

中国上市公司“融资分红”

——“昂贵的游戏”还是“理性的选择”*

胡建雄 茅 宁

内容提要:“融资分红”是指公司支付的现金股利来源于外部融资,包括债务融资和股权融资。“融资分红”行为的存在使得分红现金应当来源于企业内部自由现金流的传统股利支付理论受到质疑。与内部融资相比,企业外部融资成本更高,“融资分红”行为令人不解。本文从财务决策关联性的视角出发,以 2000—2016 年连续 17 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象,证实了“融资分红”行为存在的普遍性,并构建股利支付缺口指标,用以衡量企业分红对外部融资的依赖程度。结果表明,债务净增加和股权净增加是填补股利支付缺口的关键因素,且前者贡献更大;“融资分红”行为并不是企业的权宜之计,更多的是出于财务决策关联性考虑而实施的合理举措,有助于企业同时调节资本结构和稳定现金储备。研究结论拓展了传统股利支付理论的内涵,对企业管理者、广大股东和政府监管部门的相关决策具有一定的实践指导意义。

关键词:融资分红 现金股利支付 股利支付缺口 财务决策关联性

作者简介:胡建雄,南京财经大学会计学院讲师、博士,210000;

茅 宁,南京大学商学院教授,210000。

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2019)04-0067-19

一、引言

2006 年以来,中国证监会出台了一系列的相关法规,要求上市公司重视现金股利支付,以保护广大中小股东的利益。2006 年证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》第八条第五项规定,上市公司公开发行证券的必要条件之一是,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 20%。2008 年的修改规定尤为强调以现金方式分红,并进一步将分红比重提升到 30%。在此背景下,中国上市公司分红行为越来越普遍,股利支付总额和现金股利支付公司所占比重都呈现逐年增长的趋势。但是,用于分红的内部自由现金流所占比重并未同步

* 基金项目:国家自然科学基金“企业债务异质性与‘融资分红’行为的影响——基于财务决策关联性的视角”(71702070);国家自然科学基金“财务柔性、管理者战略选择与企业可持续成长”(71372031)。作者感谢匿名评审专家和编辑部提出的宝贵修改意见。作者感谢南京财经大学青年学者支持计划的资助。文责自负。

上升。特别值得关注的是,近年来众多上市公司在从低比例分红转向高比例分红的同时,负债率也在不断提高。以獐子岛公司为例。2008—2013年,该公司几乎每年保持着60%以上的高比例现金股利支付,而公司正常的现金流水平是无法满足如此高比例现金股利支付的。与此同时,公司负债率却从2006年上市时的13.65%迅速上升到2014年中期的60%,第三季度更达到70%,2015年第一季度甚至攀升到76%,之后始终居高不下。^①传统股利支付理论认为,企业分红的现金应当来源于内部自由现金流,即经营现金流满足了投资活动所需后剩余部分才有可能作为股利支付给股东(Ross等,2013)。但在现实中,内部自由现金流不可能满足企业如此高比例的现金股利支付。一手融资、一手分红,似乎已成为獐子岛等众多上市公司近年来股利决策的常态。然而,与内部融资相比,无论是债务融资还是股权融资,企业外部融资成本都更加高昂(Myers,1984)。既然传统理论与众多中国企业当前的“融资分红”行为严重相悖,那么在中国情境下,企业“融资分红”行为是否普遍存在?从整体看,“融资分红”这场看似“昂贵的游戏”表面上是在满足证监会关于强制分红的规定,那么其对企业而言究竟是不是一种“理性的选择”?

我们认为,对上述问题的回答应当建立在对企业财务决策的系统思考基础上。现实的资本市场中存在众多摩擦因素,MM定理成立的前提假设难以成立,因而企业各项财务决策之间呈现相互依存和跨期的特征(Gatchev等,2010),彼此间具有复杂的关联性(童盼、陆正飞,2005)。企业“融资分红”行为包含现金、负债和股利三大要素,实质上反映了企业现金持有决策、资本结构调整决策与股利决策间的关系。出于传递“利好信号”(Ross,1977)、提高管理者个人收益和降低公司被接管的风险(Grossman和Hart,1982)、降低股权代理成本(Jensen,1986)及获取较高税盾收益(Bessler等,2011)等动机,企业倾向于高负债融资。然而,现金股利支付对于增强投资者信心以及企业长远发展而言至关重要。当企业内部自由现金流无法为现金股利支付提供支撑的时候,外部融资筹集到的资金便为企业支付现金股利提供了可能。此时,企业股利决策需要做出相应的调整,而这种调整突破了内部自由现金流决定股利决策的传统理论框架。

本文余下部分做如下安排:第二部分对“融资分红”行为进行理论分析,基于传统股利支付理论和财务决策关联性的视角,分别探讨“融资分红”行为是“昂贵的游戏”还是“理性的选择”的两种属性;第三部分对中国上市公司“融资分红”行为的普遍性进行检验;第四部分通过数理推导和实证检验,探析中国上市公司“融资分红”行为的特征及其动机;第五部分是稳健性检验;第六部分是结论,并对未来研究方向进行了展望。

二、“融资分红”行为的理论分析

(一)基于传统股利支付理论的视角:“昂贵的游戏”

关于股利支付问题的研究最早可以追溯到Miller和Modigliani(1961)提出的股利无关论。他们认为,在完全无摩擦的资本市场环境下,企业股利决策不会影响企业价值。也就是说,企业分红与否、分红多少是无关紧要的,企业融资状况更是无法影响到现金股利决策。然而,股利无关论严苛的假设条件在现实资本市场中是很难满足的。众多学者从不同角度放松了这些假设,例如Jensen和Meckling(1976)、肖珉(2010)主张通过分红来减少管理者的机会主义行为,而Myers(1984)、陈信元等(2003)却认为分红会使企业承担较高的外部融资风险。Grullon等(2002)、

^① 资料来源于巨潮资讯网中獐子岛(002069.SZ)2008—2016年的公司年度报告。

DeAngelo 等(2006)提出的股利支付的生命周期模型体现了企业应该根据不同生命阶段而择机分红的思想。为了调和企业是否应当进行现金股利支付的如上争端,Ross 等(2013)提出,只有当企业创造了充足的内部自由现金流,能为当前及可预期的未来投资项目提供足够资金支持后,才可以进行现金股利支付。

从现有股利支付问题的研究可以看出,对企业分红与否、分红多少等问题的探讨并未取得一致性的结论(吕长江、王克敏,1999)。众多理论从不同角度对这些问题做了回答,但每种理论的解释力度都较为有限(董理、茅宁,2013)。不过这些具有分歧的理论都建立在一个共识的基础上,即现金股利应当来源于满足当前及未来投资活动后的剩余现金流,属于企业内部资金来源(Ross 等,2013)。这是因为,与内部融资相比,企业的外部融资成本更高。首先,外部融资会带来直接的交易成本(Kaplan 和 Zingales,1997),包括承销差价(在发行债券或股票时)、贷款费用(在申请银行贷款和信贷额度时)和其他的直接发行费用(例如注册费和律师费等)。对许多企业而言,除了这些直接交易成本外,外部融资还隐含了信息不对称(Myers,1984)、税费和破产成本。Fazzari 等(1988)也指出,发行新债和新股的外部融资成本显著高于用内部自由现金流融资所产生的机会成本。因此,仅仅从股利决策的角度看,通过外部融资来支付现金股利的“融资分红”行为,不但成本高昂,而且毫无意义(Miller 和 Rock,1985),这也解释了为何该行为目前很少受到学者们的关注(Farre-Mensa 等,2014)。也就是说,传统股利支付理论否认了“融资分红”行为的存在性和必要性。

(二)基于财务决策关联性的视角:“理性的选择”

