

公司特质不确定性与股利政策

钟华明 韩永辉

摘要:利用中国A股非金融类上市企业2007—2019年的季度数据,分析公司特质不确定性对不同股利政策的影响。研究发现,公司特质不确定性对非金融企业的现金股利支付和股票回购两种股利政策都有显著负向影响。进一步地,管理者股权激励程度和机构投资者的外部监管程度增强都会减弱公司特质不确定性对股利政策产生的负向影响。相比国有企业、中小企业和非制造业企业,公司特质不确定性对民营企业、大企业和制造业企业的股利政策产生的负向影响更大。完善公司内外部治理机制可缓和不确定性对非金融企业的股利政策产生的负面影响,且有助于保护中小投资者利益和维持资本市场长远健康发展。

关键词:公司特质不确定性;股利政策;现金股利;股票回购;机构投资者

中图分类号:F832.4 **文献标识码:**A **文章编号:**2097-1346(2025)01-0109-15

一、引言

股利政策作为上市公司财务管理活动的重要组成部分,不仅仅是上市公司为回馈投资者的一种手段,也已经成为上市公司应对不确定性的一项风险应对机制(雷光勇,2015)。以往研究提出的“股利无关论”是基于完全确定性假设条件下所得(Miller and Modigliani, 1961)。但在上市公司遭受金融危机或者不确定性冲击时,股利政策通常会发生变化(Chay and Suh, 2009; 祝继高和王春飞, 2013),以应对企业盈利能力下降和未来现金流的不确定性,这对“股利无关论”的解释力造成了挑战。股利政策主要是指公司股东大会或董事会决定的一切与股利和股票回购有关的事项,包括公司是否发放股利和是否进行股票回购、发放多少股利和回购多少份额股票、何时发放股利和何时进行股票回购等方面的策略。

在2007—2019年间,中国A股非金融类上市公司现金分红总额和平均值整体上呈现出缓慢上涨趋势。但是,在上市公司受到较大不确定性冲击时,上市公司现金分红总额和平均值均会出现短期的下降。如在2007—2008年的次贷危机、2015年国内发生股市危机

收稿日期:2023-09-24

基金项目:国家社会科学基金重大项目(21&ZD074);国家自然科学基金项目(71873041;72073037);广东省自然科学基金项目(2022B1515020008)。

作者简介:钟华明,经济学博士,广东外语外贸大学金融学院讲师,研究方向为公司金融与国际金融;韩永辉,通讯作者,经济学博士,广东外语外贸大学广东国际战略研究院教授、博士生导师,研究方向为世界经济与跨国投资,150149594@qq.com。

和供给侧结构性改革启动的影响下,中国 A 股非金融类上市公司的现金分红总额和平均值均呈现出下降趋势,直观说明其确实受到不确定性因素的干扰。

公司特质不确定性指公司证券收益率波动中无法被市场波动解释的部分(Goyal and Santa-Clara,2003;钟华明和刘志铭,2023)。从不确定性的类型来看,以往实证文献主要关注宏观方面,比如经济不确定性和政策(政治)不确定性对股利政策的影响(雷光勇等,2015;Bonnie et al.,2017;陈伟光和钟华明,2023;姜伟等,2024)。但宏观经济不确定性或政策不确定性假设所有企业个体在面临不确定性时的反应都是同质的,忽略在一个国家内部不同地区、不同行业 and 不同企业在面临不确定性时的差异;而且微观企业个体预期的形成方式多种多样,即使面对完全相同的外部环境,企业的不确定性感知也很难一致(聂辉华等,2020;付一婷等,2022)。更重要的是,现有对于不确定性如何影响股利政策的研究结论不一。一方面,部分文献表明不确定性加剧显著提高公司的现金股息支付和加快股票回购计划,增强股利政策,使得较高不确定性所带来的代理问题得到缓解(Bonnie et al.,2017)。另一方面,亦有文献表明不确定性加剧会显著降低股息支付和推迟股票回购计划,减弱股利政策,以维持公司经营所需的自由现金流和缓解未来的融资困境(Chay and Suh,2009;雷光勇等,2015;Walkup,2016)。那么,公司特质不确定性如何影响股利政策,通过何种机制产生影响?对于不同类型的企业,这种影响又有何差异?本文从微观层面的公司特质不确定性视角深入研究企业实施股利政策的动机以及调节机制,运用发展中大国的经验证据,为回答以上问题提供新思路。

与以往文献相比,本文可能的边际贡献体现为:第一,扩展了有关股利政策动因以及机理的研究,有助于丰富对于中国股权分置改革后上市公司股利政策变化的理论阐释;第二,以往文献主要关注不确定性对股利政策的影响,未充分考虑影响过程中相关的调节机制的作用。本文揭示了公司特质不确定性影响股利政策的调节机制,有助于说明公司治理机制(激励机制和监督机制)如何作用于不确定性对公司决策机制(股利政策)的影响,为解开“股利之谜”提供新的微观研究支撑。

二、理论基础与研究假说

(一)公司特质不确定性对股利政策的影响

现有研究对公司特质不确定性如何影响股利政策尚无定论。一些文献认为,公司特质不确定性对股利政策有负向影响。在特质不确定加剧时期内,外部投资者和金融机构感知风险会增加,使得企业在进行外部股权和债权融资时,投资者要求的风险溢价提高和项目回报率上升,导致公司外部资本成本增加,内部现金流变得更有价值(Huang et al.,2015;Sarwar et al.,2020)。不确定性上升还会挤压公司未来现金流,增加财务困难的可能性。Walkup(2016)指出当总体市场状况变得不稳定时,所有公司都可能更重视维持公司内部可用的自由现金流。重要的是,外部融资比内部融资困难,尤其对于无法预测未来现金流量的公司而言,受潜在财务限制影响,可能面临更高昂的融资成本(Chay and Suh,2009)。因此,当预期外部融资成本增加时,企业可能减少或停止发放现金股利和推迟股票回购计划,减弱股利政策。另外,由于公司特质不确定性上升会带来现金流风险,导致经理人预期内部风险增加,从而采取更加谨慎的股利政策。随着经理人预期风险的增加,企业倾向于

