

半强制分红政策与中国上市公司分红行为*

魏志华 李茂良 李常青

内容提要:本文实证检验了中国独特的半强制分红政策对上市公司分红行为的影响,研究发现:(1)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,但相比而言,明确了最低分红“门槛”的2006年和2008年政策反而比2001年和2004年的引导性政策具有更弱的约束效应。(2)半强制分红政策的监管压力推动非竞争性行业、高盈利的公司提高了派现水平,但其规定的再融资资格也迫使那些高成长、有再融资需求的公司不得不进行派现。(3)半强制分红政策难以约束“铁公鸡”公司派现,也没有降低“铁公鸡”公司占比。(4)2006年和2008年政策实施后,发放“门槛”股利和“微股利”的公司明显增加,原因在于偏低的分红“门槛”对高派现公司产生了明显的“负向激励”。总体而言,半强制分红政策对于改善上市公司分红状况卓有成效,但其局限性亦不容忽视。

关键词:半强制分红政策 股利政策 负向激励 监管悖论

一、引言

从全球范围来看,中国的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。所谓半强制分红政策,是指中国证监会推出的一系列将上市公司再融资资格与股利分配水平相挂钩的监管政策(李常青等,2010)。具体而言,为了引导和规范上市公司分红行为,中国证监会分别于2001年和2004年出台了导向性政策,渐进式规定上市公司要进行再融资就必须先分红,并随后在2006年和2008年的监管政策中进一步明确了再融资公司所需达到的最低分红比例。^①上述一系列政策并不具有强制所有上市公司必须分红的效力,但可以对有再融资需求的上市公司形成一定的约束。因此,这种不具有强制性但却带有“软约束”性质的股利监管制度被形象地称之为半强制分红政策(李常青等,2010)。

半强制分红政策的出台对于规范中国上市公司分红行为意义深远。李常青(1999)曾指出,中国上市公司股利政策在20世纪90年代后期呈现出了许多“异象”,其中一个突出问题就是上市公司股利支付率低且不分配公司逐年增多。但从2001年起半强制分红政策实施之后,我国上市公司的股利分配情况明显改观,派现公司占比和现金股利支付率指标甚至已接近于国外成熟市场的水平(安青松,2012;张跃文,2012)。尽管如此,半强制分红政策的实施效果还是不可避免地引发了诸多争议和质疑。比如,李常青等(2010)认为,半强制分红政策存在“监管悖论”的局限性——该政策可能迫使那些确有再融资需求但不宜分红的上市公司为获得再融资资格而分红,却难以真正约束那些理应分红但无再融资意愿的公司发放股利。王志强和张玮婷(2012)则发现,有再融资需求的上市公司存在迎合政策监管的动机,不少公司刻意分配股利以图达到半强制分红政策所规定

* 魏志华,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子信箱:finjoy@126.com;李茂良、李常青,厦门大学管理学院,电子信箱:mao0833@163.com,lichangqing@126.com。本文系国家自然科学基金项目(71102058、71102059、71172050、71372072)和中央高校基本科研业务费项目(2011221012、2010221028)的阶段性研究成果。作者特别感谢两位审稿人的建设性意见,当然,文责自负。

① 这四个政策文件中与半强制分红政策相关的主要规定,可参阅李常青等(2010)一文的总结。

的最低分红水平。除此之外,关于半强制分红政策尚有许多疑问悬而未决。比如,半强制分红政策究竟影响了哪些公司进行分红?它是否可以推动“铁公鸡”公司进行派现?该政策设置的最低分红比例是否合理?

可以说,近年来围绕半强制分红政策是否有效的问题众说纷纭、莫衷一是。但遗憾的是,目前学术界对此鲜有系统和深入的研究。不管是支持还是质疑半强制分红政策,似乎都缺乏非常直接和有力的实证证据。本文旨在弥补已有文献的缺憾,试图基于上市公司分红行为视角较为系统地考察中国独特的半强制分红政策的实施效果,进而揭示政策的有效性。具体而言,我们聚焦于研究以下几个问题:第一,半强制分红政策是否真的在宏观的市场层面上提高了中国上市公司的现金分红水平,该政策各个阶段的影响是否存在差异?第二,半强制分红政策在中观的行业层面和微观的公司层面上究竟强制了“谁”,它影响了哪些公司的分红行为?第三,半强制分红政策不能强制“谁”,它能否约束和减少“铁公鸡”公司?第四,监管部门设置的最低分红“门槛”是否有效,它可能带来什么问题?

本文的研究贡献体现在:第一,深入考察了半强制分红政策在宏观、中观以及微观层面上对于中国上市公司现金股利政策的影响,这有助于我们更全面、更深入地了解半强制分红政策的作用与实施效果。第二,提供了半强制分红政策难以有效监管“铁公鸡”公司分红行为、存在“监管悖论”局限性以及可能导致“负向激励”的实证证据,揭示了“门槛”股利公司与“微股利”公司明显增加的现象,有助于我们更准确、合理地评价半强制分红政策的有效性。第三,半强制分红政策是中国独特的一种股利监管实践,本文提供的经验证据对于其他转型经济国家构建合适的股利政策法规也具有重要的借鉴意义。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

从某种意义上说,半强制分红政策介于强制性股利政策与无政策干预之间。因此,要讨论半强制分红政策,可以先分析国外的强制性股利政策。所谓强制性股利政策,一般是在已有法律和资本市场都无法促使企业的内部人主动发放现金股利时保护外部股东的一种措施(肖星和陈晓,2002)。强制性股利政策对上市公司的净利润分配比例或分配形式做出了硬性规定,旨在保护股东的股利分配权(李常青等,2010;Martins & Novaes, 2012)。在投资者法律保护不够完善的国家中,强制性股利政策可以看作是弱的投资者法律保护的一种替代机制。事实也是如此,目前世界上采用强制性股利政策的国家主要是投资者法律保护相对落后的少数新兴市场国家,如巴西、智利、哥伦比亚、希腊以及委内瑞拉等。

实施强制性股利政策最大的好处在于,它往往能够提高一国资本市场的分红水平(La Porta et al., 2000)。比如,Martins & Novaes(2012)研究认为,巴西上市公司的股利支付水平要明显高于美国,原因就在于巴西采用了强制性股利政策。不过,强制性股利政策未必总能取得预期效果。Adaoglu(2008)实证发现,土耳其在2003年恢复强制性股利政策后,上市公司股息率并没有显著提高。值得注意的是,强制性股利政策的不足也是显而易见的——它干预了公司财务决策自主权,因而现实中只有少数国家采用(Martins & Novaes, 2012)。同时,强制性股利政策也可能导致“上有政策,下有对策”,即企业可能采取盈余管理等措施来应对外部监管。Martins & Novaes(2012)就提供了一个直接的证据,他们发现,大量巴西上市公司通过计提准备金的方式来降低公司当年利润,从而降低了派现总额。

