

制度变迁、公司现金股利行为和投资行为研究

谭伟荣¹, 张超²

(1.石河子大学经济与管理学院, 新疆石河子 832003; 2.重庆大学经济与管理学院, 重庆 404100)

【摘要】本文以2007~2013年间我国13 707家上市公司为样本,考察了处于金融危机时期的公司在现金余额不能满足公司投资需求和预期股利支付水平时的行为。实证研究结果表明:当公司面临现金短缺时,仅有19%的公司减少投资支出,22%的公司选择减少现金股利,其他公司选择采用债务融资,通过权益融资、减少现金持有和出售资产的只占很小比例。

【关键词】金融危机; 现金短缺; 公司投资行为; 现金股利行为

一、引言

由于我国资本市场基本制度建设还不健全,许多公司偏好股权融资,且极少发放现金股利。上市公司存在普遍的固定资产投资过度现象,同时研发投资却非常有限。现金股利作为一种重要的利益分配形式,相比公司其他财务政策,经常被视作为公司管理者“心血来潮”的行为。魏明海认为上市公司,尤其是国有上市公司的低股利政策促进我国企业过度投资。而作为股东获取投资回报的手段,公司长期不分红和少分红的股利政策使得投资者并不关心公司业绩,这造成了资本市场投机盛行,同涨同跌等低效现象屡见不鲜。监管层、学术界和实务界普遍认为,规范上市公司投资行为,重视上市企业的现金股利回报是抑制投机市场、使资本市场有序良性发展的重要手段。2006年的股权分置改革、半强制分红政策的实施以及2007年席卷全球的金融危机,使我国的实体经济受到了巨大冲击。宏观经济环境的变化及外部制度环境的变化,必然会带来企业股利行为与投资行为的变化。

本文以我国外部宏观经济及制度环境变化为研究契机,借鉴已有研究,深入开展本土化研究。本文通过实证方法考察了我国上市公司在进行公司财务管理的过程中,如何做出公司股利政策、投资政策和公司的资本结构三者的均衡决策,特别考察了当公司面临制度变迁(股权分置改革,半强制分红政策)的压力,是否影响和约束企业的投资行为 and 股利行为,即仍将企业的股利政策视为一项“剩余政策”,还是认为现金股利政策和投资政策对公司而言具有同样重要的意义。

本文以2007~2013年沪深两地A股非ST上市公司为研究样本。整个样本期间,我国外部宏观经济环境受全球金融危机的冲击,95%的企业面临现金短缺,且企业投资机会减少。同时外部制度环境的压力迫使企业不得不规

范其股利行为,为本文研究提供了充分的实验环境。本文的发现为监管层完善后续相关政策、逐步建立完善有序的资本市场提供了理论基础和经验证据。

二、文献回顾

Modigliani和Miller认为,在完美资本市场假设下,公司总是首先考虑满足投资,现金股利作为一种剩余利益分配形式,仅在公司有剩余现金时才会选择派发,因此公司的投资行为会影响公司派发现金股利。但是,关于是否把股利政策视为公司剩余分配政策,国际学术界和实务界仍存在广泛争议。

一方面,基于MM理论,部分文献认为:①相比于公司投资政策,公司股利政策作为剩余收益分配政策,总是被看做是公司财务政策的次重点。②基于股利代理理论,当公司投资受到外部融资成本的约束时,长期支付股利的公司相比于不支付股利的公司受到的约束较少,这是因为公司的管理者在受到外部融资约束时,首先会减少公司派发现金股利而用于投资。因此,在MM理论框架里,企业现金流的短缺能够影响企业股利的发放,但不会影响公司投资。

另一方面,Lintners和Graham等对美国公司CFO的深度调查研究证实,当公司管理者进行财务决策时,公司管理层制定股利政策要早于制定投资政策。被咨询的公司管理层认为,公司管理层宁愿舍弃一些正的现金流的投资项目也不愿削减股利支付。Naveen D. Daniel以1992~2005年美国1 500家上市公司为样本,研究发现:当公司面临现金短缺时,仅有6%的公司减少预期股利,68%的公司选择减少投资,为了弥补企业现金短缺,减少预期投资的公司占了总体样本的一半多。由此看出,面对现金短缺,公司首先选择削减投资,之后才选择削减现金股利。

