



股利平稳性、差异化分红 监管政策与代理效率

韩云¹, 吴战勇²

1 上海立信会计金融学院 金融学院, 上海 201209

2 南阳理工学院 范蠡商学院, 河南 南阳 473004

摘要:持续稳定的现金分红反映了投资者确定性报酬的趋势,有利于投资者形成关于公司未来盈利和估值的良好预期,是衡量资本市场投资潜力的重要标志。股利平稳性可以作为事前承诺机制,降低投资者对代理冲突的预期,发挥公司治理的替代机制作用。

基于中国股权结构集中的现状,探讨差异化分红监管政策下,股利平稳性对于不同类型股权代理成本和投资效率的作用。以2006年至2017年非金融类A股上市公司为样本,通过异质性随机前沿模型测算代理成本,利用部分调整模型评估股利平稳性程度。构建异质性随机前沿模型和联立方程,检验股利平稳性对代理成本和公司价值效率损失的影响。采用倾向得分匹配法评估差异化分红监管政策影响股利平稳性治理效应的作用,并加入控股股东特征和投资效率进行进一步分析。

研究表明,中国上市公司维持股利平稳性可以缩减公司实际价值与前沿价值之间的偏差程度,但无法从总体上降低股权代理成本,并且会加剧公司治理效率损失的波动性。基于股利政策监管视角的研究发现,差异化分红监管政策有利于总体上减少中国上市公司代理效率损失,改善中国上市公司的股利不平稳程度,促使股利平稳性抑制管理费用率和资金占用,提升股利平稳性的治理效应。进一步地,公司维持股利平稳性可抑制过度投资,缓解控股股东持股比例较低、非国有产权属性和实际控制人两权分离程度较高公司的代理冲突,但会引发投资不足。

基于控股股东视角,从理论上明晰股利平稳性治理效应的作用机理,丰富了长期投资者财产性收入预期的形成机制研究,说明在中国资本市场中股利平稳性的治理效应仍具有局限性。差异化分红监管政策通过缓解控股股东代理冲突发挥公司治理机制的替代作用,为中国金融监管政策的评估提供了经验证据。进一步地,股利平稳性治理效应受到控股股东持股比例和国有产权属性的约束,并取决于对投资效率的影响效果。

关键词:股利平稳性;代理成本;差异化分红监管政策;公司价值;公司治理

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

doi:10.3969/j.issn.1672-0334.2020.05.011

文章编号:1672-0334(2020)05-0141-12

引言

在成熟资本市场中,持续稳定的分红有利于形成投资者关于公司未来盈利和估值的良好预期。因此,部分管理者通过维持股利平稳性向市场传递内

部积极信息,降低公司代理冲突预期^[1]。但是,学者们也发现管理者基于利己动机维持股利平稳性会引起公司价值下降,例如,管理者之所以维持股利平稳性是因为要降低职位被替代的概率^[2]。管理者基于

收稿日期:2018-12-17 **修返日期:**2019-07-06

基金项目:国家自然科学基金(71702001);教育部人文社会科学研究项目(20YJCZH040);上海市2019年青年教师培养资助计划(ZZLX19029)

作者简介:韩云,经济学博士,上海立信会计金融学院金融学院讲师,研究方向为公司金融和资本市场等,代表性学术成果为“代理问题、机构投资者监督与公司价值”,发表在2017年第10期《经济管理》,E-mail:hanyun@whu.edu.cn
吴战勇,管理学博士,南阳理工学院范蠡商学院教授,研究方向为创新管理等,代表性学术成果为“基于DEA的河南省发展低碳经济的效率评价”,发表在2015年第5期《统计与决策》,E-mail:wuzhany@163.com

薪酬和租金平滑动机刻意优化股利,还会引起融资结构被动调整和投资不足^[3]。股权结构集中的情况下,公司现金股利调整速度加快,股利平稳性程度更低^[4],治理效应也尚不明晰。

中国上市公司股权结构集中,分红意识较低,证券监督管理委员会于2013年12月颁布《上市公司监管指引第43号——上市公司现金分红》,约束处于不同企业生命周期的上市公司按照盈利和投资情况发放现金股利。差异化分红监管政策引起的政策不确定性影响公司股利平稳性,实施效果也依赖于持续稳定分红的治理效应是否存在。因此,本研究利用倾向得分匹配法(PSM),结合差异化分红监管政策和控股股东特征,构建异质性随机前沿模型(SFA)和联立方程,检验股利平稳性对不同类型股权代理冲突和公司价值效率损失等的影响。本研究从理论上探讨了股利平稳性缓解控股股东代理冲突的作用机理,证实了股利平稳性抑制前沿价值损失和过度投资的作用,但仅能约束控股股东持股比例较低、非国有或实际控制人两权分离程度较高公司的代理冲突,且会产生新的投资不足。本研究针对差异化分红监管政策发挥公司治理替代机制效应的研究可为优化中国相关股利监管政策提供裨益。

1 相关研究评述

自LINTNER^[5]的开创性研究以来,股利平稳性一直是现金股利决策的经典研究方向。学者们证实了股利平稳性在各国存在性^[6]和各国上市公司持续分红的波动特征^[7]。LEARY et al.^[8]对经典Lintner模型贡献了突破性研究,通过修正股利平稳性指标的测算方法推动了该领域研究的发展,认为公司治理水平较弱、机构投资者大规模持股或现金牛公司倾向于维持较高的股利平稳性。学者们关于股利平稳性动因的探讨包括机构投资者对于现金股利的偏好和监督能力^[9]、吸引投资者持股^[10]等。学者们还认为管理者基于投资者损失厌恶偏好^[11]、行业同群效应的竞争压力也会导致持续分红^[12]。LABHANE et al.^[13]研究发现,拥有更多投资机会、低负债率的公司更容易维持股利平稳性。

代理人通过股利平稳性特征向市场传递内部积极信息,维持或提高投资者估值,部分学者结合代理问题 and 公司价值研究股利平稳性的经济后果。关于股利平稳性动因的研究表明,公司通过维持股利平稳性释放公司盈利信息和缓解投资不足,提升公司价值^[14],也会基于较高的代理冲突维持现金分红趋势,提升投资者回报^[15]。虽然部分学者证实了股利平稳性的价值效应^[16]和投资溢价^[17]的存在,但也有研究认为股利平稳性特征可能对于真实公司价值的传递并无益处,无法预测股票价格^[18]。LARKIN et al.^[19]研究发现,公司股利平稳性的原因在于其对于吸引机构投资者持股的顾客效应,但无法预测公司预期收益。

实际上,股利平稳性策略要求公司具备较好的

经营业绩表现和充沛的现金分配,存在事前承诺监督和约束管理者经营效率、降低投资者对于公司代理冲突预期水平的治理作用^[1]。需要说明的是,学者们对于股利平稳性治理效应的探讨多集中于管理者代理问题,且尚未取得较一致的研究结论。LAMBRECHT et al.^[3]分析认为,股东存在稳定的现金股利偏好,将促使管理者基于薪酬和租金平滑目的维持股利平稳性,引起债务的被动调整和投资不足。同时,管理者基于隐藏公司负面消息、降低被替代的概率而维持股利平稳性也会引起公司价值下降^[2]。

也有部分学者研究股权集中度与股利平稳性的关系,但较少涉及股利平稳性影响控股股东代理问题的经济后果。MICHAELY et al.^[20]基于英国上市公司样本研究发现,国有产权属性、股权分散特征提高公司的股利平稳性程度。部分学者结合股权集中的特点进行分析,发现股权结构集中使公司股利调整的速度更快,股利平稳性程度降低^[4]。SHINOZAKI et al.^[21]基于28个国家的跨国数据研究也发现,不同于股权分散的公司股利平稳性程度较高的情况,股权结构集中的公司股利平稳性程度更低。控股股东掌握公司管理层任免权和公司现金分红的决策权,具有利用股利平稳性获得控制权私利的动机和能力。

