

外部治理环境、控股股东股权质押 与现金股利政策

彭文静(博士)

【摘要】 本文以2007~2014年间在中国沪深两市A股上市且发生控股股东股权质押的企业为样本,在对企业实际情况进行分析研究以后发现,企业控股股东如果出现股权质押行为,企业派发现金股利的动机将减弱,股利水平将降低,这就增加了控股股东为获私利侵害中小股东利益的可能性,从而使得控股股东和中小股东之间的代理冲突更为突出。倘若企业派发现金股利的动机减弱,企业就将留存更多剩余现金,这就为控股股东获取私利、取得企业控制权提供了便利,进而对中小股东利益造成侵害。笔者还发现,当企业拥有良好的外部治理环境时,企业现金股利派发意愿将增加,股利派发水平将上升,进而使得企业投资者得到更多的现金,有助于降低其投资风险,更好地保护企业投资者利益。同时,当企业拥有更好的外部治理环境时,企业控股股东股权质押对企业现金股利派发政策的不利影响将大大减弱。

【关键词】 外部治理环境; 股权质押; 控股股东; 现金股利

【中图分类号】 F273.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)14-0019-7

最近几年以来,中国资本市场不断完善发展,作为一种新兴担保融资方式,企业股权质押在我国资本市场表现出更高的活跃度。一方面,股权质押有助于拓宽企业的融资渠道;另一方面,企业股权质押实质标的只和企业财产性权利有关,而控制权仍属于出质人,导致这部分股权的控制权和现金流权分离,使得企业中小股东和控股股东之间出现代理问题,而企业派发现金股利能有效缓解这种代理问题。然而,如果控股股东股权质押行为会造成企业两权分离度加剧,是否会造成控股股东为获私利进而减少企业现金股利派发呢?不断完善企业外部治理环境可以有效地对两权分离导致的代理问题进行约束,那么改善企业外部治理环境能否缓解企业大股东股权质押行为对企业现金股利派发政策的不利影响呢?本文将就上述问题进行研究。

一、文献综述

(一)国外研究

Micah S. Officer(2003)指出,企业股权质押会造成企业现金流权和控制权分离程度的加剧,并且控股股东将采取利益输送方式对企业财务恶化造成的损失加以弥补。因此,企业控股股东的行为将加剧企业大股东和企业中小股东之间的代理问题,也就会进一步增强企业大股东对企业利益进行侵占的动机。Emre Unlu(2000)对全球33个国家中的4000家企业横截面数据加以分析后指出,企业发放现金股利是对中小股东法律保护制度不断完善的结果。也就是说,企业外部治理环境和企业现金股利政策之间有着明显的正向关联性。

Thanh Truong 和 Richard Heaney (2007)对全球37个国家8279家上市企业进行了研究分析后指出,控股股东行为和企业股利政策之间的关系将会影响控股股东侵害中小股东利益的能力以及对企业管理人员加以监督的动机。当企业具有较差的外部治理环境时,企业控股股东作为内部人,更倾向于经由其他渠道获取私利、得到企业控制权,并降低企业股利发放水平。此时,企业中小股东几乎无法对自己的权益进行保护,投资收益将会降低。而当企业具有较好的外部治理环境时,对投资者会有较为完善的保护,企业中小股东对于股利的需求将会不断降低。

(二)国内研究

陈信元(2003)研究了佛山照明高派现股利政策案例后指出,企业现金股利政策是控股股东用以对企业利益进行侵占的工具,而不是满足企业中小股东利益的手段。刘峰(2004)研究分析了五粮液高派现股利政策后发现,企业控股股东会借助于现金股利政策以输送利益方式来获取私利。周县华(2008)分析了驰宏锌锗高股利政策,也得到了诸如上述研究者一样的结论。他认为,因为对关联交易有着十分严格的监督,企业控股股东缺乏进行关联交易的方法,因此他们选择借助于高股利政策套取企业现金。夏立军(2011)利用王小鲁(2011)提供的我国各区域市场化进程这一变量代表市场化进程,从市场化进程角度研究分析公有制企业行为和企业价值之间的关系。他发现,县级控股企业拥有更低的价值,因为县级政府在法律约束和监督水平方面有着较差的执行

□ 改革·发展

条件,企业控股股东掏空企业的行为更频繁。然而,随着企业外部治理环境的改善,这种现象将得到极大的抑制,企业价值将得到提升。冯旭南(2011)研究了企业外部治理环境和家族企业价值之间的关系,将企业外部治理环境的代理变量设置为政府质量、执法质量、产权保护等。他发现,具有良好的外部治理环境时,企业两权分离度和企业价值之间的负向关联性将减弱。