国内学者也关注到公司股利行为和投资行为的高度

相关性。大多数文献(黄娟娟等,董艳等)基于股权集中度和股权分置改革研究企业股利行为和投资行为,研究普遍认为:当公司现金短缺时,公司会优先考虑减少股利,其次才会减少投资,研究结论一致于传统的股利理论(MM理论)。但是,企业总是处于特定的制度环境中,一国制度环境的改变必然会显著影响微观世界里企业行为的变化(North)。因此,随着我国股权分置改革及半强制分红政策实施,企业决策层是否如国外成熟市场的CFO,在制度的影响和约束之下,实现持续改进企业的股利支付行为模式,值得进一步探讨。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取2007~2013年所有A股非ST公司作为样本,执行了以下筛选程序,剔除金融行业、相关数据不可获取的上市公司及盈利为负的公司。为了消除异常值的影响,本文删除了股利支付率大于1和小于0的样本公司。经过上述筛选,最终得到有效年度样本13 717个。

(二)变量设定

为了估计公司现金流短缺,借鉴Healy和Palepu文献,构建如下变量(见表1):

变量名称	变量名称及计算
当年投资量	当期投资支出-上期投资支出
投资支出	资本性支出/年末总资产
现金股利增量	当期年度现金股利-前期年度现金股利
现金股利	年度现金股利/年末总资产
现金持有增量	当期现金持有量-上期现金持有量
现金持有量	现金及短期投资/年末总资产
现金流短缺	上一期投资+上一期现金股利-可用现金流
现金流量	经营活动现金流量/年末总资产
负债率	总负债/年末总资产
托宾Q值	公司市场价值/总资产账面价值
公司规模	年末总资产的对数
股权集中度	公司前五大股东持股比例的平方和

公司期望股利=上一期股利;公司期望投资=公司期望资本支出+公司期望的研发费用支出,其中,期望资本支出=资本性支出的平均比率/滞后一期的行业资产中位数×滞后一期公司资产,期望研发费用支出(R&D)=研发费用平均比率/滞后一期的行业资产中位数×滞后一期公司资产;资本性支出=固定资产、在建工程、工程物资、投资性房地产、生产性生物资产、油气资产、无形资产和开发支出的期末账面价值-期初账面价值+当期固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧和资产减值准备以及无形资产摊销;公司短缺的现金流=预期投资支出+预期的现金股利分配-可用现金流,其中,公司可用现金

流=经营现金流+扣除税费的研发费用及优先股股息,研发费用及优先股股息因占比很少,因此忽略不计。由于我国公司期望研发费用支出与公司投资支出相比占比很少(仅占投资支出的0.13%),在实际计算数据时,将其忽略不计。本文借鉴Ayers et al.,控制了影响公司投资行为及股利行为的一些公司特征。

四、实证结果

(一)样本企业投资行为、股利行为变化趋势的描述性统计

当公司的现金流不能满足预期的现金股利水平和预期的投资水平时,公司必须做出如下选择:减少现金股利的发放、减少预期资本性支出、对外发行证券筹措资金、变卖公司资产或者减少公司的现金持有。为考察公司在现金短缺状况下现金股利水平和预期投资水平,本文分别从公司现金短缺情况、公司资金状况、支付股利公司的资金筹措途径、公司外部融资、投资削减和资产出售情况、非经营现金流状况及不同公司特征方面进行描述性统计分析(金额单位:亿元,下同)。

表2 现金短缺情况及可用现金流情况

	N	期望投资	期望股利	可用现金流	现金短缺	期望投资变化	可用现金流变化
A. 现金短缺>0							
所有公司	13 113	40.31	1.21	6.03	35.55	5.05	0.16
支付股利的公司	7 981	49.70	1.98	8.56	43.17	6.86	-0.24
不支付股利的公司	5 132	25.70	0	2.02	23.71	2.22	0.95
B. 现金短缺≤0							
所有公司	604	2.72	0.45	7.91	-3.13	-0.1	-0.03
支付股利的公司	365	5.63	1.30	10.61	-3.77	-0.1	-0.09
不支付股利的公司	239	1.16	0	3.79	-2.15	-0.29	0.42

