国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

现金股利与资本结构动态调整*

罗　琦　胡亦秋

〔**摘　要**〕立足于我国上市公司股权集中的特点,本文探讨了上市公司在不同股权集中度下的现金股利支付与资本结构动态调整。我们分析了现金股利影响公司资本结构调整的作用机理,并在此基础上构建资本结构局部调整模型,分别考察股权集中度较高公司与股权集中度较低公司的股利支付对其资本结构调整速度的影响。实证检验结果表明,现金股利的发放会显著降低股权集中度较高公司的资本结构调整速度,这在一定程度上支持了现金股利利益侵占说。进一步地,我们发现在股权集中度较低的公司中,现金股利支付能够有效降低权益资本成本,从而加快资本结构向下调整的速度。本文研究不仅有助于理解我国上市公司控股股东行为特征,更为推动上市公司股利支付与资本结构动态调整的良性互动提供了理论基础。

关键词:现金股利　资本结构　控股股东

JEL 分类号:G32　G35　G38

一、引　言

现金股利与资本结构是公司财务决策的重要内容,二者之间的关系一直以来也是学术界与实务界共同关注的热点。随着资本结构动态权衡理论的不断发展,公司的最优资本结构以及公司向最优资本结构的调整引起了国内外学者的广泛关注。Flannery and Rangan(2006)研究发现,由于资本结构调整成本的存在,公司以每年低于 1 的平均速度向最优资本结构逐步调整。Morellec et al.(2012)进一步指出,公司资本结构行为主要受到来自管理者代理成本和再融资成本的影响。我国上市公司股权结构高度集中, 公司调整资本结构时面临的主要是控股股东代理成本和再融资成本,这两类成本成为影响我国上市公司资本结构调整速度的重要因素。

公司发放现金股利会在一定程度上影响其面临的控股股东代理成本和再融资成本,从而对公司向最优资本结构调整的速度产生影响。一些学者研究指出,现金股利作为一种公司内部治理机制能够有效缓解控股股东代理问题,从而推动公司资源的优化配置。但也有学者指出,现金股利是控股股东对公司进行"掏空"的手段,现金股利的发放会加剧控股股东与中小股东之间的代理冲突,不利于公司向最优资本结构调整。进一步地,现金股利也会对公司的再融资成本产生影响,从而影响资本结构的调整速度。一方面,现金股利的发放能够降低外部投资者与公司内部人之间的信息不对称,降低权益资本成本,从而加快资本结构向下调整的速度。另一方面,公司财务策略之间存在共生性,现金股利与资本结构之间往往呈现负相关,现金股利的发放可能会在一定程度上影响公司的债务资本成本,从而也会影响公司调整资本结构的速度。

本文选取 2005～2014 年中国沪、深两市 A 股上市公司作为研究样本,我们以公司股权集中度作为标准对总样本进行分组,在此基础上借鉴 Lambrinoudakis(2014)的实证方法检验公司派现

* 罗琦,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师,工学博士;胡亦秋,武汉大学经济与管理学院,硕士研究生。本文得到国家自然科学基金项目(项目编号:71272230)、国家社会科学基金项目(项目编号:14BGL043)、教育部新世纪优秀人才支持计划(项目编号:NCET-13-0437)的资助。

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

行为对其资本结构调整速度的影响。实证检验结果表明,现金股利的发放显著降低股权集中度较高公司的资本结构调整速度,这在一定程度上支持了利益侵占假说。我们同时还发现,在股权集中度较低的公司中,现金股利的发放能够降低权益资本成本从而加快资本结构向下调整的速度,但现金股利的发放对公司向上调整资本结构速度的影响并不显著。

本文的创新之处主要表现在以下三个方面:第一,立足于我国上市公司股权结构集中的特点,我们分析指出上市公司在调整其资本结构时主要面临控股股东代理成本和再融资成本,并指出在股权集中度不同的公司中现金股利影响资本结构调整的作用机理不尽相同。第二,根据公司股权集中度对研究样本进行分组后,本文发现在股权集中度高的公司中派现行为会降低资本结构调整速度,而在股权集中度低的公司中派现行为会从整体上提高资本结构调整速度。第三,我们进一步分析了现金股利影响再融资成本的渠道,实证结果表明现金股利的发放会加快公司向下调整资本结构的速度,但其对公司向上调整资本结构速度产生的影响并不显著。

