

半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论

——基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究

魏志华 李常青 吴育辉 黄佳佳

【摘要】本文实证检验了中国独特的半强制分红政策对有再融资动机的上市公司分红行为的影响,并进一步考察了半强制分红政策背景下股利代理理论和信号理论这两种经典股利理论的解释力。研究发现:(1)半强制分红政策显著提高了有再融资动机的上市公司的派现意愿和派现水平;(2)上市公司派现可以有效降低两类代理成本,而现金股利变动(尤其是现金股利增加)则可以有效传递公司未来盈利变动的信号;(3)相比而言,有再融资动机的上市公司通过派现降低两类代理成本、发送股利信号的作用显著更弱。可见,虽然股利代理理论和信号理论总体上能够解释中国上市公司分红行为,但在半强制分红政策背景下,有再融资动机的上市公司分红行为受到了明显干预,这使得两种经典股利理论的解释力有所削弱。

【关键词】半强制分红政策;再融资动机;股利政策;代理理论;信号理论

【作者简介】魏志华,李常青,吴育辉(通讯作者),黄佳佳,厦门大学经济学院,厦门大学管理学院(福建 厦门 361005),厦门水务环境科技股份有限公司(福建 厦门 361008)。

【原文出处】《会计研究》(京),2017.7.55~61

【基金项目】本文得到国家自然科学基金项目(71572165、71102058、71672157、71372072)、教育部人文社会科学规划基金项目(15YJA630093)、福建省自然科学基金项目(2016J01339)以及福建省高校杰出青年科研人才培育计划的资助。

一、引言

在投资者法律保护较差的新兴市场国家中,现金股利是一种替代弱的法律保护的重要机制(La Porta et al., 2000)。其中,少数国家(如巴西、智利、哥伦比亚、希腊以及委内瑞拉等)甚至采用了强制上市公司将一定比例的净利润以股利方式发放给股东的“强制性股利政策”。与其他新兴市场国家类似,中国的投资者法律保护制度尚不健全,许多上市公司分红水平较低,损害了投资者利益。为了推动上市公司分红,中国证监会分别于2001、2004、2006以及2008年推出了一系列将上市公司再融资资格与股利分配水平相挂钩的半强制分红政策^①,旨在引导和规范上市公司分红行为(李常青等,2010)。可以说,半强制分红政策作为中国资本市场中一项非常独特的

股利监管制度,近年来备受关注。

不少研究认为,半强制分红政策卓有成效,有力提高了中国资本市场的股利支付水平(张跃文,2012;安青松,2012;魏志华等,2014)。尽管如此,半强制分红政策的出台还是引发了诸多争议。其中,饱受质疑的一个问题就是,半强制分红政策干预了上市公司股利决策,尤其是可能迫使那些理论上不该派现的有再融资需求的上市公司进行派现。可以说,在半强制分红政策背景下,上市公司分红行为受到外部监管政策的干预,已不再是纯粹的公司行为。由此产生了一个有趣而重要的研究问题,即半强制分红政策是否会影响股利理论对中国上市公司分红行为的解释力?因为各种股利理论成立的一个重要前提就在于,公司分红行为不受外部干预。本文基于股利代理理论和信号理论这两种经典股利理

论为视角,旨在实证检验半强制分红政策对有再融资动机的上市公司分红行为的影响,并进一步考察了在此背景下现金股利在解决两类代理问题以及发挥信号作用方面所扮演的角色。

本文的研究贡献在于:第一,丰富了半强制分红政策的研究文献。半强制分红政策很可能是世界上独一无二的股利约束政策(魏志华等,2014),但相关研究还亟待深入,本文为半强制分红政策研究提供了新的视角。第二,为检验股利理论在中国的解释力提供了新的经验证据。现有股利理论建立在公司对股利政策拥有完全自主决策权的基础上,而半强制分红政策干预了上市公司分红行为,这为检验股利理论的解释力提供了一个独特的“实验场所”,也提升了本文的理论价值。第三,在实践上有助于进一步揭示半强制分红政策的经济后果。半强制分红政策自诞生以来就备受争议、褒贬不一,本文的研究有助于更加全面、准确地评价半强制分红政策的影响,并为进一步完善中国的股利监管制度提供一定借鉴。

