

再融资公司的现金分红和现金流操控研究

郭慧婷^{1a}, 张俊瑞^{1a}, 李彬^{1b}, 刘东霖²

(1. 西安交通大学 a. 管理学院 b. 经济与金融学院, 陕西 西安 710049;
2. 长安银行股份有限公司 监事会办公室, 陕西 西安 710075)

摘要:证监会2006年和2008年相继发布了强制拟再融资上市公司分派现金股利的文件,旨在提高股东回报。以2006年和2007年A股再融资上市公司为样本,对这些政策颁布前后上市公司分红和现金流的变化情况进行研究发现,在证监会强制要求下,上市公司的分红水平有所提高,但股利分派也成为了大股东转移公司利益的手段。而且,公司的现金流在再融资前后波动较大,存在被操控的迹象。

关键词:再融资;现金分红;现金流操控;经营现金流量;管理层舞弊

中图分类号:F231 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)03-0058-08 **收稿日期:**2011-02-25

作者简介:郭慧婷(1983—),女,陕西西安人,西安交通大学管理学院博士生,主要研究方向为上市公司财务分析与评价;张俊瑞(1961—),男,陕西渭南人,西安交通大学管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为上市公司财务与会计、企业分析与评价;李彬(1977—),男,河南驻马店人,西安交通大学经济与金融学院讲师,博士,主要研究方向为企业分析与评价;刘东霖(1977—),男,陕西榆林人,长安银行股份有限公司监事会办公室副主任,博士,主要研究方向为上市公司财务管理。

基金项目:高等学校博士学科点专项科研基金(20070698047);西安交通大学校内科研基金(08140011);中央高校基本科研业务费专项资金资助

一、引言

由于我国上市公司治理机制尚不健全,2000年以前,上市公司分红主动性不足、约束力不强,有的上市公司少分红甚至不分红,回报股东的意识薄弱,这严重损害了投资者利益。基于此,2001年2月25日中国证监会发布并实施了《上市公司新股发行管理办法》,强调上市公司要重视对股东的回报,特别要考察公司募集新股前三年有无现金分红、现金分红占可分配利润的比例等。2006年5月8日正式实施的《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《管理办法》)规定上市公司发行新股必须符合“现金流正常,且最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%”。在《管理办法》实施后,上市公司分红逐渐增多。2005年至2007

年,实施现金分红的上市公司分别达783家、684家和664家,占有上市公司的比例分别为57%、47%和43%。虽然分红的公司数在减少,但是分红总额却逐年创新高,自2005年至2007年分别为870亿元、919亿元、1401亿元。至2008年,上市公司现金分红总额高达2775亿元人民币。为进一步推动上市公司回报股东的现金分红制度的实施,证监会于2008年10月9日实施了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(以下简称《决定》)。《决定》进一步提高了上市公司申请再融资时现金分红的标准,将《管理办法》中确定的“再融资公司最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润20%”的规定,改为“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%”。《决定》不仅提高了

分红比例,还更加强调了现金分红而非原先的“现金或股票方式”,这有利于提高股东收益。

为何相隔一年证监会再次出台政策提高上市公司再融资门槛?是因为中国平安(601318)1600亿元再融资使得A股和H股大跌引起了证监会的重视?还是浦发银行(600000)、中国联通(600050)的再融资引发了新的治理措施?那么证监会通过对再融资的审查强制要求上市公司分红的目的能否实现?本文以证监会实施新政策的2006年和2008年之间的再融资公司为研究样本,试图找到这些问题的答案。已有的研究虽然提出了再融资公司操控现金流的存在性证据^[1-2],但是没有进一步揭示再融资公司操控现金流的深层动因。因此,本文的研究目的不仅在于证实再融资现金流操控的存在性,更重要的是要揭示操控现金流的动机,以期研究管理层舞弊行为打开新的视角,同时为证监会等监管部门在制定政策时提供参考意见。

