

2014年3月
第36卷 第3期

山西财经大学学报
Journal of Shanxi Finance and Economics University

Mar., 2014
Vol. 36 No.3

财务与会计

我国上市公司边分红边投资异象与会计信息的资源配置调节功能研究

孙 刚

(浙江财经大学 会计学院,浙江 杭州 300018;宁波工程学院 经管学院,浙江 宁波 315211)

[摘要]以我国“半强制分红”管制为制度背景,实证考察了上市公司边分红边投资异象以及会计信息的资源配置调节功能。研究发现,高质量的会计信息对上市公司边分红边投资异象具有显著的抑制作用,而会计信息对资源配置的调节功能在金融发展环境良好的地区以及公司治理质量高、无形资产和研发投入多、成长性高的企业中尤为明显。探索会计信息对上市公司边分红边投资异象的调节功能及其发生机理,能够丰富和拓展有关会计信息与资本配置效率关系的研究,具有一定的理论和现实意义。

[关键词]边分红边投资;会计信息;资源配置

[中图分类号] F23

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2014)03-0110-15

The Anomaly of Paying Dividend while Investing and Constraining Effect of Accounting Information's Capital Allocation Function

SUN Gang

(School of Accountancy, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018;

School of Economics and Management, Ningbo University of Technology, Ningbo 315211, China)

Abstract: This paper examines the anomaly of paying dividend while investing in Chinese listed firms and the constraining effects of accounting information's capital allocation function. The result indicates that there is a significantly constraining effect of high quality accounting information on the above anomaly and the effect is more obvious for firms located at poor financial development regions and for firms with well-functioned corporate governance, high intangible and R&D investment or high growth option. The paper studies the mechanism of accounting information in constraining the anomaly of paying dividend while investing and provides an extension to literature relating to accounting information and capital allocation efficiency, which has theoretical and empirical implications.

Key Words: paying dividend while investing; accounting information; capital allocation

一、引言

本文主要考察会计信息披露质量对上市企业现金股利分配与投资活动关系的调节功能。一般来说,企业拿出较多的现金进行利润分配,意味着企业的投资机会有限,投资活动对现金的需求较少。Miller 和 Modigliani(1961)指出,在一个完美的资本市场

中,现金股利政策与企业价值不相关,只有投资活动才是为企业创造利润的主要驱动因素。但在充满摩擦的金融环境中,现金股利政策确实会影响企业投资行为,特别是当企业的控股股东及其代理人等内部人掌握着比外部投资者更多有关公司投资价值的信息时,由此产生的逆向选择和道德风险冲突会严

[收稿日期] 2014-02-05

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(70972060);浙江省教育科学规划项目(SCG232);宁波市软科学项目(2013A10007)

[作者简介] 孙 刚(1977-),男,河北沧州人,浙江财经大学会计学院、宁波工程学院教师,管理学(会计学)博士,工商管理在站博士后,研究方向是会计信息与资本市场。

重束缚企业获取外部融资的能力(Jensen and Meckling, 1976; Myers and Majluf, 1984)。因此,企业必须在利润分配与投资活动所需资金之间进行两难选择,要进行利润分配就必须酌情放弃一些可能有利可图的投资机会。企业管理者若想向投资者传达积极的信号,稳定的现金股利政策也是不可触碰的“红线”。但这里有一个前提,即企业可以自由选择适合自己的现金股利政策,其现金股利政策是不受管制的。我国长期的股权分置、投资者保护不到位以及股权结构高度集中所导致的制度缺陷,使得企业现金股利政策受到操纵,成为利益侵占的工具,这也是我国资本市场中上市公司“异常高派现”和“零派现”乱象产生的重要制度因素。

有鉴于此,我国证券监管部门自 2001 年 3 月以来发布了多个规范上市公司股利分配的文件,最初要求“多年不分红的上市公司董事会对不分配未给出合理解释的,主承销商须在尽职调查中予以说明”,其后的要求越来越详细、具体,更有针对性。2008 年 10 月颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,要求企业公开发行证券融资应符合最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的平均可分配利润的 30%,即将分红历史列为公开再融资的必要条件,而且明确了现金分红比例。2012 年 5 月颁布的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,要求拟上市公司在招股说明书中做好利润分配信息的披露,制定对股东进行回报的合理规划,从源头上进一步加强了上市公司的现金分红监管。2013 年 11 月,证监会颁布的《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》(以下简称《3 号指引》),加强了对上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制的督促,旨在提高现金分红的透明度,支持上市公司分红的差异化和多元化。《3 号指引》的第 5 条规定,上市公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素,区分各类情形,按照公司章程规定的程序,提出差异化的现金分红管制政策。

可见,我国上市公司的现金股利政策具有一定的“半强制”特点,分红管制造就了上市公司投融资活动中的诸多“悖论”(李常青等,2010; 朱凯等,2011)。“悖论”之一就是,很多有投资需求的上市公司为了满足现金分红的监管要求,获得公开融资机会,不得不边分红边投资,出现了分红、融资、投资三者同增同减的异象,无形中增加了企业的投融资成本,特别是在信息不对称程度较高的企业中,这一问题更为严重。本文试图从信息不对称的角度,分析高

质量会计信息披露对企业分红、融资、投资同增减异象的调节功能,进一步将会计信息的调节功能置于金融市场化进程以及公司治理内外双重制度环境中加以考察,以厘清会计信息发挥作用的制度环境和信息环境基础。研究的重点锁定在一些信息阻塞问题可能较为严重的企业,如成长性高、无形资产和研发投入比重大的企业。在学术贡献方面,本研究有望成为 MM(1961)股利无关理论的经验补充,即高质量的会计信息能够降低企业的信息不对称程度,使企业的投资活动独立于股利分配活动,进而证实股利无关论在会计信息披露质量较高的企业中可能更为适用。

本研究有助于深化我们对会计信息在公司财务决策中作用的理解,即投资和利润分配决策是最重要的两类财务决策行为,由信息不对称所导致的外部融资约束可能是公司不得不放弃有利可图的投机机会的重要影响因素。这一研究发现有利于理解上市公司中存在的边分红边投资异象,特别是对于无形资产投资比重较高、研究开发投资较多的高成长公司,以及处于发达金融市场环境中的公司和欠发达金融市场环境中公司治理良好的公司来说,会计信息的资源配置调节功能更有价值。本研究有别于其他有关会计信息质量与企业投资效率关系的研究,如 Biddle 和 Hilary(2006)、Biddle 等(2009)只考虑了投资行为,而没有考虑股利决策。本研究是建立在 Miller 和 Modigliani(1961)股利无关论的基础上,重点关注会计信息是如何影响上市公司股利政策与投资决策两者关系的。

本文其余部分的内容安排如下:第二部分是文献回顾与研究假说,第三部分是数据选择、变量定义与研究设计,第四部分是实证检验与分析,第五部分是内生性处理,第六部分是研究结论。

二、文献背景与研究假说

Miller 和 Modigliani(1961)在其开创性的研究中指出,在一个完美的资本市场中,股利分配与公司价值是不相关的。他们认为,只有投资行为才会创造盈利和现金流量,从而影响公司价值,投资活动与股利政策是独立的,即投资-股利决策相互分离原则(Fama and Miller, 1972)。尽管投资决策或多或少地会影响公司的股利政策,但分离原则告诉我们,企业的股利政策是不会影响其投资活动的。有关股利无关论的实证文献汗牛充栋,这些文献大体可以分为两类:一类主要关注股利宣告的市场反应,另一类则主要关注股利政策对投资行为的影响,也就是对分离原则的考察。

