

# 控股股东代理与股利生命周期特征\*

罗琦, 伍敬侗

(武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

**内容提要:**我国上市公司股利支付呈现出生命周期特征,但这一特征在控股股东代理问题较为严重时被弱化。本文以股利生命周期特征为研究视角,考察控股股东代理问题对我国上市公司现金股利政策的影响。研究发现,相较于成长性公司,成熟型公司的股利支付倾向和股利支付率明显较高,并且支付现金股利的价值效应较大。对成熟型公司而言,本文进一步考察发现,随着控股股东持股比例的增加,控股股东的股利支付意愿下降,现金股利对过度投资的约束作用降低,现金股利的价值效应减小。本文研究结果表明,控股股东存在利用现金股利掩饰其利益侵占行为的动机。

**关键词:**控股股东;代理问题;股利生命周期;过度投资;股利价值

**中图分类号:**F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)09—0167—13

## 一、引言

关于公司股利分配行为的研究一直是公司金融领域重点关注的主题,学者们对这一问题进行了不懈探索。Lintner(1956)指出,上市公司偏好稳定的股利政策,并且股利政策的制定与公司盈利能力有关,盈利能力强的公司股利分配力度较大。也有学者研究指出,随着盈利水平的提高,上市公司过度投资的程度也相应增加(Gugler,2003)。管理者出于自利动机倾向于将现金留在公司内部进行过度投资,从而降低了盈利能力强的公司派发现金股利的意愿,这表明,公司股利政策不仅与盈利能力有关,而且会受到代理问题的影响。

随着企业生命周期理论的引入,学者们进一步研究发现,处于不同发展阶段的公司,盈利能力和投资机会存在差异,这会对公司制定的股利政策产生影响。相较于成长性公司,成熟型公司的投资机会较少,盈利水平和股利支付水平则较高,股利政策的制定与企业生命周期特征相适应(DeAngelo等,2006)。然而,股利生命周期理论强调了公司处于不同发展阶段时盈利能力对现金股利支付行为的影响,而没有考虑公司内部人的自利行为可能导致股利支付水平偏离与其自身发展相适应的最优水平。由于委托代理问题的存在,成熟型公司的管理者或控股股东可能倾向于将自由现金流留存在公司内部,从而导致股利分配处于相对较低的水平。

虽然监管层对公司现金分红的政策引导力度不断增强,但我国上市公司的股利支付水平依然较低(肖珉,2010)。在股权结构相对集中的背景下,控股股东有较强动机对公司利益实施侵占,故而倾向于在公司盈利后少量提高股利支付水平,而将大部分利润留在公司内部以便将来进行掠夺。这一问题在成熟型公司中可能更为突出,相较于成长性公司,尽管成熟型公司的股利分配水平较高,但控股股东的自利动机可能抑制公司进一步增加股利分配,从而导致成熟型公司的股利支付水平低于最优水平。本文分析认为,控股股东代理问题可能对股利生命周期特征产生影响,从而导致我国上市公司股利支付水平较低。

对于处于不同生命周期阶段的公司而言,控股股东代理问题不仅可能影响其股利政策,而且可能造成现金股利的治理作用及其价值效应出现差异。本文选取留存收益资产比和留存收益权益比作为公司生命

收稿日期:2017-06-16

\* 基金项目:国家社会科学基金项目“我国上市公司股利决策与投资效率研究”(14BGL043);教育部新世纪优秀人才支持计划“中国上市公司权益资本成本研究”(NCET-13-0437)。

作者简介:罗琦(1969-),男,湖北松滋人,教授,工学博士,研究方向为公司金融与资本市场、行为公司金融等,E-mail:luoqi@whu.edu.cn;伍敬侗(1993-),男,湖北随州人,硕士研究生,研究方向为公司金融与资本市场,E-mail:wujingtong@whu.edu.cn。通讯作者:罗琦。

周期阶段的衡量指标,实证研究控股股东代理问题对公司股利分配的影响,并基于企业生命周期理论进一步考察现金股利发放对公司过度投资行为的治理作用以及现金股利的价值效应。研究发现,相较于成长性公司,成熟型公司的股利支付倾向和股利支付率明显较高,并且支付现金股利的价值效应较高,股利分配呈现出生命周期特征。对成熟型公司而言,随着控股股东持股比例的增加,控股股东的股利分配意愿下降,现金股利对过度投资的约束作用降低,现金股利的价值效应减小。这表明,在控股股东代理问题较为严重的成熟型公司中,现金股利可能只是控股股东掩饰其利益侵占行为的手段。

本文研究的主要贡献在于:第一,已有研究表明,公司股利发放呈现出生命周期特征,本文考察了控股股东代理问题对股利生命周期特征的影响,发现这一特征在控股股东代理问题较为严重时被弱化。第二,现金股利能在一定程度上抑制成熟型公司的过度投资,本文在此基础上考察发现,在控股股东代理问题严重的公司中,股利分配对控股股东过度投资行为的约束作用较弱,这一研究是对股利代理理论的有益拓展。第三,本文进一步分析了企业生命周期对现金股利价值效应的影响,发现成熟型公司现金股利价值较大,而控股股东代理问题降低了成熟型公司发放现金股利的价值效应。本文分析认为,控股股东支付现金股利的主要动机是掩饰其对公司利益的侵占行为。

## 二、文献综述

学者们关于现金股利治理机制的研究主要从管理者代理问题的视角出发,考察股利对公司过度投资的约束作用。Rozeff(1982)将委托代理冲突应用于股利政策的研究,发现公司股利支付率的提高有利于降低公司的代理成本;Easterbrook(1984)认为,稳定的高股利支付减少了公司的自由现金流,提高了公司对外部融资的依赖程度,由此导致外部投资者的监督意识增强,从而约束管理者的过度投资行为;Jensen(1986)进一步指出,管理者有强烈动机滥用公司自由现金流进行过度投资,发放现金股利有利于对管理者的自利行为进行约束,从而减轻公司代理问题;Lang & Litzenger(1989)用Tobin Q来衡量企业过度投资的可能性,研究发现,公司通过发放现金股利能够有效抑制管理者的过度投资行为。

进一步地,学者们结合公司内部代理冲突对现金股利的价值效应进行考察。Pinkowitz等(2006)对现金股利价值进行测度并分析指出,在投资者保护较为完善的情况下,管理者侵占股东利益面临较大的法律风险,发放现金股利会面临税收劣势,因此,在代理问题严重程度较轻的情况下,公司支付现金股利的价值效应较小;Officer(2006)认为,公司股利发放的市场反应能够反映中小股东对公司股利政策的看法,治理结构差的公司支付现金股利缓解代理冲突的作用较大,由此产生的股利公告效应较强;Kalcheva & Lins(2007)发现,在投资者保护较弱的情况下,管理者控制权较强的公司支付现金股利有利于提升公司价值;Haw等(2011)对股票回购和现金股利的价值效应进行比较发现,在投资者保护较差的国家,现金股利能够有效减轻自由现金流的代理问题,因而相较于股票回购对公司的价值贡献更大。

