

学校编码: 10384
学号: 32120121150556

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

半强制分红政策、再融资动机
与经典股利理论

The Semi-mandatory Dividend Policy、Refinancing
Motivation and the Classical Theory of Dividend

黄 佳 佳

指导教师姓名: 李常青教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

股利政策与融资政策是上市公司两大重要的财务决策。在中国这个新兴加转型的资本市场中，上市公司一方面对股权再融资情有独钟，一方面却吝于分红。为了改善中国上市公司“重筹资、轻回报”的问题，规范中国上市公司分红行为以切实保护投资者权益，证监会自 2001 年起陆续颁布一系列政策，将再融资资格与现金股利相挂钩，对不分红或分红水平达不到规定的上市公司将不给予再融资资格。

那么，半强制分红政策会对有再融资动机上市公司的股利政策产生什么影响呢？有再融资动机公司是否会为了获取再融资资格，而迎合政策监管提高股利支付意愿和股利支付水平呢？如果是的话，那这种行为是否会导致经典股利理论的失效呢？本文试图基于有再融资动机公司的视角，揭示出半强制分红政策可能导致的上市公司股利发放扭曲的现象，以及这种现象对经典股利理论产生的影响，从而有助于更好地揭示半强制分红政策的有效性。

本文以 1990-2013 年的深沪 A 股上市公司为研究对象，将颁布再融资预案的上市公司界定为有再融资动机的公司，首先检验了半强制分红政策对有再融资动机上市公司股利政策的影响，发现半强制分红政策显著地提高了有再融资动机上市公司的派现意愿和派现水平。接着，本文探讨有再融资动机上市公司迎合监管的股利分红行为是否会对股利代理理论和股利信号理论产生影响。研究结果表明，现金股利有助于降低股东与管理层、控股股东与中小股东之间的代理成本；相比较没有再融资动机的上市公司而言，有再融资动机上市公司的现金股利降低两类代理成本的作用减弱。同时，上市公司现金股利变动能传递未来盈利变动的信息；但相比较没有再融资动机的上市公司而言，有再融资动机上市公司的现金股利变动传递未来盈利变动的信号作用减弱。

现金股利确实能起到控制代理成本和传递盈利信息的作用，同时，半强制分红政策总体上提高了中国资本市场的派现意愿和派现水平，起到了一定积极的效果。监管层应该继续加强法律规范，积极引导上市公司建立科学的利润分配管理机制，而上市公司自身也应努力完善公司治理结构，从而为股利政策能更好地发挥作用创造良好环境。

关键词：半强制分红；再融资动机；股利理论

ABSTRACT

Dividend policy and financing policy are two important financial decisions for the listed companies. In the emerging and transforming China's capital markets, listed companies on one hand show special preference for equity refinancing, on the other hand pay dividend with low rate. In order to solve the “heavy financing, light return” issue of China's listed companies, regulate the behavior of paying dividend and protect the interests of investors, since 2001, the China securities regulatory commission has released a series of policies which link the equity refinancing qualifications with the cash dividend payments and take the certain level of dividend payments as a prerequisite for refinancing qualifications.

What effects will the semi-mandatory dividend policy has on the listed companies with refinancing motivation? Will the listed companies with refinancing motivation enhance the propensity and magnitude of dividend payments to meet the regulatory requirements? If yes, will this behavior lead to failure of the classical theory of dividend? Based on the perspective of refinancing motivation, this paper attempts to reveal the distortion that the semi-mandatory dividend policy may lead, and the impact that this phenomenon may have on the classical theory of dividend, thus revealing the effectiveness of the semi-mandatory dividend policy.

This paper takes the listed companies in A-share market from 1990 to 2013 as the research objects, and defines the company which promulgates the refinancing plan as the company with refinancing motivation. This paper first study the effects the semi-mandatory dividend policy has on the listed companies with refinancing motivation, and find out that the semi-mandatory dividend policy significantly enhanced the propensity and magnitude of dividend payments of listed companies with refinancing motivation. Then, this paper discusses the effects of the dividend payments of the listed companies with refinancing motivation may have on the theories of dividend. It shows that the cash dividend can help reduce agency costs, and compared to the companies with no refinancing motivation, this effect of companies with refinancing motivation is weaker. Also, the cash dividend changes

can convey the information of the future profit changes, and compared to the companies with no refinancing motivation, this effect of companies with refinancing motivation is weaker.

