

再融资需求、监管高压和现金分红

李 敬¹, 姜德波²

(1. 泰州职业技术学院 经济与管理学院, 江苏 泰州 225300; 2. 南京审计大学 经济与贸易学院, 江苏 南京 211815)

[摘要] 2011年到2013年是半强制分红政策之后中国证监会在现金分红问题上的高压期,在此背景下进行实证分析发现,上市公司现金分红能力和其资产规模、第一大股东持股比例、资产收益率和净现金流正相关,和资产负债水平以及企业成长性负相关,而企业生命周期和派现意愿正相关但与派现水平负相关;监管的高压期下,显著提升的是派现意愿而非派现水平;限定再融资方式后,通过定向增发满足再融资需求的上市公司并没有因趋严的现金分红监管而显著提高其派现意愿和派现水平。

[关键词] 现金分红;派现意愿;派现水平;定向增发;再融资需求;证券市场;企业生命周期;监管高压

[中图分类号] F275.4 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)02-0088-10

一、引言

自2008年危机以来证监会对派现问题显得尤其关注,证监会第57号令《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》在实务和理论界引起极大反响,其后直指现金股利的相关文件不断出台。股利问题一直是颇具争议的论题,2006年5月《上市公司证券发行管理办法》发布后就“半强制”分红利弊的讨论从未停止过,部分学者从再融资门槛的角度去研究该问题并提出质疑,相关的上市公司因派现门槛而增加财务负担^[1],也增加盈余管理动机^[2-3];而对无此需求的企业无效。自57号令之后现金分红监管态度趋严并进入政策密集期,即2011年到2013年。这些政策窗口期的实际效果如何?仅在“半强制”问题的实证上就有不同结论,有的认为公司现金股利政策并不受“半强制”分红政策的驱动^[4],持相反观点的认为“半强制”使得市场整体派现意愿和水平上升并且迫使有再融资需求企业不得不分红^[5],即所谓“监管悖论”。

本文主要通过观测2009到2013会计年度的企业分红决策情况,分析如下几个问题:第一,总体派现情况发生何种变化;第二,企业派现受哪些公司特征因素的影响;第三,2011年开始趋严的现金分红监管态度和政策密集发布是否在统计上显著影响市场派现;第四,限定定向增发再融资方式后,在趋严的分红监管环境下,再融资需求到底有没有影响到上市公司派现决策。

二、相关制度和文献回顾

(一) 制度回顾

1. 现金分红相关政策梳理

影响现金分红的再融资相关政策发布主要在2008年之前。从2000年到2006年ROE是主要的再融资约束并进而影响到企业派现决策。2006年较特殊,该年定向增发进入公众视野并迅速成为再融资主流,所以2006年是再融资方式的一个转折年。该年5月《上市公司证券发行管理办法》对再融资分红规定加了一个20%约束,该比率标志着半强制现金分红的开始。但ROE条件相对于定向

[收稿日期] 2016-07-14

[作者简介] 李敬(1981—),男,江苏泰州人,泰州职业技术学院经济与管理学院会计系讲师,从事证券市场与企业财务理论研究;姜德波(1966—),男,江苏泰州人,南京审计大学经济与贸易学院教授,博士,从事产业经济、区域经济研究。

增发并未体现在上述文件中。2008年提高了分红约束并取消配股在ROE上的比例要求。2006年和2008年的政策中的分红比例要求是市场的关注点,就政策而言对无再融资需求的公司而言似乎没有较强的约束。2009年到2010年是关于现金分红政策发布的空档期,2011年郭树清上任证监会主席后不久的2011年11月9日,证监会便在媒体通气会上强调分红问题。紧接着26日又下发了创业板分红新规。自当年11月后市场各方对现金分红在制度上将会被严格规范有着较强的预期,该预期最终坐落在2012年5月《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》上。其后上交所的《上海证券交易所上市公司现金分红指引》是上述《通知》的具体化。同年11月30日,《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》发布。2013年12月27日国务院《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中第二条揭示了政府对投资回报机制的高度关注。从回顾可知,2011年度、2012年度和2013年度是强监管期,本文重点考察的时间段是2009会计年度到2013年度,2009年度和2010年度视为弱监管期。

表1 派现意愿和派现质量表

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PXY	0.71	0.7	0.6	0.56	0.58	0.54	0.57	0.57	0.6	0.65	0.67	0.73	0.76	0.8
PXZL	0.71	0.73	0.77	0.73	0.71	0.74	0.67	0.54	0.53	0.53	0.5	0.5	0.82	0.57

2. 分红现状

鉴于监管层对分红问题发文情况,本文从2000年开始对市场现金分红做基本统计。表1显示派现意愿在2006年到2013年逐渐攀升,该比率的趋势和政策力度不断加码是分不开的。对于派现质量整体呈回落趋势,仅2012年和2013年有所提高,说明从2011年到2013年现金分红监管政策的密集发布对市场起到一定的刺激作用。

(二) 文献综述

影响现金股利政策的因素多种多样,公司特征、市场特征和替代形式均会对该决策产生影响^[6]。研究角度一般有三个不同的侧重点,一是公司的特征因素;二是公司治理因素;三是法律和政策制度等。目前还没有一个理论能够融合三个不同层面,只是各有侧重。本文从公司特征、监管政策和再融资三个方面来分析派现问题,基于如下考虑:财务因素是派现的根本;监管制度是影响分红的绝对外因;再融资行为在中国证券市场非常突出,且受到监管制度的一定程度的约束,其虽属财务因素,但鉴于其重要性故单独列出作为影响派现因素之一。

