

# 现金分红“硬约束”政策与上市公司股利分配行为

卿小权<sup>1</sup>, 赵雪晴<sup>2</sup>, 赵一茗<sup>3</sup>

(1. 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070; 2. 北京科技职业大学 经济管理学院, 北京 100176;  
3. 中国电子信息产业发展研究院, 北京 100081)

**摘要:**为培育价值投资理念和推动资本市场健康发展,我国政府部门出台了一系列旨在引导和规范上市公司分红的监管政策。然而,受限于以往政策的“软约束”特性,上市公司“重筹资、轻回报”的问题未能得到根本解决。基于此,文章聚焦现金分红“硬约束”政策实施这一独特的研究场景,选取 2020—2024 年沪深 A 股主板上市公司作为研究样本,考察了“硬约束”政策对不同公司现金分红行为的影响及其经济后果。研究发现,在新政策的监管压力下,原本分红水平较低的公司显著提升了分红意愿和分红水平,且该政策效应在法治水平较低、非国有控股、大股东代理问题较为突出以及财务型机构持股比例较低的企业中更加明显。经济后果分析表明,分红水平较低的公司在新政策下增加现金分红,不仅能够增加股票交易活跃度,还能提升股票市场定价效率。文章从上市公司和投资者双重视角探究了现金分红“硬约束”政策的实施成效,为上市公司科学制定股利政策及监管部门持续优化现金分红监管政策提供了有益参考。

**关键词:**现金分红;“硬约束”政策;股票交易;定价效率

**中图分类号:**F275; F832.51   **文献标识码:**A   **文章编号:**1001-9952(2025)09-0153-16

**DOI:** [10.16538/j.cnki.jfe.20240726.101](https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20240726.101)

## 一、引言

长期以来,为培育价值投资理念和推动资本市场健康发展,我国政府部门出台了一系列旨在引导和规范上市公司现金分红的监管政策,包括将再融资资格与分红水平相挂钩的半强制分红政策、兼顾企业发展需求的差异化分红政策等。然而,这些政策的作用范围和约束效力相对有限,导致不少具备现金分红条件但无需再融资的公司长期不分红,<sup>①</sup>上市公司“重筹资、轻回报”的问题未能得到根本解决([陈云玲, 2014](#))。为此,证监会于 2024 年 3 月率先发布《关于加强上市公司监管的意见(试行)》(简称《意见》);同年 4 月,国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(简称“新国九条”),沪深证券交易所同步修订《股票上市规则》。上述文件明确规定,对于符合现金分红条件但分红未达标的公司,监管部门不仅将限制

---

收稿日期:2025-02-24

作者简介:卿小权(1982—),男,湖南新化人,首都经济贸易大学会计学院副教授;

赵雪晴(1996—)(通讯作者),女,河北保定人,北京科技职业大学经济管理学院讲师;

赵一茗(1995—),女,山东聊城人,中国电子信息产业发展研究院助理研究员。

<sup>①</sup>根据 CSMAR 数据库的数据统计,2001—2022 年,我国上市公司中连续 3 年、5 年和 10 年以上未进行现金分红的企业数量分别达到 1 676 家、1 154 家和 512 家,其中自 IPO 上市以来从未实施现金分红的公司共有 264 家。

其大股东减持，还将对其股票实施其他风险警示。<sup>①</sup>与半强制分红政策下采取的增加信息披露、问询约谈等“软约束”措施相比，这些规定具有更强的约束效力，因此本文将其统称为现金分红“硬约束”政策。基于此，本文重点探究两个问题：现金分红“硬约束”政策能否显著提升低分红公司的分红意愿和分红水平？进一步地，低分红公司在政策推动下增加分红后，是否改善了股票市场的运行效率？研究这些问题不仅能够直接回应市场对现金分红“硬约束”政策实施效果的关注，也是评估我国资本市场发展质量的重要依据。

自 2004 年证监会明确将上市公司再融资资格与现金分红相挂钩以来，学术界关于监管制度对上市公司分红行为影响的研究主要集中于半强制分红政策，但现有文献对其实施效果存在分歧。部分研究认为，半强制分红政策提升了具有再融资动机的上市公司派现意愿和派现水平（魏志华等，2017）；然而，也有学者指出该政策可能会引发股利支付的“监管悖论”（李常青等，2010），导致“门槛股利”现象（魏志华等，2014），甚至降低上市公司整体的股利支付率（刘星等，2016）。究其根源，半强制分红政策仅对计划实施再融资的公司现金分红设定硬性要求，而对其他公司则主要通过增加信息披露、问询约谈等“软约束”方式进行引导，导致监管政策的目标导向与执行力度不相匹配。相比之下，旨在强化监管的现金分红“硬约束”政策不仅覆盖范围更广，而且约束效力更强，因而更可能使满足现金分红条件但分红水平较低或不分红的公司为满足监管要求而提升分红水平。此外，现金分红“硬约束”政策的监管效应可能因公司所处的外部监管环境和内部治理水平差异而呈现异质性。

本文基于我国资本市场现金分红“硬约束”政策实施这一独特的研究场景，选取 2020—2024 年沪深 A 股主板上市公司作为研究样本，考察了现金分红“硬约束”政策对企业现金分红行为的影响及其经济后果。研究发现，现金分红“硬约束”政策的实施显著提升了低分红公司的现金分红意愿和分红水平。该政策对现金分红的促进效应在法治水平较低、非国有控股、大股东代理问题较为突出以及财务型机构持股比例较低的企业中更加明显。经济后果分析表明，低分红公司在“硬约束”政策推动下提高分红水平，不仅能够增加股票交易量和换手率，从而提升股票流动性，还能有效降低股票的买卖价差和错误定价程度，从而提升资本市场定价效率。

本文的研究贡献主要体现在：第一，聚焦我国资本市场现金分红“硬约束”政策实施这一外生冲击，系统梳理了监管政策并进行实证检验，为证券监管部门客观评估政策实施效果提供了经验证据。半强制分红政策仅对再融资企业的分红行为设定硬性要求，而对占比更大的非再融资企业主要采取“软约束”引导方式，导致“通过增加现金分红保护中小股东权益”这一监管目标的达成情况难以评估。相比之下，现金分红“硬约束”政策适用于所有满足分红条件的企业，但历史分红水平不同的企业面临的监管压力和分红动机存在显著差异，其政策响应行为亟待深入探究。为此，本文构建双重差分模型进行实证检验，为监管部门评估“硬约束”政策的实施效果提供了初步证据。第二，本文从规制理论视角切入，为现金分红影响因素研究提供了新的理论补充，并丰富了监管政策影响企业财务行为的分析框架。在我国资本市场环境中，上市公司的分红决策不仅受财务能力、股权结构等因素驱动，而且直接受到监管制度变迁的影响，由此导致半强制分红政策下频繁出现“铁公鸡”公司和“门槛股利”现象（魏志华等，2014）。与之不

<sup>①</sup> 2024 年 3 月 15 日，证监会发布的《意见》明确指出，对长期未分红或股利支付率偏低的上市公司，将通过限制控股股东减持、实施其他风险警示等措施强化监管约束；同年 4 月 12 日，国务院发布的“新国九条”进一步强调，对多年未分红或分红比例偏低的公司，将采取限制大股东减持、实施风险警示等监管手段；4 月 30 日，沪深证券交易所修订《股票上市规则》，明确规定：对于最近一个会计年度净利润和母公司年末未分配利润均为正值（即满足现金分红条件）的主板上市公司，若最近三个会计年度累计现金分红总额低于同期年均净利润的 30%，且累计分红金额不足 5 000 万元的，其股票将被 ST 处理。

