

学校编码：10384  
学号：17620081151386

分类号\_密级\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

终极控制人性特征与股利分配现象的关联性研究

**The Empirical Research on the Relevance between the  
Characteristics of Ultimate Controller and Dividend  
Payment**

鞠晓静

指导教师姓名：沈维涛 教授

专业名称：企业管理

论文提交日期：2011年4月

论文答辩时间：2011年5月

学位授予日期：2011年6月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_  
评 阅 人：\_\_\_\_\_

2011年4月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

20 世纪 90 年代以来，基于股权集中的控股股东与中小股东之间的代理问题开始成为公司治理研究的主流。自 La Porta 首次提出终极控制人概念，人们对控股股东行为特征的研究开始不仅局限于直接控股股东层次，开始层层追溯公司的终极控制人。终极控制权的复杂性和隐蔽性使终极控制人可能采取一些方式使自己的利益最大化，而损害中小股东的利益。股利政策是公司财务政策的重要组成部分，西方关于股利政策的研究有许多成果，例如“股利信号理论”、“股利顾客效应理论”，以及“股利分配代理成本理论”等，其中股利分配代理成本理论是主流理论之一。我国上市公司的股利政策实践表现出许多独特现象，是另一种“股利之谜”。

本文将终极控制权性质特征与上市公司股利分配现象作为研究主题，对终极控制权和股利政策的相关文献进行梳理分析，以 2004-2009 年 2954 家上市公司的数据为样本，采用统计描述和回归分析等实证研究方法，多角度研究和探讨了在我国市场环境和制度背景下，终极控制权性质特征与股利分配现象的关联性，以及其动机和原因。研究发现：（1）我国上市公司的股利政策缺乏连续性，上市公司发放现金股利多具有随机性，上市公司股利政策习惯“跟着政策走”、“跟着舆论走”；（2）现金流权一定，终极控制人的控制权比例越高，越倾向于用股票股利代替现金股利，但当控制权一定，终极控制人的现金流权比例对上市公司股利支付方式的影响并不显著；（3）国有性质的终极控制人倾向于选择股票股利，非国有性质的终极控制人倾向于选择现金股利，但是以终极控制人的控制权和现金流权的分离程度来度量终极控制人的行为选择时，终极控制人的所有权性质差异对股利支付方式的影响不显著。

本文的研究结果一方面更好地展现了我国上市公司的股利分配现象和特点，为上市公司股利政策的制定提供了决策依据；另一方面，对于制约终极控制人的各种违法违规行，切实保护中小投资者的权益，完善公司治理机制具有理论借鉴意义。

**关键词：**终极控制人；股利政策；代理成本

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

In the 1990s, the agency problem of controlling shareholder is the pioneering issue of corporate governance in the case of shareholder concentration. Since the concept of “ultimate controller” brought out by La Port, research on controlling shareholder began to focus on ultimate controller. Sometime ultimate controller maximized their private benefits, which would infringe the minority shareholders.

Dividend policy was one of the hot issues of governance research. There were many kinds of dividend theory abroad, such as “signaling theory”, “clientele effect theory” and “agency cost theory”. “Agency cost theory” was one of the main theories. In China, dividend policy of company had some unusual phenomenon. For example, companies seldom had a will to distribute cash dividend before 2000. However, there came an upsurge of cash dividend among companies in 2000 and 2001. Current dividend policy of corporation in China is precisely the problem of agency which has not been solved product.

Different from others, this paper discussed the relevance between ultimate controller and dividend payment from many aspects by using 2954 companies’ data from 2004 to 2009 as the research data basement, and combing the system background of China. Through the research of this paper, the conclusions were made as follows: (1) Dividend policy in China was in lack of continuity. Policy of CSRC had great impacts on companies’ dividend policy. (2) There is a remarkable positive relationship between voting rights and cash dividend, while relationship between cash-flow rights and dividend distribution was insignificant. (3) State-owned ultimate controller preferred to distribute stock dividend, while non-state-owned ultimate controller preferred to distribute cash dividend.

In this paper, the relationship between dividend payment and ultimate controller is evaluated from different perspectives. It is supposed to offer evidence of relevant theories, including agency theory and dividend theory. And it is also expected to make contributions to formulate the regulations.