(三)文献评述

回顾国内外文献后笔者发现,企业外部治理环境主要有如下三个研究方向:①视企业良好外部治理环境为对企业投资人的保护,并指出其对于缓解企业控股股东和企业中小股东之间的代理冲突问题有着积极作用;②企业外部治理环境会影响企业价值,主要体现在公有制企业和家族企业内;③企业外部治理环境将影响企业的现金股利政策,并从这一问题的分析进而转移到对企业控股股东和企业中小股东代理问题的分析。虽说国内各个地区的市场化进程不均衡,各地区企业的外部治理环境也有着十分明显的差异性,但与国外完善的理论体系相比,我国对于企业外部治理环境的研究为数不多且研究领域集中度较低,尤其缺乏基于企业产权对企业外部治理环境和企业现金股利政策之间关联性的研究文献。因此,对企业外部治理环境、企业现金股利政策和企业价值关联性的研究十分必要。

二、理论分析与研究假设

(一)股权质押与现金股利政策

企业股权质押会造成企业控股股东和企业中小股东之间代理问题的加剧,并且会增强企业控股股东借助于企业剩余现金获取私利,取得企业控制权的动机。与此同时,企业股权质押将会使得控股股东现金流权受限,进而增大其控制权与现金流权的分离度。当企业派发现金股利时,大部分的现金会分给企业的中小股东,并且企业控股股东所得现金股利属于质押标的物。因此对于企业控股股东而言,实施现金股利派发政策成本较高,其更愿意通过其他方式获取私利。在这种情况下,笔者提出如下假设:

H1a:控制其他条件不变,企业控股股东股权质押将会降低企业现金股利派发意愿,随着企业控股股东股权质押比率升高,企业派发现金股利意愿将会不断降低。

H1b:控制其他条件不变,控股股东股权质押将会使得企业现金股利发放水平下降,随着企业控股股东股权质押比率升高,企业派发现金股利的水平将会不断降低。

(二)外部治理环境、现金股利政策和股权质押

1. 市场化水平和现金股利。市场化水平越高就意味着要素市场、产品市场、资本市场、劳动力市场等越完善,金融市场发展水平越高。市场要素机制的完善能够有效提升企业外部治理水平,有效约束控股股东为获私利取得企业控制权,保护企业中小股东利益。倘若企业控股股东通过资金占用、

不公平关联交易和担保手段侵害中小股东利益,获取企业控制权动机较强,那么完善的市场机制会使这类企业被淘汰并且失去再融资能力。这表明完善的市场机制会使控股股东掏空企业的成本不断增加,进而有助于企业实施更好的现金股利政策。随着金融市场的发展,企业和控股股东的融资渠道将不断拓宽,对于内部资金的依赖性将不断降低,融资将更为便利,企业现金股利发放水平将更高。

2. 法治水平和现金股利。随着法治水平的提升,投资者受法律保护的程度将升高,司法效率也将升高,企业将受到更为严格的外部监管,企业信息透明度也将不断增加。法治水平提升有助于良好社会风气的形成,控股股东为获私利掏空企业的动机和行为都将减弱。此外,法治水平提升还使得监管部门更容易发现企业控股股东利用剩余现金获取私利、取得企业控制权、侵害企业中小股东利益的行为,并对其进行严厉处罚。上述情况表明,法治水平提升将增加企业控股股东侵害企业中小股东利益的边际成本。与此同时,企业派发现金股利的意愿将上升,现金股利的派发水平也将不断提高。因此,法治水平的提升在一定程度上可以缓解企业管理人员和股东、企业控股股东和中小股东之间的利益冲突。

3. 政府干预与现金股利。企业具有良好治理环境意味着企业受到的政府干预较少。事实上,我国很多上市企业的前身都是公有制企业,因此难免会出现政府干预的情况,并且法律约束有时候很难对政府干预加以有效限制。此外,出于税收、就业和社会稳定等方面考虑,政府常将这些政治目标内化到其控制的企业当中,并且通过更少派发现金股利,留存更多现金在企业内来实现这些目标。当政府干预较少时,公有制企业的办事效率将有极大的提升,企业会留存更少的利润,内部压力相对较低,因此上市企业现金股利支付意愿将有所增加,企业现金股利支付水平将有所上升。

