基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究
——来自中国证券市场的经验证据

王 茜[1],张 鸣[2]
(1.上海财经大学 会计学院,上海 200433;2.上海财经大学 会计与财务研究院,上海 200433)

摘 要:文章考察了控股股东和经济波动对上市公司股利政策的影响。结果表明,从控股股东的角度来看,第一大股东持股比例越高,公司越愿意支付股利,尤其是现金股利。当考虑了经济波动的影响时我们发现,在经济下降期,公司不再愿意支付股利,即使支付股利,公司也偏向于支付股票股利。此外,不同股权性质的公司在经济波动期的股利政策也不一样。在经济下降期,非国有控股公司第一大股东比例越高,股票股利支付数量越少,现金股利支付数量越多,但是,国有控股公司这种变化并不显著,说明相对于国有控股公司,非国有企业的股利政策更容易受到经济波动的影响。

关键词:控股股东;经济波动;股利政策
中图分类号:F275　**文献标识码**:A　**文章编号**:1001-9952(2009)12-0050-11

一、引　言

当前,关于股利政策影响因素的研究集中于公司特征方面,股权结构是其中一个重要的变量。近年来的研究表明,股权集中已成为普遍现象。在集中的股权结构下,一方面,控股股东有动机也有能力去监督和约束管理层,通过发放股利来减少管理层对公司资金的支配权,从而可以降低所有者和管理者之间的代理冲突。另一方面,由于控股股东与中小股东控股权收益的不同,控股股东可能会利用股利政策去获取控制权的私有利益。

虽然股利政策影响因素的研究范围很广,但这些研究往往集中于公司自身微观层面的分析,忽视了公司所处的外部经济环境,将宏观经济变动对公司股利行为的影响视为外生变量。由于经济波动对公司经营有着重要的影响,公司的财务行为可能会随着经济波动做出相应的调整和改变(Zarnowitz,1985;Mascarenhas 和 Aaker,1989)。譬如,我们观察到,企业在一段时期选

收稿日期:2009-09-09
作者简介:王 茜(1982—),女,江苏建湖人,上海财经大学会计学院博士生,美国新奥尔良大学商学院联合培养博士生;
张 鸣(1958—),男,上海人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师。

择较为稳健的股利政策，但在另一段时期却选择比较激进的股利政策，这些是企业个体特征不同导致的行为，还是一种由于外部经济环境变化带来的集体选择？目前国内尚没有从实证的角度研究宏观经济波动对公司股利政策选择影响的文章。随着国际金融危机的发展，我国经济也发生了较大的波动，因此，研究宏观经济波动对股利政策的影响具有现实意义。为此，我们关注我国经济波动对微观主体经济行为的影响，同时考虑中国制度因素，研究了在不同类型的控制人条件下，控股股东与经济波动对公司股利政策的影响。结论是不同产权性质的公司，面对经济波动的时候，由于受到政府政策影响的不同，会导致股利政策的差异。

二、文献回顾

近年来的研究表明，股权集中已成为普遍现象（Shleifer 和 Vishny，1986；Morck、Shleifer 和 Vishny，1988；La Porta 等 1999；Claessens、Djankov 和 Lang，2000）。股权集中会带来另一类代理问题，即作为控股股东的大股东与小股东之间的代理问题。控股股东具有控制权收益，其中一类是控制权分享利益，另一类是控制权私有利益（Grossman 和 Hart，1988；Holderness，2003）。控制权分享利益是所有股东按股权比例分享的，而私有利益则由控制性股东独享，这种利益不会惠及其他股东。在股权集中的结构下，一方面，控股股东有动机也有能力去监督和约束管理层，从而可以降低所有者和管理者之间的代理冲突，促进企业价值的提升。由于股利是一种所有权共享收益，公司财富可以通过发放股利按照持股比例在所有股东之间进行分配，尤其是发放现金股利，可以避免控股股东掌握过多的自由现金流而侵害公司及其他中小股东的利益，因此，这是一种限制控股股东滥用控制权的有效手段（La Porta 等，2000）。另一方面，控股股东也可能凭借股权比例高的优势享有控制权私有收益，通过上市公司的现金股利（Faccio、Lang 和 Young，2001）、关联交易（Barclay 和 Holderness，1989；Burkart、Gromb 和 Panunzi，1997；Khanna，2000；Aharony、Wang 和 Yuan，2005；Cheung、Rau 和 Stouraitis，2006）、资金占用（Jian 和 Wong，2004）、并购（Bae、Kang 和 Kim，2002）等方式从上市公司转移资源，利用对企业的控制来消费公司的资源或享有公司的货币性、非货币性利益，这些都是中小股东所无法分享的控制权私有收益，并且这些私有收益很可能是对中小股东财富的转移。我们只有将控股股东的这两种行为结合起来分析才可以完整地解释上市公司的股利行为。