二、文献回顾

(一)股利代理理论

传统的股利代理理论认为,支付现金股利有助于降低股东与管理者之间的第一类委托代理问题。原因在于,派现将减少公司自由现金流,这有助于避免管理者把资金浪费在非盈利项目上;同时,派现还将迫使公司进行外部融资,从而接受更严格的外部监督,这些都有助于缓解第一类代理冲突。与此同时,近年来大股东与中小股东之间的第二类委托代理问题也吸引了学者们的广泛关注。现实中,大股东往往通过关联交易、过度投资等“掏空”手段来攫取私利,而现金股利支付可以减少大股东实施机会主义行为所需的自由现金流,从而缓解第二类代理冲突。进一步地,随着“法与金融”研究的兴起,股利代理理论还基于投资者法律保护视角提出了一些新观点,即认为良好的投资者法律保护是相当重要的,因为它可以推动公司发放股利,限制公司大股东的“掏空”行为,进而保护中小投资者利益(La Porta

et al.,2000)。目前,股利代理理论已成为最主流的股利理论之一。尽管实证证据并非完全一致,但大多数国内外研究都倾向于支持现金股利支付有助于降低两类代理成本的观点(Lang and Litzenberger,1989; La Porta et al.,2000;杨熠和沈艺峰,2004;徐寿福和徐龙炳,2015)。

(二)股利信号理论

股利信号理论指出,在不完美市场中公司内部管理者与外部投资者之间存在信息不对称,管理者掌握着更多的公司信息,如果管理者预计公司未来发展前景良好,他们可以通过增加股利的方式向外部投资者传达这一利好。从文献来看,国内外学者主要基于两个视角对股利信号理论展开实证研究,但结果争议颇多。第一,股利政策是否具有信息含量。不少研究发现,股利公告确实传递了重要信息——股利增加公告具有显著的正向超常收益率;反之,则具有负向市场反应(Brickley,1983;Amihud and Murgia,1997)。但另一些研究则表明,股利变动公告并未带来预期的市场反应(Lang and Litzenberger,1989;DeAngelo et al.,1996;吕长江和许静静,2010)。第二,股利政策具有何种信息含量。从文献来看,学者们关注的焦点在于股利变动能否预测公司未来业绩。一些研究表明,首次发放股利或股利增加之后公司未来年度盈余会有明显提高(Healy and Palepu,1988;Nissim and Ziv,2001)。但也有一些研究认为,股利增加并不一定意味着公司未来绩效会更好,甚至可能出现业绩下滑现象(Benartzi et al.,1997;DeAngelo et al.,1996;杨熠和沈艺峰,2004;吕长江和许静静,2010)。

(三)半强制分红政策

不少研究认为,半强制分红政策对上市公司分红行为具有重要影响,并改善了我国资本市场的分红水平。譬如,张跃文(2012)、安青松(2012)的统计分析表明,随着半强制分红政策的出台,中国上市公司总体分红水平已接近发达国家。魏志华等(2014)实证发现,半强制分红政策及其各个阶段都显著提高了中国资本市场的派现意愿和派现水平。值得注意的是,如果说半强制分红政策会影响上市公司分红行为,那么有再融资动机的上市公司无疑将是“首当

其冲”受政策影响最大的,这些公司很可能会为了获取再融资资格而增加股利发放。例如,王志强和张玮婷(2012)统计发现,有再融资意愿的公司存在刻意分配股利以满足监管要求的现象。余琰和王春飞(2014)检验了2008年半强制分红政策的影响,研究发现,有再融资动机的上市公司在政策出台后会增加派现。