二、文献回顾与假设提出

上市公司股利政策是西方公司财务学界研究的热点,被列为公司财务的十大未解之谜之一^[3]。哈佛大学Lintner于1956年第一次提出股利分配的理论模型^[4]。1961年Miller和Modigliani提出了“股利无关论”,即著名的MM理论,他们认为在完美的市场上,股利与公司的价值无关^[5]。国内学者针对中国上市公司“股利之谜”的研究主要分为两大类:一类是利用时间研究方法分析不同股利政策的市场效应;另一类是以各种股利政策理论为出发点,进行股利分配的动因分析。学者们从公司股权结构、资产规模、盈利能力、代理问题等各种因素入手,从不同的角度提出了许多有意义的结论^{[6]29}。但是,这些研究忽视了再融资政策要求这一动因,没有分析这些要求对拟再融资公司股利分派的影响。

目前学术界关于上市公司再融资和现金股利分配的研究已有不少。陈信元、陈冬华和时旭对佛山照明公司的案例研究发现,佛山照明一面发放现金股利,一面又在IPO以后进行股票再融资^{[7]118}。这种联动行为说明现金股利和再融资之间存在微妙的关系。伍利娜等人指出从2000年开始上市公司现金分红比例大幅上升,与证监会近年来大力度的政策引导有很大关系^[8]。刘淑

莲和胡燕鸿发现相当一部分中国上市公司现金分红超过了股权自由现金流量,其分红的现金来源于再融资^{[6]30}。而上市公司为了提高净资产收益率,为进一步融资创造条件,往往通过超能力派现^①的方法来实现此目的^[9],然后用再融资资金来弥补由此引发的现金流不足缺口。徐旭永认为上市公司“超能力派现”表明上市公司可能是通过配股融资和发行新股解决分红现金不足的问题,也可以说现金从新股东流向了老股东^[10]。这种“既派又配”的矛盾现象有悖于公司财务管理的一般规律。要使公司能够顺利实施再融资必须获得证监会的许可,因此,证监会对上市公司再融资的条件要求就成为再融资公司要达到的首要目标。2006年中国证监会出台的关于上市公司申请配股或增发必须满足“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%”的规定就成为上市公司达标的一个“门槛”。基于此,本文提出假设1。

假设1.再融资上市公司在再融资前三年有强烈的分红动机,分红目的是达到政策的要求。

由再融资和现金股利分派产生了以下连锁问题:进行股利分派的公司是否有充足的现金流?是不是为了达到再融资的要求而不得不分红?那么,公司的现金流是否真实,或是否有被操控的可能?Esterbrook和Jense指出股东可以通过降低管理者控制的现金流量来增加管理者任意分配资源的难度,降低管理者控制现金流量的方式之一就是增加股利支付水平。这说明现金流与股利支付存在此消彼长的紧密联系^[11-12]。Stambaug提出了研究现金股利的全新视角,认为现金股利的发放与上市公司的现金流量有着密切的关系^[13]。国内学者王啸的研究发现,发行新股后,公司经营活动产生的现金净流量(无论是以总资产还是以净利润作为分母来衡量)明显小于发行前,这一现象产生的原因主要是发行前有些公司人为调高了经营现金流^[14]。本文预计2006年和2007年的再融资公司在再融资前三年也存在此种现象,由此提出假设2。

假设2.公司现金流在再融资前三年因分红受到操控,波动较大。

^①是指超越公司现金能力水平的派现,表现为每股派现大于每股股权自由现金流量。

对派发股利背后隐藏着的其他动机的研究发现,控股股东利益转移的方式主要有两种,即关联交易和现金股利^{[7][12]}。关联交易产生于有经济活动的两个经济实体之间,需要有合法的基础,同时政府等部门对关联交易的监督程度制约了利用交易进行现金转移的可能性。而现金股利是通用的股利分配方式,只要不违反有关股利分配法律,即使对其他股东产生不利影响,法律也无法干预或惩罚。宁向东和冯俊新发现分红和配股的联动使得财富从中小股东向大股东转移^[14]。石桂峰和欧阳令南发现公司派发现金股利的真实动机一方面是为满足大股东转移资金的需要,另一方面则是提高净资产收益率以满足监管机构对再融资的要求^[15]。李婉丽和贾钢认为,近年来,财政部、证监会和国资委相继出台了监管关联交易的政策法规,对规范上市公司与控股股东及其他关联方资金往来做出了进一步的要求,并提出了纠正和防止控股股东侵占行为的一系列监管措施,规定了违规占用资金和对外担保行为的法律责任,这些在很大程度上限制了控股股东利用关联交易进行的利益转移,而现金股利成为“合法合规”的利益转移方式的可能性越来越大^{[16][73]}。郭慧婷和张俊瑞的研究发现大股东持股比例显著影响公司的派现行为,上市公司进行派现的主要动机很可能是满足大股东的需求,而非侧重于向市场传递公司经营良好的信息,并且公司通过“超能力派现”减少了自由现金流^{[17][131]}。故此,本文提出假设3。