本文第二部分是文献综述,第三部分是理论分析与实证假说,第四部分是研究设计(包括样本、数据和模型),第五部分是实证检验结果,第六部分是结论。

二、文献综述

根据资本结构静态权衡理论,公司在对负债的税盾效应与财务困境成本进行权衡后选择一个最优的资本结构以实现公司价值最大化(Kraus and Litzenberger,1973)。Bradley et al.(1984)使用面板数据验证了这一最优资本结构的存在,但也发现公司的实际资本结构往往偏离这一最优值。Myers(1984)对这一现象进行分析发现,信息不对称和代理问题的存在使公司向最优资本结构调整时面临一定的调整成本。各国学者以此作为新的研究方向,对公司资本结构的探讨逐渐步入一个动态、跨期的研究范式。Flannery and Rangan(2006)采用局部调整模型研究发现,资本结构调整成本的存在使公司以每年低于 1 的速度向最优值逐步调整。Lambrecht and Myers(2008)认为这一调整成本来源于管理者代理问题,管理者为获取最大租金会偏离预先设定的最优资本结构而过度负债以满足其投资需求。Pindado and De La Torre(2011)进一步指出资本结构调整主要受到控股股东代理成本影响,控股股东以实现利益侵占为目标灵活调整公司的资本结构而偏离公司价值最大化方向。此外,Faulkender et al.(2012)对比不同现金流状况下公司的资本结构调整行为后发现,公司向最优资本结构的调整速度受到再融资成本影响。Morellec et al.(2012)在已有文献基础上将管理者代理成本与再融资成本纳入同一个资本结构动态调整的模型,并发现代理成本对公司资本结构调整产生的影响更大。Dang et al.(2014)运用阈值局部调整模型进一步论证得到,公司对外部资金的依赖程度和交易成本的差异会造成其资本结构调整速度的差异。

现金股利与资本结构是公司财务决策的重要内容,二者之间的关系也引起学术界关注。Jensen(1986)最早从管理者代理问题出发,研究发现股利支付与债务发行都能抑制自由现金流的过度投资,从而降低管理者代理成本。Lambrecht and Myers(2012)同样基于管理者代理问题发现,在公司预算约束下资本结构调整是管理者追求股利平滑的结果,股利支付会阻碍公司向最优资本结构的调整。进一步的研究围绕现金股利与现实经济中普遍存在的控股股东代理问题展开,但研究结果存在差异。如 Abdullah et al.(2012)认为现金股利发挥了中小股东监督功能,能够有效避免公司闲置资源被控股股东侵占,因此降低了控股股东代理成本。Sukkaew(2015)的实证研究支持了这一结论,他发现股利支付与公司治理状况呈现正相关。然而,以 Saez and Gutierrez(2015)为代表的学者却认为现金股利支付是控股股东代理问题的表现,控股股东通过支付现金股利掏空公司价值以攫取私人利益。

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

另有一些国外研究成果表明,现金股利对公司再融资成本会产生一定的影响。如 Salas(2006)通过对比支付现金股利与未支付现金股利的公司在一年后的市场反应发现,相较于未支付股利的公司而言,支付股利的公司拥有更低的权益资本成本。Sinha et al.(2006)实证研究得到相同的结果,他们采用公司内部收益率作为权益资本成本的代理变量,经过实证检验发现权益资本成本随股利支付率的提高而下降,表明在不对称信息环境下投资者更倾向于发放现金股利。现有文献中关于现金股利影响债务资本成本的研究较少,其中,Gatchev et al.(2010)基于公司财务决策间的共生性指出,股利支付与偿还债务所需的现金共同受到公司的预算约束,公司的股利支付与债务融资之间有一定的关联性,现金股利的发放会降低公司的负债能力。

