

半强制分红、现金股利与公司成长性

宋佳 陈名芹

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030)

【摘要】本文采用面板数据向量自回归(PVAR)方法,以1998~2011年沪深两市制造业上市公司为对象,实证检验“半强制分红”制度下的现金流运转与公司成长性关系。研究结论为:“半强制分红”制度影响上市公司现金股利分配政策,促使现金流正常运转的上市公司成长性较好、现金流扭曲运转上市公司的成长性较差。

【关键词】半强制分红 现金股利 公司成长性 上市公司 资本市场

一、引言

我国上市公司的现金股利政策直接受到政府监管的影响。自2001年3月《上市公司新股发行管理办法》出台以来,中国证监会发布了一系列引导和规范上市公司股利分配行为的政策文件。不少研究将这一系列政策文件定义为“半强制分红”制度,那么,半强制分红制度对上市公司的现金股利政策有什么影响?现金股利政策改变了公司的现金持有结构和投资现金流安排,促使公司投资决策相应调整,这会对公司的成长形成差异性影响?

本文首先以代理理论和权衡理论为依据,探讨“半强制分红”制度对上市公司财务政策的影响,推断上市公司正常现金股利、现金持有和投资现金流的运行方向;然后以1998~2011年沪深两市制造业上市公司为对象,实证检验现金流运转正常上市公司的成长性是否更好些,现金流扭曲运转上市公司的成长性是否较差些。

二、理论分析与研究假设

1. 资本市场制度与公司财务行为。诺斯(1990)认为,制度是对人们相互交往行为的约束和塑造。正式的约束是指成文的法律、规定,非正式的约束是指习惯、传统和约定成俗的行为准则和框架。作为正式约束的“半强制分红”制度有可能通过“同构效应”和“合法性效应”影响上市公司现金股利分配政策。

“半强制分红”制度逐步成为政府监管部门和上市公司在重复博弈中形成的原则规范。Lewis(1969)、Axelrod(1984)都曾基于重复博弈来解释惯例和规范,并将其推广到一般的制度分析;Greif、Milgrom、Weingast(1994)和Calvert(1995)将重复博弈理论用于经验研究;而Greif(2006)因此提出了内生制度变迁理论。在我国,“半强制分红”制度通过法规形式约束上市公司,强制性同构压力促使公司的现金股利分配行为更趋科学和规范。同时,

“半强制分红”制度将再融资资格与现金股利分配挂钩,促使上市公司为获得更多资源务必重视“合法性”。合法性的重要是因为组织的行动必须被其所处的运营环境和其所依靠的其他组织认可。没有这种认可,上市公司则无法获得维持运营的关键资源。因此,在“同构效应”和“合法性效应”作用下,上市公司会更加审慎制订和实施现金股利政策,并对公司的投资决策进行相应调整。

2. 代理理论和权衡理论。代理理论认为,股东和经理人之间的利益存在代理冲突,现金股利发放会减少经理人持有的自由现金流,使其失去可用于谋取自身利益的资金来源。从代理理论看,现金股利作为维系上市公司和广大投资者利益的重要纽带,是投资现金流的替代。派发现金股利会减少自由现金流,使公司在再融资过程中接受市场监督,从而制约经营者的过度投资行为。公司发放更多的现金股利,会降低代理成本,同时,会相应减少用于投资的现金流。而在投资现金流入相对不变的情况下,投资现金流的减少会导致投资现金流净额减少,因此现金股利发放对公司的投资现金流有负向影响。同时,由于存在现金股利与投资现金流的替代机理,因此,现金股利也会受到投资现金流的负向影响。

