|  |
| --- |
| 学校代码： 10327 |
| 学 号： MG11004010 |





**硕** 士 学 位 论 文

**半强制性分红政策对上市公司价值的影响分析**

**—基于制造业数据**

|  |  |
| --- | --- |
| **院** **系：** | **会计学院** |
| **专** **业：** | **会计学** |
| **研 究 方 向：** | **会计理论 与方法** |
| **姓** **名：** | **陈** **颖** |
| **指 导 教 师：** | **王开田教授** |
| **完 成 日 期：** | **2013 年 5 月 13 日** |
| **答 辩 日 期：** | **2013 年 6 月 9 日** |

**The Study of a Semi-mandatory Dividend Policy’s Influence on the Value of Listed Company**

**—Based on Manufacturing Data**

A Dissertation Submitted to

Nanjing University of Finance and Economics For the Academic Degree of Master of Accounting

BY

Chen Ying

Supervised by Professor Wang Kai tian

School of Finance

Nanjing University of Finance and Economics June 2013

**学位论文独创性声明**

本论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。论文中除了特别加以标注和致谢的地方外，不包含其他人或其它机构已经发表或撰写过的研究成果。其他同志对本研究的启发和所做的贡献均已在论文中作了明确的声明并表示了谢意。

作者签名： 日期：

**学位论文使用授权声明**

本人完全了解南京财经大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其它复制手段保存论文。保密的论文在解密后遵守此规定。

作者签名： 导师签名： 日期：

摘 要

股利政策是上市公司利益分配的决策，股利分配直接影响到企业的未来发展。制定合理有效的股利政策，是上市公司决策的一项重要内容。制造业是我国发展的重要支柱产业，2009年，中国占据全球制造业总值的15.6%，成为仅次于美国的第二大工业制造国。制造业是劳动密集型行业，受外界环境影响大，而无论在国内还是国外，我国企业都处于剧烈动荡的市场环境中，企业留存一定资金以应对突发变化是必要的。我国资本市场建设由于时间短，不够完善，为了保护投资者的利益，监管层出具一系列法规强迫有再融资计划的企业现金分红，这给需要留存资金以应对风险的制造业带来了一定的影响。因此本文对半强制分红政策对制造业上市公司的影响进行了研究，以企业价值为研究对象。本文首先在回顾股利政策理论的基础上，阐述了半强制分红政策颁布后，上市公司整体的现金分红状况，并重点突出了制造业的现金分红情况：即参与现金分红的企业数增加，但现金额度未明显变化。接着，本文选取企业价值为因变量，以现金分红额度、融资计划、自由现金流为自变量，选取A股上市的制造业693家上市公司2006年至2011年的相关数据为样本，运用STATA软件进行实证研究，考察企业价值的变动情况，得出实证结论：半强制分红政策对未来具有融资计划、自由现金流不足的上市公司的企业价值有消极影响，且现金分红比例越大，对企业价值影响越大。最后在本文所得结论的基础上提出了相关政策建议，为制定上市公司的股利政策提供了理论和实证支持。

关键词：半强制性分红政策；企业价值；合理性研究

**Abstract**

Dividend policy is the profit distribution decisions in the listed companies, dividend distribution will directly influences the future development of the enterprise. How to formulate the reasonable and effective dividend policy is an important content in the decisions of listed companies. Manufacturing industry is an important pillar industry of our country, in 2009, China accounted for 15.6% of the total cost in the global manufacturing industry, became the second largest industrial countries, which just after the USA. Manufacturing industry is a labor-intensive industry, which can be affected by the external environment easily; on the other hand, whether at home or abroad, our enterprises are in the volatility of the market environment, the enterprise should retain certain money to cope with sudden changes. Due to the short time, the construction of capital market in China is not enough. In order to protect the interests of investors, regulators issued a series of rules and regulations to force the enterprise which have refinancing programs to use cash bonuses. The rules will bring a certain influence to the manufacturing industry. So this article studied the influence of semi-mandatory dividend policy on the manufacturing listed companies, and chose the enterprise value as the research object. Firstly the article reviewed the dividend policy theory, then explained the overall cash dividends of listed companies and put an emphasis on the cash dividends of manufacturing industry: that was the number of companies which chose to use cash dividend increases, but the cash amount did not change obviously. Then, this article selects the enterprise value as the dependent variable, cash dividend amount, financing plan, free cash flow as the independent variables, select the related data from 2006 to 2011 in the 693 a-share listed manufacturing company as samples, use STATA software to carry out the empirical research, to investigate the changes of enterprise value. We drew the conclusion: the semi-mandatory dividend policy has the negative influences on the enterprise value of listed companies which owe the financing plan and the insufficient free cash flow, and the larger the cash dividend ratio, the greater the impact on enterprise value. Finally we puts forward the relevant policy recommendations on the basis of the conclusions, to provide a theoretical and empirical support to the companies when they make the dividend policy.

Key words: A semi-mandatory dividend policy; Enterprise value; Rationality

目 录

[摘 要](#_Toc686800381) 3

**[Abstract](#_Toc686800382)** 3

[第一章 绪论](#_Toc686800383) 4

[1.1 研究背景](#_Toc686800384) 4

**[1.2](#_Toc686800385)** [研究目的](#_Toc686800385) 5

**[1.3](#_Toc686800386)** [研究思路及研究内容](#_Toc686800386) 5

**[1.3.1](#_Toc686800387)** [研究思路](#_Toc686800387) 5

**[1.3.2](#_Toc686800388)** [研究内容](#_Toc686800388) 5

[1.4 本文创新点](#_Toc686800389) 5

[第二章 文献综述](#_Toc686800390) 6

**[2.1](#_Toc686800391)** [基于现金股利政策市场反应角度的文献研究](#_Toc686800391) 6

**[2.1.1](#_Toc686800392)** [现金股利的信号理论与企业价值研究](#_Toc686800392) 6

**[2.1.2](#_Toc686800393)** [现金股利的代理理论与企业价值研究](#_Toc686800393) 6

**[2.2](#_Toc686800394)** [基于现金股利政策影响因素角度的文献研究](#_Toc686800394) 6

**[2.3](#_Toc686800395)** [基于现金股利政策行业差异角度的文献研究](#_Toc686800395) 7

**[2.4](#_Toc686800396)** [半强制分红政策与企业价值的相关性研究](#_Toc686800396) 7

**[2.5](#_Toc686800397)** [文献小结](#_Toc686800397) 7

[第三章 半强制分红政策对企业价值影响的理论分析](#_Toc686800398) 7

**[3.1](#_Toc686800399)** [半强制性分红政策](#_Toc686800399) 7

**[3.1.1](#_Toc686800400)** [半强制性分红政策的内涵](#_Toc686800400) 7

**[3.1.2](#_Toc686800401)** [半强制性分红政策的目标](#_Toc686800401) 8

**[3.1.3](#_Toc686800402)** [半强制性分红政策的影响因素](#_Toc686800402) 8

**[3.1.4](#_Toc686800403)** [半强制分红政策的发展历程](#_Toc686800403) 8

**[3.2](#_Toc686800404)** [企业价值](#_Toc686800404) 9

**[3.3](#_Toc686800405)** [理论基础分析](#_Toc686800405) 9

**[3.3.1](#_Toc686800406)** [股利的内涵与主要形式](#_Toc686800406) 9

**[3.3.2](#_Toc686800407)** [股利政策对企业价值影响的基本理论](#_Toc686800407) 9

[第四章 我国制造行业上市公司半强制分红与企业价值现状分析](#_Toc686800408) 11

**[4.1](#_Toc686800409)** [我国上市公司股利分配现状](#_Toc686800409) 11

**[4.1.1](#_Toc686800410)** [股利形式不断推陈出新，分配呈现阶段性特征](#_Toc686800410) 11

**[4.1.2](#_Toc686800411)** [上市公司的股利行为缺乏连续性，多为短期策略](#_Toc686800411) 15

**[4.1.3](#_Toc686800412)** [股利分配行为极不规范](#_Toc686800412) 15

**[4.2](#_Toc686800413)** [我国半强制现金股利分配特征分析](#_Toc686800413) 15

**[4.2.1](#_Toc686800414)** [分发现金股利的上市公司日益增加](#_Toc686800414) 16

**[4.2.2](#_Toc686800415)** [上市公司的派现水平持续走低](#_Toc686800415) 16

**[4.2.3](#_Toc686800416)** [上市公司存在融资后即派现的现象](#_Toc686800416) 16

**[4.2.4](#_Toc686800417)** [小结](#_Toc686800417) 17

**[4.3](#_Toc686800418)** [制造行业上市公司半强制现金股利分配特点](#_Toc686800418) 17

**[4.3.1](#_Toc686800419)** [“纯”现金分配的公司比例没有明显增加](#_Toc686800419) 17

**[4.3.2](#_Toc686800420)** [现金股利与股票股利相结合，发放呈上升趋势](#_Toc686800420) 18

**[4.3.3](#_Toc686800421)** [现金股利政策较趋于一致，但额度仍低](#_Toc686800421) 18

**[4.3.4](#_Toc686800422)** [采取不分配政策的公司拥有大量的自由现金流](#_Toc686800422) 18

**[4.3.5](#_Toc686800423)** [小结](#_Toc686800423) 18

[4.4 制造业上市公司企业价值特征分析](#_Toc686800424) 18

[第五章 半强制性分红政策对制造业上市公司价值影响的实证分析](#_Toc686800425) 19

**[5.1](#_Toc686800426)** [研究目标](#_Toc686800426) 19

**[5.2](#_Toc686800427)** [数据来源和样本选择](#_Toc686800427) 19

**[5.3](#_Toc686800428)** [变量的选择](#_Toc686800428) 19

**[5.3.1](#_Toc686800429)** [因变量的选择—托宾](#_Toc686800429)**[Q](#_Toc686800429)** [值](#_Toc686800429) 19

**[5.3.2](#_Toc686800430)** [自变量的选择](#_Toc686800430) 19

**[5.3.3](#_Toc686800431)** [控制变量的选择](#_Toc686800431) 20

**[5.4](#_Toc686800432)** [研究假设与模型设计](#_Toc686800432) 21

**[5.4.1](#_Toc686800433)** [研究假设](#_Toc686800433) 21

**[5.4.2](#_Toc686800434)** [模型的设计](#_Toc686800434) 21

**[5.5](#_Toc686800435)** [实证检验及分析](#_Toc686800435) 21

**[5.5.1](#_Toc686800436)** [描述性统计分析](#_Toc686800436) 21

**[5.5.2](#_Toc686800437)****[Pearson](#_Toc686800437)**[相关分析和](#_Toc686800437)**[VIF](#_Toc686800437)**[检验](#_Toc686800437) 23

**[5.5.3](#_Toc686800438)** [回归结果分析](#_Toc686800438) 26

[注释：\*\*\*表示在5%水平下显著](#_Toc686800439) 28

**[5.5.4](#_Toc686800440)** [稳健性检验](#_Toc686800440) 28

**[5.5.5](#_Toc686800441)** [实证结论](#_Toc686800441) 30

[第六章 政策建议与研究不足](#_Toc686800442) 30

**[6.1](#_Toc686800443)** [政策建议](#_Toc686800443) 30

**[6.1.1](#_Toc686800444)** [规定具备股利分配条件的上市公司切实发放股利](#_Toc686800444) 30

**[6.1.2](#_Toc686800445)** [监管部门对上市公司股利政策的规范应当具有灵活性](#_Toc686800445) 30

**[6.1.3](#_Toc686800446)** [应当积极引导上市公司建立正确、科学、合理的利润分配机制](#_Toc686800446) 31

**[6.1.4](#_Toc686800447)** [完善法律环境，以规范上市公司半强制分红行为](#_Toc686800447) 31

**[6.2](#_Toc686800448)** [研究局限](#_Toc686800448) 31

[参考文献](#_Toc686800449) 31

[攻读硕士期间所发表学术论文](#_Toc686800450) 32

[后](#_Toc686800451)[记](#_Toc686800451) 32

# 第一章 绪论

## 1.1 研究背景

上市公司的股利政策素来与投资、融资活动称为现代理财活动的三大核心内容，股利政策也因此一直受到中西方学者的注意。特别是近年来全球范围内出现的“股利消失现象”更是引起了学者们广泛的研究与讨论。2001年，Fama等人用实证的方式首次验证了在1978年至1999年间的美国，参与分红的公司比例从

66.5%下降到20.8%。随后Von等（2006）用相同的方法发现了欧盟国家也出现相类似的情况。也有学者提出了对这种现象的推测原因，J. Skinner等（2004）认为尽管过去二十年里分红政策发生巨大变化，但是并不能说明分红正在消失，同时他们根据收集的数据，分析得出企业的分红不仅没有减少，反而是朝着增长的方向发展，分红减少完全是因为1978年的公司在以后的二十年里由于财务困境

和兼并的作用，使得分红的企业数减少。虽然关于股利政策的研究始于20世纪

50年代，但是至今学者尚不能就其得出统一的结论。我国的资本市场成立的时间比较短，各项设施还不完善，法律建设也不健全，导致了股票市场上出现了许多异于国外的现象。上市公司的分红政策主要有以下几个特点：第一、上市公司倾向于采取配股的方式发放股利，直接发放现金股利的公司比例较少；第二、上市公司分配的现金股利占企业净利润比例很低；第三、越来越多的公司不分配现金股利。

对于上市公司来说，制定合理的股利政策不仅关系到股东和债权人的利益，还会对公司未来发展产生影响。从某种意义上说，股利政策是社会各利益团体相互博弈的结果，因此股利的变动通常会引起各利益相关者的关注。在国外发达资本市场中，由于拥有较为健全的公司治理机制、有效的市场约束机制和完善的投资者法律保护机制，即使出现了现金股利分配比例连续下降的现象，政府监管部门也未对上市公司的股利政策做出干涉。而在我国特殊的经济机制下，市场本身还无法充分发挥其调节能力，因此政府的指导必不可少。中国证监会从2001年开始就通过发布一系列相关法规政策以引导上市公司的分配行为，意在强化分红意识，保护中小投资者的利益。2001年3月28日出台的《上市公司新股发行管理办法》指出，对于上市公司最近三年未有分红派息、董事会对于不分配的理由未做出合理解释的，担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明。2004年12月7日颁布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》强调，上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披

露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近三年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份。

2006年5月6日颁布的《上市公司证券发行管理办法》规定，上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十。2008年10月9日出台的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》要求，上市公司公开发行证券应符合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；对于报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司，应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途；应披露现金分红政策在报告期的执行情况；应以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额、与净利润的比率。2011年11月，证监会进一步要求拟上市公司和已上市公司明确红利回报规划，包括现金回报方案和分配决策机制，这一政策将在IPO公司中首先执行。从上述的政策规定来看，证监会对于上市公司的现金分红做出了明确的规定，提高了现金分红的比例，且将现金分红与企业的再融资资格挂钩。这些措施能否发挥保护中小投资者利益的效果，是否可以提高上市公的价值，这些应当成为后续研究的关键点。

