

重庆理工大学青年财会学术文库

◎ 杨 宝 著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
XIANJIN FENHONG ZHENGCE YANJIU:
JIANGUAN, ZHILIOUHE DE SHIJIAO

中国上市公司 现金分红政策研究：

监管、治理耦合的视角



经济科学出版社
Economic Science Press

重庆理工大学青年财会学术文库

本书为国家社科基金“上市公司分红的外部监管与内部治理耦合研究”

◎ 杨 宝 著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
XIANJIN FENHONG ZHENGCE YANJIU:

JIANGUAN, ZHILIOUHE DE SHIJIAO

中国上市公司 现金分红政策研究：

监管、治理耦合的视角



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司现金分红政策研究: 监管、治理耦合的
视角/杨宝著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 3

(重庆理工大学青年财会学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5517 - 4

I. ①中… II. ①杨… III. ①上市公司 - 分配 (经济) -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 041638 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

中国上市公司现金分红政策研究: 监管、治理耦合的视角

杨 宝 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 9.375 印张 250000 字

2015 年 3 月第 1 版 2015 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5517 - 4 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

前 言

国家发改委、财政部等部门发布的《关于深化收入分配制度改革的若干意见》(2013.2)中,明确提出要“多渠道增加居民财产性收入,落实上市公司分红制度,强化监管措施,保护投资者特别是中小投资者合法权益”。因此,公司分红制度是深化收入分配制度改革和保护投资者合法权益的重要一环,同时也是“十二五”规划中“国富向民富转变、着力改善民生”战略的关键所在。然而,国内上市公司低分红乃至不分红的积习由来已久,即使在证监会近10年“半强制分红政策”出台并调整的多次努力下(证监会,2001,2004,2006,2008,2013),这些流弊非但未见消除还裹挟如股息率偏低、分红行为行业与板块倒置、缺乏战略规划等新弊。对此监管部门不仅在政策上进行多方协调,如鼓励上市央企建立符合价值投资理念的分红机制(国资委,2012),细化上市公司现金分红指引(上交所,2013),调整股息红利税政策(财政部、国家税务总局,2005,2013);而且在股权分置改革、高管股权激励、机构投资者培育和投资者保护等资本市场基础性制度建设方面都有重大推进。上述宏观监管衍变和微观制度变迁对公司分红的影响为本书提供了研究契机。

在我国资本市场的特殊制度背景下,要促使公司分红行为趋于理性化,需要从宏观监管环境与微观公司治理有效结合的层面寻求解决问题的措施。短期内应以外部监管为主导,外部监管引导内部

治理、外部监管引导“分红文化”的建立；待上市公司内部治理机制优化后，外部监管可逐步“淡出”。鉴于此，本书选取外部监管与内部治理耦合的独特视角，探究上市公司分红优化的策略。

本书的研究内容包括文献评述、理论基础与制度背景分析、经验证据的获取以及耦合机制的提出等，具体可细化为八章，各章具体内容如下：

第一章为文献述评。首先，从治理结构、治理主体等角度梳理了现有内部治理与公司分红相关研究文献。其次，从“法与金融”的视角评述了国内外关于政府监管对上市公司分红影响的相关文献。再者，对基于行为主体视角（即行为财务）的股利政策相关研究进行了归纳。最后，总结了现有研究的贡献及借鉴意义，提出未来可能的研究机会。

第二章为制度背景和理论分析。从我国系列半强制分红政策（2001、2004、2006、2008、2012、2013）变迁、股息红利税调整变迁（2005、2013）；高管激励制度、全流通与控股股东利益取向变化、超常规发展机构投资者等方面分析了研究的制度背景。并基于管制理论、委托代理理论、公司治理理论、利益相关者理论四大理论进行了理论阐述。

第三章为半强制分红政策对上市公司分红影响的分析。本章分为三个部分，第一部分运用 DID 模型检验了我国半强制分红政策的整体效应。第二部分检验了半强制分红政策对股权再融资（SEO）上市公司分红行为的影响。第三部分检验了半强制分红政策对非股权再融资（非 SEO）上市公司分红行为的影响，以检验半强制分红政策是否有“分红文化倡导”的效应。

