提出解决方案,以规划企业未来碳减排的目标,真正肩负起企业对于保护环境的责任。

表2 企业碳信息披露表

项目	CO <sub>2</sub>	CO <sub>4</sub>	N <sub>2</sub> O	HFCs	CO <sub>2e</sub> 合计
一、碳配额					
二、碳排放量					
1.生产经营碳排放量					
①燃料动力					
固体燃料					
液体燃料					
电力					
②生产加工过程					
③其他					
减:2.可再生能源的利用					
可出售的碳排放权					
实际出售(购入)碳排放权					
企业碳排放强度(碳排放量/营业收入)					

3. 在董事会报告中增加碳交易的风险披露。由于我国交易市场尚处于初建阶段,市场监管和法规尚不健全,难免给

### 主要参考文献

1. Janek Ratnatunga, Stewart Jones. An Inconvenient Truth about Accounting: The Paradigm Shift Required in Carbon Emissions Reporting and Assurance. American Accounting Association Annual Meeting. Anaheim CA, 2008
2. 强殿英,文桂江.国外碳会计基本内容及其借鉴意义.财会月刊,2011;4
3. 敬采云.碳会计理论发展创新研究.财会月刊,2010;11
4. 闫明杰.碳会计的会计体系构建探究.商业会计,2011;7
5. 肖序,郑玲.低碳经济下企业碳会计体系构建研究.中国人口·资源与环境,2011;8
6. 强殿英,文桂江.构建企业低碳会计体系的思考.会计之友,2010;8

第一大股东损害公司及中小股东利益掠夺私利等是我国上市公司热衷派现的主要原因。可以看出,股权集中度越高,大股东谋取私利的动机就越强烈,现金股利发放水平就越高。

股改进入全流通时代后,大股东也可以通过市场差价获得资本利得收益,此时,大股东会更加关注股票市价,从而将注意力转移到公司经营和长远发展上来,这时大股东和中小股东的目标趋于一致,双方的矛盾得到缓解,大股东进行现金股利发放的欲望减少。党红(2008)指出,上市公司现金股利支付水平整体呈下降趋势,其中股改前采取高分红政策的上市公司在股改后降低了现金股利支付水平起到了主要作用。因此,本文预测在全流通条件下,上市公司大股东利用现金股利侵占中小股东利益的程度有所降低。

2. 高额现金股利的分派可以让身为大股东的投资者尽快收回投资成本,规避投资风险。股权集中度越高,其风险越大,越要求提高现金股利分配水平(分配率)。因此,股权集中度越高,现金股利的支付水平也会随之增长。

股改完成后,原非流通股进入二级市场,大股东可以利用自身高份额股权的优势赚取市场价差,相对于现金股利更快地回笼资金。同时,全流通条件下,现金股利的发放往往会降低股价,使上市公司面临被收购的风险,这是控股股东不愿意看到的结果。在此情况下,股权集中度越高,控股股东越会抵制现金股利高额发放。因此,股权分置改革后,股权集中度高的上市公司对现金股利的支付水平会呈现下降趋势。

3. 在股权分置时期,非流通股股东之间股份的转让主要关注于每股净资产,而并不仅仅以股票市价为基础。因此,非流通股股东为了增加每股净资产,可能忽视融资成本差异而盲目追求融资规模最大化,通过高派息和再融资实现每股净资产最大化。这可以解释长期以来我国资本市场频繁出现“融资派现”异象。同时,由于我国再融资受到证监会相关法律法规的约束,规定上市公司再融资必须满足最近三年进行现金分红的限制条件,上市公司为了获得再融资资格,刻意安排与公司经营状况不相符的现金股利分派,以达到圈钱的目的。可见,上市公司的股权集中度越高,对提高净资产的欲望越强烈,盲目进行融资的动机也越大,进而造成现金股利发放水平的进一步提高。

股权分置改革进入全流通时代后,非流通股股东对融资的需求也不再那么强烈,使得分配现金股利的目的从“融资规模最大化”转化为“实现股东财富最大化”。因此,全流通条件下的股权集中度对现金股利发放水平的影响会有所降低。基于以上分析,本文提出假设1:股权越集中,现金股利支付水平越高,但在股权分置改革进入全流通时代后,股权集中度对现金股利支付水平的正向影响有所降低。