行业因素一直被学者视为影响股利政策制定的重要因素，李增福等（2004）认为，行业是影响上市公司股利政策的重要因素之一，且不同行业之间的股利分配行为之间存在显著差异。制造业是我国国民经济的重要组成部分，对经济的发展有着重要的推动作用，2006年，中国制造业生产总值首次超过日本，成为仅次于美国的第二大世界制造中心。制造业属于劳动密集型产业，易受到外界环境的影响，企业必须保持一定的资本以应对各种可能的风险，因此处理好分配资金和留存资金的比例关系成为制造业上市公司理财工作的重点。半强制股利政策对于需要留存一定资金以应对突发风险的制造企业来说，是起促进还是抑制作用？了解这一行为政策的影响与效果将不仅有利于上市公司制定合理的股利政策来进行融资，而且也对监管部门类似的政策制定形成借鉴作用。因此本文将从制造业角度来对这一政策进行初步的探讨。

## **1.2** 研究目的

一般情况下，股利政策的制定与实施属于企业内部治理的范围，政府对其过程无干涉的权利。但是考虑到我国证券市场的不完善，监管部门通常会依靠自身的力量制定相关政策以影响上市公司的股利分配行为，因此关于政策的效果问题也成为监管层随后关注的重点。自颁布这类政策以来，大多数学者将研究中心集中于股票市场中股价的累计变动，以检验政策意在保护投资者的利益的初始目的是否实现，却忽视了政策对上市公司企业价值的影响。因此，本文选择制造业上

市公司为研究对象，通过考察企业价值的变化情况，检验半强制分红政策对企业的相关影响，并试图回答以下问题：（1）半强制性分红政策实施期间，制造业上市公司是否提高了现金股利的分配比例？（2）半强制分红政策的执行是否有利于提高制造业上市公司的企业价值？（3）从研究的结果看，半强制分红政策还有哪些不足之处？可以通过哪些途径去完善？

因此，本文的选题意义在于：

（1）我国学者研究股利政策时主要从影响因素、市场反应等角度进行，很少有学者从监管层的半强制性股利政策的合理性和效果性角度考察。2006年5月6日颁布的《上市公司证券发行管理办法》规定了上市公司必须分发一定的股票股利或现金股利，本文认为该项政策是监管层开始将现金分红逐渐与融资资格想挂钩的开端，因此本文以此政策为背景，剔除股票股利的影响，仅观察现金分红的影响，从政策实施的效果监督出发，探讨半强制分红政策对上市公司价值的影响，对这类的文献进行补充。

（2）制造业是我国上市公司的重要组成部分，结合行业特点研究政策的效果性，可以为监管层针对特定行业制定政策提供依据。

## **1.3** 研究思路及研究内容

### **1.3.1** 研究思路

本文将在广泛收集资料和大量研究文献的基础上，利用经济学、管理学等相关理论，采用规范研究和实证研究相结合的方法对我国制造行业采取半强制性股利政策实际效果进行分析，为政府采取相类似保护投资者利益、维护市场秩序的做法提供经验证据。

本文首先介绍了选题的背景，阐述选题意义，接着回顾了股利政策研究与企业价值的相关文献。在此基础上介绍了股利政策的相关理论，简单介绍我国上市公司和制造业上市公司的现金股利分配现状。再结合我国制造行业的特点，选取

2006至2011年制造行业上市公司为样本，以企业价值为研究对象，运用实证的方法检验了企业价值的变动，以此来研究半强制性股利政策的效果问题。针对研究结论提出相关建议。整体思路如下图1.1：

研究背景、研究意义、思路和创新点

股利政策的市场反应文献

股利政策的影响因素文献

股利分配的相关文献综述

股利政策的行业差异研究文献

半强制分红理论介绍

半强制分红政策对企业价值影响理论概述

企业价值

股利基本理论

我国制造业半强制现金股利的现状分析

政策对上市公司价值的实证研究

结论与政策建议

图1.1

### **1.3.2** 研究内容

基于上述思路，本文在研究内容上共分为六章。各章的主要内容安排如下：第一章，绪论。该部分首先对本文的研究背景做了阐述，交待了本文的研究

意义；然后从整体上介绍了本文的研究思路和基本框架；最后突出本文的创新点。

第二章，文献综述。对相关文献进行回顾、梳理和简要小结。

第三章，理论分析。介绍股利政策相关理论以及对我国半强制性分红政策的概念界定与相关分析。

第四章，介绍我国上市公司整体和制造业上市公司半强制分红现状，着重总结制造业公司分红特点。

第五章，实证研究。在这一部分，我们选择自变量、因变量，建立回归模型并进行描述性统计分析和回归分析，判断半强制政策对于制造业上市公司价值的影响。

第六章为本文的结论与启示。该部分主要是在前文研究的基础上，对全文的主要研究结论进行了总结和归纳，并指出研究的不足和未来的研究方向，并就结论提出相关的政策措施。

## 1.4 本文创新点

与已有的研究相比，本文在以下几个方面可能有所创新：

1、本文分析了上市公司总体分红特征，比较了半强制政策颁布后，制造业上市公司现金分红政策的变化情况，全面地考察了半强制分红政策对该行业上市公司现金分红的影响。

2、本文主要研究半强制分红政策对企业价值的影响，考虑政策对企业的影响，检验其具体作用。以往的研究主要集中于考察政策对投资者的利益保护，忽视了政策对某些类型企业产生的不利影响。

# 第二章 文献综述

国外学者自20世纪50年代就开始对公司股利政策与企业价值之间的关系进行研究，但是由于其研究视角和方法不同，因而得出结论也各不相同，难以形成共识。我国学者在资本市场建立后才开始研究，因而起步晚，很多也是沿着外国学者的思路结合中国市场背景来研究的。相关研究文献主要分为两个方向，一个是从股利政策的市场反应角度研究对企业价值的影响，一个是从影响股利政策制定的因素角度研究对企业价值的影响。因此本文也按照现金股利政策的市场反应和影响因素角度来总结相关文献。

## **2.1** 基于现金股利政策市场反应角度的文献研究

现实中，学者通过不同的角度去研究现金股利政策的市场反应。在拥有资本市场的国家，研究者研究市场反应时通常由其股价变动来反映。股价的高低说明了投资者对企业发展状况的评价，是对企业价值的衡量，因此现金股利所引起的市场反应变化实际上是该股利政策对企业价值的影响。学者关于二者的关系研究主要是从信号理论角度和代理成本理论角度探讨，根据这两个理论，现金股利政策分别起到传递盈利信息和监督治理的作用，进而影响企业价值。

### **2.1.1** 现金股利的信号理论与企业价值研究

该理论认为由于信息不对称，公司内部比外部掌握更多关于公司的信息，因而现金股利政策能反应公司未来的发展情况。当企业未来发展良好时，企业会通过公告和分红政策来传达，以此来提升企业价值。1956年Lintner开创了信号理论研究的先河，他通过对美国600家上市公司财务经理的采访，发现大部分上市公司，特别是规模较大的，会倾向于长期稳定地保持他们各自的股利政策。短期的盈利变动一般不会引起股利政策的变动，只有在确定收益是持久性的，才会修正现金股利支付率，管理层会根据企业的前景制定相关现金股利政策。

Miller和Modigliani（1961）也认为当信息不完全时，公司一般不会变动股利，以免造成企业不规律变动的坏影响。现金股利发放额度的波动可以将公司未来盈利的预期传递给投资者，而投资者根据此变化来做出反应。

Aharony和Swary（1980）发现，企业首次发放现金股利以及提高发放水平时，股票的价格都会上涨，相反时则会下跌，这一结果极大地支持了股利的信号理论。考虑到同时公布的其他信息对于股价的影响作用，Asquith和Mullins（1983）在控制了其他同时公布的信息后，同样也发现了首次发放股利信息会产生正的超额回

报。

Petit（1972）在对美国资本市场的股利政策研究时，利用股票的月收益衡量政策后果，发现股利公告能引起市场股价的变动，验证了股利的信号作用。此后，

Benatzi、Michaely和Thaler（1997）将1979-1991年期间在NYSE和AMEX上市的公司作为样本，分成两组，即比较采取现金股利增加和减少方式的公司的股价变化，实验结果显示，在现金股利宣告日的后三天，增加组的累计非正常收益率为0.81%，而对应的减少组累积非正常收益率为-2.53%，再次验证了其信号作用。

针对上述研究大多反映了政策的正向信号作用，也有一些研究者认为理论存在模糊性，甚至是相反的，比如Skinner(2004)、DeAgelo（2004）通过对近年的数据分析发现，现金股利的变化并未传达企业未来的盈利变化。Miller和Scholes

（1982）研究表明，股利政策对于企业价值没有产生影响，进而证实了其不含信息含量。

陈晓等（1998）从信号角度分别检验了现金股利、股票股利和混合股利三种形式的股利对股价的影响，结果发现现金股利信号的显著性要显著低于后两者。作为验证，俞乔、程莹（2001）选取了公司会计年度中三次股利公告中最后一次公告作为研究对象，区分红利公告效应和盈余公告效应，不仅通过股票价格的异常收益来衡量反应的程度，还从交易量的角度首次研究了这一关系。发现现金分红所引起的股价异常收益显著小于股票股利和混合股利。为弥补研究者将注意力只停留在股票市场对公告事件反应的研究上，李常青、沈艺峰（2001）针对股利公告所反映的信息内容进行分析考察，证实了股利具有信息证实了股利具有信息内涵作用，但不能传达未来企业盈利状况。

魏刚（1998）通过对公司年报的分析考察了市场对于企业采取现金方式分红的反应，结果发现不分红的消息引起的市场反应较小。俞乔、程莹（2001）也发现市场并不接受现金作为公司首次支付的方式。为单独考虑现金分红的影响，何涛、陈晓（2002）剔除了含送股、配股等方式的样本，以观察现金股利是否会引起明显的市场反应，但是结论认为该行为并不能显著影响公司的股价。邓路等人

（2011）认为，现金股利增加公告被视为不利信号，并导致了显著较低的公告期累积异常收益。

### **2.1.2** 现金股利的代理理论与企业价值研究

代理理论也被学者用来解释现金股利政策制定的原因，认为发放现金股利有利于缓解公司管理层与外部股东间的代理问题（Easterbrook，1984；Jensen，1986；

Myers，2000），合理的股利政策有助于减少企业的代理成本，提高企业的价值。

Easterbrook（1984）首先从代理成本角度分析现金股利政策，他发现企业留存下来的盈利由于委托代理的影响，而被管理者用来实现报酬最大化和自身利益最优化，例如资金很可能被内部人用来投资一些并不盈利的项目或是进行在职消费，因而外部投资者因信息不对称而偏向于分配现金股利。他还发现连续支付现金股利会促使企业向外融资，受到外部市场的监管，因而会降低代理成本，提高公司价值。此后，Jensen（1986）在此基础上结合现金流的相关分析，提出了现金流假说，认为代理成本产生的根本原因是企业持有过多的资金，这些资金被管理层所滥用，因而降低代理成本的基本方法就是减少企业的可支配资金，股利政策即为方式之一。

在考察现金股利政策的市场反应方面，Lang和Litzenberger（1989）的研究数据也明公司发放现金股利是为了降低企业的代理成本，并通过Tobin's Q值来衡量公司的代理成本变化，代理成本减少即是企业价值的提高。当此值小于1时为过度投资的公司，即代理成本较高，反之即为代理成本低的公司，研究发现股利变化大于百分之十时，Q值小于1的公司对于现金股利增加的公告更加敏感。

之后的研究逐渐扩大了研究的范围，有的还进行了跨境研究，Gugler和Yurtuglo（2003）研究了德国企业的股利支付比例，结果显示大股东偏好于低额度的现金股利，而其他大股东则可能出于自身利益而选择抑制低股利，从第二层次代理理论，即大股东与小股东之间的代理作用角度证实了现金股利政策的监督作用。

若只研究发达市场的现金股利政策从很大程度上来说其解释作用是极具有限制性的，因此一些学者试图将近些年出现的新兴市场融入其中，增加了样本的多变性，也令研究的结果更接近实际，也更具有说服力。例如La Porta et al（2000）就将新兴市场纳入研究范围，把股利的代理理论扩展至管理层和控股股东的内部人与外部投资者之间利益冲突的分析。研究发现，相对于大陆法系国家的公司而言，其在投资者保护较差的环境下，公司的现金股利支付率可能较低；而在普通法系国家中，具有高成长机会的公司的现金股利支付率通常也要低于其他公司。这一发现扩大了从代理理论角度研究股利政策的范围，并得出相关结论：现金股利不仅可以作为解决管理层与股东之间代理问题的重要手段，也可用来处理控股股东与少数股东的利益不一致问题。

之后，Mitton（2004）也对19个新兴市场的365家公司进行考察，发现一方面国家对投资者的保护能减少大股东掠夺的情况发生，另一方面，从公司内部来说，良好的公司治理机制也能对此现象有抑制作用。治理程度较高的公司会支付更高的现金股利，进一步证实了现金股利政策的监督治理效果。

杨熠、沈艺峰（2004）考察了1994-2001年间962次现金股利分红，认为在

我国现金股利作为监督约束自由现金流代理成本的角色不容小觑，并通过实证研究证明了自由现金流假说比股利信号理论更能解释股利公告的市场行为。结合中国上市公司盛行的关联交易、大股东占用上市公司资金的背景，何涛等（2002）认为现金股利起到的降低代理成本的作用是有限的。相较于股利政策的信号理论，我国对上市公司的股利分配从代理理论角度出发的研究相对缺乏（李常青、沈艺峰，2001），这也从一定程度上说明企业对于股利政策在公司治理中的监督作用还没有完全意识到。

同样，并不是所有的研究都支持代理理论。Denis（1994）对自由现金流量代理状况的研究表明股利政策不能传递公司的过度投资状况的信息，不支持自由现金流假说。

## **2.2** 基于现金股利政策影响因素角度的文献研究

霍晓萍（2012）通过对股利政策的影响因素文献进行分析比较发现，文献主要从盈利水平、增长机会、信息传递效应、代理成本及环境因素五个角度阐述影响因素，而通常盈利水平、增长机会等也是市场投资者衡量企业价值的重要参考，企业正是围绕着增加价值的理念来制定股利政策。前面已从信息传递和代理成本角度阐述文献，因而这里将从盈利水平、增长机会、环境因素来阐述。