基于上述分析可知,企业要想拥有良好的治理环境,需要较高发展程度的金融市场、完善的市场要素机制、较高的法治水平和较少的政府干预。金融市场的发展可以拓宽企业融资渠道,降低企业利润留存动机,减小企业内部压力;市场要素机制的完善可以切实对企业控股股东利用剩余现金获取私利的行为加以约束,进而确保企业中小股东利益不受侵害;法律对于投资者保护程度的提升增大企业控股股东获取私利的成本;政府干预的减少将有效提升公有制企业的运营效率,降低企业内部压力,进而提升企业现金股利支付意愿和水平。在这种情况下,笔者做出如下假设:

H2a:控制其他条件不变,良好的外部治理环境将会提升企业现金股利派发意愿。

H2b:控制其他条件不变,良好的外部治理环境将会提升企业现金股利派发水平。

H3a:控制其他条件不变,良好的外部治理环境有助于缓

解企业控股股东股权质押对于企业现金股利派发意愿的负向影响。

H3b:控制其他条件不变,良好的外部治理环境有助于缓解企业控股股东股权质押对于企业现金股利派发水平的负向影响。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取的研究样本为2007~2014年间在我国A股主板上市并且发布股权质押的企业。为确保数据的合理性和可靠性,本文对初始样本进行了如下处理:①去除非控股股东股权质押公告,总计622个;②去除重复发布的股权质押公告;③去除ST企业、PT企业所发布公告;④去除金融类企业发布的股权质押公告。经过筛选以后,研究样本企业总计1256家,研究样本公告总计2774个。本文所使用的研究数据源于上交所和深交所发布的质押公告和企业年报。大多数数据为手工获取自股权质押公告和年报;企业财务数据源于国泰安(CSMAR)和色诺芬(CCCER)数据库。

(二)变量选取

1. 被解释变量。

(1)现金股利支付意愿。企业现金股利支付意愿(CDP)为哑变量,当企业有支付现金股利行为时,取值为1,反之取值为0。

(2)现金股利支付水平。企业现金股利支付水平(CDR)=每股现金股利/每股收益。

2. 解释变量。

(1)质押比率。企业控股股东股权质押比率(Pledge)=控股股东质押股份/控股股东持有企业股份总数,是衡量控股股东股权质押程度的变量。

(2)外部治理环境。企业外部治理环境(Environment)分别用法治水平指数(Law)、市场化水平总指数(Market)和政府干预指数(Gov)为替代变量,数据源于王小鲁(2011)编制的我国各地区市场化进程数据。因为在一年内同一地区的法治水平、市场化水平和政府干预程度不会有较大的差别,所以本文使用上市企业所在地区2009年治理环境数据来衡量企业外部治理环境。

3. 控制变量。本文根据之前的研究还选择了公司规模、财务杠杆、盈利能力、发展能力、未分配利润、净持股比例、两职合一、年度、行业作为控制变量,具体变量定义见表1。

(三)模型建立

为检验前文中所提出研究假设的正确性,本文共建立六个线性回归模型。为检验企业控股股东股权质押和企业现金股利意愿的关联性,建立回归模型一:

$$\text{Logit}(\text{CDP}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Roa} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Udpps} + \beta_7 \text{Net} + \beta_8 \text{Bdsize} + \beta_9 \text{Dual} + \sum_{i=10}^{14} \beta_i \text{Year}_i + \varepsilon$$

表1 主要变量描述

变量类型	变量名称	变量代码	预计符号	变量定义
被解释变量	现金股利支付意愿	CDP		上市公司派发现金股利时取1,否则取0
	现金股利支付水平	CDR		每股现金股利/每股收益
解释变量	质押比率	Pledge	-	截至报告期期末,控股股东质押股份/其所持公司股份
	外部治理环境	Market	+	市场化水平总指数,用市场化进程的综合得分来衡量
		Law	+	法治水平指数,用市场中介组织的发育和法律制度环境得分来衡量
		Gov	+	政府干预指数,用政府与市场的关系得分来衡量
控制变量	公司规模	Size	+	期初总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	-	期末资产负债率,即负债总额/资产总额
	盈利能力	Roa	+	期末总资产收益率,即净利润/期末股东权益
	发展能力	Growth	-	营业利润增长率,(期末营业利润-期初营业利润)/期初营业利润的绝对值
	未分配利润	Udpps	+	每股未分配利润,未分配利润/总股数
	净持股比例	Net	+	控股股东持股比例减去质押股份占公司总股份的比例
	董事会规模	Bdsize	+	董事会人数
虚拟变量	两职合一	Dual	-	董事长与总经理两职合一时取1,否则取0
	年度变量	Year		用来控制年度固定效应
虚拟变量	行业变量	Indcd		用来控制行业因素的影响

