

半强制分红、过度分红与投资者回报： 基于迎合理论的实证考察

金永红¹，康倩¹，奚玉芹²

¹华东理工大学商学院，上海，200237

²上海对外经贸大学工商管理学院，上海，201620

摘要：为了保护投资者利益，中国证监会先后颁布了一系列“半强制分红”政策，将分红和再融资挂钩，在一定程度上确实对企业现金分红行为有督促作用。本文以上述政策为研究背景，基于行为经济学中的迎合理论，考察这种“半强制分红”政策对公司自身长期发展和对投资者回报的影响。研究发现，确实有部分拟再融资公司为了迎合“半强制分红”政策而分红；“半强制分红”政策在一定程度上促进了企业分红，但会造成部分上市公司罔顾自身现金能力，出现过度分红现象；过度分红会在一定程度上削弱上市公司的长期发展能力；“半强制分红”使投资者短期回报得到保证，但过度分红会使得投资者长期回报受到更大损害。本文认为，应加强对上市公司内源融资资金以及再融资资金的监管，并应对上市公司分红进行分类监管，而不仅仅是强制所有需要再融资的上市公司分红。

关键词：半强制分红，过度分红，企业长期发展，投资者回报

中图分类号：F830.91

Semi-Mandatory Dividends, Excessive Dividends and Investor Returns: an Empirical Study based on Catering Theory

Yonghong Jin¹, Qian Kang¹, Yuqin Xi²

¹ School of Business, East-China University of Science and Technology, 200237

² Management School, Shanghai University of International Business and Economics, 201620

Abstract: In order to protect the interests of investors, China's Securities Regulatory Commission (CSRC) has issued a series of semi-mandatory dividend policies, which links

¹ 本研究受教育部人文社会科学研究一般项目(15YJA790029)“基于行为金融视角的上市公司股利分配政策、投资效率与投资者回报研究”资助。

作者简介：金永红(1968-)，男(汉)，华东理工大学商学院金融系副教授，金融创新研究中心主任，研究方向：风险投资、资产定价与行为金融。

康倩(1991-)，女(汉)，华东理工大学商学院硕士研究生，研究方向：行为金融。

奚玉芹(1974-)，女(汉)，上海对外经贸大学工商管理学院副教授，人力与产业管理系主任，研究方向：人力资源管理与风险投资。

dividend to refinancing, and takes effects in urging some listed companies to distribute dividends. Based on catering theory, this paper studies the effect of semi-mandatory dividend policy on long-term development of companies and investor returns. It is found that, although semi-mandatory dividend policy can increase dividends distributed, some listed companies distribute excessive dividends; excessive dividends impair to some extent the long-term development of companies; semi-mandatory dividend policy can ensure the short-term returns of investors, but damages the long-term rewards of investors. Hencefore, it is suggested that, the supervision of the capital from endogenous financing and refinancing should be reinforce, and classified supervision of the dividend of listed companies should be carried out.

Key Words: semi-mandatory dividend; excessive dividends; long-term development of companies; investor returns

JEL Classification: K22, G14, G35

半强制分红、过度分红与投资者回报： 基于迎合理论的实证考察

摘要：为了保护投资者利益，中国证监会先后颁布了一系列“半强制分红”政策，将分红和再融资挂钩，在一定程度上确实对企业现金分红行为有督促作用。本文以上述政策为研究背景，基于行为经济学中的迎合理论，考察这种“半强制分红”政策对公司自身长期发展和对投资者回报的影响。研究发现，确实有部分拟再融资公司为了迎合“半强制分红”政策而分红；“半强制分红”政策在一定程度上促进了企业分红，但会造成部分上市公司罔顾自身现金能力，出现过度分红现象；过度分红会在一定程度上削弱上市公司的长期发展能力；“半强制分红”使投资者短期回报得到保证，但过度分红会使得投资者长期回报受到更大损害。本文认为，应加强对上市公司内源融资资金以及再融资资金的监管，并应对上市公司分红进行分类监管，而不仅仅是强制所有需要再融资的上市公司分红。

关键词：半强制分红，过度分红，企业长期发展，投资者回报

中图分类号：F830.91

Semi-Mandatory Dividends, Excessive Dividends and Investor Returns: an Empirical Study based on Catering Theory

Abstract: In order to protect the interests of investors, China's Securities Regulatory Commission (CSRC) has issued a series of semi-mandatory dividend policies, which links dividend to refinancing, and takes effects in urging some listed companies to distribute dividends. Based on catering theory, this paper studies the effect of semi-mandatory dividend policy on long-term development of companies and investor returns. It is found that, although semi-mandatory dividend policy can increase dividends distributed, some listed companies distribute excessive dividends; excessive dividends impair to some extent the long-term development of companies; semi-mandatory dividend policy can ensure the short-term returns of investors, but damages the long-term rewards of investors. Hencefore, it is suggested that, the supervision of the capital from endogenous financing and refinancing should be reinforce, and classified supervision of the dividend of listed companies should be carried out.

Key Words: semi-mandatory dividend; excessive dividends; long-term development of companies; investor returns

JEL Classification: K22, G14, G35

1 引言

传统观点认为，现金分红是公司回报投资者最主要的方式。作为一种股市稳定机制，现金分红一直是学者研究的热点。从世界范围来看，西方成熟市场的上市公司对现金分红颇为重视，Grullon（2002）发现，20世纪70年代美国上市公司的现金股利与公司净收入的占比约为30%到40%，到20世纪80年代，该比率达到40%到50%；1983到1992年股市平均股利支付率为85%，1926-2006年间，标准普尔500指数年回报率为10.4%，其中6.15%来自于分红。

同成熟市场相比，诸多发展中国家的市场约束机制不太有效，对投资者的法律保护机制还不尽完善，多数公司缺乏健全的公司治理机制，仅凭市场的自发调节难以为股东利益提供强有力的支撑。为了切实保障广大投资者尤其是中小投资者的利益，一些国家出台了强制性股利政策，从法律上迫使上市公司发放股利，这种政策被称为“强制分红”政策。Kinkki（2008）认为强制分红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，其目的在于提供股东满意的股利支付水平以保护股东的股利分配权。La Porta等（2000）认为有的国家的公司股东拥有较少的法律权利，而强制分红是一项重要的补充性保护措施。事实上，很多投资者法律保护不完善的国家纷纷采用强制性股利政策来保护外部中小投资者的利益。譬如，王信（2002）发现，1995年以前土耳其要求在伊斯坦布尔股票市场上市的公司都要将50%以上的可分配利润作为现金股息派发给股东，巴西规定上市公司必须将公司当期净利润的50%以现金股利方式支付给股东，而2010年后该比例调整为25%，乌拉主要求的强制股利分配比例为20%，芬兰则规定持股10%以上的股东可以要求50%以上且小于净资产8%的净利润作为股利。Wang等（2011）发现，中国台湾地区也于2000年开始实行“健全股利政策”，要求所有上市公司披露股利政策，若无特殊情况则必须同时发放现金股利和股票股利。除此之外，还有智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、希腊等国家也出台过强制性分红政策。

区别于成熟市场，中国大陆股市回报投资者的形式主要以分红为主，分红模式较为单一，在分红数量方面，低分红、零分红现象较为普遍，另外企业的分红也缺乏稳定性和连续性。中国国内市场的分红问题，长久以来饱受广大投资者和学者的诟病。为了改变这种局面，近年来中国证监会不断深化改革，分别于2001年、2004年、2006年、2008年颁布了上市公司分红政策，力图通过政策影响公司的分红行为。这些规定并没有以法律形式对分红政策做出强制性规定，因而并不具有强制性，不过此类规定将股利分配与再融资联系在一起，因此仍带有“软约束”性质，可以对那些有再融资需求或潜在的再融资需求的上市公司形成有效约束，因此这些政策被广大学者称为“半强制分红”政策（李常青等，2011）。