与上述新兴市场国家类似,中国证监会试图引入半强制分红政策来规范上市公司分红行为和

保护投资者利益,但其合理性引起了诸多争议。目前,国内文献主要从侧面考察半强制政策的合理

性问题,多数学者倾向于持否定意见。比如,何涛和陈晓(2002)、于瑾等(2013)实证发现,派现并不能显著提高公司的市场价值,进而对监管层干预上市公司分红的政策表示质疑。李常青等(2010)实证分析了2008年半强制分红政策公布的市场反应,研究认为,半强制分红政策对有再融资需求或潜在的再融资需求的成长型以及竞争行业上市公司带来了一定的负面影响,并可能由此产生“监管悖论”。王志强和张玮婷(2012)则研究发现,2008年政策提高了高成长性公司的再融资“门槛”,但该“门槛”并不足以区分公司业绩水平的优劣。他们认为,监管当局应该减少在再融资资格筛选中的行政干预。

概括而言,无论是强制抑或半强制分红政策,其效果都尚存争议,也缺乏深入研究(李常青等,2010)。考虑到半强制分红政策对中国资本市场所产生的深远影响,及时了解政策的实施效果、厘清政策的利弊得失从而推进政策的改进和完善,已显得极为迫切和必要。

(二)研究假设的提出

1. 半强制分红政策的实施效果

中国的半强制分红政策是否能像国外的强制性股利政策一样提高资本市场的分红水平?对此,一些国内文献通过简单的统计分析进行了有益的探索。安青松(2012)对2007—2011年中国上市公司的分红现状与趋势进行研究发现,随着半强制分红政策的实施,中国上市公司分红水平逐步改善,目前已趋近于国外成熟市场。类似地,张跃文(2012)分析了2000—2010年我国上市公司现金股利政策,也得到了类似结论。因而初步来看,半强制分红政策确实在宏观的市场层面上有助于提升中国资本市场的派现意愿和派现水平,尽管我们还需要更多系统、可靠的实证证据。进一步地,半强制分红政策的颁布是一个循序渐进的过程(李常青等,2010)。其中,2001年和2004年政策仅提出了一些规范性的指导意见,而随后的2006年和2008年政策则进一步明确获得了再融资资格所需达到的最低分红“门槛”(王志强和张玮婷,2012)。因此,如果将半强制分红政策划分为两个阶段的话,可将2006年政策作为分界线。在此之前,半强制分红政策处于弱监管期,以规范性引导为主;而在2006年政策颁布之后则进入强监管期,上市公司分红似乎受到了更强的约束。因此,我们提出如下研究假设:

假设1a:半强制分红政策显著提高了中国资本市场的派现意愿和派现水平。

假设1b:半强制分红政策在强监管期更有效地提高了资本市场的派现意愿和派现水平。

2. 半强制分红政策强制了“谁”?

本文进一步基于中观的行业特征与微观的公司特征这两大视角考察半强制分红政策究竟强制了哪些公司分红派现。我们认为,半强制分红政策可能主要通过两条途径来约束上市公司分红行为。其一是再融资资格。显然,那些有再融资需求或者潜在的再融资需求的公司为了获取再融资资格,更有可能受半强制分红政策影响而支付股利(李常青等,2010;王志强和张玮婷,2012)。而若从行业和公司特征来看,那些处于成长性行业、拥有更多成长机会以及具有再融资需求的公司往往亟需进行外部融资以满足公司经营需要,为了达到再融资资格的要求它们将不得不分红派现,虽然理论上这些公司未必适合分红。其二是监管压力。半强制分红政策出台的初衷在于引导和规范所有上市公司的分红行为,而不仅仅是再融资公司。因此,虽然半强制分红政策对无再融资需求的公司而言仅具有“软约束”作用,但由于在政策审批等方面仍然受监管部门约束,所以许多上市公司会出于应付或迎合政策监管的考虑而或多或少地增加股利发放。从行业和公司特征来看,那些更应该进行分红派现的非竞争行业公司、高盈利公司等,它们更容易受到监管部门、投资者以及媒体的关注,所以受政策影响而进行派现的可能性将更大。因此,在再融资资格以及监管压力的双重作用下,大多数上市公司的分红行为都将不同程度地受到半强制分红政策的影响,而且这种影响对于不同行业以及不同类型的公司可能会有所差异。为此,我们提出如下研究假设:

假设 2a:半强制分红政策显著影响了行业特征与公司派现意愿和派现水平的关系。

假设 2b:半强制分红政策显著影响了公司特征与公司派现意愿和派现水平的关系。

3. 半强制分红政策不能强制“谁”?

“铁公鸡”公司通常是指那些业绩良好、有“利”可分但却长期不分红的公司。一直以来,“铁公鸡”公司在中国资本市场中似乎并不罕见,这甚至使中国股市在一定程度上被投资者贴上了“重融资、轻回报”、“圈钱”的标签。毋庸置疑,“铁公鸡”公司理应成为半强制分红政策的重要监管对象。然而,它一定能够“强制”“铁公鸡”公司分红吗?答案很可能是否定的。一方面,对于绩优的“铁公鸡”公司而言,它们可能根本就无意再融资,从而再融资资格的分红要求对其没有任何约束力(李常青等,2010)。因为根据优序融资理论,企业应遵循内源融资、债务融资、权益融资的先后顺序来获取融资(Myers & Majluf, 1984)。经营状况良好且现金流充沛的“铁公鸡”公司即便需要融资,也更倾向于优先进行内部融资,因而会放弃成本更高的股权融资方式。另一方面,半强制分红政策的监管压力也未必能够约束真正的“铁公鸡”公司分红。事实上,监管部门多年来一直三令五申要求上市公司合理分红回报股东,但仍有不少公司对此置若罔闻。许多“铁公鸡”公司似乎已对政策监管形成了一定的“免疫力”,这也许是因为这类公司在股市中屡见不鲜的原因。可以说,半强制分红政策约束上市公司分红行为的两条途径都未必能够有效监管“铁公鸡”公司,可能也难以降低这类公司的占比。基于以上分析,我们提出如下研究假设:

假设 3a:半强制分红政策难以推动“铁公鸡”公司进行派现。

假设 3b:半强制分红政策没有显著降低“铁公鸡”公司的占比。

4. 半强制分红政策下的“门槛”股利与“微股利”