同的是，“硬约束”政策具有广泛适用性和持续威慑效应，<sup>①</sup>使得符合条件的企业并未简单遵循监管最低标准发放“门槛股利”，这一现象与监管迎合假说的预期存在差异。因此，本文从规制理论视角揭示了上市公司分红决策的新动因，拓展了监管政策影响企业财务行为的研究维度。第三，本文从股票交易活跃度和定价效率两个层面考察了现金分红“硬约束”政策的市场反应，这不仅拓展了现金分红经济后果的研究范畴，也为上市公司分红监管政策的优化完善提供了实践启示。关于现金分红经济后果的现有研究大多集中于股价表现，较少从股票交易行为视角展开探讨。本文通过分析低分红企业在政策实施后提升分红水平所引发的股票交易量、换手率、买卖价差以及错误定价程度的变化，不仅从资本市场运行视角丰富了现金分红经济后果的研究内容，也为上市公司分红监管政策的持续改进提供了决策参考。

## 二、制度背景

相较于西方资本市场，我国资本市场起步较晚，中小股东权益保护机制尚不健全。具体而言，20世纪90年代，我国政府尚未建立针对中小投资者保护的现金分红监管体系，导致众多具备现金分红能力的上市公司现金分红比例偏低，甚至出现多年不分红的现象。为增强上市公司回报股东的意识并切实保障中小股东权益，证监会等监管部门自2001年起推出一系列分红监管政策。根据政策覆盖范围和约束强度的差异，这些政策演进大致可划分为现金分红引导、半强制分红、差异化分红和现金分红“硬约束”四个阶段。

### （一）现金分红引导阶段（2001—2007年）

2001年证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》结束了我国资本市场股利分配监管缺位的历史，首次明确要求对新股发行前存在不分红行为且无合理解释的公司实施重点监管。随后，2004年证监会出台《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，正式确立将上市公司再融资资格与现金分红相挂钩的监管原则。尽管上述政策尚未明确规定现金分红占企业利润的具体比例，但其施行后实施现金分红的公司数量逐步增加。继而，2006年证监会发布《上市公司证券发行管理办法》，首次明确规定公开发行证券需满足的最低现金分红比例，并倡导优先采用现金分红方式进行利润分配。这些政策文件对我国上市公司分红行为产生了积极的引导效应，但由于缺乏针对现金分红的量化监管标准，企业整体分红水平仍处在相对低位。

### （二）半强制分红阶段（2008—2011年）

2006年出台的《上市公司证券发行管理办法》未强制要求再融资公司必须通过现金分红方式实施股利分配，导致部分企业无需实际派现即可满足再融资条件，这与政策初衷存在偏差。针对这一情况，证监会于2008年出台《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，将再融资资格对应的现金分红比例标准从20%上调至30%，并明确规定股票股利不纳入分红计算范畴，从而进一步强化了现金分红的政策导向。然而，尽管该阶段针对上市公司分红行为的监管规定日趋细化和严格，但其政策约束范围仍仅针对具有再融资需求的企业，对无再融资需求或采用非公开融资方式的公司而言，相关监管要求并未产生直接约束效力。

<sup>①</sup> 在现金分红“硬约束”政策下，若企业在盈利年度仅按照监管最低标准实施现金分红（即近三年累计现金分红占年均净利润的30%），则可能在未来经营周期内面临显著的现金流压力。例如，某公司前两年保持盈亏平衡但未分配利润为正，因未满足现金分红“硬约束”条件而未进行派现；若该公司在本年度实现盈利，则当期现金分红金额不得低于归属母公司股东净利润的30%。对投资机会多但现金流相对紧张的企业而言，这种刚性分红要求将产生较大的现金支付压力。因此，为避免在未来被迫进行突击分红的可能性，上市公司更倾向于在盈利年度主动提高现金股利支付水平，从而有效抑制“门槛股利”异象的发生。

### (三) 差异化分红阶段(2012—2023 年)

2012 年,证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,要求上市公司切实强化回报股东的意识,制定清晰的股东回报规划,并加强现金分红相关信息披露。在此基础上,2013 年证监会出台《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》(简称《指引》),提出根据企业发展阶段实施差异化现金分红要求,突破了以往“一刀切”的政策模式;同年,上海证券交易所发布《上市公司现金分红指引》,明确规定对于具备现金分红条件但未实施现金分红或拟分红比例偏低的公司,需在董事会公告中详细说明具体原因。伴随上述政策的实施,沪深证券交易所自 2015 年起开始采用问询函形式的非行政处罚性监管手段,以强化上市公司分红信息披露要求。2022 年,证监会对《指引》进行修订,进一步强调提升现金分红透明度,引导上市公司提高现金分红水平。2023 年 12 月,证监会再次修订《指引》,鼓励上市公司增加现金分红频次,并要求财务投资占比较高但现金分红水平较低的公司详细阐释原因;深圳证券交易所修订的《上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》规定,对于具备现金分红条件但未实施现金分红或拟分红比例偏低的公司,需在披露利润分配方案时说明具体理由,阐明留存收益的使用方向及增强投资者回报的拟采取举措,以进一步提升现金分红透明度并强化信息披露监管力度。需要强调的是,尽管该阶段出台的各项政策持续强调上市公司在利润分配中应优先采用现金分红方式,并逐步加强对分红信息披露的要求,但并未强制要求具备分红能力的企业必须实施现金分红,因而本质上仍属于半强制分红制度范畴。

### (四) 现金分红“硬约束”阶段(2024 年至今)

2024 年 3 月 15 日,证监会发布《意见》,首次明确对长期不分红或分红水平偏低的上市公司采取限制控股股东减持、实施其他风险警示等强化监管措施,这标志着我国资本市场正式迈入现金分红“硬约束”阶段。随后,国务院于 4 月 12 日印发“新国九条”,除了重申对多年未分红或分红偏低企业实施风险警示外,还积极倡导具备条件的企业一年内实施多次分红;同日,沪深证券交易所分别发布针对主板、创业板和科创板的《股票上市规则》征求意见稿,首次将现金分红不达标情形纳入其他风险警示范畴,并针对不同交易板块设置差异化监管标准。此举不仅拓展了现金分红“硬约束”政策的内涵边界,而且提升了监管制度的可操作性。4 月 30 日,沪深证券交易所同步施行修订后的《股票上市规则》,宣告现金分红“硬约束”政策正式实施。如前所述,半强制分红政策仅对拟实施再融资企业强制要求现金分红,对其他企业则主要通过加强信息披露、问询约谈等“软约束”方式实施监管。相较而言,现金分红“硬约束”政策适用于所有满足现金分红条件的上市公司——一旦企业管理层未按监管要求执行现金分红,监管机构不仅将限制其大股东股份减持,还将对相关股票实施 ST 特别处理,此举将直接损害股东权益。实践中,即使大股东基于控制权收益考量愿意承担上述后果,中小股东也可通过股东大会“用手投票”来制约其自利行为,且以“投服中心”为代表的中小投资者权益保护机构对大股东侵害行为具有显著的制衡能力([陈运森等, 2021](#))。可见,现金分红“硬约束”政策将形成更强的约束效力,从而有效推动符合条件的上市公司履行现金分红义务。

随着上述系列政策的相继出台,我国上市公司现金分红监管体系日趋完善,分红实践持续优化。[图 1](#)展示了 2001—2024 年 A 股上市公司的现金分红情况。可以看出,自证监会明确将上市公司再融资资格与分红行为相挂钩以来,我国上市公司整体分红意愿显著提升,且在各个阶段的标志性政策颁布节点(如 2008 年、2012 年和 2023 年),均伴随上市公司平均股利支付率的明显跃升。从长期趋势来看,监管政策的持续强化有效推动了上市公司现金分红水平的稳步提升。

