

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.12.004

欢迎按以下格式引用:魏锋,陈莹莹.多个大股东与现金股利分配研究[J].重庆大学学报(社会科学版),2022(3):82-96.

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.12.004.



Citation Format: WEI Feng, CHEN Yingying. Reserach on multiple large shareholders and cash dividends distribution[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition), 2022(3):82-96. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2019.12.004.

多个大股东与现金股利分配研究

魏 锋,陈莹莹

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:企业现金股利是公司金融中较具争议的问题,一直是财务学者研究的重点话题。文章针对我国上市公司普遍存在多个大股东的现实以及公司派发现金股利低且不连续的实际,在系统分析企业生长周期、企业所处行业、投资者需求以及控股股东对企业现金股利分配决策影响的基础上,将多个大股东与现金股利置于同一框架下进行研究,理论分析和实证检验了多个大股东通过影响公司的第一类代理问题和第二类代理问题而影响公司现金股利的派发。基于公司是否存在多个大股东以及多个大股东之间一致行动人的关系视角,文章以我国2008—2017年沪深两市的上市公司为样本,运用Stata15.0进行固定效应回归,实证检验多个大股东对公司现金股利分配决策的影响。实证结果表明,多个大股东与现金股利呈显著正相关关系,即存在多个大股东的企业更倾向于发放现金股利。考虑到可能存在的自变量和因变量度量误差,以及现金股利与多个大股东之间存在的双向因果和遗漏变量等内生性问题的影响,通过改变自变量和因变量度量方法,采用倾向得分匹配法、Heckman两阶段模型以及DID等方法降低可能存在的内生性问题,实证结果仍然成立。进一步考虑公司所处法律环境、公司的控股现实以及公司的所有制性质和高管持股水平等异质性因素,结果发现,当企业所处的外部环境为市场化进程快或法律环境好时,多个大股东与现金股利存在显著正相关关系,即多个大股东会促进现金股利的发放;在相对控股企业、股权分散企业、民营控股企业以及高管持股水平高的企业中,多个大股东与现金股利也呈显著的正相关关系,也能促进企业分配现金股利。文章的研究不仅丰富了现金股利影响因素的研究,也丰富了股东影响企业决策机制的研究,并且为企业如何从股权结构角度改善企业与投资者关系提供了启发。

关键词:多个大股东;现金股利;外部环境;股权结构

中图分类号:F832.51;F275

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2022)03-0082-15

基金项目:中央高校基本科研业务费(2019CDJSK02XK16)

作者简介:魏锋,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士研究生导师,Email:wfm@cqu.edu.cn.

一、问题与文献回顾

现金股利,是投资者获取投资收益的主要来源之一;同时,现金股利能向外界传递企业盈利的信息^[1],减轻信息不对称的影响,吸引投资者进行投资,从而避免企业遭受财务困境^[2],因此现金股利的发放受到公司与投资者的极大关注。投资者希望获得高额的分红以保障自己的利益,但是中国上市公司的现金股利分配却表现出派现水平低、总体派现水平不断波动的现象^[3]。此外,学术界对现金股利有不同观点,有研究认为现金股利可以降低代理成本,提升公司价值^[4],故企业愿意分配现金股利;但也研究指出现金股利会降低公司价值^[5],从而降低企业分配现金股利的意愿,因此还需要对现金股利的影响因素进行深入研究。

关于影响现金股利分配的因素,现有的文献研究了企业生长周期、行业以及投资者需求等对现金股利的分配影响,其中,Deangelo 等提出现金股利的生长周期理论,认为企业是否发放现金股利取决于企业的发展阶段^[6],而同一行业企业的产品生命周期和竞争环境相类似,故其股利分配决策具有趋同性^[7],但行业竞争程度及行业自信水平均对现金股利的发放产生负向影响^[8];此外,Baker 和 Wurgler 提出了现金股利迎合理论,认为企业会根据投资者的需求来选择是否发放现金股利^[9]。但这些只是现金股利发放的间接影响因素,根据《上市公司治理准则》中“股东大会依法制定企业的重大决策”这一规定,股东才是现金股利分配的直接影响因素。关于股东与现金股利的研究主要聚焦于控股股东对现金股利的分配影响^[10],而较少从多个大股东的角度考察现金股利。此外,关于股东间股权制衡影响现金股利分配的文献大多从其余股东对第一大股东制衡的角度出发,证明股权制衡度与现金股利分配呈正相关关系^[11-12],但是这些文献没有考虑各股东间的联盟关系,也没有考虑其他股东的持股比例能否对第一大股东形成有效制衡。因此本文以股权结构为切入点,在考虑前十大股东联盟关系的基础上,研究多个大股东对现金股利分配的影响。

上市企业的股东数目众多,但几乎每家公司都有控股股东^[13],且控股股东持有企业大部分控制权^[14]。由于控股大股东与中小股东之间控制权的差异,故他们关注的目标和收益也有差异^[14-16]。现有研究指出大股东与中小股东之间通常会存在利益冲突^[17-18],尤其是当企业存在控股股东时,控股股东会基于壕沟动机来剥削中小股东的利益^[19-20]。已有的研究认为控股股东与中小股东的利益冲突主要体现在关联交易方面,公司间的关联交易会产生隧道效应和支撑效应,但隧道效应显著大于支撑效应^[21],因此控股股东可凭借其较高的控制权来决定将企业的资源用于关联交易,从中获得高额的控制权收益,攫取中小股东的利益^[22-23]。郝云宏等认为,面对与控股股东的利益冲突时,非控股大股东已成为规避控股股东对自身及中小股东利益侵占的重要主体,因此要充分发挥非控股大股东的治理作用,抑制控股股东侵占自身及中小股东利益的能力,改善公司治理水平^[24]。随着公司股权结构不断发展,存在多个大股东的企业的数量在逐渐增加,而多个大股东出现的实质是投资者通过大量购买公司股票使其投票权利能够积极影响公司的运营与管理^[25]。当公司具有持股比例相似的大股东时,多个大股东会对控股股东进行监督^[26],减少控股股东通过关联交易获得的控制权私利^[27],同时现金股利能够作为一种有效的公司治理机制缓解控股股东代理问题^[28],因此多个大股东可能会通过促进现金股利的发放,从而抑制控股股东将公司利润转作个人用途的能力。但是多个大股东也会增加股东的协调成本^[29],降低对高管的监督效率^[30],导致高管有较强的现金流控

