

上市公司财务灵活性、再融资 期权与股利迎合策略研究*

王志强 张玮婷

摘要 2006年和2008年,证监会分别出台了将上市公司股利分配水平与再融资资格挂钩的半强制分红政策。本文以此为背景,将再融资资格看作公司的期权,首次从财务灵活性的角度探讨期权价值的大小,构建我国上市公司股利迎合策略的分析模型,对该股利行为的决策机制和经济后果进行了实证研究。研究结果表明:财务灵活性是理解公司在半强制分红背景下股利行为的关键因素。2008年政策中限定股利分配形式仅为现金股利的规定提高了高成长性公司的融资门槛,可能导致监管悖论。实际上,在公司根据财务灵活性进行自利选择的过程中,市场资源得以优化配置,因此监管当局应该减少在再融资资格筛选中的行政干预,加速资本市场的市场化进程。

关键词 半强制分红政策 财务灵活性 股权再融资 股利迎合策略

一、问题的提出

自2000年以来,证监会出台了一系列与再融资资格相挂钩的股利分配政策,该政策被称为半强制分红政策(李常青等,2010)。在2001年和2004年的政策中,仅对上市公司分红行为做出导向性规定,而2006年和2008年的规定中则进一步明确了再融资公司所需达到的最低分红比例,这些规定的颁布和实施旨在运用外部融资约束来影响上市公司股利分配的决策。那么,半强制分红政策是否影响了上市公司的股利发放行为?其影响机制如何?半强制分红政策的有效性又如何?目前,国内外均没有相关的文献对此问题展开讨论。本文试图对半强制分红政策背景下上市公司股利决策机制以及该政策的效果进行理论分析和实证检验。具体而言,本文将以财务灵活性为研究视角,探讨中国特有的半强制分红政策背景下公司的股利行为模式,提供财务灵活性对公司股利政策影响机制的实证证据;同时检验半强制分红指标与公司未来业绩的相关性,以期对半强制分红政策的经济效果及合理性进行较为全面的衡量和客观的评价。

为了鼓励上市公司的股利分配行为,证监会自2000年起规定,只有发放股利的公司才有资格利用公开资本市场再融资,而距今最近的两项法规进一步对公司股利发放水平做出了明确的规定。2006年5月6日,证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》中规定: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,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》中,将此项规定修改为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。

从半强制分红政策的规定上看,该政策影响的对象应该是具有再融资意愿的公司,那么这类公司是否会根据该政策来调整自身股利发放?这种调整又会使这类公司的股利发放呈现出怎样的特征?在进行理论分析前,我们试图通过统计绘图分析,先描绘出该政策背景下

*本文是国家自然科学基金资助项目(项目批准号:70972111)和中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2011221035)的阶段性成果之一。

具有再融资意愿的公司其股利行为的典型特征,以大致了解我们的研究对象在该政策背景下的股利行为,而我们首先需要定义的就是哪些公司属于具有再融资意愿的公司。

公司决策过程是一个“黑箱”,难以观察,因此很难直观地定义公司的再融资意愿。同时由于国内资本市场实行核准制,并非所有具备再融资意愿的公司都能最终实现再融资,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。在半强制分红政策的背景之下,正是由于政策规定了再融资公司所需达到的最低分红水平,换言之,只有具有再融资意愿的公司才受该政策的约束。因此我们就得以公司的实际股利分配水平^①是否达到政策规定的最低分红水平作为区分公司是否具有再融资意愿的标准。当公司相应年份的股利分配水平达到了政策规定的最低分红水平,且公司盈利水平符合相应的再融资资格(在实施股权再融资的前3年盈利均为正)时,就可以认为公司具有初步的再融资意愿。又因为我们关注的是半强制分红政策颁布当年对公司股利行为的影响,所以我们选取以2006年和2008年为时点计算的股利分配水平达到相应政策规定最低水平(20%或30%),且相应年份盈利均为正的公司作为我们统计绘图的样本对象^②。

由于在2006年和2008年的半强制分红政策中,均以“最近三年累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润”作为计算的依据,因此在政策颁布的当年,公司将会根据自身的再融资意愿以及前两年的股利分配情况,来决定最后一年的股利分配政策。又因为半强制分红政策的初衷在于通过外部融资约束达到鼓励上市公司发放股利的目的,因此,如果半强制分红政策影响了公司的分红行为,那么对于那些具有再融资意愿的公司而言,这种影响将体现最后一年股利发放行为的异常,公司在政策颁布当年股利支付应该高于往年平均支付水平。我们可以预见将会有3种情况,第一种情况是具有再融资意愿的公司股利分

配政策稳定,其第三年的股利分配情况与前两年相一致,此时公司最后一年分配的股利占3年累计分配股利的占比应该约为33.33%;第二种情况是具有再融资意愿的公司前两年的股利分配已经足以满足半强制分红政策规定的条件,那么在第三年就不再分配股利,此时相应的占比为0;第三种情况是具有再融资意愿的公司前两年几乎不分配股利,或是分配的股利数额很小,只能靠最后一年大额分配股利才能达到证监会所规定的最低分红标准,此时该占比将高于33.33%。我们通过统计这些公司在2006年和2008年的股利分配数额占该公司3年内累计分配的股利总额的比重,就可发现具有再融资意愿公司的股利分配行为及其对半强制分红政策颁布的反应。统计结果如图1和图2所示。

股利的平滑和稳定是西方成熟资本市场上上市公司股利政策的典型特征(Lintner, 1956)。假设股利每年稳步增长10%,最后一年发放的股利数额也应仅为3年内累计分配股利总额的36.5%。然而,从图1可以看出,在2006年的样本中,在最后一一年发放的股利占3年累计股利发放数额的比例超过33.33%的公司超过一半,超过40%的公司数超过了总数的40%,超过15%左右的公司最后一年的股利发放数额的比例在80%以上。对于2008年而言,由于股利分配水平的计算期间已经包含了2006年,公

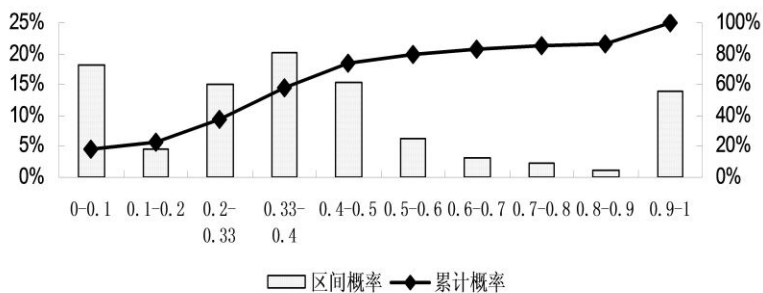


图1 2006年具有再融资意愿的样本在政策颁布当年股利分配占比分布图
说明:具有再融资意愿样本在政策颁布当年的股利分配占比是指样本公司在政策颁布当年所分配股利占其3年内分配股利总额的比例。图像左轴数值为股利分配占比的区间概率,右轴数值表明累计概率,下图同。

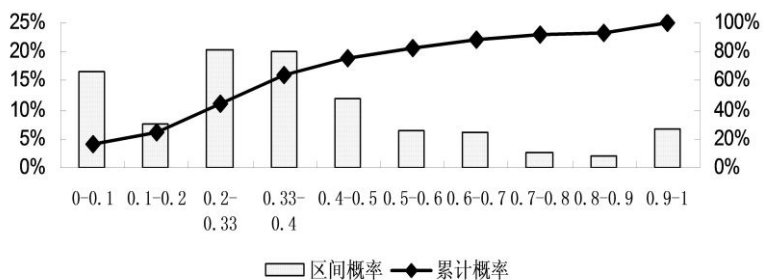


图2 2008年具有再融资意愿的样本在政策颁布当年股利分配占比分布图

司已经有了足够的适应期。在2006年政策颁布时它们可能已经进行了股利分配,现在只是原先以股票股利分配的公司相应调整股利分配形式,因此我们预期2008年的股利迎合行为将不那么严重。从图2来看,2008年公司的股利行为呈现出相同的趋势,刻意分配股利的行为仍很严重。接近40%的公司最后一年发放股利数额比在40%以上,最后一年发放股利数额占3年累计发放股利数额的80%以上的公司数仍占到了总体样本的10%左右^③。

