

# 卖空管制放松与上市公司现金股利:促进还是抑制?

洪峰<sup>1</sup>,张先治<sup>2</sup>

(1. 北方工业大学 经济管理学院,北京 100144;2. 东北财经大学 会计学院/中国内部控制研究中心,辽宁 大连 116025)

**[摘要]**基于2006—2020年中国A股上市公司的数据,验证卖空管制放松对上市公司现金股利分配的影响。研究发现,相比于不可卖空的公司,可卖空公司在被列入卖空标的后,其现金股利分配意愿、分配规模与分配平稳性均显著提升。机制检验发现,卖空管制放松对现金股利分配的促进在代理问题严重、投资机会少的公司中更显著,这支持了代理成本机制;同时,在信号传递能力强、信号传递需求大的公司中,卖空管制放松对现金股利分配的促进更显著,这支持了信号传递机制。进一步分析发现,现金股利分配能力不足的公司在对卖空压力时并未使用“高送转”作为替代。而对于我国资本市场中广泛存在的达标式分配,卖空管制放松能够产生抑制作用,且抑制作用体现在没有再融资需求的公司中。研究表明,卖空管制放松促进了上市公司现金股利分配,卖空机制能够为我国资本市场中的现金股利监管提供市场化路径。

**[关键词]**卖空机制;现金股利;代理成本;信号传递;治理观;压力观;公司治理;资本市场

**[中图分类号]**F273.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)04-0051-10

## 一、引言

现金股利是股东获取投资回报的主要渠道,其对资本市场发展有着重要的影响。多年来,我国上市公司的现金股利分配状况不尽人意,市场出现各种质疑的声音。为了规范上市公司的股利分配行为,证监会于2001年和2004年出台了导向性政策,规定上市公司进行再融资必须先分配,并于2006年和2008年进一步明确了再融资公司所需达到的最低分配比例。2013年证监会开始施行差异化股利分配监管,按照公司发展阶段以及有无重大资金支出安排,明确了现金股利在利润分配中的最低比例。数量化的监管模式一定程度上纠正了我国股利分配中的异象,分配现金股利的公司逐年增加,现金股利分配规模也在不断提高。然而,数量化的监管模式也产生了各种非预期效应,例如现金股利分配缺乏持续性、“高送转”式分配的滥用、迎合再融资要求的达标式分配等<sup>[1]</sup>。上市公司股利分配亟须由政府规章监管向市场化治理转变。作为一项具有里程碑意义的机制创新,融资融券制度放松了我国资本市场中的卖空管制,结束了我国长期以来只能单边做多的历史。在经历了多轮扩容之后,我国融券标的数量已经占A股的近三分之一,融券业务规模迅速扩大,卖空逐渐成为我国资本市场中的基础性交易制度。目前关于卖空交易经济后果的研究发现,卖空交易存在公司治理效应,比如抑制盈余管理<sup>[2]</sup>、降低大股东侵占<sup>[3]</sup>、降低公司违规概率<sup>[4]</sup>等。那么,现金股利分配中的机会主义行为是否因卖空交易而得到纠正,对于该问题的研究,有助于判断卖空交易能否成为现金股利监管的市场化路径。

我们认为,由于现阶段我国卖空交易的张力特征,卖空管制放松对上市公司现金股利的影响并非显而易见。一方面,我国卖空交易规则较为保守。主要表现为:(1)获利门槛高。我国实行的是有交割保障的卖空,严格执行卖空交易的报升制度。并且大部分证券公司融券费率在10%以上,融券成本较高。

**[收稿日期]**2021-10-26

**[基金项目]**教育部人文社会科学研究青年项目(18YJC790047);国家社会科学基金面上项目(19BGL071)

**[作者简介]**洪峰(1982—),男,安徽黄山人,北方工业大学经济管理学院副教授,博士,主要研究方向为公司治理与高管薪酬,通讯作者,邮箱:hongfeng1982810@sina.com;张先治(1957—),男,辽宁瓦房店人,东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心教授,博士生导师,博士,主要研究方向为管理控制与管理会计。

(2)准入门槛较高。由于处于融券业务开展初期,为了控制风险,我国对投资者的准入门槛和保证金比例都有较高要求。较高的获利门槛与准入门槛下,卖空者具有强烈的动机与充分的专业能力挖掘公司的信息。理论上,我国资本市场上的卖空者符合知情交易者的特征。面对卖空压力,大股东与管理层可能降低对现金的侵占或滥用。此时,公司拥有更充足与稳定的现金流分配现金股利。同时,为了避免卖空者对公司价值的误判,管理层有动机通过慷慨与稳定的现金股利区别于低质量的公司。与此同时,由于长期的卖空管制,我国资本市场上的公司和投资者习惯于单边市的市场环境,对卖空机制相对陌生,有可能对卖空压力过度反应。为了应对卖空压力,公司可能持有更多的现金以备实施股票回购或盈余管理对冲股价下行风险,或应对可能发生的流动性危机与外部融资限制。相应地,管理层可能降低现金股利分配。综上所述,卖空管制放松如何影响上市公司现金股利是一个有待验证的问题。基于此,本文利用我国融资融券分步扩容的准自然实验,检验卖空管制放松对上市公司现金股利分配的影响。