## (二)股权属性对于现金股利支付水平的影响

1. 代理成本理论认为,相对于非国有上市公司,国有上市公司的控股股东与管理层之间的代理成本比较高。由于国有股公共产权的特性,国有股自身就存在着多级代理和所有

者缺位两方面问题。这种复杂的代理关系还导致委托人对实际管理者无法进行有效的监督,而中小股东缺乏能力和动力来监管上市公司,倾向于选择“搭便车”,以致内部人控制进一步加剧。所有者缺位问题形成上市公司内部治理结构的缺陷,无法进行有效制衡。我国上市公司中普遍存在治理层交叉任职的情况(如董事长与总经理同为一),独立董事制度不健全,独立董事的独立性不强,没有发挥应有的作用。此外,由于我国的股票期权激励尚未形成有效的机制,收购兼并机制不完善,破产威胁机制尚未形成,造成上市公司缺乏监督和约束管理者的有效机制。管理者在考虑自身利益的情况下,为了规避风险,往往实行相对低的现金股利政策。与国有上市公司不同,非国有上市公司的控股股东为了加强对所控制上市公司的监管力度,往往安排与自己关系亲密的人对公司进行管理,代理成本相对较低。在缺乏现金流为正的投资项目的时候,非国有上市公司就更乐于分派现金股利,以缩短投资回收期,加快资金周转,规避投资风险。

股权分置改革进入全流通时代后,相对于国有企业,非国有上市公司面临更大的收购兼并可能性和破产威胁,同时,国有上市公司对管理层采用股票期权激励政策会受到比非国有上市公司更多的限制,因此非国有上市公司在这方面会获得更多好处。可见,在全流通条件下,非国有上市公司会将资金转移到期权激励上来,对现金股利的发放水平有所降低。

2. 根据利益侵占假说理论,在股权分置改革之前,股权较为集中,上市公司控股股东与中小股东的矛盾成为焦点。由于我国对国有上市公司有相对健全的法律法规监管体系,因而国有上市公司的控股股东难以侵害中小股东的利益。而我国对非国有上市公司没有完善的法律法规体系来进行监管,从而为非国有上市公司对中小股东进行利益侵占提供了可乘之机,他们主要是通过派发高额的现金股利进行利益侵占。

股权分置改革后,实现强流通,大小股东的利益逐渐趋同,使得上市公司控股股东在现金股利政策上侵害中小股东利益的动机削弱(高峻,2009)。因此,在全流通条件下,非国有上市公司的控股股东的注意力从掏空上市公司转移提高到公司经营业绩上来,现金股利的发放力度有所降低。

3. 我国国有上市公司通常有国家财政支持,相对于非国有上市公司更容易从国有银行获得贷款,资金短缺概率较小。而非国有上市公司相对于国有上市公司缺乏财政支持,面临更大的资金短缺压力,加之我国金融体系不健全,我国非国有上市公司更倾向于采用股权融资。同时,为了满足证监会三年派现的强制性要求,我国非国有上市公司的现金股利分配力度会高于国有上市公司。

股权分置改革后,非国有上市公司的再融资方式发生了变化。2006年证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》允许“上市公司向特定对象非公开发行(定向增发)股票”,现金股利分配方式作为非国有上市公司的融资工具的作用明显减弱。Wind资讯统计显示,截至2007年6月末,已经有109家上市

公司提出了增发预案。定向增发已成为上市公司再融资的主要方式。因此,全流通条件下非国有上市公司的股利支付水平降低。基于以上分析,本文提出假设2:相比国有企业,非国有企业现金股利水平更高,但在股权分置改革进入全流通时代后,非国有企业对现金股利支付水平的正向影响有所降低。