中国上市公司股权结构较为集中,部分学者也基于股利平稳性视角进行探索。中国学者早期基于Lintner模型验证了上市公司现金股利的支付水平受到前期股利支付额和当期盈利的影响^[22],且与单只股票相比,历史分红对于整体上市公司当期股利决策的影响更加显著^[23]。但是,任有泉^[24]的研究否认了现金股利支付水平与历史股利水平的相关性,说明中国上市公司股利政策存在不平稳的特征。需要说明的是,部分学者开始构建中国股利平稳性研究的理论框架,对于国内外相关研究进行梳理^[25],并尝试基于修正Lintner模型研究股利不平稳性的经济后果。陈名芹等^[26]基于中国上市公司的研究发现,股利不平稳导致机构投资者持股减少,投资者愿意为股利平稳性支付更多溢价。

综上所述,国内外研究基于吸引投资者、信号效应或行业竞争等视角对股利平稳性动因进行了较多探索,部分学者结合公司价值研究股利平稳性对管理者代理问题的治理效应,以及分散股权结构和产权属性对于股利平稳性特征的影响。但是,较少有围绕新兴市场的股利政策不确定性,分析股利平稳性抑制控股股东代理问题作用机理的研究。因此,本研究结合差异化分红政策和上市公司股权结构集中的现状,研究股利平稳性对于不同类型代理效率和公司价值的影响,进一步地,加入控股股东特征、政策变量和投资效率分析股利平稳性发挥治理效应的差异化因素。

2 理论分析和研究假设

不完美市场中,由于股东和管理者具有不同的效用函数,管理者存在通过在职消费、帝国建设等方

式侵占公司利益的动机。根据代理理论,公司发放现金分红削减代理人可以侵占的自由现金流资源,迫使公司向外部增加融资为公司带来新的投资。股利平稳性代表公司实施更加稳定的股利政策,公司管理者基于投资者持续稳定的现金分红偏好,将会优化实际股利水平趋向目标股利的平稳调整路径,避免削减股利带来的投资者估值下降^[10]。这说明,公司维持股利平稳性进一步降低了投资者关于公司未来投资风险和盈利不确定性等的担忧,可以提高投资潜力,缓解代理冲突。与投资决策的不可观测性相比,投资者可以根据股利政策获得较多有关公司现金分红和公司治理的信息,使实施股利平稳性的公司为投资者提供了公司未来确定性报酬的隐性承诺。

公司治理水平较高时,股利平稳性对于管理者约束的必要性较低,管理者可以增加留存收益,实施更灵活的现金股利政策^[15]。公司治理水平较低时,若股利不平稳的程度较高,会引起投资者关于公司无效率投资和公司价值损失的预期担忧。此时,公司维持股利平稳性可以缓解投资者的担忧情绪,作为事前承诺替代较低的公司治理机制,促使公司代理成本下降^[1]。公司代理冲突越严重,管理者越倾向于维持股利平稳性,以降低代理成本^[17]。中国资本市场处于新兴加转轨阶段,上市公司股权结构较为集中,使公司实际股利向目标股利的调整速度更快,股利平稳性程度越低^[21]。另外,公司实施股利平稳性政策需要付出较多现金资源,以约束控股股东可侵占的自由现金流资源,并对公司未来现金流和盈利的要求较高。这说明,股利平稳性可发挥事前承诺机制削减中小投资者关于公司代理问题的预期,缓解控股股东代理问题。根据以上分析,本研究提出假设。

H₁ 在其他条件不变的情况下,中国上市公司的股利平稳性程度越高,代理成本越低。

现金股利减少投资者未来收益的不确定性,持续、稳定的现金分红可以向市场传递公司未来盈利的信号。管理者通过发放现金股利向市场传递未来盈利和代理成本较小的信号,增加了投资者的确定性回报,缓解代理冲突,提升投资者的估值水平^[27-28]。在股权结构集中的情况下,控股股东依据自身偏好选择现金股利政策,维持股利平稳性,既是主动释放公司未来现金流的信息和盈利预期的信号,也可能是通过控制权侵占公司现金资源,损害公司投资机会和公司价值的掏空行为。中国股权分置改革之后,控股股东凭借对公司的控制权较少发放现金股利,且与“铁公鸡”或较少发放现金股利的上市公司相比,股利平稳性可以吸引机构投资者持股,具有溢价效应^[26]。与控股股东利用短期的现金股利发放侵占公司利益相比,控股股东维持股利平稳性需要付出更多现金流,侵占利益的成本较高,这说明股利平稳性通过降低代理成本和增加公司投资潜力提升公司价值。根据以上分析,本研究提出假设。

H₂ 在其他条件不变的情况下,中国上市公司的股利平稳性程度越高,公司价值越大。

根据企业生命周期理论,成长型公司拥有更多的投资机会,但内部资金的约束使其再融资需求强烈,不发放现金股利更有利于公司发展,因此倾向于发放较低水平的现金股利或不发放股利。而成熟型上市公司盈利能力强、投资机会较少,留存收益占比较高,支付现金股利的可能性较大。与成长型公司相比,成熟型公司的现金股利支付意愿较强烈,发放现金股利有利于约束过度投资。成长型公司不发放现金分红而是进行投资,有利于缓解公司投资不足^[29]。中国差异化现金分红政策修改了上市公司发放现金股利的监管标准,考虑到了公司经营状况及资金需求上的差异,实现了对成熟型上市公司的强制约束以及对于成长型上市公司股利政策的区别对待,比半强制分红监管政策具有更高的针对性和监管强度^[30]。这有利于促使公司降低股利不平稳程度,并缓解成熟型上市公司无融资需求、不发放现金股利的行为。这说明,差异化分红监管政策能提高市场上的股利支付率波动性的要求,使股利平稳性高的公司释放关于公司未来盈利和确定性报酬的积极预期,提升股利平稳性的治理效应。根据以上分析,本研究提出假设。

H₃ 在其他条件不变的情况下,差异化分红监管政策可以缓解中国上市公司的股利不平稳程度,加强股利平稳性的治理效应。

3 研究设计、数据和样本

3.1 数据来源和样本选择

本研究选取2006年1月1日至2017年12月31日为样本期间,以中国沪、深两市A股上市公司为研究对象,由于本研究测量股利平稳性涉及 $(t-4)$ 、 $(t-3)$ 、 $(t-2)$ 和 $(t-1)$ 期的统计数据,样本数据实际还包含上市公司2002年至2005年的部分财务数据,所有数据均来自于国泰安数据库。本研究对于初始样本进行如下筛选处理:①考虑金融行业资产负债表的特殊性,剔除金融行业样本;②剔除当期被ST、*ST或PT等处理的样本;③剔除资产负债率大于1的资不抵债样本;④剔除股利平稳性为负值的样本;⑤剔除包含缺失数据和异常值的样本。最终获得16498个非平衡面板数据。

本研究测量股利平稳性时,根据LEARY et al.^[8]、LARKIN et al.^[19]和陈名芹等^[26]的处理方法,剔除每股税前现金股利首次出现正值之前、最后出现正值年度之后的样本,以及每股税前现金股利连续支付不足5年的上市公司样本。

3.2 变量定义和特征

3.2.1 股利平稳性指标的设定

根据LINTNER^[5]和FAMA et al.^[6]的部分调整模型,公司实际股利支付水平向目标股利支付水平趋近,且股利水平的变化由目标股利支付水平和滞后1期股利支付水平决定,公司实际股利支付水平趋近日

