

非国有股东治理与股利平稳性

——基于竞争性国有控股上市公司的经验证据

陈艳利 姜艳峰

(东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心,辽宁 大连 116025)

摘要:本文以2009~2017年竞争性国有控股上市公司为研究样本,从股权结构和高层治理两个维度实证分析非国有股东治理对股利平稳性的影响,并检验外部行业竞争在两者关系中的调节效应。实证结果表明,非国有股东治理能力的增强能够促进股利平稳性的提升,具体表现为非国有股东持股比例越高,股利平稳性越强;非国有股东委派董事比例越高,股利平稳性越强;外部行业竞争对非国有股东治理之于股利平稳性的正向影响存在替代作用。进一步研究发现,非国有股东治理与股利平稳性之间的正向关系在地方国有企业、低市场化地区和低融资约束样本组中更显著。

关键词:股利平稳性;非国有股东;股权结构;高层治理

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)02-0037-11

一、引言

股利分配问题是国有企业改革的重点之一,国家是国有资本的初始委托人,具有获得国有资本投资收益的权利,但是由于存在“所有者缺位”和“一股独大”等问题,国有企业的现金股利发放动机不强、波动性偏高。针对上述问题,监管部门逐步以“半强制”“强制”的形式干预企业股利分配决策,从而影响了国有企业的股利分配倾向和水平^{[1][2]},相关政策虽然强调了对股利平稳性的重视,但未能将其有效地纳入公司监管和治理体系当中。关于股利平稳性,国外学者围绕股权结构、管理层特征、制度环境、企业绩效等方面进行了丰富的研究。国内相关研究起步较晚,刘星和陈名芹(2016)构建了我国上市公司股利平稳性的理论框架^[3];刘星等(2016)研究发现,公司实施股权激励会降低股利平稳性^[4]。股东具有参加重大财务决策的权利,而股利是股东获取投资回报的重要载体^[5],平稳的现金股利分配有助于保护股东利益并促进企业平稳健康发展,因此自然会受到股东治理的影响。

收稿日期:2019-08-19

基金项目:国家社会科学基金一般项目“资本配置视角下国有资本经营预算的实施效果与制度完善研究”(14BJY151);国家自然科学基金面上项目“国有资本经营预算制度的未预期效应:理论分析与实证检验”(71772029)

作者简介:陈艳利(1972—),女,辽宁盘锦人,东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心教授,博士;
姜艳峰(1992—),女,山东临沂人,东北财经大学会计学院博士生。

非国有股东治理作为混合所有制改革的重要内容,是优化国有企业公司治理机制的有效突破口,其经济后果引起了国内学者的广泛关注。已有文献主要探讨了非国有股东在创新投入、投资效率、高管薪酬激励等方面的良性治理效果^{[6][7][8]},并且发现非国有股东能够通过提升企业内部治理水平影响股利政策的制定。卢建词和姜广省(2018)发现民营和境外投资者参股程度越高,我国上市公司的现金股利分配意愿越大^[9];洪正和袁齐(2019)发现非国有股东治理能够提升国有企业现金股利分配的倾向和水平^[10]。但是,上述研究尚未涉及国有企业股利平稳性,而且已有文献也鲜有从股东治理的视角来考察股利平稳性的影响因素,所以本文研究非国有股东治理对股利平稳性的影响,具有一定的创新性。

非国有股东一般可以通过股东大会投票与董事会投票两个渠道参与公司治理。刘汉民等(2018)发现股权结构与董事会结构对国有企业经营效率的影响存在非对等的关系^[11],刘运国等(2016)、蔡贵龙等(2018)也发现董事会作为股东影响企业经营管理决策的重要途径,其结构的合理性对非国有股东发挥治理作用有着更重要的意义^{[8][12]}。所以,本文将从股权结构和高层治理两个维度分别检验非国有股东治理对股利平稳性的影响机制。另外,本文发现具有竞争性质的商业类国有企业是混合所有制改革的重点领域,该类国有企业积极推进股权多元化建设,注重落实非国有资本出资人以股东身份对权利和职责的履行。截至2017年末,具有竞争性质的商业类国有企业实现混改的比例超过85%,非国有股东持股比例和参与高层治理的能力相比其他类型国有企业较大,能够在股利决策中拥有一定的话语权。在此背景下,本文以沪深A股竞争性国有控股上市公司为研究对象,实证检验非国有股东治理对股利平稳性的影响。

本文可能的贡献有以下三点:第一,拓展了我国股利影响因素的研究视角。国内学者对股利的研究主要集中在分配倾向和水平两个方面,而本文从股权结构和高层治理两个维度分析了国有企业股利平稳性的影响因素。第二,丰富了非国有股东治理经济后果的实证研究。已有关于非国有股东治理的文献尚未涉及股利平稳性,而本文研究发现非国有股东治理对股利平稳性的提升有显著的促进作用,并且这一作用因行业竞争环境、行政级别、市场化进程以及融资约束水平的不同而存在差异。第三,研究内容对深化混合所有制改革,引导上市公司进行持续、稳定的现金股利分配具有一定的政策参考价值。如何优化股权结构、促进非国有股东良性治理作用的有效发挥,是新时代深化推进混合所有制改革、提升国有企业效率的攻坚问题,本文研究内容不仅有助于股利监管部门从非国有股东治理的角度分析国有控股上市公司股利平稳性的影响因素,还对国资监管部门推进混合所有制改革具有一定的参考价值。

