股利政策的投资者保护机制

粟立钟， 黄同鹤
(北京工商大学，北京 100048)

摘 要: 完善上市公司分红,是 A 股监管层近期提高投资者保护的重要措施之一。基于系统论构建了实证分析框架,检验结果显示股利政策具有直接定价功能和间接定价功能,即股利支付水平与企业股价显著正相关,同时股利政策还可以提高会计盈余对股票价格的解释力度。当企业的代理风险较高时,支付现金股利可以降低代理风险,进而提高市场对企业的估值。因此,上市公司应该增加股利政策信息披露和股利支付的频率,投资者应该在投资决策时提高对股利信息的重视程度。

关键词: 股利政策; 投资者保护; 定价功能; 治理功能
中图分类号: F830.91; F275 **文献标志码**: A **文章编号:** 1009-6116(2014)01-0022-07

2008 年以来,美国次贷危机、欧主权债务危机等重大经济事件,导致全球经济走向衰退。危机不仅蒸发了投资者的物质财富,也在人们的内心留下了沉痛的记忆。如何有效地恢复投资者的信心,激发经济内在活力,对于各个国家经济的复苏都具有重要而深远的意义。其中,相关投资者保护制度的完善,对于在新一轮国际资本争夺过程中抢占先机也具有重要意义。

自上一届证监会领导开始,从规范上市公司股利政策角度出发,完善投资者保护机制在具体制度规定和监管措施当中显得尤为明显——从早期的提高企业再融资审核条款中的现金分红比例,到随后在企业 IPO 审核条款中要求更为详细地披露股利政策相关信息等——这些措施总体上得到了媒体和投资者的积极响应。2013 年初,上交所对上市公司现金分红比例做出明确规定,要求上市公司结合所处行业特点和自身经营模式等,选择有利于投资者分享公司成长、取得合理回报的股利政策。同年 11 月,监管层又明确提出,上市公司需结合企业所处发展阶段和是否存在重大投资,视情况分别制定分红比例为 20%、40%和 80%的股利政策。这些规定的出台,在一定程度上说明,监管部门认为完善上市公司分红制度,将有利于恢复投资者信心,提升 A 股市场的资源配置功能,进而促进经济增长。那么股利政策如何实现投资者保护?

在 MM 理论框架下,股利政策与企业价值无关(Modigliani 和 Miller,1963)。根据费雪分离理论,也可以得出同样的结论(Fisher,1911)。但无论是 MM 理论还是费雪分离理论,都是以完美的资本市场为假设前提,对于这些假设前提修正,也是理论不断贴近现实的过程,并在此过程中形成了一系列“股利之谜”,这些谜的形成与破解形成了后续股利政策研究的丰富文献。股利信号传递理论认为,管理层可以借助股利政策的变化来传递他们对未来的预期,进而帮助投资者预测企业价值(林特纳,1956)。受到股利信号传递理论相关文献的启发,本文形成了股利定价功能的基本

收稿日期: 2013-11-24
基金项目: 北京市教育委员会—创新团队项目—投资者保护的会计实现机制及其效果研究(IDHT20140503);科技成果转化和产业化—北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施(PXM2013_014213_000099);北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(GZ20130801)。
作者简介: 粟立钟(1980—),男,四川仁寿人,北京工商大学国有资产管理协同创新中心研究员,博士,研究方向:会计与投资者保护;
黄同鹤(1988—),男,湖北宜宾人,北京工商大学商学院硕士研究生,研究方向:会计与投资者保护。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

设想。股利代理成本理论认为，股利政策可以降低企业的代理成本，进而提升企业价值（Jensen 和 Meckling，1976；Rozeff，1982；Easterbrook，1984）。受到股利代理成本理论相关文献的启发，本文形成了股利治理功能的基本设想。按照生产力决定生产关系，生产关系反作用于生产力的逻辑，股利政策的变化影响收入分配，进而影响到合作各方的合作意愿和努力程度。进一步结合“法与财务”学派关于投资者保护的论述（La Porta 等，2000），逐渐形成了本文股利政策的投资者保护分析框架。在具体分析过程中，本文将以系统论的分析模式为指引，在理论分析基础之上形成研究假设，采用 A 股市场的经验数据验证设想，以期为相关决策者提供经验参考。