采取临时措施来应对风险,最常采用的是筹集资金和减少支出的方式(Sarwar et al., 2020)。雷光勇等(2015)指出若未来市场不确定性增加,非金融企业的主营业务收入和净利润可能受阻,缩减开支会成为企业的有效抉择。相对于租金、员工薪酬和水电费用等刚性支出,公司股利政策可调整的灵活性较大;经理人通常会选择降低现金股息支付和推迟股票回购计划以保留现金,等待不确定性的缓解或消除。同时,由于中国金融市场发展不完善和不健全,中国上市公司在进行全球投资时常受到限制,以及进行全球性资源配置的能力有限,使得上市公司缺乏对冲不确定性的工具和保障措施,对公司特质不确定性上升造成的影响更加敏感。故公司特质不确定性的提高可能导致企业采取更加稳健的股利政策,即减少现金股息支出或推迟实施股票回购计划。

另一些文献则认为,公司特质不确定性对股利政策有正向影响。首先,在公司特质不确定性增强时期,股东有更为强烈的动机要求管理层采用激进的股利政策,以约束管理层的扩大投资行为。根据代理理论,增加股息支出可以降低不确定性上升期间管理者与股东之间的代理成本。由于经理人在公司生产经营活动中会获取比股东更多的信息,但只能获得合同约定的报酬,不能享有全部剩余收益,因此经理人可能会将资源配置到对自己有利的活动中,但这或与股东利益最大化的原则相违背。股东可能要求派发高股息,以减少在管理者控制下的可支配现金,避免这些现金浪费在负净现值投资项目中。Attig et al. (2021)指出,在公司特质不确定性上升时增强股利政策,可以使管理层在使用公司资源时更加自律,从而减轻他们在经济萧条时期转移公司资源的强烈动机。

其次,在公司特质不确定性加强时,管理层为更容易获取外部融资,更倾向于维持或实施激进的股利政策,向潜在投资人传递公司经营良好的信息。Sarwar et al. (2020)指出,即使在不确定时期,未来具有较高绩效和资本回报率的公司也会继续支付股息,以模仿市场中处于有利地位的股票,并在不确定期间获得更多外部融资。

最后,Anolick et al. (2021)指出由于管理者和股东之间存在信息不对称,较高的信息不对称会降低股票的流动性,压低股票价格。在不确定性加剧时,信息不对称会更加严重,上市公司通过执行股票回购计划可以向市场参与者传达股价被低估的信息。同时,在高度的市场不确定性时期,企业可能会“为市场计时”以回购被低估的股票。经理人会利用自身对公司真实价值的了解来确定由于市场不确定性而导致股价被低估的时间。当股票价格低于真实内在价值时,公司管理层就会执行回购计划。故当公司特质不确定性增加时,企业可能会增加或维持现金股利支付和执行股票回购计划,提高股利政策。鉴于此,本文提出竞争性假说1a与1b。

假说1a:公司特质不确定性的提高导致企业采取更加稳健的股利政策,即减少现金股息支出或推迟实施股票回购政策。

假说1b:公司特质不确定性的提高导致企业采取更加激进的股利政策,即增加现金股息支出或加快实施股票回购政策。

(二)股权激励程度的调节效应

股权激励程度和机构投资者外部监管在公司特质不确定性对股利政策影响过程中的调节作用如图1所示。在公司特质不确定性对股利政策产生影响过程中,管理者受到的股权激励程度究竟起到何种作用?代理理论认为股利政策的实施和对管理层的股权激励都

可以减轻经理人和股东之间的代理成本。Fenn and Liang (2000)指出,对管理层的股权激励有助于更好地协调管理层和股东的利益,使得管理层有动机维持或增强股利政策,管理层与股东利益的更大一致性则缓解了在不确定性加剧时企业面临的委托代理问题。对于授予管理层较强股权和期权激励的企业,当受到较高公司特质不确定性冲击时,管理层会更加关注这种不确定性,他们自身的风险厌恶程度亦会放大这种不确定性带来的结果。若经理人是风险规避型的,当他们持有较多股权期权和缺乏分散投资的能力时,公司特质不确定性会直接影响他们对公司投资机会的估值(Panousi and Papanikolaou, 2012)。这将降低投资机会对管理者的吸引力,而增加管理者对现金股利支付的偏好。同时,由于管理层的道德风险和逆向选择的问题,若管理层受到的股权和期权激励较多,相对于在未来获取不确定性更大的收益,此时支付更多的股利或加大股票回购可能使得拥有较多股权激励的管理层的现时获利更大,满足感更强,管理层亦可以获得短期的账面收益。故在公司特质不确定性加剧时,管理者受到的股权和期权激励程度越大,越会使得管理者有动机增强股利政策。

由于不同股利支付方式之间的灵活性不同,股权激励程度在公司特质不确定性对现金股利支付和股票回购影响过程中的调节机制可能存在差异。在不确定性加剧环境中,当外部资本的供给变得昂贵且公司进入资本市场受到严格限制

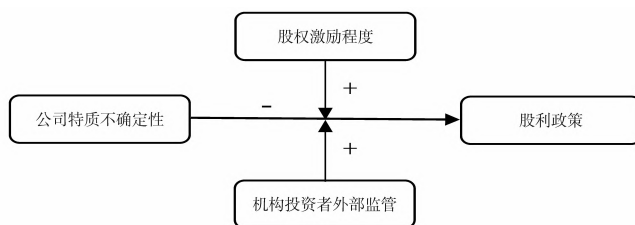


图1 机制作用图

时,股利政策的灵活性变得更有价值(Haque, 2016)。相对股票回购,现金股息支付具有一定粘性,在不确定性增加时,管理层减少股息的决定可能会触发公司价值的严重下降,打击公司声誉和损害其社会责任(Chay and Suh, 2009)。故在公司面临公司特质不确定性增加时,管理层会倾向维持现金股利政策的稳定性,以便维持公司声誉和向市场传达良好信息。