关于我国上市公司控股股东对股利政策的影响，一些学者从控制权利益共享的角度出发，认为上市公司派发股利是对投资者的保护，能够连续派发现金股利是盈利能力强的表现，是对上市公司股东的投资回报（朱武祥、杜丽虹，2004）。但另一部分研究则着重于控制权的私有收益，认为控股股东利用现金

股利“掏空”上市公司、进行利益输送(原红旗,2001;陈信元等,2003;刘峰、贺建刚,2004;李增泉等,2004;肖珉,2005;唐清泉、罗党论,2006;唐跃军、谢仍明,2006)。

虽然国内关于公司股利政策影响因素的研究已经取得了不少进展,但大多数研究都是集中于公司自身微观因素的分析。由于公司个体的行为不能独立于外部经济环境的变化,因此,本文试图突破上述限制,将注意力转向宏观经济变化的影响,考察经济波动对公司股利政策变动的作用。

经济波动是西方经济理论中重点研究的一个课题。国外文献中,研究经济波动对公司财务的影响集中于财务战略方面的分析。很多文章建议公司的财务战略应该随着经济波动而调整(Dhalla,1980;Nolan,1982;Greer,1984;Zarnowitz,1985;Mascarenhas 和 Aaker,1989)。一些研究还分析了经济波动对企业投资的影响(Baldwin 和 Ruback,1986;Huizinga,1993;Carpenter 等,1994)。在资本结构方面,Hatzinikolaou、Katsimbris 和 Noulas(2002)从宏观经济波动的角度出发,证明了经济波动对企业财务杠杆的影响。

但这些研究大多以规范研究和案例分析为主,实证考察经济波动对公司财务影响的文献比较少。同时,它们虽然分析了经济波动是否对公司投资、融资等行为产生影响,但忽视了对公司股利政策影响的研究。当经济发生波动时,上市公司各相关利益主体的行为及其对公司财务的影响也会发生一定的变化。一方面,政府会实施一系列的宏观调控政策,在这种情况下,公司股东可能需要进行股利政策的选择来面对经济波动的影响;另一方面,经济波动的不确定增加了股东准确评估公司决策有效性的难度,因此,管理层股利政策的制定可能会随着经济波动发生变化。

由于宏观经济环境对公司微观行为的影响还要受到企业本身的微观制度特性的制约,故经济波动对于不同产权类型公司的影响可能并不一样。因此,研究股利政策的问题,必须将股权结构和经济波动结合起来考察。从股权结构来看,中国上市公司的股权结构既不同于英美股权分散模式,也不同于德、日法人间交叉持股的股权集中模式,而是国有股的“一股独大”。国有企业一直是国民经济的支柱,证券市场建立的初衷是为满足国有企业的筹资要求,解决国有企业转换经营机制的需要。政府采用分拆、重组和剥离等方式,将国有企业中的一些优质资产独立出来,通过股份制改造后上市,成为上市公司,而原有的国有企业则成为上市公司的大股东。由于对国有企业上市全力扶持,使得我国证券市场上国有控股上市公司成为主体。在我国公有制国家的背景下,国有股东身份非常特殊:它既是国有资产的代表,需要保持对国有企业的控制权和实现国有股权的价值最大化;同时,它又处于计划者和管理者地位,还要承担许多非市场的职责和行为。这样一来,相对于非国有控制的公司,国有产权控制的公司受政府的干预程度更大。此外,随着近些年来制度和实践