从政策效果来看，半强制分红政策确实敦促了上市公司适当考虑股东近期利益，得到了不少投资者的赞许。然而另一方面，对于该政策能否达到预期的结果，诸多学者也提出了一些疑问。我们也发现，有部分上市公司为了满足再融资条件，在现金流紧张的情况下，依然要分派红利，实际是属于超能力派现。以深市上市公司“陕国投”（陕西省国际信托股份有限公司，代码000563）为例。该公司从2002到2007年连续七年没有派发现金红利，2008

年后陕国投开始派发现金红利，从 2008 年到 2013 年的近三年分红总额占净利润的比例都大致维持在 30% 以上。值得注意的是，2008 年正是明确再融资资格和现金分红挂钩的半强制分红政策的颁布时间。该公司最终于 2012 年成功完成再融资。在 2009-2013 年四个年份中，该公司的单位分红数额已经超过每股经营性现金流。在再融资后的 2012 年和 2013 年，该公司的分红数量就明显降低。

基于以上分析，我们提出如下问题：首先，拟再融资公司会不会为了迎合证监会半强制分红政策的要求而进行暂时不应该进行的分红？其次，部分公司会不会为了再融资而罔顾自身现金能力从而进行超出自身分红能力的过度分红？再次，从公司的角度来看，半强制分红所引起的过度分红又会对企业长期发展本身有什么不利影响？最后，从投资者的角度来看，半强制分红是否会对投资者的长期回报产生不良影响？本文将试图回答上述问题。

本文的贡献在于，首先定义了一种“过度分红”行为，即超出于公司股利分配能力的分红行为，具体以分红额超出经营性现金流净额为表征。然后，在中国证监会“半强制分红”政策背景下，运用迎合理论，研究部分拟再融资上市公司“过度分红”行为的动因及其对投资者回报的综合影响。研究发现，“半强制分红”政策是部分拟再融资上市公司“过度分红”行为的主要诱因，而这种“过度分红”行为虽然在短期给予投资者一定的现金回报，但从长期来说损害了公司的利益，从而也对投资者的长期回报造成了不利的的影响。本文的研究成果为迎合理论提供一个证据，也为政府监管部门制定和改善相关政策提供理论支持。

本文后面的内容安排如下。第 2 部分综述相关文献。第 3 部分给出本文的研究假设。第 4 部分说明了数据来源，并进行了描述性统计。第 5 部分展开了实证研究。第 6 部分总结全文。

2 文献综述

本文在迎合理论的框架下，研究了中国证监会“半强制分红”政策对部分拟再融资上市公司的“过度分红”行为乃至对投资者长期回报的影响问题。因此，我们从迎合理论、企业分红以及“半强制分红”几个方面综述相关文献。

2.1 关于迎合理论的研究

迎合理论是有限理性研究中的一个方面。继 Baker 和 Wurgler (2004) 之后，许多学者运用迎合理论来探究公司决策的各个方面（主要集中在股利政策领域）的问题。

一些学者运用迎合理论研究了公司的投资行为。Polk 等 (2009) 利用迎合理论检验了企业错误定价而引起的投资决策偏差，那些具有异常高投资的公司往往伴随较低的收益率。朱迪星等 (2012) 构建了拓展的迎合投资公司决策模型，发现市场错误定价会改变企业预期和行为，并进而影响企业内在价值和最优投资水平。Zhan 等 (2013) 通过验证市场上随时间变化的回购溢价，验证了公司会迎合投资者的股票回购需求。Baker 等 (2009) 利用时间序列和企业层面数据，证实了迎合理论可以预测企业的名义股价。

还有一些学者运用迎合理论考察了基金管理者行为。Cooper 等 (2005) 等研究发现，一

些基金公司会通过更改企业名称以迎合最新的投资风潮。俞红海等（2014）发现投资者存在名义价格幻觉，而由此产生的低净值偏好会使得他们大量申购拆分后的基金，而基金管理者会迎合并利用投资者这一价格幻觉来增加资金净流入。Gemmill（2005）也验证了迎合理论在英国封闭式基金的适用性。

更多的学者将迎合理论运用到公司分红政策的研究方面。Li 和 Lie（2006）将迎合理论从“是否支付股利问题”拓展到“支付多少股利”问题，进一步验证了该理论。Bulan（2007）把生命周期理论运用到了迎合理论中，研究了美国公司首次发放股利的时机选择问题。Tsujii（2010）验证了日本家电企业存在的迎合效应，实证表明在该行业中管理层的分红行为决策并不考虑迎合投资者。严太华和龚春霞（2013）结合迎合理论和股利的生命周期理论，研究发现股利迎合理论对中国资本市场的现实情况具有较强的解释能力。饶育蕾等（2008）认为中国投资者的现金股利需求对现金股利支付倾向具有一定影响，现金股利支付政策表现出对投资者现金股利需求的迎合。于瑾等（2013）发现在我国股市不存在现金红利溢价，强化现金分红政策在中国内地股票市场中仅仅是迎合了投资者短期需求。谢震和熊金武（2013）研究发现在股改前后，控股股东对迎合市场需求的态度有差别，股改后控股股东的利益直接与上市公司的股价相关，这使得它们有更大的激励去迎合市场需求，选择迎合市场需求的股利政策。陈晓和陈小悦（1998）等认为股票股利与混合股利都具有显著的超额收益率，但前者公告的市场正效应大于后者。许立新和杨淼（2014）研究发现我国中小板公司存在理性迎合行业股利需求偏好热衷送转股的行为，而迎合的目的，是为了获得更高股利溢价。支晓强等（2014）基于迎合理论，研究发现股改后，上市公司现金股利政策更加注重中小投资者的偏好，而上市公司股票股利政策与中小股东的偏好密切相关。

此外，迎合理论的一个重要因素在于从众效应，Choi和Pritchard（2003）认为在有些时候，例如市场发生重大转折时，监管层可能倾向于跟随市场主流意见，表达与媒体和受媒体影响的一般社会公众的意见一致的监管意见。这种从众效应可能使得证券市场往往只存在一个声音，实际上是比较危险的。

2.2 关于现金分红的研究

自从 Williams（1938）揭开了股利理论研究的序幕后，学者们纷纷开始研究企业的现金分红问题。Lintner（1956）首次提出股利分配的理论模型。

一些学者研究了企业分红的原因。Mahmoud 等（1995）等认为大公司基于降低代理成本的原因通常会发放较高的股利。王树年和于渤（2010）认为总体上上市公司业绩越好分红越多，上市公司成长性越高分红也越多。赵玉芳和余志勇（2011）研究发现，实施定增的公司倾向于在增发后派发更多的现金股利；而其中有大股东参与定向增发的公司其派现更多，即我国上市公司的大股东具有在定向增发后选择现金分红方式进行利益输送的显著行为倾向。

另一些学者探讨了影响企业分红水平的因素。Gupta 和 Walker（1975）考察了 980 家银行 1965—1968 年间的股利分配数据，结果显示，银行的当年利润和银行资产的增长与银行

的股利分配政策显著相关，银行的累积利润和资产的流动性也影响银行的股利分配政策。Allen 等（1986）提出成熟产业的股利支付率高于新兴产业，公用事业的股利支付率高于其他行业，即行业因素影响股利分配。Smith 和 Watts（1992）表示了相同的看法。郭红彩（2013）发现对于持股比例低的上市公司管理层，其权力对公司分红的影响更为显著，另外产权性质不同，其对公司分红的影响也存在显著差异。Crutchley 和 Hansen（1989）认为股利发放与公司规模大小呈正相关关系。余静文（2012）表明企业信贷约束程度越高，则企业股利分红比例越小，前者是影响企业股利分红的关键因素。苏力勇（2009）认为在分红派现方面，市净率高于市场均值的公司支付较低水平的股利，而市净率低于市场均值的公司支付较高水平的股利。