与现金股利支付相比,股票回购计划具有灵活性,在未来现金流变得更加不确定性时,公司可能会选择减少股票回购计划而维持原有的现金股息支付政策,以便维持经营所需的现金流和良好的资本市场声誉。股票回购并不是管理者对股东的坚定承诺,也没有确切的计划实施时间表。管理者可以根据公司面临的经营环境对股票回购计划的启动和执行进行灵活的调整,故计划回购股票的公司面临不确定性加剧时可以利用这种灵活性来中止回购计划,以便保持持续的现金流(Walkup, 2016)。尽管股票回购有税收优势,但在公开市场回购股票亦存在成本,这种行为为管理者提供了利用内部信息以牺牲股东利益为代价而使自己受益的机会。况且,实施回购股票通常需要进行债务融资,在不确定性加剧环境中,会使得公司财务负担加重和财务风险加大,这都会使得风险规避的管理层减少实施股票回购计划。鉴于此,本文提出假说2。

假说2:管理者的股权激励程度越强,公司特质不确定性对股利政策的负向影响越弱;且由于不同股利支付方式之间的灵活性不同,管理者的股权激励程度在公司特质不确定性对现金股利支付和股票回购中的影响可能不同。

(三)机构投资者监管的调节效应

公司在受到公司特质不确定性冲击时,通常面临信息不对称性加剧、融资约束收紧和投资项目未来现金流不确定性加强等负向影响,增加了上市公司的交易和监控成本。机构投资者由于其在信息生产和收集上的规模效应,以及与其他投资者之间较强的协调能力和担保能力,故机构投资者持股增加被认为有利于缓解代理冲突和减少信息不对称。

第一,机构投资者监管通过减轻公司特质不确定性上升时公司面临的代理成本,而减缓对股利政策的负向影响。与未来政策不确定性相关的系统性风险,以及与企业投资和资本配置相关的特质风险都会影响机构投资者的持股策略(Francis et al., 2021; 陈伟光等, 2021)。Kor et al. (2008)指出不确定性和经济表现不佳的根源都会放大股东和经理之间的信息不对称,进而削弱股东评估管理决策的能力,从而引发管理机会主义和加重代理问题。与此同时,机构大股东还可以通过“话语权机制”直接干预管理层的决策来约束管理层的行为(Haque, 2016),即机构持股水平越高,越会使得股东提议和代理投票行为越多,更多的投票权反过来也会促使监管成本降低(Nagel et al., 2015; 梁刚等, 2023)。机构投资者也可能通过基于公共或私人信息的可信退出威胁来缓解不确定性加剧时管理者和股东之间的利益冲突。故机构投资者是对管理层行为进行有效监督的外部投资者,他们主要是通过减轻代理成本,从而降低管理者行为意图的不确定性以此达到监管的目的。然而,作为更严格监控和降低信息成本的结果,机构股东可能向公司管理层施加压力,要求其支付更多的现金股利或增加股票回购,达到维持或增强股利政策以作为回报的目的。

第二,机构投资者监管通过减轻公司特质不确定性上升时公司面临的信息不对称,而减缓对股利政策的负向影响。更高的机构持股所有权与更大程度的管理层信息披露,更多的分析师关注和更大的流动性相关联(Audra et al., 2015; 刘广和张迎, 2022)。公司获得更多的分析师关注,就会有更大程度的信息披露,使得企业的投资项目在不确定性加剧的环境中的价值更加确定,即提高了公司的财务和投资项目透明度(韩永辉等, 2013)。由于机构投资者在评估公司的财务绩效、管理质量和公司治理方面是具有专业知识的长期投资者,他们的持股增加会增强对公司股东的外部监督,从而达到提高管理效率和减轻信息不对称的效用(Nagel et al., 2015; Crane et al., 2016)。

第三,机构投资者监管通过缓解公司特质不确定性上升时公司面临的融资约束,而减缓对股利政策的负向影响。机构投资者拥有充裕的资金和金融领域的人脉关系,能够更好地感知项目的价值,从而能够为公司的投资项目提供必要的资金和向银行借贷的背书。故公司特质不确定性增强时,机构投资者持股增加能有效减弱银行等信贷机构对投资项目评估的不确定性,使得上市公司更容易获取信贷,缓解流动性困境和降低融资成本。

总而言之,在不确定性加剧下,机构投资者可以通过建议和合法性等积极的信号传递以及监控和资源提供功能为公司增加可观价值(Kor et al., 2008)。这能有效降低代理成本,减轻信息不对称性,减少银行对贷款抵押品的需求,从而缩减内部和外部资金成本之间的差距,使得公司特质不确定性上升造成的外部融资成本下降和投资项目盈利能力变得清晰,进而缓解公司特质不确定性对股利政策产生的负向影响。鉴于此,本文提出假说3。

假说3:机构投资者的“监管效应”越强,公司特质不确定性对股利政策的负向影响越弱。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文所选择的研究样本来自于中国 A 股的非金融类上市公司,时间区间为 2007 年第 1 季度至 2019 年第 4 季度,数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。本文删除了 2015 年后上市的公司和 ST 类经营异常的研究样本,同时对所有连续变量进行 1% 分位的缩尾处理。

样本数据起始选择 2007 年的原因在于中国财政部于 2007 年 1 月 1 日起施行新的《企业会计准则》和《企业审计准则》。同时,考虑到 2020 年和 2021 年的新冠肺炎疫情对中国上市公司经营环境和投资行为的重大冲击,故本文的样本数据截止至 2019 年。

(二) 变量选取

1. 被解释变量。针对股利政策指标 *Fashare* 作为因变量时 0 较多的情况,把股利政策指标设置为是否发放现金股利或执行股票回购的虚拟变量,当上市公司有发放现金股利或股票回购行为时取值为 1,否则为 0,记为 *Fashare1*。为进一步探究公司特质不确定对不同股利支付方式的异质影响,再把股利政策指标拆分为现金股利支付和股票回购两个指标,同样设定为二元虚拟变量。当上市公司有进行现金股利分配行为时取值为 1,否则为 0,记为 *Fashare2*。当上市公司有进行股票回购的行为时取值为 1,否则为 0,记为 *Fashare3*。