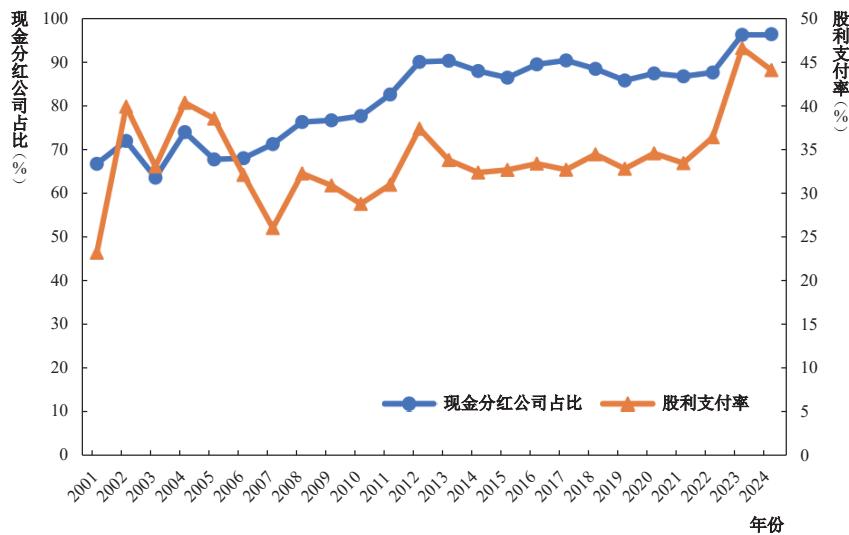


图 1 A 股上市公司现金分红情况

注：统计范围为满足现金分红条件的沪深证券交易所 A 股上市公司，数据来自 CSMAR 数据库。

### 三、文献回顾、理论分析与假设提出

#### (一) 文献回顾

1. 公司现金分红影响因素的相关研究。作为公司财务领域的经典议题，现金分红动因已得到国内外学者的广泛探讨并积累了丰富的研究成果。从内部特征看，现有文献主要围绕公司生命周期、盈利能力、治理结构等方面进行实证检验（[马鹏飞和董竹，2019](#)）；从外部动因看，现有文献重点考察了投资机会、机构投资者、媒体关注等因素的影响（[Huang 和 Paul, 2017](#)）。本文重点对涉及监管政策因素的相关文献进行梳理。

不少新兴市场国家曾推行强制性分红政策以保护中小投资者权益（[Martins 和 Novaes, 2012](#)），但这类“一刀切”的分红政策往往使企业仅参照最低监管标准进行股利分配（[Kirch 和 Vancin, 2022](#)），或通过计提准备金等方式人为压低公司利润，从而缩减现金分红总额。类似地，国内学者发现我国上市公司在制定分红政策时同样存在监管迎合动机。与 Baker 和 Wurgler（[2004](#)）提出的市场迎合理论不同，我国上市公司分红行为更多表现为对监管政策的迎合，这可能导致高分红企业仅发放满足监管要求的“门槛股利”（[李常青等, 2010](#)），同时出现有融资需求的企业必须先行派现才可再融资的“监管悖论”（[魏志华等, 2014](#)）。可见，将再融资资格与现金分红相挂钩不仅可能加剧企业的融资困境（[陈艳等, 2015](#)），而且无法提升无再融资需求企业的现金分红意愿（[刘星等, 2016](#)）。此外，为达到分红比例的监管要求，部分上市公司还可能通过操纵经营活动现金流，从而对公司价值产生不利影响（[周冬华和赵玉洁, 2014](#)）。

2. 公司现金分红经济后果的相关研究。从对企业价值的影响看，一方面，现金分红有助于缓解股东与管理层之间的代理问题（[Jensen, 1986](#)；[张海燕和陈晓, 2008](#)），因为现金分红会减少企业自由现金流，避免管理层将资金配置于非盈利性项目，从而抑制其道德风险行为（[唐雪松等, 2007](#)；[刘银国等, 2015](#)）；在半强制分红政策下，实施现金分红的企业通常具有外部融资需求，这将使其接受更加严格的债权人监督。另一方面，增加现金分红能够有效缓解大股东代理问题（[Chen 等, 2009](#)）。大股东可能通过关联交易、非经营性资金占用等途径侵害中小投资者权益（[窦欢和陆正飞, 2017](#)），而现金分红能够减少大股东掌控的自由现金流，从而降低代理成本并提升公司价值（[徐寿福和徐龙炳, 2015](#)），最终实现对中小股东利益的保护（[La Porta 等, 2000](#)）。

从市场反应看，股利信号理论指出，由于管理层与投资者之间存在信息不对称，发放现金股利能够向市场传递公司经营状况良好的积极信号(Baker 和 Wurgler, 2004)。部分学者验证了股利公告的信号传递效应，发现公司提升现金分红水平能够产生显著的超额收益(王静等, 2014)；但也有学者认为，公司增加分红未必真实反映其未来经营发展状况，因而增加分红的公告并未引起明显的正向市场反应(吕长江和许静静, 2010)，甚至可能出现业绩下滑现象(陆正飞等, 2010)。

现有研究为我们理解现金分红监管政策、影响因素及经济后果奠定了重要基础，但仍存在有待完善之处。第一，既往政策缺乏对所有企业具有强制约束力的分红要求，导致难以形成具有广泛适用性的普适性结论；第二，尽管现有经济后果研究涵盖了内部治理机制和外部投资者行为的影响，但对资本市场运行效率的系统性考察仍显不足。鉴于“硬约束”政策对不同分红水平企业可能产生差异化的行为引导效应，本文将对样本进行分组，重点考察该政策对低分红公司分红行为的影响及其经济后果。

## (二) 理论分析与假设提出

我国上市公司的现金分红行为在一定程度上受到监管政策的引导与约束，而各类监管政策也可能扭曲企业的分红动机与实践，从而催生“门槛股利”异象或分红“监管悖论”(李常青等, 2010; 魏志华等, 2014)。与以往约束效力有限的监管政策相比，现金分红“硬约束”政策具有两大显著特征：一是政策覆盖范围更广；二是监管手段更加刚性与强硬。显然，对于统一的现金分红监管标准，以往满足分红条件但实践各异的企业所感受的监管压力将存在差异，这种差异很可能导致“硬约束”政策对不同分红水平企业的分红行为产生异质性影响。

对于以往保持高派现的公司，由于其具备较强的盈利能力和充沛的现金流，在现金分红“硬约束”政策实施后，这类企业更有条件维持高比例分红。同时，高派现的绩优公司往往更注重声誉资本的长期积累，在分红监管趋严的背景下，其维持稳定高比例分红的动机更强。可见，现金分红“硬约束”政策对历史高派现公司的分红决策影响相对有限。基于此，本文将高派现公司作为比较基准，重点考察历史低分红企业在“硬约束”政策实施前后的分红行为变化情况。

对于以往满足现金分红条件但选择不分红或实施低分红策略的上市公司，在现金分红“硬约束”政策实施后，为避免因未达分红标准而导致股票被实施其他风险警示，这类企业势必将改变长期不分红惯例或提升分红比例，<sup>①</sup>从而表现出明显的监管迎合行为(谢知非, 2019)。具体而言，现金分红“硬约束”政策的作用机制主要体现在两个层面：第一，在“硬约束”政策出台前，对于无再融资需求的上市公司，监管部门通常仅能通过加强信息披露、问询约谈等“软约束”方式引导其分红行为；而在“硬约束”政策实施后，一旦满足分红条件的企业未达到规定分红标准，不仅大股东减持行为将受到限制，公司股票还将面临 ST 处理。一般而言，股票被 ST 处理后，市场流动性将显著下降，从而增加投资者持股风险；同时，处罚本身也会向市场传递公司治理合规性不足的负面信号，导致市场下调公司估值，从而损害股东财富(张海燕和陈晓, 2008)。因此，在“硬约束”政策的监管压力下，以往不分红或分红水平偏低的公司管理层将增强现金分红意愿，提升分红水平以达到监管要求，从而避免股东利益受损。第二，媒体报道能够增强利益相关方对现金分红“硬约束”政策的关注与认知，吸引中小投资者等外部主体参与公司现金分