可见,在半强制性分红政策背景下,政策颁布当年上市公司发放的股利数额相较公司以往的平均分配水平而言较大,当年的股利分配行为表现异常,这表明在半强制分红的政策下,公司股利决策确实受到半强制分红政策的影响,也同时说明这些公司在半强制分红政策颁布前的股利分配水平低,而为了达到再融资的最低分红标准只好在最后一年,也就是政策颁布的当年通过刻意的股利分配而达到政策要求的最低分红水平。这也印证了魏刚(2000)的观点:我国上市公司管理层较少制定长期的股利支付目标和路径。上市公司的股利政策在时间上并不遵循同一模式,往往表现为对环境变动的适应行为。在半强制分红的制度背景下,公司的股利支付比率成为其获得再融资准入资格的必要条件之一,公司股利政策因而受到公司融资需求和融资能力的影响,呈现出与以往解释公司股利政策的理论所预期的不同特征。这种行为类似于Baker和Wurgler(2004)提出的股利迎合理论中的迎合行为,不同之处在于迎合的对象是监管当局而不是投资者,而迎合的动机在于获取必要的再融资渠道准入资格。所以本文借用这一概念,将公司使其股利分配水平达到半强制分红政策最低分配水平的行为视为采取股利迎合策略,而未达到该水平视为未采取股利迎合策略。本文在此基础上研究公司在半强制分红制度背景下的股利决策机制,探讨影响公司股利迎合行为的因素和作用机制。

本文的理论贡献主要有以下3个方面。

第一,本文提供了公司融资决策与公司股利行为之间关系的直接实证证据。以往关于股利发放动机的文献之中,也有关于二者关系的相关论述,如Lintner(1956)的信号理论提出,公司管理层通过选择股利分配水平可以传递关于公司前景的内部

信息,从而使得公司在外部融资时更为容易。而Easterbrook(1984)的代理理论则认为股利的发放减少了公司的代理问题,因此公司更容易获得外部融资。但是这些理论并不能直接揭示公司融资决策是如何直接影响公司股利决策的。也只有在我国半强制分红的制度背景下,公司的融资意愿与公司的股利行为之间的直接关系才得以进行实证检验。因此,本文提供了公司融资决策对公司股利行为的直接影响机制的实证证据。

第二,本文通过公司的迎合行为定义了公司的融资意愿。以往西方经典文献中关于公司融资决策的论述,往往将公司的融资决策与实际的融资行为等同起来。然而,在国内资本市场实施核准制的前提下,公司融资决策与实际表现出来的融资行为却往往不一致。因此,在我国特殊的制度背景下研究公司的融资决策,应该从公司的融资意愿着手而非实际的融资行为。尽管融资意愿无法直接观察,但在半强制分红政策的背景下,由于政策规定仅仅约束了具备融资意愿的公司,我们得以通过是否达到政策规定的最低要求来发掘公司潜在的融资意愿。

第三,本文以财务灵活性作为研究视角,研究了财务灵活性这一因素是如何影响公司融资决策从而影响公司股利决策的。Graham和Harvey(2001)在对美国公司财务高管的调查中指出,财务灵活性已经成为公司资本结构决策中最重要的考虑因素。但是,财务灵活性这一因素是如何在我国上市公司的财务决策中发挥作用在国内却尚未有确切的实证证据。本文提供了财务灵活性对我国上市公司财务决策影响机制的实证证据,提供了理解我国上市公司财务行为的新研究视角。

同时,本文对半强制分红政策出台后公司的股利行为、短期绩效和长期绩效进行了全面的分析和对比,不仅对于半强制分红政策的效果和经济意义进行了全面的衡量,同时还对2006年和2008年的政策效果差异进行了对比和评价,提供了现实的政策建议。

二、假设的提出

(一)股利迎合策略的决策机制

如果把公开资本市场再融资准入资格看作是

公司的一种期权,那么公司采取股利迎合策略的目的就是为了获得这一再融资期权,因此公司是否决定采取股利迎合策略取决于这一再融资期权的价值大小。再融资期权的价值越大,公司采取股利迎合策略的动机越强。问题是:再融资期权的价值由何决定?

根据 Gamba 和 Triantis(2008)的定义,财务灵活性是指公司获得融资渠道以及改变融资结构的能力。因此,获得公开资本市场再融资准入资格本身就是提升公司财务灵活性的一种表现。公司通过股利迎合策略取得再融资期权意味着公司的财务灵活度得到了提升,因此,再融资的期权价值将表现为提高公司财务灵活度所增加的公司价值。而财务灵活性的边际价值恰好度量了公司每增加一单位的财务灵活度所增加的公司价值,所以再融资期权的价值大小实际上就取决于公司财务灵活性的边际价值大小。公司财务灵活性的边际价值越高,再融资期权价值将越大,公司获取再融资期权的意愿将越强烈,从而越倾向于采取股利迎合策略。那么,财务灵活性的边际价值受哪些因素影响?

随着公司财务灵活度的提高,公司保持财务灵活性的成本(包括无法获得利息税盾收益和现金持有量过高所导致的代理成本等)将逐渐增加,因此公司财务灵活性的边际价值大小将随着公司财务灵活度的提高而减少,即边际价值递减。也就是说,公司财务灵活性边际价值的大小取决于公司财务灵活度的高低。在已有文献中,公司财务灵活度由公司现金持有量和杠杆水平共同决定(Graham and Harvey, 2001;姜英冰, 2004;赵蒲、孙爱英, 2004;Lemmon and Zender, 2008;Clark, 2010)。但由于我国资本市场采取了与西方注册制不同的再融资核准制,公司是否符合制度规定的准入资格,在半强制分红的制度背景下表现为公司的股利分配水平是否达到相应的半强制分红指标也就决定了公司能否拥有融资渠道,因而这也成为决定我国上市公司财务灵活度的一个方面。其中,现金持有量越高,杠杆水平越低,或是符合制度规定的准入资格时,公司财务灵活度越高。现金持有量越低,杠杆水平越高,或是不符合制度规定的准入资格时,公司财务灵活度越低。在财务灵活度一定的条

件下,这三者则具有替代效应。因此,公司将基于既定的现金持有量和杠杆水平所确定的财务灵活度的高低来决定是否应获取额外的财务灵活性

再融资渠道的畅通,也就是再融资期权。总而言之,公司财务灵活度越低时,财务灵活性的边际价值越高,公司将越有动机获得再融资期权,也就越倾向于采取股利迎合策略。因此我们所要验证的假设1就是公司将根据财务灵活性这一因素来进行股利迎合策略的决策,财务灵活性边际价值越高,越倾向于获取财务灵活性,即越倾向于采取股利迎合策略。具体而言,分为 H1a 和 H1b 两个假设。

H1a:财务灵活性边际价值高的公司更倾向于采取股利迎合策略,财务灵活性影响上市公司股利决策。

同时,我们还发现,与2008年的政策不同,2006年出台的半强制分红政策规定的最低分红水平将上市公司派发的股票股利也计算在内,而股票股利相比于现金股利而言,可以将现金留在公司,这将保持公司的财务灵活性。因此我们将2006年的样本独立出来研究财务灵活性是否不仅影响了公司实际的股利分配水平,同时还影响了股利的分配形式。我们预期,财务灵活性边际价值高的公司将更倾向于采用股票股利的形式来迎合,因此我们针对2006年的样本提出 H1b,试图从另一个侧面验证公司在决定股利形式的股利决策中同样考虑了财务灵活性这一因素。

H1b:财务灵活性边际价值高的公司更倾向于采用股票股利的形式来迎合,财务灵活性影响上市公司股利支付方式。

(二)半强制分红政策效果评价

在探讨上市公司股利决策机制的同时,我们更为关注的是这种行为所造成的经济后果。因此我们进一步考察上市公司采取股利迎合策略对于公司自身业绩和市场整体效率的影响,以及监管当局在此过程中所扮演的角色和发挥的作用是什么,以期对半强制分红政策的经济后果进行全面的衡量和评价。