**Key words:** Ultimate controller; Dividend policy; Agency cost



厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景及意义	1
第二节 研究思路与框架	2
第三节 相关概念	3
第二章 文献综述	5
第一节 股权集中度和终极控制权的相关文献	5
第二节 股利政策理论	10
第三节 终极控制权对股利政策的影响	13
第三章 制度背景分析	17
第一节 中国上市公司股利政策现状	17
第二节 中国上市公司股利政策特征分析	24
第四章 研究设计	26
第一节 研究假设的提出	26
第二节 数据来源和样本选择	28
第五章 实证分析与讨论	33
第一节 描述性统计分析	33
第二节 实证分析	35
第六章 结论	40
第一节 研究结论	40
第二节 政策建议	41
第三节 主要贡献与研究局限	42
参考文献	44
致谢	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	1
Section 1 Research Background and Significance .....	1
Section 2 Research Method and Framework .....	2
Section 3 Related Concepts .....	3
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	5
Section 1 Related Literature of Ultimate Control.....	5
Section 2 Dividend Policy Theory .....	10
Section 3 Ultimate Control and Dividend Policy.....	13
<b>Chapter 3 System Background Analysis</b> . . . . .	17
Section 1 Dividend Policies of Listed Companies in China.....	17
Section 2 Analysis of dividend payment characteristics in China .....	24
<b>Chapter 4 Research Design</b> .....	26
Section 1 Theoretical Analysis and Hypothesis .....	26
Section 2 Data and Sample.....	28
Section 3 Variable Design .....	29
<b>Chapter 5 Empirical Result and Analysis</b> .....	33
Section 1 Descriptive Statistical Analysis.....	33
Section 2 Empirical Analysis .....	35
<b>Chapter 6 Conclusion</b> .....	40
Section 1 Research conclusion .....	40
Section 2 Policy Recommendations .....	41
Section 3 Contributions and Limitations.....	42
<b>Reference</b> .....	44
<b>Acknowledgement</b> .....	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 导论

### 第一节 选题背景及意义

20 世纪 80 年代中后期之前，基于股权分散形式的股东与经理人之间的委托代理关系一直是公司致力研究的基本范式 and 主流。股权分散假说最先由 Berle 和 Means（1932）<sup>[1]</sup>提出，他们认为公司的所有权大部分分散在众多股东之中，控制权则由经理人掌握，提出了所有权和控制权的分离。在此基础上，Jensen 和 Meckling（1976）<sup>[2]</sup>进一步对这一观点做了论证研究和推广，股东和经理人之间的委托代理问题一时成为研究的主流。到 20 世纪 80 年代中后期以后，越来越多的研究发现世界上大部分国家的股权不是高度分散，而是相对集中的，不仅仅是资本市场相对不发达的发展中国家，还有欧美等发达资本主义国家（Morck 等，1988）<sup>[3]</sup>。公司治理研究的主流方向逐渐转移到大股东和中小股东的代理问题上。在此基础上，随着众多学者研究的发展，直接控股股东的研究开始不足以了解企业真正的所有权和控制权情况。La Porta 等（1999）<sup>[4]</sup>首次提出终极控制人概念，由此众多学者开始通过追溯控制链条，寻找公司的终极控制人，深入研究公司治理中的主要矛盾，了解公司真正的所有权和控制权情况。

股利政策是上市公司财务管理的三大政策之一，是财务学领域的一个重要分支，同时各个公司的股利政策涉及公司各方的利益关系，以及公司治理问题。曾被称为上市公司“股利之谜”的股利政策，是“公司财务的十大难题之一”。众多学者通过研究公司股利行为发现了很多股利现象，形成了很多关于上市公司股利政策的问题研究和解释，总结起来，国外对股利政策的研究主要是沿着股利信号理论、顾客效应理论和代理成本理论三条主线进行，其中股利代理成本理论是主流理论。

“一股独大”问题一直是我国公司治理问题中的一个重要现象，家族公司、国有大型集团公司在我国普遍存在，由此产生了大股东与中小股东的利益冲突，终极控制人权利与义务的不对等等问题。终极控制人的隐蔽性和复杂性，使得其侵害其他股东利益的行为更加复杂和多样，很多集团的终极控制人可以通过操纵其旗下的子公司上市，为母公司从证券市场上进行融资，控制上市子公司的股利政策，谋取控制权私利，侵害其他股东利益。

终极控股股东的利益侵占方式是多样的，股利政策由于其复杂性也被终极控制人所利用，例如控股股东为实现股本扩张，谋取控制权私利，会利用我国证监会颁布的上市公司再融资的规定，从上市公司股利政策上做文章，将现金分红作为再融资跳板，为再融资创造条件，从中可能会损害中小股东的利益。因此终极控股股东的存在，以及其性质特征可能对上市公司股利支付现象产生影响，故本文将终极控制权性质特征与上市公司股利分配现象作为研究主题，结合终极控制权理论和股利政策理论，试图通过层层追溯拥有公司最大控制权的终极控制人，研究在我国市场环境和制度背景下，终极控制权性质特征与股利分配现象的关联性，并分析其动机和原因。这对于制约终极控制人的各种违法违规行，切实保护中小投资者的权益，完善公司治理机制，促进我国上市公司长远发展和正常运作具有重要的学术价值和现实意义。

## 第二节 研究思路与框架

本文选取 2004-2009 年沪深两市 A 股数据作为样本，运用规范和实证研究相结合的方法，从终极控制权、现金流权及其分离程度、终极控制权性质类型着手，分析公司股利支付现象，以及两者之间的关系研究。本文的文章结构大致呈现以下的章节分布状况：