二、理论分析与假设提出

(一)非国有股东治理与股利平稳性

引入非国有资本并形成有利于企业发展的治理结构,是提升国有企业公司治理质量的重要途径。已有文献对非国有股东治理经济后果的研究观点较为统一,普遍认为非国有股东治理能力与公司治理效率的改善程度显著正相关^{[6][8][12]}。非国有股东是公司的所有者之一,具有获得资本收益的权利,而平稳的现金股利分配有助于保护股东利益,所以本文预期非国有股东治理能力的提升会对股利平稳性产生正向影响,具体影响机制如下:

首先,非国有股东能够通过强化对管理层的监督激励来提升股利平稳性。国有企业普遍存在“所有者缺位”问题,加上信息不对称问题的存在,使得管理层的控制权较大,国有股东难以有效约束管理层的行为或者正确评价其努力程度,造成管理层的机会主义行为和道德风险问题^[9]。由于当现金股利分配的平稳性较低时,管理层从内部现金流中谋取私利的灵活性较大,而“所有者缺位”问题导致国有大股东对管理层的监督较弱,所以管理层通过平滑现金股利以获取租金收益的动机较小^[3];加之我国的资本市场信息透明度较差,管理层也不需要以此来掩盖当前和未来现金流信息,所以,国有企业管理层会倾向于制定非平稳的股利政策以谋取私利。但是,随着非国有股东治理能力的增强,企业“所有者缺位”问题得到一定程度的缓解,非国有股东的“逐利天性”会促使其积极参与公司治理,通过提高国有企业会计信息透明度、改善内部控制质量、构建有效的薪酬激励制度等途径增强对管理层的

监督激励^{[8][12][13]},从而抑制管理层通过操纵现金股利政策进行寻租的行为,进而促使股利平稳性得到提高。另外,基于自由现金流理论,当现金股利政策较为平稳时,会给管理层造成维持分红的压力,现金流的持续减少也能够有效约束管理层利用剩余现金流进行个人消费、帝国建造等代理行为,所以非国有股东为保护自身股东利益会倾向于制定更加平稳的现金股利政策。

其次,非国有股东能够通过有效制衡国有股东的掏空行为来提升股利平稳性。掏空行为一般仅能够通过“隧道”隐蔽进行,随着我国投资者保护力度的加大,关联交易和资金占用等传统方式带来的风险也越来越大,现金股利政策则成为相对“隐蔽”的掏空工具^[14]。国有企业存在国有股“一股独大”的问题,而且与非国有企业相比,国有企业承担着更多的政策性负担(如维持社会稳定、保障就业、投资新产业等),国有大股东有动机和能力利用企业剩余现金流来完成这些目标,从而会使国有企业较难制定稳定且高水平的现金股利政策,导致股利决策偏离企业价值最大化目标,进而形成损害中小股东利益的掏空行为。而非国有股东以实现投资收益最大化为首要目标,其目标偏好和决策模式与国有大股东存在较大差异。随着持股比例的增加,非国有股东抑制国有大股东“掏空”的动机和能力会增强,促使其通过股东强强联合、委派董事等方法对国有大股东的行为进行监督和制衡^[15],促进制定平稳性较强的现金股利政策以降低大股东掌控的现金流,以此保护自身获得投资收益的权利。因此,非国有股东能够通过制衡国有大股东利用非平稳的现金股利政策进行掏空的行为,进而促进股利平稳性的提高。

所以,从股权结构维度来看,随着非国有资本的引入,一方面能够在一定程度上缓解国有企业“一股独大”的局面,国有企业受政府干预的程度和承担的政策性负担也将明显减少^[16],大股东损害中小股东利益的掏空行为会受到抑制,进而促进国有企业进行平稳的现金分红。另一方面,基于委托代理理论,平稳的股利政策是缓解股东与管理层、大股东与中小股东之间代理冲突的有效工具。当持股比例较高时,基于资本逐利的本性,非国有股东具有较强的动机和能力提升公司治理质量,进而促进股利平稳性的提高。综上所述,本文提出假设 H1:

H1:非国有股东持股比例越高,股利平稳性越强。

从高层治理维度来看,董事会不仅是股东大会的代表者,而且具体负责公司的重大决策,承担着战略咨询和监督管理者的职能,对非国有股东发挥治理作用有着重要的意义^[8]。与单纯的持有股份相比,当非国有股东成功地委派董事会成员时,一方面能够落实非国有股东的话语权,影响大股东通过委派董事对企业实现的绝对控制,进而对国有大股东控制企业股利决策的行为实现有效干预。另一方面,能够提升非国有股东参与公司治理的能力,促使非国有股东获取更多关于经营管理的信息^[13],这在一定程度上保障了非国有股东监督的有效性,能够更为直接地约束管理层的代理行为,抑制“内部人控制”问题。例如,非国有股东通过成功委派董事能够在提升内部控制质量、改善会计信息质量、强化高管薪酬激励等方面有效地发挥治理作用^{[8][12][13]}。所以,本文预期非国有股东委派董事的比例越高时,其参与公司治理和提升治理效率的能力越强,进而能够有效地抑制管理层和大股东通过操纵现金股利进行利益侵占的行为,最终促使股利平稳性得到提高。综上所述,本文提出假设 H2:

H2:非国有股东委派董事比例越高,股利平稳性越强。

(二)非国有股东治理、行业竞争与股利平稳性

竞争性国有企业按照市场化要求实行商业化运作,相比其他垄断性或者公益性国有企业,更注重追求企业的经济效益,受外部行业竞争环境的影响较大。作为外部治理机制的重要组成部分,行业竞争可能会对非国有股东治理与股利平稳性之间的关系产生重要影响。当前关于行业竞争存在外部治理作用的理论假说主要有三种:充分信息比较假说、清算威胁假说和声誉激励假说。首先,基于充分信息比较假说,行业竞争为股东评价管理者的经营能力和努力程度提供了天然环境。当行业竞争程度越高时,信息不对称程度越低,这能够有效抑制管理层的机会主义行为,大股东的掏空行为也更容易被市场识别^[17]。在此逻辑下,较高的行业竞争程度能够通过降低信息不对称来抑制管理层和大股东操纵现金股利的行为,促使国有企业制定较为平稳的现金股利政策,这与非国有股东治理对股利平稳性的正向影响存在替代作用。其次,基于清算威胁假说,激烈的竞争环境会增加企业的破产清算压

力,直接威胁着管理层的职业安全和大股东的投资利益^[18],从而促使企业制定更为平稳的现金股利政策以向外界传递经营状况良好的信息,大股东的掏空行为也将受到破产风险的约束。而当行业竞争程度较低时,国有企业因竞争力不足而破产的风险会较小,此时管理层操纵股利以谋取私利的风险和成本会较低,国有大股东的掏空动机也较强,进而迫使非国有股东更有动机通过股东大会投票和委派高层管理人员来维护自身利益,即非国有股东治理作用的发挥空间更大,其对股利平稳性的影响也会更显著。最后,基于声誉激励假说,在激烈的竞争环境中经理人的压力较大,即使非国有股东对经理人的监督激励作用较小,经理人也会勤奋工作以获取良好的职业声誉并增加自身的谈判筹码,其会主动减少通过操纵现金股利政策谋取私利的行为,并且会倾向制定更为平稳的股利政策来吸引中小投资者以增强企业竞争力。相关学者也通过实证方法证实了行业竞争能够发挥有效的外部治理作用,通过提高公司治理效率促进现金股利分配更加平稳^[19],这与非国有股东治理在提升股利平稳性方面的作用具有一定的类似性。

所以,本文预期当行业竞争程度较高时,管理层和大股东操纵现金股利政策的行为会受到约束,行业竞争在公司治理方面所起的作用与非国有股东治理的作用存在替代关系,导致非国有股东治理对股利平稳性的影响较小;相反,当行业竞争程度较低时,管理层业绩评价压力、破产失业压力以及声誉维护压力较小,国有大股东的掏空动机也较强,这两类主体通过非平稳的现金股利分配谋取自身利益的问题较为严重,此时非国有股东会更倾向于制定较为平稳的现金股利政策以维护自身的利益。所以,在行业竞争程度较低时,非国有股东治理对股利平稳性的正向影响会更显著。综上所述,本文提出假设 H3 和假设 H4:

H3:行业竞争程度越低时,非国有股东持股比例与股利平稳性的正向关系越显著。

H4:行业竞争程度越低时,非国有股东委派董事比例与股利平稳性的正向关系越显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以沪深两市 A 股中竞争性行业国有控股上市公司为研究样本,样本期间为 2009~2017 年。本文首先按照实际控制人性质确定国有企业样本,然后借鉴魏明海等(2017)的做法剔除非竞争类的行业^[20]。由于现金股利平稳性计算涉及公司近三年的数据,所以有关现金股利的样本数据收集期从 2006 年开始。非国有股东委派董事数据根据财务年报进行手动搜集,股权性质变量来源于 RESSET 数据库,其他变量来源于 CSMAR 数据库。另外,为增强实证结果的严谨性,本文剔除了金融类和 ST、* ST 类样本,剔除了每股现金股利连续数据不足三年和存在数据缺失的样本,并对主要连续变量进行了上下 1%水平的 Winsorize 处理。数据处理均在 Stata14 软件中进行,最终获得 4719 个有效的公司一年度样本。

(二)主要变量定义

1.非国有股东治理。本文借鉴蔡贵龙等(2018)的做法对非国有股东治理能力进行度量^[8]。在股权结构维度,采用非国有股东持股比例(SHR_Nonsoe)指标,并且将具有“一致行动人”性质或者受同一个最终控制人控制的股东作为同一股东处理;在高层治理维度,采用非国有股东委派董事比例(D_Nonsoe)指标,当股东为法人时,如果某样本公司的董事在该法人单位有职务则判定为委派;当股东为自然人时,如果其在样本公司担任董事,则视为委派。

2.股利平稳性。本文借鉴 Leary 和 Michaely(2011)的做法,采用现金股利分配水平波动与公司盈余波动的比值来度量股利不平稳程度^[21]。该种度量方法融合了公司治理、投资者迎合、同行比较等理念,体现为公司高管为保持竞争优势和吸引投资者,即使在盈利波动性较大时也会进行较为平稳的现金分红^{[3][22]}。而且,该种度量方法造成的样本量丢失数较少,经济学含义较为直观,有助于理解非国有股东治理影响股利平稳性的作用机制以及行业竞争在其中起到的调节作用,更加契合本文研究主题。具体采用近三年每股现金股利标准差与近三年每股收益标准差的比值(Soa)来度量股利不