根据之前的理论分析,当公司杠杆偏高,现金流较少时,公司财务灵活性边际价值较高,融资意愿较强烈,公司倾向于采取股利迎合策略。又由于财务灵活性边际价值较高的公司更倾向于进行股

权再融资(Clark, 2010)^④。在不存在再融资资格筛选的情况下,公司实际再融资的概率将取决于其再融资动机的强弱,因此财务灵活性边际价值高的公司实际股权再融资的概率将更高。同时,根据Gamba和Triantis(2008)中的观点,财务灵活性会增加公司价值。那么实际进行股权再融资的公司由再融资而提升的财务灵活性将带来公司价值的增加^⑤,这将使得公司表现出更好的业绩。最终,社会资本将流向那些资金短缺急需融资的公司,而这些公司也将在再融资后表现出良好的业绩。在这种情况下,每个公司在根据自身财务灵活性边际价值进行财务决策的同时实现了社会资源的优化配置。

所以,对政策效果的检验实际上要从前提、过程和结果3个方面来同时验证。我们首先要检验监管实施的前提,即半强制分红政策本身所制定的最低分红水平是否有助于区分公司业绩的好坏。监管当局以股利分配水平作为再融资资格的门槛之一,那么半强制分红门槛应该能够反映公司未来业绩的优劣。也就是说,股利支付水平达到了相应半强制分红指标规定的公司业绩应该优于同期其他公司。如果半强制分红政策设定的最低股利分配水平并不能达到鉴别公司业绩好坏的目的,那么用作筛选条件的最低股利分配水平的门槛作用本身就不够有效。

其次,我们对过程的检验关注于再融资资格的筛选过程中,监管当局对于公司再融资资格的筛选是否有效。由于我国再融资实施的是核准制,因此如果监管当局的再融资资格筛选是有效的,那么也许可以作为半强制分红政策门槛的一种补充机制,在半强制分红政策规定不能有效发挥分辨作用的情况下,鉴别出业绩优良的公司。根据上面的理论分析,财务灵活性边际价值越高的公司,越倾向于获得财务灵活性,而增加的财务灵活性又会导致公司价值的增加(Gamba and Triantis, 2008)。在其他条件相同的情况下,财务灵活性边际价值高的公司在再融资后的业绩将较好。如果财务灵活性的边际价值越高的公司获得股权再融资的概率越高,那么股权再融资所导致公司财务灵活性水平提高而增加的公司价值相应较高。在这种情况下,监管当局对于再融资资格的筛选是有效率的;而相反,如果财务灵活性边际价值越高的公司获得股权

再融资资格的概率越低,或是财务灵活性的高低并不影响公司实际再融资的概率,那么实际进行股权再融资的公司所实现的社会总体价值的增加将低于前一种情况。在这种情况下,监管当局对于再融资资格的筛选就不那么有效了。

然而,对过程的检验还不能直观地展示实际再融资的公司在再融资后的业绩如何,这还依赖于理论分析与现实的相符程度。从投资者的角度出发,只有当实际股权再融资的公司再融资后的业绩较同期其他公司更好时,社会资金才得以合理的分配,才能真正保护投资者的利益。因此,我们对过程检验最终的关注点还要落在对监管当局再融资资格筛选的结果上。当实际股权再融资的公司再融资后的业绩表现优于同期其他公司时,监管有效;当二者差异不显著或是实际股权再融资公司再融资后的业绩表现劣于同期其他公司时,监管失灵。

从政策制定者的角度来看,颁布的新政策应该能够有效地提高具备再融资资格的公司质量;而核准制的本意也是通过监管当局对再融资资格的筛选,挑选出那些具有发展潜力却又资金短缺的公司。在这样的前提假定下,我们提出研究假设H2a和H2b。

H2a:达到半强制分红政策规定的最低分配水平的公司业绩表现优于同期其他公司,半强制分红政策制定的最低分配水平能够有效地区分公司业绩优劣,半强制分红政策有效。

H2b:实际股权再融资公司再融资后的业绩表现优于同期其他公司,监管有效。

三、研究设计

(一)样本数据

由于在拟定再融资年份的前一年决定是否通过股利迎合策略以获得股权再融资期权的不确定性成本最小,因此在2006年和2008年的半强制分红政策颁布当年采取股利迎合策略的公司,拟定的再融资年份应该分别为2007年和2009年(下文称这两年为样本年度),而公司决定是否要采取迎合策略的决策年份则为政策颁布的当年。从前文关于半强制分红制度背景下公司股利政策的描述统计中所观察到的在2006年和2008年公司股利集中发放特征也与此样本设定相符。

本文将2007年与2009年这两年称为样本期,而将用于半强制分红水平计算的样本期的前3年(分别是2004~2006年和2006~2008年)称为考察期,以所有A股上市公司为样本,剔除ST或PT的公司、金融类企业、数据不完整以及数据异常^⑥的观测值。数据全部来源于CSMAR、RESSET数据库(www.resset.cn)以及WIND数据库。

(二)变量定义

本文在探讨上市公司的股利迎合策略时,因变量为公司股利迎合策略的虚拟变量以及是否发放股票股利的虚拟变量,主要自变量为财务灵活性的边际价值。

Gamba和Triantis(2008)经过理论推导和数据模拟后证明,财务灵活性的价值取决于外部融资的成本、持有现金的成本、公司的成长机会以及资本可逆性(reversibility of capital)。Clark(2010)指出,现金边际价值的影响因素与Gamba和Triantis(2008)论证的财务灵活性价值的影响因素相同,并且,现金的边际价值是公司成长机会以及外部融资成本的增函数,是现金持有成本以及资本可逆性的减函数。现金的边际价值受这些因素的影响方向与财务灵活性的边际价值所受的影响方向相同。因此,Clark(2010)认为,现金的边际价值可以作为财务灵活性边际价值的有效代理变量。现金的边际价值度量股东财富变动对公司现金持有量变动的敏感程度,因此用公司权益市值变动对公司现金变动进行回归时,相应系数就是公司现金的边际价值,表示公司每增加一单位现金持有量所带来的股东财富的增加额。本文借鉴以上方法来计算财务灵活性的边际价值。

估计方程的因变量分别为2006年和2008年的年度累积超常收益率(CAR)。借鉴Clark(2010)的方法,本文根据Fama-French三因子模型估计得出的当年月度累积超常收益率加总而得该年年度累积超常收益率(CAR)。首先运用估计样本年度前60个月(分别为2001~2005年和2003~2007年)的月度收益率估计出相应系数,再根据相应系数估计出正常收益率,从而计算得出月度累积超常收益率,最后加总得到年度累积超常收益率。

借鉴Faulkender和Wang(2006)的方法,本文采用如下估计方程(1)估计现金的边际价值:

$$R_{it} = r_0 + r_1 \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + r_2 \frac{C_{it-1}}{M_{it-1}} \times \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + r_3 L_{it} \times \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}} + r_4 \frac{\Delta E_{it}}{M_{it-1}} + r_5 \frac{\Delta NA_{it}}{M_{it-1}} + r_6 \frac{\Delta I_{it}}{M_{it-1}} + r_7 \frac{\Delta D_{it}}{M_{it-1}} + r_8 \frac{C_{it-1}}{M_{it-1}} + r_9 L_{it} + r_{10} \frac{NF_{it}}{M_{it-1}} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中 R_{it} 是公司年度累计超额回报率, ΔX_{it} 是公司 i 对应的变量 X_{it} 从 $t-1$ 时期到 t 时期发生的变动额; C 是现金及有价证券,即货币资金和交易性金融资产; E 为息税前利润加上折旧和摊销($EBITDA$); I 为利息支出; D 为现金股利总额; L 为市值杠杆; NF 是年度融资净额,等于长期负债的增加额加上权益融资净额; M 为权益市值。

