

# 大股东持股比例对企业现金股利的影响

## ——基于信贷融资中介效应的检验

吴国鼎<sup>1</sup>,李怡潇<sup>2</sup>,党印<sup>3</sup>

(1.中国社会科学院 世界经济与政治研究所,北京 100732;

2.中国社会科学院大学 国际政治经济学院,北京 100732;

3.中国劳动关系学院 劳动教育学院,北京 100048)

**摘 要:**企业的股权结构能够对现金股利产生影响。使用 2006—2023 年中国沪深上市企业数据,运用中介效应检验方法,考察了大股东持股比例变化通过信贷融资对企业现金股利的影响。研究发现,大股东持股比例越高,企业发放的现金股利越多。考察信贷融资的中介效应,大股东持股比例越高,企业的信贷融资越多,进而对企业的现金股利产生更大影响。区分短期借款和长期借款,大股东持股比例越高,企业的短期借款越少,长期借款越多。信贷融资的中介效应存在异质性:企业的公司治理状况、大股东持股比例区间以及企业所属行业等因素均导致了信贷融资中介效应的差异。基于此,应加强对企业大股东行为、信贷融资及股利发放的监管,优化股权结构,加强信贷融资的债务治理功能,以促进企业制定合理的股利政策。

**关键词:**大股东持股比例;信贷融资;现金股利;中介效应;异质性

**中图分类号:**F276.6;F275.4

**文献标识码:**A

**文章编号:**2095-929X(2026)02-0046-18

## 一、引 言

现金股利政策是上市企业的一项重要财务决策,不仅直接影响了企业大股东、中小股东及其他投资者之间的利益分配,还影响了企业的后续经营与可持续发展。合理的股利政策,既可以使投资者得到相应回报,保持企业持续发展,还可以向外界传递企业积极的财务信息,使投资者充分了解企业,从而保持对企业的投资以及吸引更多的投资者。

股利政策是公司财务研究的重点领域。Miller 和 Modigliani<sup>[1]</sup>提出的 MM 理论,是股利研究领域的理论基石。所谓 MM 理论,指的是企业的价值与其股利政策无关。由于 MM 理论仅在投资者理性和资本市场完美等一系列假设条件下成立,而现实资本市场与此假设条件具有很大的不同,于是学者们不断放宽这一假设,又发展出一系列其他理论,包括信号传递理论<sup>[2]</sup>、股利代理成本理论<sup>[3]</sup>、股利迎合理论<sup>[4]</sup>、股利生命周期理论<sup>[5]</sup>等。这些理论从不同视角对公司股利政策进行了分析和总结,形成了关于公司股利政策的理论体系。

影响企业现金股利发放的因素有多种,其中包括两个方面的重要因素:股权集中度和资本结构。股利政

**基金项目:**中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划资助项目(DF2023YS42)。

**作者简介:**吴国鼎(1973—),男,山东临沂人,博士,中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员,研究方向:公司治理、世界经济。

策是公司不同利益相关者之间博弈的结果。因而股权结构,尤其是股权集中度,是影响公司股利政策的关键因素。股权集中度不同,企业中存在的代理问题也不同。在大股东持股比例较低的企业中,由于管理层在企业中拥有更大的权力,所以企业中的主要代理问题存在于股东和管理层之间<sup>[6]</sup>;而在大股东持股比例较高的企业中,企业中的主要代理问题存在于大股东和中小股东之间<sup>[7]</sup>。大股东持股比例越高,其在企业中的话语权越大,为了私利而对企业进行“掏空”的动机也就越强。大股东对企业“掏空”的渠道有多种,其中发放现金股利是一个重要渠道。不合理的现金股利政策可能会导致大股东对中小股东利益的侵占。企业的资本结构也影响到现金股利的发放。信贷融资作为企业重要的融资方式,具有两方面的作用:一方面,债权人借款给企业后,会对企业的经营以及资金使用情况<sup>[3,8]</sup>进行监督,同时,债务的期限性和偿还金额的固定性决定了企业必须为此留有充足的、流动性强的现金或其他资产以作为偿还未来债务的准备,从而影响企业现金股利的发放;另一方面,企业进行信贷融资后,大股东可支配的资金增加,大股东可能会采取有利于自身利益但是却会损害其他投资者利益的股利政策,这种情况在大股东持股比例高的企业中更为常见。

同西方发达国家的资本市场相比,中国上市企业的大股东持股比例普遍较高,而市场监管制度、公司治理体系等也还不能对大股东的行为进行有效监督和约束。这就使得在大股东持股比例高的企业中,存在大股东凭借控制权通过发放现金股利对企业进行“掏空”的动机和能力。长期以来,中国上市企业的股利发放存在一些非理性现象:有些企业虽然有较多的盈利,但是却一直不发放股利或者仅发放较少的股利;而有些企业存在较大亏损却发放了高额股利。为了规范上市企业的股利发放,证监会自2000年起,陆续出台了多项法规,但是这一状况并没有得到根本改善。例如,一些企业在从银行获得大量贷款的情况下仍然发放了高额的股利,导致企业资金短缺,不能偿还到期债务,甚至破产。出现这一状况的一部分原因就在于,一些企业的股利政策,是大股东基于自身利益最大化利用股利发放渠道进行利益输送而制定的。

由于中国股权融资市场尚不发达,信贷融资(尤其是银行借款)成为上市企业获得经营资金的主要来源之一。和其他类型的债权人相比,银行由于更有能力对债务人进行监督,从而具有更强的债权人治理功能<sup>[9]</sup>。再加上中国的商业银行已经在很大程度上实现了市场化运营,银行基于经营效益以及经营安全的考虑,也需要加强对贷款发放的审核以及对债务人的监督。因此,银行贷款在一定程度上能够起到约束大股东利用发放股利谋取私利的作用。但是,中国银行业又具有特殊性:一方面,银行尤其是国有银行,其贷款业务不可避免受到非市场因素的影响,这使得企业是否能够获得银行贷款并不完全取决于企业的经营状况,也取决于企业在稳定就业、提供税收、发展重点产业等方面所起的作用。企业的政治级别甚至企业领导人的政治背景也在其中发挥着一定的作用<sup>[10-11]</sup>。另一方面,国有银行存在的预算软约束及内部代理问题,使得无论是在贷款对象选择环节,还是贷出资金后对债务人的监督以及贷款回收环节,银行都还不能完全发挥债务治理功能。在这种情况下,企业获得银行贷款后便拥有了更多的可供支配的现金,从而为其通过发放股利对企业进行“掏空”提供了便利。

大股东持股比例和信贷融资都会影响现金股利,而大股东持股比例又会影响企业的信贷融资。大股东持股比例不同导致的代理问题不同,会使企业选择不同的信贷融资规模。大股东持股比例能否通过信贷融资进而对现金股利产生影响?尤其是在中国企业普遍存在大股东、信贷融资市场比较特殊而且市场中存在大量国有企业的情况下,这三者之间的关系会呈现何种特征?虽然有一些文献考察了大股东持股比例与现金股利、信贷融资与现金股利以及大股东持股比例与信贷融资之间的关系,但较少有研究将三者纳入统一框架进行分析。因此,本文旨在探究大股东持股比例对企业的信贷融资进而对现金股利会产生怎样的影响,以及这种影响在考虑了信贷融资期限、所有制性质、公司治理状况、大股东持股比例区间以及行业等因素后的异质性。通过引入信贷融资这一中介变量,本文不仅分析了大股东与中小股东之间的代理问题,也分析了债权人与企业之间的代理问题,从而将两类代理问题纳入统一分析框架。这不仅丰富了代理理论在股利政策领域的应用,也更全面地揭示了现金股利政策的形成机制。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 大股东持股比例变化对现金股利的影响