第一类文献主要通过分析股利宣告的市场反

应,验证股利无关论。很多研究发现,投资者通常会对企业股利增加(或减少)的宣告给予正面(或负面)的反应,但究竟是什么原因导致投资者做出如此反应,证据并不一致。一种解释是基于信息不对称理论的股利宣告信号假说,该假说认为,公司内部人与外部投资者之间存在信息不对称,股利宣告是企业内部人向外部投资者传递的一个有成本的“可置信”信号,该信号向投资者传递了有关公司未来盈利前景的私人信息(Miller and Rock, 1985)。信号假说表明,股利宣告仅具有信息含量,但它不会实际影响企业现金流量。换言之,该假说支持了MM(1961)的分离原则,即股利宣告向市场传递了有关企业未来投资活动的新信息,从而导致了股价变化,而股利变化本身不会影响公司价值(DeAngelo et al., 2009)。另一种解释是自由现金流假说(Jensen, 1986),该假说认为,企业内部人与外部投资者之间存在委托-代理成本,股利分配可以减少企业自由现金流量带来的过度投资。该假说提出,股利分配对企业现金流量和投资活动均有实际作用,而这与股利无关论是不一致的。由于股利宣告既起到改变投资者对企业未来现金流量预期的信号作用,也如自由现金流量假说所预期的,还会影响企业实际的现金流量,这两方面的效应很难完全区分开来,从而导致了很多文献的证据不一致(Denis et al., 1994; Lang and Lizenberger, 1989; Kane et al., 1984)。

第二类文献主要检验股利无关理论中的分离原则。早期的研究结论是不一致的(Fama, 1974; Smirlock and Marshall, 1983; Dhrymes and Kurz, 1967),但近期的研究却得到了比较一致的结论,即股利政策会对企业的投资活动产生负面影响,甚至会导致投资不足。在Brav等(2005)对384位财务总监的调查中,受访高管认为,股利分配会对企业投资活动产生负面影响,而且管理者非常不愿意削减现金股利,甚至会放弃有利可图的投资机会,以保持预期的股利支付水平。Daniel等(2010)的实证研究支持了该项调查结果。该研究主要考察当企业没有充足的流动性可以满足期望的股利和投资水平时,管理者在削减股利、减少投资和对外融资三者之间如何决策。他们发现,仅有6%的企业会削减股利,而高达68%的企业会选择降低期望投资水平。可见,企业管理者更倾向于保持期望的股利支付水平。

本文的重点在于考察股利无关论中的分离原则及其条件。以往的研究均是以美国等不存在现金股利分配管制国家的企业作为考察对象,换言之,在这些国家的上市企业中,利润分配是不受管制的。但我国的现金股利政策是“半强制”的,且存在诸多监管

“悖论”(李常青等,2010)。自2001年3月以来,中国证监会发布了多个规范上市公司股利政策的文件。2008年10月颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,要求企业公开发行证券应符合最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的平均可分配利润的30%,首次将现金分红与企业融资决策联系起来,且明确了现金分红比例。上市公司为了能够融资,不得不保持至少3年的分红记录,于是产生了边分红、边融资、边投资异象。由此,本文提出第一个研究假说。

H1: 在其他条件相同的情况下,企业现金股利分配水平与投资水平呈显著的正相关关系,即存在边分红边投资异象。

从信息不对称的角度来讲,高质量的会计信息披露能够帮助投资者更准确地预测公司未来的现金流量分布,减少企业内部人与外部投资者之间的信息不对称。信息不对称程度的降低有助于投资者避免购买被高估的资产,减少权益融资成本(Bushman and Smith, 2001)。另外,高质量的会计信息还能减少道德风险问题,实现企业内部人与外部投资者之间的有效缔约,加强外部投资者对企业管理者等内部人的监督(Healy and Palepu, 2001)。Francis(2004)、Bharath和Sunder(2008)发现,高质量的会计信息披露可以降低权益和负债融资成本,使企业更容易获得外部融资。因此,可以预期,会计信息披露质量较高的企业较容易获取更多的外源融资,融资成本也相对低廉,从而降低企业为满足自身融资需求和监管部门分红管制要求而不得不边分红、边融资、边投资的概率,减少上市公司中现金股利分配和投资水平同增减的异象。由此,本文提出第二个研究假说。

H2: 在其他条件相同的情况下,会计信息披露质量较高的企业现金股利分配水平与投资水平之间的显著正相关关系有所减弱,即企业边分红边投资异象有所弱化。

已有研究表明,高质量的会计信息披露能够改善企业的投资效率,避免无效的过度投资,减少因融资受限而产生的投资不足(Biddle and Hilary, 2006; Hope and Tomas, 2008; McNichols and Stubben, 2008; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011),因而会计信息具有提升资本配置效率的功能。朱茶芬(2008)、何贤杰(2007)、王志伟(2008)基于我国特殊的制度背景,从内部人控制、债务预算软约束以及政府行政干预等方面考察了制度环境对企业会计信息质量的影响。Rajan和Zingales(1998)的研究表明,在不同的金融发展环境下,投资者识别和利用会计信息进行投资决策的能力是有差异的,在欠发达的金融市场

环境中,投资者很难识别会计信息质量差异并对公司股票进行差别化定价,从而引发企业与投资者之间由于信息不对称所导致的逆向选择,最终提高企业的融资成本。在发达的金融市场环境中,投资者识别并根据会计信息进行资本配置的能力大大增强,会计信息在资本配置过程中的调节作用更加明显和重要。朱凯和陈信元(2009)的研究表明,随着金融发展环境的改善,投资者更加重视会计师事务所出具的审计报告意见,进而决定其投资决策。换言之,只有在发达的金融市场环境中,投资者才能更好地识别和利用会计信息,以协助其资本配置决策。由此,本文提出第三个研究假说。

H3:在其他条件相同的情况下,处于发达金融市场环境中的企业或者公司治理环境较好的企业,会计信息在缓解企业边分红边投资异象中的作用更为显著。

Smith 和 Watts(1992)的研究表明,对于资产价值组成中具有较大增长期权的公司而言,由于未来经营的不确定性和不可验证性程度较高,信息的不对称程度会较为严重,受限于信贷配给和较高的外部融资成本,这些企业获取外部融资更加困难,维持已有现金股利支付水平、把握投资机会的资金压力也更大。如前所述,较高的会计信息质量能够向市场传递公司投资项目现金流量的准确信息,减轻企业内外的信息不对称程度,促进有效缔约,加强投资者对企业的监督。资产结构中无形资产和研发投入支出比例较高的企业,其未来收益的不确定性程度较

高,由信息不对称所导致的逆向选择和道德风险较为严重(Chan et al.,2001),研发和无形资产投资的融资成本也会较高(Hall and Lerner,2010;Brown et al.,2009),会计信息对边分红边投资异象的抑制作用在这些高风险投资公司中会表现得更加明显。本文预期,在成长性较高以及无形资产、研发投入比重较大的企业中,会计信息对投资者的资源配置作用会更加明显,由此提出第四、五个研究假说。

H4:在其他条件相同的情况下,对于资产结构中无形资产和研发投入比例较高的企业而言,会计信息在缓解企业边分红边投资异象中的作用更为显著。

H5:在其他条件相同的情况下,对于资产价值中增长期权比例较高的企业而言,会计信息在缓解企业边分红边投资异象中的作用更为显著。

三、数据选择、变量定义与研究设计

(一)数据选择

本文选取1999~2012年所有沪深主板A股上市公司作为研究样本。由于部分变量(如投资支出波动、营业收入波动等)要用到近5年的数据,并且个别变量的计量需要未来一年的数据,因此,实际的样本为2003~2011年总共9年的观测。另外,本文还剔除了以下研究样本:(1)资产负债和主营业务收入为负数的公司观测;(2)被ST、PT和*ST的公司观测;(3)部分财务指标缺失的公司观测。为了排除奇异数值,所有变量均在5%和95%分位数处做了缩尾处理(Winsorize),变量定义详见表1。