还有一些学者研究了企业股利政策的影响。Adams（1969）发现银行股利政策对市盈率有显著影响。Easterbrook（1984）指出股利支付可以减少公司的代理成本，现金分红可促使公司更频繁地进入资本市场融资，接受市场外部的监督和制约，从而既阻止管理层投资净现值为负的项目，又减少对募集资金的浪费。罗宏和黄文华（2008）证实了我国国有企业支付现金股利的行为，可以降低高管在职消费程度，并且认为这种程度是显著的，进而减少代理成本提升自身业绩。王小泳等（2014）研究发现，自然人控制的上市公司中，非连续派现公司的投资挤占了现金股利的积极效应，并给公司价值带来了负的冲击效应；中央政府控制的上市公司中，连续派现公司的现金分红具有抑制过度投资的效应，但其对投资波动的影响作用较小。肖万（2012）认为上市公司宣告现金分红普遍受到市场的支持和欢迎，现金股利的发放提高了公司价值和股东财富。宋逢明等（2010）研究发现现金分红能够显著降低股票收益率的波动，同时稳定的现金股利政策也能够提高公司股票收益率波动与基本面信息的相关性，即连续的现金股利能够提高股票市场的效率。

2.3 对半强制分红的争议

Shleifer 和 Vishny（1997）认为公司治理的根本目的是确保投资者获得投资回报。中国的一系列半强制分红政策的出台，正是这一观念的体现。但是，近年来，随着 Fama 和 French（2001）观测到美国上市公司分红的比例从 1978 年的 66.5% 降到 1999 年的 20.8%，进而首次提出“股利消失”的观点后，诸多学者也开始关注到这一现象并且对此进行研究。DeAngelo 等（2004）通过统计观测证实了“股利消失”的观点。Malcolm 和 Jeffrey（2008）认为在 1994 到 2002 年间，美英德法等发达国家都倾向于减少股息的支付。学者纷纷通过统计观测并且证实了成熟市场“股利消失”是大趋势。

成熟市场对现金分红减少关注，是否意味着这些国家的上市公司不再注重投资者回报呢？在这些国家里，“股利消失”并未受到广大投资者的诟病，投资者们的信心并没有因此挫伤，也没有投资者认为自身的利益收到侵害。实际上，在这些国家里，上市公司回报投资者的方式不仅仅是分红，Grullon 和 Michaely（2002）认为在支付方式上，企业对现金分红的热衷逐渐转移到股票回购上来，上市公司利用现金等方式从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票，变相地将现金流派发了给中小投资者。Brav 等（2005）验证了经理

人在这一问题上更倾向选择回购而非分红。Jain 等（2009）认为 IPO 公司在首次回报投资者时更倾向选择回购。Grullon 和 Ikenberry（2000）、Grullon 和 Michaely（2004）以及 Skinner（2008）认为公司收益和分红的关系在减弱的同时，收益和企业总支付额的关系却越来越明显，即股票回购的效力几乎等同于现金分红。因此在美国，尽管分红逐渐减少甚至消失，但上市公司利用现金等方式从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票，从而变相地将现金流派发了给中小投资者，并没有损害其利益。而在中国，尽管有过几家公司回购的先例，但该行为并不普遍，所以从公司支付层面上来说，证监会以政策形式确保中小投资者的部分回报的做法还是有一定的现实意义的。

但是“半强制分红”政策和预期结果是否存在偏差？学者对此也存在诸多争议。一方面，该政策可以敦促上市公司适当考虑股东近期利益，在一定程度上能够抑制上市公司无休止的“圈钱”欲望，从而进一步培育注重回报的市场环境，改善我国证券市场投资结构。杨熠和沈艺峰（2004）考察了 1994—2001 年的 962 次现金股利公告，他们认为我国的现金股利约束自由现金流代理成本的监督治理作用不可忽视，证监会实施股利与再融资资格相挂钩的规定具有一定的理论和实证依据。尹中立（2012）认为现在的国内投资者更偏好股票股利而非现金股利，因此半强制性分红政策可以在一定程度上纠正投资者的偏见，促进资本市场上的长期发展。王正位等（2011）认为再融资政策的变更能够显著影响企业自身再融资的规模。他们均认同该政策在我国具有一定的合理性。因此可以认为，半强制分红在一定程度上促进了企业现金分红行为。

另一方面，分红作为一种投资者获利的方式有它的特殊性，强制分红是否能达到监管机构预期的目的也是有待验证的。李常青等（2010）考察了半强制分红政策的市场反应，实证结果表明，政策颁布期间资本市场整体呈倒 U 型走势，显示投资者对于半强制分红政策呈现出“预期-失望”的反应过程。何涛和陈晓（2002）对 1997 年到 1999 年现金股利分配预案所引起的市场反应进行研究，发现现金股利的市场反应与企业市场价值无关，大股东可能出于自身利益而主动发放现金股利，这使得半强制分红政策不能起到保护外部股东利益的作用，他们进而对监管层采取设立半强制分红政策的行为的合理性提出了质疑。王国刚（2012）认为证券监管部门运用行政机制直接介入分红机制，既不利于维护股东权益，也不利于维护上市公司正常经营。李慧（2013）认为现金分红与否则不适合作为衡量我国上市公司融资约束与否的有效指标。王志强等（2012）认为将再融资资格看做一种期权，从财务灵活性的视角研究发现将股利分配形式收窄的做法会提高处于成长期的公司的融资门槛，可能导致监管悖论。冯时和徐建国（2014）认为现行的强制性分红政策对企业形成稳定的分红行为并无帮助，反而可能出现扭曲。

2.6 文献评述

上述文献从各个方面对迎合理论和企业分红行为进行了研究，也有不少文献探讨了中国资本市场上的“半强制分红”政策的成因、效应和影响问题。证监会为了保护广大投资者利益而出台“半强制分红”政策，其本心和初衷无疑是正确的。但是，一项政策和结果的落

地之间总会出现偏差，由于“半强制分红”政策规定再融资的前提是分红比例在30%以上，市场上存在部分公司为了获得再融资资格，从而迎合证监会政策而分红。这种非必要分红，甚至是“钓鱼式分红”又会引发诸多问题。目前尚未有文献从迎合理论的角度来研究在“半强制分红”背景下，上市公司“过度分红”的产生背景及其对投资者回报的影响问题。因此，本文将运用迎合理论，研究“半强制分红”制度背景下，上市公司过度分红与长期投资者回报的问题，为政府监管部门制定和改善相关政策提供理论支持。

3 研究假设

3.1 “半强制分红”政策与上市公司过度分红

在欧美成熟市场，Fama 和 French（2001）以及 DeAngelo 等（2004）等的研究已经证实了“股利消失”的现状。不过，上市公司通过回购以及提高业绩使股价增长等方式对投资者进行回报，因此投资者们的信心并没有因此挫伤，也没有投资者认为自身的利益受到侵害。这一点并没有在新兴市场上得到体现，例如土耳其、希腊以及中国等国家，由于市场不健全，企业回报意识低，政府都不同程度规定以分红来回报投资者。然而，由于缺乏其他回报机制，这些专注于强调分红来回报投资者的政策并不完全有效，经过学者研究发现，该类政策并没有起到应有的回报投资者的效应，反而可能会导致其他副作用（李常青等，2010；何涛和陈晓，2002；王国刚，2012；等）。

一些新兴国家的强制分红规定，包括中国证监会的“半强制分红”政策，都会一定程度上导致部分公司罔顾自身现金能力而进行分红。欧美国家将分红比例高于公司盈利或远远高于长期债券利率水平的行为称之为“过度分红”。在国内，李刚和张海燕（2009）和伍利娜等（2003）将超越现金能力和超越盈利能力的企业称为“过度分红”，其满足条件是当年每股派现金额大于每股经营现金流量以及或者每股派现金额大于每股收益。谢德仁等（2013）认为没有足额的留存收益和充足自由现金流的分红实际上为庞氏分红。

中国资本市场的“半强制分红”政策将分红水平与再融资资格联系起来，这客观上会造成部分本身没有分红意愿的上市公司，为了获得再融资资格，从而迎合“半强制分红”政策要求，进行分红。这些有再融资需求的上市公司，一般来说资金都并不充裕，其中一部分公司并没有足额的资金作分红保证，因而容易造成“过度分红”。另外，由于该政策仅对再融资“最近三年”的现金分红进行考核，这很容易导致上市公司为获取大额融资而在再融资的前三年实施现金分红，甚至可能出现在再融资的当年发放巨额现金红利，即便该分红已经超过公司本身的现金能力。因此本文做出如下假设：