标股利支付水平的速度反映了股利平稳性程度,本研究用 $Soa_{i,t}$ 表示股利平稳性,并以每股现金股利代表股利支付水平。股利平稳性的估算模型为

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha + \beta(Trp_{i,t}^* \cdot E_{i,t} - D_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (1)$$

其中, i 为公司; t 为年, $t = 1, \dots, T$; ΔD 为每股现金股利的变化; D 为每股现金股利; Trp^* 为目标股利支付率; E 为每股收益; α 为截距项; β 为实际现金股利支付水平趋近目标现金股利支付水平的速度,估计的值为 $Soa_{i,t}$ 的值; $\varepsilon_{i,t}^1$ 为误差项。 $Trp_{i,t}^* \cdot E_{i,t}$ 测算的即为公司目标现金股利支付水平。 $Soa_{i,t}$ 越大说明实际股利支付水平调整的速度越显著,股利平稳性程度越低,该指标越小表示股利平稳性程度越高。

LEARY et al.^[8] 在运用(1)式估算股利平稳性时,针对截面数据差异和小样本偏误问题,采用公司近10年或近5年股利支付率的中位数计算目标股利支付率。本研究考虑中国资本市场特征,借鉴 LARKIN et al.^[19] 和陈名芹等^[26] 的处理方法,采用近5年现金股利支付率的中位数测算目标股利支付率。

3.2.2 代理成本变量的测算

对于代理成本变量的选择,本研究借鉴 ANG et al.^[31] 和魏志华等^[32] 的研究,采用管理费用率测量第一类代理成本,采用资金占用比例测量控股股东掏空中小投资者利益的第二类代理成本。进一步地,已有研究较少直接测算代理成本,本研究借鉴 HABIB et al.^[33] 和苏治等^[34] 的方法,运用异质性随机前沿模型(SFA)测算公司总代理成本。

构建异质性随机前沿模型时,假设当公司处于无代理冲突的完美假设时,将代理人按照公司特征做出最佳经营决策情况下所能产生的最大价值定义为公司前沿价值,公司前沿价值的大小由公司财务特征决定。当公司存在管理者与股东的代理冲突或者控股股东侵占中小投资者利益的行为时,公司实际价值将偏离公司前沿价值,产生代理效率损失。公司实际价值由前沿价值与代理效率损失决定,如无特殊说明,本研究涉及的公司价值均指公司实际价值。本研究构建的异质性随机前沿模型为

$$\ln Q_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Siz_{i,t} + \lambda_2 Sal_{i,t} + \lambda_3 Roa_{i,t} + \lambda_4 Tan_{i,t} + \lambda_5 Tag_{i,t} + \lambda_6 Inv_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^1 Ind + \sum_{t=1}^T \mu_t^1 Y + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

$$\ln m_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Fun_{i,t} + \delta_2 Lev_{i,t} + \delta_3 Lah_{i,t} + \delta_4 Mst_{i,t} + \delta_5 Lnp_{i,t} + \delta_6 Dua_{i,t} + \delta_7 Boa_{i,t} + \delta_8 Idi_{i,t} + \delta_9 Cas_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^2 Ind + \sum_{t=1}^T \mu_t^2 Y + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (3)$$

$$\ln \sigma_{i,t}^2 = \gamma_0 + \gamma_1 Fun_{i,t} + \gamma_2 Lev_{i,t} + \gamma_3 Lah_{i,t} + \gamma_4 Mst_{i,t} + \gamma_5 Lnp_{i,t} + \gamma_6 Dua_{i,t} + \gamma_7 Boa_{i,t} + \gamma_8 Idi_{i,t} + \gamma_9 Cas_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^3 Ind + \sum_{t=1}^T \mu_t^3 Y + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

其中, $\ln Q_{i,t}$ 为托宾 Q 的自然对数,测量公司价值; $\ln m_{i,t}$ 为公司价值缺口,测量代理效率损失; $\ln \sigma_{i,t}^2$ 为价值波动;控制变量包括公司财务特征变量和公司治理变量,具体含义见表1; Ind 为行业变量, Y 为年度

变量; n 为行业, $n = 1, 2, \dots, N$, N 为行业总个数; $\lambda_0, \delta_0, \gamma_0$ 为截距项, $\lambda_1 \sim \lambda_6, \delta_1 \sim \delta_9, \gamma_1 \sim \gamma_9$ 为相应变量的影响系数, $\psi_n^1, \psi_n^2, \psi_n^3$ 为行业变量的影响系数, $\mu_t^1, \mu_t^2, \mu_t^3$ 为年度变量的影响系数; $\varepsilon_{i,t}^2$ 为混合残差,包括随机干扰项 $v_{i,t}$ 和具有非负单边分布特征的代理效率损失 $u_{i,t}$, $\varepsilon_{i,t}^2 = v_{i,t} - u_{i,t}, v_{i,t} \sim i.i.d(0, \sigma_{i,t}^2)$; $\varepsilon_{i,t}^3$ 和 $\varepsilon_{i,t}^4$ 为残差。本研究假设代理效率损失服从非负的截断型半正态分布,即 $u_{i,t} \in N(m_{i,t}, \sigma_{i,t}^2)$, $m_{i,t}$ 和 $\sigma_{i,t}^2$ 的影响因素见(3)式和(4)式。

最后,本研究假定 $AE_{i,t}$ 为公司治理效率,等于公司价值与公司前沿价值之比,利用异质性随机前沿模型测算出 $(1 - AE_{i,t})$, 即为公司总代理成本。

另外,本研究在对 H_2 的实证检验中,进一步选取股利平稳性作为公司治理替代机制,利用异质性随机前沿模型检验股利平稳性对于公司价值的影响。

3.2.3 差异化分红监管政策

考虑差异化分红政策在2013年颁布,本研究借鉴王国俊等^[30] 的研究,设置差异化分红监管政策变量,若样本所属年份大于或等于2013年该变量取值为1,否则取值为0。

3.3 变量特征

主要变量的描述性统计结果见表2,总代理成本的均值为0.336,与苏治等^[34] 和熊家财等^[35] 的研究结果相近,说明中国由于公司治理机制不健全引起的代理成本损失较高。第一类代理成本的均值为0.101,第二类代理成本的均值为0.020。另外,股利平稳性均值为0.510,说明实际股利水平向目标股利的调整速度较快,股利不平稳程度较高,远大于 TRESL et al.^[17] 基于跨国数据计算的均值0.300。

4 实证检验结果和分析

4.1 股利平稳性与代理成本

不同程度的代理冲突影响现金股利发放,而现金股利也会影响公司代理成本的大小,现金股利与代理成本具有内生性关系。因此,为了检验股利平稳性的治理效应,本研究借鉴魏志华等^[32] 的方法,构建总代理成本和股利平稳性的回归模型,考察现金股利的治理效应。具体模型为

$$Aco_{i,t}/Amf_{i,t}/Occ_{i,t} = \kappa_0 + \kappa_1 Soa_{i,t} + \kappa_2 Siz + \kappa_3 Sal_{i,t} + \kappa_4 Roa_{i,t} + \kappa_5 Tan_{i,t} + \kappa_6 Tag_{i,t} + \kappa_7 Cas_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^4 Ind + \sum_{t=1}^T \mu_t^4 Y + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (5)$$

$$Soa_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 Aco_{i,t}/Amf_{i,t}/Occ_{i,t} + \rho_2 Inv_{i,t} + \rho_3 Lah_{i,t} + \rho_4 Drl_{i,t} + \rho_5 Eps_{i,t} + \rho_6 Roe_{i,t} + \rho_7 Liu_{i,t} + \rho_8 Seo_{i,t} + \rho_9 Age_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^5 Ind + \sum_{t=1}^T \mu_t^5 Y + \varepsilon_{i,t}^6 \quad (6)$$

