

· 公共管理 ·

精英治理、股利政策与企业绩效 ——基于A股与“A+H”股的比较研究



□陈 颐^{1,2}

[1. 闽江学院 福州 350108; 2. 福建省高校人文社科研究基地互联网创新研究中心 福州 350108]

[摘要] 我国上市公司的股利政策与其治理结构有无联系? 公司高层愿为治理良好的公司付出多大的溢价? 针对上市公司的分红问题, 运用CSMAR经济金融研究数据库中2008~2015年间我国A股和“A+H”股的数据进行比较研究, 考察公司运作过程中精英治理与股利政策之间的关系。研究发现, 在A股样本中第一大股东的持股比例越高, 公司越趋向于发放较多的现金股利, 说明在中国内地, 股权集中度有助于减少代理成本从而有利于现金股利的发放; 中国股票市场的价格机制鼓励公司多发股利, 这一点有助于解释第一大股东在股利发放中的积极性上, A股比“A+H”股公司相对较高的现象; 上市公司董事长与总经理兼任对股利政策的影响不具显著性, 这说明精英治理中的组织权力相较管理层的所有者权力对股利政策的影响更强; 合理化的精英治理与股利政策对企业绩效具有积极的作用。因此, 针对公司治理与股利分配问题的研究结论对完善治理结构与规范股利政策以及优化资本市场环境可以提供一定的意见参考。

[关键词] 精英治理; 股权结构; 董事会结构; 股利政策

[中图分类号] F831

[文献标识码] A

[DOI] 10.14071/j.1008-8105(2018)-1059

Elite Governance, Dividend Policy and Corporate Performance ——A Comparative Study of A Shares and A+H Shares

CHEN Yi^{1,2}

(1. Minjiang University Fuzhou 350108 China;

2. Fujian University Humanities and Social Sciences Research Base Internet Innovation
Research Center Fuzhou 350108 China)

Abstract Is there any connection between the dividend policy of listed companies in China and their governance structure? How much premium does the company's top management are willing to pay for a well-governed company? In view of the dividend issue of listed companies, the data of China A-shares and “A+H” stocks in the CSMAR Economic and Financial Research Database from 2008 to 2015 were compared to investigate the relationship between elite governance and dividend policy in the operation of the company. The study found that the higher the shareholding ratio of the largest shareholder in the A-share sample, the more the company tends to issue more cash dividends, indicating that in mainland China, equity concentration helps reduce agency costs and facilitates cash dividends. The price mechanism of the Chinese stock market encourages companies to issue multiple dividends. This helps explain the enthusiasm of the largest shareholder in dividend distribution. The A share is relatively higher than the “A+H” stock company. If the chairman of the board of directors also serves as

[收稿日期] 2018-03-09

[基金项目] 福建省科技计划项目软科学研究(2017R0079、2017R0081); 普惠金融与农村电商协同创新中心(闽江学院)开放基金资助。

[作者简介] 陈颐(1979-)女, 经济学博士, 闽江学院海西财政与金融发展研究中心、闽江学院普惠金融与农村电商协同创新中心、福建省高校人文社科研究基地互联网创新研究中心教授。

the general manager, the impact of this situation on the dividend policy is not significant. This shows that the organizational power in elite governance has a stronger influence on the dividend policy than the management owner's power; the rationalized elite governance and dividend policy have a positive effect on corporate performance. Therefore, the research conclusions on corporate governance and dividend distribution can provide some opinions for improving the governance structure and regulating the dividend policy and optimizing the capital market environment.

Key words elite governance; shareholding structure; board structure; dividend policy

一、问题提出

随着精英治理时代的到来,组织内部精英阶层作为团队的中流砥柱将决定着组织绩效的表现。在精英阶层的素质中,起到关键作用的是掌控力和社交网络,这两个因素分别从内部和外部对组织绩效带来深刻的影响。在瞬息万变的市场竞争中,企业竞争的核心不仅在于领导精英掌控力的较量,而且取决于精英通过社会连带网络调配资源的能力。公司的治理机制很大程度上决定了各产权主体间的利益格局以及公司内部利益相关主体对股利政策的支配力度,决定了股利政策中的利益倾向,股利政策作为多边决策的产物必须符合这一既定的格局。股利政策与公司企业绩效密切相关,而企业绩效和核心竞争力主要由企业高管精英阶层的能力和特质决定^[1-3]。