Farre-Mensa 等(2014)运用美国资本市场近二十年的数据研究发现,传统决定股利决策的代理成本、信号和税收等因素并不能很好地解释美国上市公司现金分红水平的变化,股利决策其实属于公司整体财务生态系统的重要一环。该文暗示了今后的研究需要进一步考察财务决策的关联性,即股利决策与其他财务决策之间的关系。“融资分红”中的“分红”一词体现了股利决策的实施,而“融资”一词是指企业通过外部融资方式筹集资金的过程。无论是债务融资还是股权融资,都会引起企业资产负债率的变化,属于企业资本结构调整决策的范畴。因此,“融资分红”行为使得企业的各项财务决策之间呈现错综复杂的关联性特征。

在“融资分红”行为中,通过债务或股权融资调整资产负债率,是企业主动调节资本结构的重要工具(Farre-Mensa 等,2018)。尤其在中国当前深化金融改革的大环境中,企业积极通过外部融资调节资本结构,进而满足经营所需的现金流和缓解融资约束(吴育辉等,2018),也为外部融资支付现金股利的“融资分红”行为创造了可能性。众多国外学者指出了高负债可能具有的收益。Ross(1977)提出了信号传递理论,认为负债率较高的事实向众多投资者传递了公司经营状况“利好”的信号,从而有助于提高股票价格,提升企业的市场价值。在 Ross(1977)研究的基础之上,Grossman 和 Hart(1982)认为,举债融资会提升企业的市场价值:一方面,管理者个人所能获得的收益会随之增加;另一方面,负债较高的公司可以降低其被接管和收购的风险。Jensen(1986)从代理成本的角度提出了自由现金流假说,认为高资产负债率使得企业管理者面临还本付息的压力,必须维持稳定的现金流来满足企业债务支付的要求,因而约束了管理者滥用企业现金流从事有损企业价值的投资行为,进而有效地降低了股权代理成本。Bessler 等(2011)还从目标资本结构决定的权衡理论角度,指出债务利息可以税前扣除,具有抵税效应,从而能使公司获得较高的税盾收益。

从财务决策关联性的视角看,资本结构调整决策与现金持有决策、股利决策间的关系密切。

以债务融资分红为例,“融资分红”行为有助于企业在不改变现金储备时提高资产负债率。^①稳定的现金储备对企业而言至关重要,而资金的来源与运用过程涉及企业的现金持有决策,需要管理者进行战略性的统筹(Harford等,2008)。因此,外部融资增加的现金储备需要被管理者妥善运用。通过对现有文献的梳理可知,对于公司持有的现金,管理者有三种方案可以选择:第一,将现金用于支持企业的外部投资活动;第二,不采取其他任何行动而继续持有现金;第三,将现金用于股利分配。第一种方案可能为管理者滥用企业现金从事机会主义行为提供便利(Jensen和Meckling,1976);第二种方案可以看作企业管理者为把握未来投资机遇或抵御未来投资风险,而在当前做储备财务弹性^②的考虑(Gamba和Triantis,2008;董理、茅宁,2013);第三种方案便是“融资分红”中“分红”一词的内涵,属于企业股利决策的范畴。也就是说,企业还可以将外部融资所增加的现金储备用于分红。

从上述基于财务决策关联性视角的理论分析可以看出,同时调节资本结构和稳定现金储备可能是企业从事“融资分红”行为的关键驱动力。

(三)研究现状评述

目前对“融资分红”行为的研究属于有待开拓的新领域,存在一些不足。

第一,片面理解现金分红的资金来源。当前对股利支付问题的研究绝大多数建立在传统股利支付理论的研究框架下,认为股利应当来源于满足当前及未来投资活动后的剩余现金流,属于企业内部资金来源,并未充分关注外部融资也可作为企业股利支付来源这一事实。

第二,缺少文献支持。国内外学者即便有关注到“融资分红”行为这一现象(Farre-Mensa等,2014,2018),也只是采用描述性统计和分组比较的手段,从整体概念上给予我们一种感性认知,对“融资分红”行为的普遍存在性缺乏证明。多数研究对“融资”和“分红”两个财务问题独立考察较多(吴育辉等,2018),较少涉及“融资分红”行为本身,更未对“融资分红”行为形成成熟的系统性分析框架。

第三,尤为缺乏中国情境下“融资分红”行为的探析。由于中外资本市场的完善程度及证券监管部门规范作用发挥的不同,针对中国企业现金股利支付的现实国情,不能完全照搬国外学者当前的研究成果。尤其是中国证监会在几个关键时点颁布了相应的规范性指导文件,直接导致中国企业的各项财务决策发生改变,使得外部融资来源、现金股利支付状况等都呈现新的特征。中国独特的政策、社会和文化特点,与西方的国情差异给中国企业探索自身最优的股利决策提出了新挑战。

三、“融资分红”行为的普遍性检验

首先,我们需要对“融资分红”这一概念进行准确界定。“融资分红”中的“分红”一词是指现金股利支付。同时,“融资”一词指的是企业的外部融资行为,包括了债务融资和股权融资两种类

^① 为了阐释此机制,可进行如下例证:假设某公司已发行了市值为20元的债券和80元的股票,拥有15元现金储备,并创造了10元利润。该公司若将全部利润用于再投资的话,资产负债率会下降为 $18.2\% (= 20/110)$;若将全部利润用于现金分红且无债务融资的话,资产负债率仍然为20%,但现金储备减少至5元;若同时进行债务融资和现金股利支付的话,资产负债率和现金储备比率可以分别继续维持在20%和15%的水平。也就是说,同时进行债务融资和现金股利支付的“融资分红”行为可以使公司同时维持资产负债率和现金储备比率的稳定。

^② 根据Gamba和Triantis(2008)、董理和茅宁(2013)等学者的研究,在高度不确定的市场环境中,获取并维持一定的财务弹性对于企业的生存及可持续发展而言具有重要意义,财务弹性甚至被CFO们视为决定企业财务决策的首要因素。

型,具体构成如表1所示。企业在某年度可能发行新债务,但也有可能偿还旧债务;可能发行新股,也有可能回购已发行的股票。其结果是,债务增加和股权增加的资金可能仅用于偿还旧债和回购股本,并非用于分红。因此,以债务增加量和股权增加量来衡量用于分红的债务融资和股权融资失之偏颇。为此,我们定义债务增加与债务减少之间的差额作为债务净增加额,用于度量债务融资;定义股权增加与股权减少之间的差额作为股权净增加额,用于度量股权融资。显然,债务净增加额和股权净增加额才有可能真正被企业用于股利支付的目的。

表1 外部融资来源的具体构成

外部融资来源	具体类别	定义	项目
债务净增加 = 债务增加 - 债务减少	债务增加	企业新增债务收到的现金	银行借款、发行债券、资本性租赁等
	债务减少	企业偿还债务支出的现金	偿还短期银行借款、赎回债券、支付资本性租赁等
股权净增加 = 股权增加 - 股权减少	股权增加	企业股权增加收到的现金	发行普通股、发行优先股
	股权减少	企业股权减少支出的现金	回购普通股、回购优先股

为了证实中国上市公司“融资分红”行为是否具有普遍性,我们选取了2000—2016年连续17年沪深两市A股上市公司的数据作为初始研究样本,并通过收集企业年报补充选取部分指标。按照学术研究的惯例,剔除ST类、*ST类、PT类的企业样本,并删除了财务数据缺失严重或存在异常值的样本。由于各年度上市公司的数目均有所不同,为了准确探究各年度上市公司“融资分红”行为的状况,我们分别对各年度新上市及退市的企业样本做了特别标注,最终得到了29605个观测值。数据主要来源于Wind数据库和CSMAR数据库,分析工具以Stata 14.0为主。

