

政府监管、经济形势与公司分红

杨 宝

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

【摘要】 本文基于沪深A股数据实证检验了政府监管、经济形势等外部因素对公司分红决策的影响。结果表明:证监会的半强制分红政策对上市公司分红有正面影响,但效应有限;金融危机对我国上市公司分红水平及分红比例均具有显著负向影响。本文的经验证据说明,上市公司分红决策会受到政府监管、经济形势等外部因素的制约与影响。

【关键词】 半强制分红政策 金融危机 公司分红 环境因素

现有文献大多从内部治理角度研究“股利之谜”,鲜有研究者从外部因素角度探寻上市公司股利政策的成因。笔者认为,公司分红受外部环境的影响主要表现在两个方面:一是政府监管的影响。我国证监会曾于2001年、2004年、2006年、2008年分别出台“半强制分红政策”,将再融资资格与分红要求挂钩,证监会的半强制分红政策对上市公司分红必然产生影响。二是经济形势的影响。2008年由美国“次贷危机”引发的金融海啸席卷全球,给企业理财带来不利影响。下面,本文运用实证方法,对制约公司分红的外部环境因素进行分析。

一、制度背景与研究假设

1. 政府监管对上市公司的股利分配政策有重要影响。新兴市场国家普遍采用强制或半强制的分红监管政策。如韩国的公司分红监管经历了:无监管阶段(1956~1967年);半强制分红阶段(1968~2003年);信息披露为主的监管弱化阶段(2004年至今)。巴西于2010年新出台的公司法将强制分红比例调整为净利润的25%。芬兰公司法规定拥有10%以上股份的股东可以要求财务年度50%以上但小于净资产8%以下的净利润作为股利。与英美等发达国家的成熟证券市场相比,新兴市场中强制性或半强制性分红政策被普遍地使用,但是其效果还没有得到普遍认可(何基报,2011)。

我国上市公司分红政策自20世纪90年代证券市场建立不久就出现了许多“异象”(李长青,2010),如分红比例低、稳定性差、“铁公鸡”上市公司多等,严重损害了投资者利益。再如,我国上市公司存在严重的“股权融资偏好”(袁天荣,2004),资本市场成了上市公司肆意“圈钱”的场所,这从2008年中国平安公司“融资门”事件可见端倪。

为了加强监管,证监会2004年12月发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(简称《规定》),要求“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”。《规定》首次将再融资资格与公司分红联系起来,体现出监管部门

对于抑制“滥融资”及“吝啬分红”问题的关注,也体现出监管部门对于系列“融资门”事件的无奈。

2006年5月,证监会发布《上市公司证券发行管理办法》(简称《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”。《办法》首次量化了再融资公司利润分配水平的条件,并且其考核期是最近3年。应该说《办法》是对《规定》的深化。因为《办法》强化了对于再融资公司分红的比例要求,因而是一种更加“硬性”的监管。

2008年10月,证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(简称《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”。相比于《办法》,《决定》对上市公司分红的要求更加严格,主要体现在:①从监管方式来看,《决定》要求必须是“现金分红方式”,因此再融资企业必须在前三年给予投资者“真金白银”的回报;②从分红数量要求来看,由近三年实现的年均可分配利润的20%提升至30%,要求再融资企业给予投资者更高水平的回报。

2. 综观证监会对公司分红的监管历程,可以看出半强制分红政策具有以下一些特点:①将分红监管与证券再融资资格挂钩,其政策初衷包含遏制“超募”的考虑;②监管细则逐步严格,先是《规定》首次将再融资与分红挂钩,接着《办法》进一步量化了分红的比例要求,最后《决定》明确必须是现金分红,且要求将分红比例提高至30%。

那么,我国的半强制分红政策对于提高上市公司的分红水平会有何影响呢?从市场反应来看,半强制分红政策产生了积极影响,主要表现在:一是再融资上市公司为了成功融资必然会积极分红;二是对于未来有融资需求的公司也会对分红作出积极的规划;三是有助于资本市场建立稳定分红的理念。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:政府监管对于上市公司分红具有显著正向影响。