本文的边际贡献在于:第一,丰富中国制度背景下卖空交易公司治理效应的研究。目前,对于卖空交易如何影响现金股利分配,仅有 Hang 等少量文献涉及<sup>[5]</sup>。首先,本文拟在治理观与压力观的双重视角下辩证分析卖空交易对上市公司现金股利的分配影响,这将为卖空交易的公司治理效应提供新的基于中国制度背景的经验证据。其次,本文充分响应我国上市公司现金股利的分配现状,研究结论既能全面展示卖空交易对上市公司现金股利的分配影响,也可以为上市公司现金股利的市场化监管提供来自卖空交易的证据。第二,拓展上市公司现金股利影响因素领域的研究。本文以卖空交易作为切入点,将现金股利影响因素的研究延伸至资本市场环境,拓展现金股利影响因素领域的研究。

## 二、理论分析与假设提出

### (一) 治理观

首先,卖空交易能够提升公司分配现金股利的现金流基础。与其他资产相比,现金更容易以较低的成本转化为私有收益,因此成为内部人实施机会主义行为的重要载体<sup>[6]</sup>。具体而言,大股东可能通过资金占用、关联交易与异常股利分配侵占公司现金。管理层可能将现金用于增加自己的津贴、在职消费,或是进行过度投资、建造商业帝国。大股东与管理层的机会主义行为导致现金成为代理成本,公司分配现金股利的基础受到侵蚀。卖空机制的引入能够发挥外部治理作用,抑制大股东与管理层侵占公司现金的机会主义行为。与普通投资者相比,卖空者被视为知情交易者,拥有更专业的信息分析能力与更强的信息挖掘动机<sup>[7]</sup>。由于大股东与管理层侵占公司现金的机会主义行为往往较为隐秘,且对公司价值产生负面影响,其是卖空者在筛选卖空对象时关注的重要信息。大股东与管理层的机会主义行为会招致卖空者关注,负面消息得以及时融入股价,这会导致大股东与管理层在控制权、持股收益、职业声誉等方面的利益受损。为了避免损失,大股东会提高对管理层的监管<sup>[8]</sup>,并约束自身的侵占行为<sup>[3]</sup>。因此,卖空交易提供了有效监督公司经营的外部机制,能够抑制大股东与管理层对现金的侵占,提升公司分配现金股利的现金流基础。

其次,卖空交易能够提升公司分配现金股利的动机。卖空者在选择卖空对象时,会根据一些问题公司的普遍特征识别潜在“猎物”。然而,由于资本市场中存在信息不对称,卖空者可能对关注对象的基本面产生误读。在部分案例中,卖空者利用不知情的外部投资者跟风交易的特点,故意利用错误的数据将无问题公司歪曲成有问题公司。无论卖空者是否存在主观故意,错误的卖空交易都可能引发股价下跌。为了防止被卖空者误伤,高质量公司有动机筛选信号传递公司价值信息。慷慨且稳定的现金股利有助于卖空者与外部投资者辨别公司价值,其传递的信号包括:第一,公司盈余质量。现金股利以现金流作为支撑,而现金流则由公司盈余驱动。慷慨与稳定的现金股利反映了公司拥有可观与持续的现金流。相应地,公司报告的盈余将具有更大的可靠性。因此,现金股利能够成为反映公司盈余质量的信

号。比如 Caskey 和 Hanlon 以财务欺诈的公司为样本,研究发现这类公司现金股利分配的概率较低<sup>[9]</sup>。研究同时指出,由于虚增利润不产生真实的现金流,现金股利能够避免公司报告虚假盈余<sup>[9]</sup>。王静等的研究表明分配现金股利的公司有更高的盈余质量,且稳定与高分配比例的公司盈余质量更高<sup>[10]</sup>。第二,公司治理质量。自由现金流是公司代理成本产生的必要条件,现金股利能够降低自由现金流量,从而成为反映公司治理质量的信号。首先,公司分配现金股利可以减少大股东与管理层控制的自由现金流量,进而约束管理层过度投资,减少大股东可转移的资源,缓解公司的两类代理问题,这直接优化了公司治理水平<sup>[11]</sup>。其次,公司分配现金股利增加了公司进入资本市场筹资的可能性,从而增加公司接受资本市场监督的可能性,这间接优化了公司治理水平。

综上,卖空交易有助于降低代理问题对公司现金的消耗,提升公司分配现金股利的现金流基础;同时,卖空交易促使公司通过慷慨与稳定的现金股利向资本市场传递公司价值的信息,提升公司分配现金股利的动机。就我国的卖空现状而言,保守的卖空规则使得卖空者具有更强的能力与动机挖掘公司的负面信息,这有利于其治理作用的发挥。因此,卖空交易对现金股利的促进作用可能占主导。基于此,本文提出竞争性假设 1a。

