

分类号：
学 号：2012111030

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



上市公司多元化经营与现金股利政策研究

学 位 申 请 人	张兆慧
指 导 教 师	杨兴全 教授
申请学位门类级别	管理学 硕士
学 科 、 专 业 名 称	会计学
研 究 方 向	资本市场和会计理论与实务 研究
所 在 学 院	经济与管理学院

中国 · 新疆 · 石河子
2015 年 6 月

分类号:
学 号: 2012111030

密 级:
单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



上市公司多元化经营与现金股利政策研究

学 位 申 请 人	张兆慧
指 导 教 师	杨兴全 教授
申请学位门类级别	管理学 硕士
学 科、专 业 名 称	会计学
研 究 方 向	资本市场和会计理论与实务 研究
所 在 学 院	经济与管理学院

中国 · 新疆 · 石河子
2015 年 6 月

**Research for Listed Company's Diversification and Cash Dividend
Policy**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Management Science

By

Zhang zhao-hui

(Accounting)

Dissertation Supervisor: Prof. Yang xing-quan

June, 2015

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：张兆慧， 时间：2015年6月8日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：张兆慧， 时间：2015年6月8日

导师签名：杨兴全 时间：2015年6月8日

摘要

现金股利政策是决定上市公司是否分配盈余的一项重要财务方针和策略，2008年股权分置改革之后，学术界又掀起了研究现金股利政策的热潮。我国作为资本市场尚不发达、法律制度不够健全的转轨经济国家，现金股利政策会受信息不对称以及代理冲突两方面的影响，而企业多元化经营所带来的代理问题以及内部资本市场的效率均会对现金股利政策产生重要影响。企业多元化经营对现金股利政策具有双重影响：一方面，多元化企业融资渠道较多，且具有分散风险、内部融资等优势，可以减少信息不对称，提高资金使用效率，从而企业更倾向于多发放现金股利。另一方面，多元化经营企业可能会带来严重的代理问题、交叉补贴、寻租行为等不良后果，使内部资本市场失效，企业倾向于少发放现金股利。此外，信息不对称以及代理冲突的严重程度会受国家的制度环境以及公司治理水平的影响，我国制度环境的不完善、存在较大的地域差异以及公司治理水平总体偏低，使得企业的代理问题更为严重，内部资本市场效率更低，从而制度环境以及公司治理水平可能会在一定程度上影响多元化企业的现金股利政策。

本文基于信息不对称、内部资本市场及代理成本理论，综合运用定性与定量分析、实证与规范研究以及比较分析相结合的方法，采用2003至2012年全部A股数据作为研究样本，现金股利分配倾向和分配水平分别采用Logistic回归模型和OLS回归模型进行回归，探讨多元化经营对现金股利政策的影响，并结合公司治理水平和市场化进程，深入研究多元化经营与现金股利政策之间的关系，并对现金股利价值做了进一步检验。实证结果表明：多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平负相关；公司治理水平的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系；市场化进程的提髙削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系；基于现金股利价值的进一步检验结果表明，现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关，与专业化经营企业相比，多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关关系更强。

本文给我们的启示：在理论方面，多元化经营也是影响企业现金股利政策的重要因素。在实践方面，我们应全面把握多元化经营企业所特有的内部资本市场的内部融资、优化配置资金的积极作用，提升资金使用效率；加强公司治理，优化企业的组织结构和股权结构，缓解企业的代理冲突，提升企业价值；完善现金股利政策相关法律法规，增强债权人以及中小股东保护力度。

关键词：多元化经营；现金股利政策；公司治理水平；市场化进程；企业价值

Abstract

Cash dividend policy is an important financial policy and strategy which determines the distribution of the listed company's surplus, after the reform of non-tradable shares in 2008, academia raised a hot wave to research cash dividend policy. As a transition economic country, china's capital market is undeveloped and it's legal system is imperfect, cash dividend policy will be affected by the influence of information asymmetry and agent cost, enterprise diversification of agency problem and the efficiency of internal capital market have an important impact on cash dividend policy. Corporate diversification has dual effects on cash dividend policy: On the one hand, diversified enterprises have more diversified financing channels, and they have advantages of spreading risk, as well as internal financing and others, which can reduce the information asymmetry and improve the using efficiency of funds, thus enterprises tend to distributed more cash dividend. On the other hand, diversified enterprises may bring serious agency problems, as well as the cross subsidy, rent-seeking behavior, invalid internal capital markets, enterprises tend to distributed less cash dividends. In addition, the severity level of the asymmetric information and agency conflicts will be affected by the country's institutional environment and corporate governance level. Because of our country has imperfect institutional environment, big regional differences and low level of overall corporate governance, so the enterprise has serious agency problem, and the efficiency of internal capital market is lower, thus the institutional environment and corporate governance may in a certain degree affected diversified enterprise's cash dividend policy.

Based on asymmetric information, internal capital market and agency cost theory, we integrated use of combining qualitative and quantitative analysis, empirical and normative analysis and comparative analysis, and use all A shares data from 2003 to 2012 as the research sample, we respectively adopted the Logistic regression model and OLS regression model in the cash dividend distribution tendency and distribution levels, we discusses that the diversified how to influence the cash dividend policy, and we in-depth study of the relationship between diversification and the cash dividend policy combining the corporate governance and the marketization process, and we based on the cash dividend value has carried on the further inspection. The empirical results show that: The diversification is negatively related to the cash dividend distribution tendency and distribution levels; The improvement of corporate governance can make the negatively relationship between the diversification and the cash dividend distribution tendency and distribution levels weaker; The improvement of the marketization process can make the negatively relationship between the diversification and the cash dividend distribution tendency and distribution levels weaker; Based on the further test results show that cash dividend distribution tendency and distribution level is positively related to the corporate value, and compared with the specialized enterprise, the positive correlation between cash dividend distribution tendency and distribution level and the corporate value in enterprise diversification is stronger.

This paper give us enlightenment: In terms of theory, diversification is also the important factors of the cash dividend policy. In practice, we should fully grasp the positive role of diversification enterprise's internal capital market, such as the advantage of internal financing, optimizing the allocation of funds, and increasing the service efficiency of funds. We should strengthen corporate governance, and should optimize enterprise organizational structure and ownership structure, thus relieve the agent conflict of the enterprise and improve enterprise's value. We also ought to improve laws and regulations about cash dividend policies, thus strengthen the protection of creditors and minority shareholders.

Key words: diversification, cash dividend policy, corporate governance, marketization process, corporate value

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
目 录.....	IV
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景和研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究结构和研究方法.....	3
1.2.1 研究结构.....	3
1.2.2 研究方法.....	5
1.3 研究难点和创新点.....	6
1.3.1 研究难点.....	6
1.3.2 研究创新点.....	7
第二章 文献综述.....	8
2.1 国外文献综述.....	8
2.1.1 现金股利政策影响因素研究综述.....	8
2.1.2 公司治理机制对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述.....	8
2.1.3 制度环境对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述.....	9
2.1.4 现金股利政策的经济后果研究综述.....	10
2.2 国内文献综述.....	11
2.2.1 现金股利政策影响因素研究综述.....	11
2.2.2 公司治理机制对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述.....	11
2.2.3 制度环境对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述.....	12
2.2.4 现金股利政策的经济后果研究综述.....	13
2.3 文献评述.....	14
第三章 理论分析与研究假设.....	15
3.1 概念界定与理论基础.....	15
3.1.1 现金股利政策概念界定.....	15
3.1.2 多元化经营概念界定.....	15
3.1.3 多元化经营与现金股利政策理论基础.....	16
3.2 理论分析与研究假设.....	18
3.2.1 多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设.....	18
3.2.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设.....	19
3.2.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设.....	20
第四章 研究样本和研究设计.....	22
4.1 样本选择与数据来源.....	22
4.2 研究设计.....	22
4.2.1 变量定义.....	22
4.2.2 模型构建.....	25
第五章 实证检验.....	27
5.1 描述性统计.....	27

5.1.1 多元化经营与现金股利政策描述性统计.....	27
5.1.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策描述性统计.....	27
5.1.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策描述性统计.....	29
5.2 多重共线性的检验.....	31
5.3 多元回归分析.....	32
5.3.1 多元化经营与现金股利政策多元回归分析.....	32
5.3.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策多元回归分析.....	34
5.3.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策多元回归分析.....	36
5.4 基于企业价值的进一步检验.....	38
5.5 稳健性检验.....	40
第六章 研究结论、启示与不足.....	46
6.1 研究结论.....	46
6.2 研究启示.....	47
6.3 研究不足.....	48
参考文献.....	49
致 谢.....	55
作者简介.....	56

第一章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

现金股利政策是一项重要的财务方针和策略，它直接决定上市公司是分配盈余还是将盈余留存企业进行再投资。现金股利政策对企业的持续健康发展至关重要，它关系到投资者的切身利益，关系着资本市场乃至国家经济的健康发展，而且是学术界一直以来炙手可热的话题。Modigliani and Miller (1961) 提出的完美资本市场之下的股利无关论假说奠定了股利政策的理论基石。至此以后，学者们对于股利政策的研究主要围绕着渐渐放宽Modigliani and Miller (1961) 提出的完美资本市场假设条件，给予各式各样的股利分配行为更为严谨全面的阐释，并在此基础上涌现了包括税差理论、内部资本市场理论、信号传递理论、代理理论等不同的股利理论。到目前为止，已有大批学者试图通过实证检验的方式验证上述理论，却一直未得到统一的观点，使得Black (1976) 将无法达成一致的股利问题称为“股利之谜”。由于我国实行市场经济不久且市场经济不够成熟完善，证券市场从建立之初就存在很多问题，比如股权分置、不征股票差价产生的所得税、同股同利不同权等问题，使得我国的股利之谜更加扑朔迷离、难以解释。

国内外关于现金股利影响因素的研究已有一段时间且研究成果比较显著。Lintner (1956) 最早对现金股利政策以实证方式进行了研究，由此拉开了研究现金股利政策的序幕。Crutchley and Hansen (1989) 认为企业的规模、企业多元化折价、发行股票成本、盈余波动、广告和研发费用这五个公司特质会影响企业的股利政策。Truong and Heaney (2007) 通过检验 2004 年 37 国的数据，发现大股东持股比例与股利支付率呈“U”型关系，Fama and French (2001) 等也证实了此观点。La Porta、Lopez-de-Silanes and Shleifer, et al (2000) 发现，通过支付现金股利以求实现代理成本降低的做法，在投资者保护较好、法律健全的国家效果显著，而在投资者保护力度不够、法律不够健全的国家效果甚微。刘星 (1998) 是国内率先展开股利政策的影响因素研究的学者，他发现了影响现金股利政策的法人股比率、净资产收益率、每股净资产以及资产负债率等因素。吕长江、王克敏 (1999) 以实证方式发现，现金股利政策的选择取决于企业的代理成本、盈利能力和负债水平以及其他因素。霍晓萍 (2012) 通过梳理，发现影响现金股利政策的因素主要有盈利水平、增长机会、代理成本、环境因素和信息传递效应五个方面。王化成、李春玲、卢闯 (2007) 剖析了三方面的大股东特质对现金股利政策的影响。刘志强、余桂明 (2009) 发现，投资者保护程度越强，企业的现金股利分派的就越多。由此可见，国内外对于现金股利政策影响因素研究主要集中在财务特征和公司治理以及制度环境三个方面，还鲜有文献研究多元化经营对现金股利政策的影响。

我国作为资本市场尚不发达、法律制度不够健全的转轨经济国家，现金股利政策会受信息不对称以及代理冲突两方面的影响。多元化经营这一重要经营行为在我国越来越

流行，并已成为近期学者研究的重要研究领域和热点。企业多元化经营所带来的代理问题以及内部资本市场的效率均会对现金股利政策产生重要影响。这是因为多元化企业融资渠道较多，且具有分散风险、内部融资的优势，还可以变卖非核心资产得到企业发展所需资金，内部资本市场有效的情况下，可以降低信息不对称，提高资金使用效率，企业没必要留存过多资金，从而更倾向于多发放现金股利。但中国作为转轨经济国家，法律制度不完善、法律执行机制不健全，内部资本市场的有效性还有待于验证，过多的留存资金，可能给多元化经营企业带来严重的代理问题、交叉补贴、寻租行为等不良后果，使内部资本市场失效。除此之外，信息不对称以及代理冲突的严重程度会受国家的制度环境以及公司治理水平的影响，我国制度环境的不完善、存在较大的地域差异以及公司治理水平总体偏低，使得企业的代理问题更为严重，内部资本市场效率更低，从而制度环境以及公司治理水平可能会在一定程度上影响多元化企业的现金股利政策。

企业现金股利政策主要受信息不对称（融资约束）与代理问题两方面影响；而企业多元化经营解决信息不对称（融资约束）的同时，也伴生新的代理问题。故多元化经营必然会影响到现金股利政策。国内外对于现金股利政策的研究主要集中在研究其影响因素以及经济后果等方面，对于现金股利政策影响因素研究主要集中在财务特征、公司治理以及制度环境三个方面，还鲜有文献研究多元化经营对现金股利政策的影响。那么，我国多元化经营企业的现金股利政策是否异于专业化经营企业？多元化经营程度是否会影响到企业的现金股利政策？多元化经营对现金股利政策的作用机制又是什么？此外，企业的财务政策必然也会受到内部公司治理以及外部制度环境的影响，结合企业的公司治理水平和市场化进程，多元化与现金股利政策的关系是否会受到企业的公司治理水平和外部市场化进程的影响？企业进行多元化经营会不会对现金股利价值产生影响？本文将对以上问题进行深入探讨。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

本文从企业多元化经营的视角入手，探讨其对现金股利政策的作用机制及其影响结果，并结合我国企业的公司治理水平和特殊制度背景，进一步研究多元化经营对现金股利政策的影响，不仅从新视角开拓了已有研究，同时充实了在欠发达国家多元化经营与现金股利政策两者间关系的研究，并具有重要的学术意义以及理论价值。

首先，现金股利政策是企业的一项重要财务方针和策略，它对企业的持续健康发展至关重要，跟投资者的切身利益密切相关，关系着资本市场乃至国家经济的健康发展，而且是学术界一直以来炙手可热的话题。近期学者重点关注转型经济国家的股利行为，并对此进行了进一步的理论分析以及实证研究。而我国作为发展潜力巨大的转型经济国家，其所特有的制度环境以及公司治理水平，使得我国的股利行为更值得深入探讨，丰富了我国研究影响现金股利政策因素的文献以及理论。

其次，随着世界经济的迅速发展，以及我国市场经济的不断推进，许多单一行业的企业已经发展成熟，亟待并购扩张，使得企业得到更为持续快速的发展，为了顺应

时代潮流，多元化经营这一企业经营行为，在我国上市公司中如雨后春笋般迅猛发展，已经成为我国企业普遍存在的经营行为，并也成为近期学者研究的重要研究领域和热点。企业多元化经营所带来的代理问题以及内部资本市场的效率均会对现金股利政策产生重要影响。多元化企业具有分散风险、内部融资的优势，还可以变卖非核心资产得到企业发展所需资金，并且可以通过构建内部资本市场，提高资金使用效率，减少资金需求，企业没必要保留过多资金，从而更倾向于支付现金股利。但我国内部资本市场效率较低，过多的现金留在企业内部，可能给多元化经营公司带来严重的代理问题、交叉补贴、寻租行为等不良后果，使内部资本市场丧失其应有作用。企业现金股利政策主要受信息不对称（融资约束）与代理问题两方面影响；而企业多元化经营解决信息不对称（融资约束）的同时，也伴生新的代理问题。故多元化经营必然会影响到现金股利政策，我们有必要研究多元化经营与现金股利政策之间的关系，同时也为现金股利政策影响因素的研究提供了一个崭新视角。

最后，我国作为转轨经济国家具有特殊的制度背景，在资本市场还不够完善、信息不对称问题比较突出、法律保护强度不够、公司治理水平普遍较低且各地市场化进程参差不齐等特殊制度环境之下，将国外研究生搬硬套并不合理，借鉴国外的研究理论和方法，结合我国特有制度背景以及公司治理水平，研究多元化经营与现金股利政策之间的关系具有重要的理论价值，同时也丰富了发展中国家的企业多元化经营与股利政策关系的研究。

（2）现实意义

本文探讨了多元化经营与现金股利政策之间的关系，并结合我国的制度背景和企业内部治理水平，进一步研究多元化经营对现金股利政策的影响，也具有现实意义。首先，研究多元化经营与现金股利政策之间的关系，有利于我们从现金股利政策的角度探索多元化经营的价值，有利于企业全面把握并充分利用多元化经营内部资本市场的内部融资、优化配置资金的积极作用，提高资金使用效率，缓解企业融资约束。其次，对于现金股利政策的研究，有利于规范投资者的投资行为以及企业的现金股利发放行为，促使投资者理性投资，改善投资者与企业之间的关系，促进资本市场健康持续发展，提高资本市场资源配置效率，并对国民经济持续均衡增长等长远宏观经济发展目标的有效实现具有深远的现实意义。最后，本文的研究可以为企业拟定合适的股利政策进而提高企业价值提供参考。同时，也有利于改善企业的经营管理，加强公司治理，提高公司治理效率，优化企业的组织结构以及资本结构，保护中小股东的利益，防止大股东掏空企业，进而缓解企业的代理冲突，实现企业价值的提高。

1.2 研究结构和研究方法

1.2.1 研究结构

本文的研究框架图见图 1-1。

本文研究了多元化经营与现金股利政策间的关系，并结合中国的制度背景和公司

治理水平，深入探讨多元化经营对现金股利政策的影响，本文分六章，具体研究结构安排如下：

第一章：绪论。该章主要叙述了本文的研究意义和背景，简要说明了本文拟要探究的问题，并阐明了文中所研究话题的理论和现实意义，概述了本文的研究内容及思路，给出了本文的研究框架以及研究方法，最后指出了本文写作的难点以及可能的创新点。

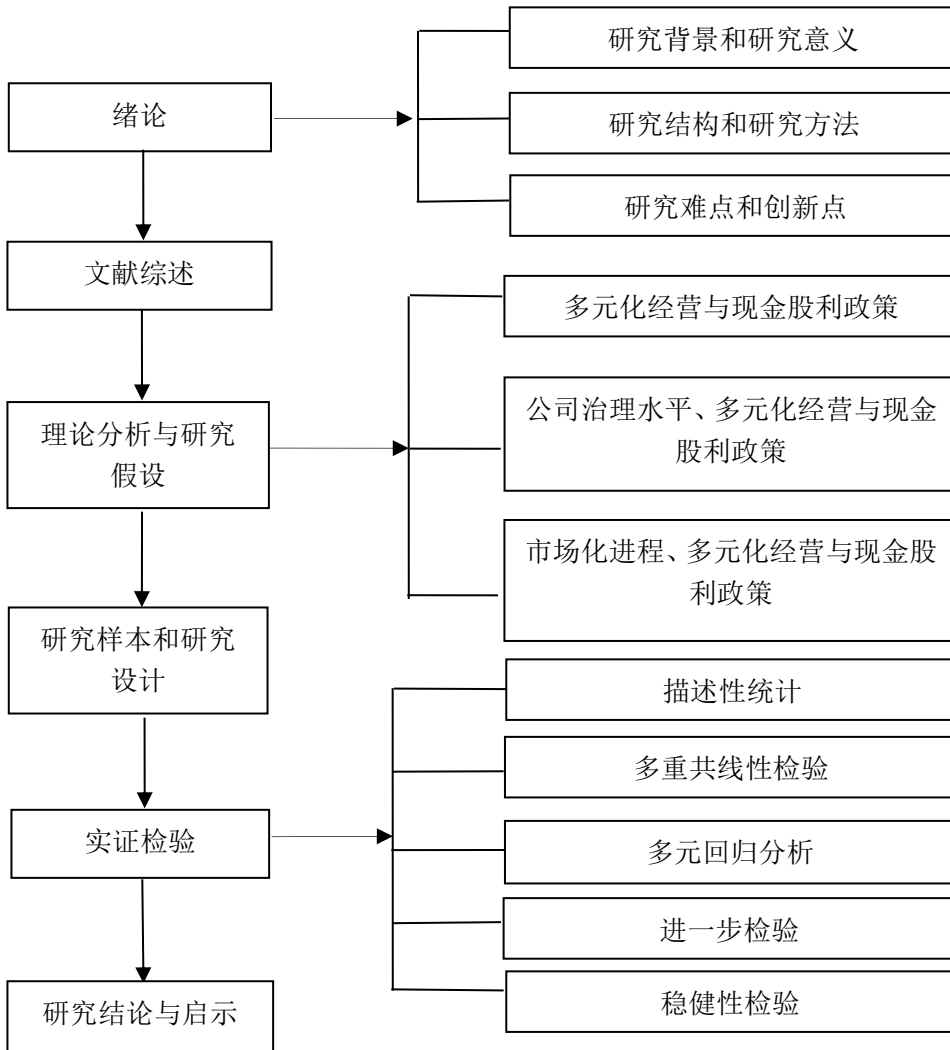


图 1-1 研究结构图

第二章：文献综述。该部分主要是整理归纳了现有的国内外关于多元化经营与现金股利政策的文献，以便于我们更好的了解相关研究的现状，并对现有研究现状进行了简要评价，挖掘已有文献的合理的理论和研究方法，发现研究中的缺陷和不足之处，为本文写作提供借鉴和参考。