作为公司股利分配的策略,股利政策关系到企业投融资决策和经营业绩,对于公司管理者、股东以及外部投资者的利益都有着举足轻重的影响;同时,股利政策亦受公司治理的影响;稳定且合适的股利政策有利于维护公司的整体形象,吸引投资者进一步实现公司价值的最大化。据国泰安数据库(CSMAR)的数据统计分析,我国2008~2015年的分红公司数呈逐年增长趋势;相较而言,“A+H”股的每股现金分红高于同年度A股上市公司,且成稳步增长的趋势。但实践中,股权分置改革的不彻底性使得理想与现实尚存在着差距,上市公司分红的问题仍未完全解决。我国上市公司对现金分红的方式仍不够重视,倾向于以送股的形式进行利润的分配。

那么,我国上市公司的股利政策市场价值与其治理结构有无联系?公司高层愿为治理良好的公司付出多大的溢价?具体在企业绩效上,高管精英治理结构对股利分配政策有着怎样的影响?其影响路径和机理是什么?已有的信号理论对股利政策的解释过于片面和狭隘,尤其在我国资本市场发展程度不完善的情况下,股利政策存在诸多问题,例如股利支付率较低、股利不分配、代理问题的严重性日益凸显。

鉴于此,本文从高管精英治理的角度切入,以2008~2015年间A股与“A+H”股上市公司为样本,建立了一个融合精英治理和股利政策的综合研究框架,分析了上述两种不同特性的公司治理因素对企业绩效的影响效应,探讨了精英治理、股利政策与企业绩效之间的调节效应和传导途径;比较研究了高管精英治理对股利政策的影响,以期对完善治理结构与规范股利政策以及优化资本市场环境提供意见参考;另一方面,随着“A+H”股交叉上市的兴起,各界普遍认为香港市场拥有比内地市场更为周全的监管功能,对股东的保护也更强大。但由于“A+H”股公司的运营几乎都在内地,香港监管部门对内地的交易制度不熟悉,易导致监管真空。本文将A股上市公司与“A+H”股上市公司的公司治理进行对比,以便为已在内地上市日后预备在香港交叉上市的公司提供参考意见。

本文结构安排如下:第二部分是由理论研究引出的未尽议题与研究假设,第三部分为研究数据、分析方法以及变量设计,第四部分考察精英治理、股利政策与企业绩效的多重影响机制,最后一部分是结论讨论、相关政策建议和未来研究展望。

二、理论推演与研究假设

(一) 理论推演

股利政策作为现代公司理财的重要内容,是对以股息形式向股东支付现金股利进行控制的相关政策,它主要取决于公司的未分配利润和公司的长期盈利能力,当存在现金盈余且暂时不需要动用时,公司管理层便会考虑将部分或全部的现金盈余以现金股利的形式发放给股东。传统的股利政策理论研究将重心放在股利政策对影响股票价值的影响上,主要包括“一鸟在手”理论、税差理论和股利无关论。现代的股利理论主要有信号传递理论和代理成本理论。20世纪以来各国普遍推行股权激励制度,这为股利分配问题的解决提供了新的视角和理解。自Lintner于1956年提出股利分配理论之后,学者们试图以代理、信号及行为金融等理论来解释股利政策,但仍未取得一致结论,Fischer将其视为“股利之谜”^[4]。

合理的股利政策可以有效地平衡所有者和管理者的利益冲突,缓解股东与管理者之间的利益冲突。代理理论认为公司现金股利发放是降低代理成本的一种手段,公司发放现金股利导致自由现金流的减少,一旦管理者通过外部获取更多的资金时,启用新的融资进行投资可以使股东观察到所筹新资金的用途,可以有效地监视管理层;同时,新的资金供应者也会帮助股东监控经理人员,防止经理人员挥霍资金。可见,股利政策有赖于公司治理的结构,完善的公司治理结构可以通过降低代理成本,从而对股利政策的制定起到正面的影响作用。根据资源依赖理论和资源基础理论,公司治理结构很大程度上与企业“精英治理”^①状况相关联^[3]。股利分配作为企业资源配置的一种形式则更依赖于高管的掌控力。因此,企业可以通过掌控核心资源、依托高管精英掌控力来提高自身的资源配置效率,并最终使得企业的绩效水平得以改善。已有研究集中在民主转型、民主化过程中精英的角色与功能、策略等问题上,较少关注精英治理的影响与社会效应。