关于大股东持股比例对现金股利的影响,学者多从大股东和小股东之间的代理问题出发,认为大股东持股比例越高,企业发放的现金股利越多。这种观点主要是从大股东“掏空”的角度进行分析。Shleifer 和 Vishny<sup>[12]</sup>、Johnson 等<sup>[13]</sup>、Faccio 和 Lang<sup>[14]</sup>等的研究认为,在股权集中的企业中,大股东具有更高的话语权,会通过控制股东大会以及董事会等途径制定对自己有利的决策。由于发放现金股利的成本较低而且形式合法,大股东倾向于制定更有利于自己的现金股利政策。一些学者基于中国资本市场的数据所进行的研究也得出了类似的结论。原红旗<sup>[15]</sup>认为,虽然发放现金股利是解决企业中代理问题的重要手段,但是中国企业中存在的严重代理问题制约了现金股利这一功能的发挥,上市企业中的大股东存在着通过发放现金股利从企业中转移资金的行为。闫大颖<sup>[16]</sup>基于 1999—2002 年中国上市企业数据研究发现,中国的上市企业在 2000 年以后热衷于发放现金股利,这既受证监会在 2000 年后出台的一系列鼓励现金分红的政策的影响,也与企业中的非流通控股股东通过现金股利进行“圈钱”有关。

中国资本市场的监管法规以及保护中小股东利益的制度尚不健全,使得企业大股东存在对中小股东利益进行侵占的动机。大股东通常通过关联交易、占用企业资金以及发放现金股利等渠道实现私利。近年来,由于监管制度的约束,大股东通过关联交易、直接占用企业资金等渠道对企业进行“掏空”越来越难。因此,“高派现”成为大股东经常采用的渠道,再加上监管机构倾向于鼓励上市企业发放股利,这都使得大股东持股比例较高的企业更倾向于多发放现金股利。“两鸟在林,不如一鸟在手”,通过发放更多的现金股利,大股东可以尽早实现自己的投资收益。

基于上述分析,提出 H1:大股东持股比例对企业的现金股利具有正向影响。

### (二) 大股东持股比例影响现金股利机制中信贷融资的中介效应

#### 1. 信贷融资总额的中介效应

检验信贷融资总额的中介效应,也就是考察大股东持股比例是否通过信贷融资总额影响现金股利。这包括两个层面的问题:一是大股东持股比例对企业信贷融资的影响,二是信贷融资对企业现金股利的影响。

大股东持股比例不同,企业中的代理问题就不同,导致了企业对于信贷融资的不同选择。在大股东持股比例较低时,每个股东持有的股份比例较低,这使得股东都想“搭便车”而疏于对管理层的监督。管理层为了减轻经营压力以及保留更多的资金用于自由支配,倾向于减少信贷融资。而在大股东持股比例较高时,大股东在企业中的利益更大,在企业中的话语权也更大,因而其对管理层的监督和约束会更加严格。信贷融资的增加,也可以对企业管理层形成约束,从而减少代理成本<sup>[17]</sup>。另外,通过信贷进行融资,可以由债权人和企业股东共同承担风险,而剩余收益则由企业股东占有。因而大股东持股比例越高,企业进行的信贷融资会越多<sup>[18]</sup>。

大股东持股比例高的企业在获得信贷融资后,对于发放现金股利有什么影响?信贷融资增加,企业可供支配的现金资源就会增加,这就给企业发放现金股利提供了更多的资源。尤其是在大股东持股比例更高时,大股东的“掏空”动机增加,企业可能会发放更多的现金股利。当然,也存在另一种情况:当企业负债水平高时,股东不得不考虑因侵占用于偿还债务的资金发放现金股利而导致的企业经营困难甚至破产,因此企业需要预备足够的现金流来偿付预期的债务,这也就导致企业用于发放现金股利的资金减少。总之,无论何种情形,信贷融资的增加会影响企业现金股利的发放。

基于上述分析,提出 H2a:大股东持股比例变化通过信贷融资影响企业现金股利。

## 2.不同期限信贷融资的中介效应

信贷融资按照还款期限可分为短期借款和长期借款。不同期限类型的借款,债权人的审核条件不同,对借款企业的约束力也不同。短期借款由于还款期限短,且受到债权人更频繁的监督,对企业的约束力更强;而长期借款,由于要求企业在相对较长的时间内有还款能力,对企业短期内的约束相对较弱<sup>[3]</sup>。

从大股东持股比例对企业债务期限结构的影响来看,大股东持股比例越高,大股东对企业进行“掏空”的动机越强,其越有可能通过信贷融资以获得更多可供支配的资金。在这种情况下,企业会偏好长期借款,厌恶短期借款。企业获得的短期和长期借款对企业现金股利的影响也可能不同:短期借款由于还款期限短且还款次数频繁,企业需要准备充足的现金流来满足还款需求,这会导致企业减少发放现金股利;长期借款由于还款期限较长,这就给大股东侵占企业资金提供了更大的空间,企业就可能发放高额现金股利。总之,无论是短期借款还是长期借款,都会对企业的现金股利产生影响。

基于上述分析,提出 H2b:大股东持股比例变化通过短期借款和长期借款影响企业现金股利。

### (三)大股东持股比例影响现金股利机制中信贷融资中介效应的异质性

#### 1.不同所有制类型企业中信贷融资的中介效应

所有制类型不同,企业中的代理问题就会不同,因而会影响到现金股利的发放。一些研究考察了企业的所有制类型对现金股利的影响<sup>[19-21]</sup>。在已有研究的基础上,进一步分析所有制类型对大股东持股比例、信贷融资与现金股利之间关系的影响。

所有制类型不同,企业进行信贷融资的能力不同,大股东进行分红的动机和能力就不同。因此,所有制类型也会影响大股东持股比例、信贷融资与现金股利之间的关系。关于这一问题,有两种观点。一种观点认为,民营企业更倾向于通过信贷融资发放现金股利。国有企业的领导人并不是企业的大股东,因此企业的分红行为对其自身利益的影响较小。国有企业多处于垄断性行业且具有较强的经济实力,再加上国有企业的政治背景,这使得其获得外部资金支持的能力也较强<sup>[22]</sup>。因此,大股东持股比例提高,国有企业并不一定通过增加信贷融资进而发放高额股利。与国有企业相比,民营企业获得外部资金支持更加困难,而且大股东受到监管法规的约束较少,这使得民营企业大股东更倾向于通过信贷融资发放高额股利。另一种观点认为,国有企业更倾向于通过信贷融资发放现金股利。一方面,国有企业更容易获得各类信贷融资<sup>[23-24]</sup>;另一方面,国有企业中的代理问题更加复杂<sup>[25-26]</sup>。这都使得国有企业在享受其身份所带来的资源优势的同时,其经营决策包括分红政策也不可避免地会受到政府的影响。陈信元等<sup>[27]</sup>的研究显示,一些国有企业会通过发放高额现金股利从而使得大股东从公司内部转移资金,从而对公司进行“掏空”。

基于上述分析,提出 H3a:信贷融资的中介效应在不同所有制类型企业之间存在差异。

#### 2.不同公司治理水平企业中信贷融资的中介效应

公司治理水平在大股东持股比例通过信贷融资影响现金股利的机制中具有调节作用。Adjaoud 和 Ben-Amar<sup>[28]</sup>通过构建公司治理指数来考察公司治理水平对企业分红的影响,研究发现,公司治理水平越高,上市公司的分红也越多。一些研究考察了股权结构、董事会治理、管理层治理等因素对企业股利的影响。陆正飞等<sup>[29]</sup>的研究发现,大股东“一股独大”会导致企业采取激进的分红政策。董艳和李凤<sup>[30]</sup>的研究表明,管理层持股对现金股利有正向影响。一些研究考察了公司治理因素对企业包括信贷融资在内的资本结构的影响。Gormley 等<sup>[31]</sup>认为,高管薪酬与企业负债率负相关。肖作平<sup>[32]</sup>的研究得出,董事会中独立董事人数、董事会会议次数与债务融资正相关。

公司治理水平高的企业中,其他大股东可以对第一大股东形成制衡,董事会有较高的独立性,机构投资者、债权人等能够更有效地参与治理,企业的信息披露状况也更好,这都可以约束大股东通过信贷融资发放现金股利的行为。