表1 变量定义

变量	变量名称	变量定义
inv	投资支出	(企业购买固定资产、无形资产及其他长期资产的现金支出-企业处理固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流+经营租赁所支付的现金)/期初总资产
divpasset	现金股利支付比例	企业支付现金股利总额/期初总资产
findep	金融市场化程度	樊纲和王小鲁在《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》中披露的金融市场化指数
cg	是否完成股权分置改革	二元变量,该公司当年已经完成股权分置改革的定义为1,否则,定义为0
rd	研究研发投入	(开发支出期末余额+研究支出期末余额)/期初总资产
intangible	无形资产投入	(无形资产原值-累计摊销-减值准备)/期初总资产
divchg	股利支付变化	当年税前每股股利增加时,该变量赋值为1,否则,赋值为0
std_ocf	经营活动现金流量净额波动率	过去5年经营活动现金流量净额比的标准差,经营活动现金流量净额比=经营活动现金流量净额×2/(期初总资产+期末总资产)
std_inv	投资支出波动率	近5年投资支出的标准差
std_sale	营业收入波动率	近5年营业收入比的标准差,营业收入比=营业收入×2/(期初总资产+期末总资产)
loss	是否发生亏损	公司当年的净利润小于0定义为1,否则,定义为0
size	企业规模	期初总资产账面值的自然对数
tobin's Q	企业成长性	(流通股市值+非流通股市值+净债务市值)/期末总资产

(续表1)

lev	资产负债率	期末总负债/期末总资产
ocf	经营活动现金流量比	经营活动现金流量净额/期初总资产
cycle	企业经营周期	$1 + \text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数之和的自然对数}$
cash	企业现金持有量	货币资金/期初总资产
eps	每股盈利	净利润/平均发行在外的普通股股数
age	上市时间	$1 + \text{上市年数之和的自然对数}$
owner	股权性质	实际控制股东为国有企业、国有机构(含国家、省、地区各级政府)的赋值为 1, 否则, 赋值为 0
negshrc	第一大流通股股东持股比例	第一大流通股股东持股数量/总股本
sep	企业控制权与所有权分离程度	控股股东控制权与现金流权之差
salegrow	销售增长率	(本期营业收入-期初营业收入)/期初营业收入
return	投资报酬率	考虑现金分红再投资的年度股票收益率

(二)研究设计

本文的研究主要分为两步。第一步,考察我国资本市场中是否存在边分红边投资异象。在控制了公司特征和公司治理因素后,我们利用回归模型(1)考察公司现金股利分配对投资活动的影响。美国等发达的资本市场没有强制性制度要求公司将现金分红与未来的公开融资活动联系起来,上市公司分红完全是市场化的行为。公司资金是在同期分红与投资活动两者之间进行分配的,若用过多的资源进行利润分配,用于投资的资源就会减少。本文的解释变量 div 是采用不同的指标衡量公司的现金股利支付水平,在无分红管制的情况下,由于企业管理者必须在分红与投资之间进行选择,故解释变量 div_{it} 的回归系数预期为负。

我国资本市场的先天不足和股市的长期低迷,使现金分红成为投资者获取投资收益的重要方式。出于保护中小投资者利益的初衷,中国证监会从 2001 年开始陆续出台了多个涉及上市公司股利分配的管制政策,如从 2008 年 9 月开始,对过去 3 年平均现金分红占平均净利润比例不足 30% 的公司,将不允许其公开股权再融资。这些政策既是对上市公司股利政策的规范,也属于“半强制”的管制。因此,上市公司的边分红边融资以及边分红边投资异象也就不难理解,即存在分红、融资、投资同涨同跌的现象,解释变量 div 的回归系数预期为正。本文采用单位资产每股股利 (divpasset)、股利支付率 (divratio)、每股股利(divps)等指标衡量公司的现金分红水平。为了简化起见,除了验证第一个研究假说的回归模型外,其他模型主要采用 divpasset 指标衡量公司的现金股利支付水平。

$$\text{inv}_{it} = \zeta_0 + \zeta_1 \text{div}_{it} + \zeta_2 \text{std_ocf}_{it-1} + \zeta_3 \text{std_inv}_{it-1} + \zeta_4 \text{std_sale}_{it-1} + \zeta_5 \text{size}_{it-1} + \zeta_6 \text{tobin's Q}_{it-1} + \zeta_7 \text{lev}_{it-1} + \zeta_8 \text{ocf}_{it-1} + \zeta_9 \text{cycle}_{it-1} + \zeta_{10} \text{cash}_{it-1} + \zeta_{11} \text{eps}_{it-1} + \zeta_{12} \text{age}_{it-1} + \zeta_{13} \text{loss}_{it-1} + \zeta_{14}$$

$$\text{owner}_{it-1} + \zeta_{15} \text{negshrcr}_{it-1} + \zeta_{16} \text{sep}_{it-1} + \sum_{t=2003}^{2011} \text{year}_{it} + \sum_{t=2003}^{2011} \text{industry}_{it} + \mu_{it}$$

回归模型(1)

第二步,利用回归模型(2)考察会计信息质量对上市公司边分红边投资异象的调节作用。本文借鉴 Francis 等(2005)的做法,采用会计应计项目质量作为衡量信息不确定性的主要指标,该指标通过衡量营运资本应计项目与过去、当期和未来经营活动现金流量的匹配程度 (Dechow and Dichev, 2002; McNichols, 2002) 考察会计信息质量。该研究设计的前提假设是:经营活动现金流量是公司估值的重要指标,较高的信息确定性程度意味着会计盈利用能够较好地预测和匹配经营活动现金流量;反之,信息不确定性程度较高,则意味着会计盈利用与经营活动现金流量的不匹配性较高。应计会计信息的准确性可能是由于故意或者非故意的会计估计差错导致的。本文采用最小二乘法,分年度、分行业进行回归分析(行业取中国证监会行业代码前两位数),回归模型如下:

$$\text{wca}_{it} = \eta_0 + \eta_1 \text{ocf}_{it-1} + \eta_2 \text{ocf}_{it} + \eta_3 \text{ocf}_{it+1} + \eta_4 \Delta \text{sale}_{it} + \eta_5 \text{ppe}_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中, wca_{it} 为公司 i 在第 t 年的利润总额与折旧摊销额之和减去经营活动现金流量, ocf_{it} 为公司 i 在第 t 年的经营活动现金流量, Δsale_{it} 为营业收入的变化, ppe_{it} 为固定资产面值,所有变量均除以年度内期初期末资产平均余额。回归模型的残差项(ε)反映的是未预期的应计项目,我们通过计算过去 5 年(至少要有 3 年的数据)未预期应计项目的标准差作为衡量公司透明度的指标,该指标值越高,说明公司的透明度越低。本文按照该指标的中位数水平将样本划分为两组:低于中位数水平的样本组为高会计信息透明度公司观测,变量 transparency 赋值为 1;高于中位数水平的样本组为低会计信息透明度公司观

测,变量 transparency 赋值为 0。回归模型(2)重点考察交乘项 $\text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 的系数,我们预期该变量回归系数的符号为负。