第四章为股息红利税调整对公司分红影响的分析。本章从两个方面进行，第一方面为 2005 年股息税“减半征收”的市场反应及对上市公司分红行为的影响。第二个方面为 2013 年股息税“差别化征收”的市场反应及对公司分红影响的实证分析。

第五章为高管报酬、公司分红与薪酬契约改进。本章从三个方面展开，第一方面为高管货币薪酬激励对公司分红的影响；第二方面为高管持股对公司分红的影响；第三方面检验了高管股权激励计划对公司分红的影响。

第六章为全流通推进过程中，控股股东代理问题的变化及其对公司分红的影响研究。本章首先从全流通推进的制度环境入手，分析了控股股东利益取向的可能变化，并对控股股东在公司分红中治理角色的嬗变进行了逻辑推演。然后实证检验了股份全流通时代，控股股东在公司分红中的角色有否从“利益侵占”向“利益共享”转型。

第七章为机构投资者在上市公司分红中的治理角色研究。本章试图从缓解代理问题的角度检验机构投资者介入分红治理的积极作用，主要从提高分红总体水平、抑制过度分红两方面进行了实证分析，并考虑了内生性问题的影响。

第八章为上市公司分红外部监管与内部治理耦合机制研究。本章主要阐述了耦合机制的核心内容，包括耦合机制的要点、耦合机制的支撑体系、耦合机制的运行思路等。

本书的主要结论与观点如下：

第一，我国上市公司现金分红的政府监管具有现实合理性，“适度强制”是必要的；外部监管应与公司内部治理机制“对接”。

第二，上市公司管理层、控股股东、机构投资者作为分红决策重要内部治理机制的角色不容忽视；将分红与高管薪酬契约建立联系，发挥控股股东、机构投资者在分红决策中的“积极治理”作用，将能从根本上改善我国资本市场“重圈钱、轻回报”的不良风气。

第三，相比外部监管政策，理顺分红的内部治理机制更为关键：短期内应以外部监管主导、外部监管引导内部治理、外部监管引导“分红文化”的建立，待上市公司内部治理优化后外部监管可

逐步“淡出”。

本书的主要创新与贡献集中体现在：一是提出了我国上市公司分红优化应外部监管与内部治理“双管齐下”的创新思路，并试图构建公司分红的外部监管与内部治理耦合机制。二是量化了我国历次“半强制分红政策”的监管强度，动态考察了我国半强制分红政策、红利税政策对公司分红的影响，有助于揭示我国“股利之谜”的制度性影响因素，丰富传统的股利税收理论。三是结合制度环境变化（如股权激励的普及、股份全流通等）检验了上市公司高管、控股股东、机构投资者代理问题变迁对公司分红的影响，拓展了现有股利代理理论。

本书的主要局限在于，虽提出了上市公司分红外部监管与内部治理耦合机制的要点、支撑体系、运行思路等，但是限于篇幅和研究能力，未能将耦合机制细化为可操作、多角度、多层面的政策指引。当然，以上的研究缺憾将鞭策本人在未来研究中逐步深入。

目 录

绪论	1
一、研究问题的提出	1
二、选题目的与意义	5
三、研究内容与逻辑思路	5
四、研究方法	7
五、创新之处	9
第一章 国内外研究述评	11
第一节 内部治理与公司分红	12
一、治理结构与公司分红	12
二、治理主体与公司分红	15
第二节 外部监管与公司分红	32
一、公司分红的“法与财务”视角	32
二、新兴市场国家或地区的政府监管与公司分红	34
三、我国的半强制监管与公司分红	36
第三节 公司分红的行为财务学解释	38
一、国外比较有影响的研究	39
二、我国的相关研究	40

三、简要的归纳	41
第二章 制度背景与理论基础	45
第一节 研究的制度背景	45
一、半强制分红政策	45
二、股息税政策	48
三、高管激励制度	49
四、股份全流通与控股股东利益取向的变化	51
五、超常规发展机构投资者战略	53
第二节 研究的理论基础	55
一、管制理论	55
二、委托代理理论	56
三、公司治理理论	58
四、利益相关者治理理论	60
第三章 半强制分红政策与公司分红	63
第一节 半强制分红政策的总体效应	
——基于 DID 模型的检验	64
一、制度背景、理论分析与研究假设	64
二、研究设计	70
三、实证分析	73
第二节 半强制分红政策与 SEO 上市公司分红行为	
——基于再融资动机的视角	78
一、理论分析、制度背景与研究假设	78
二、数据、样本与研究设计	83
三、实证分析	85
第三节 半强制分红政策与非 SEO 上市公司分红行为	
——基于“分红文化”倡导的视角	97