层面不断完善公司治理和管理，研究经济波动对公司行为的影响就具有重要的理论和现实意义。中国的经济与西方发达的市场经济相比，除了有共同的地方外，还存在着自己的特点。我国的经济增长自 1992 年出现 14.2%的高点以后，随即进入了连续七年的相对下滑状态，到 1999 年跌至 7.1%的低点。从 2002 年起，经济开始逐步增长，居民消费价格指数逐月上升，通货膨胀压力逐渐显现，国家实施了一系列的宏观调控政策，但到了 2008 年，经济增长又开始出现了下滑，在这种情况下，企业将面临更为复杂的经济波动。两类不同产权性质的公司在面对经济波动的时候，其股利政策的制定是否会不同，这将是我们需要研究的。

本文的研究对现有文献主要有以下两个方面的贡献：首先，本文考虑了经济波动这一宏观层面对股利政策制定的作用，这为我们理解经济波动影响公司财务的微观作用机制提供了有益的视角。其次，本文拓展了以往单纯从股权结构等公司特征层面讨论股利政策的研究，分析了不同产权类型的公司在宏观经济波动中的不同表现，这有助于我们了解政府行为的影响。

由于研究股利分配倾向与股利支付高低的影响因素并不是完全相同，股利分配倾向是决定股利是否发放的问题，而股利支付的高低是指在决定支付之后，从数量或者金额上来分析问题。因此，本文将从股利分配倾向和股利支付高低两方面分析上市公司股利政策与控股股东和经济波动之间的关系，为股利政策的理论研究提供进一步的经验证据。

三、研究方法

1. 样本选择

本文选择了在上海和深圳证券交易所具有完备财务数据的上市公司作为研究的样本，我们以 1998－2008 年为研究期间，根据国泰安 CSMAR 数据库和万得 WIND 数据库提供的公司分红数据，同时剔除了以下公司：(1)考虑到金融行业的特殊性，我们剔除金融类上市公司；(2)剔除财务数据缺失的上市公司，最后得到 13 116 个样本观测值。

2. 模型和变量

根据上文的分析，我们使用 Logistic 回归分析方法检验控股股东持股、经济波动对股利分配倾向的影响，同时，运用最小二乘回归法分析两者对股利支付高低的影响。股利倾向的变量方面，我们选择是否支付股利、是否支付股票股利进行分析，而股利支付高低方面，我们将从股票股利和现金股利支付数量两个方面进行讨论，并且选择了每股股票股利和每股现金股利进行分析。

经济波动分为古典型经济波动和增长型经济波动。古典型经济波动是经济总量水平的经济波动，也就是产量绝对值指标的波动，在经济波动的下降阶段，国内生产总值(GDP)绝对下降，出现负增长。而增长型经济波动是根据

经济增长率的上升或下降而定义的经济波动,表现为增长态势速度的加快与放慢,即在经济波动的下降阶段,GDP 并不绝对下降,而是增长率下降,我国目前所处的周期就是属于增长型的经济波动。因此,本文对于经济波动的划分,是根据中国国家统计局公布的 GDP 增长率,将样本所处的阶段分为经济增长率上升期和下降期,[①] 研究经济波动、股权性质对股利政策的影响。此外,根据现有的文献,本文还选取了资本结构、盈利水平、企业规模、行业属性作为控制变量。Kalay(1982)、Easterbrook(1984)认为,资本结构会影响到公司的股利政策。Baker、Farrelly 和 Edelman(1985)认为,公司的股利发放与公司盈利能力有关。Crutchley 和 Hansen(1989)认为股利政策受到公司规模的影响。Dhrymes 和 Kurz(1967)研究发现,不同行业的股利政策存在差异。具体指标说明见表1。

表1 变量及符号定义表

变 量	符 号	定 义
因变量	Lsc	当公司支付股利时取1,否则为0
	Lsd	当公司支付股票股利时取1,否则为0
	Sd	每股股票股利(每股送红股数量)
	Cd	每股现金股利(每股派现金金额)
解释变量	Big1	第一大股东持股比例
	Down	当经济增长率处于下降期时取1,否则为0
控制变量	Lev	年末负债总额与总资产的比值
	Eps	年末净利润与总股数的比值
	Size	年末总资产的自然对数值
	Industry	行业虚拟变量,当样本为某一行业时取1,否则为0