为了考察会计信息对边分红分投资异象的抑制作用在不同类型企业以及不同金融市场化环境下企业的影响差异,本文选取了一些涉及公司特征、公司治理和制度环境的变量作为分组变量(或解释变量),包括无形资产投资比例、是否进行研发投入、成长性、公司注册地的金融市场化水平、是否完成股权分置改革,分别考察会计信息质量对上市公司边分红边投资异象的抑制作用在不同公司特征和不同制度环境下的公司组中是否存在显著差异。我们预期交乘项 $\text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 的系数为负,且这一抑制作用在无形资产投资比例较高、研发投入支出较多、成长性较好、金融市场化程度较高的公司组以及已经完成股权分置改革的公司组中表现得更为明显。

$$\begin{aligned} \text{inv}_{it} = & \phi_0 + \phi_1 \text{divpasset}_{it} + \phi_2 \text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1} + \phi_3 \text{transparency}_{it-1} + \phi_4 \text{std_ocf}_{it-1} + \phi_5 \text{std_inv}_{it-1} \\ & + \phi_6 \text{std_sale}_{it-1} + \phi_7 \text{size}_{it-1} + \phi_8 \text{tobin's Q}_{it-1} + \phi_9 \text{lev}_{it-1} + \phi_{10} \\ & \text{ocf}_{it-1} + \phi_{11} \text{cycle}_{it-1} + \phi_{12} \text{cash}_{it-1} + \phi_{13} \text{eps}_{it-1} + \phi_{14} \text{age}_{it-1} + \\ & \phi_{15} \text{loss}_{it-1} + \phi_{16} \text{owner}_{it-1} + \phi_{17} \text{negshrcr}_{it-1} + \phi_{18} \text{sep}_{it-1} + \sum_{t=2003}^{2010} \\ & \text{year}_{it} + \sum_{t=2003}^{2010} \text{industry}_{it} + \varpi_{it} \end{aligned} \quad \text{回归模型(2)}$$

本文还利用回归模型(3)比较了公司治理和金融市场化环境两个制度因素对会计信息抑制上市公司边分红边投资异象的影响。“半强制”分红政策的目标在于保护投资者利益,主要是针对公司治理质量较差的企业。对于公司治理质量较好的企业而言,边分红边投资是一种无效率的活动,故会计信息对边分红边投资异象的抑制作用应该主要体现在公司治理质量高的样本组,特别是在欠发达金融市场化环境中作用应该更为明显。本文以是否完成股权分置改革作为衡量公司治理质量的度量指标,对于已经完成股权分置改革的公司年度观测,变量 cg 赋值为 1,否则, cg 赋值为 0。我们重点考察交乘项 $\text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1} \times cg_{it}$ 的系数,并预期该交乘项的

系数显著为负,即在欠发达金融市场环境下公司治理质量较高的公司组中,会计信息对上市公司边分红边投资异象的抑制作用更为显著。

$$\begin{aligned} \text{inv}_{it} = & \delta_0 + \delta_1 \text{divpasset}_{it} + \delta_2 \text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1} \\ & + \delta_3 \text{divpasset}_{it} \times \text{transparency}_{it-1} \times cg_{it} + \delta_4 \text{transparency}_{it-1} \\ & + \delta_5 \text{cg}_{it} + \delta_6 \text{std_ocf}_{it-1} + \delta_7 \text{std_inv}_{it-1} + \delta_8 \text{std_sale}_{it-1} + \delta_9 \\ & \text{size}_{it-1} + \delta_{10} \text{tobin's Q}_{it-1} + \delta_{11} \text{lev}_{it-1} + \delta_{12} \text{ocf}_{it-1} + \delta_{13} \text{cycle}_{it-1} + \\ & \delta_{14} \text{cash}_{it-1} + \delta_{15} \text{eps}_{it-1} + \delta_{16} \text{age}_{it-1} + \delta_{17} \text{loss}_{it-1} + \delta_{18} \text{owner}_{it-1} + \\ & \delta_{19} \text{negshrcr}_{it-1} + \delta_{20} \text{sep}_{it-1} + \sum_{t=2003}^{2010} \text{year}_{it} + \sum_{t=2003}^{2010} \text{industry}_{it} + \rho_{it} \end{aligned}$$

回归模型(3)

借鉴 Biddle(2009)、Richardson(2006)的研究,我们在上述回归模型中控制了影响公司投资规模的一些重要因素,如资产规模、投资机会、资产负债率、现金持有量等财务指标。为了避免回归模型中与衡量公司投资规模或会计信息质量指标有关的机械相关性,我们还控制了经营活动现金流波动、投资波动、销售收入波动、经营活动现金流量、营业周期、上市年数、是否发生亏损等因素。目前的研究尚没有发现这些因素与投资规模因变量之间存在确定方向的因果关系,本文也不在回归分析中对这些变量的回归系数符号做出预期。此外,本文还控制了股权性质、第一大流通股股东持股比例、两权分离程度等指标。

四、实证检验与分析

(一)描述性统计分析

从表 2 主要变量的描述性统计分析中可以看出,公司投资规模占总资产比例的均值和中位数水平约为 5.5% 和 3.4%,当年投资规模最大能占到总资产总额的 21%;每家上市公司的现金分红总额占总资产的比例平均不到 1%,分红比最高的公司占到公司资产的 5% 左右;样本的平均资产负债率为 53%,现金持有量占比为 16%;国有控股公司占到 65%,亏损公司的比例为 13%。多数变量的中位数和均值水平较为接近,第一大流通股股东持股比例和两权(控制权与现金流权)分离度指标在公司个体之间的差异较大。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测数	均值	最小值	25% 分位数	中位数	75% 分位数	最大值	标准差
inv	9846	0.055	-0.003	0.009	0.034	0.080	0.210	0.060
divpasset	9846	0.009	0.000	0.000	0.000	0.014	0.048	0.014
std_ocf	9846	0.056	0.013	0.028	0.045	0.073	0.149	0.037
std_inv	9846	0.035	0.004	0.014	0.027	0.048	0.102	0.027
std_sale	9846	0.179	0.031	0.078	0.136	0.238	0.532	0.135

(续表2)

loss	9846	0.132	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.339
size	9846	7.756	5.898	6.976	7.691	8.454	9.957	1.074
tobin's Q	9846	1.655	0.889	1.045	1.307	1.941	4.051	0.859
lev	9846	0.531	0.189	0.393	0.537	0.666	0.882	0.187
ocf	9846	0.054	-0.100	0.004	0.051	0.105	0.218	0.080
cycle	9846	5.125	3.410	4.398	5.065	5.784	7.202	1.009
cash	9846	0.162	0.018	0.073	0.133	0.224	0.444	0.117
eps	9846	0.215	-0.420	0.038	0.156	0.370	0.959	0.320
age	9846	2.315	1.609	2.079	2.398	2.565	2.833	0.349
owner	9846	0.654	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.476
negshrc	9846	11.143	0.181	0.830	3.663	17.460	48.300	14.772
sep	9846	6.073	0.000	0.000	0.000	12.062	22.795	7.880

(二)多元回归分析

1.上市公司边分红边投资异象。本文在控制了公司特征变量的基础上,进行了多元回归分析。为了保证结果不因采用的计量分析方法不同而有系统性差异,本文分别采用了最小二乘法(OLS)、稳健回归(Robust)和双维度分组(Two-way Cluster)回归分析方法。表3报告了回归分析结果,栏(1)~(3)是以分红变量 divpasset 作为解释变量衡量公司分红强度的回归分析,该变量的回归系数均为 0.129,且分别在 5% 和 10% 的水平上通过了显著性检验,说明分红比例越高的公司,投资规模也越大,从而印证了我国上市公司确实存在边分红边投资异象。栏(4)、(5)是采用双维分组回归(Two-way Cluster)方法,利用股利支付率和每股股利指标衡量分红水平,变量 divratio 的回归系数为 0.006,且在 5% 的水平上通过了显著性检验(栏 4),而变量 divps 的回归系数为 0.011,虽未能通过显著性检验,但仍为正数。表3各栏的结果基本上支持了研究假说 H1,即我国上市公司中边分红边投资异象是较为普遍的。