表2列示了2007~2013年各样本公司的现金短缺情况及可用现金流情况。根据表2可知,2007~2013年共有13 717家样本公司,其中13 113家样本公司现金短缺,现金短缺公司占全部样本公司比例高达96%,全部样本公司仅有604家公司现金盈余。表明中国上市公司创造现金的能力较差,也表明中国上市公司自由现金流产生的代理问题从整体上看可能不是很严重。为对公司现金流进行初步探究,我们将现金短缺公司和现金盈余公司划分为支付股利的样本公司和不支付股利的样本公司(如表2列示)。其中,现金短缺公司平均现金短缺35.55亿元,支付股利的公司现金短缺数为43.17亿元,未支付股利的公司现金短缺数平均为23.71亿元。支付股利的现金短缺公司占全部公司的61%,未支付股利公司占全部短缺公司比为39%。此外,由表2可见,现金短缺公司的平均可用现金流为6.03亿元,期望的平均股利为1.21亿元,期望的平均投资为40.31亿元。而现金盈余公司期望支付的现金股利仅为现金短缺数的3.4%,平均可用现金流为7.91亿元,期望

的平均股利为0.45亿元,期望平均投资为2.72亿元。由表2初步判断,样本公司现金短缺是由于公司增加的投资引起的。

为进一步考察现金短缺公司的投资行为和股利行为,表3仅列示现金短缺公司资金构成。本文更多关注的是股利支付公司的现金股利行为,因此将现金短缺公司更进一步分为支付现金股利和未支付现金股利的公司。

表3 现金流短缺的公司资金状况

	短缺	期望投资	期望股利	滞后一期现金	滞后一期的股利+滞后一期的现金
A. 所有公司					
现金短缺数	35.55	40.31	1.21	5.65	6.8
现金短缺水平比		88.19%	2.935%	617%	523%
能够通过投资减少、股利减少或持有现金弥补短缺的公司比例		68%	1.95%	8.47%	20%
B. 支付股利的公司					
短缺水平	43.17	49.70	1.98	8.63	10.73
现金短缺百分比		86.7%	2.180%	500%	402.3%
能够通过投资减少、股利减少或持有现金弥补短缺的公司比例		69.1%	2.86%	7.10%	10.19%
C. 未支付股利的公司					
现金短缺水平	23.71	25.70	0	2.18	2.18
未支付股利公司的现金短缺水平		92.26%	/	1.088%	1.088%
能够通过投资减少、股利减少或持有现金弥补短缺的公司比例		66.47%	0	3.53%	3.53%

表3数据表明,公司的现金短缺和期望投资的比例是88.91%,与期望的股利比例为2.935%,与前一期现金持有比例为617%。支付现金股利公司相应比例是86.7%、2.180%、500%。其中,支付现金股利的公司中,有69.1%的公司可以通过减少投资支出弥补现金短缺,仅有2.86%的公司可以通过减少派发现金股利弥补现金短缺,7.1%的公司可以通过前期现金余额弥补现金短缺,10%的公司可以通过减少上期的现金股利发放和上期的现金余额弥补公司现金短缺,亦即这些样本公司的现金短缺可以通过减少投资、上期不派发股利和上期的现金余额来弥补,而不用通过资产出售或者证券发行来筹集资金。

由此表明,由于经济金融危机的冲击,上市公司95%的企业现金短缺。由统计数据表明,当公司面临现金短缺时,由于企业支付微股利或干脆不支付股利,通过减少支付现金股利来弥补公司现金短缺基本是杯水车薪。

本文重点关注的是当公司现金短缺时,公司是首先减少投资支出还是减少派发股利。表4列示了支付股利的公司,现金短缺时,解决现金短缺的途径。表4中,投资减少=期望的投资-实际的投资,股利减少=期望的股利-实

际派发的现金股利,现金=公司当期现金+公司当期短期投资,现金减少=t期现金余额-(t-1)期的现金余额,净外部现金流为现金流量表中的融资活动的净现金流,该项目剔除了优先股和普通股筹措的净现金流。非经营现金流为现金流量表中投资活动的现金流,如:财产出售、厂房设备出售和投资子公司出售。该项目剔除了作为资本性投资支出和公司短期投资变化的部分。