随着美国上市公司股利消失现象的发现,现金股利与企业生命周期之间的关系引起了学者们的关注(Fama & French,2001)。DeAngelo等(2006)提出的股利生命周期理论认为,股利政策的制定与公司自身特征和外部经营环境有关,处于不同生命周期阶段的公司盈利能力和投资机会存在差异,应该制定不同的股利政策。成长性公司盈利能力较低并且缺少投资所需的资金支持,制定低股利政策有利于公司价值增长。成熟型公司自由现金流充裕、投资机会少,应将经营利润以股利分配的形式返还给投资者,使股东获得合理的投资回报。Denis & Osobov(2008)对美、加、英、德、法五个国家的股利分配情况进行研究,发现相较于成长性公司,盈利能力强、投资机会少的成熟型公司股利支付意愿较高。此外,股利生命周期理论还在澳大利亚、韩国等多个国家得到了实证支持(Coulton,2011;Kim & Kim,2013)。

还有学者进一步结合企业生命周期理论,考察代理问题对公司股利政策的影响。Gugler(2003)指出,在公司现金流增长的情况下,管理者在提高公司股利分配水平的同时进行了更多的过度投资,这意味着,尽管盈利能力强的成熟型公司支付的现金股利高于盈利能力弱的成长性公司,但管理者与股东之间的利益分歧抑制了成熟型公司股利支付水平的进一步提高;Brockman & Unlu(2011)、O'Connor(2013)在研究股利生命周期特征的同时,进一步考虑了公司治理质量的影响,发现成熟型公司中公司治理越差,股利支付率则越低。这表明,在缺乏有效治理因素的情况下,严重的委托代理冲突会弱化股利的生命周期特征。

关于企业生命周期和公司股利政策,国内学者也进行了一些探讨。宋福铁、屈文洲(2010)以沪市 528 家 A 股上市公司为研究样本,实证发现,我国上市公司的股利支付意愿与留存收益权益比正相关,而现金股利支付率的生命周期特征不显著;董理、茅宁(2013)研究发现,股利生命周期特征与公司债务水平有关,杠杆率较高的公司现金股利支付与公司成熟度正相关;霍晓萍(2014)指出,公司股利生命周期特征与其所处行业有关,采掘业、建筑业以及交通运输仓储业公司股利支付率与留存收益资产比负相关,股利支付存在逆生命周期现象;姜永盛等(2014)进一步基于企业生命周期理论考察内部控制机制对现金股利政策的影响,发现高质量内部控制能够有效提高成熟阶段公司现金股利支付意愿,研究表明,代理冲突小的公司股利生命周期特征更加显著;罗琦、李辉(2015)考察不同生命周期阶段的公司股利政策对投资效率的影响,研究发现,相比于成长性公司,成熟型公司更倾向于进行股利支付,表明股利生命周期理论适用于中国资本市场。

此外,国内学者基于代理理论对现金股利的治理作用及其价值效应进行了研究。肖珉(2010)研究发现,内部现金流充裕的企业支付股利能够抑制管理者进行过度投资,支持了股利代理模型;徐晓萍、李进军(2011)从现金股利价值视角对股利代理理论进行检验并发现,在控股股东行为约束较弱的公司中,现金股利发放有利于减轻控股股东对公司自由现金流的滥用,投资者对公司支付的现金股利价值评估较高;孔东民、冯曦(2012)认为,现金股利的派发能有效制约过度投资行为,并且这一抑制效果在低自由现金流的公司中更为显著;杨汉明等(2013)以国有企业为研究对象,实证发现,现金股利与公司价值正相关,而较好的制度环境弱化了二者的正相关性,表明控股股东代理问题严重的公司发放现金股利能够发挥治理作用,从而促进公司价值增长;罗琦、吴哲栋(2016)研究表明,当控股股东利益侵占动机较强时,支付现金股利能够缓解控股股东代理问题,现金股利的价值效应较大。

综合上述文献可以看出,处于不同生命周期阶段公司的现金股利支付倾向存在差异,而股利支付的治理作用及其价值效应与公司代理问题的严重程度有关。需要加以说明的是,国内外学者大多从管理者视角出发,基于代理理论和企业生命周期理论对公司股利政策进行考察,而没有考虑处于不同发展阶段的公司代理问题影响股利政策的差异性。我国上市公司股权结构较为集中,投资者法律保护不够完善,股利生命周期特征会受到控股股东代理问题的影响。具体而言,成长性公司盈利能力有限而投资机会较多,因此,倾向于留存利润用作投资,股利支付普遍较少。而成熟型公司自由现金流充裕,当控股股东代理冲突较为严重时,控股股东出于自利动机缺少增加股利分配力度的主观意愿。在上述分析的基础上,本文研究控股股东代理问题与股利生命周期特征之间的关系,并进一步考察在不同发展阶段的公司中控股股东代理问题对现金股利治理作用以及价值效应的影响。

### 三、理论分析与研究假设

在完美资本市场中,公司能够以与内源融资相同的成本获取外部资金,股利政策和投资决策相分离( Miller & Modigliani, 1961)。然而,由于现实资本市场上存在摩擦,公司内外部之间的资金成本存在差异,股利政策受到公司投资决策的影响。当公司所处的生命周期阶段不同时,其面临的融资环境和投资机会有较大差异,应该制定不同的股利政策。成长性公司一方面急需大量资金扩大生产规模;另一方面受限于自身风险和盈利能力,难以从银行或者资本市场获得资金支持,因此,成长性公司更加倾向于保留利润而不是支付较高的现金股利。处于生命周期成熟阶段的公司盈利能力较强、自由现金流充裕,及时将利润分配给股东有利于保护投资者利益。

我国上市公司股权结构集中,控股股东通过关联交易、资金侵占等隧道行为掠夺中小股东利益的现象时有发生。Thanatawee(2013)指出,当公司股权较为集中时,公司治理机制难以发挥效果,控股股东可能采取较低的股利支付水平对公司利益进行掏空。根据本文的统计结果,我国成熟型公司的股利支付率仅有 27.78%,远低于欧洲上市公司平均 50% 的净利润分红比例( Brav 等, 2005)。这可能是与发达国家的成熟型公司相比,我国成熟型公司面临的治理环境较差,自由现金流问题更为严重。相较于成长性公司,虽然成熟型公司的股利支付率增加,但是,委托代理问题可能导致控股股东倾向于将自由现金流留在公司内部,降低了控股股东提高股利支付的意愿,进而弱化了股利的生命周期特征。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 相较于成长性公司,成熟型公司的股利支付率更高,但控股股东代理问题降低了成熟型公司的股利