一、股利政策的投资者保护机制——理论分析和研究假设

企业的利润创造和利润分配是两个密切联系的过程。利润的多少既取决于客观的生产效率，同时也受到相关利益主体主观能动性的影响；而利润分配属于生产关系，其合理性将直接影响相关利益主体的投入意愿，间接影响到企业的生产效率。在利润形成过程中，利益相关者在考虑投入时，不仅会关注总的产出结果，更会关心自身实际取得的利润。在连续博弈的情况下，如果企业的投资者没有取得合理的收益，那么他继续投资的积极性将会下降。A 股市场当前的低分红、不分红现象，以及信息获取和信息分析能力的差异，使得中小投资者处于非常不利位置。这都影响到了 A 股市场公正性和可持续发展。而完善上市公司分红制度，可以改善 A 股市场相关利益主体间的生产关系，进而激发经济发展的内在动力。在微观层面，股利政策进一步通过定价功能和治理功能实现投资者保护（粟立钟，2013）。微观投资者保护程度的提升将优化市场资源配置功能，进而通过降低系统风险的方式，从而进一步提高投资回报。

1. 股利政策的定价功能

结合当前的“分红新政”。从决策相关性来看，分红水平的提高，可以提高现金股利收益在投资者总回报中所占的比例，从而使股利政策信息在投资决策过程中增加决策参考价值。分红稳定性的增加，可以降低基于股利政策信息决策的不确定性和决策风险。要求上市公司更为详细地披露股利政策相关信息，一方面强化了企业内部治理，另一方面也通过完善股利政策制定过程的科学性，提高了决策结果的可信度。本文将此界定为股利政策的定价功能。

现金股利和资本利得是股票投资者获取收益的基本途径，现金股利支付水平的提高可以降低投资者，特别是中小投资者对资本利得的依赖，从而在总体上降低市场的投机性。在投机性减弱的情况下，投资者决策会趋于理性，更加重视基于各种信息来源做出的投资决策。相应与股利政策相关的信息也会在投资者的决策过程中变得更为重要。一方面根据股利信号传递理论（林特纳，1956），股利政策的变化意味着企业管理层预见到企业未来现金流或者风险的变化。这意味着股利政策可以作为投资决策的信息来源，即股利政策具有决策相关性。另一方面股利政策相关信息的详细披露，提高了股利政策制定过程的透明度和制定结果的可理解性，进而增加了股利政策相关信息作为决策依据的可信度，即可靠性。基于以上论述，本文提出假设 H1-1。

假设 H1-1：其他条件不变时，现金股利支付水平与企业股票价格显著正相关。

在投资者决策时存在多种信息来源，这些信息都可以降低信息不对称，进而提高决策的科学性。各种信息来源共同构成一个系统，在系统中各种信息来源，既相互竞争又相互补充，共同提高信息系统的有效性。在众多关于降低信息不对称的机制中，探讨较多的是会计信息披露。由于会计信息相对于股利信息在投资者保护过程中发挥着更为基础的定价功能。而股利信号传递假说认为股利公告传递了企业未来现金流量或盈利能力变化的信息，而且会计信息本身在发挥定价功能时又容易受到盈余管理因素的影响，此时当作为代理人的管理层预见到企业盈利能力增强时会提高股利支付率。那么股利定价功能可以包括两层含义，其一股利的直接定价功能，即股利单独是否具有预测企业价值的功能，或事前降低信息不对称的功能；其二股利的间接定价功能，即股利是否可以辅助会计信息预测企业的价值。由此本文提出假设 H1-2。

假设 H1-2：其他条件不变时，支付现金股利

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

的企业,其会计盈余与企业股票价格间正相关程度更高。

2. 股利政策的治理功能

从代理风险的角度看:由于现金分红水平的提高和稳定性的增加,企业内部可以被掏空的资源减少,在代理风险一定的情况下,掏空行为结果的影响降低,进而降低投资者感受到的代理风险;内部可掏空资源的减少,同时也是内部可投资资金的减少,这将增加企业对外部融资环境的依赖,进而增加外部环境对企业治理的力度和频率。外部治理的增加将会降低投资者面临的代理风险。本文将此界定为股利政策的治理功能。