第一章导论。本章主要介绍的本文的研究背景和意义，提出本文的整体研究思路，以及相关概念介绍。

第二章文献综述。本章主要对终极控制权、股利政策，以及终极控制权性质特征与股利政策关系的相关文献进行梳理。

第三章制度背景分析。本章主要对我国上市公司的股利政策和股利支付现象进行描述性统计介绍，为研究假设的提出提供现实背景。

第四章研究设计。本章在文献综述和我国制度背景的基础上提出研究假设，并选取样本，对变量进行选取和定义，为下一章的实证研究做好支持工作。

第五章实证结果研究。本章是论文的核心章节，包括三方面的内容：一是我国上市公司终极控制人控制权和现金流权与股利支付现象的关系研究；二是我国上市公司终极控制人两权分离与股利支付现象的关系研究；三是上市公司终极控制人所有权性质类型与股利支付现象的关系研究。

第六章结论。本章对研究结果进行总结，提出政策建议并指出研究的不足。

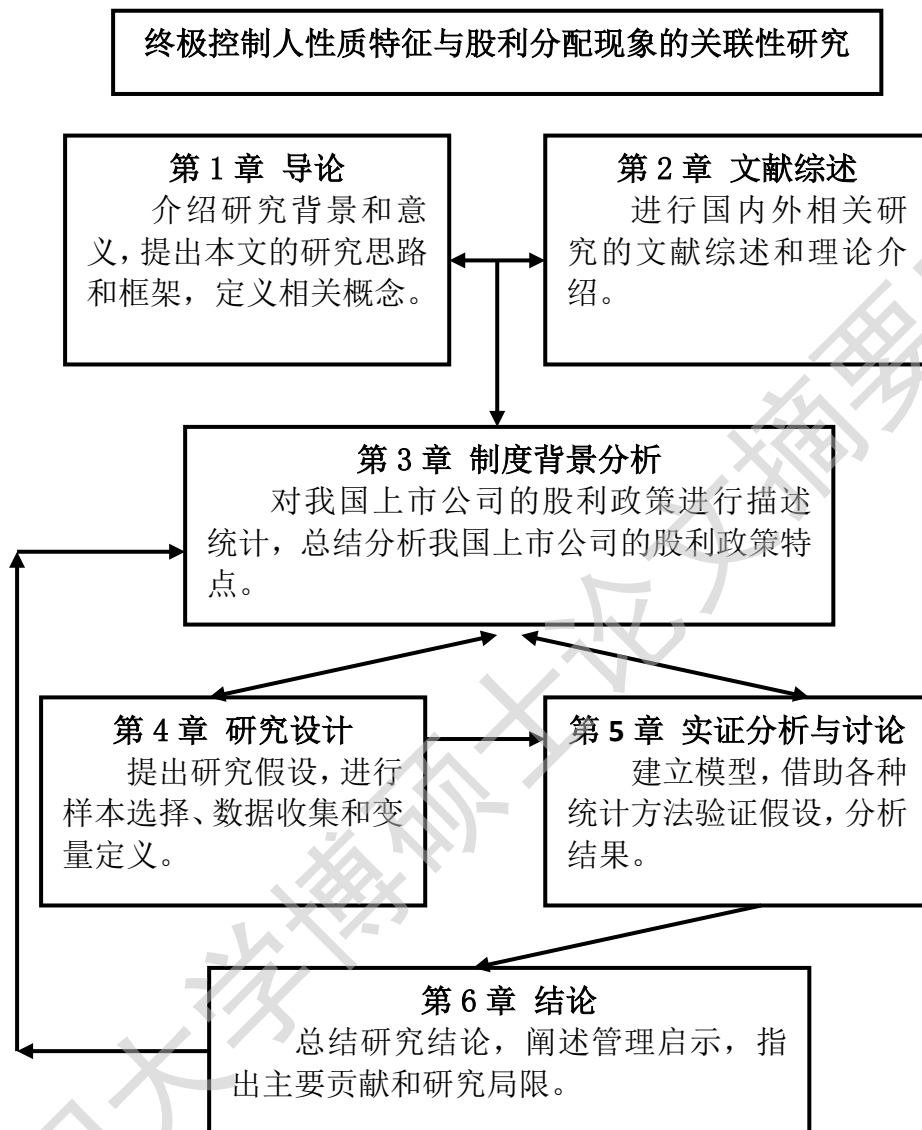


图 1-1：研究框架图

### 第三节 相关概念

本文研究的终极控制人是指上市公司的最终控制人，既包括通过多层持股、交叉持股、金字塔结构，以及其他特殊合约，通过复杂的控制链条间接控制上市公司的最终控制人；也包括不再有上层控股股东的直接控制人。

控制权又称为表决权或投票权，是指终极控制人公司重大决策的表决权，通过计算终极控制人与上市公司股权关系链或若干股权关系链中最弱的一层或最



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库