支付率。

由于委托代理问题的存在,控股股东往往凭借对公司的控制权投资于净现值小于零的项目,进而获取外部投资者无法分享的私有收益。当公司自由现金流较为充裕时,控股股东容易将自由现金流投资于不利于公司价值增长的项目上以获取个人私利。发放现金股利一方面能够减少留存在公司内部的现金;另一方面可以促使公司更多地进行外部融资,从而发挥外部投资者的监督作用,这有利于约束公司的过度投资行为。当外部投资者预期自身利益可能被侵占时,如果控股股东不发放股利或采取低股利政策,外部投资者便会用脚投票导致公司价值降低。为了避免这种情况的发生,控股股东会发放一定的现金股利以便缓解中小投资者对公司代理问题的关注。

公司增加股利发放并不一定是为了保护中小投资者利益,也可能是为了最大化控股股东个人利益(Lambrecht & Myers, 2017)。尽管控股股东持股比例提高导致公司股利支付率增加,从而对公司过度投资起到一定的治理作用,但控股股东发放现金股利可能只是用来麻痹中小投资者的手段。与成长性公司相比,成熟型公司的投资机会相对匮乏,自由现金流则更加充裕,其进行无效率投资的动机更为强烈。Gugler(2003)指出,在股利分配增加的情况下,公司过度投资水平依然增加。原因在于虽然公司表面上提高了股利分配水平,然而,相对现金流水平的提升而言,公司的股利支付并未达到最优水平。我国成熟型公司的盈利水平较高,控股股东代理问题抑制了成熟型公司提高股利支付水平的意愿,公司留存利润被控股股东用于过度投资的可能性增加,进而使得现金股利对成熟型公司过度投资行为的抑制作用减小。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>: 控股股东代理问题削弱了成熟型公司现金股利对过度投资的抑制作用。

Pinkowitz 等(2006)、Haw 等(2011)等学者测度现金股利的价值效应发现,当公司自由现金流被滥用的可能性较大时,发放现金股利有利于保障投资者利益,现金股利价值效应较高。处于生命周期早期阶段的公司属于高成长、低盈利的公司,其发展面临的主要问题来自于规模扩张中的资金来源紧张,而发放现金股利会耗费公司内部资金,引起融资成本和机会成本的增加。成熟型公司面临的重大问题并非源于资金短缺造成的投资不足,而是在投资者保护水平较低的情况下,公司自由现金流被滥用的风险增大。在这种情况下,成熟型公司发放现金股利减少了公司自由现金流,有利于实现中小股东的财富增长。因此,相比于成长性公司,成熟型公司发放现金股利的价值效应较高。

然而,当控股股东代理问题较为严重时,现金股利可能只是控股股东用以麻痹中小投资者的手段。相比于成长性公司,成熟型公司盈利能力增加、投资机会减少,公司股利支付率的绝对数量较大,现金股利的价值效应也较高。在代理问题的影响下,成熟型公司控股股东的股利支付意愿较低,并且倾向于将自由现金流留在公司内部进行侵占。因此,成熟型公司表面上发放了绝对数量上更多的现金股利,实际上将更多的公司利润予以留存,这导致现金股利在抑制公司过度投资行为上所起的边际治理作用降低,进而减小了成熟型公司发放现金股利的价值效应。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 相较于成长性公司,成熟型公司支付现金股利的价值效应较高,并且控股股东代理冲突降低了成熟型公司发放现金股利的价值效应。

#### 四、数据、样本及变量

##### 1. 数据来源与样本选择

本文的研究样本选择 2006—2013 年沪深 A 股主板上市公司,根据实证需要,本文还搜集了 2005 年和 2014 年的公司财务数据,所有数据均来源于国泰安数据库。在初始样本的基础上,本文按如下方式对样本进行处理:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除财务数据不全的公司;(3)剔除资产负债率大于 1、股利支付率大于 1 等财务指标出现异常的公司。经过上述处理,本文一共得到 9938 个样本观测值。

##### 2. 变量定义

考察公司代理问题对股利生命周期特征的影响时,本文选取股利支付率(*div*)衡量公司的派现水平。同时,为了检验公司股利支付意愿与企业生命周期阶段之间的关系,本文还设置了是否发放现金股利的哑变量(*divy*),如果公司发放现金股利取值为 1,否则为 0。集中的股权结构是控股股东代理问题产生的主要原因,我国上市公司“一股独大”现象较为严重,控股股东倾向于建立一个完全听命于自己的董事会,并通过董

事会进一步扩大自己的控制权,从而加大了内部股东和外部中小股东的利益冲突(唐跃军、李维安,2009)。Jiang 等(2015)研究发现,大股东持股比例与非经营性资金占用存在正向关系,这表明,大股东持股比例与控股股东代理冲突正相关,大股东持股比例一定程度上反映了控股股东代理问题的严重程度。与此同时,本文考虑窦炜等(2011)指出的公司大股东合谋现象,用公司前三大股东持股比例之和( $Top$ )来衡量公司代理成本,并用前五大股东持股比例之和进行稳健性检验。借鉴 DeAngelo 等(2006)、姜永盛等(2014)的方法,本文选取留存收益资产比( $RETA$ )和留存收益权益比( $RETE$ )作为企业生命周期的衡量指标。此外,本文控制了总资产净利润率( $ROA$ )、资产负债率( $Lev$ )、公司规模( $Size$ )、市净率( $SGR$ )、自由现金流( $FCF$ )等变量。

在研究现金股利对公司过度投资的影响时,本文利用 Richardson(2006)投资回归模型得出的正残差值测度公司过度投资水平( $Over\_Inv$ )。自由现金流( $FCF$ )为经营性现金流减去预期投资水平并用当期总资产进行标准化处理,其中,预期投资水平用 Richardson(2006)的投资回归模型测算。同时,本文控制了现金持有量增量( $dCash$ )、债务期限结构( $Mat$ )、总资产增长率( $AGR$ )、公司规模( $Size$ )等变量。

在测度现金股利价值时, $V_t$ 表示公司 $t$ 期的市场价值,为当期股票市场价格乘以股本总数加上债务账面价值; $E_t$ 为公司 $t$ 期息税前利润,为公司净利润、财务费用、所得税之和; $I_t$ 为公司的利息支出,用财务费用替代; $D_t$ 为公司发放的现金股利总额,如果公司一年多次发放现金股利,则为公司该期现金股利的累计发放之和; $dX_t$ 为变量 $X$ 从 $t-1$ 期到 $t$ 期的变化量,比如 $dD_{t+1}$ 为 $t$ 期到 $t+1$ 期支付现金股利的变化量。为了避免公司规模和异方差对回归结果的影响,所有变量均使用公司 $t$ 期的资产账面价值进行标准化处理。表1为本文所用变量的定义。