一、分析与假说	97
二、研究设计	97
三、实证分析	100
第四节 本章小结	106
第四章 股息税调整与公司分红	108
第一节 股息税“减半”与股利分配	
——基于我国 A 股上市公司的经验证据	109
一、理论分析、制度背景与研究假设	110
二、数据、样本与研究设计	113
三、实证分析	115
第二节 股息税“减半”的市场反应研究	
——基于《关于股息红利个人所得税有关	
政策的通知》的事件研究	123
一、制度背景、理论分析与假设提出	125
二、样本来源与研究设计	128
三、实证分析	130
第三节 股息税“差别化”征收的市场反应	
——基于《关于差别化股息红利个人所得税	
有关政策通知》的事件研究	139
一、市场反应的统计分析	140
二、市场反应的回归分析	143
第四节 本章小结	144
第五章 高管激励、管理层代理问题变迁与	
 公司分红	146
第一节 理论分析与假设提出	147
一、文献回顾	147

二、理论分析与假设发展	150
第二节 实证研究与讨论	152
一、样本选择与研究设计	152
二、实证分析	154
三、进一步的研究：高管股权激励的影响	163
第三节 本章小结	168

第六章 全流通、控股股东代理问题变迁与

公司分红

第一节 制度背景	172
一、控股股东及其代理问题	172
二、控股股东代理问题与公司分红	173
三、股份全流通的影响	177
第二节 研究设计	182
一、研究假设	182
二、研究模型与变量定义	183
三、研究样本与描述统计	185
第三节 实证分析	188
一、控股股东、公司分红与企业成长性	188
二、控股股东、公司分红与企业可持续增长	190
三、控股股东、公司分红与企业价值	193
第四节 本章小结	196

第七章 机构投资者介入、代理问题缓解与

公司分红

第一节 理论分析、制度背景与假设提出	200
一、机构投资者与公司治理	200
二、机构投资者、代理问题与公司分红	201

第二节 研究设计	208
一、数据来源	208
二、变量定义与数据描述	209
第三节 实证分析与讨论	212
一、相关性分析	212
二、单变量差异分析	214
三、回归分析	215
第四节 本章小结	233
第八章 上市公司分红的外部监管与内部治理	
耦合机制	235
第一节 上市公司分红的耦合机制设计	235
一、耦合机制的提出	235
二、耦合机制的要点	239
第二节 上市公司分红耦合机制的支撑体系与	
运行思路	247
一、耦合机制的支撑体系	247
二、耦合机制的运行思路	249
第九章 研究结论、启示与展望	251
一、主要结论与启示	251
二、研究局限及展望	253
参考文献	254
致谢	280

表 目 录

表 0-1	我国发布实施的公司分红外部监管政策文件	3
表 0-2	本书采用的技术方法汇总	8
表 2-1	2003 ~ 2011 年样本公司机构投资者持股统计	54
表 3-1	各年度样本观测值分布情况	73
表 3-2	描述性统计结果	73
表 3-3	单变量分析结果	74
表 3-4	双重差分模型 (DID) 估计结果	76
表 3-5	各年度样本观测值分布情况	83
表 3-6	变量定义	84
表 3-7	全样本描述统计	85
表 3-8	再融资前后股利分配的单变量分析结果	86
表 3-9	变量相关系数表	87
表 3-10	TOBIT 回归结果	88
表 3-11	再融资前配对组股利分配的均值差异检验结果	92
表 3-12	再融资动机与股利分配行为的配对样本回归结果	93
表 3-13	稳健性测试结果	95
表 3-14	各年度样本观测值分布情况	99
表 3-15	统计性描述结果	100
表 3-16	“股利增加” (Increase) 比例在各区间的 分布情况	101