四、统计检验与结果分析

1. 描述性统计

在进行统计检验之前,我们先对研究中所用的样本数据作一描述性统计,以便对各样本特征的信息有所比较和了解。我们根据上文研究模型涉及的变量,计算各个样本的描述性统计量。表2列示了有关变量的描述性统计量。从表2可以看出,1998—2008年间,我国上市公司的股票股利和现金股利的支付均值分别为每股0.3642和0.1471。第一大股东的比例为41.23%,可见其作为控股股东的地位是很明显的。

表2 变量的描述性统计结果

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Lsc	0.5194	1.0000	0.0000	1.0000	0.4996
Lsd	0.2387	0.0000	0.0000	1.0000	0.4263
Sd	0.3642	0.3000	0.0100	1.2000	0.2531
Cd	0.1471	0.1000	0.0025	3.0000	0.1352
Big1	0.4123	0.3964	0.0004	1.0000	0.1701

续表 2　变量的描述性统计结果

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Down	0.3288	0.0000	0.0000	1.0000	0.4698
Lev	0.4724	0.4759	0.0002	0.9994	0.1867
Eps	0.1998	0.1843	−3.3990	6.4284	0.4184
Size	21.1737	21.0494	14.9374	27.8091	1.0405

此外，由于共线性问题会影响回归模型的结果，为了避免自变量之间的高度相关，我们检验了变量的相关系数和模型自变量的容忍度和方差膨胀因子，结果显示模型自变量的容忍度小于 5，同时方差膨胀因子大于 0.2。这说明变量的相关程度在可容忍的范围内，模型的多重共线性可以接受。限于篇幅，这里未呈报检验过程。

我们进一步观察股利政策变量在经济波动期的变化。从表 3 可以看出，公司支付股利的比例在经济下降期要低于经济上升期，但在经济上升期股票股利支付比例较高。从股利支付数量来看，股票股利在经济下降期较低，现金股利支付变化不明显。不过，由于描述性统计只是对样本特征的一种粗略描述，并不能据此得出结论，因此还必须进行严格的统计检验。

表 3　股利政策变量在经济波动期的描述性统计

变量	经济下降期	经济上升期
Lsc	0.4192	0.5684
Lsd	0.2987	0.2178
Sd	0.3234	0.3852
Cd	0.1473	0.1473

2. 实证结果

我们从股利分配的倾向和支付数量两方面来分析控股股东和经济波动对股利政策的影响，回归结果见表 4。

表 4　股利政策影响因素回归结果

变量	Lsc		Lsd		Sd		Cd	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
截距	−5.2563***	0.0000	4.0388***	0.0000	0.4643***	0.0002	0.0616**	0.0454
Big1	1.1879***	0.0000	−1.2994***	0.0000	0.0001	0.9548	0.0659***	0.0000
Down	−0.9616***	0.0000	0.4418***	0.0000	−0.0603***	0.0000	−0.0012	0.7101
Lev	−2.6987***	0.0000	0.9778***	0.0000	−0.0018	0.9569	−0.0831***	0.0000
Eps	3.8961***	0.0000	0.9678***	0.0000	0.1444***	0.0000	0.2347***	0.0000
Size	0.2798***	0.0000	−0.2545***	0.0000	−0.0055	0.3790	0.0003	0.8386
Industry	控制		控制		控制		控制	
N	13 116		8 116		2 485		6 295	
Pseudo R^2	0.3539		0.1905					
Model χ^2	4 296.3706***		379.3947***					
Adj. R^2					0.0661		0.3488	
F statistic					18.59***		338.15***	
P value	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	

注：*、**、*** 分析表示在 10%、5%、1%水平上显著，下表同。

根据表4,第一大股东持股比例与公司发放股利的概率正相关,这说明第一大股东比例越高,公司越可能支付股利。在股利支付类型的概率方面,第一大股东持股比例与公司是否支付股票的比例负相关,即第一大股东持股比例越高,采用股票形式支付股利的意愿越低。从股利支付高低的角度来看,现金股利支付数量与第一大股东持股比例正相关,即随着第一大股东持股比例的提高,他们会利用现金股利这一财务分配形式从上市公司获取控制权收益。