2. 解释变量。公司特质不确定性 *FIU* 指标的构建参考 Panousi and Papanikolaou (2012) 的做法,首先,运用 Fama and French (1993) 的标准线性三因子模型移除每日超额收益的可预测变化;然后,计算公司每日股票特质收益的季度性标准偏差作为公司特质不确定性。

3. 控制变量。参考聂辉华等(2020)和钟华明(2021)等文献的做法,控制变量指标包括盈利能力 *Profit*,采用净利润与总资产占比表示;现金流 *CashF*,采用经营活动现金流净额与总资产占比表示;固定资产占比 *Tang*,采用固定资产与总资产占比表示;杠杆率 *Lev*,采用资产负债率表示;企业规模 *Size*,采用总资产的自然对数表示;托宾 Q 值 *Tobin*,采用市值与总资产占比表示。金融与实体相对收益率 *Return_Gap* 等于金融投资收益率与实体投资收益率比值;金融与实体相对风险率 *Return_Risk* 等于金融投资风险与实体投资风险比值。金融和实体投资风险分别用金融和实体投资当期、滞后 1 期和滞后 2 期收益率的标准差衡量。金融投资收益率与实体投资收益率的设定详见张成思和张步云(2016)。

4. 调节变量。参考苏冬蔚和林大庞(2010)的做法,使用管理层股权和期权与管理层总薪酬比例 *OptionIncen* 来衡量管理者的股权激励强度。参考张敏和姜付秀(2010)对机构投资者监管指标的设定,利用机构投资者持股占比 *Institushare* 和机构投资者数量 *InstituNumber* 表示非金融公司受到的机构投资者外部监管程度 *Institution*。机构投资者持股占比 *Institushare* 由基金持股比例、合格境外投资者持股比例、券商持股比例、保险持股比例、社保基金持股比例、信托持股比例、财务公司持股比例、银行持股比例、非金融类上市公司持股比例和其他机构持股比例加总所得。机构投资者数量指标 *InstituNumber* 由每家公司每个季度持有该股的机构投资者的机构个数加总所得。为与公司特质不确定性指标的量级相匹配,把机构投资者数量指标 *InstituNumber* 除以 100。

同时,在稳健性检验和异质性分析中还涉及四个虚拟变量。其中,*EstateIndus* 在稳健

性检验内容部分用到, *EstateIndus* 为 1 时表示房地产企业, 为 0 时表示非房地产企业。另外, *Nature*、*Sizecode* 和 *Manusindus* 三个变量都是在异质性分析中用到。首先, 根据企业所有权的不同, 选取了国有企业和民营企业两类来分析, 其中, *Nature* 为 1 时表示国有企业, 为 0 时表示民营企业。其次, 根据企业规模的不同, 按照总资产的中位数将样本分为大企业 (*Sizecode* = 1) 与中小企业 (*Sizecode* = 0) 两类。最后, 根据中国证监会上市公司 2012 版行业分类方法, 将企业分为制造业企业 (*Manusindus* = 1) 和非制造业企业 (*Manusindus* = 0) 两类。

所有变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	度量方式
股东价值导向	<i>Fashare1</i>	企业发放现金股利或执行股票回购时取值为 1, 否则为 0
现金股利支付	<i>FaShare2</i>	企业发放现金股利时取值为 1, 否则为 0
股票回购	<i>Fashare3</i>	企业执行股票回购时取值为 1, 否则为 0
公司特质不确定性	<i>Fiu</i>	利用公司的每日股票收益率和 Fama 和 French (1993) 的三因子模型来估计季度特质波动率
营业利润波动率	<i>Roavol_Sd4</i>	根据四个季度窗口内营业收入与总资产比率的标准偏差计算
管理者风险规避	<i>OptionIncen</i>	管理层股权和期权与管理层总薪酬的比值 <i>OptionIncen</i>
机构投资者监管	<i>Institution</i>	机构投资者持股占比 <i>Institushare</i> 和机构投资者数量 <i>InstituNumber</i>
盈利能力	<i>Profit</i>	净利润与总资产的比值
现金流	<i>CashF</i>	经营活动现金流净额与总资产的比值
固定资产占比	<i>Tang</i>	固定资产与总资产的比值
杠杆率	<i>Lev</i>	资产负债率
企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
托宾 Q 值	<i>Tobin</i>	市值与总资产的比值
金融与实体相对收益率	<i>Return_Gap</i>	金融投资收益率与实体投资收益率的比值
金融与实体相对风险	<i>Return_Risk</i>	金融投资风险与实体投资风险的比值。金融和实体投资风险分别用金融和实体投资当期、滞后 1 期和滞后 2 期收益率的标准差衡量
企业所有权虚拟变量	<i>Nature</i>	<i>Nature</i> 为 1 时表示国有企业, 为 0 时表示民营企业
企业规模大小虚拟变量	<i>Sizecode</i>	<i>Sizecode</i> 为 1 时表示大企业, 为 0 时表示中小企业
制造业分类虚拟变量	<i>Manusindus</i>	<i>Manusindus</i> 为 1 时表示制造业企业, 为 0 时表示非制造业企业
房地产行业分类虚拟变量	<i>EstateIndus</i>	<i>EstateIndus</i> 为 1 时表示房地产企业, 为 0 时表示非房地产企业

(三) 模型设定

参考 Chay and Suh (2009)、雷光勇等 (2015) 的做法, 本文使用 Logit 模型进行实证分析, 建立实证模型 (1)。

$$\text{LogitPr}(FaShare_{it}) = \beta_0 + \beta_1 FIU_{it} + \delta X_{it} + \mu_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $\text{Pr}(D)$ 表示公司采取现金股利发放或者股票回购行为的概率。在模型 (1) 中, i 表示上市公司, j 表示上市公司所在的行业, t 表示时期; 因变量 $FaShare_{it}$ 包括 *Fashare1*、*Fashare2*、*Fashare3*, 分别表示股利政策、现金股利支付和股票回购的多元虚拟变量。解释变量 FIU 表示公司特质不确定性。其他的控制变量包括盈利能力 *Profit*、现金流 *CashF*、固定资产占比 *Tang*、杠杆率 *Lev*、企业规模 *Size*、托宾 Q 值 *Tobin*、金融与实体相对收益率 *Return_Gap* 和金融与实体相对风险率 *Return_Risk*。同时, 为控制不随时间变化的公司特质