在上述样本的基础上展开论证,具体步骤如下。

(一)各年份现金股利支付状况

如图1所示,无论从各年份企业支付总股利还是从平均支付股利来看,都整体呈现上升的态势。尤其在2006年以后,股利支付额度增长较快,各年份企业支付总股利以及平均支付股利都有了较大的提升。^①2016年度,企业支付总股利和平均支付股利已分别达到9620.96亿元和3.25亿元。同时,如图2所示,各年份现金股利支付的公司数目占当年所有上市公司的比重在2006年之前总体稳中有降,在2006年之后却呈现迅速上升的趋势,2016年的现金股利支付公司数目所占比重达到了77.69%。这充分说明,中国上市公司现金股利支付行为已越来越普遍。究其原因,与同期证监会颁布的一系列强制分红的规定有密切关联。

(二)债务净增加和股权净增加状况

如图3和图4所示,2006年之前各年度,样本公司中债务净增加公司的比重极低,始终位于1.83%以下;各年度债务净增加额由负转正^②,但始终未超过1000亿元。2007年,债务净增加公司的比重大幅跃升至52.23%,之后一直保持这一水平;债务净增加额也有了巨大提升,2011年甚至达到1.13万亿元。同时,2006年之前各年度,股权净增加公司的比重极低,股权净增加额也极低。2007年,股权净增加公司的比重和股权净增加额均有突破式增长,然而之后始终在动荡徘徊,但数值大多大幅落后于债务净增加公司的比重和债务净增加额。

① 2007年企业支付总股利和企业平均支付股利分别比2006年增长了1.32倍和1.12倍,反映的是图1中2006年后的拐点。
 ② 如图4所示,2002年债务净增加额为-51.38亿元,之后转为正数,并总体呈现上升的趋势。

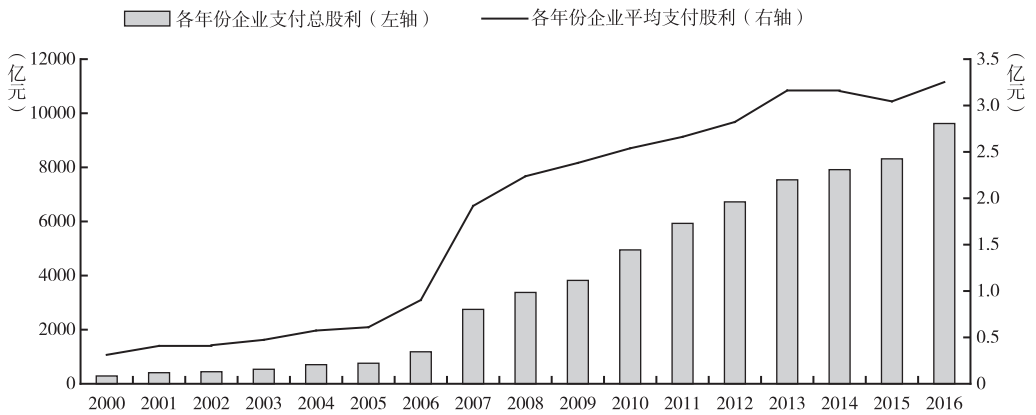


图1 各年份企业支付股利状况

资料来源:作者根据相关资料绘制。

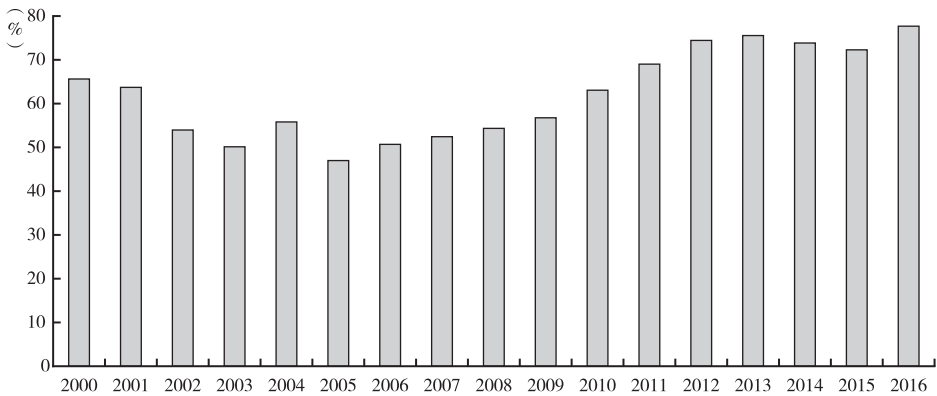


图2 各年份现金股利支付公司数目所占比重

资料来源:作者根据相关资料绘制。

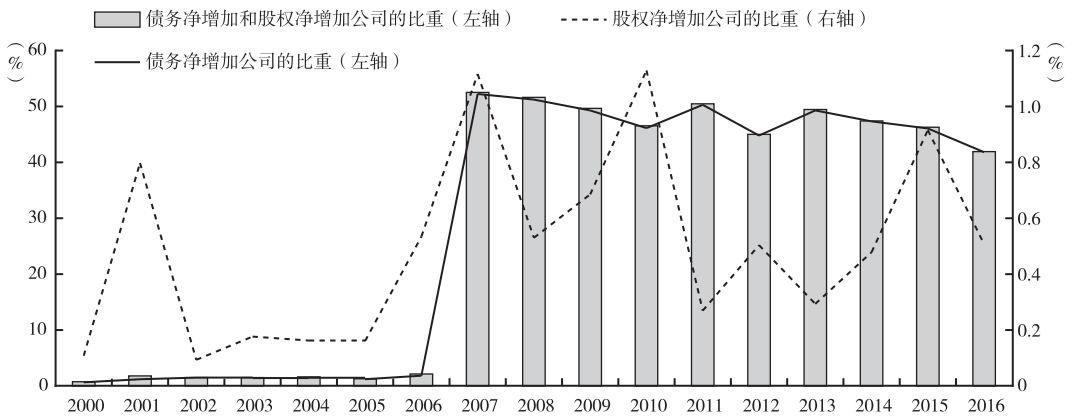


图3 各年份债务净增加和股权净增加公司的比重

资料来源:作者根据相关资料绘制。

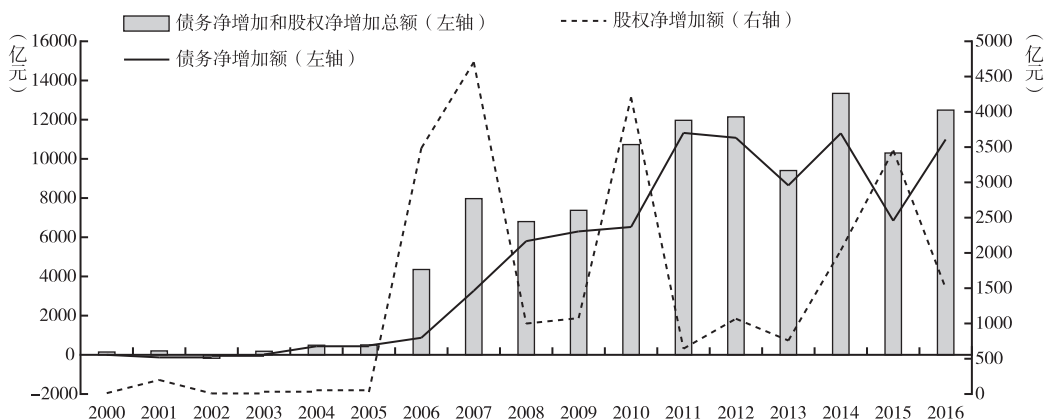


图4 各年份债务净增加额和股权净增加额

资料来源:作者根据相关资料绘制。

从整体来看,中国上市公司各年份股权净增加状况并不显著,从而导致了图3中债务净增加公司的比重与债务净增加和股权净增加公司的比重、图4中债务净增加额与债务净增加和股权净增加总额的趋势均大致吻合。究其原因,一方面,这与中国上市公司面临较高的增发新股门槛等因素有关(李康等,2003)。^① 由于中国证券市场缺乏有效性,为了防止企业恶意增发新股而损害广大中小投资者的利益,证监会对上市公司增发新股的请求和用途规定审批严格,因而实施的增发数量要远远小于公布的增发预案。另一方面,近年来中国沪深综合指数大幅震荡,随着股市迅速下挫,众多上市公司加大了对股票回购的力度,使得股权净增加公司的比重和股权净增加额均急剧降低。图3和图4中,股权净增加迅速下降的时间段与近年来的几次“股灾”爆发后的调整期较为一致。