其中, Drl 为滞后1期股利支付率,等于上期股利支付率; Eps 为每股收益,等于 $\frac{\text{净利润}}{\text{实收资本}}$; Roe 为净资产收益率,等于 $\frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}}$; Liu 为股权流通性,等于

表1 变量定义
Table 1 Variables Definition

变量符号	变量名称	变量定义和计算方法	变量符号	变量名称	变量定义和计算方法
被解释变量			<i>Tag</i>	总资产增长率	$\frac{\text{当期总资产增长额}}{\text{上期账面总资产}}$
<i>Amf</i>	第一类代理成本	用管理费用率测量,即 $\frac{\text{管理费用}}{\text{营业收入}}$	<i>Inv</i>	投资水平	$\frac{\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金}}{\text{账面总资产}}$
<i>Occ</i>	第二类代理成本	用资金占用比例测量,即 $\frac{\text{其他应收款}}{\text{账面总资产}}$	<i>Fun</i>	机构持股比例	$\frac{\text{证券投资基金持股数量}}{\text{上市公司总股本}}$
<i>Aco</i>	总代理成本	根据(2)式~(4)式计算	<i>Lev</i>	资产负债率	$\frac{\text{负债合计}}{\text{账面总资产}}$
解释变量			<i>Lah</i>	控股股东持股比例	直接控股股东的持股比例
<i>Soa</i>	股利平稳性	根据(1)式计算	<i>Mst</i>	高管持股比例	行政人员持股比例 + 董事持股比例
<i>Ddr</i>	差异化分红监管政策	样本所属年份大于或等于2013年取值为1,否则取值为0	<i>Lnp</i>	管理层薪酬	前3名高管薪酬总额取自然对数
控制变量			<i>Dua</i>	两职合一	董事会主席与CEO两职合一取值为1,否则取值为0
<i>Siz</i>	公司规模	账面总资产取自然对数	<i>Boa</i>	董事会规模	董事会成员数取自然对数
<i>Sal</i>	主营业务收入增长率	$\frac{\text{当期主营业务收入增长}}{\text{上期主营业务收入}}$ $\frac{\text{净收入}}{\text{净收入}}$	<i>Idi</i>	独立董事比例	$\frac{\text{独立董事数}}{\text{董事会成员数}}$
<i>Roa</i>	总资产收益率	$\frac{\text{期初账面总资产} + \text{期末账面总资产}}{2}$	<i>Cas</i>	现金持有	$\frac{\text{货币资金}}{\text{账面总资产}}$
<i>Tan</i>	资产结构	$\frac{\text{固定资产净额}}{\text{账面总资产}}$	<i>Ind</i>	行业	行业虚拟变量
			<i>Y</i>	年度	年度虚拟变量

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Amf</i>	0.101	0.132	0.076	-0.027	3.674	<i>Inv</i>	0.051	0.052	0.035	0	0.642
<i>Occ</i>	0.020	0.036	0.009	0	0.723	<i>Fun</i>	2.396	3.747	0.730	0	33.416
<i>Aco</i>	0.336	0.059	0.346	0.063	0.485	<i>Lev</i>	0.473	0.201	0.479	0.007	0.996
<i>Soa</i>	0.510	0.470	0.513	0	2.790	<i>Lah</i>	36.269	15.299	34.520	0	89.990
<i>Ddr</i>	0.548	0.498	1	0	1	<i>Mst</i>	0.035	0.099	0	0	0.780
<i>Siz</i>	22.144	1.287	21.997	15.729	28.509	<i>Lnp</i>	14.173	0.773	14.180	10.820	17.869
<i>Sal</i>	0.287	1.857	0.113	-2.726	87.484	<i>Dua</i>	0.212	0.409	0	0	1
<i>Roa</i>	0.039	0.063	0.034	-1.324	0.598	<i>Boa</i>	2.169	0.205	2.197	1.099	2.944
<i>Tan</i>	0.400	0.196	0.397	0	0.975	<i>Idi</i>	0.369	0.054	0.333	0.091	0.800
<i>Tag</i>	0.229	0.934	0.104	-0.928	38.244	<i>Cas</i>	0.164	0.117	0.135	0.00006	1

注:样本量为16 498,下同。

流通股股本/总股本; Seo 为股权再融资, 当期进行股权再融资取值为 1, 否则取值为 0; Age 为上市年限, 等于(当期年份 - 上市年份)取自然对数; κ_0 和 ρ_0 为截距项, $\kappa_1 \sim \kappa_7$, $\rho_1 \sim \rho_9$ 为相应变量的影响系数, ψ_n^4 和 ψ_n^5 为行业变量的影响系数, μ_i^4 和 μ_i^5 为年度变量的影响系数, $\varepsilon_{i,t}^4$ 和 $\varepsilon_{i,t}^5$ 为残差。根据历史股利支付率、盈利水平和融资需求等公司特征变量对于股利平稳性的影响, (6) 式中的控制变量与其他模型有所不同。

为控制内生性影响, 本研究将(5)式和(6)式构建联立方程, 使用三阶段最小二乘法进行回归, 回归结果见表3和表4。

表3 股利平稳性与代理成本的回归结果

变量	Aco	Amf	Occ
Soa	-0.010** (-2.571)	-0.037*** (-4.617)	-0.025*** (-10.679)
Siz	-0.003*** (-6.800)	-0.026*** (-29.186)	-0.002*** (-6.544)
Sal	0.001** (2.534)	-0.001** (-2.433)	0.00003 (0.170)
Roa	-0.050*** (-4.667)	-0.292*** (-14.359)	-0.047*** (-7.919)
Tan	0.008*** (2.888)	-0.058*** (-10.707)	-0.042*** (-23.224)
Tag	0.0002 (0.462)	0.004*** (4.210)	0.0003 (0.808)
Cas	-0.024*** (-5.783)	-0.021*** (-2.675)	-0.036*** (-14.196)
Ind/Y	控制	控制	控制
截距项	0.410*** (44.955)	0.693*** (34.858)	0.121*** (21.604)
R^2	0.013	0.145	0.067

注: 括号内数据为 t 值; ***为在 0.010 水平上显著, **为在 0.050 水平上显著。下同。

由表3可知, 股利平稳性对总代理成本的影响系数为 -0.010, 对第一类代理成本的影响系数为 -0.037, 对第二类代理成本的影响系数为 -0.025, 且均在 0.050 及以上水平上显著, 表明股利平稳性越大, 代理成本越低。因为股利平稳性是逆向指标, 所以股利平稳性值越大, 股利平稳性程度越低, 代理成本越低, H_1 未得到验证。这与中国上市公司提高现金股利支付水平降低股权代理成本^[36]的研究结果不同, 表明现阶段股利平稳性无法发挥治理作用。这可能由于中国股利不平稳程度较高, 且管理层还会基于获取租金、平滑薪酬的目的维持股利平稳性, 引

起公司投资不足^[3]。同时, 中国上市公司控股股东存在持续分红侵占中小投资者利益的动机和行为^[37-38]。

由表4可知, 总代理成本对股利平稳性的影响系数为 -8.017, 第一类代理成本对股利平稳性的影响系数为 -1.790, 第二类代理成本对股利平稳性的影响系数为 -2.165, 均在 0.010 水平上显著。滞后 1 期股利支付率和控股股东持股比例对股利平稳性的影响显著为正, 说明历史股利支付率和股权结构集中的增加提升股利趋向目标股利支付率的调整速度, 降低股利平稳性。中国上市公司股权结构集中, 表4的回归结果说明控股股东代理冲突是影响股利平稳性程度的重要因素, 且通过提高上市公司质量抑制股权代理冲突是提升中小投资者持续分红回报的重要途径。