制权,此时高管会出于自身利益最大化目的而抑制现金股利的发放。因此,多个大股东的存在是促进现金股利发放还是抑制现金股利发放尚需实证检验来证明。

鉴于此,本文选用中国上市公司为研究对象,通过实证检验多个大股东对现金股利发放的影响。本文研究发现多个大股东会通过促进现金股利的发放来削弱控股股东对现金流的控制,抑制控股股东将公司利润转作个人用途的能力,减轻第二类代理问题,保障自身及中小股东利益,即多个大股东与现金股利呈显著正相关关系,这一结论经稳健性检验及内生性检验后依然成立。进一步研究企业所处的外部环境以及企业股权结构异质性对两者关系的影响,发现当企业处于市场化进程快或法律制度更完善的地区时,多个大股东与现金股利发放呈显著正相关关系;并且在相对控股企业、股权分散企业、民营控股企业以及高管持股水平高的企业中,多个大股东对现金股利的发放产生显著的正向影响。

本研究的贡献主要有:首先,本文丰富了影响现金股利发放因素的研究。近年来,公司股权结构对现金股利分配的影响为学者们所重视,不同于吕长江和周县华^[31]、谢军^[32]等研究第一大股东对现金股利的分配影响,也不同于刘孟晖^[11]、任力和项露菁^[12]等研究股权制衡对现金股利的分配影响,本文从多个大股东视角研究多个大股东对现金股利分配的影响,为股东影响公司决策提供了新的路径支持,从而丰富了现金股利领域的文献。其次,丰富了对股权结构研究的相关文献。已有文献从企业创新^[33]、公司投资^[34]、企业社会责任报告的质量^[35]等企业视角研究多个大股东,在此基础上,本文以股东利益为视角,将现金股利纳入了多个大股东的研究范围,发现现金股利能保护非控股大股东及中小股东的利益,从一个新的视角丰富了股权结构领域的文献。最后,本文的研究结论具有较强的实际含义,为保护我国投资者的利益提供了新的路径支持,能有效缓解企业与投资者、控股股东与其他股东的利益冲突,营造良好有序的投资环境,促进我国资本市场的发展。

二、理论分析与假设

(一) 中国现金股利政策制度背景

中国企业的上市机制起步较晚,同时中国的资本市场也不够完善,中国上市公司投资者的利益更容易受到侵害。为了更好地保护投资者利益,维护良好的资本市场环境,证监会发布了一些半强制性的现金股利分红政策,如:2008年发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,将上市公司发行新股的条件更改为最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%,提高了现金股利发放水平,保障了中小股东的利益;2013年制定《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》指引,提出差异化的现金分红政策,规定了处于不同发展阶段的企业的最低分红比例。虽然政府通过颁布和修改一系列政策来规范公司的利益分配,增加企业进行现金股利分配的意愿和发放的水平,但也有公司为了达到融资的要求而只按最低比例进行分红。因此,为了进一步研究现金股利的影响因素,本文以直接影响公司决策的股东为切入点,研究多个大股东对现金股利的分配影响。

(二) 研究假设

1. 多个大股东与第一类代理问题

上市企业现有的代理问题主要分为第一类代理问题和第二类代理问题。第一类代理问题是指

由上市公司经营权与所有权分离所导致的股东与管理层之间的代理问题^[36]。控股股东能对高管进行有效监管是因为控股股东拥有公司的大部分控制权,但是多个大股东会使控制权分散,从而导致对高管的监督效率下降。此外,大股东之间可能有不同的目标且其意见可能很难达成一致,从而增加股东间的协调成本和监控成本^[37],导致股东对高管的监督效率下降。因此,多个大股东会降低股东层对高管的监督效率,使高管有较高的现金流权并会出于自身利益最大化目的而存在过度投资、在职消费等动机,导致了高管的自利行为^[38],加重第一类代理问题^[39]。Fang 等通过对 2005—2014 年中国上市公司的样本进行实证研究,发现多个大股东与超额高管薪酬之间存在正相关关系^[40]。因此,本文认为多个大股东使得高管将大量现金用于与其利益相关的项目,加重第一类代理问题,从而抑制现金股利的发放。由此提出本文假设 1。

H1:多个大股东会抑制现金股利的发放,即多个大股东与现金股利呈显著负相关关系。

2. 多个大股东与第二类代理问题

第二类代理问题,是指股东间持股比例不同导致的控股股东与中小股东之间的代理问题,即控股股东行使其控制权,对公司的经营和战略施加影响^[41],牺牲中小股东的利益,从而获取高额的私人利益^[42-43]。中国上市公司一股独大情况普遍且控股股东几乎完全控制董事会成员的选择^[44],被控制的董事会并未履行治理职能以保护中小股东的利益^[45],因此控股股东可以利用其权利影响董事会决议从而攫取中小股东的财富,导致了第二类代理问题。同时,La Porta 等指出控股股东可以与管理者保持一致,利用他们的权利从中小股东手中夺取财富而导致了第二类代理问题^[46]。从以上两方面可以看出,控股股东与中小股东的第二类代理问题是核心问题^[47-48],而多个大股东有助于改变投票结果使之更有利于中小股东^[49],能监督控股股东并抑制其利益侵占的行为,保护中小股东及非控股大股东的利益^[24],减轻第二类代理问题^[50-51]。此外,股利分配不仅降低了控股股东对现金流的掌控,抑制控股股东将公司利润转作个人用途,而且也避免控股股东对中小股东的利益进行掏空与掠夺,从而缓解第二类代理冲突^[28,52]。因此,本文认为多个大股东为保护中小股东及自身利益,减轻第二类代理问题,会促进现金股利的发放。由此提出本文假设 2。

H2:多个大股东会促进现金股利发放,即多个大股东与现金股利分配呈显著正相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2008—2017 年中国深沪两市上市企业进行研究,并按照以下标准对样本进行筛选:(1)剔除金融、保险等上市公司;(2)其他数据缺失样本。最终本文共获得 17 987 个年度观察值。