H1：部分有再融资需求但缺乏资金的上市公司为了获得再融资资格，迎合“半强制分红”政策的要求而进行过度分红，即，半强制分红造成部分拟再融资上市公司过度分红。

3.2 过度分红与上市公司长期发展能力

长期发展能力是公司在生存的基础上，扩大规模和实力的能力。一般来说，长期发展能

力强的企业通常都伴随着较高的资产增长率和较高的净投资规模增长率，并能给予投资者较高的回报。Easterbrook（1984）指出企业派发股利可以有效地缓解管理层和股东之间的委托代理问题，从而提高企业的表现。Mahmoud 等（1995）运用面板数据，证实了股利委托代理理论的有效性，而企业的管理层确实也会运用股利来调整自身代理成本结构，证明合适的股利水平可以减少代理成本，增加企业的价值。Mannan（2014）研究了巴基斯坦上市公司的股利政策和公司业绩的关系，他发现权益收益率和分红存在显著的负向关系。Agyei（2014）研究了 1999 到 2003 年加纳银行企业的、股利政策和公司业绩的关系，研究发现发放股利能够显著地提高银行的业绩。

在“半强制分红”政策背景下，一些上市公司为了未来再融资的需求，即便在不具备高分配能力的情况下也进行过度分红。这种过度分红无疑是饮鸩止渴，长此以往会削弱企业的发展能力。针对我国部分上市公司的过度分红现象，吴谦（2006）认为有些上市公司实际业绩情况较差时，仍然坚持实施分红派现，进而通过实施增发配股等大规模再融资，用部分圈来的钱来弥补原来分红时留下的资金缺口，实际上就等于是将融资所得的现金作为红利分配，形成一种变相的融资分红。林海（2000）认为，一些收益比较差的上市公司为了吸引投资者会增大现金股利的支付，这时扩大现金流量的支出，则有可能导致上市公司投资资本的缺乏以及经营能力的衰竭，对上市公司的股东是不利的，因而这种行为是短视的，引起的市场反应也是消极的。综上，本文提出如下假设：

H2：源自“半强制分红”政策的过度分红现象使拟再融资上市公司长期发展能力受到削弱。

3.3 “半强制分红”政策与投资者长期回报

半强制分红确实一定程度上促使一部分上市公司及时分派现金股利，使投资者短期回报得到保证。但是，只有上市公司的长期发展能力和股价的长期表现才是投资者长期回报的保证。国内外已有一些学者对分红和股价的关系进行了研究。Mark（1984）研究发现股票的平均价格会对股票红利公告有正向的响应，这种信号理论框架下出现的响应在除权日左右尤为明显。Patell 等（1984）研究了分红预告当天的股价行为，研究得出分红通知的发布是股价第一波变化的催化剂。Dielman 等（1984）通过实证验证，股利增加的信息传递公司前景良好的信号，反之则暗示管理层对未来的悲观情绪。Handjinicolaou 等（1984）研究了股价和分红之间的关系，和 Kane 等（1984）一样，都验证了信号理论的有效性。Asem 等（2014）检验了股利发放通知的即时收益率和公司未来收益的关系，研究发现当收益率高的公司降低了股利，其未来股价的波动将大于那些收益率低的公司。Chen 等（2014）运用了高斯混合模型，发现股利增加和未来的盈利性有极大的相关性，而股利增加所带来的盈利性可以持续 4 年，而股利减少和股利消失只反映了当前低利润的现状。

但如果企业确实进行过度分红，甚至要靠融资来派现，伍利娜等（2003）认为这明显有损投资者的长远利益。类似前文陕国投的例子，其过度分红对投资的长期回报的利益损害已经在市场上得到了验证。因此，半强制分红的实质很可能造成需要融资的企业放弃好的投资

机会而被迫分红,也可能造成一些提供给那些期望通过分红掏空公司利润的大股东一个合理的借口。这从长期来看都是会侵害投资者,尤其是中小投资者的利益。因此本文做出如下假设:

H3: 半强制分红所引起的部分上市公司过度分红,虽然使投资者短期回报得到保证,但会使得投资者长期回报受到更大损害。

4 数据来源与变量设定

4.1 数据来源

本文以 2006 年到 2013 年沪深 A 股所有上市公司作为样本,剔除了 ST 公司以及上市时间在 2007 年后的公司,一共得到 15417 个有效样本。本文所涉及数据来源于证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所和 Wind 数据库。

表 1 上市公司历年的三年累计分红量与归属于母公司净利润的比例

Table 1 The ratio of accumulated dividends of three years to average net profit

	<30%	30%- 40%	40%- 50%	50%- 60%	60%- 70%	70%- 80%	80%- 90%	90%- 100%	>100%
2006	621	46	43	32	48	40	25	34	489
2007	707	62	54	72	56	57	49	43	404
2008	663	114	82	74	70	65	55	59	399
2009	673	149	98	86	73	80	83	60	378
2010	754	173	140	127	117	118	76	101	423
2011	719	219	163	183	171	135	112	101	508
2012	627	211	163	189	173	162	144	135	662
2013	582	162	152	158	156	147	184	161	766

半强制分红政策的门槛指标为三年累计分红量与归属于母公司净利润的比例,表 1 统计了上市公司 2006 年到 2013 年该比值的数量频数。可以看到,除去分红在 100%以上和 30%以下的公司,整体来看分红比例在 30-40%这一区间公司数量是最多的——尤其是在 2008 年后该区间数量显著的高于其他区间,50-60%次之,因此可以初步判定半强制分红的政策在一定程度上确实对企业的分红行为产生影响,这部分的公司很可能是为了达到再融资的需求而确保分红达到门槛值而已,并非真正地想回报投资者。

结合本文所要讨论的问题,由于有再融资门槛条件的存在,普遍存在“临界分红”的现象,甚至有时派现金额是本身的现金能力难以负担的。这样的派现无疑会导致现金净流量严重不足,给公司的持续经营、给股东带来不利影响。表 2 统计了分市场历年过度分红的公司数量。可以看到样本期内各年度派现水平存在差异,但总体呈上升的趋势。再将所有公司按

其所在上市市场划分，可以看到，在中小板和创业板上市的公司，其过度分红的公司数目的增长幅度最大。

表 2 上市公司历年过度分红数量统计

Table 2 The amount of excessive dividend

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
上交所	86	103	116	84	132	198	196	203
深交所主板(除中小板)	51	51	60	35	65	74	73	81
中小板	22	53	73	57	192	264	182	169
创业板	-	-	-	7	59	153	137	118
总计	159	207	249	183	448	689	588	571

4.2 变量设定

本文的**因变量**包括过度分红虚拟变量（EXC）、企业长期发展能力和投资者长期回报。

过度分红虚拟变量（EXC）：本文将当年每股股利大于每股经营现金流量或者每股派现金额大于每股收益的公司定义为“过度分红”公司，赋值为 1，其余赋值为 0。需要注意的是，尽管本文对过度分红指标的衡量和其他学者一致，但过度分红的缘由存在差异，李刚和张海燕（2009）和伍利娜等（2003）是以大股东恶意分红套现以达到输送利益为出发点，而本文是以上市公司“为融资而分配”为出发点，认为股利政策在很大程度上受再融资行为所制约，甚至成为再筹资行为的附属物。

企业长期发展能力：本文采用三组增长率变量，分别为营业总收入增长率（GROWTH_GR）、归属于母公司的权益增长率（GROWTH_EQUITY）、资产总额增长率（GROWTH_ASSETS），该三组变量均为滞后三年的数值。