<sup>①</sup> 例如，方大特钢在 2022—2023 年度连续盈利但未实施分红，而在《意见》出台后立即调整利润分配方案，每 10 股派发现金 1 元；类似地，吉林高速自 2019 年起连续五年保持盈利，但仅在 2021 年度进行象征性分红，在“新国九条”发布后也对原本拟定的不分红的利润分配预案做出了调整。

红决策,从而强化市场约束效力。自2024年3月15日证监会首次公布现金分红“硬约束”监管目标至2024年底,直接涉及《意见》、“新国九条”以及一年多次分红等内容的新闻报道及转载共计577篇,其中“新国九条”的百度搜索指数日均值高达589次。<sup>①</sup>一方面,政策在短期内被持续报道和解读将吸引更多中小投资者关注,提升其对监管政策内涵的理解以及对上市公司违规受罚所引发投资风险的认知,从而增强中小投资者参与公司分红决策的积极性;另一方面,随着我国资本市场投资者保护机制的不断完善,中小投资者可通过多元化渠道发挥外部监督作用。具体而言,当公司管理层因违反分红监管规定而导致股票面临ST风险时,中小投资者可选择卖出股票甚至卖空,通过“用脚投票”方式抵制大股东自利行为;同时,机构投资者与以投服中心为代表的中小投资者也可在涉及利润分配的股东大会上投反对票(陈运森等,2021),直接阻止管理层的自利行为及不合理甚至违规的股利分配决策。<sup>②</sup>

综上所述,现金分红“硬约束”政策的实施将从政府监管和市场约束两个层面共同增强对公司决策层的监督压力,推动以往具备现金分红能力但长期不分红或分红水平偏低的企业提升现金分红水平。由此,本文提出以下研究假设:

假设1a:与高现金分红公司相比,在现金分红“硬约束”政策实施后,以往分红水平较低的上市公司的现金分红意愿和分红水平将会上升。

当然,与持续实施高比例现金分红的绩优公司相比,以往分红水平偏低的企业可能面临更多投资机会且资金需求旺盛,同时其信息不对称程度较高,因而融资约束较强(黄宏斌等,2016)。若将留存收益用于提升现金分红比例,或将错失具有盈利潜力的投资机会。因此,为避免投资不足风险,企业决策层在现金分红“硬约束”政策实施后可能不会盲目提高分红水平。同时,与持续高派现的绩优公司相比,低分红企业往往具有较低的声誉资本(李小荣和罗进辉,2015),且通过增加现金分红来积累声誉资本的难度相对较大,使得这类企业通过提升分红比例向资本市场传递“优质企业”信号的动机较弱。相反,在难以维持稳定高派现的情况下,为缓解监管压力,以往低分红企业根据现金分红“硬约束”政策的监管要求灵活确定分红水平,不失为一种理性选择。由此,本文提出以下研究假设:

假设1b:与高现金分红公司相比,在现金分红“硬约束”政策实施后,以往分红水平较低的上市公司不会显著提高现金分红水平。

## 四、研究设计

### (一)数据来源与样本选取

本文选取2020—2024年沪深A股主板上市公司作为初始研究样本,主要基于以下两点考量:第一,现金分红“硬约束”监管目标及手段最早出现在2024年3月15日证监会发布的《意见》中,而超过97%的A股上市公司在此之后才披露2023年度利润分配预案,上市公司2023年度的股利分配决策势必受到该政策的影响,因此本文将2023年和2024年界定为“硬约束”政策实施后的观察期。第二,无论是半强制分红政策还是现金分红“硬约束”政策,监管部门都以上

<sup>①</sup> 搜索范围包括《中国证券报》《上海证券报》、巨潮资讯网、证券交易所官方网站、东方财富网、雪球社区以及大智慧等平台,在剔除重复信息后,对新闻原文及其转载内容进行汇总后得到总篇数。百度搜索指数数据为PC端与移动端搜索量的合计数。

<sup>②</sup> 常年保持高派现的格力电器在2017年度报告中宣布不派发现金红利,该决策引发包括机构投资者在内的中小股东强烈不满,年报公告当日股价盘中一度触及跌停板,连续两个交易日累计跌幅达12%;在2018年6月26日召开的股东大会上,超过15%的中小股东对《2017年度利润分配预案》投出反对票。在中小股东抛售股票、投反对票以及深交所问询等监管压力的共同作用下,公司于2018年半年报中宣布实施现金分红。

市公司过去三年(2020—2022 年)的累计分红情况作为判断现金分红是否达标的依据,因此本文将 2020—2022 年设定为政策实施前的对照期。为确保样本选取的有效性和合理性,本文依照表 1 所示过程进行样本筛选,最终得到 9 004 个公司一年份观测值。为控制极端值的潜在干扰,本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文主要数据来自 CSMAR 和 Wind 数据库,其他数据来自中国统计年鉴及各省统计年鉴。

### (二)模型构建与变量定义

为检验研究假设,本文参照魏志华等(2014)以及陈运森等(2024)的研究,构建如下双重差分计量模型:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat \times Post_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Firm_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,因变量  $Y$  表示现金分红情况,包括现金分红意愿( $DivDummy$ )和现金分红水平( $DivPayRate$ )两个维度。若企业在当年实施现金分红,则  $DivDummy$  取值为 1,否则为 0;  $DivPayRate$  表示年度股利支付率。 $Treat \times Post$  为现金分红“硬约束”政策效应变量,其中  $Treat$  表示受政策影响的低分红组。鉴于本文研究对象为主板上市公司,且沪深证券交易所为推动具备分红能力的企业提升派现水平,分别于 2013 年和 2023 年发布政策,要求年度股利支付率低于 30% 的公司详细披露不派现或低派现原因等信息,本文将该比例作为判定样本公司现金分红水平高低的标准之一;同时,为考察象征性分红企业受政策影响的特征,本文参照“硬约束”政策针对主板上市公司的监管标准,将三年累计派现金额不足 5 000 万元的企业纳入处理组。若企业在 2020—2022 年年均派现总额低于年均净利润的 30%,或三年累计派现金额少于 5 000 万元,则  $Treat$  取值为 1,否则为 0。 $Post$  为政策实施时间变量,在 2023 年及之后年度取值为 1,否则为 0。 $Controls$  表示影响企业股利分配决策的公司特征与宏观层面变量, $Firm$  和  $Year$  分别表示个体固定效应和年份固定效应。<sup>①</sup>参考魏志华等(2014)以及廖珂等(2018)的研究,本文控制了公司属性特征、财务特征、治理结构以及宏观环境四类变量。主要变量定义见表 2。