表4 支付股利公司解决现金短缺的途径

	预期股利	预期投资	可运用的现金流	短缺	股利减少	投资减少	外部现金	非经营现金	现金减少	
现金短缺公司	资金情况	1.21	40.31	6.03	43.17	0.05	-2.13	3.31	0.16	-1.2
	释放资金与现金短缺比				0	5%	8%	0.4%	3%	
	释放资金企业占比				34.24%	2.87%	49.41%	47.70%	46.50%	
现金盈余	资金情况	0.45	2.72	7.91	-3.13	-0.94	-1.79	-1.09	-0.06	-4.74
	释放资金与现金短缺比				30.3%	57%	35%	2%	151%	
	释放资金企业占比				3%	26%	26%	50%	19%	

表4数据表明,公司股利减少0.05亿元,投资增加了2.13亿元,亦即当公司面临短缺时,可以不用减少股利,减少投资支出就可以弥补公司用于派发现金股利的资金。公司通过外部筹措资金增加了3.31亿元,非经营现金流增加了0.16亿元,公司现金持有增加了1.2亿元。

表5为根据支付股利的公司的现金短缺数将其平均分成五组,进一步考察公司通过哪种途径解决现金短缺。

表5 弥补短缺的比例

短缺组	短缺数	股利减少	投资减少	外部现金	非经营现金	现金余额减少
Low=1	5.18	0	17%	24%	2%	6%
2	7.18	0	16%	21%	1%	6%
3	9.83	0	12%	25%	1%	-10%
4	16.83	0	16%	23%	1%	8%
High=5	45.77	1%	14%	26%	1%	12%

注:比例公式=每一项减少/短缺数。

表6数据为资金筹集的五种渠道,由表中数据表明,当公司现金短缺时,股利减少的公司比例多于投资减少的公司比例,公司通过外部筹措资金来弥补现金短缺。而由表5数据可知,减少派发现金股利的公司占比很高,由于用于派发现金股利的资金很少,相比于企业的现金短

缺少到可以忽略不计。同时,由表6可见,随着企业现金短缺数的增加,通过外部筹措资金的公司比例并未增加(50%~57%),但是投资支出减少的公司比例在下降,通过非经营现金流弥补现金短缺的比例在单调增加(31%~56%),这说明公司在现金短缺时,无论现金短缺多少,很少比例的公司会考虑优先减少投资,大部分公司都是高歌猛进,大幅增加投资。可见,公司现金短缺弥补往往首先通过减少股利、外部筹措资金、非经营现金流以及减少公司现金持有余额来弥补。而公司派发的现金股利非常的少。

表7列示企业外部融资、投资削减和资产出售情况。由表7数据显示,随着公司短缺数的增加,公司通过发行股票筹措资金的数额在逐渐增加,但是,相比于公司的短缺数而言,通过股票融资并不是我国公司解决现金短缺的途径。表7中4、5、6栏数据显示,随着公司现金短缺数的增加,公司通过举借债务获取的资金在增加,同时归还债务资金也在增加,这表明我国上市公司偏好债务融资去弥补公司的现金短缺,且偏好于长债短用。所有现金短缺公司的平均负债率为8.04%。这与Fama和French研究发现类似,他们发现公司短期收益和投资节余的资金都用于归还债务了。(表7中,MISC.为外源融资获得的净现金流、 $\Delta TD/\Delta TA$ 为当期增加债务和当期增加资产的比例)。

表8数据显示,随着公司现金短缺数增加,公司并没有减少投资,相反,公司以平均12.46%的速度增加了投资,投资主要组成部分是资本性支出,公司资本性支出以平均12.46%的速度增长,基本和投资增速相同,这是由于公司的研发费用比较稳定,并未随公司现金短缺的变化而变化。一致于Fazzari和Petersen的研究:公司的研发费用比较稳定,不会随公司现金流的波动而波动。但是表8的数据结果表明我国公司平均研发费用占公司投资的很少部分,少到可以忽略不计。基本全部的公司的投资增长都为资本性支出增长。