投资者长期回报：本文采用企业预期收益率（RETURN），并且剔除了对应的大盘收益率。

本文的**自变量**包括近三年分红比例指标（DIV）和再融资需求指标（REFINANCE）。

近三年分红比例指标（DIV）：根据证监会规定，上市公司用近三年现金分红总额除以近三年归属母公司的净利润均值得出近三年分红比例，得到的数值从 0%-100%不等。由于半强制分红办法规定再融资门槛为 30%，因此对于分红比例在 30%以下公司赋值为 0，源于该类公司达不到再融资的要求，对于分红比例在 30%以上的公司，实际都存在再融资的可能，但实际有部分公司的分红并非为了再融资，而是确实回报股东或者大股东输送利益等原因，此类都不在本文讨论的范围。并且，对于实际需要再融资的公司，“钓鱼式分红”（即“临界分红”）更为常见，因此本文对分红比例在 30%-40%的公司赋值为 1，40%以上的赋值为 0。

再融资需求（REFINANCE）：本文对于当年企业存在增发、配股行为的公司赋值为 1，其余赋值为 0，需要注意的是，本文在衡量企业再融资需求和以往文献不同，由于公司的再

融资意愿与实际再融资行为之间可能存在不一致,如果以公司实际的再融资行为来定义公司再融资意愿将失之偏颇。因此本文还纳入了潜在再融资需求的公司。以往文献在衡量该指标时往往将其和有无融资约束联系起来,判断该约束是否存在的指标包括:股利支付率、债券等级、公司规模、公司性质等(例如李常青等,2010)。而本文将公告要进行再融资但最终未实现的公司纳入了潜在再融资需求的范畴,对于这类企业也赋值为1。因此,本文统计了上市企业的再融资公告和进度,其中既包括了已经预报要再融资而未被证监会和交易所许可的公司,也包括了已过会却自行停止融资的公司。

另外,本文还参照 Ayers (2002) 等文献,设定了多个控制变量,包括:总资产 (SIZE, 取自然对数)、杠杆率 (LEV, 总负债/总资产)、机构持股比例 (INS)、企业年龄 (AGE)、年份 (YEAR)、资产收益率 (ROA)。

表3给出了所有变量的名称、缩写和算法。

表3 变量名称以及计算方法

Table 3 The names and algorithm of variables

变量名称	变量缩写	变量定义/算法
因变量		
过度分红虚拟变量	EXC	当年每股股利大于每股经营现金流量或者每股派现金额大于每股收益的公司赋值1, 其余赋值0。
营业总收入增长率	GROWTH_GR	营业总收入滞后三年的增长率
归属于母公司的权益增长率	GROWTH_EQUITY	归属于母公司权益滞后三年的增长率
资产总额增长率	GROWTH_ASSETS	资产总额滞后三年的增长率
企业预期收益率	RETURN	剔除大盘收益率的预期收益率
自变量		
近三年分红比例指标	DIV	对分红比例在30%-40%的公司赋值为1, 其余赋值为0。
再融资需求	REFINANCE	对于当年企业存在增发、配股行为以及潜在行为的公司赋值为1, 其余赋值为0。
控制变量		
总资产	SIZE	企业总资产的对数
杠杆率	LEV	总负债/总资产
机构持股比例	INS	机构所持企业股票比例
企业年龄	AGE	年龄
资产收益率	ROA	企业资产收益率
年份	YEAR	虚拟变量

5 实证研究

5.1 半强制分红与拟再融资上市公司过度分红

上市公司是否出现过度分红是一个二元问题，因此，本文采用 Logitc 离散选择模型来检验假设 1。该逻辑分布模型由于是根据 IIA 特性导出，采用最大似然估计法进行参数估计，无需样本数据呈正态分布的严格条件，克服了线性方程受假设约束的局限性，能更好地适用于企业财务指标的数据分析。另外，由于观测对象在不同时期存在异质性，本文引入了年份虚拟变量作固定效应回归。

根据假设 1，本文建立如下方程 1：

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \alpha + \beta_i * Explanatory_Variables + \gamma_i * Control_Variables + \varepsilon \quad (1)$$

其中被解释变量是过度分红概率和没有出现过度分红概率比例的对数。自变量选择三个虚拟变量指标，分别是上市公司近三年分红数比例指标，再融资需求指标以及二者交叉项。过度分红的概率是 p_i ，未过度分红的概率是 $(1-p_i)$ ，令

$$Z_i = \beta_1 + \beta_2 * X_i$$

因此过度分红的机会比例是：

$$\frac{P_i}{1-P_i} = \frac{(1 + \exp(Z_i))}{(1 + \exp(-Z_i))} = \exp(Z_i)$$

我们做了 2006 年到 2013 年主要变量间的 Pearson 相关系数矩阵。连续变量中虽然个别指数存在显著相关，但所有变量的相关系数都低于 0.2，因此将这些变量作为控制变量加入同一模型中不会产生很强的多重共线性问题，可见这些控制变量选取较为合适。我们还对文中两个因变量“近三年分红比例”和“再融资需求”两者的相关度进行了 Φ 相关检验结果显示相关度较弱。限于篇幅，这里没有报告。

表 4 和表 5 给出了模型 1 的 logit 回归结果。近三年分红比例、再融资需求、以及这两者的交叉项系数分别为 0.576、0.210、0.143，对应的 p 值分别为在 1%、5%和 10%水平上显著。这也就说明，在剔除了其他因素的情况下，企业的分红与再融资与否和过度分红的关系非常密切。对三个自变量的系数取反对数后，可以得出机会比率数值（过度分红相比没有过度分红的概率），即分红比例和再融资指标每增加一个单位，过度分红的机会比率就增加 78%和 23%，将两者结合起来看，交叉项每增加一个单位，过度分红的机会比率就增加 15%。另外年份虚拟变量中只有一个显著，剩余的 P 值均在 0.1 以上，说明该模型在年份方面异质性不强，因此表 5 给出了剔除年份之后的 logit 回归，可以看到三个自变量仍然显著，p 值分别为 0.000、0.014 和 0.065，对应的机会比率分别为 76%、24%和 10%，结论仍然验证了假设 1。

表 4 模型 1 的 logit 回归结果

Table 4 The regression results of model 1

	B	S.E,	Wals	Df	Sig.	Exp (B)
步骤 1a 近三年分红比例	.576	.098	34.307	1	.000	1.779
再融资需求	.210	.089	5.616	1	.018	1.234
近三年分红比例*再融资需求	.143	.270	2.699	1	.100	1.152
2007	-.018	.121	.023	1	.879	.982
2008	.065	.119	.303	1	.582	1.068
2009	-.496	.133	13.851	1	.000	.609
2010	.017	.123	.019	1	.891	1.017
2011	.174	.122	2.037	1	.154	1.191
2012	.188	.124	2.306	1	.129	1.207
2013	.199	.125	2.519	1	.112	1.220
总资产	.210	.022	92.847	1	.000	1.234
杆杠率	-.007	.001	26.423	1	.000	.993
企业年龄	.000	.006	.006	1	.939	1.000
机构持股比例	.004	.001	9.739	1	.002	1.004
常量	-6.266	.457	187.734	1	.000	.002

表 5 模型 1 的 logit 混合回归结果

Table 5 The regression results of model 1

	B	S.E,	Wals	df	Sig.	Exp (B)
步骤 1a 近三年分红比例	.563	.098	33.238	1	.000	1.755
再融资需求	.217	.088	6.021	1	.014	1.242
近三年分红比例*再融资需求	.097	.269	3.407	1	.065	1.102
总资产	.220	.022	103.379	1	.000	1.246
杆杠率	-.007	.001	28.293	1	.000	.993
企业年龄	.007	.005	2.280	1	.131	1.007
机构持股比例	.005	.001	14.310	1	.000	1.005
常量	-6.557	.447	215.001	1	.000	.001

5.2 过度分红与上市公司长期发展能力

对于假设 2，先用独立样本平均数差异进行 t 检验。本文用归属于母公司的滞后三年的权益增长率表示公司的长期发展能力，用过度分红指标作为分组变量，通过独立样本 t 检验来检验存在过度分红和不存在过度分红公司的长期发展能力是否存在差异。表 6 显示了 t 检验的结果。平均数差异检验的基本假设之一是方差齐次性，如果齐次性不满足，则 t 需要校正。Levene 用来检验样本的齐次性，其 P 值为 0.048，远远小于 0.1，因此不接受方差相同的假设。由于齐次性不满足，因此 t 值需要校正，用柯克兰和柯克斯的 t 值检验法，此时的 p 值为 0.004，非常显著。可以认为是是否过度分红的公司之间长期发展能力存在显著性差异。