近年来国内学者以我国上市公司为研究对象,针对其资本结构调整行为展开深入研究。童勇(2004)较早采用资本结构局部调整模型研究发现,资本结构调整成本的存在使我国上市公司以每年低于 1 的速度向最优资本结构逐步调整。张鸣和郭思永(2009)研究发现,控股股东为了从定向增发中获取财富,会不断降低公司资本结构。苏坤和张君瑞(2012)却发现债务融资增加了控股股东可支配的资源却不会稀释其控制权,因此控股股东会不断提高公司资本结构。于蔚等(2012)还发现,信贷市场和股权再融资市场中成本性指标的变动会影响公司融资方式的选择,从而影响资本结构调整速度。学者们进一步关注到,现金股利对资本结构调整中可能面临的成本产生一定影响。王静等(2014)研究发现,现金股利能够向外传递公司盈余质量提高的信息,从而对公司再融资成本产生一定影响。强国令(2014)研究发现,公司大比例派现是出于满足控股股东资金套现和融资圈钱的需要,现金股利的发放会加重控股股东代理成本。徐寿福和徐龙炳(2015)选取其他应收款占总资产比例作为控股股东代理成本的代理变量,实证检验后发现股利支付会降低控股股东代理成本。

从已有研究成果来看,国内外学者对影响公司资本结构调整因素的探讨并不全面,或仅限于分析公司内部存在的代理成本,或仅限于分析再融资成本,却较少将二者纳入同一个分析框架,这也造成现有研究缺乏对现金股利与资本结构调整关系的全面探讨。此外,国内外学者对现金股利与资本结构关系的研究多采用静态分析的方法,忽视了资本结构在长期内不断向最优值调整的动态趋势。本文研究目的在于构建现金股利影响资本结构调整速度的动态模型,将现金股利通过影响控股股东代理成本渠道和再融资成本渠道最终影响资本结构调整的过程纳入同一分析框架,检验在不同股权集中度下现金股利对资本结构调整速度的影响,以实现对我国上市公司现金股利与资本结构关系的动态考察。

三、理论分析与研究假说

在资本结构静态权衡理论下,公司在单期内将资本结构调整至最优值以实现价值最大化。然而,现实经济活动中存在的委托代理问题和市场摩擦使公司面临一定的资本结构调整成本,公司的实际资本结构往往偏离其最优值并以低于 1 的速度向其逐步调整。具体来说,公司在调整其资本结构时面临着来自公司内部的代理成本与外部市场摩擦造成的再融资成本。Morellec et al.(2012)研究发现,相较于再融资成本而言,管理者代理成本是影响公司资本结构调整更重要的因素。我国上市公司整体呈现出大股东控股的治理结构特征,公司在股权集中度较高时面临较大的控股股东代理成本, 控股股东有动机和能力干涉公司各项财务决策。De La Bruslerie and Latrous(2012)在其研究中指出,控股股东会灵活调整公司资本结构以追求最大利益。一方面,公司负债能够在不稀释控股股东控制权的前提下使其获取更多资金,控股股东增加负债后实施“掏空”获得的公司资源更多(Liu and Tian,2012)。因此,受控股股东转移公司资源动机的影响,公司的资本结构会偏离最优值且不断向上调整。另一方面,由于债务的发行会减少控股股东可支配的自由现金流,

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

本息的偿还情况也会向外传递公司经营状况的信息,负债的这些治理功能在一定程度上遏制了控股股东的利益侵占行为(Hernandez-Canovas et al.,2014)。因此,受控股股东利己行为支配,公司也有可能不断向下调整其资本结构以致偏离最优值。综上可知,控股股东为了掩饰其利益侵占行为会灵活调整公司的资本结构,从而减慢公司向最优资本结构的调整速度。

现金股利作为公司重要财务决策,对控股股东代理成本产生重要影响,进而影响公司的资本结构调整速度。在自由现金流假说下,现金股利的发放能够减少控股股东及其管理层可以支配的自由现金流,从而有效缓解公司面临的控股股东代理问题。现金股利通过发挥有效的内部治理功能降低了公司的控股股东代理成本,在一定程度上遏制控股股东的利己行为,促使控股股东以公司价值最大化为目标进行各项财务决策,最终加快公司向最优资本结构的调整速度。然而,存在另一种观点认为现金股利是控股股东与中小股东利益冲突的结果,控股股东通过股利支付实施对公司资源的套现以攫取私人利益。因此,发放现金股利的公司面临更大的控股股东代理成本,控股股东出于利己动机选择偏离最优资本结构的可能性更大, 最终以更低的速度向最优资本结构调整。由此,提出如下对立假说:

H1a:在股权集中度较高的公司中,现金股利的发放会加快公司向最优资本结构的调整速度。

H1b:在股权集中度较高的公司中,现金股利的发放会减慢公司向最优资本结构的调整速度。

当公司股权集中度较低时,控股股东干涉公司各项财务决策的能力较弱,控股股东代理成本不再是影响公司资本结构调整的主要因素。公司调整资本结构时面临的主要成本来自于外部市场摩擦,具体表现为再融资成本(王正位等,2007)。Drobetz et al.(2015)研究发现,只有当其面临的调整成本小于能够获得的调整收益时,公司才会采取行动向最优资本结构调整。具体而言,对于过度负债的公司,当其降低资本结构的成本小于同时能够减少的财务困境成本时,公司才会向下调整资本结构。同样地,对于债务不足的公司,只有当其提高资本结构的成本小于由此带来的税盾效应时,公司才会向上调整资本结构。在相同条件下,公司面临的再融资成本越大,其向最优资本结构调整速度越慢;而面临的再融资成本越小,向最优资本结构调整速度越快。

现金股利通过对公司的再融资成本产生影响,从而影响公司的资本结构调整速度。一方面,现金股利支付会影响公司的权益资本成本。Bhattacharya et al.(2003)通过对 34 国样本公司进行实证研究后发现,公司的权益资本成本与其收益的不透明度正相关,收益不透明度程度越高,权益资本成本越大。现金股利的发放通过信号传递的作用降低了公司内部人与外部投资者之间的信息不对称程度,向外传递着公司盈利状况的信号(Bhattacharya,1979)。由此,我们认为现金股利通过提高信息对称程度从而有效降低权益资本成本,最终加快公司向下调整资本结构的速度。另一方面,由于公司用于发放现金股利与偿还债务本息的资金共同受到公司预算的约束,公司的现金资源流向股东会增加股东与债权人的代理冲突,债务资本成本可能因此提高。吕长江和王克敏(2002)通过分析也发现,在我国上市公司资本结构和股利分配是存在双向因果关系的财务政策,公司股利支付率越高,其负债率越低,反之亦然。因此,现金股利会提高债务资本成本,从而减慢公司向上调整资本结构的速度。由此,提出如下实证假说:

H2:在股权集中度较低的公司中,现金股利的发放会加快公司向下调整资本结构的速度而减慢公司向上调整资本结构的速度。

四、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文选取 2005～2014 年间沪、深 A 股上市公司作为初始样本,在测算公司最优资本结构时

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

用到了滞后变量,因此使用的数据还包括上市公司2004年数据,公司所有财务数据来源于国泰安数据库。在进一步选取样本时进行了如下筛选:第一,考虑到公司资本结构调整的跨期性与连续性,本文剔除了2004～2014年间缺少任何财务数据的公司;第二,由于金融行业负债的特殊性,故将其剔除;第三,剔除ST公司、资产小于负债的公司。最后共得到503家样本公司,共5030个样本数据。

(二)变量定义及特征

本文选取总负债/总资产,即资产负债率来代表资本结构(Lev)。在测算公司目标资本结构时,我们选择公司的市值账面值比率(M/B)、息税折旧摊销前利润(EBITDA)、规模(Size)、资产结构(Stru)、非债务税盾(NDTS)、流动性(Liq)作为公司特征变量,并根据证监会行业分类标准,选择其所属行业资本结构中值(Ind_m)来控制行业因素,所有变量定义见表1。值得注意的是,当测算出来的公司目标资本结构低于其实际值时,将公司定义为过度负债,当测算出来的目标资本结构高于其实际值时,则公司为债务不足。

表1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
Lev	资本结构	账面负债/账面总资产
M/B	市值账面值比率	(账面负债+股份市场价值)/账面总资产
EBITDA	息税折旧摊销前利润	息税折旧摊销前利润/账面总资产
Size	规模	账面总资产的自然对数
Stru	资产结构	固定资产总额/账面总资产
NDTS	非债务税盾	折旧/账面总资产
Liq	流动性	流动资产/流动负债
Ind_m	行业资本结构中值	所处行业中资本结构的中值
Div	现金股利	支付股利时取值为1,否则为0
Largest	股权集中度	第一大股东持股比例(%)