表4 代理成本对股利平稳性的回归结果

变量	Soa		
Aco	-8.017*** (-16.295)		
Amf	-1.790*** (-16.924)		
Occ	-2.165*** (-4.638)		
Inv	0.202*** (2.881)	0.038 (0.585)	0.312*** (4.491)
Lah	0.002*** (6.776)	0.001*** (5.930)	0.002*** (9.727)
Drl	0.070*** (10.467)	0.069*** (11.190)	0.074*** (11.822)
Eps	0.063*** (6.521)	0.037*** (5.907)	0.064*** (10.247)
Roe	0.300*** (7.854)	0.195*** (6.482)	0.306*** (10.440)
Liu	0.183*** (7.859)	0.099*** (5.617)	0.105*** (5.974)
Seo	0.001 (0.137)	-0.001 (-0.085)	0.010 (1.026)
Age	-0.184*** (-23.758)	-0.192*** (-28.400)	-0.175*** (-26.925)
Ind/Y	控制	控制	控制
截距项	3.219*** (18.639)	0.690*** (17.057)	0.534*** (12.287)
R^2	-0.854	-0.050	0.127

4.2 股利平稳性与公司价值

为了检验股利平稳性与公司价值的关系, 本研

究借鉴HABIB et al.^[33]和熊家财等^[35]的研究方法,将股利平稳性作为公司治理机制加入异质性随机前沿模型,为了控制现金股利支付率的治理效应,同时加入历史股利支付率。具体为

$$\ln Q_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Siz_{i,t} + \lambda_2 Sal_{i,t} + \lambda_3 Roa_{i,t} + \lambda_4 Tan_{i,t} + \lambda_5 Tag_{i,t} + \lambda_6 Inv_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^1 Ind + \sum_{i=1}^T \mu_i^1 Y + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

$$\ln m_{i,t} = c_0 + c_1 Soa_{i,t} + c_2 Drl_{i,t} + c_3 Fun_{i,t} + c_4 Lev_{i,t} + c_5 Lah_{i,t} + c_6 Mst_{i,t} + c_7 Lnp_{i,t} + c_8 Dua_{i,t} + c_9 Boa_{i,t} + c_{10} Idi_{i,t} + c_{11} Cas_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^6 Ind + \sum_{i=1}^T \mu_i^6 Y + \varepsilon_{i,t}^7 \quad (7)$$

$$\ln \sigma_{i,t}^2 = d_0 + d_1 Soa_{i,t} + d_2 Drl_{i,t} + d_3 Fun_{i,t} + d_4 Lev_{i,t} + d_5 Lah_{i,t} + d_6 Mst_{i,t} + d_7 Lnp_{i,t} + d_8 Dua_{i,t} + d_9 Boa_{i,t} + d_{10} Idi_{i,t} + d_{11} Cas_{i,t} + \sum_{n=1}^N \psi_n^7 Ind + \sum_{i=1}^T \mu_i^7 Y + \varepsilon_{i,t}^8 \quad (8)$$

其中, c_0 和 d_0 为截距项, $c_1 \sim c_{11}$ 、 $d_1 \sim d_{11}$ 为相应变量的影响系数, ψ_n^6 和 ψ_n^7 为行业变量的影响系数, μ_i^6 和 μ_i^7 为年度变量的影响系数, $\varepsilon_{i,t}^7$ 和 $\varepsilon_{i,t}^8$ 为残差。

表5给出根据(2)式得到的价值函数的回归结果,表6给出根据(7)式和(8)式得到的股利平稳性对价值缺口和价值波动影响的回归结果。

表5 价值函数回归结果

Table 5 Results for Value Function Regression

变量	$\ln Q$
<i>Siz</i>	-0.237*** (-76.557)
<i>Sal</i>	0.001 (0.717)
<i>Roa</i>	1.596*** (23.647)
<i>Tan</i>	-0.202*** (-11.408)
<i>Tag</i>	0.006 (1.616)
<i>Inv</i>	0.199*** (3.628)
<i>Ind/Y</i>	控制
截距项	9.299*** (8.654)

由表5可知,总资产收益率和投资水平的增长均可以显著促进公司价值,但是公司规模和资产结构与公司价值呈现负效应。表5的回归结果与HABIB et al.^[33]和苏治等^[34]的研究结果基本一致。本研究还对表5的回归结果和固定效应模型的回归结果进行

LR检验,发现随机前沿模型的回归结果优于固定效应模型。

表6 股利平稳性对价值缺口和价值波动的影响

Table 6 Impact of Dividend Smoothing on Value Gaps and Value Fluctuations

变量	$\ln m$	$\ln \sigma^2$
<i>Soa</i>	0.046*** (7.448)	-1.481*** (-2.624)
<i>Drl</i>	0.013*** (2.577)	-0.427*** (-3.341)
<i>Fun</i>	-0.022*** (-28.292)	0.0003 (0.026)
<i>Lev</i>	0.177*** (9.418)	-1.427*** (-3.297)
<i>Lah</i>	-0.002*** (-13.206)	-0.026* (-1.894)
<i>Mst</i>	-0.163*** (-5.279)	-0.650 (-0.492)
<i>Lnp</i>	-0.054*** (-11.864)	-0.463*** (-3.537)
<i>Dua</i>	-0.030*** (-4.080)	0.237** (2.085)
<i>Boa</i>	-0.060*** (-3.850)	-0.900 (-1.568)
<i>Idi</i>	-0.485*** (-8.244)	5.027*** (5.755)
<i>Cas</i>	-0.152*** (-5.333)	3.289*** (6.403)
截距项	4.634*** (4.308)	4.575* (1.647)

注: *为在0.100水平上显著,下同。

由表6可知,股利平稳性对公司价值缺口的影响系数为0.046,对价值波动的影响系数为-1.481,且均在0.010的水平上显著。说明现金股利的平稳性程度越高,公司价值缺口越小,公司价值的波动性程度越高。H₂得到验证,即较高的股利平稳性传递公司未来盈利预期,促进公司价值的提升。

4.3 差异化分红监管政策的治理效应

为避免遗漏变量和内生性问题的影响,本研究基于公司特征对差异化分红监管政策实施前后的观测值进行倾向得分匹配法(PSM)的配对。对股利支付率采用Logit模型回归,使用近邻匹配原则进行一对一匹配,只有部分样本匹配成功,最终获得14 899个样本。回归时的控制变量包括公司规模、资产结构、控股股东持股比例、每股收益和托宾Q,回归结果见表7。

表7 差异化分红监管政策的回归结果
Table 7 Regression Results for Differential Regulation Policy of Cash Dividends

变量	<i>Aco</i>	<i>Amf</i>	<i>Occ</i>
<i>Soa</i>	-0.137*** (-12.592)	0.168*** (6.856)	0.025*** (3.309)
<i>Ddr</i>	-0.085*** (-15.725)	0.171*** (14.187)	0.047*** (12.633)
<i>Soa · Ddr</i>	0.186*** (17.859)	-0.313*** (-13.391)	-0.077*** (-10.605)
截距项	3.754*** (6.287)	-3.249** (-2.527)	5.460*** (13.518)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	14 899	14 899	14 899
<i>R</i> ²	-0.495	-0.142	-0.191
变量	<i>Soa</i>		
<i>Aco</i>	9.645*** (13.772)		
<i>Amf</i>		-2.003*** (-17.427)	
<i>Occ</i>			-6.140*** (-9.716)
<i>Ddr</i>	-0.057** (-2.200)	0.052*** (3.243)	0.074*** (4.649)
截距项	-3.975*** (-11.347)	0.947*** (20.489)	0.889*** (19.727)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	14 899	14 899	14 899
<i>R</i> ²	-1.295	-0.111	-0.036