长期以来,证监会关于上市公司再融资业绩“门槛”的相关规定也一直备受争议。不少研究发现,再融资的业绩“门槛”事实上诱发了我国上市公司的盈余管理行为,上市公司存在 Roe 集中在 10%、6% 业绩“门槛”附近的异常现象(陈小悦等,2000;阎达五等,2001)。类似地,我们认为,半强制分红政策设置再融资最低分红水平也可能引发“门槛”效应或“合规”效应。为获取再融资资格,上市公司可能通过管理甚至是操纵股利政策的方式来达到分红“门槛”要求。果真如此,我们将观察到一个有趣的现象——在 2006 年和 2008 年政策明确最低分红比例后,分红水平略高于再融资分红“门槛”的上市公司比例将明显增加,因为不少公司只求“合规”即可,并无意多分红。另一个重要问题是,半强制分红政策设置的分红“门槛”事实上很低。以“门槛”更高的 2008 年政策为例,“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百分之三十”,这意味着公司每年派现比例在 10% 左右即可达到监管要求。在这种情况下,半强制分红政策的监管压力很可能会“激励”上市公司派发较低水平的股利——可能是“正向激励”原本不派现的公司略微派现以应付政策监管,也可能是“负向激励”原本高派现的公司减少派现。无论哪种情况,发放“门槛”股利或“微股利”的低派现公司都可能会增加。据此,我们提出如下研究假设:

假设 4a:半强制分红政策明确分红“门槛”后,“门槛”股利公司比例显著增加。

假设 4b:半强制分红政策明确分红“门槛”后,“微股利”公司比例显著增加。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 1990—2011 年中国 A 股非金融行业上市公司作为初始研究样本。为力求数据的准确性和可靠性,我们执行了以下筛选程序:(1)剔除同时发行了 B 股或 H 股的公司,因为这些公司可能面临着与其他国内公司不同的境外法律监管;(2)剔除上市时间不满一年的公司,因为这些公司可能存在 IPO 效应;(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)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(winsorize)。本文所使用的上市公司财务数据来源于 CSMAR 数据库,而再融资预案公告数据则整理自锐思数据库。

(二) 变量定义

1. 因变量

(1) 现金股利政策。与已有文献一致,我们基于派现意愿(Dumdiv)和派现水平(Payout)这两个视角来考察上市公司现金股利政策。

(2) “铁公鸡”公司。本文将连续 5 年以上盈利但从不派现的上市公司判断为“铁公鸡”公司(N5),这类公司有“利”可分但却“习惯性”不分红,可视为典型的“铁公鸡”公司。

(3) “门槛”股利公司。我们将近三年股利发放水平略高于 2006 年和 2008 年政策规定的最低分红“门槛”的上市公司界定为“门槛”股利公司(T20_30、T20_50、T30_40、T30_50)。

(4) “微股利”公司。我们分别采用了绝对派现水平(DPS_05)和相对派现水平(PR_10)这两个指标来界定“微股利”公司。

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,为了更全面地揭示半强制分红政策的实施效果,我们设置了政策有无(SM)、政策强弱(SMstrong、SMweak)、政策期效果(SM1、SM2、SM3、SM4)以及政策短期效应(SMyear)等四类政策虚拟变量进行考察。值得注意的是,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,并通常在年报中披露当期股利分配政策,因而 2001 年政策事实上将对上市公司 2000 会计年度的股利政策产生重要影响。由此类推,依据各个政策文件的颁布日期可判断,2004、2006、2008 年政策所影响的会计年度应分别为 2004—2005 年、2006—2007 年以及 2008 年之后。

(2) 行业特征。本文主要考察了行业的成长性特征与竞争性特征。对于行业成长性,我们借鉴姜付秀和刘志彪(2005)使用的增长率产业分类法,将上市公司所处行业划分为成长性、成熟性和衰退性三类,并设置了一个虚拟变量来代表非成长性行业(IndMT)。对于行业竞争性,与宋常等(2008)一致,本文根据行业平均主营业务利润率将全部行业划分为竞争程度高、低两类,我们设置了一个虚拟变量代表非竞争性行业(IndMP)。

(3) 公司特征。借鉴已有文献,本文主要控制了公司规模(Size)、盈利能力(Roa)、公司成长性(Tobin Q)、再融资需求(SEO)以及大股东持股比例(H1)等影响因素。

本文相关变量的具体定义汇总于表 1。

(三) 实证模型

本文的因变量包括派现意愿(Dumdiv)、派现水平(Payout)、是否“铁公鸡”公司(N5)、是否“门槛”股利公司(T20_30、T20_50、T30_40、T30_50)以及是否“微股利”公司(DPS_05、PR_10)。除因变量为派现水平时采用 Tobit 模型回归外,其余因变量均采用 Logistic 模型进行估计。为此,本文分别构建了如下实证模型:

$$\text{Logit}(\text{Dumdiv}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{SMProxy}_i + \beta_2 \text{CHProxy}_i + \beta_3 \text{SMProxy}_i \times \text{CHProxy}_i + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Tobit}(\text{Payout}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{SMProxy}_i + \beta_2 \text{CHProxy}_i + \beta_3 \text{SMProxy}_i \times \text{CHProxy}_i + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{Logit}(\text{Dumdiv}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{N5}_{i-1} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{Logit}(\text{Dumdiv}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{SMProxy}_i + \beta_2 \text{N5}_{i-1} +$$

$$\beta_3 \text{SMProxy}_i \times \text{N5}_{i-1} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Logit}(\text{N5}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{SMProxy}_i + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{Logit}(\text{Eligible}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{SMProxy}_i + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (6)$$

其中,SMProxy 代表半强制分红政策的各类代理变量;CHProxy 代表各类行业以及公司特征变量;N5 代表是否“铁公鸡”公司;Eligible 代表是否“门槛”股利公司与是否“微股利”公司的各类代理变量;CV 代表控制变量; ε 为残差项。模型(1)、(2)用于考察假设 1 和 2,若 SMProxy 的回归系数显著为正,则表明半强制分红政策确实提高了资本市场的总体派现意愿与派现水平;若 SMProxy \times CHProxy 的回归系数显著,即说明半强制分红政策影响了具有某种行业或公司特征的公司股利政策。模型(3)、(4)用来检验假设 3a,若模型(3)中 N5 的回归系数没有显著小于模型(4)中 N5 与 SMProxy \times N5 的回归系数之和,则表明半强制分红政策难以约束“铁公鸡”公司进行派现。模型(5)则是考察假设 3b,若 SMProxy 的回归系数不显著或显著为正,就说明半强制分红政策不能降低“铁公鸡”公司占比。最后,模型(6)用于检验假设 4,若 SMProxy 的回归系数显著为正,则意味着半强制分红政策设定的最低分红“门槛”显著增加了“门槛”股利及“微股利”公司。