假设 1a:如果治理观成立,卖空管制放松促进了上市公司的现金股利分配。

## (二) 压力观

卖空管制放松时,公司一旦被实施卖空,股价将不可避免地下跌,而股价下跌所引起的反馈效应将直接影响公司投融资等经营活动。为了应对股价下行风险,公司持有现金的流动性、预防性需求均会提升,进而对现金股利分配产生抑制。首先,卖空交易引发的股价下跌甚至崩盘会导致投资者、客户、审计师等外部利益相关者对公司前景产生悲观预期,使得公司外部融资困难<sup>[12]</sup>、融资成本上升<sup>[13]</sup>、审计收费提高<sup>[14]</sup>、产品市场的销售能力恶化<sup>[15]</sup>等。因此,卖空管制放松时,公司会增加内源性融资,减少现金股利分配,以缓解流动性不足。其次,如果公司成为卖空者的攻击对象,为了提升股价,向市场传递公司价值被低估的信息,公司往往选择股票回购,而进行股票回购需要大量的现金。另外,公司也可能选择真实性盈余管理操纵股价。比如通过提高产量,达到降低单位产品成本、提高当期盈余的目的。生产操纵同样需要大量的现金投入。因此,出于预防性需求,公司会增加现金储备,减少现金股利分配。就我国的卖空现状而言,我国资本市场长期以来呈现单边市的特征,公司和投资者对卖空机制较为陌生,有可能对卖空压力过度反应。因此,卖空管制放松对现金股利分配的抑制作用可能占主导。基于此,本文提出竞争性假设 1b。

假设 1b:如果压力观成立,卖空管制放松抑制了上市公司的现金股利分配。

## 三、研究设计

### (一) 模型与变量

由于融资融券标的调整是一个多次外生冲击的准自然实验,即冲击发生的时间是交错的,因此,借鉴 Bertrand 和 Mullainathan、李春涛等采用的多时点双重差分模型作为基准模型<sup>[16-17]</sup>,检验卖空管制放松对上市公司现金股利分配的影响。基准回归模型如下:

$$Dividend_{it} = \beta_0 + \beta_1 List_{it} \times Post_{it} + \beta Controls_{it} + Year + Firm + \varepsilon \quad (1)$$

$Dividend$  为现金股利分配的变量,本文从三个维度进行衡量:(1) 分配意愿( $Dum\_Div$ )。公司当年分配现金股利时, $Dum\_Div$  取 1;反之取 0。(2) 分配规模( $Sca\_Div$ ),定义为每股股利。(3) 分配平稳性( $Sta\_Div$ )。借鉴刘星等的做法<sup>[18]</sup>,采用公司现金股利分配规模波动与盈余波动的比值衡量。其中现金股利分配规模波动使用近三年每股股利标准差衡量,公司盈余波动使用近三年每股收益标准差衡量。该指标为反向指标,比值越小,分配平稳性越高;反之,则分配平稳性越低。

模型的核心解释变量为卖空标的变量( $List$ )与表征卖空试点后的变量( $Post$ )的交互项( $List \times Post$ )。

具体地, *List* 为是否是卖空标的的变量。公司在样本期间曾经被纳入标的的名单,则 *List* 取 1, 否则取 0。*Post* 为受卖空影响的时间变量,公司被纳入标的的名单之后的年度样本取 1, 否则取 0。考虑到公司层面个体效应的影响,本文使用固定效应模型进行估计。因此, *List* 虚拟变量被包含在个体固定效应中。所以模型(1)中的  $List \times Post$  的系数  $\beta_1$  即为双重差分估计量。具体变量定义及计算方法见表 1。

(二) 样本与数据

本文选择 2006—2020 年所有 A 股上市公司为初始研究样本。按照已有的研究惯例,根据以下标准进行样本筛选与整理:剔除金融保险行业公司;剔除 ST、\*ST 公司;剔除资产负债率大于 1 的

样本;剔除数据缺失的观测值。经过整理,获得 34709 个公司年度数据,包括 3987 家公司。现金股利数据来自万得数据库,融资融券各批次标的名单来自沪深交易所网站,公司财务数据、治理结构数据来自国泰安数据库。为克服离群值的影响,本文对所有连续变量均进行上下 1% 的 Winsorize 处理。

四、基本分析

(一) 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 2 所示。可以发现:平均约 69.6% 的样本公司分配了现金股利,说明现金股利分配具有普遍性;平均每股现金股利为 0.117, 标准差为 0.173。与之相比, Wang 以美国上市公司为样本的研究显示,现金股利均值为 0.846, 标准差为 1.627<sup>[19]</sup>, 说明整体上我国上市公司的现金股利分配规模不高,个体间差异较小。现金股利分配平稳性均值为 0.514, 中位数为 0.255, 与均值偏离较大;样本期间平均有 39.5% 的公司曾进入卖空标的的名单。

(二) 基准回归

表 3 列示了基准回归结果。在未加入控制变量的回归中,  $List \times Post$  与 *Dum\_Div*、*Sca\_Div* 的回归系数在 1%、5% 的水平上显著为正,与 *Sta\_Div* 的系数在 1% 的水平上显著为负;在加入控制变量后,  $List \times Post$  与 *Dum\_Div*、

*Sca\_Div*、*Sta\_Div* 的回归系数符号未发生变化,且分别在 1%、1%、5% 的水平上显著。基准回归结果说明,卖空管制放松促进了上市公司现金股利,表现为标的公司现金股利分配意愿与分配规模显著提升,分配平稳性显著改善。这一结论比较稳定,不受控制变量的影响。假设 1a 中提出的治理观得到了支持。