公司的盈利水平是股利支付的基础。在国内，杨汉栋（1986）通过对1984年台湾上市公司的财务报告分析，得出公司的现金股利发放与财务结构有正相关性的结论。刘星等（1998）通过对沪市30家上市公司的报表和相关资料的分析，发现法人股比例、每股净资产、市盈率、行业股利支付率、净资产收益率等因素能明显影响现金股利的支付比例。吕长江等（1999）运用改进后的林特部分调整模型回归分析，认为现金股利支付水平取决于前期股利支付额和当期盈利水平。魏刚（2001）实证分析结果表明上市公司股利分配与股权结构存在关系，国有法人股比例越高，公司现金分配股利概率越高，反之则越小。袁天荣等（2004）通过对沪市和深市的1895家上市公司2000年至2000年的分红报告分析得到，公司的超能力派现与股权集中度正相关，而与资产规模、净资产收益率、上市年限负相关。袁振兴等（2007）也发现股权集中度与股利支付率存在相关性。

一些学者还专门考察了特定因素对股利政策的影响。刘淑莲等（2003）认为公司派现能力和投资机会影响了公司的现金股利，当期的每股收益与资产规模正相关，而与资产负债率负相关。但是，邵军（2005）却得出不同结论，发现现金股利分派的大小的主要依据是以前年度的股利政策和目前的盈利水平，而与公司规模并无实际影响。

易颜新等（2008）研究发现，管理层在决定股利支付率时会考虑企业是否有

充足资金和稳定的经营现金净流入量，现金股利的高低受扩张计划、当期和未来预期每股净利润的影响。肖淑芳等（2012）以2006年1月1日至2011年6 月

30日沪深两市公告股权激励计划的上市公司为对象，研究了股权激励与股利政策的关系，发现股权激励公司的送转股水平和现金股利水平要显著高于非股权激励水平，上市公司公告股权激励计划对股利政策有正向的影响。黄娟娟（2007）分析了股利政策的需求性问题，发现股利政策制定主要是为了迎合大股东的需求，同时实证结果也证实了公司股权集中度与现金股利支付率正相关的关系。魏志华等（2012）还考察了家族企业的股利政策影响因素，结果证明家族企业加剧了第一类代理冲突，因而拥有相对消极的现金股利政策。唐国琼等（2005）运用多变量回归分析方法，得出了一些与以前结论不同的结果，上市公司的非流通股股东倾向于派发现金股利，此外市场行政监管手段对股利政策的影响非常大。

## **2.3** 基于现金股利政策行业差异角度的文献研究

在20世纪50年代，西方学界就开始了对行业与股利政策的关系研究，行业因素会对企业股利政策的制定产生影响，相同股利政策对不同行业企业价值的影响也千差万别。Lintner（1956）认为公司在制定股利政策时经常会追随同行业中的领军企业，其制定过程类似与产品价格等。Allen等（1986）的研究表明行业是影响股利政策制定的因素之一。Dempsey等（1993）以两个不同宏观环境下的

44个行业为样本，运用Rozeff模型实证证明了行业因素确实影响现金股利政策，但是不具有连续性。并且从各国的统计数据而言，现金股利政策也呈现出明显的行业特色，新兴行业一般股利支付率小于成熟行业，而公用事业行业高于其他行业。周好文等（2004）按2001年中国证监会对A股上市公司的分类标准研究了行业因素对股利的影响，得出上述公司的股利分配存在明显的行业差异。何小连、蒋巍（2005）的实证结果也表明，我国不同行业的上市公司的现金股利政策具有显著差异，行业是影响因素之一，但影响程度不大，大约1.2%的现金股利变动可由行业来解释。冯海燕（2009）考察了企业行业属性和成长机会对现金股利政策股权效应的影响程度，发现第一大股东对发放现金股利有显著的激励作用，而行业属性只对这种作用施加微弱影响。

## **2.4** 半强制分红政策与企业价值的相关性研究

现金股利政策是公司本身的行为，出于对企业未来的发展等因素的考虑，公司可能不偏好发放现金股利，投资者也就无法及时有效获得股票的收益。针对这种情况，监管部门可能出于保护投资者的利益角度对公司股利政策的制定进行干

涉。Shleifer等（1997）认为管理者的首要任务是保证投资者的利益回收，而股利则可成为投资者收益的主要形式。在发达的资本市场中，由于有健全的公司治理机制、有效的市场约束机制以及完善的投资者法律保护机制，投资者的利益能够得到较好的保护，这些机制可以迫使公司在缺乏投资项目时给股东分配股利。但是在发展中国家，这些机制的建设还不够完善，不足以约束上市公司的股利行为

（Shleifer& Vishny, 1997）。因此，为了保护中小投资者的利益，一些国家的监管部门通过强制性分红政策来迫使公司向投资者发放现金股利。乌拉圭就强制规定上市公司分给股东的现金股利不得少于当期净利润的20%，而巴西则达到了50%(La Porta et al, 1998)。

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，陈晓，2002）。它会对企业股利的形式和条件做出明确规定，意在保护投资者的利益(Kinkki, 2008)。但是就这些强制性政策的特点而言，我国监管部门颁布的政策又具有特殊性：一方面，它是有证监会颁布的而非法律形式固定下来；另一方面并非所有企业都需发放现金股利，符合条件的才需分红，将分红与融资资格挂钩。李常青等（2010）将这种政策称为“半强制分红政策”。

对于半强制性分红政策的合理性的研究，研究者大都通过市场反应，即企业的股价变动来衡量。一方面，股价变动反映了投资者对该政策的态度，另一方面，股价的变动也传达了该政策对企业价值的影响。政策的合理性在于市场的接受性，那么现金股利的意义就在于市场如何看待它，在于对中国市场的投资者和上市公司来说，它的这种功能在现阶段更为重要（沈艺峰等，2004）。中国上市公司的流通股股东多数为中小股东，现金股利政策导致的市场反应基本上反映了中小股东对于现金股利政策的看法（陈晓等，2002）。

肖万等（2012）认为在当前市场环境下，强制上市公司现金分红应该成为资本市场改革的政策倾向或重要内容。与之对比的是，肖星等（2002）检验了强制性分红政策与投资者利益保护的关系，结果显示大股东可能会选择将现金股利作为掏空上市公司的一种方式，投资者在整个过程中是亏损的，并未因发放股利而获得好处，因此在此种情况下，强制性的分红政策是不能起到保护投资者的利益的，相反却可能引起相反的市场反应，即对企业价值造成消极的影响。

刘建民等（2009）也通过案例得出了相似的结论，他们认为强制性的直接手段并不能从根本上改变上市公司的股利政策，反而会对合理运用股利政策产生负影响。

当企业处于竞争激烈的行业中时，杨兴全、吴昊旻（2009）认为上市公司通常会保留一部分资金留存在企业以避免错失投资机会，这样的公司更倾向于保留

资金而非发放股利，如果强制实行分红政策，那么资金的流失会使企业陷入困境，逐渐被激烈的竞争所淹没。

从负债的角度，张春（2008）认为由于还债和发放现金股利是减少管理者持有现金的两种替代方法，所以财务杠杆高的企业会选择更少的分红，这样可以保持企业价值不变。

郭牧炫等（2011）指出规定颁布后造成那些有融资约束的公司再融资能力下降，上市公司现金分红显著减少，再次验证了张春的结论。

李常青等在半强制分红政策的市场反应（2010）中将证监会关于上市公司再融资资格与股利分配水平相联系的政策定义为“半强制分红政策”，依据证监会颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，考察了半强制分红政策的市场反应。文章指出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，认为对于正处于新兴加转轨阶段的中国资本市场来说，分红意识还是薄弱的，管制是必要的，但是其带来的市场反应并未像想象中的那样好，相反在某些领域还出现了监管悖论的现象。

何涛等（2002）认为Jensen（1976）提出的“上市公司发放现金股利可以减少公司中过多的现金流，迫使公司对外融资，引入外部监督机制，以达到降低代理成本，提高公司价值的观点”只有在法律制度健全，股东权益得到合理保护的情况下才成立的，而在中国各项制度不完善的情况下，这种政策的监督治理作用是非常有限的。同时考虑中国税收制度的特殊性，仅对现金股利征税，而资本利得免税的差异使得股利会使资金流出企业，损害企业价值。研究者通过控制盈余信息、审计意见、年度因素、规模等因素情况下，研究了1997-1999年间企业发放现金股利所引起的股价变动，结果发现，纯现金股利并不能显著对公司股价产生影响，这一结果促使研究者对监管层干预上市公司股利政策的理性提出质疑。

## **2.5** 文献小结

从上述文献可以看出，国内外学者已经在现金股利政策方面取得了较多的研究成果。在西方，股利政策的研究从“无关论”发展到“相关论”，形成了众多的理论学派，虽然取得众多成果，但是未形成统一的意见。Black（1976）将这种现象称之为“股利之谜”。这些理论为政府的政策和公司的规划制定提供了正确的引导，理论的争论也使得研究朝着更深的方向进行，不断完善理论。

而在国内，我国证券市场发展时间短，法律不健全，投资者保护不够，因而关于现金股利政策的研究也非常局限，因而文献多专注于理论阐释。随着我国资本市场的完善，对于股利的研究也逐渐深入，加之实证方法的引进，学者开始专注于现金股利政策的实证检验，以信号传递理论和代理成本理论为理论基础，从

政策的市场反应和影响因素角度来研究与企业价值之间的关系。后续的研究加入了公司治理、股权结构等因素，为我国特有企业体制下的现金股利政策研究提供了借鉴与参考的作用。

# 第三章 半强制分红政策对企业价值影响的理论分析

半强制性分红政策作为企业股利政策的一种特殊形式，是在特定的环境下，由政府参与强制执行的，其特殊性就在于它并不对所有上市公司都适用，而是只针对具有再融资计划的企业。因此，从总体上来说，半强制性分红政策的理论基础还是源于股利政策相关理论。因此在该理论分析阶段本文主要从股利政策的基本理论与半强制分红政策相关概念两方面讨论。

## **3.1** 半强制性分红政策

### **3.1.1** 半强制性分红政策的内涵

半强制性分红政策是从企业再融资资格与股利分配相挂钩角度提出的一种政策。在中国资本市场的环境背景下，李长青（2009）认为证监会2000年提出的现金股利分配与企业再融资资格相联系的规定对于未来有融资计划的企业来说是具有强制性的，而对于无融资计划的企业来说则毫无约束能力，因此从这一角度看，该项政策的强制性范围是相对性的，所以在本文中将继续沿用李长青等的观点将这一政策定义为半强制性股利政策。即当企业具有再融资计划时，必须派发一定的现金股利以获得资格，这样的政策要求称为“半强制分红政策”。

就当前的相关文献分析，本文认为半强制性股利政策主要有两种。一种是政府强制实行，对所有企业都适用的政策，这种严格意义上称为纯粹的强制政策。只要企业当年实现盈利，就要向股东发放股利。政策的目的在于保护中小股东的利益，防止因法律体制的不完善而导致的管理层侵占现象发生，因而这一政策多出现在发展中国家。另一种即本文定义的半强制性股利政策，监管层将融资资格与股利分配相结合，当企业有融资计划时，必须将盈利的一部分作为股利来发放，才能获得再融资的资格。但是若企业无扩张计划，则政策没有约束性。这种政策开始意欲防止企业为了圈钱而进行的融资，实践表明一些公司当年大量盈余分发股利的比例很少，却又不断在资本市场上进行融资。

与一般的股利分配政策一样，本文认为该政策主要包括以下两项内容：

第一，确定企业是否分发股利，以及何种方式分配。企业在思考这一问题时需要结合所处的环境、发展状况、未来收益等，同时本文认为在半强制性政策的情况下，更应思考企业的融资计划，如果未来有融资的计划，则企业肯定需要发股利。同时股利的形式对于公司的留存收益、现金流量、股票价格和未来发展都会产生重要影响。支付形式既取决于法律的要求，也与企业的发展状况，未来趋

势等息息相关，此外还要结合股东的意愿。就现实来说，现金股利证实是上市公司普遍使用也最符合投资者要求的股利分配方式。

第二，确定股利的支付率问题。股利支付率是指分配的股利占公司盈利的比例，决定了分配的数额和企业留存的资金。通常，高股利支付率意味着股东的高收入，会极大地吸引投资者，增加他们对企业未来的信心，这样会使资本市场上的股票交易量增加，提高公司价值，对再融资有利。但是另一方面，高股利使得公司的留存收益减少，若公司继续扩张，可能需要向外举债，增加债务成本，会在一定程度上影响公司的价值。

### **3.1.2** 半强制性分红政策的目标

半强制性分红政策是证监会为保护投资者利益而采取的一种规定。它不仅对资本市场产生重要影响，也对上市公司的战略选择产生作用。总体来说，本文认为半强制性股利政策有以下几个目标：

第一：保护股东权益，这可以视为制定半强制性分红政策最重要的目的。投资者之所以购买股票就是为了获得收益，现金股利即是回报的表现方式。基于现代企业的股份制特点，上市公司股东类型众多，其中控股股东关注企业的长远发展，以企业的发展为前提，因而可能偏向于低股利支付，为企业保存资金；而对于零散股东来说，其购买该上市公司的股票主要是为了短期收益，投机意图明显，因为偏向于高支付。针对上市公司盈利而不分发股利的现象越来越普遍，为了保护中小股东的利益问题，半强制性股利政策应运而生，规范了资本市场的金融秩序。但是也有学者对这一目的提出质疑，认为这种政策也许会成为大股东转移资金的一种新方式，并没有起到保护投资者利益的作用（陈晓，2002）。

第二：稳定股价，保持资本市场稳定。股价稳定是所有股利政策的出发点，并不单适用于半强制性政策。股价变动会影响企业的生产经营与未来发展，太高会引起投机行为，投机者抛售或购买，势必会导致资本市场的混乱；而低股价也会影响企业的声誉，不利于再融资和扩张计划，因此一定的现金分红能保持企业股价的稳定。

实际上，这一目标对于半强制性政策来说有点牵强，半强制政策的初衷是强迫融资的企业发放股利，但是从常理来说需要融资则说明企业缺钱，在这种情况下，强迫分红会使企业的资金状况更加糟糕。投资者也会对这一悖论进行分析，因而会理性对待这种分红政策，即表现在政策实行后股价变动会在一定时间内迅速消失，恢复稳定。

第三：为企业的发展奠定基础。股利政策是公司收益分配的行为，是为了企业的再融资做的准备工作，保证企业的扩大再生产，促进企业的长远发展。同样，

半强制分红政策对企业的发展起至关重要的作用，当企业需要融资时，必须发放一定比例的利润作为股利。融资的本意在于为企业未来发展，但是对于某些类型的企业，比如具有高资产负债率、高成长发展阶段、短缺的自由现金流等类型的企业来说，采用现金分红的方式使资金流出企业，可能对企业的发展带来一定的负面作用。