### (三)描述性统计与单变量检验

表 3 中 Panel A 结果显示,因变量  $DivDummy$  的均值为 0.914,表明样本中超过 91% 的上市公司选择实施现金分红。 $DivPayRate$  的均值为 0.420,表明样本公司年均股利支付率约为 42%;其标准差为 0.371,反映出不同企业间的分红水平存在显著差异。对于自变量, $Treat$  的均值为 0.542,表明处理组企业占样本量的一半以上。<sup>②</sup>Panel B 报告了不同组别公司在现金分红“硬约束”政策实施前后的持续分红情况。在“硬约束”政策实施前,仅有 37.24% 的低分红公司( $Treat=1$ )连续派现;而在政策实施后,超过半数的低分红公司选择持续实施现金分红。相比之下,虽然多数高分红公司( $Treat=0$ )在政策实施前后均连续派现,但政策落地后持续分红的公司比例有所下降。Panel C 报告了不同组别公司在“硬约束”政策实施前后的股利支付率均值差异。在政策实施后,低分红公司( $Treat=1$ )的股利支付率平均上升约 18 个百分点,而高分红公司

表 1 样本筛选过程

| 处理步骤                | 剩余样本量<br>(剔除样本量) |
|---------------------|------------------|
| 初始样本                | 20189            |
| 剔除创业板、科创板上市公司样本     | 12907(7282)      |
| 剔除不具备分红能力的样本        | 9642(3265)       |
| 剔除ST、金融类行业以及数据异常的样本 | 9004(638)        |

<sup>①</sup>需要指出的是,模型(1)中未纳入政策实施时间变量  $Post$ ,原因在于年份固定效应能够完全吸收该时间变量的影响;类似地,模型中也未纳入变量  $Treat$ ,这是因为个体固定效应会将其影响吸收。

<sup>②</sup>受篇幅限制,文中未报告控制变量的描述性统计结果,留存备索。

(*Treat*=0)的股利支付率均值仅上升约4个百分点。可见，现金分红“硬约束”政策的实施显著提高了低分红公司的分红意愿和分红水平，但对高派现公司的分红行为影响较为有限。上述结果为假设1a提供了初步的经验证据。

表2 变量定义

| 变量类型 | 变量符号              | 变量名称      | 变量定义  |
|------|-------------------|-----------|---|
| 因变量  | <i>DivDummy</i>   | 现金分红意愿    | 若企业当年选择进行现金分红，则取值为1，否则为0                                    |
|      | <i>DivPayRate</i> | 现金分红水平    | 股利支付率，等于企业当年现金分红总额与归属于母公司股东的净利润之比                           |
| 自变量  | <i>Treat</i>      | 政策作用对象    | 若企业在2020—2022年平均派现总额低于年均净利润的30%，或累计派现金额低于5 000万元，则取值为1，否则为0 |
|      | <i>Post</i>       | 政策实施时间    | 在2023年及之后取值为1，否则为0  |
| 控制变量 | <i>SIZE</i>       | 公司规模      | 企业总资产的自然对数  |
|      | <i>AGE</i>        | 上市年龄      | 企业上市年限的自然对数   |
|      | <i>LEV</i>        | 杠杆率       | 企业总负债/总资产   |
|      | <i>ROA</i>        | 盈利能力      | 净利润/总资产年末余额   |
|      | <i>GROWTH</i>     | 成长能力      | 企业营业收入增长率   |
|      | <i>CFO</i>        | 现金流       | 经营活动产生的现金流量净额/资产总额  |
|      | <i>TOP</i>        | 股权集中度     | 第一大流通股股东持股比例  |
|      | <i>INDEP</i>      | 独董比例      | 独立董事人数占董事会总人数的比例  |
|      | <i>MH</i>         | 管理层持股比例   | 管理层持股数/总股数  |
|      | <i>HHI_BANK</i>   | 地区银行业竞争程度 | 根据各年各银行在各城市的分支机构数量计算得到的赫芬达尔指数                               |
|      | <i>MKT</i>        | 地区市场化程度   | 樊纲的各省市场化指数  |

表3 描述性统计与单变量检验

| Panel A: 主要变量描述性统计      |       |        |            |        |        |                             |        |       |
|-------------------------|-------|--------|------------|--------|--------|-----------------------------|--------|-------|
| 变量                      | 样本量   | 均值     | 标准差        | 最小值    | 25%分位数 | 中位数                         | 75%分位数 | 最大值   |
| <i>DivDummy</i>         | 9 004 | 0.914  | 0.281      | 0.000  | 1.000  | 1.000                       | 1.000  | 1.000 |
| <i>DivPayRate</i>       | 9 004 | 0.420  | 0.371      | 0.000  | 0.210  | 0.330                       | 0.511  | 2.353 |
| <i>Treat</i>            | 9 004 | 0.542  | 0.498      | 0.000  | 0.000  | 1.000                       | 1.000  | 1.000 |
| <i>Post</i>             | 9 004 | 0.378  | 0.485      | 0.000  | 0.000  | 0.000                       | 1.000  | 1.000 |
| Panel B: 连续现金分红上市公司占比统计 |       |        |            |        |        |                             |        |       |
|                         |       |        | 2020—2022年 |        |        | 2023—2024年                  |        |       |
| 低分红公司( <i>Treat</i> =1) |       |        | 37.24%     |        |        | 51.27%                      |        |       |
| 高分红公司( <i>Treat</i> =0) |       |        | 78.55%     |        |        | 70.75%                      |        |       |
| Panel C: 股利支付率差异检验      |       |        |            |        |        |                             |        |       |
|                         |       | 政策实施前  |            | 政策实施后  |        | 均值差异                        |        |       |
| 低分红公司( <i>Treat</i> =1) |       | 21.37% |            | 39.53% |        | 18.16%***( <i>t</i> =23.55) |        |       |
| 高分红公司( <i>Treat</i> =0) |       | 56.50% |            | 60.97% |        | 4.47%**( <i>t</i> =3.45)    |        |       |

注：“\*”、“\*\*”和“\*\*\*”分别表示1%、5%和10%的显著性水平，括号内为经过个体层面聚类处理后的*t*值。下表同。

## 五、实证结果分析

### (一) 基准回归分析

本文对模型(1)进行回归分析，表4报告了基准回归结果。其中，列(1)和列(3)的因变量为现金分红意愿，列(2)和列(4)的因变量为现金分红水平。由列(1)和列(2)结果可见，在未加入控制变量时，变量 *Treat*×*Post* 的系数均在1%的水平上显著为正，表明现金分红“硬约束”政策

实施后,历史低分红公司的派现意愿显著增强,分红水平明显提升。在控制其他相关变量后,其系数依然在 1% 的水平上显著为正,表明“硬约束”政策的实施确实有效提升了历史低分红公司的现金分红意愿和分红水平,从而验证了本文的研究假设 1a。以列(4)为例,  $Treat \times Post$  的系数为 0.1081,这意味着在其他条件不变时,相较于高分红企业,“硬约束”政策的实施使低分红企业的股利支付率平均提高 10.81%,该效应具有显著的经济意义。可见,现金分红“硬约束”政策的实施能够显著改变历史现金分红水平偏低企业的分红行为,整体上增强了这类企业回报股东的意识,并推动其提升现金分红水平。

表 4 基准回归分析

|                            | (1) <i>DivDummy</i> | (2) <i>DivPayRate</i> | (3) <i>DivDummy</i> | (4) <i>DivPayRate</i> |
|----------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
| <i>Treat</i> × <i>Post</i> | 0.0805***<br>(7.73) | 0.1238***<br>(8.19)   | 0.0828***<br>(7.84) | 0.1081***<br>(7.43)   |
| <i>Controls</i>            | 未控制                 | 未控制                   | 控制                  | 控制                    |
| 个体和年份固定效应                  | 控制                  | 控制                    | 控制                  | 控制                    |
| <i>N</i>                   | 9 004               | 9 004                 | 9 004               | 9 004                 |
| <i>adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.385               | 0.382                 | 0.396               | 0.415                 |