(四)简要评述与本文所关注的问题

综观已有文献,股利代理理论与信号理论无疑是最受关注的两种经典股利理论。但应该指出的是,现有研究往往忽略了外部监管政策对公司分红行为的干预以及进而对股利理论解释力可能产生的影响,而中国独特的半强制分红政策无疑为检验上述问题提供了良好契机。因为在半强制分红政策背景下,对那些有再融资动机的上市公司而言,其现金股利支付未必是为了解决两类代理问题抑或是发挥信号作用,而可能更多地是为了获取再融资资格,此时股利支付降低两类代理成本、传递信号的作用将会弱化。鉴此,本文旨在考察上述逻辑是否成立,实证检验半强制分红政策对有再融资动机的上市公司现金股利政策的影响,并进一步探索半强制分红政策是否削弱了经典的股利代理理论、信号理论的解释力。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取1990~2014年中国A股非金融行业上市公司作为初始研究样本。同时,我们对样本进行了如下筛选和处理:(1)剔除同时发行了B股或H股的公司;(2)剔除上市不满一年的公司;(3)剔除亏损当年仍发放股利的公司;(4)剔除净资产为负的公司;(5)鉴于股本变动将导致公司不同年份每股现金股利不可比,因而在股利信号理论的检验中(后文表4、5),我们还剔除了股本变动大于0.1%的观测样本;(6)为控制极端值对回归结果的影响,我们对研究中涉及的连续变量1%以下和99%以上的分位数进行了缩尾处理。本文所使用的上市公司财务数据和再融资预案公告数据分别来源于CSMAR数据库与锐思数据库。

(二)变量定义

1. 因变量

(1)现金股利政策。借鉴魏志华等(2014),本文基于派现意愿(Dumdiv,当公司发放现金股利时,Dumdiv取值为1,否则取0)和派现水平(Payout,每股现金股利/每股净利润)这两个视角来考察上市公司现金股利政策。

(2)两类代理成本。借鉴魏志华等(2012),本文采用管理费用率(GAFee,管理费用/营业收入)和总资产周转率(Assetto,营业收入/平均资产总额)来衡量股东与管理者之间的第一类代理成本。理论上,管理费用率越低、总资产周转率越高,意味着上市公司的第一类代理成本越低。同时,本文采用资金占用水平(Otherac,其他应收款/资产总额)来衡量控股股东与外部中小股东之间的第二类代理成本。理论上,上市公司其他应收款被占用的水平越低,意味着大股东“掏空”引发的第二类代理成本越低。

(3)盈利变动水平。借鉴Nissim and Ziv(2001),本文主要基于现金股利变动能否预测公司未来业绩变动的视角检验股利信号理论,并采用“(当年净利润-当年年初所有者权益的账面价值)/来衡量公司的盈利变动水平(ΔROE)。

2. 解释变量

(1)半强制分红政策。由于半强制分红政策的四个政策文件分别是于2001年3月28日、2004年12月7日、2006年5月6日以及2008年10月9日颁布^②,借鉴魏志华等(2014),本文设置了政策有无(SM)、政策强弱(SMstrong、SMweak)和政策短期效应(SMyear)三类政策虚拟变量来揭示半强制分红政策可能产生的影响。具体而言,当公司会计年度处于2000年及之后时,SM取值为1,否则取0;当公司会计年度处于2000~2005年(2006年以后)时,SMweak(SMstrong)取值为1,否则取0^③;当公司会计年度处于政策颁布当年(即2000、2004、2006以及2008年)时,SMyear取值为1,否则取0。

(2)再融资动机。已有文献主要通过估计资金缺口来间接衡量再融资动机(如余琰和王春飞,2014),或通过上市公司是否公布再融资计划来直接衡量再融资动机(如魏志华等,2014)。对比而言,前者准确

度很可能不如后者。因为上市公司有众多渠道可弥补资金缺口,如自有资金、银行贷款、商业信用、定向增发等,公开股权再融资只是选择之一,而且可能还是次优选择^④。借鉴魏志华等(2014),本文采用是否公布再融资计划这一相对直接、准确的方法来测度再融资动机。具体而言,如果上市公司下一年度发布了再融资(包括公开增发和配股)预案,则认为该公司具有再融资动机(SEO),此时 SEO 取值为 1,否则取 0。

(3)股利变动水平。我们构建了三个指标来衡量上市公司股利变动水平。第一,每股现金股利变动水平(ΔDiv), $\Delta Div = \text{当年每股现金股利} - \text{上年每股现金股利}$ 。第二,股息率变动水平(ΔDiv_yield), $\Delta Div_yield_i = (Div_i - Div_{i-1}) / Clpr_{i-1}$, Div 为每股现金股利, $Clpr$ 为年末股票收盘价。第三,经总资产调整的现金股利变动水平(ΔDiv_asset), $\Delta Div_asset = Div_asset_i - Div_asset_{i-1}$, Div_asset 为总现金股利/总资产。借鉴 Nissim and Ziv(2001),本文还进一步依据上述三个指标将股利变动划分为股利增加和股利减少两种情形,并设置了股利增加(DPC,如果现金股利支付水平比上年增加,DPC 取值为 1,否则取 0)与股利减少(DNC,如果现金股利支付水平比上年减少,DNC 取值为 1,否则取 0)这两个虚拟变量。