第三章：理论分析与研究假设。该部分一方面，对于现金股利政策和多元化经营的基本概念进行了界定，并阐述了本文研究的相关理论，主要包括委托代理、内部资本市场和信息不对称理论。另一方面，进行理论分析并提出研究假设，主要阐述了多

元化经营影响现金股利分配倾向和分配水平的机理与研究假设，基于公司治理水平的多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的研究假设，基于市场化进程的多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的研究假设。

第四章：研究样本和研究设计。该章简要说明了本论文研究样本的选择以及来源，并依据前面的理论分析和假设，参考已有的相关文献，确定了因变量、自变量以及控制变量的衡量指标，并对现金股利政策、多元化经营、公司治理水平以及市场化进程指标进行了具体介绍，最后，构建了本文所使用的两个模型。

第五部分：实证检验。首先是描述性统计分析，对总样本中的现金股利政策、多元化经营以及控制变量进行了描述性统计，再对按照公司治理水平以及市场化进程分组之后，各组子样本中的相关变量进行了描述性统计。其次，对于两个模型中的变量分别进行了相关性分析。然后，对多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平进行回归分析，再对按照公司治理水平以及市场化进程分高低两组之后，各组多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平进行回归分析，并进行比较分析差异。再者，对企业价值进行进一步检验，考察其经济后果。最后，采用不同的方法进行了稳健性检验以保证论文结果稳健、可信度高。

第六部分：研究结论、启示与不足。该章节根据前一章节的实证结果，总结并概括了本文所探讨的话题的结论，提出相关应对措施和建议，并点明了文中研究的欠缺之处以及展望了后续的研究方向。

1.2.2 研究方法

本文分别采用了 LOGIT 回归模型和 OLS 回归模型对现金股利分配倾向和分配水平进行实证研究，同时采用规范研究、定性与定量以及比较分析等方法，运用 EXCEL、STATA 等软件进行数据统计、回归分析以及稳健性检验。本文具体研究方法如下：

(1) 规范研究与实证研究相结合

对于多元化经营与现金股利政策的相关理论及作用原理，基于公司治理水平、市场化进程，多元化经营与现金股利政策的作用机制进行了理论分析，这属于规范研究范畴。利用 STATA 统计软件对多元化经营与现金股利以及在不同公司治理水平和市场化进程下多元化经营与现金股利的数据进行了描述性统计、相关性分析以及回归分析，并对企业价值做进一步检验，对于回归结果做了稳健性检验，这些采用了实证研究方法。因而，本文综合运用了规范与实证研究方法。

(2) 定性分析和定量分析相结合

文章仅单单凭借经济事务的本质及属性进行定性分析，或者是单单凭借事物的量进行定量分析，得出的结论往往有失偏颇，说服力度不够，为了增强文章的可信度以及严谨性，往往都要同时运用定性与定量分析。本文对多元化经营与现金股利政策进行定性分析并结合公司治理水平和市场化进程，进一步对两者关系进行定性分析，在提出假设的基础上，收集了相关财务数据，进行了实证检验，得出了实证结果并对其进行了定量分析。故本文采用了定性、定量相结合的研究方法，本文的研究结论可信

度较高且分析较为严谨。

(3) 比较分析法

本文无论是描述性统计、实证分析还是稳健性检验之中，均用到了比较分析法。在研究公司治理水平、市场化进程对多元化经营与现金股利政策影响时，比较分析公司治理水平以及市场化进程高低两组数据，观察多元化经营对于现金股利支付意愿和支付水平的影响会有何不同，也就是验证企业外部的制度背景以及内部的公司治理是否会影响多元化经营与现金股利政策之间的关系，以及它是如何影响两者关系的。

1.3 研究难点和创新点

1.3.1 研究难点

本文试图从多元化经营这一企业经营行为的角度出发，完善以及阐释现金股利政策的影响因素，拟解决关键问题即本文的重点和难点如下：

(1)多元化经营与现金股利政策之间作用机制的构建是本文研究的重点也是难点之一。多元化经营会不会影响现金股利政策以及如何影响的现金股利政策是本文研究的核心以及基础。本文结合多元化经营的特点，借鉴并参考了现有现金股利政策理论，试图以委托代理、内部资本市场和信息不对称理论为基础，解释多元化经营与现金股利政策的理论关系以及作用机制。企业现金股利政策主要受信息不对称与代理问题两方面影响，而企业多元化经营特有的内部资本市场解决信息不对称以及缓解融资约束的同时，也会因企业多元化经营带来严重的代理问题、交叉补贴、寻租行为等不良后果，使内部资本市场失效，多元化经营对现金股利政策具有双重影响，究竟是哪股力量占主导，我们无从可知。国内外现有文献研究现金股利政策影响因素主要围绕财务特征、公司治理以及制度背景等方面，鲜有文献研究多元化经营对于现金股利政策影响，结合公司治理水平以及市场化进程，深入研究两者关系的文献更是凤毛麟角。因而，究竟是哪个理论占主导，适于解释多元化经营与现金股利政策之间的作用机制是本文的难点所在，需要再广泛涉猎相关文献基础上进行一定创新。

(2)繁琐复杂的数据收集和整理也是本文的难点。学校所提供的CSMAR数据库虽然提供了大量的论文写作所需的数据，但是数据的提供并不是面面俱到，本文写作中所需的多元化经营、公司治理水平以及市场化进程数据，CSMAR数据库并未提供。多元化经营数据需要从WIND数据库中获得，并进行一定的手工整理，大规模的数据手工整理比较耗时并且繁琐。公司治理水平的衡量指标公司治理指数没有现成的原始数据，需要下载相关变量进行数据处理以及采用一定的方法计算得出，其所需数据中有个别数据无法直接获取，需要进行整理，并且对于主成分分析法了解甚微，需专门研究学习。市场化进程数据需要查阅书籍，且数据不完整，需要阅读文献找到合适的解决办法。虽然，这些数据的获得比较繁琐，但是仔细整理出来的数据增加了本文实证结果的可靠性。

1.3.2 研究创新点

本文采用 2003 至 2012 年全部 A 股数据作为研究样本，探讨了多元化经营对现金股利政策的影响，并结合公司治理水平和市场化进程，深入研究两者关系，并基于现金股利价值进行了进一步检验。与现有研究相比，本文的创新之处如下：

(1) 从多元化战略这一新视角拓展了研究影响现金股利政策因素的思路。关于影响现金股利政策因素的理论已较多，但鲜有学者从多元化经营这个角度来探讨企业的现金股利政策问题。以多元化经营视角扩展研究，企业多元化经营特有的内部资本市场解决信息不对称以及缓解融资约束的同时，也会带来严重的代理问题、交叉补贴、寻租行为等不良后果，使内部资本市场失效，将多元化经营的双重影响与现金股利政策结合研究，既具有一定的现实意义，也扩展了研究影响现金股利政策因素的思路。

(2) 本文基于我国上市公司公司治理水平综合指标存在差异，研究不同公司治理水平下，多元化经营与现金股利政策之间的关系是否会受到公司治理水平影响，完善了现金股利政策形成路径的研究文献。企业多元化经营给企业改善信息不对称和缓解融资约束的同时，也伴生了严重的代理问题。公司治理水平较好的企业，能够有效抑制多元化企业带来的代理冲突，进而提升了内部资本市场的资本配置效率。反之，公司治理水平较差时，严重的代理问题会抑制多元化企业内部资本市场的积极作用，进而影响现金股利政策的制定。

(3) 基于我国市场化进程整体水平以及区域差异，剖析了多元化经营与现金股利政策关系是否会因市场化进程的差异而不同，扩展了现金股利政策形成路径的研究。随着市场化进程的推进，外部治理环境的改善缓解了企业的融资约束，同时也降低了企业的代理成本，使得企业内部资本市场效率得到提高，其资金需求水平不断降低，进而影响现金股利政策的制定。

第二章 文献综述

2.1 国外文献综述

2.1.1 现金股利政策影响因素研究综述

国外学者对于影响现金股利政策因素的实证研究伴随着股利理论的发展而发展，并对此研究已有一段时间且学术成果比较显著。Lintner（1956）最先对现金股利政策进行了实证探讨，由此拉开了研究现金股利政策的序幕。国外对于影响现金股利政策因素的探究主要集中于财务特征、公司治理以及制度环境方面。Crutchley and Hansen（1989）指出企业的规模、企业多元化折价、发行股票成本、盈余波动、广告与研发费用这五个企业特质会影响企业的股利政策。Fama and French（2001）指出了企业的投资机会的多少、规模的大小以及盈利的多少均会对现金股利的支付产生重要影响，一般来说，企业规模大、投资机会多以及盈利多的企业分配现金股利的意愿更强，反之，则分配现金股利意愿弱。Denis and Osobov（2008）对于英国、日本等六个发达国家的研究也验证了此观点。

2.1.2 公司治理机制对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述

（1）公司治理与多元化经营

Amihud and Lev（1981）研究发现倘若一个企业被大股东所控制，那么，此企业鲜有进行业务不相关的企业并购；而管理层持股较多的企业更倾向于进行多元化经营，以实现自身风险最低的目的。Hill and Snell（1988）对技术密集型企业进行研究也得到类似结论，他们发现管理者控制的企业更愿意采用多元化战略，但大股东控制的企业则更愿意实行创新战略。此外，还发现管理层持股比例高的企业更愿意进行多元化经营。Servaes（1996）把多元化折价分多少两个时期发现，在多元化折价少的时期，因内部人持股较少，企业倾向于多元化经营，而多元化折价多的时期，因内部人持股较多，企业更愿意进行专业化经营，表明内部人持股可以起到缓解多元化折价即提高多元化企业价值的作用。Denis and Sarin（1997）以代理理论为基础解释企业为何仍实行折损企业价值的多元化经营行为，当企业面临财务危机、争夺控制权或者是变换管理者时，企业的多元化经营程度会降低，还发现管理者以及大股东持有股份占总股份的比例越高，企业的多元化经营程度越低。Chen and Ho（2000）以新加坡的企业为数据样本，证明了企业的多元化经营水平会伴着外部人持股比例的提高而降低，但不会因内部人持股比例不同而不同，还发现规模较大的企业实行多元化经营较为容易。

Berger and Ofek（1995）、Lang and Stulz（1994）发现了企业进行多元化经营存在折价效应。自此以后，学者们从公司治理视角进行了众多关于多元化经营为何能使企业价值降低方面的研究，并首次用代理理论来解释多元化折价的原因。Martin and Sayrak（2003）进行了实证检验发现公司治理结构的不完善会导致多元化经营企业折价。也有部分学者并不支持代理理论假说，比如Anderson、Bates and Bizjak，et al（2000）比较探究了企业的治理结构在多元化与专业化企业有何不同之处，并探讨了公司治理

结构与多元化折价之间的关系，并提到多元化折价不受公司内部治理机制的影响，进而代理理论并不能解释多元化折价。

（2）公司治理与现金股利

国外学者探讨股权结构对现金股利影响的文献虽然比较多，但是结论并未达到一致。大多国外学者支持大股东的持股比例越多，企业现金股利支付率越低，也就是赞同两者存在负相关关系（Mancinelli, 2006; Khan, 2006）。但也有部分学者并不支持此观点，Truong and Heaney（2007）通过检验 2004 年 37 国的数据，发现大股东持股比例与股利支付率呈“U”型，Fama and French（2001）也证实了此结论。Gugler and Yurtoglu（2003）提到随着第一大股东的控制权的增加，企业的现金股利分配水平也会随之增加。

国外对于现金股利政策影响因素的研究之中，董事会结构以及管理层方面的也较多。对于独立董事对现金股利政策的研究结论基本一致，基本都认为董事会的规模以及独立董事的数量与现金股利支付倾向正相关，且董事会的规模以及独立董事比例与现金股利支付水平也正相关，当董事与总经理两职合一时，企业的现金股利支付率会显著下降。Fenn and Liang（2001）研究了管理层所有权对现金股利政策的影响，发现企业的现金股利派发比例随着管理者持股比例的增加而减少。

Easterbrook（1984）的研究发现通过派发股利使可支配资金减少，可以缓解管理层与投资者的代理冲突，同时派发现金股利意味着企业需要进行融资，加入了外部债权人的监督，具有公司治理的作用。La Porta、Lopez-de-Silanes and Shleifer, et al（2000）的研究也支持了上述观点，他们也认为派发现金股利可以避免管理层获取私利，缓解企业内部人与投资者的代理冲突，并且在法律保障健全，投资者有权要求企业派发现金股利时，派发现金股利在削弱代理问题的效果更为明显。Jiraporn, et al（2011）也研究了公司治理与现金股利之间的关系，并发现企业公司治理较好时，企业派发现金股利的意愿更强且现金股利支付水平更高。

2.1.3 制度环境对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述

（1）制度环境与多元化经营

国外学者大多认为企业进行多元化经营是顺应外部制度环境的结果。Khanna and Palepu（1997）认为因新兴市场国家法律欠健全、资本市场欠完善等，企业多元化经营的原由与成熟市场经济国家有所不同。此外，还有学者认为在新兴市场国家之中，政府的行为对企业的多元化经营产生重要影响（Chung, 2004）。Fauver（2003）发现企业的多元化水平会受到市场化进程、法律保护水平、市场监管等制度环境因素的影响，且这种影响是双向的。如信息披露完善能减轻信息不对称，更易从外部资本市场取得所需资金，企业就不用依靠内部资本市场，进而能进行专业化经营，此外，企业也可能会进行多元化经营以防止商业机密外泄等。

Villalonga（2004）基于发达国家多元化折价及溢价等价值效应的归总，看到现有文献忽略了制度环境的作用，他发现对于企业多元化经营的影响因素，发达国家比较

重视代理成本、资源等因素，但中国则重视制度环境、资产组合及政府的政策等因素。此外，国家的社会制度因素能影响企业对多元化经营模式的选择（Lee, 2008; Peng, 2005; Peng and Delios, 2006）。

（2）制度环境与现金股利

La Porta（2000）对比分析不同国家上市公司数据发现，各个国家由于保护投资者利益的法律健全程度不同，派发现金股利所起的降低代理成本的效用也不同。一般而言，在投资者法律保护健全的国家，派发现金股利所起的降低代理成本的作用更明显，反之，则现金股利的积极作用不明显。Dong hua Chen、Jian Ming and Xu Ming（2009）以中国的上市公司为研究样本对股利政策进行了研究，提到了我国作为转轨经济国家，投资者法律保护水平较低，故而企业派发现金股利所起的降低代理成本的作用不显著。此外，还发现我国的股利政策深受企业所有权结构的影响，相对于非政府控制的企业，政府控制的企业更倾向于支付较多的现金股利，尤其是股权集中的国有企业现金股利支付率更高。Truong and Heaney（2007）指出企业的现金股利政策不仅会受到企业大股东的股权性质以及持股比例的影响，还会受到该国所归属法律体系的影响。他们发现虽然不同法系国家都不愿意派发现金股利，但归属于普通法系国家的企业现金股利支付率要比归属于大陆法系国家的企业现金股利支付率高一些。

2.1.4 现金股利政策的经济后果研究综述

国外对于现金股利与企业价值的关系研究已有一段时间且研究成果比较显著，主要分为股利无关以及股利有关两方面。Modigliani and Miller（1961）指出完美资本市场中的股利无关论，认为企业的价值不会受到现金股利支付率高高低的影响。Bhattacharya（1979）研究发现派发现金股利从而现金流减少不能起到增加企业市场价值的作用，这是由于派发现金股利只能使得股权除权价变低，影响不到企业价值。Conroy、Eades and Harris（2000）以日本的企业为例的探讨股利与企业盈余之间的关系，发现股利对未来企业的盈余以及企业价值均无显著影响，支持了股利无关论。

此后，学者们基于股利无关论，深入研究认为现金股利与企业价值是相关的。Jensen（1976）从代理理论出发，发现企业派发现金股利减少经理可控现金流防止管理者谋取私利，与此同时，企业内部资金的减少使得企业从外部融资，外部人对企业的监督增强，从而使得企业的代理成本降低，企业的市价也会得到提升，这与 Rozeff（1982）、Gugler and Yurtoglu（2003）的研究结论基本一致，均支持了代理成本假说。Nissim and Ziv（2001）的研究也证实了派发现金股利能够显著增加企业未来的价值，派发现金股利可以向投资者发出企业盈余能力强以及对未来有较好的预期等正面消息。Mohamed and Zakaria（2010）通过研究变更现金股利政策以及首次派发现金股利的美国企业，察觉在这些企业派发现金股利也能增加企业价值。然而，也有一些学者认为，股利的发放不仅不能提高企业价值，反而会使企业价值降低（Brennan, 1970）。Farrar and Selwyn（1967）指出了税差理论，发现投资者为得到税差利益，倾向于把现金股利存放企业以获取长期的资本利得，认为股利的发放会使得企业价值降低，两者

负相关。此外，也有学者持不同观点，Grullon and Michaely（2002）的研究并不支持惯常的信号传递理论，他们发现企业现金股利支付率的降低，会使得企业股票的价格曲线呈“U”型。

2.2 国内文献综述

2.2.1 现金股利政策影响因素研究综述

以实证方式探讨影响现金股利政策因素的国内研究虽然起步较晚，但是数目较多且已取得一定成果。国内对于现金股利政策影响因素的研究也是诸多集中于财务特征、公司治理以及制度环境等方面。刘星（1998）是国内学者首次展开影响股利政策因素的探究，发现了影响现金股利政策的法人股比率、净资产收益率、每股净资产以及资产负债率等因素。吕长江、王克敏（1999）以实证方式发现，现金股利政策的选择取决于企业的代理成本、盈利能力和负债水平以及其他。霍晓萍（2012）通过梳理，发现影响现金股利政策的因素主要有盈利水平、增长机会、代理成本、环境因素和信息传递效应五个方面。

2.2.2 公司治理机制对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述

（1）公司治理与多元化经营

国内许多文献从公司治理结构方面对多元化进行探究，大多支持代理理论。围绕股权结构对企业多元化的研究众多且未达成一致结论，周晓艳、刘旻生（2004）以沪宁杭地区上市公司 2002-2004 数据为研究样本对两者的关系进行了研究，发现国有股以及流通 A 股比例与多元化程度均呈“U”型关系，而企业多元化程度受法人股比例影响较弱。张翼、李习、许德音（2005）的研究也证实了这一点，认为国有企业中国家股比例与多元化程度显著“U”型相关。而金晓斌、陈代云、路颖，等（2002）认为多元化程度随着国有股以及非流通股比例的增加而减少。林晓辉、刘湘玫（2008）发现近半数企业进行多元化经营，企业是否进行多元化经营会受到股权结构的影响，国有企业较少进行多元化经营，尤其是大股东持股比例较高时，企业更不愿意经营多元化，但企业是否进行多元化经营基本不受管理者持股与董事会特征的影响。

魏锋（2007）综合考虑了企业的内外部治理机制对多元化战略选择的影响，发现在内部治理机制之中，影响企业是否选择多元化经营的重要因素有独立董事比例以及董事会主席与总经理是否两职合一等董事会方面的因素，受企业外部治理的影响较小。黄海波、李树苗（2007）结合企业治理内外部机制，发现企业的多元化程度受独立董事比例等董事会结构方面的影响较弱，但多元化程度会随着股权集中度、管理层持股比例、大股东持股比例等公司治理因素的增加而降低。

（2）公司治理与现金股利

作为转轨经济国家，在特殊制度背景之下，对于股权结构对现金股利政策影响的文献较多，国内大多学者支持企业的第一大股东持股比例与现金股利支付率是负相关的（唐清泉、罗党论，2006；李占雷、吴斯，2011 等），也有认为两者正相关的（党

红, 2008 等), 还有学者认为两者呈“U”型关系(唐跃军、谢仍明, 2006 等)。部分学者发现企业的股权集中度、大股东性质及持股比例、流通股比例及股本规模等会影响企业的现金股利政策(沈华珊、叶护华, 2002; 党红, 2008; 武晓玲、翟明磊, 2013)。魏刚(2001)研究表明随着国家股及法人股比例的增加, 企业的现金股利分配比例也随之增加, 与武晓春(2003)的研究结论一致。

申丽静、陈良华、洪梅(2007)研究发现董事会主席兼任总经理以及管理层在董事会中所占比例越高, 企业现金股利支付率越低。陈立泰、林川(2011)以 2003-2008 年全部 A 股数据为研究对象, 探析董事会特征与现金股利之间的关系, 发现独立董事比例、董事会规模以及高管薪酬激励与现金股利支付倾向正相关, 而董事会开会次数以及董事会主席兼任总经理与现金股利支付倾向负相关, 这与吕长江、周县华(2005)等人的结论一致。冯慧群、马连福(2013)发现董事会独立性对现金股利分配倾向没有影响, 而董事会网络性和稳定性均对现金股利分配倾向具有显著正影响。企业管理层持股比例相对较高时, 可以促使企业发放股利(董艳、李凤, 2011; 廖理、方芳, 2004)。