由表7可知,关于总代理成本的回归结果中,股利平稳性对总代理成本的负向影响依然存在,影响系数为-0.137,在0.010水平上显著;差异化分红监管政策对总代理成本的影响系数为-0.085,二者交互项的影响系数为0.186,且均在0.010水平上显著。说明差异化分红监管政策可以发挥治理效应,缓解股利平稳性带来的效率损失。在总代理成本和差异化分红监管政策对股利平稳性的回归中,差异化分红监管政策的影响系数为-0.057,在0.050水平上显著。因此,总体上中国差异化分红监管政策缓解股利不平稳程度, H_3 得到验证。

需要说明的是,由于差异化分红监管政策的实施,股利平稳性对第一类代理成本和第二类代理成本的影响系数由表3的显著为负转变为表7中的显著为正,这意味着实施差异化分红监管政策使股利平稳性在一定条件下由利益侵占转为治理效应,支持 H_3 的分析。但是,差异化分红监管政策与第一类代

理成本和第二类代理成本正相关弱化了股利平稳性的治理效应,差异化分红监管政策发挥治理效应具有一定的局限性。

5 进一步分析和稳健性检验

中国上市公司股权结构集中,控股股东与中小投资者之间的代理冲突占主要地位。SYED et al.^[39]对于不同国家股利平稳性特征的研究发现,股权集中度加快现金分红的调整速度。鉴于资金占用比例仅考察了控股股东侵占中小投资者利益的部分形式,本研究进一步分析控股股东特征对于股利平稳性治理效应的影响,进行稳健性检验。分别用控股股东持股比例、控股股东属性和实际控制人两权分离程度测量控股股东特征,根据控股股东持股比例是否大于中位数测量控股股东持股比例,若控股股东持股比例大于中位数,*Lah*取值为1,否则取值为0;根据实际控制人的产权属性测量控股股东属性(*Lag*),若实际控制人属性为国有,*Lag*取值为1,否则取值为0;采用实际控制人现金流权与控制权的比值测量实际控制人两权分离程度(*Dlk*),若实际控制人两权分离程度大于中位数,*Dlk*取值为1,否则取值为0。按照控股股东持股比例、控股股东属性和实际控制人两权分离程度对代理成本和股利平稳性进行分样本回归,对代理成本的回归结果见表8。

由表8可知,当控股股东持股比例较低时,股利平稳性对总代理成本的影响系数为0.015,在0.010水平上显著,可以发挥治理效应。罗琦等^[40]研究发现,控股股东持股比例较低的情况下,控股股东代理问题较为突出,说明股利平稳性可以抑制较高的股权代理冲突。非国有上市公司股利平稳性对总代理成本的影响系数为0.038,国有上市公司的影响系数为-0.021,均在0.010水平上显著。说明股利平稳性仅在非国有上市公司中发挥治理效应,国有上市公司的控股股东可能利用股利平稳性侵占投资者利益。实际控制人两权分离程度高的公司中,股利平稳性对总代理成本的影响系数为0.015,但实际控制人两权分离低的公司中,股利平稳性的影响系数为-0.030,均在0.010水平上显著,说明在两权分离程度较高的公司中,股利平稳性可以发挥治理效应。

控股股东不仅可以获取控制权私利^[41],还会存在过度投资等^[42]利益侵占行为。进一步地,本研究借鉴RICHARDSON^[43]的方法测量样本的预期投资水平,得到过度投资(*Ovi_{i,t}*)和投资不足(*Uni_{i,t}*)样本,考察股利平稳性对非效率投资的影响,回归结果见表9。由表9可知,股利平稳性具有抑制过度投资和促进投资不足的差异化作用。另外,本研究还考虑增加其他公司治理机制,回归结果与本研究主要结果相符,进一步说明本研究结果具有一定的稳健性。

6 结论

中国上市公司通过维持股利平稳性向投资者释放关于公司盈利和估值的积极信息,但也存在代理

表 8 考虑控股股东特征不同时的回归结果

Table 8 Regression Results for Considering Different Characteristics of Controlling Shareholders

变量	Aco					
	Dlh = 0	Dlh = 1	Lag = 0	Lag = 1	Dlk = 0	Dlk = 1
Soa	0.015*** (2.757)	-0.014** (-2.429)	0.038*** (7.137)	-0.021*** (-3.359)	-0.030*** (-5.482)	0.015*** (2.780)
Siz	0.009*** (14.172)	-0.005*** (-10.444)	0.010*** (13.287)	-0.005*** (-9.244)	-0.004*** (-7.713)	0.005*** (7.813)
Sal	0.0002 (0.620)	0.001* (1.724)	0.001** (2.168)	0.0003 (0.791)	0.0004 (1.478)	0.0002 (0.541)
Roa	0.014 (1.056)	-0.111*** (-8.144)	-0.082*** (-6.371)	-0.064*** (-4.049)	-0.055*** (-3.980)	-0.031** (-2.212)
Tan	0.011*** (3.008)	0.009*** (2.842)	0.013*** (3.037)	0.001 (0.510)	0.009*** (3.200)	0.007* (1.759)
Tag	-0.003*** (-4.826)	0.0004 (0.651)	-0.003*** (-4.527)	0.001 (1.105)	0.001 (1.525)	-0.002** (-2.288)
Cas	-0.025*** (-4.590)	-0.026*** (-5.400)	-0.039*** (-6.732)	-0.018*** (-3.946)	-0.016*** (-3.776)	-0.028*** (-4.553)
Ind/Y	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.166*** (11.255)	0.443*** (40.016)	0.141*** (8.526)	0.455*** (40.319)	0.433*** (40.766)	0.240*** (16.891)
样本量	8 242	8 256	7 951	8 547	8 736	7 762
R ²	0.048	0.044	0.030	0.050	-0.010	0.029

表 9 股利平稳性与投资效率的回归结果

Table 9 Regression Results for Dividend Smoothing and Investment Efficiency

变量	Ovi	Uni	变量	Soa
Soa	0.104*** (12.788)	-0.024*** (-9.930)	Ovi	-2.321*** (-6.552)
Siz	0.006*** (12.464)	-0.002*** (-14.619)	Uni	3.676*** (4.488)
Sal	-0.0004* (-1.787)	0.0002 (0.274)	Inv	4.615*** (22.531)
Roa	-0.105*** (-6.611)	0.024*** (5.153)	Lah	0.001*** (3.312)
Tan	-0.026*** (-11.889)	-0.005*** (-6.872)	Drl	0.028*** (4.928)
Tag	0.004*** (8.812)	0.001*** (4.718)	Eps	0.039*** (8.851)
Cas	-0.086*** (-21.735)	0.029*** (23.958)	Roe	0.318*** (15.506)
Ind/Y	控制	控制	Liu	0.016 (1.391)
截距项	-0.138*** (-14.092)	0.066*** (21.360)	Ind/Y	控制
样本量	16 498	16 498	截距项	-0.056 (-1.579)
R ²	-1.251	-0.269	样本量	16 498
			R ²	-0.012