对于股利政策的治理功能。现有文献中,存在许多性质迥异,但都用来反映代理风险的变量。这意味着对代理风险的考虑可进一步分析代理风险的不同影响方面,以及它们之间的相互影响。股利代理成本假说认为,当企业管理层和股东、大股东和中小股东之间存在利益冲突时,企业内部人会通过关联交易等掏空行为,以其他利益相关者的利益为代价实现其自身利益。掏空行为是否发生,受多方面系统要素制约。可将其分两方面:一是内部人和其他利益相关者的利益冲突程度、内部人控制能力的大小以及内部人受到监督的程度;二是企业是否存在可掏空的资源。将前者归类为制度要素,后者归类为资源要素。

制度要素,可按内部人的"责权利"进一步分离,以明确其含义。"权"可看作是内部人实施掏空行为的能力,能力越大掏空行为受到制约的可能性越小,即内部人是否有能力采取掏空行为;"利"可看作是内部人采取掏空行为能获得的额外收益,而内部人与其他利益相关者的利益冲突越大,发生掏空行为的可能性越大,即内部人是否有激励采取掏空行为;"责"是指内部人行为受到监督的强度,相关监督机制越完善发生掏空行为的可能性越小,即监督机制的强度是否允许内部人采取掏空行为。资源约束是指企业是否存在可掏空的机会,可掏空的机会越好,发生掏空行为的可能性越大,即内部人面临的掏空机会如何?

不仅如此,制度要素和资源要素间还存在相互作用,满足掏空制度约束的内部人,不仅有能力也有激励采取掏空行为,而且还可以通过自身能力创造掏空机会,进而影响到资源约束;诱人的掏空机会不仅直接提高了掏空发生的概率,还会间接影响到代理风险的相对大小,使潜在的代理风险变成实际的掏空行为。

借鉴系统论分析模式,股利政策通过两条路径降低企业的代理风险。其一现金分红水平和稳定性的提高,将降低企业可以被掏空的资源,进而提高资源约束,这在掏空能力、掏空激励一定的情况下,降低了掏空行为造成的影响。其二,企业内部可投资资源的减少,将增加企业对外部融资渠道的依赖性。为取得外部融资,企业将被迫接受各种审核和监督。从而监督机制的完善,降低了相关掏空行为发生的可能。总体上提高现金股利支付水平和稳定性可以降低企业的代理风险,在未来现金流不变的情况下,风险降低,意味着投资者福利的增加。考虑到不同投资者的差异,财富转移效应对于中小投资者更为明显。

基于以上理论分析,本文提出如下研究假设。

假设 H2-1:其他条件不变时,终极控制人的掏空能力越强,企业的代理风险越大。进而支付现金股利,可以提高市场对企业股票的估值。

假设 H2-2:其他条件不变时,终极控制人的掏空激励越大,企业的代理风险越大。进而支付现金股利,可以提高市场对企业股票的估值。

假设 H2-3:其他条件不变时,企业可以掏空资源越多,企业的代理风险越大。进而支付现金股利,可以提高市场对企业股票的估值。

二、研究设计

1. 样本及数据的来源

本文的数据取自 CSMAR 数据库。初始样本数据涵盖 2003—2011 年期间所有上市公司,在此基础之上做进一步处理。(1)剔除金融类上市公司,金融类企业的会计数据与其他行业会计数据差距较大。遵从研究惯例,予以剔除。(2)剔除净资产为负及其他财务数据缺失的上市公司。(3)为降低极端值的影响,对连续变量进行上 1% 和下 99% 分位数 Winsorize 处理。最终样本 9 636 个公司年。本文的数据处理及统计分析通过 SAS9.2 软件完成。