表3 上市公司边分红边投资异象

解释变量 (预期 符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)	栏(5)
	OLS	Robust	Two-way Cluster	Two-way Cluster	Two-way Cluster
因变量=inv					
divpasset (+)	0.129*** (2.94)	0.129*** (2.77)	0.129** (2.24)		
divratio (+)				0.006*** (2.77)	
divps (+)					0.011 (1.10)
std_ocf (+/-)	-0.140*** (-9.72)	-0.140*** (-10.27)	-0.140*** (-6.66)	-0.139*** (-6.57)	-0.141*** (-6.67)
std_inv (+/-)	0.904*** (49.56)	0.904*** (35.01)	0.904*** (14.50)	0.903*** (14.43)	0.902*** (14.43)

std_sale (+/-)	-0.018*** (-4.29)	-0.018*** (-4.35)	-0.018*** (-2.69)	-0.018*** (-2.69)	-0.018*** (-2.68)
size (+)	0.012*** (18.60)	0.012*** (18.10)	0.012*** (11.98)	0.012*** (12.01)	0.012*** (11.87)
tobin's Q (+)	0.002** (2.34)	0.002** (2.35)	0.002* (1.93)	0.002** (2.21)	0.002** (2.16)
lev (+)	0.009*** (3.24)	0.009*** (3.23)	0.009** (2.02)	0.009* (1.67)	0.008 (1.53)
ocf (+/-)	0.082*** (12.19)	0.082*** (11.79)	0.082*** (10.45)	0.083*** (10.25)	0.083*** (10.21)
cycle (+/-)	-0.005*** (-7.63)	-0.005*** (-7.57)	-0.005*** (-3.14)	-0.005*** (-3.15)	-0.005*** (-3.16)
cash (+)	0.013*** (2.80)	0.013*** (2.58)	0.013 (1.30)	0.013 (1.34)	0.013 (1.37)
eps (+)	0.020*** (8.53)	0.020*** (8.04)	0.020*** (3.45)	0.023*** (3.83)	0.021*** (3.52)
age (+/-)	-0.015*** (-10.17)	-0.015*** (-9.56)	-0.015*** (-4.39)	-0.015*** (-4.32)	-0.016*** (-4.37)
loss (+/-)	-0.007*** (-3.77)	-0.007*** (-3.86)	-0.007** (-2.41)	-0.005* (-1.71)	-0.006** (-2.22)
owner (+/-)	-0.000 (-0.09)	-0.000 (-0.09)	-0.000 (-0.06)	-0.000 (-0.10)	-0.000 (-0.05)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-1.33)	-0.000 (-1.37)	-0.000 (-1.19)	-0.000 (-1.23)	-0.000 (-1.23)
Sep (+/-)	0.000 (0.18)	0.000 (0.18)	0.000 (0.13)	0.000 (0.10)	0.000 (0.12)
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	0.009 (1.06)	0.009 (1.07)	0.009 (0.65)	0.009 (0.69)	0.009 (0.73)
F 值	180.920	157.390	139.960	140.000	140.190
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.431	0.431	0.431	0.431	0.430
观测数	9846	9846	9846	9846	9846

注: 括号内的数值为 T 值,* p < 0.1,** p < 0.05,*** p < 0.01,所有变量的回归系数均进行了四舍五入处理。

2.会计信息披露质量与上市公司边分红边投资异象。本文针对上市公司边分红边投资异象,考察了高质量的会计信息披露能否起到抑制作用以及会计信息的这种作用在不同特征的公司中是否会表现出系统性差异。表4分析了会计信息质量对边分红边投资异象是否具有抑制作用。为了节省篇幅,表中仅报告了以分红变量 divpasset 作为解释变量的回归分析结果(下同)。以栏(1)为例,OLS 回归显示,交乘项 div×transparency 的系数为-0.070,且在 10% 的水平上通过了显著性检验,即在会计信息披露质量较高的公司中,边分红边投资异象明显有所缓解。在栏(2)、(3)的其他方法回归中,结果基本一致,研究假说 H2 得以证明。在双维分组回归中,div×transparency 的系数虽然为负,但没有达到统计上可以接受的显著性水平。本文认为,总体来看,会计信息对边分红边投资异象具有抑制作用,即使个别方法没有达到统计上可以接受的显著性水平也是正常的,因为会计信息优化资源配置的功能在不同特征及处于不同制度环境的公司中是不同的。

表4 边分红边投资异象与会计信息的调节功能

解释变量 (预期符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)
	OLS	Robust	Two-way Cluster
	因变量=inv		
divpasset(+)	0.175*** (3.37)	0.175*** (3.17)	0.175** (2.52)
divpasset× transparency(-)	-0.070* (-1.85)	-0.069* (-1.90)	-0.070 (-1.34)
transparency(+/-)	0.006*** (5.39)	0.006*** (5.52)	0.006*** (4.18)
std_ocf(+/-)	-0.121*** (-8.19)	-0.121*** (-8.57)	-0.121*** (-5.26)
std_inv(+/-)	0.911*** (49.88)	0.911*** (35.38)	0.911*** (14.43)
std_sale(+/-)	-0.016*** (-3.93)	-0.016*** (-3.97)	-0.016** (-2.47)
size(+)	0.011*** (17.65)	0.011*** (17.19)	0.011*** (11.68)
tobin's Q(+)	0.002** (2.35)	0.002** (2.36)	0.002** (1.98)
lev(+)	0.010*** (3.26)	0.010*** (3.25)	0.010** (2.04)
ocf(+/-)	0.080*** (11.87)	0.080*** (11.49)	0.080*** (10.29)
cycle(+/-)	-0.005*** (-7.39)	-0.005*** (-7.32)	-0.005*** (-3.03)
cash(+)	0.014*** (3.10)	0.014*** (2.86)	0.014 (1.48)
eps(+)	0.020*** (8.49)	0.019*** (8.01)	0.020*** (3.44)

age(+/-)	-0.016*** (-10.35)	-0.016*** (-9.70)	-0.016*** (-4.49)
loss(+/-)	-0.006*** (-3.57)	-0.006*** (-3.66)	-0.006** (-2.32)
owner(+/-)	-0.000 (-0.28)	-0.000 (-0.29)	-0.000 (-0.20)
negshrcr(+/-)	-0.000 (-1.41)	-0.000 (-1.46)	-0.000 (-1.25)
sep(+/-)	0.000 (0.33)	0.000 (0.33)	0.000 (0.24)
行业效应	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制
截距项	0.008 (0.98)	0.008 (0.99)	0.008 (0.59)
F 值	173.650	151.530	134.780
Prob>F	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.429	0.432	0.432
观测数	9846	9846	9846

注:同表3。

3. 金融市场化环境与会计信息对边分红边投资异象的抑制作用。本文首先考察在上市公司边分红边投资的情境下,金融市场化环境对会计信息发挥基础性资源配置作用的引导性。我们按照样本公司所处地区金融市场化程度指标的中位数水平,将样本分为金融市场化程度高、低两组,重点考察在金融市场化程度较高地区的企业中,高质量的会计信息披露抑制上市公司边分红边投资异象的作用是否更加明显。以表5栏(1)、(2)为例,交乘项 div×transparency 的回归系数在金融市场化程度较高的公司样本组中为-0.109,且达到 5% 的显著性水平,而在金融市场化程度较低的公司样本组中,该交乘项的系数虽然为负,但不显著,说明只有在发达的金融市场环境中,投资者才更加重视会计信息的资源配置基础性功能。其他各栏是按照不同的计量方法回归得到的结果,各结果基本一致,这里不再赘述。