根据权衡理论的收益成本观,持有现金会给公司带来收益和成本,公司需要权衡现金持有的成本和收益之后再理性做出财务安排。Almeida等(2011)验证了现金持有可以增加公司的价值。Ferreira&Vilela(2004)认为,公司持有现金有三个好处,即可以降低财务风险的概率、满足投资计划需要和维持筹资成本最小化。当公司现金持有水平较高时,为降低代理成本,公司会发放更多现金股利,使得投资现金流显著减少;当公司现金持有水平较低时,为提高现金的持有价值,公司会倾向于进行投资,而不进行现金股利发放,使得投资现金流净额增加。

3. 研究假设。基于以上分析,在政府“半强制分红”制度产生的“同构效应”和“合法性效应”作用下,上市公司会更加审慎制订和实施现金股利政策,从而影响其投资决策。其相互关系如图1所示:

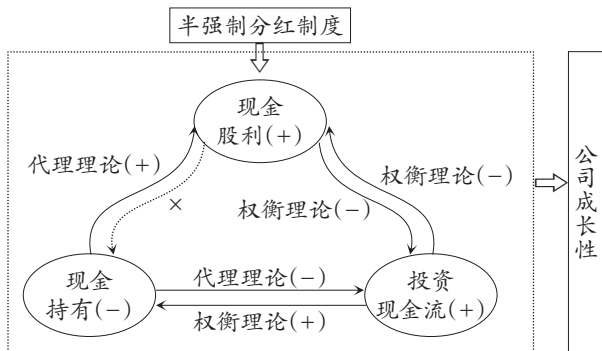


图1 半强制分红制度、现金流运转与公司成长性分析框架

注:“+”号表示存在显著正向影响,“-”号表示存在显著负向影响。当现金流依照实线方向运转且符号与预期一致时,我们将其界定为现金流的正常运转模式。“×”号表示不存在显著影响,当“×”号变化为“+”号或“-”号且现金流出现向虚线方向运转时,我们将其界定为现金流扭曲运转模式。

基于上市公司持续经营的会计原理,我们认为现金持有对自身有显著负向影响,而现金股利、投资现金流对自身有显著正向影响。由此提出三个递进式假设:

H1:在“半强制分红”制度下,上市公司现金股利与现金持有呈正向关系,与投资现金流呈负向关系。

H2:在“半强制分红”制度下,上市公司现金流运转更趋正常化,现金持有与投资现金流呈正向关系;投资现金流与现金股利呈负向关系,并受到现金持有的负向影响;现金股利、投资现金流各自受其自身的正向显著影响,而现金持有受自身的负向显著影响。

H3:上市公司拥有正常现金流运转则其成长性更好,而出现现金流扭曲运转则其成长性较差。

三、研究方法 with 模型设定

1. 研究方法选择。本研究采用面板向量自回归(PVAR)方法建立现金流动态系统模型,考察我国制造业上市公司现金持有、现金股利和投资现金流三者之间的动态交互影响,并研究现金流运转与制造业上市公司成长性之间的关系。面板向量自回归(PVAR)将面板数据(Panel)与传统时间序列向量自回归方法(VAR)相结合,可解决变量系统内生性问题,提高估计的效率。PVAR模型兼具面板数据模型和向量自回归方法的优点。另外,使用广义矩估计(GMM)方法放松了对样本数据统计分布特征的要求,使得模型具有较强的稳健性。

在模型中,“半强制分红”制度的更新周期为2~4年,本文最终将滞后期数确定为2,这是基于政策周期对上市公司影响滞后效应的综合考虑,因为滞后期数为2时模型

的识别力处于恰好水平。此外,根据PVAR模型的脉冲响应函数在采用Choleski分解过程中会对变量冲击进行正交化分解,需要对变量间的相对内生性做出一定假设。考虑到现金持有是公司现金流运转的基础,而现金股利的分配以及投资现金流需要依据现金持有而定,因而现金股利会受到“半强制分红”制度的影响,内生性相对较强,投资现金流会受到公司经营状况和筹资约束的共同作用,外生性相对较强。所以,我们确定的PVAR模型中变量的排序依次为现金持有、现金股利和投资现金流。