表 1 变量定义一览表

变量名称	变量符号	变量描述	
派现意愿	Dumdiv	当公司发放现金股利时,Dumdiv 取值为 1,否则取 0。	
派现水平	Payout	每股现金股利/每股净利润。	
“铁公鸡”公司	N5	当公司连续 5 年以上盈利且不派现时,N5 取值为 1,否则取 0。	
“门槛”股利公司	T20_30、T20_50 T30_40、T30_50	当公司以现金或股票(现金)方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 20%—30%、20%—50%(30%—40%、30%—50%)时,T20_30、T20_50(T30_40、T30_50)分别取值为 1,否则取 0。	
“微股利”公司	DPS_5、PR_10	当公司每股派现数额小于 0.05 元(现金股利支付率小于 10%)时,DPS_5(PR_10)取值为 1,否则取 0。	
半强制分红政策	政策有无	SM	当公司会计年度处于 2000 年之后时,SM 取值为 1,否则取 0。
	政策强弱	SMweak SMstrong	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。
	政策期效果	SM1、SM2、SM3、SM4	当公司会计年度处于 2000—2003、2004—2005、2006—2007 和 2008 年以后时,SM1、SM2、SM3、SM4 分别取值为 1,否则取 0。
	政策短期效应	SMyear	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。
非成长性行业	IndMT	当公司处于成熟和衰退性行业时,IndMT 取值为 1,否则取 0。	
非竞争性行业	IndMP	当公司处于低竞争性行业时,IndMP 取值为 1,否则取 0。	
公司规模	Size	总资产的自然对数。	
盈利能力	Roa	净利润/总资产。	
公司成长性	Tobin Q	(年末总市值 + 负债账面价值)/总资产	
再融资需求	SEO	当公司当年有发布再融资预案时,SEO 取值为 1,否则取 0。	
大股东持股比例	H1	第一大股东持股数量/总股本。	

四、实证结果与分析^①

(一) 统计分析

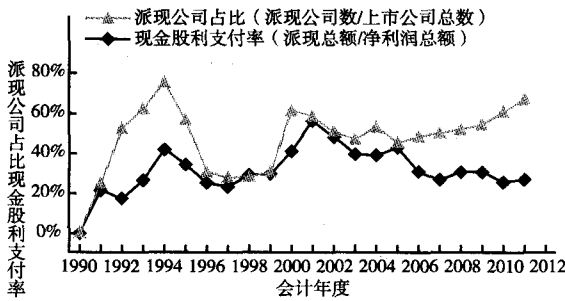


图1 A股市场历年派现公司占比和现金股利支付率

图1统计了1990—2011年中国A股市场的历年派现情况。可以看到,上市公司的派现意愿和派现水平在经历了20世纪90年代初期的急剧波动后,于1996—1999年陷入了低迷状态。在此背景下,中国证监会于2001年开始实施半强制分红政策,这使得2000年起中国资本市场的派现意愿和派现水平大幅攀升。此后,2004年政策并没有产生太大的影响。而在2006年政策实施后,资本市场的总体派现情况出现了一个异常现象——市场派现意愿呈现出逐渐上升的趋势,而派现水平却出现了明显下滑。而且,这一现象在2008年政策颁布之后仍在延续。综观图1可知,半强制分红政策总体而言改善了我国资本市场的派现情况,但不同政策阶段的影响不尽相同,同时强监管期市场派现意愿和派现水平“背道而驰”的现象也值得进一步探索。接下来,我们进行多元回归分析以期得到更可靠的实证证据。

(二) 实证分析

1. 半强制分红政策及其不同阶段的实施效果

表2实证检验了半强制分红政策在市场层面上对于中国上市公司现金股利政策的影响。结果显示,不管是政策有无(SM)、政策强弱(SMstrong、SMweak)、不同政策期(SM1、SM2、SM3、SM4)还是政策当年(SMyear)的回归系数都在1%水平上显著为正。这表明,半强制分红政策的出台确实有效提高了我国资本市场的总体派现意愿和派现水平,而且各个政策阶段以及政策的短期效应都非常显著,从而假设1a得到支持。进一步地,我们发现不同政策阶段的影响存在明显差异。表2第(2)、(6)列显示,SMweak的回归系数都大于SMstrong,同时第(3)、(7)列中SM1、SM2的回归系数则总体而言要大于SM3、SM4,而且上述回归系数差异的卡方检验和F检验大多在1%水平上显著。这说明半强制分红政策弱监管期对于上市公司现金股利政策的影响反而要大于强监管期,^②而其中以2001年政策的影响最为突出。这意味着,强监管期看似增强但实质上却是削弱了半强制分红政策的约束力。正如后文分析所指出的,我们认为这一现象可能与2006年和2008年政策设置的再融资最低分红“门槛”水平过低有关。因此,本文的假设1b并没有得到实证支持。

表2 半强制分红政策及其不同阶段的实施效果

	Panel A 派现意愿(Dumdiv)				Panel B 派现水平(Payout)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SM	1.420*** (23.251)				0.260*** (17.399)			
SMweak		1.462*** (23.402)				0.290*** (18.936)		

^① 限于篇幅,本文未报告样本的描述性统计和分组检验结果,感兴趣的读者可以向作者联系索取。

^② 但我们也注意到,2008年政策后市场派现意愿持续上升(如图1显示),从派现意愿的角度来看,强监管阶段的政策效果将来未必不如弱监管阶段。因此,我们应该对这一研究结果保持一定的谨慎性。