表9是把公司净资产出售分为三个组成部分,分别是来自未纳入合并的子公司和合资公司的投资现金流,栏6列示了公司财产、厂房、设备和子公司分立和合并的现金流净额。前已述及,当公司现金短缺时,出售资产获取现金流弥补公司的现金短缺并不是其主要途径。但是通过分解资金来源途径,发现除了短缺数最少的一组以外,随着现金短缺数的增

表6 从给定途径获得现金公司所占比例

短缺组	短缺数	股利减少	投资减少	外部现金	非经营现金	现金余额减少
Low=1	5.18	35%	21%	42%	31%	41%
2	7.18	21%	21%	57%	49%	50%
3	9.83	21%	18%	56%	52%	42%
4	16.83	22%	19%	55%	55%	42%
High=5	45.77	31%	16%	50%	56%	40%

表7 总结分析外部融资、投资削减和资产出售

短缺组	短缺数	股票		3净增加 =1-2	债务		6= 4-5	MISC.	$\Delta TD/\Delta TA$
		1 发行	2 回购		4 发行	5 归还			
Low=1	5.18	0.85	0	0.85	5.06	4.32	0.75	0.01	7.05%
2	7.18	1.25	0	1.25	5.93	5.06	0.88	-0.03	9.23%
3	9.83	1.73	0	1.73	8.94	7.33	1.61	-0.08	8.20%
4	16.83	2.50	0	2.50	16.90	13.69	3.21	-0.04	7.72%
High=5	45.77	7.46	0	7.46	129.29	106.25	23.04	-4.31	7.99%
所有短缺公司	35.55	2.01	0	2.01	27.42	22.78	4.64	-0.54	8.04%
所有的盈余公司	-3.13	1.72	0	1.72	8.70	8.70	0	-0.32	31.35%

表8 投资削减组成

减少组	短缺数	期望的投资	投资减少/期望的投资	期望的资本支出	减少数/期望的资本支出	期望的研发费用	研发费用减少数/期望的研发费用
Low=1	5.18	5.41	-16.45%	5.39	-16.33%	0.02	-50%
2	7.18	7.57	-16.64	7.55	-16.69%	0.02	0
3	9.83	10.52	-17.68	10.49	-17.64%	0.03	33%
4	16.83	20.78	-16.31%	20.76	-16.28%	0.02	-50%
High=5	45.77	204.37	-13.18%	204.12	-13.17%	0.25	-20%
所有短缺公司	35.55	41.02	-12.46%	40.97	-12.45%	0.05	0
所有的盈余公司	-3.13	3.90	-43.33%	3.89	-43.44%	0.01	0

表9 非经营现金流组成

短缺组	短缺数	子公司		3= 1-2	分立(PPE)		6= 4-5	MISC.	非经营现金流 8=3+6+7
		1 销售	2 购买		4 分立	5 合并			
Low=1	5.18	0.15	0.08	0.07	0	0	0	0	0.07
2	7.18	0.05	0.12	-0.07	0	0	0	0.03	-0.04
3	9.83	0.05	0.17	-0.12	0	0	0	-0.02	-0.14
4	16.83	0.10	0.30	-0.20	0	0	0	-0.02	-0.22
High=5	45.77	0.27	2.3	-2.03	0	0	0	0	-2.03
所有短缺公司	35.55	0.11	0.43	-0.32	0	0	0	0	-0.32
所有盈余公司	-3.13	0.14	0.32	-0.18	0	0	0	-0.04	-0.22

加,公司未纳入合并的子公司和合资公司的现金流流入大于现金流的流出。无论公司现金短缺多与寡,分立和合并子公司现金流都为零,由表9中栏6显示,当公司资金流动性受限时,公司都未通过股权分割方式解决现金短缺。

(二)不同特征公司股利行为和投资行为的描述性统计

上文描述性统计的结果表明,我国上市公司在面临现金短缺时,通常会优先考虑减少现金股利,其次是通过外部短期负债来解决企业的现金短缺。但是以上统计样本没有考虑企业的个体特征,使已有的结论会因为整体估计而产生结论偏差。