2. 模型设定。本文研究借鉴Love等(2006)的面板数据向量自回归(PVAR)方法,并采用其提供的程序,研究上市公司现金流动态运转与公司成长性之间的关系。本文研究设置的二阶PVAR模型如下:

$$Z_{it} = \Gamma_0 + \Gamma_1 Z_{it-1} + \Gamma_2 Z_{it-2} + f_i + \xi_{it}$$

式中: Γ_0 为PVAR模型的常数项向量; Γ_1 为PVAR模型中变量的滞后一期系数向量; Γ_2 为PVAR模型中变量的滞后二期系数向量; f_i 为公司个体效应; ξ_{it} 为随机扰动项向量; Z_{it} 为现金持有(CH)、现金股利(CD)和投资现金流(ICF)三个变量的向量。

3. 变量定义。本研究涉及的主要变量如表1所示。其中:“现金持有”使用现金流量表中“现金及现金等价物”与公司总资产的比值;“现金股利”使用上市公司年度分红总额与公司总资产的比值;“投资现金流”使用投资活动产生的现金流量净额与公司总资产的比值;“公司成长性”参考Lakonishok和Lev(1987)、王志强、张玮婷(2012)的研究成果,以公司在考察期内所实现的净利润增长率平均值来度量其成长性。

表1 变量定义

名称	缩写	度量方法
现金持有	CH(x1)	现金及现金等价物/总资产
现金股利	CD(x2)	年度分红总额/总资产
投资现金流	ICF(x3)	投资活动产生的现金流量净额/总资产
成长性、非成长性	GROW、UGROW	n年净利润增长率之和/n n=4,5,……14

4. 数据说明。本文以中国制造业上市公司为研究对象,除度量现金股利的年度分红总额来自wind数据库外,其余数据均来自CSMAR财务报表年报数据库。为考察样本数据的连续性,本研究时间段为1998~2011年。样本中剔除ST、PT上市公司,以避免数据异常导致的研究结果偏差。同时,为满足PVAR模型系数估计要求,选取具有至少连续4年以上现金流数据的公司作为研究样本。考虑到公司资产规模的影响,剔除期末总资产为0的样本,并对资产规模进行标准化处理,最终得到研究样本8 829个。我们按照对样本公司的平均净利润增长率的大小进

行排序,发现增长率小于0的公司约占五成(49.61%),增长率大于0的公司约占五成(50.39%)。我们以增长率0作为样本区分标准,将增长率等于或小于0的公司列为非成长性上市公司,增长率大于0的公司列为成长性公司。样本分布情况如表2所示:

表 2 样本分布情况

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计
样本数	331	385	457	506	543	581	640	649	700	777	815	815	815	815	8 829
非成长性公司	159	189	218	242	259	276	306	311	345	395	420	420	420	420	4 380
成长性公司	172	196	239	264	284	305	334	338	355	382	395	395	395	395	4 449

四、实证结果及分析

1. 以PVAR模型来考察上市公司的股利政策、现金持有和投资现金流之间的交互影响关系。表3列出了基于全样本制造业上市公司数据的PVAR模型的SystemGMM的估计结果。

表 3 全样本制造业上市公司PVAR估计主要结果

	CH(x1)		CD(x2)		ICF(x3)	
	b_GMM	t_GMM	b_GMM	t_GMM	b_GMM	t_GMM
L.h_x1	-0.108***	-5.708	0.008***	3.708	-0.149***	-9.861
L.h_x2	0.029	0.229	0.300***	8.333	-0.406***	-4.110
L.h_x3	0.0028	0.114	-0.008***	-2.761	0.208***	9.907
L2.h_x1	-0.07***	-6.45	0.003*	1.654	-0.062***	-6.520
L2.h_x2	0.103	1.232	0.112***	4.670	-0.238***	-3.485
L2.h_x3	0.040**	2.244	-0.005*	-1.807	0.0912***	5.861