## 二、研究设计

为检验本文研究假设,在控制其他影响因素的前提下,考察股权结构(包括股权集中度和股权属性)对股利支付水平的影响,本文在借鉴前人研究成果的基础上构建如下模型:

$$CD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Top1_{it} + \alpha_2 FC_{it} \times Top1_{it} + \alpha_3 SOE_{it} + \alpha_4 Cash_{it} + \alpha_5 EPS_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 TQ_{it} + \alpha_8 Size_{it} + \alpha_9 MHS_{it} + \alpha_{10} Board_{it} + \alpha_{11} IBR_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \delta_{it} \quad (1)$$

$$CD_{it} = \beta_0 + \beta_1 H5_{it} + \beta_2 FC_{it} \times H5_{it} + \beta_3 SOE_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 TQ_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 MHS_{it} + \beta_{10} Board_{it} + \beta_{11} IBR_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$CD_{it} = \eta_0 + \eta_1 SOE_{it} + \eta_2 FC_{it} \times SOE_{it} + \eta_3 H5_{it} + \eta_4 Cash_{it} + \eta_5 EPS_{it} + \eta_6 LEV_{it} + \eta_7 TQ_{it} + \eta_8 Size_{it} + \eta_9 MHS_{it} + \eta_{10} Board_{it} + \eta_{11} IBR_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \zeta_{it} \quad (3)$$

式(1)、式(2)、式(3)中,i,t分别表示第i个观测值第t期。在式(1)中,CD为现金股利支付水平的替代变量,等于上市公司财政年度支付的每股税后现金股利除以当期每股收益。其他变量定义与说明详见表1:

表1 变量定义

变量分类	变量名称	变量描述
因变量	Dum_DC	若上市公司采用现金股利作为股利支付形式时,则Dum_DC=1;反之,Dum_DC=0
	FC	若上市公司股票实现了全流通,则FC=1;反之,FC=0
自变量	Top1	第一大股东期末持股比例
	H5	前五大股东期末持股比例平方和
	SOE	若上市公司终极控制人为国有企业,则SOE=0;反之,SOE=1
	Cash	当期自由现金流量/期末总资产
控制变量	EPS	当期净利润/期末总股数
	LEV	资产负债率,期末总负债/期末总资产
	TQ	市场价值/期末总资产
	Size	总资产自然对数
	MHS	高管持股比例,期末高管持股总数/期末总股数
	Board	董事人数
	IBR	独立董事的比例
	IND	行业控制变量,以中国证监会《上市公司行业分类指引》为标准,除制造业按二级行业代码进行划分,其他行业均按一级代码。
	YEAR	年份控制变量

## 三、样本选择

为考察上市公司股份全流通前后的股权结构对现金股利支付水平的影响,本文以2000~2010年中国证券市场A股上市公司为研究对象,囊括沪深两市包括中小板和创业板在内

的2109家上市公司,共获得16808个初始观测值,剔除了未进行任何形式的股利支付的6872个样本观测值,剔除了非现金股利支付形式样本观测值1182个,得到支付现金股利的样本观测值8754个。为尽量降低不同股利支付形式可能带来的混合效应,剔除了采用“现金股利+转增股”支付形式的660个,“现金股利+送股”支付形式的419个,“现金股利+送股+转增股”支付形式的561个;进一步地,剔除了金融业上市公司与变量值缺失的样本观测值2500个,最终获得4614个样本观测值,共涉及1568家上市公司。为消除异常值的可能影响,本文对所有连续变量均进行了1%分位数与99%分位数的替换处理。所有数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库,并采用了STATA11.0对数据进行处理。

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

本文对模型变量进行了描述性统计发现:股利支付水平(CD)的中位数为0.5,均值为1.679,与3/4分位数相近,最大值和最小值之间相差巨大,分别为28.30和0.025,标准差达3.816。这表明,我国上市公司的现金股利支付水平两极分化情况很严重,既存在高额派现也存在超低额派现。第一大股东期末持股比例(Top1)的最大值和最小值之间相差较大,而均值和中位数相近,在40%左右。可见,我国上市公司的股权集中程度虽然存在差异,但总体集中度仍然较高。前五大股东持股比例平方和(H5)的统计数据也呈现相同态势。SOE指标的中位数为0,而3/4分位数为1,说明国有上市公司数量比非国有上市公司数量多。