本文选取上市公司第一大股东持股比例的样本中值作为划分股权集中度的标准,当样本公司第一大股东持股比例大于总样本中值时,公司股权集中度较高;而当这一比例小于样本中值时,公司股权集中度较低。此外,我们还选取第一大股东持股比例总样本均值作为划分公司股权集中度的标准来进行稳健性检验。由于我国上市公司派发现金股利具有不稳定性,因此选择现金股利支付的虚拟变量(Div)来描述公司的现金股利决策,当公司发放现金股利时,Div取值为1,否则为0。

表2中描述了总样本、股权集中度较高样本以及股权集中度较低样本的变量特征。从中可以看出,我国上市公司的第一大股东持股比例平均值达到约36%,表明我国上市公司从整体上呈现出大股东控股的特征,控股股东代理问题已经成为影响公司各项决策的重要因素。通过对比股权集中度较高与股权集中度较低的公司样本可以发现,前者具有更低的市值账面值比和流动性,以及更高的盈利能力、公司规模、固定资产比例。同时,股权集中度较高的公司拥有更高的资本结构,这在一定程度上表明控股股东偏好于通过不断提高资本结构来获取可侵占的资源。我们还可以发现,股权集中度较高公司的股利支付行为也更为频繁。

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

表 2　样本描述

	全样本(N=5030)		股权集中度较高(N=2516)		股权集中度较低(N=2514)	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
Lev	0.515	0.194	0.521	0.179	0.509	0.208
M/B	1.756	1.108	1.614	0.910	1.898	1.261
EBITDA	0.087	0.170	0.101	0.208	0.073	0.119
Size	21.877	1.240	22.139	1.309	21.615	1.105
Stru	0.247	0.184	0.260	0.189	0.235	0.179
NDTS	0.025	0.017	0.101	0.208	0.023	0.015
Liq	1.703	3.421	1.628	4.196	1.779	2.407
Ind_m	0.525	0.087	0.528	0.091	0.522	0.083
Div	0.547	0.498	0.615	0.487	0.479	0.500
Largest	36.165	15.474	49.080	10.017	23.241	6.683

(三)模型设定

我们借鉴 Lambrinoudakis(2014)的研究方法,采用资本结构局部调整模型来研究公司的资本结构动态调整行为,并加入公司股利支付的虚拟变量 Div,得到式(1)。

$$Lev_{i,t}-Lev_{i,t-1}=\alpha+(\lambda+\gamma Div_t)(Lev^*_{i,t}-Lev_{i,t-1})+\delta_{i,t} \tag{1}$$

在标准模型(1)中,$Lev_{i,t}$ 为代表性公司 i 第 t 期的资本结构,$Lev^*_{i,t}$ 为公司 i 第 t 期的最优资本结构,λ 测度了在不考虑现金股利支付情况下公司每年的资本结构调整速度。γ 测度了现金股利支付对公司资本结构调整速度产生的影响,具体言之,$\gamma>0$ 意味着现金股利的发放加快了公司向最优资本结构的调整速度,而 $\gamma<0$ 则意味着现金股利的发放会减慢公司向最优资本结构的调整速度。由于最优资本结构 $Lev^*_{i,t}$ 不可观测,我们借鉴以往文献的研究方法选取公司上一年度的一系列特征变量来对其进行估计,见式(2)。于是,(1)、(2)共同组成了现金股利影响资本结构调整速度的基准模型。

$$Lev^*_{i,t}=\beta_1(M/B)_{i,t-1}+\beta_2 EBITDA_{i,t-1}+\beta_3 Size_{i,t-1}+\beta_4 Stru_{i,t-1}+\beta_5 NDTS_{i,t-1}+\beta_6 Liq_{i,t-1}+\beta_7 Ind_m_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

在基准模型(1)、(2)基础上,为了检验现金股利对两种调整成本产生的不同影响,我们对(1)进行扩展,得到(3)。其中,D^{high} 是代表公司股权集中度较高的虚拟变量,当公司第一大股东持股比例超过样本中值(均值)时,D^{high} 取值为 1,否则为 0;类似地,D^{low} 是代表公司股权集中度较低的虚拟变量,当公司第一大股东持股比例低于样本中值(均值)时,D^{low} 取值为 1,否则为 0。γ_1 表示的是在股权集中度较高的公司中,现金股利对其资本结构调整速度产生的影响;而 γ_2 表示的是在股权集中度较低的公司中,现金股利对其资本结构调整速度产生的影响。

$$Lev_{i,t}-Lev_{i,t-1}=\alpha_1 D^{high}_{i,t}+\alpha_2 D^{low}_{i,t}+(\lambda_1+\gamma_1 Div_t)(Lev^*_{i,t}-Lev_{i,t-1})D^{high}_{i,t}+(\lambda_2+\gamma_2 Div_t)(Lev^*_{i,t}-Lev_{i,t-1})D^{low}_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