原红旗(2001)指出我国当前的股利政策不是抑制代理冲突的工具, 而是代理冲突未得到有效抑制所遗留的产物。企业的股权结构以及治理结构均会影响到企业的现金股利政策的选择, 控股股东倾向于通过现金股利的发放这一合法方式来转移企业资金。陈信元、陈冬华、时旭(2003)运用事件分析法, 以佛山照明企业的派现情况为例, 探讨了公司治理对现金股利的作用, 发现股民对于高额派发现金股利的反应并不是很热情, 原因在于现金股利的发放并没有缓解代理问题反而激化了代理冲突, 派发现金股利这一合法方式被企业的控股股东所利用, 用以获取资金、攫取利益, 这与唐跃军、谢仍明(2006)的研究结果一致, 认为大股东派发现金股利是为了将利益输出, 现金股利的发放具有“隧道效应”。也有持不同观点的学者, 陆贤伟、王建琼(2011)发现在同时面临严重的代理冲突及融资约束之时, 公司治理水平与现金股利支付率正相关, 也就是说企业的现金股利支付率会随着公司治理水平的提高而提高。

2.2.3 制度环境对多元化经营与现金股利政策的影响因素研究综述

(1) 制度环境与多元化经营

国内学者大多支持制度环境会影响到企业多元化经营战略的选择。贾量定、张君君、钱海燕(2005)研究表明中国企业受制度、政策影响要比西方国家要大。殷瑾、周英超(2010)以我国制造企业为例, 研究制度环境对企业多元化的影响, 结果表明企业的多元化程度会受到我国产品要素市场以及产权结构等制度环境因素的影响。张纯、高吟(2010)通过对比分析多元化经营伴生的代理问题在不同制度背景之中是否有所差异, 结果表明企业若是在较差的外部环境之中, 并面临严重的代理冲突, 企业进行多元化经营就会成为实际控制人攫取利益的渠道。

万丽梅(2010)将市场化进程分两组, 验证了不同市场化进程之下企业的多元化经营程度亦不同, 发掘多元化经营程度与市场化进程正相关, 与市场化进程较低的企

业相比，市场化进程高的企业多元化程度较高。张敏、黄继承（2009）从政治关联创新视角探索影响多元化经营程度的因素，实证结果表明，企业多元化经营程度随着政治关联程度的提高而提高。

（2）制度环境与现金股利

王信（2002）发现我国的股利支付率偏低源于法律制度不健全以及投资者保护力度不够。袁振兴、杨淑娥（2006）指出虽然国内法制在逐渐健全之中，但是有关维护中小股东利益的法律尚不健全，并且通过对比分析 A 和 H 股交叉上市与非交叉上市公司的派现情况，发现交叉上市公司现金股利支付率较高，表明对中小股东法律保护力度强的公司现金股利支付率较高，企业的现金股利政策会受到法律制度的影响。刘志强、余桂明（2009）指出，在法制越健全、投资者保护力度及产品市场竞争程度越高的公司现金股利支付率越高。此外，还发现仅在法律制度健全以及法律环境良好的情况下，产品市场竞争才会对现金股利支付率产生重要影响。祝继高、王春飞（2013）研究发现金融危机会使企业降低现金股利分配水平。黄兴李、林燕、沈维涛（2014）也从宏观经济角度研究发现宏观经济状况与企业的现金股利分配倾向负相关。

雷光勇、刘慧龙（2007）结合企业的产权性质，检验市场化进程对企业现金股利政策的影响，发现企业的现金股利分配水平随市场化进程的推进而提高，与国有企业相比，非国有企业市场化进程与现金股利支付率正相关性更强。杨兴全、张丽平、陈旭东（2014）也对市场化进程与现金股利政策之间关系进行了实证分析，实证结果表明随着市场化进程的推进，企业的现金股利支付率也随之增加。

2.2.4 现金股利政策的经济后果研究综述

国内对于现金股利与企业价值关系的研究也比较多。何涛、陈晓（2002）发现，因投资者的决定不会受到企业股利分配率的影响，故企业价值也不会因现金股利支付率不同而不同。吴战箴（2007）以客车行业为例探究股利与企业价值间的关系，发现若企业现金股利政策不以企业价值最大化为目的，派发现金股利对企业价值的提高无显著影响。

而龚光明、龙立（2009）发现企业的股票股利以及现金股利支付率均与企业价值正相关，但如果企业实行稳定的股利政策，则企业价值不会受股利的影响。徐福寿、徐龙炳（2015）的研究也支持了股利分配率与企业价值正相关的观点。匡宁（2011）深入探讨股利政策与企业价值间的关系，发现企业价值与现金股利分配倾向正相关；若企业分红的同时也分派股票股利，此时企业价值会因现金股利的支付而增加，但也会股票股利的分派而降低。

杨汉明（2008）搜集了全部 A 股制造企业数据探究企业价值是否会受到企业股利政策的影响，实证结果表明企业价值随着企业现金股利分配倾向的增加而增加，随着现金股利分配水平的提高而降低。何静（2009）基于代理理论，认为企业的价值会随着现金股利支付率的增加而先增加后减少，这是由于起初股利的支付可以缓解企业代理冲突，从而企业价值会随着股利支付而提高，但股利支付过多，不仅不能缓解代理

问题，反而会使其更为严重，使得企业价值降低。

2.3 文献评述

通过对国内外文献的梳理，我们不难看出国外学术界对于现金股利政策的研究无论是从研究的广度、深度还是研究持续时间来看都比较领先，又因国外的资本市场比较成熟，因而学者们对现金股利政策的研究已有时日，理论基础雄厚，实证研究各异，且研究视角新颖。而我国学术界主要通过实证方式对股利政策进行研究，研究时间不长，虽然数量较多，但是广度、深度不够，且最初的研究基本都是生搬硬套的，虽然随后我国学者对现金股利政策的研究取得了较大成果，但仍有很多缺陷及不足之处，尚待深入探究。

由上述文献，我们发现学者们主要从财务特征、公司治理以及制度环境三个方面来研究影响现金股利政策的因素，虽然关于现金股利政策影响因素的文献比较多，但是还鲜有学者从多元化经营这一企业经营行为视角对现金股利政策影响因素进行研究。

关于公司治理对于多元化经营与现金股利政策影响的研究主要从股权结构、董事会特征以及管理层结构等方面进行，虽然对股权结构与现金股利政策的研究文献较多，以及研究股权结构对企业多元化影响的文献众多，但未达成一致结论。虽然有不少探讨公司治理与多元化经营以及公司治理与现金股利政策的学者，但是还鲜有学者探讨公司治理对于多元化经营与现金股利政策关系的影响。并且现有的文献研究都是仅从公司治理的单方面或者从几个方面进行研究，研究的不够全面系统，且结果容易出现误差，以公司治理水平综合指标系统研究公司治理对多元化经营及现金股利影响的文献凤毛麟角。

关于制度背景对多元化经营影响的文献主要集中在制度背景、市场化进程以及政治关联等方面，关于制度背景对现金股利政策影响的文献主要从法制环境等方面展开。我国作为转轨经济国家，结合我国特有的制度背景，对多元化经营与现金股利政策的研究非常有必要。

关于现金股利政策对企业价值影响的研究，主要有现金股利与企业价值不相关、正相关、负相关、呈“U”型等方面的结论，对同一话题的研究结论的不一致可能是由于不同学者选择的研究方法、模型、样本、变量的选择等因素造成的，关于现金股利与企业价值的研究成果显著但结论不一，那么多元化经营企业的现金股利政策对企业价值影响如何，这有待学者深入探讨。

因此，本文基于以上研究，从多元化经营这一崭新视角出发，研究多元化经营对现金股利政策的影响，并进一步结合内部公司治理水平综合指标以及外部市场化进程指数，探讨不同多元化经营与现金股利政策的关系是否会因公司治理水平和市场化进程的不同而不同。最后，进一步检验多元化经营企业现金股利政策与企业价值的关系。

第三章 理论分析与研究假设

3.1 概念界定与理论基础

3.1.1 现金股利政策概念界定

现金股利政策的核心问题在于，如何在支付现金股利以获取当前利益与将现金股利留存企业以求企业长远发展两者之间进行权衡。关于股利政策的含义界定国内外存在着一定的差异。James C. Van Horne 在《财务管理与政策教程》中指出“企业的股利政策是以现金的方式发放一定比例给投资者”。Jonathan Berk、Peter DeMarzo 所著的《公司理财》以及 Stephen A. Ross、Randolph W. Westerfield、Jeffrey F. Jaffe 所著的《公司理财（原书第9版）》之中均未对股利政策给出明确的概念界定。由此可见，国外对于股利政策的定义还是含糊不清、不够精确的。相比之下，国内对于股利政策的概念则比较详细准确。国内大多把股利政策（Dividend Policy）定义为股份制企业是否分配股利、分配多少股利以及采取什么方式分配股利的方针及对策。股利政策概念又有广义、狭义之分，广义的股利政策包含股利发放宣告日、股利分配水平、股利分配方式等，而狭义的股利政策则仅指是否分配现金股利以及分配现金股利水平的决策。本文采用股利政策的狭义概念，也称为现金股利政策，考虑到我国股利的派发现状，文中从现金股利分配倾向及分配水平两个方面来说明企业的现金股利政策。

3.1.2 多元化经营概念界定

关于多元化经营的概念界定是众说纷纭，并在不断改进完善之中。Ansoff（1957）的著作之中首次指出多元化经营的定义，文中关于多元化经营的定义界定提到了多元化主要是指企业生产或销售多种商品，他主张在原有主营产品基础之上，开发新种类的商品以实现多元化经营，这里仅涉及到了产品种类的多元化。而 Rumelt（1974）给出了多元化经营一个相对准确的概念，他强调多元化经营主要是凝聚企业不同的硬实力和软实力，比如企业的生产资源、技术以及目标等，企业经营一些新的产品业务，并且这些新的产品业务与原有生产经营的产品业务有所区别，并根据企业经营产品业务的相关程度，将企业划分成单一业务、主导业务、相关业务以及不相关业务这四类。他对于多元化经营的定义相对于前者更加全面、准确一些，涉及到了相关以及不相关经营业务。

国内学者刘冀生（1995）较早的提及了多元化经营的概念界定，他认为多元化经营是企业的一种战略选择，若一个企业经营生产基本经济功能不同的两种或两种以上的产品或者服务，我们就称企业进行了多元化经营，又称为多角化经营。这与郝旭光（2000）的观点基本一致。到目前为止，多元化经营有以下几种分类，多元化经营主要包括地域多元化、产品种类多元化以及行业的多元化，分别强调企业生产经营业务在不同的地区、提供不同种类的产品和服务以及经营的业务涉及到不同行业；依据生产经营业务的相关性，还能归类为相关及非相关业务多元化经营。多元化经营的方式有很多，有通过生产经营与原有商品类似的新品种商品实现同心多元化经营，也有生

产与原有产业有一定联系但涉及不同行业的新产品实现水平多元化经营，还有将企业的业务延伸至原料生产或者产品的深加工等环节以实现纵向多元化经营，此外，还可以进行兼并收购或者投资与现有产业完全无联系的行业进行集团多元化经营。

参考已有文献关于多元化经营的概念界定，本文参照的多元化经营的含义为企业的生产经营业务涉及到不论是相关还是不相关的两个或两个以上的行业和领域，并把不同行业的产品或劳务面向市场提供。多元化经营是企业选择涉及多个行业业务的生产经营行为或状态，它是个静态定义。而专业化经营指企业的生产经营业务仅涉及单个行业，向市场提供单一的产品和服务。本文的定义仅强调企业生产经营活动涉及的行业的多元化，根据所涉及的行业，得到企业是否多元化经营以及多元化经营的程度，从这两个方面来衡量企业的多元化经营。

3.1.3 多元化经营与现金股利政策理论基础

(1) 信息不对称理论

信息不对称理论是由 Joseph E. Stiglitz、George A. Akerlof and Andrew Michael Spence 首次提出的，它是指在市场交易中的买卖双方对于买卖对象的相关信息了解程度存在着差异，卖方掌握的相关信息要比买方的多，在交易活动中处于优势地位，他们通过向买方传递相关信息来获取收益，从而掌握信息少的买方处于一定的劣势地位。依据当前的公司财务理论，信息不对称使得企业有融资约束，也就是企业内外部融资成本不同，由于信息不对称下融资约束的存在，使得企业不完全依靠外部融资，资金的获得也会用到内部融资，因而就会对企业的现金股利政策产生影响。在信息不对称之下，股利具有传递信号的效应，信号理论是一种将信息不对称理论应用于解释现金股利政策的理论分支。

信息对称时，卖方双方掌握着相同的信息，但在现实的市场经济中并非如此，信息不对称现象普遍存在。依据该理论，企业的投资者与经理就有信息不对称的情况，管理层人员作为企业的内部人，很容易获取准确的企业经营状况、真实价值以及发展前景等方面信息，管理层具有一定的内部信息优势，他们一般通过股利的发放与否以及股利分配水平向外部人传递企业的内部信息。若经理对于企业前景预期乐观，企业未来盈利能力较强时，管理者们采取提高股利分配水平的方式，使得股东以及潜在投资者了解企业经营状况良好、盈利较好等信息；但若经理对于企业前景预期悲观，企业未来盈利能力较弱时，企业就不会提高股利发放水平甚至会降低股利支付率，这种股利分配行为就会让潜在投资者及股东了解到企业盈利较差等信息。故而，企业可以通过现金股利政策向潜在投资者及股东传递企业经营状况、发展前景等内部信息，投资者们以获取的信息为基础对投资该企业的价值进行估算，将资金投资于获利最大的企业，从而使得企业股价波动。因而，企业支付现金股利且现金股利支付率越高时，企业经营状况和发展前景越好，股价就会升高，否则，股价就会下降。

(2) 代理成本理论

代理成本理论认为委托人将企业管理委托给代理人，以求实现企业利益最大化的

目标，但是委托与代理双方的目标存在差异，在信息不对称的情况下，代理人可能会为了获取个人私利而损害企业利益，产生了代理成本。Berla and Means（1932）首次提到了代理成本的概念，他们认为企业的代理成本的产生是由企业所有权与经营权的分离造成的，也就是两者利益冲突伴生的成本。代理成本理论由 Jensen and Meckling（1976）首次指出的，他们提到了股东与管理层及股东与债权人两类代理冲突，股东与管理层的利益冲突源于两者目标不同，经理有动机做出损害企业利益而对自己利益有利的决策，股东与债权人的利益冲突是由于收益与所承担的责任不匹配造成的。而 Rozeff（1982）首次将该理论引入阐释股利政策，研究发现因股利的支付可以给经理施压，减少经理过度投资，外部融资之后增加债权人的监控，因而派发现金股利具有缓解代理冲突和降低代理成本的作用。

派发现金股利能够缓解代理冲突、降低代理成本，这是股利代理成本理论的基础。代理成本理论应用于解释股利问题之后，学者们对于代理问题又有了新的认识，股利的代理成本假说源于对股东与管理层代理冲突的关注，部分学者对股东与债权人的代理冲突也做了研究，而近期偏向于关注派发现金股利对大股东与中小股东间代理冲突的遏制。依据代理理论，派发现金股利能够缓解代理冲突和降低代理成本，这是由于企业派发现金股利，就会减少经理可控现金流，这就在一定程度上避免管理者利用剩余资金进行过度投资或者转移为私人利益，使得代理成本降低。此外，股利的发放还迫使经理从外部获取企业经营所需资金，进入了新的债权人，这样就会使得经理受到更多的监督，使得经理不得不努力经营，从而缓解了代理冲突。

（3）内部资本市场理论

源于新制度经济学派的交易成本理论为内部资本市场理论奠定了基石，内部资本市场理论认为企业的内部资本市场以企业拥有剩余控制权为前提，对企业所拥有的资源尤其是资金在企业内部不同部门之间进行集中分配管理的一种资源分配机制。企业的内部资本市场并非一直存在，它是伴随着企业外部资本市场失去其应有效用而形成的，存在于传统的资本市场之中的信息不对称、代理冲突等问题使得企业的交易成本提高，同时也会降低企业的资源配置效率，在此种情况下，企业需要一个新的资源配置机制以填补传统资本市场的缺陷，通过内部融资获取企业经营所需资金。由此可见，企业内部资本市场是伴随着企业组织结构不断复杂及规模不断增大而产生的，实质上来说，它是对传统资本市场的替代。内外部资本市场的根本差异在于是否具有企业资产的剩余控制权，内部资本市场具有此权，而外部资本市场并未拥有此权。

内部资本市场有效的情况下，不仅可以缓解致使外部资本市场失效的信息不对称问题，降低由于买卖双方掌握信息差异造成的交易成本；而且可以健全企业内部监督机制，加强总部对于各分部的内部监督；还可以通过资源的统一调配，提高企业资源配置效率，缓解企业的融资约束。但内部资本市场不是完美的，它也有一定的缺陷。在内部资本市场失去效用的情况下，容易产生损害企业整体利益的跨部门补贴问题；管理层拥有对资源较大的控制权，这可能诱使经理为获取私利进行过度投资；随着部

门的繁琐复杂，代理链条的逐渐扩展，必然也会带来总部与分部管理层的代理问题，这又会使得企业资源配置效率较低，促使企业不同层级经理之间信息不对称，造成经理寻租的境况。

3.2 理论分析与研究假设

3.2.1 多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设

由于多元化经营的企业是由不同的行业和分部组成，而各行业之间相互独立，其经济特征不尽相同，各自的投资发展机会、成长性也有所差异，除非出现波及整个国家经济经济危机或者国家政策的出台，否则多元化企业可以在一定程度上避免财务困境的发生（Ahn、Seoungpil and Denis, 2006）。因此，多元化企业能够分散企业的经营和财务风险，此时企业可以以较少的资金满足企业正常经营需求，倾向于多发放现金股利。此外，多元化经营企业还具有内部融资的优势，它所特有的内部资本市场可以把企业的资金在不同行业之间进行优化配置，资金流向收益高的行业，也可以在资金匮乏之时，以较低的交易成本变卖企业非核心业务所拥有的资产来获取企业发展所需的资金，且这些资产的出售对企业经营影响不大（Subramaniam、Tang and Yue, et al, 2010）。多元化企业融资渠道较多，且具有分散风险、内部融资的优势，内部资本市场有效的情况下，可以降低信息不对称，提高资金使用效率，企业没必要留存过多资金，从而更倾向于多发放现金股利。

然而，中国作为转型经济国家，有着特殊的制度背景，资本市场起步较晚且不发达、相关法律不健全、外部融资成本较高以及信息不对称严重，内部资本市场未必有效（袁淳、刘思淼、陈玥，2010；邓可斌、丁重，2010），多元化经营还可能带来严重的代理问题、跨行业补贴、管理层寻租等不良后果，使内部资本市场失效。（1）多元化经营企业行业分部较多，组织结构更加冗长复杂，股东与管理层、大小股东之间的代理问题更为严重，此外，企业管理层与部门管理层间还有代理冲突和信息不对称问题，为获得更多的发展资金各部门相互竞争，追求自身利益而不顾企业整体利益，使得代理冲突更为严重，这就可能造成内部资本市场资金配置的无效。（2）多元化企业管理层寻租降低了企业的配置效率，部门经理获取私有利益的寻租市场，是由内部资本市场转化而成，故而，内部资本市场的优势未得以显现。（3）多元化企业还可能用盈利的部门资金弥补亏损的部门，进行交叉补贴，严重损害企业利益。（4）多元化经营企业的规模较大，企业内部可自由支配的现金流较多，过多的留存资金可能会使企业管理层进行过度投资等非理性行为。（5）控股股东可以通过内部资本市场关联交易进行资产转移，内部资本市场异化为控股股东谋取私利的隐蔽渠道。因此，作为代理问题更为严重的多元化经营企业，企业更倾向于把资金留存企业之中，减少发放现金股利或者不发放现金股利。因此，本文提出假设1：

假设 1：上市公司多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平负相关。

3.2.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设

企业进行公司治理主要是希望通过建立一种监督与制衡机制，缓解两权分离产生的代理问题，实现企业整体利益的最大化，而现金股利作为股东收取投资所得的合理方式，可以缓解企业代理冲突，有效的弥补公司治理的缺陷，公司治理与现金股利有着千丝万缕的密切关系。通过派发股利使可支配资金减少，可以缓解管理层与投资者的代理冲突，并且在法律保障健全、企业公司治理较好时，派发现金股利在削弱代理问题的效果更为明显（Jiraporn、J. Kim and Y. Kim, 2011）。在同时面临代理冲突及融资约束之时，企业的现金股利支付率会随着公司治理水平的提高而提高（陆贤伟、王建琼，2011）。由此可见，公司治理良好的企业，可以通过发放现金股利的方式缓解多元化经营企业的代理冲突问题，即公司治理较好的多元化经营企业更愿意派发现金股利且股利支付率较高。