性和随时间变化的宏观经济和宏观政策等不可观测因素对股利政策的影响,引入行业固定效应 μ_j 和时间固定效应 γ_t ,上市公司行业分类以证监会 2012 版行业分类标准为基准。 ε_{it} 是与行业固定效应和时间固定效应无关的随机扰动项。

为检验公司特质不确定性对股利政策的影响如何受到股权激励程度和机构投资者外部监管的调节作用,本文建立实证模型(2)、(3)。

$$\begin{aligned} \text{LogitPr}(FaShare_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 FIU_{it} + \beta_2 FIU_{it} \times OptionIncen_{it} + \beta_3 OptionIncen_{it} \\ & + \delta X_{it} + \mu_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{LogitPr}(FaShare_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 FIU_{it} + \beta_2 FIU_{it} \times Institution_{it} + \beta_3 Institution_{it} \\ & + \delta X_{it} + \mu_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

四、实证分析

(一) 基准回归结果分析

表 2 显示公司特质不确定性对股利政策的影响。第(1)列和第(2)列的估计结果表明,无论是否加入控制变量,公司特质不确定性都对股利政策产生负向影响,且在 1% 水平上显著,验证了假说 1a。在经济显著性水平上,公司特质不确定性增加一个单位,公司实施股利政策计划的可能性下降 42%。为进一步了解公司特质不确定性对现金股利支付和股票回购的影响,将两个指标的虚拟变量分别对公司特质不确定性进行回归。第(3)列至第(6)列的实证结果均表明,公司特质不确定性对现金股利支付和股票回购分别都具有负面影响,且都在 5% 水平上显著。与对股票回购的负向影响相比,公司特质不确定性对现金股利支付的负向影响明显更大。在经济显著性水平上,公司特质不确定性增加一个单位,公司实施现金股息支付和股票回购计划的可能性分别下降 44% 和 14%。本文的基准回归与 Chay and Suh(2009)采用国际数据所得的实证结果基本相同,实证发现现金流量不确定性是股利政策的主要影响因素。然而,有关中国的经验证据并不支持上市公司实施股利支付的代理理论,反而表明企业的管理者在实施“节流”措施,这可能是受中国金融市场的不健全和间接融资的困难影响所致。上市公司在受到公司特质不确定性冲击时面临更大的融资约束,导致金融机构和外部投资者更加惜筹,企业管理者则更加珍惜内部现金流,进而实施稳健性的股利政策。

表 2 公司特质不确定性对股利政策的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Fashare1</i>	<i>Fashare1</i>	<i>Fashare2</i>	<i>Fashare2</i>	<i>Fashare3</i>	<i>Fashare3</i>
<i>Fiu</i>	-0.776 *** (0.098)	-0.424 *** (0.106)	-0.883 *** (0.124)	-0.438 *** (0.132)	-0.219 *** (0.054)	-0.135 ** (0.061)
<i>Profit</i>		1.656 *** (0.042)		2.036 *** (0.053)		0.149 *** (0.031)
<i>CashF</i>		0.081 *** (0.020)		0.141 *** (0.024)		0.017 (0.014)
<i>Tang</i>		-0.038 *** (0.006)		-0.048 *** (0.008)		-0.006 (0.004)
<i>Lev</i>		-0.196 *** (0.005)		-0.249 *** (0.006)		-0.019 *** (0.003)

续表 2

<i>Size</i>		0.032 *** (0.001)		0.040 *** (0.001)		0.005 *** (0.001)
<i>Tobin</i>		-0.009 *** (0.001)		-0.012 *** (0.001)		0.000 (0.000)
<i>Return_Gap</i>		0.001 *** (0.000)		0.001 *** (0.000)		0.000 (0.000)
<i>Return_Risk</i>		-0.002 *** (0.000)		-0.002 *** (0.000)		-0.000 (0.000)
样本量	99130	95332	73399	70329	75445	72131
Pseudo-R ²	0.553	0.613	0.555	0.628	0.128	0.140
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
季度固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES

注:股利政策指标(*Fashare1*)、现金股息支付指标(*Fashare2*)和股票回购指标(*Fashare3*)都为0-1虚拟变量,使用Logit模型估计。表中相应的系数为边际效应值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著;括号内为稳健标准误;表2~表4同。

(二)稳健性检验

1. 由遗漏变量引起的模型内生性。在关于不确定性的研究中,针对遗漏变量引起的内生性问题,可以使用公司特质不确定性相对于因变量的滞后项来解决,即认为不确定性是预先确定的。为此,本文通过将公司特质不确定性滞后一期进行回归,发现实证结果仍然是一致^①。

2. 由双向因果关系引起的模型内生性。由于股票的市场价值是未来股利支付的现值,因此股利政策带来的股利支付的变化,有可能影响股价波动,进而影响公司特质不确定性。为减轻逆向因果关系,一方面,本文重新计算托宾Q值以降低测量误差问题,在使用托宾Q值等于市值/(总资产-无形资产净额-商誉净额)对模型(1)进行实证分析后,发现回归分析结果与基准结果保持一致。另一方面,使用不确定性作为主要解释变量的一个主要问题在于不确定性的测量误差。作为对三因子模型的进一步扩展,Fama and French (2015)通过加入盈利能力因子和投资模式因子将其扩展为五因子模型。本文通过使用五因子模型重新计算公司特质不确定性*Fiu5*,实证结果仍然是一致的。但由于仍然是使用股价的波动率作为公司特质不确定性的替代指标,仍存在双向因果关系的可能。为减轻由此带来的内生性问题,本文参考Chay and Suh(2009)的做法,使用营业利润波动率作为公司特质不确定性的替代指标。其中,营业利润波动率*Roavol_Sd4*是根据四个季度窗口内营业收入与总资产比率的标准偏差计算所得。替换公司特质不确定性后,实证结果仍然是一致的。