假设3. 大股东的持股比例越高,公司发放的现金股利越多,大股东转移并操控公司资金的能力越强。

三、研究设计

(一) 模型构建与变量说明

为了考察2006年和2007年再融资上市公司的现金流是否在再融资前三年因分红要求而被操控,本文建立了两个研究模型。参考王啸2004年提出的再融资上市公司现金流操控的研究指标,本文选取两个因变量“单位经营现金流”和“利润变现率”代表公司现金流变动情况。单位经营现金流是描述企业现金流业绩的主要指标,该指标越大,说明扩大生产经营规模的能力越高,具体计算是以年初总资产作为平滑因子(deflator)对经营现金流进行标准化处理以控制企业规模因素,

并消除上市公司因再融资而产生的资金闲置效应以及资金被大股东通过分派股利转移的可能^{[1][38]}。利润变现率是生产经营中产生的现金净流量与净利润的比值,该指标越大表明已实现利润中收回现金的比例越大,利润的质量越高。计算公式如下:

单位经营现金流 = 经营活动产生的现金流量 / 年初资产总计

利润变现率 = 经营活动产生的现金流量 / 净利润

自变量 Y_{t-i} 为年度虚拟变量,研究样本公司在再融资前三年的分红和现金流变化情况。定义“ Y_{t-0} ”为本文的再融资当年,前第一年为“ Y_{t-1} 年”,前第二年为“ Y_{t-2} 年”,前第三年为“ Y_{t-3} 年”。若样本公司的财务数据是取自该样本公司再融资前第一年时, Y_{t-1} 取值为1,此时 Y_{t-2} 和 Y_{t-3} 取值为0;同理,若样本公司的财务数据取自再融资前第二年时, Y_{t-2} 取值为1,此时 Y_{t-1} 和 Y_{t-3} 取值为0;若样本公司的财务数据取自再融资前第三年时, Y_{t-3} 取值为1,此时 Y_{t-1} 和 Y_{t-2} 取值为0。自变量 NO_1 是第一大股东持股比例。Lee 和 Xiao 提出我国现金股利主要受大股东变现动机驱动,并证明股权集中度处于较高水平的公司为满足大股东的变现需要而发放现金股利,从而侵占小股东利益^[18]。郭慧婷和张俊瑞的研究证明,上市公司第一大股东持股比例与公司的派现行为有显著的正相关关系,而第二第三大股东持股比例与派现行为的关系为负相关^{[17][130]}。因此,本文选择第一大股东持股比例作为公司大股东控制派现与操控行为的替代变量。

对于控制变量,参考党红的研究,本文选取总资产对数、资产负债率、主营业务收入增长率来代表资产规模、资本结构和盈利能力^[19];参考刘淑莲和胡燕鸿的研究,本文选择每股收益、每股经营净现金流量和股权自由现金流来代表获利能力和派现能力^{[6][31]}。

根据以上分析,本文建立两个回归模型:

$$CFTA = a + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + b_3 Y_{t-3} + c_1 NO_1 + d_1 LNTA + e_1 LV + f_1 GROW + g_1 EPS + g_2 NOCF + h_1 FCFE + \varepsilon \quad (1)$$

$$CFP = a + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + b_3 Y_{t-3} + c_1 NO_1 + d_1 LNTA + e_1 LV + f_1 GROW + g_1 EPS + g_2 NOCF + h_1 FCFE + \varepsilon \quad (2)$$

为考察在再融资前三年公司的现金股利政策对现金流的影响以及公司管理层对现金流操控的可能,本文在假设 2 中提出再融资前三年公司的现金流因受到操控而出现波动,那么为了维持三年现金流的平均水平,可能的操控结果是现金流在再融资前第一年和前第三年高,而在前第二年低。因此预期三个自变量与因变量的相关关系符号为正、负、正,从而反映现金流在再融资前三年