宏观经济形势对于微观层面企业的财务决策具有深刻的影响,其传导机理在于:宏观经济环境和经济走势决定了企业的现金流运行的质量,而企业现金流管理是贯穿于投资、融资、利润分配各个环节的核心。因此,作为微观层面企业的分红水平会受到宏观经济形势的制约。

2008年,由美国“次贷危机”引发的国际金融危机,对世界各国的经济都造成了不利冲击,种种数据表明,金融危机的冲击给企业的现金流造成了很大的困难。在金融危机的冲击下,我国企业处于一种非常态的经济形势中,经营受损严重、市场需求缩减、价格下降,影响企业利润水平;融资环境恶化,影响企业融资;信用危机及融资受阻,影响企业投资(陈志斌等,2010)。财政部会计司统计数据 displays,2008年我国上市公司净利润下降了17.34%,净资产收益率下降了4.98%。这说明,在金融危机背景下,企业的现金流趋于紧张。

权衡理论认为,公司持有高额现金流有助于应对未来经营的不确定性,因此在面临金融危机冲击时高现金持有政策能发挥积极作用。万良勇、孙丽华(2010)的经验研究也表明,公司高额现金持有政策能有效减缓金融危机冲击,持有高额现金具有价值效应。在金融危机期间,一方面,企业为应对金融危机,倾向于将更多现金留在企业,以增加财务弹性,应对金融危机的冲击,出于这种考虑,上市公司会减少分红。另一方面,金融危机对企业经营业务的不利影响,导致上市公司“造血”能力普遍下降,上市公司现金流水平普遍降低。在这种情况下,“巧妇难为无米之炊”,上市公司分红能力受到了金融危机的制约。根据以上分析,本文提出如下假设:

假设2:金融危机对于上市公司分红具有显著负向影响。

二、研究样本与模型设计

(一)样本与数据来源

考虑到2004年《规定》将再融资资格与公司分红水平挂钩,故本文选取2003~2011年间沪深两市A股上市公司作为研究对象,并剔除以下观测值的样本:①所有ST、*ST、PT公司样本;②指标值缺失的观测样本;③股利支付率小于0的样本,最后共得到9 213个样本观测值。本文所有的上市公司财务数据均取自于国泰安CSMAR数据库。

(二)变量选取与模型设计

为检验政府监管、经济形势对上市公司分红的影响,本文构建以下模型:

$$DIV = \lambda_0 + \lambda_1 CG + \lambda_2 Crisis + \lambda_3 SH1 + \lambda_4 Roe + \lambda_5 Cash + \lambda_6 Lev + \lambda_7 Lnincome + \lambda_8 P/E + \xi$$

1. 被解释变量为公司分红(DIV),分别选取:①公司分红水平(DPS),用每股现金股利表示;②公司分红比率(Payout),用股利支付率衡量,计算方法为每股股利除以每股收益。选取两个分红指标进行回归的目的是从分红相对水平、绝对水平两个方面对上市公司分红水平进行计量。

2. 解释变量为政府监管(CG)的量化指标。鉴于《规定》(2004)、《办法》(2006)、《决定》(2008)等证监会半强制分

红政策具有连续性,且监管细化规则有逐渐严格和强化的趋势,因此本文对CG进行了如下量化:2003年取1;2004年、2005年取1.1;2006年、2007年取1.2;2008年、2009年、2010年、2011年取1.3,预期监管量化指标CG与公司分红DIV正相关。除CG外,解释变量的另一个指标为经济形势(Crisis)的量化指标。受金融危机影响较大的2008年、2009年、2010年三个年度Crisis取1,其他年度Crisis取0,预期Crisis的符号为负。

3. 控制变量。参考现有文献(杨汉明,2009;宁青青等,2012)的做法,本文控制了以下因素的影响:①第一大股东持股比例(SH1),第一大股东持股数占公司总股份数的比例,用来测度控股股东对公司分红的影响;②盈利能力(Roe),以年度净资产收益率来衡量;③现金流量(Cash),以公司年度经营现金流对数来衡量;④财务杠杆(Lev),以公司年末资产负债率来衡量;⑤公司规模(Lnincome),以公司主营业务收入对数表示;⑥成长性(P/E),以公司市盈率为衡量。