平稳程度,该比值越大,代表股利平稳性越低。

3.行业竞争。本文借鉴林乐等(2013)的做法,采用分行业、分年度计算的赫芬达尔指数 HHI 来度量行业竞争程度(H)^[23]。首先,根据 2012 年证监会行业分类标准,在样本期间内分年度计算各行业每个上市公司的营业收入与行业总营业收入比值的平方和,此平方和即为各行业当年的 HHI,HHI 值越小表示行业竞争程度越高。然后,分年度将各行业的 HHI 值与当年全部行业的 HHI 均值进行比较,如果一个行业当年的 HHI 值大于或者等于全行业的 HHI 均值,将其定义为低竞争行业(H 赋值为 0),小于均值的为高竞争行业(H 赋值为 1)。

4.控制变量。借鉴相关文献,本文选择如下控制变量:公司规模(Size)、资本结构(Lev)、总资产报酬率(Roa)、市值账面比(MB)、现金持有水平(Cfo)、上市年龄(Age)、董事长与总经理是否两职合一(Ceo)、有形资产占比(Tangible)、董事会规模(Board)、收益波动性(Risk)、股利派息率(Pr)和第一大股东持股比例(Top)。另外,本文分别设置了年度虚拟变量(Year)和行业虚拟变量(Ind),以分别控制年度固定效应和行业固定效应。变量的具体定义详见表 1。

表 1 主要变量定义表

变量名称	变量符号	变量说明
股利不平稳程度	Soa	近三年每股现金股利的标准差/近三年每股收益的标准差,值越大表示股利平稳性越低
非国有股东持股比例	SHR_Nonsoe	前十大股东中非国有股东持股比例之和
非国有股东委派董事比例	D_Nonsoe	非国有股东委派董事人数/董事会总人数
行业竞争程度	H	当上市公司处于低竞争行业时 H 赋值为 0,处于高竞争行业时 H 赋值为 1
公司规模	Size	年末总资产的自然对数
资本结构	Lev	年末负债总额/年末总资产
总资产报酬率	Roa	净利润/年末总资产
市值账面比	MB	年末总市值/年末总资产
现金持有水平	Cfo	每股经营性现金流量
上市年龄	Age	公司上市年数的自然对数
董事长与总经理是否两职合一	Ceo	合一时赋值为 1,否则为 0
有形资产占比	Tangible	年末有形资产总值/年末总资产
董事会规模	Board	年末董事会总人数的自然对数
收益波动性	Risk	近三年总资产报酬率的标准差
股利派息率	Pr	每股现金股利/每股净利润
第一大股东持股比例	Top	第一大股东持股数/年末总股数

(三)实证检验模型

为检验非国有股东持股比例与股利平稳性的关系,本文构建模型(1):

$$Soa = \alpha_0 + \alpha_1 SHR_Nonsoe + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (1)$$

为检验非国有股东委派董事比例与股利平稳性的关系,本文构建模型(2):

$$Soa = \alpha_0 + \alpha_1 D_Nonsoe + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (2)$$

为检验行业竞争的调节作用,本文构建模型(3)和模型(4):

$$Soa = \alpha_0 + \alpha_1 SHR_Nonsoe + \alpha_2 H + \alpha_3 SHR_nonsoe \times H + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (3)$$

$$Soa = \alpha_0 + \alpha_1 D_Nonsoe + \alpha_2 H + \alpha_3 D_nonsoe \times H + \sum Control + \sum Year + \sum Ind + \epsilon \quad (4)$$

四、实证结果分析

(一)描述性统计与分析

表 2 为描述性统计结果。由表 2 可知,股利不平稳程度(Soa)的均值为 0.431,该值小于 1,说明每股现金股利的波动小于每股收益波动,反映出样本公司的股利政策具有一定平稳性,但是相比全部 A 股上市公司股利不平稳程度的均值 0.412^②而言仍是较大,且中位数为 0.192,说明股利平稳性的水平并不高。从股权结构维度来看,非国有股东持股比例(SHR_Nonsoe)的均值仅为 0.130,与第一大

股东持股比例(Top)的均值 0.373 相比差距较大,体现了国有股“一股独大”的特点。从高层治理维度来看,非国有股东委派董事比例(D_Nonsoe)的均值为 0.029,中位数为 0.000,表明非国有股东委派董事比例比较低,其发挥公司治理作用的提升空间较大。

表 2 主要变量的描述性统计

	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Soa	4719	0.431	0.718	0.000	0.192	4.708
SHR_Nonsoe	4719	0.130	0.122	0.014	0.089	0.567
D_Nonsoe	4719	0.029	0.066	0.000	0.000	0.333
H	4719	0.363	0.481	0.000	0.000	1.000
Size	4719	22.450	1.262	20.060	22.260	26.500
Lev	4719	0.518	0.197	0.103	0.528	0.922
Roa	4719	0.036	0.044	-0.117	0.030	0.180
MB	4719	1.616	1.343	0.179	1.230	7.105
Cfo	4719	0.430	1.040	-3.105	0.306	4.312
Age	4719	2.542	0.472	1.099	2.639	3.178
Ceo	4719	0.107	0.309	0.000	0.000	1.000
Tangible	4719	0.950	0.054	0.700	0.966	1.000
Board	4719	0.949	0.079	0.699	0.954	1.176
Risk	4719	0.019	0.025	0.000	0.010	0.149
Pr	4719	0.247	0.271	0.000	0.205	1.668
Top	4719	0.373	0.147	0.113	0.360	0.743