然而,当考虑了经济波动影响的时候我们发现,在经济下降期,公司股票股利支付的倾向较高,这可能是因为在经济下降时,公司的经营状况会受到影响,而盈利能力是公司支付现金股利的前提,支付现金股利需要公司有足够的现金流,股票股利则不会导致公司现金流的流出。对股东来说,股票股利是将收益作为本金留存公司,是一种再投资行为,只要公司具有持续的盈利能力,在经济转好的时候,可以给股东带来股票红利以及资本利得,这也是股东所希望的。不过,表4显示,虽然股票股利支付的概率在经济下降期会增加,但是支付的数量却会减少,这可能是由于经济波动使企业产生了对未来经营不确定性的预期,因而,在经济下降期公司发放的股票股利会减少,这也说明了公司股利政策的制定既考虑了公司宏观条件的变化,也兼顾了微观条件的限制。

为了分析控股股东和经济波动对股利政策共同的影响,我们尝试引入交叉变量分析两者对股利政策的交互作用。表5的结果显示,第一大股东比例越高,公司越不愿意在经济下降期支付股利。股票股利与经济波动正向的交叉项则表明,在经济状况不好的时候,第一大股东更愿意通过发放股票股利的形式满足其他股东对股利分配的需要。

表5 股利政策影响因素交互作用回归结果

变量	Lsc		Lsd		Sd		Cd	
	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值
截距	−5.6004***	0.0000	4.2071***	0.0000***	0.33013***	0.0071	0.0610**	0.0470
Big1	1.9105***	0.0000	−1.5807***	0.0000	−0.0004	0.6324	0.0663***	0.0000
Big1×Down	−2.0425***	0.0000	0.9054***	0.0000	0.0015	0.4597	−0.0018	0.7859
Lev	−2.6690***	0.0000	0.9618***	0.0000	0.0112	0.7413	−0.0830***	0.0000
Eps	3.8726***	0.0000	0.9722***	0.0000	0.1413***	0.0000	0.2347***	0.0000
Size	0.2799***	0.0000	−0.2560***	0.0000	−0.0002	0.9723	0.0003	0.8305
Industry	控制		控制		控制		控制	
N	13 116		8 116		2 485		6 295	
Pseudo R^2	0.3531		0.1873					
Model χ^2	4262.1803***		372.0688***					
Adj. R^2					0.0543		0.3488	
F statistic					15.25***		338.14***	
P value	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	

由于最终控制人是上市公司财务政策的决策主体,为了进一步分析不同股权性质对股利政策的影响,我们根据上市公司实际控制人的属性,将样本分

为国有控股和非国有控股,进一步分析在经济波动期,不同控股股东对股利政策的影响(见表6)。

表6　不同控制人条件下股利政策影响因素回归结果

变量	Lsc		Lsd		Sd		Cd	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
截距	−3.6090***	−8.6142***	3.4833***	1.3824	0.2331	0.5325***	0.1214***	−0.0819
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.2519)	(0.1398)	(0.0092)	(0.0003)	(0.3106)
Big1	1.2677***	0.7210***	−1.1918***	−0.6967**	0.0009	−0.0070***	0.0759***	0.0446**
	(0.0000)	(0.0033)	(0.0000)	(0.0116)	(0.2988)	(0.0059)	(0.0000)	(0.0143)
Down	−0.9375***	−0.9532***	0.3179***	0.5133***	−0.0518***	−0.0789***	−0.0062	0.0107
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0004)	(0.0000)	(0.1030)	(0.1018)
Lev	−2.5840***	−2.8988***	1.2025***	0.4889	0.0235	−0.0280	−0.0595***	−0.1596***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1027)	(0.5858)	(0.6027)	(0.0000)	(0.0000)
Eps	3.7937***	4.2772***	0.9642***	0.7029***	0.1867***	0.1958***	0.2559***	0.1860***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Size	0.1996***	0.4474***	−0.2442***	−0.1111*	0.0031	−0.0075	−0.0031*	0.0096**
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0708)	(0.6930)	(0.4722)	(0.0627)	(0.019)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8 885	4 231	5 590	2 526	1 401	1 084	4 586	1 709
Pseudo R^2	0.3466	0.3638	0.1689	0.1336				
Model χ^2	2 726.8223***	1 554.5366***	192.6390***	82.6339***				
Adj. R^2					0.0460	0.1150	0.3877	0.2827
F statistic					8.49***	15.08***	323.61***	68.33***
P value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:括号内为p值,下表同。