(三)“融资公司”和“分红公司”的占比状况

结合图1~图4可以看出,债务净增加与现金股利支付的趋势较为一致。由此可以初步推断,2006年和2008年证监会相继颁布了强制分红的规定后,企业大幅增加了债务融资,并将获得的现金用作分红,以弥补内部自由现金流用于分红的不足。

为了验证上述推断,我们分别定义“融资公司”和“分红公司”两个概念:“融资公司”为通过债务融资或股权融资能获得债务净增加或股权净增加的公司,因为这部分融资资金排除了其他用途,能够真正用于分红。“分红公司”为当年度进行现金股利支付的企业。进一步,我们分别考察分红公司中融资公司的比重和融资公司中分红公司的比重这两个指标。如图5所示,可以做出如下判断。

首先,分红且融资公司的比重在2006—2007年度呈现爆发式增长,之后逐年缓慢上升,2013年已接近40%。这充分说明,近年来集“融资”和“分红”行为于一体的企业数量不断增长,这为越来越多的上市公司利用融资资金支付现金股利提供了可能。

其次,分红公司中融资公司的比重在2006年之前极低,说明之前年份企业现金股利支付的资金主要来源于内部自由现金流,这与传统理论的估计是一致的。但2006年之后,这一比重迅速上升至62.23%。虽然之后增长较为平稳,但始终保持在50%左右的高位。与图4债务净增加额趋

^① 2002年7月24日,证监会发布了《关于上市公司增发新股有关条件的通知》,规定上市公司增发新股,除符合《上市公司新股发行管理办法》的规定外,还应达到其他10项要求。

势结合还可以看出,2006年之后,分红公司大幅提高了债务融资额。这表明,债务净增加额为一半以上的分红公司提供了资金支持。

再次,融资公司中分红公司的比重在2007年后也总体呈现上升的趋势,2016年竟达到77.98%。然而,样本企业各年份的内部自由现金流较为平稳,则不断增加的现金股利支付必然来源于外部融资。这一结果同样为公司将外部融资资金用于企业分红提供了证据。同时,融资公司中分红公司的比重始终高于分红公司中融资公司的比重,即债务净增加中用于分红的占比超过了分红资金对债务净增加的依赖程度。原因在于,越来越多的上市公司倾向于用债务净增加进行分红,但内部自由现金流作为企业现金股利支付的传统来源,虽然其比重在下降,但仍然不能被忽视。

最后,特别需要指出的是,结合对图1~图5的分析,各种图形趋势由降转升或由缓慢增长转向迅速增长的拐点大多发生在2006年后,而这正是证监会开始颁布规定对上市公司现金股利支付提出强制要求的年份。2006年后,当内部自由现金流满足不了不断增长的分红需求时,企业同时加大了外部融资,特别是债务融资的力度,用于支付现金股利。

上述事实充分证明了中国上市公司“融资分红”行为的普遍性,但此行为并非企业为了执行证监会规定而采取的权宜之计,否则这种具有高额外部融资成本的“融资分红”行为无法持续,其行为背后必然蕴藏着更为深刻的原因。

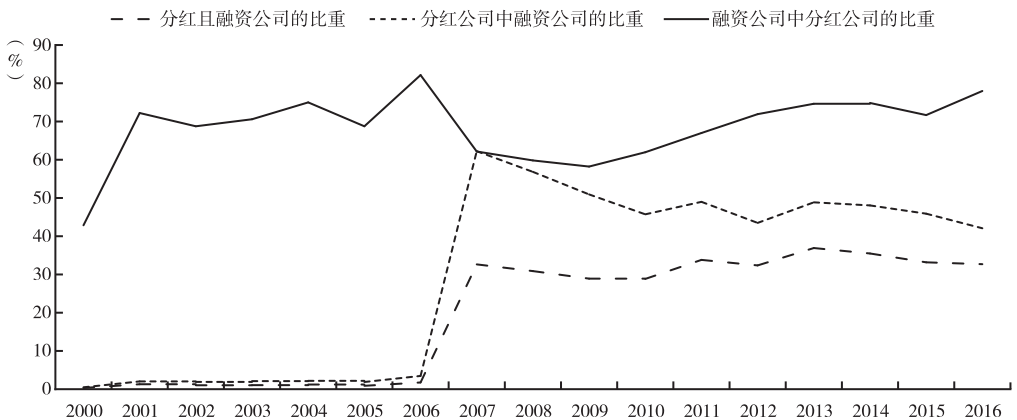


图5 “融资公司”和“分红公司”的比重

资料来源:作者根据相关资料绘制。

四、“融资分红”行为特征及其动机探析

(一)股利支付缺口指标的构建

Chang等(2014)的研究指出,企业在进行内部现金流配置时,现金流入数量必然与不同用途的现金流出总额相等。受此思想的启发,并参照Farre-Mensa等(2014)的研究,我们构建股利支付缺口DPG(Dividend Payout Gap)这一指标,用以探析“融资分红”行为,具体构建方法如式(1)~(3)所示。

$$DPG_{it} = DP_{it} - (FCFI_{it} - IC_{it}) \quad (1)$$

$$IC_{it} = \max[CC_{it}, 0] \tag{2}$$

$$FCFI_{it} = \max[FCF_{it}, 0] \tag{3}$$

式(1)中, DP (Dividend Payout)代表了现金股利支付程度,用实际现金股利支付金额来表示,是企业现金的一种运用; IC (Increase of Cash)表示现金持有的净增加量,是企业现金的另一种运用; $FCFI$ (Free Cash Flow In)指的是自由现金净流入,即企业内部现金来源。

显然,从现金来源和运用之间的关联来看,如果 $DPG < 0$,表明内部现金来源大于现金运用;如果 $DPG = 0$,表明内部现金来源和运用是平衡的;如果 $DPG > 0$,表明内部现金来源小于现金运用,此时 DPG 的大小正反映了内部现金来源不足以弥补现金运用的程度。因此,股利支付缺口实质上反映了企业内部自由现金流无法满足现金股利支付的程度,即需要通过外部融资(包括债务融资和股权融资两种形式)填补的金额,其大小反映了企业分红对外部融资的依赖程度。

式(2)中,企业现金变化量 CC (Change of Cash)可以看作企业为了获取财务弹性(Financial Flexibility)以抓住未来投资机遇或应对未来投资不确定性风险而新增的现金储备。^① 但是,此值也有可能为负,此时则无法衡量企业现金的运用。因此我们定义现金持有的净增加量 IC 。显然,现金持有的净增加量始终是一个非负数,这样才能准确度量出企业出于储备财务弹性的目的而运用的现金数量究竟有多少。

式(3)中, FCF (Free Cash Flow)代表了企业 i 在 t 年度的内部自由现金流量,即扣除了为满足生产经营和增长所必需的支出后,企业可以自由支配的现金。鉴于自由现金流作为企业内部现金的重要来源,我们引入了自由现金净流入 $FCFI$ 这一概念,它表示了企业内部现金来源究竟有多少,因此也是一个非负数。