的波动情况。Grossman 和 Hart 指出,由于债务承诺比股利承诺更难于违约,限制管理者控制现金流量的另一种方式是增加公司的负债水平^[20]。那么,本文认为负债水平和现金流量应成反比。本文预测除资产负债率与两个因变量成负相关关系以外,其余控制变量均与现金流指标成正相关关系。具体变量定义及意义说明见表 1。

表 1 变量名称、符号及说明

	变量名称	预期符号	变量计量	变量意义
因变量	单位经营现金流 (CFTA)		经营活动产生的现金流量/年初资产总计	标准化后的经营现金流,表明公司现金流业绩
	利润变现率 (CFP)		经营活动产生的现金流量/净利润	表明公司利润中收回现金的比例
自变量	再融资前第一年 (Y_{t-1})	+	样本公司财务数据是否取自再融资前第一年,是为 1,否为 0	现金流在前第一年的波动情况
	再融资前第二年 (Y_{t-2})	-	样本公司财务数据是否取自再融资前第二年,是为 1,否为 0	现金流在前第二年的波动情况
	再融资前第三年 (Y_{t-3})	+	样本公司财务数据是否取自再融资前第三年,是为 1,否为 0	现金流在前第三年的波动情况
	第一大股东 (NO_1)	+	第一大股东持股数/总股数	大股东控制能力
控制变量	总资产对数 (LN-TA)	+	年末总资产的自然对数	资产规模
	资产负债率 (LV)	-	年末负债总额/资产总额	资本结构
	主营业务收入增长率 (GROW)	+	当年主营业务收入增长额/上年主营业务收入	盈利能力
	每股收益 (EPS)	+	净收益/总股数	获利能力
	每股经营净现金流量 (NOCF)	+	经营净现金流量/总股数	派现能力
	股权自由现金流 ^① (FCFE)	+	(净利润 + 非现金支出) - 营运资本追加 - 资本性支出 - 债务本金偿还 + 新发行债务	派现能力

四、实证结果分析

(一) 2005 年至 2008 年再融资公司情况统计分析

为了检验上市公司是否存在为了达到证监会再融资的要求而进行股利分派的“达标”动机,本文统计了 2006 年 5 月《管理办法》实施前后上市公司分派股利的情况以及公司现金流的变化。具体思路如下:统计 2005 年至 2008 年再融资的公司数,以及这四年再融资的公司中分红的公司;计算这些公司在其再融资前三年以现金或股票方式累计分配的利润除以再融资前三年实现的年均可

分配利润的比值,统计其中大于 20% 的公司,得到本文的研究样本,命名为“达标样本公司”,以此样本分析《管理办法》对上市公司股利分派的影响。本文剔除了再融资公司中金融保险类、数据缺失和上市时间不足三年的 5 家公司。本文所选样本的数据全部来自于国泰安数据库 (CS-MAR)。有关统计分析使用 Excel 和 SPSS13.0 软件进行。

表 2 列示了 2005 年至 2008 年再融资公司的情况。“达标率”为分红大于 20% 的公司数除以

①此计算公式及数据来自国泰安数据库。

再融资公司数。表2中统计的2005年的再融资公司均于2005年5月股改之前进行再融资。2008年的再融资公司均于2008年10月《决定》实施之前进行再融资。为了统一统计口径,表2的“分红”包括派发现金股利和股票股利之和。

表2 2005年至2008年再融资公司情况统计表 单位:家

	再融资公司数	再融资中分红的公司数	分红大于20%的公司数(达标公司)	达标率	剔除数	达标样本数
2005年	5	4	4	80%	0	4
2006年	9	9	9	100%	1	8
2007年	34	28	24	71%	3	21
2008年	26	26	21	81%	1	20
合计	74	67	58	78%	5	53