根据现金边际价值的定义,估计方程中与 $\Delta C_{it}/M_{it-1}$ 交乘的部分即为现金边际价值的组成部分,即公司现金边际价值等于:

$$MVOC_{it} = r_1 + r_2 \frac{C_{it-1}}{M_{it-1}} + r_3 L_{it}$$

从前文公司股利行为的典型特征中可以看出,公司采取的股利迎合策略都是基于公司拟定再融资的前一年数据所做出的,因此以2007年和2009年作为再融资基准年份时,对应的决策年份分别为2006年和2008年。分别以公司2006年和2008年的数据对方程(1)进行估计,主要变量的估计结果如表1所示。

根据2006年和2008年的回归结果,可得这两年的现金边际价值分别为:

$$MVOC_{i2006} = 0.8986 - 0.1826 \times (C_{i2005}/M_{i2005})$$

$$-0.9197 \times L_{i2006}$$

其中2008年的

C_{it-1}/M_{it-1} 一项的系数不显著,从而只计算 $r_1 + r_3 L_{it}$,可得:

$$MVOC_{i2008} = 3.1345 - 4.0155 \times L_{i2008}$$

在以往文献关于财务灵活性的定义中,均假定公司举债能力一定(DeAngelo, DeAngelo and Whited,

表1 现金边际价值估计方程主要变量回归结果

被解释变量	年度累计超额收益	
模型	(1)	
Intercept	0.0700** (2.23)	0.1431*** (5.59)
$\frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}}$	0.8986*** (3.94)	3.1345*** (5.00)
$\frac{C_{it-1}}{M_{it-1}} \times \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}}$	-0.1826*** (-3.02)	-0.6957 (-0.46)
$L_{it} \times \frac{\Delta C_{it}}{M_{it-1}}$	-0.9197* (-1.85)	-4.0155*** (-3.33)
样本期	2006年	2008年
样本总数	845	1118
调整R平方	23.37%	47.53%

注:表中括号内为t统计值,***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。

2011 ;Clark ,2010) ,在这种情况下 ,财务灵活性边际价值的高低由于受到公司杠杆水平的影响 ,能够反映出公司剩余举债能力的大小。但是 ,国内上市公司间杠杆差异较大 ,不同行业 and 不同企业的举债能力和预算约束都存在差异。如姜英冰(2004)认为 ,财务灵活性是 公司动用剩余举债能力 ,以应对可能发生或无法预见的紧急情况 ,以及把握未来投资机会的能力 ,是公司融资对内外环境的反应能力、适应程度及调整的余地 ,这说明我国上市公司的财务灵活性会受到公司剩余举债能力的影响 ,因此我们将公司剩余举债能力(spare debt capacity)放入回归方程中加以控制。计算方法为公司剩余举债能力=Max(0 ,同行业平均负债水平-公司现有负债水平)(赵蒲、孙爱英 ,2004) ,其中负债水平以账面值为基础进行计算。

考虑到目前许多公司通过商业信用获得了债务和股权融资方式以外的融资渠道和融资能力 ,我们在控制变量中加入公司商业信用融资能力加以控制 ,以反映公司的议价能力(bargaining power)带来的额外融资能力 ,度量指标为商业信用融资净额/当年销售收入 ,其中商业信用融资净额为应付额(包括应付票据、应付账款和预收账款)-应收额(包括应收票据、应收账款和预付账款)(饶品贵、姜国华 ,2010)。

同时考虑到国有企业可能面临的预算软约束(田利辉 ,2005)以及公司股权融资可能导致的控制权稀释对于公司大股东的影响 ,我们在控制变量中还加入是否为国有企业^⑦的虚拟变量以及公司股权集中度(公司前十大股东所拥有股份占公司总股份的比例)和公司规模(总资产的对数)加以控制。

权小锋等(2010)还提出 ,在半强制分红政策的影响下 ,企业现金股利决策的难度加大 ,行业内形成模仿的氛围 ,以规避决策风险。因此考虑到同行业公司 在发放股利时为了规避政策风险而相互进行模仿的倾向 ,我们在探讨公司股利迎合特征时还控制了半强制分红量度1和量度2的行业均值。

其中 ,分红量度1(Measure1)等于2004~2006年以股票股利形式及以现金股利形式分配的利润总额除以年均可分配利润 ;量度2(Measure2)等于2006~2008年以现金股利形式分配的利润总额除以年均可分配利润 ,年均可分配利润等于年均净利

润。由于可分配利润是以账面值为基础 ,因此以股票股利形式分配的利润总额就等于送股的总股数乘以每股账面值1元而得出。具体计算公式如下 :

$$\text{量度1} = \frac{\sum_{t=-3}^{-1} (\text{送股总数} \times 1 + \text{现金股利总额})}{\frac{1}{3} \sum_{t=-3}^{-1} \text{净利润}}$$

$$\text{量度2} = \frac{\sum_{t=-3}^{-1} \text{现金股利总额}}{\frac{1}{3} \sum_{t=-3}^{-1} \text{净利润}}$$

在探讨半强制分红政策的有效性时 ,回归方程的因变量为公司未来盈利能力的指标。我们选取公司在样本期间的净资产收益率(ROE)作为短期业绩指标 ,而选取公司在样本年度当年(2007年或2009年)及后一年净资产收益率(ROE)指标的平均值作为长期业绩指标^⑧。主要自变量包括财务灵活性的边际价值 ,是否达到半强制分红的最低水平的虚拟变量以及是否进行了增发或配股^⑨的虚拟变量。

同时 ,我们还控制了公司的成长性。本文参考Lakonishok 和 Lev(1987)的做法 ,以公司在考察期内所实现的净利润增长率的平均值来度量公司的成长性^⑩ ,即 :

$$g = \left[\frac{(\text{净利润}_t - \text{净利润}_{t-1})}{\text{净利润}_{t-1}} + \frac{(\text{净利润}_{t-1} - \text{净利润}_{t-2})}{\text{净利润}_{t-2}} + \frac{(\text{净利润}_{t-2} - \text{净利润}_{t-3})}{\text{净利润}_{t-3}} \right] / 3$$

同时 ,将以往文献中提到的可能影响公司业绩的因素 ,如总资产规模 ,公司前一年的盈利能力 ,行业同期盈利水平 ,以及股权集中度等也作为控制变量放入回归方程中。

本文所涉及的实证研究的变量设计具体如表2所示。

(三)实证模型

我们首先要考察公司采取股利迎合策略受到哪些因素的影响 ,因此以是否采取股利迎合策略的虚拟变量作为因变量建立 Logistic 模型进行全样本回归 ,回归方程如下 :

上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究

中国上市公司研究

表2 实证研究变量的定义与说明

	变量名称	变量标识	变量定义
因变量	股利迎合策略	Cater	当公司的股利分配水平大于或等于半强制分红政策要求的最低分配水平,则该值为1,否则为0
		SD	公司在考察期内是否分配股票股利,分配了股票股利的公司取1,未分配的取0
	股权再融资行为	SEO	当公司在样本年度进行再融资时,SEO=1;否则SEO=0
	公司未来盈利水平	ROE_ST	样本期当年净资产收益率
ROE_LT		样本期与后一年净资产收益率的平均值	
主要自变量	财务灵活性	MVOC	财务灵活性的边际价值
	剩余举债能力	SDC	Max(0,同行业平均负债水平-公司现有负债水平)
	盈利增长率	g	考察期公司年均净利润增长率
控制变量	商业信用融资能力	BCF	(应付额-应收额)/同年销售收入
	国有产权性质的虚拟变量	SOE	当公司最终控制人为国有时,SOE=1,其他样本SOE=0
	行业股利支付率	INDPAY	半强制分红水平量度的行业平均值
	公司历史盈利水平	ROE_lag	样本期前一年的净资产收益率
	行业净资产收益率	INDROE	公司未来盈利水平的行业平均值
	前十大股东持股比例	OWNCON10	样本期前一年的前十大股东所持股份总数/公司总股数
	规模	SIZE	样本期前一年的总资产的自然对数