(二)回归结果与分析

本文对模型(1)~(4)中涉及的变量进行了 Pearson 相关性分析,结果表明各变量相关系数的绝对值均小于 0.5。VIF 检验的平均值小于 1.28,各单个变量的 VIF 值均小于 2,表明不存在严重的多重共线性问题。

表 3 汇报了模型(1)~(4)的回归结果。第 1 列报告了非国有股东持股比例(SHR_Nonsoe)与股利平稳性关系的回归结果,SHR_Nonsoe 的系数为-0.250且在 5%的水平上显著,证明非国有股东持股比例越高,股利不平稳程度越低,即股利平稳性越强,假设 H1 得到验证。本文认为,随着非国有股东持股比例的提高,一方面国有企业受政府干预的程度会有所降低,国有大股东损害中小股东利益的掏空行为会受到抑制,从而促使企业进行平稳分红;另一方面,非国有股东约束管理层代理行为的动机和能力也随之增强,公司治理效率的提升促使股利分配的平稳性增强。

第 2 列报告了非国有股东委派董事比例(D_Nonsoe)与股利平稳性关系的回归结果,D_Nonsoe 的系数为-0.609且在 1%的水平上显著,证明非国有股东委派董事比例越高,股利平稳性越强,假设 H2 得到验证。董事会负责公司的重大决策,同时也担负着战略咨询和监督管理的职能,非国有股东通过委派董事能够对管理层的代理行为产生直接影响,并对大股东所委派的董事的决策能力产生制衡作用,进而促使股利平稳性得到提高。

第 3 列和第 4 列进一步研究了行业竞争对非国有股东治理与股利平稳性关系的调节作用。SHR_Nonsoe×H 为非国有股东持股比例与行业竞争程度的交乘项,其系数为 0.353 且在 5%的水平上显著,表明在行业竞争程度越低时,非国有股东持股比例与股利平稳性之间的正向关系越显著,假设 H3 得到验证。D_Nonsoe×H 为非国有股东委派董事比例与行业竞争程度的交乘项,其系数为 0.994 且在 1%的水平上显著,表明在行业竞争程度越低时,非国有股东委派董事比例与股利平稳性之间的正向关系越显著,假设 H4 得到验证。本文认为,行业竞争在公司治理中所起的作用与非国有股东治理的作用存在替代关系,当行业竞争程度较低时,管理层业绩评价压力、破产失业压力以及声誉维护压力较小,国有大股东的掏空能力也较强,两类主体通过非平稳的现金股利政策谋取自身利益的问题较为严重,此时非国有股东通过制定平稳的现金股利政策以维护自身利益的动机较强,所以产生的治理效果会更显著。

表 3

各模型回归结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
SHR_Nonsoe	-0.250 ** (-2.00)		-0.238 ** (-2.40)	
D_Nonsoe		-0.609 *** (-2.69)		-0.651 *** (-3.74)
H			-0.007 (-0.24)	0.008 (0.34)
SHR_Nonsoe×H			0.353 ** (2.17)	
D_Nonsoe×H				0.994 *** (3.23)
Size	0.000 (0.00)	-0.009 (-0.54)	0.012 (1.12)	0.007 (0.70)
Lev	-0.096 (-0.96)	-0.099 (-0.98)	-0.167 ** (-2.59)	-0.161 ** (-2.50)
Roa	1.189 *** (2.66)	1.268 *** (2.83)	1.121 *** (4.14)	1.169 *** (4.32)
MB	0.022 (1.34)	0.020 (1.22)	0.006 (0.58)	0.005 (0.49)
Cfo	0.011 [(0.67)]	0.011 (0.64)	0.001 (0.09)	0.000 (0.02)
Age	-0.163 *** (-4.93)	-0.186 *** (-5.53)	-0.128 *** (-5.88)	-0.131 *** (-5.91)
Ceo	0.160 *** (3.45)	0.162 *** (3.52)	0.032 (1.05)	0.035 (1.16)
Tangible	0.260 (0.89)	0.270 (0.93)	0.092 (0.52)	0.090 (0.51)
Board	0.211 (1.03)	0.205 (1.00)	0.094 (0.76)	0.104 (0.85)
Risk	-3.681 *** (-5.34)	-3.607 *** (-5.20)	-2.523 *** (-6.25)	-2.510 *** (-6.23)
Pr	0.428 *** (6.62)	0.425 *** (6.58)	0.308 *** (8.53)	0.312 *** (8.66)
Top	0.214 ** (2.00)	0.164 (1.53)	0.041 (0.60)	0.029 (0.43)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
截距项	0.267 (0.53)	0.463 (0.92)	0.252 (0.81)	0.341 (1.08)
样本量	4719	4719	4719	4719
Adj-R ²	0.044	0.044	0.062	0.064

注：***、**和*分别表示显著性水平为1%、5%和10%；括号内为t值，下表同。

(三)稳健性检验^③

1. 替换非国有股东治理的度量指标。本文借鉴蔡贵龙等(2018)的做法,采用第一大非国有股东持股比例(SHR_Nonsoelth)作为非国有股东治理在股权结构维度的替代变量;采用非国有股东委派董监高比例(DJG_Nonsoe)作为非国有股东治理在高层治理维度的替代变量^[8]。替换变量后对模型(1)~(4)重新回归,研究结论不变。