2. 变量定义

首先,因变量为股票价格,选择企业下一年度的平均股价/年末总资产(MJ_A1)作为代理变量。

其次,为检验假设 H1-1 和 H1-2。选择股利

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

支付当年现金股利支付总额/年末总资产(XDIV_A)、是否支付股利和会计盈余的交叉项(XDIV_Z $\times E_t$)作为股利政策的代理变量。

再次，为检验 H2-1。选择最终控制人的所有权比例(PW1，表决权)和企业的股权集中度(PW2，企业前五大股东持股之和)来度量最终控制人的掏空能力，PW 越大意味着最终控制人的掏空能力越强。通过交叉项(XDIV_Z × PW)来观察掏空能力变化导致投资者感受到的代理风险变化，进而影响到股利与股价间的联系。为检验 H2-2。选择最终控制人的现金流权/表决权(ST)度量两权分离度，并且 ST 越大意味着最终控制人的掏空激励越弱。选择交叉项(XDIV_Z × ST)来观察掏空激励变化导致投资者感受到的代理风险变化，进而影响到股利与股价间的联系。为检验 H2-3，借鉴 Officer(2011)做法。当企业属于高现金流—低成长性企业时，定义(OP)为 1，否则为 0。考虑到 A 股市场的投机性，以托宾 Q 做为企业成长性的代理变量可能有偏，国内常用的做法是采用营业收入的增长率来度量企业的成长性。而单位资产营业收入的变动其实是总资产周转率的变动，使用总资产周转率的变动来度量企业业务的应接不暇(即成长性好)，可能受到价格上涨因素的影响(即仅仅是产品价格上涨，而资产按历史成本计价自然导致总资产周转率的上升)。有鉴于此本文除使用总资产周转率的变动来度量企业的成长性外，还使用总资产利润率的变动作为替代指标。当该指标的变动大于 0 时，企业定义为高成长企业，反之定义为低成长企业。对于企业的闲置资金，本文采用两个可替代的指标反映，分别是企业经营现金净流量和期末现金资产(货币资金 + 交易性金融资产)。对于这两个指标，按行业计算均值。当大于行业均值时，定义为高现金流企业，反之定义为低现金流企业。掏空机会在文中只披露两个指标，分别是总资产周转率的变动和经营现金净流量的组合(OP1)，总资产利润率的变动和期末现金资产的组合(OP2)。在此基础之上通过交叉项(XDIV_Z × OP)来观察掏空机会变化导致投资者感受到的代理风险变化，进而影响到股利与股价间的联系。

最后，对于控制变量。外部监督机制也会影响到企业的代理风险。考虑到总体上 A 股上市企业的外部法律环境基本相同，就资本市场竞争的监督效果，由于在 A 股市场控制权交易并不活跃，因此其影响也很小；就产品市场竞争的监督效果，以及媒体的监督效果，可以在具体实证研究当中加入总资产规模自然对数以及行业效应加以控制。此外，在 A 股市场，股利预案公告基本都和盈余公告一起发布，为控制盈余变化对股价的冲击，将盈余的变化作为控制变量(净利润/年末总资产，用 E_{t1} 表示；营业利润/年末总资产，用 E_{t2} 表示)。借鉴其他文献的做法，引入企业资产规模(T_Aset，年末总资产自然对数)、资产负债比(D_A，年末总负债/年末净资产)、非预期盈余(D_EARNING，本年营业利润减上年营业利润)、行业(IND)和年度(YEAR)作为控制变量。

3. 模型设定

为检验前述假设的合理性，采用普通最小二乘法(OLS)运行股价相关性模型。

$$MJ_A1 = \eta_0 + \eta_1 XDIV_A + \eta_2 PW + \eta_3 (XDIV_Z \times PW) + \eta_4 ST + \eta_5 (XDIV_Z \times ST) + \eta_6 OP + \eta_7 (XDIV_Z \times OP) + \eta_9 T_Aset + \eta_{10} D_EARNNING + \eta_{11} D_A + \eta_{12} E_t + \eta_{13} (XDIV_Z \times E_t) + \varepsilon$$

三、实证结果

表 1 和表 2 披露了回归分析的结果。首先从表 2 可以得知，相关变量的 VIF 都小于 5，可以认为不存在严重的多重共线性问题。无论是表 1 分步回归还是表 2 整体回归的结果，模型整体都在 1% 的水平上显著。