由表2可以看出,在《管理办法》未出台之前的2005年,5家再融资公司中有4家的分红比例都超过了20%。2006年再融资的9家公司(再融资的股权登记日都在2006年4月16日《管理办法》实施之后),其再融资之前三年的分红总额除以这三年利润之和的平均比率都大于20%,达标率为100%,说明证监会发布《管理办法》对上市公司的强制管理有明显的作用。这个结果证明了假设1,即上市公司为了达到政策要求在再融资前三年有强烈的分红动机,且分红比例达到20%的要求。但是2007年34家再融资的公司中竟然有6家在再融资之前三年未分红,在分红的28家公司中有4家未达到20%的要求,达标率降低为71%。这可能由于证监会实施政策一年后执行力度减弱。截至2008年10月新政策发布之前有

26家公司再融资,都在再融资之前三年进行了分红;其中有5家未达到20%的要求,达标率为81%。这说明政策实施当年的监管力度最强,其后效果减弱。

(二) 现金流指标t检验分析

表2统计了2006年《管理办法》实施前至2008年《决定》实施前(即2005年至2008年)的再融资公司在其再融资前三年分红的情况。因为本文重点考察2006年《管理办法》的实施对上市公司分红的影响,所以以下具体分析2006年至2007年再融资公司的分红情况。由表2得到29家“达标样本公司”,其中2006年8家,2007年21家,从其再融资前三年至再融资当年共4年的公司年报中搜集到116份样本公司的数据。Barber和Lyon发现研究结果和所选择的参照系有很大关系^[21]。因此本文为每个“达标样本公司”选择一家同行业(二级细分行业)、规模相近、连续三年上市、非ST的非再融资上市公司作为配对样本(共计29家),以此排除行业与宏观因素对现金流指标的影响。如前所述,本文定义再融资公司的再融资当年为“ Y_{t-0} 年”,前第一年为“ Y_{t-1} 年”,前第二年为“ Y_{t-2} 年”,前第三年为“ Y_{t-3} 年”。对2006年和2007年“达标样本公司”和配对样本单位经营现金流和利润变现率两个指标的再融资前三年与再融资当年进行多次配对样本t检验,目的在于从显著差异中发现现金流异常行为,并揭示上市公司是否存在现金流操控的行为。检验结果见表3。

表3 再融资公司前三年与当年现金流指标的配对样本t检验结果

	前三年均值比当年		Y_{t-3} 年比 Y_{t-0} 年		Y_{t-2} 年比 Y_{t-0} 年		Y_{t-1} 年比 Y_{t-0} 年	
	t值	p值	t值	p值	t值	p值	t值	p值
达标样本组								
2006年单位经营现金流	2.906**	0.023	1.845*	0.106	1.843*	0.108	2.459**	0.043
2006年利润变现率	3.323**	0.013	2.745**	0.029	1.675	0.138	2.988**	0.020
2007年单位经营现金流	0.797	0.434	0.208	0.838	0.773	0.448	1.315	0.203
2007年利润变现率	0.979	0.339	0.847	0.407	0.689	0.498	1.041	0.310
控制样本组								
2006年单位经营现金流	-0.484	0.643	-1.087	0.313	0.031	0.976	-0.178	0.864
2006年利润变现率	-0.903	0.397	-1.463	0.187	-0.724	0.492	0.435	0.677
2007年单位经营现金流	0.525	0.604	0.486	0.632	-0.193	0.849	0.919	0.367
2007年利润变现率	2.133**	0.044	0.848	0.405	1.545	0.136	1.262	0.219

注:*, **, *** 分别表示在10%, 5%和1%的置信水平上显著。

由表3可以看出,2006年达标样本公司的两个现金流指标在四个t检验结果中均有十分显著的差异。以单位经营现金流指标为例解释,再融资前三年均值与当年值的t检验结果为正且在

5%水平上显著,说明单位经营现金流的再融资前三年均值显著大于当年值;再融资前第三年、前第二年、前第一年的单位经营现金流与当年值的t检验结果都为正并分别在1%、1%和5%水平上

显著,说明单位经营现金流在再融资前第三年、前第二年、前第一年的值都显著大于当年值。而配对样本 2006 年两个指标的四个 t 检验结果多数为负且不显著,说明配对样本公司在达标样本公司“再融资”时点的当年现金流指标高于“再融资”时点的前第三年、前第二年、前第一年的值。因此可以初步判断 2006 年达标样本公司在再融资前三年均有不同程度的现金流操控行为。与 2006 年再融资公司 100% 的分红达标率相对应,可能的解释是上市公司为了满足再融资分红条件,不得不在再融资前三年“超能力派现”,田华臣的研究发现 2000 年个别公司在再融资前三年的现金股利分配也是为了满足再融资需要考察最近三年现金股利分配的要求^{[22]46}。可见,上市公司为了达到再融资要求而分红的做法由来已久。这导致公司在再融资当年现金流严重不足,在再融资前第一年为了使三年平均现金流正常则需要调高现金流,“超能力派现”致使现金流严重不足,表现为现金流在再融资前第一年达到最高值后陡降,因此现金流在再融资当年最低。