三、实证分析

(一)描述性统计分析

从表1描述性统计结果看,2003~2011年间,样本公司每股现金股利均值为0.078 5元,分红水平较低;均值远高于中值(0.008 33),说明大部分上市公司分红水平较低;最大值、最小值分别为3元、0元,说明上市公司分红差异显著。从分红比率来看,股利支付率(Payout)均值为31.7%,远高于中值2.31%,同样说明大部分上市公司分红较低。此外,政府监管变量均值为1.218,第一大股东持股比例均值为38.5%。

表1 全样本描述性统计结果

变量	均值	中值	最大值	最小值	标准差	变异系数
Dps	0.078 5	0.008 33	3	0	0.137	1.742
Payout	0.317	0.0231	154.4	0	1.710	5.393
CG	1.218	1.300	1.300	1	0.101	0.082 9
SH1	0.385	0.365	1	0.022 0	0.161	0.420
Eps	0.295	0.220	8.440	-14.08	0.528	1.791
Roe	0.051 9	0.077 5	28.65	-79.89	1.079	20.77
Cash	18.68	18.66	26.49	9.732	1.640	0.087 8
Quick	1.522	0.855	179.6	0	3.568	2.344
Lnincome	20.39	20.87	28.55	-999	23.72	1.163
Lev	0.577	0.494	877.3	0.001 73	7.734	13.41

表2双变量的趋势统计说明,随着证监会《规定》、《办法》和《决定》等一系列分红监管规则的发布,政府对于上市公司分红的监管程度逐渐强化,因此政府监管变量CG逐渐增加。与此同时,上市公司分红水平的均值分别为0.070 723、0.076 145、0.080 247、0.079 804,也表现出一定的增加趋势。说明随着证监会监管的加强,上市公司分红水平有所提高,投资者的分红权益得到一定程度的改善。然而,从表2可以看出,上市公司分红比率均值分别为0.347 142、0.349 984、0.258 769、0.323 289,却没有表现出增加的趋势。这说明,投资者分享的上市公司经营成果并没有随着证监会监管的加强而增加。

表2 政府监管与公司分红的趋势统计

CG	1	1.1	1.2	1.3
Dps	0.070 723	0.076 145	0.080 247	0.079 804
Payout	0.347 142	0.349 984	0.258 769	0.323 289

表3反映了公司分红与经济形势的关系,其中:Crisis=1,表示经济形势不佳的金融危机期间;Crisis=0,表示经济形势正常年份。由表3可以看出,相比于经济形势正常年份,受金融危机影响年份上市公司分红水平(Dps)的均值有所下降(从每股0.079 214元下降为每股0.077 883元);分红比率同样有所减少(从股息支付率从33.626 6%下降为30.243 4%)。可见,在金融危机期间,上市公司降低了分红水平及比率。

表3 经济形势与公司分红的趋势分析

Crisis	0	1
Dps	0.079 214	0.077 883
Payout	0.336 266	0.302 434

(二)相关性分析

表4反映了主要变量与公司分红的相关系数。政府监管CG与上市公司分红比例相关系数为0.005,但不显著,与分红水平相关系数为0.018,且在10%的水平上显著。这说明证监会的一系列半强制分红监管政策对于提高上市公司分红水平具有一定的正面影响,但对于分红相对水平的正面影响并不显著。金融危机期间(Crisis)对公司分红水平(Dps)和分红比例(Payout)均有显著负向影响。第一大股东持股比例(SH1)与分红水平(Dps)及分红比例(Payout)均呈显著正相关关系,说明大股东对公司分红具有一定程度的影响。此外,公司经营现金流(Cash)、公司规模(Lnincome)、盈利能力(Roe)与公司分红显著正相关;财务杠杆(Lev)与公司分红显著负相关。被解释变量相关系数都低于0.5,不存在严重多重共线性。