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{Cater}) = & \alpha + \beta_1 \text{MVOC} + \beta_2 \text{SDC} + \beta_3 g \\ & + \beta_4 \text{BCF} + \beta_5 \text{OWNCON10} + \beta_6 \text{SOE} \\ & + \beta_7 \text{INDPAY} + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

而且,由于2006年政策中仅规定股利发放的总体数额,而未规定股利发放的形式,因此对于2006年采取股利迎合策略的公司样本,以公司在考察期内是否发放股票股利的虚拟变量作为因变量,考察以股票股利的形式来进行股利迎合策略的公司特征,回归方程如下:

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{SD}) = & \alpha + \beta_1 \text{MVOC} + \beta_2 \text{SDC} + \beta_3 g \\ & + \beta_4 \text{BCF} + \beta_5 \text{OWNCON10} + \beta_6 \text{SOE} \\ & + \beta_7 \text{SIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

公司股利迎合策略在一定程度上反映出了公司股权再融资的意愿,但即使公司已达到股权再融资所规定的基本要求,公司最后是否能够实现股权再融资,与监管当局对于公司再融资资格的筛选有关。因此,我们以采取股利迎合策略的公司作为样本,以公司是否进行股权再融资的虚拟变量作为因变量进行Logistic回归,通过考察公司实际再融资行为与财务灵活性的关系来初步检验监管的效率,回归方程如下:

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{SEO}) = & \alpha + \beta_1 \text{MVOC} + \beta_2 \text{SDC} + \beta_3 g \\ & + \beta_4 \text{BCF} + \beta_5 \text{OWNCON10} + \beta_6 \text{SOE} \\ & + \beta_7 \text{SIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

最后,我们通过公司的未来绩效进一步考察监管效率以及半强制分红指标的合理性。由于半强制分红政策只规定了最低的分红比例,而半强制分红指标对于公司的筛选可以看作是以是否达到了该分红比例为标准,也就是本文所界定的是否采取

了股利迎合策略。因此在回归方程中,我们只加入该虚拟变量,而非实际股利分配水平,来考察半强制分红政策对公司业绩优劣的筛选作用。但与之前方程(2)着重于考察股利迎合策略的决策因素不同,方程(5)和(6)中的Cater变量主要为考察在股利分配水平达到以及未达到半强制分红指标所对应的公司业绩之间是否存在差异,以反映半强制分红指标作为股利分

配水平的门槛的合理性,因此方程(5)和(6)中将仅以股利分配水平不为0的所有公司作为样本,建立多元回归方程如下:

$$\begin{aligned} \text{ROE_ST} = & \alpha + \beta_1 \text{Cater} + \beta_2 \text{MVOC} + \beta_3 \text{SEO} \\ & + \beta_4 g + \beta_5 \text{ROE_Lag} + \beta_6 \text{OWNCON10} \\ & + \beta_7 \text{INDROE} + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE_LT} = & \alpha + \beta_1 \text{Cater} + \beta_2 \text{MVOC} + \beta_3 \text{SEO} \\ & + \beta_4 g + \beta_5 \text{ROE_Lag} + \beta_6 \text{OWNCON10} \\ & + \beta_7 \text{INDROE} + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

(四)描述性统计

从表3来看,分红量度1的均值和最大值均大于量度2,说明仅计算现金股利的半强制分红指标加大了公司迎合的难度。2008年的财务灵活性的边际价值均值和最大值都较大,有较大的标准差,说明2008年公司间财务灵活性的边际价值差异性较大。而且,相比于2006年,2008年公司剩余举债能力普遍较低,大部分公司都已经没有剩余举债能力,杠杆偏高。两个样本期的商业信用融资额的比例变动不大。以2004~2006期间计算而得的公司成

表3 主要变量描述性统计结果

变量	样本期	N	均值	中值	最大值	最小值	标准差
分红量度1(Measure1)	2004~2006年	780	1.148	1.088	11.613	0.000	0.911
分红量度2(Measure2)	2006~2008年	799	0.701	0.592	3.902	0.000	0.635
财务灵活性边际价值(MVOC)	2006年	780	0.548	0.562	0.882	-0.208	0.178
	2008年	799	1.657	1.719	3.123	-0.199	0.765
剩余举债能力(SDC)	2006年	780	0.145	0.021	1.436	0.000	0.282
	2008年	799	0.063	0.000	0.531	0.000	0.101
商业信用融资(BCF)	2006年	780	0.071	0.044	7.842	-4.258	0.514
	2008年	799	0.043	0.049	1.894	-6.339	0.440
净利润增长率(g)	2004~2006年	780	0.534	0.207	46.284	-3.404	2.159
	2006~2008年	799	1.190	0.316	81.315	-13.555	5.164
短期ROE指标(ROE_ST)	2007年	780	0.094	0.085	1.643	-3.393	0.154
	2009年	799	0.095	0.077	0.984	-0.278	0.092
长期ROE指标(ROE_LT)	2007~2008年	665	0.103	0.094	0.433	-0.289	0.070
	2009~2010年	641	0.097	0.083	0.562	-0.154	0.077

长性的均值和标准差均小于2006~2008年计算得出的相应值,这表明以2008年作为基准点的公司成长性较高,差异也较大。在两个样本期中,公司盈利水平指标的均值和标准差的差异很小。

四、实证检验

(一)股利迎合策略与财务灵活性

我们首先根据方程(2),分别对2006年和2008年的样本数据进行回归,考察采取股利迎合策略的公司特征,进而以2006年采取了股利迎合策略的公司作为样本,考察公司在决定以何种股利形式来实施迎合策略时是否仍受到财务灵活性的影响,回归结果见表4。

如表4所示,在两个样本期内,公司财务灵活性边际价值的相关系数均显著为正,也就是说,财务灵活性边际价值更高的公司更有可能采取股利迎合策略,假设H1a得到验证。公司剩余举债能力的相关系数显著

表4 股利迎合策略与财务灵活性

被解释变量 模型	Logit(Cater) (2)	Logit(SD) (3)	Logit(Cater) (2)
Intercept	-27.9672*** (53.70)	-7.2309*** (7.17)	-20.8357*** (57.87)
MVOC	3.6228*** (22.25)	1.3589** (4.01)	0.7300*** (20.43)
SDC	-0.5637* (2.79)	0.1541 (0.17)	-0.9831 (0.92)
g	-0.0186 (0.25)	-0.0206 (0.09)	-0.0813*** (8.98)
BCF	0.4589* (2.63)	-0.0478 (0.04)	0.1029 (0.30)
SOE	0.1372 (0.39)	-0.4959** (5.14)	0.3134* (2.92)
OwnCon10	2.489*** (8.23)	-1.5956* (3.56)	1.9336*** (9.06)
SIZE	1.2263*** (53.03)	0.2932** (5.65)	0.8405*** (47.76)
INDPAY	0.3207 (0.45)		1.9480*** (9.90)
样本期	2006年		2008年
样本总数	780	652	799
LR ChiSq	101.4689	11.9528	132.4627
Pr>ChiSq	<0.0001	0.10	<0.0001

注:表中括号内为Wald卡方系数,***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。

为负,这意味着剩余举债能力较低的公司采取股利迎合策略以获得股权再融资期权的动机更为强烈,这符合我们的预期。当公司剩余举债能力较低时,将越依赖于股权融资,因此更有可能采取股利迎合策略。但由于财务灵活性边际价值的系数较大,且显著性较强,意味着其对于公司采取迎合策略的概率的影响因子较大,说明公司在考虑是否采取股利迎合策略时首要考虑的仍是财务灵活性这一因素。同时,由于商业信用融资的成本较债务融资和股权融资都低,因此商业信用融资能力对应的变量系数显著为正的系数,意味着公司在进行再融资决策时倾向于增大自身的财务灵活性。