2. 替换股利平稳性的度量指标。首先,为避免窗口太短导致的样本偏差问题,本文采用近五年每股现金股利标准差与近五年每股收益标准差的比值(Soa5)来替换Soa;其次,参照余琰和王春飞(2014)的研究,将股利不平稳程度定义为现金分红比例在时间纵向上的波动程度^[24],具体采用近三年每股现金股利的方差(Var3)来替换Soa,方差越大代表股利平稳性越低。分别替换股利平稳性的

度量指标后,对模型(1)~(4)重新回归,研究结论不变。

3.可能的内生性问题检验。公司的股权结构和高层治理状况会受到财务政策、经营绩效等方面的影响,平稳性较强的股利分配可能会吸引非国有股东投资进入企业。为了缓解可能存在的反向因果问题,本文采用各个省份的沿海港口数量(Sea_Port)和第一次鸦片战争至新中国成立之前是否被迫开放为商埠(Com_Port)作为非国有股东治理的工具变量,对模型进行两阶段回归^[8]。沿海港口数量多或者属于商埠的地区,对外开放程度和市场化程度均较高,非国有股东参与公司治理的程度较高,但与股利平稳性无关,因此地区港口数量(Sea_Port)和是否为商埠(Com_Port)均满足工具变量的相关性和外生性两条标准。Sargen 检验统计量的 P 值均小于 1,表明工具变量不存在过度识别问题;Kleibergen-Paap Waldrk F 统计量均大于 10,且大于 10%的显著性水平上的临界值 11.59,拒绝工具变量弱识别的假定;Kleibergen-Paap rk LM 统计量的 P 值均小于 0.1,拒绝工具变量识别不足的假定。两阶段回归结果显示工具变量与非国有股东治理变量高度正相关,估计的非国有股东治理变量与股利平稳性显著正相关,证明在考虑了可能的内生性问题之后,非国有股东治理与股利平稳性的正向关系依然稳健。

五、进一步研究

根据上文分析,非国有股东治理能够促进国有企业股利平稳性的提升,然而这种作用的发挥可能受多种因素的影响,除了行业竞争程度,比较典型的因素还有行政级别和地区的市场化进程,这两种因素都偏向于宏观层面。同时,企业微观层面的融资约束水平与高管决策紧密相关,直接影响公司的现金股利分配意愿,对股利平稳性的影响也不容忽视。所以,本文分别对行政级别、市场化进程以及融资约束水平的影响做进一步分析。

(一)行政级别与非国有股东治理影响差异

由于中央企业和地方国有企业在体制机制约束、受政府干预程度以及公司治理结构等方面存在差异,非国有股东治理对股利平稳性的影响效果可能有所不同。本文借鉴夏立军和方轶强(2005)的做法,按照实际控制人性质将由中央政府部门控制的企业定义为中央企业,将由省级及以下政府部门控制的企业定义为地方国有企业^[25]。将样本划分为地方组和中央组后,对模型(1)~(2)进行分组回归,结果见表 4。

表 4 进一步分析:按行政级别分组的回归结果

	模型(1)		模型(2)	
	地方	中央	地方	中央
SHR_Nonsoe	-0.299 ** (-2.16)	-0.003 (-0.04)		
D_Nonsoe			-0.843 *** (-3.00)	-0.174 (-1.00)
Control	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.110 (-0.32)	1.246 ** (2.15)	-0.075 (-0.22)	1.394 ** (2.40)
样本量	3224	1495	3224	1495
Adj-R ²	0.060	0.097	0.060	0.099

表 4 结果显示,在地方组中 SHR_Nonsoe 的系数为-0.299且在 5%的水平上显著,D_Nonsoe 的系数为-0.843且在 1%的水平上显著,而这两个变量在中央组中均不显著。本文认为,中央国有企业占据着重要的国家战略地位,受中央政府的控制较强,非国有股东的话语权以及对国有大股东的制衡能力可能受到一定程度的限制^[12]。而且,中央国有企业在资金、人才等方面占有更大的优势,其内部控制建设、薪酬业绩评价、外部董事治理等机制相对更加完善^[26],管理层的投机行为受到抑制,股利分配趋于平稳的政策导向也更明显。而地方国有企业受业绩考核压力以及官员晋升需求的影响,管理层或者国有大

股东操纵现金股利平稳性的动机较强,受非国有股东治理影响的效果会更显著。而且,从数据统计来看,中央国有企业 Soa 的均值为 0.385^②,小于地方国有企业的均值 0.452^②,说明地方国有企业的股利平稳性本身就较低,非国有股东治理提升股利平稳性的作用空间更大,在回归结果上体现为更强的显著性。

(二)市场化进程与非国有股东治理影响差异

我国经济正处于转型阶段,不同地区企业的外部市场化进程存在较大的差异。市场化进程除了影响股利政策的选择外,还会影响公司内部治理作用的发挥^[27],所以本文预期市场化进程也会对非国有股东治理与股利平稳性之间的关系产生重要影响。本文借鉴蔡贵龙等(2018)的做法采用市场化指数(2016)来度量市场化进程(Mar)^{[8][28](P68-143)},按照当年各地区市场化指数的均值将样本划分为高、低市场化组后,对模型(1)~(2)进行分组回归,结果见表 5。