1. 公司特征对派现的影响

根据财务原理,企业利润分配受盈利影响。持相反观点的认为一些公司现金股利的发放源于债权融资或者股权融资而与盈利能力无关^[7];李礼等发现公司高层在分红决策时更加注重再融资资格问题而盈利^[12]。盈利稳定的企业大多处于成熟期,且现金流充沛但成长性弱。而对于成长性好的企业,其派现能力较低^[9],在实证上学者高雷和张杰持相反结论^[10]。与企业成长性因素直接关联的是企业的生命周期因素,Baker和Kapper通过问卷调查形式对比了美国等四国上市公司派现的主要考虑因素后认为企业生命周期是派现决定因素之一^[11],李茂良等实证结论持类似观点^[12]。资本规模方面,Jensen和Meckling认为企业规模越大其代理成本越高,派发更多的股利可以降低代理成本^[13]。类似的有债务代理成本,在债务契约中常通过限制现金股利支付的方式来降低此成本,高负债企业会采取低股息政策^[14],但高雷和张杰的检验结论与此不一致。股权结构问题也是影响现金股利政策的一大因素,大股东控股比例越高越是需要通过派现来降低代理成本。马来西亚证券市场的相关实证支持这一观点^[15],而意大利与德黑兰证券市场相关实证持相反结论^[16-17]。刘淑莲和胡燕鸿以及李慧在规模、负债以及控股比例方面的实证结论均和代理理论的逻辑一致^[18-19]。从文献上看,上述因素均对分红产生影响,但无一致结论。特别是在盈利能力、负债水平和第一大股东持股水平上出现有悖于常理的现象。

2. 监管政策对派现的影响

强制股利政策一般发生在新兴市场国家,伊斯坦布尔证券交易所在1995年之前实行了强制的股利政策,但派现在1986—1994年期间并不稳定;1995年土耳其取消了强制股利政策之后市场的派现依然达不到政策预期^[20]。土耳其2003年恢复强制股利后,市场效果同样有限^[21]。越南市场虽然没有实施强制股利政策但表现出相对稳定的现金股利政策^[22]。实行强制股利的巴西证券交易所中的上市企业的股利支付率较美国高,但巴西上市企业盈余管理动机较强,故支付率高仅是表象^[23]。国内主要针对半强制政策效果进行验证。其中对此质疑的学者偏多,李慧认为半强制现金股利政策只能约束有再融资需求的企业,对于无融资需求的公司没有显著效果^[19]。邓剑兰等认为2006年之前ROE门槛要求对派现起到显著影响,而半强制分红政策对派现无驱动效果^[4]。也有持较为正面观点的,安青松发现2007到2011年我国证券市场现金分红的各项指标达到国外成熟市场水平^[24]。强制股利政策初衷虽好,但从国外文献来看并无强有力的证据证明其能提升市场派现,且企业可通过粉饰分红数据使得政策效果适得其反。从我国的相关文献看,在分析半强制分红政策影响时均离不开对再融资约束问题的讨论,忽视了市场整体分红制度的建设。2011年开始监管层更加注重企业现金股利制度的建设,而非仅涉及再融资的企业设置制度约束。

3. 再融资需求对派现的影响

上述学者中李慧、邓剑兰等和魏志华等在提及企业再融资需求和现金分红关系时均未明确指出上市公司为满足再融资需求而采用何种方式,似乎忽略了2006年5月施行的《办法》^[19,4-5],同时也首次对定向增发进行了明文规定,并且对定向增发这种非公开发行方式没有设定盈利、派现比例和ROE的要求,2008年《关于修订上市公司现金分红的若干规定》一文也并未对定向增发提出修订,其中4条重要的修订均针对公开增发行为。所以相关文献中将半强制现金股利政策视为一种对再融资的约束具有一定片面性,因再融资约束在2006年5月8日之后仅是对公开发行,包括配股、可转债和增发起到约束,而对定向增发没有派现比例和ROE约束。这里需明确一个概念上的差异,上市公司股权再融资有两类:一类是公开发行股票,在证监会的规范性文件中称为增发,而市场称其为非定向增发或公开增发;另一类是非公开发行股票,这被市场称为定向增发,虽然也叫增发,但其是针对特定对象的。张嘉兴和齐鲁光在研究具有ROE和派现比例双重约束的增发前后公司盈余调节问题时,其采用的2008年到2012年取自沪深所有上市公司的样本中一共有713家企业获得增发批准^[25],但是实际情况是2006年到2014年发布非定向增发预案的一共才156家,参见表2。

三、理论分析和研究假说

(一) 公司特征对派现影响

这里的公司特征因素从文献中析出,主要有盈利能力、现金流、生命周期、公司规模、第一大股东控股比例、成长性和负债水平。

盈利能力指公司获取利润的能力,盈利能力好的企业现金流也较充沛。股利信号传递理论认为盈利好的企业可通过稳定的现金股利或提高分红比率向市场传递信心;生命周期问题上,早期和成长阶段投资机会产生的资金需求大故不派现或少派现,而进入成熟阶段后恰恰相反;规模方面,规模越大其股东和管理层间的代理问题会越加突出,通过派发现金股利有利于提高治理水平;大股东的控股比例方面同样涉及的是治理问题,在所有权和控制权分离的情况下,大股东持股比例越高越是倾向于通过提高派现来降低代理成本。若管理层控股或无控股股东,情况会相反。本文以两权分离作为前提^①。企业成长性和投资机会表现的是同一方面,该类企业对资金的需求较多,按照优序融资理论,