当样本期为2008年时,公司采取迎合策略的概率与公司剩余举债能力和商业信用融资能力之间的相关关系不显著,但与公司成长性呈现出显著的负相关关系,这主要是由于在2008年半强制分红指标中仅计算现金股利的分配额,而对于成长性高的企业而言,现金流往往存在紧张或短缺,使其对政策进行迎合的难度增大,并进而导致其股权再融资的困难。在这种情况下就有可能产生监管悖论,使得成长性好但资金短缺的公司无法实现股权融资,影响社会资源的配置效率。当半强制分红指标中仅包含现金股利时,国有产权性质的公司相较同期其他公司而言更愿意采取股利迎合策略。而且,2008年的政策变动使得行业股利支付的均值对公司迎合策略的概率产生了显著为正的影响,这说明公司在进行现金股利决策时显得较为谨慎,特别是在面对政策变动的不确定性时,公司希望通过参照行业水平来规避政策风险。

除此之外,股权集中度及公司规模也影响了公司采取股利迎合策略的概率,二者均显著为正,说明公司规模越大,股权集中度越高,公司越愿意采取股利迎合策略。从公司治理的决策层面来看,当股权集中度越高时,公司的决策越快速,对于政策的迎合效率越高,更能够对新颁布的政策做出快速响应。

考虑到2006年的指标中包含了股票股利的计算,因此我们以2006年采取了迎合策略的公司作为样本,根据方程(3)进行Logistic回归来考察以股票股利形式进行迎合的公司特征。回归结果表明,在公司所采取的股利迎合策略中,财务灵活性仍然是影响公司是否采取股票股利来进行迎合的主要因素。财务灵活性的边际价值越大,意味着公司保留财务灵活性的价值越大,从而采取股票股利来实施迎合策略的动机更强烈,支持假设H1b,这从另一个侧面证明了财务灵活性确实是影响公司股利决策的重要因素,不仅影响公司是否采取迎合策略,还影响了其在政策规定的范围之内可选择的股利形式。国有产权性质与股权集中度这个变量与公司采取股票股利迎合的概率呈现显著的负相关关系,这表明国有企业和股权集中度高的企业,更不愿意采取股票股利的形式来进行迎合。

(二)股权再融资行为与财务灵活性

在对半强制分红政策效果的检验中,我们要检验监管当局在

再融资资格筛选过程中是否有效。从上面的回归结果可以看出,财务灵活性边际价值越高的公司确实越倾向于采取股利迎合策略,也就是说这些公司进行股权再融资的意愿应该越强。但是在核准制下,实际股权再融资的概率是否能够体现出财务灵活性边际价值高低的差异呢?我们根据方程(4)进行了Logistic回归,回归结果见表5。

如表5所示,与公司迎合行为不同,在两个样本期中,公司实际融资行为与公司财务灵活性的边际价值均无显著相关关系。这说明在国内资本市场实施核准制的情况下,公司的实际融资行为与公司的融资意愿之间确实存在着不一致的情况。

国有产权性质与公司实际再融资的概率间的相关系数显著为负,说明国有企业实际进行股权再融资的概率比其他企业要低。结合之前得出的国有企业更愿意采取股利迎合策略且更不愿意采用股票股利的方式来迎合的结果来分析,可以从另一个方面证明国有企业确实存在预算软约束,表现在股利政策上就是更倾向于分配现金股利,而不是保留现金,并且当股利分配水平达到半强制分红政策要求时,不倾向于进行股权再融资。

在2007年显著为正的 公司成长性指标在2009年并不显著,甚至符号也为负,正如前文所分析的,对于成长性高的企业而言,要达到2009年的再融资资格所对应的半强制分红指标较为困难,降低了该类企业通过股权再融资的可

能性。

表5 股权再融资行为与财务灵活性		
被解释变量	Logit(SEO)	
模型	(4)	
Intercept	-4.2806 (2.29)	-6.5072** (4.21)
MVOC	-0.6965 (1.04)	0.2742 (1.73)
SDC	0.8136** (5.41)	-6.0158*** (7.83)
g	0.0707* (2.66)	-0.0466 (0.19)
BCF	0.4042* (2.56)	-0.1806 (0.33)
SOE	-0.4651** (4.14)	-0.3428 (1.56)
OwnCon10	1.4235 (2.41)	-1.3971 (2.11)
SIZE	0.1144 (0.78)	0.2549* (3.10)
样本期	2007年	2009年
样本总数	652	565
LR ChiSq	24.2889	18.0067
Pr>ChiSq	0.001	0.012

注:表中括号内为Wald卡方系数,***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。

两个样本期中,公司实际股权再融资与剩余举债能力之间的相关关系均显著相关,但符号相反。2007年的样本期中,剩余举债能力越大的公司获得实际股权再融资资格的可能性越大,这意味着实际再融资的公司相对杠杆水平较低,而2009年则正好相反。这种不一致所导致的后果是什么?我们进一步考察公司业绩与股权再融资行为之间的关系,以得出判断。

(三)股权再融资行为、股利迎合策略与公司业绩水平

从理论分析中我们已经得出,公司财务灵活性的边际价值与公司业绩之间将呈显著的正

相关关系,因此表5中公司实际再融资行为与财务灵活性的边际价值之间相关关系不显著初步使我们判断监管当局对于上市公司再融资资格的筛选并不那么有效。但是,这个判断依赖于理论分析的准确性。因此,我们根据方程(5)和方程(6)分别进行多元回归,一方面对公司财务灵活性与公司业绩之间的相关关系提供直接的实证证据,另一方面也对半强制分红政策实施后的公司业绩进行比较评价,回归结果见表6。

如表6所示,在两个样本期中,公司未来业绩水平与公司成长性均呈显著正相关关系。但结合表5中实证结果可以得出,2007年样本的公司成长性与股权再融资概率显著正相关,而2009年样本中相关关系符号为负,且不显著,这说明相较于2009年的样本而言,2007年股权再融资公司的未来业绩较好。

变量Cater与公司业绩的相关性均不显著,说明半强制分红政策所规定的最低水平并不能很好地区分公司业绩的优劣水平,投资者将无法根据公司是否达到该门槛来发掘公司业绩水平的信息,因此拒绝假说H2a,半强制分红政策所规定的最低水平并

表6 半强制分红政策实施后公司业绩表现			
被解释变量	ROE_ST		ROE_LT
模型	(5)		(6)
Intercept	-0.1862*** (-3.74)	-0.2944*** (-3.50)	-0.2648*** (-4.76)
Cater	0.0195 (1.59)	0.0029 (0.33)	0.0125 (0.91)
MVOC	0.0472*** (4.10)	0.0283*** (6.48)	0.0546*** (4.25)
g	0.0016** (2.08)	0.0011** (2.08)	0.0013 (1.54)
SEO	0.0127*** (2.86)	0.0078 (0.96)	0.0152*** (3.08)
ROE_Lag	0.7990*** (24.06)	0.4242*** (11.13)	0.7242*** (19.40)
OwnCon10	0.0022 (0.15)	0.0550** (2.56)	0.0171 (1.03)
INDROE	-0.0103 (-1.12)	0.3741*** (4.89)	-0.0106 (-0.63)
SIZE	0.0076*** (3.40)	0.0102*** (2.88)	0.0116*** (4.65)
样本期	2007年	2009年	2007年
样本总数	665	641	665
调整R平方	58.73%	34.90%	51.36%

注:表中括号内为t统计值,***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。

不能很好地区分公司业绩的优劣水平。我们认为,这部分是由于半强制分红政策所规定的最低分红标准实际上并不高,仅相当于年股利分配率7%~10%左右的水平所导致的。但在本文的研究当中,我们同时也认为,半强制分红政策所规定的最低分配水平的实际意义在于它提供了一个标准,使得公司从财务灵活性的角度考虑是否要达到这个标准的过程中,逐步形成财务灵活性边际价值高的公司迎合的动机强于财务灵活性边际价值较低的公司,从而在某种程度上形成了一种自发的资源分配机制。而这项资源分配机制最终能够实现最优配置取决于半强制分红政策本身规定的合理性以及监管当局对于再融资资格的筛选机制是否足够合理有效。结合表5的回归结果,监管当局对再融资资格的筛选与财务灵活性之间并无显著的相关关系,一定程度上说明了这种筛选机制不够有效。也就是说,在完全市场化的状态之下,半强制分红政策的最低分红水平所产生的实际效果可以更好地得到发挥,提高资源配置的效率。

在两个样本期中,公司未来业绩(短期业绩或长期业绩)与财务灵活性的边际价值均呈现显著的正相关关系,我们之前的理论分析结论得到了实证证据的支持。这同时也说明不管从短期绩效还是长期绩效来看,财务灵活性的边际价值相较半强制分红门槛而言能更好地指示公司业绩表现。

同时,对比两个样本期的监管效果,我们发现,当样本期为2007年时,公司再融资的虚拟变量SEO的相关系数显著为正,说明成功再融资的公司业绩水平好于同期其他公司,监管当局对于再融资资格的筛选能够保护投资者的利益,支持假设H2b。而在2009年的样本中,是否再融资的虚拟变量SEO的系数不显著,说明再融资公司的业绩水平与同期其他公司几乎没有差异,拒绝假设H2b,这也说明2009年的监管效率不如2007年。那么,为什么在两个样本年度中,公司实际再融资的概率与财务灵活性之间的相关关系均不显著,但最终以业绩评价的监管效果为何存在差异?