进一步分析估计系数。从表 1 分步回归的结果看，相关变量的估计系数表现出一致性。股利支付水平(XDIV_A)的估计系数显著为正，表明股利支付水平与企业股票价格间正相关。由于本文采用下一年的加权平均价格。由此看进一步地得出，股利支付水平与未来的股价间表现出系统性相关。由此假设 H1-1 得到支持。是否支付股利和会计盈余交叉项(XDIV_Z × Et)的估计系数显著为正，表明企业支付现金股利的行为，提高了会计盈余与股票价格之间的相关性。由此可以进一步得出，支付现金股利可以提高企业股价与会计盈余讲的相关性，进而提高市场理性程度，降低市场投机空间。由此假设 H1-2 得到支持。对于治理功能，表 1 最后两列数据显示，是否支付股利

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 1　股利政策投资者保护功能回归分析结果(1)

变量	直接定价功能		直接+间接定价功能		治理功能	
	估计系数	*T* 值	估计系数	*T* 值	估计系数	*T* 值
Intercept	1.16×10^{-7}	87.52***	1.16×10^{-7}	87.92***	1.22×10^{-7}	83.42***
XDIV_A	3.76×10^{-8}	9.15***	1.86×10^{-8}	3.64***		
XDIV_Z×Et			1.44×10^{-8}	6.32***		
PW1					1.55×10^{-11}	3.47***
XDIV_Z×PW					2.57×10^{-11}	6.41***
ST					3.17×10^{-10}	5.44***
XDIV_Z×ST					-2.20×10^{-10}	-3.36***
OP1					5.07×10^{-10}	2.56***
XDIV_Z×OP					1.69×10^{-09}	7.38***
D_EARNING	2.13×10^{-9}	1.65*	2.77×10^{-9}	2.14**	2.60×10^{-9}	2.02**
Et	4.49×10^{-9}	3.26***	2.58×10^{-10}	2.32**	6.96×10^{-9}	5.25***
T_ASET	-4.96×10^{-9}	-77.52***	-5.00×10^{-9}	-77.93***	-5.29×10^{-9}	-74.55***
D_A	-1.33×10^{-9}	-3.26***	-1.31×10^{-9}	-3.22***	-1.39×10^{-9}	-3.45***
行业/年度	控制		控制		控制	
调整后 R^2	0.496		0.498		0.502	
F 值	317.21***		309.51***		278.03***	

表 2　股利政策投资者保护功能回归分析结果(2)

变量	定价功能+治理功能		VIF 值	直接+间接定价功能(替代变量)		VIF 值
	估计系数	*T* 值		估计系数	*T* 值	
Intercept	1.21×10^{-7}	83.29***	0.000	1.21×10^{-7}	82.27***	0.000
XDIV_A	1.53×10^{-8}	3.00***	2.483	1.24×10^{-8}	2.45**	2.487
XDIV_Z×Et	1.56×10^{-8}	6.43***	4.196	1.53×10^{-8}	6.46***	4.077
PW	2.43×10^{-11}	5.33***	1.932	5.80×10^{-11}	12.84***	1.330
XDIV_Z×PW	8.72×10^{-12}	2.00**	2.767	1.01×10^{-11}	2.65***	2.156
ST	3.98×10^{-10}	6.79***	2.332	3.20×10^{-10}	5.62***	2.246
XDIV_Z×ST	-3.62×10^{-10}	-5.42***	2.513	-3.25×10^{-10}	-4.90***	2.520
OP	4.39×10^{-10}	2.23**	1.162	1.57×10^{-9}	5.09***	3.341
XDIV_Z×OP	1.82×10^{-9}	7.99***	1.284	4.42×10^{-10}	1.23	3.231
D_EARNING	3.77×10^{-9}	2.92***	1.531	4.97×10^{-9}	3.86***	1.555
Et	9.58×10^{-10}	0.61	3.122	1.93×10^{-9}	1.23	3.130
T_ASET	-5.29×10^{-9}	-74.88	1.805	-5.39×10^{-9}	-75.60***	1.866
D_A	-9.26×10^{-10}	-2.28	1.631	-9.00×10^{-10}	-2.24**	1.630
行业/年度	控制			控制		
调整后 R^2	0.506			0.514		
F 值	267.97***			276.84***		