续表 2

	Panel A 派现意愿 (Dumdiv)				Panel B 派现水平 (Payout)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SMstrong		1.357*** (20.613)				0.213*** (13.460)		
SM1			1.567*** (23.833)				0.314*** (19.689)	
SM2			1.294*** (17.728)				0.247*** (13.391)	
SM3			1.086*** (14.658)				0.170*** (9.623)	
SM4			1.479*** (21.660)				0.229*** (14.098)	
SMyear				0.236*** (6.369)				0.053*** (5.810)
IndMT	0.054 (1.424)	0.058 (1.521)	0.059 (1.552)	0.092** (2.480)	0.001 (0.133)	0.004 (0.427)	0.004 (0.461)	0.009 (1.064)
IndMP	0.302*** (7.366)	0.305*** (7.420)	0.317*** (7.684)	0.330*** (8.159)	0.057*** (6.039)	0.058*** (6.185)	0.060*** (6.393)	0.064*** (6.832)
Size	0.302*** (15.268)	0.317*** (15.301)	0.302*** (14.492)	0.480*** (25.276)	0.014*** (3.515)	0.025*** (5.994)	0.023*** (5.487)	0.045*** (11.843)
Roa	19.955*** (34.360)	20.042*** (34.478)	20.203*** (34.555)	17.373*** (33.951)	3.000*** (38.136)	3.050*** (38.921)	3.073*** (38.993)	2.724*** (35.844)
Tobin Q	-0.111*** (-7.932)	-0.105*** (-7.349)	-0.122*** (-8.289)	-0.047*** (-3.500)	-0.034*** (-11.528)	-0.029*** (-9.941)	-0.033*** (-10.771)	-0.023*** (-7.985)
SEO	0.467*** (6.986)	0.449*** (6.661)	0.446*** (6.594)	-0.029 (-0.461)	0.086*** (6.275)	0.070*** (5.073)	0.067*** (4.781)	0.004 (0.323)
H1	1.389*** (13.238)	1.317*** (12.054)	1.306*** (11.897)	0.935*** (9.195)	0.473*** (19.434)	0.417*** (16.660)	0.413*** (16.500)	0.400*** (16.579)
Constant	-8.920*** (-21.300)	-9.230*** (-21.135)	-8.877*** (-20.258)	-11.375*** (-27.385)	-0.768*** (-9.082)	-0.982*** (-11.131)	-0.930*** (-10.520)	-1.198*** (-14.257)
PseudoR ²	0.178	0.179	0.182	0.152	0.092	0.095	0.097	0.078
LR Chi ² / F Value	2266.2***	2278.0***	2317.1***	2262.9***	336.9***	311.2***	256.7***	309.8***
Obs.	18395	18395	18395	18395	18265	18265	18265	18265
回归系数 差异的卡 方检验或 F 检验	派现意愿: SMweak vs. SMstrong: 7.43*** SM1 vs. SM2: 22.46*** SM1 vs. SM3: 71.35*** SM1 vs. SM4: 3.50* SM2 vs. SM3: 10.51*** SM2 vs. SM4: 11.27*** SM3 vs. SM4: 57.69*** 派现水平: SMweak vs. SMstrong: 69.41*** SM1 vs. SM2: 20.51*** SM1 vs. SM3: 114.15*** SM1 vs. SM4: 58.80*** SM2 vs. SM3: 23.53*** SM2 vs. SM4: 1.75 SM3 vs. SM4: 26.11***							

注: **、*、. 分别表示显著性水平为 1%、5%、10% (双尾), 表 4、表 5 同; t 值和 z 值经异方差调整。

表 3 半强制分红政策强制了“谁”

	Panel A 派现意愿 (Dumdiv)				Panel B 派现水平 (Payout)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SMweak	1.464 *** (15.273)	1.387 *** (20.146)	-4.264 *** (-2.676)	-4.516 *** (-2.839)	0.302 *** (12.679)	0.269 *** (15.634)	0.125 (0.301)	0.098 (0.235)
SMstrong	1.342 *** (13.922)	1.288 *** (17.985)	-3.071 ** (-2.250)	-3.387 ** (-2.487)	0.218 *** (9.415)	0.201 *** (11.566)	0.377 (1.002)	0.335 (0.888)
SMweak × IndMT	-0.003 (-0.022)			0.165 (1.516)	-0.019 (-0.626)			0.015 (0.493)
SMstrong × IndMT	0.024 (0.216)			0.174 * (1.735)	-0.008 (-0.289)			0.015 (0.514)
SMweak × IndMP		0.328 ** (2.483)		0.338 *** (2.710)		0.090 *** (2.592)		0.072 ** (2.037)
SMstrong × IndMP		0.305 ** (2.388)		0.282 ** (2.452)		0.058 * (1.745)		0.043 (1.308)
SMweak × Size			0.143 * (1.899)	0.147 ** (1.966)			-0.012 (-0.597)	-0.011 (-0.578)
SMstrong × Size			0.122 * (1.879)	0.130 ** (2.013)			-0.019 (-1.075)	-0.018 (-0.998)
SMweak × Roa			24.881 *** (14.380)	25.012 *** (14.459)			1.664 *** (5.557)	1.660 *** (5.556)
SMstrong × Roa			11.769 *** (9.080)	11.864 *** (9.183)			-0.098 (-0.358)	-0.100 (-0.367)
SMweak × Tobin Q			0.208 *** (3.811)	0.211 *** (3.876)			0.072 *** (5.158)	0.072 *** (5.148)
SMstrong × Tobin Q			0.165 *** (3.296)	0.169 *** (3.376)			0.064 *** (4.911)	0.064 *** (4.923)
SMweak × SEO			0.367 ** (2.244)	0.361 ** (2.203)			0.014 (0.435)	0.014 (0.432)
SMstrong × SEO			0.799 *** (3.635)	0.790 *** (3.596)			0.064 * (1.837)	0.063 * (1.804)
SMweak × H1			1.491 *** (5.070)	1.411 *** (4.775)			0.247 *** (2.971)	0.234 *** (2.787)
SMstrong × H1			1.058 *** (3.699)	0.982 *** (3.424)			0.109 (1.379)	0.097 (1.217)
PseudoR ²	0.179	0.179	0.198	0.198	0.095	0.095	0.102	0.103
LR Chi ² / F Value	2277.7 ***	2294.0 ***	2341.5 ***	2344.0 ***	254.6 ***	256.4 ***	156.2 ***	129.4 ***
Obs.	18395	18395	18395	18395	18265	18265	18265	18265

注:同表2。限于篇幅,未报告控制变量的回归结果。

2. 半强制分红政策强制了“谁”?

表3显示,在中观的行业层面与微观的公司层面上,半强制分红政策影响上市公司分红行为的两条途径都发挥了明显作用。一方面,半强制分红政策通过再融资资格的监管迫使那些有再融资需求的、高成长性的公司不得不分红派现(表现为SMweak、SMstrong与SEO、Tobin Q的交乘项大多显著为正);另一方面,监管压力也使那些再融资需求较小的非竞争性行业、高盈利的公司更愿意进行派现(表现为SMweak、SMstrong与IndMP、Roa的交乘项大多显著为正)。而且与前文的结果一致,弱监管期的影响似乎更为强烈(表现为SMweak与相关变量交乘项的回归系数显著性以及数值大多高于SMstrong与相关变量的交乘项)。上述结果有助于理解为什么半强制分红政策明显改善了中国资本市场的总体派现状况,原因是在再融资需求以及监管压力的双重推动下,具有不同行业特征、公司特征的各类公司几乎都“泥沙俱下”地或多或少向投资者进行派现。因此,本文的假设2a、2b基本上得到了验证。

3. 半强制分红政策不能强制“谁”?