结合之前表5中关于公司实际融资行为的实证结果,在2007年样本中,杠杆相对较低的企业获得再融资资格的概率更大,而2009年样本中则是杠杆相对较高的企业获得股权再融资资格的概率更

大。根据财务灵活性边际价值的计算公式,财务灵活性的边际价值与公司市值杠杆间的相关性为负。因此,杠杆水平越低的企业,对应的财务灵活性的边际价值越高,未来业绩水平也越好。因此2007年再融资样本相对于2009年的再融资样本而言,对应的财务灵活性边际价值较高,再融资所获得的公司价值增量更大,因此其业绩水平优于同期其他企业的概率更大,这可以部分解释监管当局的监管效率为何在两个样本期中存在差异。而另一个可能的解释则是,2007年实际股权再融资的概率与公司成长性显著正相关,意味着实际再融资的公司成长性较好。而2008年的半强制分红政策增大了高成长性公司采取股利迎合策略以获得股权再融资资格的难度,使得实际筛选出来的公司对应的成长性较低。由于公司业绩与成长性间呈现显著正相关关系,因此2007年再融资公司业绩较好,而2009年成功再融资公司则相较同期其他公司而言业绩较差。综合而言,从监管的结果来看,2007年的监管效果要好于2009年,但这部分是由于再融资公司特征的差异导致的,而另一部分则是由于半强制分红政策规定的差异导致的。但结合之前关于监管当局对再融资资格筛选的相关检验来看,由于实际股权再融资行为与公司财务灵活性边际价值之间相关关系不显著,考虑到公司财务灵活性边际价值与公司业绩之间显著的正相关关系,我们对监管当局的再融资资格筛选的有效性有所怀疑。

综合分析,我们认为,2006年与2008年颁布的半强制分红政策本身确实促进了上市公司的股利发放行为,但所设定的最低分红水平并不足以区分公司业绩水平的优劣,所传递的关于公司业绩的信号不明晰。半强制分红政策本身所设定的最低分红水平如果对公司业绩的鉴别不够有效,那么政策效果将取决于监管当局对再融资公司的资格筛选。然而,在两个样本期中,监管当局对于再融资公司的资格筛选均不够有效。但从监管的结果来看,2006年半强制分红政策对应的监管效果好于2008年的监管效果,实际再融资的公司业绩好于同期其他公司,从而更好地保护了投资者的利益。在两个样本期内,财务灵活性的边际价值与公司未来业绩水平的相关关系均显著为正,提供了财务灵活性能够提高公司价值的实证证据,也说明财务灵活性能够更

好地揭示公司业绩水平。

五、研究结论

本文以2006年和2008年半强制分红政策为背景,探讨公司在此背景下的股利迎合策略和股权再融资行为,并考察了公司股权再融资后的业绩表现。

研究发现,财务灵活性是理解公司在半强制分红背景下股利行为的关键因素。在中国资本市场特殊的体制背景下,公司股利政策表现为对半强制分红政策的迎合行为。财务灵活性边际价值越高的企业,越倾向于采取股利迎合策略。但公司实际股权再融资概率却主要取决于公司剩余举债能力的大小。公司的股利迎合策略与实际的股权再融资行为之间不一致的表现反映出公司潜在再融资意愿与监管当局的筛选行为间存在的差异。

在进一步对公司股权再融资后业绩表现进行研究后发现,财务灵活性的边际价值较半强制分红指标能够更好地传递公司未来业绩水平的信息,提高财务灵活性有助于提升公司价值。因此,公司经监管当局筛选后的实际再融资概率与财务灵活性边际价值之间不显著的相关性在一定程度上反映出资源配置的无效率。并且,当半强制分红指标仅包含现金股利时,高成长性的公司迎合半强制分红政策的难度加大,从而降低了这类公司实现股权再融资的可能性,这可能是2009年监管失灵的原因之一。

因此,在半强制分红水平的计算中包含以股票股利的形式分配的股利数额,可以避免产生再融资的监管悖论,给予现金流短缺但高成长性的公司获得股权再融资的机会。而且,公司在根据财务灵活性进行自利选择的过程中,能够形成自发的市场效率,优化资源配置效率。监管当局应该减少在再融资资格筛选中的行政干预,以加速我国资本市场的市场化进程。

(作者单位:厦门大学管理学院;责任编辑:尚增健)

注释

①本文中所指的股利分配的年度,即指所分配股利来源的净利润对应的年份。如2007年公告的股利发放,实际上是以2006年的净利润所进行的股利发放,对应的股利分配年份为2006年。

②之所以选择以2006年和2008年为时点判别的具有再融资意愿的公司作为统计绘图的样本,是因为2006年和2008年分别是两项半强制分红规定颁布的当年,而在该年中,公司面

临着两项决策,首先是决定是否有意向在下一年实施再融资,再者是决定当年的股利发放水平。如果公司有意在下一年再融资,那么政策颁布当年即为政策规定的最近三年的最后一年,其股利发放水平就有可能因为受到半强制分红政策的影响而有所异常。而这正是我们试图捕捉的影响。

③为了避免由于我们对再融资意愿的定义影响了绘图结果,我们还选取了在2007年和2009年实际进行再融资的公司样本(这些样本公司在政策颁布当年也同样面临着在最近三年的最后一年是否应该分配股利达到最低分红水平的决策)在最后一年的股利分配水平占3年内累计分配股利的比例同样进行了统计绘图分析(见附录1)。结果表明,对于实施了再融资的样本而言,这种刻意分配股利的情形显得更为严重。对于2007年再融资的公司而言,有70%的公司政策颁布当年发放的股利超过了往年的平均水平,还有13%的公司政策颁布当年发放了股利所占3年累计发放数额的比例超过90%。而对于2009年再融资的公司而言,超过半数公司最后一年发放股利占比达到40%以上,还有10%的公司直到政策颁布当年才全额发放了达到分红要求的最低股利数额。可见,对于这些再融资的公司而言,其股利政策存在着刻意迎合政策规定的行为,且其在政策颁布前的股利分配水平均较低。

④在半强制分红政策中,并未明确规定再融资的类型。但是根据Clark(2010)的研究结论,对于财务灵活性边际价值高的公司,更倾向于实施的应该是股权再融资而非债权再融资。这是由于尽管这两项融资所带来的资金都能够实现公司财务灵活度的提升和公司价值的增加,但是由于债权再融资同时提高了公司的杠杆,使得其后公司财务灵活性相较股权再融资而言有所下降。因此,鉴于实施股利迎合策略的公司本身就是财务灵活性边际价值高的公司,我们可以认为实施的股利迎合策略的公司更倾向于实施的是股权再融资而非债权再融资。另外,股权再融资仍是我国资本市场的主要再融资形式,这并不会对本文结果造成实质影响。