表4 相关系数

	Payout	Dps	CG	Sh1	Roe	Cash	Crisis	Lnincome	Lev
Payout	1								
Dps	0.152***	1							
CG	0.005	0.018*	1						
Sh1	0.029***	0.151***	-0.137***	1					
Roe	0.003	0.052***	0.025***	0.037***	1				
Cash	0.035***	0.255***	0.129***	0.227***	0.070***	1			
Crisis	-0.003	-0.026***	-0.334***	0.007	-0.002	-0.032***	1		
Lnincome	0.008	0.028***	0.002	0.032***	0.004	0.105***	-0.019*	1	
Lev	-0.003	-0.011	-0.003	-0.014*	-0.330***	-0.053***	0.009	-0.038***	1

注:pearson相关系数,***、**、*分别表示在10%、5%、1%水平上显著,下同。

(三)回归结果分析

为进一步考察在控制相关因素之后政府监管(CG)、经济形势(Crisis)等外部因素是否对公司分红有显著影响,本文按前述模型进行了回归分析,结果如表5所示。表中,第一次回归被解释变量为分红绝对水平(Dps),第二次回归被解释变量为分红相对水平(Payout)。

表5 政府监管对公司分红影响的回归结果

变量	预计符号	(1)Dps		(2)Payout	
		系数	T值	系数	T值
CG	+	0.02	0.93	0.10	0.52
Crisis	-	-0.009 97**	(-2.43)	-0.165*	(-1.78)
Sh1	+	0.081 4***	8.51	0.468***	2.84
Lnincome	+	0.008 4	0.83	0.003 09*	1.71
Lev	-	-0.163***	(-19.24)	-0.352**	(-2.09)
Roe	+	0.123**	2.24	0.21	0.52
Pe	-	-0.000 048 1***	(-3.98)	0.00	1.57
Cash	+	0.022 3***	16.55	0.104*	1.72
_cons	-	-0.305***	(-10.07)	-2.08	(-1.37)
F值		103.47		7.22	
R ²		0.14		0.23	
N		9 213		9 213	

1. 由表5可以看出:政府监管(CG)的回归系数为0.02和0.10,但并不显著。说明政府监管对公司分红有积极影响,但其影响程度有限。从证监会对于上市公司分红监管的出发点来看,一是为了提高上市公司分红积极性,保护中小投资者的利益;二是为了刹住长期以来资本市场“重圈钱、轻回报”的不良风气。我国政府监管的这种出发点也是为了抬高融资门槛,因而将分红政策与再融资资格政策相挂钩。

从监管效果来看并不是很好,分析其原因主要是:对于大部分没有股权融资需求的上市公司来说,半强制分红政策没有任何监管效力,其分红决策仍然可以“我行我素”。李长青等(2010)认为,我国半强制分红监管存在“监管悖论”的局限性,容易诱发再融资企业的“钓鱼式分红”政策,从长远来看,这种分红政策是短视的。因此总体而言,政府监管可能并不能显著改善上市公司的分红水平。

2. 金融危机Crisis的回归系数分别为-0.009 97和-0.165且分别在5%、10%的水平上显著。这表明2008年金融危机的发生带来经济形势的恶劣,使得上市公司受到金融危机严重的影响,2008~2010年三个年度的分红水平及分红比率均显著下降。金融危机期间上市公司分红决策更为保守,大部分上市公司采用低分红或不分红政策,一方面是受到金融危机的不利影响,企业现金流量有限;另一方面是由于大部分上市公司秉承“现金为王”的财务理念,选择持有现金以增加财务弹性,应对金融危机的冲击。

3. 从控制变量的回归结果看,第一大股东持股比例SH1对上市公司分红具有显著正向影响,说明第一大股东对上市公司分红决策具有一定的影响力。此外,财务状况也显著影响上市公司的分红水平。一般而言,盈利能力(Roe)、现金流量

基于美国“财政悬崖” 的财政政策时滞问题研究

李国辉

(浙江经贸职业技术学院 杭州 310018)