表 5 的结果显示,在低市场化组中 SHR_Nonsoe 的系数为 -0.294 且在 1% 的水平上显著, D_Nonsoe 的系数为 -0.869,也在 1% 的水平上显著,而这两个变量在高市场化组中均不显著。本文认为,由于市场化进程较高的地区法治水平和投资者保护程度较高,管理层利用内部现金流谋取私利的风险和成本更大,这能够有效抑制管理层权力滥用和大股东掏空等行为,促使企业制定较为平稳的现金股利政策。另外,基于信息传递视角,在市场化进程较高的地区,信息不对称程度较低,企业内外部的监督机制更加完善,非国有股东的利益得到较好的保护,故其通过积极参与公司治理、制定平稳的现金股利政策来维护自身利益的空间较小,即非国有股东治理在市场化进程较低的地区会发挥更显著的作用。所以,与行业竞争类似,市场化进程与非国有股东治理对股利平稳性的影响也表现出显著的替代作用。

表 5 进一步分析:按市场化进程分组的回归结果

	模型(1)		模型(2)	
	低市场化组	高市场化组	低市场化组	高市场化组
SHR_Nonsoe	-0.294 *** (-2.78)	0.130 (1.02)		
D_Nonsoe			-0.869 *** (-3.78)	0.011 (0.06)
Control	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
截距项	0.122 (0.25)	0.779 * (1.92)	0.056 (0.11)	0.796 * (1.94)
样本量	2226	2493	2226	2493
Adj-R ²	0.0619	0.0554	0.0610	0.0589

(三)融资约束水平与非国有股东治理影响差异

企业微观层面的融资约束水平与现金股利政策紧密相关^[29],当融资约束水平较高时,企业受可支配资金的制约难以制定平稳性较强的现金股利政策^④,所以,本文预期企业融资约束水平也会对非国有股东治理与股利平稳性之间的关系产生重要影响。本文借鉴徐寿福等(2016)的做法,采用 SA 指数来度量企业的融资约束水平(SA)^[30],SA 指数的值越大代表融资约束水平越低, $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ 。根据融资约束水平的均值将样本划分为高、低融资约束组后,对模型(1)~(2)进行分组回归,结果见表 6。

表 6 的结果显示,在低融资约束组中,SHR_Nonsoe 的系数为 -0.560 且在 1% 的水平上显著, D_Nonsoe 的系数为 -0.784 且在 5% 的水平上显著,而这两个变量在高融资约束组中均不显著。本文认为,当融资约束水平较高时,信息不对称导致企业外部融资成本增加,公司倾向于制定非平稳的现金股利政策来保持现金持有的灵活性以应对投资需求。所以,在高融资约束组中,样本公司受内部可支配资金的限制更倾向于制定非平稳的现金股利政策,导致非国有股东通过提升股利平稳性来维护自身利益的作用有限。而在低融资约束组中,样本公司的外部融资压力较小且资金较为充裕,股利平稳性受内源资金限制的程度较低,而且较多的可利用资金为管理层或者大股东操纵现金股利谋取私

利的行为提供了动机和条件,这促使非国有股东积极参与公司治理并有动机提升股利平稳性,即较低的融资约束水平为非国有股东治理作用的发挥提供了客观条件和现实需求,从而促使非国有股东治理与股利平稳性之间的正向关系更显著。

表 6 进一步分析:按融资约束水平分组的回归结果

	模型(1)		模型(2)	
	低融资约束组	高融资约束组	低融资约束组	高融资约束组
SHR_Nonsoe	-0.560 *** (-2.60)	0.117 (0.91)		
D_Nonsoe			-0.784 ** (-2.15)	-0.262 (-1.02)
Control	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
截距项	0.372 (0.47)	0.167 (0.32)	0.571 (0.72)	0.150 (0.28)
样本量	2362	2357	2362	2357
Adj-R ²	0.0278	0.0536	0.0269	0.0537

六、研究结论与政策建议

本文以 2009~2017 年竞争性国有控股上市公司为研究样本,实证分析了非国有股东治理对股利平稳性的影响,并进一步探究了行业竞争程度对两者关系的影响。实证结果表明,非国有股东治理能够显著促进股利平稳性的提升,具体表现为非国有股东持股比例越高,股利平稳性越强;非国有股东委派董事比例越高,股利平稳性越强。本文认为,非国有股东能够通过有效制衡国有股东的掏空行为、强化对管理层的监督激励来提升股利平稳性,而行业竞争作为重要的外部治理机制对非国有股东治理之于股利平稳性的正向影响存在替代作用。在进一步研究中,本文还发现非国有股东治理作用的发挥会受到多种因素的影响,分组回归结果显示非国有股东治理与股利平稳性之间的正向关系在地方国有企业、低市场化地区和低融资约束水平的样本组中更显著。