和掏空能力交叉项(XDIV_Z×PW)的估计系数显著为正,表明在最终控制人掏空能力较强时,支付现金股利可以降低投资者感受到的代理风险,进而在同样的情况下,股票价格更高。由此假设 H2-1 得到支持。是否支付股利和掏空激励交叉项(XDIV_Z×ST)的估计系数显著为负,表明在

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

最终控制人掏空能力较弱时，投资者感受到的代理风险较低。同样情况下，支付现金股利对代理风险的影响有限，相反在掏空激励较强时，则可以降低投资者感受到的代理风险，进而引起股票价格上涨。由此假设 H2-2 得到支持。对是否支付股利和掏空机会交叉项（XDIV_Z × OP），也得出了类似的结论。即支付现金股利降低了企业可以被掏空的资源，进而降低了企业的代理风险，在企业外来现金流不变的情况下，企业的价值提高。由此假设 H2-3 得到支持。

表 2 前三列示整体回归的结果，可以看出相关变量的估计系数无明显变化。后三列是采用替代解释变量回归的结果，结果无明显变化。由此可见，本文基于系统论分析模式构建的股利投资者保护功能分析框架，与相应的经验证据表现出较高的一致性。

四、结论及建议

借鉴系统论的分析模式，本文认为投资者实际感受的代理风险受多方面因素的影响。掏空行为是否发生是掏空主体、掏空客体及掏空环境共同作用的结果。掏空主体想要实施掏空行为，取决于其是否具备掏空能力，掏空激励是否充分（经济学对于需求的定义就强调有能力并且愿意）。同时掏空主体的相关条件具备后，如果没有可以实施掏空的客体，则并不构成对代理风险的实质性影响。同样虽存在可掏空的客体，如掏空主体的相关条件不具备，则仍不构成对代理风险的实质性影响。掏空行为是在特定环境下发生，而掏空主体的行为受到环境的制约，同时掏空客体也受到环境的保护，掏空行为发生的可能还取决于环境的容忍度。按照客观决定主观，主观反作用于客观的逻辑，主观因素和客观因素也必然相互影响，并随时间和环境的变化而不断演进。股利政策不仅可以帮助投资者预测企业未来的价值，而且可以作为降低代理风险的有效治理机制。

完善投资者保护，不仅需要法律法规、市场规制等多种机制协同发挥作用。监管部门相关制度的完善，同时也需要上市公司和投资者在思想和行为上予以调整，共同完善投资者保护机制。

对于上市公司的意见有两点。其一，完善股利政策的决策机制和信息披露机制。由于长期以来中小投资者都以获取资本利得为主要投资目的，而且当前 A 股市场的投资信心受到影响，上市企业有必要完善与股利有关的决策和信息披露机制，以树立良好的声誉。只有通过一段时间的坚持才能逐渐转变投资者的思维模式和投资信心。关于具体的决策和信息披露机制，监管部门已给出了具体的参考，本文建议对于这些信息应该按期披露（即在每年给定的时间，按期披露给定的信息），并且披露的频率应该增加，建议以季度作为股利分配的基本周期。其二，对于股利政策的具体制定和实施。当前 A 股上市企业制定的股利政策都是以未来盈余的百分比来表示。本文认为要更好地保护中小投资者，企业应该制定固定金额的股利政策，而不应该因为盈余的波动而影响到股利金额的大小。这样更有利于投资者根据现金股利来计算企业的内在价值，从而在长期内既减小了股价波动性、降低了投机空间，还可以逐渐使中小投资者建立起基于现金股利的价值投资思维。进一步，按照谢志华（2008）关于幸福维度的论述，同样金额的现金股利如果分次支付，可以改善投资者效用。有鉴于此，本文建议企业应该按季度在固定的日期支付现金股利，这样不仅改善了投资者福利，而且也使得股利政策的信息传递机制更加有效，给企业的操作带来了便利。另外，结合当前 A 股市场的情况，上市公司应对未来的股利支付金额以未来 3 年为周期给出承诺，并按期进行滚动调整，帮助投资者建立基于现金股利的决策思维模式。