$$\sum_{j=15}^{25} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

为检验企业控股股东股权质押和企业现金股利水平的关联性,建立回归模型二:

$$\text{Tobit}(\text{CDR}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Roa} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Udpps} + \beta_7 \text{Net} + \beta_8 \text{Bdsize} + \beta_9 \text{Dual} + \sum_{i=10}^{14} \beta_i \text{Year}_i + \varepsilon$$

$$\sum_{j=15}^{25} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

为检验企业外部治理环境和企业现金股利分配意愿之间的关联性,建立回归模型三:

$$\text{Logit}(\text{CDP}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Environment} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Roa} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Udpps} + \beta_7 \text{Net} + \beta_8 \text{Bdsize} + \beta_9 \text{Dual} + \varepsilon$$

$$\sum_{i=10}^{14} \beta_i \text{Year}_i + \sum_{j=15}^{25} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

为检验企业外部治理环境和企业现金股利分配水平之间的关联性,建立回归模型四:

$$\text{Tobit}(\text{CDR}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Environment} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Roa} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Udpps} + \beta_7 \text{Net} + \beta_8 \text{Bdsie} + \beta_9 \text{Dual} + \sum_{i=10}^{14} \beta_i \text{Year}_i + \sum_{j=15}^{25} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

为了检验企业外部治理环境对于企业控股股东股权质押和企业现金股利分配意愿所造成的影响,建立回归模型五:

$$\text{Logit}(\text{CDP}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge} + \beta_2 \text{Pledge} \times \text{Environment} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Roa} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{Udpps} + \beta_8 \text{Net} + \beta_9 \text{Bdsie} + \beta_{10} \text{Dual} + \sum_{i=11}^{15} \beta_i \text{Year}_i + \sum_{j=16}^{26} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

为了检验企业外部治理环境对于企业控股股东股权质押和企业现金股利分配水平所造成的影响,建立回归模型六:

$$\text{Tobit}(\text{CDR}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Pledge} + \beta_2 \text{Pledge} \times \text{Environment} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Roa} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{Udpps} + \beta_8 \text{Net} + \beta_9 \text{Bdsie} + \beta_{10} \text{Dual} + \sum_{i=11}^{15} \beta_i \text{Year}_i + \sum_{j=16}^{26} \beta_j \text{Indcd}_j + \varepsilon$$

上述模型中,Environment指的是企业外部治理环境,分别用法治水平指数(Law)、市场化水平总指数(Market)和政府干预指数(Gov)作为替代变量。

四、实证分析

(一)描述性统计

表2是研究变量的描述性统计。在本文中,着重关注现金股利支付意愿和水平两个代理变量。

表2 描述性统计

	Mean	Std	Min	P25	Median	P75	Max	N
CDP	0.4172	0.4933	0	0	0	1	1	1256
CDR	0.3357	2.4133	0	0	0	0.2173	70	1256
Pledge	0.6874	0.2838	0.4720	0.7416	0.8344	0.9835	1	1256
Market	8.6352	2.1705	0.38	7.39	8.76	10.42	11.8	1256
Law	10.6385	5.7017	0.18	6	8.18	16.27	19.89	1256
Gov	8.5751	1.6196	-4.66	8.2	8.95	9.59	10.15	1256
Size	21.6456	1.0209	18.7833	20.9412	21.6170	22.2997	24.8471	1256
Lev	0.5402	0.1847	0.0164	0.4135	0.5537	0.6809	1.0733	1256
Roa	0.0310	0.0569	0.0569	0.0098	0.0283	0.0521	0.5166	1256
Growth	-0.7819	34.1665	-134.51	-0.4834	0.0854	0.7631	219.992	1256
Udpps	0.6242	1.0655	-2.4205	0.1328	0.5254	1.0123	10.7509	1256
Net	0.1185	0.1309	0	0.0051	0.0773	0.1967	0.7713	1256
Bdsie	8.9260	1.9496	4	8	9	9	17	1256
Dual	0.1409	0.3481	0	0	0	0	1	1256

