问询函监管能够提高现金股利分配吗？
——基于沪深财务报告问询函的证据

聂萍，周倩倩

（湖南大学工商管理学院，湖南长沙，410000）

摘要：股利政策作为上市公司重要的财务决策，受到内外部多方面因素的影响。本文以 2015-2019 年我国 A 股上市公司的数据为样本，检验了问询函监管对上市公司现金股利政策的影响。研究发现，问询函监管对公司现金股利的分配有促进作用，表明问询函监管可以提高上市公司股利水平，保护我国投资者权益特别是中小投资者的分红权益。这一关系在信息透明度低的公司以及成熟的企业中更显著。进一步分析问询函监管影响现金股利的机制，发现问询函通过降低两类代理成本对上市公司的现金股利产生影响。研究交易所非处罚性监管对公司的现金股利的影响，考察宏观外部监管对公司微观决策的影响，为交易所问询函监管有效性提供经验证据。

关键词：问询函监管；现金股利；信息透明度；企业生命周期；代理成本

中图分类号： F230　　**文献标识码：**A

一、引言

随着资本市场的不断成熟与完善，市场参与主体对信息的数量和质量的要求逐步提高，同时对信息的及时性和便捷性提出了更高需求。为此，深交所和上交所分别在 2011 年和 2012 推出信息披露直通车制度，相应的，交易所的监管方式从事前监管转变为事后监管。问询函监管就是一种事后监管模式，当上市公司披露的信息有误或者不详细时，证券交易所发挥保护投资者合法权益的一线监管作用，向公司发函，并要求公司在特定的时间回复，发函以及回函均在相关网站上进行公开披露。我国交易所发出的函件类型主要包括监管函、关注函和问询函等，问询的内容涉及上市公司财务报告、并购重组、股价异常波动等方面。自 2014 年公开披露问询函件以来，交易所官网披露的问询函数量逐年增加，问询函的页数也在增多，可见交易所越来越重视问询函这一监管手段，以期维护资本市场的稳定。问询函作为证券交易所的一线监管手段，具有一定的权威性和时效性，能对被问询公司产生监管效应，同时问询函的回函过程可以督促上市公司披露更多的信息，从而对上市公司的行为产生影响（翟淑萍和王敏，2019）。

股利政策是对公司利润进行分配的一个过程，是投资者获取长期回报的主要方式，合理的股利政策可以平衡各方的利益，不仅能满足公司未来发展对于现金的需求，同时能为投资者提供可观的回报。理论上说，上市公司的股利政策是股东、债权人以及投资者多方博弈后的结果，但由于我国一股独大的现象非常普遍，导致股利决策主要掌握在大股东手上，中小股东持股比例低，难以与大股东抗衡，对上市公司股利政策的影响有限。大股东在制定决策时更多的是考虑自身利益，忽略中小股东的呼声，资本市场上存在部分上市公司不愿分红、分红水平低、分红不稳定等现象、甚至有的公司连续几年不分红，可见投资者利益无法得到有效保护。交易所作为资本市场上的外部监管机构，发挥着“一线监管”的职责，利用问询函督促上市公司披露更多的信息，消除资本市场中的信息不对称，从而防范金融风险，保护中小股东利益。那问询函这一监管手段能否影响上市公司的现金股利决策呢？能否保护中小股东的分红权益？理论上，问询函监管促使公司为了迎合投资者和监管者而增加现金股利支

付，同时问询函监管作为外部监管机制，通过改善公司的信息环境以及抑制管理层机会主义行为，促进管理层将更多的现金返还给投资；而另一方面，问询函监管增加公司的融资约束以及问询问题的补救成本，使得公司的可分配利润下降，进而抑制公司的现金股利发放。那么，问询函监管究竟如何影响上市公司的现金股利政策呢？

本文则以 2015-2019 年我国 A 股上市公司的数据为样本，检验了问询函监管对上市公司现金股利的影响。研究发现问询函监管对公司现金股利有促进作用，这意味着问询函对保护股东分红权益有积极作用。这一作用在不同公司特征下存在不同，问询函监管增加现金股利在信息透明度低的公司以及成熟的企业中更显著。

本文的可能创新如下：首先，研究结论丰富了问询函经济后果的文献。本文从股利政策角度出发，表明问询函这一监管手段可以有效促进现金股利发放，保证中小投资者的分红权益。其次，现有关现金股利的文献主要集中在内外部影响因素上，在外部因素上，涉及了外部制度环境、媒体监督、外部审计等因素。近几年我国交易所创新监管模式，通过发布问询函进行监管，收到问询函的公司只是需要回函，不会有任何实质性的处罚，该监管模式能否对上市公司的现金股利决策产生影响还有待考究，因此本文以我国证监会非处罚性监管手段为出发点，来考虑问询函监管对公司的现金股利的影响作用，研究了外部宏观监管对公司微观决策的影响。最后，本文基于代理成本视角，考察问询函监管对现金股利的影响作用机制，聚焦外部监管对企业微观决策的影响途径，为交易所通过问询函监管保护中小投资利益提供证据支持和经验参考。

二、文献综述

1.问询函的经济后果

关于问询函的经济后果，从公司治理角度来看，问询函可以改善公司信息披露质量，降低公司内外部的信息不对称，降低公司公允价值估计的不确定性（Bens et al.，2016），提高公司盈余反应系数（Johnston and Petacchi，2017），降低公司诉讼风险（Bozanic et al.，2017），促使公司披露更多的“坏信息”从而降低股价崩盘风险（张俊生等，2018）。问询函还会影响公司的盈余管理活动，收函使得管理层减少应计盈余管理行为，转向更不容易被发现的真实盈余管理行为（Cunningham et al.，2018）。在中国资本市场中，年报问询函能够精确以及准确的识别盈余管理行为（刘柏等，2019），理性的管理层会降低盈余管理程度以避免受到进一步监管（陈运森等，2019）。此外，公司收函会增加公司换掉 CFO 的可能性（Gietzmann et al.，2016），抑制大股东“掏空”行为（聂萍和潘再珍，2019），提高公司披露的业绩预告的准确性（翟淑萍和王敏，2019）。

从投资者角度来看，机构投资者对 SEC 的问询函的反应是负面的，机构投资者认为收函的公司财务报告质量低而减持股票（Gietzmann and Isidro，2013）。在我国，学者则发现市场对收函公告表现为负面（郭飞和周泳彤，2018；陈运森等，2018a；胡玮佳和张开元，2019），其中胡玮佳和张开元（2019）还发现投资者在问询函公开披露前，通过网络搜索上市公司的财务信息，可以缓解市场对问询函事件的负面反应。但是，杨海波和李建勇（2018）以 2015 年深交所的问询函为样本，发现收函公告后，累计超额收益率为正，市场出现正向反应。