公司治理理论借助精英主义思想,从内部和外部两方面探究企业精英结构对企业的资源配置效率和绩效的影响,认为高管权力对公司现金股利政策具有显著影响,并进一步影响了现金股利的边际价值。代理理论指出,管理者的代理动机是影响公司现金股利现状的主要原因,高管掌握的权力是实现此动机的途径和手段。资源依赖理论和资源基础理论亦强调了高管的掌控力,由此企业可以依托高管掌控力来提升资源配置效率,通过构建社会关系掌控核心资源,并最终改善企业的绩效水平^[3-5]。企业精英通过制度规范维持共谋运作的秩序:一方面,企业高管精英遵循着正式制度,灵活地运用或制订出符合自身需求的规则;一方面,通过社会关系网络等非正式制度抵抗或否定正式制度,实现共谋的利益最大化。有研究已表明精英治理状况对公司的股利政策起到了不可忽视的作用^[6-7]。然而,Mansourinia, Emamgholipour, Rekabdarkolaei和Hozoori等学者的研究结果发现董事会的独立性和CEO与董事会主席是否兼任,与股利支付没有显著相关^[8]。可见,在精英治理上,关于股利政策的影响,现有研究尚未得到一致的结论。

(二) 研究议题与假设

精英治理反映了公司上层掌控资本与权力的情况,借鉴张祥建等的研究^[3],分别选择以“股权集

中度”反映组织权力,以“高管兼任”反映所有者权力进行分析。

1. 股权集中度与股利支付

股权结构是公司治理结构的基础。股权集中度是度量公司的股权分布状况与鉴定公司稳定性强弱的重要指标,对股利政策有着重要的影响。已有研究表明股息支付率可能与控制和监督经理层有关^[9-10],作为企业精英,高管和董事会成员在股利支付决策中发挥了关键作用^[11]。股东对管理层监管的增强可以减少管理层控制的现金,从而减少管理层因缺乏监督而肆意浪费资源的机会;当公司的第一大股东比例增加时,形成了对管理层的监督,降低了由管理者铺张浪费和谋取私利所产生的代理成本。姚根、王杰华、刘益鸣等研究结果发现第一大股东持股比例与股利支付率成正相关,即当第一大股东的持股比率越高时,控股股东进行追逐自身财富最大化的动机越大,越倾向于发放高股利^[12]。因此,根据上述分析,我们提出假设1:上市公司股利支付与第一大股东持股比例正相关。

2. 高管兼任与股利支付

已有研究表明,总经理与董事长的两职合一与现金股利分配力度呈负相关关系^[13-14]。就董事长与总经理兼任而言,董事长和总经理各自代表着不同的利益阶层:董事长为董事会和股东的利益代表;总经理则是公司的代理人,协助公司经营。由于二者所代表的利益阶层不同,二者分任的情况下,董事长得以监督总经理,促进公司的运营;当二者兼任时,董事会对总经理的监督力减弱,形成了“自我监督”的形式。因此,董事长与总经理的兼任不利于公司的整体治理与营运,从而影响到股利发放。

鉴于上述分析,我们提出假设2:上市公司股利支付与董事长和总经理兼任情形呈现负相关。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文以2008~2015年A股和“A+H”上市公司为样本,探讨精英治理、股利政策与企业绩效的关系。对于样本的选取,本文遵循以下原则:(1)非金融行业的所有企业;(2)剔除ST股,以防止异常数据干扰;(3)剔除2008~2015年间样本数据不完整的上市公司;(4)剔除2008~2015年间样本数据中极端值和异常值:为消除极端值对分析结果造成偏差,我们对连续性变量进行1%和

99%水平的缩尾处理，以消除异常值对研究结果造成的偏差。本文研究数据来源于国泰安（CSMAR）数据库。

（二）变量测量

1. 因变量

已有研究表明股利政策往往与收益分配有着直接的联系，在过去的股利政策文献研究中，一般采用每股现金股利作为代理变量^[1]。但是近年来，我国股利支付率与公司的盈利水平有一定的相关性，选择股利支付率作为代理变量可以规避绝对指标的缺陷。因此本文采用股利支付率作为股利政策的代理变量，股利支付率=每股现金股利/每股收益。

2. 预测变量

精英治理反映了公司上层掌控资本与权力的情况，借鉴张祥建等的研究^[3]，使用企业层面的微观数据对公司上层掌控资本与权力的情况进行测度，主要选择从组织权力和所有者权力两个层面进行测算，分别选择以下指标作为代理变量进行分析：以“股权集中度”反映组织权力；以“高管兼任”反映所有者权力。主要预测变量“股权集中度”即第一大股东持股比例、“高管兼任”董事长与总经理兼任情况。以此来反映精英治理状况，并进一步研究精英治理、股利政策与企业绩效之间的影响关系。