注:b_GMM为GMM估计系数,t_GMM为异方差调整后的t统计量,L.h、L2.h分别代表滞后一期和滞后两期;***,**和*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同;该模型具有较好的适用性。

由表3可以看出,在现金股利(CD)方程中,现金股利受到现金持有t-1期(滞后一期,下同)和t-2期(滞后两期,下同)的显著正向影响,系数分别在1%和10%的水平上显著。这说明采用代理理论分析中国上市公司高额现金持有现象有其合理性,但现金持有对现金股利影响的持续性不强(t-2期的系数显著性减弱)。在投资现金流(ICF)方程中,投资现金流受到现金股利t-1期和t-2期的显著负向影响,系数均在1%的水平上显著。这说明现金股利与投资现金流存在显著的此消彼长的替代关系。因此,在“半强制分红”制度下,上市公司现金股利既受到现金持有的正向显著影响,又反向显著影响投资现金流,因此研究假设1得到验证。

从表3还可以看出,现金持有受到投资现金流t-2期的显著正向影响,系数在5%的水平上显著,但受现金股利的影 响不显著;投资现金流受到现金持有t-1期和t-2期的显著负向影响,系数在1%的水平上显著;现金股利受到

投资现金流t-1期和t-2期的显著负向影响,系数分别在1%和10%的水平上显著。同时,现金股利受到自身t-1期和t-2期的显著正向影响,系数在1%的水平上显著;投资现金流受到自身t-1期和t-2期的显著正向影响,系数在1%的水平上显著;现金持有受到自身t-1期和t-2期的显著负向影响,系数在1%的水平上显著。这与我们界定的正常现金 流运转方向一致。因此,在“半强制分红”制度下,上市公司现金流运转一般趋于正常化,研究假设2得到验证。

2. 脉冲响应分析。下页图2

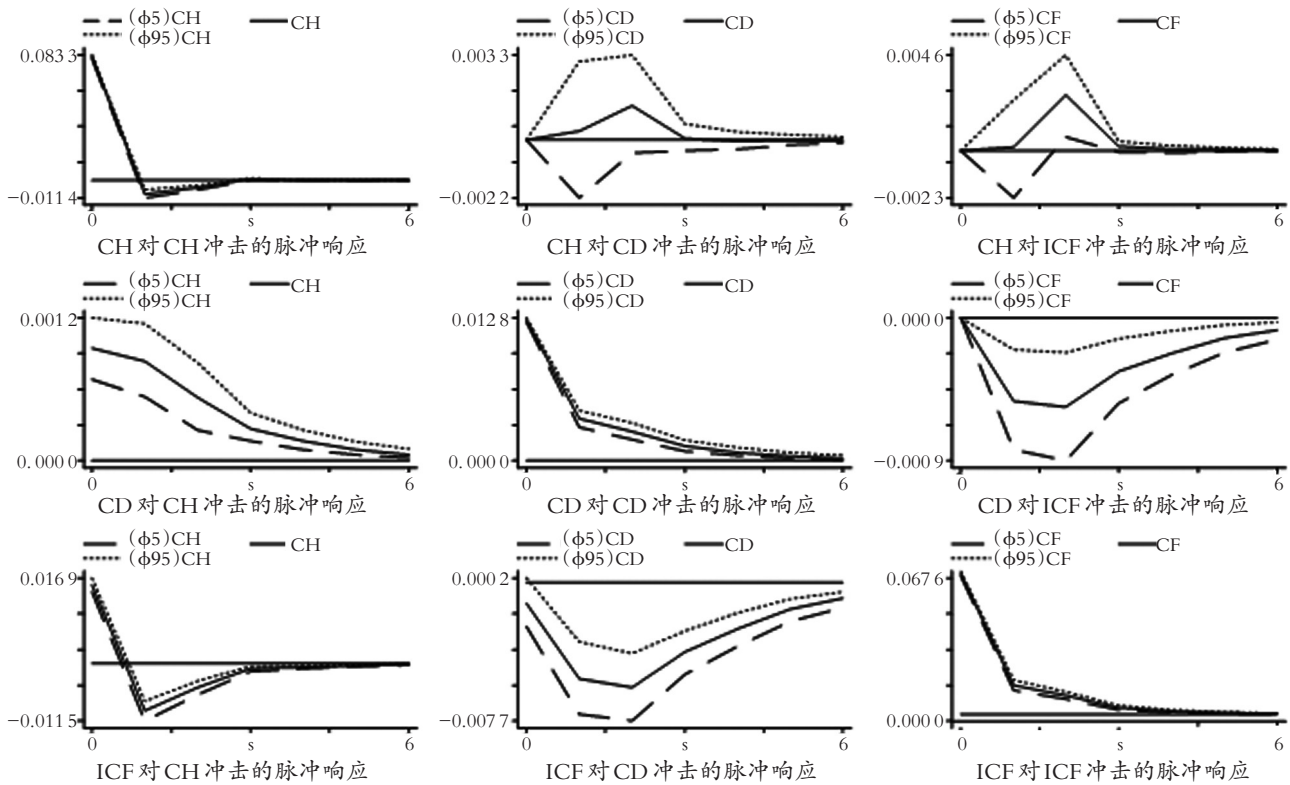
描绘了相应的脉冲响应函数,以及该脉冲响应进行蒙特卡罗1 000次模拟得到的5%水平误差范围,以反映保持其他变量冲击不变条件下,一个变量在另一个变量的正交化冲击下的响应变化情况。图2中横轴表示冲击作用的响应期数,纵轴代表不考虑其他变量对自身变量冲击反应下,单个变量对自身变量冲击的响应程度。