半强制分红政策可能未必对所有上市公司都具有约束力。从表4的Panel A来看,半强制分红政策的各个代理变量(SM、SMweak、SMstrong以及SMyear)与“铁公鸡”公司(N5)交乘项的回归系数都不显著。这表明,半强制分红政策的监管并没有使得“铁公鸡”公司比非“铁公鸡”公司更愿意进行派现。更重要的是,回归系数差异的卡方检验显示,在回归(2)~(4)中,仅回归(2)中 $N5 + SMweak \times N5$ 的回归系数与回归(1)中N5的回归系数存在显著差异。这意味着,半强制分红政策除了在弱监管阶段有助于推动“铁公鸡”公司派现之外,不管是从政策总体效果、强监管阶段还是从短期效果来看,该政策都难以有效迫使“铁公鸡”公司进行分红。表4的Panel B则提供了进一步的证据,即半强制分红政策仅在弱监管期降低了“铁公鸡”公司的市场占比,而在其他情况下并无显著作用。可见,半强制分红政策尽管能够约束众多上市公司进行分红派现,但却很难推动那些真正的“铁公鸡”公司支付股利,也无力减少“铁公鸡”公司占比。所以,假设3a和3b基本上得到实证支持。

4. 半强制分红政策下的“门槛”股利与“微股利”

综观表5,除回归(1)之外,SM3、SM4在其余模型中的回归系数都显著为正。这意味着,在2006年和2008年政策颁布后,我国资本市场中发放“门槛”股利以及“微股利”的上市公司比例明显提高。可见,上述实证结果支持了本文的假设4a、4b。我们认为,这两类公司的增加有助于解释前文图1中强监管期市场的总体派现意愿增强但派现水平却出现明显下降的现象,原因可能在于许多公司仅发放了很低水平的“门槛”股利以及“微股利”。为什么2006年和2008年政策会引发上市公司股利政策的上述“合规”效应与“应付式”分红?一种可能的解释是,半强制分红政策设置的分红“门槛”过低,这使得上市公司可以略微派现从而应付或迎合政策监管,而有再融资需求的公司也会进行低派现以图再融资。因为事实上,即便是“门槛”较高的2008年政策,上市公司只要将每年净利润的10%左右用于派现即可获得再融资资格。此外,分红“门槛”过低还可能引起的另一个问题是,那些企图圈钱的公司也很容易通过派发少量现金股利的机会主义行为来获取再融资资格,即所谓的“钓鱼式”分红(李常青等,2010;王志强和张玮婷,2012)。从这个意义上说,2006年和2008年政策设定的低分红“门槛”可能未必有助于保护投资者利益。

表 4 半强制分红政策不能强制“谁”

	Panel A 派现意愿 (Dumdiv)				Panel B 是否“铁公鸡”公司 (N5)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
N5	-1.203 *** (-9.625)	-1.637 (-1.456)	-1.638 (-1.459)	-1.193 *** (-8.079)				
SM		1.205 *** (5.765)				-0.158 (-0.890)		
SM × N5		0.441 (0.390)						
SMweak			1.227 *** (5.837)				-0.518 *** (-2.741)	
SMstrong			1.170 *** (5.555)				0.145 (0.788)	
SMweak × N5			0.883 (0.772)					
SMstrong × N5			0.285 (0.252)					
SMyear				0.095 * (1.724)				-0.113 (-1.248)
SMyear × N5				-0.035 (-0.127)				
Pseudo R ²	0.251	0.254	0.255	0.251	0.035	0.035	0.044	0.035
LR Chi ²	1649.9 ***	1654.9 ***	1654.8 ***	1653.6 ***	185.7 ***	186.7 ***	234.7 ***	188.9 ***
Obs.	9814	9814	9814	9814	11240	11240	11240	11240
回归系数 差异的卡 方检验	回归(1)N5 回归系数(-1.203) vs. 回归(2)N5 + SM × N5 回归系数(-1.196):0.00							
	回归(1)N5 回归系数(-1.203) vs. 回归(3)N5 + SMweak × N5 回归系数(-0.755):3.95 **							
	回归(1)N5 回归系数(-1.203) vs. 回归(3)N5 + SMstrong × N5 回归系数(-1.353):0.98							
	回归(1)N5 回归系数(-1.203) vs. 回归(4)N5 + SMyear × N5 回归系数(-1.228):0.01							

注:同表2。限于篇幅,未报告控制变量的回归结果。

表 5 半强制分红政策下的“门槛”股利与“微股利”

	Panel A 是否“门槛”股利公司				Panel B 是否“微股利”公司			
	T20_30	T20_50	T30_40	T30_50	DPS_5		PR_10	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SM3	-0.010 (-0.115)	0.143 ** (2.553)			0.216 *** (2.636)		0.535 *** (5.189)	
SM4			0.535 *** (6.960)	0.477 *** (8.327)		0.221 *** (3.244)		0.256 *** (2.729)
PseudoR ²	0.047	0.074	0.047	0.052	0.018	0.018	0.118	0.115
LR Chi ²	415.2 ***	1185.2 ***	383.9 ***	602.9 ***	158.5 ***	156.9 ***	794.2 ***	759.8 ***
Obs.	18395	18395	18395	18395	18395	18395	18265	18265

注:同表2。限于篇幅,未报告控制变量的回归结果。

(三)进一步分析

为了更全面地考察半强制分红政策实施之后对上市公司分红行为的影响,本文进一步以2001年之前上市的公司为样本,统计了“铁公鸡”、“门槛”股利以及“微股利”公司的分布情况以及公司派现比率的变化情况。表6的Panel A显示,在半强制分红政策的弱监管阶段(2000—2005年)，“铁公鸡”、“门槛”股利以及“微股利”公司的平均比例都明显低于强监管阶段(2006—2011年)。可见,这一统计结果印证了前文表4和表5的实证结果。

表6 半强制分红政策实施后三类公司分布情况以及公司现金股利支付率的分布情况

Year	Obs.	Panel A “铁公鸡”、“门槛”股利与 “微股利”公司分布(%)							Panel B 公司现金股利支付率 区间分布(%)					
		N5	T20_30	T20_50	T30_40	T30_50	DPS_5	PR_10	0	(0,10]	(10,30]	(30,50]	(50,75]	>75
2000	929	8.5	7.0	22.2	6.1	10.3	5.4	2.0	35.2	2.0	17.9	21.0	14.4	9.4
2001	922	4.1	6.8	23.1	5.2	10.4	9.8	2.0	41.5	2.0	16.2	19.5	13.4	7.5
2002	912	3.5	8.8	25.1	3.8	8.3	5.4	1.5	52.5	1.5	10.3	13.3	12.6	9.8
2003	902	3.7	7.8	22.7	2.2	5.8	5.4	1.7	57.9	1.7	11.4	12.2	8.2	8.5
2004	886	3.2	6.5	20.2	4.6	6.9	6.5	2.6	53.5	2.6	13.3	12.3	9.8	8.5
2005	856	4.8	6.4	19.0	3.2	5.8	6.7	1.4	61.4	1.4	10.8	12.4	8.2	5.9
2006	843	7.3	7.1	22.1	2.8	5.8	7.8	2.6	56.3	2.6	12.9	14.8	9.0	4.3
2007	839	9.2	7.6	23.5	3.3	7.0	9.5	6.7	56.4	6.7	15.7	11.9	6.9	2.4
2008	847	8.9	8.1	25.3	6.3	9.9	8.6	3.9	57.9	3.9	18.4	11.6	4.7	3.4
2009	834	8.5	8.2	23.9	7.0	12.7	8.8	5.0	55.3	5.0	20.6	10.5	5.0	3.6
2010	838	10.8	8.8	23.0	7.0	12.8	10.0	9.0	53.6	9.0	20.3	10.5	4.2	2.4
2011	843	10.7	10.2	25.4	10.6	16.0	10.2	7.0	51.5	7.0	24.6	10.0	3.6	3.3
2000—2005 均值		4.6	7.2	22.1	4.2	7.9	6.5	1.9	50.3	1.9	13.3	15.1	11.1	8.3
2006—2011 均值		9.2	8.3	23.9	6.2	10.7	9.2	5.7	55.2	5.7	18.8	11.6	5.6	3.2
2000—2011 均值		6.9	7.8	23.0	5.2	9.3	7.8	3.8	52.8	3.8	16.0	13.3	8.3	5.8