表 1 变量名称与计算方法

变量类型	变量符号	变量计算方法
现金股利变量	<i>Dum_Div</i>	分配意愿,公司分配现金股利时,取值为 1, 否则为 0
	<i>Sca_Div</i>	分配规模,以每股股利表示
	<i>Sta_Div</i>	分配平稳性,以近三年每股股利标准差/近三年每股收益标准差表示
卖空变量	<i>List</i>	当该公司股票在样本期间曾被纳入卖空标的的名单,取值为 1, 否则为 0
	<i>Post</i>	公司被纳入卖空标的的名单之后的年度取值为 1, 否则为 0
控制变量	<i>ROA</i>	总资产收益率,以公司当期净利润/期末总资产表示
	<i>Size</i>	公司规模,以公司期末总资产额自然对数表示
	<i>Lev</i>	财务杠杆,以公司负债/总资产表示
	<i>CFO</i>	每股经营性现金流,以经营活动产生的现金净额/年末资产总额表示
	<i>BM</i>	成长性,以公司账面市值比表示
	<i>SOE</i>	产权性质,如果为国有控股公司,取值为 1, 否则为 0
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	<i>IndRatio</i>	独立董事比例,以独立董事人数/董事会人数表示

表 2 主要变量的描述性统计

	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>Dum_Div</i>	0.696	1	1	0	0.459
<i>Sca_Div</i>	0.117	0.050	1	0	0.173
<i>Sta_Div</i>	0.514	0.255	5	0	0.812
<i>List</i>	0.395	0	1	0	0.489
<i>Post</i>	0.245	0	1	0	0.430
<i>ROA</i>	0.061	0.056	0.273	-0.192	0.067
<i>Size</i>	22.011	21.832	26.036	19.519	1.297
<i>Lev</i>	0.432	0.426	0.898	0.050	0.209
<i>CFO</i>	0.271	0.116	2.91	-1.794	0.637
<i>BM</i>	0.805	0.626	4.241	0.087	0.705
<i>SOE</i>	0.379	0	1	0	0.485
<i>Top1</i>	0.351	0.331	0.748	0.091	0.148
<i>IndRatio</i>	0.368	0.363	0.625	0.300	0.091

表3 基准回归结果

	<i>Dum_Div</i>	<i>Sca_Div</i>	<i>Sta_Div</i>	<i>Dum_Div</i>	<i>Sca_Div</i>	<i>Sta_Div</i>
<i>List × Post</i>	0.377 *** (8.04)	0.029 ** (2.41)	-0.113 *** (-7.01)	0.285 *** (4.07)	0.022 *** (6.80)	-0.039 ** (-2.08)
<i>ROA</i>				18.275 *** (28.03)	0.997 *** (33.69)	1.595 *** (19.87)
<i>Size</i>				0.577 *** (16.44)	0.025 *** (11.11)	-0.000 (-0.10)
<i>Lev</i>				-3.567 *** (-22.51)	-0.126 *** (-16.28)	-0.568 *** (-15.58)
<i>CFO</i>				0.175 *** (5.51)	0.044 *** (15.86)	0.034 *** (4.03)
<i>BM</i>				-0.060 (-1.36)	-0.014 *** (-5.18)	0.029 *** (2.73)
<i>SOE</i>				-0.160 ** (-2.36)	-0.021 *** (-5.84)	-0.068 *** (-3.98)
<i>Top1</i>				1.571 *** (8.23)	0.113 *** (9.69)	0.583 *** (11.91)
<i>IndRatio</i>				0.915 *** (3.85)	0.007 (0.55)	0.140 ** (2.12)
<i>Firm &amp; Year</i>	No	No	No	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>		0.114 *** (115.03)	0.542 *** (137.00)		-0.471 *** (-9.44)	0.344 (1.39)
Pseudo R <sup>2</sup> /R <sup>2</sup>	0.003	0.039	0.001	0.253	0.347	0.061
样本数	22553	34709	34709	22553	34709	34709

注:xtlogit 不报告截距项,下同。

### (三) 稳健性检验<sup>①</sup>

1. 平行趋势假设。为了验证平行趋势假设,本文将 *Post* 进行分解并设置以下虚拟变量 *Post(-3)*、*Post(-2)*、*Post(-1)*、*Post(0)*、*Post(1)*、*Post(2)*、*Post(3)*、*Post(>3)*。*Post(-3)* 至 *Post(>3)* 分别在公司被列入卖空标的前三年、前二年、前一年、当年、后一年、后两年、后三年、三年以后的情况下取1,否则取0。结果显示,*List × Post(-3)*、*List × Post(-2)*、*List × Post(-1)* 的回归系数均不显著,表明在被列入卖空标之前,两组公司的现金股利分配变化趋势没有显著差异。在被列入卖空标之后,*List × Post* 的回归系数表现出显著性,这表明标的公司的现金股利分配意愿、分配规模与分配平稳性相对于非标的公司有了显著改善。整体来看,DID模型满足平行趋势假设,具有一定的有效性。

2. 样本随机性检验。为了剔除标的组与非标的组之间由于固有差异对研究结论产生的影响,我们采用倾向得分匹配法(PSM)重新筛选非标的组样本。本文选择流通市值占比、成交金额占比、上市年龄、股东人数、换手率、收益率波动幅度、中小板或创业板、年份和行业对样本进行最近邻匹配,结果显示,*List × Post* 与 *Dum\_Div*、*Sca\_Div* 的回归系数均在1%的显著性水平上为正,与 *Sta\_Div* 的回归系数在5%的显著性水平上为负,结果仍然支持假设1a。