3. 控制变量

借鉴已有文献,本文将公司规模(Size,总资产自然对数)、盈利能力(ROA,净利润/总资产;ROE,净利润/所有者权益)^⑤、负债水平(Debt,总负债/总资产)、公司成长性(Tobin's Q,(流通股股数×每股股价+非流通股股数×每股净资产+负债账面价值)/总资产)、现金持有水平(Cash,货币资金/总资产)、大股东持股比例(H1,第一大股东持股数量/总股本)、股权制衡(H25,第二至第五大股东持股数量之和/总股本)、管理层持股比例(MngShr,管理层持股数量/总股本)以及年份和行业虚拟变量作为控制变量。

(三)实证模型

本文分别构建了如下实证模型:

$$Dividend_i = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_i + \alpha_2 SMPProxy_i + \alpha_3 SEO_i \times SMPProxy_i + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$Cost_{i+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Dividend_i + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$Cost_{i+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_i + \alpha_2 Dividend_i + \alpha_3 SEO_i \times Dividend_i + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$\Delta ROE_{i+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Dividend_i + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (4)$$

$$\Delta ROE_{i+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DPC_i \times \Delta Dividend_i + \alpha_2 DNC_i \times \Delta Dividend_i + \alpha_3 \Delta ROE_i + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (5)$$

其中,Dividend 代表现金股利政策(Dumdiv、Payout)。SEO 代表再融资动机,SMProxy 代表半强制分红政策(SM、SMweak、SMstrong、SMyear),Cost 代表两类代理成本(GAFee、Asseuo、Otherac), ΔROE 代表盈利变动水平。 $\Delta Dividend$ 代表股利变动水平(ΔDiv 、 ΔDiv_yield 、 ΔDiv_asset),DPC(DNC)代表股利增加(减少)虚拟变量,CV 代表相关控制变量, ε 为残差项。为缓解内生性问题,我们对各回归模型的因变量采用提前一期处理^⑥。在模型设定上,对于模型(1),当因变量为派现意愿(Dumdiv)、派现水平(Payout)时,我们分别采用 Logit 模型、Tobit 模型进行回归;对于模型(2)~(5),我们则采用常见的 OLS 模型进行回归。模型(1)用于检验半强制分红政策是否促使有再融资动机的上市公司提高了派现意愿和派现水平;模型(2)、(3)分别用于检验派现是否有助于降低两类代理成本,以及再融资动机是否会削弱派现对于降低两类代理成本的作用;借鉴 Nissim and Ziv(2001),模型(4)、(5)用于检验现金股利变动是否具有传递未来盈利变动的信号作用,其中,模型(5)是在模型(4)基础上将股利变动细分为股利增加和股利减少两类。

需要说明的是,在模型(1)中我们使用的是全样本(1990~2014 年样本),以考察半强制分红政策的出台是否干预了有再融资动机的上市公司分红行为;而在模型(2)~(5)中我们则使用的是半强制分红政策出台后的子样本(2000~2014 年样本),以考察在半强制分红政策背景下再融资动机是否导致了股利代理理论和信号理论解释力的弱化。

四、实证结果与分析

(一)半强制分红政策、再融资动机与现金股利政策

表 1 显示,半强制分红政策显著提高了中国上市公司的派现意愿和派现水平,因为不论是政策有无(SM)、政策强弱的不同阶段(SMstrong、SMweak)还

是政策当年(SMy_{year})等变量的回归系数都在1%水平上显著为正。值得关注的是,半强制分红政策(SM、SMstrong、SMweak、SM_{year})与再融资动机(SEO)的交乘项都在1%水平上显著为正,这意味着半强制分红政策确实会迫使那些有再融资动机的公司不得不派现以获取再融资资格(李常青等,2010;魏志华等,2014)。由此可见,半强制分红政策的监管使得有再融资动机上市公司的派现行为不再是纯粹的公司行为,这可能将最终影响股利代理理论和信号理论的解释力。