从中介机构角度来看，监管机构通过问询可以要求公司披露的信息更加细致，会引起更多的分析师对其进行跟踪（Bozanic，2017），信息的详细化使得分析师能够更好地预测公司业绩，降低分析师乐观程度和预测偏差（Wang，2016；李晓溪等，2019）。监管机构的

问询会让审计师感知风险增加、审计投入增加，使得审计师收取更高的审计收费（Gietzmann and Pettinicchio，2014；陈硕等，2018；米莉等，2019），审计师还会更加谨慎细致的审计被审计单位，提高审计质量，避免问询函提到审计师工作中没有涉及的缺陷而影响自身声誉（陈运森等，2018b；陶雄华等，2019）。

2.现金股利政策影响因素

从外部层面来看，外部监管可能导致现金股利增加，也可能导致减少。一方面，外部监管可以降低公司内外部信息不对称水平，抑制内部人寻租，迫使其将盈余以分配的形式支付给其他人；另一方面，外部监管与股利支付都具有降低代理成本的功能，当公司所处外部监督较强时，公司就不会选择现金股利支付来降低代理成本，所以会减少股利支付率。La Porta 等（2000）在研究中提出“结果模型”和“替代模型”，现金股利可能是上市公司治理机制改善的结果，也可能是上市公司治理机制的替代。当外部法律环境好的情况下，内部人寻租的成本增加，迫使其将盈余以分红的形式支付给其他人（La Porta et al.，2000），投资者保护制度越健全，公司的股利支付率越高（Faccio et al.，2001）。在中国资本市场中，证监会出台了一系列要求上市公司合理规范地进行分红，形成颇具中国特色的“半强制分红政策”，这一政策的实施会促进公司发放更多的现金股利（刘星等，2016；魏志华等，2014）。但该政策忽略了公司的融资约束情况和现金流水平（展凯和陈华，2012），半强制现金股利政策只会对有再融资需求的企业产生约束作用，对于其他公司不产生效果（李慧，2013）。独立审计降低内外部信息不对称水平，促使管理层将手中的多余现金以股利的形式支付给股东（徐寿福，2012；李斐和焦跃华，2019）。Lawson and Wang（2011）、魏锋（2012）等研究则支持替代模型，认为外部审计可以监督内部管理层，无需通过支付现金股利来降低代理成本，因此会降低现金股利支付率。

从内部层面来看，一方面董事会特征影响现金股利，CEO 过度自信（Deshmukh et al.，2009；应惟伟等，2017）、有风险投资背景（吴超鹏和张媛，2017）、个人主义文化（Naeem and Khurram，2020）会促进公司发放更多的现金股利。董事会中的独立董事（De Angelo and Stulz，2006）、具有国际化背景的董事会（杜兴强和谭雪，2017）、董事会中女性的比例（Consuelo et al.，2016）会显著提高上市公司现金股利支付率。另一方面股权结构会影响现金股利，由政府控股的企业承担着较多的政策性负担，该类企业需要保留更多的现金流来承担政策性目标，所以分配较少的股利甚至是不分红（王化成等，2007；Omneya 等，2008）。非国有股东参与到公司治理中，可以与国有股东形成股权制衡，促进国有企业发放更加稳定的现金股利（陈艳利和姜艳峰，2020）。具有冗员负担的国有企业（陈晓珊和刘洪铎，2019）以及家族企业（Yousaf et al.，2019）会降低现金分红水平。大股东持股比例越高，越倾向于获得控制权私利而不是控制权共享利益，会减少现金股利支付水平（La Porta 等，2000）。此外，公司股票流动性越高，支付的现金股利越少（谭春枝等，2020），但是，Nguyen（2020）基于澳大利亚资本市场得出相反的结论，认为股票流动性可以减少现金流的不确定性，从而提高股利支付水平。

综合上述文献可以发现，学者们对问询函监管的经济后果和公司现金股利政策的影响因素都进行了较为深入和细致的研究。问询函监管要求上市公司披露更多的信息，改变公司的信息环境，并能够对公司治理产生影响，减少大股东掏空、盈余管理等机会主义行为。而现金股利受到多方因素的影响，公司所处的经济环境、法律制度、审计以及媒体等外部治理机制均会影响公司的现金股利，对于监管机构的影响作用，目前学术界发现半强制分红政策的出台能够影响上市公司现金股利，而交易所的非行政处罚带来的效应并未关注。问询函作为

近几年新出现的监管手段，目的是保护中小投资利益，这一监管能否提高资本市场上的现金分红，保护中小股东的分红权益，不得而知。

三、理论分析与研究假设

问询函监管可能促使公司发放更多的现金股利。Baker and Wurgler（2004）提出迎合理论，认为公司的管理者是理性的，会根据投资者的偏好选择发放股利以及发放股利的时点，以提升公司股价获得溢价收益。从交易所监管的角度看，公司年报发放问询函向资本市场传递了信息，投资者获取该信息会调整自己的行为。郭飞和周泳彤（2018）发现市场对收函公告的反应为负面，投资者认为收函的公司存在信息披露缺陷，从而会对公司年报缺乏信赖，也就是说收函会降低投资者对公司的信心。如果在这种情况下，公司能够发放现金股利，给投资者传递公司未来前景良好的信号，稳定投资者的军心，那么就能降低收函带来的负面影响，由此公司会进行现金股利的分配以迎合投资者，从而增加投资者的信心。迎合理论中的迎合对象可以从投资者延伸到外部监管，公司也会根据外部监管形势来制定股利政策。当公司收到交易所的问询函，表示被交易所关注，如果公司利润达到分红条件却不分红会受到证监会的关注，证监会会好奇公司不分红行为背后的原因，就会发放问询函要求公司回复不分红的合理性，因此公司会为了降低被问询的可能性，而提高现金股利的发放来迎合监管者。

代理理论认为，代理人与委托人之间存在信息不对称，理性的代理人会利用其信息优势，进行寻租增加自己的财富。交易所发放问询函，要求公司披露更多的信息，这在一定程度上改变了公司内外部信息不对称水平，通过两类代理机制传递到公司内部，影响股利政策。首先，问询函监管作为穿透式的监管模式，会要求上市公司对年报的信息作出细致的解释，当解释不够清楚时，还会二次发函要求回复，这一过程能为投资者提供更多的信息，从而投资者能更好的解读年报中的信息，对公司内部经营更加清楚。当公司被问询时，置于证监会的聚光灯下，如果管理者进行机会主义行为，就容易被投资者感知以及被监管机构发现，一旦遭受到市场质疑，管理者的声誉会受损，出于成本考虑，收函后管理层可能减少该行为。当管理层滥用现金的动机减弱时，采用现金股利的方式吐出自由现金，向投资者分享公司的利润。其次，当公司被问询时，控股股东的行为也会受到外部的关注，控制股东的利用其控制权获取私利的难度和成本都大大增加，那么，控股股东就会选择通过控股权共享利益的方式，获取公司的利润，也就是选择发放现金股利，按持股比例获取收益。所以，收到问询函可以降低公司内外部信息不对称程度，降低公司内部的代理成本，从而增加现金股利发放。