### **3.1.3** 半强制性分红政策的影响因素

半强制性分红政策只是股利政策的一种特殊形式，因而其影响因素与一般股利政策相似，可从企业外部环境与内部条件方面阐述。

**1、外部因素**

（1）法律的要求。管理层必须在制定股利政策时考虑法律的因素，国家之间的要求存在差异，各国股利政策的法律因素的影响也不同。在我国，一级市场股票发行采取“总量控制、集中掌握、限报家数”和二级市场的配股不能超过总股本30%的计划控制要求。这些规定给上市公司的股利政策带来了一些负面影响：一方面，一级市场的额度限制使得大多数上市公司的原始股本规模较小，不利于企业的后续发展。需要进行多次的融资行为，对于新兴企业来说成本巨大，因而这类公司通常会采取低股利或股转本政策，以便为企业留存资金；另一方面，公司上市指标少、要求高，很多上市公司的业绩都是“做”出来的，分红时并没有资金回馈股东，企业更偏好于送股等无需资金支出的股利政策。半强制性股利政策就是通过法律途径对股利政策进行干预，这样有融资计划的企业在制定政策时必须包括现金分红。

此外，税收制度也会对股利政策产生影响。虽然，1994年颁布的新税法规定，个人在利息、股息方面的所得以及转让有价证券、股权所得和企业在利息、股息方面的收入均需征税，现金股利按20%征税。但是在实际环境中，很多地区的政府仅对现金股利征税，而对股票股利和股票交割的资本利得免税。这也从一定程度上解释了企业亦是股东更偏好于股票股利的原因。

（2）契约性限制

当企业签订相关借款协议、租赁契约等外部融资协议时，通常对方会提出一些要求，其中就可能包括对股利的限制。比如：股利必须在企业利润达到一定标准时才能发放；只有全部支付完优先股股利后才能支付普通股股利；股利分配的额度应控制在盈利的某一比例范围内。

这些限制条件主要是外部合约方通过这种方式将受益留存于企业，保证企业的资金需求以扩大再生产，以此来保障他们原始资金的偿还。因而这些也在很大程度上影响了股利政策的制定。

（3）其他外部因素。除了上述的影响因素外，还有其他诸如宏观环境、政治环境等会对上市公司的股利政策制定结果产生影响。

**2.公司内部因素**

（1）股权结构因素。在股票全流通的情况下，所有的股东都能获得相同的现金股利或资本利得的收益。而在中国，由于特殊的体制原因，上市公司的三分之二的股票是非流通的，非流通股票与流通性股票的成本存在较大的差异，因而造成了双方股东对于股利政策的不同看法。再次，股权结构中分为国有股、社会法人股、公众股等类别，这些股东从各自利益出发，利用所持股份对公司的股利政策制定施加一定的影响。对于拥有大多数股权的国有股来说，股东代表可以直接参与公司政策的制定过程，包括股利政策制定；而对于持股比例较低的散户来说可能无法干预，但是可以通过股票市场上的股票的买卖来影响股价，进而间接层次上起到影响决策的目的。

（2）资产流动性因素。诸如现金股利形式的股利发放是资金流出企业的过程，必然对企业的留存收益产生影响。企业资产的变现能力是重要的参考，企业的流动资产通常与股利支付率之间存在正相关关系，当企业流动资产较多时，高支付率是可能的。但是如果流动性资产因扩大再生产已近乎全被耗用，则采用高股利政策是不可取的。所以股利发放必须以保证企业的正常生产经营所需的资产额度为前提。

但是也并非所有具有高盈利能力、高变现能力的企业都能支付高股利。对于处于成长阶段的企业来说，扩大企业规模需要大量流动资产，此时资产的流动性相对不足，再支付高股利是不明智的做法。总而言之，股利政策受到企业资产变现能力的约束。

（3）盈利稳定性因素。企业的股利政策很大程度上受其盈利稳定性的影响，源于股利是盈利的一部分。一般来说，盈利水平相对稳定、持续的企业通常会保持高股利的支付；另一方面，盈利稳定的企业信誉较好，融资的渠道相对较多，故可以拥有相较于其他企业更低的资本成本率，所以企业的盈利稳定性越高，支付的股利也越高。

（4）行业因素。股利分配还受到其所在行业的影响，一般成熟行业的股利支付率要高于才成立企业，管制行业的股利支付率也显著高于非管制行业。对于同一行业来说，处于不同发展阶段的企业的股利政策也不尽相同，相比而言，处于成长阶段的企业因扩大生产的需要可能倾向于低支付率或以股票股利代替现金股利；而对于成熟阶段的企业来说，其市场份额稳定，收入来源稳定，为了回馈股东，其更愿意采取较高支付率的政策。

（5）投资因素。企业的发展依靠其投资活动的成功与否，故投资的需求在股

利政策的制定中起着不可或缺的作用。根据财务决策原理，如果公司拥有净现金流量为正的投资项目，那么企业就应投资该项目，此时公司往往采取低股利支付政策以保证项目的资金来源。反之，企业可能会从减少在职消费等代理成本的角度出发会选择发放高额股利。就成长性企业来说，其获利能力不强，可变现资产较少，所以会支付较少的股利；而成熟公司则因获利能力较强，负债率低，可使用资金较多，从而会选择支付较多的股利。

（6）股东的意愿因素。企业的财务目标就是使股东的价值最大化，因此股利政策的制定必须参考股东的意愿问题。但是现代企业的股权分散性造成最佳股利政策只能是符合大多数股东的意愿。

股东投资企业，其股利可看成是对投入资金的机会成本的补偿。企业利用留存收益进行再投资的行为同样适用于个人，个人股东也会利用现金股利进行再投资。当个人再投资的回报率高于股票收益率时，股东会选择出售股票以投资能带来更大收益的项目。另一面，企业如果再投资的利润率要低于股东再投资的利润率，为了股东财富的最大化，应当尽可能将盈利以股利的形式分派出去。

通常企业将盈利以现金方式分配出去以后，会选择发行新股的办法为企业融资，这样必然会引入许多新股东，现有股东的控制权就会被稀释；此外，普通股股数的增加会降低股票的每股盈利和收益率，可能不利于现有股东。由此可知，如果现有股东想保持资金的控制权，就必须制定低股利支付政策，避免权力的稀释。

**3.小结**

在考虑现金股利政策的影响因素时，并不能分割考虑上述原因，必须将它们综合在一起来分析。只有这样，才能全面、完整理解现金股利的制定过程，才能更合理地制定出适合不同企业的现金股利政策，平衡各方的利益需求。

### **3.1.4** 半强制分红政策的发展历程

中国证监会自1992年成立以来，通过一系列的政策规定的颁布，规范着资本市场中的各种行为。在引导上市公司股利政策方面，特别是针对上市公司现金分红较少的现象，证监会自2001年起通过颁布连续的再融资资格与股利分配相结合的规定来强化上市公司的分红意识，意欲保护投资者的利益，提高企业的投资价值。因此现金分红政策经历了漫长的时间，根据实际的需要，演变为现今的

“半强制分红政策”，本文认为这一期间可以分为四个阶段。

第一阶段，从20世纪90年代开始至2001年，为现金分红政策的前期准备阶段。在此期间，证监会并未对企业的股利政策做出相关规定，这是因为资本市场才刚刚建立，各项制度还不完善，一切工作还在摸索当中。因此这一阶段，企

业的融资与分配行为比较混乱，企业分配的方式众多，现金分红极度缺乏，投资者的利益无法得到及时有效的保护。

第二阶段，从2001年至2006年，为现金分红政策的初步试行阶段。2001

年3月28日，证监会颁布的《上市公司新股发行管理办法》中规定了担任上市公司新股发行主承销商的证券公司在“公司最近三年未有分红派息，董事会对于不分配的理由未做出合理解释”的情况下，应当在尽职调查报告中予以说明，首次将企业的股利政策情况作为重要信息予以披露，给投资者的决策提供了一定的依据。2004年12月7日颁布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》强调，上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近三年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份，这一规定第一次将融资资格与现金股利挂钩，但并未对分配的额度提出明确的规定，企业可以为了获取融资象征性地派发现金股利，对投资者的影响不大。

第三阶段，从2006年至2008年，为现金分红政策的正式施行阶段。2006

年5月6日，证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》，其中第八条指出上市公司发行新股时应具有良好的财务状况，所谓良好即应满足“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二

十”。这个规定明确了股利分配的额度问题，但是企业仍然可以选择用股票股利的方式来获得融资资格。2008年10月9日，证监会在前一个规定的基础上，颁布了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，规定上市公司公开发行证券应符合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；对于报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司，应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途；应披露现金分红政策在报告期的执行情况；应以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额、与净利润的比率。这一规定既明确规定了企业融资必须派发现金股利，也提高了现金股利的派发额度，至此，现金股利与融资资格的关系正式确定。

第四阶段，从2008年至今，为现金分红政策巩固阶段。2011年，证监会进一步要求拟上市公司和已上市公司明确红利回报规划，包括现金回报方案和分配决策机制，这一政策将在IPO公司中首先执行。这一政策首次将现金分红适用于首次公开发行的公司，扩大了政策适用的范围，这种做法会促使上市公司更积极地分配现金股利。至此，关于现金分红的硬性规定基本确立。

## **3.2** 企业价值

企业的价值是从企业的整体角度对企业未来的判断，企业价值不仅反映企业

的过去与现在的积累，更偏重于企业的未来发展。市场判断企业的价值是建立在已经发生时间段的盈利能力和发展潜力的基础上，对企业未来发展的一种展望。

学者从会计核算的角度认为企业价值是建造企业的所有费用的总和，企业的价值可以通过对企业各项资产的简单加总得到。但是该观点混淆了企业价值与企业资产价值的概念。企业资产价值是指企业各单项资产的价值之和；而企业的价值是企业作为一个整体所体现的价值。企业价值的高低不仅取决于做出企业的各项资产，包括有形和无形，还取决于企业的未来发展潜力。一般情况下，未来盈利情况良好的企业价值要高于企业所拥有的资产之和，反之则低于。

正因为企业的价值由企业的未来所决定，企业未来的获利能力对企业价值的提升至关重要，它包括现有基础上的获利能力和潜在的获利机会。现在的获利能力是指在企业现在拥有的资产和相关资源的基础上已经形成的预期获利能力；而潜在获利能力是指当前未形成一定的获利能力，但是在以后会形成企业的获利机会。因此，企业的价值可以认为是在现有基础上的获利能力和潜在的获利能力所带来的价值之和。

企业价值的评价主要通过对企业价值的衡量，是对企业未来发展能力的评估与判断。关于企业价值的研究发展至今，计量的方法也随之改变。主要运用的有现金流量贴现模型、相对估价模型、市场价值模型、清算价值模型，这些模型方法的共同点就在于将企业现在与未来的盈利能力结合在一起衡量企业的价值。

## **3.3** 理论基础分析

半强制性分红政策作为一种特殊的股利政策，其理论基础还是源于股利政策的一般理论。股利政策的理论研究始于20世纪50年代，从单纯的股利政策的结果研究逐渐深入到出现该结果的原因探析，理论结构也由传统领域扩展到更高层次。

### **3.3.1** 股利的内涵与主要形式

**1、股利的内涵**

股利一般指股东凭借对公司的剩余索取权，从留存收益中按一定比例提取作为投资的回报。通常公司向股东的各项直接分配都会视为股利，主要有现金股利、股票股利和实物股利。

**2、公司常用的股利分配政策**

股利政策是某种程度上的企业再融资政策，是企业决定税后利润中分配给股东的股利与留存收益的比例以及公司为此所采取的一系列方针与政策的过程和

结果。

股利政策并不是一成不变的，可以根据企业所处的发展阶段为依据来制定分配政策。一般而言，企业的创业初级阶段，资金还处于原始积累状态，管理者会选择不发股利来保证创业的成功，对于投资者而言，这样的做法也是理解的。在成长阶段，企业业务发展处于扩张状态，为筹集更多的资金，企业会选择低支付股利加送股等政策，而在企业成熟阶段，企业形成固定的现金流收入，并呈增长态势，管理者会逐渐提高股利支付率，且随着企业发展趋于稳定。因此，大体而言，股利政策主要有以下几种形式：

（1）固定或持续增长的股利政策。是指在一定时间内公司会保持稳定的股利额度。采取该政策的公司在一段时间内，无论企业处于何种状况，一律保持相同的股利。只有当管理层认为未来盈利将显著地、不可逆转地增长时，才会提高股利的支付水平。在存在通货膨胀的情况下，多数公司的盈余会提高，投资者也希望这种盈利能抵消通货所带来的损失，因而当长期处于通货膨胀的情况下，公司为了迎合股东的需要提高发放的水平。稳定的股利政策能稳定股价，增强投资者的信心，能为投资者提供可预测的现金流量，降低管理者滥用资金的机会。同时稳定的分红能向市场表达企业对未来的预期，即企业的稳定的盈利能力和支付能力，为企业树立了形象；避免了无序的波动所带来的市场不稳定反应；也能为管理者提供确切的现金流出量，便于做出恰当的资金安排。因此，偏好于稳定收入的投资者通常会选择支付稳定的企业，此外，机构投资者，如养老基金、保险公司等机构也会选择能支付稳定股利的企业。但是固定的分红政策也存在缺陷，当企业盈利下降时，固定支付股利会给企业带来沉重的负担，特别是企业处于不稳定行业中时，投资者也会对稳定的政策产生疑问。此时若降低支付率，会引起投资者的反感，通常会产生负的市场反应。

（2）固定股利支付率政策。是指企业每股的支付率保持不变，每股股利是每期股利的函数，每股股利随着每股盈利的波动而变动。支付比例越高，企业留存现金越少。每年支付的股利随着企业的盈利情况好坏而上下变动，盈利高的年份股利高，盈利低的年份股利低。根据信号理论，股利能传达出企业未来信息，因而波动的股利向市场传达未来企业前景不确定的信息，易给投资者形成投资风险大的印象，造成企业的信用地位下降、股价下挫、市场负反应的结果。这种方式虽然能保持盈余、投资、股利之间的关系，但是基于上述负面原因的阐述，企业很少采用固定股利支付政策。

（3）低正常股利加额外股利政策。在正常情况下，企业会向股东支付一个经常性的股利额，只要当企业盈余高涨且可持续的情况下，才会在正常股利之外支付额外部分。这种政策包含了固定股利政策的好处，也可根据企业的实际情况

发放额外股利，给予企业财务上的极大弹性。但是这种政策也有其不利之处，具体在两方面：一、额外股随着企业的盈利情况而变动，若盈利变动幅度大，则额外股会产生与固定支付率政策相似的效果，即给投资者带来企业不稳定的感觉；二、若企业持续发放额外股利，则其初始的效果就会失去，一旦企业因经营情况不发额外股利，投资者就很可能产生错误感觉，影响其投资行为。一般盈利经常波动的企业适合运用此政策。