由表2可知,CDP平均值是0.4172,表明在存在股权质押的企业当中,只有41.72%支付了现金股利;CDR平均值是0.3357,表明企业派发的现金股利大概占到企业净利润的33.57%。与此同时,CDP和CDR的中位数是0,表明大概有50%的企业不愿意支付现金股利。虽然证监会最近几年发布了很多政策文件来规范企业的分红行为,例如将企业的股利发放和企业再融资资格挂钩,但是企业整体现金派发意愿和水平都较低,有些企业发放少量现金股利仅仅是为保住再融资资格。Pledge是反映企业控股股东质押其股份意愿的变量。由表2数据可知,Pledge平均值是0.6874,75%分位数是0.9835,最大值是100%。这说明我国上市企业中控股股东股权质押比率非常高,一旦质押股权,通常都会选择高比率质押。

(二)相关性分析

表3是检验模型中各变量相关性的Pearson相关系数矩阵。根据检验结果得知,企业外部治理环境、控股股东质押比率、现金股利支付意愿和水平之间有着明显的关联性。具体分析如下:①Pledge和CDP、CDR在1%的水平上呈现出明显的负向关联性,这表明企业控股股东股权质押行为会使公司现金股利政策受到明显的负向影响。质押比率越高,企业现金股利支付意愿和水平越低,假设H1a,H1b的正确性得到有力支持。②企业外部治理环境的替代变量:Market、Law、Gov和CDP分别在1%、10%、5%的水平上呈现出明显的正向关联性,与CDR分别在5%、1%、5%的水平上呈现出明显的正向关联性,这表明企业外部治理环境的优化可以有效提升企业现金股利支付意愿和水平。假设H2a,H2b的正确性得到有力支持。③企业规模(Size)、每股未分配利润(Udpps)、盈利能力(Roa)、董事会规模(Bdsie)、净持股比例(Net)、双合一(Dual)和CDP、CDR之间有着明显的正向关联性,且均符合前文符号假设,这表明变量的选取具有合理性。④财务杠杆(Lev)、CDP、CDR、发展能力(Growth)有着负向关联性,但这一关联性并不明显。

(三)回归分析

1. 企业治理环境、股权质押和现金股利政策的回归分析。表4是企业治理环境、控股股东股权质押和现金股利支付意愿和水平之间的多元回归结果。表4中列(1)、列(5)是模型一和模型三的回归统计结果,该统计结果表明:Pledge与CDP的回归系数为-1.4972,且在1%的水平上显著;Pledge和CDR的回归系数是-0.2743,且在10%的水平上显著。模型的R值均在0.1以上,表明模型解释力度较强。控股股东股权质押将会使得企业现金股利支付意愿和水平降低,符合前文所作假设,从而验证了H1a、H1b的正确性。

以Market作为外部治理环境替代变量,对模型二、模型四进行回归统计,结果如表4中列(2)和列(6)所示;以Law作为外部治理环境替代变量,对模型二、模型四进行回归统计,结果如表4中列(3)和列(7)所示;以Gov作为外部治理环境