问询函监管也可能抑制公司发放更多的现金股利。债权人和审计师作为外部相关利益者，对于公司真实信息掌握较少，属于信息劣势一方，所以极其关注公司声誉和信息披露情况。根据信号传递理论，资本市场会对好信息做出积极反应，对于坏消息则是表现出消极，当公司被问询时，债权人会认为公司披露的信息不可靠或存在隐瞒，意识到风险增加，会收取更高的费用，因而问询函会提高公司债务成本。Cunningham et al.（2017）研究发现，相比于没有收到 SEC 问询函的公司，收到问询函公司向银行借款要支付更高的贷款利率。此外，收函带来的股价变动以及监管风险，均会让债权人意识到公司未来发展不确定，于是债权人会更加慎重地审核对收函公司的贷款申请，有可能会选择放弃借贷的方式去规避风险，这减少了公司外部资金的来源，会加剧公司的融资约束程度。当公司面临融资约束时，会出现投资不足、经营资金断裂等现象，有损公司价值，为了预防这些情况的发生，公司不得不支付高额的溢价，导致公司的外部融资成本大幅上升（翟淑萍等，2020）。当公司外部筹资成本增加时，管理层更加倾向于将利润留在公司内部以降低成本，这会导致现金分红减少。

审计师也会将公司收函视为风险信号，出于职业谨慎性和职业怀疑性，会执行更多的审计程序以及扩大审计范围，保证发表合理的审计意见。交易所还有可能要求审计师参与公司的回函工作，增加了审计师的工作量，审计师投入的增加以及感知的风险会导致审计师收取更加多的费用，也就是说公司收函会使得公司支付更多的审计费用，这会降低公司的可分配利润，从而使得公司减少现金股利。

问询函会增加公司内部的补救成本，对公司的可分配利润产生影响。交易所里进行报表审核发函的都是经验丰富的专家对上市公司的各项业务以及报表项目特别熟悉，问询函中要求上市公司回复的都是专业的问题。面对问询函中的直指要害的问题，公司需要安排专业人员进行回复，如果问询函中提出公司内部出现某些问题，那么公司还需进行整改，避免监管机构的进一步处罚。Cassell et al.（2013）研究表明与会计问题相关的意见函会导致补救成本上升，主要是由于准则问题以及公允价值的问题需要额外的时间和程序。因此，收到问询函的公司可供分配利润下降，从而降低现金股利的发放。

问询函监管影响上市公司的现金股利不确定，有可能促进也有可能抑制。因此，我们提出一组竞争性的研究假说:

H1a: 问询函监管提高了上市公司的现金股利水平。

H1b: 问询函监管降低了上市公司的现金股利水平。

问询函监管的信息效应与公司所处的信息环境息息相关。定期报告类问询函是交易所针对上市公司披露的财务报告所做的“信息监管”，问询函具有“双向性”，交易所发函之后需要上市公司回函，这“一问一答”的过程可以促进企业披露更多的信息，提高收函公司的年报可读性（翟淑萍，2020）。部分问询函会要求公司披露经营概况、经营安排、定价依据等信息，这些可以提供增量信息，有利于提高资本市场上的信息披露。那么公司所处的信息透明度水平必然会影响问询函的监管效应，当公司本身信息透明度不同的情况下，问询函带来的信息效应有所不同。

在透明度高的公司中，公司信息透明化可以约束管理层和大股东的行为，有效降低委托代理风险以及逆向选择问题（袁知柱，2020），信息透明度越高，外部证券分析师越能够对公司盈利进行准确预测，为资本市场提供有效的信息。此时，公司内部管理层的行为以及公司经营状况和财务状况透明化，投资者手中掌握的信息越多，越能干预公司的决策。当中小股东积极参与到公司治理中，可以促进上市公司分红（徐寿福等，2020）。在透明度低的公司中，代理人更有可能偏离委托人的利益进行自利行为（Eisenhardt，1989），管理层更偏向于将利润留在公司内部，为进行在职消费等机会主义行为提供便利，从而会降低现金股利的支付水平。问询函监管通过发函以及回函，使得上市公司披露更多的信息，有些问询函会让审计师以及独立董事回复意见，这些主体的加入可以提高上市公司信息披露的质量，信息披露程度细致以及质量的提高可以降低内外部信息不对称水平，在透明度低的公司中，作为信息披露监督机制的问询函监管，通过要求公司回复信息，改善公司的信息披露行为，那么管理层寻租的行为更有可能被外部利益相关者发现，为此会减少资金的保留，将现金以利润的方式分配给投资者，减少公司内部的代理成本。

H2: 其他条件不变的情况下，问询函监管对现金股利的影响作用在信息透明度低的企业中更为明显。

问询函监管的监管效应受公司所处的生长周期的影响。不同成长性的公司面临的投资机会明显不同，可用于发放现金股利的资金水平存在差异。公司基于所处发展阶段和自身财务状况做出合理的股利政策，成熟的公司可用资金多，所以支付的现金股利越多（邢天才和黄

阳洋，2018）。

成熟型公司经营趋于稳定、盈利能力良好且没有太多的投资项目，公司内部有充足的资金用于发放现金股利。与成熟型公司相比，成长性公司内部需要资金进行投资，经营现金流不稳定，面临融资约束，所以公司对于现金的需求较高，有动机留存现金以应对未来风险。因此，成长性公司在具有一定的可分配利润时，需要将较多资金留存用于投资高收益项目，发放的现金股利水平自然会低。处于外部问询函监管的情况下，管理层为了迎合外部投资者以及外部监管者，会提高现金股利的支付率，在成熟型公司中，公司内部现金充裕可以满足管理层这一迎合需求，并且在成熟型公司中代理问题更为严重，企业持有的现金没有用来投资，留存公司内部可能会为管理层在职消费或者资金占用提供便利，管理层将现金返回给投资者，正好可以降低代理成本。因此，在成熟型公司中，问询函监管推动现金股利发放的效果更为明显。

H3: 其他条件不变的情况下，问询函监管对现金股利的影响作用在成熟型公司的企业中更为明显。

四、研究设计

（一）样本与数据来源

本文以 2015-2019 年沪深两市 A 股上市公司为样本(本文股利政策数据实际涵盖至 2020 年）。在信息披露直通车推出之后，沪深交易所网站才开始公开披露公司问询函数据，故 2015 年之后的财务报告问询数据由手工在沪深交易所官网上收集所得。同时，为保证样本完整性，我们在巨潮资讯网站和百度新闻网上手工搜索“问询函”关键词，补充交易所网站上未披露的问询函数据。本文的财务数据、股利政策数据来自 CSMAR 数据库，剔除金融、保险类公司，剔除重要变量缺失的样本，并剔除了股利与收益比率为负的公司，最终得到 13895 个公司-年度观测值，其中有 1293 个样本收到过财务报告问询函。为降低异常值的影响，对所有连续变量进行 1%水平的缩尾处理。