表 3-17	主要变量相关系数表	101
表 3-18	“实质监管”对上市公司“现金股利增加” 的影响 (Logit 回归)	102
表 3-19	监管政策变迁与上市公司分红变动的关系 (OLS 回归)	104
表 4-1	主要变量定义	114
表 4-2	全样本描述统计	115
表 4-3	单变量分析	116
表 4-4	主要变量相关系数表	117
表 4-5	TOBIT 回归结果	119
表 4-6	稳健性测试的结果	121
表 4-7	主要变量描述统计	131
表 4-8	主要变量相关系数表	131
表 4-9	窗口期 AAR 与 CAR 变动趋势	133
表 4-10	不同观察窗口的 CAR 及显著性	135
表 4-11	股利税“减半征收”政策市场反应的多元回归分析	136
表 4-12	稳健性回归的结果	137
表 4-13	窗口期 AAR 与 CAR 变动趋势	140
表 4-14	不同观察窗口的 CAR 及显著性	142
表 4-15	CAR 的回归分析结果	143
表 5-1	各年度样本分布	153
表 5-2	主要变量描述统计结果	155
表 5-3	单变量描述统计	156
表 5-4	相关系数表	157
表 5-5	高管报酬对公司分红比例 (Payout) 影响的 回归结果	158
表 5-6	高管报酬对公司分红水平 (DPS) 影响的 回归结果	160

表 目 录

表 5-7	稳健性检验结果	162
表 5-8	股权激励公司与非股权激励公司配对样本 分红差异分析	165
表 5-9	高管股权激励对公司分红的影响	166
表 6-1	变量定义表	184
表 6-2	样本分布表	186
表 6-3	主要变量统计性描述结果	187
表 6-4	公司分红的分年度统计结果	187
表 6-5	公司分红的分组差异检验	188
表 6-6	公司分红与发展机会敏感性的 Tobit 回归结果	189
表 6-7	控股股东持股、公司分红与可持续增长 关系的回归结果	191
表 6-8	控股股东、公司分红与企业价值关系的回归结果	194
表 7-1	样本分布情况	208
表 7-2	变量定义	210
表 7-3	主要变量统计性描述结果（全样本）	212
表 7-4	相关性分析表（1）	213
表 7-5	单变量差异分析的结果	215
表 7-6	机构投资者与两类代理成本	216
表 7-7	机构投资者与公司分红关系的检验结果	219
表 7-8	机构投资者与现金分红增加的关系	221
表 7-9	机构投资者与上市公司“过度分红”关系 检验结果	223
表 7-10	工具变量法的回归结果	225
表 7-11	考虑半强制分红政策影响的回归结果	226
表 7-12	各类机构持股均值排名	228
表 7-13	不同类型机构投资者对公司分红的影响	230

图 目 录

图 0 - 1	本书研究的逻辑思路	8
图 4 - 1	观察窗口 AR、CAR 走势	134
图 4 - 2	窗口期 AAR、CAR 区分走势	141
图 6 - 1	股利政策的结果模型.....	174
图 6 - 2	股利政策的替代模型.....	174
图 7 - 1	样本公司 2003 ~ 2011 年机构投资者持股 情况统计.....	199

绪 论

一、研究问题的提出

股利政策是现代财务理论研究的经典命题，也是财务学理论经过数十年的发展而未能最终解答的财务难题之一。学界对公司股利分配行为的研究最早可追溯至林特纳（Lintner, 1956），随后莫迪里安尼和米勒（Modigliani, Miller, 1958^①、1961^②）在一系列假设的基础上提出了“股利无关论”。现实中，放宽 MM “股利无关论”的原始假定，则股利与公司价值是相关的，从而形成了“股利相关论”，如代理成本理论、信号理论、税差理论、追随者效应理论等。不同的理论各执一说，试图从不同侧面揭示股利决策的“神秘面纱”，但遗憾的是迄今为止没有一个股利理论能够较为完满地解答所有的“中国股利之谜”^③。

纵观国内外关于股利政策研究文献，“股利代理理论”（Easterbrook, 1984; Jensen, 1986）与“股利信号理论”（Bhattacharya,

① Modigliani F., Miller M. H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.*, The American economic review, Vol. 48, No. 3, 1958, pp. 261 - 297.

② Miller M. H., Modigliani F. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, PP. 411 - 433.

③ “股利之谜”一词最早由 Black 提出，参见：Black. The dividend puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, 1976, p. 95.