基于上述分析,提出 H3b:信贷融资的中介效应在不同公司治理水平企业之间存在差异。

### 3.不同大股东持股比例区间企业中信贷融资的中介效应

在不同大股东持股比例区间,大股东持股比例变化通过信贷融资对现金股利的影响可能存在非线性关系。吕长江和周县华<sup>[33]</sup>、唐跃军和谢仍明<sup>[34]</sup>的研究发现,当大股东持股比例较低时,其更倾向于通过关联交易、资金占用等方式获利;当持股比例超过某一阈值后,大股东则更倾向于通过发放股利的方式获利。一些研究则得出了相反的结论。罗琦和吴哲栋<sup>[35]</sup>得出结论,当大股东持股比例较低时,大股东侵占中小股东利益的可能性较大;为减少代理成本,大股东持股比例越高,企业就会发放更多的现金股利;当大股东持股比例上升到一定阈值后,大股东与中小股东之间的协同效应增强,这导致大股东持股比例越大,企业发放的现金股利就会越少。此外,不同大股东持股比例区间中公司大股东对信贷融资的偏好也存在差异。

基于上述分析,提出 H3c:信贷融资的中介效应在不同大股东持股比例区间企业中存在差异。

### 4.不同行业企业中信贷融资的中介效应

不同的行业中,大股东持股比例对现金股利的影响会存在差异。Fama 和 French<sup>[36]</sup>认为,高科技行业因具有高成长性,公司大股东倾向于减少分红;而公用事业和传统制造业等行业则因为经营以及现金流稳定,公司大股东倾向于增加分红。Denis 和 Osobov<sup>[37]</sup>指出,资源行业因利润波动大,大股东持股比例与分红呈非线性关系;而消费品行业因市场需求和利润稳定,大股东持股比例与分红正相关。因此,由于不同行业的资产结构、经营稳定性及融资约束等因素存在差异,导致不同行业中的企业对于发放股利有不同的偏好。

基于上述分析,提出 H3d:信贷融资的中介效应在不同行业企业中存在差异。

## 三、研究设计与样本

### (一)核心变量的度量

#### 1.大股东持股比例

以企业直接控股股东持有的上市企业股份比例作为大股东持股比例的代理变量。需要指出的是,此处的大股东并非仅仅指的是企业的第一大股东,而是企业的直接控股股东。在一些企业中,企业的直接控股股东包括多个企业法人或者自然人,这些企业法人或者自然人均由企业的实际控制人控制。因此,在此种情况下,需要把共同作为直接控股股东的多个企业法人或者自然人对企业的持股比例相加。

#### 2.股利支付率

用股利支付率来衡量上市企业现金股利的发放水平。股利支付率为企业年度累计现金分红总额与归属于母公司股东净利润的比值。

#### 3.信贷融资

企业的信贷融资一般包括银行借款、企业债券以及应付账款等三种类型。中国的大多数企业不具有发行企业债券的资格,企业债券在上市企业信贷融资中所占的比例较小;应付账款等商业信用对企业股东的约束性较差,其治理功能较弱。因此,本文只考虑企业的借款,以借款额与总资产的比值作为信贷融资的代理变量。

### (二)检验模型

考察大股东持股比例变化通过信贷融资对现金股利的影响,实际上是考察信贷融资在大股东持股比例与现金股利关系之中的中介效应。关于中介效应的检验,本文借鉴江艇<sup>[38]</sup>的方法构建模型进行检验。

除了大股东持股比例、信贷融资以及股利支付率等核心指标外,还有一些其他因素会影响企业的股利发放以及信贷融资<sup>[39-41]</sup>。这些因素包括企业的经营规模、负债水平、固定资产占比、盈利能力、经营现金流以及

发展速度等。我们在模型中也加入了这些因素。

基于上述分析,本文设定的计量模型为:

$$Div_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Scr_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Fixed_{it} + \alpha_5 Roe_{it} + \alpha_6 Ocf_{it} + \alpha_7 Growth_{it} + \eta_t + \sigma_{it} \quad (1)$$

$$Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 Scr_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Fixed_{it} + \beta_5 Roe_{it} + \beta_6 Ocf_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \eta_t + \sigma_{it} \quad (2)$$

其中,  $Div_{it}$  为股利支付率;  $Scr_{it}$  为大股东持股比例;  $Debt_{it}$  为信贷融资;  $Size_{it}$  为以企业总资产的对数值表示的企业规模;  $Lev_{it}$  为资产负债率;  $Fixed_{it}$  为固定资产比例;  $Roe_{it}$  为净资产收益率;  $Ocf_{it}$  为经营现金流净额;  $Growth_{it}$  为营业收入增长率;  $\eta_t$  表示年度变量;  $\sigma_{it}$  表示随机扰动项。

模型(1)中,  $\alpha_1$  表示现金股利随着大股东持股比例的增加而变化的程度,  $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 、 $\alpha_4$ 、 $\alpha_5$ 、 $\alpha_6$ 、 $\alpha_7$  分别表示现金股利随着企业规模、资产负债率、固定资产比例、净资产收益率、经营现金流量净额、营业收入增长率等的增加而变化的程度。同样,模型(2)中,  $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_4$ 、 $\beta_5$ 、 $\beta_6$ 、 $\beta_7$  也分别表示信贷融资水平随着相应解释变量的增加而变化的程度。

具体来说,可以通过以下步骤检验信贷融资的中介效应:第一步,使用大股东持股比例变量对现金股利变量进行回归。如果回归系数显著,说明大股东持股比例显著影响现金股利。第二步,使用大股东持股比例变量对信贷融资变量进行回归,如果回归系数显著,说明大股东持股比例显著影响信贷融资。由于已经通过分析说明,信贷融资能够影响企业的现金股利,所以由第一步和第二步就可以说明信贷融资在大股东持股比例与现金股利之间的关系中具有中介效应。这实质上是一种机制检验,即检验大股东持股比例变化通过信贷融资渠道影响企业现金股利这一机制。

### (三) 样本数据和描述性统计

本文使用的样本为在上海、深圳证券交易所上市的企业。考虑到股权分置改革等因素,考察的样本期间为 2006—2023 年。参照李广子和刘力<sup>[42]</sup>、王甄和胡军<sup>[43]</sup>等,剔除了金融、保险类行业等具有特殊资产负债结构的企业,也剔除了集体企业和外资企业以及上市时间不足 3 年的企业。数据来源于国泰安(CSMAR)和万得(Wind)数据库。表 1 为主要变量的描述性统计。

表 1 主要变量的描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Div</i>	95346	0.136	0.208	0.000	0.675
<i>Scr</i>	48817	0.401	0.156	0.159	0.694
<i>Size</i>	70757	21.480	1.414	19.047	24.271
<i>Lev</i>	70538	0.431	0.196	0.112	0.786
<i>Fixed</i>	70044	0.208	0.148	0.013	0.529
<i>Roe</i>	69663	0.118	0.119	-0.120	0.379
<i>Ocf</i>	95346	0.046	0.066	-0.055	0.195
<i>Growth</i>	66586	0.156	0.256	-0.266	0.768

注:由于采用的大股东持股比例是直接控股股东的持股比例,根据企业披露的年度财务报告,有些企业在某些年度不存在直接控股股东,则此时该企业的这一指标为空缺。

图 1 展示了主要变量在样本时间内的变化趋势。从图 1 中可以看出,样本企业的现金股利发放率在样本期间大致呈一种上升的趋势,年度分红公司占上市公司家数比例也大致呈逐年上升趋势。一方面,这是企业越来越重视对现金股利的发放,另一方面,监管部门的政策推动也起到了一定作用。例如,证监会 2008 年出台了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,规定上市企业发行新股最低应满足最近三年内把年均可分配利润的 30% 用于发放现金股利的要求;2013 年出台了《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》,要求企业根据发展阶段以及投资计划进行分红,并规定了在每种情形下企业现金分红的最低比例。从图 1 中也可以看出,在样本期间,样本企业的大股东持股比例则相对稳定,在 0.40 和 0.45 之间波动。