（二）模型设定及变量定义

本文构建模型（1）来检验问询函监管对上市公司未来现金股利政策的影响关系：

$$Paypolicy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 Contral_{i,t} + \beta_3 Year_{i,t} + \beta_4 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型（1）中，被解释变量为现金股利政策 Paypolicy，参考陈运森等（2019），本文考察现金股利支付的绝对水平和相对水平。其中，现金股利支付的绝对水平用每股现金股利 Payout 表示，现金股利支付的相对水平以每股现金股利与每股收益之比 Payratio1 以及每股现金股利与每股营业收入之比 Payratio2 来表示。CL 为问询函监管变量，若公司在 t 年收到财报问询函，则 CL 取值为 1，否则为 0。一年收到多次问询，只选择第一次的问询样本。

构建模型（2）和模型（3）来检验假设 2 和假设 3：

$$Paypolicy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 Tran_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} * Tran_{i,t} + \beta_4 Contral_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + \beta_6 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Paypolicy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 RE/TE_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} * RE/TE_{i,t} + \beta_4 Contral_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + \beta_6 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

调节变量为信息透明度（Tran）和企业生命周期（RE /TE）。本文选择盈余激进度（EA）和盈余平滑度（ES）来度量公司的会计信息透明度，在此基础上，将两个指标综合起来考虑，将 EA 和 ES 分别赋予 50%的权重来计算会计信息透明度综合指数（Tran），综合指数越高，公司会计信息的透明度越低；用留存收益股权比（RE /TE）衡量企业的生命周期，公司处于初创期，所有者权益中留存收益小，留存收益股权比 RE /TE 较小，随着公司逐渐成熟，利润累计增加，留存收益股权比 RE /TE 变大（De Angelo 等，2006）。

借鉴李小荣等（2015）、陈运森等（2019）的研究，我们在模型中还控制了公司规模（Size）、资产收益率（Roe）、杠杆水平（Lev）、成长性（Growth）、产权性质（State）、自由现金流（Fcf）、股权制衡度（Balance）、董事会规模（Bsize）、独董比例（Ratio）、两职合一（Dual）以及是否再融资（SEO）等。具体变量定义见表 1 所示：

表 1 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量定义及具体计算过程
被解释变量	现金股利支付的绝对水平	Payout	公司发放的现金股利数额
	现金股利支付的相对水平	Payratio1	每股现金股利/每股收益
		Payratio2	每股现金股利/每股营业收入
解释变量	问询函监管	CL	若公司在 t 年收到财报问询函则 CL 取值为 1，否则为 0。一年收到多次问询，只选择第一次的问询样本。
调节变量	会计信息透明度	Tran	将 EA 和 ES 分别赋予 50%的权重计算得出
	企业生命周期	RE /TE	留存收益/所有者权益
控制变量	公司规模	Size	Ln（期末总资产）
	净资产收益率	Roe	期末净利润/平均净资产
	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	成长性	Growth	（当年营业收入-上一年营业收入）/上一年营业收入
	产权性质	State	国有为 1，其他为 0
	自由现金流	Fcf	自由现金流量/总资产
	股权制衡度	Balance	第一大股东持股比例/前五大股东持股比例之和
	董事会规模	Bsize	Ln（董事会成员）
	独董比例	Ratio	独立董事占董事会总人数的比重
	两职合一	Dual	当公司董事长和总经理为同一人时取 1，否则取值为 0
	再融资需求	SEO	公司在样本年度有再融资时取 1，否则取 0

五、实证结果分析

（一）描述性分析

表 2 描述性统计

	N	mean	sd	min	max
Payout	13895	0.123	0.182	0	1.050
Payratio1	13895	0.271	0.306	0	1.851
Payratio2	13895	0.0292	0.0425	0	0.243
CL	13895	0.0895	0.2854	0	1
Size	13895	22.32	1.281	19.87	26.19
Roe	13895	0.0804	0.0906	-0.3153	0.3893
Lev	13895	0.418	0.198	0.0595	0.878
Growth	13895	0.219	0.547	-0.528	3.931
State	13895	0.324	0.468	0	1
Fcf	13895	0.0324	0.176	-0.650	0.418
Balance	13895	0.626	0.184	0.255	0.965
Bsize	13895	2.116	0.196	1.609	2.639
Ratio	13895	0.377	0.0533	0.333	0.571
Dual	13895	0.283	0.451	0	1
SEO	13895	0.0946	0.293	0	1

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。可以发现，样本期间内上市公司平均每股支付（Payout）0.123 元的现金股利，表明资本市场上公司现金股利水平偏低。此外，Payratio1 的均值为 27.1%，Payratio2 的均值为 2.92%。问询函变量 CL 的均值为 0.0895，表明市场中有 8.95%的公司收到年报问询，随着问询监管逐渐成熟，未来几年这一比例将会增加。State

的均值为 0.324，表明样本中有 32.4%的公司是国有公司。

（二）实证结果分析

表 3 模型（1）回归结果

变量	(1) Payout	(2) Payratio1	(3) Payratio2
CL	0.037***	0.085***	0.006***
	(7.99)	(9.46)	(5.77)
Size	0.039***	0.022***	0.005***
	(29.72)	(8.59)	(14.25)
Roe	0.857***	0.192***	0.130***
	(56.70)	(6.54)	(35.77)
Lev	-0.222***	-0.344***	-0.091***
	(-27.01)	(-21.52)	(-46.14)
Growth	-0.023***	-0.043***	-0.006***
	(-9.23)	(-8.81)	(-10.00)
Bsize	0.022**	0.067***	0.007***
	(2.53)	(3.98)	(3.12)
Fcf	0.063***	0.093***	0.017***
	(8.11)	(6.22)	(9.07)
Balance	0.017**	0.080***	0.005***
	(2.33)	(5.50)	(2.63)
Ratio	0.014	0.047	0.003
	(0.45)	(0.81)	(0.37)
State	-0.013***	-0.034***	-0.005***
	(-3.93)	(-5.20)	(-6.06)
Dual	0.009***	0.009	0.002**
	(2.98)	(1.46)	(2.57)
Seo	-0.017***	-0.028***	-0.003***
	(-3.59)	(-3.09)	(-2.65)
Constant	-0.792***	-0.280***	-0.057***
	(-21.79)	(-3.97)	(-6.57)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
N	13895	13895	13895
R^2	0.301	0.071	0.265
F	182.72	33.30	152.67