为了验证以上结果的可靠性,Fama和French运用逻辑回归(logic regressions)和概要统计(summary statistics)两种方法来考察企业股利支付行为。两种方法都表明影响股利支付水平的公司特征主要有三个方面:盈利性、投资机会和规模。公司盈利性越强,规模越大,越有可能支付现金股利。公司投资机会越多,公司支付现金股利的可能性就越小。本文选取影响公司财务决策的重要特征(公司成长性、公司财务杠杆及现金持有量),同时,还选取企业股利支付历史和平均股利支付率指标研究公司面临现金短缺时,公司投资行为和股利行为。

根据公司特征值高低将样本企业平均分为两组。由表10数据表明,虽然公司成长性、公司财务杠杆、现金持有量高低不同,但公司在现金短缺情况下,减少现金股利的公司比例远远高于减少投资的公司比例。但是表10中数据显示,唯一显著不同的是支付股利历史越长的公司,当面临现金短缺时,减少投资的公司比例(57%)远远高于减少股利的公司比例。即便是现金股利支付历史小于4年的公司,减少投资的公司比例(43%)也远远高于减少股利的公司比例(9.8%)。这表明持续性支付股利的企业会保持行为的惯性,宏观环境的变化和政策法规的实施起到了一定的约束效应,但是作用有限。

表10 不同特征公司对公司解决现金短缺行为的影响

公司特征	公司特征值	短缺数	股利减少比	投资减少比	外部现金	非经营现金	现金减少
成长机会							
市账比	低	35.90	45%	27%	29%	57%	61.5%
	高	22.44	35%	11%	19%	36%	28%
财务弹性							
财务杠杆	低	8.53	42%	17%	54%	33%	48%
	高	24	41%	21%	64%	56%	41%
现金持有	低	1.09	44%	21%	42%	36%	32%
	高	3.06	53%	16%	47%	33%	38%
股利政策							
股利历史	低	31.06	9.80%	42.68%	49.16%	51.91%	54.27%
	高	67.89	0.85%	57.01%	51.97%	57.86%	42.68%
股利支付率	低	0.84	43%	20%	46%	36%	46%
	高	0.63	57%	18%	43%	34%	43%
股利支付和股利未支付							
	未支付股利	13.63	2.66%	44.33%	48.64%	55.28%	49.70%
	支付股利	15.60	55%	19%	45%	30%	45%

五、结论

2006年的股权分置改革和半强制分红政策实施以及2007年的金融危机,并未能在根本上影响我国公司现有的股利行为和投资行为,亦即我国上市公司极少派发现金股利,也没有严格意义上的股利政策。上市公司普遍存在固定资产投资过度现象,同时研发投资非常有限,且上市公司的债务融资中,长期借款比例较低,明显表现出短债长用现象。公司现金股利行为及投资行为依然保持中国特色,这需要更长时间才能改观。但外部制度环境变化(股权分置改革、与再融资资格挂钩的半强制分红政策规定的连续三年分配股利不低于三年平均利润的30%)促使企业的股利行为保持了一定的连续性,且使企业更加重视保持股利持续性的重要性。本文的研究发现对公司财务管理实务亦具有重要实践指导意义。

主要参考文献

魏明海,柳建华.国企分红、治理因素与过度投资[J].管理世界,2007(4).

Julio B., Ikenberry D. L.. Reappearing Dividends[J]. Social Science Electronic Publishing,2004(4).

Modigliani F., Miller M.. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. Journal of Business,1961(4).

Brav A., Harvey C. R., Graham J. R., et al.. Payout policy in the 21st century[J]. Journal of Financial Economics,2005(3).

Daniel N. D., Denis D. J., Naveen L.. Dividends, Investment, and Financial Flexibility[J]. Social Science Electronic Publishing,2008(3).

黄娟娟,沈艺峰.上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2007(8).

Douglass C. North. Institutions, Institutional Change and Economic Performance [M]. Cambridge: Cambridge University Press,1990.

魏志华,李茂良,李常青.半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J].经济研究,2014(6).

Fama E., French K.. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt[J]. Review of Financial Studies,2002(1).

Fazzari S., Hubbard R. G., Petersen B. C.. Financing Constraints and Corporate Investment [J]. Brookings Papers on Economic Activity,1988(1).

【基金项目】国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择和动态演化研究”(项目编号:71232004);新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地——公司治理和管理创新资助项目“新疆上市公司财务弹性研究”(项目编号:XJEDU020112C01)