本文数据来源主要为:(1)大股东的数据来源于国泰安数据库和 CCER 数据库。根据前十大股东持股比例、股东关系表和控制关系图,将前十大股东中有一致行动人关系、亲属关系、持股关系的股东的持股比例合并,这是因为有这些关系的股东之间一般会形成联盟,从而在行使表决权时采取相同行动以维护自身权益^[53],手工整理出实际各个大股东持股比例,比较最终的各个大股东持股比例并进行排序。(2)现金股利数据及控制变量数据来源于国泰安数据库,同时结合 CCER 以及证券官网(巨潮资讯网)公布的年报对数据进行修正补充。为了避免极端值的影响,本文对主要连续型

变量 1%与 99%分位数进行 winsorize 处理,以保证结果的可靠性。采用 stata15 进行实证分析。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文研究的是现金股利问题,因此根据卢建词和姜广省^[54]的研究将现金股利发放额(Divide)设为因变量。具体定义见表 1。

2. 解释变量

根据《证券法》《上市公司收购管理办法》的规定,投资者及其一致行动人持有或拟达到公司股份 5%以上的,有义务向中国证监会、证券交易所提交书面报告,通知该上市公司,并予公告,且在此以后每增加或减少达到 5%的,应当依照规定履行报告、公告义务。Edmans 等^[55]和 Bharath 等^[56]将持股 5%及以上的股东视为大股东,因此本文将合并一致行动人等联盟关系后持股比例超过 5%的股东定义为大股东,选取多个大股东(MLS5)为自变量。具体定义见表 1。

3. 控制变量

根据郝阳和龚六堂^[57]、卢建词和姜广省^[54]的研究,选取其他可能影响现金股利发放的因素作为控制变量。本文将控制变量主要分为两类:(1)财务变量——资产收益率(ROA)、每股收益(EPS)、资产负债率(Lev)、现金持有水平(Cash)、公司成长性(Growth);(2)公司治理变量——企业规模(Size)、两职分离(Dual)、高管持股比例(Manage)、独立董事比例(Ind)。具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量名称	计算方法	
因变量	现金股利发放额	Divide	每股派发的税前现金股利	
自变量	多个大股东	MLS5	持股比例超过 5%的股东数在两个及以上时取 1,否则取 0	
控制变量	财务变量	资产收益率	ROA	净利润与年末总资产之比
		每股收益	EPS	利润/总股本
		资产负债率	Lev	负债与年末总资产之比
		现金持有水平	Cash	货币资金/总资产
		成长性	Growth	总资产增长率
		企业规模	Size	总资产自然对数
	公司治理变量	两职分离	Dual	董事长和总经理两职分离时为 1,否则为 0
		高管持股比例	Manage	高管持股数量/企业股票总数
		独立董事比例	Ind	独立董事人数/全体董事人数

(三) 模型设计

为了检验假设 1 和假设 2,验证多个大股东对公司发放现金股利的影响,本文设计了以下回归模型:

$$\text{Divide} = \beta_0 + \beta_1 \text{MLS5} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{EPS} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Dual} + \beta_7 \text{Manage} + \beta_8 \text{Ind} + \beta_9 \text{Cash} + \beta_{10} \text{Growth} + \varepsilon \quad (1)$$

四、实证结果

(一) 描述性统计分析

表 2 列出了变量的描述性统计特征。数据显示,现金股利分发额(Divide)的均值为 0.106,最大值为 0.85,说明不同企业间现金股利的分配相差较大。此外,现金股利分发额(Divide)的均值 0.106 大于中位数 0.050,同时现金股利发放率(Divideone)的均值 0.243 也远大于其中位数 0.180,说明大多数上市公司发放较少的现金股利。MLS5 的均值为 0.519,即以持股比例 5%定义大股东时有 51.9%的样本公司具有多个大股东,从侧面说明本文自变量的选择是符合上市企业基本情况的。市场化进程指数 Mar 的均值为 0.809,法律环境制度 Law 的均值 0.588,说明中国上市公司的市场化环境与法律制度环境都较好。其他变量的描述性统计结果详见表 2。

表 2 主要变量的描述性统计特征

Variable	N	Max	Min	p50	Mean	sd
Divide	17 987	0.850 0	0.000 0	0.050 0	0.106 0	0.155 0
MLS5	17 987	1.000 0	0.000 0	1.000 0	0.519 0	0.500 0
Mar	17 987	1.000 0	0.000 0	1.000 0	0.809 0	0.393 0
Law	17 987	1.000 0	0.000 0	1.000 0	0.588 0	0.492 0
ROA	17 987	21.060 0	-23.570 0	0.225 1	1.471 0	3.558 0
EPS	17 987	2.568 0	-1.138 0	0.263 0	0.363 0	0.518 0
Lev	17 987	98.800 0	5.552 0	47.000 0	47.100 0	21.850 0
Size	17 987	25.980 0	18.940 0	21.940 0	22.090 0	1.331 0
Dual	17 987	1.000 0	0.000 0	1.000 0	0.407 0	0.791 0
Manage	17 987	0.549 0	0.000 0	0.000 0	0.039 3	0.106 0
Ind	17 987	0.571 0	0.286 0	0.333 0	0.370 0	0.052 8
Cash	17 987	0.662 0	0.008 0	0.143 0	0.180 0	0.133 0
Growth	17 987	21.060 0	-23.580 0	0.911 0	2.403 0	5.216 0

(二) 相关性分析

从表 3 相关性矩阵中可以看出,多个大股东与现金股利之间存在显著的正相关关系。自变量中除资产负债率、两权分离、独立董事比例与现金股利呈显著负相关关系外都与现金股利呈显著正相关关系。自变量之间除了成长性与每股收益具有较强的相关系数外,其余变量无较高的相关系数,且经多重共线性检验证明选取的变量之间不存在多重共线性。