注：*、**、***分别代表在 10%、5%、1%的显著性水平上显著，括号为 t 值，下同

表 3 报告了问询函监管对公司现金股利影响，即模型（1）的回归结果。列（1）显示被解释变量为每股现金股利（Payout）时 CL 的系数在 1%的水平下显著为正，该系数的经济意义解释为，问询函监管（CL）变动一个标准差（0.285）将会导致每股现金股利变动 6.03%。（2）列中 CL 的系数为 0.085 且在 1%的水平下显著，表明问询函监管变动一个标准差，使得股利支付相对水平增加 8.17%。（3）列中 CL 系数也显著为正，问询函监管变动一个标准差，引起股利支付相对水平增加 4.55%。可知问询函监管与现金股利政策呈显著的正相关关系，收到问询函的公司，会发放更多现金股利，支持了假设 1a。问询函监管作为外部监管机制，能够影响被问询公司的股利政策，使得公司吐出更多的现金，有助于保护中小投资者的分红权益。

表 4 模型（2）和（3）回归结果

	Tran			RE/TE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	Payout	Payratio1	Payratio2	Payout	Payratio1	Payratio2
CL	0.004	0.057*	0.003	0.022***	0.059***	0.005***
	(0.34)	(1.69)	(0.89)	(4.76)	(6.43)	(4.13)
CL*Tran	0.004**	0.005	0.001*			
	(2.11)	(1.00)	(1.75)			
CL*RE/TE				0.003**	0.006*	0.001
				(2.13)	(1.91)	(1.60)
Tran	-0.001	-0.005***	-0.000*			
	(-0.65)	(-3.24)	(-1.93)			
RE/TE				0.067***	0.119***	0.008***
				(15.73)	(14.49)	(7.76)
Size	0.045***	0.028***	0.006***	0.033***	0.010***	0.004***
	(26.65)	(10.56)	(17.48)	(23.87)	(3.76)	(11.30)
Roe	0.747***	0.173***	0.118***	0.814***	0.110***	0.125***
	(28.80)	(6.12)	(24.56)	(52.85)	(3.67)	(33.46)
Lev	-0.214***	-0.330***	-0.082***	-0.182***	-0.271***	-0.087***
	(-22.75)	(-19.29)	(-34.53)	(-21.20)	(-16.25)	(-41.75)
Growth	-0.022***	-0.042***	-0.005***	-0.020***	-0.037***	-0.006***
	(-9.83)	(-9.63)	(-8.81)	(-7.84)	(-7.48)	(-9.19)
Bsize	0.017*	0.065***	0.009***	0.024***	0.071***	0.007***
	(1.70)	(3.38)	(3.75)	(2.82)	(4.27)	(3.26)
Fcf	0.072***	0.069***	0.016***	0.049***	0.069***	0.015***
	(8.02)	(3.48)	(6.75)	(6.32)	(4.55)	(8.13)
Balance	0.016**	0.091***	0.006***	0.010	0.067***	0.004**
	(2.06)	(5.24)	(2.65)	(1.39)	(4.66)	(2.19)
Ratio	-0.029	-0.013	0.001	0.030	0.078	0.004
	(-0.85)	(-0.19)	(0.08)	(1.00)	(1.34)	(0.61)
State	0.000	-0.030***	-0.002***	-0.010***	-0.027***	-0.004***
	(0.12)	(-4.35)	(-2.86)	(-2.90)	(-4.22)	(-5.57)
Dual	0.004	0.005	0.001	0.008***	0.007	0.002**
	(1.29)	(0.59)	(1.41)	(2.72)	(1.24)	(2.42)
Seo	-0.018***	-0.024**	-0.004***	-0.018***	-0.030***	-0.003***
	(-3.87)	(-2.38)	(-4.28)	(-3.87)	(-3.36)	(-2.76)
Constant	-0.911***	-0.382***	-0.101***	-0.682***	-0.074	-0.044***
	(-21.50)	(-5.23)	(-10.22)	(-18.55)	(-1.04)	(-4.97)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	10168	10168	10168	13834	13834	13834
R^2	0.307	0.064	0.216	0.314	0.085	0.268
F	118.16	62.80	127.77	181.98	37.56	145.65

表 4（1）-（3）列显示调节变量为会计信息透明度（Tran）时问询函监管对现金股利的影响，CL*Tran 的系数在 5%的水平下显著为正，表明随着会计信息透明度综合指数的增大，

问询函监管对现金股利的促进作用更加显著。而综合指数与公司会计信息的透明度呈反向相关，也就是说，公司信息透明度越低，问询函监管对现金股利的影响更大，这验证了 H2。当公司所处信息环境较差时问询函越能发挥信息效应，增加公司的信息披露水平以降低信息不对称，从而保证上市公司发放更多的现金股利。（4）-（6）列显示调节变量为企业生命周期（RE/TE）时的回归结果，当被解释变量为 Payout 和 Payratio1 时，CL*RE/EQ 的系数显著为正，而当被解释变量为 Payratio2，CL*RE/EQ 的系数为正但不显著，表明问询函监管与企业所处生命周期有交互作用，当企业处于成熟时，问询函监管能显著增加企业的每股现金股利，H3 得到了验证。

（三）稳健性检验

1.自选择问题

交易所会针对某类公司发函，导致存在样本自选择问题，为了解决这一回归偏误，借鉴米莉等（2019），采用 PSM 匹配后的样本进行回归。将收到问询函的公司作为处理组，将通过 1:1 不放回近邻匹配法配对得到的公司作为对照组。结果显示在表 5（1）-（3）列，在控制了其他可能对结果产生影响的因素之后，CL 的系数均显著为正，即问询函监管促进公司发放更多的现金股利，本文的结论依然稳健。

2.工具变量

模型中可能遗漏变量导致存在内生性问题，为此，本文构建问询函监管的工具变量进行两阶段最小二乘法以解决内生性问题，借鉴已有文献（曹松威，2019），本文选择相同年份-省份被相应处理的上市公司数量与同年同省份上市公司总数之比作为问询函的工具变量，表 5（4）-（6）列显示第二阶段的回归结果，CL 的在 5%的水平下显著为正，本文的结论稳健。

3.现金股利指标的替代

改变现金股利的衡量方式，以股利支付率是否超过同年度所有公司的均值来衡量上市公司的股利支付意愿（Dpayout、Dpayratio1、Dpayratio2）。表 5（7）-（9）列显示替换现金股利指标后的回归结果，CL 的系数均显著为正，结果依旧支持本文的结论。