^①治理因素非本文研究重点,故仅通过第一大股东持股比例作为代理变量,而其他治理因素作为随机因素。

应保留较多盈余而不派或少派现。关于负债水平和现金股利的关系问题同样可以通过代理成本理论解释,高负债企业债权人和股东之间的利益冲突会较为明显,因为债权人给管理层施加的压力要大于股东施加的压力,所以管理层倾向于派发少量股息已保证债权人利益。由此本文提出假说1。

H1:上市公司派现能力和企业规模、第一大股东控股比例、盈利能力、现金流、生命周期因素正相关;和负债水平、成长性因素负相关。

(二) 监管政策对派现的影响

半强制主要是2006年和2008年中的两个文件对再融资企业的分红比例要求,但针对派现的监管不仅局限在这两份规范文件上。从前文的制度研究我们已经发现,2008年提高再融资分红比例约束之后的2011年到2013年为现金分红问题的强监管期,这一时期政策密度大,监管部门也是高度重视。从郭树清就任证监会主席不久的2011年11月9日媒体通气会开始,到2012年5月《通知》、2013年1月7日《上交所分红指引》和2013年11月30日《指引第3号》文件的相继发布可见一斑。上市公司迫于监管的重压,按道理会采取迎合策略,满足市场监管部门和相关投资人的意愿,从而提高整个市场的派现意愿和水平。因为2008年之后出台的相关规范并不是仅仅针对有再融资需求的企业,而是所有A股企业。鉴于上述分析,本文提出假说2。

H2:2011年到2013会计年度的监管政策会显著提高市场派现意愿和派现水平。

表2 2000年4月到2014年12月股权再融资预案发布数量

时间(年)	2006/5/8 - 2006/12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
公开增发	7	73	28	13	18	11	6	0	0
定向增发	189	238	229	313	272	270	328	525	939
时间	2000/4/30 - 2006/5/7					2006/5/8 - 2014			
公开增发	163(90.6%)					156(4.5%)			
定向增发	17(9.4%)					3303(95.5%)			

(三) 再融资需求对派现的影响

表2数据表明当前市场的主流是无派现和无ROE约束的定向增发。仅2006年5月8日(《上市公司证券发行管理办法》开始施行的日期)到2006年12月31日,发布的股权再融资预案中仅有7家是非定向增发,而不受约束的定向增发预案达189家,从2006年5月8日到2014年12月31日累计发布公开发行业预案的上市公司仅为156家占比4.5%,发布定向增发预案的多达3303家占比95.5%。从数据可知把半强制分红作为一种融资约束从政策上看只是一种表象,因为大面积的非公开发行的再融资行为不受此约束。所以把半强制分红政策视为再融资约束在市场客观的融资方式选择上来看是不符合客观实际,以此作为研究假说或者结论就不存在客观依据。关于半强制的现金股利政策只能对具有再融资约束的上市公司起到作用的结论均必须有个前提就是上市公司只有一个再融资选择即公开发行,现实是2006年5月向后企业完全可以通过非公开发行股份绕开监管层对再融资的分红约束。所以说目前的再融资约束本身并无约束力。据此本文提出假说3。

H3:即使是现金分红强监管时期也不能迫使具有再融资需求的企业提高派现意愿和水平。

四、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文以2009年年底之前上市发行A股的企业作为研究对象,考察时间为2010年至2014年分红情况^①,并根据企业在2009年至2013年的年度报告中的财务和相关数据做了如下筛选:第一,剔除每股留存小于等于零的企业;第二,剔除被ST的上市公司;第三,剔除银行、证券和保险类金融企业;第

^①2009年到2013年会计年度派现即指上市公司在2010年到2014年中派现情况。

四,对 2009 年到 2013 年期间主营业务收入增长超过 0.8 的企业予以剔除,排除因兼并重组引起的财务数据的超常增长。最终获得的样本企业为 888 家作为派现意愿分析的样本公司,这些样本公司的 5 年各项数据组合成面板 A。在测试分红水平时所利用的样本是在 888 家上市公司的基础上删除了每个年度没有派现的企业,最终保留了 504 家上市公司 5 年的数据作为面板 B 测试样本数据。我们利用这些企业 2009 年至 2013 年年报中的数据进行了整理和分析。数据来源于东方财富网的 Choice 数据库,估算工具利用的是 Eviews6.0 的 Panel data 模组以及 Stata12.0。

表 3 变量定义

类型	变量名称	符号	变量说明
被解释变量	派现意愿	<i>DIV</i>	派发现金股利时取 1,否则取 0
	派现水平	<i>LEV</i>	每股现金股利/每股主营业务收入
	公司规模	<i>LNTA</i>	\ln (总资产)
	第一大股东持股比例	<i>POB</i>	第一大股东持股数量/总股本
	净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/总资产
	企业现金流	<i>NCFPS</i>	每股净现金流
解释变量	资产负债率	<i>ALR</i>	负债/总资产
	企业生命周期	<i>LCE</i>	每股留存/每股净资产
	成长性	<i>TQ</i>	总市值与负债之和/总资产
	再融资需求	<i>PP</i>	采取定向方式的融资需求 $t = 2009, 2010, 2011, 2012, 2013$;
	政策年度	Z_t	虚拟变量 Z_t 在当年赋值为 1,否则为 0
	弱政策时期	<i>ZW</i>	2009 年和 2010 年取 1,其余为 0
	强政策时期	<i>ZS</i>	2011 年到 2013 年期间取 1,其余为 0
控制变量	股票股利	<i>SDPS</i>	上市公司每股的送、转股的比例
	股票回购	<i>REP</i>	上年度发生回购本年度取 1,否则取 0
	非竞争性行业	<i>NCI</i>	非竞争性行业取值为 1,否则为 0