基于研究结论,本文提出以下建议:第一,深化混合所有制改革,保障非国有股东治理作用有效发挥。现阶段非国有股东的持股比例和委派董事比例仍然较低,但能够有效地抑制国有大股东和管理层利用非平稳的现金股利政策谋取利益的行为。所以,在混合所有制改革过程中,需要注重保障非国有股东在财务决策、内部控制建设、信息披露等方面话语权的落实,有效促进非国有股东在公司治理中的作用发挥。第二,重视优化外部治理环境,坚持“竞争中性”原则。本文发现行业竞争能够通过降低信息不对称、提高清算威胁以及强化声誉激励等途径促使企业制定平稳的现金股利政策,而且较高的市场化进程也能够产生类似影响。所以,建议遵循“竞争中性”原则,进一步破除行政壁垒,使资源配置方式真正回归市场,引导竞争性国有企业制定科学合理的现金股利政策,以提升企业竞争力。第三,协同推进外部监管与内部治理机制的完善,促进股利平稳性提升。本文发现,竞争性国有控股上市公司整体上存在一定的股利平稳性,但是与目前持续、稳定的现金股利分配目标相比尚有较大差距,而非国有股东治理这一内部治理机制对于提升股利平稳性具有显著影响。因此,股利监管部门在强化外部监管政策引导的同时,可以将上市公司内部治理机制的协同优化纳入政策设计,并注意分析和识别企业行政级别、所处地区的市场化进程以及融资约束水平等宏微观因素产生的调节作用。例如,将股利监管的制度设计与上市公司非国有股东治理、内部控制建设、董事会试点改革、经理人市场化选聘等内容相结合,促使各类治理机制在提升股利平稳性方面发挥有效的协同作用。

注释:

①非竞争类的行业根据证监会颁布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)进行筛选,包含的代码有 B06、B07、B08、B09;C16、C25、C31、C32、C37;D;G53、G54、G55、G56、G60;I;N;P;Q。

②数据由本文作者采用 Stata 软件计算获得,计算方法与上文研究设计一致。

③限于篇幅结果未披露,有兴趣可向作者索取。

④本文样本数据回归结果表明,融资约束水平与股利平稳性显著负相关。

参考文献:

- [1] 许浩然,廖冠民.股利的公司治理功用:基于央企强制分红的实证检验[J].中央财经大学学报,2018,(4):53—62.
- [2] 魏志华,李茂良,李常青.半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J].经济研究,2014,(6):100—114.
- [3] 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[J].会计研究,2016,(4):61—69.
- [4] 刘星,宋彤彤,陈名芹.股权激励、代理冲突与股利平稳性——基于持股管理者寻租的研究视角[J].华东经济管理,2016,(11):114—122.
- [5] 陈晓珊,刘洪铎.冗员负担与现金股利政策——来自混合所有制企业的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2019,(2):31—41.
- [6] 李文贵,余明桂.民营化企业的股权结构与企业创新[J].管理世界,2015,(4):112—125.
- [7] 祁怀锦,刘艳霞,王文涛.国有企业混合所有制改革效应评估及其实现路径[J].改革,2018,(9):66—80.
- [8] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018,(5):137—149.
- [9] 卢建词,姜广省.混合所有制与国有企业现金股利分配[J].经济管理,2018,(2):5—20.
- [10] 洪正,袁齐.非国有股东治理与国企分红——兼论混合所有制改革[J].商业研究,2019,(1):39—48.
- [11] 刘汉民,齐宇,解晓晴.股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究[J].经济研究,2018,(5):175—189.
- [12] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016,(11):61—68.
- [13] 曾诗韵,蔡贵龙,程敏英.非国有股东能改善会计信息质量吗?——来自竞争性国有上市公司的经验证据[J].会计与经济研究,2017,(4):28—44.
- [14] 张路,罗婷,岳衡.超募资金投向、股权结构与现金股利政策[J].金融研究,2015,(11):142—158.
- [15] Bennedsen, M., Wolfenzon, D. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1—2): 113—139.
- [16] 陈林,唐杨柳.混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J].经济学家,2014,(11):13—23.
- [17] Schmidt, K. M. Managerial Incentives and Product Market Competition[J]. Review of Economic Studies, 1997, 64(2): 191—213.
- [18] Cason, T. N., Friedman, D., Milam, G. H. Bargaining versus Posted Price Competition in Customer Markets[J]. International Journal of Industrial Organization, 2003, 21(2): 223—251.
- [19] Javakhadze, D., Ferris, S. P., Sen, N. An International Analysis of Dividend Smoothing[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (29): 200—220.
- [20] 魏明海,蔡贵龙,柳建华.中国国有上市公司分类治理研究[J].中山大学学报(社会科学版),2017,(4):175—192.
- [21] Leary, M. T., Michaely, R. Determinants of Dividend Smoothing Empirical Evidence[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(10): 3197—3249.
- [22] Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E. Dividend Stickiness and Strategic Pooling[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(12): 4455—4495.
- [23] 林乐,谢德仁,陈运森.实际控制人监督、行业竞争与经理人激励——来自私人控股上市公司的经验证据[J].会计研究,2013,(9):36—43.
- [24] 余琰,王春飞.再融资与股利政策挂钩的经济后果和潜在问题[J].中国会计评论,2014,(1):43—66.
- [25] 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.
- [26] 刘启亮,罗乐,何威风,陈汉文.产权性质、制度环境与内部控制[J].会计研究,2012,(3):52—61.
- [27] 张丽平,付玉梅.市场化进程、公司治理与现金股利政策[J].投资研究,2017,(9):140—160.
- [28] 王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016)[M].北京:社会科学文献出版社,2017.
- [29] Chay, J. B., Suh, J. Payout Policy and Cash-flow Uncertainty[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 88—107.
- [30] 徐寿福,邓鸣茂,陈晶萍.融资约束、现金股利与投资—现金流敏感性[J].山西财经大学学报,2016,(2):112—124.

(责任编辑:胡浩志)