为了具体分析现金股利对权益资本成本和债务资本成本的影响,我们将进一步对股权集中度较低的公司进行考察,分别检验现金股利对公司向下、向上调整资本结构速度的影响。我们对(1)式进行扩展,得到(4),并将其运用于股权集中度较低的公司样本中。其中,D^{over} 是代表公司过度负

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

债的虚拟变量,当测算出来的公司目标资本结构低于其实际值时,D^{over} 取值为 1,否则为 0。D^{under} 为债务不足的虚拟变量,当测算出来的公司目标资本结构高于其实际值时,D^{under} 取值为 1,否则为 0。γ_3 表示的是现金股利的发放对公司向下调整资本结构速度产生的影响;而 γ_4 表示的是现金股利的发放对公司向上调整资本结构速度产生的影响。

$$Lev_{i,t}-Lev_{i,t-1}=\alpha_3 D_{i,t}^{over}+\alpha_4 D_{i,t}^{under}+(\lambda_3+\gamma_3 Div_t)(Lev_{i,t}^{*}-Lev_{i,t-1})D_{i,t}^{over}+(\lambda_4+\gamma_4 Div_t)(Lev_{i,t}^{*}-Lev_{i,t-1})D_{i,t}^{under}+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

五、实证结果分析

表 3 汇报了总样本中目标资本结构的回归结果。由结果可看出,公司的资本结构与其市值账面值比率负相关,这是由于市值账面值比率较高的公司具有更好的成长机会或者股价被高估,因此有更低的资本结构。盈利能力强的公司具有更充足的内部资金,对债务的依赖性同样较小,因此公司资本结构与其盈利能力负相关。此外,流动性强的公司同样拥有较低的资本结构。实证结果还表明,公司的资本结构与其规模、所处行业资本结构中值显著正相关。公司资本结构与其固定资产比例正相关而与非债务税盾负相关,但这种关系并不显著。

表 3　目标资本结构回归结果

	Lev
$M/B_{i,t-1}$	-0.009***(-5.21)
$EBITDA_{i,t-1}$	-0.069***(-6.16)
$Size_{i,t-1}$	0.034***(11.77)
$Stru_{i,t-1}$	0.023(1.45)
$NDTS_{i,t-1}$	-0.062(-0.30)
$Liq_{i,t-1}$	-0.001**(-2.34)
$Ind_m_{i,t-1}$	0.253***(4.56)
固定效应	控制
R^2	0.161
N	5030

注:括号内为回归系数的 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

表 4 汇报了现金股利分别在股权集中度较高与股权集中度较低样本中对资本结构调整速度产生的影响。其中,(1)显示的是以第一大股东持股比例中值(34.11%)为标准划分股权集中度的回归结果,由 λ 的回归结果可以发现,在两类样本中,λ 均显著为正,说明公司以年均低于 1 的速度不断向其最优资本结构调整,即过度负债的公司在长期内不断向下调整资本结构,而债务不足的公司不断向上调整资本结构。γ 为我们重点关注的结果,它测度了现金股利对资本结构调整速度的影响。在股权集中度较高的样本公司中,γ 显著为负,这说明现金股利的发放降低了其资本结构调整的速度。这一结果在一定程度上反映出现金股利的发放对控股股东代理成本的抑制作用不明显,反而在一定程度上加重了其代理成本,使公司偏离最优资本结构,并以更低的速度向其调整。由此,我们拒绝假说 H1a,接受 H1b。此外,我们还能够发现,在股权集中度较低的样本公司中,现

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

金股利的发放会显著加快其资本结构调整速度。这从一定程度上表明现金股利可以通过降低再融资成本渠道来加快公司向最优资本结构的调整速度,而其对此类公司向上调整速度与向下调整速度的具体影响将在表 5 中说明。以总样本第一大股东持股比例均值(36.17%)划分股权集中度的稳健性检验结果在(2)中呈现,实证结果与(1)相似。