(二) 因变量、自变量和控制变量设计

1. 因变量

对现金股利政策的分析在以往文献中一般采用两类指标经行综合考察,一是派现意愿(*Div*);另一个是派现水平(*LEV*)。派现水平用每股股利除以每股主营业务收入代表^[26],而不是除以每股收益,这样做可规避公司的盈余调节带来的影响,因增值税的存在,所以营业总收入相对难调整。像伊朗德黑兰证券以及巴西证券市场均有调减利润变现提高派现水平的现象^[17-23],我国上市公司同样会采用调减利润的手段以达到增发分红比例要求^[25]。所以有必要规避这一问题带来的影响。

2. 自变量

(1) 公司特征变量,本文分析中采用的具体变量 *Ta*、*Pob*、*Roe*、*Ncfps*、*Alr*、*Lce*、*Tq*、*PP*,具体见表 3。

(2) 年度和政策期间虚拟变量,为考察不同政策强度的年份对分红的影响,设置了 5 个年度的虚拟变量: z_{2009} 到 z_{2013} 。根据政策发布情况和证监会公开表示加强上市公司现金分红的监管次数,我们将 2009 年和 2010 年设为弱监管年份,将 2011 年、2012 年和 2013 年设为政策监管强势年份;和年度虚拟变量对应的是时期变量,2009 年到 2010 年是弱政策期,剩下的三年定为强政策监管期。各变量说明见表 3。

3. 控制变量

考虑到股票股利和股票回购与现金股利之间一定的替代关系本文控制了股票股利(*Sdps*)、股票回购(*Rep*)的影响;另外考虑行业间分红差异,按照行业竞争程度分类,按照行业利润率高低排名进行划分,高的一半作为 *SFDS* 非竞争性行业(*Nci*)并设为虚拟变量。

(三) 研究模型设计

本文采用的是基于面板数据的 Logit 和多元回归模型,为检测假说 1 和假说 2,对派现意愿和派现水平设置了如下模型:

$$\text{Logit}(DIV_t) = C + \sum \alpha_i G_i + \beta ZT_t + \theta ZP_t + \sum \lambda_j \times K_{jt} + \varepsilon \quad (1)$$

$$LEV_t = C + \sum \alpha_i G_i + \beta ZT_t + \theta ZP_t + \omega PP_t + m PP_t ZT_t + n PP_t ZP_t + \sum \lambda_j \times K_{jt} + \varepsilon \quad (2)$$

公式(1)-公式(2)中 G 代表各类公司特征变量但是不含定向募集的再融资需求,因为假说 1 和假说 2 中并不涉及这一因素,在检验假说 3 时再做专门的检验。假说 1 和假说 2 的检验直接通过模型(1)和(2)检验, ZT 表示政策年度虚拟变量, ZP 代表政策时期虚拟变量, K 表示的是各类控制变量。为了对比不同政策强弱对现金股利政策的影响,本文采用的时点对时期的交叉比较方式。没有采用政策强弱期的直接比较的原因主要在于样本时间宽度小,会导致奇异矩阵。公式(1)和公式(2)是强弱政策年度和弱强政策时期参数交叉检验。 ZT 取弱政策年度 $Z2009$ 或 $Z2010$ 年时, ZP 就为 ZS ,表示弱政策年和强政策期的检验,如果 $Z2009$ 或者 $Z2010$ 前的参数小于 ZS 前的参数,就说明政策有效; ZT 取强政策年度 $Z2011$ 、 $Z2012$ 和 $Z2013$ 时, ZP 就取弱政策时期 ZW ,比如 ZW 前的参数小于 $Z2011$ 、 $Z2012$ 、 $Z2013$ 前的参数,就说明政策有效。

为检验假说 3,本文对派现影响因素分析设置了政策和定向再融资需求的交叉项做了如下模型:

$$\text{Logit}(DIV)_i = C + \sum \alpha_i G_i + \beta ZT_1 + \theta ZT_2 + \sum \lambda_j \times K_{jt} + \varepsilon \quad (3)$$

$$LEV_i = C + \sum \alpha_i G_i + \beta ZY_i + \theta ZP_i + \sum \lambda_j \times K_{jt} + \varepsilon \quad (4)$$

表 4 主要变量的描述性统计表

变量	Panel A 截面均值变动表					Panel A 截面中位数变动表				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
DIV	0.762	0.762	0.802	0.892	0.907	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$CDPS$	0.128	0.127	0.129	0.136	0.132	0.100	0.100	0.100	0.100	0.085
$LNTA$	9.495	9.573	9.644	9.701	9.753	9.415	9.493	9.551	9.604	9.655
POB	0.381	0.374	0.371	0.372	0.367	0.370	0.361	0.357	0.356	0.354
ROE	0.130	0.127	0.119	0.099	0.096	0.114	0.107	0.102	0.086	0.084
$NCFPS$	0.753	0.173	0.098	0.097	0.062	0.189	0.053	0.025	0.030	0.016
ALR	0.444	0.453	0.460	0.467	0.469	0.451	0.463	0.474	0.476	0.477
LCE	0.339	0.371	0.398	0.421	0.438	0.325	0.360	0.385	0.406	0.423
TQ	2.916	2.999	1.943	1.739	1.934	2.456	2.393	1.584	1.444	1.475