近期有很多文献从公司治理视角对企业多元化经营的利弊展开探讨，并进一步将代理成本理论引入多元化经营经济后果的解释之中，形成了多元化经营的代理理论，提到了企业进行多元化经营是企业存在严重代理问题的产物，公司治理结构的缺陷在一定程度上导致了企业多元化折价的产生。多元化经营企业股利支付少也是因为其所具有的代理问题、管理层寻租等，使得内部资本市场失效。公司治理就是来解决这种代理冲突提高内部资本市场效率的一套制衡约束机制，有效的公司治理可以最大限度地缓解企业代理冲突并降低代理成本。公司治理机制又分为内外部治理机制，两者都能起到抑制代理冲突，削减代理成本，提升资源配置效率的作用。这与姜付秀、黄磊、张敏（2009）的观点不谋而合，他们证实了良好的公司治理机制可以起到缓解代理冲突，削减代理成本，提高经营效率的作用，且公司治理的效用会伴随产品市场竞争程度的变动而变化。此外，公司治理还能够有效抑制意愿性非效率投资（方红星、金玉娜，2013）。

一方面，现金股利的支付减少了管理层可控资源，这就在一定程度上避免管理者利用剩余资金进行过度投资或者转移为私人利益，有效抑制了经理进行非理性投资、跨部门交叉补贴以及寻租等不良行为，使得代理成本降低（徐寿福、徐龙炳，2015）。另一方面，股利的发放还迫使经理从外部获取企业经营所需资金，进入了新的债权人，这样就会使得经理受到更多的监督，且经理在按时支付现金股利和还本付息的压力之下，为了避免由于经营不善或企业破产而致使经理失业、名誉受损等不利后果，使得经理不得不努力经营，从而缓解了代理冲突。

因此，公司治理水平较高的企业，能够通过抑制多元化企业带来的代理冲突而提升内部资本市场效率，故公司治理水平的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系，相对于公司治理水平较低的多元化企业，公司治理水平较高的多元化经营企业更倾向于发放现金股利或者发放较多的现金股利。反之，公司治理水平较差时，严重的代理问题会抑制多元化企业内部资本市场的积极作用，使内部资本市场的资本配置效率大大降低，此时，多元化经营企业更倾向于不发放现金股利

或者少发放现金股利。由此，本文提出假设 2。

假设 2:公司治理水平的提高削弱了上市公司多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平负相关关系。

3.2.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策理论分析与研究假设

市场化进程水平是对涉及政治、经济、法制等方面外部环境的整体度量，它反映了某个地区产品要素市场和资本市场发育程度、中介机构和法制的健全程度以及政府干预市场经济的程度等方面（樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2011）。内部资本市场是伴随着外部资本市场失去其应发挥的作用而产生的，传统的资本市场存在代理成本、信息不对称、法律不健全等缺陷时，其应有效用就会大大下降，这时内部资本市场就可以发挥其优势有效的弥补这种缺陷。只有在外部资本市场失效时，内部资本市场才也能发挥优势进行有效的内部资源配置，但随着经济的发展、法制的健全及外部制度环境和信息披露的不断完善，外部资本市场逐渐摆脱种种缺陷，可以有效发挥资源配置的作用，这时内部资本市场作为辅助市场就会退居其次。

我国作为转轨经济国家，资本市场尚不成熟，地区市场化进程存在着较大差异，而企业所处地区的市场化进程的高低又与该企业所面临的融资约束息息相关。一般而言，若企业处于外部制度环境较好及市场化进程较高的地区，由于该地区资本市场比较成熟，股票及证券市场比较发达且银行等金融机构比较完善，因而信息不对称情况得到缓解，企业所面临的融资约束较低，可以较为容易的从银行等金融机构或者股票证券市场获取企业长期发展所需资金，企业内部资本市场的效用随着市场化进程的提高及外部环境的改善而变弱，多元化企业从内部资本市场中获取内源融资的动机削减，不会将过多资金留存于企业内部，此时，多元化企业更愿意将资金以现金股利的方式发放出去。也就是说，随着市场化进程的推进，多元化企业更愿意发放现金股利。

但若企业处于外部制度环境较差及市场化进程较低的地区，由于该地区资本市场不够完善，股票及证券市场以及银行等金融机构欠发达，此时企业外部融资的机会较少，又因信息不对称的存在，企业进行外部融资的成本较高，企业面临着较为严重的融资约束，外部资本市场失去其应有效用。这时，内部资本市场作为外部资本市场的有效替代，其作用将会凸显出来，企业更愿意将资金留存企业以供日常经营及投资所需，倾向于不发放或者少发放现金股利。

多元化经营企业由于存在着代理冲突问题及跨行业补贴、管理层寻租和过度投资等问题，内部资本市场丧失其积极作用，资源配置效率较低，致使多元化经营企业不愿派发或者少派发现金股利。企业的资源配置效率随着市场化进程的推进而大大提高，也就是说市场化进程与企业的资源配置效率正相关（方军雄，2006），市场化进程的提有效解决了内部资本市场效率较低的问题，提高了企业的资源配置效率。此外，随着市场化进程的推进，企业的信息不对称情况得到缓解，多元化经营企业严重的代理成本问题也得以抑制。杨婧婧（2007）研究发现市场化进程的提有效缓解大股东与中小股东之间的代理冲突。

由此可见，市场化进程较高时，良好的公司治理环境能够通过抑制多元化企业产生的代理冲突而提高内部资本市场的资本配置效率，从而市场化进程的推进削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系，提高了多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平。反之，市场化进程较低时，由于代理问题突出抑制了多元化经营企业内部资本市场的积极作用，资源配置效率也较低，因而多元化经营企业更倾向于不发放现金股利或者少发放现金股利。由此，本文提出假设 3。

假设 3：市场化进程的推进削弱了上市公司多元化经营程度与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系。

第四章 研究样本和研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文的数据样本为2003至2012年的上市公司全部A股数据。多元化经营数据来源于WIND资讯数据库。公司治理水平是通过CSMAR数据库的相关数据进行整理得到8大变量，然后采用主成分分析法计算得出。衡量市场化进程的总指数数据来自于樊纲、王小鲁、朱恒鹏（2011）编制的中国市场化指数报告。现金股利数据以及资产负债率、企业规模等控制变量数据均来自于CSMAR数据库，并且对数据进行了以下处理：去掉了金融保险类公司，ST、PT公司，主要财务数据缺失的公司以及存在异常值的公司，最后得到8402个样本数据，数据的处理采用Excel以及stata12.0数据处理软件。

4.2 研究设计

4.2.1 变量定义

本文以现金股利分配倾向和分配水平作为因变量，多元化经营、公司治理水平和市场化进程为自变量。此外，参考Jesen and Michael（1986）、Fama and French（2001）、吕长江、王克敏（1999）等人的研究，我们还考虑了如下的控制变量：投资机会（*Grow*）、资产负债率（*Lev*）、企业规模（*Size*）、现金流（*Cflow*）、投资支出（*Inv*）、年度、行业。各控制变量具体说明见表4-2。

（1）现金股利政策

本文的因变量是现金股利政策，现金股利政策的衡量方式有多种，国内外衡量方式也有所不同。国外学者大多从三个方面来衡量现金股利政策，包括支付现金股利的方式、力度以及稳定性。现金股利支付方式主要用是否支付现金股利虚拟变量来衡量，现金股利的支付力度的衡量方法比较多，主要有现金股利支付额（*D*）的对数、现金股利支付力度（ D/S ，*S*代表销售收入），支付现金股利的稳定性一般采用支付现金股利额的变动额或者变动率等方法来衡量。而国内学者对于现金股利政策的衡量与国外有差异不大，对于现金股利支付力度的衡量不同于国外，国内学者大多直接采用现金股利与每股收益之比、现金股利分配额的对数和每股现金股利来衡量。

本文借鉴了魏志华、吴育辉、李常青（2012）、Fama and French（2001）和Stulz（2004）等人的衡量方法，从现金股利分配倾向（*Cdumdiv*）和现金股利分配水平（*Cpayout*）两个方面来衡量现金股利政策。企业当年支付现金股利，则现金股利分配倾向（*Cdumdiv*）取1，否则为0。企业每股现金股利与每股股价之比来表示现金股利分配水平（*Cpayout*）。

（2）多元化经营

近期国内外学者关于多元化经营的研究发现，单个指标并不能很好的来衡量企业的多元化经营，因此，本文用多元化哑变量（*Dyh_dum*）、经营单位数（*Dyh_n*）、收入熵指数（*Dyh_entro*）以及赫芬德尔指数（*Dyh_hhi*）这四个变量衡量企业的多元化经营程度。

①多元化哑变量 (Dyh_dum)

多元化经营哑变量是指企业是否进行多元化经营。根据由证监会发布的行业分类指引，按照两位行业代码分出不同行业，用各行业主营收入除以总主营收入算出 P_i ，上市公司分布个数是指 P_i 大于或等于10%的行业数目。上市公司分布个数大于或等于2时，企业进行了多元化经营， $Dyh_dum=1$ ，否则为0

②经营单位数 (Dyh_n)

经营单位数是指企业经营所涉及的行业数目，本文用上市公司分布个数即 P_i 大于或等于10%的行业数目来表示，该指标用来衡量企业多元化经营程度。

③收入熵指数 (Dyh_entro)

本文参考Margarethe and Happy (2008)的算法，计算多元化熵值，具体算法如下：

$$Dyh_entro = \sum_{i=1}^n P_i \ln 1/P_i, i=1,2,3,\dots,n \quad (4-1)$$

其中 P_i 为企业第 i 个行业的行业收入与总收入之比， n 是企业的经营单位数。多元化经营程度越高，收入熵指数越大。当企业专业化经营时，收入熵指数取值为0。该变量能够比较准确的表示企业的多元化经营程度。

④赫芬德尔指数 (Dyh_hhi)

本文借鉴Berry (1975)的做法，把这个指标用来衡量企业多元化经营程度。计算公式如下：

$$Dyh_hhi = \sum_{i=1}^n P_i^2, i=1,2,3,\dots,n \quad (4-2)$$

其中 P_i 为企业第 i 个行业的行业收入与总收入之比， n 是企业的经营单位数。该变量与收入熵指数恰恰相反，多元化经营程度越高，赫芬德尔指数越小。当企业专业化经营时，赫芬德尔指数取值为1。因此，此数值介于0与1之间，即 $0 < Dyh_hhi \leq 1$ 。该变量能够比较准确的表示企业多元化经营程度。

(3) 公司治理水平

公司治理是涉及内外部治理的一系列约束、激励机制，仅以一个方面或一个指标不能准确的衡量公司治理的好坏，故我们致力于构造一个能够全面代表企业治理状况的综合指数，公司治理水平是衡量企业治理制度好坏的标准。目前，公司治理水平的构建方法主要有层次、主成分分析以及简单算术平均法三种，最常用的方法为主成分分析法，本文也采用此法。本文借鉴白重恩、刘俏、陆洲，等 (2005)、靳庆鲁、原红旗 (2008)、张学勇、廖理 (2010) 以及张会丽、陆正飞 (2012) 等构建公司治理G指数的方法，对8个变量 (见表4-1) 用主成分分析法构造公司治理G指数来表示企业的公司治理水平。本文沿用白重恩、刘俏、陆洲，等 (2005) 的方法试图寻找所有指标的线性组合来最大化描述公司治理的变化情况，取第一主成分定义为衡量公司治理水平的综合指标。由表4-1可知，在第一大主成分中，8个变量的载荷系数除了 $Hbshare$ 外，其他符号与预期一致， $Exer$ 、 Top_1 、 Top_{2-10} 、 $State$ 、 $Dual$ 的载荷系数较大，从而在构建公司治理水平中所占比重较大。

表4-1 公司治理指标体系

变量名称	符号	变量描述	载荷系数
董事长与总经理是否两职合一	<i>Dual</i>	若董事长与总经理两职合一取值为1, 否则为0	-0.395
独立董事比例	<i>Indr</i>	独立董事人数与董事总人数之比	0.156
高管人员持股比例	<i>Exer</i>	高管持股数与总股数之比	0.504
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数与总股数之比	-0.430
第二至第十大股东持股比例的集中度	<i>Top2-10</i>	第二到第十大股东持股比例平方和	0.459
是否在其他市场挂牌上市	<i>Hbshare</i>	若同时在A股与B或H股上市, 取值为1, 否则为0	-0.131
是否拥有母公司	<i>Parent</i>	若拥有母公司取值为1, 否则为0	-0.292
是否国有控股	<i>State</i>	若国有控股, 取值为1, 否则为0	-0.479

(4) 市场化进程

市场化进程的衡量参考了夏立军、方轶强(2005)的方法,用市场化总指数(*Market*)来表示市场化进程,市场化总指数数据来源于樊纲等2011年编制的《中国市场化指数》报告,根据报告内的各地区得分来判断市场化进程的高低,其数值越高,表示市场化进程程度越高。另外,2011年的《中国市场化指数》报告数据仅报告到2009年,本文研究期间是2003到2012年,本文借鉴夏立军、方轶强(2005)的方法,并通过统计不同地区市场化进程走势,发现各地区市场化进程基本逐年增长,且2009年数据走势并未出现异常,故而认为市场化进程数据与相近年份数据差别不大。因此,对于没报告出的2010年、2011年和2012年数据均采用2009年的数据。然后,根据不同地区2003到2012年间市场化进程得分平均值的中值分为高低两组,市场化总指数(*Market*)小于中值,表示市场化进程程度较低,否则较高。

表4-2 变量定义一览表

变量名称	变量符号	变量描述
因变量	现金股利分配倾向	<i>Cdumdiv</i> 企业当年是否分配现金股利,若是则取值为1, 否则为0
	现金股利分配水平	<i>Cpayout</i> 现金股利股息率=每股现金股利/每股股价
	多元化哑变量	<i>Dyh_dum</i> 上市公司分布个数大于或等于2时, <i>Dyh_dum</i> =1, 否则为0
自变量	经营单位数	<i>Dyh_n</i> 行业收入与总收入之比大于或等于10%的行业数目
	收入熵指数	<i>Dyh_entro</i> $Dyh_entro = \sum^n P_i \ln 1/p_i$, 其中 P_i 为 i 行业收入与总收入
	赫芬德尔指数	<i>Dyh_hhi</i> $Dyh_hhi = \sum^n P_i^2$, 其中 P_i 为 i 行业收入与总收入之比
	公司治理水平	<i>G</i> 具体衡量方法见上文
	市场化总指数	<i>Market</i> 具体衡量方法见上文

	企业规模	<i>Size</i>	企业年末总资产的对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率
控制变量	投资支出	<i>Inv</i>	购置无形资产、固定资产以及其他长期资产所付出的资金与总资产之比
	投资机会	<i>Grow</i>	营业收入增长率
	现金流	<i>Cflow</i>	经营活动现金流与总资产之比
	年度哑变量	<i>Year</i>	用来控制时间因素影响
	行业哑变量	<i>Ind</i>	用来控制行业因素影响

4.2.2 模型构建

本文借鉴王化成、李春玲、卢闯（2007）、祝继高和王春飞（2013）等所使用的模型，采用模型一Logistic回归模型（见公式4-3）剖析不同公司治理水平和市场化进程下多元化经营对企业现金股利分配倾向的影响，而用模型二OLS模型（见公式4-4）来解析不同公司治理水平和市场化进程下多元化经营对企业现金股利分配水平的影响。

$$\text{Logit}(C\text{dumdiv}_i) = \beta_0 + \beta_1 Dyh_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 Grow_i + \beta_5 Inv_i + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_i \quad (4-3)$$

$$C\text{payout}_i = \beta_0 + \beta_1 Dyh_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 Grow_i + \beta_5 Cflow_i + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_i \quad (4-4)$$

其中*Cdumdiv*、*Cpayout*为模型的被解释变量，分别表示现金股利分配倾向和分配水平， β_i 为系数矩阵，即常数项。*Dyh*为自变量多元化变量，囊括多元化哑变量、经营单位数、收入熵指数以及赫芬德尔指数。 ε 是残差，其他为控制变量。

本文主要研究多元化与现金股利政策之间的关系，模型一中 β_1 的符号若为正，则代表多元化经营与现金股利分配倾向正相关，模型二中 β_1 的符号若为正，则代表多元化经营与现金股利分配水平正相关。多元化经营企业具有分散风险、内部融资等优势，且可以构造内部资本市场获取资金，企业没必要留存过多资金，从而更倾向于多发放现金股利。模型一中 β_1 的符号若为负，则代表多元化经营与现金股利分配倾向负相关，模型二中 β_1 的符号若为负，则代表多元化经营与现金股利分配水平负相关。多元化经营企业因代理问题严重，企业更倾向于把资金留存企业之中，现金股利发放减少或者不发放现金股利。

预期企业规模与现金股利分配倾向和分配水平正相关，规模大的企业经营成熟稳定，现金流也比较稳定，对外扩张的欲望不强烈，资金充裕，容易从外部获取资金，从而更倾向于多分配现金股利。而小企业一般处于成长初期，具有较强的扩张欲望，从外部获得资金也较困难，从而不愿多分配现金股利使现金流流出企业。预期资产负债率与现金股利支付倾向和支付水平负相关，资产负债率较高的企业偿债能力较弱，较多采用保守财务政策，倾向于将现金股利留存企业。预期投资机会与现金股利分配倾向和分配水平负相关，一个理性企业的现金股利政策主要取决于将资金留存企业以求长期发展以及股东现有利益之间的利益权衡，即现金股利政策的制定要考虑到企业的投资机会，投

资机会越多的快速发展企业，因这些企业为保持快速发展所需资金越多，从而倾向于将现金股利留存企业，以求得企业长远发展。预期投资支出与现金股利分配倾向负相关，投资支出越多，企业剩余资金越少，从而不倾向于发放现金股利。预期现金流与现金股利分配水平正相关，分配现金股利需要真实的现金，因而分配现金股利不仅需要企业具有可分配盈余，也需要企业存有较多现金，以保证企业正常生产经营，一般来说，现金流多的企业经营情况好，有能力多发放现金股利。

第五章 实证检验

5.1 描述性统计

5.1.1 多元化经营与现金股利政策描述性统计

表5-1给出了本文主要变量的描述性统计，从表5-1可知企业的现金股利分配倾向均值为0.587，中值为1，说明2003到2012年间有58.7%的企业分配现金股利，也有41.3%企业不愿意进行股利支付，这与祝继高和王春飞（2013）得出的“2005至2009年有53.3%的企业发放了现金股利”的结果类似，标准差0.492，说明企业间的现金股利分配倾向差异较大，让本文研究具有意义。股利分配水平均值为0.015，中值为0.011，这与魏志华、吴育辉、李常青（2012）结果差异不大，说明企业股利分配水平较低。多元化经营虚拟变量均值0.416、中值为0、标准差为0.493，多元化经营单位数均值为1.545、标准差为0.735，多元化经营程度收入熵指数的均值0.293、中值0.060，赫芬德尔指数均值为0.783、中值为0.880，表明企业进行多元化经营在我国普遍存在，但多元化程度不是很高且不同企业之间差异较大，这使得本文研究比较可行。为减少离群值对本研究的不利影响，对文中指标进行了缩尾处理。

表 5-1 多元化经营与现金股利政策描述性统计

<i>var</i>	<i>N</i>	<i>mean</i>	<i>P50</i>	<i>min</i>	<i>max</i>	<i>sd</i>
<i>Cdumdiv</i>	8402	0.587	1.000	0.000	1.000	0.492
<i>Cpayout</i>	8402	0.015	0.011	0.000	0.178	0.015
<i>Dyh_dum</i>	8402	0.416	0.000	0.000	1.000	0.493
<i>Dyh_n</i>	8402	1.545	1.000	1.000	5.000	0.735
<i>Dyh_entro</i>	8402	0.293	0.060	0.000	1.311	0.353
<i>Dyh_hhi</i>	8402	0.783	0.880	0.280	1.000	0.233
<i>Lev</i>	8402	0.473	0.487	0.049	1.143	0.202
<i>Size</i>	8402	21.580	21.442	19.236	25.317	1.081
<i>Grow</i>	8402	0.213	0.148	-0.607	5.009	0.435
<i>Cflow</i>	8402	0.048	0.047	-0.180	0.261	0.072
<i>Inv</i>	8402	0.062	0.047	0.000	0.268	0.055

5.1.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策描述性统计

本文将样本数据进一步按照公司治理水平分组，以公司治理水平是否大于或等于零作为分组标准，大于或等于零的归为高公司治理水平组，否则为低公司治理水平组，并对两组进行对比研究。表 5-2 为按照公司治理水平分组之后的主要变量描述性统计，表 5-3 为不同公司治理水平下变量均值以及中值的差异性检验。由表 5-2 可知，公司治理水平高低两组企业股利分配倾向和分配水平数值差异不是很大，与公司治理水平低的企业相比，公司治理水平高的企业更倾向于支付现金股利且分配水平较高，公司治理水平高的企业较少，说明我国公司治理水平普遍较低，公司治理机制有待完善。