⑤另一个需要说明的问题是,实际上在公司实施迎合策略后,就已经获得了再融资的期权,获得了相应的财务灵活性的价值。但此项财务灵活性价值的增加有别于股权再融资的价值增加。股权再融资行为对应的价值增加是通过增加公司的现金持有量而提高公司的财务灵活性水平所实现的价值增加,但这项增加同样取决于财务灵活性边际价值的大小。本处所指的是后者。

⑥数据异常的观测值是指公司实际进行再融资但相应的股利支付比率低于当年半强制分红指标规定的观测值,均未达当年样本数的5%。

⑦最终控制人性质为中央国资委、地方国资委、地方政府时,这类企业划分为国有企业。

⑧为了保证在两个样本期内都能获得同样时间长度的业绩指标,因此由于现有数据仅统计至2010年,所以只能将长期业绩指标限定为两年财务指标的平均值。而这个长期仅仅是相对于短期业绩指标而言,而更长的样本期间的检验则依赖于后续研究。

⑨公司进行增发的年份判定,是以决议公告日期对应的年份为准,而公司进行配股的年份,即配股年度。

⑩关于公司成长性的度量,以往文献中往往采用M/B值来进行度量。但是,M/B实际上不仅度量了公司的成长性,同时还包含了市场对于公司的估值。由于财务灵活性可以提高公司价值,因此从理论上说,财务灵活性的边际价值与公司的M/B将呈现出较强的相关关系。我们对此进行了Pearson相关系数的检验(见附录2),检验结果发现在两个样本期间内,M/B与财务灵活性边际价值的相关系数都超过了0.5,且显著相

关。因此,我们在本文中倾向于不采用M/B来度量公司成长性,以避免可能产生的共线性等问题。而本文采用的成长性指标的度量是借鉴Lakonishok和Lev(1987)的方法,计算了平均净利润增长率。另一个关于本变量的考虑是,由于本文研究的是半强制分红政策,而政策中关于分红水平的量度是以公司净利润为标准的。也就是说,净利润越高的公司要达到半强制分红政策要求所需分配的股利相应越高。因此我们以净利润增长程度度量公司成长性,还起到了控制净利润水平高低影响公司迎合难易程度的作用。并且,本文还采用政策中所述的最近三年作为净利润增长率的计算期间,使我们的变量设定可以更好地符合半强制分红政策的制度背景下公司行为的设定。

参考文献

(1)姜英冰:《上市公司财务灵活性分析》,《经济管理》,2004年第5期。

(2)李常青等:《半强制分红政策的市场反应研究》,《经济研究》,2010年第3期。

(3)权小锋等:《行业特征与现金股利政策——基于2004~2008年中国上市公司的实证研究》,《财经研究》,2010年第8期。

(4)饶品贵、姜国华:《货币政策信贷传导机制——基于商业信用与企业产权性质的证据》,工作论文,2010年。

(5)田利辉:《国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理》,《管理世界》,2005年第7期。

(6)魏刚:《非对称信息下的股利政策》,《经济科学》,2000年第2期。

(7)赵蒲、孙爱英:《财务保守行为:基于中国上市公司的实证研究》,《管理世界》,2004年第11期。

(8)Baker, M, Wurgler J. 2004, A Catering Theory of Dividends, *Journal of Finance*, Vol.59, pp.1125~1165.

(9)Clark B. 2010, The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence, Working Paper.

(10)DeAngelo, DeAngelo and Whited, 2011, Capital Structure Dynamics and Transitory Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, pp.235~261.

(11)Easterbrook, 1984, Two Agency-cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, Vol.74, pp. 650~659

(12)Faulkender, M. and R. Wang, 2006, Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *Journal of Finance*, Vol. 61, pp.1957~1990.

(13)Gamba, A. and Triantis, A., 2008, The Value of Financial Flexibility, *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 2263~2296.

(14)Graham and Harvey, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal*

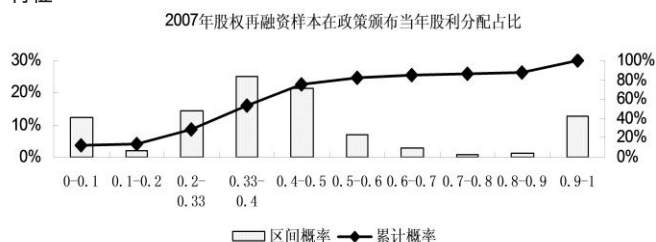
of Financial Economics, Vol. 60, pp.187~243.

(15)Lakonishok J. and Lev B., 1987, Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who and When, *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 913~932.

(16)Lemmon M and Zender J, 2008, Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories, Working Paper.

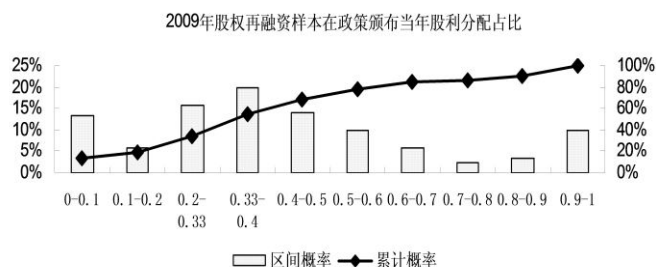
(17)Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, Vol. 46, pp.97~113.

附录1:半强制分红政策下股权再融资样本股利分配行为的典型特征



附图1 2007年股权再融资公司在2006年股利分配占3年累计分配股利比例图

说明:图中描绘的是2007年实施股权再融资的样本在政策颁布当年(2006年)所分配股利占其3年内分配股利总额的比例。图像左轴数值为股利分配占比的区间概率,右轴数值表明累计概率,下同。



附图2 2009年股权再融资公司在2008年股利分配占3年累计分配股利比例图

附录2:Pearson相关性检验(样本期:2006年,样本数:780)

	M/B	MVOC	g	BCF	SDC	SIZE	OwnCon10	INDPAY	INDROE	ROE_ST	ROE_LT
M/B	1.000	0.629***	0.016	-0.046	0.077**	-0.224***	0.288***	-0.021	-0.081**	0.285***	0.094***
MVOC		1.000	-0.002	-0.195***	0.171***	-0.409***	0.217***	0.074**	-0.100***	0.133***	0.110***
g			1.000	-0.002	0.003	-0.011	0.022	-0.094***	-0.002	0.088**	0.041
BCF				1.000	0.118***	0.155***	0.057	-0.051	-0.016	0.008	0.025
SDC					1.000	-0.095***	-0.062*	-0.083**	-0.007	-0.046	-0.029
SIZE						1.000	0.132***	0.021	-0.001	0.079**	0.172***
OwnCon10							1.000	0.022	0.005	0.142***	0.154***
INDPAY								1.000	-0.134***	-0.034	-0.007
INDROE									1.000	-0.082**	-0.056
ROE_ST										1.000	0.554***
ROE_LT											1.000

注:表中***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。

Pearson相关性检验(样本期:2008年,样本数:799)

	M/B	MVOC	g	BCF	SDC	SIZE	OwnCon10	INDPAY	INDROE	ROE_ST	ROE_LT
M/B	1.000	0.563***	0.049	-0.092***	0.189***	-0.252***	0.137***	-0.073**	0.110***	0.362***	0.401***
MVOC		1.000	0.030	-0.219***	0.563***	-0.483***	0.061*	-0.027	-0.090**	0.208***	0.203***
g			1.000	0.027	0.048	-0.033	0.130***	-0.049	0.056	0.206***	0.159***
BCF				1.000	-0.176***	0.161***	0.013	-0.104***	0.101***	0.102***	0.079**
SDC					1.000	-0.297***	-0.025	0.081**	-0.032	0.006	0.006
SIZE						1.000	0.254***	0.140***	-0.066*	0.093***	0.102***
OwnCon10							1.000	0.130***	-0.014	0.224***	0.256***
INDPAY								1.000	-0.320***	0.001	-0.025
INDROE									1.000	0.183***	0.157***
ROE_ST										1.000	0.844***
ROE_LT											1.000

注:表中***表明在1%的显著性水平上显著,**表明在5%的显著性水平上显著,*表明在10%的显著性水平上显著。