(二)再融资动机、现金股利政策与股利代理理论

表2实证检验了半强制分红政策背景下现金股利对于两类代理成本的影响。表2第(1)、(2)、(4)、(5)列显示,派现意愿(Dumdiv)和派现水平(Payout)分别在1%水平上与管理费用率(GAFee)显著负相关,而与总资产周转率(Assetto)显著正相关,这意味着进行派现以及派现水平较高的上市公司具有显著更低的第一类代理成本。同时,表2第(3)、(6)列则显示,派现意愿(Dumdiv)和派现水平(Payout)都在1%水平上与资金占用水平(Otherac)显著负相关,这说明派现同样有助于降低第二类代理成本。可见,在中国上市

公司支付现金股利确实有助于缓解两类代理冲突。

表3进一步考察了半强制分红政策背景下再融资动机是否削弱了现金股利降低两类代理成本的作用。表3第(1)、(2)、(4)、(5)列显示,SEO×Dumdiv和SEO×Payout对管理费用率(GAFee)进行回归的系数都在1%水平上显著为正;同时,SEO×Payout对总资产周转率(Assetto)进行回归的系数则在10%水平上显著为负,而SEO×Dumdiv的回归系数也为负不过不显著。上述结果总体上说明,在有再融资动机的上市公司中,现金股利降低第一类代理成本的作用显著更弱。同时,表3第(3)、(6)列则显示,SEO×Dumdiv和SEO×Payout对资金占用水平(Otherac)进行回归的系数分别在1%和10%水平上显著为正。这意味着,再融资动机同样显著削弱了派现降低第二类代理成本的作用。

综合来看,半强制分红政策扭曲了有再融资动机的上市公司的分红行为,使派现不仅仅用于缓解代理冲突,也可能沦为其满足政策监管的手段,因而股利代理理论在这类公司中的解释力明显弱化。

(三)再融资动机、现金股利政策与股利信号理论

表4检验了现金股利变动的信号作用及其在

表1 半强制分红政策、再融资动机与现金股利政策

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Dumdiv	Dumdiv	Dumdiv	Payout	Payout	Payout
SEO	0.0007 (0.01)	0.0001 (0.00)	-0.2649*** (-3.51)	0.0369 (1.52)	0.0372 (1.53)	0.0045 (0.30)
SM	1.3839*** (15.65)			0.1771*** (9.96)		
SEO×SM	1.1431*** (7.11)			0.1229*** (4.34)		
SMweak		1.3574*** (15.59)			0.2029*** (11.26)	
SMstrong		1.4211*** (14.31)			0.1422*** (7.33)	
SEO×SMweak		1.1490*** (6.54)			0.1056*** (3.511)	
SEO×SMstrong		1.2017*** (4.87)			0.1000*** (3.00)	
SM _{year}			0.0771** (2.08)			0.0290*** (3.66)
SEO×SM _{year}			1.8310*** (9.67)			0.2019*** (8.04)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.2822	0.2822	0.2613	0.1681	0.1699	0.1605
Observations	22,486	22,486	22,486	22,479	22,479	22,479

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾);标准误经公司层面聚类(Cluster)处理;未报告截距项。下同。

表 2 现金股利政策与两类代理成本

	Dividend=Dumdiv			Dividend=Payout		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GAfee	Assetto	Otherac	GAfee	Assetto	Otherac
Dividend	-0.0199*** (-7.34)	0.0785*** (6.04)	-0.0125*** (-10.53)	-0.0247*** (-7.05)	0.0837*** (4.79)	-0.0195*** (-12.34)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.1817	0.2465	0.2643	0.1808	0.2446	0.2650
Observations	19,656	19,665	19,676	19,656	19,665	19,676

表 3 再融资动机、现金股利政策与两类代理成本

	Dividend=Dumdiv			Dividend=Payout		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GAfee	Assetto	Otherac	GAfee	Assetto	Otherac
SEO	-0.0462*** (-7.59)	0.0862* (1.82)	-0.0314*** (-9.01)	-0.0346*** (-8.25)	0.0749** (2.51)	-0.0192*** (-6.78)
Dividend	-0.0207*** (-7.47)	0.0803*** (6.10)	-0.0131*** (-10.79)	-0.0257*** (-7.19)	0.0868*** (4.91)	-0.0198*** (-12.34)
SEO×Dividend	0.0292*** (4.58)	-0.0649 (-1.28)	0.0201*** (5.40)	0.0329*** (3.67)	-0.1018* (-1.65)	0.0097* (1.76)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.1819	0.2466	0.2647	0.1809	0.2446	0.2650
Observations	19,656	19,665	19,676	19,656	19,665	19,676