变量	Panel B 截面均值变动表					Panel B 截面中位数变动表				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
LEV	0.047	0.041	0.039	0.037	0.034	0.026	0.024	0.021	0.022	0.022
$CDPS$	0.180	0.179	0.182	0.184	0.175	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
$LNTA$	22.08	22.27	22.42	22.56	22.68	21.80	22.03	22.21	22.36	22.50
POB	0.397	0.391	0.388	0.387	0.383	0.392	0.387	0.382	0.375	0.372
ROE	0.146	0.141	0.133	0.113	0.109	0.127	0.120	0.118	0.101	0.098
$NCFPS$	0.912	0.210	0.112	0.167	0.018	0.268	0.079	0.037	0.057	-0.007
ALR	0.421	0.436	0.445	0.450	0.455	0.412	0.442	0.452	0.457	0.458
LCE	0.365	0.399	0.430	0.450	0.473	0.353	0.385	0.412	0.431	0.456
TQ	2.973	3.026	1.991	1.768	1.967	2.460	2.420	1.580	1.425	1.474

注: $CDPS$ 为每股派现,其不是模型中的变量,给出主要为和 LEV 做一个简单的对比分析;另外为防止异常值干扰,数据处理中进行缩尾处理。限于篇幅,未给出政策和再融资拟度量。

公式(3)和公式(4)相比公式(1)和公式(2)增加了定向增发再融资需求的虚拟变量 PP ,以及该变量与年度政策虚拟变量的交叉乘积项, PP 前的参数如果显著为负,或者为正数但是不显著,则说明再融资需求并没有显著提高派现意愿和水平;政策强势年度或者强势时期和 PP 的交叉项目前的参数显著为负或者为正,但统计不显著则说明在现金分红问题上的趋严未能迫使有再融资需求的企业派现。

五、实证检验

(一) 描述性统计

表 4 面板 A 和面板 B 分别表示的是 888 家和 504 家上市公司的变量均值和中位数变化情况。从其中的虚拟变量 DIV 均值变化可以看出 2009 年到 2013 年会计年度上市公司整体的派现意愿从 2011 年开始是逐年上升的, $CDPS$ 的均值变化在 2012 年达到最高 0.136,但 2013 年就有所回落,比较面板 A 和面板 B 中 $CDPS$ 的均值变化趋势完全一致,中位数略有不同。派现水平 LEV 在这 5 年中的变化

趋势和分红意愿以及每股派现比例的变化趋势不同。*LEV* 这一数据一路下滑,中位数的变化是前高后低。说明派现意愿上升,但实际派现质量有所下滑。*LCE* 的变化也是值得关注的,该变量也代表股东剩余索取权,是每股留存占每股净资产比例,在两个面板中这一数据的均值和中位数均处于逐年上升的趋势,这和企业实际的派现水平 *LEV* 均值下滑相对应。

(二) 实证分析

1. 假说 1 检验结果分析

表 5-表 6 中的 *LNTA*、*POB*、*ROE*、*NCFPS* 前的系数均为正,且除表 6 中前三列测试中的 *NCFPS* 前系数不显著之外,其余均能满足 5% 的显著水平,说明 *LNTA*、*POB*、*ROE*、*NCFPS* 和公司的派现成正相关关系,但是 *NCFPS* 在提高公司派现水平时不够显著与稳定。而 *LCE* 在表 5 中的系数均显著为正,而在表 6 中为负数,显著水平值有 2 次测试达不到 5% 的显著水平,这说明 *LCE* 能显著提高公司的派现意愿但是不能显著提高其派现水平。*LCE* 参数前的系数为负也印证了前述的描述性统计分析。变量 *ALR* 和 *TQ* 前的系数在表 5-表 6 中均为负数且显著性水平均达到 1% 水平,说明 *ALR* 和 *TQ* 与派现能力负相关。

2. 假说 2 的相关检验结果分析

表 5 前两列系数中显示弱政策期的 2009 年和 2010 年这两个虚拟年度变量前的系数均显著为负,而与此分别对应的强监管期的政策变量前的系数均显著为正;与此同时表 5 后三列系数中显示强政策期的三个虚拟年度变量前的系数除了 2011 年度虚拟变量前系数显著为负外,其余两年均显著为正,而与此分别对应的弱政策期的政策变量均显著为负。数据表明:除了 2011 年对比弱政策时期,其余 4 次对比均表明强势的政策时期相比弱政策时期显著提高了上市公司的派现意愿。但表 6 中政策虚拟变量数据表明的关系和表 5 恰恰相反。表 6 中第一列系数中 *ZT* 和 *ZP* 前系数显示弱政策年 2009 年度虚拟变量前系数和强政策期 *ZS* 前系数分别为 0.005 和