Cash dividend can indeed control agency costs and deliver the profit information, and the semi-mandatory dividend policy can enhance the propensity and magnitude of dividend payments, had a positive effect. Regulators should continue to strengthen the legal norms, and actively guide listed companies to establish scientific profit allocation mechanism. Meanwhile, listed companies should try their best to improve the corporate governance structure, thus creating a good environment for dividend policy to play a better role.

Key Words: Semi-mandatory Dividend; Refinancing Motivation; Dividend Theory.

目录

1.绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的	3
1.3 研究内容与方法	3
1.4 研究思路与框架	4
1.5 研究意义与不足	4
2.文献综述	6
2.1 半强制分红政策研究综述	6
2.1.1 半强制分红政策与公司分红决策研究.....	6
2.1.2 半强制分红政策的有效性研究.....	7
2.2 再融资动机研究综述	9
2.3 股利政策理论与实证研究综述	10
2.3.1 基于代理理论视角的股利政策研究.....	10
2.3.2 基于信号理论视角的股利政策研究.....	15
3.研究假设	18
3.1 半强制分红政策与再融资动机	18
3.2 再融资动机与股利代理理论	18
3.3 再融资动机与股利信号理论	19
4.研究设计	21
4.1 样本选择与数据来源	21
4.2 变量定义	21
4.2.1 因变量.....	21
4.2.2 解释变量.....	22
4.2.3 控制变量.....	22
4.3 实证模型	23

5.实证检验与分析	26
5.1 实证结果与分析	26
5.1.1 半强制分红政策与再融资动机.....	26
5.1.2 再融资动机与股利代理理论.....	28
5.1.3 再融资动机与股利信号理论.....	33
5.2 进一步分析	35
5.3 稳健性检验	36
6.结论与启示	37
附录.....	38
参考文献	51
致谢.....	57

厦门大学博硕士学位论文摘要

Contents

1. Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Purpose	3
1.3 Research Content and Methodology	3
1.4 Research Ideas and Framework.....	4
1.5 Research Contribution and Limitation	4
2. Literature Review	6
2.1 Semi-mandatory Dividend Policy Research.....	6
2.1.1 Semi-mandatory Dividend Policy and the Dividend Decisions	6
2.1.2 The Validity of the Semi-mandatory Dividend Policy.....	7
2.2 Refinancing Motivation	9
2.3 Dividend Policy Theory and Empirical Study	10
2.3.1 Dividend Agency Theory and Empirical Study	10
2.3.2 Dividend Signal Theory and Empirical Study	15
3. Research Hypothesis.....	18
3.1 Semi-mandatory Dividend Policy and Refinancing Motivation	18
3.2 Refinancing Motivation and Dividend Agency Theory	18
3.3 Refinancing Motivation and Dividend Signal Theory	19
4. Study Design.....	21
4.1 Sample Selection and Data Sources	21
4.2 Variable Definitions.....	21
4.2.1 Dependent Variables	21
4.2.2 Independent Variables.....	22
4.3.3 Control Variables	22
4.3 Empirical Model.....	23

5. Empirical Test and Analysis	26
5.1 Empirical Results and Analysis.....	26
5.1.1 Semi-mandatory Dividend Policy and Refinancing Motivation	26
5.1.2 Refinancing Motivation and Dividend Agency Theory.....	28
5.1.3 Refinancing Motivation and Dividend Signal Theory.....	33
5.2 Further Analysis	35
5.3 Robustness Testing	36
6. Conclusions and Implications.....	37
Appendix.....	38
Reference.....	51
Acknowledgements	57