表 6 独立样本平均数差异 t 检验结果

Table 6 t test for mean differences between independent samples

	方差方程的 Levene 检验		均值方程的 t 检验							
	F	Sig.	t	df	Sig.(双 侧)	均值差 值	标准误差 值	差分的 95% 置信区间		
								下限	上限	
归母 权益 增长 率	假设方差 相等	3.919	.048	1.079	6708	.280	520.750	482.473	-425.051	1466.551
	假设方差 不相等			2.855	5874.420	.004	520.750	182.411	163.158	878.342

然后本文建立如下固定效应回归模型 2：

$$Dependent_Variables = \alpha + \beta_i * Explanatory_Variables + \gamma_i * Control_Variables + \varepsilon \quad (2)$$

其中被解释变量是公司长期发展能力，用归属于母公司的权益滞后三年的增长率来表示，自变量分别是上市公司近三年分红数比例指标，再融资需求指标以及二者交叉项。控制变量为总资产对数、杠杆率、ROA、年龄、机构持股比例等。

表 7 给出了上述模型 2 的回归结果。其中方程 F 值为 29.254，整体的 P 值为 0.000，达到显著性水平，说明模型 2 回归方程的设置是合理的。VIF 为方差扩大因子，由于所有因子的 VIF 小于 2，因此该方程不存在严重的多重共线性。自变量过度分红的系数为-4.824，其 P 值为 0.079，达到了 10%的显著性水平。该结果验证了假设 2，表明相对于没有过度分红的企业，存在过度分红的企业对公司长期发展能力有负的影响，即相较于没有过度分红的公司，企业过度分红后会减少归属于母公司的三年权益增长率。

表 7 模型 2 线性回归结果

Table 7 Linear regression results of model 2

模型		非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
		B	标准误差	试用版			容差	VIF
2	(常量)	49.935	16.677		2.994	.003		
	过度分红	-4.824	2.749	-.023	-1.755	.079	.989	1.011
	2006	-13.339	2.979	-.073	-4.477	.000	.614	1.629
	2007	-10.879	3.022	-.060	-3.600	.000	.597	1.675
	2008	-21.761	3.187	-.120	-6.828	.000	.537	1.864
	2009	-25.907	3.269	-.143	-7.925	.000	.510	1.961
	总资产对数	-.029	.772	-.001	-.037	.970	.833	1.200
	杠杆率	.013	.003	.057	3.721	.000	.693	1.444
	roa	.012	.013	.015	.956	.339	.713	1.403
	年龄	-.404	.181	-.030	-2.229	.026	.920	1.087
	机构持股比例	.685	.046	.226	15.017	.000	.729	1.373
模型		平方和		df	均方	F	Sig.	
回归		1470679.658		10	147067.966	29.254	.000	
残差		28926514.590		5754	5027.201			
总计		30397194.248		5764				

为了保证上述回归的可信度，本文再采纳另一种方法来验证假设 2——被用作政策效果检验的双重差分模型（Difference-in-Difference Model）。本文将存在过度分红的公司作为实验组，将不存在过度分红的企业作为对照组，考察半强制分红政策对企业长期发展能力的影响，建立如下 DID 模型 3：

$$Long_development = \alpha + \beta_i * EXC + \delta_i * T + \eta_i * EXC * T + \gamma_i * Control_Variables + \varepsilon \quad (3)$$

根据上述模型得到过度分红和未过度分红的模型，其中因变量为企业长期发展能力指标，自变量为过度分红虚拟变量 EXC，政策时间（2008）虚拟变量 T，以及其他控制变量。

表 8 给出了 DID 模型 3 的回归结果。自变量政策变量的系数为-9.248，P 值为 0.000，达到了显著性水平，这表明了无论是实验组还是对照组，该政策都削弱了公司长期发展能力，这与上述的统计性描述基本一致。而差异效应系数为-4.426，虽然没有达到显著性水平，但一定程度上表明了实验组跟对照组相比，前者的三年归属母公司权益增长率要明显高于后者。本文最关注的净影响系数，即交叉项的系数为-14.968，其 P 值为 0.008，通过显著水平为 1% 的检验。这表明在控制了其他效应的同时，在半强制政策背景下，过度分红企业的长

期发展能力显著低于没有过度分红的企业，进一步验证了假设 2。

表 8 模型 3 回归结果

Table 8 Linear regression results of model 3

模型	非标准化系数		标准系数		t	Sig.
	B	标准误差	试用版			
1 (常量)	45.001	2.828			15.915	.000
EXC	-4.426	4.357	.021		1.016	.310
T	-9.248	2.222	-.062		-4.163	.000
EXC*T	-14.968	5.606	-.056		-2.670	.008
杠杆率	.011	.003	.049		3.820	.000
年龄	-.577	.180	-.043		-3.211	.001
机构持股比例	.613	.042	.203		14.728	.000

5.3 半强制分红与投资者长期回报

根据假设 3，本文建立了如下固定效应回归模型 4：

$$Dependent_Variables = \alpha + \beta_i * Explanatory_Variables + \gamma_i * Control_Variables + \varepsilon \quad (4)$$

其中被解释变量是公司的长期投资回报，用企业的三年平均收益率（剔除了大盘的收益率）来表示。自变量为交叉项，即半强制分红指标（近三年分红与平均净利润占比）和再融资指标的乘积。此外还有控制变量，包括年份、总资产、杠杆率、年龄、机构持股比例。

表 9 给出了每个自变量回归系数的估计值和显著性的检验结果。由于所有因子的 VIF 小于 2.5，因此该方程不存在严重的多重共线性。过度分红的系数为-5.339，P 值为 0.048，达到了显著性水平。验证了假设 3，这表明分红达到半强制分红政策要求并融资的企业，其对投资者长期回报显著的低于其他企业。

表 9 模型 4 回归结果

Table 9 Regression results of model 4

模型	非标准化系数		标准系数		t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版				容差	VIF
1 (常量)	57.535	4.274			13.463	.000		
交叉项	-5.339	2.698	.012		1.979	.048	.994	1.006
2007	67.815	1.080	.524		62.778	.000	.565	1.771

2008	2.182	1.090	.017	2.002	.045	.554	1.804
2009	-14.811	1.129	-.114	-13.124	.000	.517	1.933
2010	25.596	1.152	.198	22.226	.000	.497	2.013
2011	-38.125	1.174	-.294	-32.470	.000	.478	2.092
2012	-40.391	1.194	-.312	-33.825	.000	.462	2.164
2013	-17.350	1.215	-.134	-14.281	.000	.446	2.240
总资产	-1.584	.196	-.056	-8.067	.000	.809	1.236
杠杆率	-.001	.000	-.012	-1.912	.056	.988	1.012
年龄	.183	.053	.024	3.430	.001	.816	1.225
机构持股比例	.144	.013	.082	10.721	.000	.678	1.474

5.4 稳健性检验

(1) 对模型 1 的稳健性检验

对于模型 1，将因变量“近三年分红”虚拟变量重新定义为分红比例在 30%-50% 的范围，建立模型 1'。表 10 给出了模型 1' 的稳健性检验结果，近三年分红比例、再融资需求以及这两者的交叉项系数分别为 0.528、0.200、0.216，对应的 p 值分别为 0.000、0.031 和 0.314，其中近三年分红比例虚拟变量和再融资需求变量均显著。得出的结果和前文基本一致，假设 1 仍然可以得证。

对于假设 2 的独立样本检验，本文将公司长期发展指标替换为营业总收入三年增长率和资产总值三年增长率，p 值分别为 0.022 和 0.010，统计上都显著，和上文的结论一致，即过度分红和未过度分红的企业，其长期发展能力有显著差异。

表 10 模型 1' 的 logit 回归结果

Table 10 Robust logit test results of model 1'