3. 融券标的调出检验。在融资融券制度实施过程中,部分企业由于某些原因被从标的的名单中调出,这一外生事件为验证基准回归中的因果关系提供了反事实场景。基于此,本文将标的的调出视为一个外生事件,验证卖空限制对公司现金股利分配的影响。*Exit* 为调出变量,如果公司曾被调出标的,则 *Exit = 1*; *Post* 为调出时间变量,公司被调出标的之后的年份, *Post = 1*。结果显示,*Exit × Post* 与 *Dum\_Div*、*Sca\_Div* 的回归系数分别在1%与5%的水平上显著为负,与 *Sta\_Div* 的回归系数为负,但不显著。结果表明当公司由可卖空调整为不可卖空后,公司现金股利分配意愿与分配规模显著下降,这从反证的角度证明了卖空交易与现金股利分配之间的因果关系。

<sup>①</sup>限于篇幅,未列示稳健性检验表格,留存备索。

4. 安慰剂检验。我们将标的公司首次进入标的的年度向前平推4年,并使用虚拟时间进行安慰剂检验。如果基准回归结论是由标的公司与非标的公司间的固有差异导致,那么在虚拟标的入选时间下应该得到与前文一致的结果。结果显示,  $List \times Post$  与  $Dum\_Div$ 、 $Sca\_Div$ 、 $Sta\_Div$  的回归系数均不再显著,这说明虚拟标的入选时间不会对公司现金股利分配产生影响,验证了基准回归中的因果关系。

### 五、影响机制检验

基准回归结果证实,卖空管制放松促进了上市公司现金股利分配。正如理论分析部分所指出的,卖空交易的治理作用一方面源于卖空者的外部监督缓解了代理成本对公司现金的侵蚀,另一方面源于公司通过现金股利向市场传递信号的动机提升。本文将对这两类影响机制进行验证。

#### (一) 代理成本机制

首先,不同公司的代理问题严重性存在差异,导致卖空交易的影响空间不同。如果代理成本机制成立,则卖空交易对现金股利分配的促进作用在代理问题严重的公司中更加显著。本文借鉴 Ang 等的做法,采用管理费用率、其他应收款占比作为代理成本的衡量变量<sup>[20]</sup>。其次,不同投资机会的公司存在不同的现金需求。对于具有较高投资机会的公司,节余的现金优先成为满足投资项目的内源性资金;而对于投资机会较少的公司,节余的现金更应当以现金股利的形式返还给投资者。因此,如果代理成本机制成立,卖空管制放松对现金股利的促进作用在投资机会较少的公司中更加显著。本文借鉴 Gaver 等的做法<sup>[21]</sup>,采用托宾 Q 衡量公司长期投资机会,同时采用销售增长率衡量公司短期投资机会。我们将总样本按照年度-行业中位数分组,并基于模型(1)进行分组检验。表4的检验结果显示:从系数的显著性上看,在管理费用率高、其他应收款占比高、销售增长率低、托宾 Q 值低组中,  $List \times Post$  的显著性更高。邹检验(Chow Test)的 P 值结果说明,组间差异在大部分分组下显著。分组检验的结果表明,受益于卖空所产生的治理作用,耗费在管理费用与其他应收款上的现金越大,越能够充实公司发放现金股利的基础。而且在公司的长短期投资机会缺乏时,节余的现金更可能被分配给投资者,而不是被各类代理行为所消耗。上述结果支持代理成本机制。

表4 代理成本机制检验

	管理费用率		其他应收款占比		销售增长率		托宾 Q	
	高	低	高	低	高	低	高	低
因变量: $Dum\_Div$								
$List \times Post$	0.357 ** (2.29)	0.063 (1.11)	0.318 *** (2.83)	0.267 ** (2.52)	0.057 (1.38)	0.310 *** (2.88)	0.201 * (1.96)	0.374 ** (2.24)
Chow test	0.081		0.379		0.067		0.189	
因变量: $Sca\_Div$								
$List \times Post$	0.022 *** (4.84)	0.016 (1.52)	0.027 *** (5.58)	0.004 (0.32)	0.015 *** (3.98)	0.026 *** (6.15)	0.010 * (1.80)	0.028 *** (5.16)
Chow test	0.327		0.067		0.327		0.081	
因变量: $Sta\_Div$								
$List \times Post$	-0.047 ** (-2.50)	-0.008 (-1.45)	-0.052 * (-1.84)	-0.013 (-0.52)	-0.002 (-0.81)	-0.043 *** (-3.41)	-0.010 (-0.33)	-0.059 ** (-2.35)
Chow test	0.078		0.352		0.071		0.056	

#### (二) 信号传递机制

首先,利用现金股利传递信号是有成本的。如果信号传递机制成立,那么卖空交易对现金股利分配的促进作用在融资约束程度低、盈利能力强的公司中越显著,原因在于此类公司分配现金股利的能力更强,更能够承担信号传递的高昂成本。其次,不同公司的信号传递需求也不相同。如果信号传递机制成立,那么卖空交易对现金股利分配的促进作用在信息不对称程度高、股权集中度低的公司中越显著,原因在于此