表 5 基于派现意愿的年度和时期对比检验结果

变量	强弱年度与强弱期对比				
	2009vsZS	2010vsZS	2011vsZW	2012vsZW	2013vsZW
<i>C</i>	-9.485*** (-8.732)	-9.950*** (-9.143)	-8.361*** (-7.688)	-9.428*** (-8.624)	-8.940*** (-8.282)
<i>LNTA</i>	1.188*** (10.05)	1.234*** (9.977)	1.134*** (9.653)	1.190*** (10.05)	1.139*** (9.714)
<i>POB</i>	0.772** (2.536)	0.745** (2.449)	0.863*** (2.853)	0.823*** (2.712)	0.845*** (2.789)
<i>ROE</i>	5.330*** (5.354)	5.248*** (5.218)	6.533*** (6.119)	5.676*** (5.578)	6.059*** (5.816)
<i>NCFPS</i>	0.137** (2.465)	0.109** (2.033)	0.132** (2.413)	0.146*** (2.641)	0.151*** (2.713)
<i>ALR</i>	-3.793*** (-12.69)	-3.793*** (-12.72)	-3.671*** (-12.21)	-3.646*** (-12.18)	-3.674*** (-12.24)
<i>LCE</i>	2.170*** (5.809)	2.251*** (5.973)	1.716*** (4.444)	1.937*** (5.136)	1.834*** (4.815)
<i>TQ</i>	-0.130*** (-3.465)	-0.110*** (-2.894)	-0.107*** (-2.634)	-0.086** (-2.152)	-0.109*** (-2.695)
<i>ZT</i>	-0.260** (-2.404)	-0.359*** (-3.434)	-0.901*** (-7.360)	0.402*** (3.022)	0.599*** (4.344)
<i>ZP</i>	0.590*** (4.663)	0.572*** (4.523)	-1.045*** (-9.431)	-0.550*** (-5.438)	-0.500*** (-4.920)

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,() 中为 *Z* 统计量为节省篇幅控制变量和 R^2 、*F* 统计量和样本量 *N* 均未给出,表 6 做同样处理。

表 6 基于派现水平的年度和时期对比检验结果

变量	强弱年度与强弱期对比				
	2009vsZS	2010vsZS	2011vsZW	2012vsZW	2013vsZW
<i>C</i>	-0.075*** (-4.389)	-0.070*** (-4.177)	-0.068*** (-5.682)	-0.063*** (-3.546)	-0.072*** (-3.546)
<i>LNTA</i>	0.006*** (7.607)	0.006*** (7.607)	0.006*** (11.65)	0.006*** (8.477)	0.006*** (10.73)
<i>POB</i>	0.022* (1.775)	0.022* (1.775)	0.023* (1.924)	0.024** (1.984)	0.022* (1.835)
<i>ROE</i>	0.080*** (6.022)	0.080*** (6.022)	0.077*** (6.385)	0.081*** (6.264)	0.076*** (6.754)
<i>NCFPS</i>	0.001 (1.060)	0.001 (1.060)	0.001 (2.342)	0.001** (1.985)	0.001** (2.203)
<i>ALR</i>	-0.098*** (-8.867)	-0.098*** (-8.867)	-0.099*** (-9.040)	-0.098*** (-9.073)	-0.099*** (-9.201)
<i>LCE</i>	-0.012** (-2.234)	-0.012** (-2.234)	-0.013* (-1.826)	-0.015** (-2.210)	-0.012 (-1.551)
<i>TQ</i>	-0.002*** (-2.835)	-0.002*** (-2.835)	-0.002*** (-3.007)	-0.002*** (-2.959)	-0.002*** (-3.379)
<i>ZT</i>	0.005*** (11.14)	-0.005*** (-11.14)	0.003 (0.815)	0.002 (1.127)	-0.003*** (-3.953)
<i>ZP</i>	-0.001 (-0.378)	-0.004*** (-3.401)	0.004*** (3.865)	0.003*** (10.43)	0.001 (0.539)

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,() 中为 *T* 统计量。

-0.001,前一个系数为1%的显著性水平,而后一个系数不够显著,数据说明强政策期对派现水平的影响不及弱政策期。这一现象在强政策年度对比弱政策时期给出的数据类似。唯独不能给出判定的是“2010vsZS”列给出的系数。通过表6中年度和时期虚拟变量前的系数和显著性的对比,发现强势监期并未比弱政策期更好地提高派现水平。这个结论和描述性统计部分显示的派现水平均值逐年下降相吻合。

假说2的验证情况说明:2011年到2013年的监管层对派现问题的高度关注显著提高了上市公司派现意愿,但并没有能够显著提高派现水平,所以假说2只有一半被验证。

3. 验证假说3的相关检验结果分析

表7和表8中代表“采用定向增发方式进行再融资”的再融资需求虚拟变量 PP 前的参数均为负值且显著性水平均能达到5%,说明对于企业自身而言并没有因为再融资压力而刻意提高自身的派现意愿和水平,因为现有的监管层发布的规范性文件中对非公开发行方式下的再融资行为并没有盈利和派现的要求,所以这里的检验结果符合政策上的逻辑。这一数据分析结果和魏志华、李茂良等的检验结果恰恰相反^[5,12]。