现金流指标(Cash)、盈利能力指标(EPS)、偿债能力指标(LEV)的均值和中位数都相近,但Cash的最小值都为负数,表明各个公司在经营能力方面存在差异。企业规模(Size)各公司样本规模相近,但企业成长能力(TQ)有差距。高管持股比例(MHS)的中位数和3/4中位数为0,均值为0.012,表明上市公司的高管持股比例总体较低。董事人数(Board)和独立董事比例(IBR)的统计数据表明,上市公司的独立董事比例平均为30%左右,尽管最大值高达50%,但存在上市公司没有设立独立董事的情况。

进一步将上市公司股权属性差异下的现金股利支付水平进行比较检验。结果显示,国有上市公司样本组平均现金股利支付水平为1.696,而非国有上市公司样本组平均水平为1.640,前者高于后者,但均值之差未通过统计显著性水平;两者中位数之差0.036通过了1%统计显著性水平。这表明,相比国有上市公司,非国有上市公司现金股利支付水平更高,假设2前半部分得到初步支持。

### (二)相关性分析

各变量的Pearson(Spearman)相关系数(表略)在未控制其他现金股利支付水平影响因素的条件下,第一大股东持股比例(Top1)和前五大股东持股比例(H5)与现金股利支付水平(CD)的Pearson相关系数分别为0.073与0.067,且均通过了1%

的统计显著性水平,这表明,股权集中度越高的上市公司,其股利支付水平越高,假设1前半部分得到初步支持。

进一步地,全流通哑变量与股权集中度的两个替代变量(Top1和H5)的Pearson相关系数分别为-0.214和-0.220,且均通过了1%的统计显著性水平,这表明,全流通条件下股权集中度与现金股利支付水平呈现出显著负向关系,这与假设1后半部分是一致的。

股权属性变量(SOE)与现金股利支付水平(CD)的Spearman相关系数为0.072,且通过了1%的显著性统计水平,这表明,相比国有上市公司,非国有上市公司现金股利支付水平更高,假设2前半部分得到初步支持;全流通哑变量和股权属性哑变量的交互项(FC×SOE)与现金股利支付水平(CD)的Spearman相关系数在1%统计水平上显著为负,表明股权分置改革进入全流通时代后,非国有上市公司降低了现金股利的支付水平。

总之,就单变量相关分析来看,在未控制其他影响因素的前提下,实证结论基本证实了假设1和假设2。此外,Spearman相关系数检验结果显示,全流通哑变量和股权属性变量的交互项(FC×SOE)与股权属性变量(SOE)的相关系数达0.75,这使得模型(3)可能存在严重的多重共线性问题。有鉴于此,本文在回归考察全流通条件下股权属性对现金股利支付水平影响时将采用分组检验的方法。

就控制变量来看,结果显示,现金流能力(Cash)越强、盈利能力(EPS)越差、资产负债率(LEV)越高、投资机会(TQ)越少、外部融资成本(Size)越小的公司其现金股利支付水平越高,现金股利支付水平与代理成本(MHS)大小呈正相关关系,与董事会规模(Board)呈负相关关系。以下回归分析将对此做更为详细的分析。可以从相关系数分析初步判断,各变量相关系数均在0.5以下,面板研究模型不存在严重的多重共线性问题。

### (三)回归分析

在控制其他影响因素的前提下,不同流通条件下股权集中度对上市公司现金股利发放水平的影响,见表2。从模型的整体情况来看,模型(1)、(2)的调整R<sup>2</sup>均在10%以上,且F检验值均通过了1%的统计显著性水平,表明本文构建的模型整体拟合程度较好。

第一大股东期末持股比例(Top1)对现金股利的发放水平在5%统计水平上有显著正向影响,这表明股权集中程度越高,上市公司发放现金股利水平也越高;全流通哑变量与第一大股东期末持股比例的交互项(FC×Top1)的估计系数为负,且通过了10%的统计显著性水平,这表明在股权分置改革进入全流通时代后,股权集中度对现金股利支付水平的正向影响显著削弱,这些实证结论与假设1是一致的。

进一步地,本文以前五大股东期末持股比例的平方和(H5)为股权集中度的替代变量,可以得出类似的结论。前五大股东持股比例平方和与现金股利发放水平同样显示出显著

的正相关关系;其与全流通哑变量的交互项与现金股利支付水平呈微弱的负相关关系。

综合以上分析,从表2的回归结果来看,我国上市公司股权集中度对现金股利支付水平有显著的正向影响,但股权分置改革进入全流通后,股权集中度对现金股利支付水平的正向影响明显减弱,初步证实了我国资本市场股权分置改革的有效性。