【摘要】“财政悬崖”表面是对形如悬崖状财政支出曲线的描述,其反映的本质是财政政策问题。财政政策从产生、决策、执行到实现目标,需要经历一段较长的时间,体现了财政政策应用的局限性,财政理论称之为财政政策时滞。本文从财政政策时滞的角度对“财政悬崖”问题进行了研究。

【关键词】 财政政策 时滞 财政悬崖

“财政悬崖”(Fiscal Cliff)一词由美联储主席伯南克在2012年2月7日的国会听证会上首次提出,用以形容在2013年1月1日这一“时间节点”上,若自动削减赤字机制启动,会使政府财政开支被迫突然减少,财政支出曲线看上去状如悬崖,故得名“财政悬崖”。“财政悬崖”是当前政治经济环境下美国特有的现象,由于美国经济在全球的重要地位,2012年全球都在围绕着美国“财政悬崖”问题进行讨论,学者们或出于对经济的堪忧,或指向美国的政党政治,鲜有围绕财政政策本质问题展开研究。本文从财政政策时滞角度分析“财政悬崖”问题,以期揭示该现象背后的本质问题。

一、财政政策时滞的概念

财政政策是政府为了达到预定目标而确定的财政策略,

(Cash)对上市公司分红水平具有显著正向影响;财务杠杆(Lev)对上市公司分红具有显著负向影响。

四、结论与启示

理论界对公司分红的研究日益丰富,但大多是从内部治理的角度探寻“股利之谜”的成因及优化方略,而本文基于我国特殊的分红监管背景以及2008年金融危机特有的经济形势,实证检验了外部经济环境对微观企业股利政策的影响。

本文以2003~2011年间沪深两市A股上市公司数据进行实证研究发现:证监会一系列的半强制分红政策对于上市公司分红水平的改善以及投资者分红权益的保护有一定积极意义,但其效应还不理想。这说明将再融资资格与公司分红挂钩的监管思路有一定的局限性:①存在监管盲区,对于大部分没有再融资计划的上市公司来说,此监管政策发挥不了多大作用。②监管期间是再融资“前三年”,这容易诱发上市公司“钓鱼式分红”的短期行为。

另外,本文的经验证据还表明,相比于其他年份,受金融海啸影响较严重的2008年、2009年、2010年三个年度我国上市

是政府经济活动的具体表现之一,也是政府宏观经济政策组成之一,通过财政收支具体活动来贯彻实施。

作为政府主导的政策之一,财政政策同其他政策一样,从政策的拟订、产生、组织实施,直到对经济运行等发生影响,都会有一个较长的过程,我们称之为政策时滞。

财政政策时滞是财政政策局限性之一,理论界对财政政策时滞分类有两种观点,即“三点论”和“四点论”。所谓“三点论”是指将财政政策时滞分为认识时滞、行动时滞和效果时滞。所谓“四点论”是指将财政政策时滞分为认识时滞、决策时滞、执行时滞和效应(作用)时滞。从现有观点赋予的内容来看,对认识时滞和决策时滞(也即“三点论”的“行动时滞”)的认识是一致的,主要区别在于“四点论”观点将“三点论”观点的

公司分红水平、分红比例均显著降低。这说明外部经济环境和宏观经济形势对于企业微观财务决策有制约作用。

【注】本文系袁天荣教授主持的教育部2012年人文社科规划基金项目(项目编号:12YJA630181)、中南财经政法大学博士科研创新课题“公司分红与投资者利益保护”(项目编号:2012B0904)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 王化成等.关于开展我国财务管理理论研究的若干建议.会计研究,2006;8
2. 何基报.境内外上市公司分红的差异及原因实证研究.深圳证券交易所研究报告,2011
3. 袁天荣,苏红亮.上市公司超能力派现的实证研究.会计研究,2004;10
4. 陈志斌,刘静.金融危机背景下企业现金流运行中的政策影响研究.会计研究,2010;4
5. 李长青,魏志华,吴世农.半强制分红政策的市场反应研究.经济研究,2010;3