表7中两个弱政策年度与 PP 的乘积前的系数均为负值-0.435,说明在现金股利监管弱政策年度上市公司派现意愿并没有因为再融资需求而提高,但是并不显著;和这两个年度对应的强监管期和 PP 乘积 $ZP \times PP$ 前的系数均为正数,说明强监管期有再融资需求的上市公司受到一定的监管政策影响提高了派现意愿,但是显著性不够。表7中第三列、第四列、第五列的 $ZT \times PP$ 以及 $ZP \times PP$ 前的系数整体显著性水平不够。所以从统计上并不能显著支持具有再融资需求的上市公司在分红强监管期为了迎合监管层而提高了其派现意愿。表8中的相关变量前的系数和表7中的情况基本类似,即强监管政策期和年度的虚拟变量和再融资需求虚拟变量乘积前的参数基本都为正值,而相反的情况下即弱监管政策情况下的交叉乘积前的系数均为负数,但是整体显著性不够。以上说明没有显著的证据能够表明具有再融资需求的上市公司在强监管期为了迎合监管层而提高派现意愿和派现比例。结果支持假说3。

4. 稳健性检验

本文主要通过改变样本统计范围和变量替换等方式来经行稳健性检验,具体做法如下:(1)改变样本统计范围,通过剔除2009年度或2013年度的样本数据并重复上述检验;(2)利用总资产的收益率、主营业务收入增长率和每股经营活动净现金流量来替代 ROE 、 TQ 和 $NCFPS$,并重复上述检验;(3)改变控制变量个数,只保留两个控制变量,并重复上述检验。上述的稳健性检验的结果(篇幅原因未给出报告)和上文的数据分析结论总体保持一致。

六、结论与启示

实证结果表明:第一,我国上市公司现金分红从表象看意愿和水平都随监管力度的加强而上升,但实际情况只是分红意愿的上升,实际派现水平每年逐渐下滑。同时代表股东的剩余索取权的企业生命周期的度量值在这五个年度中的不断上升,说明更多资源是作为内部留存而不是作为现金股利。第二,分红意愿及水平和企业自身资产规模、第一大股东持股比例、资产收益率和净现金流的正相关,而和资产负债水平,企业成长性负相关。企业生命周期的变量和分红意愿正相关,但和实际分红水平负相关。第三,监管部门在2011年到2013年的一系列针对现金分红的规范性文件,其只能影响派现意愿,而不能影响实际派现水平。第四,通过非公开发行方式来满足自身再融资需求的上市公司其在分红意愿和分红水平上和自身再融资需求呈现负相关关系,且没有因为现金分红监管措施的加强而显著提高派现意愿和水平。

本研究可提供如下几点启示:第一,由于本文采用每股收益除以每股营业总收入作为实际的派现

水平进行的多元回归分析,合理避开了企业盈余调节的影响,当仅使用每股现金股利除以每股净利润作为股利支付水平的度量时会高估政策的影响。原因在于这种常用的股利支付水平的计算方法容易忽略上市公司通过适度利润调节来适应监管层现金股利政策变动的行为。故本文建议监管层在当前的非定向再融资分红约束比例上做一定要求,可以考虑加入行业的平均实际派现水平作为参考,从而适度压缩企业利用利润调节的方式来迎合公开再融资分红约束的空间。第二,实际的数据检验效果显示出政策具有一定的局限性,说明分红行为光靠政策性规范来进行约束是不太合理的,这样做很有可能刺激上市公司为了配合稳健的红利政策要求而提高其在财务上的保守性。具体一点就是监管层越是严控现金分红问题,那么具备长期分红能力的企业越是倾向于隐藏更多的利润作为一种保守的会计策略,以应对监管要求。第三,2009年到2013年会计年度上市公司大比例采用的再融资方式为定向增发,由于这种发行方式在政策上没有现金股利支付水平的硬性约束,所以在现金股利政策监管的强势阶段都没有显著地表现出正相关的关系,这和诸多文献提出的“监管悖论”并不完全一致。正是因为缺少财务的相关约束,所以造成了一级市场中的定向再融资的数量上的泛滥,这会阻碍市场的健康发展,在定向再融资方面建议监管层增加约束,比如可以通过延长各类参与定增机构和大宗股东的股票解锁期来提高他们的资本运作成本,控制不必要的资本和盈利操纵行为,从而提高募集资金使用的真实性和效率。

参考文献:

[1] 李长青,魏志华,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.
 [2] 王志强,张玮婷.上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究[J].管理世界,2012(7):151-163.
 [3] Martins T C, Novaes W. Mandatory dividend rules; do they make it harder for firms to invest? [J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18 (4): 953-967.
 [4] 邓剑兰,顾乃康,陈辉.上市公司现金股利受再融资监管政策的驱动吗[J].山西财经大学学报,2014(8):103-113.
 [5] 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.
 [6] Baker H K, Weigand R. Corporate dividend policy revisited [J]. Managerial Finance, 2015, 41(2): 126-144.
 [7] 谢德仁,林乐.上市公司现金分红能力分析——基于上证红利50指数成份股的数据[J].证券市场导报,2013(12):43-48.
 [8] 李礼,王曼舒,齐寅峰.股利政策由谁决定及其选择动因——基于中国非国有上市公司的问卷调查分析[J].金融研究,2006(1):