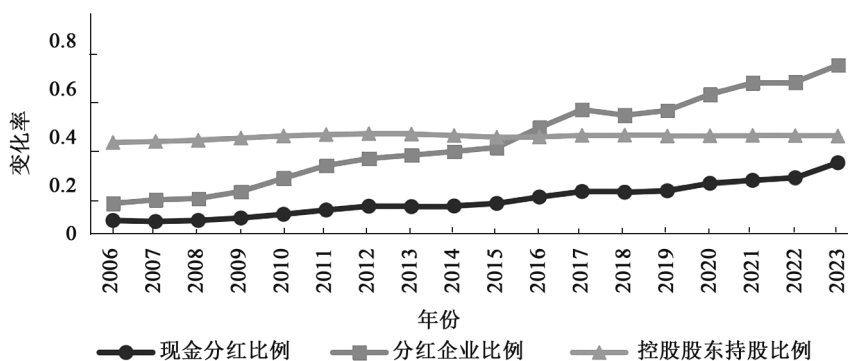


图 1 主要变量在样本时间内的变化趋势

#### 四、实证检验结果

按照中介效应的检验步骤,使用模型(1)(2)对各个研究假设进行检验。

##### (一) 大股东持股比例变化对现金股利影响的检验结果

表 2 报告了使用几种不同的回归方法检验大股东持股比例变化对现金股利影响的回归结果。

表 2 大股东持股比例变化对现金股利的影响

变量	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Div</i>	(3) <i>Div</i>
<i>Scr</i>	0.336*** (0.011)	0.223*** (0.006)	0.270*** (0.011)
<i>Size</i>		0.028*** (0.001)	0.035*** (0.002)
<i>Lev</i>		-0.310*** (0.006)	-0.300*** (0.008)
<i>Fixed</i>		-0.033*** (0.007)	-0.039*** (0.011)
<i>Roe</i>		0.392*** (0.012)	0.204*** (0.012)
<i>Ocf</i>		0.314*** (0.017)	0.088*** (0.017)
<i>Growth</i>		-0.033*** (0.004)	-0.006 (0.004)
常数项	0.142*** (0.005)	-0.314*** (0.029)	-0.484*** (0.041)
企业	是	否	是
年份	是	是	是
观测值	48797	48337	48337
R <sup>2</sup>	0.033	0.193	0.081

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内为回归系数的稳健性标准误。下同。

表 2 列(1)是只在模型中加入核心变量的回归结果,列(2)是没有考虑企业固定效应的回归结果,列(3)是考虑了企业固定效应的回归结果。列(1)~(3)中 *Scr* 的回归系数分别为 0.336、0.223 和 0.270,均显著为正,表明大股东持股比例提高对现金股利有正向影响,即大股东持股比例越高,企业发放的现金股利越多。由此验证了 H1。之所以大股东持股比例的提高会导致现金股利的增加,也有研究提供了另外的解释。有研究认为,现金股利可能成为满足大股东其他方面利益需求的工具<sup>[44-46]</sup>。也有研究认为,现金股利能够掩饰大股东通过其他渠道对企业进行的“掏空”<sup>[47-48]</sup>。投资者在获得了现金股利后,会对大股东的其他行为不再关注

或者追究,这就便利了大股东通过其他渠道对企业进行“掏空”。

对这一问题作进一步解释。现金股利是按照股东持股比例发放的。因此,在监管制度完备的市场中,发放现金股利对所有股东来说都是一种公平的形式,是对中小股东权益的保护。而在监管制度不完备的市场中,大股东则容易通过现金股利实现对企业的“掏空”,进而造成对中小股东利益的侵害。在中国资本市场上,大股东持股比例越高,企业发放的现金股利越多。这就说明,发放现金股利更有利于大股东利益的实现。尤其是在股权分置改革之前,大股东的持股成本较低且不能通过减持而获益,因此发放股利可使大股东获得比中小股东更高的收益率。

接下来分析表 2 列(3)中其他变量的回归结果。*Size* 的系数显著为正,表明企业规模越大,企业的筹资能力以及抗风险能力越强,企业越倾向于发放更多的现金股利。*Lev* 的系数显著为负,表明资产负债率越高,企业将要偿还的债务就越多,企业为了降低不能偿还债务的风险,就会减少现金股利。*Fixed* 的系数显著为负,表明企业固定资产占比越高,流动资产就越少,企业就倾向于减少现金股利的发放。*Roe* 的系数显著为正,表明企业盈利能力越强,可用于发放股利的资金就越多,企业就会发放更多的股利。*Ocf* 的系数显著为正,表明当企业的经营现金流越多,发放的现金股利也越多。列(3)中 *Growth* 的系数虽为负但是不显著,而列(2)中 *Growth* 的系数显著为负,这表明企业的发展速度越快,就需要把更多的资金用于投资和经营,从而减少现金股利的发放。

## (二) 信贷融资中介效应的检验结果

### 1. 信贷融资总额中介效应的检验结果

检验信贷融资总额的中介效应,也就是检验大股东持股比例变化通过信贷融资总额对现金股利的影响。由于表 2 中已经检验了大股东持股比例变化对现金股利的的影响,按照中介效应检验方法,只检验大股东持股比例变化对信贷融资总额的影响。回归结果见表 3 列(1)。

表 3 从总体上检验信贷融资的中介效应

变量	(1) <i>Loan</i>	(2) <i>Loan_s</i>	(3) <i>Loan_l</i>
<i>Scr</i>	0.018*** (0.004)	-0.007** (0.003)	0.015*** (0.002)
<i>Size</i>	0.017*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.015*** (0.000)
<i>Lev</i>	0.390*** (0.003)	0.255*** (0.002)	0.101*** (0.002)
<i>Fixed</i>	0.095*** (0.004)	0.051*** (0.003)	0.038*** (0.002)
<i>Roe</i>	-0.049*** (0.004)	-0.050*** (0.003)	0.003 (0.002)
<i>Ocf</i>	-0.161*** (0.005)	-0.108*** (0.005)	-0.040*** (0.003)
<i>Growth</i>	-0.007*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	0.000 (0.001)
常数项	-0.447*** (0.013)	-0.089*** (0.012)	-0.338*** (0.008)
企业	是	是	是
年份	是	是	是
观测值	48337	48337	48337
R <sup>2</sup>	0.454	0.320	0.193

表 3 列(1)中, *Loan* 表示企业的信贷融资总额, *Scr* 的回归系数为 0.018,显著为正。说明大股东持股比例的增加能够导致企业进行更多的信贷融资。由于文中已经分析信贷融资对企业现金股利的的影响,所以可以

判断信贷融资在大股东持股比例与现金股利的关系中具有中介效应。由此验证了 H2a。大股东持股比例越高,企业进行的信贷融资越多,说明大股东可能存在两方面的动机:一方面,通过信贷融资,大股东既可以控制更多的资金以及占有由债权人和股东共同创造的剩余价值,又能保护自己的股权不被分散;另一方面,对于企业通过增加信贷融资而获得的资金,大股东可能通过现金股利等渠道对企业进行“掏空”。

### 2.不同期限信贷融资中介效应的检验结果

把信贷融资区分为长期借款和短期借款,分别考察这两种不同类型的借款在大股东持股比例与现金股利关系中所起的作用。其中,借款期限在 1 年以下的为短期借款,借款期限在 1 年以上的为长期借款。回归结果见表 3 列(2)(3)。

表 3 列(2)(3)中, *Loan\_s* 和 *Loan\_l* 分别表示短期借款和长期借款,其分别是短期借款额和长期借款额与企业总资产的比值。列(2)是大股东持股比例对短期借款的回归结果。*Scr* 的回归系数为-0.007,显著为负,表明大股东持股比例的增加能够导致企业减少短期借款。由于短期借款能对企业的现金股利产生影响,所以根据回归结果可以判断,短期借款具有中介效应。列(3)是大股东持股比例对长期借款的回归结果。*Scr* 的回归系数为 0.015,显著为正,表明大股东持股比例的增加能够导致企业增加长期借款。由于长期借款也能对企业的现金股利产生影响,所以根据回归结果可以判断,长期借款也具有中介效应。由此验证了 H2b。