由表 3 也可以看出,2007 年的样本公司两个现金流指标的四个 t 检验结果均不显著,这与配对样本的 2007 年 t 检验结果相似,说明 2007 年的操控程度低于 2006 年。但再融资前第一年的现金流指标与当年的差异稍大,说明 2007 年的达标样本公司在再融资前第一年可能受到操控。值得注意的是,表 2 显示 2006 年达标率为 100%,而 2007 年的达标率为 71%。可以推测,2006 年的“大幅操控”才达到了 100% 的达标率,而 2007 年的操控幅度减小,结果达标率也下降。至此,2006 年和 2007 年的数据统计和 t 检验结果均证明了假设 2,即再融资公司的现金流在再融资前三年波动较大,受到了公司操控,并且公司再融资前第一年与再融资当年的差异最大。

本文研究结果与陈理的研究结果相似。陈理发现再融资当年,单位经营性现金流和利润变现率相对于上一年明显下滑,下滑幅度显著大于当年行业平均水平。经营性现金流在再融资当年的显著下滑,很可能是由上市公司在再融资前第一年操纵经营性现金流引起。下滑趋势显著说明操纵经营性现金流的行为在样本公司中可能是一个普遍现象^{[2]33}。本文则更进一步地分析了公司操控现金流的深层动因,即通过分红和操控现金流

满足证监会的再融资要求从而在资本市场中“圈钱”,也就是验证了本文的假设 1 和假设 2。

(二) 回归结果及解释

为了更进一步证实达标样本公司在再融资前三年的现金流操控行为,本文对前述模型(1)和模型(2)进行回归检验。样本量为前述 2006 年至 2007 年 29 家达标样本公司再融资前三年至当年共四年的 116 个样本。由变量的皮尔逊相关系数表可知,单位经营现金流和“再融资前第一年”相关关系在 10% 水平上显著;利润变现率与再融资之前的三年关系都不显著^①。本文用普通最小二乘法检验模型,用 Durbin-Watson 统计量检验随机误差项的序列相关性,用 VIF(方差膨胀因子)检验因变量的多重共线性。回归结果见表 4。

表 4 现金流指标回归结果

	模型(1)		模型(2)	
	单位经营现金流(CFTA)	回归系数	利润变现率(CFP)	回归系数
(Constant)	-0.224	-1.353	-0.534	-0.218
再融资前第一年(Y_{t-1})	0.129*	1.816	-0.100	-1.354
再融资前第二年(Y_{t-2})	-0.003	-0.043	-0.141*	-1.870
再融资前第三年(Y_{t-3})	0.067	0.944	-0.132*	-1.780
第一大股东持股比例(NO_1)	0.039*	0.643	0.130**	2.071
总资产对数(TA)	0.160*	1.970	0.055	0.651
资产负债率(LV)	-0.250***	-4.183	-0.177**	2.842
主营业务收入增长率(GROW)	0.140**	2.484	-0.075	-1.274
每股收益(EPS)	-0.122*	-1.663	-0.593***	-7.793
每股经营活动现金净流量(NOCF)	0.772***	12.092	0.816***	12.280
每股股权自由现金流(FCFE)	0.212**	3.035	0.019	0.262
Adj R ²	0.678		0.649	
D.W.	2.064		2.128	
最大 VIF	2.324		2.324	
F 值	24.864***		22.111***	