观察表6,我们可以看出,无论国有控股还是非国有控股企业,第一大股东持股比例越高,支付股利的倾向就越高,但是,都不愿意支付股票股利。对于国有控股公司而言,这可能与上市公司的二元股权结构有关,由于占相当比例的国有股在股权分置之前不能流通,所持股份不能通过股票市场实现资本利得,即使在股权分置改革之后,国有股权的转让也不如非国有股权容易,所以发放股票股利的倾向不强。而对于非国有企业而言,因为股票股利的发放会增加股票数量,在降低每股股价的同时可能吸引更多的投资者成为公司的股东,这样会分散公司的控制权,而大多数的非国有企业都是家族控股,控股股东为了维持家族控制的地位,不愿意支付股票股利。此外,从现金股利支付数量看,第一大股东持股比例越高,这两类公司发放现金股利的数量都越多。

我们再分析在不同控制人条件下,控股股东和经济波动对股利政策的交互影响。表7的结果显示,在经济下降期,非国有控股公司股票股利支付数量与第一大股东持股比例负相关,现金股利支付数量与第一大股东持股比例正相关,这可能的原因是,非国有企业长期以来存在融资难的问题,尤其在经济波动期,当国家实行紧缩的经济政策的时候,非国有控股的公司受到的影响可能比国有企业更大,因此,在经济下降期,他们可能会采用现金股利的方式从上市公司获得资金以满足股东的需要。然而,股票股利和现金股利支付数量的变化对国有控股的公司并不显著,这可能与国有控股公司更多的受到政府政策调整的影响有关。在经济波动期,国有企业可以较多地获得政府的资源

和支持，因此，通过改变股利政策来面对经济波动的动机不强，这也在一定程度上说明了政府对微观经济的影响。

表 7　不同控制人条件下股利政策影响因素交互作用回归结果

变量	Lsc		Lsd		Sd		Cd	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
Intercept	−3.9309***	−9.1344***	−3.6283***	1.5866	0.1410	0.5122**	0.1194***	−0.0792
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1875)	(0.9000)	(0.0124)	(0.0004)	(0.3260)
Big1	1.8507***	1.9184***	−1.3475***	−1.1839***	0.0005	−0.0069***	0.0785***	0.0328*
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.5559)	(0.0068)	(0.0000)	(0.0946)
Big1 * Down	−1.8564***	−2.4135***	0.6007***	1.1762***	0.0009	−0.1551***	−0.0112	0.0312**
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0003)	(0.0000)	(0.6456)	(0.0000)	(0.1304)	(0.0411)
Lev	−2.5695***	−2.8818***	1.2001***	0.4620	0.0234	−0.0264	−0.0594***	−0.1590***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1226)	(0.5883)	(0.6262)	(0.0000)	(0.0000)
Eps	3.7663***	4.2580***	0.9667***	0.7146***	0.1070***	0.1971***	0.2558***	0.1855***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0004)	(6.36)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Size	0.2009***	0.4513***	−0.2471***	−0.1114*	0.0068	−0.0070	−0.0031*	0.0097**
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0700)	(0.3891)	(0.5052)	(0.0649)	(0.0183)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8 885	4 231	5 590	2 526	1 401	1 084	4 586	1 709
Pseudo R^2	0.3451	0.3775	0.1669	0.1285				
Model χ^2	2 693.2053***	1 555.1390***	189.8262***	78.9061***				
Adj. R^2					0.0373	0.1107	0.3877	0.2834
F statistic					7.03***	14.48***	323.54***	68.54***
P value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

五、结　论

本文研究了控股股东与经济波动对上市公司股利政策的影响，以及不同实际控制人的公司在经济波动的情况下股利行为的差异，结果表明：从股利支付倾向的研究来看，第一大股东持股比例与公司股利发放的概率正相关，与股票股利支付的概率负相关。但在经济下降期，第一大股东持股比例越高，越偏向于支付股票股利。从股利支付数量的结果来看，在经济下降期，对于非国有控股的公司，股票股利支付数量与第一大股东持股比例负相关，现金股利支付数量与第一大股东持股比例正相关，而这些对于国有控制的公司不显著，说明非国有控股公司的股利政策更容易受到经济波动的影响。