#### (二) 稳健性检验<sup>①</sup>

为排除不可观测因素、模型设定偏误以及样本选择偏差的潜在干扰,本文进行了平行趋势检验、安慰剂检验、Hausman-Taylor 估计、倾向得分匹配以及熵平衡匹配等一系列内生性检验。此外,本文还进行了排除替代性解释、剔除实施再融资样本等多项稳健性检验。经过上述检验,本文的基准回归结论依然成立。

#### (三) 异质性分析

上市公司的分红决策通常受到内部控制权结构和外部监管环境的双重影响,这可能导致现金分红“硬约束”政策的实施效果因作用对象所处的特定情境而呈现异质性。具体而言,监管环境直接决定政策执行的制度基础和合规压力,而大股东代理问题和股权治理结构则影响公司决策层对监管政策的响应动机和能力。基于此,本文从外部环境和内部治理两个维度切入,分别基于地区法治水平、国有资本收益上缴、大股东代理问题以及机构投资者监督力度进行异质性分析,旨在厘清现金分红“硬约束”政策推动低分红公司增加现金分红的约束条件和作用边界。

1. 地区法治水平。法治环境是支撑经济增长的关键制度基础(万良勇, 2013)。在法治水平较低的地区,由于对股东权益的保护不足和监管力度薄弱,当地上市公司更易出现不分红或异常低分红等现象;然而,“硬约束”政策将为所有满足现金分红条件但未达分红标准的企业施加较强的监管压力,因而可能在法治水平较低的地区产生更加显著的政策效应。基于此,本文参照余明桂和潘红波(2008)的研究方法,采用每万人中执业律师人数来衡量地区法治水平,并按照行业一年份中位数将样本划分为法治水平高、低两组。分组回归结果见表 5 列(1)和列(2),在地区法治水平较低组,  $Treat \times Post$  的系数显著大于法治水平较高组。这表明现金分红“硬约束”政策在法治水平较低的地区更能发挥外部治理作用。

2. 产权性质。自国务院 2007 年发布《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》以来,国有控股企业的收益上缴(现金分红)已形成常态化制度安排。在此制度背景下,对于本就面临强制性分红要求的国有控股企业,现金分红“硬约束”政策的实施对其分红行为可能难以产生显著

<sup>①</sup> 受篇幅限制,文中未报告稳健性检验结果,留存备索。

表 5 基于外部监管环境的异质性分析

|                     | 地区法治水平低             | 地区法治水平高             | 非国有企业               | 国有企业                |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                     | (1)DivPayRate       | (2)DivPayRate       | (3)DivPayRate       | (4)DivPayRate       |
| Treat×Post          | 0.1248***<br>(6.18) | 0.0848***<br>(3.99) | 0.1234***<br>(6.07) | 0.1004***<br>(5.41) |
| Controls            | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 个体和年份固定效应           | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| N                   | 4 404               | 4 600               | 5 625               | 3 379               |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.414               | 0.424               | 0.420               | 0.403               |
| 组间系数差异检验P值          | 0.000               |                     | 0.000               |                     |

注：本文采用的组间系数差异检验方法为Fisher的1 000次抽样检验。将因变量替换为DivDummy后，基于表5和表6所示结果得出的研究结论保持一致。受篇幅限制，表中未报告相应的检验结果，留存备索。

影响。基于此，本文根据产权性质将样本划分为国有企业与非国有企业两个子样本，并分别进行分组回归。[表5](#)列(3)和列(4)结果显示，在非国有企业组，Treat×Post的系数显著大于国有企业组。这表明现金分红“硬约束”政策对非国有企业形成了更大的分红合规压力，使其在政策实施后展现出更大的派现提升幅度。

3. 大股东代理问题。存在“掏空”动机的大股东可能通过操纵股东大会决议来避免或减少现金分红([王化成等，2007](#))。而在大股东代理问题较轻的企业中，大股东更倾向于与中小股东共享公司经营成果，这类企业往往在“硬约束”政策实施前已保持相对合理的现金分红水平，因此“硬约束”政策对其分红行为的促进效应可能较为有限。本文参照胡茜茜等([2018](#))的研究方法，采用其他应收款占总资产比例的行业—年份中位数将样本划分为大股东代理成本高、低两组。[表6](#)列(1)和列(2)结果显示，在代理成本较高组，Treat×Post的系数显著大于代理成本较低组。这表明“硬约束”政策作为保护中小股东分红权的外部治理机制，在强化上市公司回报股东意识方面发挥了积极作用。

表 6 基于内部治理结构的异质性分析

|                     | 大股东代理成本低            | 大股东代理成本高            | 机构投资者持股比例低          | 机构投资者持股比例高          |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                     | (1)DivPayRate       | (2)DivPayRate       | (3)DivPayRate       | (4)DivPayRate       |
| Treat×Post          | 0.0791***<br>(3.70) | 0.1435***<br>(6.70) | 0.1116***<br>(6.48) | 0.0854***<br>(3.07) |
| Controls            | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 个体和年份固定效应           | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| N                   | 4 473               | 4 531               | 7 201               | 1 803               |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.402               | 0.444               | 0.410               | 0.515               |
| 组间系数差异检验P值          | 0.000               |                     | 0.000               |                     |

4. 机构投资者持股。不同类型的投资者对现金股利的偏好通常存在差异([Short等，2002](#))。具体而言，银行等财务型机构投资者更倾向于持有具备持续现金分红能力的公司股票，而散户投资者由于存在较强的投机心理且面临较高的现金红利税率，通常对现金股利偏好较弱。基于此，本文根据银行、信托、保险公司、社保基金以及财务公司这五类财务型机构投资者的持股比例之和，将样本划分为机构持股比例高、低两组。[表6](#)列(3)和列(4)结果显示，在机构持股比例较低组，Treat×Post的系数显著大于持股比例较高组。这表明“硬约束”政策的实施能够有效弥补机构投资者监督力度不足而导致公司决策层分红动力弱化的问题，从而推动机构持股比例较低的企业在政策落地后显著提升现金分红水平。

#### (四) 经济后果分析

现金分红“硬约束”政策的实施能够使低分红公司提升派现意愿并加大分红力度,这将改变股票投资回报模式并降低投资者持股风险。那么,投资者的股票交易行为及资本市场定价效率是否会因此发生变化?为系统考察上述问题,本文从以下两个维度探究“硬约束”政策在股票市场层面的经济效应:第一,股票交易活跃度——以个股交易量(*Volume*)和换手率(*Turnover*)作为代理变量,检验低分红公司提高派现水平能否增强投资者参与股票交易的积极性,从而提升股票交易活跃度;第二,股票市场定价效率——以股票买卖价差(*Spread*)和市场错误定价程度(*Misvaluation*)作为代理变量,探究“硬约束”政策能否推动低分红公司的特质信息融入股票定价过程中。为回答上述问题,本文构建如下模型进行回归分析:

$$Y_{it} \text{ 或 } Y_{-1,it} = \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 BETA_{it} \\ + \beta_5 OtherControls_{it} + \sum Firm_i + \sum Year_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,因变量  $Y$  和  $Y_{-1}$  分别表示上市公司股利分配预案公告当月和次月的相应指标,具体定义见下文;自变量为政策实施变量  $Treat \times Post$ ;鉴于股票市场运行效率与公司股利分配行为的影响因素存在差异,参考苏冬蔚和麦元勋(2004)以及陈梦根和毛小元(2007)的研究,本文在模型(2)中控制了账市比( $MB$ )、股价( $PRICE$ )和贝塔系数( $BETA$ ),同时将企业规模变量替换为股票市值的自然对数,并剔除了成长性( $GROWTH$ ),其他控制变量与模型(1)保持一致。