人基于租金、薪酬平滑等动机的利益侵占行为。本研究结合控股股东特征和政策变量,构建异质性随机前沿模型和联立方程实证检验股利平稳性对于代理问题和公司价值的影响。研究表明,中国上市公司股利平稳性与总代理成本、第一类代理成本、第二类代理成本、公司价值和价值波动均显著正相关,与代理效率损失负相关。同时,本研究利用倾向得分匹配法控制内生性,考察差异化分红政策实施效果的研究发现,差异化监管政策的实施降低了中国上市公司的总代理成本,缓解了股利不平稳程度,并使股利平稳性对于第一类代理成本和第二类代理成本的直接影响转为显著的抑制作用。本研究进一步加入控股股东特征和投资效率探讨股利平稳性发挥治理效应的条件,发现股利平稳性可以提升控股股东持股比例较低、非国有产权属性和实际控制人两权分离程度较高的上市公司代理效率,且存在抑制过度投资、促进投资不足的差异化作用。

本研究从理论上探讨股权结构集中的情况下股利平稳性治理效应的作用机理,检验股利平稳性的价值效应,说明在中国资本市场有效程度不高、缺乏科学有效分红制度的情况下,持续分红的积极效应具有局限性,短期内事前承诺机制作用的发挥尚未与管理层代理问题视角下的研究结论相一致。本研究进一步验证了中国实施的差异化分红监管政策具有公司治理替代机制的作用,意味着若差异化分红监管政策可以逐步引导股利平稳性释放公司估值的积极信息,则有利于引导上市公司实施科学合理的分红决策,促使股利平稳性发挥隐性承诺的作用,这对中国股利政策监管提供了积极的信号。进一步地,针对股利平稳性发挥治理效应的条件的启示在于,中国相关监管部门确定最优的股利监管政策需考虑较高的股权集中程度、国有产权性质和投资不足的负向影响,可通过混合所有制改革减小控股股东持股比例、增加国有公司分红监管和调整强制股利支付比例等对分红制度进行有针对性的设计和优化。另外,股利平稳性治理效应提升后,还会产生租金平滑、薪酬平滑等其他自利动机,最优的股利政策还需要根据不同阶段的政策效果设计动态的调整机制,以促进科学分红体制的建立。

本研究基于修正的Lintner模型测算实际股利向目标股利的趋近速度用以代表股利平稳性,虽然符合股利政策主流研究方法,但此模型仅考虑了盈利和历史分红水平对于目标股利决策的影响,具有一定的局限性。同时,本研究采用样本匹配得分法等控制内生性并考察政策效果,但中国资本市场成立时间较短,差异化分红监管政策的效果评估也需要更长的时间维度,使本研究的股利平稳性测算和政策评估均受到上市公司样本数量的限制。需要说明的是,目标股利政策理论假设了公司存在目标股利的决策目标,但未考虑动态财务决策的联动性。本研究探讨了股利平稳性对于投资效率的影响,在提升持续分红和发挥股利平稳性治理效应的路径研究

中可进一步考虑控股股东股权质押、机构投资者抱团行为等对于股利平稳性及其经济后果的影响。

参考文献:

- [1] JOHN K, KNYAZEVA A, KNYAZEVA D. Governance and payout precommitment. *Journal of Corporate Finance*, 2015,33:101-117.
- [2] WU Y F. What's behind smooth dividends? Evidence from structural estimation. *The Review of Financial Studies*, 2018,31(10):3979-4016.
- [3] LAMBRECHT B M, MYERS S C. The dynamics of investment, payout and debt. *The Review of Financial Studies*, 2017,30(11):3759-3800.
- [4] JAVAKHADZE D, FERRIS S P, SEN N. An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 2014,29:200-220.
- [5] LINTNER J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 1956,46(2):97-113.
- [6] FAMA E F, BABIAK H. Dividend policy: an empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 1968,63(324):1132-1161.
- [7] ANDRES C, BETZER A, GOERGEN M, et al. Dividend policy of German firms: a panel data analysis of partial adjustment models. *Journal of Empirical Finance*, 2009,16(2):175-187.
- [8] LEARY M T, MICHAELY R. Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 2011,24(10):3197-3249.
- [9] ALLEN F, BERNARDO A E, WELCH I. A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 2000,55(6):2499-2536.
- [10] BRAV A, GRAHAM J R, HARVEY C R, et al. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(3):483-527.
- [11] BAKER M, MENDEL B, WURGLER J. Dividends as reference points: a behavioral signaling approach. *Review of Financial Studies*, 2016,29(3):697-738.
- [12] KAUSTIA M, RANTALA V. Social learning and corporate peer effects. *Journal of Financial Economics*, 2015,117(3):653-669.
- [13] LABHANE N B, MAHAKUD J. Dividend smoothing and business groups: evidence from Indian companies. *Global Business Review*, 2018,19(3):690-706.
- [14] GUTTMAN I, KADAN O, KANDEL E. Dividend stickiness and strategic pooling. *The Review of Financial Studies*, 2010,23(12):4455-4495.
- [15] KNYAZEVA A, KNYAZEVA D. *Dividend smoothing: an agency explanation and new evidence*. New York: New York University, 2014.
- [16] KARPAVIČIUS S. Dividends: relevance, rigidity, and signaling. *Journal of Corporate Finance*, 2014,25:289-312.
- [17] TRESL J, BROCKMAN P, UNLU E. *Dividend smoothing and firm valuation*. Mannheim: University of Mannheim, 2016.
- [18] RANGVID J, SCHMELING M, SCHRIMPF A. Dividend pre-