大股东持股比例越高,短期借款越少,长期借款越多,这进一步说明了短期借款具有更强的债务治理作用。短期借款由于还款期限短且还款次数频繁,使得企业需要预备充足的现金流以备于偿还债务,这就对大股东侵占企业资金的行为造成了限制,从而导致了大股东持股比例更高时,企业会减少短期借款以避免短期借款对其的约束。而长期借款,由于还款期限较长,这就给大股东提供了时间和机会,使其对长期借款的侵占行为不容易被发现,导致大股东持股比例更高的企业更愿意借入长期借款。

## (三)信贷融资中介效应异质性的检验结果

### 1.不同所有制类型企业中信贷融资中介效应的检验结果

把样本企业区分为国有企业和民营企业,分别考察这两类企业中大股东持股比例变化对信贷融资的影响。本文根据企业实际控制人的所有制性质判断企业是国有企业还是民营企业,同时剔除了在样本区间发生过所有制类型转换的企业。回归结果见表 4。

表 4 不同所有制类型企业中信贷融资中介效应检验

变量	国有企业		民营企业		样本全体
	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Loan</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Loan</i>	
<i>Scr</i>	0.139*** (0.025)	0.024*** (0.008)	0.409*** (0.024)	0.037*** (0.006)	0.034*** (0.006)
<i>Scr × Nature</i>					-0.012 (0.009)
<i>Size</i>	0.047*** (0.004)	0.008*** (0.001)	0.030*** (0.004)	0.015*** (0.001)	0.011*** (0.001)
<i>Lev</i>	-0.322*** (0.017)	0.439*** (0.006)	-0.381*** (0.016)	0.436*** (0.004)	0.437*** (0.003)
<i>Fixed</i>	-0.018 (0.022)	0.088*** (0.007)	-0.046** (0.023)	0.065*** (0.006)	0.076*** (0.005)
<i>Roe</i>	0.150*** (0.026)	-0.058*** (0.008)	0.161*** (0.025)	-0.051*** (0.006)	-0.054*** (0.005)
<i>Ocf</i>	0.066** (0.033)	-0.187*** (0.011)	0.127*** (0.032)	-0.143*** (0.008)	-0.161*** (0.007)
<i>Growth</i>	0.011 (0.008)	-0.004 (0.003)	-0.008 (0.007)	-0.013*** (0.002)	-0.009*** (0.002)

续表4

变量	国有企业		民营企业		样本全体
	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Loan</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Loan</i>	(5) <i>Loan</i>
常数项	-0.704*** (0.084)	-0.277*** (0.027)	-0.369*** (0.090)	-0.401*** (0.023)	-0.336*** (0.018)
企业	是	是	是	是	是
年份	是	是	是	是	是
观测值	13445	13445	17948	17948	31393
R <sup>2</sup>	0.056	0.435	0.091	0.507	0.469

表4列(1)~(4)是分别对国有企业和民营企业分组进行检验的回归结果。从回归结果可以判断,信贷融资在国有和民营企业中都具有中介效应。表4列(5)是在模型中加入交叉项的回归结果。交叉项  $Scr \times Nature$  中,  $Nature$  是虚拟变量,当样本企业是国有企业时,  $Nature$  等于1,否则为0。 $Scr \times Nature$  的回归系数不显著,说明信贷融资的中介效应在国有和民营企业中没有显著差异。这一结果和假设 H3a 有所不同。可能的原因在于,随着中国资本市场成熟度的不断提高以及监管的日益严格,所有制性质等因素对企业发放股利的影响越来越小。需要指出的是,本文的研究结论是基于2006—2023年的数据得出的,而一些基于更早时间段对这一问题所进行的研究中发现了不同的现象,这说明,随着中国资本市场的不断发展和成熟,不同所有制类型企业的经营以及财务决策也会发生变化。

## 2.不同公司治理水平企业中信贷融资中介效应的检验结果

为检验不同公司治理水平企业中信贷融资的中介效应,借鉴张会丽和陆正飞<sup>[49]</sup>、周茜等<sup>[50]</sup>的研究方法,构建了公司治理评价指数体系,然后按照治理指数的大小把样本公司分为两组,分别进行检验。回归结果见表5。

表5 不同公司治理水平企业中信贷融资中介效应检验

变量	公司治理水平低		公司治理水平高		样本全体
	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Loan</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Loan</i>	(5) <i>Loan</i>
<i>Scr</i>	0.215*** (0.014)	0.008* (0.005)	0.327*** (0.021)	0.048*** (0.006)	0.037*** (0.006)
$Scr \times Gov$					-0.029*** (0.007)
<i>Size</i>	0.036*** (0.002)	0.016*** (0.001)	0.040*** (0.003)	0.022*** (0.001)	0.017*** (0.001)
<i>Lev</i>	-0.291*** (0.010)	0.387*** (0.003)	-0.291*** (0.014)	0.399*** (0.004)	0.391*** (0.003)
<i>Fixed</i>	-0.044*** (0.014)	0.105*** (0.005)	-0.011 (0.021)	0.072*** (0.006)	0.095*** (0.004)
<i>Roe</i>	0.184*** (0.014)	-0.051*** (0.005)	0.242*** (0.021)	-0.043*** (0.006)	-0.049*** (0.004)
<i>Ocf</i>	0.102*** (0.021)	-0.177*** (0.007)	0.073** (0.029)	-0.132*** (0.008)	-0.161*** (0.005)
<i>Growth</i>	-0.001 (0.005)	-0.004** (0.002)	-0.017*** (0.006)	-0.012*** (0.002)	-0.007*** (0.001)
常数项	-0.505*** (0.049)	-0.418*** (0.017)	-0.621*** (0.075)	-0.546*** (0.021)	-0.454*** (0.013)
企业	是	是	是	是	是
年份	是	是	是	是	是
观测值	30930	30930	17407	17407	48337
R <sup>2</sup>	0.070	0.442	0.112	0.487	0.454

表5列(1)~(4)是分别对公司治理水平低分组和高分组进行检验的回归结果。从回归结果可以判断,

信贷融资在公司治理水平低分组和高分组企业中都具有中介效应。表 5 列(5)是在模型中加入交叉项的回归结果。交叉项  $Scr \times Gov$  中,  $Gov$  是虚拟变量,当样本公司属于公司治理水平低分组时,  $Gov$  等于 1,否则为 0。 $Scr \times Gov$  的回归系数为-0.029,显著为负,表明信贷融资的中介效应在公司治理水平高分组中程度更大。研究结论揭示了公司治理水平在调节大股东持股比例、信贷融资与现金股利关系中的作用。公司治理水平高,就更能在公司内部形成有效的制衡机制,企业的信贷融资也更能发挥其债务治理作用。由此验证了 H3b。

### 3.不同大股东持股区间企业中信贷融资中介效应的检验结果

由于样本数据为非平衡面板,所以本文没有计算门槛值,而是把样本按照第一大股东持股比例的高低分为两组,考察不同大股东持股区间中信贷融资中介效应的差异。回归结果见表 6。

表 6 不同大股东持股区间企业中信贷融资中介效应检验

变量	大股东持股比例低区间		大股东持股比例高区间		样本全体
	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Loan</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Loan</i>	(5) <i>Loan</i>
<i>Scr</i>	0.287*** (0.014)	0.022*** (0.005)	0.270*** (0.019)	0.012** (0.006)	0.000 (0.006)
$Scr \times Share$					0.027*** (0.007)
<i>Size</i>	0.036*** (0.002)	0.020*** (0.001)	0.033*** (0.003)	0.008*** (0.001)	0.017*** (0.001)
<i>Lev</i>	-0.266*** (0.009)	0.380*** (0.003)	-0.371*** (0.015)	0.418*** (0.004)	0.391*** (0.003)
<i>Fixed</i>	-0.039*** (0.014)	0.088*** (0.005)	-0.055*** (0.020)	0.104*** (0.006)	0.095*** (0.004)
<i>Roe</i>	0.185*** (0.014)	-0.048*** (0.005)	0.239*** (0.021)	-0.049*** (0.006)	-0.049*** (0.004)
<i>Ocf</i>	0.086*** (0.021)	-0.155*** (0.007)	0.096*** (0.029)	-0.172*** (0.008)	-0.161*** (0.005)
<i>Growth</i>	-0.008* (0.004)	-0.004*** (0.002)	-0.005 (0.007)	-0.012*** (0.002)	-0.007*** (0.001)
常数项	-0.538*** (0.048)	-0.515*** (0.016)	-0.387*** (0.077)	-0.254*** (0.022)	-0.447*** (0.013)
企业	是	是	是	是	是
年份	是	是	是	是	是
观测值	29601	29601	18736	18736	48337
R <sup>2</sup>	0.090	0.449	0.082	0.470	0.454