表2 股权集中度对现金股利发放水平影响的多元回归结果

变量	预符	模型(1)	模型(2)
		A栏	B栏
		系数(T值)	系数(T值)
常数项	-	6.152(4.22)***	6.047(4.16)***
Top1	+	0.933(2.53)**	
FC×Top1	-	-0.552(-1.77)*	
H5	+		0.797(1.75)*
FC×H5	-		-0.859(-1.59)
SOE	+	0.017(0.13)	0.007(0.05)
Cash	+	1.519(2.06)**	1.499(2.04)**
EPS	+	-3.924(-18.42)***	-3.940(-18.49)***
LEV	-	0.781(2.24)**	0.777(2.22)**
TQ	-	0.074(1.01)	0.067(0.94)
Size	+	0.142(2.03)**	0.147(2.1)**
MHS	-	-0.571(-0.53)	-0.512(-0.48)
Board	+	-0.048(-1.79)*	-0.045(-1.68)*
IBR	-	-1.415(-2.85)***	-1.359(-2.79)***
IND	-	Control	Control
YEAR	-	Control	Control
obs		4 614	4 614
Adj.R <sup>2</sup>		11.68%	11.60%
F值		20.67***	20.53***

注:被解释变量为现金股利支付水平(CD);括号内的t检验值经Robust异方差修正;A栏是以第一大股东持股比例(Top1)为股权集中度的衡量指标进行的回归结果,B栏是以前五大股东持股比例平方和(H5)为股权集中度的替代变量进行的回归结果;各变量定义见表5.1;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%统计水平上显著(双尾)。(下同)。

从控制变量来看,两个模型的回归结果均显示,上市公司现金流能力(Cash)替代变量的估计系数在5%统计水平上显著为正,这表明现金流能力越强的上市公司,现金股利支付水平越高;然而,盈利能力(EPS)的估计系数却在1%统计水平上显著为负,即盈利能力越好的上市公司往往现金股利支付水平越低,这从另一侧面反映出,我国上市公司股利支付行为的非理性;资产负债率(LEV)的估计系数显著为正,即负债水平越高的上市公司现金股利支付水平越高;外部融资成本(Size)的替代变量在5%统计水平上显著为负,表明当公司面临较高外部融资成本时,往往更多依靠公司内部现金流,从而

降低现金股利的支付水平;董事会规模(Board)越大的上市公司现金股利支付水平越低,且独立董事比例(IBR)越高的上市公司会支付更少的现金股利,这是因为独立董事强的公司更加关注公司的长远发展。其他控制变量均未与现金股利支付水平呈现出显著的相关关系。

本文还考察了不同流通环境下股权属性对上市公司现金股利支付水平的影响差异,分析了在控制其他影响因素前提下的全样本以及分组检验结果。整体来看,三个回归模型的调整R<sup>2</sup>均在10%以上,且F统计量均通过了1%的统计显著性水平,表明研究模型整体拟合程度较好。股权属性哑变量(SOE)的估计系数为正,但未通过统计显著性水平,这表明,非国有上市公司相比国有上市公司现金股利支付水平更高,但两者并不存在显著性差异;全流通哑变量的估计系数在5%统计水平上显著为负,这表明股权分置改革进入全流通后上市公司普遍降低了现金股利支付水平。