1.绪论

1.1 研究背景

股利政策研究一直是财务学领域中长盛不衰、历久弥新的经典研究课题，自 Lintner(1956)^[1]首次提出股利分配的理论模型以及 Miller & Modigliani(1961)^[2]提出“股利无关论”以来，在过去的半个多世纪中，股利政策一直是学术界与实务界极富争议性的焦点问题。

20 世纪 70 年代以来，美国发放现金股利的上市公司比例呈现下降趋势，1950 年时超过 90%的上市公司给股东发放红利，而 1999 年只有 20.8%的公司进行分红，这一现象被称作“正在消失的股利现象”（Fama & French,2001^[3]）。Osobov(2008)^[4]发现，该现象并不仅仅存在于美国，在 1989-2006 年期间也发生于英国、加拿大、德国和法国等国家，具有全球普遍性。由于美国等发达资本市场的公司治理机制比较健全，市场约束机制有效，投资者法律保护机制比较完善，因此并未对上市公司的股利政策进行干预。而投资者保护机制不健全的新兴资本市场的国家采用强制性股利分配政策以此来干预保护中小投资者的利益，巴西、智利、委内瑞拉、哥伦比亚、土耳其、希腊和德国在不同时期都推出过强制性分红法律（La porta, 1998）^[5]。其中，巴西、土耳其的强制性股利分配政策比较典型。针对大多数上市公司逃避分红的行为，1976 年巴西制定政策要求上市公司每年最低分红不低于当年净利润的 25%。土耳其在 1985-1994 年要求上市公司至少要把可分配利润的 50%作为现金股利发放给股东，为股东提供满意的股利水平以保护股东的权益。

现金分红作为上市公司股利分配的重要方式，是投资者实现合理投资回报的有效渠道。但在中国这个新兴加转型的资本市场中，由于公司治理机制不健全、市场约束机制薄弱以及投资者保护机制不完善，上市公司大多“重筹资、轻回报”，积极圈钱，吝啬分红。20 世纪 90 年代中国上市公司的股利支付意愿不断下降，不派现的公司越来越多，派现公司占比从 1994 年的 70%下降到 1999 年的 30%，且派现公司的股利支付率并不高。A 股上市公司的“铁公鸡”形象深入人心，其分红制度为广大投资者所诟病，然而仅靠市场自发机制并不足以保护投资者的利

益。因此，为了保护投资者的利益，规范上市公司分红行为，中国证监会自 2001 年起颁布了一系列的政策文件(见表 1-1)，将再融资资格与股利支付水平相挂钩，以解决我国上市公司股利支付率低、不分配股利公司逐年增加等问题，李常青等 (2010)^[6]将该政策称为“半强制分红政策”。

表 1-1 中国证监会历次颁布的与半强制分红政策相关的政策文件

颁布时间	文件名称	涉及分红政策的主要内容
2013.11.30	《上市公司监管指引第 3 号—上市公司现金分红》(简称《指引 2013》)	公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%; 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%; 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。
2012.5.10	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》(简称《通知 2012》)	强化上市公司分红决策程序、分红政策内容等的信息披露要求;提出首次公开发行股票公司应当在招股说明书中做好利润分配相关信息披露。
2008.10.7	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(简称《决定 2008》)	鼓励中期现金分红;倡导现金分红的连续性、稳定性;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;对于报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司,应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途;应披露现金分红政策在报告期的执行情况;应以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额、与净利润的比率。
2006.5.6	《上市公司证券发行管理办法》(简称《办法 2006》)	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。
2004.12.7	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(简称《规定 2004》)	上市公司应重视对投资者的回报,应将利润分配方法载于公司章程;董事会未做出现金利润分配预案的,应当在定期报告中披露原因,独立董事应当对此发表独立意见;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。
2001.2.25	《上市公司新股发行管理办法》(简称《办法 2001》)	上市公司最近三年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未给出合理解释的,担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明。

《办法 2001》的颁布拉开了“半强制分红监管”的序幕,但该细则中提出的关于分红的说明性要求对上市公司分红行为并没有实质上的约束力。为加强投资者权益保护,证监会颁布《规定 2004》,首次将再融资资格与现金分红水平相

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