1. 股票交易活跃度。现金分红“硬约束”政策引致的上市公司分红水平提升,有望增强股票交易的活跃度。一方面,基于 Miller 和 Rock(1985)的股利信号模型,“硬约束”政策通过设定统一的最低分红标准,限制了管理层通过调节分红水平向资本市场传递信号的自主空间,使得现金分红增长成为更具公信力的盈利质量认证(Kanagaretnam 等,2007)。而现金分红信号功能的有效发挥更能吸引长期型机构投资者增持股份,这类投资者在股票交易中表现出较低的逆向选择概率和较长的持仓周期,有助于提升股票交易量。同时,“硬约束”政策对“铁公鸡”公司分红行为的规范调整将使市场对历史低分红标的进行价值重估,这一价值发现过程将驱动股票交易量显著增加。另一方面,根据流动性定价理论,现金分红通过降低投资者持股的机会成本,能够提升股票的流动性溢价。在“硬约束”政策背景下,现金分红的稳定性将缩短投资者获取股息回报的等待周期,有助于吸引偏好现金股利的投资者参与股票交易,从而推动股票交易频率的提升。

参考程新生等(2015)以及乔国荣等(2021)的研究方法,本文将个股交易量(*Volume*)定义为月度内日均交易量的自然对数,换手率(*Turnover*)为月度内日均换手率,其中日换手率等于个股单日总成交量与流通股总股数之比。**表 7** 列(1)和列(2)的因变量为股利分配预案公告当月和次月的交易量,列(3)和列(4)的因变量为对应时期的换手率。列(1)和列(3)结果显示,自变量的系数均显著为正,表明“硬约束”政策实施后,低分红公司增加现金分红能显著提升其股票交易活跃度;列(2)和列(4)中自变量的系数依然显著为正,表明“硬约束”政策对股票交易的促进效应在股利分配预案公告次月依然持续。上述结果表明,现金分红“硬约束”政策通过提升上市公司分红水平,有助于增强个股流动性和提高资本市场活跃度。

2. 股票市场定价效率。现金分红“硬约束”政策引致的上市公司现金分红水平提升,可能通过优化资本市场信息环境而提高定价效率。第一,由于“硬约束”政策设定了最低分红标准,管理层若要通过现金分红向市场传递信号,就需要制定差异化的分红策略。这将提升上市公司的信息透明度,有助于缓解投资者间因信息不对称而引发的估值分歧,从而降低做市商设定的买卖价差(Amihud 和 Mendelson, 1986)。第二,“硬约束”政策对异常低分红的惩戒机制不仅有助于抑制大股东的掏空行为,还能使管理层在不分红或降低分红时详细披露资金用途,从而揭示

表 7 基于股票交易活跃度的经济后果分析

|                     | 交易量                |                   | 换手率                |                    |
|---------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
|                     | (1) Volume         | (2) Volume_1      | (3) Turnover       | (4) Turnover_1     |
| Treat×Post          | 0.0754**<br>(2.50) | 0.0603*<br>(1.90) | 0.1785**<br>(2.50) | 0.1529**<br>(2.01) |
| Controls            | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 |
| 个体和年份固定效应           | 控制                 | 控制                | 控制                 | 控制                 |
| N                   | 9 003              | 9 001             | 9 003              | 9 001              |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.723              | 0.711             | 0.264              | 0.239              |

更多关于公司前景的信息，为投资者合理评估股票价值提供依据。第三，公司分红政策与信息中介之间的互动关系也会影响定价效率。稳定的现金分红将吸引更多机构投资者持股，而机构投资者通过调研获取的公司分红相关信息将通过研究报告和股票交易实时反映在股价中，这有助于降低因分红信息不充分而导致的市场错误定价程度。

本文选取股票买卖价差(*Spread*)和股票市场错误定价(*Misvaluation*)作为代理变量，对模型(2)进行回归分析。参考乔国荣等(2021)的研究，本文将股票买卖价差(*Spread*)定义为月末市场上最佳卖价与最佳买价之间差额的绝对值；同时，借鉴 Rhodes-Kropf 等(2005)的方法，对基于股东权益的账市比分解得出的企业层面定价效率因子取绝对值，以此衡量股票市场错误定价(*Misvaluation*)，该指标数值越小表明股票错误定价程度越低。<sup>①</sup>表 8 列(1)和列(2)的因变量为股利分配预案公告当月和次月的股票买卖价差，列(3)和列(4)的因变量为对应时期的股票市场错误定价。列(1)和列(3)结果显示，自变量的系数均显著为负，表明“硬约束”政策实施后，低分红公司增加现金分红会显著降低其股票买卖价差；列(2)和列(4)中自变量的系数依然显著为负，表明“硬约束”政策产生的股票估值信息效应在股利分配预案公告次月依然持续。上述结果表明，实施现金分红“硬约束”政策有助于投资者将公司特质信息及时纳入股票估值过程中，从而提升股票市场定价效率。

表 8 基于股票市场定价效率的经济后果分析

|                     | 股票买卖价差              |                      | 股票市场错误定价             |                      |
|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                     | (1) Spread          | (2) Spread_1         | (3) Misvaluation     | (4) Misvaluation_1   |
| Treat×Post          | -0.0011*<br>(-1.73) | -0.0012**<br>(-1.97) | -0.0510**<br>(-2.48) | -0.0530**<br>(-2.37) |
| Controls            | 控制                  | 控制                   | 控制                   | 控制                   |
| 个体和年份固定效应           | 控制                  | 控制                   | 控制                   | 控制                   |
| N                   | 9 003               | 9 001                | 9 003                | 9 001                |
| adj. R <sup>2</sup> | 0.683               | 0.661                | 0.209                | 0.203                |

## 六、研究结论与启示

相较于半强制分红政策和差异化分红政策，现金分红“硬约束”政策不仅彰显了监管全覆盖的政策导向，还引入了更加严格的股票交易相关处罚措施，有望完善现金分红外部监管约束体系，从而可能对我国上市公司的股利分配决策产生深远影响。本文将现金分红“硬约束”政策

<sup>①</sup> 鉴于股票定价效率与股价、市账比之间可能存在一定程度的共线性，在以资本市场定价效率作为因变量的回归分析中，本文剔除了 PRICE 和 MB 这两个变量。

出台作为准自然实验,选取 2020—2024 年沪深 A 股主板上市公司作为研究样本,考察了“硬约束”政策实施对我国上市公司现金分红行为的影响及其经济后果。研究发现,与高分红公司相比,现金分红“硬约束”政策的实施更能显著提升低分红公司的现金分红意愿和分红水平。上述政策效应在法治水平较低、非国有控股、大股东代理问题较为严重以及财务型机构持股比例较低的企业中更加显著。经济后果分析表明,现金分红“硬约束”政策能够有效提高低分红公司的股票交易活跃度和股票市场定价效率。

本文的研究发现蕴含以下政策启示:第一,上市公司应理性看待现金分红“硬约束”政策,在制定股利分配决策前充分研判投资者的分红预期。对于投资机会多但现金流相对紧张的企业,应优先满足分红监管的最低要求,避免强约束制约公司长期发展;而对于增长趋缓但现金流充裕的企业,则可适度提高或维持较高现金分红水平,借此积累声誉资本,为股权再融资创造有利条件。第二,政策制定部门需密切监测政策实施成效,动态优化顶层设计。在现行较低分红监管标准下,证券监管部门应重点关注具备分红能力但分红水平偏低企业可能存在的机会主义行为,及时识别并约束其通过向下盈余管理规避现金分红的行为。同时,可依据企业发展阶段和财务能力实施分类监管,设置差异化的分红监管标准,通过优化分红监管政策来提升资本市场资金配置效率。第三,证券监管部门应通过强化分红监管执行力度,助推资本市场定价效率提升。一方面,严格实施针对低分红企业的强约束措施,对未达分红标准的企业坚决执行大股东减持限制、ST 特别处理等规定,使其提升分红水平,向市场传递更明确的公司价值信号;另一方面,依托强制信息披露制度,要求低分红企业详尽披露分红决策依据和未来分红规划,引导投资者理性参与股票交易,从而进一步发挥现金分红“硬约束”政策对资本市场定价效率的提升作用。