可以看出, $FCFI - IC$ 为企业内部自由现金流满足了生产经营和增长所必需的支出,以及必要的财务弹性储备用途之后的剩余部分,即企业内部自由现金流可以用于股利支付的部分。传统股利支付理论认为,企业支付的现金股利必然来源于内部自由现金流,则暗示了股利支付缺口 DPG 不可能大于0。但是,根据上文的分析,中国上市公司中“融资分红”行为是普遍存在的,因此 DPG 为正数,而内部现金来源不足以弥补现金运用的缺口可以由外部融资进行填补。如表1所述,债务净增加和股权净增加是指外部融资来源中排除了其他用途后的剩余部分,能够真正用于企业分红,即填补 DPG 。

表2是样本公司的股利支付缺口 DPG 状况。从数量上看,2000—2005年具有股利支付缺口的公司数量和股利支付缺口总额大体较为稳定,增长缓慢。但自2006年开始,各年份具有股利支付缺口的上市公司迅速增多,2010年及之后每年具有股利支付缺口的上市公司保持在1200家以上,占样本公司的比重均超过了60%。从金额上看,2006年之前,股利支付缺口总额始终位于1600亿元以下;2006年股利支付缺口总额大幅跃升至6905.41亿元,比2005年增长了5.55倍;之后各年股利支付缺口总额虽然大小不同,但都处于较高的水平,2015年更是攀升到2.61万亿元。这充分说明,近年来,在越来越多的上市公司中,内部自由现金流难以以为企业现金股利支付提供足够的资金支持,这与图1~图5反映的事实保持了高度的一致。

① 根据 Gamba 和 Triantis(2008)、董理和茅宁(2013)等学者的研究,超额现金持有是企业获取财务弹性的重要手段。而此处企业现金变化量 CC 这一概念正体现了上述思想。

因此,用股利支付缺口 DPG 这一指标来反映企业现金股利支付对外部融资的依赖程度是比较合理的。

表 2 各年份 $DPG (>0)$ 状况 单位:家、亿元

年份	DPG 公司数量	DPG 总额	年份	DPG 公司数量	DPG 总额
2000	536	1196.03	2009	952	9909.09
2001	523	1031.09	2010	1296	13502.28
2002	459	1300.74	2011	1604	25813.03
2003	631	1348.63	2012	1561	20717.13
2004	630	1583.15	2013	1626	7129.47
2005	510	1054.05	2014	1543	13442.70
2006	640	6905.41	2015	1752	26117.07
2007	841	8480.30	2016	1924	21331.13
2008	777	17029.66			

(二)股利支付缺口的回归分析

为了具体探讨债务和股权两种外部融资方式对于填补股利支付缺口的贡献,我们选择股利支付缺口 DPG 为正且现金股利支付程度 DP 也为正的样本公司,以 DPG 为被解释变量,以企业债务净增加额 NID (Net Increase of Debt)、股权净增加额 NIE (Net Increase of Equity) 为解释变量。同时,参考 Farre-Mensa 等(2014)的研究,选取企业现金持有水平 $Cash$ (用货币资金持有量表示)、负债水平 $Leverage$ (用总负债和总资产的比值表示)、企业规模 $Size$ (用总资产的自然对数表示)、机构投资者持股比例 $PIIH$ (The Proportion of Institutional Investors Holding) 为控制变量,并且控制年度因素和行业因素的影响。回归方程如式(4)所示。

$$DPG_{it} = \beta_0 + \beta_1 NID_{it} + \beta_2 NIE_{it} + \beta_3 Cash_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 PIIH_{it} + Year_t + Industry_t \quad (4)$$

回归结果如表 3 所示,模型的 R^2 和调整后的 R^2 分别为 0.275 和 0.273,整体 p 值为 0,因此模型的拟合优度较好。在控制了其他变量之后,债务净增加额 NID 和股权净增加额 NIE 的系数都为正,均高度显著。这表明,债务净增加额和股权净增加额的增加,确实都有利于企业积极填补股利支付缺口,弥补内部现金来源无法完全满足企业股利支付的剩余部分。同时,债务净增加额 NID 的系数明显大于股权净增加额 NIE 的系数,说明对于填补股利支付缺口而言,债务净增加额的贡献程度远远大于股权净增加额。这一结论可以充分解释“近年来企业债务净增加额相对于股权净增加额有了巨大提升”的事实。

(三)债务净增加和股权净增加对现金分红的贡献及其影响因素分析

在证实了中国上市公司债务净增加和股权净增加确实是填补股利支付缺口的关键资金来源后,进一步,我们需要区分债务净增加贡献的分红和股权净增加贡献的分红,并从财务决策关联性的视角出发,探讨债务净增加和股权净增加所贡献的分红究竟受哪些因素的影响。如前所述,出于传递“利好信号”、提高管理者个人收益和降低公司被接管的风险、降低股权代理成本及获取较高

表 3 股利支付缺口 *DPG* 的回归分析

变量	系数	标准差	t 值	p 值
<i>NID</i>	0.838	0.094	8.900	0.000
<i>NIE</i>	0.102	0.004	28.520	0.000
<i>Cash</i>	-0.050	0.009	-5.440	0.000
<i>Leverage</i>	-0.467	0.059	-7.980	0.000
<i>Size</i>	0.598	0.023	26.220	0.000
<i>PIIH</i>	-0.158	0.043	-3.710	0.000
Constant	-5.466	0.228	-23.930	0.000
<i>Year</i>	控制			
<i>Industry</i>	控制			
<i>N</i>	Prob > F	R ²	Adj-R ²	Root MSE
14292	0.000	0.275	0.273	104.820

税盾收益等动机,企业倾向于高负债融资。然而,当资产负债率进一步上升时,债务净增加大幅提高了现金持有水平,会造成企业代理成本上升等问题。可以推断,出于同时调节资本结构和稳定现金储备的考虑,通过债务净增加筹集到的资金需要较多运用于现金股利支付,使得债务净增加贡献的分红增加,而股权净增加贡献的分红减少。

为了验证如上的推断,我们参考 Farre-Mensa 等(2014)的研究,构造了式(5)来测算债务净增加贡献的分红 *PD*。*PD* 的值为 0,说明分红公司支付的现金股利并不来源于债务净增加;*PD* 的值为 1,说明分红公司至少举借了与现金股利支付额相等的净债务,即分红公司支付的现金股利完全来源于债务净增加;*PD* 的值在 0—1,说明分红公司支付的现金股利只是部分来源于债务净增加。同理,我们构造了式(6)来测算股权净增加贡献的分红 *PE*(Payout of Equity),*PE* 的含义不再赘述。

$$PD_{it} = \min[NID_{it}, DP_{it}] / DP_{it} \tag{5}$$

$$PE_{it} = \min[NIE_{it}, DP_{it}] / DP_{it} \tag{6}$$

为了深入考察具有“融资分红”行为公司的特征,我们借鉴 Farre-Mensa 等(2014,2018)的研究,在进行现金股利支付的样本中分别筛选出具有债务净增加和股权净增加的子样本。分别以债务净增加贡献的分红 *PD* 和股权净增加贡献的分红 *PE* 为被解释变量,以企业超额资产负债率^①(*Excess Leverage*)为解释变量,来探讨当企业负债处于较高水平时,如果资产负债率进一步上升,两种外部融资来源所贡献的分红有何差异。这些变量间的关系正是基于财务决策关联性的视角,来探讨资本结构调整决策、现金持有决策和股利决策间关联的重要依据。同时以超额现金持有水平(*Excess Cash*)、企业规模 *Size*、企业自由现金流量 *FCF* 和机构投资者持股比例 *PIIH* 为控制变量,并控制年度因素和行业因素的影响,回归方程式分别如式(7)和式(8)所示。