注释：

①根据中国社会科学院经济研究所所长刘树成（2005）分析，1998 年、1999 年经济增长率逐年下降，连续下滑到 7.1%。到 2000 年，经济增长率开始回升至 8%，但是到 2001 年受美国经济调整和世界主要发达国家同步陷入低增长或衰退的影响，经济增长率降到 7.3%。到了 2002 年，经济增长率回升到 8.3%的水平。2003 年 11 月召开的中央经济工作会议指出："目前，我国经济发展正处于经济周期的上升阶段"。之后，我国国民经济保持快速平稳的增长态势，一直持续到 2008 年，中国经济增长率才开始出现下降。因此，本文根据经济波动的趋势特点，同时结合财务会计报告呈报的特点（以年度为单位），将 1998 年、1999 年、2001 年、2008 年视为经济下降期，其余年份则为经济上升期，以此来研究经济波动对股利政策的影响。

参考文献：

[1]李增泉，孙铮，任强.所有权安排与现金股利政策——来自我国上市公司的经验证据[J].中国会计与财务研究，2005，(4)：48－75.

[2]刘峰，贺建刚.股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究[J]. 中国会计评论，2004，(1)：141－158.

[3]宋玉，李卓.最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J].审计与经济研究，2007，(5)：106－112

[4]唐清泉，罗党论. 现金股利与控股股东的利益输送行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财贸研究，2006，(1)：92－97.

[5]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[J].中国工业经济，2006 ，(2)：120－128.

[6]肖珉.自由现金流量、利益输送与现金股利[J].经济科学，2005，(2)：67－76.

[7]易颜新，柯大钢，王平心 . 我国上市公司股利分配决策的调查研究分析[J]. 南开管理评论，2008，(1)：48－57

[8]Bae K，J Kang ，J Kim. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups [J]. Journal of Finance，2002，57：2695－2740.

[9]Cheung Y，Rau P，A Stouraitis. Tunneling，propping and expropriation：Evidence from connected party transactions in Hong Kong [J].Journal of Financial Economics，2006，82：343－386.

[10]Claessens S，S Djankov ，L Lang. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics，2000，58：81－112.

[11]Faccio M，L Lang ，L Young. Dividends and expropriation [J]. American Economic Review，2001，91：54－78.

[12]Holderness C G. A survey of blockholders and corporate control [J].Economic Policy Review，2003，(1)：51－63.

On the Relationship between Controlling Shareholders and Dividend Policies Based on Economic Fluctuations：Evidence from Stock Markets in China

WANG Xi[1]，ZHANG Ming[2]

(1. *School of Accounting*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*；2. *Research Institute of Accounting and Finance*，*Shanghai University of Finance and Economics*，*Shanghai* 200433，*China*)

Abstract：The paper studies the impact of controlling shareholders and economic fluctuations on the dividend policies of listed companies in China. The results indicate that the higher stock-holding percentage of the largest shareholder is, the more the company will be likely to pay dividends, especially cash dividends. During the period of economic depression, companies are less apt to pay dividends. Even if they claim the dividends, they are inclined to pay stock dividends. In addition, companies with different ownership have different dividend policies. During the period of economic depression, non-state owned companies with the higher stock-holding percentage of the largest shareholder tend to pay less stock dividends but more cash dividends, but the state-owned companies does not experience these significant changes, which indicates that non-state owned firms are more easily influenced by the economic fluctuations.

Key words: controlling shareholder; economic fluctuation; dividend policy

(责任编辑　金　澜)

(上接第 49 页)

Internal Control, Audit Quality and Agency Cost

YANG De-ming[1], LIN Bin[2], WANG Yan-chao[3]

(1. *School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou* 510640, *China*; 2. *School of Business, Sun Yat-Sen University, Guangzhou* 510275, *China*; 3. *School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing* 100081, *China*)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies from 2007 to 2008, the paper studies the effect of internal control on audit quality. It finds that the improvement of internal control can restrict the agency cost between large shareholders' and medium-and-small shareholders, and the one between managers and shareholders. But the obvious constraint of internal control on agency cost is available only in the samples (accounting firms belong to non-big 4 samples) with low audit quality. It means that internal control can partial substitute for external audit. The study on the substitution effect of internal control on external audit extends current relevant researches. With the low audit quality in China, internal control will function well.

Key words: internal control; agency cost; audit quality

(责任编辑　金　澜)