（4）剩余股利政策。该政策源于剩余股利理论，它将筹资决策的思想运用其中，只有在满足未来投资项目所需资金的情况下才会将剩余资金发放，以保证

企业的发展。管理者通常会按以下步骤决定股利支付率：○1确定投资项目；○2 确

定该项目所需筹集的资金；○3尽可能使用留存收益来满足融资需求；○4当投资项

目所需资金完全满足后，剩余的留存收益就用来支付股利。一般处于成长阶段的企业会使用剩余股利政策。

### **3.3.2** 股利政策对企业价值影响的基本理论

股利政策是现代公司理财活动的三大核心内容之一，主要包括如下三个方面：是否支付股利及股利支付比率的决策问题；股利用什么形式支付的决策；股利发放程序的决策。关于这些内容，西方学者做出了大量研究，形成了各种不同的理论流派，并对其进行实证研究。20世纪60-70年代，学者主要关注公司利润、股利及其他信息宣告是否影响股价，即是否对企业价值产生影响。“一鸟在手”理论和税差理论认为股利政策的变化可影响股价变动，而米勒和莫迪格利安尼

（1961）在《股利政策、增长和股票股价模型》中提出的“股利无关论”则认为在严格的假设条件下，企业股利政策的变动不会影响公司价值。这三大理论被学术界称之为传统的股利理论，是研究股利政策的基石。此后的研究发现无关论限制条件太多，根本无法解释现实事件，因而从80年代起，研究者逐渐放宽假设，内容也不再局限于变量之间是否有关，而是为什么相关，相互之间如何影响，并开始解释政策变动如何影响企业价值，形成了现代股利理论。因此本文通过对这些理论的回顾，为后面研究奠定基础。

**1、传统股利理论**

##### （**1**）“一鸟在手”理论

该理论的代表人物是戈登（Gorden, 1959），杜莱德（D. Dwrand）和林特纳

（J. Lintner, 1956）等人。他们认为，股利的支付受多种因素的制约，在各种因素不确定的情况下，公司的盈利在留存和股利之间的分配确实影响到股票价值。

理论源于谚语“一鸟在手，胜过双鸟在林”。学者将其建立在这样的假设之上，即投资者通常是厌恶风险的，他们不把当前的股利，而是把未来的股利和更高的风险因素联系起来。即使公司承诺在未来支付较高的股利，但其支付期距离现在越远，股东对其支付的不确定感越强，这样，在其他情况相同的情况下，投资者宁愿以较高的价格购买那种能在近期支付较多股利的股票。因而戈登认为，比较现实的投资者更偏好于股利而非资本利得，因为股利是在持续经营的基础上本期收到的，而资本利得则是未来实现的，具有不确定性。所以，公司适当分配股利，可以消除投资者的不确定感，基于以上原因，可以认为股利政策确实会对股价产生影响。

但是该理论也有其不足之处，当投资者将收到的股利重新购买股票，该理论就无法解释。当公司将剩余资金用来投资，虽然无法确定未来风险，但是再投资形成的资本利主要还是取决于投资的项目收益，股利政策与此并无关系，因为投资者的风险主要源于企业的现金流量风险。

##### （**2**）**MM**无关论

MM理论认为股利政策不会影响企业的价值，股价完全取决于投资决策的获利能力。但是这一理想理论是建立在严格的假设条件之上的，包括：（1）完全资本市场假设，这一假设认为市场上有很多投资者，以至于每个投资者的个人行为都不能对股价产生影响；市场信息是完全的；市场交易不存在交易费用；股利和资本利得之间不存在税收差异。（2）理性假设行为，每个投资者都是经济人，追求自身利益最大化，且对于资本利得和股票收益的偏好没有差异。（3）充分肯定假设，投资者能够很好地控制风险，投资只影响收益而不影响股利。

该理论认为股价只取决于投资，因而不存在最佳与最差的股利政策。但是正由于上述的假设条件过于苛刻，在现实中很难成立，Julie Ann Elston（1996）研究了美国上市公司的股利和投资数据，第一次发现了二者之间存在关系，同时现实中各上市公司一直都非常重视股利政策的制定，也说明了了MM理论的不可实现性。

##### （**3**）税差理论

由于MM理论条件的严苛性，所以学者尝试放宽这些假设，首先引入的是税收的影响，称为税差理论。该理论是从资本利得与股票收益的税收差异角度来探讨，认为股利支付率与企业的价值之间存在负相关关系。在现行条件下，无论企业是否发放股利都要缴纳企业所得税，而股东收到股利则需缴纳个人所得税。由于许多国家这两种税率并不相同，且利得的税收可以延迟到股票出手时才缴

纳，这就使得投资者能通过股利政策的选择来实现税后收入的最大化，因此在其他条件相同的情况下，投资者会偏好资本利得而非现金股利。

税差理论认为存在税差的国家的投资者更希望公司将资金留存，这些利润用于再投资形成企业利得，提升企业价值，使股东价值最大化，因此低支付政策是可行的。但是在现实中，有的机构，比如养老基金等就无需缴税，那么相对于这些人而言可能更偏好于现金股利。总之，税差理论并不是当今上市公司制定股利政策的唯一因素，还要结合企业的盈利能力、法律环境、政策制度等综合考虑。

##### （**4**）小结

从以上关于传统股利政策的分析可以看出三者之间是存在矛盾性的：“一手在鸟”理论认为企业应实行高股利政策，税差理论则持相反观点；而MM理论则认为股利政策不影响企业价值，即不存在最佳股利行为。所以对企业来说，选择合适的股利政策不仅要参考这些理论，还要根据自身实际情况来制定。

**2、现代股利理论**

##### （**1**）信号传递理论

基于信息不对称理论，该学派认为管理层通常拥有更多企业生产经营的信息，因而能对前景做出较为准确的推断，股利政策是管理层将内部信息外部化方式之一。当局乐观于未来发展，则会通过增加股利来向市场传递这一信息，相反，则通过降低股利来传递不利信号。因此，一般股利能传递企业未来发展信息，进而会对企业股价产生影响。不同的股利政策向投资者传递着企业的生产能力与经营业绩，所以当增加股份支付率时，公司股价上升，否则下降。Aharony和Swary

（1980）的文章论述了股票市场的投资者是怎样对股利的增加、减少和持续不变做出反应的，统计结果表明：股利增加使平均股票价格上扬35%，股利不变则不会引起股价变化，而股利减少则被视为股市的灾难。

信号传递理论也有其缺陷：市场积极反应于股利的增加，而消极反应于股利的减少。而这种现象可能源于所处的行业问题，对于公用事业行业，股利一般较高，而对于需要大量融资且风险较高的高新技术来说，可能支付低股利是有效的。因而股利政策并不能对不同行业、不同成长阶段的企业的股利政策进行解释。此外，如果管理层为了特定的融资项目而提高股利，则传递的即为不真实信息，这样的情况下，股利政策所反映的信息很可能与未来收益相反，因而股利政策并不一定完全传递了企业的预期信息。

##### （**2**）代理成本理论

Rozeff和Easterbrook认为股利政策是解决企业内部人与外部投资者间代理成本的一种手段。该理论认为：（1）企业发放股利能减少内部留存资金，能削弱管理层对自由现金流量的支配，降低他们利用留存收益进行在职消费等损坏企业利益的机会，从而降低了由此产生的代理成本。（2）企业发放股利，当留存资金小于再投资所需额时，会通过向外负债融资或权益融资来满足新投资的资金需求。此时引入的外部融资会增加外部投资集团对本企业的监督与审查。

该观点的理论意义在于，以前的股利政策只能解释为什么影响市场，如何影响，而此观点进一步解释了公司发放股利与对外融资的共存性。原因在于发放股利，引入外部资金能增加外部监督，降低了代理成本发生的可能。企业之所以发放股利，只是投资者不了解内部信息，因而只能要求企业发放现金来弥补可能的损失。倘若资本市场的各项建设都很完善，则信息完全，股东无需关心股利，市场本身就能促使企业履行义务。因此，股利支付实际上是代理成本与融资成本的博弈。

##### （**3**）顾客效应理论

顾客效应理论是建立在税差理论的基础上，实际中，各国采取不一致的等级所得税，导致了所得税差异，投资者可能处于不同的纳税等级，承担了不同的纳税义务，因而对股利政策也持不同的观点。该理论就是从这些角度出发，认为处于低边际所得税率的投资者偏好于高支付率的企业，而处于高边际税率的投资者偏好于低支付股利的股票。根据这一认识，企业通过调整股利政策去吸引投资者，股东会集中于他所偏好的公司。稳定状态下，低支付率的股票会吸引处于高纳税等级的投资者持有，而相对应的高支付率股票由处于低税率等级的投资者持有。当政策改变时，一部分处于某种边际税率的投资者卖出股票，而另外一部分则可能购入股票，若供求不均衡，则会引起股价的短暂波动，直到股价趋于平衡，此时市场达到新的稳定状态，这样股利政策就不会再影响股价。这一“追随效应”也是从另一角度证实了股利无关论。

由于所得税成本的存在，使得企业认识到合适的股利政策的重要性。企业无法制定适合所有人的政策，只能符合小部分人的利益。因而顾客效应理论的意义在于向市场传达一个信息，即公司的股利政策往往受到控股股东的操作，通常有决策权的股东会根据自己所处的税率等级来制定政策，以使自身利益最大化。

##### （**4**）行为学派理论

20世纪80年代，随着行为学的发展，以米勒、塞勒、谢弗林和史特德曼为代表的学者开始从这一新兴领域思考股利政策，试图从微观个体行为以及产生该行为的深层次心理、社会等动机来解释、研究和预测公司股利政策的制定与选择。很多学者（傅元略等，2005）认为从严格意义上说，这不能成为一个学派，而是从行为学角度研究股利政策的各种观点和看法的集合。其中早期代表性的观点有理性预期理论、自我控制理论以及不确定性下选择的后悔厌恶理论。

近些年，随着股利行为的实证研究的发展，研究逐渐倾向于股利研究的几个方面：股利公告效应和管理者心理偏差等。这些理论主要从公司管理层的政策选择行为和资本市场投资者的决策改变行为来解释股利政策的效应问题。例如，理性预期理论认为任何投资决策不仅取决于行为本身，还受投资者对未来的预期。因此股利的公告效应主要源于投资者的预期收益与实际收益差异，从而使投资者改变行为，选择抛出或购买股票。此外股利公告后，股价可能需要在一段时间之后才会发生变化，学者认为这并不能说明信息传递理论的无用性，从行为学角度他们认为这是由于股东消化公告信息需要时间。

行为理论研究的时间尚短，因而研究的文献比较少，但是其应用的广泛性必将使其成为一个重要的，具有广阔前景的研究方向。

##### （**5**）小结

传统的股利理论研究多数是在严格的控制条件下进行的，这些理性的环境在现实中有时是不可能实现的，因而得出的结论无法在实践中得到验证。此外，传统理论的重点集中在政策与股价变动的相关性研究之上，而现代股利理论放宽并发展了这些先决条件，考虑到企业内外信息的不对称、投资者间接非理性等因素，并将研究中心深入到产生相关性的原因上，更适合企业作为制定政策的参考。

# 第四章 我国制造行业上市公司半强制分红与企业价值现状分析

随着中国经济建设的发展，股票市场在人们的生活中占据着越来越重要的地位。股票市场作为金融体系的一个组成部分，一方面可以为居民的投资提供场所，有利于市场发挥资源优化配置的功能；另一方面也为企业的融资提供了更多的渠道，促进了企业的发展和国家经济的繁荣。结合中国的特殊国情，中国的经济建设处于计划与市场配置双轨运行阶段，各项制度建设还处于不稳定期，因而各项政策也处于摸索阶段，所以中国的股利政策也出现了异于外国的“特色”，具体来说，可以从以下几个方面来阐述：

## **4.1** 我国上市公司股利分配现状

### **4.1.1** 股利形式不断推陈出新，分配呈现阶段性特征

依据国务院体改委1992年颁布的《股份有限公司规范意见》，我国上市公司的股利主要包括现金股利和股票股利两种形式。上市公司在实际实践中，结合自身的情况，创造性地推出了很多分配类型，包括：派现加送股、转增股本、增资配股和不分配等形式。

表 4.1 2003年-2012年上市公司股利分配政策情况一览表

| 时间 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 上市公司总数 | 1277 | 1319 | 1345 | 1399 | 1668 | 1712 | 1882 | 2222 | 2468 |
| 分配股利的上市公司数 | 715 | 870 | 823 | 887 | 1001 | 948 | 1112 | 1444 | 1720 |
| 派现 | 586 | 629 | 657 | 673 | 569 | 763 | 764 | 879 | 1186 |
| 送股 | 109 | 157 | 2 | 11 | 12 | 2 | 6 | 1 | 0 |
| 转增 | 0 | 33 | 31 | 22 | 128 | 64 | 71 | 99 | 82 |
| 送派 | 0 | 7 | 21 | 35 | 50 | 44 | 66 | 74 | 47 |
| 送转 | 0 | 5 | 87 | 56 | 8 | 1 | 4 | 0 | 0 |
| 派转 | 20 | 24 | 4 | 60 | 141 | 118 | 184 | 379 | 443 |
| 送派转 | 0 | 15 | 21 | 30 | 102 | 42 | 57 | 72 | 33 |

资料来源：2003-2011年数据根据国泰安数据库数据进行整理

股利分配政策是一个向股东返还收益的决策，一般会随着企业的发展而呈现出阶段性的特征。通常，处于创业阶段，需要大量资金以促进生产的公司会选择送股的形式；当企业处于成熟期时，有稳定的收入来源的企业会倾向于高支付率的现金股利。沈艺峰（1995）考察了我国近10年的现金股利分发情况，大致呈

现了由高到低，再由低转高的阶段性特点。

根据上述数据整理出各年度上市公司股利政策所占比例情况。

表4.2 分配股利的公司中各股利政策所占比例情况

| 时间 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 派现 | 98.38% | 88.47% | 85.42% | 89.97% | 56.84% | 80.49% | 68.71% | 60.87% | 68.95% |
| 送股 | 17.69% | 24.12% | 15.92% | 14.88% | 56.84% | 80.49% | 68.71% | 60.87% | 68.95% |
| 转增 | 0.00% | 4.33% | 19.44% | 18.94% | 1.20% | 0.21% | 0.54% | 0.07% | 0.00% |
| 送派 | 0.00% | 0.92% | 25.52% | 39.46% | 12.79% | 6.75% | 6.38% | 6.86% | 4.77% |
| 送转 | 0.00% | 0.00% | 10.57% | 6.31% | 4.99% | 4.64% | 5.94% | 5.12% | 2.73% |
| 派转 | 3.25% | 3.15% | 0.00% | 6.76% | 0.80% | 0.11% | 0.36% | 0.00% | 0.00% |
| 送派转 | 0.00% | 0.00% | 25.52% | 3.38% | 14.09% | 12.45% | 16.55% | 26.25% | 25.76% |