表5 金融市场化进程、边分红边投资异象与会计信息的调节功能

解释 变量 (预期 符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)	栏(5)	栏(6)
	分组变量=findep	分组变量=findep	分组变量=findep	分组变量=findep	分组变量=findep	分组变量=findep
	金融市场 化程度低	金融市场 化程度高	金融市场 化程度低	金融市场 化程度高	金融市场 化程度低	金融市场 化程度高
	OLS	OLS	Robust	Robust	Two-way Cluster	Two-way Cluster
	因变量=inv					
	divpasset (+/-)	0.163** (2.17)	0.183** (2.51)	0.163** (2.03)	0.183** (2.39)	0.163 (1.57)
div×transp- arity(-)	-0.033 (-0.64)	-0.109** (-1.98)	-0.033 (-0.65)	-0.109** (-2.16)	-0.033 (-0.50)	-0.109* (-1.86)

(续表5)

transparency (+/-)	0.006*** (3.66)	0.006*** (3.80)	0.006*** (3.75)	0.006*** (3.93)	0.006*** (2.81)	0.006*** (3.37)
std_ocf (+/-)	-0.107*** (-4.94)	-0.122*** (-6.05)	-0.107*** (-5.12)	-0.122*** (-6.30)	-0.107*** (-2.84)	-0.122*** (-4.71)
std_inv (+/-)	0.932*** (36.47)	0.887*** (33.85)	0.932*** (26.78)	0.887*** (23.30)	0.932*** (13.32)	0.887*** (13.67)
std_sale (+/-)	-0.016** (-2.53)	-0.018*** (-3.27)	-0.016** (-2.51)	-0.018*** (-3.39)	-0.016 (-1.58)	-0.018** (-2.53)
size (+)	0.010*** (11.01)	0.012*** (14.07)	0.010*** (11.04)	0.012*** (13.49)	0.010*** (8.26)	0.012*** (10.17)
tobin's Q (+)	0.000 (0.46)	0.002** (2.21)	0.001 (0.46)	0.002** (2.23)	0.001 (0.36)	0.002* (1.89)
lev (+)	0.013*** (3.16)	0.004 (0.91)	0.013*** (3.15)	0.004 (0.91)	0.013** (2.02)	0.004 (0.54)
ocf (+/-)	0.084*** (8.32)	0.070*** (7.83)	0.084*** (7.74)	0.070*** (7.85)	0.084*** (7.56)	0.070*** (7.41)
cycle (+/-)	-0.006*** (-5.83)	-0.004*** (-4.50)	-0.006*** (-5.59)	-0.004*** (-4.66)	-0.006*** (-2.97)	-0.004*** (-2.66)
cash (+)	0.026*** (3.85)	0.003 (0.55)	0.026*** (3.61)	0.003 (0.50)	0.026* (1.68)	0.003 (0.43)
eps (+)	0.025*** (7.12)	0.016*** (5.04)	0.025*** (6.71)	0.016*** (4.74)	0.025*** (3.80)	0.016** (2.56)
age (+/-)	-0.012*** (-5.08)	-0.018*** (-9.19)	-0.012*** (-4.70)	-0.018*** (-8.66)	-0.012*** (-3.50)	-0.018*** (-4.04)
loss (+/-)	-0.005** (-2.16)	-0.006** (-2.33)	-0.005** (-2.19)	-0.006** (-2.39)	-0.005* (-1.77)	-0.006* (-1.92)
owner (+/-)	0.001 (0.50)	-0.002 (-1.33)	0.001 (0.52)	-0.002 (-1.33)	0.001 (0.47)	-0.002 (-0.89)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-0.04)	-0.000 (-1.43)	-0.000 (-0.05)	-0.000 (-1.47)	-0.000 (-0.04)	-0.000 (-1.18)
sep (+/-)	0.000 (0.41)	-0.000 (-0.17)	0.000 (0.42)	-0.000 (-0.17)	0.000 (0.36)	-0.000 (-0.12)
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	-0.013 (-1.10)	0.021* (1.74)	-0.013 (-1.07)	0.017 (1.44)	-0.012 (-0.57)	0.013 (0.93)
F 值	91.520	84.730	87.830	72.390	75.880	67.270
Prob>F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.442	0.422	0.447	0.427	0.447	0.428
观测数	4923	4923	4923	4923	4923	4923

注:同表 3。

本文还将公司所处外部金融市场化环境与公司内部治理环境结合起来,分析内外环境因素对高质量会计信息抑制上市公司边分红边投资异象的调节效应。我们以公司当年是否完成股权分置改革作为衡量公司治理质量的标准,对于公司-年已经完成股权分置改革的,变量 cg 赋值为 1,否则,cg 赋值为 0。我们重点考察交乘项 div×transparency×cg。如前所述,在金融市场化程度较高的公司组中,div×transparency 的系数应显著为负,但表 6 栏(2)的结果显

示,在金融市场发达的地区,已完成股改与未完成股改公司组的交乘项 div×transparency 系数没有显著区别。换言之,在发达的金融市场环境中,会计信息对公司边分红边投资异象的抑制作用不受公司治理质量的影响。在金融市场化环境较差的公司组中(栏 1 和栏 3),会计信息优化资源配置的功能仅在完成股改的公司组中得以明显体现。在欠发达金融市场环境下具有良好公司治理结构的公司组中,会计信息抑制上市公司边分红边投资异象的作用更为显著。结合表 5 和表 6 的结果,研究假说 H3 基本上得到了证实,也说明作为内外制度环境因素,金融市场化环境与公司治理环境具有类似的互替性。

表 6 金融市场化环境、公司治理、边分红边投资

解释变量 (预期符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)
	分组变量=findep			
	欠发达金融 市场环境	发达金融 市场环境	欠发达金融 市场环境	发达金融 市场环境
	Robust	Robust	Robust	Robust
因变量=inv				
divpasset (+/-)	0.188** (2.15)	0.089 (0.97)	0.188* (1.85)	0.089 (0.89)
transparency (+/-)	0.006*** (3.56)	0.005*** (2.76)	0.006*** (3.19)	0.005* (1.87)
cg (+/-)	0.000 (0.09)	0.001 (0.67)	0.000 (0.06)	0.001 (0.43)
div×transparency(+/-)	-0.046 (-0.42)	0.154 (1.28)	-0.046 (-0.41)	0.154 (1.03)
div×transparency×cg(-)	-0.132* (-2.33)	-0.084 (-1.52)	-0.132* (-2.07)	-0.084 (-1.11)
std_ocf (+/-)	-0.122*** (-6.31)	-0.108*** (-5.13)	-0.122*** (-4.71)	-0.108*** (-2.81)
std_inv (+/-)	0.886*** (23.30)	0.929*** (26.69)	0.886*** (13.66)	0.929*** (13.10)
std_sale (+/-)	-0.018*** (-3.40)	-0.016*** (-2.58)	-0.018** (-2.53)	-0.016* (-1.65)
size (+)	0.012** (13.51)	0.011*** (11.02)	0.012*** (10.48)	0.011*** (7.84)
tobin's Q (+)	0.002** (2.18)	0.001 (0.53)	0.002* (1.73)	0.001 (0.40)
lev (+)	0.004 (0.89)	0.014*** (3.19)	0.004 (0.53)	0.014** (2.09)
ocf (+/-)	0.070*** (7.85)	0.084*** (7.74)	0.070*** (7.42)	0.084*** (7.60)
cycle (+/-)	-0.004*** (-4.63)	-0.006*** (-5.55)	-0.004*** (-2.66)	-0.006*** (-2.92)
cash (+)	0.003 (0.48)	0.027*** (3.67)	0.003 (0.42)	0.027* (1.71)
eps (+)	0.016*** (4.72)	0.025*** (6.72)	0.016** (2.54)	0.025*** (3.75)