#### 参考文献:

- [1]陈梦根,毛小元.股价信息含量与市场交易活跃程度[J].金融研究,2007,(3):125—139.
- [2]陈艳,李鑫,李孟顺.现金股利迎合、再融资需求与企业投资——投资效率视角下的半强制分红政策有效性研究[J].  
会计研究,2015,(11):69—75.
- [3]陈云玲.半强制分红政策的实施效果研究[J].金融研究,2014,(8):162—177.
- [4]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021,(6):142—158.
- [5]陈运森,周金泳,彭嘉续.中国上市公司分红的动因研究——基于机器学习的证据[J].中国工业经济,2024,(5):155—173.
- [6]程新生,熊凌云,彭涛.信息披露行为差异的经济后果——基于市场反应、股票交易量及股票收益波动性实证研究[J].  
系统工程,2015,(10):98—107.
- [7]窦欢,陆正飞.大股东代理问题与上市公司的盈余持续性[J].会计研究,2017,(5):32—39.
- [8]胡茜茜,朱永祥,杜勇.网络环境下中小股东的治理效应研究——基于代理成本视角[J].财经研究,2018,(5):109—120.
- [9]黄宏斌,翟淑萍,陈静楠.企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J].金融研究,  
2016,(7):96—112.
- [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):144—155.
- [11]李小荣,罗进辉.媒体关注与公司现金股利支付[J].经济理论与经济管理,2015,(9):68—85.
- [12]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,2018,(4):172—189.

- [13] 刘星, 谭伟荣, 李宁. 半强制分红政策、公司治理与现金股利政策[J]. *南开管理评论*, 2016, (5): 104–114.
- [14] 刘银国, 焦健, 张琛. 股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察[J]. *南开管理评论*, 2015, (4): 139–150.
- [15] 陆正飞, 王春飞, 王鹏. 激进股利政策的影响因素及其经济后果[J]. *金融研究*, 2010, (6): 162–174.
- [16] 吕长江, 许静静. 基于股利变更公告的股利信号效应研究[J]. *南开管理评论*, 2010, (2): 90–96.
- [17] 马鹏飞, 董竹. 股利折价之谜——基于大股东掏空与监管迎合的探索[J]. *南开管理评论*, 2019, (3): 159–172.
- [18] 乔国荣, 马遥, 毛婧宁, 等. 股市资金面和持股结构对股票流动性的影响——基于深市订单深度和买卖价差的实证检验[J]. *金融监管研究*, 2021, (5): 49–65.
- [19] 苏冬蔚, 麦元勋. 流动性与资产定价: 基于我国股市资产换手率与预期收益的实证研究[J]. *经济研究*, 2004, (2): 95–105.
- [20] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. *会计研究*, 2007, (7): 44–52.
- [21] 万良勇. 法治环境与企业投资效率——基于中国上市公司的实证研究[J]. *金融研究*, 2013, (12): 154–166.
- [22] 王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. *管理世界*, 2007, (1): 122–127.
- [23] 王静, 张天西, 郝东洋. 发放现金股利的公司具有更高盈余质量吗? ——基于信号传递理论新视角的检验[J]. *管理评论*, 2014, (4): 50–59.
- [24] 魏志华, 李常青, 吴育辉, 等. 半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论——基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究[J]. *会计研究*, 2017, (7): 55–61.
- [25] 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): 100–114.
- [26] 谢知非. 双重迎合与现金股利平稳性——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. *会计研究*, 2019, (11): 78–84.
- [27] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]. *管理科学*, 2015, (1): 96–110.
- [28] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营商业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008, (8): 9–21.
- [29] 张海燕, 陈晓. 投资者是理性的吗? ——基于 ST 公司交易特性和价值的分析[J]. *金融研究*, 2008, (1): 119–131.
- [30] 周冬华, 赵玉洁. 半强制性分红政策与经营活动现金流操控[J]. *会计研究*, 2014, (9): 37–44.
- [31] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 17(2): 223–249.
- [32] Baker M, Wurgler J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(2): 271–288.
- [33] Chen D H, Jian M, Xu M. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17(2): 209–223.
- [34] Huang W, Paul D L. Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2017, 64: 152–161.
- [35] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–329.
- [36] Kanagaretnam K, Lobo G J, Whalen D J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2007, 26(4): 497–522.
- [37] Kirch G, Vancin D. Mandatory dividend, agency problems, and corporate investment[R]. Working Paper, 2022.
- [38] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 1–33.
- [39] Martins T C, Novaes W. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 953–967.

- [40]Miller M H, Rock K. Dividend policy under asymmetric information[J]. *The Journal of Finance*, 1985, 40( 4) : 1031–1051.
- [41]Rhodes-Kropf M, Robinson D T, Viswanathan S. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(3): 561–603.
- [42]Short H, Zhang H, Keasey K. The link between dividend policy and institutional ownership[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(2): 105–122.

## “Hard Constraint” Policy on Cash Dividends and Dividend Distribution Behavior of Listed Companies

Qing Xiaoquan<sup>1</sup>, Zhao Xueqing<sup>2</sup>, Zhao Yiming<sup>3</sup>

(1. School of Accountancy, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;  
2. School of Economics and Management, Beijing Polytechnic University, Beijing 100176, China;  
3. China Center for Information Industry Development, Beijing 100081, China)

**Summary:** Persistent issues of Chinese listed companies emphasizing fundraising over shareholder returns remain unaddressed due to inadequate dividend regulations or weak enforcement. Many eligible firms avoid or pay abnormally low dividends, undermining stable return expectations, fuelling speculative trading, and hampering long-term investment and capital market health. To address this, the State Council, CSRC, and exchanges in 2024 introduced the “hard constraint” policy on cash dividends. It features two key improvements: broader coverage, encompassing all eligible listed firms (including non-refinancing ones); and stricter enforcement, with penalties like restricting major shareholders’ share reductions and imposing ST designations on non-compliant firms. This raises a critical question: Can this policy enhance firms’ shareholder return awareness, boost dividend payouts, and improve capital market efficiency?

Based on data from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2020 to 2024, this paper adopts a quasi-natural experiment with a DID model to examine changes in dividend behavior among previously low-dividend firms after the implementation of “hard constraint” policy and its economic outcomes. The results show that the policy significantly increases dividend willingness and payouts among low-dividend firms. Heterogeneity analysis indicates a stronger effect in firms with weaker regional legal environments, non-state ownership, severe major shareholder agency issues, and low institutional ownership, highlighting the role of the policy as a critical governance supplement in underdeveloped regulatory and internal governance settings. Additionally, increased dividends post-policy improve stock trading activities and reduce bid-ask spreads and mispricing, enhancing market efficiency.

This paper has the following contributions: (1) It provides direct empirical evidence on the effectiveness of the policy, supplementing the research on China’s dividend regulations. (2) It enriches the literature on how regulatory policies affect corporate financial behavior, offering insights distinct from “threshold dividend” phenomena under prior semi-mandatory policies. (3) It expands the analysis of dividend policy consequences by linking firm payout behavior to market efficiency, providing valuable references for policymakers.

**Key words:** cash dividends; “hard constraint” policy; stock trading; pricing efficiency

(责任编辑 康 健)