表 6 列(1)~(4)是分别对大股东持股比例低区间分组和高区间分组进行检验的回归结果。从回归结果可以判断,信贷融资在大股东持股比例低区间分组和高区间分组企业中都具有中介效应。表 6 列(5)是在模型中加入交叉项的回归结果。交叉项  $Scr \times Share$  中,  $Share$  是虚拟变量,当样本公司属于大股东持股比例低区间分组时,  $Share$  等于 1,否则为 0。 $Scr \times Share$  的回归系数为 0.027,显著为正,说明信贷融资的中介效应在大股东持股比例低区间分组中程度更大。研究结论揭示了大股东持股区间在调节大股东持股比例、信贷融资与现金股利关系中的作用。在大股东持股比例低区间,大股东在企业中的利益更少,大股东通过信贷融资以及现金股利获取私人收益的动机和能力也就越强,这导致大股东持股比例变化通过信贷融资对现金股利的影响程度越大。由此验证了 H3c。

### 4.不同行业企业中信贷融资中介效应的检验结果

为检验不同行业分组中信贷融资的中介效应,将“农、林、牧、渔业”“采矿业”“制造业”“电力、热力、燃气及水生产和供应业”“建筑业”等划分为重资产行业,而将“信息传输、软件和信息技术服务业”“科学研究和

技术服务业”“居民服务、修理和其他服务业”“文化、体育和娱乐业”等行业划分为轻资产行业,然后分别进行回归。回归结果见表 7。

表 7 不同行业分组中信贷融资中介效应检验

变量	重资产行业		轻资产行业		样本全体
	(1) <i>Div</i>	(2) <i>Loan</i>	(3) <i>Div</i>	(4) <i>Loan</i>	(5) <i>Loan</i>
<i>Scr</i>	0.254*** (0.013)	0.012*** (0.004)	0.335*** (0.024)	0.038*** (0.008)	0.033*** (0.007)
<i>Scr</i> × <i>Industry</i>					-0.019** (0.008)
<i>Size</i>	0.036*** (0.002)	0.015*** (0.001)	0.034*** (0.004)	0.023*** (0.001)	0.017*** (0.001)
<i>Lev</i>	-0.313*** (0.009)	0.399*** (0.003)	-0.260*** (0.016)	0.361*** (0.006)	0.391*** (0.003)
<i>Fixed</i>	-0.061*** (0.013)	0.087*** (0.004)	0.036 (0.025)	0.129*** (0.008)	0.094*** (0.004)
<i>Roe</i>	0.190*** (0.013)	-0.047*** (0.004)	0.251*** (0.025)	-0.051*** (0.009)	-0.049*** (0.004)
<i>Ocf</i>	0.074*** (0.019)	-0.156*** (0.006)	0.124*** (0.036)	-0.176*** (0.012)	-0.161*** (0.005)
<i>Growth</i>	-0.007 (0.004)	-0.007*** (0.001)	-0.001 (0.008)	-0.008*** (0.003)	-0.007*** (0.001)
常数项	-0.492*** (0.047)	-0.404*** (0.015)	-0.542*** (0.082)	-0.577*** (0.028)	-0.448*** (0.013)
企业	是	是	是	是	是
年份	是	是	是	是	是
观测值	38932	38932	9405	9405	48337
R <sup>2</sup>	0.078	0.459	0.102	0.436	0.454

表 7 列(1)~(4)是分别对重资产行业分组和轻资产行业分组进行检验的回归结果。从回归结果可以判断,信贷融资在重资产行业分组和轻资产行业分组企业中都具有中介效应。列(5)是在模型中加入交叉项的回归结果。交叉项 *Scr* × *Industry* 中,*Industry* 是虚拟变量,当样本公司属于重资产行业分组时, *Industry* 等于 1,否则为 0。*Scr* × *Industry* 的回归系数为-0.019,显著为负,表明信贷融资的中介效应在重资产行业分组中程度更小。研究结论揭示了行业因素在调节大股东持股比例、信贷融资与现金股利关系中的作用。在重资产行业,大股东更倾向于把信贷融资用于资本支出而非发放现金股利。因此,在重资产行业中,信贷融资在大股东持股比例影响现金股利机制中的中介效应程度更小。由此验证了 H3d。

#### (四) 稳健性和内生性检验

为进一步验证基准回归结果的可靠性,本文进行了一系列稳健性和内生性检验。

##### 1. 以现金分红意愿作为现金股利代理变量

还可以从另一个方面衡量公司的现金分红情况,即现金分红意愿,也就是考察公司是否发放了现金股利。由于现金分红意愿以虚拟变量来表示,因此采用 Logit 模型进行检验。回归结果见表 8 列(1)。

表 8 稳健性和内生性检验

变量	(1) $D\_div$	(2) $Div$	(3) $Loan$	(4) $Div$	(5) $Loan$
$Scr$	2.336 *** (0.088)				
$Control$		0.184 *** (0.010)	0.020 *** (0.003)		
$Size$	0.631 *** (0.015)	0.034 *** (0.002)	0.017 *** (0.001)		
$Lev$	-4.196 *** (0.091)	-0.302 *** (0.008)	0.392 *** (0.003)		
$Fixed$	-1.056 *** (0.105)	-0.036 *** (0.011)	0.093 *** (0.004)		
$Roe$	13.773 *** (0.299)	0.207 *** (0.012)	-0.048 *** (0.004)		
$Ocf$	2.287 *** (0.261)	0.087 *** (0.017)	-0.163 *** (0.005)		
$Growth$	0.388 *** (0.062)	-0.006 (0.004)	-0.007 *** (0.001)		
$Scr_{i,t-1}$				0.269 *** (0.012)	0.009 * (0.004)
$Size_{i,t-1}$				0.027 *** (0.002)	0.023 *** (0.001)
$Lev$				-0.208 *** (0.008)	0.235 *** (0.003)
$Fixed_{i,t-1}$				-0.010 (0.011)	0.041 *** (0.004)
$Roe_{i,t-1}$				0.169 *** (0.012)	-0.073 *** (0.004)
$Ocf_{i,t-1}$				0.033 *** (0.010)	-0.075 *** (0.004)
$Growth_{i,t-1}$				-0.009 ** (0.004)	0.004 *** (0.001)
常数项	-13.429 *** (0.375)	-0.455 *** (0.041)	-0.439 *** (0.013)	-0.349 *** (0.042)	-0.508 *** (0.015)
企业	是	是	是	是	是
年份	是	是	是	是	是
观测值	48337	47523	47523	43508	43508
$R^2$		0.077	0.454	0.062	0.250

表 8 列(1)中,  $D\_div$  表示企业现金分红意愿,如果企业在当年发放了现金股利,则为 1,否则为 0。 $Scr$  的回归系数为 2.336,显著为正,表明大股东持股比例对现金分红意愿有正向影响。也就是说,大股东持股比例越高,企业现金分红意愿越大。同样,信贷融资的增加也能够提高企业现金分红的意愿。在具有更高信贷融资的情况下,为了给债权人以及投资者以企业经营状况较好的印象,企业也更愿意发放股利。研究结果表明,大股东持股比例通过信贷融资能够对企业现金分红意愿产生影响。

## 2. 以实际控制人的控制权作为大股东持股比例的代理变量

对于大股东持股比例变量,还可以从实际控制人的角度进行度量。实际上,随着企业规模的发展以及所控制的企业的增加,企业的控制结构会越来越复杂。因此,在很多情况下,真正对企业进行控制的并不是企业的直接控股股东,而是需要层层追溯,追溯到终极控制企业的人,也就是实际控制人。因此,也可以使用实际