	B	S.E.	Wals	df	Sig.	Exp (B)
步骤 1a 近三年分红比例	.528	.080	43.685	1	.000	1.695
再融资需求	.200	.093	4.642	1	.031	1.222
近三年分红比例 *再融资需求	-.216	.214	1.016	1	.314	.806
2007	-.020	.121	.028	1	.868	.980
2008	.057	.119	.231	1	.631	1.059
2009	-.505	.133	14.364	1	.000	.603
2010	.010	.123	.007	1	.934	1.010
2011	.166	.122	1.831	1	.176	1.180

2012	.180	.124	2.115	1	.146	1.197
2013	.194	.125	2.389	1	.122	1.214
总资产	.206	.022	88.011	1	.000	1.228
杆杠率	-.007	.001	25.960	1	.000	.993
企业年龄	.000	.006	.005	1	.945	1.000
机构持股比例	.004	.001	9.495	1	.002	1.004
常量	-6.182	.459	181.704	1	.000	.002

(2) 对模型 2 的稳健性检验

在模型 2 的回归模型中，将因变量替换为资产总额三年增长率，变换为模型 2'。表 11 给出了回归结果。其中过度分红指标依然显著，P 值为 0.018，系数为-6.011，和前述结论一致，即存在过度分红的企业与不存在过度分红的企业相比，对公司长期发展有负面的影响。再次验证假设 2 成立。

表 11 模型 2' 的线性回归结果

Table 11 Robust logit test results of model 2'

模型	非标准化系数		标准系数		Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版	t		容差	VIF
1 (常量)	25.957	15.159		1.712	.087		
过度分红	-6.011	2.536	.030	2.371	.018	.987	1.013
2006	-7.264	2.699	-.043	-2.691	.007	.613	1.630
2007	.168	2.743	.001	.061	.951	.594	1.684
2008	-9.899	2.896	-.058	-3.419	.001	.533	1.877
2009	-18.900	2.972	-.111	-6.358	.000	.506	1.978
总资产对数	1.035	.703	.020	1.473	.141	.860	1.163
杆杠率	.057	.018	.040	3.126	.002	.954	1.049
roa	1.186	.089	.173	13.346	.000	.918	1.090
年龄	-.783	.166	-.062	-4.725	.000	.911	1.098
机构持股比例	.480	.043	.169	11.256	.000	.686	1.457

(3) 对模型 4 的稳健性检验

在模型 4 的回归模型中，将因变量企业的三年平均收益率替换为两年平均收益率，变为模型 4'。表 12 给出了每个自变量回归系数的估计值和显著性的检验结果。所有因子的 VIF 小于 2.5，因此该方程不存在严重的多重共线性。过度分红的系数为-0.275，P 值为 0.102，

在 10%显著性水平的临界状态，可以认为在 10%水平上显著，和假设 3 的结论一致。

表 12 模型 4'的线性回归结果

Table 12 Robust logit test results of model 4'

模型	非标准化系数		标准系数		t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版				容差	VIF
1 (常量)	56.952	2.794			20.384	.000		
交叉项	-0.275	1.766	.001		1.156	.102	.992	1.008
2007	20.333	.706	.300		28.786	.000	.564	1.772
2008	35.047	.713	.518		49.164	.000	.554	1.804
2009	22.786	.738	.337		30.878	.000	.517	1.933
2010	9.364	.753	.138		12.437	.000	.497	2.013
2011	1.675	.768	.025		2.183	.029	.478	2.092
2012	-.169	.781	-.002		-.216	.829	.462	2.164
2013	1.774	.794	.026		2.234	.026	.446	2.240
总资产	-.705	.128	-.048		-5.490	.000	.809	1.236
杠杆率	.000	.000	-.005		-.573	.566	.986	1.014
ROA	.002	.002	.007		.892	.372	.996	1.004
年龄	.161	.035	.040		4.597	.000	.816	1.225
机构持股比例	-.101	.009	-.110		-11.538	.000	.678	1.475

6 结论

一般来说，现金分红是公司回报广大投资者、尤其是中小投资者最主要的方式。而我国的证券市场还与其他发展中国家的新兴市场一样，在现金分红方面，上市公司对于回报股东的意识仍旧处于较低水平，缺乏给投资者投资回报作为风险补偿的责任感，即便拥有大量现金流和收益也不向投资者分配。在这种情况下，为了增强企业给予广大投资者回报的意识，确保投资者的利益，中国证监会颁布了一系列“半强制分红”政策，将分红和再融资挂钩，在一定程度上促进了部分上市公司的分红行为。

半强制分红政策一方面确实敦促了上市公司适当考虑股东近期利益，但半强制分红是否能达到监管机构预期的目的也还有待验证。近年来，该政策的有效性受到了诸多学者的质疑。本文以上述政策中所规定的“半强制分红”政策为研究背景，基于行为经济学中的迎合理论，考察这种中国所特有的半强制分红政策对公司自身的长期发展和对投资者回报的影响。进而提出三个假设：半强制分红造成部分再融资上市公司过度分红；过度分红使上市公司长期发展能力受到削弱；半强制分红使投资者短期回报得到保证，但会使得投资者长期回报受到更

大损害。

本文通过 logit 模型实证表明，在剔除了其他因素的情况下，企业分红以及企业再融资和过度分红的关系非常密切。分红比例和再融资指标每增加一个单位，过度分红的机会比率就增加 78%和 23%。通过独立样本平均数差异 t 检验，本文发现过度分红的公司的长期发展能力存在显著性差异。利用固定效应回归模型研究，本文发现，相对于没有过度分红的企业，存在过度分红的企业对公司长期发展有负的影响，公司出现过度分红后会减少归属于母公司的权益三年增长率。再通过双重差分模型，构建实验组和对照组进行对比研究，得到结论认为，无论对于作用组还是对比组来说，“半强制分红”政策都削弱了公司长期发展能力。另外，这又一次验证了假设 2。最后利用固定效应回归模型验证了假设 3，表明分红达到半强制分红政策要求并融资的企业，其对投资者长期回报显著的低于其他企业。这证实了这样一个结论，半强制分红使投资者短期回报得到保证，但过度分红会使得投资者长期回报受到更大损害。另外，本文对于三个假设分别做了稳健性检验，分别重新定义了因变量“近三年分红”虚拟变量的计量，替换了长期发展指标以及投资者预期回报的指标，最终的结论和前文一致。

本文认为，中国缺乏美国式回购的回报机制，不能够变相地将现金流派发给中小投资者。因此从公司支付层面上来说，证监会出台文件、以政策形式确保中小投资者的部分回报的做法，其初衷是好的。另外，半强制分红政策确实敦促了上市公司适当考虑股东近期利益，在一定程度上能够抑制上市公司无休止的“圈钱”欲望，从而进一步培育注重回报的市场环境，改善我国证券市场投资结构。但另一方面，半强制分红政策也出现了意料外的“副作用”，造成了部分上市公司的过度分红后果，并进而导致这些过度分红上市公司的长期发展能力的削弱。因此，综合来看，应加强对上市公司内源融资资金以及再融资资金的监管，并应对上市公司分红进行分类监管，而不仅仅是强制所有需要再融资的上市公司分红。本文的研究不仅对迎合理论提供了一个支持证据，而且也是对我国现有股利政策研究文献的一个补充，并对改进和完善我国股利政策法规具有一定的参考意义。

参考文献

- [1]. Agyei, S. K., Marfo-Yiadom, E. Dividend Policy and Bank Performance in Ghana [J]. *International Journal of Economics and Finance*, 2014, 3(4): p202.
- [2]. Asem, E., Lethbridge, A. B., Kaul, A. Dividend Changes and Future Earnings: A Conditional Analysis [J]. 2014.
- [3]. Ayers, B. C., Cloyd, C. B., Robinson, J. R. The effect of shareholder-level dividend taxes on stock prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993 [J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(4): 933-947.
- [4]. Baker, M., Wurgler, J. A catering theory of dividends [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.