（1）第一大股东持股比例=第一大股东持股数/总股本，指标反映了股权集中度。

（2）董事长与总经理兼任情况主要是用来衡量董事会高层管理人员的影响力，用虚拟变量表示；当样本公司的董事长与总经理兼任，则将其赋值为1，否则赋值为0。

3. 控制变量

本项研究的控制变量包括反映公司状况特征的一些变量，包括净资产收益率、公司成长性、公司

规模、持有资金、资产负债率、上市年数。

（1）净资产收益率：公司的盈利能力对股利支付率有一定的影响。一般情况下，盈利能力越强的公司，越倾向于发放股利。净资产收益率主要反映了股东的收益率，更加贴近本文所要观测的主题，因此本文采用净资产收益率（ROE）衡量公司的盈利能力。

（2）公司成长性：本文采用销售收入增长率衡量公司成长性。通常情况下，公司的销售收入增加时，公司利润越多，支付股利的动机越强。其计算公式为第*t*年的销售增长=（销售额_{*t*年}-销售额_{*t-1*年}）/销售额_{*t-1*年}。

（3）公司规模：多数研究发现，上市公司规模越大，其稳定性就越高，筹集资本能力就越强，因此越倾向于发放股利。本文公司规模取营业总收入的自然对数，用SIZE来表示。

（4）持有资金：以“货币现金/营业总收入”测算。当公司持有较多的货币资金时，发放股利的动机也会越高。用CYZJ来表示。

（5）资产负债率：以“负债总额/资产总额”测算，反映债务人对股利政策的限制。通常情况下，当一家公司的负债率越高，到期偿还债务的压力就越大，财务风险也相应增大，从而公司的债务人对公司的监督力度也会相应加强。因此，我们认为债务高的公司不倾向于发放股利而是保留更多的留存收益来应对应当偿还的债务。

（6）上市年数：以公司的上市年份与样本年份间距来测算。上市年数较小的公司更愿意把盈余进行再投资以扩大公司的业务和规模；相比之下，上市年数越大的公司发放股利的倾向则越高^[15]。

具体变量整理见表1。

表 1 变量测量

	变量	代码	测量说明	前人研究	预期影响
因变量	股利支付	GLZF	股利支付率=股息/盈利比率	Zhang, H. (2008)	
	股权集中度	FIR	第一大股东持股比例，第一大股东持股数除以总股本	孙琦 (2010)	+
预测变量	董事长兼任	DSJR	以董事长与总经理是否兼任衡量董事会高层管理人员的影响力。董事长与总经理兼任，则指标赋值为1，否则赋值为0。	Zhang, H. (2008)	-
	净资产收益率	ROE	净利润/所有者权益	Fama and French (2001)	+
	公司成长性	GROWTH	第 <i>t</i> 年的销售增长=（销售额 _{<i>t</i>} -销售额 _{<i>t-1</i>} ）/销售额 _{<i>t-1</i>}	Fama and French (2001)	+
	公司规模	SIZE	营业总收入的自然对数	Fama and French (2001)	+
控制变量	持有资金	CYZJ	按年度销售额计算的会计年度现金余额，即货币现金/营业总收入	Durnev and Kim (2003)	+
	资产负债率	ZCFZ	反映债务人对股利政策的限制，即负债总额/资产总额	DeAngelo等 (2004)	-
	上市年数	AGE	公司上市年数，以公司的上市年份与样本年份间距来测算	Zhang, H. (2008)	+

四、研究发现

（一）描述性分析

股权分置改革后的2008~2015年期间，上市公司平均每股现金股利的额度变化不大，没有显著的上涨的迹象。而且，一些公司存在着过度分红的不协调的状况。这说明上市公司的股利政策欠缺稳定性。

表2列示了全部样本及其分组中A股上市公司

与“A+H”股上市公司的比较。根据表格所展示的内容，“A+H”股公司的股利支付率（平均值=0.29）稍低于A股上市公司（平均值=0.30），二者差异并不大。从公司治理的角度上看，A股第一大股东的持股比例低于“A+H”股上市公司第一大股东新持股比例，二者的平均值分别为37.8%和41.4%。董事长与总经理兼任情况的描述统计中，A股平均值为0.22，而“A+H”股的平均值却只有0.1。