类公司信号传递的需求更强。对于融资约束,本文借鉴 Kaplan 和 Zingales 的做法<sup>[22]</sup>,构造融资约束指数衡量;对于盈利能力,使用总资产收益率衡量;对于信息不对称程度,借鉴 Morck 等的做法<sup>[23]</sup>,使用股价同步性衡量;对于股权集中度,使用公司前十大股东持股比例的赫芬达尔指数衡量。我们将总样本按照年度-行业中位数分组,并基于模型(1)进行分组检验。表5的检验结果显示:在低融资约束、高盈利能力、高信息不对称、低股权集中度组中,*List × Post* 的显著性更高。Chow Test 的 P 值在因变量为 *Dum\_Div*、*Sca\_Div* 时,组间差异在部分分组下显著,在因变量为 *Sta\_Div* 时,组间差异均显著。分组检验的结果表明,融资约束程度越低和盈利能力越好的公司面临卖空压力时更有动机通过现金股利传递信号,因为它们预期低质量公司难以模仿;此外,信息不对称程度越高、股权越分散的公司面临卖空压力时更有动力通过现金股利传递信号,因为它们有更强的动机阻止卖空者的误伤。上述结论支持信号传递机制。

表5 信号传递机制检验

	融资约束		盈利能力		信息不对称程度		股权集中度	
	高	低	高	低	高	低	高	低
因变量: <i>Dum_Div</i>								
<i>List × Post</i>	0.017 (0.95)	0.362* (1.84)	0.370** (2.53)	0.268** (2.15)	0.489*** (4.35)	0.097 (0.88)	0.175* (1.68)	0.320** (1.99)
<i>Chow test</i>	0.075		0.427		0.065		0.351	
因变量: <i>Sca_Div</i>								
<i>List × Post</i>	0.008* (1.88)	0.044*** (4.70)	0.031*** (6.04)	0.007 (1.44)	0.042*** (4.40)	0.004 (1.46)	0.009** (2.45)	0.027*** (5.16)
<i>Chow test</i>	0.068		0.072		0.071		0.126	
因变量: <i>Sta_Div</i>								
<i>List × Post</i>	-0.011 (-0.50)	-0.202*** (-2.60)	-0.089*** (-3.21)	-0.014 (-0.54)	-0.055** (-2.00)	-0.007 (-0.68)	-0.003 (-1.09)	-0.044** (-2.20)
<i>Chow test</i>	0.023		0.067		0.075		0.071	

## 六、拓展性分析

### (一) 现金股利分配能力不足的公司是否以“高送转”作为替代

机制检验发现,以融资约束和盈利能力衡量公司现金股利分配能力时,卖空管制放松对现金股利的促进作用主要体现在分配能力强的公司中。那么,现金股利分配能力不足的公司如何应对卖空管制放松?在我国资本市场中,“高送转”是一种相较于现金股利更加流行的股利分配方式。“高送转”与国外资本市场中的股票分割类似,是公司利用留存收益大比例送股或利用资本公积大比例转增股票。与现金股利相比,“高送转”只是公司所有者权益内部的数字调整,不涉及现金流出。因此,即使是分配能力不足的公司也可以实施“高送转”。从信号价值上看,我国资本市场中,普通投资者对“高送转”的关注超过业绩本身,“高送转”往往被视为公司慷慨的利润分配行为,这使得“高送转”成为刺激股价上涨的正面信号。普通投资者的非理性行为致使“高送转”成为公司内部人出于私人利益而进行市值管理的重要工具。然而,与普通投资者不同,卖空者被视为善于分析公司基本面的知情交易者,公司出于市值管理目的实施“高送转”所“吹起”的估值“泡沫”正是卖空者布局的重要契机。理论上,卖空并不会刺激现金股利分配能力不足的公司实施“高送转”。我们采用模型(2)对上述假设进行验证。对于“高送转”(Split),本文借鉴谢德仁等的做法<sup>[24]</sup>,以公司送股和转增股份之和是否大于等于原有股份的0.5倍作为界定标准。控制变量方面,加入了公司规模、总资产收益率、财务杠杆、股本规模、资本公积规模、股利分配预案前20个交易日的平均股价、经市场回报调整的个股回报、股权集中度、机构投资者持股比例、上市年龄。样本方面,沿用前文的方法,将总样本按照年度-行业中位数分组,获得高融资约束与低盈利能力的样本数据。

$$Split_{it} = \beta_0 + \beta_1 List_{it} \times Post_{it} + \beta Controls_{it} + Year + Firm + \varepsilon \quad (2)$$

表6的回归结果显示:*Split*与*List × Post*的回归系数均分别在5%与10%的显著性水平上为负。结果表明,现金股利分配能力不足的公司并不会通过“高送转”以应对卖空压力。这意味着卖空管制放松存在双重效应:一方面,分配能力充足的公司通过慷慨与稳定的现金股利传递公司质量信号时不必担心被竞争者采用的“高送转”所稀释,这放大了现金股利的信号价值;另一方面,分配能力不足的公司试图通过“高送转”进行市值管理的动机被抑制。这也表明我国资本市场中的卖空者符合知情交易者的特征,他们不会被“高送转”的假象所迷惑,能够理性地分析公司市值管理的真实意图。