为了更准确的说明两组样本的差异，我们进行了变量均值和中值的差异性检验。由表 5-3 数据可知，除了投资机会的均值和中值差异性检验存在较大差异之外，其他变量的均值和中值差异性检验结果相差不大。参考表 5-3 均值和中值的差异性检验发现，不同公司治理水平的企业现金股利分配倾向和分配水平存在着显著差异，公司治理水平高的企业更愿意支付现金股利且现金股利分配水平较高。这可能是由于公司治理水平较高的企业，能够通过抑制多元化公司产生的代理冲突而提高内部资本市场的资本配置效率，因而相对于公司治理水平较低的多元化企业，公司治理水平较高的多元化经营企业更倾向于发放现金股利或者多发放现金股利。反之，公司治理水平较差时，严重的代理问题会抑制多元化企业内部资本市场的积极作用，多元化经营企业更倾向于不发放现金股利或者少发放现金股利。除了现金股利分配倾向和分配水平在不同公司治理水平下存在显著差异之外，多元化经营哑变量、经营单位数、多元化经营程度以及控制变量也存在显著差异，进而本文进行分组研究就存在着研究意义和可行性。

表 5-2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策描述性统计

	<i>var</i>	<i>N</i>	<i>mean</i>	<i>P50</i>	<i>min</i>	<i>max</i>	<i>sd</i>	
公 司 治 理 水 平 高	<i>Cdumdiv</i>	4188	0.599	1.000	0.000	1.000	0.490	
	<i>Cpayout</i>	4188	0.017	0.012	0.000	0.178	0.017	
	<i>Dyh_dum</i>	4188	0.387	0.000	0.000	1.000	0.487	
	<i>Dyh_n</i>	4188	1.506	1.000	1.000	5.000	0.720	
	<i>Dyh_entro</i>	4188	0.274	0.038	0.000	1.311	0.349	
	<i>Dyh_hhi</i>	4188	0.797	0.923	0.280	1.000	0.231	
	<i>Lev</i>	4188	0.439	0.443	0.049	1.143	0.208	
	<i>Size</i>	4188	21.334	21.187	19.237	25.195	0.985	
	<i>Grow</i>	4188	0.205	0.149	-0.607	4.712	0.393	
	<i>Cflow</i>	4188	0.042	0.041	-0.180	0.261	0.072	
	<i>Inv</i>	4188	0.064	0.050	0.000	0.268	0.056	
	公 司 治 理 水 平 低	<i>Cdumdiv</i>	4214	0.575	1.000	0.000	1.000	0.494
		<i>Cpayout</i>	4214	0.013	0.010	0.000	0.154	0.013
		<i>Dyh_dum</i>	4214	0.444	0.000	0.000	1.000	0.497
<i>Dyh_n</i>		4214	1.585	1.000	1.000	5.000	0.747	
<i>Dyh_entro</i>		4214	0.312	0.082	0.000	1.311	0.355	
<i>Dyh_hhi</i>		4214	0.769	0.837	0.280	1.000	0.233	
<i>Lev</i>		4214	0.506	0.519	0.050	1.136	0.190	
<i>Size</i>		4214	21.824	21.702	19.236	25.317	1.115	
<i>Grow</i>		4214	0.222	0.146	-0.600	5.009	0.473	
<i>Cflow</i>		4214	0.053	0.052	-0.180	0.261	0.072	
<i>Inv</i>		4214	0.060	0.045	0.000	0.268	0.054	

表 5-3 不同公司治理水平下变量的差异性检验

Var	均值的差异性检验				中值的差异性检验	
	高	低	T值	P值	Z值	P值
<i>Cdumdiv</i>	0.5989	0.5750	2.22**	0.0263	2.22**	0.0263
<i>Cpayout</i>	0.0172	0.0135	8.75***	0.0000	8.62***	0.0000
<i>Dyh_dum</i>	0.3871	0.4445	-5.35***	0.0000	-5.34***	0.0000
<i>Dyh_n</i>	1.5057	1.5847	-4.93***	0.0000	-5.35***	0.0000
<i>Dyh_entro</i>	0.2737	0.3119	-4.97***	0.0000	-6.51***	0.0000
<i>Dyh_hhi</i>	0.7973	0.7692	5.55***	0.0000	6.47***	0.0000
<i>Lev</i>	0.4388	0.5063	-15.50***	0.0000	-15.19***	0.0000
<i>Size</i>	21.3339	21.8237	-21.33***	0.0000	-21.01***	0.0000
<i>Grow</i>	0.2053	0.2216	-1.71*	0.0865	0.13	0.8949
<i>Cflow</i>	0.0420	0.0534	-7.28***	0.0000	-7.09***	0.0000
<i>Inv</i>	0.0644	0.0603	3.47***	0.0005	3.44***	0.0006

注：均值差异为公司治理水平较高地区的企业中变量均值减去公司治理水平较低地区的企业中变量均值。均值检验为 t 检验。中值差异为公司治理水平较高地区的企业中变量中值减去公司治理水平较低地区的企业中变量中值。中值检验为 Wilcoxon 秩和检验。***、**、*分别表示 P<0.01、P<0.05、P<0.1。

5.1.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策描述性统计

本文将样本数据根据市场化进程中值分位高低两组，大于或等于中值的归为高市场化进程组，否则为低市场化进程组，并对两组进行对比研究。表 5-4 为按照市场化进程分组之后的主要变量描述性统计，表 5-5 为不同市场化进程下变量均值以及中值的差异性检验。由表 5-4 可知，市场化进程高低两组企业股利分配倾向数值差异较大和分配水平数值差异不是很大，与市场化进程低的企业相比，市场化进程高的企业更愿意派发现金股利且分配水平较高。为了更准确的说明两组样本的差异，我们进行了变量均值和中值的差异性检验。由表 5-5 数据可知，除了多元化经营单位数、多元化经营程度的均值和中值差异性检验存在较大差异之外，其他变量的均值和中值差异性检验结果相差不大。参考表 5-5 均值和中值的差异性检验发现，不同市场化进程的企业现金股利分配倾向和分配水平存在着显著差异，相对于市场化进程较低的企业，市场化进程高的企业更愿意支付现金股利且现金股利分配水平较高。这可能是由于市场化进程高的企业融资约束较低，获取资金较为容易，不必留存企业内部过多资金，此外，较好的外部制度环境在一定程度上可以缓解多元化企业代理冲突问题，提高内部资本市场效率，从而，相对于市场化进程较低的企业，市场化进程高的企业更愿意支付现金股利且现金股利分配水平较高。现金股利分配倾向和分配水平以及控制变量在不同市场化进程下存在显著差异，进而本文进行分组研究就存在着研究意义和可行性。

表 5-4 市场化进程总指数、多元化经营与现金股利政策描述性统计

var	N	mean	P50	min	max	sd
-----	---	------	-----	-----	-----	----

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

市	<i>Cdumdiv</i>	4297	0.658	1.000	0.000	1.000	0.474
场	<i>Cpayout</i>	4297	0.016	0.011	0.000	0.178	0.016
化	<i>Dyh_dum</i>	4297	0.421	0.000	0.000	1.000	0.494
进	<i>Dyh_n</i>	4297	1.560	1.000	1.000	5.000	0.746
程	<i>Dyh_entro</i>	4297	0.300	0.062	0.000	1.311	0.358
总	<i>Dyh_hhi</i>	4297	0.779	0.876	0.280	1.000	0.235
指	<i>Lev</i>	4297	0.446	0.458	0.050	1.143	0.206
数	<i>Size</i>	4297	21.636	21.501	19.237	25.317	1.069
高	<i>Grow</i>	4297	0.196	0.137	-0.607	4.773	0.425
	<i>Cflow</i>	4297	0.045	0.045	-0.180	0.261	0.072
	<i>Inv</i>	4297	0.061	0.045	0.000	0.268	0.054
市	<i>Cdumdiv</i>	4105	0.513	1.000	0.000	1.000	0.500
场	<i>Cpayout</i>	4105	0.015	0.011	0.000	0.154	0.014
化	<i>Dyh_dum</i>	4105	0.410	0.000	0.000	1.000	0.492
进	<i>Dyh_n</i>	4105	1.530	1.000	1.000	5.000	0.722
程	<i>Dyh_entro</i>	4105	0.286	0.059	0.000	1.311	0.347
总	<i>Dyh_hhi</i>	4105	0.788	0.882	0.280	1.000	0.230
指	<i>Lev</i>	4105	0.500	0.515	0.049	1.136	0.194
数	<i>Size</i>	4105	21.520	21.369	19.236	25.316	1.089
低	<i>Grow</i>	4105	0.232	0.160	-0.601	5.009	0.445
	<i>Cflow</i>	4105	0.051	0.048	-0.180	0.261	0.072
	<i>Inv</i>	4105	0.064	0.048	0.000	0.268	0.056

表 5-5 不同市场化进程下变量的差异性检验

<i>Var</i>	均值的差异性检验				中值的差异性检验	
	高	低	T值	P值	Z值	P值
<i>Cdumdiv</i>	0.6579	0.5125	13.67***	0.0000	13.53***	0.0000
<i>Cpayout</i>	0.0163	0.0146	3.79***	0.0002	2.59***	0.0096
<i>Dyh_dum</i>	0.4210	0.4105	0.98	0.3283	0.98	0.3283
<i>Dyh_n</i>	1.5597	1.5303	1.83*	0.0671	1.51	0.1321
<i>Dyh_entro</i>	0.2995	0.2858	1.78*	0.0744	1.30	0.1929
<i>Dyh_hhi</i>	0.7789	0.7878	-1.75*	0.0798	-1.49	0.1374
<i>Lev</i>	0.4461	0.5005	-12.43***	0.0000	-11.97***	0.0000
<i>Size</i>	21.6364	21.52	4.94***	0.0000	5.37***	0.0000
<i>Grow</i>	0.1960	0.2317	-3.76***	0.0002	-5.04***	0.0000
<i>Cflow</i>	0.0447	0.0509	-3.97***	0.0001	-3.77***	0.0002
<i>Inv</i>	0.0608	0.0640	-2.66***	0.0078	-2.64***	0.0083

注：均值差异为市场化进程较高地区的企业中变量均值减去市场化进程较低地区的企业中变量均值。均值检验为 t 检验。中值差异为市场化进程较高地区的企业中变量中值减去市场化进程较低地区的企业中变量中值。中值检验为 Wilcoxon 秩和检验。***、**、*分别表示 P<0.01、P<0.05、P<0.1。

5.2 多重共线性的检验

表 5-6 是以 2003-2012 年的数据为样本对所有变量进行的相关性分析。其中, Panel A 是对现金股利分配倾向的相关性分析, Panel B 是对现金股利分配水平的相关性分析。一般而言, 相关系数不低于 0.6, 我们认为两指标之间有着较突出的多重共线性问题。由表 5-6 数据可知, 除了多元化经营不同衡量指标之间的相关性系数大于 0.6, 其他变量之间的相关性系数远远小于 0.6, 说明各变量之间相关性关系比较弱, 多重共线性问题不突出。从对现金股利分配倾向进行相关性分析的各变量相关系数来看, 自变量多元化经营和控制变量均与被解释变量现金股利分配倾向显著相关。其中, 多元化经营数据与现金股利分配倾向在 1%水平下显著负相关, 这与假设 1 结果吻合, 表明多元化经营可能带来严重的代理冲突、交叉补贴以及管理层寻租等不良后果, 使得内部资本市场失去效用, 多元化企业代理问题更加严重, 加剧了企业持有现金的动机, 从而导致企业倾向于将现金股利留存企业。控制变量也都在 1%水平下显著相关, 说明控制变量的选用比较恰当。

从对现金股利分配水平进行相关性分析的各变量相关系数来看, 除了资产负债率外, 自变量多元化经营和控制变量均与被解释变量现金股利分配倾向显著相关。其中, 投资支出并不在现金股利分配水平控制变量之中, 所以其不显著相关对结果没有影响。多元化经营数据与现金股利分配水平在 5%水平下显著负相关, 这与假设 1 结果吻合, 也说明了代理问题严重的多元化经营企业倾向于发放较少的现金股利。控制变量也基本都在 1%水平下显著相关, 说明控制变量的选用比较恰当, 模型设计基本合理。此外, 不同自变量两两存在着显著的相关性, 可能会导致公式中不同变量存在多重共线性, 解决此问题之后, 多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平是否仍然显著负相关, 有待以后检验。

表 5-6 相关性分析

Panel A 现金股利分配倾向相关性分析

	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dyh_dum</i>	<i>Dyh_n</i>	<i>Dyh_entro</i>	<i>Dyh_hhi</i>	<i>Lev</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Inv</i>
<i>Cdumdiv</i>	1.00	-0.092 ***	-0.092***	-0.10***	0.10***	-0.24***	0.21 ***	0.12***	0.24***
<i>Dyh_dum</i>	-0.092***	1.00	0.97***	0.86***	-0.85***	0.086***	0.033***	-0.0072	-0.086***
<i>Dyh_n</i>	-0.087***	0.88***	1.00	0.89***	-0.87***	0.078***	0.034***	-0.012	-0.081***
<i>Dyh_entro</i>	-0.086***	0.92***	0.96***	1.00	-0.99***	0.13***	0.075***	-0.0057	-0.12***
<i>Dyh_hhi</i>	0.090***	-0.90***	-0.89***	-0.97***	1.00	-0.13***	-0.081***	0.0038	0.12***
<i>Lev</i>	-0.25***	0.092***	0.070***	0.084***	-0.11***	1.00	0.36***	0.35***	-0.16***
<i>Size</i>	0.22***	0.017	0.021*	0.029***	-0.049***	0.34***	1.00	0.092***	0.073***
<i>Grow</i>	0.030***	0.0031	-0.0067	-0.0012	-0.0008	0.057***	0.079***	1.00	0.14***
<i>Inv</i>	0.22***	-0.093***	-0.078***	-0.085***	0.10***	-0.13***	0.073***	0.051***	1.00

Panel B 现金股利分配水平相关性分析

	<i>Cpayout</i>	<i>Dyh_dum</i>	<i>Dyh_n</i>	<i>Dyh_entro</i>	<i>Dyh_hhi</i>	<i>Lev</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cflow</i>
<i>Cpayout</i>	1.00	-0.023	-0.025*	-0.020	0.018	-0.036**	0.10***	-0.14***	0.13***
<i>Dyh_dum</i>	-0.035**	1.00	0.98***	0.86***	-0.85***	0.10***	0.077***	0.011	-0.043***
<i>Dyh_n</i>	-0.035**	0.88***	1.00	0.87***	-0.86***	0.093***	0.075***	0.0063	-0.045***
<i>Dyh_entro</i>	-0.039***	0.92***	0.96***	1.00	-0.99***	0.15***	0.13***	0.0050	-0.050***
<i>Dyh_hhi</i>	0.040***	-0.90***	-0.89***	-0.97***	1.00	-0.16***	-0.13***	-0.0050	0.053***
<i>Lev</i>	0.021	0.092***	0.070***	0.084***	-0.11***	1.00	0.53***	0.10***	-0.13***
<i>Size</i>	0.14***	0.017	0.021*	0.029***	-0.049***	0.34***	1.00	0.061***	0.0081
<i>Grow</i>	-0.090***	0.0031	-0.0067	-0.0012	-0.0008	0.057***	0.079***	1.00	0.040***
<i>Cflow</i>	0.11***	-0.047***	-0.047***	-0.051***	0.057***	-0.13***	0.028**	0.045***	1.00

注：左下角为皮尔森相关系数分析，右上角为斯比尔曼相关系数分析。***表示在1%的显著性水平上显著，**表示在5%的显著性水平上显著，*表示在10%的显著性水平上显著。

5.3 多元回归分析

5.3.1 多元化经营与现金股利政策多元回归分析

表5-7是多元化经营与现金股利政策的回归结果。（1）-（4）是根据模型一多元化经营的四个衡量指标多元化哑变量（*Dyh_dum*）、经营单位数（*Dyh_n*）、收入熵指数（*Dyh_entro*）、赫芬德尔指数（*Dyh_hhi*）分别与现金股利分配倾向（*Cdumdiv*）的回归结果，（5）-（8）是依据模型二多元化经营的四个衡量变量分别与现金股利分配水平（*Cpayout*）的回归结果。由表5-7可知，在多元化经营变量对现金股利分配倾向的回归结果中，*Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro*的系数均在1%的显著性水平上显著为负，*Dyh_hhi*的系数在1%的显著性水平上显著为正，表明多元化经营企业的现金股利分配倾向较低，且多元化程度越高，现金股利分配倾向越低。在多元化经营变量对现金股利分配水平的回归结果中，*Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro*的系数均在1%的显著性水平上显著为负，*Dyh_hhi*的系数在1%的显著性水平上显著为正，表明多元化经营企业的现金股利分配水平较低，且多元化程度越高，现金股利分配水平越低，这与假设1相吻合。这是因为多元化经营可能带来严重的代理冲突、交叉补贴以及管理层寻租等不良后果，使得内部资本市场失去效用。因多元化企业组织结构更为复杂以及可能异化为控股股东掏空企业的一种渠道，多元化企业代理问题更加严重，加剧了企业持有现金的动机，从而导致现金股利发放减少或者不发放现金股利，过多的留存资金可能会使企业管理层进行过度投资等非理性行为。

除了投资支出与现金股利分配倾向的符号与预期相反之外，其他控制变量与现金股利分配倾向和分配水平的系数显著且符号均与预期相一致，表明这些控制变量均对现金股利政策具有重要影响。其中，企业规模与现金股利支付意愿和支付水平正相关，即规模大的企业更愿意派发现金股利且现金股利支付水平较高，因为规模大的企业经营成熟稳定，现金流也比较稳定，对外扩张的欲望不强烈，资金充裕，容易从外部获取资金，从而更倾向于多分配现金股利。而小企业一般处于成长初期，具有较强的扩张欲望，从

外部获得资金也较困难，从而不愿多分配现金股利使现金流流出企业。资产负债率与现金股利分配倾向和分配水平负相关，表明资产负债率高的企业不乐意派发现金股利，即使派发现金股利，派发水平也较低，资产负债率较高的企业偿债能力越弱，较多采用保守财务政策，倾向于将现金股利留存企业。投资机会与现金股利分配倾向和分配水平负相关，表明投资机会多的企业倾向于将现金股利留存企业，不倾向于分配现金股利或分配水平较低，一个理性企业的现金股利政策主要取决于将资金留存企业以求长期发展以及股东现有利益之间的利益权衡，即现金股利政策的制定要考虑到企业的投资机会，投资机会越多的快速发展企业，因这些企业为保持快速发展所需资金越多，从而倾向于将现金股利留存企业，以求得企业长远发展。投资支出与现金股利分配倾向正相关，这与预期并不相符。现金流与现金股利分配水平正相关，表明现金流多的企业支付现金股利水平较高，这是由于分配现金股利需要真实的现金，因而分配现金股利不仅需要企业具有可分配盈余，也需要企业存有较多现金，以保证企业正常生产经营，一般来说，现金流多的企业经营情况好，有能力多发放现金股利。

表 5-7 多元化经营与现金股利政策回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.235*** (-4.58)				-0.00118*** (-2.94)			
<i>Dyh_n</i>		-0.183*** (-5.28)				-0.000881*** (-3.20)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.360*** (-4.99)				-0.00195*** (-3.44)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.588*** (5.33)				0.00327*** (3.82)
<i>Lev</i>	-4.293*** (-27.18)	-4.306*** (-27.26)	-4.301*** (-27.22)	-4.296*** (-27.19)	-0.00642*** (-5.04)	-0.00649*** (-5.11)	-0.00643*** (-5.06)	-0.00639*** (-5.02)
<i>Size</i>	0.766*** (25.24)	0.767*** (25.28)	0.768*** (25.29)	0.771*** (25.35)	0.00316*** (15.04)	0.00317*** (15.08)	0.00317*** (15.09)	0.00318*** (15.15)
<i>Grow</i>	0.116* (1.93)	0.111* (1.85)	0.113* (1.89)	0.112* (1.88)	-0.00420*** (-7.72)	-0.00423*** (-7.77)	-0.00421*** (-7.75)	-0.00422*** (-7.76)
<i>Inv</i>	7.781*** (15.08)	7.811*** (15.13)	7.802*** (15.12)	7.762*** (15.03)				
<i>Cflow</i>					0.0167*** (5.94)	0.0166*** (5.92)	0.0166*** (5.90)	0.0165*** (5.86)
<i>_cons</i>	-15.10*** (-11.62)	-14.94*** (-11.50)	-15.14*** (-11.65)	-15.79*** (-12.07)	-0.0492*** (-3.50)	-0.0484*** (-3.44)	-0.0494*** (-3.51)	-0.0529*** (-3.75)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	8402	8402	8402	8402	4930	4930	4930	4930
<i>Adj_R²</i>	0.175	0.176	0.176	0.176	0.200	0.200	0.200	0.201
<i>Chi2/F</i>	1995.51	2002.46	1999.42	2003.15	69.42	69.53	69.64	69.83