表 2 描述统计

变量	全部样本N=5987				A股N=5669				“A+H”股 N=318			
	平均值	标准差	最小值	最大值	平均值	标准差	最小值	最大值	平均值	标准差	最小值	最大值
GLZF	0.30	0.18	0.01	0.99	0.30	0.18	0.01	0.99	0.29	0.16	0.02	0.90
FIR	37.99	15.63	3.62	89.41	37.80	15.53	3.62	89.41	41.40	16.90	5.41	86.35
DSJR	0.21	0.41	0.00	1.00	0.22	0.41	0.00	1.00	0.10	0.30	0.00	1.00
ROE	0.12	0.07	0.00	0.63	0.12	0.07	0.00	0.63	0.13	0.07	0.02	0.48
GROWTH	0.16	0.23	-0.84	0.98	0.16	0.23	-0.84	0.98	0.14	0.20	-0.57	0.91
SIZE	21.85	1.44	17.41	28.69	21.71	1.29	17.41	27.50	24.32	1.71	21.04	28.69
CYZJ	0.32	0.23	0.01	0.99	0.32	0.23	0.01	0.99	0.26	0.20	0.01	0.99
ZCFZ	0.44	0.20	0.01	0.95	0.44	0.20	0.01	0.95	0.56	0.19	0.12	0.93
AGE	9.00	6.12	1.00	24.00	8.99	6.13	1.00	24.00	9.31	6.06	1.00	24.00

（二）回归结果

1. 精英治理对股利支付的影响

分别以“第一大股东持股比例”和“董事长兼

任”为自变量，对模型进行回归分析，检验精英治理对股利支付的影响，探讨精英治理对股利政策和企业绩效之间关系的调节效应。

表 3 精英治理对股利政策影响的模型回归结果

	全部样本	A股	“A+H”股	全部样本	A股	“A+H”股
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
自变量						
FIR	0.302*** (5.038)	0.202*** (5.106)	0.001 (1.257)			
DSJR				0.002	0.001	0.021
控制变量						
ROE	-0.269*** (-7.979)	-0.273*** (-7.781)	-0.272* (-2.152)	-0.265*** (-7.817)	-0.268*** (-7.684)	-0.300** (-1.904)
GROWTH	-0.079*** (-7.584)	-0.082*** (-7.695)	-0.007 (-0.012)	-0.082*** (-7.541)	-0.086*** (-7.668)	-0.007 (-0.138)
SIZE	0.006*** (4.353)	0.007*** (4.310)	-0.005 (0.327)	0.008*** (2.706)	0.010*** (2.886)	-0.002 (-0.573)
CYZJ	-0.029*** (-2.463)	-0.025** (-1.981)	-0.145*** (-2.718)	-0.028*** (-2.780)	-0.023** (-2.289)	-0.147*** (-2.923)
ZCFZ	-0.218*** (-15.377)	-0.220*** (-14.917)	-0.121* (-2.559)	-0.219*** (-15.300)	-0.221*** (-14.909)	-0.132** (-1.960)
Age	-0.002*** (-5.867)	-0.003*** (-6.192)	0.001 (0.485)	-0.002*** (-4.960)	-0.002*** (-5.373)	-0.002*** (0.969)
F值	82.359	80.974	3.578	78.729	77.087	3.604
R ²	0.088	0.091	0.075	0.084	0.087	0.075

注：*，**，***分别代表在10%，5%和1%水平下显著。

表3中的1~3列是第一大股东持股比例对股利政策影响的回归结果。结果显示，全部样本和A股样本中的第一大股东持股比例对股利政策的影响是显著的，表明精英治理与股利政策之间具有显著的正相关关系。精英掌控力越强大，说明其驾驭上市公司的资源配置的能力越强，越有利于促进企业盈利

能力的提高。“A+H”股样本结果则不显著。假设1得到部分支持。对于A股与“A+H”股这一不同结果，Zhang解释认为香港的小股东扮演的监管管理层角色相比内地来说显得更为积极^[16]，并举出电讯盈科的例子，即小股东大胆地挑战了公司的高层管理人员并对公司不支付股息提出质疑；另外，各

界认为香港市场拥有的监管功能比内地市场更规范，对股东的保护也更到位，因此对大股东的制衡或管理者的监督需求不高；而且，中国股票市场的价格机制鼓励公司多发股利，这一点有助于解释A股第一大股东在股利发放中的积极性比“A+H”股公司来得高。本研究结果进一步支持了Zhang的结论^[16]。