(二) 卖空管制放松是否抑制了现金股利分配中的监管迎合

为了引导和规范上市公司的股利分配行为,证监会从2006年开始,规定上市公司获得再融资资格需要达到的最低分配比例为20%。2008年,证监会将达标方式明确为现金股利,并将最低分配比例由20%提升至30%,这一比例一直沿用至今。2013年,证监会进一步提出了差异化的监管政策。数量化监管使我国资本市场中上市公司股利分配具有半强制性特征<sup>[25]</sup>。半强制性分配政策整体上提升了我国资本市场的现金股利分配意愿与分配规模,但也引发了现金股利分配中的监管迎合,表现为达标式分配公司的显著增加<sup>[1]</sup>。同时,再融资需求得到满足的上市公司,其后续分配意愿和分配规模都没有显著提高<sup>[26]</sup>。那么,卖空交易能否缓解半强制分配政策所导致的上市公司监管迎合,对于这一问题的分析,能够从分配意愿、分配规模与分配平稳性之外的中国背景维度观察卖空交易的治理作用。我们选取2008—2017年上市公司的数据,采用模型(3)进行检验。对于达标式分配(*Cater*),借鉴谢知非的做法<sup>[27]</sup>,将近三年累计股利/近三年累计可分配利润的比例为30%—35%的分配定义为达标式分配,其比例达标当年(*t*年)、*t*-1年和*t*-2年对应的*Cater*取值为1,否则取0。控制变量方面,在模型(1)中控制变量的基础上,加入反映再融资需求的变量*SEO*。该变量定义为公司当年发布再融资预案(包括公开增发和配股)时,*SEO*取值为1,否则取0。

$$Cater_{it} = \beta_0 + \beta_1 List_{it} \times Post_{it} + \beta Controls_{it} + Year + Firm + \varepsilon \quad (3)$$

表7的回归结果显示:全样本回归中,*List × Post*的系数在1%的显著性水平上为负,说明卖空交易抑制了我国上市公司的达标式分配。卖空交易能够对我国半强制性分配政策的非预期效应产生对冲,促进了半强制性分配政策在引导上市公司有序分配上的正面激励作用。进一步,我们基于*SEO*进行了分组回归。结果显示卖空交易的治理作用在存在再融资需求的公司中更显著,表现为*List × Post*的系数在1%的显著性水平上为负,而在存在再融资需求的公司中,*List × Post*的系数并不显著。之所以产生上述差异,其原因可能在于:首先,对于没有再融资需求的公司,其理应拥有更强的分配能力,不应该仅仅为了达标而分配。然而,魏志华等发现半强制性分配政策除了可能正向激励原本不分配的公司迎合监管政策而分配,也可能负向激励原本高分配的公司减少分配<sup>[1]</sup>。这种达标式分配是公司的投机行为,可能意味着公司存在更深层次的代理问题。因此,其可能成为卖空者关注的信息。为了规避被卖空的风险,没有再融资需求的公司降低了迎合监管的动机。其次,对于存在再融资需求的公司,按照“融资啄序”理论,这类公司不宜进行分配。而为了获得再融资资格,他们不得已进行达标式分配。从卖空者的角度看,这属于正常的经营决策,并不意味着公司存在值得进行挖掘的问题。因此,卖空交易对于存在再融资需求公司的监管迎合并不产生显著影响。

表6 卖空管制放松与“高送转”

	高融资约束公司	低盈利能力公司
<i>List × Post</i>	-0.049 ** (-2.22)	-0.065 * (-1.87)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm &amp; Year</i>	Yes	Yes
Pseudo R <sup>2</sup>	0.237	0.250
样本数	12237	13720

表7 卖空管制放松与达标式分配

	全样本	无再融资需求	有再融资需求
<i>List × Post</i>	-0.239 *** (-3.89)	-0.375 *** (-3.96)	-0.072 (-0.23)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm &amp; Year</i>	Yes	Yes	Yes
Pseudo R <sup>2</sup>	0.091	0.089	0.134
样本数	10350	8970	596



## 七、结论性评述

随着卖空成为我国资本市场基础性的交易制度,卖空交易如何影响上市公司现金股利分配是一个亟待验证的问题。本文以我国 2006—2020 年 A 股上市公司为样本,研究发现:(1)相比于不可卖空的公司,可卖空公司在被列入卖空标的后,其现金股利分配意愿、分配规模与分配平稳性均有显著提升,治理观得到了支持。(2)机制检验发现,卖空管制放松对现金股利分配的促进作用在代理问题严重、投资机会少的公司更显著,这支持了代理成本机制;另外,在信号传递能力强、信号传递需求大的公司中,卖空管制放松对现金股利分配的促进作用更显著,这支持了信号传递机制。(3)对于现金股利分配能力不足的公司,其并不会通过实施“高送转”以应对卖空压力。相反,卖空管制放松抑制了分配能力不足的公司实施“高送转”。(4)我国现金股利分配上的数量化监管模式导致上市公司产生监管迎合的动机,表现为达标式分配在资本市场中广泛存在。卖空管制放松能够抑制上市公司在股利分配上的监管迎合,且抑制作用体现在没有再融资需求的公司中。

本文的研究启示在于:第一,目前关于上市公司现金股利的监管,主要是依靠法规、规章等行政手段。通过将再融资资格与现金股利挂钩,我国上市公司股利分配形成了事实上的半强制性特征。尽管这种半强制性特征对于提升市场整体分配水平起到了明显效果,但却背离了公司股利政策分散决策的市场契约精神,在实际执行中也产生了诸多非预期效应。随着我国市场化改革的不断推进,对于监管制度的市场化改革的呼声越来越高。本文的研究为现金股利的市场化监管提供了来自卖空交易的经验证据,这对当前我国探索如何优化上市公司现金股利分配提供了有益参考。第二,2010 年至今,我国资本市场中引入卖空机制已逾 10 年,但关于卖空交易的讨论与质疑一直未曾间断。尤其是 2015 年下半年的股灾,让市场普遍质疑卖空制度的正当性。本文的结论揭示,卖空交易能够促进上市公司现金股利分配,这为卖空交易的公司治理效应提供了新的经验证据。但是需要指出的是,卖空交易对公司经营的影响是广泛和深远的,建立在现金股利分配上的结论不应被过度解读为全面放开卖空管制。我们尚需从更多的维度分析卖空交易对公司经营的影响,这也是我们今后研究的重点。