① 超额资产负债率(*Excess Leverage*)和超额现金持有水平(*Excess Cash*)分别由企业实际资产负债率与当年度行业资产负债率均值之差、企业实际现金持有水平与当年度行业现金持有水平均值之差进行衡量。超额资产负债率上升不是资产负债率由低到高的变化过程,而是由高到更高的变化过程。这样设计是为了体现企业偏好的高负债融资策略,与上文理论分析及推论验证的思路保持一致,所以采用超额资产负债率(*Excess Leverage*)而不用负债水平(*Leverage*)。

$$PD_{it} = \sigma_0 + \sigma_1 Excess\ Leverage_{it} + \sigma_2 Excess\ Cash_{it} + \sigma_3 Size_{it} + \sigma_4 FCF_{it} + \sigma_5 PIIH_{it} + Year_t + Industry_t \quad (7)$$

$$PE_{it} = \theta_0 + \theta_1 Excess\ Leverage_{it} + \theta_2 Excess\ Cash_{it} + \theta_3 Size_{it} + \theta_4 FCF_{it} + \theta_5 PIIH_{it} + Year_t + Industry_t \quad (8)$$

回归结果如表 4 所示。可以发现,对于债务净增加贡献的分红组,除了超额现金持有水平 (*Excess Cash*) 外,各变量的系数均较为显著;而对于股权净增加贡献的分红组,只有超额资产负债率 (*Excess Leverage*)、企业规模 *Size* 的系数较为显著。从整体看,股权净增加贡献的分红组中各变量的系数值和显著性水平不如债务净增加贡献的分红组。原因可能在于,中国上市公司利用股权净增加进行现金股利支付的情形非常少见,较少的样本量使相关变量的回归效果不尽如人意。从而说明“融资分红”行为中的外部融资方式以债务净增加为主,这与上文的分析结论也保持一致。

一方面,就关键解释变量而言,在控制了超额现金持有水平 (*Excess Cash*) 后,企业超额资产负债率 (*Excess Leverage*) 和债务净增加贡献的分红呈现显著的正相关关系,和股权净增加贡献的分红呈现显著的负相关关系。根据上文的理论分析,出于传递“利好信号”、提高管理者个人收益和降低公司被接管的风险、降低股权代理成本及获取较高税盾收益等动机,企业偏好于高负债融资。当超额资产负债率越高时,出于稳定现金储备的考虑,债务融资所增加的现金储备需要被管理者妥善运用于现金股利的支付,从而提升了债务净增加贡献的分红水平。而股权融资的门槛较高,程序较为烦琐,通过增发新股来及时满足企业现金股利支付的做法不可行,对于那些本身处于不利竞争地位的企业而言尤为如此,所以超额资产负债率与股权净增加贡献的分红水平负相关。从外部看,中国证监会适时出台了若干强制上市公司分配现金股利的规定。广大上市公司通过积极实施“融资分红”行为,既满足了证监会规定的要求,又能符合其内在动机的需要。“融资分红”行为并不是企业为了执行证监会有关强制分红的规定而采取的权宜之计,更多的是出于财务决策关联性考虑而实施的合理举措,有助于企业同时调节资本结构和稳定现金储备。

表 4 债务净增加和股权净增加对现金分红的贡献及其影响因素分析

变量	DP_{it}	
	(1) PD_{it}	(2) PE_{it}
<i>Excess Leverage</i>	0.086 *** (0.008)	-0.124 *** (0.046)
<i>Excess Cash</i>	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Size</i>	0.015 ** (0.006)	-0.160 *** (0.048)
<i>FCF</i>	-0.207 * (0.120)	-0.121 (0.200)
<i>PIIH</i>	-0.100 *** (0.014)	-0.059 (0.115)

续表 4

变量	DP_i	
	(1) PD_i	(2) PE_i
Constant	0.879 *** (0.072)	2.131 *** (0.556)
Year	控制	
Industry	控制	
R ²	0.045	0.405
Adj-R ²	0.040	0.257
N	7159	141
Prob > F	0.000	0.000

注:(1)既然被解释变量是债务净增加或股权净增加所贡献的分红,那么必须选取债务净增加或股权净增加的样本才有意义。经过筛选,研究样本数目分别为 7159 个和 141 个。(2)***、** 和 * 分别表示变量的系数在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。下同。

另一方面,就其他控制变量而言:超额现金持有水平 (*Excess Cash*) 和债务净增加、股权净增加贡献的分红之间的关系均不显著。如前所述,超额现金持有是企业为了获取财务弹性以抓住未来投资机遇或应对未来投资不确定性风险而新增的现金储备,体现了式(1)~(2)中 *IC* 的内涵。这部分现金储备并非来源于外部融资,不能用于分红,自然也不会对债务或股权净增加贡献的分红发挥影响。企业规模 *Size* 和债务净增加、股权净增加贡献的分红分别具有显著的正相关和负相关关系。也就是说,较大规模的上市公司是利用债务净增加进行分红的主力。自由现金流量 *FCF* 对债务净增加、股权净增加贡献的分红都具有负向约束作用,且对前者的约束效应更显著。也就是说,当自由现金流上升时,内部融资越来越能满足企业现金股利支付的需要,此时企业现金股利支付对外部融资,尤其对债务融资的依赖程度也会相应降低。机构投资者持股比例 *PIIH* 与两者也均具有负相关关系,且对债务净增加贡献的分红具有更显著的约束作用。这体现了机构投资者对企业财务决策发挥的监督效应,尤其担忧企业偏好的高负债融资所引致的不良后果(如破产风险等)。整体来看,这些结论与上文的分析思路保持了高度一致,与现实也较为相符。

五、稳健性检验

(一)内生性检验

对本文结论的一种潜在担忧便是内生性问题。上文发现的分红和融资同步增加,也可能是分红的公司会被债权人和股东青睐而给予更多贷款或投资。对此,我们采用工具变量回归和滞后项回归的方法进行内生性检验。

第一,工具变量回归。借鉴 Kim 等(2014)、王化成等(2015)、权小锋等(2016)的研究,我们选用相同年度同行业其他公司债务净增加额的均值 *NID_Other*,作为 *NID* 的工具变量。理由如下,一方面,企业财务决策具有同伴效应(Manski, 2000; 张天宇、钟田丽, 2018)。相同年度同行业的企

业,产品、服务和业务流程都具有较强的相似性(权小锋等,2016),同时也面临相似的外部环境和行业特征(王化成等,2015),在资本结构调整决策的制定上会彼此学习和借鉴,作为对同伴行为的内生反应。因此,这些公司的债务净增加具有一定的相关性。另一方面,尚无证据表明相同年度同行业其他公司的债务净增加会影响到本公司的股利支付缺口,故也满足外生性原则。因此,我们认为 NID_Other 是较为合适的工具变量。

选定工具变量后,我们采用两阶段工具变量 IV 法进行估计,工具变量回归结果如表 5 的列(1)~(2)所示。在第一阶段中,我们将 NID 作为被解释变量对工具变量 NID_Other 和其他控制变量做回归,估计预测值 NID_Hat 作为新的衡量债务净增加的变量。如列(1)所示, NID_Other 与 NID 在 1% 的水平下显著正相关,符合本文的预期。在第二阶段,我们将该预测值作为解释变量,加入对股利支付缺口的回归分析。如列(2)所示,在解决了可能存在的内生性问题之后,债务净增加对股利支付缺口的正向影响更为显著。同时,弱工具变量检验的 F 统计量大于 10,与经验规则相符,从而拒绝了存在弱工具变量的原假设。此外,其他变量的系数值和显著性水平都未发生明显变化,模型拟合优度较高。

第二,滞后项回归。用当期解释变量预测未来期的被解释变量,也能够很好地控制反向因果效应的内生性问题(权小锋等,2016)。我们将被解释变量 DPG 滞后一期和两期($DPG_{i,t+1}$ 和 $DPG_{i,t+2}$),延长预测窗口后的回归结果如表 5 的列(3)~(4)所示。可以看出,样本量分别减少为 11099 个和 9586 个。随着预测窗口的延长,主要变量的系数水平和模型拟合优度都更高,这说明外部融资对股利支付的传导作用是具有一定时滞性的。