3. 缩减研究样本。本文在对基准模型(1)进行实证分析时包括了房地产行业的研究样本,当把研究样本划分为非房地产行业(*EstateIndus* = 0)和房地产行业(*EstateIndus* = 1)进行回归后。实证结果表明,在非房地产行业中,回归结果仍然保持稳健。此外,在房地产行业中,公司特质不确定性对股利政策仍然有显著负向影响。

^①限于篇幅,相关稳健性检验结果和机制分析结果不在正文中汇报,留存备索。

另外,考虑到金融危机对企业股利政策存在影响,本文通过排除 2007—2009 年的样本数据进行实证分析,发现实证结果仍然是一致的。

(三) 异质性检验

为探讨公司特质不确定性对股利政策影响的异质性,本文从三个方面对研究样本进行划分,并对相应的子样本进行估计。

相对民营企业,国有企业由于受到政府部门的约束,更加注重对机构等大股东和中小股民的分红。对于国有企业而言,分配股息和回购股票可能不仅是管理层的决策问题,更是一项社会责任和上级行政主管部门的行政命令所导致的结果。国有企业的经理人也并不像民营企业一样对受到的公司特质不确定性那么敏感,因为国有企业享有国家信用担保而存在预算软约束,会在一定程度上对冲企业的经营风险(张成思和郑宁,2019)。国有企业的内部现金流相对外部融资的价值也就相对较小,使得国有企业的股利政策在面临不确定性冲击时受到的负面影响较弱。

对于不同规模的企业而言,大企业本身发放现金股息和股票回购的支出远大于中小企业,同时投资项目多且金额大。当未来现金流不确定性增加时,大企业为确保主营业务正常经营和创新投资所需的资金流,会相对有灵活性地削减股利支付。此外,大企业由于本身的规模优势,即使降低对股东的股利支付,也能较轻松获取外部融资。而中小企业由于内部自由现金流较少和外部融资成本本身比较高,为满足再融资资格,即使面临公司特质不确定性冲击,也会习惯性地如往年一般支付股利。

相对非制造业,制造业企业拥有大量的厂房和机械设备等固定资产,资产不可逆性高,投资周期和回报周期较长。当受到公司特质不确定性冲击时,制造业企业更加敏感,因为可抵押的资产价值下降和行业本身资产的可逆性低,造成制造业企业面临的外部融资成本上升。固定资产占比较高和人工薪资支出也不容易降低,都使得制造业企业需要想方设法开源节流,而降低股利支出保留现金则成为较好的选择。

表 3 显示公司特质不确定性对股利政策影响的异质性结果。总体而言,公司特质不确定性对股利政策产生负向显著影响;并且固定资产占比、负债率和金融与实体的相对风险率会成为非金融企业增强股利政策的制约因素,而企业盈利能力、内部现金流、企业规模和金融与实体的相对收益率将促使非金融企业的股利政策增强。三类分组的公司特质不确定性系数都通过组间系数差异性检验。

从企业所有制来看,无论是国有企业还是民营企业,公司特质不确定性都对股利政策具有负向影响,且都在 1% 水平上显著。在使用 SUEST 检验方法进行组间系数差异检验后,发现检验结果拒绝原假设,说明两组系数之间存在显著差异。相比国有企业,公司特质不确定性对民营企业的股利政策负向影响效果更大。对于其他影响因素,从显著性来看,对国有企业和民营企业的股利政策影响基本一致。

虽然本文在基准回归中已经控制企业规模大小,但按企业规模分割样本还能捕捉非线性企业规模的大小效应(Fenn and Liang,2000)。从企业规模来看,公司特质不确定性对大企业的股利政策具有负向影响,且在 1% 水平上显著;对中小企业则是负向不显著,表现出明显的异质性。当大企业面临更大的公司特质不确定性时,企业成长性与金融与实体的相对收益率并不会对股利政策产生显著正向作用,因为大企业本身已经度过成长阶段,进入

到成熟期或衰退阶段;而金融投资的收益相对大企业的主营业务收益而言,可能只是小部分,不足以对股息支付和股票回购决策产生影响。对于大企业而言,只有盈利能力、内部现金流和企业规模会增强股利政策。与大企业恰好相反,金融与实体的相对收益率对中小企业的股利政策产生显著正向作用;而企业成长性却对股利政策产生显著负向影响,似乎与企业生命周期理论对股利政策的影响相矛盾。在中小企业中,相对小型企业,中型企业可能处于发展的最快阶段,这导致它急需大量长期稳定的内部现金流进行主营业务和创新投资,故反而减少股息支付和股票回购资金;也有可能企业成长性对股利政策的影响是非线性的。

表3 公司特质不确定性对股利政策的异质性影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国企	民营	大企业	中小企业	制造业	非制造业
	<i>Nature</i> = 1	<i>Nature</i> = 0	<i>Sizecode</i> = 1	<i>Sizecode</i> = 0	<i>Manusindus</i> = 1	<i>Manusindus</i> = 0
<i>Fiu</i>	-0.460 *** (0.173)	-0.603 *** (0.154)	-0.810 *** (0.164)	-0.133 (0.149)	-0.558 *** (0.138)	-0.297 (0.190)
<i>Profit</i>	1.480 *** (0.070)	1.875 *** (0.061)	1.825 *** (0.068)	1.652 *** (0.059)	1.794 *** (0.055)	1.641 *** (0.075)
<i>CashF</i>	0.075 ** (0.029)	0.094 *** (0.031)	0.052 * (0.030)	0.122 *** (0.028)	0.116 *** (0.027)	0.031 (0.034)
<i>Tang</i>	-0.048 *** (0.009)	-0.031 *** (0.011)	-0.027 *** (0.009)	-0.039 *** (0.010)	-0.048 *** (0.008)	-0.024 ** (0.010)
<i>Lev</i>	-0.209 *** (0.007)	-0.171 *** (0.008)	-0.175 *** (0.008)	-0.224 *** (0.007)	-0.204 *** (0.006)	-0.203 *** (0.008)
<i>Size</i>	0.039 *** (0.001)	0.032 *** (0.002)	0.027 *** (0.001)	0.044 *** (0.002)	0.030 *** (0.001)	0.039 *** (0.001)
<i>Tobin</i>	-0.004 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)	0.001 (0.002)	-0.013 *** (0.001)	-0.008 *** (0.001)	-0.012 *** (0.001)
<i>Return_Gap</i>	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.000 (0.000)	0.002 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Return_Risk</i>	-0.001 *** (0.000)	-0.003 *** (0.000)	-0.001 *** (0.000)	-0.003 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)	-0.002 *** (0.000)
样本量	39783	46040	47640	42833	57263	33325
Pseudo-R ²	0.644	0.591	0.625	0.591	0.609	0.600
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
季度固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
SUEST 检验	P 值 = 0.0000		P 值 = 0.0001		P 值 = 0.0029	