表 5 稳健性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
变量	Payout	Payratio1	Payratio2	Payout	Payratio1	Payratio2	Dpayout	DPayratio1	DPayratio2
CL	0.052***	0.081***	0.009***	0.051**	0.138***	0.014**	0.214***	0.200***	0.165***
	(8.42)	(6.06)	(6.19)	(2.22)	(3.10)	(2.45)	(16.26)	(13.95)	(12.70)
Size	0.033***	0.027***	0.005***	0.039***	0.021***	0.004***	0.089***	0.039***	0.044***
	(11.26)	(4.34)	(6.87)	(28.42)	(7.92)	(13.33)	(23.64)	(9.60)	(11.92)
Roe	0.507***	0.222***	0.082***	0.853***	0.177***	0.128***	2.144***	0.724***	1.699***
	(17.74)	(3.60)	(12.32)	(52.10)	(5.56)	(32.48)	(49.95)	(15.46)	(40.23)
Lev	-0.171***	-0.375***	-0.065***	-0.220***	-0.334***	-0.090***	-0.584***	-0.639***	-0.975***
	(-10.04)	(-10.24)	(-16.24)	(-23.87)	(-18.68)	(-40.61)	(-24.99)	(-25.06)	(-42.02)
Growth	-0.008*	-0.026**	-0.003***	-0.023***	-0.042***	-0.006***	-0.059***	-0.079***	-0.076***
	(-1.74)	(-2.57)	(-2.85)	(-9.02)	(-8.49)	(-9.65)	(-8.35)	(-10.12)	(-10.86)
Bsize	0.058***	0.028	0.007	0.021**	0.065***	0.006***	0.053**	0.151***	0.045*
	(2.94)	(0.67)	(1.51)	(2.47)	(3.86)	(3.00)	(2.13)	(5.63)	(1.85)
Fcf	0.019	0.078**	0.009**	0.063***	0.095***	0.017***	0.043*	0.118***	0.025
	(1.07)	(2.02)	(2.12)	(8.14)	(6.29)	(9.14)	(1.93)	(4.90)	(1.16)

Balance	0.040**	0.108***	0.015***	0.017**	0.077***	0.004**	0.018	0.103***	0.038*
	(2.26)	(2.85)	(3.53)	(2.20)	(5.24)	(2.39)	(0.83)	(4.46)	(1.81)
Ratio	0.019	-0.049	-0.019	0.015	0.052	0.003	-0.200**	0.021	-0.131
	(0.28)	(-0.33)	(-1.17)	(0.49)	(0.88)	(0.45)	(-2.33)	(0.22)	(-1.55)
State	-0.035***	-0.041**	-0.007***	-0.014***	-0.035***	-0.005***	-0.040***	0.011	-0.075***
	(-4.33)	(-2.39)	(-3.48)	(-3.98)	(-5.34)	(-6.20)	(-4.20)	(1.02)	(-8.00)
Dual	0.002	0.013	0.003*	0.009***	0.008	0.002**	0.032***	0.015*	0.021**
	(0.26)	(0.90)	(1.69)	(2.92)	(1.35)	(2.44)	(3.70)	(1.65)	(2.44)
Seo	-0.011	-0.022	-0.003	-0.017***	-0.029***	-0.003***	-0.032**	-0.060***	-0.006
	(-0.80)	(-0.70)	(-0.76)	(-3.65)	(-3.23)	(-2.81)	(-2.46)	(-4.22)	(-0.44)
Constant	-0.701***	-0.324*	-0.063***	-0.784***	-0.250***	-0.053***	-1.501***	-0.586***	-0.264***
	(-8.52)	(-1.83)	(-3.26)	(-20.44)	(-3.36)	(-5.78)	(-14.55)	(-5.20)	(-2.60)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2271	2271	2271	13895	13895	13895	13895	13895	13886
R^2	0.234	0.080	0.209	0.301	0.069	0.263	0.256	0.114	0.281
F	22.63	7.17	19.74	180.82	30.80	151.39	145.58	55.26	160.38

六、进一步研究：基于代理成本的机制检验

问询函监管通过两类代理机制传递到企业内部，影响股利决策。管理人和股东之间的代理问题，主要是代理人拥有更多的内部信息，导致代理人会利用内外部的信息不对称进行在职消费、低效率的投资以完成业绩目标等行为。交易所发放问询函，会针对报表中披露的各个可疑的事项进行问询，如果上市公司的管理费用存在波动，交易所就会问询要求回复合理性，而且交易所也会对上市公司投资行为进行问询，要求回复该项投资是否合理并要求独立董事发表意见。这必然会使得上市公司深入了解企业该项费用以及该项投资是否存在合理性，如果管理层利用该行为寻租，很大可能会被发现，遭受市场质疑，管理者自身的声誉也会受损，这必然会逼迫管理层减少机会主义行为。基于自由现金流量假说，减少自由现金流量可以降低代理人滥用现金的机会，企业现金不够举债的时候，债权人也会给代理人施压，降低代理成本，所以当监管机构的关注以及投资者的参与，会希望公司将可分配的现金以现金股利的方式发放给股东。

对于高度集权的公司来说，交易所的问询监管能缓解第二类代理问题，使企业发放更多的现金股利。控股股东被暴露于交易所监管下，其行为更多容易被市场监督和关注。如果大股东通过其他应收款等行为占用公司资金，必然会引起报表项目数据发生变化，而交易所对上市公司报表的问询，会关注到报表项目的异常变动，要求上市公司回复该变动是否合理，所以说大股东掏空上市公司的行为容易被发现，当大股东掏空的成本高于收益时，会降低损害公司的行为。大股东利用控制权获取私利的方式不能进行时，会转向控制权共享收益。公司达到发放现金股利的条件时，大股东会支持发放股份，以通过现金股利的方式获取收益，将利润与其它股东共享。监管部门的“问诊把脉”下，控股股东的行为容易被外部投资者发现，使得控股股东利用权力谋取私利的难度增加，于是，控股股东会退而选择现金股利的方式来获取上市公司利润。

基于以上分析，提出研究假设：

H4：问询函通过降低两类代理成本，对现金股利产生影响。

构建模型（3）来检验代理成本的中介效应

$$Paypolicy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 Contral_{i,t} + \beta_3 Year_{i,t} + \beta_4 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Agency_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 CL_{i,t} + \mu_2 Contral_{i,t} + \mu_3 Year_{i,t} + \mu_4 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Paypolicy_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 CL_{i,t} + \delta_2 Agency_{i,t} + \delta_3 Contral_{i,t} + \delta_4 Year_{i,t} + \delta_5 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

中介变量为 Agency，即代理成本。借鉴邝雄（2018）的研究，第一类代理成本采用管理费用率（Agency1）和总资产周转率（Agency2）两个指标分别从成本和效率两个方面进行度量。管理费用率越低，表明股东与管理层之间的代理成本越低；总资产周转率越高表明股东与管理层之间的代理成本越低。第二类代理成本用其他应收款比率（Agency3）来衡量，比例越高说明大股东掏空上市公司的情况越严重，第二类代理成本越高。

表 6 中列（1），CL 的系数在 5%的水平上显著为正，表明公司当年收到问询，会提高现金股利支付率。列（2）和列（3）中，CL 对 Agency1 的系数显著为负、Agency1 对 payout 的系数显著为负，表明问询函能够降低第一类代理成本，从而增加现金股利，这也证明了代理成本存在中介效应。对比 CL 的系数绝对值可以发现，列（3）中 CL 的系数绝对值 0.036 小于（1）中的系数绝对值 0.037，说明第一类代理成本在问询函与现金股利中起到了部分中介的作用。列（4）—（6）显示的是中介变量是总资产周转率的中介回归结果，与前面的结果一致。列（7）—（9）显示的是第二类代理变量作为中介的回归结果，可以看到 CL 对 Agency3 的系数显著为负，表明问询函能够降低第二类代理成本，从而增加现金股利。对比 CL 的系数绝对值可以发现，列（7）中 CL 的系数绝对值 0.037 等于（9）中的系数绝对值 0.037，说明第二类代理成本在问询函与现金股利中起到了中介作用，但是作用效果很弱。综上，问询函监管提高现金股利支付率的一个渠道是降低两类代理成本，从而影响现金股利。