表 3 相关系数矩阵

Variable	Divide	MLS5	EPS	ROA	Lev	Size	Dual	Manage	Ind	Cash	Growth
Divide	1.000 0										
MLS5	0.078 0***	1.000 0									
EPS	0.663 0***	0.046 0***	1.000 0								
ROA	0.167 0***	0.010 0	0.358 0***	1.000 0							
Lev	-0.237 0***	-0.076 0***	-0.167 0***	-0.126 0***	1.000 0						
Size	0.189 0***	-0.045 0***	0.263 0***	0.098 0***	0.331 0***	1.000 0					
Dual	-0.042 0***	-0.075 0***	-0.025 0***	0.031 0***	0.122 0***	0.144 0***	1.000 0				
Manage	0.131 0***	0.153 0***	0.090 0***	0.006 0	-0.248 0***	-0.170 0***	-0.411 0***	1.000 0			
Ind	-0.017 0**	-0.025 0***	-0.012 0	-0.013 0*	0.001 0	0.056 0***	-0.091 0***	0.080 0***	1.000 0		
Cash	0.252 0***	0.080 0***	0.208 0***	0.130 0***	-0.363 0***	-0.180 0***	-0.103 0***	0.176 0***	0.006 0	1.000 0	
Growth	0.425 0***	0.058 0***	0.577 0***	-0.129 0***	-0.365 0***	-0.009 0	-0.075 0***	0.152 0***	-0.017 0**	0.228 0***	1.000 0

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

(三) 回归结果分析

1. 主检验结果分析

本文采用2008—2017年中国深沪两市上市公司为样本,整理得到非平衡面板数据。根据模型(1)对全样本进行OLS回归,检验多个大股东对现金股利的影 响,结果列示于表4列(1)。本文发现在控制行业和年度效应时,多个大股东与公司现金股利发放额正相关,且这个关系在1%水平上显著,证明多个大股东会促进现金股利的发放,保护自身及中小股东的利益,减少控股股东获取的高额控制权收益,减轻第二类代理问题。上述发现与假设2的分析一致,为假设2提供了实证证据。在控制变量方面,每股收益、现金持有水平、公司规模、高管持股这4个变量的系数均在1%的水平上显著为正。其中:每股收益越高,现金持有水平越高,则企业就拥有越多的资金用于发放现金股利;公司规模越大,说明企业越趋于成熟阶段,为了回馈投资者,树立良好的形象,会增加现金股利发放力度;管理层持股比例越高,其与股东产生代理问题的可能性越低,会更用心地经营公司,此时企业收益越高,故管理层持股会促进现金股利发放。而成长性、资产负债率这两个变量的系数均在1%水平上显著为负,说明公司考虑到企业未来成长、偿还到期债务都需要大量资金,从而会减少发放现金股利。其中:现金持有水平、公司规模、资产负债率对现金股利的影 响与卢建词和姜广省^[54]的研究结果基本一致;高管持股对现金股利的影 响与邓鸣茂^[58]的研究结果基本一致。

2. 稳健性检验

为了检验结论的稳健性,本文分别做了以下五个回归:首先是改变因变量,用现金股利分配率(Divideone)来衡量企业发放的现金股利,其中现金股利分配率(Divideone)为每股现金股利与每股收益额之比,回归结果如表4的列(2)所示。MLS5的系数在5%水平上显著为正,说明多个大股东能提高现金股利的分配率,保障自身及中小股东的利益,减轻第二类代理问题。其次是改变自变量,将多个大股东定义为持股比例超过10%的股东数在两个及以上(MLS10),或持股比例超过20%的股东数在两个及以上(MLS20),回归结果分别如表4的列(3)和列(5)所示。其中,列(3)中MLS10的系数在5%水平上显著为正,且当大股东定义为持股比例为10%及以上时,平均只有26.2%的公司具有多个大股东,此时多个大股东依然能显著地促进现金股利的发放,说明了假设2的稳健性。列(5)中MLS20的系数为正,但不具有统计学上的意义,说明多个大股东在一定程度上能促进现金股利的发放。最后是同时改变自变量与因变量,此时因变量为现金股利分配率(Divideone),自变量为多个大股东(MLS10)或多个大股东(MLS20),回归结果分别如表4的列(4)和列(6)所示,列(4)中MLS10的系数在5%水平上显著为正,且系数增加,同时列(6)中MLS20的系数也为正,说明存在多个大股东的企业发放现金股利的水平高,证明了本文的结论是稳健可靠的。

稳健性检验结果与主检验结果相比不存在实质性差异,仍然支持假设2,即多个大股东促进企业发放现金股利,保障自身及中小股东的利益,减轻第二类代理问题。

表 4 多个大股东与现金股利

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable	Divide	Divideone	Divide	Divideone	Divide	Divideone
MLS5	0.008 6*** (5.16)	0.014 0** (3.24)				
MLS10			0.005 8** (2.84)	0.015 4** (3.09)		
MLS20					0.005 8 (1.63)	0.010 6 (1.33)
EPS	0.198 0*** (41.33)	-0.031 2*** (-6.61)	0.199 0*** (41.37)	-0.030 9*** (-6.53)	0.199 0*** (41.37)	-0.030 7*** (-6.50)
ROA	-0.004 6*** (-11.89)	0.002 7*** (4.90)	-0.004 6*** (-11.87)	0.002 7*** (4.92)	-0.004 6*** (-11.89)	0.002 7*** (4.89)
Lev	-0.000 9*** (-19.48)	-0.002 9*** (-24.94)	-0.000 9*** (-19.30)	-0.002 9*** (-24.77)	-0.000 9*** (-19.39)	-0.002 9*** (-24.86)
Size	0.011 6*** (14.70)	0.039 3*** (21.56)	0.011 4*** (14.43)	0.038 9*** (21.36)	0.011 3*** (14.18)	0.038 9*** (21.19)
Dual	0.002 3 (0.97)	0.016 6** (2.95)	0.002 1 (0.88)	0.016 1** (2.87)	0.0021 (0.89)	0.016 3** (2.89)
Manage	0.064 7*** (5.66)	0.177 0*** (7.46)	0.067 9*** (5.95)	0.180 0*** (7.57)	0.069 1*** (6.06)	0.184 0*** (7.77)
Ind	-0.048 5** (-2.96)	-0.129 0** (-3.11)	-0.050 2** (-3.06)	-0.130 0** (-3.14)	-0.050 7** (-3.09)	-0.132 0** (-3.19)
Cash	0.127 0*** (14.50)	0.141 0*** (7.51)	0.129 0*** (14.68)	0.142 0*** (7.61)	0.129 0*** (14.64)	0.142 0*** (7.61)
Growth	-0.001 7*** (-4.84)	0.006 0*** (12.96)	-0.001 7*** (-4.86)	0.006 0*** (12.90)	-0.001 7*** (-4.84)	0.006 0*** (12.96)
Year	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control
_cons	-0.192 0*** (-11.32)	-0.550 0*** (-12.62)	-0.185 0*** (-10.91)	-0.538 0*** (-12.39)	-0.183 0*** (-10.63)	-0.533 0*** (-12.23)
N	17 987	17 987	17 987	17 987	17987	17 987
R ²	0.485 1	0.095 7	0.484 6	0.095 7	0.484 7	0.095 9