不同公司中的差异。表 4 第(1)、(4)、(7)列显示,在全样本中现金股利变动水平的三个代理变量(ΔDiv 、 ΔDiv_yield 、 ΔDiv_asset)都至少在 5%水平上与盈利变动水平(ΔROE)显著正相关,这表明派现增加的公司其未来业绩将有所改善。换言之,现金股利变动可以传递业绩信号。同时,表 4 其余各列显示,在 SEO 子样本中, ΔDiv 、 ΔDiv_yield 以及 ΔDiv_asset 的回归系数都为负且后两者显著;相反,在非 SEO 子样本中,这三个变量都在 1%水平上显著为正。卡方检验表明,上述三个变量的回归系数差异都在 1%水平上显著(卡方值分别为 9.26、14.47 和 7.61)^⑦。这一有趣发现表明,在有再融资动机的上市公司中,由于其股利政策受半强制分红政策干预较严重,派现增加不仅不具有

信号作用,反而预示公司未来业绩会下滑;相反,在没有再融资动机的公司中,现金股利增加则预示公司未来业绩会提高,可以发挥良好的信号作用。

进一步地,表 5 将股利变动细分为股利增加与股利减少两类。表 5 第(1)、(4)、(7)列显示, $DPC \times \Delta Div$ 、 $DPC \times \Delta Div_yield$ 、 $DPC \times \Delta Div_asset$ 的回归系数都在 1%水平上显著为正,而 $DNC \times \Delta Div$ 、 $DNC \times \Delta Div_yield$ 、 $DNC \times \Delta Div_asset$ 的回归系数都不显著。这表明,在中国股利增加和股利减少的信号作用并不对称。股利增加具有明显的信号作用,往往预示公司未来业绩有所改善;但股利减少的信号作用较微弱,它并不一定意味着公司未来业绩会变差。另外,表 5 其余各列显示,在 SEO 子样本中,股利变动并不具有信

表 4 现金股利变动对公司未来盈利变动的信号传递作用

	$\Delta Dividend = \Delta Div$			$\Delta Dividend = \Delta Div_yield$			$\Delta Dividend = \Delta Div_asset$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	All	SEO=1	SEO=0	All	SEO=1	SEO=0	All	SEO=1	SEO=0
	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}
$\Delta Dividend$	0.0740*** (4.49)	-0.0652 (-1.58)	0.0804*** (4.66)	0.7559*** (4.40)	-0.7348* (-1.77)	0.8271*** (4.59)	0.2496** (2.47)	-0.4850** (-2.34)	0.3060*** (2.84)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.1127	0.0171	0.1152	0.1126	0.0182	0.1379	0.0223	0.1416	0.1379
Observations	13,506	568	12,938	13,506	568	12,938	13,313	568	12,745

号作用,其中股利增加甚至在一定程度上预示着公司未来业绩会变差;而在非 SEO 子样本中,尽管股利减少不具有信号作用,但股利增加在 1%水平上与未来业绩变动显著正相关,这显示出股利增加具有反映公司未来业绩改善的信号作用。卡方检验也表明,在这两类公司中股利增加的信号作用在 1%水平上存在显著差异(卡方值分别为 9.99、15.14 和 8.47)。

综合来看,表 4、5 的实证结果表明,中国上市公司现金股利变动(尤其是现金股利增加)可以有效传递公司未来盈利变动的信号,但半强制分红政策干预了有再融资动机的上市公司的分红行为,最终削弱了股利信号理论对于这类公司股利政策的解释力。

(四)稳健性检验

我们进行了如下稳健性检验(限于篇幅未报告):