表3 股权属性对现金股利支付水平影响的多元回归结果

变量	预符	模型(3)		
		全样本	国有	非国有
		系数(T值)	系数(T值)	系数(T值)
常数项	-	6.900(4.95)***	4.078(2.33)**	10.198(3.70)***
SOE	+	0.033(0.25)		
FC	-	-0.356(-2.20)**	-0.409(-2.39)**	-0.058(-0.23)
H5	+	1.084(-3.02)***	1.115(-2.60)***	1.614(-2.26)**
Cash	+	1.428(1.94)*	1.852(1.95)*	1.178(0.99)
EPS	+	-3.960(-18.67)***	-4.212(-15.57)***	-3.335(-9.31)***
LEV	-	0.735(2.11)**	0.639(1.51)	1.052(1.65)*
TQ	-	0.036(0.52)	0.183(1.71)*	-0.028(-0.27)
Size	+	0.171(2.50)**	0.040(0.47)	0.342(2.52)**
MHS	-	-0.703(-0.66)	1.905(0.32)	-0.957(-0.81)
Board	+	-0.045(-1.66)*	-0.056(-1.80)*	-0.021(-0.38)
IBR	-	-1.062(-2.33)**	-1.527(-2.67)***	-1.657(-1.47)
IND	-	Control	Control	Control
YEAR	-	Control	Control	Control
obs		4614	3165	1449
Adj.R <sup>2</sup>		11.64%	11.50%	13.20%
F值		21.25***	15.17***	8.34***

进一步地,当以股权属性划分对国有上市公司样本组和非国有上市公司样本组进行分组检验时发现,全流通哑变量的估计系数仅在国有样本组显著,非国有样本并未通过显著性水平。这表明,上市公司经过股权分置改革股份进入全流通后,国有上市公司显著降低了现金股利支付水平,而非国有上市公司降低程度不明显,假设2没有得到显著支持。这可能有两方面的原因:其一,股权分置改革后,上市公司国有股比例明显减少,这使得国有大股东超额派现的能力减弱;其二,非国有(民营)上市公司长期受到的外部融资约束,使得其更愿

采用高额派现,以满足监管主体有关外部融资监管条件和向外部投资者传递公司高成长能力的积极信息,进而获得更低成本的外部资金。

#### (四)稳健性检验

为了进一步验证股权集中度对于上市公司现金股利发放水平的影响,本文采用制衡度指标(Z15、Z110)进行回归分析,考察其与现金股利支付程度的关系。一般认为,股权制衡度高的上市公司往往大股东掏空上市公司的能力会受到限制。因此,可以预期,股权制衡度越高的上市公司的现金股利支付水平越低,而股权分置改革具有股权制衡的相同效果,即抑制大股东采用过度股利支付侵占上市公司利益。以第一大股东持股比例与第二至五大股东持股比例之比(Z15),和第一大股东持股比例与第二至十大股东持股比例之比(Z110)分别作为股权制衡度的替代变量,两个指标值越大,则上市公司股权制衡度越高,现金股利支付水平也越低。

从稳健性检验结果来看,第一大股东与第二至五大股东的制衡度(Z15)与现金股利发放水平呈显著负相关关系,而股权分置改革后,制衡度对现金股利发放水平的负向影响进一步增强;第一大股东与第二至十大股东之间的制衡度(Z110)与现金股利发放水平同样呈显著负相关关系,且股权分置改革进入全流通时代后,负向影响程度更大,回归结果从另一侧面进一步证实了实证结论。

#### 五、结论

本文对股权结构、股权分置改革以及现金股利支付程度的关系进行了实证研究,检验上市公司股份不同流通环境下股权集中度和股权属性对现金股利支付水平的影响。

实证研究发现:股权集中度越高的上市公司其现金股利支付水平越高,这影响着我国资本市场上上市公司大股东利用“现金股利支付”掏空上市公司的机会主义行为;但当上市公司通过股改全进入资本市场流通时,大股东这一机会主义行为会受到明显的限制,股权高度集中的上市公司明显降低了现金股利支付水平;从股权属性来看,无论是国有上市公司还是非国有上市公司,在现金股利支付水平上不存在显著的差异;但在股改进入全流通后,国有上市公司明显降低了现金股利支付水平。

#### 主要参考文献

1. 党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究. 会计研究, 2008; 6
2. 吴晓求. 股权分置改革的若干理论问题——兼论全流通条件下中国资本市场的若干新变化. 财贸经济, 2006; 2
3. 马曙光, 黄志忠, 薛云奎. 股权分置、资金侵占和公司现金股利政策. 会计研究, 2005; 9
4. 高峻. 股权分置改革、股权结构与现金股利政策研究. 华中科技大学博士论文, 2009
5. 应超, 费忠新. 股权结构与国有上市公司现金股利政策研究. 浙江财经学院硕士论文, 2012