资料来源：表中数据根据国泰安数据库进行整理



图4.1 分配股利的公司中各股利政策所占比例折线图

从表上看出，派现呈现出先降后涨再跌的状态，验证了上述介绍的特点。其他的分配方式也都呈现阶段式变化。

### **4.1.2** 上市公司的股利行为缺乏连续性，多为短期策略

上市公司保持稳定的股利政策可以减少资本市场上股价的波动，维护公司的形象。在较为成熟的西方股票市场，上市公司一般尽量履行该观念，但是在各项设施还不完善的中国市场，大多数公司的股利政策并不能保持一致性，乱象丛生，没有一个明确的政策目标。

中国上市公司没有保持稳定股利政策的意识，无论是股利支付的额度还是支付的形式，都缺乏广泛的连续性，制定的结果带有很大的随意性和盲目性。具体可表现在以下几点：（1）股利的形式存在多变性，除去企业发展阶段的因素，处

于同一成长阶段的企业的股利政策也是千差万别。（2）股利的发放不具连续性，盈利的年度多发，亏损的年度不发。（3）随意性大，没有股价目标，盲目攀比，难以自成一体。当政府要求股利与融资结合时就发股利，没有融资计划就不发。

95、96年的送股热，97、98的不分配，2001年的派现热潮都说明了这一点。（4）盲目迎合市场需要，从众行为明显，市场喜好现金就发现金，喜好送股就送股。

### **4.1.3** 股利分配行为极不规范

由于证券市场的建设时间短，各项规章制度还不健全，因而对于企业的股利分配也欠缺管理，造成了上市公司在股利分配中的众多不规范的行为。主要表现在（1）上市公司的股利政策制定不严谨，经常随意更换方案，造成投资者的预期观点与实际情况的差异，引起企业股价的动荡。例如深发行2007年度分配方

案原为不分配不转增，后改为10送1派现0.09元；沙河股份2011年度原为10

派0.2元，后改为不分配不转增。（2）股利政策宣告日与执行日之间的间隔期太

长，股东的利益无法得到及时的实现，损害了股东的利益。例如1995年鄂武商

制定的分配方案一直到1997年才实行，但是这一现象在2000年之后得到明显的改善，大部分企业的分配方案在宣告日两个月内执行。

## **4.2** 我国半强制现金股利分配特征分析

现金股利作为最主要的股利形式为多数的企业和投资者所接受，它能使股东直接受益，也能对企业的现金流量产生直接影响，所以企业在考虑现金政策时需要权衡利弊，特别是监管层参与企业的现金分红后，我国企业发放的现金股利呈现了与以往不同的特点。

### **4.2.1** 分发现金股利的上市公司日益增加

作为股利政策最重要的组成部分，现金股利一直是投资者最偏爱的方式。针对上市公司盈利却不发股利的行为，政府制定了相应的强制措施，即颁布了本文所谓的半强制分红政策。为了适应该项政策的要求，参与现金分红的上市公司比例上升。单纯派现的公司比例从1996年的19.2%上升到2006年的48.1%，分配方案中包含现金股利的公司比例由1996年的33%上升到2006年的57%。

### **4.2.2** 上市公司的派现水平持续走低

虽然法律强制某些上市公司分红，但是就从市场实际情况看，上市公司的分红额度很少，特别是2000年证监部门将股利政策与融资计划相挂钩以来，更多

的公司采取的是“蜻蜓点水”式的股利分红政策，1999年34家公司的每股现金分红不超过0.05元，到了2000年增加到128家，2001年又激增到184家。

支付率是衡量支付水平的主要指标，在下表中，上市公司A股整体平均股利支付率为25.22%。而相比之下，西方国家的平均股利支付率达到50%，因此我国上市公司的股利支付率普遍偏低。

表4.3 2006-2011年我国上市公司股利支付率一览表

| 年份 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 平均  （%） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 平均  （%） | 27.5% | 21.5% | 35% | 23.7% | 21% | 22.6% | 25.22% |

资料来源：数据根据国泰安数据库数据整理

### **4.2.3** 上市公司存在融资后即派现的现象

该现象是指上市公司在资本市场通过首次或再次发股的方式获得融资后就发放现金股利。一般企业选择发行股票融资是为了企业的经营发展筹措资金，是企业缺乏资金时的筹资手段；另一方面，发放现金股利是企业在未来现金流收入稳定、发展状况良好的情况下采取的股利政策，企业融资后即派现的行为违反了融资的初始目的。下表反映了我国证券市场上的这一反常现象。

表4.4 2005-2006年我国上市公司融资后即派现的情况一览表

| 年份 | 2005 | | | 2006 | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 方式 | 上市即派现 | 配股即派现 | 增发即派现 | 上市即派现 | 配股即派现 | 增发即派现 |
| 派现家数 | 13 | 1 | 4 | 62 | 1 | 50 |
| 总家数 | 15 | 2 | 4 | 70 | 2 | 65 |
| 比例 | 86.67% | 50% | 100% | 88.57% | 50% | 76.9% |

资料来源：数据摘自高舒《我国上市公司现金股利政策的行业影响分析-基于沪深A股数据》（西南财经大学硕士论文，2009）

从表中可以看出，2005年初次融资后即分红的比例达到86.67%，配股和增

发两种形式的再融资后即分红的比例分别为50%、100%；而到了2006年，这些项目的比例分别达到88.75%、50%、76.9%，情况没有明显变化，说明我国证券市场存在上市公司融资后即分配的现象，且比例较高。

### **4.2.4** 小结

从上市公司现金股利分配的情况看，半强制分红政策颁布后，上市公司的分

红情况并没有得到明显改善。总体上，使用现金分红方式的企业数量增加，但是分配的额度只是略微变动，这些说明了具有再融资计划的企业数量不多，为获取融资资格而派发的现金股利比例很少；而另一方面，未来没有融资计划的企业的现金分红没有增加，说明政策对这些公司的不适用性。因此，从以上分析来看，半强制分红政策并未真正改善企业的现金分红现状。

## **4.3** 制造行业上市公司半强制现金股利分配特点

制造业作为中国第一大产业，其上市公司的数量与质量关系到国民经济的发展，因此研究制造业上市公司现金股利分配对于全面了解该行业的发展状况至关重要。半强制分红政策颁布后，该行业因其自身的特点，现金分红情况也呈现出不同于以往的特征，分析这些特征能帮助监管层了解政策对该行业的影响，以便做出更好的修改。

### **4.3.1** “纯”现金分配的公司比例没有明显增加

我国制造行业上市公司在股利政策的选择上大致偏向于两种方式：不分配不转增、“纯”派现的方式，2006年后，制造行业中使用现金分红的上市公司比例有所提高，但是不明显。上市公司一般会在一年之内的两个时间分配股利：第一期分配股利时，该行业采取不分配方案的公司在2006年至2009间分别为606、

620、649、651家，占样本总量的比例分别为87.4%、89.5%、93.7%、93.9%，“纯”派现的公司分别为7、1、6、4家，占样本总量比例分别为1%、0.14%、0.87%、0.58%；第二期分配中，采取不分配方案的公司分别为266、230、688、272家，占总样本比例分别为38.9%、33.2%、99.3%、39%，“纯”派现的公司分别为289、

238、298、5家，占样本总量比例分别为41.7%、34.34%、43%、0.72%。

从上述数据可以看出，在一期分配方案中，采取不分配政策的公司均超过了

85%，比例非常高；相较而言，“纯”派现的比例基本都在1%上下，与前面的比例形成巨大的反差。二期方案中，不分配公司比例较第一期减少，同时派现家数增多，说明很多公司在这一时期发放现金股利。此外，在2008年中，不分配的

公司占的比例最多，可能是源于制造业在2008年受到了全球金融危机的影响。本文认为在半强制分红政策颁布后，制造企业的现金分红没有显著变化可能

的原因在于制造业属于劳动密集型，而非资本密集型，适当的现金流出不会影响到企业的发展。

### **4.3.2** 现金股利与股票股利相结合，发放呈上升趋势

从股利分配方案中含有股票股利的统计情况看，制造行业上市公司2006年度有67家，占9.7%；2007年上升到116家，占16.7%；2008年度为65家，占9.4%；2009年度为82家，为11.8%，比例基本呈上升趋势。此外，与全行业上市公司采取的股利股票分配方式不同，制造行业上市公司纯粹送股的形式较少，基本都是与红利在一起实施的，且比例呈上升趋势。

### **4.3.3** 现金股利政策较趋于一致，但额度仍低

和全行业上市公司整体相比，制造行业的现金分配政策比较稳定。一般而言，我国上市公司的股利政策制定缺乏一致性和连续性，随意性很大，资料显示，中国上市公司连续三年进行派现的比例不足10%，比重很低，且其中这些公司的分配额度很不稳定。而相较而言，制造业上市公司连续派现比例达到60%，但是额度较低，可能的原因是制造行业是劳动密集型产业，其持续盈利能力较弱，且受市场环境影响严重，因此管理层需要保留资金以应对可能发生的风险。

### **4.3.4** 采取不分配政策的公司拥有大量的自由现金流

通过对制造业上市公司的相关数据统计，2006年，共有230家公司未分利润，其中100家公司的每股收益大于0.1元；2010年，共有250家公司未分配利

润，其中125家公司的每股收益大于0.1元。这些数据说明，一方面，上市公司内部存有大量自由现金，而另一方面，公司却不分发任何股利。

### **4.3.5** 小结

综合以上制造业上市公司现金股利分配现状，可得以下结论：半强制分红政策后，制造业上市公司参与现金分红的企业数目有所增加，但是使用纯粹形式的现金分红企业并未变化，且现金分配额度仍然很低。总之，半强制分红政策对制造业上市公司的现金分红行为并未产生实质影响。

## 4.4 制造业上市公司企业价值特征分析

资产收益率ROA、净资产收益率ROE、T'Q经常被用来衡量企业的价值，投资者在做决策时也会考察这些指标。通过对2006-2011年制造业上市公司财务报表的查阅，整理出这一期间企业的价值变化。

表 4.5 制造业上市公司2006年-2011年企业价值衡量

| 企业价值 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 0.03 | 0.05 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.04 |
| ROE | 0.09 | 0.09 | 0.06 | 0.02 | 0.08 | 0.05 |
| T'Q | 1.27 | 2.21 | 1.30 | 2.39 | 2.63 | 1.78 |

数据来源：根据国泰安数据库数据整理



图 4.2 企业价值图

从表4.5和图4.2中可以看出，在2006-2011年期间，企业的价值基本趋于一致。当企业价值通过ROA和ROE计量时，在几年间，曲线基本呈水平线。这两个指标在2006年后出现些微下降，至2009年达到最低值，之后又缓慢上升。

究其原因，可能是2006年全球开始出现金融危机，在随后两年时间内情况变得

更加严重，制造行业也受其影响，企业价值消极反应；而2009年之后指标逐步回升，是因为世界经济环境的好转，投资者对上市公司有较好的预期，带动了股价的上升。当企业由托宾Q值计量时，呈现的先降后升的态势更加明显，也更能突出外部环境对制造企业价值的影响。

# 第五章 半强制性分红政策对制造业上市公司价值影响的实证分析

## **5.1** 研究目标

本章主要通过对制造行业上市公司价值对半强制性分红政策的反应进行实证分析，说明半强制性分红政策的合理性之处，也指出其不足之处，为监管当局制定合理的政策提供了现实的参考依据。

## **5.2** 数据来源和样本选择

本文以沪深两市交易的A股制造行业上市公司为研究对象，选取2006—2011年上市公司公布的年报数据为实证分析依据，所有的数据来源于国泰安数据库、上市公司的年报和Wind资讯金融终端系统，在此基础上，为了增加实证结论的可靠性和严密性，对样本进行了逐步的剔除，剔除的原则如下：

1、剔除了业绩过差ST、SST以及S\*ST公司。这些公司有的已经连续亏损三年，或者面临退市的风险，财务状况异常，从而出现会计业绩指标异常的现象，考虑到极端值对统计结果的不利影响，将其剔除。

2、为了保证样本的稳定型，选取了2006年以前上市的公司，剔除了财务数据缺失的样本。有些上市公司没能披露所需要的数据，为了增加实证结果的严密性和可靠性，将其剔除。

3、为保持一致性，2006年至2011年间选取了相同数量的上市公司，每年均为693家。

## **5.3** 变量的选择

### **5.3.1** 因变量的选择—托宾**Q** 值

本文选取托宾Q值作为因变量，定义为市场价值/期末总资产，它是测算企业市场价值的重要指标，数据直接选自2006年-2011年资产负债表相关数据。

表 5.1 因变量设计表

| 变量类型 | 变量名 | 变量指标选择 | 英文缩写 |
| --- | --- | --- | --- |
| 因变量 | 托宾 Q | 市场价值/期末总资产 | T'Q |

### **5.3.2** 自变量的选择

本文实证研究主要是考察半强制分红政策对企业价值的影响，因此主要从企业的融资计划、现金流等角度选择自变量。

（1）现金股利分配额（Cd）

现金股利分配额=现金股利总额/总资产，现金股利数据来源于中国上市公司红利分配研究数据库，总资产来源于资产负债表

（2）融资计划（Plan），通过查阅当年的增资或配股公告来衡量此项，为虚拟变量，若当年存在融资计划，则为1，否则为0

（3）公司现金流量（Cur）

公司现金流量=企业自由现金流量/总资产，其中自由现金流量数据来源于现金流量表，总资产来源于资产负债表

### **5.3.3** 控制变量的选择

本文的控制变量选择了一些与企业价值相关的变量，主要有企业规模，股权集中度。

##### （1）公司规模( lnsize )

本文公司规模取值为企业总资产的对数，即公司规模=l总资产

##### （2）股权集中度（shareholder），本文主要用公司前10位流通股股东持股比例的平方和来表示

##### （3）资产负债率（Lev），数据直接来自于长期偿债能力表资产负债率=期末总负债/期末总资产

表5.2 变量定义及指标选择

|  | 变量名 | 变量指标选择 | 英文缩写 |
| --- | --- | --- | --- |
| 自变量 | 现金股利分配额 | 期末总负债/期末总资产 | Cd |
|  | 融资计划 | 若当年存在融资计划，则为  1，否则为0 | Plan |
|  | 公司现金流量 | 自由现金流量/总资产 | Cur |
| 控制变量 | 公司规模 | ln 总资产 | lnsize |
|  | 股权集中度 | 公司前 10 位流通股股东持  股比例的平方和 | shareholder |
|  | 资产负债率 | 期末总负债/期末总资产 | Lev |