表3 变量相关性分析

	CDP	CDR	Pledge	Market	Law	Gov	Size	Lev	Roa	Growth	Udpps	Net	Bdsize	Dual
CDP	1.000													
CDR	0.6881*** (0.000)	1.000												
Pledge	-0.1383*** (0.000)	-0.1056*** (0.0002)	1.000											
Market	0.0725*** (0.0077)	0.0281 (0.3200)	-0.0029 (0.9169)	1.000										
Law	0.0621** (0.0277)	0.0299 (0.2901)	0.0300 (0.2874)	0.9158*** (0.0000)	1.000									
Gov	0.0618** 0.0284	0.0410 (0.1461)	-0.0096 (0.7338)	0.8378*** (0.0000)	0.6407*** (0.0000)	1.000								
Size	0.3309*** (0.000)	0.1768*** (0.000)	-0.2164*** (0.000)	0.0220 (0.4350)	0.0300 (0.2884)	0.0188 (0.6756)	1.000							
Lev	-0.0015 (0.9588)	-0.0440 (0.1194)	-0.0679** (0.0161)	0.0204 (0.4706)	-0.0149 (0.5967)	0.0337 (0.2325)	0.3907*** (0.0000)	1.000						
Roa	0.2807*** (0.000)	0.1050*** (0.0002)	-0.0924*** (0.0010)	0.0229 (0.4180)	0.0359 (0.2037)	0.0073 (0.7957)	0.0623** (0.0272)	-0.2932*** (0.0000)	1.000					
Growth	0.0815*** (0.0038)	-0.0511*** (0.0701)	-0.0231 (0.4138)	0.0106 (0.7075)	0.0362 (0.1995)	-0.0084 (0.7663)	0.0126 (0.6562)	-0.0725** (0.0102)	0.7487*** (0.0000)	1.000				
Udpps	0.415*** (0.000)	0.169*** (0.000)	-0.1691*** (0.0000)	0.0146 (0.6051)	0.0204 (0.4709)	0.003 (0.9164)	0.4737*** (0.0000)	-0.0678** (0.0162)	0.4403*** (0.0000)	0.1427*** (0.0000)	1.000			
Net	0.1047*** (0.000)	0.0895*** (0.0015)	-0.0895*** (0.0000)	0.0067 (0.8116)	-0.0175 (0.5360)	0.0123 (0.6622)	0.2320*** (0.0000)	0.1142*** (0.0001)	0.0908*** (0.0013)	0.0251 (0.3768)	0.1302*** (0.0000)	1.000		
Bdsize	0.1092*** (0.0001)	0.1132*** (0.0001)	-0.1132*** (0.0000)	-0.0331 (0.2411)	-0.0148 (0.6003)	-0.0294 (0.2973)	0.1553*** (0.0000)	0.1298*** (0.0000)	0.0166 (0.5574)	-0.0081 (0.7761)	0.1088*** (0.0001)	0.1186*** (0.0000)	1.000	
Dual	0.0503* (0.0746)	0.0542* (0.0546)	0.0499* (0.0773)	0.0234 (0.4083)	0.0345 (0.2219)	0.0365 (0.1958)	-0.0363 (0.1984)	-0.0338 (0.2317)	0.0041 (0.8855)	-0.0135 (0.6336)	-0.0165 (0.5845)	0.0783*** (0.0055)	(-0.1267***) (0.0000)	1.000

替代变量,结果如表4中列(4)和列(8)所示。结果表明,外部治理环境的代理变量Market、Gov和CDP在1%的水平上呈现明显的正向关联性,和CDR在5%的水平上呈现明显的正向关联性,法治水平指数Law和CDP在5%的水平上表现出明显的正向关联性,和CDR在10%的水平上呈现出明显的正向关联性,模型的R²值均大于0.1,说明模型解释力度较好。这说明企业拥有较好的治理环境有助于提升企业现金股利支付意愿和水平。这一结果和前文所作预期一致,H2a、H2b的正确性得到有力支持。

就控制变量而言,企业规模(Size)、每股未分配利润(Udpps)、盈利能力(Roa)和现金股利支付意愿、水平之间有着明显的正向关联性,符合前文所作符号假设;发展能力(Growth)和企业现金股利支付意愿、水平之间有着明显的负向关联性,符合前文所作符号假设;双合一(Dual)、财务杠杆(Lev)和企业现金股利支付意愿、水平之间则表现出负向关联性,符合前文所作符号假设,但这一关联性并不明显,表明这两者和企业现金股利支付意愿、水平之间存在较小的负向影响;企业董事会规模(Bdsize)和企业现金股利支付意愿、

水平之间表现出正向关联性,符合前文所作符号假设;净持股比例(Net)与企业现金股利支付意愿、水平之间有着负向关联性,不符合前文所作符号假设,究其原因,可能是因为控股股东股权质押导致其净现金流权受到负面影响。

2. 股权质押与治理环境交叉乘项的回归分析。为了对企业外部治理环境改善和企业控股股东股权质押对企业现金股利政策的负向影响进行考察,本文将质押比率和治理环境交互项引入回归模型,以得到稳健性更高的结论。表5是引入交互项后模型五和模型六的多元回归结果。

以CDP作为被解释变量,对模型五进行回归统计,结果如表5的列(1)~列(3)所示。以CDR作为被解释变量,对模型六进行回归统计,结果如表5的列(4)~列(6)所示。结果表明:①Pledge与企业现金股利支付意愿及水平都在1%的水平上呈现出负向关联性;②Pledge与Market的交互项和企业现金股利支付意愿在5%的水平上表现出明显的正向关联性,与现金股利支付水平在10%的水平上表现出明显的正向关联性;③Pledge和Law交互项和企业现金股利支付意愿、水平之间表现出正向关联性但是却不明显;④Pledge和Gov交互