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5% 和 1% 的置信水平上显著。

模型(1)以单位经营现金流为因变量,模型(2)以利润变现率为因变量,两个模型调整后的判定系数 R² 分别为 0.678 和 0.649,反映模型拟

^①由于篇幅限制,本文略去了描述性统计和相关系数分析,如有需要,可与作者联系索取。

合优度较高。由两个模型的 DW 值和最大 VIF 值可知,序列相关性和多重共线性都得到了很好的控制。F 值都在 1% 水平上显著,说明模型拟合效果很好。因此,模型的建立是成功的。表 4 的模型(1)结果显示,单位经营现金流在再融资前一年受到的影响较前第二年和前第三年显著,且与因变量正相关,与预期符号一致;前第二年的回归系数为负,前第三年的回归系数为正,均与预期一致。表 4 的模型(2)结果显示,利润变现率在再融资前三个年份的回归系数均为负,且再融资前第二年的回归系数在 10% 水平上显著。这说明上市公司在再融资前三年很有可能为达到再融资要求而进行分红,甚至操控现金流使其达标。回归检验结果支持了假设 2,说明现金流在再融资前三年有明显的波动。第一大股东持股比例(NO_1)的回归系数在两个模型中都显著为正(分别在 5% 和 10% 的水平上显著)说明大股东的确影响了再融资公司派发现金股利的现金流。现金股利实际上成为了控股股东进行利益转移的工具^{[16]78}。Johnson 等人最先使用“利益转移(tunneling)”描述此类代理问题,他们认为,“利益转移”就是控股股东利用其手中的控制权,通过各种方式将资产和利润转移出上市公司的行为^[23]。朱明秀研究发现我国上市公司的股利分配政策正是以控股股东为主的内部人意愿的体现^{[24]90}。上市公司的现金股利政策体现了控股股东的掏空行为^{[25]106}。回归检验结果支持了假设 3,说明再融资公司的大股东可能在现金股利派发中操控现金流,从而转移并操控公司资金。

6 个控制变量(TA 、 LV 、 $GROW$ 、 EPS 、 $NOCF$ 、 $FCFE$)的回归系数在两个模型中的符号与预测基本一致,且对单位经营现金流和利润变现率的影响分别在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。这说明公司的规模越大、公司的盈利水平越高,派现能力越强以及大股东控制能力越大,公司就会越倾向于在再融资前三年分红,并同时越有可能操控现金流。吕长江的研究也发现,只有当公司盈利能力强且股本规模较大时,公司才愿意支付较高的现金股利^[26]。公司的资产负债率在模型(1)和模型(2)中都显著,说明负债越多,受到债权人的监督就越严格,公司越不易对现金流进行操控。表 4 中公司每股收益(EPS)的系数符号与预期符号相反,可能是公司在获利情况下不考虑操控现金流。

五、研究结论

中国证监会从 2006 年发布《管理办法》到 2008 年再次发布《决定》,提高了上市公司的再融资门槛,有利于投资者长期投资价值理念的培养、资本市场的稳定和资本市场制度的完善。

本文以证监会实施新政策的 2006 年和 2008 年之间的再融资公司为研究样本,得出了一些结论。首先,本文通过统计再融资上市公司分红情况发现,在新政策出台的当年(2006 年)再融资公司分红达到了要求,分红达标率为 100%,管理初见成效。而之后几年,这些达标样本公司的现金流指标却在再融资前三年出现了明显的起伏,说明上市公司为了达到再融资要求,有意在前三年安排现金股利分配政策并且操控了公司现金流。再融资公司分红的真正目的并非是为了回报全体股东,而是为了达到证监会再融资要求,或者为了大股东将资金转移至自己手中。其次,通过与未再融资的公司进行配对样本检验,分析这些达标样本公司现金流变化情况,发现再融资公司在再融资前三年期间现金流波动相对较大,存在异常。进而,本文通过对两个现金流指标的多元回归发现其再融资的前第一年、前第二年和前第三年都在统计水平上显著,说明再融资公司的现金流存在被操控的可能。本文还发现《管理办法》出台后的 2007 年再融资公司达标率下降,可能是监管力度减弱使得个别未分派股利或者未达标的再融资公司漏网。因此,证监会在制定政策要求上市公司派发现金股利回报股东的同时,还要制定相应防范措施,防止大股东利用现金股利转移公司利益同时侵占小股东利益。在完善规则的同时必须建立配套的执行机制,否则,再完善的制度也无法长期有效地保护投资者的利益,无法维护资本市场秩序。

参考文献:

- [1]王啸.我国上市公司现金流量操纵现象分析[J].证券市场导报,2004(5):34-42.
- [2]陈理.上市公司经营性现金流操纵实证研究[J].财经科学,2006(4):30-36.
- [3]Brealey R, Myers S. Principles of corporate finance [M]. 7th ed. New York: McGraw Hill, 2003:203-205.
- [4]Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes[J]. The Ameri-

- can Economic Review, 1956, 46: 97 - 133.
- [5] Miller M, Modigliani F. Dividend policy, growth and valuation of shares[J]. Journal of Business, 1961, 34: 411 - 433.
- [6] 刘淑莲, 胡燕鸿. 中国上市公司现金分红实证分析[J]. 会计研究, 2003(4): 29 - 35.
- [7] 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]. 中国工商管理评论, 2003(8): 118 - 126.
- [8] 伍利娜. 中国上市公司“异常高派现”影响因素[J]. 经济科学, 2003(1): 31 - 42.
- [9] 袁天荣, 苏红亮. 上市公司超能力派现的实证研究[J]. 会计研究, 2004(10): 63 - 70.
- [10] 徐旭永. 公司现金流与现金股利政策的分析研究[J]. 会计之友, 2006(8): 85 - 87.
- [11] Easterbook F H. Two agency-cost explanations of dividend's[J]. American Economic Review, 1984, 74: 650 - 659.
- [12] Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76: 323 - 329.
- [13] Stambaugh R F. Predictive regression [J]. The Journal of Finance, 1999, 4: 374 - 425.
- [14] 宁向东, 冯俊新. 分红和配股联动: 大股东剥夺的含义[J]. 数量经济技术经济研究, 2003(11): 114 - 117.
- [15] 石柱峰, 欧阳令南. 高额现金股利、可转换债券融资与市场效率——基于西宁特钢的案例分析[J]. 财经问题研究, 2004(6): 29 - 33.
- [16] 李婉丽, 贾钢. 派现行为下的控股股东利益转移问题研究[J]. 当代经济科学, 2006(4): 72 - 78.
- [17] 郭慧婷, 张俊瑞. 现金股利与大股东现金流操控关系研究[J]. 经济问题探索, 2009(12): 126 - 132.
- [18] Lee C J, Xiao Xing. Cash dividends in china: liquidating, expropriation and earnings management [C]. The European Financial Management Association (EFMA) Annual Meeting Paper, 2003.
- [19] 党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究[J]. 会计研究, 2008(6): 63 - 71.
- [20] Grossman S J, Hart O D. Corporate financial structure and managerial incentives [M]//MaCall J. The Economics of Information and Uncertainty. Chicago: The Chicago University Press, 1982: 198 - 201.
- [21] Barber B M, Lyon J D. Detecting long-run abnormal stock return: the empirical power and specification of test-statistics[J]. Journal of financial economics, 1997, 4: 341 - 372.
- [22] 田华臣. 用现金流量多期综合分析法识别财务欺诈[J]. 审计与经济研究, 2004(2): 43 - 46.
- [23] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling [J]. American Economic Review (Papers and Proceedings), 2000(1): 22 - 27.
- [24] 朱明秀. 我国上市公司股权结构与股利政策关系的实证研究[J]. 审计与经济研究, 2005(3): 87 - 95.
- [25] 柳建华. 控股股东持股比例、组织形式与现金股利政策——基于资金占用角度的分析[J]. 审计与经济研究, 2007(3): 101 - 107.
- [26] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002(3): 39 - 48.

(责任编辑: 杨凤春)

Study on Cash Dividends and Cash Flow Manipulation of Refinancing Companies

GUO Hui-ting, ZHANG Jun-rui, LI Bin, LIU Dong-lin

Abstract: China Securities Regulatory Commission (CSRC) issued two documents in 2006 and 2008 to demand companies to allocate cash dividends before companies' refinancing. This article makes research on cash dividends and cash flow of refinancing companies in 2006 and 2007. The results show that refinancing companies distributed more cash dividends after the documents to meet the refinancing requirements, but cash dividends became the means to tunnel. The results also show that companies' cash flow fluctuates greatly, and may be manipulated.

Key words: refinancing; cash dividends; cash flow manipulation; operating cash flow; management fraud