(1)模型选择。当因变量为派现水平(Payout)时,我们还采用 OLS 模型进行回归。(2)子样本回归。第一,为减轻股权分置改革对公司分红行为的影响,我们剔除了曾作出股改分红承诺的样本或剔除股改主要阶段(2005 和 2006 年)的样本。第二,为消除次贷金融危机对公司分红行为的影响,我们剔除了 2007~2009 年样本或仅剔除金融危机影响最严重的 2008 年样本。第三,鉴于 2006 年起监管部门对大股东资金占用问题进行了严肃处理,用资金占用水平衡量第二类代理冲突未必合适,我们剔除了 2006 年之后的样本。(3)内生性问题处理。第一,为缓解遗漏变量可能带来的内生性问题,我们进一步控制了其他一些公司特征和公司治理变量。第二,为缓解样本偏差可能导致的内生性问题,我们采用倾向得分匹配(PSM)方法对 SEO 公司与非 SEO 公司进行 1 比 1 配对,并重复表 4、5 的回归。总体来说,上述稳健性检验的主要结论基本一致。

五、结论与启示

本文实证检验了中国独特的半强制分红政策对有再融资动机的上市公司分红行为以及股利代理理论和信号理论这两种经典股利理论解释力的影响。研究发现,半强制分红政策显著提高了有再融资动机的上市公司的派现意愿和派现水平。进一步地,上市公司派现可以有效降低股东与管理者之间的第一类代理成本以及控股股东与中小股东之间的第二类代理成本,而现金股利变动(尤其是现金股利增加)则可以有效传递公司未来盈利变动的信号。但相比之下,有再融资动机的上市公司通过派现降低两类代理成本以及发送股利信号的作用都显著更弱。概括而言,本文的研究结果表明,股利代理理论和信号理论总体上能够解释中国上市公司分红行为,但在半强制分红政策背景下,有再融资动机的上市公司分红行为受到了明显干预,从而削弱了两种经典股利理论对于这类公司股利政策的解释力。

本文的研究结论具有较重要的理论与实践启示。一方面,本文的研究在理论上有助于增进对半强制分红政策实施效果以及股利理论的理解。本文研究表明,半强制分红政策在中国资本市场中扮演了复杂的“双刃剑”角色,它既有助于推动上市公司分红、保护投资者分红权,但也干预了有再融资动机的上市公司的分红决策,并使得股利代理理论和信号理论在这类公司中的解释力显著弱化。同时,现有股利理论建立在公司对股利政策拥有完全自主决策权的基础上,半强制分红政策干预了公司分红决策,这将对股利理论的解释力带来一定冲击,使其无法完全解释中国上市公司分红行为。因此,当前在

表 5 现金股利增加或减少对公司未来盈利变动的信号传递作用

	$\Delta Dividend = \Delta Div$			$\Delta Dividend = \Delta Div_yield$			$\Delta Dividend = \Delta Div_asset$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	All	SEO=1	SEO=0	All	SEO=1	SEO=0	All	SEO=1	SEO=0
	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}	ΔROE_{t+1}
DPC \times $\Delta Dividend$	0.1850*** (5.84)	-0.1398* (-1.81)	0.1988*** (5.96)	1.8465*** (6.47)	-1.0733 (-1.51)	1.9652*** (6.56)	0.7369*** (4.12)	-0.9071** (-2.22)	0.8137*** (4.27)
DNC \times $\Delta Dividend$	0.0073 (0.26)	-0.0036 (-0.04)	0.0113 (0.39)	-0.2953 (-0.99)	-0.4564 (-0.53)	-0.2586 (-0.83)	-0.2055 (-1.20)	-0.2568 (-0.61)	-0.1523 (-0.84)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.1165	0.0164	0.1192	0.1169	0.0155	0.1195	0.1414	0.0230	0.1451
Observations	12,536	494	12,042	12,536	494	12,042	12,432	494	11,938

中国开展股利政策研究理应考虑半强制分红政策这一独特制度背景。另一方面,本文的研究在实践上也有一些有益启示。对监管部门而言,应进一步完善半强制分红政策,既要避免真正有再融资需求的上市公司因为“先分红再融资”而损害公司价值,也要防止无再融资需求的上市公司通过“钓鱼式”分红(即少量分红大量融资)来恶意圈钱;同时,还应积极引导上市公司建立科学的利润分配制度,切实保护投资者利益。对上市公司而言,则应努力完善公司治理结构,健全分红决策机制,增强股利政策透明度,保持股利政策的一致性、合理性和稳定性,更多地依靠公司内部的良好制度来形成科学的股利分配决策,而不是在外部监管政策干预下分红派现。