表 4 股权质押、治理环境与现金股利政策回归结果

	Logit 回归(被解释变量:CDP)				Tobit 回归(被解释变量:CDR)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Pledge	-1.4972*** (-2.97)				-0.2743* (-1.89)			
Market		0.097*** (3.01)				0.0202** (2.10)		
Law			0.0274** (2.23)				0.0063* (1.70)	
Gov				0.1264** (2.59)				0.0312 (2.34)
Size	0.7063*** (6.82)	0.7442*** (7.21)	0.7301*** (7.11)	0.7482*** (7.23)	0.1912*** (6.38)	0.1972*** (6.61)	0.1953*** (6.43)	0.19932*** (6.65)
Lev	-0.5192 (-1.13)	-0.680 (-1.48)	-0.615 (-1.34)	-0.700 (-2.46)	-0.314** (-1.52)	-0.342** (-2.34)	-0.342** (-2.56)	-0.348*** (-2.60)
Roa	12.251*** (5.88)	12.465*** (5.98)	12.552*** (6.03)	12.374*** (5.94)	2.113*** (4.16)	2.155*** (4.24)	2.174*** (4.27)	0.142*** (4.22)
Growth	-0.099* (-1.83)	-0.099* (-1.83)	-0.102* (-1.88)	-0.097* (-1.78)	-0.046*** (-2.80)	-0.046*** (-2.80)	-0.046*** (-2.84)	-0.045*** (-2.76)
Udpps	0.745*** (6.25)	0.732*** (6.17)	0.729*** (6.16)	0.730* (6.15)	0.130*** (3.86)	0.128*** (3.80)	0.129*** (3.83)	0.128*** (3.80)
Net	-0.929*** (-2.72)	-0.234 (-0.43)	-0.201 (-0.37)	-0.211 (-0.39)	-0.465 (-1.49)	-0.022 (-0.14)	-0.030 (-0.19)	-0.023 (-0.19)
Bdsize	-0.352* (-1.74)	-0.316 (-1.57)	-0.318 (-1.58)	-0.326 (-1.63)	-0.094 (-1.58)	-0.091 (-1.60)	-0.092 (-1.60)	0.093 (-1.63)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indcd	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	14.915*** (-6.71)	17.719*** (-8.15)	16.954*** (-7.92)	4.122*** (-8.16)	-18.071** (-6.39)	-4.492*** (-7.38)	-4.492*** (-7.23)	-0.769*** (-7.48)
LR	349.75	350.02	345.83	348.26	211.20	212.08	210.51	213.35
Prob.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Pseudo R ²	0.2049	0.2026	0.2026	0.2041	0.1108	0.1113	0.1105	0.1119
N	1256	1256	1256	1256	1256	1256	1256	1256

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的置信水平上显著, Logit 回归括号内为 z 值, Tobit 回归括号内为 t 值, 下同。

项和企业现金股利支付意愿在 10%的水平上表现出明显的正向关联性, 和企业现金股利支付水平在 5%的水平上呈现出明显的正向关联性。这说明当企业具有良好的外部治理环境时, 控股股东股权质押行为对现金股利支付意愿和水平的负向影响将减弱, 这一点和前文符号假设一致, H3a、H3b 的正确性得到有力支持。

(四) 稳健性检验

为确保本文所得结论的可靠性, 笔者对上述结论进行了稳健性检验:

选取与质押样本相匹配的非质押配对样本以分析股权质押和现金股利政策之间的关联性以及企业外部治理环境改善能不能缓解股权质押行为对企业现金股利政策的负面

影响。非股权质押配对样本选择标准如下: ①和质押行为在同一时期发生; ②和质押样本处在同一行业; ③和质押样本资产规模类似。最终选取配对样本共计 1256 个。

就变量选取而言, 设置了一个新解释变量 YESPledge, 用以表示企业内是否发生了控股股东股权质押行为, 当发生时, 取 1, 反之取 0。因为在进行样本选取时就将资产规模控制考虑在内, 因此在选取控制变量时就没有将资产规模纳入在内, 其余控制变量则与上述变量相同。最后, 得出结论基本与前文一致, 证实了本文研究结论具有稳健性。