控制人对企业的控制程度来度量大股东持股比例。按照 La Porta 等<sup>[51]</sup>、Claessens 等<sup>[7]</sup>的方法,企业实际控制人拥有的对企业的控制权可以表示实际控制人对企业的控制程度。因此,可以用这一指标来表示大股东持股比例。根据已有文献中的做法,实际控制人的控制权可用实际控制人对目标企业每条控制链上各控制层级中最弱的投票权相加之和来计算。

以海信科龙电器股份有限公司(公司简称:海信家电;股票代码:000921)为例计算实际控制人的控制权。海信家电 2018 年公司与实际控制人之间的产权及控制关系见图 2。从图中可以看出,青岛市国资委通过两条控制链对海信家电进行控制。根据控制权的计算方法,控制链条 1 中的控制权为 32.36%,控制链条 2 中的控制权为 9.13%,则实际控制人总的控制权为 41.49%。

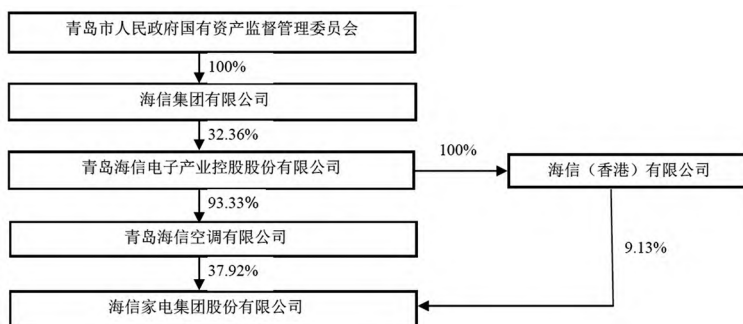


图 2 海信家电 2018 年公司与实际控制人之间的产权及控制关系

以 *Control* 表示实际控制人拥有的对企业的控制权。回归结果见表 8 列(2)(3)。列(2)中, *Control* 的回归系数为 0.184,显著为正,表明实际控制人的控制权越高,企业的现金股利也越多。列(3)中, *Control* 的回归系数为 0.020,显著为正,表明实际控制人的控制权越高,企业的信贷融资也越多。综合列(2)(3)的回归结果可以判断,信贷融资在实际控制人的控制权与现金股利的关系中具有中介效应。这和表 2、表 3 中的研究结论是一致的。

### 3. 内生性问题

理论上,大股东持股比例、信贷融资与股利政策之间可能存在互为因果的内生性。一方面,发放现金股利可以通过减少企业自由现金流以降低大股东与中小股东之间的代理成本;另一方面,发放现金股利会削弱企业的偿债能力,从而提高企业股东和债权人之间的代理成本。这都会影响企业的信贷融资以及大股东持股水平。为了解决可能存在的互为因果和遗漏变量的情况,采用两种方法进行处理。一种方法是采用企业和年份固定效应进行回归,这就既消除了企业不随时间变化变量的潜在影响,也消除了一些随年份变化的遗漏变量的影响。文中的基本回归方法就是控制了企业和年度的固定效应。另一种方法是以各解释变量的滞后 1 期作为解释变量进行回归,这就避免了同期被解释变量的变化对同期解释变量的影响,从而减少了内生性问题。回归结果见表 8 列(4)(5)。列(4)中,  $Scr_{i,t-1}$  的回归系数为 0.269,显著为正;列(5)中,  $Scr_{i,t-1}$  的回归系数为 0.009,显著为正。根据回归结果可以判断,信贷融资具有中介效应。这一研究结论也同表 2、表 3 中的研究结论是一致的。

## 五、结论、建议与展望

### (一) 研究结论

企业的现金股利政策受到多方面因素的影响,大股东持股比例是一个重要因素。大股东持股比例可以通过多种渠道影响股利发放,其中信贷融资是一个重要渠道。本文研究了信贷融资在大股东持股比例与现金股利关系中的中介效应。除了从总体上进行研究外,还区分信贷融资期限、企业的所有制类型、公司治理状况、

所属行业等对这一问题进行了研究,得到了以下主要结论。

第一,大股东持股比例越高的企业,发放的现金股利越多。这说明,大股东希望通过发放更多的现金股利以尽早实现自己的投资收益。这也说明,在大股东持股比例高时,通过发放更多的现金股利,大股东对企业进行了“掏空”从而侵占了中小股东的利益。

第二,大股东持股比例越高的企业,企业进行的信贷融资越多。更多的信贷融资会对企业的现金股利产生更大程度的影响。区分信贷融资借款期限长短,则短期借款和长期借款在大股东持股比例与现金股利之间发挥的作用不同。大股东持股比例越高的企业会更少地借入短期借款以及更多地借入长期借款。

第三,信贷融资在大股东持股比例与现金股利关系中的中介效应存在异质性。区分企业的国有和民营性质,则信贷融资的中介效应在这两类企业中没有显著区别。区分企业的公司治理状况,则公司治理水平高分组中信贷融资的中介效应程度更大。区分大股东持股比例区间,则大股东持股比例低区间分组中信贷融资的中介效应程度更大。区分企业所属行业,则轻资产行业分组中信贷融资的中介效应程度更大。这都反映了公司治理状况、大股东持股比例区间以及企业所属行业在调节大股东持股比例、信贷融资与现金股利关系中的作用。

## (二) 政策建议

研究结论具有一定的理论意义和实践价值。在理论方面,本文通过中介效应检验,深化了对大股东持股比例影响企业现金股利机制的理解,揭示了信贷融资的中介作用。在实践方面,研究结论为保障资本市场健康运行、保护中小投资者利益以及优化金融资源配置提供了启示。

对于上市企业,一方面,应优化股权结构。上市公司可通过引入战略投资者、机构投资者以及员工持股等方式,构建股权适度集中且存在有效制衡的股权结构,从而能够对大股东进行有效制约。另一方面,需要制定更加合理的股利政策。公司在股利政策中,应明确发放现金股利与公司盈利能力等相挂钩的机制,避免公司通过信贷融资进行分红的行为。

对于债权人,一方面,应严格放贷程序。银行等债权人需要改变重抵押、轻治理的放贷模式,将公司治理因素纳入放贷评估维度。在放贷审批时,应重点评估借款企业的股权结构、大股东行为、内控制度等因素。对于存在“一股独大”且公司治理机制薄弱的企业,应审慎放贷或提高放贷条件。另一方面,需要加强贷后监控和管理。应该建立风险预警机制,对于实施超额分红的企业,应启动调查并采取相应的保全措施。债权人也要积极行使债权人权利,阻止公司实施可能损害债权人利益的股利政策。

对于监管机构,一方面,需要完善上市公司分红监管制度。监管重点应从单纯关注分红比例转向审查分红行为的合理性,对于实施超额分红且信贷融资规模增长较快的公司,应予以重点关注。另一方面,需要加强对违规行为的监督和查处。要求上市公司在宣布分红方案时,须披露用于分红的资金来源;对于利用信贷融资进行超额分红的公司,应采取限制其再融资资格等措施以对其进行处罚。

## (三) 研究展望

在本文研究的基础上,还可以进一步进行以下研究。一是更深入研究大股东持股比例对现金股利的影响机制。除了信贷融资外,大股东持股比例还可以通过股权融资等途径影响企业的股利政策。大股东持股比例是股权结构的一个方面,股权结构还包括股权制衡度、管理层持股、投资者持股等指标<sup>[52-54]</sup>。未来研究可纳入更多股权结构维度进行综合分析。二是在中国资本市场中,政府发挥着重要的作用,政府出台的政策能够对企业的股利政策产生影响<sup>[55]</sup>。近年来,证监会等部门先后出台了一系列规范企业股利发放的监管政策,财政部、国资委等部门也对国有企业的利润上缴做出了规定,这都会对上市企业的股利政策产生影响。未来研究可进一步分析宏观政策如何调节大股东行为与股利政策之间的关系。