(续表6)

age (+/-)	-0.018*** (-7.49)	-0.013*** (-4.56)	-0.018*** (-4.35)	-0.013*** (-3.24)
loss (+/-)	-0.006** (-2.38)	-0.005** (-2.21)	-0.006* (-1.88)	-0.006* (-1.73)
owner (+/-)	-0.002 (-1.30)	0.001 (0.56)	-0.002 (-0.91)	0.001 (0.51)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-1.51)	-0.000 (-0.03)	-0.000 (-1.21)	-0.000 (-0.03)
sep (+/-)	-0.000 (-0.14)	0.000 (0.42)	-0.000 (-0.10)	0.000 (0.36)
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	0.015 (1.15)	-0.012 (-1.00)	0.008 (0.52)	-0.019 (-0.81)
F 值	69.360	84.170	64.460	72.930
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.428	0.447	0.428	0.447
观测数	4923	4923	4923	4923

注:同表3。

4. 风险投资、信息风险与会计信息对边分红边投资异象的抑制作用。如前所述,对于信息不对称程度及信息风险均较高的上市公司而言,完善信息披露,确保较高的会计信息透明度十分必要。无形资产投资比例和研发投入比例较高的公司,其经营活动的不确定性较大,信息不对称程度较高,外部投资者对其披露高质量会计信息的要求也更为强烈。本文从财务报表附注中搜集了上市公司年度无形资产投资支出情况信息,将当年的无形资产投资支出合计除以资产总额,得到公司无形资产投资密度指标,并按照该指标在全样本中的中位数水平,将样本划分为无形资产投资密度高、低两组。

本文重点考察在无形资产投资密度较高公司组中,会计信息抑制上市公司边分红边投资异象的作用是否更加明显,高质量的会计信息能否显著降低该类公司的信息不对称程度和信息风险。从表(7)各栏的结果来看,交乘项 div×transparency 的回归系数均为负,且在无形资产投资密度较高的公司观测组中作用更为显著(栏 1、3、5 中的交乘项系数均为 -0.127,P 值<0.01),这支持了研究假说 H4。作为辅助性测试,本文还选取有研发投入支出的公司样本,重新对假说 H4 进行了检验。与无形资产投资相类似,研发投入是不确定程度较高的投资活动,该业务的特殊性也决定了公司的信息不确定程度较高。本文发现,对于存在研发支出的公司,投资者更加重视会计信息的资源配置作用,即高质量的会计信息能够显著抑制公司边分红边投资异象(表 8 各栏)。

表 7 公司无形资产投资、边分红边投资异象与
会计信息的调节功能

解释变量 (预期 符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)	栏(5)	栏(6)
	分组变量 =intangible		分组变量 =intangible		分组变量 =intangible	
	高无形资 产投资	低无形资 产投资	高无形资 产投资	低无形资 产投资	高无形资 产投资	低无形资 产投资
	OLS	OLS	Robust	Robust	Two-way Cluster	Two-way Cluster
因变量=inv						
divpasset (+/-)	0.123* (1.67)	0.144** (1.97)	0.123* (1.65)	0.144** (1.77)	0.123 (1.45)	0.144 (1.44)
div×transp- arency(-)	-0.127*** (-2.59)	0.033 (0.56)	-0.127*** (-3.20)	0.033 (0.50)	-0.127*** (-2.97)	0.033 (0.45)
transpar- ency(+/-)	0.006*** (3.56)	0.005*** (3.25)	0.006*** (3.65)	0.005*** (3.32)	0.006*** (2.83)	0.005*** (2.64)
loss (+/-)	-0.011*** (-4.23)	-0.001 (-0.57)	-0.011*** (-4.24)	-0.001 (-0.60)	-0.011*** (-5.18)	-0.001 (-0.48)
size (+)	0.013*** (14.35)	0.010*** (10.82)	0.013*** (13.68)	0.010*** (10.78)	0.013*** (12.27)	0.010*** (7.95)
tobin's Q (+)	0.003*** (2.62)	0.001 (0.50)	0.003*** (2.60)	0.001 (0.54)	0.003** (2.25)	0.001 (0.48)
std_ocf (+/-)	-0.133*** (-6.00)	-0.096*** (-4.92)	-0.133*** (-6.06)	-0.096*** (-5.35)	-0.133*** (-4.59)	-0.096*** (-2.84)
std_inv (+/-)	1.050*** (38.51)	0.781*** (32.19)	1.050*** (28.01)	0.781*** (22.74)	1.050*** (9.95)	0.781*** (14.97)
std_sale (+/-)	-0.008 (-1.34)	-0.025*** (-4.50)	-0.008 (-1.37)	-0.025*** (-4.50)	-0.008 (-0.70)	-0.025*** (-2.73)
lev (+)	0.008* (1.77)	0.012*** (2.93)	0.008* (1.75)	0.012*** (2.89)	0.008 (1.24)	0.012* (1.84)
ocf (+/-)	0.081*** (8.34)	0.075*** (8.23)	0.081*** (7.81)	0.075*** (8.29)	0.081*** (7.87)	0.075*** (7.73)
cycle (+/-)	0.000 (0.01)	-0.009*** (-10.36)	0.000 (0.01)	-0.009*** (-10.18)	0.000 (0.01)	-0.009*** (-7.26)
cash (+/-)	0.040*** (6.15)	-0.016** (-2.50)	0.040*** (5.64)	-0.016** (-2.41)	0.040*** (5.75)	-0.016* (-1.92)
eps (+)	0.013*** (4.23)	0.028*** (8.02)	0.013*** (3.99)	0.028*** (7.67)	0.013*** (3.94)	0.028** (3.18)
age (+/-)	-0.020*** (-9.91)	-0.009*** (-3.89)	-0.020*** (-9.31)	-0.009*** (-3.74)	-0.020*** (-4.72)	-0.009*** (-3.68)
owner (+/-)	0.001 (0.65)	-0.000 (-0.11)	0.001 (0.65)	-0.000 (-0.12)	0.001 (0.46)	-0.000 (-0.11)
negshrcr (+/-)	-0.000** (-2.19)	0.000 (0.97)	-0.000** (-2.21)	0.000 (1.15)	-0.000** (-2.38)	0.000 (0.94)
sep (+/-)	0.000 (1.63)	-0.000 (-1.03)	0.000 (1.62)	-0.000 (-1.06)	0.000 (1.44)	-0.000 (-0.93)
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	-0.0465*** (-3.93)	0.0237 (1.06)	-0.0465*** (-3.75)	0.0237 (1.14)	-0.0420** (-2.13)	0.0237 (1.05)
F值	90.770	97.740	86.280	74.600	81.690	64.090
Prob>F值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.416	0.458	0.420	0.463	0.420	0.463
观测数	4923	4923	4923	4923	4923	4923