模型回归结果4~6列显示，董事长兼任情况与股利政策之间不具显著影响关系。假设2未得到支持，这一结果与吴淑琨等^[17]，王杰华^[18]、张烨^[19]等

研究的结果一致。王杰华认为董事长与总经理兼任有利于提高公司的创新能力，但是却降低了对管理者监管的有效性，导致两职合一对股利发放的影响变得模糊不清。在现实中，决定公司成长的因素有很多，董事长与总经理的兼任并不是决定公司营运水平的单一因素和决定性因素^[18]。

进一步探讨精英治理、股利政策对企业绩效的关系时，以价格溢价来反映企业绩效，以托宾Q作为价格溢价的代理变量进行测算因变量，托宾Q由公司市值除以资产总计计算得来。结果见表4：

表 4 精英治理、股利政策对企业绩效影响的模型回归结果

变量	全部样本		A股		“A+H”股	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
GLZF	0.095	1.458	0.132**	1.958	-0.814***	-4.523
FIR	0.001**	1.451	0.001**	1.264	0.000**	0.176
DSJR	0.038**	1.314	0.036**	1.195	0.011**	0.112
ROE	7.685***	44.333	7.960***	44.052	3.820***	8.467
GROWTH	0.205***	3.872	0.230***	4.215	0.032	0.209
Size	-0.196***	-18.889	-0.212***	-17.443	-0.106***	-4.176
CYZJ	0.017	0.319	0.020	0.357	-0.561***	-3.566
ZCFZ	-2.915***	-40.067	-2.949***	-38.763	-2.010***	-10.318
Age	-0.009***	-4.538	-0.008***	-3.562	0.001	0.190
F值	636.387		591.645		40.654	
R ²	0.516		0.511		0.570	

注：*，**，***分别代表在10%，5%和1%水平下显著。

根据回归结果我们得出以下结论：

（1）A股与“A+H”股上市公司股利发放率对企业绩效影响分别在10%与1%水平下通过显著性检验，说明股利发放对价格溢价有着一定的影响，且“A+H”股的系数大于A股。在回归结果中，上市公司的股利发放与价格溢价系数为正，结果与假设一致。（2）在精英治理与企业绩效的回归结果中，全部通过显著性检验。

2. 稳健性检验

（1）内生性问题讨论

尽管前面的分析能够为精英治理影响股利政策提供强有力经验证据，但是，为了确保结论稳健可靠，须考虑二者之间可能存在的反向因果（Reverse Causality）关系和遗漏变量导致的共同决定（Joint Determination），由此可能会导致模型估计偏误。本文被解释变量股利政策与解释变量精英治理皆是公司层面的行为，可能存在反向因果影响；而“共同决定”是指可能存在不可观测的因素影响精英治理与股利政策之间的关系。为了缓解内生性问题的困扰，本文采用工具变量方法（2SLS）为前文的结论提供一个稳健性检验，以现金支付倾向作为股利政策

的工具变量IV，我们将每年发放现金股利的上市公司赋值为1，不发放现金股利的上市公司赋值为0。

（2）替代企业绩效变量测量的检验

企业绩效以技术创新来反映，根据《中华人民共和国专利法》规定，本文采用上市公司申请的专利总量LnPatent_1和研发投入R&D作为企业绩效的代理变量。其中，股权性质（SOE）：国有企业取1，否则为0，模型中加入行业哑变量（Industrydum）及年度哑变量（Yeardum），以控制行业和年度固定效应。

回归结果表明，上述结论没有发生根本性改变。这表明本文的分析结果基本上是稳定的，见表5。

五、结论

在股权分置改革的背景下，针对上市公司存在着不分红、分红的公司金额较低以及不同公司的分红额度差距大等股利政策问题，本文以2008~2015年A股和“A+H”上市公司为比较样本，从精英治理的角度出发，探讨公司股权结构和董事会结构对股利政策产生的一系列影响，得出以下结论：