注:括号中的数字为 t 检验值, *, **, ***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

5.3.2 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策多元回归分析

本文将总样本按照公司治理水平分高低两组，以公司治理水平是否大于或等于零作为分组标准，大于或等于零的归为高公司治理水平组，否则为低公司治理水平组，分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归，并对比分析两组回归结果。表 5-8 为按照公司治理水平分组之后的多元化经营与现金股利政策的回归结果，其中 Panel A 是高公司治理水平的回归结果，Panel B 是低公司治理水平的回归结果，（1）-（4）是根据模型一多元化经营与现金股利分配倾向（*Cdumdiv*）的回归结果，（5）-（8）是依据模型二多元化经营与现金股利分配水平（*Cpayout*）的回归结果。

由表 5-8 可知，公司治理水平高的企业有 4188 个，其中有约 60% 的企业分配现金股利，而公司治理水平低的企业有 4214 个，其中有约 57% 的企业分配现金股利，这表明了我国企业的公司治理机制还不完善，公司治理水平普遍偏低，公司治理水平高的企业分配现金股利的比例较大，相比之下，更倾向于分配现金股利，间接支持了假设 2。

对比两组中多元化经营与现金股利支付意愿回归的数据可知，在高低公司治理水平组中，多元化哑变量（*Dyh_dum*）、经营单位数（*Dyh_n*）以及收入熵指数（*Dyh_entro*）的回归系数均显著为负、赫芬德尔指数（*Dyh_hhi*）的回归系数显著为正，只是显著性水平有一定差异，因而我们对这两组的多元化经营回归系数做了差异性检验（见表 5-9）。由多元化经营回归系数差异性检验结果可知，无论是卡方值还是经验 P 值，都能说明两组的回归系数存在着显著差异。

结合表 5-8 和表 5-9，我们可以发现，与公司治理水平低的企业相比，公司治理水平高的企业多元化经营与现金股利分配倾向负相关性更弱，也就是说公司治理水平的提高，削弱了多元化与现金股利分配倾向负相关性，支持了假设 2。结合表 5-8 对比两组中多元化经营与现金股利分配水平回归的结果发现，在低公司治理水平组中，多元化哑变量、经营单位数以及收入熵指数的回归系数均显著为负、赫芬德尔指数的回归系数显著为正，而高公司治理水平组，多元化经营四个变量的回归系数都不显著，表明公司治理水平高的企业多元化经营与现金股利分配水平负相关性更弱，也就是说公司治理水平的提高，削弱了多元化与现金股利分配水平负相关性，同假设 2 相吻合。这是因为公司治理水平较好企业，能够通过抑制多元化企业产生的代理冲突而提高内部资本市场效率，因而，与公司治理较差的多元化企业相比，公司治理水平较高的多元化经营企业更倾向于发放现金股利或者多发放现金股利。反之，公司治理水平较差时，严重的代理问题会抑制多元化企业内部资本市场的积极作用，多元化经营企业更倾向于不发放现金股利或者少发放现金股利。除了投资支出与现金股利分配倾向的符号与预期相反之外，其他控制变量与现金股利分配倾向和分配水平的系数显著且符号均与预期相一致，表明这些控制变量均对现金股利政策具有重要影响。

表 5-8 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策回归结果

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

Panel A 高公司治理水平组回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.127* (-1.77)				-0.000379 (-0.73)			
<i>Dyh_n</i>		-0.209** (-2.08)				-0.000248 (-0.69)		
<i>Dyh_entro</i>			0.312** (2.01)				-0.000420 (-0.58)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.0163*** (3.58)				0.000534 (0.49)
<i>Lev</i>	-3.996*** (-17.70)	-4.007*** (-17.74)	-4.006*** (-17.73)	-4.005*** (-17.73)	-0.00531*** (-3.22)	-0.00535*** (-3.25)	-0.00535*** (-3.25)	-0.00536*** (-3.25)
<i>Size</i>	0.871*** (20.35)	0.871*** (20.35)	0.872*** (20.37)	0.873*** (20.39)	0.00253*** (8.33)	0.00253*** (8.33)	0.00253*** (8.32)	0.00253*** (8.31)
<i>Grow</i>	0.0388 (0.51)	0.0366 (0.48)	0.0379 (0.50)	0.0382 (0.50)	-0.00536*** (-6.89)	-0.00538*** (-6.91)	-0.00537*** (-6.89)	-0.00537*** (-6.89)
<i>Inv</i>	6.781*** (9.24)	6.773*** (9.22)	6.777*** (9.23)	6.761*** (9.20)				
<i>Cflow</i>					0.0162*** (4.72)	0.0162*** (4.72)	0.0162*** (4.72)	0.0162*** (4.72)
<i>_cons</i>	-16.22*** (-18.40)	-16.07*** (-18.16)	-16.22*** (-18.41)	-16.55*** (-18.63)	-0.0393*** (-2.96)	-0.0390*** (-2.95)	-0.0393*** (-2.96)	-0.0398*** (-2.98)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4188	4188	4188	4188	2508	2508	2508	2508
<i>Adj_R²</i>	0.178	0.179	0.178	0.178	0.153	0.153	0.153	0.153
<i>Chi2/F</i>	1023.80	1026.60	1024.99	1024.73	26.11	26.11	26.10	26.09

Panel B 低公司治理水平组回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.328*** (-4.37)				-0.00159** (-2.55)			
<i>Dyh_n</i>		-0.242*** (-4.74)				-0.00120*** (-2.86)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.490*** (-4.66)				-0.00286*** (-3.27)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.836*** (5.22)				0.00513*** (3.86)
<i>Lev</i>	-4.365*** (-19.37)	-4.374*** (-19.41)	-4.364*** (-19.37)	-4.355*** (-19.32)	-0.00681*** (-3.43)	-0.00690*** (-3.48)	-0.00686*** (-3.46)	-0.00685*** (-3.46)
<i>Size</i>	0.696*** (14.86)	0.698*** (14.92)	0.698*** (14.92)	0.706*** (15.02)	0.00355*** (11.22)	0.00355*** (11.24)	0.00355*** (11.23)	0.00356*** (11.27)
<i>Grow</i>	0.233** (1.98)	0.223** (1.92)	0.227** (1.95)	0.227** (1.95)	-0.00370*** (-3.01)	-0.00371*** (-3.02)	-0.00370*** (-3.01)	-0.00370*** (-3.01)

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

	(2.41)	(2.29)	(2.34)	(2.34)	(-4.79)	(-4.81)	(-4.80)	(-4.80)
<i>Inv</i>	7.628***	7.707***	7.687***	7.636***				
	(10.39)	(10.50)	(10.47)	(10.39)				
<i>Cflow</i>					0.0163***	0.0161***	0.0159***	0.0155***
					(3.58)	(3.54)	(3.50)	(3.41)
<i>_cons</i>	-13.68***	-13.48***	-13.73***	-14.71***	-0.0545***	-0.0532***	-0.0541***	-0.0591***
	(-8.91)	(-8.79)	(-8.94)	(-9.44)	(-8.17)	(-7.92)	(-8.13)	(-8.85)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4214	4214	4214	4214	2423	2423	2423	2423
<i>Adj_R²</i>	0.186	0.187	0.187	0.188	0.217	0.218	0.218	0.220
<i>Chi2/F</i>	1050.99	1054.47	1053.57	1059.10	40.50	40.63	40.82	41.13

注:括号中的数字为 t 检验值, *、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

表 5-9 多元化经营回归系数差异检验

		<i>Dyh_dum</i>	<i>Dyh_n</i>	<i>Dyh_entro</i>	<i>Dyh_hhi</i>
<i>Cdumdiv</i>	χ^2	3.77	3.13	3.70	5.60
	经验 P 值	0.0520*	0.0767*	0.0545*	0.0179**

注:回归系数差异性检验采用卡方检验。数值为高低公司治理水平下 *Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro*、*Dyh_hhi* 差异的卡方值以及经验 P 值。***、**、*分别表示 $P < 0.01$ 、 $P < 0.05$ 、 $P < 0.1$ 。

5.3.3 市场化进程、多元化经营与现金股利政策多元回归分析

本文将总样本按照市场化进程分高低两组,以市场化进程是否大于或等于其中值作为分组标准,大于或等于中值 8.76 的归为高市场化进程组,否则为低市场化进程组,分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归,并对比分析两组回归结果。表 5-10 为按照市场化进程之后的多元化经营与现金股利政策的回归结果,其中 Panel A 是高市场化进程的回归结果,Panel B 是低市场化进程的回归结果,(1) - (4) 是根据模型一多元化经营与现金股利分配倾向 (*Cdumdiv*) 的回归结果,(5) - (8) 是依据模型二多元化经营与现金股利分配水平 (*Cpayout*) 的回归结果。

由表 5-10 可知,在市场化进程高的企业之中,约有 66% 的企业分配现金股利,而在市场化进程低的企业之中,约有 51% 的企业分配现金股利,这表明了市场化进程高的企业分配现金股利的比例较大,相比之下,更倾向于分配现金股利,间接支持了假设 3。

对比两组中多元化经营与现金股利分配倾向回归的结果发现,在高低市场化进程组中,多元化哑变量 (*Dyh_dum*)、经营单位数 (*Dyh_n*) 以及收入熵指数 (*Dyh_entro*) 的回归系数均显著为负、赫芬德尔指数 (*Dyh_hhi*) 的回归系数显著为正,只是显著性水平有一定差异,因而我们对这两组的多元化经营回归系数做了差异性检验(见表 5-11)。由多元化经营回归系数差异性检验结果可知,除了赫芬德尔指数的回归系数差异不显著之外,其他三个指标无论是卡方值还是经验 P 值,都能说明两组的回归系数存在着显著差异。结合表 5-10 和表 5-11,我们可以发现,与市场化进程低的企业相比,市场化进程高的企业多元化经营与现金股利分配倾向负相关性更弱,也就是说市场化进程的推进,削弱了多元化经营与现金股利分配倾向的负相关性,支持了假设 3。

结合表 5-10 对比两组中多元化经营与现金股利分配水平回归的结果发现,在低市场化进程中,多元化哑变量的回归系数在 5%显著性水平上显著为负,经营单位数以及收入熵指数的回归系数均在 1%显著性水平上显著为负、赫芬德尔指数的回归系数在相同的水平上显著为正,而高市场化进程组,多元化哑变量和经营单位数的回归系数都不显著,只有收入熵指数和赫芬德尔指数在 10%显著性水平上显著,两组的回归系数差异还是比较显著的,表明市场化进程高的企业多元化经营与现金股利分配水平负相关性更弱,也就是说市场化进程的推进,削弱了多元化经营与现金股利分配水平负相关关系,与假设 3 相吻合。这可能由于外部治理环境的改善缓解了企业的融资约束,同时也降低了企业的代理成本,使得企业内部资本市场效率得到提高,其资金需求水平不断降低,企业没必要留存过多现金,从而随着市场化进程的推进,多元化经营企业会提高企业现金股利支付倾向和支付水平。除了投资支出与现金股利分配倾向的符号与预期相反之外,其他控制变量与现金股利分配倾向和分配水平的的系数显著且符号均与预期相一致,表明这些控制变量均对现金股利政策具有重要影响。

表 5-10 市场化进程、多元化经营与现金股利政策回归结果

Panel A 高市场化进程组回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.161** (-2.18)				-0.000677 (-1.33)			
<i>Dyh_n</i>		-0.129** (-2.56)				-0.000552 (-1.59)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.261** (-2.48)				-0.00118* (-1.66)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.466*** (2.92)				0.00193* (1.79)
<i>Lev</i>	-4.543*** (-19.31)	-4.552*** (-19.34)	-4.551*** (-19.34)	-4.548*** (-19.32)	-0.00579*** (-3.65)	-0.00584*** (-3.69)	-0.00580*** (-3.66)	-0.00578*** (-3.65)
<i>Size</i>	0.941*** (20.63)	0.942*** (20.65)	0.943*** (20.66)	0.945*** (20.69)	0.00274*** (10.33)	0.00275*** (10.36)	0.00275*** (10.37)	0.00276*** (10.39)
<i>Grow</i>	0.216*** (2.58)	0.215** (2.56)	0.215** (2.57)	0.216** (2.57)	-0.00479*** (-6.98)	-0.00481*** (-7.01)	-0.00480*** (-6.99)	-0.00479*** (-6.99)
<i>Inv</i>	8.583*** (12.03)	8.591*** (12.04)	8.583*** (12.03)	8.554*** (11.98)				
<i>Cflow</i>					0.0169*** (4.84)	0.0168*** (4.81)	0.0168*** (4.81)	0.0167*** (4.79)
<i>_cons</i>	-17.81*** (-19.31)	-17.68*** (-19.10)	-17.82*** (-19.33)	-18.30*** (-19.59)	-0.0412*** (-2.98)	-0.0407*** (-2.95)	-0.0413*** (-2.99)	-0.0434*** (-3.13)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4297	4297	4297	4297	2827	2827	2827	2827
<i>Adj_R²</i>	0.200	0.201	0.201	0.201	0.172	0.173	0.173	0.173
<i>Chi2/F</i>	1139.96	1141.74	1141.38	1143.73	33.68	33.73	33.75	33.78

Panel B 低市场化进程组回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>	<i>Cpayout</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.322*** (-4.38)				-0.00163** (-2.48)			
<i>Dyh_n</i>		-0.243*** (-5.03)				-0.00119*** (-2.62)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.478*** (-4.72)				-0.00270*** (-2.90)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.751*** (4.81)				0.00462*** (3.30)
<i>Lev</i>	-3.948*** (-17.97)	-3.968*** (-18.07)	-3.956*** (-18.01)	-3.949*** (-17.97)	-0.00760*** (-3.54)	-0.00766*** (-3.57)	-0.00759*** (-3.54)	-0.00748*** (-3.49)
<i>Size</i>	0.601*** (14.42)	0.604*** (14.49)	0.603*** (14.47)	0.607*** (14.53)	0.00370*** (10.67)	0.00371*** (10.69)	0.00371*** (10.72)	0.00372*** (10.74)
<i>Grow</i>	0.00593 (0.07)	-0.00273 (-0.03)	0.00178 (0.02)	0.00189 (0.02)	-0.00355*** (-3.99)	-0.00357*** (-4.01)	-0.00356*** (-4.00)	-0.00357*** (-4.02)
<i>Inv</i>	6.593*** (8.64)	6.663*** (8.73)	6.654*** (8.72)	6.603*** (8.65)				
<i>Cflow</i>					0.0152*** (3.23)	0.0154*** (3.25)	0.0152*** (3.21)	0.0150*** (3.17)
<i>_cons</i>	-11.77*** (-7.96)	-11.57*** (-7.83)	-11.80*** (-7.99)	-12.62*** (-8.44)	-0.0572*** (-8.07)	-0.0560*** (-7.85)	-0.0572*** (-8.09)	-0.0617*** (-8.69)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4105	4105	4105	4105	2104	2104	2104	2104
<i>Adj_R²</i>	0.145	0.146	0.145	0.145	0.223	0.224	0.224	0.225
<i>Chi2/F</i>	797.56	803.54	800.59	801.49	36.59	36.65	36.77	36.95

注:括号中的数字为 t 检验值, *、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

表 5-11 多元化经营回归系数差异检验

		<i>Dyh_dum</i>	<i>Dyh_n</i>	<i>Dyh_entro</i>	<i>Dyh_hhi</i>
<i>Cdumdiv</i>	χ^2	2.80	3.41	2.71	2.66
	经验 P 值	0.0941*	0.0646*	0.0997*	0.1026

注:回归系数差异性检验采用卡方检验。数值为高低市场化进程下 *Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro*、*Dyh_hhi* 差异的卡方值以及经验 P 值。***、**、*分别表示 P<0.01、P<0.05、P<0.1。

5.4 基于企业价值的进一步检验

本文已实证检验了多元化经营与现金股利政策之间的关系,但是我们还未知多元化经营、现金股利政策对企业价值的影响。因此,下文按是否多元化经营分组,进一步检验现金股利政策对企业价值的影响。模型三(见公式 5-1)为验证多元化与专业化经营企业的现金股利政策对企业价值影响的模型。我们用托宾 Q 值来代表企业价值, *Div* 表示企业的现金股利政策,包含现金股利分配倾向和分配水平两个指标, *Cash* 代表企业的现金持有比例,由现金及现金等价物除以扣除现金及现金等价物的总资产计

算所得，其他控制变量说明见表 2。

$$TobinQ_t = \beta_0 + \beta_1 Div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Grow_t + \beta_4 Lev_t + \beta_5 Cflow_t + \beta_6 Cash_t + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_t \quad (5-1)$$

表 5-12 为基于现金股利价值的进一步检验结果。因企业价值指标存在缺失值，因而本表样本数与前文有所差异，比前文表中数据要少一些。由表可知，现金股利支付的意愿和水平与企业价值是显著正相关的，与专业化经营企业相比，多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关关系更强，即派发现金股利可以提升企业价值，且分配现金股利对企业价值的提升效果在多元化经营企业更为显著。这是由于派发现金股利可以削减代理成本，企业多分配现金股利，缩减了企业管理层谋取个人利益的渠道，有效抑制了企业的代理冲突问题。与专业化企业比，多元化经营企业因企业组织结构更加冗长复杂，股东与管理层、大小股东之间的代理问题更为严重，分配现金股利更能够抑制企业代理冲突、管理层寻租以及交叉补贴等问题，从而分配现金股利对企业价值的提升效果在多元化企业中更明显，因而与专业化经营企业相比，多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关关系更强。控制变量的符号与预期基本一致。

表 5-12 基于现金股利价值的进一步检验

	总体		多元化经营		专业化经营	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Tobin'Q</i>	<i>Tobin'Q</i>	<i>Tobin'Q</i>	<i>Tobin'Q</i>	<i>Tobin'Q</i>	<i>Tobin'Q</i>
<i>Cdumdiv</i>	0.0162*** (4.33)		0.0199*** (3.93)		0.0104* (1.92)	
<i>Cpayout</i>		0.0532*** (2.96)		0.0645** (2.32)		0.041 (1.05)
<i>Size</i>	-0.0126*** (-6.41)	-0.00918*** (-3.34)	-0.0189*** (-6.60)	-0.0126*** (-2.93)	-0.00789*** (-2.90)	-0.00724** (-2.00)
<i>Grow</i>	0.00527 (1.32)	0.0127** (2.09)	0.00527 (0.94)	0.0135 (1.38)	0.00345 (0.62)	0.0110 (1.42)
<i>Lev</i>	0.429*** (39.52)	0.376*** (22.66)	0.453*** (30.21)	0.383*** (15.94)	0.411*** (26.57)	0.376*** (16.58)
<i>Cflow</i>	-0.0176 (-0.71)	-0.0672* (-1.86)	-0.0109 (-0.31)	-0.0339 (-0.65)	-0.0484 (-1.37)	-0.102** (-2.05)
<i>Cash</i>	0.0388*** (6.82)	0.0265*** (3.71)	0.0369*** (3.51)	0.0170 (1.32)	0.0373*** (5.37)	0.0304*** (3.47)
<i>_cons</i>	0.823*** (19.88)	0.758*** (13.27)	0.942*** (15.82)	0.853*** (9.43)	0.727*** (13.08)	0.725*** (9.65)
<i>Year/Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7023	4065	2972	1552	4051	2513
<i>Adj_R²</i>	0.435	0.342	0.508	0.415	0.400	0.314
<i>F</i>	301.5	125.5	181.5	65.72	150.8	68.67

注:括号中的数字为 t 检验值，*、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

5.5 稳健性检验

前面实证检验中，样本数据剔除了在研究区间数据间断的企业，将异常值按1%~99%水平实行 Winsorize 处理，从这点出发，我们认为结果具有一定的稳健性。本文的实证结果是否稳健，是否会因样本区间的改变而改变，是否会因指标的不同而不同呢？为了检验本文结果是否稳健，我们主要通过变更样本以及替换指标的方法来进行稳健性检验。（1）因为本文的研究期间跨股权分置改革期间，为了排除股权分置改革前后现金股利数据的差异给本文结果带来的影响，又对股权分置改革后 2008-2012 年样本进行回归。（2）前文我们以现金股利股息率作为现金股利分配水平的衡量指标，我们以每股现金股利 (*Dividend*) 替代现金股利股息率 (*Cpayout*) 作为现金股利分配水平的衡量指标做稳健性检验。（3）前文以市场化进程总指数作为市场化进程的衡量指标，这里以政府干预指数 (*Gov*) 替代市场化进程总指数 (*Market*) 作为市场化进程的衡量指标做稳健性检验。具体稳健性检验回归结果见表 5-13、表 5-14 以及表 5-15。