表 4　现金股利支付对股权集中度较高、较低公司资本结构调整速度产生的影响

	(1)		(2)	
	Base(λ)	Div(γ)	Base(λ)	Div(γ)
股权集中度较高	0.476***	-0.039*	0.475***	-0.048*
(N=2516)	(24.50)	(-1.63)	(23.97)	(-1.89)
股权集中度较低	0.290***	0.067***	0.297***	0.071*
(N=2514)	(17.71)	(2.82)	(18.57)	(3.10)
R^2	0.196		0.194	
N	5030		5030	

注:括号内为回归系数的 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

表 5 说明了在股权集中度较低公司中现金股利的发放分别对资本结构向上调整速度与向下调整速度产生的影响,现金股利对资本结构速度的影响主要来自于其对再融资成本的影响。观察(1)中的结果可以发现,在过度负债的样本中 γ 显著为正,表明现金股利的发放会加快公司向下调整资本结构的速度,这在一定程度上表明现金股利能够降低权益资本成本。然而,在债务不足的公司样本中,γ 并不显著,表明现金股利的发放对于公司向上调整资本结构的速度没有显著影响。这可能是由于现金股利的发放虽然会在一定程度上增加公司债务资本成本,降低其资本结构。与此同时,现金股利的发放向外传递了公司盈利的信号,提高了公司的负债能力。因此,从整体上来看,现金股利的发放对资本结构向上调整速度的影响并不显著。在稳健性检验中得到相似结果,见(2)。

表 5　现金股利支付对股权集中度较低公司向上、下调整资本结构速度产生的影响

	(1)		(2)	
	Base(λ)	Div(γ)	Base(λ)	Div(γ)
过度负债	0.475***	0.140***	0.407***	0.177***
(资本结构向下调整)	(22.05)	(3.97)	(19.85)	(5.47)
债务不足	0.566***	0.007	0.591***	-0.001
(资本结构向上调整)	(21.31)	(0.25)	(23.71)	(-0.03)
R^2	0.394		0.389	
N	2514		2744	

注:括号内为回归系数的 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

六、结 论

本文通过研究近十年来我国上市公司的派现行为对其资本结构调整速度产生的影响,以动态的视角考察了公司现金股利与资本结构之间的相互关系。研究结果表明,在我国资本市场大股东控股的公司治理结构特征下,公司在向其最优资本结构调整时受到来自内部控股股东代理成本与外部再融资成本的影响,而现金股利通过影响这两类成本来影响公司的资本结构调整速度。实证检验结果发现,在股权集中度较高的公司中,控股股东代理成本是影响公司资本结构调整速度的主要因素,此时现金股利是大股东侵占中小股东利益的手段,公司派现会加重其控股股东代理成本,从而减慢公司向最优资本结构的调整速度。本文同时发现,在股权集中度较低的公司中,公司调整资本结构时主要面临再融资成本的影响,发放现金股利通过降低权益资本成本从而加快公司向下调整资本结构的速度。

现金股利是公司财务决策的重要内容,关系到投资者利益是否得到保护,同时现金股利与公司资本结构政策也是相互联系和相互影响的。现金股利通过影响资本结构调整的成本来影响公司向最优资本结构的调整速度,进而在一定程度上影响公司价值。从研究结果来看,现金股利支付一方面会加重控股股东代理成本从而降低公司的资本结构调整速度,最终损害公司价值;而另一方面,在股权集中度较低的公司中,现金股利的发放会降低再融资成本从而加快其资本结构的调整速度,有助于提高公司价值。本文的研究结论在一定程度上反映了现阶段我国资本市场上普遍存在的控股股东代理问题,并且通过实证研究发现现金股利政策对公司资本结构动态调整产生的影响乃至对公司价值造成的影响都受到这一代理成本的制约。因此,为推动我国资本市场的良性发展,监管层应积极推动和采取有效的公司内部及外部治理机制来保护中小股东利益。同时,监管层在引导上市公司的现金股利政策时,不应该仅限于分配活动的结果,更重要的是推动公司现金股利政策与资本结构调整的良性互动,从而全方位推进公司价值的提升。

参考文献

吕长江、王克敏(2002):《上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究》,《会计研究》,第3期。