注:1.***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。2.括号中的数字是T值。3.标准误差经过robust调整。

(四) 内生性问题分析

为了解决可能存在的内生性问题,本文采用滞后一期、固定效应、倾向得分匹配法、Heckman两阶段模型以及DID这5种方法分别进行回归检验,结果列于表5。

1. 滞后一期

对样本进行滞后一期处理时,即将自变量与控制变量进行滞后一期,因变量的时期保持不变,然后进行OLS回归,其结果如表5列(1)所示。在滞后一期的情况下,MLS5的系数为正且具有统计

学上的意义,与主检验结果基本一致,说明多个大股东对现金股利分配起显著的正向作用。

2. 固定效应

对样本进行固定效应处理时,结果如表5列(2)所示,MLS5的系数为正,但是不具有统计学上的意义,但是和主检验符号一致,依然能证明多个大股东促进现金股利的发放。

3. PSM

对样本进行倾向得分匹配处理时,根据最近匹配法按照1:1的比例进行样本配对,第一阶段的概率计算是以所有控制变量为自变量,以公司是否具有多个大股东作为因变量。在计算概率的基础上,重新对样本进行回归检验,回归的结果如表5列(3)所示。在倾向得分匹配下,多个大股东与现金股利的显著正相关关系保持不变且相关系数提高。

4. 双重差分

借鉴 Slaughter^[59]研究中的双重差分模型,将样本期间内发生股权结构变动的样本和在样本期内一直未发生股权变动的样本进行双重差分模型检验。剔除研究期间内在单一大股东与多个大股东之间反复变化的样本公司后,采用姜付秀等^[60]的研究处理方法,当处理组样本公司是由单一大股东变为多个大股东时,选取在样本期间内一直为单一大股东的公司为控制组;当处理组样本公司是由多个大股东变为单一大股东时,选取在样本期间内一直为多个大股东的公司为控制组。构建回归模型(2)如下:

$$\text{Divide}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Change}_i + \beta_2 \text{Treat}_i + \beta_i \text{Control}_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中, β_1 表示股权结构变化前后企业现金股利发放额的差异,Change为股权结构变化的哑变量,即当公司从单一大股东(多个大股东)公司转变为多个大股东(单一大股东)公司时,该值取1。Treat为是否是处理组哑变量,当样本公司为处理组时,Treat赋值为1,若为控制组则为0。Control为前文所述的所有控制变量,同时还控制行业和年度效应,具体结果列示于表5列(3)与列(4)。列(3)表示当公司股权结构从单一大股东变为多个大股东后,企业发放现金股利的变化情况,其中Change的系数显著为正,说明企业由单一大股东变为多个大股东时,会增加现金股利发放;而表5的列(4)则表明当公司股权结构从多个大股东变为单一大股东后,企业发放现金股利的变化情况,其中Change的系数为负,但不显著,说明企业由多个大股东变为单一大股东时,可能会抑制现金股利发放。这两个回归模型证明了控股股东会更倾向于通过公司的关联交易来获取收益,而多个大股东能促进现金股利的发放,抑制控股股东转移公司资源的能力,减轻第二类代理问题,证明本文假设2的可靠性。

5. Heckman

为了排除潜在的样本选择偏差,本文对样本进行Heckman两阶段处理,将不进行现金股利发放的公司年度数据定义为缺失值,采用两步法进行实证检验。每股收益、公司成长性与现金持有水平都会影响公司是否发放现金股利,其中现金持有水平高的企业更倾向于发放现金股利^[54],而成长性低、每股收益高会促进现金股利的发放^[61-62]。因此,在第一阶段回归中,首先进行Logit回归,回归的因变量为是否发放现金股利,将每股收益、公司成长性、现金持有水平作为自变量,进行回归得出逆米尔斯比率IMR,再将逆米尔斯比率IMR加入主回归模型进行第二阶段回归,其结果列示于表5列(6)。从列(6)可以看出,逆米尔斯比率IMR的系数并不显著,证明本文的研究样本并不存在明显的选择偏差,并且主要变量的系数符号及显著性都没有发生变化,证明控制样本选择偏误后本文