在现金持有(CH)的脉冲响应图中,当期现金持有对来自自身的冲击为正向反应,对自身滞后一期和滞后两期的冲击为显著的负向反应,响应在滞后三期后消失。当期现金持有对来自现金股利的冲击没有响应,对现金股利的滞后一期和滞后两期的冲击为正向反应,但不显著,且在滞后三期后消失。当期现金持有对投资现金流的冲击没有响应,对投资现金流滞后两期的冲击为显著的正向反应,响应在滞后三期后消失。

在现金股利(CD)的脉冲响应图中,当期现金股利对来自于现金持有的冲击为显著正向,随着滞后期数的增加,显著性有所下降,响应持续至滞后六期消失。在当期、滞后一期和滞后两期,现金股利对来自自身的冲击为显著正向反应,响应持续至滞后六期消失。当期现金股利对来自投资现金流的冲击没有响应,在滞后一期和滞后两期为显著的负向反应,响应持续至滞后六期消失。在时间长度上,现金股利自身和现金持有的冲击对公司现金股利发放造成较长时期的影响。

在投资现金流(ICF)的脉冲响应图中,当期投资现金流对来自当期现金持有的冲击为显著正向反应,对现金持有滞后一期和滞后两期的冲击为显著负向反应,响应持续至滞后三期消失。投资现金流对来自当期现金股利的冲击为负向反应但不显著,对现金股利滞后一期和滞后两期的冲击为显著负向反应,响应持续至滞后六期消失。投资现金流对来自自身当期的冲击为显著正向反应,对自身滞后一期与滞后二期的冲击为显著正向反应,响应持续至滞后三期消失。