表1 变量定义

序号	变量名称	符号	变量定义
1	股利支付率	$div_t$	每股现金股利/每股收益
2	控股股东持股比例	$Top_t$	前三大股东持股数量/股本总数
3	留存收益资产比	$RETA_t$	留存收益余额/资产总额
4	总资产净利润率	$ROA_t$	净利润/资产总额
5	资产负债率	$Lev_t$	负债总额/资产总额
6	公司规模	$Size_t$	资产总额的对数值
7	市净率	$SGR_t$	每股股价/每股净资产
8	企业自由现金流	$FCF_t$	经营性现金流减去预期投资/资产总额
9	市场价值	$V_t$	总股数×股价+负债合计本期期末值
10	息税前利润	$E_t$	净利润+本期财务费用+本期所得税费用
11	资产账面价值	$A_t$	$t$ 期公司账面总资产
12	利息支出	$I_t$	$t$ 期财务费用
13	现金股利	$D_t$	每股现金股利×股本总数
14	企业生命周期哑变量	$RETAGroup_t$	留存收益资产比高于样本中位数为1,否则为0

注:测度现金股利价值时,用公司 $t$ 期资产账面价值对所有变量进行标准化处理

资料来源:本文整理

### 3. 变量特征

本文按照留存收益资产比( $RETA$ )的中位数将公司划分为成长性和成熟型两组子样本,描述性统计结果如表2所示。研究发现,成长性公司股利支付意愿均值为0.5456,表明一半以上的成长性公司分配了现金股利,这可能与我国长期实行的股利发放与再融资资格挂钩的监管政策有关。尽管如此,与成熟型公司相比,成长性公司的股利支付意愿依然显著较低。从股利分配力度来看,成熟型公司的股利资产比( $D$ )和股利支付率( $div$ )均显著高于成长性公司,但成熟型公司股利支付力度的绝对水平也较低,股利资产比( $D$ )均值不到3%,股利支付率( $div$ )均值不超过30%。同时,本文发现,成长性公司的盈利能力、自由现金流以及公司价值都要低于成熟型公司,而资产负债率和市净率比成熟型公司高,这与已有文献的统计结果一致。总体而言,变量的描述性统计初步反映公司股利政策符合生命周期理论。

表 2 分组描述性统计

	成长性公司 平均数	成熟型公司 平均数	差值	t 值	低持股比例 平均数	高持股比例 平均数	差值	t 值
<i>divy</i>	0.5456	0.8623	-0.3167***	-36.8938	0.6349	0.7746	-0.1397***	-15.4413
<i>D</i>	0.0056	0.0205	-0.0149***	-44.7750	0.0102	0.0160	-0.0058***	-16.0422
<i>div</i>	0.1750	0.2778	-0.1028***	-23.7249	0.1936	0.2597	-0.0661***	-15.0036
<i>ROA</i>	0.0328	0.0721	-0.0393***	-52.4420	0.0478	0.0572	-0.0094***	-11.1771
<i>Lev</i>	0.5577	0.3506	0.2071***	56.9374	0.4617	0.4458	0.0160***	3.8127
<i>SGR</i>	3.8497	3.5384	0.3113***	5.1358	3.7726	3.6139	0.1586***	2.6149
<i>FCF</i>	-0.0193	0.0088	-0.0281***	-11.9032	-0.0075	-0.0028	-0.0048**	-2.0054

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文整理

本文还按照控股股东持股比例中位数将样本分为高持股比例组和低持股比例组,结果发现,控股股东持股比例较低的公司股利支付意愿和股利支付水平也较低。在控股股东持股比例高的公司中,股利资产比(*D*)均值为 1.6%,股利支付率(*div*)的均值为 25.97%。部分学者研究表明,现金股利有可能充当了控股股东掏空的手段(陈信元等,2003;许文彬、刘猛,2009)。本文研究发现,持股比例高的控股股东股利支付率虽然有所提升,但绝对水平仍然较低,这说明,利益输送不是控股股东支付现金股利的主要动机。

## 五、实证检验结果及分析

### 1. 控股股东持股比例与股利生命周期特征

本文按照式(1)所示模型考察控股股东持股比例对公司股利生命周期特征的影响,其中, $\beta_1$ 反映了公司股利政策是否符合生命周期特征, $\beta_3$ 表示公司代理问题对股利生命周期特征的影响程度。由于被解释变量的分布特征不服从 OLS 的基本假设,本文采用 Tobit 模型进行回归分析,回归结果如表 3 所示。

$$div_i = \beta_0 + \beta_1 RETA_i + \beta_2 Top_i + \beta_3 Top_i \times RETA_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 Lev_i + \beta_6 Size_i + \beta_7 SGR_i + \beta_8 FCF_i + \sum Year + \sum Industry + \xi_i \quad (1)$$

表 3 控股股东持股比例与股利生命周期特征

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>RETA</i>	0.6348*** (18.8187)		0.6481*** (19.1644)	0.9813*** (12.1066)
<i>Top</i>		0.2647*** (13.8499)	0.2712*** (14.2761)	0.3839*** (12.3534)
<i>Top × RETA</i>				-0.6915*** (-4.6066)
<i>ROA</i>	-0.1412 (-1.4142)	0.7174*** (8.2252)	-0.2126** (-2.1455)	-0.1950** (-1.9691)
<i>Lev</i>	-0.3217*** (-14.5894)	-0.4317*** (-20.8696)	-0.2817*** (-12.7859)	-0.2834*** (-12.8396)
<i>Size</i>	0.0432*** (13.0362)	0.0457*** (13.7070)	0.0322*** (9.5642)	0.0321*** (9.5225)
<i>SGR</i>	-0.0086*** (-5.4398)	-0.0176*** (-11.8452)	-0.0102*** (-6.5109)	-0.0101*** (-6.4284)
<i>FCF</i>	0.0107 (0.4213)	0.0755*** (3.0429)	0.0069 (0.2736)	0.0116 (0.4629)
<i>Constant</i>	-0.7664*** (-10.7061)	-0.7942*** (-11.1269)	-0.6394*** (-8.9753)	-0.6881*** (-9.5481)
<i>Observations</i>	9,938	9,938	9,938	9,938