对于中小投资者的建议。由于 A 股的分红收益长期以来都低于同期银行存款利息率，使得中小投资者主要关注股票的资本利得，而且在判断股票内在价值时，主要基于会计盈余。而会计信息的使用存在两个问题。一是会计信息是否能反映企业的内在价值；二是中小投资者能否准确地解读会计信息。对于前一个问题，由于外部环境的影响，会计信息会受到盈余管理的影响。这一方面意味着会计盈余会经常偏离企业内在价值，另一方面也意味着会计盈余解读的难度增大。相较于第一个问题，后一个问题会更严重。首先大部分中小投资者都不具备准确解读会计信息的能力（即非专业不能胜任）。其次会计准则虽在不断完善，但也日趋复杂，一方面提高了会计信息的可靠性，另一方面却增加了会计信息的可理解

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

性。再次分析师以及相关专家的建议虽然可以降低会计信息的解读难度,但同时由于 A 股市场的分析师与相关机构投资者存在着复杂的利益关系,这降低了他们建议的可信度,甚至在一定程度上还损害了中小投资者的利益。有鉴于此,中小投资者在价值判断时,应逐渐从以会计信息为主转移到以现金股利为主。

参考文献:

[1] Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes [J]. American Economic Review, 1956, 46(2): 97 - 113.

[2] Miller, Merton H, Modigliani, et al. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares [J]. Journal of Business, 1961, 34(4): 411 - 433.

[3] La Porta, Rafael, Lopez - de - Silanes, et al. Agency Problems and Dividend Policies Around the World [J]. Journal of Finance, 2000, 55(1): 1 - 33.

[4] Lang L, Litzenberger R. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis? [J]. Journal of Financial Economics, 1989(24): 181 - 191.

[5] La Porta, Rafael, Lopez - de - Silanes, et al. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2): 3 - 27.

[6] Rozeff, Michael S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios [J]. Journal of Financial Research, 1982, 5(3): 249 - 259.

[7] Easterbrook, Frank H. Two Agency - Cost Explanations of Dividends [J]. American Economic Review, 1984, 74(4): 650 - 659.

[8] 邓建平,曾勇,何佳. 利益获取:股利共享还是资金独占? [J]. 经济研究,2007(4).

[9] 董艳,李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题 [J]. 经济学:季刊,2011(3).

[10] 李常青,魏志华,吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究 [J]. 经济研究,2010(3).

[11] 刘淑莲,胡燕鸿. 中国上市公司现金分红实证分析 [J]. 会计研究,2003(4).

[12] 苏月中. 股利代理理论研究综述 [J]. 经济学动态,2004(10).

[13] 谢志华. 企业收益分配博弈论 [J]. 北京工商大学学报:社会科学版,2005(1).

[14] 谢志华. 分配制度变革是经济制度改革的核心问题 [J]. 北京工商大学学报:社会科学版,2007(1).

[15] 粟立钟,谢志华. 现金股利、代理风险及市场反应 [J]. 北京工商大学学报:社会科学版,2013(3).

The Investor Protection Mechanism of Dividend Policy

SU Li-zhong & HUANG Tong-he

(*Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China*)

Abstract: Recently, perfecting the dividends of the listed companies to improve investor protection has been one of the investor protection measures taken by A-share regulators. Based on the system theory to construct an empirical analysis model, the empirical result shows that dividend policy has both direct and indirect pricing functions, namely the dividend payment level and the enterprise share price are significantly positive correlated, and dividend policy can also improve the explanation of accounting surplus on stock prices. When the agency risk of an enterprise is relatively high, to pay cash dividends can reduce the agency risk, which further improves the valuation of enterprise by market. On that basis, this paper provides the corresponding suggestions for the listed companies and the investors respectively. The listed companies should increase the frequency of dividend policy information disclosure and the frequency of dividend payments. The investors should attach greater importance to dividend information in their investment decision.

Key Words: dividend policy; investor protection; pricing function; governance function

(本文责编　王沈南)

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net