表 5-13 是多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的稳健性检验，表中数据是以 2008-2012 年为样本区间，以每股现金股利为现金股利分配水平的衡量指标的结果。与前文相一致，（1）-（4）是根据模型一多元化经营的四个衡量指标多元化哑变量、经营单位数、收入熵指数、赫芬德尔指数分别与现金股利分配倾向的回归结果，（5）-（8）是依据模型二多元化经营的四个衡量变量分别与现金股利分配水平每股现金股利 (*Dividend*) 的回归结果。由表 5-13 可知，在多元化经营变量对现金股利分配倾向的回归结果中，*Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro* 的系数均在 1% 的显著性水平上显著为负，*Dyh_hhi* 的系数在 1% 的显著性水平上显著为正，表明多元化经营企业的现金股利分配倾向较低，且多元化程度越高，现金股利分配倾向越低。在多元化经营变量对现金股利分配水平的回归结果中，*Dyh_dum*、*Dyh_n*、*Dyh_entro* 的系数均在 1% 的显著性水平上显著为负，*Dyh_hhi* 的系数在 1% 的显著性水平上显著为正，表明多元化经营企业的现金股利分配水平较低，且多元化程度越高，现金股利分配水平越低，这与前文实证结果相吻合。检验结果中多元化经营变量以及控制变量的符号以及显著性水平与前文结果基本没有差异，说明本文的回归结果比较稳健。

表 5-13 多元化经营与现金股利政策稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.211*** (-3.27)				-0.0138*** (-2.71)			
<i>Dyh_n</i>		-0.169*** (-3.84)				-0.00924*** (-2.63)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.326*** (-3.59)				-0.0205*** (-2.87)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.546*** (3.96)				0.0377*** (3.51)

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

<i>Lev</i>	-4.481*** (-23.08)	-4.492*** (-23.13)	-4.489*** (-23.12)	-4.485*** (-23.09)	-0.222*** (-13.98)	-0.223*** (-14.06)	-0.223*** (-14.02)	-0.222*** (-14.00)
<i>Size</i>	0.748*** (20.46)	0.750*** (20.50)	0.750*** (20.51)	0.754*** (20.56)	0.0313*** (11.89)	0.0314*** (11.91)	0.0314*** (11.93)	0.0317*** (12.01)
<i>Grow</i>	-0.0689 (-0.94)	-0.0720 (-0.98)	-0.0711 (-0.97)	-0.0721 (-0.98)	0.00676 (0.93)	0.00650 (0.89)	0.00666 (0.91)	0.00656 (0.90)
<i>Inv</i>	6.394*** (9.94)	6.407*** (9.96)	6.405*** (9.96)	6.363*** (9.89)				
<i>Cflow</i>					0.387*** (11.13)	0.387*** (11.13)	0.386*** (11.11)	0.384*** (11.07)
<i>_cons</i>	-14.46*** (-10.20)	-14.31*** (-10.11)	-14.49*** (-10.23)	-15.11*** (-10.56)	-0.494*** (-3.31)	-0.486*** (-3.25)	-0.496*** (-3.32)	-0.539*** (-3.59)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5532	5532	5532	5532	3453	3453	3453	3453
<i>Adj_R²</i>	0.167	0.167	0.167	0.167	0.116	0.116	0.116	0.117
<i>Chi2/F</i>	1220.93	1224.93	1223.13	1225.87	33.33	33.29	33.40	33.73

注:括号中的数字为 t 检验值, *、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

与前文做法一致, 此处将总样本按照公司治理水平分高低两组, 分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归, 并对比分析两组回归结果。表 5-14 为按照公司治理水平分组之后的多元化经营与现金股利政策稳健性检验的回归结果, 以 2008-2012 为研究区间, 每股现金股利为现金股利分配水平的衡量指标, 其中 Panel A 是高公司治理水平的回归结果, Panel B 是低公司治理水平的回归结果, (1) - (4) 是根据模型一多元化经营与现金股利分配倾向 (*Cdumdiv*) 的回归结果, (5) - (8) 是依据模型二多元化经营与现金股利分配水平 (*Dividend*) 的回归结果。

由表 5-14 可知, 公司治理水平高的企业约有 65% 的企业分配现金股利, 而公司治理水平低的企业约有 59% 的企业分配现金股利, 这表明了我国企业的公司治理机制还不完善, 公司治理水平普遍偏低, 公司治理水平高的企业分配现金股利的比例较大, 相比之下, 更倾向于分配现金股利, 这与前文结果一致。对比两组中多元化经营与现金股利分配倾向的回归系数可知, 在低公司治理水平组中, 多元化哑变量 (*Dyh_dum*)、经营单位数 (*Dyh_n*) 以及收入熵指数 (*Dyh_entro*) 的回归系数均在 1% 显著性水平上显著为负、赫芬德尔指数 (*Dyh_hhi*) 的回归系数在 1% 显著性水平上显著为正, 而在高公司治理水平组虽然符号没发生改变但是都不显著。表明与公司治理水平低的企业相比, 公司治理水平高的企业多元化经营与现金股利分配倾向负相关性更弱, 也就是说公司治理水平的提高, 削弱了多元化经营与现金股利分配倾向负相关关系, 与前文结果基本一致, 支持假设 2。

结合表 5-14 对比两组中多元化经营与现金股利分配水平回归的结果发现, 在低公司治理水平组中, 多元化哑变量、经营单位数以及收入熵指数的回归系数均显著为负、赫芬德尔指数的回归系数显著为正, 而高公司治理水平组, 多元化经营四个变量的回归系数虽然符号一致都不显著, 表明公司治理水平高的企业多元化经营与现金股利分

配水平负相关性更弱，也就是说公司治理水平的提高，削弱了多元化经营与现金股利分配水平负相关关系，与前文结果基本一致，支持假设 2。因此，公司治理水平、多元化经营与现金股利政策的回归结果是稳健的。

表 5-14 公司治理水平、多元化经营与现金股利政策稳健性检验

Panel A 高公司治理水平组

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.0832 (-0.86)				-0.00693 (-1.06)			
<i>Dyh_n</i>		-0.0761 (-1.16)				-0.00272 (-0.59)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.143 (-1.05)				-0.00757 (-0.82)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.248 (1.19)				0.0169 (1.22)
<i>Lev</i>	-4.583*** (-17.58)	-4.594*** (-17.62)	-4.585*** (-17.59)	-4.575*** (-17.54)	-0.241*** (-11.66)	-0.242*** (-11.73)	-0.241*** (-11.70)	-0.241*** (-11.66)
<i>Size</i>	0.662*** (12.50)	0.666*** (12.57)	0.664*** (12.55)	0.669*** (12.61)	0.0308*** (8.15)	0.0307*** (8.11)	0.0308*** (8.13)	0.0309*** (8.17)
<i>Grow</i>	0.150 (1.26)	0.142 (1.20)	0.144 (1.21)	0.142 (1.20)	0.00730 (0.72)	0.00700 (0.69)	0.00713 (0.70)	0.00717 (0.70)
<i>Inv</i>	6.414*** (7.54)	6.449*** (7.58)	6.446*** (7.58)	6.401*** (7.52)				
<i>Cflow</i>					0.275*** (6.32)	0.275*** (6.32)	0.275*** (6.32)	0.274*** (6.30)
<i>_cons</i>	-12.83*** (-8.00)	-12.69*** (-7.92)	-12.89*** (-8.03)	-13.67*** (-8.38)	-0.473*** (-3.08)	-0.469*** (-3.06)	-0.473*** (-3.08)	-0.493*** (-3.19)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3167	3167	3167	3167	2065	2065	2065	2065
<i>Adj_R²</i>	0.189	0.188	0.188	0.188	0.124	0.124	0.124	0.124
<i>Chi2/F</i>	602.30	602.91	602.67	602.99	21.90	21.88	21.88	21.89

Panel B 低公司治理水平组

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.276*** (-3.14)				-0.0183** (-2.28)			
<i>Dyh_n</i>		-0.220*** (-3.60)				-0.0142*** (-2.62)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.417*** (-3.36)				-0.0310*** (-2.77)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.702*** (3.74)				0.0552*** (3.25)

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

<i>Lev</i>	-4.013*** (-13.56)	-4.018*** (-13.57)	-4.019*** (-13.58)	-4.021*** (-13.58)	-0.187*** (-7.44)	-0.188*** (-7.47)	-0.188*** (-7.48)	-0.189*** (-7.52)
<i>Size</i>	0.908*** (16.52)	0.908*** (16.52)	0.909*** (16.53)	0.910*** (16.54)	0.0332*** (8.29)	0.0331*** (8.27)	0.0331*** (8.30)	0.0334*** (8.38)
<i>Grow</i>	-0.237** (-2.42)	-0.237** (-2.42)	-0.236** (-2.42)	-0.237** (-2.42)	-0.00250 (-0.24)	-0.00255 (-0.24)	-0.00251 (-0.24)	-0.00261 (-0.25)
<i>Inv</i>	5.334*** (5.26)	5.323*** (5.25)	5.324*** (5.25)	5.298*** (5.22)				
<i>Cflow</i>					0.568*** (9.92)	0.568*** (9.93)	0.566*** (9.90)	0.563*** (9.84)
<i>_cons</i>	-17.14*** (-15.17)	-17.04*** (-15.00)	-17.14*** (-15.17)	-17.40*** (-15.21)	-0.559*** (-6.60)	-0.541*** (-6.34)	-0.556*** (-6.56)	-0.614*** (-7.19)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2365	2365	2365	2365	1388	1388	1388	1388
<i>Adj_R²</i>	0.164	0.164	0.164	0.165	0.158	0.159	0.159	0.161
<i>Chi2/F</i>	669.05	672.11	670.42	673.09	20.99	21.15	21.22	21.48

注:括号中的数字为 t 检验值, *、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

与前文相一致, 此处将总样本按照市场化进程分高低两组, 分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归, 并对比分析两组回归结果。表 5-15 为按照市场化进程分组之后多元化经营和现金股利政策稳健性检验的回归结果, 将 2008-2012 作为研究区间, 每股现金股利为现金股利股息率的替代变量, 政府干预指数为市场化进程的衡量指标, 其中 Panel A 是高市场化进程的回归结果, Panel B 是低市场化进程的回归结果, (1) - (4) 是根据模型一多元化经营与现金股利分配倾向 (*Cdumdiv*) 的回归结果, (5) - (8) 是依据模型二多元化经营与现金股利分配水平 (*Dividend*) 的回归结果。

对比表 5-15 两组中多元化经营与现金股利分配倾向回归的结果发现, 在低市场化进程组中, 多元化哑变量 (*Dyh_dum*)、经营单位数 (*Dyh_n*) 以及收入熵指数 (*Dyh_entro*) 的回归系数均显著为负、赫芬德尔指数 (*Dyh_hhi*) 的回归系数显著为正, 而高市场化进程组, 多元化经营四个变量除了赫芬德尔指数的回归系数显著为正之外, 其他多元化经营变量的回归系数均符号一致但都不显著, 表明与市场化进程低的企业相比, 市场化进程高的企业多元化经营与现金股利分配倾向负相关性更弱, 也就是说市场化进程的推进, 削弱了多元化经营与现金股利分配倾向的负相关性, 与前文实证结果一致, 支持了假设 3。

结合表 5-15 对比两组中多元化经营与现金股利分配水平回归的结果发现, 在低市场化进程中, 多元化哑变量、经营单位数以及收入熵指数的回归系数显著为负、赫芬德尔指数的回归系数显著为正, 而高市场化进程组, 多元化经营变量的回归系数符号一致但不显著, 高低组的回归系数差异还是较为显著的, 表明市场化进程高的企业多元化经营与现金股利分配水平负相关性更弱, 也就是说市场化进程的推进, 削弱了多元化经营与现金股利分配水平负相关关系, 与前文回归结果一致, 支持了假设 3。因

此，市场化进程、多元化经营与现金股利政策的回归结果是稳健的。

表 5-15 市场化进程、多元化经营与现金股利政策稳健性检验

Panel A 高市场化进程组

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.0377 (-0.36)				-0.000130 (-0.23)			
<i>Dyh_n</i>		-0.0239 (-0.33)				-0.000277 (-0.71)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.0545 (-0.37)				-0.000717 (-0.90)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.167 (0.75)				0.00137 (1.14)
<i>Lev</i>	-4.908*** (-14.93)	-4.911*** (-14.95)	-4.911*** (-14.95)	-4.910*** (-14.95)	-0.00613*** (-3.52)	-0.00610*** (-3.50)	-0.00607*** (-3.48)	-0.00604*** (-3.47)
<i>Size</i>	0.975*** (15.97)	0.975*** (15.97)	0.975*** (15.97)	0.977*** (15.97)	0.00268*** (9.15)	0.00269*** (9.18)	0.00270*** (9.20)	0.00271*** (9.22)
<i>Grow</i>	-0.109 (-0.94)	-0.109 (-0.94)	-0.109 (-0.94)	-0.108 (-0.93)	-0.00532*** (-6.83)	-0.00533*** (-6.84)	-0.00533*** (-6.84)	-0.00533*** (-6.85)
<i>Inv</i>	7.802*** (7.88)	7.809*** (7.90)	7.806*** (7.89)	7.777*** (7.86)				
<i>Cflow</i>					0.0182*** (4.81)	0.0181*** (4.79)	0.0181*** (4.79)	0.0180*** (4.77)
<i>_cons</i>	-18.75*** (-15.25)	-18.73*** (-15.20)	-18.75*** (-15.27)	-18.93*** (-15.15)	-0.0382*** (-2.77)	-0.0382*** (-2.77)	-0.0385*** (-2.80)	-0.0401*** (-2.89)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3376	3376	3376	3376	2300	2300	2300	2300
<i>Adj_R²</i>	0.208	0.208	0.208	0.208	0.150	0.150	0.150	0.150
<i>Chi2/F</i>	619.40	619.38	619.41	619.84	29.98	30.02	30.04	30.09

Panel B 低市场化进程组

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Cdumdiv</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Dyh_dum</i>	-0.328*** (-3.92)				-0.0154* (-1.79)			
<i>Dyh_n</i>		-0.265*** (-4.71)				-0.0128** (-2.20)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.511*** (-4.38)				-0.0249** (-2.10)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.817*** (4.57)				0.0400** (2.24)
<i>Lev</i>	-4.008*** (-16.18)	-4.018*** (-16.21)	-4.012*** (-16.19)	-4.006*** (-16.16)	-0.225*** (-8.02)	-0.225*** (-8.07)	-0.225*** (-8.07)	-0.225*** (-8.06)
<i>Size</i>	0.590***	0.594***	0.593***	0.597***	0.0335***	0.0336***	0.0337***	0.0339***

上市公司多元化经营与现金股利政策研究

	(12.53)	(12.60)	(12.59)	(12.65)	(7.47)	(7.49)	(7.51)	(7.55)
<i>Grow</i>	-0.0374	-0.0439	-0.0412	-0.0431	0.00575	0.00560	0.00570	0.00558
	(-0.39)	(-0.45)	(-0.43)	(-0.45)	(0.43)	(0.42)	(0.43)	(0.42)
<i>Inv</i>	5.637***	5.655***	5.657***	5.607***				
	(6.47)	(6.49)	(6.49)	(6.43)				
<i>Cflow</i>					0.498***	0.500***	0.498***	0.496***
					(8.08)	(8.11)	(8.08)	(8.06)
<i>_cons</i>	-11.38***	-11.16***	-11.43***	-12.32***	-0.520***	-0.506***	-0.521***	-0.564***
	(-7.44)	(-7.31)	(-7.47)	(-7.94)	(-5.67)	(-5.50)	(-5.70)	(-6.07)
<i>Ind/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2156	2156	2156	2156	1153	1153	1153	1153
<i>Adj_R²</i>	0.136	0.138	0.137	0.138	0.140	0.142	0.141	0.142
<i>Chi2/F</i>	576.03	582.71	579.81	581.47	15.48	15.63	15.59	15.65

注:括号中的数字为 t 检验值, *、**、***各代表显著性水平为 0.1、0.05、0.01。

第六章 研究结论、启示与不足

6.1 研究结论

本文采用 2003 至 2012 年全部 A 股数据作为数据样本,对于现金股利分配倾向和分配水平分别采用了 Logistic 和 OLS 模型进行回归,探讨了多元化经营与现金股利政策间的关系,并结合公司治理水平和市场化进程,深入研究多元化经营与现金股利政策之间的关系,且基于现金股利价值进行了进一步检验。实证结果表明:

(1) 多元化经营会对企业的现金股利政策产生重要影响。实证结果表明,多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平负相关,也就是说,多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平较低,且多元化程度越高,现金股利分配倾向和分配水平越低。多元化经营可能带来严重的代理冲突、交叉补贴以及管理层寻租等不良后果,使得内部资本市场失去效用。因多元化企业组织结构更为复杂以及可能异化为控股股东掏空企业的一种渠道,多元化企业代理问题更加严重,加剧了企业持有现金的动机,从而导致现金股利发放减少或者不发放现金股利,过多的留存资金可能会使企业管理层进行过度投资等非理性行为。研究结论验证了多元化经营是影响企业现金股利政策的重要因素,支持了代理成本理论,说明我国内部资本市场效率较低,其优势还未尽数展现,且企业的代理冲突较为严重。

(2) 本文将总样本以公司治理水平是否大于或等于零作为分组标准将公司治理水平分高低两组,分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归,并对比分析两组回归结果。结果发现,公司治理水平会影响多元化经营对现金股利政策的作用程度,公司治理水平的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系。公司治理水平较高的企业能够通过抑制多元化企业产生的代理冲突而提高内部资本市场的资本配置效率,因而相对于公司治理水平较低的多元化企业,公司治理水平较高的多元化经营企业更倾向于发放现金股利或者多发放现金股利。

(3) 本文将总样本以市场化进程是否大于或等于其中值作为分组标准将市场化进程分高低两组,分别对两组数据进行多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平回归,并对比分析两组回归结果。实证结果表明,市场化进程会影响多元化经营对现金股利政策的作用程度,市场化进程的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系。外部治理环境的改善缓解了企业的融资约束,同时也降低了企业的代理成本,使得企业内部资本市场效率得到提高,其资金需求水平不断降低,企业没必要留存过多现金,从而随着市场化进程的推进,多元化经营企业会提高企业现金股利支付倾向和支付水平。

(4) 基于现金股利价值的进一步检验结果表明,现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关,与专业化经营企业相比,多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关关系更强。派发现金股利可以削减代理成本,提升企业价值,从而现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关。与专业化企业比,多元化经营

企业代理问题更为严重，分配现金股利更能够减少了管理层谋取私利的资金来源以及有效抑制企业代理冲突、管理层寻租以及交叉补贴等问题，从而分配现金股利对企业价值的提升效果在多元化企业中更明显，因而企业多元化经营增强了现金股利与企业价值的正相关关系。

6.2 研究启示

本文给我们的启示：在理论方面，考察企业现金股利政策影响因素的时候，不仅要顾及公司治理、财务特征以及制度背景等方面因素，也要考虑到企业多元化经营这一经营行为因素。此外，较好的公司治理以及市场化进程，不仅可以削弱企业的融资约束，还可以抑制多元化企业带来的代理冲突以实现内部资本市场效率的提升。因而，基于不同的公司治理水平和市场化进程，深入考察多元化经营与现金股利政策之间的关系，有利于全面掌握了解现金股利发放问题和现金股利理论。

在实践方面启示主要有以下三个方面：

首先，我们应全面把握多元化经营企业内部资本市场内源融资的优势，提高资金使用效用以及内部资本市场效率。企业采用多元化经营战略的成与败取决于企业内部资本市场效率的高与低，从而，多元化经营的企业更应该确定企业的经营战略目标，合理安排企业的层级结构，充分利用内部资本市场所具有的内部融资、优化配置资金的优势，健全企业的监督和激励机制，严格防范经理的寻租、非效率投资以及不同部门之间损害企业综合利益的交叉补贴等不良经济行为。

其次，注重加强多元化企业的公司治理，优化企业的组织结构和股权结构，健全激励监督机制，防止管理层寻租、过度投资以谋取私利等非理性行为，保护中小股东的利益，防止大股东掏空企业，进而缓解企业的代理冲突，实现企业价值的提高。一方面，充分调动企业大股东监督管理层的积极作用，建立健全对于企业管理层的监督激励机制，比如实行管理层持股、按企业的长期绩效发放经理薪金，有效防范“内部人控制”、管理层寻租以及过度投资等不良经济行为，以达到缓解代理冲突和实现企业价值最大化的目的。另一方面，完善企业股权结构，分散企业股权以实现股权制衡，以防止大股东利用自己在董事会中的特权，以发放现金股利、关联交易、资产转移等方式掏空企业损害中小股东以及企业的利益。