注:括号内为回归系数的 t 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文整理

表3第(1)列中, *RETA* 的系数为 0.6348, 且在 1% 的水平上显著, 说明股利支付率随着公司成熟度的增加而增加, 公司股利发放呈现出生命周期特征。表3第(2)列的回归结果显示, *Top* 系数显著为正, 表明控股股东持股比例与公司股利支付率正相关, 这和现有学者的研究一致。表3第(3)列中同时考虑 *RETA* 和 *Top* 后, *RETA* 和 *Top* 的系数没有发生明显变化, 控股股东持股比例和公司成熟度对公司股利支付水平确实存在正向促进作用。相较于成长性公司, 成熟型公司自由现金流更加充裕, 能够支付的现金股利都更多。无论控股股东发放现金股利是为了减少公司自由现金流或者利用现金股利进行利益输送, 控股股东持股比例的提高都应该导致成熟型公司的股利支付水平进一步增加。然而, 表3第(4)列中, *Top* 和 *RETA* 的交乘项系数却显著为负, 说明控股股东持股比例的增加导致成熟型公司提高股利支付水平的意愿降低, 表明控股股东发放现金股利的目的并非缩减公司自由现金流, 也不在于直接利用现金股利进行利益输送。值得注意的是, 第(2)列中 *ROA* 的系数显著为正, 在考虑 *RETA* 后, 第(3)列、第(4)列中 *ROA* 的系数为负, 且在 5% 的水平上显著, 表明随着公司盈利水平的提高, 股利支付水平和留存收益同时增加, 但留存收益增加的幅度要远高于股利增加量, 这反映出控股股东虽然促进了公司的股利发放, 但也同时留存了更多公司利润。总体而言, 随着控股股东持股比例的提高, 公司的股利支付表面上少量增加, 实际上由于公司代理成本随之提高, 导致成熟型公司留存了更多公司利润, 从而弱化了公司股利生命周期特征, 这一结果验证了本文假设  $H_1$ 。

2. 控股股东持股比例与现金股利的治理作用

本文借鉴 Richardson(2006)的方法测度样本的过度投资水平, 并利用式(2)考察现金股利对公司过度投资行为的影响, 回归结果如表4所示。

$$Over\_Inv_t = \beta_0 + \beta_1 FCF_t + \beta_2 div_t \times FCF_t + \beta_3 div_t \times Top_t \times FCF_t + \beta_4 div_t \times Top_t \times FCF_t \times RETAGroup + \sum Control + \varepsilon_t \quad (2)$$

表4 控股股东持股比例与现金股利对过度投资的抑制作用

变量	(1)	(2)	(3)
<i>FCF</i>	0.0957 *** (3.9568)	0.0980 *** (4.0552)	0.0841 *** (3.3610)
<i>div</i> × <i>FCF</i>	-0.0722 ** (-2.0435)	0.2204 ** (2.2545)	0.2494 ** (2.5280)
<i>div</i> × <i>Top</i> × <i>FCF</i>		-0.5671 *** (-3.2097)	-0.7630 *** (-3.8422)
<i>div</i> × <i>Top</i> × <i>FCF</i> × <i>RETAGroup</i>			0.2363 ** (2.1575)
<i>AGR</i>	0.0310 *** (19.3211)	0.0312 *** (19.4556)	0.0312 *** (19.4220)
<i>Mat</i>	0.0500 *** (14.7548)	0.0502 *** (14.8272)	0.0502 *** (14.8454)
<i>dCash</i>	-0.1181 *** (-14.6187)	-0.1187 *** (-14.7104)	-0.1191 *** (-14.7622)
<i>Size</i>	-0.0040 *** (-7.0975)	-0.0039 *** (-6.9386)	-0.0039 *** (-6.9511)
<i>Lev</i>	-0.0101 *** (-2.9231)	-0.0107 *** (-3.1010)	-0.0106 *** (-3.0785)
<i>Lev</i> × <i>FCF</i>	-0.0518 (-1.2830)	-0.0577 (-1.4275)	-0.0332 (-0.7914)
<i>Constant</i>	0.1192 *** (9.9082)	0.1178 *** (9.7952)	0.1181 *** (9.8261)
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.1511	0.1524	0.1543
<i>Observations</i>	4312	4312	4312

注: 括号内为回归系数的 t 值; \*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著  
资料来源: 本文整理

表4第(1)列中,  $div \times FCF$  的系数显著为负, 表明现金股利能够降低自由现金流引起的过度投资水平。第(2)列中,  $div \times Top \times FCF$  的系数为  $-0.5671$ , 在1%的水平上显著, 这是由于控股股东需要利用现金股利减少中小投资者对公司代理问题的关注, 从而促进了公司的股利发放, 强化了现金股利对公司过度投资行为的抑制作用。第(3)列中,  $div \times Top \times FCF \times RETAGroup$  的系数却显著为正, 表明现金股利对过度投资的抑制作用在控股股东持股比例较高的成熟型公司中反而降低, 这是由于, 随着控股股东持股比例的增加, 控股股东的自利动机增强, 使得成熟型公司进一步提高股利支付水平的意愿降低, 公司相对来说留存了更多收益, 导致成熟型公司的过度投资水平反而增加, 进而削弱了现金股利对控股股东过度投资行为的约束作用。这与本文假设  $H_2$  的分析一致。

### 3. 控股股东持股比例与现金股利价值效应

本文借鉴 Fama & French (1998) 的价值回归模型测度现金股利的价值效应, 采用式(3)对现金股利价值进行测度,  $\beta_1$  反映公司发放现金股利的价值效应,  $\beta_3, \beta_5$  分别反映了公司成熟度和控股股东持股对股利价值效应的影响,  $\beta_6$  代表控股股东持股对成熟度不同的公司现金股利价值效应的影响。

$$V_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 RETA_t + \beta_3 RETA_t \times D_t + \beta_4 Top_t + \beta_5 Top_t \times D_t + \beta_6 Top_t \times RETA_t \times D_t + \beta_7 E_t + \beta_8 dE_t + \beta_9 dE_{t+1} + \beta_{10} dA_t + \beta_{11} dA_{t+1} + \beta_{12} I_t + \beta_{13} dI_t + \beta_{14} dI_{t+1} + \beta_{15} dD_t + \beta_{16} dD_{t+1} + \beta_{17} dV_{t+1} + \Sigma Year + \Sigma Industry + \xi_t \quad (3)$$