从企业行业分类来看,公司特质不确定性对制造业企业的股利政策具有负向影响,且在1%水平上显著,而对非制造业企业则是负向不显著,存在明显的异质性。对于制造业企业的股利政策,除公司特质不确定性外,还受到固定资产投资和负债率的显著负向影响,受到企业盈利能力、内部现金流和企业规模的显著正向影响。制造业企业的盈利能力和内部现金流对股利政策产生的显著正向影响也相对大于非制造业企业。对于非制造业企业,

内部现金流和金融与实体的相对收益率并没有对股利政策产生显著正向影响,异于制造业企业。

(五)调节效应分析

1. 股权激励程度、公司特质不确定性与股利政策。在公司特质不确定性较高时,若经理人受到股权和期权激励强度越大,面临的经营风险越大,努力水平就有可能越低(聂辉华等,2020)。这将降低投资机会对经理人的吸引力,而增加经理人对现金和获取股利支付的偏好。同时,股利政策包括现金股利支付和股票回购两种不同的股利支付方式,由于现金股利支付具有粘性,而股票回购具有灵活性(Chay and Suh,2009),投资者通常将现金股利支付和股票回购视为替代的派息方式。尤其在遭受不确定性冲击时,公司的未来盈利能力变得模糊和融资约束收紧,促使公司管理层转变股利支付方式。公司管理层因持有公司的股权和期权而成为股利政策的受益者,同时亦是股利政策的决策者,故在研究公司特质不确定性对股利政策的影响时,区分出现金股利支付和股票回购两种不同的股利支付行为,有助于进一步了解管理者股权激励程度在其中的机制作用。

公司特质不确定性与股权和期权占高管总薪酬比率的交互项系数符号正向显著,表明管理者受到的股权和期权激励强度越大,越会减轻公司特质不确定性对股利政策产生的负向影响,以维持原有的股利政策。但是,管理者股权激励程度在公司特质不确定性对现金股利支付和股票回购影响中表现出明显的异质性。公司特质不确定性与股权和期权占高管总薪酬比率的交互项系数正向显著,这表明管理者受到的股权和期权激励强度越大,越有意识维护管理层在获取现金股利方面的权益,也就会减轻公司特质不确定性对股利政策产生的负向影响。相反,管理者受到的股权和期权激励强度越大,风险规避程度越重,越会加重对股票回购产生的负向影响。这验证了假说2,即管理者持有的股权和期权越多,管理者受到的股权激励越强,公司特质不确定性对股利政策的负向影响越弱。而且,由于不同股利支付方式之间的灵活性存在差异性,股票回购相对现金股利支付粘性更强,导致管理者受到的股权激励越强,公司特质不确定性对现金股利支付的负向影响越弱,而对股票回购的负面影响越强。

2. 机构投资者监管、公司特质不确定性与股利政策。随着中国金融市场的不断发展壮大和健全,机构投资者正逐渐取代个人投资者成为资本市场上的主要交易者,资本市场表现出明显“去散户化”趋势。但机构投资者监管如何作用于公司特质不确定性对股利政策的影响,目前还缺乏相关的实证分析。

对于非金融企业的股利政策,公司特质不确定性与机构投资者持股占比(机构投资者数量)的交互项系数都是正向显著。这说明机构投资者持股较高时,给予上市公司管理者的外部监管越强,越能减弱公司特质不确定性对股利政策的负向影响,维持原来的股利政策以使得机构投资者获取短期的金融收益,验证了假说3。同时,无论是对于现金股利支付和股票回购,公司特质不确定性与机构投资者持股占比(机构投资者数量)的交互项系数都是正向显著,表明机构投资者监管的渠道效应并不因股利支付方式的不同而产生差异,机构投资者的监管效应越强,越能减弱公司特质不确定性对现金股利支付或者股票回购产生的负向影响。

五、研究结论与启示

本文利用中国上市公司的微观数据,实证检验公司特质不确定性对股利政策的影响,探究“股利之谜”的动因和传导机制,有助于加深对中国股权分置改革后上市公司股利政策变化的理解。实证结果表明:首先,公司特质不确定性对非金融企业的股利政策具有显著负向作用,并且对不同股利支付方式(现金股息支付和股票回购)也分别具有显著负向影响。通过变换模型估计方法或者替换主要解释变量等方法进行稳健性检验后,发现实证结果仍然是一致的;其次,管理者股权激励程度会减弱公司特质不确定性对股利政策(现金股息支付)产生的负向影响;但对于股票回购,管理者受到的股权和期权激励越大,越会加剧公司特质不确定性对股票回购的负向影响。同时,机构投资者的外部监管有利于非金融企业在公司特质不确定性上升时维持原有的股利政策;最后,相对于国有企业、中小企业和非制造业,公司特质不确定性对民营企业、大企业和制造业企业的股利政策产生的负向影响更大或更显著。

针对以上研究结论,本文提出相应的政策启示。第一,本文的基准研究结果表明公司特质不确定性并不是股利政策增强的原因,相反,它会降低非金融公司对金融市场的现金股利支付和减少股票回购计划。稳定、透明和可预期的外部宏观经济环境有助于降低公司特质不确定性,进而为中国股权投资者提供更稳定的股利回报。第二,对管理者的内部激励与机构投资者的外部监管对于抚平公司特质不确定性给股利政策带来的负面影响有着重要的调节作用。这说明在鼓励上市公司落实股利政策回馈公司股东时,也要同步提高上市公司的治理水平,合理设计管理者的股权和期权薪酬机制,大力发展机构投资者和长期投资者,以便从内部激励与外部监管两方面双管齐下保障股权投资者的基本利益。