最后,本文的研究也存在一定局限性,亟待未来进一步探索。第一,本文主要关注对象是有再融资动机的公司,但事实上所有上市公司都或多或少受到半强制分红政策的影响(魏志华等,2014),未来的研究可进一步探讨半强制分红政策对于其他上市公司分红行为以及股利代理理论和信号理论解释力的影响。第二,本文的研究视角聚焦于股利代理理论和信号理论,未来的研究可以进一步检验半强制分红政策是否会影响税差理论、追随者效应、股利迎合理论以及股利生命周期理论等其他股利理论在中国资本市场的解释力。

注释:

①关于半强制分红政策的界定以及相关政策文件的主要规定,可参阅李常青等(2010)一文。

②中国上市公司的年报一般在会计年度下一年的1月1日至4月30日之间发布,并通常会在年报中披露当期股利分配预案,因而2001年政策会对上市公司2000会计年度的股利分配产生重要影响。由此类推,2004、2006、2008年政策影响的会计年度分别为2004~2005年、2006~2007年以及2008年之后。

③魏志华等(2014)认为,2001年和2004年的半强制分红政策仅提出了一些规范性的指导意见,这一阶段可视为弱监管期;而随后的2006年和2008年政策进一步明确了获得再融资资格所需达到的最低分红“门槛”,上市公司分红似乎受到了更强的约束,这一阶段可视为强监管期。

④根据优序融资理论,股权融资由于成本较高理应成为内源融资和负债融资之后的选择。

⑤在模型(4)、(5)中因变量是 ΔROE ,故以ROE为控制变量,在其他模型中则以ROA为控制变量。

⑥由于中国上市公司股利政策通常是在会计年度的下一

年确定,故而此处未对因变量提前一期处理。

⑦若对标准误进行聚类(Cluster)处理,将无法进行回归系数差异比较的卡方检验,所以表4、5报告的是标准误未经聚类处理的结果。稳健性检验显示,对表4、5采用标准误聚类处理其研究结论一致。

参考文献:

- [1] 11 青松. 2012. 中国上市公司分红现状与趋势研究. 证券市场导报, 11: 15 ~ 19.
- [2] 李常青, 魏志华, 吴世农. 2010. 半强制分红政策的市场反应研究. 经济研究, 3: 144 ~ 155.
- [3] 吕长江, 许静静. 2010. 基于股利变更公告的股利信号效应研究. 南开管理评论, 2: 90 ~ 96.
- [4] 王志强, 张玮婷. 2012. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究. 管理世界, 7: 151 ~ 163.
- [5] 魏志华, 李茂良, 李常青. 2014. 半强制分红政策与中国上市公司分红行为. 经济研究, 6: 100 ~ 114.
- [6] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 2012. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策. 金融研究, 7: 168 ~ 181.
- [7] 徐寿福, 徐龙炳. 2015. 现金股利政策、代理成本与公司绩效. 管理科学, 1: 96 ~ 110.
- [8] 杨熠, 沈艺峰. 2004. 现金股利: 传递盈利信号还是起监督治理作用. 中国会计评论, 2: 61 ~ 76.
- [9] 余琰, 王春飞. 2014. 再融资与股利政策挂钩的经济后果和潜在问题. 中国会计评论, 1: 43 ~ 66.
- [10] 张跃文. 2012. 我国上市公司现金分红决策研究. 证券市场导报, 9: 27 ~ 32.
- [11] Amihud, Y., and M. Murgia. 1997. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance*, 52 (1): 397 ~ 408.
- [12] Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler. 1997. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*, 52(3): 1007 ~ 1034.
- [13] Brickley, J. 1983. Shareholder Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 12(2): 187 ~ 209.
- [14] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1996. Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics*, 40 (3): 341 ~ 371.
- [15] Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(2): 149 ~ 175.
- [16] Lang, L. H. P., and R. H. Litzenger. 1989. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 24(1): 181 ~ 191.
- [17] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1): 1 ~ 33.
- [18] Nissim, D., and A. Ziv. 2001. Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance*, 56(6): 2111 ~ 2133.