的结论仍具有可靠性。

表 5 内生性检验

	(1)	(2)	(3)	(4) 一变多	(5) 多变一	(6)
Variable	滞后一期	固定效应	PSM	DID	DID	Heckman
MLS5	0.007 0*** (4.11)	0.000 8 (0.38)	0.009 7*** (5.86)			0.013 2*** (6.12)
Change				0.015 9*** (3.76)	-0.002 2 (-0.42)	
Treat				-0.006 7* (-1.95)	-0.009 9** (-3.19)	
EPS	0.167 0*** (33.16)	0.161 0*** (60.08)	0.197 0*** (41.26)	0.209 0*** (29.51)	0.197 0*** (26.39)	0.204 0*** (43.98)
ROA	-0.004 0*** (-11.86)	-0.004 0*** (-13.77)	-0.005 1*** (-13.75)	-0.005 9*** (-12.18)	-0.004 4*** (-6.14)	0.000 6 (1.35)
Lev	-0.000 8*** (-18.20)	-0.000 5*** (-9.05)	-0.001 0*** (-22.74)	-0.001 1*** (-19.92)	-0.000 8*** (-10.42)	-0.001 0*** (-14.08)
Size	0.016 0*** (19.87)	0.003 0** (2.59)	0.012 0*** (16.75)	0.011 1*** (12.73)	0.011 5*** (8.53)	0.010 9*** (9.82)
Dual	0.000 8 (0.33)	0.004 3 (1.61)	0.002 1 (0.89)	0.001 7 (0.26)	0.004 5 (1.16)	0.000 9 (0.32)
Manage	0.003 5 (0.29)	0.071 2*** (4.48)	0.060 0*** (5.33)	0.031 2** (2.04)	0.018 8 (0.99)	0.016 5 (1.56)
Ind	-0.061 7*** (-3.48)	-0.029 9 (-1.46)	-0.057 8*** (-3.57)	-0.006 4 (-0.23)	-0.088 5*** (-3.70)	-0.0237 (-1.16)
Cash	0.091 3*** (9.76)	0.145 0*** (18.83)	0.113 0*** (13.17)	0.111 0*** (8.48)	0.145 0*** (9.96)	0.113 0*** (12.47)
Growth	-0.000 8* (-2.18)	-0.004 4*** (-19.13)	-0.001 5*** (-4.37)	-0.001 6** (-3.07)	-0.000 7 (-1.11)	0.004 9*** (10.43)
IMR						0.007 6 (0.72)
Year	No	No	No	Control	Control	No
Industry	No	No	No	Control	Control	No
_cons	-0.260 0*** (-14.83)	-0.000 4 (-0.02)	-0.180 0*** (-11.55)	-0.165 0*** (-6.79)	-0.160 0*** (-5.53)	-0.180 0*** (-11.55)
N	15 545	17 987	17 979	8 522	6 398	17 987
R ²	0.391 8	0.459 0	0.480 4	0.483 5	0.518 0	0.116 2

注:1. ***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。2.在滞后一期、固定效应、倾向得分匹配法以及双重差分中,括号中的数字是T值,而Heckman中括号中的数字是Z值。3.标准误差经过robust调整。

五、进一步分析

上一节的实证检验表明多个大股东会促进企业发放现金股利,但是这一结论是在总样本下得出的,本节将样本细化,深入考虑在不同样本下这一结论是否成立。

(一) 外部环境

考虑到企业所处的外部环境会对企业是否发放现金股利产生影响,现将外部环境分为两类:市

场环境和法律环境。市场化进程与经济水平相关,在市场化程度较高的地区,其经济水平较高,导致投资者的预期回报较高,因此股利分配强度更高^[63-64]。法律越完善的地区,股东越能够通过法律手段获得较高的现金股利^[65-66]。故本文预测当企业所处的外部环境为市场化进程快或法律环境好时,多个大股东会促进现金股利的发放。

本文采用王小鲁等编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中的“市场化总指数”和“市场中介组织发育和法律制度环境”来衡量企业所处地区市场化进程和法律环境^[67]。当样本公司所在地区市场化指数(法律环境指数)高于所有地区平均数时,定义为市场化进程快(法律环境好),反之即为市场化进程慢(法律环境差)。根据企业所处地区的市场化进程以及法律环境分别进行对照研究,可以得到外部环境分组检验的回归结果。限于篇幅,此处省略检验回归结果。市场化分组检验结果发现,在市场化进程快的地区,MLS5的系数为正且显著,而在市场化进程慢的地区,MLS5的系数为负但不显著。这证明在市场化进程快地区的企业中,多个大股东对现金股利的分配有显著的正向影响,而在市场化进程慢地区的企业中,多个大股东对现金股利的分配有负向影响。从法律环境分组检验结果发现,在法律环境好的地区,MLS5的系数为正并且显著;而在法律环境差的地区,MLS5的系数为负但不显著。说明在法律环境好的地区,多个大股东能促进现金股利的分配,而在法律环境差的地区,多个大股东对现金股利的分配有负向影响。

(二) 股权结构异质化

考虑到企业的股权结构异质性对多个大股东与现金股利关系的影响,本文从三个方面衡量股权结构异质性:一是第一大股东的持股比例,按企业第一大股东的持股比例将样本分为绝对控股企业(第一大股东持股比例大于等于50%)、相对控股企业(第一大股东持股比例大于等于20%且小于50%)以及股权分散企业(第一大股东持股比例小于20%);二是企业产权性质,将样本分为国有企业和民营企业;三是高管持股水平,根据高管持股比例的中位数将总样本分为两个部分,若公司的高管持股比例大于中位数则称为高管持股水平高,否则为高管持股水平低。根据这三个方面分别进行对照研究,可以得到股权结构异质性检验回归结果。限于篇幅,此处省略检验表。

当企业存在绝对控股股东时,多个大股东在短时间内难以对其产生制衡作用,不能抑制其获取高额控制权收益的能力,而在相对控股企业或股权分散企业中,多个大股东更容易对第一大股东产生监督作用。故本文预测,在相对控股企业或股权分散企业中,多个大股东与现金股利呈显著正相关关系,多个大股东均会促进现金股利的发放,而在股权分散企业中多个大股东对现金股利的正向促进作用更强。

进一步考虑企业产权性质对多个大股东与现金股利关系的影响。国家控制的企业承担着较多的政策性负担^[68],需要保留较多的现金来实现政策性目标,所以其可能分配较少的股利甚至是不分发股利^[69],因此国家控股上市公司分发现金股利的倾向和力度显著低于民营控股上市公司^[10]。故本文预测,在民营控股企业中多个大股东对现金股利的发放有显著的正向影响。

最后考虑高管持股水平对多个大股东与现金股利关系的影响。当高管持股水平高时,其与股东更容易达成协同目标,减轻第一类代理问题,故高管持股比例越高,企业发放现金股利的意愿及力度越大^[70]。同时,陈红和郭丹的研究也指出企业实施股权激励会正向影响股利分配^[71]。故本文预测,在高管持股水平高的企业中多个大股东与现金股利呈显著的正相关关系,说明在高管持股水平高的企业中多个大股东会显著促进现金股利的发放。