Impulse-responses for 2 lag VAR of CH CD ICF



Errors are 5% on each side generated by Monte-Carlo with 1000 reps

图2 全样本制造业上市公司脉冲响应函数

表4 不同成长性制造业上市公司PVAR估计主要结果

		CH(X1)		CH(X2)		CH(X3)	
		b_GMM	t_GMM	b_GMM	t_GMM	b_GMM	t_GMM
GROW	L.h_x1	-0.120***	-4.240	0.012***	3.143	-0.149***	-8.066
	L.h_x2	-0.208	-1.34	0.314***	6.326	-0.410***	-3.276
	L.h_x3	0.044	1.603	-0.012**	-2.459	0.232***	8.988
	L2.h_x1	-0.068***	-4.108	0.003	1.196	-0.063***	-5.392
	L2.h_x2	0.137	1.291	0.131***	3.859	-0.173**	-2.019
	L2.h_x3	0.017	0.761	-0.004	-1.092	0.073***	4.069
UGROW	L.h_x1	-0.100***	-3.930	0.005**	2.051	-0.148***	-6.316
	L.h_x2	0.393*	1.824	0.283***	5.648	-0.401**	-2.487
	L.h_x3	-0.029	-0.967	-0.006	-1.515	0.189***	6.068
	L2.h_x1	-0.087***	-5.01	0.003	1.281	-0.059***	-4.017
	L2.h_x2	0.043	0.318	0.084***	2.702	-0.338***	-3.013
	L2.h_x3	0.058**	2.217	-0.005	-1.491	0.105***	4.359

注:b_GMM为GMM估计系数,t_GMM为异方差调整后的t统计量,L1.h、L2.h分别代表滞后一期和滞后两期;该模型为识别恰好。

表4列出了不同成长性水平的制造业上市公司PVAR模型的SystemGMM的估计结果。由表4可知:在现金持有(CH)方程中,成长性上市公司现金持有持续受到自身的显著负向影响,但不受现金股利和投资现金流滞后期的显著影响。这一结果与正常现金流运转的预期基

本相符。与全样本制造业上市公司PVAR主要估计结果相比,成长性公司的现金持有不受投资现金流的显著影响,原因是这些公司面临较多的投资机会,现金用于投资的价值比持有的价值更高,因此现金流更多集中于投资用途而非经营储备用途。值得注意的是,非成长性上市公司的现金持有虽也持续受到自身的显著负向影响,却同时受到现金股利t-1期和投资现金流t-2期的显著正向影响,分别在10%和5%的水平上显著。现金股利发放直接影响现金持有水平是不正常现象,现金股利发放越少而现金持有水平越低,可能是达不到再融资条件的上市公司干脆减少或不发放现金股利的结果,这与李常青等(2010)、王志强、张玮婷(2012)认为“半

强制分红”制度非正常失效的结论一致,也验证了扭曲现金流运转不利于上市公司成长的假设。

在现金股利(CD)方程中,成长性公司和非成长性公司的现金股利都受到现金持有t-1期和自身t-1期及t-2期的显著正向影响。成长性公司现金股利还受到投资现

现金流 $t-1$ 期的显著负向影响,其显著性水平为5%,非成长性公司则不受投资现金流的影响。这在一定程度上说明,代理理论在成长性公司比在非成长性公司更适用。

在投资现金流(ICF)方程中,成长性与非成长性公司的投资现金流受到自身 $t-1$ 期和 $t-2$ 期的正向显著影响,系数在1%水平上显著;同时还受到现金持有和现金股利 $t-1$ 期和 $t-2$ 期的负向显著影响,系数在5%的水平上显著。由此看出,无论是成长性公司还是非成长性公司,现金股利的发放都会对投资现金流起到抑制作用,且这种抑制作用是显著的。基于代理理论产生的现金股利和投资现金流相互替代的关系得到验证。

整体而言,从现金股利及投资决策涉及的现金持有和投资现金流三者的动态交互作用分析,拥有正常现金流运转的上市公司比出现扭曲现金流运转上市公司的成长性更好,因此,研究假设3得到验证。