### 参考文献:

- [1]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].经济研究,2014(6):100-114.
- [2]Fang V, Huang A, Karpoff J. Short selling and earnings management: A controlled experiment[J]. The Journal of Finance, 2016, 71(3):1251-1294.
- [3]侯青川,靳庆鲁,苏玲,等.放松卖空管制与大股东“掏空”[J].经济学(季刊),2017(3):1143-1171.
- [4]孟庆斌,邹洋,侯德帅.卖空机制能抑制上市公司违规吗?[J].经济研究,2019(6):89-105.
- [5]Hang C, Zhu Y, Liang C. Short-selling constraints and corporate payout policy[J]. Accounting & Finance, 2019, 59(4): 2273-2305.
- [6]Myers S C, Rajan R G. The paradox of liquidity[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(3):733-771.
- [7]Massa M, Qian W, Xu W, et al. Competition of the informed: Does the presence of short sellers affect insider selling? [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118(2):268-288.
- [8]Massa M, Zhang B, Zhang H. Governance through threat: Does short selling improve internal governance? [R]. Working paper, 2013.
- [9]Caskey J, Hanlon M. Dividend policy at firms accused of accounting fraud[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2): 818-850.
- [10]王静,张天西,郝东洋.发放现金股利的公司具有更高盈余质量吗?——基于信号传递理论新视角的检验[J].管理评论, 2014(4):50-59.
- [11]Koussis N, Martzoukos S, Trigeorgis L. Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty[J]. Journal of Banking & Finance, 2017, 81:221-235.
- [12]杨棉之,谢婷婷,孙晓莉.股价崩盘风险与公司资本成本——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J].现代财经,2015(12):

41 - 51.

- [13] 顾乃康,周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与公司融资行为——基于融资融券制度的准自然实验检验[J]. 管理世界,2017(2):120 - 134.
- [14] 黄超,黄俊. 卖空机制、诉讼风险与审计收费[J]. 财经研究,2016(5):77 - 87.
- [15] 倪骁然. 卖空压力、风险防范与产品市场表现:公司利益相关者的视角[J]. 经济研究,2020(5):183 - 198.
- [16] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial performance[J]. Journal of Political Economy, 2003,111(5):1043 - 1075.
- [17] 李春涛,许红梅,王立威,等. 卖空与创新:A股公司融券试点的证据[J]. 会计研究,2020(2):133 - 142.
- [18] 刘星,宋彤彤,陈名芹. 股权激励、代理冲突与股利平稳性——基于持股管理者寻租的研究视角[J]. 华东经济管理,2016(11):114 - 122.
- [19] Wang J. Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income? [J]. Journal of Corporate Finance, 2012,18(4):860 - 878.
- [20] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. The Journal of Finance, 2000,55(1):81 - 106.
- [21] Gaver J J, Gaver K M. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing dividend, and compensation policy[J]. Journal of Accounting and Economics, 1993,16(1):125 - 160.
- [22] Kaplan S N, Zingales L. Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997,112(1):169 - 215.
- [23] Morek R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1):215 - 260.
- [24] 谢德仁,崔宸瑜,廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”? [J]. 金融研究,2016(11):158 - 173.
- [25] 李常青,魏志,吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究,2010(3):144 - 155.
- [26] 李敬,姜德波. 再融资需求、监管高压和现金分红[J]. 审计与经济研究,2017(2):88 - 97.
- [27] 谢知非. 双重迎合与现金股利平稳性——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2019(11):78 - 84.

[责任编辑:高 婷]

## Deregulation of Short Selling and Cash Dividend of Listed Companies: Promotion or Restraint?

HONG Feng<sup>1</sup>, ZHANG Xianzhi<sup>2</sup>

(1. School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing 100144, China;

2. School of Accounting/China Internal Control Research Center, Dongbei University of Finance and Economics,  
Dalian 116025, China)

**Abstract:** Based on the sample of listed companies from 2006 to 2020, this paper studies whether and how short selling affects cash dividends. We find that compared with firms that can not be short sold, firms that can be short sold improve significantly in the willingness, scale and steadiness to distribute cash dividends after being short sold. Mechanism test show that the promotion of cash dividends is more pronounced in firms with more severe agency conflicts and fewer investment opportunities, which supports the agency cost mechanism. Meanwhile, the promotion of cash dividends is more pronounced in firms with stronger capability and are more urgent to transmit the signal to the capital market, which supports the signal transmission mechanism. Further evidences show that firms with insufficient cash flow are not inclined to use high proportion stock splits as a substitute for cash dividends while dealing with short selling pressure. Furthermore, short selling shows a restraining effect on the prevailing standard compliant dividends in the capital market, especially for firms with no demand for refinancing. The study shows that short selling have promoted the distribution of cash dividends, which means the short selling can be a market-oriented path for cash dividend regulation in the capital market.

**Key Words:** short selling mechanism; cash dividend; agency cost; signal transmission; view of governance; view of pressure; corporate governance; capital market