六、结论与建议

随着金融市场的不断发展,投资者在进行投资时更关注能否从投资市场获得稳定性收益,企业是否分配现金股利,但是目前我国的股利支付仍处在一个较低水平且企业间现金股利发放额还存在较大差异,股利发放能在一定程度上传递企业盈利能力信号^[72]。因此,基于公司股权结构变革以及企业与投资者关系,本文以中国上市公司为样本,研究分析多个大股东对现金股利的影响。结果表明:(1)多个大股东会促进企业发放现金股利,抑制控股股东转移企业资源的能力,减轻第二类代理问题,经稳健性检验和内生性检验后,本文结论依旧成立。(2)市场化进程快或法律环境好均会正向影响多个大股东与现金股利的关系;同时,在相对控股企业、股权分散企业、民营控股企业以及高管持股水平高的企业中,多个大股东会显著促进现金股利的发放。本文丰富了对现金股利影响因素的研究,为研究现金股利提供了新的视角,同时丰富了股东影响企业决策机制的研究。

公司与投资者关系一直是学术界研究公司金融的重点之一,本文的研究结论具有如下现实意义:(1)可以增加公司高管的持股比例,从而增强高管对现金股利的敏感度,提高高管工作效率并增加企业价值,提高高管分配现金股利的意愿。(2)政府可以通过加快公司所在地区的市场化进程,建立良好的法律制度环境,提高公司分配现金股利的意愿,从而保护投资者利益,营造良好有序的投资环境,建设稳定和谐的金融市场。

参考文献:

- [1] BHATTACHARYA S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy [J]. *Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 259-270.
- [2] AGGARWAL R, CAO J, CHEN F. Information environment, dividend changes, and signaling: Evidence from ADR firms [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(2): 403-431.
- [3] 董奕. 我国上市公司现金股利支付水平实证研究 [J]. *求索*, 2011(8): 18-20.
- [4] GIRIATI. Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firm's value: (A study about agency theory) [J]. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2016, 219: 248-254.
- [5] 陈信元, 陈冬华, 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, 151-154.
- [6] DEANGELO H, DEANGELO L, SKINNER D J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(3): 425-456.
- [7] LINTNER J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes [J]. *American Economic Review*, 1956, 46(2): 97-113.
- [8] 权小锋, 滕明慧, 吴世农. 行业特征与现金股利政策: 基于 2004—2008 年中国上市公司的实证研究 [J]. *财经研究*, 2010(8): 122-132.
- [9] BAKER M, WURGLER J. A catering theory of dividends [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [10] 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, 136, 172.
- [11] 刘孟晖. 内部人终极控制及其现金股利行为研究: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. *中国工业经济*, 2011(12): 122-132.
- [12] 任力, 项露菁. 公司治理结构对现金股利分配的影响 [J]. *经济学家*, 2015(5): 43-51.
- [13] JIANG F X, KIM K A. Corporate governance in China: A modern perspective [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 190-216.
- [14] HOLDERNESS C G. The myth of diffuse ownership in the United States [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(4): 1377-1408.
- [15] BAGWELL L S. Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity [J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(1): 71-105.

- [16] 罗本德. 论大股东与中小股东的利益冲突[J]. 社会科学研究, 2007(3): 90-94.
- [17] DHARWADKAR B, GEORGE G, BRANDES P. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective[J]. *Academy of Management Review*, 2000, 25(3): 650-669.
- [18] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [19] CHEN W T, LI S M, CHEN C X. How much control causes tunneling? Evidence from China[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2017, 10(3): 231-245.
- [20] MAURY B, PAJUSTE A. Multiple large shareholders and firm value[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2005, 29(7): 1813-1834.
- [21] CHEUNG Y, JING L H, LU T, et al. Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17(3): 372-393.
- [22] 唐跃军, 谢仍明. 股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应: 来自 1999—2003 年中国上市公司的证据[J]. *中国工业经济*, 2006(2): 120-128.
- [23] 王信. 从代理理论看上市公司的派现行为[J]. *金融研究*, 2002(9): 44-52.
- [24] 郝云宏, 汪茜, 王淑贤. 多个大股东与公司治理研究[J]. *浙江工商大学学报*, 2016(2): 102-110.
- [25] BETHEL J E, LIEBESKIND J P, OPLER T. Block share purchases and corporate performance[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(2): 605-634.
- [26] BENNEDSEN M, WOLFENZON D. The balance of power in closely held corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2): 113-139.
- [27] 罗进辉, 万迪旸. 控股股东的控制权私人收益: 理论模型与经验证据[J]. *系统工程理论与实践*, 2011(2): 229-238.
- [28] 罗琦, 彭梓倩, 吴哲栋. 控股股东代理问题、现金股利与权益资本成本[J]. *经济与管理研究*, 2017(5): 125-133.
- [29] CHAKRABORTY I, GANTCHEV N. Does shareholder coordination matter? Evidence from private placements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(1): 213-230.
- [30] CHHAOCHHARIA V, GRINSTEIN Y. CEO compensation and board structure[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(1): 231-261.
- [31] 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.
- [32] 谢军. 现金股利政策、大股东掏空和资源配置: 基于公司成长性的分析[J]. *经济评论*, 2008(6): 62-70.
- [33] 朱冰, 张晓亮, 郑晓佳. 多个大股东与企业创新[J]. *管理世界*, 2018(7): 151-165.
- [34] JIANG F X, CAI W J, WANG X, et al. Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50: 66-83.
- [35] CAO F, PENG S L, YE K T. Multiple large shareholders and corporate social responsibility reporting[J]. *Emerging Markets Review*, 2019, 38: 287-309.
- [36] ALI A, CHEN T Y, RADHAKRISHNANS. Corporate disclosures by family firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 44(1/2): 238-286.
- [37] LIU Q, LU Z. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(5): 881-906.
- [38] CORE J E, HOLTHAUSEN R W, LARCKER D F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3): 371-406.
- [39] PAGANO M, RÖELL A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(1): 187-225.
- [40] FANG Y L, HU M, YANG Q S. Do executives benefit from shareholder disputes? Evidence from multiple large shareholders in Chinese listed firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51: 275-315.
- [41] FACCIO M, LANG L H P. The ultimate ownership of Western European corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 365-395.
- [42] VILLALONGA B, AMIT R. How are US family firms controlled?[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(8): 3047-3091.
- [43] YOUNG M N, PENG M W, AHLSTROM D, et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective[J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45(1): 196-220.
- [44] MA J, KHANNA T. Independent directors' dissent on boards: Evidence from listed companies in China[J]. *Strategic*