## **5.4** 研究假设与模型设计

### **5.4.1** 研究假设

半强制性分红政策“一刀切”地要求所有具有融资计划的上市公司进行现金分红，忽视了一些上市公司的特殊性，因而在实践上具有一定的局限性，也给相关的公司带来了烦恼和不便。根据“优序融资理论”，内部融资的成本要远远低于外部融资，企业通常会选择留存收益来为未来发展补充资金，这一政策的实行，使得企业必须通过发放现金股利的方式来获取融资的资格。然而在另一方面，这种发放现金股利的行为本身就是一种矛盾：既然公司需要资金，为何还要强制现金分红，对于具有融资计划且现金流又比较紧张的公司来说，这种规定可能不仅不会缓解企业的困境，还可能对企业的价值产生负影响。因此，本文提出以下假设：

假设1：半强制分红政策与上市公司企业价值呈正相关关系。

企业在股票市场为企业融资，股价是衡量企业价值的一种重要方式。半强制分红政策颁布后，投资者的利益在一定程度上得到保护，因此对企业评价会增强，体现在企业股价变动上，因此政策后，企业价值会上升。

假设2：对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策与上市公司企业价值的正相关关系减弱。

当企业所拥有的资金不足以支持其未来发展时，会采用向资本市场发行股票等方式获取外部融资。半强制分红政策规定上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十，因此企业会通过分发现金股利以获得再融资资格，这种现金流出企业的做法使得原本就资金短缺的企业现金流量更加紧张，特别是在企业融资失败的情况下，很有可能使企业陷入严重的财务和经营困境，对企业价值产生消极影响。

假设3：对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策与自由现金流不足的上市公司价值呈负相关关系。

正如假设2中提到的，企业的融资计划是基于现金流不足以支持企业未来发展的情况下，因此半强制政策要求的企业发放现金股利以获取融资资格的做法会直接对企业现金流产生影响，当留存资金不能应对企业日常生产经营时，企业价值产生负向变动。

假设4：对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策对自由现金流不足的上市公司企业价值的影响要显著于自由现金流充足的上市公司。

相较于现金流不足的企业而言，具有充足现金流的企业分发现金股利对正常生产经营产生的影响相对较小。

### **5.4.2** 模型的设计

本节通过建立回归模型，对半强制分红政策对制造行业上市公司的价值变动进行实证分析，实证过程主要运用了STATA统计软件和Excel2003。根据上述假设，构建以下多元线性回归模型：

Y=β0+β1**Cd**+β2**Plan**+β3**Plan\*Cd**+β4**Cur**+β5**Cd\*Cur**+β6**lnsize**+β7**lev**+β8**shareholder**+eit

（5.1）

Y=β0+β1**Cd**+β2**Plan**+β3**Plan\*Cd**+β4**Cur1**+β5**Cd\*Cur1**+β6**lnsize**+β7**lev**+β8**shareholder**+eit

（5.2）

Y=β0+β1**Cd**+β2**Plan**+β3**Plan\*Cd**+β4**Cur2**+β5**Cd\*Cur2**+β6**lnsize**+β7**lev**+β8**shareholder**+eit

（5.3）

其中：β0为回归模型的截距，βi为模型回归系数，eit为残差。

模型（5.1）主要用来检验半强制政策对具有融资计划企业价值的影响。此外，为了检验半强制性政策对具有不同自由现金流的企业的影响，模型（5.2）与模型（5.3）分别设置了代表不同现金流的变量Cur1（企业自由现金流大于0）、Cur2（企业自由现金流小于0）。

## **5.5** 实证检验及分析

### **5.5.1** 描述性统计分析

为了对所选定的变量有总体的了解，本文对所有变量进行了描述性统计分析，初步说明样本情况，为后面的分析奠定理论基础。

表5.3 实证分析变量的描述性统计分析

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| stkcd | 4107 | 353655.4 | 295044.7 | 4 | 601607 |
| T'Q | 4101 | 1.959499 | 1.372127 | .584197 | 21.89564 |
| Cd | 4064 | .0160428 | .0515527 | -.0859535 | 2.336183 |
| Plan | 4107 | .0854638 | .2796047 | 0 | 1 |
| Cur | 4107 | .0537082 | .0809795 | -.4700149 | 1.06904 |
| lnsize | 4107 | 21.66642 | 1.140475 | 18.27 | 26.49 |
| lev | 4107 | .505654 | .2135401 | .00708 | 5.493646 |
| shareholder | 4107 | .0529252 | .0876365 | 2.00e-06 | .67408 |

表5.3描述了我国制造业上市公司2006—2011年共六年的4107个观测值的均值、中位数、最小值、最大值和标准差。从表中可以看到，全样本约有352家上市公司（约占8.54%）在实验期间内有再融资计划，这些公司多数为拥有良好投资机会、处于高成长阶段且自由现金流短缺的企业。托宾Q值最大值与最小值相差较大，均值为2，说明市场对企业的前景看好，具有投资价值。现金股利发放

Cd均值仅为每股0.0160428元，说明企业采用现金分红的比例非常低。企业自由现金流的最大值为1.06904元，均值为0.0537082元，小于0.1，企业留存的自由现金普遍偏低，现金作为企业最重要的流动资产，其充足性对企业的生存起着至关重要的作用，自由现金流短缺阻碍了企业的日常经营，因此直接的现金分红可能对现金流不足的企业带来负面影响。从规模方面看，其均值为21.66642，标准差为1.140475，说明制造企业的规模方面存在差距，因此需要将其作为控制变量。制造行业企业连续六年的平均资产负债率达到50.56%，较为平稳，总体来说财务风险较低，但是最大值和最小值之间存在明显过大的差异，因此为了保持样本的一致性，选择将其作为控制变量。

### **5.5.2** **Pearson**相关分析和**VIF**检验

运用STATA软件计算的各变量之间的相关系数如表5.4所示

表5.4 Pearson相关系数矩阵

|  | T'Q | Cd | Plan | Cur | lnsize | lev | shareholder |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| T'Q | 1.0000 |  |  |  |  |  |  |
| Cd | 0.1498\*  1.0000 | 1.0000 |  |  |  |  |  |
| Plan | -0.0436\*  0.0052 | -0.0018  0.9068 | 1.0000 |  |  |  |  |
| Cur | 0.1156\*  0.0000 | 0.1260\*  0.0000 | -0.0232  0.1379 | 1.0000 |  |  |  |
| lnsize | -0.2980\*  0.0000 | -0.0232  0.1392 | 0.1588\*  0.0000 | 0.0472\*  0.0025 | 1.0000 |  |  |
| Lev | -0.2125\*  0.0000 | -0.1327\*  0.0000 | -0.0141  0.3656 | -0.1196\*  0.0000 | 0.2020\*  0.0000 | 1.0000 |  |
| shareholder | 0.1862\*  0.0000 | -0.0162  0.3017 | -0.0471\*  0.0025 | 0.0112  0.4743 | 0.2111\*  0.0000 | 0.0234  0.1335 | 1.0000 |

由表5.4可以看出，现金股利派发、融资计划、自由现金流量均与企业价值显著相关，且现金股利派发、自由现金流与企业价值正相关，融资计划与企业价值负相关。现金股利作为投资者收到回报的一种重要方式，可以向投资者传达企业发展前景的信号，利于投资者的决策，因此现金分红会提升企业的市场价值。自由现金流与企业价值正相关是因为现金流是企业的正常经营的血液，现金流越稳定，则企业的整体风险就越小，投资者对其前景持乐观态度，因而会影响到企业价值。而融资计划与企业呈负相关，可能是因为投资者对企业的未来发展不确定，企业融资也被认为是投资过度的表现，因而对企业的评价下降，对企业价值产生影响。控制变量资产负债率与企业价值呈负相关关系，主要是因为资产负债率属于企业的长期偿债能力，该数值越高，越说明企业负债经营的程度越高，当企业的收益无法补偿相关费用时就会产生经营困难的状况，因此企业的资产负债率应处于一定的安全范围内，当超出极限时，会对企业的价值产生负向的影响。

此外，融资计划还与现金股利呈负相关关系，这可能源于融资本身就与派发股利相互矛盾，当企业现金流不足以支持企业发展时才会向外融资，这时派发现金股利会使现金流短缺的情况更加突出，也不利于企业的发展。最后，自由现金流量还与现金股利呈显著正相关关系，当企业自由现金流充足时，企业分配的现金股利也会越多。

由于表5.4中显示各变量之间都存在相关关系，因此为了结果的正确性，还需要对该模型的共线性问题进行分析。

表 5.5 **VIF** 检验

| Variable | VIF | 1/VIF |
| --- | --- | --- |
| Cd\* Cur | 2.95 | 0.338411 |
| Cd | 2.95 | 0.339269 |
| Plan \* Cd | 1.36 | 0.734044 |
| Plan | 1.16 | 0.863470 |
| Cur | 1.16 | 0.863809 |
| Lnsize | 1.14 | 0.878890 |
| Lev | 1.08 | 0.926130 |
| Shareholder | 1.06 | 0.944493 |
| Mean VIF | 1.61 | |

表5.5是VIF检验，检验模型是否存在多重共线性，由表可以看出，数据并没有多重共线性的问题（所有自变量的VIF都小于10），因此可以利用原回归模型进行继续分析。

### **5.5.3** 回归结果分析

本文在2006年证监会颁布《上市公司证券管理办法》的背景下，剔除股票股利的影响，对2006—2011年我国制造行业几种不同类型的上市公司的价值变化进行回归分析，将全部变量与企业价值托宾Q值进行线性回归，结果如表5.6所示。

##### （1）整体分析

从模型一中可以看到，相对于总的模型来说，其拟合优度为0.2019，检验模型的线性关系是否显著的F检验值的结果是128.07，且显著性水平为0.0000，以此可以认为：根据2006-2011年的样本数据，企业价值参数托宾Q值与这些解释变量存在显著地线性相关关系，在半强制性分红政策的背景下，企业的价值受到企业现金股利、融资计划、自由现金流量等一个或多个因素共同影响。

表5.6 实证结果

| T'Q | 模型一 | 模型二 | 模型三 |
| --- | --- | --- | --- |
| Cd | 4.16321\*\*\*  （6.47） | -1.163497  （-1.26） | 0.4873263  （0.20） |
| Plan | 0.1541552\*\*\*  （2.08） | 0.0332794  （0.37） | 0.0758835  （0.53） |
| Plan\*Cd | -2.986225  （-1.95） | 7.425462\*\*\*  （2.42） | -2.618781  （-1.02） |
| Cur | 1.843848\*\*\*  （7.19） | 2.413997\*\*\*  （6.63） | 0.2980259  （0.39） |
| Cd\*Cur | -8.188567  （-1.73） | 32.42385\*\*\*  （4.62） | -94.78503\*\*\*  （-7.88） |
| Lnsize | -0.4025094  （-22.22） | -0.3568174  （-17.55） | -0.5158104  （-14.23） |
| Lev | -0.7933888  （-8.45） | -0.9396808  （-8.89） | -0.2210193  （-1.21） |
| shareholder | 4.113865  （18.18） | 4.068891  （16.07） | 3.7104  （8.23） |
| Cons | 10.70113  （28.05） | 9.725651  （22.58） | 12.90429  （16.98） |
| R-squared | 0.2019 | 0.2121 | 0.3467 |
| F | 128.07 | 109.42 | 52.34 |

注释：\*\*\*表示在5%水平下显著

从上面的回归结果可知，三个解释变量所选取的指标均通过了5%水平上的显著性检验，分别是企业现金股利、融资计划和自由现金流量。企业现金股利的回归系数是4.16321，T值为2.08，与企业价值托宾Q值呈显著正相关关系，现金股利每增加1%，企业的价值就增加4.16321%，说明企业分配现金股利能显著提高企业价值，且现金股利分配越多，企业价值增长越快。企业融资计划的回归系数是0.1541552，T值为2.08，说明企业融资计划与企业价值托宾Q值呈显著正相关关系，这是因为企业只有在有净现值为正的投资项目时才会融资，而这类项目会推动企业的发展，在未来会给企业带来正的现金流，因此利于企业价值的提高。自由现金流量的回归系数是1.843848，T值为7.19，说明自由现金流量与企业价值托宾Q值呈显著正相关关系，自由现金流量每增加1%，企业的价值就增加

7.19%，现金流是企业发展的源泉，充足的资金向市场传达企业良好的经营状况。此外，融资计划与现金股利的交叉项、现金流与现金股利的交叉项分别为

-2.986225、-8.188567，虽然不显著，但是说明了他们与企业价值托宾Q值的关系，表明半强制分红政策对具有融资计划、现金流量不足的企业价值产生消极影响，且分派的现金股利越多，影响越大。

模型二中，现金股利、融资计划和自由现金流量的回归系数为-1.163497、

0.0332794、2.413997，而模型三中的对应项为-0.4873263、0.0758835、0.2980259，

二者符号一致。此外，模型三中自由现金流与现金分红的交叉项回归系数为

-94.78503，T值为-7.88，而模型二中对应项回归系数为32.42385，T值为4.62，模型二中假设企业自由现金流充足，适当分发现金股利会对企业价值有促进作用，而模型三中假设现金流不足，分发现金股利会损害企业价值，且T值为-7.88，大于模型二中的4.62，说明半强制分红政策对自由现金流不足的企业影响要大于现金流充足的企业。

##### （2）回归结果与原假设对比分析

综合实证数据，可以得到以下结论：

假设1中认为半强制分红政策与上市公司企业价值呈正相关关系的结论得到证实。

现金股利作为企业回报投资者的一种方式，能明显增加投资者对企业的信心。在政策出台前，企业管理层可能会从自身利益出发，选择不发红利。根据现金流量的代理理论，当企业存在超过一定比例的资金时，管理层利用资金进行在职消费的机会增加，形成了内部管理者和外部股东的利益冲突，损害企业价值。半强制分红政策在一定程度上强迫企业使用现金分红，一方面使得投资者的利益得到保护，另一方面减少了留存在企业的资金，降低了相关代理成本，也能促进管理层努力工作，增加企业价值。

假设2中认为对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策与上市公司企业价值的正相关关系会减弱的结论也得到证实。

在股票市场上，当企业拥有净现值为正的投资项目时，企业的股价一般会显著波动，且为正向变化。为投资项目而进行的筹资会给企业未来带来收益，促进企业价值最大化，所以在以前学者的研究中大多数认为有融资计划的企业的价值会趋于正向变动，即融资计划越多，企业的价值越高。但是本文的研究却得出相反的结论，当颁布半强制分红政策后，该项系数呈现负数，说明该项政策对企业的融资产生了一定的影响。对于真正处于资金不足需要融资的企业来说，分红政策的实施会导致资金的进一步流失，若用现金分红后，融资计划也失败，那么企业就有可能会陷入破产的困境；而另一方面，在实践中学者也发现没有融资计划的企业通常会绕过政策规定，不发股利，这样原先政策出于保护投资者利益的目的并没有实现，反而会给一些企业带来困难，综合这两方面看，政策的实施出现了“监管悖论”的怪相。