最后，健全完善现金股利政策相关法律法规，加强债权人以及中小股东保护力度。健全维护中小股东利益以及债权人利益的法律法规，强化市场监管制度，以法律的强制手段防止管理层和大股东做出损害企业利益的自利行为。国内外学者的研究充分说明了要想保护中小股东以及债权人的利益，法律这种强制手段是必不可少且行之有效的，而中国作为债权人和中小股东法律保护较弱的转轨经济国家，更需要健全完善投资者和债权人法律保护体系，大大提高管理层和股东谋取私利的代价，促使管理层和股东对企业做出更有利的决策。此外，还可以通过法律的手段强制企业加大企业重要信息的披露力度、广度和深度，将企业经营状况置于广大投资者的监督之下。

6.3 研究不足

本文采用 2003 至 2012 年全部 A 股数据作为研究样本，经过繁琐复杂的手工数据收集与处理分析，探讨了多元化经营对现金股利政策的影响，并结合公司治理水平和市场化进程，深入探讨两者关系，并基于现金股利价值进行了进一步检验，具有重要的理论和实践意义。但是由于作者的研究能力、数据的获取和研究方法有限，文中的研究不足之处如下：

首先，由于作者的研究能力和理论分析水平有限，理论分析的逻辑性、准确性以及全面性以及语言表达的准确性存在一定不足。

其次，文中关键变量的度量方法有一定不足，所采用的指标是否合理有待以后考验。由于市场化进程数据仅到 2009 年，文中关于 2010 到 2012 年市场化进程指数采用的 2009 年的数据来衡量，虽然方法简单但数据不够精准，存在一定弊端。公司治理水平采用主成分分析法来衡量，虽然相对于其他常用方法较为合适，但降维之下的数据并不能全面精确的反映企业公司治理整体水平。

再者，本文样本区间为 2003-2012，跨越 2008 年金融危机时期，由于篇幅有限，金融危机的出现是否会影响到本文的研究结果有待后续检验。

最后，本文未对不同的多元化经营类型对现金股利政策的影响进行深入探究，由于信息披露不够完整，多元化经营数据尚未给出，数据收集繁琐复杂且工作量较大，作者的数据处理能力有限，因而少数数据可能存在这一定的偏差，有待以后进一步完善。

参考文献

- [1] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2): 81-91.
- [2] 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.
- [3] 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.
- [4] 党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究[J]. 会计研究, 2008(6): 63-71.
- [5] 邓可斌, 丁重. 多元化战略与资本结构之间关系探析[J]. 管理学报, 2010(7): 1075-1084.
- [6] 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(3): 1015-1038.
- [7] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [8] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7): 63-69.
- [9] 方军雄. 市场化进程与资本配置效率的改善[J]. 经济研究, 2006(5): 50-60.
- [10] 冯慧群, 马连福. 董事会特征、CEO 权力与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理评论, 2013(11): 123-132.
- [11] 龚光明, 龙立. 股利支付水平、股利稳定性与企业价值——来自我国 A 股市场的经验证据[J]. 财会通讯, 2009(27): 3-5.
- [12] 郝旭光. 多元化经营的几个问题[J]. 管理世界, 2000(2): 82-85.
- [13] 何静. 我国上市公司现金股利与公司价值关系的实证研究——基于代理理论的视角[D]. 成都: 西南财经大学, 2009.
- [14] 何涛, 陈晓. 现金股利能否提高企业的市场价值[J]. 金融研究, 2002(8): 26-37.
- [15] 黄海波, 李树苗. 公司治理与多元化经营[J]. 经济与管理研究, 2007(6): 70-76.
- [16] 黄兴李, 林燕, 沈维涛. 宏观经济状况会影响公司现金股利政策吗?[J]. 财政研究, 2014(6): 61-65.
- [17] 霍晓萍. 股利政策影响因素研究述评与展望[J]. 经济与管理研究, 2012(8): 82-89.
- [18] 贾量定, 张君君, 钱海燕, 崔荣军, 陈永霞. 企业多元化的动机、时机和产业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J]. 管理世界, 2005(8): 94-104.
- [19] 姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济, 2009(10): 46-59.
- [20] 金晓斌, 陈代云, 路颖, 联蒙珂. 公司特质、市场激励与上市公司多元化经营[J]. 经济研究, 2002(9): 67-73.
- [21] 匡宁. 我国上市公司股利政策与企业价值关系的研究[D]. 哈尔滨: 哈尔滨工业大学, 2011.
- [22] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为——来自中国 A 股公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007(7): 120-128.
- [23] 李占雷, 吴斯. 中小上市公司治理结构与股利分配研究[J]. 商业研究, 2011(2): 7-12.

- [24] 廖理, 方芳. 管理层持股、股利政策和上市公司代理成本[J]. 统计研究, 2004(12): 27-30.
- [25] 林晓辉, 刘湘政. 公司治理结构与多元化经营[J]. 税务与经济, 2008(2): 23-29.
- [26] 刘星, 李豫湘. 灰色关联度评价法在股利政策相关因素分析中的应用[J]. 系统工程理论与实践, 1998(9): 78-81; 130-131.
- [27] 刘冀生. 企业经营战略[M]. 北京: 清华大学出版社, 1995.
- [28] 刘志强, 余桂明. 投资者法律保护、产品市场竞争与现金股利支付力度[J]. 管理学报, 2009(8): 1090-1103.
- [29] 陆贤伟, 王建琼. 公司治理与现金股利相关性研究[J]. 金融评论, 2011(5): 91-98.
- [30] 吕长江, 王克敏. 上市公司股利政策的实证分析[J]. 经济研究, 1999(12): 31-39.
- [31] 吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机[J]. 南开管理评论, 2005(3): 9-17.
- [32] 乔纳森·伯克(Jonathan Berk), 彼得·德马佐(Peter DeMarzo). 公司理财(姜英兵改编)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2009, 378-380.
- [33] 靳庆鲁, 原红旗. 公司治理与股改对价的确定[J]. 经济学(季刊), 2008(1): 249-270.
- [34] 沈华珊, 叶护华. 股利政策与中小投资者利益损害问题[J]. 证券市场导报, 2002(9): 44-48.
- [35] 申丽静, 陈良华, 洪梅. 公司治理视角下上市公司股利政策的实证分析[J]. 金融经济, 2007(8): 95-96.
- [36] 斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross), 伦道夫·威斯特菲尔德(Randolph W. Westerfield), 杰弗里·杰富(Jeffrey F. Jaffe). 公司理财(吴世农, 沈艺峰, 王志强, 等译)[M]. 北京: 机械工业出版社, 2011, 384-386.
- [37] 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, (1): 92-97.
- [38] 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.
- [39] 万丽梅. 市场化进程对企业多元化经营及绩效的影响[D]. 重庆: 重庆工商大学, 2010.
- [40] 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.
- [41] 王信. 从代理理论看上市公司的派现行为[J]. 金融研究, 2002(9): 44-52.
- [42] 魏刚. 中国上市公司股利分配问卷调查报告[J]. 经济科学, 2001(4): 79-87.
- [43] 魏锋. 多元化经营与公司绩效[J]. 管理科学, 2007(6): 2-10.
- [44] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2012(7): 168-181.
- [45] 武晓春. 我国上市公司的股权结构与股利政策[J]. 经济问题, 2003(4): 42-44.
- [46] 武晓玲, 翟明磊. 上市公司股权结构对现金股利政策的影响——基于股权分置改革的股权变化数据[J]. 山西财经大学学报, 2013(1): 84-94.
- [47] 吴战箴. 现金股利、公司治理与公司价值——基于客车行业上市公司的案例研究[J]. 经济与管理研究, 2007(6): 52-57.

- [48] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 40-51.
- [49] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]. 管理科学, 2015(1): 96-110.
- [50] 杨汉明. 股权集中度、现金股利与企业价值的实证分析[J]. 财贸研究, 2008(8): 67-72.
- [51] 杨婧婧. 市场化进程、股权结构对利益侵占的影响[D]. 吉林: 吉林大学, 2007.
- [52] 杨兴全, 张丽平, 陈旭东. 市场化进程与现金股利政策: 治理效用抑或缓解融资约束?[J]. 经济与管理研究, 2014(5): 76-84.
- [53] 殷瑾, 周英超. 制度因素是否影响公司多元化战略?——基于上市公司面板数据的实证研究[J]. 中国软科学, 2010(s2): 371-380.
- [54] 袁淳, 刘思淼, 陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J]. 中国工业经济, 2010(4): 141-150.
- [55] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析[J]. 财经研究, 2001(3): 33-41.
- [56] 袁振兴, 杨淑娥. 现金股利政策: 法律保护的结果还是法律保护的替代——来自我国上市公司的证据[J]. 财贸研究, 2006(5): 86-93.
- [57] 詹姆斯·范霍恩(James C. Van Horne). 财务管理与政策教程(刘志远译)[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2012.
- [58] 张纯, 高吟. 多元化经营与企业经营业绩——基于代理问题的分析[J]. 会计研究, 2010(9): 73-77.
- [59] 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.
- [60] 张敏, 黄继承. 政治关联、多元化与企业风险——来自我国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2009(7): 156-164.
- [61] 张学勇, 廖理. 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J]. 经济研究, 2010(4): 28-39.
- [62] 张翼, 李习, 许德音. 代理问题、股权结构与公司多元化[J]. 经济科学, 2005(3): 90-99.
- [63] 周晓艳, 刘生. 从多元化行为探讨公司治理结构[J]. 现代管理科学, 2004(2): 32-34.
- [64] 祝继高, 王春飞. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究——基于股权结构的视角[J]. 会计研究, 2013(2): 38-44.
- [65] Ahn, Seoungpil, Denis, D. and Denis, D. Leverage and Investment in Diversified Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2006(79): 317-337.
- [66] Anderson, R. C., Bates, T.W., Bizjak, J. M., Lemmon, M. L. Corporate Governance and Firm Diversification[J]. Financial Management, 2000(29): 5-22.
- [67] Ansoff H L. Strategies for Diversification[J]. Harvard Business Review, 1957(5): 113-124.
- [68] Amihud, Y., Lev, B. Risk reduction as managerial motive of conglomerate mergers[J]. Bell Journal of Economics, 1981(12): 605-617.
- [69] Berger, P. G., and E. Ofek. Diversification's Effect on Firm Value[J]. Journal of financial economics, 1995(37): 39-65.

- [70] Berle A. and Means G. *The Modern Corporation and Private Property*[M]. New York: The Macmillan Company, 1932.
- [71] Berry, C. H. *Corporate Growth and Diversification*[M]. Princeton, N J: Princeton University press, 1975.
- [72] Bhattacharya Sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in the Hand' Fallacy[J]. *Bell Journal of Economics*, 1979(10): 258-271.
- [73] Black F. The dividend Puzzle[J]. *Journal of Portfolio Management*, 1976(2): 5-8.
- [74] Brennan M. Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy[J]. *National Tax Journal*, 1970(23): 417-427.
- [75] Chen Dong hua, Jian Ming and Xu Ming. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009(17): 209-223.
- [76] Chen, Sheng-Syan, Ho, K. Corporate Diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2000(9): 315-326.
- [77] Chung K. Business groups in Japan and Korea[J]. *International Journal of Political Economy*, 2004(03): 67-98.
- [78] Conroy, Eades and Harris. A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan[J]. *Journal of Finance*, 2000(3): 1199-1227.
- [79] Crutchley, Claire E. and Hansen Rober S. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends[J]. *Financial Management*, 1989(18): 36-46.
- [80] Denis D. and Osobov1. Why do firms Pay dividends? International evidence on the determinants of dividend Policy[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008(89): 6-82.
- [81] Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification[J]. *Journal of Finance*, 1997(52): 135-160.
- [82] Easterbrook F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends[J]. *The American Economic Review*, 1984(74): 650-659.
- [83] Fama and French. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001(60): 3-43.
- [84] Farrar. D. and Selwyn L. Corporate Financial Policy and Return to Investors[J]. *National Tax Journal*, 1967(12): 444-454.
- [85] Fauver, Larry, Houston, Joel and Naranjo, Andy. Capital Market Development, International Integration, Legal Systems and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003(38): 135-157.
- [86] Fenn, G., and N. Liang. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001(60): 45-72.
- [87] Gugler K., Yurtoglu B. Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany[J]. *European Economic Review*, 2003(47): 731-758.

- [88] Gustavo Grullon, Roni Michaely. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity[J]. *The Journal of Business*, 2002(3): 45-51.
- [89] Hill, C. W. and S. External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research Intensive Industries[J]. *Strategic Management Journal*, 1988(9): 577-590.
- [90] Jensen M. and Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976(3): 306-360.
- [91] Jensen, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986(76): 323-329.
- [92] Jiraporn, P., J. Kim and Y. Kim. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation[J]. *Financial Review*, 2011(46): 251-279.
- [93] Khan T. Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data[J]. *The Economics Journal*, 2006(116): 172-189.
- [94] Khanna, Tarun and Krishna Palepu. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets[J]. *Harvard Business Review*, 1997(75): 41-51.
- [95] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. Agency Problems and dividend Policies around the world[J]. *Journal of Finance*, 2000(55): 1-33.
- [96] Lang, L., and L. Stulz Tobin'Q. Corporate Diversification, and Firm Performance[J]. *Journal of Political Economy*, 1994(102): 1248-1280.
- [97] Lee K., Peng M. W., Lee K. From Diversification Premium to Diversification Discount Institutional Transitions[J]. *Journal of World Business*, 2008(43): 47-65.
- [98] Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among dividends, Retained Earnings, and Taxes[J]. *American Economic Review*, 1956(46): 97-113.
- [99] Mancinelli L., Ozkan A. Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms[J]. *The European Journal of Finance*, 2006(12): 265-282.
- [100]Margarethe, F. W. and Happy, P. B. Corporate Diversification: The Impact of Foreign Competition, Industry Globalization and Product Diversification[J]. *Strategic Management Journal*, 2008(29): 115-132.
- [101] Miller M. H. and Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the valuation of shares[J]. *Journal of Business*, 1961(34): 441-443.
- [102]Nissim D, Ziv. A Dividend Changes and Future Profitability[J]. *The Journal of Finance*, 2001(56): 289-315.
- [103]Norhayati Mohamed, Shazelina Zakaria. Dividend Trend and the Relevance of Dividend[J]. *International Conference on Science and Social Research*, 2010(2): 21-25.
- [104]Peng M. W., Delios A. What Determines the Scope of the Firm Over Time and Around the World? An Asia Pacific Perspective[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2006(23): 385-405.
- [105]Peng M. W., Lee S., Wang D. Y. L. What Determines the Scope of the Firm Over Time? A Focus on

- Institutional Relatedness[J]. *Academy of Management Review*, 2005(30): 622-633.
- [106]Rozeff, Michael S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio[J]. *Journal of Financial Research*, 1982(5): 248-259.
- [107]Rumelt R P. *Strategy, Structure, and Economic Performance*[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1974.
- [108]Villalonga B. Diversification Discount or Premium? New Evidence from the business information Tracking Series[J]. *Journal of Finance*, 2004(59): 479-506.
- [109]Servaes, Henri. The value of diversification during the conglomerate merger wave[J]. *Journal of Finance*, 1996(51): 1201-1225.
- [110]Subramaniam, V., Tang, T. T., Yue, H. and Zhou, X. Firm Structure and Corporate Cash Holding[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010(17): 759-773.
- [111]T. Truong, R Heaney. Largest shareholder and dividend policy around the world[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2007(47): 667-687.

致 谢

时光荏苒，暮然回首，突然发现自己的研究生生涯即将结束，春梦秋云，聚散匆匆。随着在校时间的一点点流逝，毕业论文也在不断地书写及完善之中，当然，这与师长、同学等给予我孜孜不倦的教导及思想萌发密切相关，请允许我在这毕业之际，以书面的形式聊表谢忱！

首先，我要诚挚的感谢我的导师杨兴全老师。杨老师是一位严谨、勤奋、亲切的老师，论文的开题、写作和完稿都离不开杨老师的细心指导。在论文的选题过程中，杨老师会先让我们自己寻找感兴趣话题，针对选题给出指导，在避免选题发生偏离的同时，又让我在选题过程中积累了扎实的理论基础，最终权衡各个话题之后选择了老师给的题目。论文写作过程中，杨老师给我了一些文献以供参考，并帮我理清了研究思路，指明了研究方向，明确了研究目标，使我在论文写作中不再迷茫。论文初稿完成后，杨老师悉心帮忙修改论文中的矛盾和不足，斟酌词句，一丝不苟。杨老师不仅具有卓越的学术成就、一丝不苟的治学态度和高深的授课水准，还具有崇高的学术品德和非凡的人格魅力，他不仅能够培养我们如何做学问，而且授予我们人生之中的为人处世之法，为我们树立良好的典范。

再者，我要向辅导我平时学业及论文书写的其他师长及同窗致谢。感谢陈旭东、王伟国、王生年、白俊、郭桂花、刘清军、池玉莲、吴昊旻、刘嫦、袁玲等老师在教学或者论文开题、考核、答辩以及写作过程中给予我很大的帮助，提出的一些建设性意见使得我能够及时发现论文撰写过程中存在的问题以及需要改进的地方。同时感谢赵捷、张乐丹、陈红梅以及陈飞老师，给我们研究生生涯提供了最好的服务，使我们的研究生生活多姿多彩，在此一并致谢。此外，还要感谢我的舍友邓文文、于佳卉和王盼以及王松等师弟师妹在生活中给我的帮助，感谢张全峰、樊会超、霍智强、谭清月等全班同学，陪我度过三年研究生生活，无论是学习上还是生活上给我很多帮助。感谢曾义、张丽平、曾春华、冯展斌等师兄师姐以及齐云飞和姚盛同学对我论文写作给予了很大帮助。

最后，感谢我的家人。感谢父母对我无微不至的关心、爱护及扶持，使我在漫漫人生旅程中不再孤寂，内心得以慰藉，并在我发表核刊以及结束学业中给以不遗余力的协助。日后我定悉力工作，达成父母的祈望！

张兆慧
2015年6月
石河子大学

作者简介

张兆慧（1990.2-），女，山东邹城人，石河子大学经济与管理学院 2012 级会计学硕士研究生，研究方向为资本市场和会计理论与实务研究。

在学期间主要参与的研究项目

- 1.新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地重大项目“上市公司集团化经营与财务政策研究”（XJEDU020112A01）。
- 2.新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地项目“上市公司债务融资与盈余质量研究”（XJEDU020213C07）。
- 3.新疆维吾尔自治区普通高校人文社会科学重点研究基地项目“新疆中小微企业融资困境及融资机制创新研究”（050213C02）。

在学期间发表的文章

- 1.张兆慧. 产权性质、多元化经营与现金股利政策研究[J]. 财会通讯, 2015.
- 2.冯展斌, 张兆慧, 李庆德. 公司治理、过度投资与盈余质量[J]. 财会通讯, 2014(02): 46-49.
- 3.冯展斌, 张兆慧. 盈余质量、终极控股股东与过度投资[J]. 财会通讯, 2014(04): 47-51.

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表


研究生姓名	张兆慧	学制	三年
专业	会计学	研究方向	资本市场和会计理论与 实务研究

学术评语:

现金股利政策是决定上市公司是否分配盈余的一项重要财务方针和策略，多元化经营会对现金股利产生重要影响。论文选题综合考虑了企业多元化经营所带来的代理问题以及内部资本市场的效率对现金股利政策可能产生的双重影响，从信息不对称、内部资本市场及代理成本理论出发，探讨多元化经营对现金股利政策的影响，其研究结论让我们对进一步理解多元化经营这一影响上市公司现金股利政策的因素，同时在实践方面，我们应全面把握多元化经营企业所特有的内部资本市场的内部融资、优化配置资金的积极作用，提升资金使用效率；加强公司治理，优化企业的组织结构和股权结构，缓解企业的代理冲突，提升企业价值；完善现金股利政策相关法律法规，增强债权人以及中小股东保护力度。该研究结论和建议具有较明显的理论和实践借鉴意义。

论文全面把握了该选题的国内外研究动态，对文献的梳理清晰详实。首先回顾了现金股利政策的影响因素，重点梳理了多元化经营、公司治理、制度环境对现金股利的相关研究，在此基础上，从信息不对称、内部资本市场以及代理成本理论出发，结合公司治理与制度环境，提出了多元化经营对现金股利政策的假设，并运用我国上市公司数据，对假设进行了验证。实证结果表明：多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平负相关；公司治理水平的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系；市场化进程的提高削弱了多元化经营与现金股利分配倾向和分配水平的负相关关系；基于现金股利价值的进一步检验结果表明，现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关，与专业化经营企业相比，多元化经营企业的现金股利分配倾向和分配水平与企业价值正相关关系更强。论文写作反映出该生具备扎实的理论基础和专业知识，熟练掌握了基本研究方法，具有独立进行科研工作的能力。

纵观全文，论文结构合理，图表规范，文字表达流畅，数据资料来源可靠，处理方法规范，概念界定清楚，分析过程具有逻辑性，结论合理，有较强的创新性。总体来看，论文达到了硕士学位论文要求的水平。

指导教师签字: 
2015年6月8日