强国令(2014):《半强制分红政策、逆向选择与股利掏空》,《投资研究》,第10期。

苏坤、张君瑞(2012):《终极控制权和资本结构决策》,《管理学报》,第3期。

童勇(2004):《资本结构的动态调整和影响因素》,《财经研究》,第10期。

王静、张天西、郝东洋(2014):《发放现金股利的公司具有更高盈余质量吗?——基于信号传递理论新视角的检验》,《管理评论》,第4期。

王正位、赵冬青、朱武祥(2007):《资本市场摩擦与资本结构调整——来自中国上市公司的证据》,《金融研究》,第6期。

徐寿福、徐龙炳(2015):《现金股利政策、代理成本与公司绩效》,《管理科学》,第1期。

于蔚、金祥荣、钱彦敏(2012):《宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整》,《世界经济》,第3期。

张鸣、郭思永(2009):《大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》,第5期。

Abdullah, N., Z. Ahmad and S. Roslan (2012): "The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model", *International Review of Business Research Papers*, 8, 71-88.

Bhattacharya, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.

Bhattacharya, U., H. Daouk and M. Welker (2003): "The Word Price of Earnings Opacity", *Accounting Review*, 78, 641-678.

Bradley, M., G. Jarrell and E. Kim (1984): "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 39, 857-878.

Dang, V., M. Kim and Y. Shin (2014): "Asymmetric Adjustment toward Optimal Capital Structure: Evidence from A Crisis", *Inter-*

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

national Review of Financial Analysis, 33, 226–242.

De La Bruslerie, H. and I. Latrous (2012): "Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade–off Hypothesis on French Firms", *Journal of Multinational Financial Management*, 22, 111–130.

Drobetz, W., D. Schilling, and H. Schroder (2015): "Heterogeneity in the Speed of Capital Structure Adjustment across Countries and over the Business Cycle", *European Financial Management*, 21, 939–973.

Faulkender, M., M. Flannery, K. Hankins and J. Smith (2012): "Cash Flows and Leverage Adjustments", *Journal of Financial Economics*, 103, 632–646.

Flannery, M. and K. Rangan (2006): "Partial Adjustment toward Target Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 79, 469–506.

Gatchev, V., T. Pulvino and V. Tarhan (2010): "The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities", *Journal of Finance*, 65, 725–763.

Hernandez–Canovas, G., A. Minguez–Vera and J. Sanchez–Vidal (2014): "Ownership Structure and Debt as Corporate Governance Mechanisms: An Empirical Analysis for Spanish SMEs", *Journal of Business Economics and Management*, http://www.tandfonline.com.

Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323–329.

Kraus, A. and R. Litzenberger (1973): "A State–Preference Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance*, 28, 911–922.

Lambrecht, B. and S. Myers (2008): "Debt and Managerial Rents in A Real–options Model of the Firm", *Journal of Financial Economics*, 89, 209–231.

Lambrecht, B. and S. Myers (2012): "A Lintner Model of Payout and Managerial Rents", *Journal of Finance*, 67, 1761–1810.

Lambrinoudakis, C. (2014): "Adjustment Cost Determinants and Target Capital Structure", Working Paper, www.ssrn.com.

Liu, Q. and G. Tian (2012): "Controlling Shareholder, Expropriations and Firm's Leverage Decision: Evidence from Chinese Non–tradable Share Reform", *Journal of Corporate Finance*, 18, 782–803.

Morellec, E., B. Nikolov and N. Schurhoff (2012): "Corporate Governance and Capital Structure Dynamics", *Journal of Finance*, 67, 803–848.

Myers, S. (1984): "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, 575–592.

Pindado, J. and C. De La Torre (2011): "Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure", *International Review of Finance*, 11, 213–226.

Saez, M. and M. Gutierrez (2015): "Dividend Policy with Controlling Shareholders", *Theoretical Inquiries in Law*, 16, 107–130.

Salas, J. (2006): "Dividend Initiations, Analyst Forecasts, and the Cost of Capital", Working Paper, www.ssrn.com.

Sinha, M., J. Sunder and B. Swaminathan (2006): "Payout Policy and Cost of Capital", Working Paper, www.ssrn.com.

Sukkaew, D. (2015): "Agency Cost and Free Cash Flow Hypothesis of Dividend Payout Policy in Thailand", *Review of Business and Economics Research*, 4, 315–327.

（责任编辑：马　辰）

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database