## 参考文献:

- [1] MILLER M H, MODIGLIANI F. Dividend Policy, growth, and the valuation of shares[J]. *The Journal of Business*, 1961, 34(4): 411-433.
- [2] BHATTACHARYA S. Imperfect information, dividend policy, and “the Bird in the Hand” fallacy[J]. *The Bell Journal of Economics*, 1979: 259-270.
- [3] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [4] BAKER M, WURGLER J. Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(2): 271-288.
- [5] DEANGELO H, DEANGELO L, STULZ R M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(2): 227-254.
- [6] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [7] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2741-2771.
- [8] FAMA E F. Contract costs and financing decisions[J]. *The Journal of Business*, 1990, 63(1): 71-91.
- [9] DIAMOND D W. Financial intermediation and delegated monitoring[J]. *The Review of Economic Studies*, 1984, 51(3): 393-414.
- [10] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [11] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012(9): 125-139.
- [12] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [13] JOHNSON S, BOONE P, BREACH A, et al. Corporate governance in the Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 141-186.
- [14] FACCIO M, LANG L H P. The ultimate ownership of western European corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 365-395.
- [15] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析[J]. *财经研究*, 2001(3): 33-41.
- [16] 阎大颖. 中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究[J]. *南开经济研究*, 2004(6): 94-100, 105.
- [17] FRIEND I, LANG L H P. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(2): 271-281.
- [18] 肖作平. 股权结构对资本结构选择的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. *当代经济科学*, 2004, 26(1): 1-7.
- [19] 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.
- [20] ANDERSON R C, REEB D M, ZHAO W. Family-controlled firms and informed trading: evidence from short sales[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 351-385.
- [21] 吴春贤, 杨兴全. 金融发展、产权性质与现金股利政策[J]. *中央财经大学学报*, 2018(10): 56-70.
- [22] 吴国鼎. 大股东控制权与所有权分离度对企业现金分红影响研究——基于中国分红监管政策调节效应的实证检验[J]. *中央财经大学学报*, 2023(7): 113-128.
- [23] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008(8): 9-21, 39, 187.
- [24] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012(9): 125-139.
- [25] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2): 330-357.
- [26] 吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. *经济研究*, 2009(10): 109-120.
- [27] 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.
- [28] ADJAOUD F, BEN-AMAR W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? [J]. *Journal of*

- Business Finance & Accounting,2010,37(5-6):648-667.
- [29]陆正飞,王春飞,王鹏.激进股利政策的影响因素及其经济后果[J].金融研究,2010(6):162-174.
- [30]董艳,李凤.管理层持股、股利政策与代理问题[J].经济学(季刊),2011,10(3):1015-1038.
- [31]GORMLEY T A, MATSA D A, MILBOURN T. CEO compensation and corporate risk: evidence from a natural experiment[J]. Journal of Accounting and Economics,2013,56(2-3):79-101.
- [32]肖作平.公司治理对资本选择的影响——理论和证据[J].管理科学学报,2008,11(5):129-144.
- [33]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,2005,8(3):9-17.
- [34]唐跃军,谢仍明.大股东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].南开经济研究,2006(1):60-78.
- [35]罗琦,吴哲栋.控股股东代理问题与公司现金股利[J].管理科学,2016,29(3):112-122.
- [36]FAMA E F, FRENCH K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. Journal of Financial Economics,2001,60(1):3-43.
- [37]DENIS D J, OSOBOV I. Why do firms pay dividends? international evidence on the determinants of dividend policy[J]. Journal of Financial Economics,2008,89(1):62-82.
- [38]江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(5):100-120.
- [39]白云霞,林秉旋,王亚平,等.所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据[J].会计研究,2013(4):66-72.
- [40]魏志华,李茂良,李常青.半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J].经济研究,2014,49(6):100-114.
- [41]陈云玲.半强制分红政策的实施效果研究[J].金融研究,2014(8):162-177.
- [42]李广子,刘力.上市公司民营化绩效:基于政治观点的检验[J].世界经济,2010(11):139-160.
- [43]王甄,胡军.控制权转让、产权性质与公司绩效[J].经济研究,2016(4):146-160.
- [44]SHLEIFER A, VISHNY R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of Political Economy,1986,94(3):461-488.
- [45]黄娟娟,沈艺峰.上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2007(8):36-43,95.
- [46]CHEN K C W, CHEN Z, WEI K C J. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital[J]. Journal of Corporate Finance,2009,15(3):273-289.
- [47]FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and expropriation[J]. American Economic Review,2001,91(1):54-78.
- [48]肖作平,苏忠秦.现金股利是“掏空”的工具还是掩饰“掏空”的面具?——来自中国上市公司的经验证据[J].管理工程学报,2012,26(2):77-84.
- [49]张会丽,陆正飞.现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J].管理世界,2012(3):141-150.
- [50]周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆,究竟谁更积极与稳妥? [J].管理世界,2020(8):127-147.
- [51]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance,1999,54(2):471-517.
- [52]李维安,李汉军.股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J].南开管理评论,2006,9(5):4-10.
- [53]李明辉.股权结构、公司治理对股权代理成本的影响——基于中国上市公司2001-2006年数据的研究[J].金融研究,2009(2):149-168.
- [54]KOUKI M, GUIZANI M. Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market[J]. European Journal of Scientific Research,2009,25(1):42-53.
- [55]李常青,魏志华,吴世农.半强制分红政策的市场反应研究[J].经济研究,2010(3):144-155.

## Impact of Major Shareholder's Shareholding Ratio on Corporate Cash Dividends: A Test Based on Credit Financing Mediating Effect

WU Guoding<sup>1</sup>, LI Yixiao<sup>2</sup>, DANG Yin<sup>3</sup>

(1. *Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China;*

2. *School of International Politics and Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing*

100732, China; 3. *School of Labor Education, China University of Labor Relations, Beijing 100048, China)*

**Summary:** Cash dividend policy is an important financial decision for listed companies. There are various factors that affect corporate cash dividend distribution, among which are major shareholder's shareholding ratio and credit financing. Some literature has examined the relationships between major shareholder's shareholding ratio and cash dividend, credit financing and cash dividend, as well as the relationship between major shareholder's shareholding ratio and credit financing, but few studies have incorporated all the three factors into a unified framework for analysis, and therefore, further research is necessary. By using the data from Shanghai and Shenzhen listed enterprises from 2006 to 2023 and adopting the mediating effect test, this study investigates the impact of major shareholder's shareholding ratio changes on corporate cash dividend through credit financing and the heterogeneity of such an impact under different situations. It is found that the higher the major shareholder's shareholding ratio, the more the cash dividends the enterprises distribute. When examining the mediating effect of credit financing, the higher the major shareholder's shareholding ratio, the more the credit financing the enterprises have, but more credit financing leads to a reduction in corporate cash dividends. When distinguishing between short-term loans and long-term loans, the higher the major shareholder's shareholding ratio, the less the short-term loans and the more the long-term loans the enterprises have. Short-term loans lead to a decrease in cash dividends, while long-term loans result in an increase in cash dividends. It is also found that the mediating effect of credit financing is heterogeneous under different situations. When distinguishing between different corporate governance statuses, the mediating effect of credit financing is more significant in the enterprises with better corporate governance; when distinguishing between the shareholding ranges of major shareholders, the mediating effect of credit financing is more significant in the high shareholding range of major shareholders; and when distinguishing between the industries to which the enterprises belong, the mediating effect of credit financing is more significant in asset-light industries. Based on the above research findings, it is suggested that for listed companies, it is necessary to strengthen the constraint and supervision on major shareholders of enterprises so as to prevent them from formulating dividend policies based on their own self-interests; for regulatory authorities, it is necessary to enhance the supervision of listed companies' major shareholders and enterprise dividend distribution, while further perfecting regulatory policies to encourage enterprises to formulate more reasonable dividend policies; and for credit financing, it is necessary to perfect the control mechanism for corporate credit financing to prevent major shareholders from tunneling through credit financing.

**Key words:** major shareholder's shareholding ratio; debt financing; cash dividend; mediating effect; heterogeneity

**JEL Classification:** G32; G35

(责任编辑 高琼)