综上所述,在控制内生性问题后,债务净增加仍然是填补股利支付缺口的关键资金来源,上文的分析结果是稳健的。

表 5 内生性检验、指标敏感性测试和投资机遇排除的结果分析

变量	工具变量回归		滞后项回归		指标敏感性测试		投资机遇排除
	(1) NID_{it}	(2) DPG_{it}	(3) $DPG_{i,t+1}$	(4) $DPG_{i,t+2}$	(5) $NDPG_{it}$	(6) DPG_{it}	(7) DPG_{it}
NID_Other	0.001*** (0.000)	—	—	—	—	—	—
NID_Hat	—	10.051*** (1.496)	—	—	—	—	—
NID	—	—	3.659*** (0.192)	5.286*** (0.321)	0.993*** (0.188)	0.557*** (0.001)	0.823*** (0.094)
NIE	0.002*** (0.000)	0.081*** (0.005)	0.089*** (0.003)	0.176*** (0.003)	0.159*** (0.007)	0.066*** (0.000)	0.101*** (0.004)
$Cash$	0.017*** (0.001)	-0.210*** (0.027)	-0.118*** (0.012)	-0.147*** (0.015)	-0.209*** (0.018)	0.108*** (0.000)	-0.052*** (0.009)
$Leverage$	0.003 (0.005)	-0.496*** (0.059)	-0.425*** (0.070)	-0.369*** (0.072)	-0.854*** (0.117)	-0.010*** (0.001)	-0.334*** (0.061)

续表 5

变量	工具变量回归		滞后项回归		指标敏感性测试		投资机遇排除
	(1) NID_{it}	(2) DPG_{it}	(3) DPG_{it+1}	(4) DPG_{it+2}	(5) $NDPG_{it}$	(6) DPG_{it}	(7) DPG_{it}
<i>Size</i>	0.007*** (0.002)	0.532*** (0.025)	0.598*** (0.027)	0.529*** (0.029)	1.367*** (0.045)	0.011*** (0.000)	0.648*** (0.024)
<i>PIIH</i>	-0.005 (0.004)	-0.114*** (0.043)	-0.156*** (0.051)	-0.128** (0.053)	-0.423*** (0.085)	-0.003*** (0.000)	-0.196*** (0.043)
<i>Tobin's Q</i>	—	—	—	—	—	—	0.443*** (0.059)
Constant	-7.286*** (2.029)	-4.790*** (0.254)	-5.327*** (0.27164)	-4.626*** (0.281)	-12.463*** (0.456)	-8.918*** (0.248)	-6.122*** (0.244)
<i>Year</i>	控制						
<i>Industry</i>	控制						
R^2 (<i>Pseudo R</i> ²)	0.055	0.273	0.313	0.418	0.290	0.125	0.278
Adj- R^2	0.05	0.271	0.311	0.416	0.288	—	0.276
<i>N</i>	14292	14292	11099	9586	14292	14292	14292
Prob > F (Prob > chi2)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	—	0.000

(二) 指标敏感性测试

第一, DPG 的敏感性。在上文对 DPG 的度量中, 我们排除了企业对外投资造成自由现金流为负时的股利支付缺口。这是因为, 如果自由现金流为负, 内部融资更无法支持企业现金股利的支付, 那么外部融资支持股利支付的可能性也越大。若考虑这种情形, 研究结论会更受支持。但为了增强严谨性, 防止股利支付缺口的低估, 我们将式(1)中自由现金净流入 $FCFI$ 换成自由现金流入 FCF , 并构建新的股利支付缺口 $NDPG$ (New Dividend Payout Gap)。回归结果如表 5 的列(5)所示。可以发现, 各变量系数的方向和显著性水平均未发生改变, 主要变量的系数值明显上升, 模型整体的拟合优度甚至高于表 3。该结论与预期相符, 说明 DPG 度量方式的调整没有改变本文的发现。

第二, 极端值的敏感性。参考王化成等(2015)的研究, 我们进而探讨了本文结论对数据极端值的敏感性。表 5 的列(6)报告了采用对极端值不敏感的中位数回归所得到的结果。可以发现, NID 、 NIE 的系数均在 1% 的水平下显著为正, 前者系数值仍远大于后者, 这表明本文结论并非数据极端值所导致。

(三) 其他稳健性检验

为了使研究结论更加稳健, 我们还进行了以下处理。

第一, 排除未来投资机遇。在上文的研究设计中, 我们对企业外部融资的用途进行了细致考察, 所构建的债务净增加和股权净增加指标是已排除了外部融资所有用途后的剩余部分, 能够真正用于企业分红, 即填补 DPG 。但是, 出于审慎性的考虑, 我们需要进一步排除未来投资机遇或对未来股权融资的预期可能造成的干扰。

参照邢斌和徐龙炳(2015)、李常青等(2018)的研究, 我们用 $Tobin's Q$ 衡量企业未来的投资机

遇,回归模型如表5的列(7)所示。可以看出,当控制了未来投资机遇或对未来股权融资的预期因素后,结论仍然稳健。

第二,排除股利支付是“附产品”的假设。上文已证实,企业债务净增加和股权净增加是填补股利支付缺口的关键因素,且前者贡献更大。但是,隐现的另一种担忧在于,企业股利支付是否具有本文强调的重要性?会不会股利支付仅仅是企业外部融资可有可无的“附产品”?为了解答此疑惑,我们需要对企业的现金股利支付行为进行深入的剖析。Farre-Mensa等(2018)的研究指出,现金股利可以分为刚性股利和弹性股利两部分。就不得不支付的刚性股利而言,企业倾向于避免对其削减的事实已得到了众多学者的认同(Lintner, 1956; DeAngelo等, 2008)。也就是说,确定刚性股利的支付水平后,以后年度除非发生极端情况,上市公司通常将至少维持相同的分红标准(吴育辉等, 2018)。相反,弹性股利的发放较为灵活,更备受管理者青睐(Jagannathan等, 2000; Brav等, 2005; Leary和Michaely, 2011)。可以推断,如果股利支付是“附产品”的假设能够成立,那么企业不可能利用高成本的外部融资(特别是债务净增加)来支持弹性股利的支付。

借鉴Farre-Mensa等(2018)的研究,弹性股利DIP(Discretionary Payout)包括了企业刚性股利的增加额、公告的特别股利和股票回购额等。用DIP对式(5)中的DP进行替换,可以得到债务净增加贡献的弹性股利DIPD(Discretionary Payout of Debt)。将其作为被解释变量,分别采用OLS和Tobit模型对式(7)进行回归,结果如表6所示。

表6 债务净增加贡献的弹性股利的影响因素分析

变量	DIPD _{it}	
	(1) OLS	(2) Tobit
<i>Excess Leverage</i>	0.034 *** (0.012)	0.041 *** (0.016)
<i>Excess Cash</i>	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>Size</i>	-0.077 *** (0.011)	-0.109 *** (0.015)
<i>FCF</i>	0.048 (0.187)	0.085 (0.251)
<i>PIIH</i>	-0.239 *** (0.024)	-0.354 *** (0.034)
Constant	1.425 *** (0.122)	1.889 *** (0.171)
<i>Year</i>	控制	
<i>Industry</i>	控制	
R ² (Pseudo R ²)	0.104	0.074
Adj-R ²	0.096	—
<i>N</i>	4136	4136
Prob > F (Prob > chi2)	0.000	0.000

可以发现,列(1)~(2)中,各变量的系数和显著性水平与表4基本一致,尤其超额资产负债率 *Excess Leverage* 的系数值均显著为正。这充分说明,当控制了其他因素后,随着企业超额资产负债率的上升,债务净增加贡献的弹性股利额也在上升。企业宁可利用高成本的债务融资来支付弹性股利,也不会停止支付本可以不支付的弹性股利,从而排除了股利支付是企业外部融资可有可无的“副产品”假设。这也佐证了“融资分红”行为并非企业被迫采取的权宜之计,而更多的是企业主动做出的理性选择。