表 6 问询函监管对现金股利的影响机制

变量	(1) payout	(2) Agency1	(3) payout	(4) payout	(5) Agency2	(6) payout	(7) payout	(8) Agency3	(9) payout
CL	0.037***	-0.023***	0.036***	0.037***	0.054***	0.036***	0.037***	-0.011***	0.037***
	(7.99)	(-5.73)	(7.76)	(7.99)	(3.63)	(7.72)	(7.99)	(-10.40)	(7.86)
Agency1			-0.034***						
			(-3.46)						
Agency2						0.025***			
						(9.45)			
Agency3									-0.049
									(-1.30)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.792***	0.485***	-0.776***	-0.792***	0.593***	-0.807***	-0.792***	0.041***	-0.790***
	(-21.79)	(15.61)	(-21.16)	(-21.79)	(5.11)	(-22.25)	(-21.79)	(4.98)	(-21.71)
N	13895	13894	13894	13895	13886	13886	13895	13886	13886
R^2	0.301	0.110	0.302	0.301	0.086	0.302	0.301	0.086	0.302
F	182.72	53.00	177.91	182.72	106.28	181.10	182.72	40.70	177.33

为了排除前文的融资约束假设，检验融资约束是否存在中介作用。借鉴翟淑萍（2020），用 SA 指数来度量上市公司的融资约束程度，公司面临的融资约束程度越高，SA 的数值越大。SA=-0.737*Size+0.043*Size^2-0.040*Age。表 7 列示了融资约束（SA）作为中介变量进行回归的结果，（1）-（3）列中被解释变量为每股现金股利（Payout）时的结果，问询函监管（CL）与融资约束（SA）的关系不显著，进一步做 bootstrap 检验，结果发现间接效应

的 P 值为 0.653，不显著，表明融资约束不存在中介作用，排除融资约束假设。

表 7 融资约束中介效应检验

变量	(1) Payout	(2) SA	(3) Payout	(4) Payratio1	(5) SA	(6) Payratio1	(7) Payratio2	(8) SA	(9) Payratio2
CL	0.037***	0.007	0.037***	0.085***	0.007	0.085***	0.006***	0.007	0.006***
	(7.99)	(0.06)	(8.01)	(9.46)	(0.06)	(9.47)	(5.77)	(0.06)	(5.77)
SA			-0.003***			-0.001*			0.000
			(-8.75)			-1.65			(1.09)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.792***	381.1***	0.180	-0.280***	381.1***	0.078	-0.057***	381.1***	-0.086***
	(-21.79)	(360.97)	(1.54)	(-3.97)	(360.97)	(0.34)	(-6.57)	(360.97)	(-3.07)
N	13895	13895	13895	13895	13895	13895	13895	13895	13895
R^2	0.301	0.189	0.305	0.071	0.189	0.071	0.265	0.189	0.265
F	182.72	316.48	180.56	33.30	316.48	32.41	152.67	316.48	148.22

七、结论

本文以 2015-2019 年我国 A 股上市公司的数据为样本，检验了问询函监管对上市公司现金股利的影响。研究发现问询函监管对公司现金股利有促进作用。一方面，上市公司为了迎合监管和投资者，会提高现金股利支付水平，另一方面，问询函监管作为外部监管机制，通过改善公司的信息环境以及抑制管理层机会主义行为，促进管理层将更多的现金返还给投资者，从而保护中小股东利益。进一步研究中发现问询函监管对现金股利的积极作用在信息透明度低的公司以及处于成熟期的公司中更显著。从机制角度看，问询函通过降低两类代理成本问题，对上市公司的现金股利产生影响，表明问询函监管督促上市公司披露更多的信息，减少管理层和大股东的机会主义行为，保护中小股东利益。

基于本文的研究结果，提出以下建议：

第一，监管机构应加强问询函的监管力度。研究结果表明问询函监管对上市公司现金股利会有促进作用，交易所的问询手段可以提高上市公司股利水平，保护中小投资者的分红权益。日后，交易所还需加强对上市公司的信息披露监管，完善问询函制度，推动监管措施创新。同时监管机构在问询过程中，也要关注一下上市公司的分配决策，深入挖掘上市公司连续不分红决策背后的动机。

第二，监管机构进行分类监管。监管部门应当重点监管信息不对称水平高的公司，提高交易所监管效率，引导上市公司管理层向投资者披露更全面的财务信息。同时监管机构监管的过程中要考虑公司所处的生命周期，提高公司现金股利支付的合理性，督促有能力发放现金股利的公司进行现金发放，保护投资者利益。

第三，上市公司应健全内部治理机制。公司应建立健全的内部控制制度以及薪酬激励等内部治理机制，解决股东与管理层之间的代理问题，缓解股东与管理层的利益冲突，规范公司分红机制，保护中小投资者分红利益。

参考文献

［1］翟淑萍,王敏.非处罚性监管提高了公司业绩预告质量吗——来自财务报告问询函的证据[J].山西财经大学学报,2019,41(04):92-107.

［2］Bens D A,Cheng M,Neamtiu M. The impact of SEC disclosure monitoring on the uncertainty of fair value estimates[J]. The Accounting Review,2016,91(2):349- 375.

［3］Bozanic Z,Dietrich J R,Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. Journal of Accounting & Public Policy,2017,36(5):337-357.

［4］Cunningham L M,Johnson B A. The switch up:An examination of changes in earnings management after receiving SEC comment letters[R].Working paper,2018.

［5］陈运森,邓祎璐,李哲.证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J].管理世界,2019,35(03):169-185+208.

［6］聂萍,潘再珍.问询函监管与大股东“掏空”——来自沪深交易所年报问询的证据[J].审计与经济研究,2019,34(03):91-103.

［7］Kubick T R,Lynch D P,Mayberry M A,et al. The effects of regulatory scrutiny on tax avoidance：An examination of SEC comment letters[J]. The Accounting Review，2016，91(6)：1751 - 1780.

［8］Johnston R,Petacchi R. Regulatory oversight of financial reporting:Securities and exchange commission comment letters[J]. Contemporary Accounting Research,2017,34(2):1128 - 1155.

［9］张俊生,汤晓建,李广众.预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗?——基于交易所年报问询函的研究[J].管理科学学报,2018,21(10):112-126.

［10］刘柏,卢家锐.交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?——基于年报问询函的证据[J].财经研究,2019,45(07):45-58.