3. 方差分解分析。表5列出了PVAR模型主要变量的方差分解结果。从表5可以看出,现金持有、现金股利和投资现金流三个变量的波动性主要来自其自身的波动影响。投资现金流波动的91.41%来源于自身的波动,现金持有的波动解释了投资现金流6.88%的波动性,高于现金股利波动解释的1.71%。这一结果显示投资现金流的波动除自身影响外,更多的来自于现金持有的影响而非现金股利的替代作用的影响。相较于非成长性公司,成长性公司的现金持有、现金股利和投资现金流自身波动性对自身的解释力度稍微有所下降,其他变量对其解释力度有所上升,虽然幅度不大,但也反映出成长性公司各变量更为敏感,较易受到其他变量的影响。

表5 主要PVAR模型方差分解结果

	ALL			GROW			UGROW		
	CH	CD	ICF	CH	CD	ICF	CH	CD	ICF
CH	0.999	0.000	0.001	0.995	0.003	0.003	0.997	0.002	0.002
CD	0.011	0.984	0.005	0.014	0.981	0.005	0.011	0.985	0.005
ICF	0.069	0.017	0.914	0.078	0.017	0.905	0.060	0.019	0.921

五、结论与政策建议

政府监管部门为了更好地保护投资者的利益和维护证券市场的健康发展,要求上市公司改变低现金股利或无现金股利分配的状况,并适时做出“半强制分红”制度的调整,力求平衡上市公司和投资者的利益分配关系。上市公司则在“半强制分红”制度约束下,权衡利弊,力求以更低的交易费用赢得公司的持续成长。“半强制分红”制度只有符合理性经济人假设,即对公司持续成长有利时才能得到上市公司的认同并认真贯彻实施。这说明“半强制分红”制度的演进需要更长时间的检验。

本文依据制度经济学原理,分析验证了“半强制分红”制度通过“同构效应”和“合法化效应”影响上市公司

现金股利分配行为,从整体上促使上市公司的现金持有、现金股利和投资现金流正常化运转,进而有利于上市公司持续成长的假设。但同时也发现,为迎合政府监管,部分上市公司变相改变现金持有水平,或过度调整现金股利分配政策,从而扭曲了现金流的运转。相比于现金流运转扭曲的公司,拥有正常现金流运转的公司更能持续发展,于是扩大了与现金流运转扭曲公司之间的成长性差异。本文率先提出了正常现金流的运转模式,验证了正常现金流运转有利于促进上市公司持续成长的结论。我们使用的PVAR方法分析上市公司现金流动态运转情况,拓展了PVAR方法在财务领域的应用。

根据研究结果,我们提出如下政策建议,以增强“半强制分红”制度的实施效果。

第一,分类规定分红比例。按行业分类指导,对同行业的上市公司制定不同的分红比例。

第二,为防止大股东超常派现变相侵害中小投资者利益,应按行业监测上市公司现金流情况,对于现金流实现正常化运转的行业,应解除分红限制,或设置限制分红比例,从而保障上市公司持续健康发展。

第三,政府可以考虑实现向中立服务的角色转变,将中小投资者的分红需求也纳入对上市公司的激励和约束范围,创造更好的股利匹配机制,以实现上市公司、中小投资者及政府的三方合作共赢。

【注】本文系国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择及其动态演化研究”(项目编号:71232004)和国家自然科学基金项目“产权控制路径下的资本投资与配置效率研究”(项目编号:71172082)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 李常青,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
2. 王志强,张玮婷.上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究.管理世界,2012;7
3. Greif A., P. Milgrom, B. Weingast. Coordination, Commitment and Enforcement: The Case of the Merchant Guild. Journal of Political Economy, 1994
4. 康芒斯著.于树生译.制度经济学(上).北京:商务印书馆,1962
5. Von Hayek F. Law, Legislation and Liberty: Rules and Order. University of Chicago Press, 1973
6. Jensen M. C.. Agency costs of freecash flow, corporate finance, and take overs. American Economic Review, 1986;76
7. 唐雪松,周晓苏,马如静.上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究.会计研究,2007;7