表7 基于再融资需求和年度虚拟变量交叉乘积项的派现意愿检验结果

变量	强弱年度与强弱期对比				
	2009vsZS	2010vsZS	2011vsZW	2012vsZW	2013vsZW
PP	-0.216** (-2.240)	-0.291*** (-2.876)	-0.274** (-2.276)	-0.267** (-2.280)	-0.266** (-2.203)
ZT	0.15 (1.110)	-0.15 (-1.110)	-0.923*** (-7.108)	0.493*** (3.467)	0.544*** (3.682)
ZP	0.680*** (5.761)	0.530*** (4.294)	-1.002*** (-8.519)	-0.460*** (-4.302)	-0.457*** (-4.287)
ZT×PP	-0.435 (-1.309)	-0.435 (-1.309)	0.044 (0.121)	-0.564 (-1.453)	0.378 (0.941)
ZP×PP	0.119 (0.393)	0.554* (1.927)	-0.271 (-0.945)	-0.521* (-1.927)	-0.179 (-0.668)

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,() 中为Z统计量。为了节省篇幅这里省略了常数项以及LNTA、POB、ROE、NCFPS、ALR、LCE和TQ等公司特征变量和控制变量的数据报告,对表8做同样的处理。

表8 基于再融资需求和年度虚拟变量交叉乘积项的派现水平检验结果

变量	强弱年度与强弱期对比				
	2009vsZS	2010vsZS	2011vsZW	2012vsZW	2013vsZW
PP	-0.003** (-2.061)	-0.005*** (-3.127)	-0.001** (-2.276)	-0.001** (-2.211)	-0.001*** (-3.791)
ZT	0.005*** (22.59)	0.005*** (22.59)	0.002* (1.756)	0.001 (0.88)	-0.002*** (-7.014)
ZP	0.001 (0.075)	-0.005*** (-3.989)	0.003 (1.344)	0.003*** (4.101)	0.002*** (7.991)
ZT×PP	-0.002 (-0.607)	-0.002 (-0.607)	-0.002 (-0.552)	0.001 (0.36)	-0.001 (-0.41)
ZP×PP	0.002 (0.872)	0.005 (1.475)	-0.004** (-2.142)	-0.003 (-1.152)	-0.004 (-1.119)

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,() 中为T统计量。

- 74 - 85.
- [9] Jensen G R, Solberg D P, Zorn T S. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies[J]. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 1992, 27(2): 247 - 263.
- [10] 高雷, 张杰. 公司治理, 机构投资者与盈余管理[J]. *会计研究*, 2008(9): 72 - 96.
- [11] Baker H K, Kapper S. Dividend policy in India: new survey evidence[J]. *Managerial Finance*, 2015, 41(2): 182 - 204.
- [12] 李茂良, 李常青, 魏志华. 中国上市公司股利政策稳定吗——基于动态面板模型的实证研究[J]. *山西财经大学学报*, 2014, (3): 33 - 42.
- [13] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of financial economics*, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [14] Kalay A. Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints[J]. *Journal of financial economics*, 1982, 10(2): 211 - 233.
- [15] Ramli N M. Ownership structure and dividend policy: evidence from Malaysian companies[J]. *International Review of Business Research Papers*, 2010, 6(1): 170 - 180.
- [16] Mancinelli L, Ozkan A. Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms[J]. *European Journal of Finance*, 2006, 12(03): 265 - 282.
- [17] Noodezh H R, Amiri A, Moghimi S. Investigation of the relationship between shareholders conflict over dividend policy and accounting conservatism in Tehran stock exchange[J]. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 2015, 5(3): 108 - 115.
- [18] 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.
- [19] 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(1): 56 - 63.
- [20] Adaoglu C. Instability in the dividend policy of the Istanbul stock exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market[J]. *Emerging Markets Review*, 2000, 1(3): 252 - 270.
- [21] Adaoglu C. Dividend policy of the ISE industrial corporations: the evidence revisited (1986 - 2007) [J]. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*, 2008, 2(2): 113 - 135.
- [22] Tran Q T, Nguyen T T H. Dividend policy behavior in emerging stock markets: evidence from Vietnamese stock market [J]. *International Journal of Financial Research*, 2014, 5(4): 85 - 89.
- [23] Martins T C, Novaes W. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to finance investment opportunities? [C]. *Financial Economics in Rio 2010*.
- [24] 安青松. 中国上市公司分红现状与趋势研究[J]. *证券市场导报*, 2012(11): 15 - 19.
- [25] 张嘉兴, 齐鲁光. 双重增发条件下上市公司盈余管理实证研究[J]. *审计与经济研究*, 2015(1): 57 - 65.
- [26] 王敏, 李瑕. 金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响[J]. *南京审计学院学报*, 2012(3): 18 - 26.

[责任编辑:高 婷]

Refinancing Demand, Supervision of High Pressure and Cash Dividends

LI Jing¹, JANG Debo²

(1. School of Economics and Management, Taizhou Polytechnic College, Taizhou 225300, China;

2. School of Economics and Trade, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: From 2011 to 2013, CSRC put a higher pressure on the listed companies about their cash dividend policy after the semi-mandatory dividend policy issued. In this background, we find that cash dividend gets a positive effect from asset scale, first shareholder's ownership proportion, ROE and net cash flow, and gets a negative effect from asset-liability ratio and growth capacity. Corporate lifecycle has a positive correlation with the willingness of dividend-paying, but has a negative correlation with the level of dividend-paying. Under higher pressure of regulatory, listed companies increased the willingness to pay rather than the level of cash dividend. In the same condition, Listed companies, using private placement to satisfy its' refinancing demands, are not significantly to raise their willingness and level of dividend-paying.

Key Words: cash dividends; willingness of dividend-paying; level of dividend-paying; private placement; refinancing demand; securities market; corporate life cycle; supervision pressure