- dictability around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(5/6):1255-1277.
- [19] LARKIN Y, LEARY M T, MICHAELY R. *Do investors value dividend smoothing stocks differently?*. Toronto: York University, 2016.
- [20] MICHAELY R, ROBERTS M R. Corporate dividend policies: lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(3):711-746.
- [21] SHINOZAKI S, UCHIDA K. Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing // NAITO T, LEE W, OUCHIDA Y. *Applied Approaches to Societal Institutions and Economics*. Singapore: Springer Singapore, 2017:41-55.
- [22] 吕长江,王克敏.市场不完善对公司股利政策的影响.数量经济技术经济研究,1999(2):74-76.
LYU Changjiang, WANG Kemin. The impact of market imperfection on corporate dividend policy. *Journal of Quantitative & Technical Economics*, 1999(2):74-76.
- [23] 李茂良,李常青,魏志华.中国上市公司股利政策稳定吗?基于动态面板模型的实证研究.山西财经大学学报,2014,36(3):33-42.
LI Maoliang, LI Changqing, WEI Zhihua. Do Chinese listed firms follow stable dividend policy: empirical analysis based on dynamic panel data. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2014, 36(3):33-42.
- [24] 任有泉.中国上市公司股利政策稳定性的实证研究.清华大学学报(哲学社会科学版),2006,21(1):119-126.
REN Youquan. An empirical study on instability in dividend policy of the list corporations. *Journal of Tsinghua University (Philosophy and Social Sciences)*, 2006, 21(1):119-126.
- [25] 刘星,陈名芹.中国上市公司股利平稳性理论框架构建:基于国内外股利平稳性前沿研究的综述与分析.会计研究,2016(4):61-69.
LIU Xing, CHEN Mingqin. The construction of the theoretical framework on dividend smoothing in Chinese listed company: based on review and analysis of frontier research on dividend smoothing. *Accounting Research*, 2016(4):61-69.
- [26] 陈名芹,刘星,辛清泉.上市公司现金股利不平稳影响投资者行为偏好吗?.经济研究,2017,52(6):90-104.
CHEN Mingqin, LIU Xing, XIN Qingquan. Does cash dividend unsmoothing influence investors' behavior preference in China?. *Economic Research Journal*, 2017, 52(6):90-104.
- [27] PINKOWITZ L, STULZ R, WILLIAMSON R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6):2725-2751.
- [28] HAW I-M, HO S S M, HU B B, et al. The contribution of stock repurchases to the value of the firm and cash holdings around the world. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(1):152-166.
- [29] 罗琦,李辉.企业生命周期、股利决策与投资效率.经济评论,2015(2):115-125.
LUO Qi, LI Hui. Firm life-cycle, dividend policy and investment efficiency. *Economic Review*, 2015(2):115-125.
- [30] 王国俊,王跃堂,韩雪,等.差异化现金分红监管政策有效吗?基于公司治理的视角.会计研究,2017(7):48-54.
WANG Guojun, WANG Yuetang, HAN Xue, et al. Is the differential cash dividend policy efficient? From the perspective of corporate governance. *Accounting Research*, 2017(7):48-54.
- [31] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1):81-106.
- [32] 魏志华,李常青,吴育辉,等.半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论:基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究.会计研究,2017(7):55-61.
WEI Zhihua, LI Changqing, WU Yuhui, et al. The semi-mandatory dividend rules, refinancing motivation and classical dividend theories: an empirical study based on agent theory and signaling theory. *Accounting Research*, 2017(7):55-61.
- [33] HABIB M A, LJUNGQVIST A. Firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach. *The Journal of Business*, 2005, 78(6):2053-2094.
- [34] 苏治,连玉君.中国上市公司代理成本的估算:基于异质性随机前沿模型的经验分析.管理世界,2011(6):174-175,188.
SU Zhi, LIAN Yujun. An estimation of the agency costs of listed corporation in China. *Management World*, 2011(6):174-175,188.
- [35] 熊家财,苏冬蔚.股票流动性与代理成本:基于随机前沿模型的实证研究.南开管理评论,2016,19(1):84-96.
XIONG Jiakai, SU Dongwei. Ownership structure, stock liquidity and agency costs: a stochastic frontier approach. *Nankai Business Review*, 2016, 19(1):84-96.
- [36] 徐寿福,徐龙炳.现金股利政策、代理成本与公司绩效.管理科学,2015,28(1):96-110.
XU Shoufu, XU Longbing. Cash dividend policy, agency cost and corporate performance. *Journal of Management Science*, 2015, 28(1):96-110.
- [37] 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.管理世界,2003(8):118-126,151.
CHEN Xinyuan, CHEN Donghua, SHI Xu. Company management and cash dividends: a case study on the Foshan illumination company. *Management World*, 2003(8):118-126, 151.
- [38] 罗琦,伍敬侗.控股股东代理与股利生命周期特征.经济管理,2017,39(9):167-179.
LUO Qi, WU Jingtong. Agency problem of controlling shareholder and life-cycle characteristic of dividend. *Business Management Journal*, 2017, 39(9):167-179.
- [39] SYED K B S, ZAINIR F B, ISA M. Does reputation matter in the dividend smoothing policy of emerging market firms? Empirical evidence from India. *Borsa Istanbul Review*, 2018, 18(3):191-204.
- [40] 罗琦,吴哲栋.控股股东代理问题与公司现金股利.管理科学,2016,29(3):112-122.
LUO Qi, WU Zhedong. Agency problem between controlling and minority shareholders and corporate cash dividend. *Journal of Management Science*, 2016, 29(3):112-122.
- [41] 余明桂,夏新平,潘红波.控制权私有收益的实证分析.管理科学,2006,19(3):27-33.
YU Minggui, XIA Xinping, PAN Hongbo. Empirical analysis

- on the private benefits of control. *Journal of Management Science*, 2006, 19(3): 27-33.
- [42] 顾乃康, 邓剑兰, 陈辉. 控制大股东侵占与企业投融资决策研究. *管理科学*, 2015, 28(5): 54-66.
GU Naikang, DENG Jianlan, CHEN Hui. Research on controlling shareholder's occupation behavior and the company's investment and financing decisions. *Journal of Management Science*, 2015, 28(5): 54-66.
- [43] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2/3): 159-189.

Dividend Smoothing, Differential Regulation Policy of Cash Dividend and Agency Efficiency

HAN Yun¹, WU Zhanyong²

¹ School of Finance, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201209, China

² School of Fanli Business, Nanyang Institute of Technology, Nanyang 473004, China

Abstract: Consecutive and stable cash dividend reflects the future certainty of reward to investors. It is conducive to forming investors' good expectations about the future profitability and corporate value, and it is an important symbol to measure the investment potential in the capital market. Dividend smoothing can be used as a prior commitment mechanism to reduce investors' expectations of agency conflict and play an alternative mechanism of corporate governance.

Based on the ownership concentration of firms in China, we studied the effect of dividend smoothing on different types of equity agency cost and investment efficiency under differential regulation policy of cash dividend. Taking the 2006-2017 years A-share listed non-financial companies as the research samples, this study computed the agency cost through heterogeneous stochastic frontier model, and evaluated the degree of dividend smoothing by partial adjustment model. We test the influence of dividend smoothing on agency cost and company value efficiency loss through constructing heterogeneous stochastic frontier model and structural equation model. We used the propensity score matching method to evaluate the function of the governance effects of differential regulation policy of cash dividend on dividend smoothing, and conducted further analysis by adding the factors of the controlling shareholder characteristics and investment efficiency.

The results show that dividend smoothing of listed firms may reduce the degree of deviation between the actual corporate value and the frontier value, but it can't reduce their equity agency cost, and aggravates the fluctuation of the loss of corporate governance efficiency. The study on the cash dividend regulation policy finds that the differential regulation policy of cash dividend is helpful to improve the total agency efficiency, relieve the corporate dividend instability, and cause the direct governance effects of dividend smoothing to restrain management expense ratio or occupying of funds to be remarkably positive. We also find that dividend smoothing can restrain overinvestment, alleviate agency conflict of listed firms with low controlling shareholder ownership, non-state-owned property right or high separation of control rights and cash flow rights, but it also will aggravate the degree of underinvestment.

In this study, the function mechanism of dividend smoothing governance effect from the perspective of the controlling shareholder is clarified theoretically, this enriches the study of the formation mechanism of long-term investors' property income expectation, and shows that the governance effect of dividend smoothing in China's capital market still has limitations. The study shows that differential regulation policy of cash dividend plays an alternative role of corporate governance mechanism by easing agent conflict of the controlling shareholder, which provides empirical evidence for the evaluation of financial regulation policy in China. Further, the effect of dividend smoothing control is constrained by the shareholding ratio of the controlling shareholder and the attribute of state-owned property rights, and depends on the effect of the impact on investment efficiency.

Keywords: dividend smoothing; agency cost; differential regulation policy of cash dividend; corporate value; corporate governance

Received Date: December 17th, 2018 **Accepted Date:** July 6th, 2019

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71702001), the Science Foundation of Ministry of Education of China(20YJCZH040), and the Shanghai 2019 Youth Teacher Training Grant Program(ZZLX19029)

Biography: HAN Yun, doctor in economics, is a lecturer in the School of Finance at Shanghai Lixin University of Accounting and Finance. Her research interests include corporate finance and capital market. Her representative paper titled "Agency problem, institutional investor's supervision and corporate value" was published in the *Business Management Journal* (Issue 10, 2017). E-mail: hanyun@whu.edu.cn

WU Zhanyong, doctor in management, is a professor in the School of Fanli Business at Nanyang Institute of Technology. His research interest focuses on innovation management. His representative paper titled "Efficiency evaluation of developing low-carbon economy in Henan Province based on DEA" was published in the *Statistics & Decision* (Issue 5, 2015). E-mail: wuzhany@163.com □