［11］Gietzmann M,Marra A,PettinicchioA.Comment letter frequency and CFO turnover:A dynamic survival analysis[J]. Journal ofAccounting,Auditing & Finance,2016,31(1):79 - 99.

［12］Gietzmann M B,Isidro H,Institutional Investors’Reaction to SEC Concerns about IFRS and US GAAP Reporting[J]. Journal of Business Finance,2013

［13］郭飞,周泳彤.交易所年报问询函具有信息含量吗?[J].证券市场导报,2018(07):20-28.

［14］陈运森,邓祎璐,李哲.非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J].金融研究,2018(04):155-171.

［15］胡玮佳,张开元.投资者关注与年报问询函市场反应——价格压力还是信息传递[J].经济管理,2019

［16］杨海波,李建勇.问询监管的市场反应——基于深交所数据的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2018,33(02):84-93.

［17］Wang Q. Determinants of segment disclosure deficiencies and the effect of the SEC comment letter process[J].Journal of Accounting & Public Policy,2016,35(2):109-133.

［18］李晓溪,杨国超,饶品贵.交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析[J].经济研究,2019,54(05):181-198.

［19］Gietzmann M B,Pettinicchio A K. External auditor reassessment of client business risk following the issuance of a comment letter by the SEC[J]. European Accounting Review,2014,23(1):57-85.

［20］陈硕,张然,陈思.证券交易所年报问询函影响了审计收费吗?——基于沪深股市上市公司的经验证据[J].

经济经纬,2018,35(04):158-164.

［21］米莉,黄婧,何丽娜.证券交易所非处罚性监管会影响审计师定价决策吗?——基于问询函的经验证据[J].审计与经济研究,2019,34(04):57-65.

［22］陈运森,邓祎璐,李哲.非行政处罚性监管能改进审计质量吗?——基于财务报告问询函的证据[J].审计研究,2018(05):82-88.

［23］陶雄华,曹松威.证券交易所非处罚性监管与审计质量——基于年报问询函信息效应和监督效应的分析[J].审计与经济研究,2019,34(02):8-18.

［24］La Porta R, Florencio L D S, Shleifer A, et al. Investor Protection and Corporate Governance[J].Working Paper, 2000, 58(1－2): 3-27.

［25］ Faccio M, Young L. Dividends and Expropriation[J]. Social Science Electronic Publishing, 2001,91(1): 54-78.

［26］刘星,谭伟荣,李宁.半强制分红政策、公司治理与现金股利政策[J].南开管理评论,2016,(5):104-114

［27］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].北京:经济研究，2014,(6)：100-114.

［28］展凯,陈华.强制性现金分红政策的合理性研究[J].广东金融学院学报,2012,27(01):87-97.

［29］李慧.半强制分红政策对上市公司现金分红策略的影响研究[J].上海经济研究,2013,25(01):56-63.

［30］Lawson B P,Wang D. The Earnings Quality Information Content of Dividend Policies and Audit Pricing[J]. Contemporary Accounting Research,2016,33(4).

［31］李斐,焦跃华.国家审计、审计力度与银行股利政策[J].审计与经济研究,2019,34(04):1-8.

［32］刘力一,温权.媒体关注与现金股利政策[J].商业研究,2014(12):38-47.

［33］李小荣,罗进辉.媒体关注与公司现金股利支付[J].经济理论与经济管理,2015(09):68-85.

［34］ Deshmukh S, Goel A M, Howe K M. CEO Overconfidence and Dividend Policy[J]. Social Science Electronic Publishing, 2009, 22(3): 440-463.

［35］应惟伟,居未伟,封斌斌.管理者过度自信与公司现金股利决策[J].预测,2017,36(01):61-66.

［36］吴超鹏,张媛.风险投资对上市公司股利政策影响的实证研究[J].金融研究,2017, (09):178-191.

［37］Naeem M, Khurram S. Does a CEO's culture affect dividend policy?[J]. Finance Research Letters,2020,35.

［38］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.

［39］杜兴强,谭雪.国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J].金融研究, 2017, (08):192-206.

［40］Omneya,A.,E.Ahmed and E.Sabri.Board Composition,Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market[J].Managerial Finance,2008,(34) : 953-964.

［41］陈艳利,姜艳峰.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[J].中南财经政法大学学报,2020(02):37-47.

［42］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(02):31-41+158-159.

［43］Yousaf1 I, Ali S, Hassan A.Effect of family control on corporate dividend policy of firms in

Pakistan[J]. Financial Innovation,2019,5(1).

［44］谭春枝,梁翠云,耿晓旭.股票流动性与现金股利——基于中国 A 股上市公司的实证检验[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2020(04):32-45+93.

［45］Nguyen T. Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment[J]. International Review of Financial Analysis,2020,72.

［46］Baker M,and Wurgler J.A Catering Theory of Dividends[J].Journal of Finance,2004a,59:1125-1165.

［47］翟淑萍,王敏,毛文霞.财务报告问询函与上市公司融资约束[J].金融论坛,2020,25(10):46-57.

［48］Cassell C A,Dreher L M,Myers L A. Reviewing the SEC ’ s review process:10-K commentletters and the cost of remediation[J]. The Accounting Review,2013,88(6): 1875－ 1908.

［49］袁知柱,张小曼.会计信息可比性与企业投资效率[J].管理评论,2020,32(04):206-218.

［50］Eisenhardt K. M.Agency Theory:An Assessment and Review[J].The Academy of Management Review,1989,14(1).

［51］邢天才,黄阳洋.生命周期、财务杠杆与现金股利政策[J].财经问题研究,2018(08):51-57.

［52］陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗?——基于“沪港通”的准自然实验[J].会计研究,2019(03):55-62.

Do Inquiry Letter Supervision Improve Cash Dividend Distribution? ——Evidence from Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges of Financial Report Enquiry

Nie Ping , Zhou Qianqian

(School of Business Administration, Hunan University, Hunan Changsha, 410000)

Abstract： As an important financial decision of listed companies, dividend policy is affected by many internal and external factors. Based on the data of China's A-share listed companies from 2015 to 2019, this paper tests the impact of inquiry letter regulation on cash dividend policies of listed companies. The results show that the regulation of inquiry letter can promote the distribution of cash dividends, which indicates that the regulation of inquiry letter can improve the dividend level of listed companies and protect the rights and interests of Chinese investors, especially the dividend rights and interests of medium and small investors. This relationship was more pronounced in companies with low transparency and in mature enterprises. We further analyze the mechanism of inquiry letter regulation affecting cash dividends and find that inquiry letter has an impact on cash dividends of listed companies by reducing two types of agency costs. This paper studies the impact of non-punitive regulation on cash dividends, and examines the impact of macro-external regulation on micro-decisions, so as to provide empirical evidence for the effectiveness of regulation of exchange inquiry letters.

Keywords: Comment letter;Cash dividends; Transparency of information; Enterprise life cycle; Agency costs