- Management Journal, 2016, 37(8): 1547-1557.
- [45] HE W, LUO J H. Agency problems in firms with an even number of directors: Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2018, 93: 139-150.
- [46] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [47] FAN J P H, WONG T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33(3): 401-425.
- [48] VILLALONGA B, AMIT R. How do family ownership, control and management affect firm value?[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(2): 385-417.
- [49] EDMANS A, MANSO G. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(7): 2395-2428.
- [50] GUTIÉRREZ L H, POMBO C. Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia[J]. Journal of Economics and Business, 2009, 61(2): 112-139.
- [51] LAEVEN L, LEVINE R. Complex ownership structures and corporate valuations[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 579-604.
- [52] 魏志华, 李常青, 吴育辉, 等. 半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论: 基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(7): 55-61, 97.
- [53] 魏明海, 黄琮宇, 程敏英. 家族企业关联大股东的治理角色: 基于关联交易的视角[J]. 管理世界, 2013(3): 133-147, 171, 188.
- [54] 卢建词, 姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配[J]. 经济管理, 2018(2): 5-20.
- [55] EDMANS A, FANG V W, ZUR E. The effect of liquidity on governance[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(6): 1443-1482.
- [56] BHARATH S T, JAYARAMAN S, NAGAR V. Exit as governance: An empirical analysis[J]. The Journal of Finance, 2013, 68(6): 2515-2547.
- [57] 郝阳, 龔六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 经济研究, 2017(3): 122-135.
- [58] 邓鸣茂. 股权结构、税收差异与股利支付选择[J]. 证券市场导报, 2015(9): 41-48.
- [59] SLAUGHTER M J. Trade liberalization and per capita income convergence: A difference-in-differences analysis[J]. Journal of International Economics, 2001, 55(1): 203-228.
- [60] 姜付秀, 王运通, 田园, 等. 多个大股东与企业融资约束: 基于文本分析的经验证据[J]. 管理世界, 2017(12): 61-74.
- [61] 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, 94-95.
- [62] 谢军. 现金股利、股权结构和组织特征: 一个 Logistic 分析[J]. 商业经济与管理, 2007(3): 62-67.
- [63] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为: 来自中国 A 股公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007(7): 120-128, 172.
- [64] 杨兴全, 张丽平, 陈旭东. 市场化进程与现金股利政策: 治理效应抑或缓解融资约束?[J]. 经济与管理研究, 2014(5): 76-84.
- [65] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2): 3-27.
- [66] 赵中伟. 控制结构、法律保护与股利政策: 对香港本地公司和内地 A 股上市公司的比较研究[J]. 经济管理, 2012(1): 114-121.
- [67] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告 2016[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [68] 林毅夫, 刘明兴, 章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究[J]. 管理世界, 2004(8): 81-89, 127-156.
- [69] ABDELSALAM O, EL-MASRY A, ELSEGINI S. Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market[J]. Managerial Finance, 2008, 34(12): 953-964.
- [70] 董艳, 李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题[J]. 经济学(季刊), 2011(3): 1015-1038.
- [71] 陈红, 郭丹. 股权激励计划: 工具还是面具: 上市公司股权激励、工具选择与现金股利政策[J]. 经济管理, 2017(2): 85-99.

[72] 马鹏飞,董竹. 股利多样化策略下的信号效应研究[J]. 经济经纬, 2020(1): 123-131.

Research on multiple large shareholders and cash dividends distribution

WEI Feng, CHEN Yingying

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

Abstract: Corporate cash dividend is a controversial issue in corporate finance, which has always been the focus of financial scholars. In view of the fact that there are multiple major shareholders in Chinese companies and the fact that the company pays low and discontinuous cash dividends, based on the systematic analysis of the enterprise growth cycle, the industry in which the enterprise is located, the needs of investors and the influence of controlling shareholders on the enterprise's cash dividend distribution decision, this paper studies multiple major shareholders and cash dividends in the same framework, theoretically analyzes and empirically tests that multiple major shareholders affect the distribution of cash dividends by affecting the first type of agency problem and the second type of agency problem. Based on the perspective of whether the company has multiple major shareholders and the relationship between multiple major shareholders acting in concert, this paper takes the listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2008 to 2017 as a sample, and uses stata15.0 to conduct fixed effect regression to empirically test the impact of multiple major shareholders on the company's cash dividend distribution decision. The empirical results show that there is a significant positive correlation between multiple major shareholders and cash dividends, that is, enterprises with multiple major shareholders are more inclined to pay cash dividends. Considering the possible measurement errors of independent variables and dependent variables, as well as the impact of endogenous problems such as two-way causality and missing variables between cash dividends and multiple major shareholders, the possible endogenous problems are reduced by changing the measurement methods of independent variables and dependent variables, using propensity score matching method, Heckman two-stage model and DID. The empirical results are still valid. Further considering the heterogeneity factors such as the company's legal environment, the company's holding reality, the nature of the company's ownership and the level of senior executives' shareholding, it is found that when the external environment of the enterprise is a fast marketization process or a good legal environment, there is a significant positive correlation between multiple major shareholders and cash dividends, that is, multiple major shareholders will promote the distribution of cash dividends; In relative holding enterprises, decentralized enterprises, private holding enterprises and enterprises with high executive shareholding level, multiple major shareholders also have a significant positive correlation with cash dividends, which can also promote enterprises to distribute cash dividends. The research of this paper not only enriches the research on the influencing factors of cash dividends, but also enriches the research on the decision-making mechanism of shareholders, and provides inspiration for enterprises to improve the relationship between enterprises and investors from the perspective of ownership structure.

Key words: multiple major shareholders; cash dividends; external environment; equity structure

(责任编辑 傅旭东)