参考文献:

- 陈伟光,潘凤,蔡伟宏. 银行资本、盈利能力与风险承担[J]. 金融经济研究,2021(4).
- 陈伟光,钟华明. 经济政策不确定性、国家治理能力与国家金融化[J]. 南开经济研究,2023(10).
- 付一婷,陈琼,周欣. 中美经济政策不确定性偏离与宏观经济波动[J]. 国际经贸探索,2022(10).
- 韩永辉,冯晓莹,邹建华. 中国风险投资与企业 IPO 是双赢的吗?——来自创业板上市公司的经验证据[J]. 金融经济研究,2013(6).
- 姜伟,刘欣仪,李丹娜,高春兴. 全球经济政策不确定性、人民币汇率与中国经济波动——基于非对称视角的理论与实证分析[J]. 重庆理工大学学报(社会科学),2024(2).
- 雷光勇,王文忠,刘某. 政治不确定性、股利政策调整与市场效应[J]. 会计研究,2015(4).
- 梁刚,邹林,傅樵. 企业战略差异度、外部监督与会计信息可比性——基于沪深 A 股的经验证据[J]. 重庆理工大学学报(社会科学),2023(11).
- 刘广,张迎. 机构投资者持股网络对市场信息效率的影响研究[J]. 金融经济研究,2022(6).
- 聂辉华,阮睿,沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济,2020(6).
- 苏冬蔚,林大庞. 股权激励、盈余管理与公司治理[J]. 经济研究,2010(11).
- 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12).
- 张成思,郑宁. 中国实业部门金融化的异质性[J]. 金融研究,2019(7).
- 张敏,姜付秀. 机构投资者、企业产权与薪酬契约[J]. 世界经济,2010(8).

- 钟华明. 企业金融化对创新投资的影响[J]. 经济学家, 2021(2).
- 钟华明, 刘志铭. 公司特质不确定性与创新投资[J]. 南方经济, 2023(3).
- 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).
- Almeida H., M. Campello, and B. Laranjeira, 2011. Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis, *Critical Finance Review*, 1(1): 3–58.
- Anolick N., J. A. Batten, and H. Kinatader, 2021. Time for Gift Giving: Abnormal Share Repurchase Returns and Uncertainty, *Journal of Corporate Finance*, 66: 101787.
- Bonnie G. B., X. C. Cathy, and L. Eva, 2017. Uncertainty and Firm Dividend Policy—a Natural Experiment, *Journal of Corporate Finance*, 42: 179–197.
- Boone Audra L., and T. Joshua, 2015. The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production, *Journal of Financial Economics*, 117(3): 508–533.
- Chay J. B., and J. Suh, 2009. Payout Policy and Cash – Flow Uncertainty, *Journal of Financial Economics*, 93(1): 88–107.
- Crane A. D., M. Sébastien, and J. P. Weston, 2016. The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds, *Review of Financial Studies*, 29(6): 1377–1408.
- Fama E. F., and K. R. French, 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33(1): 3–56.
- Fama E. F., and K. R. French, 2015. A Five – factor Asset Pricing Model, *Journal of Financial Economics*, 116(1): 1–22.
- Fenn G. W., and N. Liang, 2000. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, 60(1): 45–72.
- Francis B. B., I. Hasan, and Y. Zhu, 2021. The Impact of Political Uncertainty on Institutional Ownership, *Journal of Financial Stability*, 57: 100921.
- Goyal A., and Santa – Clara P, 2003. Idiosyncratic Risk Matters, *Journal of Finance*, 58(3): 975–1007.
- Haque I., 2016. Institutional Ownership and Flexibility in Payout Policy: Evidence from the Financial Crisis, *SS-RN Electronic Journal*.
- Huang T., F. Wu, and J. Yu, 2015. Political Risk and Dividend Policy: Evidence from International Political Crises, *Journal of International Business Studies*, 46(5): 574–595.
- Kor Y., Y. Mahoney, and J. T. Watson, 2008. The Effects of Demand, Competitive, and Technological Uncertainty on Board Monitoring and Institutional Ownership of IPO Firms, *Journal of Management & Governance*, 12(3): 239–259.
- Miller M. H., and F. Modigliani, 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34(4): 411–433.
- Nagel G. L., M. A. Qayyum, and K. D. Roskelley, 2015. Do Motivated Institutional Investors Monitor Firm Payout and Performance? *Journal of Financial Research*, 38(3): 349–377.
- Panousi D., and V. Papanikolaou, 2012. Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership, *Journal of Finance*, 67(3): 1113–1148.
- Sarwar B., X. Ming, and M. Husnain, 2020. Economic Policy Uncertainty and Dividend Sustainability: New Insight from Emerging Equity Market of China, *Economic Research – Ekonomika istraživanja*, 33(1): 204–223.
- Walkup B., 2016. The Impact of Uncertainty on Payout Policy, *Managerial Finance*, 42(11): 1054–1072.

Firm-specific Uncertainty and Dividend Policy

Zhong Huaming, Han Yonghui

Abstract: This study analyzed the effect of firm-specific uncertainty on different dividend policies based on the quarterly data of China's A-share listed non-financial firms for 2007–2019. This study found that firm-specific uncertainty has a significant negative effect on two dividend policies among non-financial firms: cash dividend payment and stock repurchase. Furthermore, increased equity incentives for managers and enhanced external regulation by institutional investors weaken the negative effect of firm-specific uncertainty on dividend policy. Firm-specific uncertainty has a greater negative effect on dividend policy among private, large, and manufacturing firms than state-owned, small and medium-sized, and non-manufacturing firms. Improving internal and external corporate governance mechanisms can not only mitigate the negative impact of uncertainty on the dividend policies of non-financial firms, but also help to safeguard the interests of small and medium-sized investors and maintain the healthy development of capital markets in the long run.

Keywords: firm-specific uncertainty, dividend policy, cash dividend, stock repurchase, institutional investor

(责任编辑:李长春; 校对:孟召将)