表 5 回归的检验结果

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	GLZF	LnPatent ₋₁	R&D	LnPatent ₋₁	R&D
IV	0.808 4*** (16.87)				
GLZF		0.459 5*** (2.81)	0.014 4** (2.47)	0.259 2** (2.00)	0.012 2*** (2.65)
FIR	0.000 4 (1.00)	-0.000 1** (0.03)	0.000 2** (4.62)	0.000 5** (0.46)	0.000 2** (5.32)
DSJR	0.017 8 (1.40)	0.179 9*** (4.38)	0.000 2** (0.12)	0.163 3** (4.95)	0.000 5** (0.38)
ZCFZ	-0.058 2 (-1.52)	0.276 6** (2.12)	-0.062 3*** (-11.46)	0.200 8** (1.96)	-0.067 8*** (-14.87)
SIZE	-0.002 5 (-0.33)	0.519 9*** (19.27)	0.000 6 (0.66)	0.482 0*** (21.50)	0.002 4*** (3.14)
ROE	-0.097 7 (-0.62)	1.135 8* (1.90)	-0.078 3*** (-3.37)	0.807 2* (1.77)	-0.139 3*** (-7.06)
AGE	0.035 2* (1.70)	0.012 3 (0.17)	-0.007 3*** (-3.24)	0.048 0 (0.82)	-0.005 8*** (-3.02)
SOE	0.001 7 (0.12)	0.023 9 (0.51)	-0.001 7 (-1.02)	0.020 6 (0.54)	-0.003 3** (-2.28)
FIR	-0.000 4 (-1.00)	-0.000 0 (-0.03)	-0.000 2** (-4.62)	0.000 5 (0.46)	-0.000 2** (-5.32)
DSJR	-0.017 8 (-1.40)	0.179 9*** (4.38)	0.000 2 (0.12)	0.163 3*** (4.95)	0.000 5 (0.38)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R ²	0.086 2				
Pseudo R ²		0.110 1	0.164 9	0.103 8	0.158 6

注: ***, **, *分别表示在1%、5%、10%水平上显著; 括号中是通过Robust异方差稳健调整的t-statistic; 此外, 通过公司层面的Cluster稳健性检验和Bootstrap稳健性估计, 结果基本一致。(2)~(3)列中被解释变量为第t+1期, (4)~(5)列中被解释变量为第t期。

1. 股权分置改革后的2008~2015年期间, 上市公司平均每股现金股利的额度变化不大, 没有显著的上涨的迹象。而且, 一些公司存在着过度分红的不协调的状况。这些情况说明上市公司的股利政策缺乏稳定性。

2. 通过本文的回归分析, 发现第一大股东持股比例与股利的发放有着正向关联, 即第一大股东的持股比例愈高, 股利的发放率也就愈高。第一大股东的持股比例愈高, 监督管理者的能力就愈强, 对公司的治理也就有所帮助。但是在“A+H”股上市公司的回归分析中发现, 虽然回归分析结果系数也为正, 但是没有通过显著性检验, 原因可能是由于香港市场的监管力度强大, 所以对大股东制衡管理者的需求并不大。

3. 从董事会结构方面上看, 上市公司董事长与总经理兼任与股利支付不相关, 对于这一结果我们认为, 虽然两职合一有助于公司的创新力的提高, 但是可能会降低对公司管理者监管的有效性, 所以董事长与总经理两职合一对公司的股利发放的影响关系较为模糊。

通过精英治理的分析, 我们得出的结论对未来政策方向的启示如下:

(1) 从股权结构上看, 适宜的股权集中对公司的发展有正向的影响; 从董事会结构上看, 董事长与总经理的兼任对股利发放的作用很微弱, 表明我国的董事会职能并没有完全地发挥其作用, 上市公司的公司治理结构还有待改善。

(2) 虽然股权分置改革已基本完成, 但是由

于我国历史问题的特殊性以及制度的不完善, 导致了一些不符合规则的现象仍然存在。所以应该进一步优化股权结构, 建立多元化的股权结构。发展机构投资者, 促进其多元化的发展。机构投资者的优势在于具有专业化以及规范化的投资特点, 可以理性地选择投资组合, 并且可以对公司的管理者给予专业化的指导与监督, 提高企业的治理水平以及专业性, 促进企业有序、稳定地发展, 对投资者负责; 加强监督大股东的行为, 保护中小股东应有的权利。对于大股东的关联交易、操纵股价、利用私权转移公司利润等阻碍公司发展的行为, 监管部门应防止其滥用私权, 抑制潜在的异常行为, 提升对异常行为的处治效率。