假设3中认为对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策与自由现金流不足的上市公司价值呈负相关关系的结论通过检验。

模型一中，企业自由现金流的回归系数为正，说明企业的价值确实受到了自

由现金流的影响。根据信息不对称理论，当企业存在充足的自由现金流时，管理人员总是会利用自由现金流进行投资，由于股东存在信息不对称劣势，股东不能获得完备的关于投资项目盈利性的信息，因而股东会注意企业发出的信号，宣告发放现金股利就是信号的一种，如果企业发放现金股利，说明企业并没有无节制的进行投资，股东会增加对管理层的信任，进而增加对企业的投资，企业的价值上升。企业价值与自由现金流存在正相关关系说明了这一点。在信息不对称的情况下，企业的自由现金流越多，投资者对企业的未来越有信心，对企业的价值评价也越高。但是当企业自由现金流短缺不足以支持其生存发展时，发放红利则被视为一种不利的信号，可能是企业控股股东转移资产的一种方式，企业未来不确定，在股票市场上则直接变现为股价下跌，价值降低。

假设4中认为对于未来具有融资计划的上市公司来说，半强制分红政策对自由现金流不足的上市公司企业价值的影响要显著于自由现金流充足的上市公司的结论也通过了检验。

当企业拥有充足的现金流时，其足以支持企业的生产经营，半强制分红政策对该类型企业影响不大，即使为了融资而发放一定的现金股利，也不会对其持续经营产生重大影响。而另一方面，当企业资金不足以支持企业正常生产经营时，分配现金股利的做法会进一步增加企业的风险，当企业融资计划无法完成时，很有可能陷入清算的境地，因此，政策对这类企业的影响较前者更明显。

### **5.5.4** 稳健性检验

为确保研究结论的可靠性，本文还进行了如下的稳健性检验。研究企业价值时，研究文献中主要有市场指标和会计指标两种，前面已经用市场指标托宾Q作为因变量进行了实证研究，因此这里使用ROE进行稳健性检验。

表5.7 稳健性检验

| ROE | Coef. | Std. Err. | t | P>|t| | [95% Conf. Interval] | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Cd | 1.512874 | .3317483 | 4.56 | 0.000 | .8624638 | 2.163284 |
| Plan | .0727893 | .0381425 | 1.91 | 0.056 | -.001991 | .1475696 |
| Plan\*Cd | -1.60084 | .7879232 | -2.03 | 0.042 | -3.145606 | -.0560748 |
| Cur | 2.062117 | .1327444 | 15.53 | 0.000 | 1.801865 | 2.32237 |
| Cd\*Cur | -13.50346 | 2.434185 | -5.55 | 0.000 | -18.27581 | -8.731113 |
| Lnsize | .0156448 | .0096633 | 1.62 | 0.106 | -.0033006 | .0345902 |
| Lev | -.212686 | .0602951 | -3.53 | 0.000 | -.3308977 | -.0944743 |
| negshrh10 | .0123046 | .1162825 | 0.11 | 0.916 | -.2156734 | .2402827 |
| Cons | -.2959136 | .199505 | -1.48 | 0.138 | -.6870538 | .0952265 |
| R-squared | 0.0665 | 0.0665 | 0.0665 | 0.0665 | 0.0665 | 0.0665 |
| F | 35.83 | 35.83 | 35.83 | 35.83 | 35.83 | 35.83 |

从检验的结果来看，和前面基本一致。此外，在表5.7中，现金股利与自由现金流的交叉项的回归系数为-13.50346，T值为-5.55，与模型一中的对应项回归系数-8.188567、T值-1.73相比，半强制分红政策与企业价值的关系更加明显，进一步证实了在企业具有融资计划的背景下，半强制分红政策对现金流不足的企业的价值影响更大的结论。

### **5.5.5** 实证结论

本文继续沿用李常青等人将证监会要求的企业融资资格与股利分配相挂钩的政策规定定义为“半强制分红政策”的概念，以证监会2006年颁布的《上市公司证券发行管理办法》为背景，检验了该项规定对制造行业上市公司价值的影响。实证结果表明，政策颁布后，具有融资计划、自由现金流不足的上市公司价值出现了负向反应，且现金分红越多，企业的价值变化越大，此外自由现金流短缺的企业受政策影响要明显于自由现金流充足的企业。因此，半强制分红政策在保护投资者的利益同时，对一些上市公司的发展起到了一定的抑制作用。所以监管层在实施半强制性现金红利政策以外，还需要根据企业的实际来改善政策，同时辅以一系列有效的市场监管措施来促进政策的执行。

# 第六章 政策建议与研究不足

## **6.1** 政策建议

一个成熟的资本市场中，企业和投资者是两个重要的组成部分，二者的利益都应得到保护，这样才能促进市场的有序进行。从这个角度看，监管部门制定的相关政策的合理性就关系到我国经济市场的健康发展。投资者的回报主要来自于上市公司的股利分配，企业的发展的动力也取决于其留存收益，因而制定合理的股利政策对于二者而言同等重要。政府在协调二者的利益时，大多时候会出台政策以保护处于信息劣势的投资者而忽视了上市公司的实际情况。本文的研究结果表明半强制分红政策在保护投资者利益方面没有发挥完全的作用，且对一些企业的发展造成了负面影响。所以，为解决我国上市公司现金股利分配过程中存在的各种问题，监管部门制定的各项规范政策时应充分考虑市场中各利益集团，以使政策能充分发挥效果。因此就这一问题，本文提出以下建议。

### **6.1.1** 规定具备股利分配条件的上市公司切实发放股利

我国资本市场建立的时间还很短，各项法规对于企业分配条件的界定概念还比较欠缺。近些年来，监管部门在借鉴外国相关法规的基础上，出台了一系列符合中国实际的政策。比如，规定上市公司的利润累计不得超过一定比例，以此迫使上市公司分配股利。这些政策也为企业制定股利政策提供了依据，也能减少企业因长期积累利润而导致的幕后操纵行为的发生。其次，由于上市企业的股利政策存在很大的随意性，因此可以要求企业披露其长期分配的政策，这就会促使企业充分考虑企业和股东的利益，认真制定包括股利分配政策和各种发展计划，避免了随意的变动，保护了投资者的利益，规范了企业的股利分配行为。再次，广大股东也可以根据企业的分配政策和履行情况来进行合理的投资决策，以使自身利益最大化。

### **6.1.2** 监管部门对上市公司股利政策的规范应当具有灵活性

本文中研究的半强制性股利政策给具有融资计划、处于高成长性、自由现金流紧张的公司的价值带来了负面影响，损害了这些企业的利益。实际上，监管部门在制定政策时可以根据上市公司的不同类型规定有差异的半强制分红比例。对于自由现金流充足、处于垄断行业、成熟期的上市公司的融资资格应当规定较高比例的分红比例，而对于资金流短缺、处于激烈竞争行业的公司可以适当降低他

们的分红比例，这些措施能保持不同类型企业的可持续发展，也从另一角度上保护了投资者的利益。

### **6.1.3** 应当积极引导上市公司建立正确、科学、合理的利润分配机制

监管部门在制定政策时，不仅需要推动上市公司分配现金股利，保护投资者的利益，也要不影响企业的发展。所以监管部门可以针对企业的股利政策提出一些指导性建议，比如制定类似《上市公司股利分配示例》的规范，以引导企业的利润分配行为。现代企业理财目标始终将股东财富最大化作为财务管理的首要目标之一，因此上市公司在制定股利政策时也要以此为参考，合理的分配机制也能促使这一目标的实现。

### **6.1.4** 完善法律环境，以规范上市公司半强制分红行为

由于我国特殊的股权体制，使得控股股东、限售股等类型股东无法通过股票交易来获利，他们通常会使用恶意分红或超派现分红的手段变相地套取上市公司的资产，侵占中小股东的利益，半强制性分红政策的出台使这种行为更加合法、合理。因此，监管部门制定相应的法律成为下一步工作的中心，也是半强制分红政策是否能够顺利、长期执行的关键。

制定法律的原因是信息不对称，因此，为了保证法律的实施效果，应当强化企业的信息披露制度，在报表中，上市公司应对其分配行为给出解释。对于当年不分配的公司，企业应当披露不分配的原因，留存资金的用途等；对于申请增资配股的公司，应当在融资方案中说明融资项目的可行性和资金的预计使用情况。这些信息引入了外部监督，将减少企业资金使用的盲目性

## **6.2** 研究局限

本文的研究是在以往国内外股利政策研究的基础上展开的，结合近些年推出的半强制分红政策，分析了该项政策对制造行业企业价值的影响，基于条件和资料的不足，本文难免有一些不足之处，这也算在以后的学习中需要改进的地方。

首先，本文是典型的对法规效果的实证研究，很多变量无法观察和控制，也可能夹杂其他企业内部规定的影响，混淆了实证的结果。

其次，本文只将制造行业上市公司作为研究对象，并未和其他行业进行对比研究，研究全行业和行业之间的差异是今后对半强制分红政策对企业价值影响的重点。

最后，本文以2006年颁布的《上市公司证券发行管理办法》为背景，而该政策规定了股票股利或现金股利与融资资格的挂钩，本文剔除了股票股利的影响，仅考虑现金分红的影响，因此可能会对结果的准确性造成影响。

参考文献

[1]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

[2]陈浪南、姚正春.我国股利政策信号传递作用的实证研究[J].金融研究，2000

[3]陈工孟、高宁.盈余与股利信息含量的交互作用[J].财经研究，2005

[4] 傅元略. 财务管理理论[M]. 厦门大学出版社，2007

[5]高舒.我国上市公司现金股利政策的行业影响分析-基于沪深A股数据. [D]. 成都：西南财经大学，2009

[6]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

[7]刘玉平.财务管理学[M].中国人民大学出版社，2004

[8]李常青.股利政策理论与实证研究[M].北京：中国人民大学出版社，2001.

[9]李增泉、孙铮、任强.所有权安排与现金股利政策——来自我国上市公司的经验证据[J].中国会计与财务研究，2004

[10]廖理、方芳.股利政策代理理论的实证检验[J].南开管理评论，2005

[11]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

[12]李常青.我国上市公司股利政策现状及其成因[J].中国工业经济,1999

[13]连玉君、程建.不同成长机会下资本结构与经营绩效之关系研究[J].当代经济科学.2006

[14]吕长江、王克敏.上市公司股利政策的实证分析[J].经济研究，1999

[15]宋常、黄蕾、钟震.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[J].审计研究,2008

[16]孙林岩.中国制造业发展战略管理研究[M].清华大学出版社，2009

[17]沈艺峰.资本市场分析[M].中国经济出版社，1995

[18]唐国琼等. 上市公司现金股利政策影响因素的实证研究[J]. 财经科学，

2005

[19]魏刚.我国上市公司股利分配的实证研究[J].经济研究,1998

[20]魏志华等. 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[J]. 金融研究，2012

[21]王化成.财务管理研究[M].中国金融出版社，2006

[22]徐国祥、苏中月.中国股市现金股利悖论研究[J]．财经研究，2005

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

[24]肖淑芳. 股权激励与股权分配-来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究，

2012

[25]薛玉莲、李全中. 财务管理学[M].首都经济贸易大学出版社，2004

[26]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

[27]阎大颖．中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究

[J]．南开经济研究，2004

[28]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

[29]俞乔、程滢．我国公司红利政策与股市波动[J]．经济研究，2001

[30]原红旗.中国上市公司股利政策分析[J].财经研究，2001

[31]杨汉栋. 上市公司股利发放情况与财务结构之探讨[J].国立政治大学财务研究所，2006

[32]祝映兰．理性看待现金分红新规定[J]．中国劳动关系学院学报，2009

[33] Aharony & Swary, Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis[J]. Journal of Finance, 1980, 1-12 [34] Asquith &Mullins, the impact of initiating dividend payments on stockholders' wealth [J]. The Journal of Business, 1983,77-96

[35] Brickley, J. A. Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend[J]. Journal of Financial Economics, 1983,187-209. [36]Benartzi S. R. Michaely and R. Thaler, Do changes in signal the future or the past[J]. JournalofFinance, 1997,1007–1034.

[37] Easterbrook F. H., Two agency-cost explanations of dividends [J]. American Economic Review, 1984

[38] Gugler K. &B. B. Yurtoglu, Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany[J]. European Economic Review,2003

[39] Harry DeAngeloa, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, Are dividends

DisappearingDividendconcentrationandtheconsolidationofearnings [J]. JournalofFinancialEconomics,2004,425–456

[40] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review,1986.

[41] Kinkki, S. ―Minority Protection and Dividend Policy in Finland‖. European Financial Management[J]. 2008, 470-502.

[42] Lintner, Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends. Retained Earnings. and Taxes[J]. The American Economic Review,1956

[43] Lang, Larry H. P., and Litzenberger, Robert H,1989, Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1989,1-33.

[44] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W Vishny. Agency problems and dividend policies around the world[J]. The Journal of Finance, 2000, 1-33.

[45] Miller, M., and Rock, K., Dividend Policy Under Asymmetric Information [J].

Journal of Finance, 1985

[46] Miller and Modigliani, Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares [J]. The Journal of Business, 1961

[47] Merton H. Miller and Myron S. Scholes, Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence[J].. Journal of Political Economy,1982,1118-1141

[48] Mitton, Corporate governance and dividend policy in emerging markets[J]. Elsevier,2004409–426

[49] Michaely, R., R. Thaler, and K. Womack, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or drift[J], Journal of Finance,1995,573-608.

[50] Pettit. Dividend announcements, security performance and capital market efficiency[J]. Journal of Finance. 1972, 993-1007.

[51] Shleifer. A and R. W. Vishny, A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance,1997

# 攻读硕士期间所发表学术论文

《从宏观角度看会计的职业环境》，发表在《商业会计》杂志2013年第 2

期上；

《由江浙地区民间资本危机引发的思考》，发表在《商业会计》杂志2013

年第3期上。

后 **记**

在论文完成的最后阶段，本人向导师王开田教授表示衷心的感谢！从本文的选题、开题、写作至论文的答辩，导师都提出了宝贵的指导意见。老师治学严谨的态度使学生受益匪浅，无论是文章的研究思路，结构以及使用的模型、方法，还是论文的文字表达都严格要求，这些做法使得本文的质量整体上有了很大的提高。

此外，本人还要感谢研究生秘书在学习和生活上的关怀，各位硕导的指导与严谨的工作态度都成为我的学习中不断成长的动力。

最后，本人诚挚感谢南京财经大学各位老师的精心培育！感谢同学们在生活上和学习上给予我的帮助。