表5列示了现金股利价值效应的回归结果。第(1)列中,  $RETA_t$  的系数显著为负, 这可能是由于随着公司成熟度的提高, 公司过多的留存收益被控股股东侵占的可能性较大, 对公司价值造成负面影响。 $RETA_t$  与  $D_t$  的交乘项系数大于0, 在1%的水平上显著, 说明成熟型公司发放现金股利有利于自由现金流的加速流出, 现金股利价值效应较高。第(2)列中,  $Top_t$  的系数显著为负, 说明随着控股股东持股比例的增加, 其对公司的控制力逐渐提高, 能够更方便地侵占公司利益, 从而使得公司价值下降。 $Top_t$  与  $D_t$  的交乘项系数显著大于0, 说明控股股东持股比例高的公司发放现金股利降低公司代理成本的作用更大, 对公司价值增长具有积极影响。第(3)列中,  $Top_t \times RETA_t \times D_t$  的系数显著为负, 说明控股股东持股比例的增加, 使得成熟型公司发放现金股利的价值效应降低。这是因为, 随着公司成熟度的提升, 公司应根据盈利能力支付更多的现金股利, 但在控股股东持股比例增加的情况下, 公司代理冲突加剧, 控股股东进一步增加股利支付的意愿降低, 公司实际上积累了更多留存收益。留存收益被控股股东侵占的可能性较大, 这使得现金股利的边际治理作用下降, 导致成熟型公司发放现金股利的价值效应降低, 这一结果支持了本文假设  $H_3$ 。

表5 控股股东持股比例与现金股利价值效应

变量	(1)	(2)	(3)
$D_t$	-0.0970 *** (-5.6090)	-0.1194 *** (-4.4623)	-0.4066 *** (-6.4023)
$RETA_t$	-2.3662 *** (-39.5404)		-2.3373 *** (-38.9299)
$RETA_t \times D_t$	0.4928 *** (9.2392)		1.4160 *** (7.2274)
$Top_t$		-0.7784 *** (-7.7422)	-0.5527 *** (-5.6990)
$Top_t \times D_t$		0.2080 *** (4.7945)	0.5685 *** (5.2612)
$Top_t \times RETA_t \times D_t$			-1.6867 *** (-5.0130)
$E_t$	13.8891 *** (36.5874)	12.3300 *** (31.9601)	13.9408 *** (36.7772)
$dE_t$	-0.1605 (-0.5618)	2.0682 *** (6.9258)	-0.1890 (-0.6629)



变量	(1)	(2)	(3)
$dE_{t+1}$	2.5719 *** (10.5171)	1.6146 *** (6.1778)	2.5965 *** (10.6382)
$I_t$	-43.4570 *** (-33.6457)	-37.0414 *** (-26.8541)	-44.0699 *** (-34.0445)
$dI_t$	10.9718 *** (5.1762)	-3.2275 (-1.4428)	11.4124 *** (5.3931)
$dI_{t+1}$	-16.1657 *** (-8.8194)	-17.6061 *** (-8.9426)	-16.1354 *** (-8.8185)
$dA_t$	-0.8455 *** (-11.2659)	-0.9209 *** (-11.3924)	-0.7913 *** (-10.4826)
$dA_{t+1}$	0.5962 *** (13.4382)	0.6836 *** (14.3656)	0.5999 *** (13.5511)
$dD_t$	-1.4773 (-1.4639)	-1.2602 (-1.1585)	-1.5693 (-1.5512)
$dD_{t+1}$	1.1441 *** (3.4161)	1.6732 *** (4.6559)	1.1266 *** (3.3708)
$dV_{t+1}$	-0.1314 *** (-12.0599)	-0.0844 *** (-7.2587)	-0.1335 *** (-12.2767)
Constant	0.7977 (0.4822)	0.6143 (0.3457)	1.1424 (0.6917)
$R^2$	0.5173	0.4434	0.5187
Observations	9,938	9,938	9,938

注:括号内为回归系数的t值;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著  
资料来源:本文整理

#### 4. 稳健性检验

借鉴 DeAngelo 等(2006)的方法,本文采用留存收益权益比衡量公司成熟度,同时,采用前五大股东持股比例之和衡量控股股东代理冲突,重新回归样本数据,实证结果基本稳健。此外,考虑到王茂林等(2014)在研究现金股利约束自由现金流滥用引起的过度投资时主要考察自由现金流为正的样本,本文剔除自由现金流为负的公司,并按照留存收益资产比( $RETA$ )中位数将样本分为成长性公司和成熟型公司两个子样本,分别检验在两个子样本中现金股利对控股股东过度投资的约束作用。回归结果显示,成熟型公司  $div \times Top \times FCF$  的系数明显较小,与前文结果一致。限于篇幅,回归结果没有列出。

#### 六、进一步检验

由于控股股东持股比例越高的公司潜在代理成本越大,投资者对公司代理问题较为警惕,控股股东需要利用绝对股利支付率的提高来掩饰其对公司利益的侵占,因此,股利支付率与控股股东持股比例正相关。而在考虑公司生命周期后,控股股东代理问题的增加使得成熟型公司的股利支付水平下降,弱化了股利生命周期特征,并且股利支付率较留存收益的相对增长率要小,因此,股利支付率与公司盈利负相关。本文认为,正是由于控股股东需要利用现金股利修饰其对公司利益的侵占,在考虑企业生命周期的情况下,公司盈利越多,控股股东对公司侵占的可能性越大,公司发放现金股利的概率也越高,因此,就是否发放现金股利而言,控股股东持股比例的增加会提高成熟型公司的股利支付意愿。对此,本文以  $divy$  作为被解释变量,利用 Logit 模型重新回归式(1),预期  $RETA$ 、 $Top \times RETA$  以及  $ROA$  的系数均为正。回归结果如表6所示,回归系数与预期一致。

表 6 控股股东持股比例与股利支付倾向的 Logit 回归分析

	<i>RETA</i>	<i>Top</i>	<i>Top</i> × <i>RETA</i>	<i>ROA</i>	<i>Lev</i>	<i>Size</i>	<i>SGR</i>	<i>FCF</i>
系数	5.3422 *** (5.3655)	0.8420 *** (2.8031)	7.0268 *** (3.4062)	14.2072 *** (12.6723)	-0.4786 ** (-2.3109)	0.4520 *** (13.0836)	-0.1016 *** (-6.7266)	-0.6132 *** (-2.6396)

注:括号内为回归系数的 z 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文整理

此外,本文认为,产权性质不同时,控股股东对公司代理问题的影响程度不同。赵岩、苑卉(2014)研究认为,国有企业存在严重的所有权人缺位问题,公司缺少有效的监督约束机制。因此,控股股东有更强的动机对国有资产进行侵占,或者为了一定的政治目的进行更大规模的公司扩张,这导致国有企业控股股东利用现金股利修饰自身利益侵占行为的激励更大,对成熟型公司股利价值的影响也更强。为了检验控股股东属性的影响,本文构建虚拟变量 *state*, 如果公司的最终控制人为国有属性,定义 *state* 为 1, 否则为 0。本文在式(1)的基础上引入 *state* 虚拟变量进行回归,表 7 列出了主要变量的回归结果。*state* × *Top* × *RETA* 的系数显著为负,说明国有企业控股股东利用现金股利掩盖掏空真相的意图更强。