(3) 强化上市公司董事会功能。首先, 规范董事会权责。由于我国的董事会有其“独特性”, 常常是为控股股东在做决策, 且即使做出不利于公司发展的决策, 对其惩戒的条款也不明确。董事会享有权利的同时, 应承担其应有责任, 对于恶意损害公司的行为, 并造成公司亏损的, 应制定相关条款, 完善此类惩戒机制。第二, 完善独立董事制度。通常情况下, 较高的独立董事比例可以提高公司的独立性与监督制约能力, 有益于公司的发展。在回归结果中, 发现在我国独立董事比例越高, 其股利的发放却越低, 说明我国的独立董事制度存有缺陷, 没有尽其作用。所以对于我国独立董事的产生的过程, 应按规范进行, 这才能保证所产生的独立董事不是控股股东推荐产生的, 保证独立董事的“独立性”; 对于独立董事的筛选要进行严格的把

关,对经济与法律一概不知的董事只是“凑人数”,应予以革除,保证董事的职位与其能力相匹配。

最后必须指出的是,由于本文研究使用的是二手抽样调查数据,研究从方法以及内容上或多或少存有不足:本文在对比A股上市公司与“A+H”股上市公司时,没有进行行业的分类。然而现实是,不同数量的样本与不同行业的样本之间进行对比,可能会导致一些误差。在往后的研究中,可以进行行业的分类与样本的匹配。

注释

① 按照帕累托精英的广义界定,精英是指在一个方面或多个方面具有特殊优势的社会成员。(帕累托.普通社会学纲要[M].田时纲,译.北京:三联书店,2001.)“精英”这一用语源于西方“精英主义”理论,“精英主义”是一种诠释政治和社会及其历史发展的方法和思维方式,其逻辑起点是社会异质性,在肯定社会资源分配不平等的基础上进而肯定在权力领域少数统治多数现象的普遍性与必然性,由此,在权力分配不平等这一事实方面,精英理论将寡头精英和芸芸大众区分开来。之后出现的多元主义则用权力分配的弥散性不平等取代权力分配的累积性不平等,打破了寡头精英结构,使得精英主义概念具有多元性面向。达尔(1999)用精英一词表述了“精英多元主义”的概念,阐释了社会精英治理方式可以是民主的模式。

参考文献

- [1] FINKELSTEIN S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation.[J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(3):505.
- [2] 权小锋,吴世农.投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机[J]. *金融研究*, 2010(11): 90-107.
- [3] 张祥建,徐晋,徐龙炳.高管精英治理模式能够提升企业绩效吗?——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. *经济研究*, 2015, 50(3): 100-114.
- [4] 应展宇.股权分裂、激励问题与股利政策——中国股利之谜及其成因分析[J]. *管理世界*, 2004(7): 108-119+126-156.
- [5] LEE C, LEE K, PENNING S J M. Internal capabilities, external networks, and performance: a study on technology-based ventures[J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22

(6-7): 615-640.

[6] IKUNDA C, MUIRU M, KAMAU S M. The Impact of Corporate Governance on Dividend Payout of Manufacturing Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange[J]. *Journal of Finance and Accounting*, 2016, 4(5): 254-261.

[7] KOWALEWSKI O, STETSYUK I, TALAVERA O. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2007.

[8] MANSOURINIA E, EMAMGHOLIPOUR M, REKABDARKOLAEI E A. The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange[J]. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2013, 2(6): 237-241.

[9] EASTERBROOK F H. Two Agency——Cost Explanations of Dividend[J]. *American Economic Review*, 1984, 74(4): 650-659.

[10] JENSEN M C. Agency cost of free cash flow. Corporate finance and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986(76): 132-169.

[11] BRAV A, GRAHAM J R, HARVEY C R. Payout Policy in the 21st Century[J]. *Journal Economics*, 2005, 77: 483-527.

[12] 刘益鸣.我国上市公司治理结构对现金股利政策影响的实证研究[D].沈阳:辽宁大学,2013.

[13] 陈立泰,林川.董事会特征与现金股利分配倾向[J]. *管理世界*, 2011(10): 178-179.

[14] 廖凯敏.董事会特征影响现金股利分配力度吗——基于A股上市公司的实证研究[J]. *中国管理信息化*, 2014, 17(15): 4-6.

[15] 孙琦.公司治理结构对我国上市公司股利政策的影响分析[D].长春:吉林财经大学,2010.

[16] Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland. Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland[J]. *China Economic Review*, 2008(19): 437-459.

[17] 吴淑琨,柏杰,席西民.董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析[J]. *经济研究*, 1998(8): 21-28.

[18] 王杰华.我国上市公司治理结构对股利政策影响的实证研究[D].重庆:西南大学,2010.

[19] 张烨.公司治理视角下上市公司股利政策分析[D].长春:吉林财经大学,2013.

编辑 刘波