五、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文研究发现, 企业控股股东股权质押将会使得企业派

表 5 加入股权质押与治理环境交叉乘项的多元回归结果

	Logit 回归(被解释变量:CDP)			Tobit 回归(被解释变量:CDR)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Pledge	-2.236*** (-3.61)	-1.753*** (-3.27)	-2.487*** (-3.36)	-0.462*** (-2.57)	-0.462*** (-2.29)	-0.572*** (-2.75)
Pledge× Market	0.0876** (2.07)			0.022* (1.78)		
Pledge× Law		0.023 (1.42)			0.007 (1.50)	
Pledge× Gov			0.118* (1.85)			0.035** (2.02)
Size	0.716*** (6.90)	0.706*** (6.83)	0.719*** (6.92)	0.192*** (6.42)	0.190*** (6.36)	0.193*** (6.36)
Lev	-0.568 (-1.22)	-0.517 (-1.11)	-0.575 (-1.24)	-0.326* (-2.43)	-0.313** (-2.43)	-0.331** (-2.46)
Roa	12.385*** (5.92)	12.405*** (5.93)	12.292** (5.88)	2.107*** (4.16)	2.116*** (5.88)	2.095*** (4.16)
Growth	-0.099* (-1.83)	-0.101* (-1.86)	-0.097* (-1.79)	-0.045*** (-2.79)	-0.046*** (-2.82)	0.045*** (-2.76)
Udpps	0.748*** (6.62)	0.747*** (6.26)	0.748*** (6.26)	0.130*** (3.86)	0.132*** (3.86)	0.130*** (3.86)
Net	-2.918*** (-2.70)	-2.945*** (-2.73)	-2.919*** (-2.70)	-0.465 (-1.49)	-0.473 (-1.52)	-0.465 (-1.49)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indcd	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-15.052*** (-6.76)	-14.872*** (-6.70)	-15.125*** (-6.41)	-4.129*** (-6.45)	-4.082*** (-6.34)	-4.161*** (-6.45)
LR	354.12	351.78	353.63	214.40	213.44	215.49
Prob.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Pseudo R ²	0.2075	0.2061	0.2072	0.2072	0.2072	0.1131
N	1256	1256	1256	1256	1256	1256

发现金股利意愿和水平降低,这有可能会增强企业控股股东掏空企业的动机,对企业中小股东利益造成损害,企业控股股东和中小股东之间存在的代理冲突问题将加剧。如果企业较少派发现金股利,将更多现金留存在企业内,控股股东就可以更为容易地获取企业控制权以牟取私利,使得企业中小股东利益受到损害。除此之外,笔者还发现,当企业具有良好的外部治理环境时,企业现金股利的支付意愿与水平将得到提升,企业投资者可获得更多现金流,有助于其降低投资风险。

(二)政策建议

1. 加强建立良好的外部治理机制,不断细化法律制度,提升法治水平。从本文分析结果来看,法治水平提升能够有效遏制企业控股股东获取企业控制权以牟取私利的行为,进而对企业中小投资者利益提供有效的保护。那么,如何做好法律制度的细化和法治水平的提升呢?笔者认为要从以下方面着手:①不断完善企业信息披露机制,提高所披露信息的

透明度,减少因信息不对称导致的代理问题;②现如今企业中小股东缺乏投票权,难以对企业大股东侵占行为进行有效抵制,所以有必要稀释大股东绝对控制权,进一步完善累积投票制;③建立有效的监督机制,强化企业经济行为监管。

2. 完善股权质押融资信息披露制度。如果中小股东在大股东借助于股权质押获取私利初期未对此问题加以严格监督,会导致其和控股股东之间产生较为严重的代理冲突。此外,大股东无法偿清债务或者出质股权受到处分并被曝光,常常会导致中小股东恐慌性抛售自己的股票。为保护企业中小投资者的利益,稳定我国证券市场,监管部门应进一步强化对企业控股股东的监管。

3. 完善现金股利政策制度。我国企业的现金股利政策为政策导向型,而不是市场导向型。企业进行现金股利发放并非源于企业缺乏投资机会或现金流充裕,也许仅仅是为满足增发政策要求。同样,企业不进行现金股利发放可能也不是因为想要将利润留存在企业内部。除此之外,政策导向型现金股利政策无法很好地发挥企业现金股利应具有治理效应。所以,应该强化市场导向型股利政策建设,以切实发挥其治理效应。

主要参考文献:

- 王斌,蔡安辉,冯洋. 大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J]. 系统工程理论与实践, 2013(7).
- 谭燕,吴静. 股权质押具有治理效用吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(2).
- 艾大力,王斌. 论大股东股权质押与上市公司财务:影响机理与市场反应[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2012(4).
- Micah S. Officer. Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations[J]. Journal of Corporate Finance, 2003(3).
- Emre Unlu. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt[J]. Journal of Financial Economics, 2000(2).
- Thanh Truong, Richard Heaney. Largest shareholder and dividend policy around the world [J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2007(5).
- 作者单位:陕西警官职业学院社会管理系,西安 710043