表 7 考虑产权性质下控股股东持股比例与现金股利政策回归分析

	<i>RETA</i>	<i>Top</i>	<i>Top</i> × <i>RETA</i>	<i>state</i> × <i>Top</i> × <i>RETA</i>	<i>ROA</i>	<i>Observations</i>
系数	0.9543 *** (11.7177)	0.3650 *** (11.6404)	-0.4482 *** (-2.8212)	-0.2849 *** (-4.7469)	-0.2505 ** (-2.5087)	9938

注:括号内为回归系数的 t 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文整理

本文利用式(2)对所有权性质不同的企业分别进行回归,比较两个样本中  $Top_i \times RETA_i \times D_i$  的系数差异。由表 8 可知,无论国有企业还是非国有企业,随着公司成熟度的提高,现金股利对公司价值贡献都增加,而控股股东持股比例的增加都加重了公司委托代理问题,导致成熟型公司发放现金股利的价值效应降低。但是,相比于非国有企业,国有企业控股股东利用现金股利掩饰掏空行为的动机更强,大股东股权比例的增加对成熟型公司发放现金股利的价值效应具有更大的负向作用。

表 8 考虑产权性质下控股股东持股比例与现金股利价值效应回归分析

变量	国有企业 (1)	非国有企业 (2)	系数差异
$D_i$	-0.3097 *** (-3.5478)	-0.4579 *** (-5.1682)	0.1482 (1.1916)
$RETA_i$	-2.4094 *** (-23.3861)	-2.1873 *** (-28.4651)	-0.2221 * (-1.7282)
$RETA_i \times D_i$	1.6892 *** (6.4079)	1.2602 *** (4.5863)	0.4290 (1.1267)
$Top_i$	-0.3007 ** (-2.5637)	-0.3082 ** (-2.0116)	0.0075 (0.0389)
$Top_i \times D_i$	0.4381 *** (2.9714)	0.5019 *** (3.3089)	-0.0637 (-0.3013)
$Top_i \times RETA_i \times D_i$	-2.1655 *** (-4.8323)	-1.0052 ** (-2.1103)	-1.1603 * (-1.7742)
$R^2$	0.5323	0.5311	
<i>Observations</i>	5,020	4,918	

注:括号内为回归系数的 t 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著

资料来源:本文整理

## 七、结论与讨论

本文以股利生命周期特征为研究视角,考察我国上市公司控股股东代理问题对现金股利决策的影响。研究发现,相较于成长性公司,成熟型公司的股利支付倾向和股利支付率明显较高,这表明,我国上市公司股利支付呈现出生命周期特征。同时,成熟型公司支付现金股利的价值效应较高,这反映了现金股利对控股股东代理问题的治理作用。进一步地,本文发现,在控股股东代理问题较为严重的成熟型公司中,控股股东提高股利分配力度的意愿受到抑制,股利生命周期特征被弱化。对成熟型公司而言,随着控股股东持股比例的增加,现金股利对过度投资的约束作用降低,现金股利的价值效应减小。这一结果表明,成熟型公司受到控股股东代理问题的影响,倾向于将公司利润保留在公司内部,从而引起现金股利对成熟型公司的过度投资行为产生的约束作用降低,并导致成熟型公司发放现金股利的价值效应减小。由此,本文认为,现金股利既不是大股东掏空公司利益的主要手段,也并非公司用来降低代理成本的方式之一,控股股东发放现金股利的真正动机可能在于掩饰其掠夺中小投资者利益的行为。

自2001年开始,为了保护中小投资者利益,我国证监会颁布了一系列旨在引导上市公司分红的监管政策,要求将再融资资格与股利分配水平相挂钩,学者们将其定义为股利政策的“半强制”时期(李常青等,2010)。2013年以后,证监会进一步提出上市公司应按照自身发展阶段制定差异化的现金分红政策,这意味着,公司股利政策监管由“半强制股利”时期过渡到“强制股利”时期。然而,这一监管政策的局限性在于,没有明确提出对公司成长阶段进行辨别的方法,并且尚未考虑控股股东代理问题可能会影响股利治理功能的发挥。本文研究表明,成熟型公司盈利水平较高且投资机会较少,将公司盈利以现金股利的形式发放给股东有助于提升公司价值,但由于受到代理问题的影响,控股股东倾向于制定低股利政策,并将公司大部分盈利留存在公司内部以便未来进行掏空。控股股东的现金股利支付行为可能是出于自利动机,其目的在于减少外部投资者对公司代理问题的关注,从而掩饰其侵占公司利益的行为,因而在代理问题严重的成熟型公司中,现金股利对过度投资的约束作用较小,现金股利的价值效应较低。为了促进中国股市良性发展,监管部门需要进一步针对上市公司控股股东代理问题和公司生命周期出台更为科学合理的监管政策,以充分发挥现金股利约束控股股东机会主义行为的作用。与此同时,监管部门还应该加强对投资者的教育,引导投资者正确认识上市公司财务政策背后的内在动机,这对改善上市公司治理环境和促进我国资本市场长期健康发展具有重要意义。

### 参考文献:

- [1] Brav A, Graham J R, Harvey C R, Michaely R. Payout Policy in the 21st Century[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77, (3): 483 - 527.
- [2] Brockman P, Unlu E. Earned/Contributed Capital, Dividend Policy, and Disclosure Quality: An International Study[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35, (7): 1610 - 1625.
- [3] Coulton J J, Ruddock C. Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-Cycle Theory[J]. Accounting and Finance, 2011, 51, (2): 381 - 407.
- [4] DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz, R M. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81, (2): 227 - 254.
- [5] Denis D J, Osobov I. Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89, (1): 62 - 82.
- [6] Easterbrook F H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends[J]. American Economic Review, 1984, 74, (4): 650 - 659.
- [7] Fama E F, French K R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value[J]. Journal of Finance, 1998, 53, (3): 819 - 843.
- [8] Fama E F, French K R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60, (1): 3 - 43.
- [9] Gugler K. Corporate Governance and Investment[J]. International Journal of the Economics of Business, 2003, 10, (3): 261 - 289.
- [10] Haw I M, Ho S S M, Hu B, Zhang X. The Contribution of Stock Repurchases to the Value of the Firm and Cash Holdings around the World[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17, (1): 152 - 166.
- [11] Jensen M C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76,

(2):323-329.

[12] Jiang G, Rao P, Yue H. Tunneling through Non-Operational Fund Occupancy: An investigation Based on Officially Identified Activities[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 32, (6): 295-311.

[13] Kalcheva I, Lins K V. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20, (4): 1087-1112.