- [5]. Baker, M., Greenwood, R., Wurgler, J. Catering through nominal share prices [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(6): 2559-2590.
- [6]. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., et al. Payout policy in the 21st century [J]. *Journal of financial economics*, 2005, 77(3): 483-527.
- [7]. Bulan, L., Subramanian, N., Tanlu, L. On the timing of dividend initiations [J]. *Financial Management*, 2007: 31-65.
- [8]. Chen, T. Y., Kao, L. J. Dividend changes and information about future profitability: an application of difference GMM [J]. *Applied Economics Letters*, 2014, 21(7): 505-508.
- [9]. Choi, S. J., Pritchard, A. C. Behavioral Economics and the SEC [J]. *Stanford Law Review*, 2003: 1-73.
- [10]. Cooper, M. J., Gulen, H., Rau, P. R. Changing names with style: Mutual fund name changes and their effects on fund flows [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2825-2858.
- [11]. Crutchley, C. E., Hansen, R. S. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends [J]. *Financial Management*, 1989: 36-46.
- [12]. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(3): 425-456.
- [13]. Dielman, T. E., Oppenheimer, H. R. An examination of investor behavior during periods of large dividend changes [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1984, 19(02): 197-216.
- [14]. Easterbrook, F. H. Two agency-cost explanations of dividends [J]. *The American Economic Review*, 1984, 74(4): 650-659.
- [15]. Fama, E. F., French, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. *Journal of Financial economics*, 2001, 60(1): 3-43.
- [16]. Gemmill, G. Catering for dividends by stripping mutual-fund portfolios [J]. Available at SSRN 807904, 2005.
- [17]. Grullon, G., Michaely, R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(4): 1649-1684.
- [18]. Grullon, G., Ikenberry, D. L. What do we know about stock repurchases? [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, 13(1): 31-51.
- [19]. Grullon, G., Michaely, R. The information content of share repurchase programs [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(2): 651-680.
- [20]. Gupta, M. C., Walker, D. A. Dividend disbursement practices in commercial banking [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1975, 10(03): 515-529.
- [21]. Handjinicolaou, G., Kalay, A. Wealth redistributions or changes in firm value: An analysis

- of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(1): 35-63.
- [22]. Jain, B. A., Shekhar, C., Torbey, V. Payout initiation by IPO firms: The choice between dividends and share repurchases [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009, 49(4): 1275-1297.
- [23]. Kane, A., Lee, Y. K., Marcus, A. Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect? [J]. *The Journal of Finance*, 1984, 39(4): 1091-1099.
- [24]. Kinkki, S. Minority protection and dividend policy in Finland [J]. *European Financial Management*, 2008, 14(3): 470-502.
- [25]. La Porta, R., Lopez, de Silanes F., Shleifer, A., et al. Agency problems and dividend policies around the world [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 1-33.
- [26]. Li, W., Lie, E. Dividend changes and catering incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(2): 293-308.
- [27]. Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes [J]. *The American Economic Review*, 1956: 97-113.
- [28]. Mannan, A., Aziz, B., Sajid, M., et al. Impact of capital structure and dividend policy on firm's performance and stock return [J]. *International Journal of Management, IT and Engineering*, 2014, 4(2): 509-524.
- [29]. Mahmoud, M. A., Perry L G, Rimbey J N. An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy [J]. *Financial Review*, 1995, 30(2): 367-385.
- [30]. Patell, J. M., Wolfson, M. A. The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 223-252.
- [31]. Polk, C., Sapienza, P. The stock market and corporate investment: A test of catering theory [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 187-217.
- [32]. Shleifer, A., Vishny, R. W. A survey of corporate governance [J]. *The journal of finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [33]. Skinner, D. J. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 582-609.
- [34]. Smith, Jr. C. W., Watts, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies [J]. *Journal of financial Economics*, 1992, 32(3): 263-292.
- [35]. Tsuji, C. A Test of the Catering Theory of Dividends: The Case of the Japanese Electric Appliances Industry [J]. *Journal of Management Research*, 2010, 2(2).
- [36]. Wang, M., Ke, M., Liu, D., Huang, Y. Dividend Policy and the Life Cycle Hypothesis: Evidence from Taiwan [J]. *The International Journal of Business and Finance Research*,

- 2011, 5: 33-52.
- [37]. Williams, J. B. The theory of investment value [M]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1938.
- [38]. 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究[J]. 经济科学, 1998, (5).
- [39]. 冯时, 徐建国. A股分红的国际比较[J]. 上海金融, 2014, (5).
- [40]. 郭红彩. 管理层权力对上市公司分红行为的影响——基于我国A股上市公司的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2013, 01:137-143.
- [41]. 何涛, 陈晓. 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[J]. 金融研究, 2002, (8).
- [42]. 李常青, 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).
- [43]. 李刚, 张海燕. 解析机构投资者的红利甄别能力[J]. 金融研究, 2009, (1).
- [44]. 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).
- [45]. 林海. 股利政策与上市公司收益的实证研究[J]. 世界经济, 2000, (5).
- [46]. 罗宏, 黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 管理世界, 2008, 09:139-148.
- [47]. 饶育蕾, 贺曦, 李湘平. 股利折价与迎合:来自我国上市公司现金股利分配的证据[J]. 管理工程学报, 2008, (1).
- [48]. 宋逢明, 姜琪, 高峰. 现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响. 金融研究, 2010, (10); 103-116
- [49]. 苏力勇. 分红派现、股权再融资与股票市场股权资金配置效率[J]. 证券市场导报, 2009, (5); 68-77
- [50]. 王国刚. 中国A股上市公司现金分红的效应分析. 经济学动态, 2012, (12); 32-37
- [51]. 王树年, 于渤. 上市公司分红与经营绩效的关系探讨[J]. 证券市场导报, 2010, 06: 45-50.
- [52]. 王小泳, 孔东民, 李尚鹭. 现金分红的连续性、投资效率与公司价值——基于面板结构VAR模型的实证分析[J]. 中国管理科学, 2014, (3).
- [53]. 王信. 从代理理论看上市公司的派现行为[J]. 金融研究, 2002, (9).
- [54]. 王正位, 王思敏, 朱武祥. 股票市场融资管制与公司最优资本结构[J]. 管理世界, 2011, (2).
- [55]. 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).
- [56]. 伍利娜, 高强, 彭燕. 中国上市公司“异常高派现”影响因素研究[J]. 经济科学, 2003, (1).
- [57]. 吴谦. 影响上市公司超能力派现行为的实证[J]. 统计与决策, 2006, (1).

- [58]. 肖万. 现金股利宣告、市场反应与强制分红政策——基于我国资本市场的实证分析[J]. 西安财经学院学报, 2012, 25(6); 17-20
- [59]. 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).
- [60]. 谢震, 熊金武. 投资者态度影响了公司行为吗?——基于上市公司股利政策的考察[J]. 投资研究, 2013, (10).
- [61]. 许立新, 杨淼. 基于行业特征的股利迎合政策研究--以中小板上市公司送转股为例[J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2014, 35(1): 24-28.
- [62]. 严太华, 龚春霞. 行为金融视角下我国上市公司现金股利政策解释[J]. 管理工程学报, 2013, (3).
- [63]. 杨熠, 沈艺峰. 现金股利:传递盈利信号还是起监督治理作用[J]. 中国会计评论, 2004, (1).
- [64]. 尹中立. 我国上市公司的半强制分红制度[J]. 中国金融, 2012, (6).
- [65]. 俞红海, 陆蓉. 投资者名义价格幻觉与管理者迎合——基于基金拆分现象的研究. 经济研究, 2014, 49(5); 133-146.
- [66]. 于瑾, 张婷, 吕东锴. 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[J]. 当代财经, 2013, (2); 58-66
- [67]. 余静文. 信贷约束、股利分红与企业预防性储蓄动机——来自中国 A 股上市公司的证据. [J] 金融研究, 2012, (10); 97-110
- [68]. 赵玉芳, 余志勇. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 金融研究, 2011, (11); 153-166
- [69]. 支晓强, 胡聪慧, 童盼, 马俊杰. 股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据[J]. 管理世界, 2014, (3); 139-147
- [70]. 朱迪星, 潘敏. 迎合投资一定非效率吗? ——基于利益相关者的视角[J]. 南开管理评论, 2012, (6); 14-24