注:Obs. 为样本数量,由于存在缺失值,部分变量的实际观察值数可能小于样本数量。

另一个有趣的问题是,为什么支付“门槛”股利以及“微股利”的这两类低派现公司的占比都在增加?理论上两种可能,一种情况是半强制分红政策的监管压力产生了“正向激励”作用,推动了那些原本不派现的公司进行派现;另一种情况则是该政策存在“负向激励”作用,即较低的分红“门槛”使得原本高派现的公司反而变得更“吝啬”了。

表6的Panel B分阶段均值统计显示,在2006年和2008年政策后,不派现公司(支付率为0)、“微股利”公司(支付率为0—10%)、低派现公司(支付率为10%—30%)的比例都有明显提高;与之形成鲜明对比的是,中等派现公司(支付率为30%—50%)、较高派现公司(支付率为50%—75%)、高派现公司(支付率超过75%)的占比严重下滑。可以说,这一结果初步支持了低分红“门槛”存在“负向激励”作用的推断。同时,表7的回归分析则提供了进一步的实证证据。表7显示,由于股利政策存在连续性,上一年度不派现公司(PR_0)、中等派现公司(PR_3050)和高派现公司(PR_50up)通常更不可能在下一年度成为“微股利”公司(PR_10)或低派现公司(PR_1030)。但是,这一现象随着半强制分红政策引入低分红“门槛”而有所变化。可以看到,在回归(3)、(4)、

(8)中,我们关注的 $SMstrong \times PR_{3050}$ 、 $SMstrong \times PR_{50up}$ 的回归系数都显著为正。这表明,低分红“门槛”确实带来了“负向激励”,它使得上一年度中高派现公司尤其是高派现公司在下一年度更有可能减少派现而成为“微股利”公司或低派现公司。同时,回归(2)、(6)则显示, $SMstrong \times PR_0$ 的回归系数都显著为负,这表明“微股利”公司或低派现公司的增加并非因为不派现公司开始派现了,事实上这类公司反而更不愿意派现了。综上,半强制分红政策设置的低分红“门槛”并不存在“正向激励”作用,反而存在明显的“负向激励”作用。

表 7 半强制分红政策低分红“门槛”的“负向激励”作用:“微股利”与低派现公司来源

	Panel A 是否“微股利”公司 (PR ₁₀)				Panel B 是否低派现公司 (PR ₁₀₃₀)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
SMstrong	0.538 *** (3.685)	1.039 *** (5.996)	0.649 *** (4.588)	0.551 *** (3.974)	-0.260 *** (-3.463)	0.220 *** (2.627)	-0.073 (-1.007)	-0.186 *** (-2.632)
PR ₀	-1.094 *** (-7.125)	0.022 (0.100)			-1.687 *** (-20.878)	-0.636 *** (-6.699)		
PR ₃₀₅₀	-1.899 *** (-7.161)		-1.154 *** (-3.048)		-1.201 *** (-12.490)		-0.222 * (-1.882)	
PR _{50up}	-1.829 *** (-6.404)			-1.888 *** (-3.687)	-1.945 *** (-16.056)			-1.198 *** (-8.218)
SMstrong × PR ₀		-0.866 *** (-3.191)				-0.764 *** (-5.459)		
SMstrong × PR ₃₀₅₀			0.681 * (1.684)				0.169 (1.151)	
SMstrong × PR _{50up}				1.645 *** (3.073)				1.042 *** (6.057)
Pseudo R ²	0.190	0.151	0.152	0.153	0.194	0.147	0.123	0.133
LR Chi ²	552.8 ***	476.3 ***	523.5 ***	532.6 ***	1309.8 ***	955.7 ***	898.7 ***	948.9 ***
Obs.	9292	9292	10249	10249	9292	9292	10249	10249

注:同表2。限于篇幅,未报告控制变量的回归结果。研究样本为2000年之前上市的公司。其中,PR₀、PR₁₀、PR₁₀₃₀、PR₃₀₅₀、PR_{50up} 均为虚拟变量。当公司当年现金股利支付率(PR)满足 $0 < PR \leq 10\%$ 、 $10\% < PR \leq 30\%$ 时,PR₁₀、PR₁₀₃₀ 分别取值为1,否则取0。类似地,当公司上一年度现金股利支付率满足 $PR = 0, 30 < PR \leq 50\%$ 、 $PR > 50\%$ 时,PR₀、PR₃₀₅₀、PR_{50up} 分别取值为1,否则取0。

(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)子样本回归。为了减轻股权分置改革、次贷金融危机等外生冲击事件可能对本文研究结论产生的影响,对于股权分置改革,我们尝试剔除所有曾作出股改分红承诺的公司样本,或者剔除股改主要阶段(2005年和2006年)的公司样本作为子样本;对于金融危机,考虑到其从2007年爆发而至2009年基本消退,我们尝试剔除2007—2009年公司样本,或者仅剔除影响最为突出的2008年样本作为子样本。此外,考虑到20世纪90年代初期上市公司分红行为很不规范,我们还尝试将1990—1995年公司样本剔除。(2)借鉴 La Porta et al. (2000)、魏志华等(2012),我们采用股息率(Dyield)、总现金股利/总资产(Divast)等指标来衡量派现水平。(3)采用销售收入增长率(Gsales)替换 Tobin Q、Roe 替换 Roa、是否连续5年以上不派现(N5all)替换 N5。(4)增加一些公司特征与公司治理控制变量,如资产负债率、现金持有水平、独立董事占比、董事长与总经理是否两职合一等。另外,进一步控制资本市场发展水平(股市总市值