[14] Kim I, Kim T. Changing Dividend Policy in Korea: Explanations Based on Catering, Risk, and the Firm's Lifecycle[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2013, 42, (6): 880-912.

[15] Lambrecht B M, Myers S C. The Dynamics of Investment, Payout and Debt [R]. Working Paper, University of Cambridge, 2017.

[16] Lang L H P, Litzenberger R H. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24, (1): 181-191.

[17] Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes[J]. American Economic Review, 1956, 46, (2): 97-113.

[18] Miller M H, Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J]. Journal of Business, 1961, 34, (4): 411-433.

[19] O'Connor T. The Relationship between Dividend Payout and Corporate Governance along the Corporate Life-Cycle[J]. International Journal of Corporate Governance, 2013, 4, (1): 20-50.

[20] Officer M S. Dividend Policy, Dividend Initiations, and Governance[R]. Working Paper, University of Southern California, 2006.

[21] 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[J]. Journal of Finance, 2006, 61, (6): 2725-2751.

[22] Richardson S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11, (2): 159-189.

[23] Rozeff M S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios[J]. Journal of Financial Research, 1982, 5, (3): 249-259.

[24] Thanatawee Y. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand[J]. International Journal of Economics and Finance, 2013, 5, (1): 121-132.

[25] 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]. 北京: 管理世界, 2003, (8).

[26] 董理, 茅宁. 公司成熟度, 剩余负债能力与现金股利政策——基于财务柔性视角的实证研究[J]. 上海: 财经研究, 2013, (11).

[27] 窦炜, 刘星, 安灵. 股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋? [J]. 天津: 管理科学学报, 2011, (11).

[28] 霍晓萍. 生命周期视角下的现金股利分配决策研究——来自沪深 A 股上市公司的数据[J]. 深圳: 证券市场导报, 2014, (4).

[29] 姜永盛, 程小可, 姚立杰. 内部控制, 企业生命周期与现金股利[J]. 深圳: 证券市场导报, 2014, (10).

[30] 孔东民, 冯曦. 股利政策与公司过度投资行为研究[J]. 北京: 投资研究, 2012, (6).

[31] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 北京: 经济研究, 2010, (3).

[32] 罗琦, 李辉. 企业生命周期, 股利决策与投资效率[J]. 武汉: 经济评论, 2015, (2).

[33] 罗琦, 吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利[J]. 哈尔滨: 管理科学, 2016, (3).

[34] 宋福铁, 屈文洲. 基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2010, (2).

[35] 唐跃军, 李维安. 大股东对治理机制的选择偏好研究——基于中国公司治理指数(CCGINK)[J]. 北京: 金融研究, 2009, (6).

[36] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (2).

[37] 肖珉. 现金股利, 内部现金流与投资效率[J]. 北京: 金融研究, 2010, (10).

[38] 谢军. 股利政策, 第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论[J]. 北京: 会计研究, 2006, (4).

[39] 许文彬, 刘猛. 我国上市公司股权结构对现金股利政策的影响——基于股权分置改革前后的实证研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2009, (12).

[40] 徐晓萍, 李进军. 现金、股利资产估值与独立董事有效性——基于价值回归模型的实证研究[J]. 上海: 财经研究, 2011, (3).

[41] 杨汉明, 刘广瑞, 向伶双. 制度环境, 国企分红与企业价值关系的实证检验[J]. 武汉: 统计与决策, 2013, (9).

[42] 赵岩, 苑卉. 中国上市公司企业家激励约束机制与企业业绩关系再研究——国有控股与非国有控股公司的比较视角[J]. 北京: 经济管理, 2014, (12).

## Agency Problem of Controlling Shareholder and Life-Cycle Characteristic of Dividend

LUO Qi, WU Jing-tong

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China)

**Abstract:** DeAngelo et al. (2006) have developed the life-cycle theory of dividends and point out that the pay-out ratio of cash dividend is positively related to firm maturity. Growing firms are characterized by abundant investment opportunities and poor profitability, and low dividend policy benefits the firm value. In contrast, mature firms have stronger profitability but less additional capital expenditure on valuable projects. In order to attract more potential investors, managers in mature firms are supposed to raise the level of dividend distribution and maintain a stable dividend policy.

However, Gugler (2003) finds that as the company earnings increasing, dividend distribution is improved, but the degree of over-investment also increased, indicating that with respect to a substantial increase in corporate profits, cash dividend remains small for the self-interested motivation of manager. Especially, for mature firms, self-interested managers tend to make low payout policy in order to build their empires. This view emphasizes that dividend policy is not only dependent on profitability, but also affected by the agency problems.

In this paper, we investigate how agency problems of the controlling shareholder influences the dividend policy of listed firms by considering their life cycle. Mature firms are more likely to pay dividends than growing firms that have abundant growth opportunities with limited resources. We further how life-cycle characteristic of dividends will change under different degrees of agency problems. We find that when agency conflicts between the controlling shareholder and minority shareholders are fierce, the cash dividends paid by mature firms decrease. Even though dividend life cycle theory strongly emphasizes that mature firms pay more cash dividend than young firms, our study shows that life-cycle characteristic of dividends becomes insignificant when agency problems of the controlling shareholder are severe.

We further analyze the relationship between the firm's life cycle and the governance effects of dividends. Previous literatures discussed much about how cash dividend reduce the agency costs of free cash flow. Our results support this point of view by verifying that the degree of overinvestment in the mature firms mitigates with level of cash dividends improving. However, in many Chinese listed firms, payout policy is made by the controlling shareholders for their own sake, rather than a mechanism of governance for agency problems. In a mature firm with constant cash flow and few investment opportunities, the more severe the agency conflicts are, the less discipline effects the cash dividends have on overinvestment. That is because, as the expropriation incentives of the controlling shareholder grow stronger, the controlling shareholder is inclined to make a low dividend policy and reserves most of the profit within the firm so that he can tunnel the firm's assets in the future. This study expands the agency theory of dividends from the perspective of the firm life-cycle.

At last, we find that the relation between cash dividend and firm value is stronger for mature firm, but when agency problems of the controlling shareholder are severe, the value effects of cash dividends becomes weak. This finding is consistent with the result that agency problems of the controlling shareholder weaken the governance effects in mature firms. Overall, our study implies that the controlling shareholder uses cash dividends to hide the expropriation behaviors. The objective of the payout of the controlling shareholder is to avoid the minority investors paying attention on the agency problems. This viewpoint explains why many listed firms pay cash dividends but the level of payout remains low in Chinese capital market.

**Key Words:** controlling shareholder; agency problem; life-cycle of cash dividend; over-investment; dividend value

**JEL Classification:** D22, G32

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2017.09.011

(责任编辑:月 才)