六、结论

本文针对近年来中国上市公司“一手融资、一手分红”的股利决策常态,结合2006年以来证监会颁布的一系列有关强制分红的规定,对传统股利支付理论提出了质疑,对“融资分红”行为进行了探析。本文以2000—2016年沪深两市A股上市公司的数据为样本,首先论证了中国上市公司“融资分红”行为的普遍性;然后通过构建股利支付缺口这一指标,对“融资分红”行为特征及其动机进行探析;最后通过一系列稳健性检验予以证实。本文研究发现:第一,中国上市公司“融资分红”行为具有普遍性,即公司用于分红的现金并非完全来自内部自由现金流,有相当一部分来自企业“外部融资”;第二,企业债务净增加和股权净增加是填补股利支付缺口的关键资金来源,且前者贡献更大;第三,“融资分红”行为并不是企业为了执行证监会有关强制分红的规定而采取的权宜之计,更多的是出于财务决策关联性考虑而实施的合理举措,有助于企业同时调节资本结构和稳定现金储备。

本文的研究为拓展传统股利支付理论的内涵做出了一定的理论贡献。实践指导意义体现在以下三方面。第一,对于企业管理者而言,需要具备系统性思维,从财务决策关联性的视角出发妥善制定现金股利决策。在执行证监会关于分红的相关规定时,短期内不必追求现金运用和内部来源的绝对平衡,可以根据企业实际的财务状况,允许股利支付缺口的存在。企业需要合理恰当地安排好为分红所需的债务融资和股权融资的比例,以实现价值最大化的目标。第二,有助于广大股东正确认清上市公司“融资分红”行为的内在实质,增进对此行为内涵的了解,以便理性地做出投资决策。广大投资者必须充分估计企业存在的风险,尤其是流动性风险和违约风险,意识到高额分红是企业基于财务决策关联性综合考虑的结果,并不能代表企业实际经营状况和盈利能力绝对良好。第三,对政府相关监管部门而言,需要稳妥实施以盈利为基础的股利发放指引,完善法律法规和市场机制,切实做好供给侧结构性改革中的“去杠杆”工作,为企业持续经营营造良好的外部融资环境。

尽管本研究具有一定的创新之处与实践指导意义,但毕竟国内外有关的类似研究还不充分,难以为“融资分红”行为提供令人完全信服的解释。本文认为“融资分红”行为是企业出于财务决策关联性考虑而做出的理性选择,但鉴于不同财务决策之间的错综复杂性和动态关联性,在“融资分红”行为实施后,如何度量相应财务决策变动所带来的收益和成本,“融资分红”行为究竟使企业做出了正确的财务决策,还是造成了财务决策的扭曲,这些问题都有待我们进一步探讨。

参考文献:

1. 陈信元、陈冬华、时旭:《公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究》,《管理世界》2003年第8期。
2. 董理、茅宁:《财务弹性问题前沿研究述评与未来展望》,《外国经济与管理》2013年第4期。
3. 李常青、幸伟、李茂良:《控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险”》,《财贸经济》2018年第4期。
4. 李康、杨兴君、杨雄:《配股和增发的相关者利益分析和政策研究》,《经济研究》2003年第3期。

5. 吕长江、王克敏：《上市公司股利政策的实证分析》，《经济研究》1999年第12期。
6. 权小锋、肖斌卿、吴世农：《投资者关系管理能够稳定市场吗？——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查》，《管理世界》2016年第1期。
7. 童盼、陆正飞：《负债融资对企业投资行为影响研究：述评与展望》，《会计研究》2005年第12期。
8. 王化成、曹丰、叶康涛：《监督还是掏空：大股东持股比例与股价崩盘风险》，《管理世界》2015年第2期。
9. 吴育辉、翟玲玲、魏志华：《债券发行与现金股利政策——基于中国上市公司的经验证据》，《经济管理》2018年第8期。
10. 肖珉：《现金股利、内部现金流与投资效率》，《金融研究》2010年第10期。
11. 邢斌、徐龙炳：《超募、投资机会与公司价值》，《财经研究》2015年第9期。
12. 张天宇、钟田丽：《企业财务决策同伴效应研究述评与展望》，《外国经济与管理》2018年第11期。
13. Bessler, W., Drobetz, W., & Kazemih, R., Factors Affecting Capital Structure Decisions. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2011.
14. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R., Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, 2005, pp. 483 – 527.
15. Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J., Cash-flow Sensitivities and the Allocation of Internal Cash Flow. *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 12, 2014, pp. 3628 – 3657.
16. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, No. 2 – 3, 2008, pp. 95 – 287.
17. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M., Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, 2006, pp. 227 – 254.
18. Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. C., Financing Payouts. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2535675>, 2018.
19. Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. C., Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 6, No. 1, 2014, pp. 75 – 134.
20. Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M., Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 19, No. 1, 1988, pp. 141 – 206.
21. Gamba, A., & Triantis, A., The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 5, 2008, pp. 2263 – 2296.
22. Gatchev, V. A., Pulvino, T., & Tarhan, V., The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 2, 2010, pp. 725 – 763.
23. Grossman, S. J., & Hart, O. D., *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
24. Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B., Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business*, Vol. 75, No. 3, 2002, pp. 387 – 424.
25. Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F., Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, 2008, pp. 535 – 555.
26. Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S., Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 3, 2000, pp. 355 – 384.
27. Jensen, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 323 – 329.
28. Jensen, M. C., & Meckling, W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305 – 360.
29. Kaplan, S. N., & Zingales, L., Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, 1997, pp. 169 – 215.
30. Kim, Y., Li, H., & Li, S., Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 43, No. 1, 2014, pp. 1 – 13.
31. Leary, M. T., & Michaely, R., Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 10, 2011, pp. 3197 – 3249.
32. Lintner, J., Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*,

Vol. 46, No. 2, 1956, pp. 97 – 113.

33. Manski, C. F. , Economic Analysis of Social Interactions. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 3, 2000, pp. 115 – 136.

34. Miller, M. H. , & Modigliani, F. , Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, 1961, pp. 411 – 433.

35. Miller, M. H. , & Rock, K. , Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, 1985, pp. 1031 – 1051.

36. Myers, S. C. , The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 1984, pp. 574 – 592.

37. Ross, S. A. , The Determination of Financial Structure: The Incentive-signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, 1977, pp. 23 – 40.

38. Ross, S. A. , Westerfield, R. W. , & Jaffe, J. , *Corporate Finance, 10th ed.* New York: McGraw-Hill/Irwin, 2013.

Financing Payouts from China's Listed Companies

—Expensive Game or Rational Choice

HU Jianxiong (Nanjing University of Finance and Economics, 210000)

MAO Ning (Nanjing University, 210000)

Abstract: Financing payouts refer to paying cash dividend from external financing, including debt financing and equity financing. Financing payouts challenge the traditional dividend theory which advocates that dividend of cash comes from free cash flow within corporations. But compared with internal financing, the cost of external financing is more expensive, which makes the behavior of financing payouts puzzling. This paper, taking A-share listed companies on Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2000 to 2016 for 17 consecutive years as research objects, confirms the universality of financing payouts from the perspective of the relevance of financial decisions. An index of dividend payout gap is constructed to measure the dependence of corporate dividends on external financing. The result shows that the increase in net debt and in net equity is key to filling the dividend payout gap. Additionally, the former contributes more. Also, financing payouts are sensible actions in consideration of relevance of financial decisions, rather than quick fixes. It helps companies adjust capital structure and stabilize cash reserves at the same time. The research conclusion expands the connotation of the traditional dividend theory, and has certain practical guiding significance for corporate executives, shareholders and regulators.

Keywords: Financing Payouts, Cash Dividend Payouts, Dividend Payout Gap, Relevance of Financial Decisions

JEL: D21, G35

责任编辑:诗 华