值/GDP)、非流通股比例(Nlshare)、证监会行业分类虚拟变量、中小板和创业板虚拟变量等。(5)以全样本为对象,重复表6、表7的研究。对上述稳健性检验的实证结果显示,本文主要研究结论保持不变。

五、结论与启示

本文以1990—2011年1925家中国A股上市公司为样本,基于上市公司分红行为视角较为系统地检验了半强制分红政策的实施效果。研究发现:(1)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,但相比而言,明确了最低分红“门槛”的2006年和2008年政策反而比2001年和2004年的引导性政策具有更弱的约束效应。(2)半强制分红政策具有两面性,其监管压力既推动了理应分红的非竞争性行业、高盈利的公司提高了派现水平,但其规定的再融资资格也迫使那些不该分红的高成长、有再融资需求的公司分红派现。(3)半强制分红政策并非总是有效,事实上它难以约束“铁公鸡”公司进行派现,也没有降低“铁公鸡”公司占比。(4)2006年和2008年政策实施后,发放“门槛”股利和“微股利”的公司明显增加,原因在于偏低的分红“门槛”对高派现公司产生了明显的“负向激励”。总体而言,半强制分红政策对于改善上市公司分红状况卓有成效,但其局限性亦不容忽视。

本文的研究结论具有重要的理论与现实意义。第一,半强制分红政策与国外的强制性股利政策一样,可以改善资本市场的总体分红状况。因此,在市场机制、法律监管以及公司治理都不够完善的中国现实背景下,实施半强制分红政策推动上市公司分红仍然具有积极意义。第二,半强制分红政策确实存在“监管悖论”的局限性。它并不能强制“铁公鸡”公司分红,反而迫使那些不宜分红的高成长、有再融资需求的公司进行派现(李常青等,2010)。第三,再融资的分红“门槛”可能是无效的。本文发现监管部门设定的分红“门槛”水平偏低,不仅带来了“合规”效应、“应付式”分红以及“负向激励”问题,也可能无助于筛选真正的优质公司——因为有再融资或圈钱动机的公司很容易通过管理甚至是操纵股利政策来满足监管要求(王志强和张玮婷,2012)。鉴此,我们认为可以考虑从两个方面来完善半强制分红政策,以避免“监管悖论”。一方面,可改变“一刀切”的分红监管规定。监管部门可根据行业及公司成长性等特征构建指标体系筛选优质公司,对此类公司可考虑降低甚至取消再融资的分红要求,而对其他公司则可维持甚至适当提高分红“门槛”。另一方面,则应增强对“铁公鸡”公司的监管。现有的半强制分红政策无力约束“铁公鸡”公司,可考虑对这类公司增加其他约束条件甚至采用强制性股利政策,推动“铁公鸡”公司分红。

应该指出,本文也存在一定的研究局限性,值得未来进一步探索。第一,本文聚焦于从上市公司分红行为视角考察半强制分红政策的实施效果,未来的研究可以考虑从分红持续性、稳定性以及分红决策的透明度等视角更加全面地揭示半强制分红政策的有效性。第二,本文发现半强制分红政策无法约束“铁公鸡”公司分红,未来的研究可以进一步探究这一现象背后潜在的原因并寻找有效的治理机制。第三,半强制分红政策在我国是一个长期实践,未来的研究可以持续跟踪半强制分红政策的实施效果,从而为完善我国的股利监管政策提供有益借鉴。^①

参考文献

- 安青松,2012:《中国上市公司分红现状与趋势研究》,《证券市场导报》第11期。
陈小悦、肖星、过晓燕,2000:《配股权与上市公司利润操纵》,《经济研究》第1期。

^① 中国证监会于2013年11月30日发布了《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》,国务院办公厅则于2013年12月25日发布了《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》。上述政策文件再次强调,现金分红情况将记入上市公司诚信档案,并在再融资审核中予以重点关注。

何涛、陈晓,2002:《现金股利能否提高企业的市场价值——1997—1999年上市公司会计年度报告期间的实证分析》,《金融研究》第8期。

姜付秀、刘志彪,2005:《行业特征、资本结构与产品市场竞争》,《管理世界》第10期。

李常青,1999:《我国上市公司股利政策现状及其成因》,《中国工业经济》第9期。

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》第3期。

宋常、黄蕾、钟震,2008:《产品市场竞争、董事会结构与公司绩效——基于中国上市公司的实证分析》,《审计研究》第5期。

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》第7期。

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——基于中国上市公司的实证研究》,《金融研究》第7期。

肖星、陈晓,2002:《股利政策与外部股东保护》,《新经济环境下的会计与财务问题研讨会论文集》。

阎达五、耿建新、刘文鹏,2001:《我国上市公司配股融资行为的实证研究》,《会计研究》第9期。

于瑾、张婷、吕世楷,2013:《强化现金分红政策是在迎合投资者么——来自中国内地和台湾的经验证据》,《当代财经》第2期。

张跃文,2012:《我国上市公司现金分红决策研究》,《证券市场导报》第9期。

Adaoglu, C., 2008, "Dividend Policy of the ISE Industrial Corporations: The Evidence Revisited(1986—2007)", *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*, 2(2): 113—135.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55(1): 1—33.

Martins, T. C., and W. Novaes, 2012, "Mandatory Dividend Rules: Do They Make It Harder for Firms to Invest?", *Journal of Corporate Finance*, 18(4): 953—967.

Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187—221.

The Semi-mandatory Dividend Rules and Dividend Behaviors of Chinese Listed Firms

Wei Zhihua, Li Maoliang and Li Changqing
(Xiamen University)

Abstract: This paper empirically tests on the effects of Semi-mandatory Dividend Rules (hereinafter referred to as "the Rules") on Chinese listed firms' dividend behaviors. We show that (1) the Rules in general and their various stages significantly enhanced the propensity and magnitude of dividend payments of Chinese listed firms, although the 2006 and 2008 Rules which specified the "threshold dividend" have weaker effects on dividend payments than the 2001 and 2004 guiding Rules. (2) The Rules' regulatory pressure has promoted firms in non-competitive industries and with high profitability to increase dividend payouts, and also forced those firms with high growth opportunities and financing demand to pay dividends. (3) The Rules have neither forced those "stingy" firms to pay dividends, nor reduced the proportion of "stingy" firms. (4) Firms paying "threshold dividend" and "micro dividend" have increased significantly after the 2006 and 2008 Rules, the reason may be that the low level "threshold" triggered "negative incentive" for those high cash dividend payout companies. Overall, the Rules have significantly improved the dividend status of Chinese listed firms, but they also have distinctive limitations.

Key Words: Semi-mandatory Dividends Rules; Dividend Policy; Negative Incentive; Regulatory Paradox

JEL Classification: G35, G38, K22

(责任编辑:郑健)(校对:曹帅)