注:同表3。

表 8 研究开发投资、边分红边投资异象与
会计信息的调节功能

解释变量 (预期符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)
	OLS	Robust	Two-way Cluster
	因变量=inv		
divpasset (+/-)	0.145** (2.47)	0.145** (2.28)	0.145** (2.11)
transparency (+/-)	0.005*** (4.46)	0.005*** (4.59)	0.005*** (3.27)
rd (+/-)	0.006*** (3.09)	0.006*** (3.27)	0.006** (2.55)
div×transparency (+/-)	-0.015 (-0.21)	-0.015 (-0.20)	-0.015 (-0.16)
div×transparency ×rd(-)	-0.229** (-2.10)	-0.229** (-2.54)	-0.229** (-1.97)
loss (+/-)	-0.006*** (-3.57)	-0.006*** (-3.66)	-0.006** (-2.36)
size (+)	0.011*** (17.42)	0.011*** (16.96)	0.011*** (11.62)
tobin's Q (+)	0.002** (2.15)	0.002** (2.15)	0.001* (1.79)
std_ocf (+/-)	-0.121*** (-8.19)	-0.121*** (-8.57)	-0.121*** (-5.21)
std_inv (+/-)	0.911*** (49.89)	0.911*** (35.41)	0.911*** (14.36)
std_sale (+/-)	-0.016*** (-3.94)	-0.016*** (-3.99)	-0.016** (-2.50)
lev (+)	0.010*** (3.30)	0.010*** (3.29)	0.010** (2.07)
ocf (+/-)	0.079*** (11.85)	0.079*** (11.49)	0.079*** (10.46)
cycle (+/-)	-0.005*** (-7.44)	-0.005*** (-7.38)	-0.005*** (-3.08)
cash (+)	0.014*** (3.03)	0.014*** (2.80)	0.014 (1.46)
eps (+)	0.020*** (8.51)	0.020*** (8.03)	0.020*** (3.47)
age (+/-)	-0.016*** (-10.47)	-0.016*** (-9.81)	-0.016*** (-4.49)
owner (+/-)	-0.000 (-0.30)	-0.000 (-0.30)	-0.000 (-0.21)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-1.38)	-0.000 (-1.43)	-0.000 (-1.25)
sep (+/-)	0.000 (0.41)	0.000 (0.40)	0.000 (0.30)
行业效应	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
截距项	0.010 (1.22)	0.010 (1.22)	0.010 (0.72)
F 值	166.210	145.410	129.400
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.430	0.433	0.433
观测数	9846	9846	9846

注：括号内的数值为 T 值，*p < 0.05, **p < 0.01, ***p < 0.001, 所有变量的回归系数均进行了四舍五入处理。

5. 成长性与会计信息质量对上市公司边分红边投资异象的抑制作用。高成长性公司价值中的很大一部分为增长期权，这类公司的经营活动具有较大的不确定性，信息不确定程度较高，高质量的会计信息能够帮助企业向市场传递有关公司未来现金流分布的准确信息。我们预期在该类公司中，投资者对高质量会计信息的需求较为强烈。表 9 各栏的回归结果显示，div×transparency 的回归系数均为负，且仅有高成长性公司组达到了统计显著性水平，说明高质量的会计信息能够显著减少高成长性公司的信息风险，降低企业的融资成本，缓解上市公司边分红边投资异象，从而验证了研究假说 H5。

表 9 成长性、边分红边投资异象与会计信息的调节功能

解释变量 (预期 符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)	栏(5)	栏(6)
	分组变量= Tobin's Q		分组变量= Tobin's Q		分组变量= Tobin's Q	
	低成长 性公司	高成长 性公司	低成长 性公司	高成长 性公司	低成长 性公司	高成长 性公司
OLS						
因变量=inv						
divpasset (+/-)	0.104 (1.25)	0.169** (2.48)	0.104 (1.13)	0.169** (2.37)	0.104 (0.97)	0.169** (2.27)
div×transpar- ency(+/-)	0.029 (0.41)	-0.099** (-2.25)	0.029 (0.37)	-0.099*** (-2.59)	0.029 (0.31)	-0.099** (-2.55)
transpar- ency(+/-)	0.007*** (4.17)	0.004*** (2.83)	0.007*** (4.29)	0.004*** (2.85)	0.007*** (3.67)	0.004*** (2.73)
loss (+/-)	-0.005* (-1.94)	-0.008*** (-3.10)	-0.005* (-1.92)	-0.008*** (-3.29)	-0.005* (-1.74)	-0.008*** (-3.14)
size (+)	0.011*** (11.45)	0.013*** (13.03)	0.011*** (11.41)	0.013*** (12.33)	0.011*** (8.76)	0.013*** (11.77)
tobin's Q (+)	0.011* (1.85)	0.001 (0.95)	0.011* (1.86)	0.001 (0.95)	0.011 (1.60)	0.001 (0.84)
std_ocf (+/-)	-0.085*** (-3.86)	-0.147*** (-7.33)	-0.085*** (-4.17)	-0.147*** (-7.49)	-0.085*** (-3.20)	-0.147*** (-6.46)
std_inv (+/-)	0.980*** (36.32)	0.853*** (34.13)	0.980*** (25.49)	0.853*** (24.42)	0.980*** (20.03)	0.853*** (14.37)
std_sale (+/-)	-0.028*** (-4.70)	-0.006 (-1.02)	-0.028*** (-4.75)	-0.006 (-1.04)	-0.028*** (-3.51)	-0.006 (-0.66)
lev (+)	0.027*** (6.00)	-0.002 (-0.39)	0.027*** (5.92)	-0.002 (-0.40)	0.027*** (4.18)	-0.002 (-0.33)
ocf (+/-)	0.064*** (6.41)	0.085*** (9.31)	0.064*** (6.28)	0.085*** (8.91)	0.064*** (5.43)	0.085*** (8.50)
cycle (+/-)	-0.008*** (-8.20)	-0.003*** (-3.15)	-0.008*** (-8.00)	-0.003*** (-3.17)	-0.008*** (-6.20)	-0.003* (-1.69)
cash (+)	-0.000 (-0.04)	0.022*** (3.54)	-0.000 (-0.04)	0.022*** (3.22)	-0.000 (-0.03)	0.022*** (3.21)
eps (+)	0.026*** (7.33)	0.014*** (4.50)	0.026*** (7.13)	0.014*** (4.22)	0.026*** (5.96)	0.014*** (3.97)
age (+/-)	-0.012*** (-5.17)	-0.019*** (-8.83)	-0.012*** (-4.91)	-0.019*** (-8.31)	-0.012*** (-3.83)	-0.019*** (-3.94)

(续表9)

owner (+/-)	0.000 (0.08)	-0.000 (-0.09)	0.000 (0.08)	-0.000 (-0.09)	0.000 (0.06)	-0.000 (-0.07)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-0.53)	-0.000** (-2.17)	-0.000 (-0.54)	-0.000** (-2.24)	-0.000 (-0.43)	-0.000** (-2.00)
sep (+/-)	0.000 (0.22)	0.000 (0.60)	0.000 (0.21)	0.000 (0.61)	0.000 (0.17)	0.000 (0.38)
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
截距项	-0.019 (-1.16)	-0.011 (-0.92)	-0.019 (-1.19)	-0.011 (-0.90)	-0.019 (-0.92)	-0.011 (-0.96)
F 值	100.160	78.290	92.260	66.580	52.640	61.130
Prob>F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.464	0.403	0.469	0.408	0.469	0.408
观测数	4923	4923	4923	4923	4923	4923

注:同表 3。

(三)进一步的分析

1.会计信息、投资异化与上市公司边分红边投资异象。对于高质量的会计信息披露能够显著缓解上市公司边分红边投资异象这一结果,可以用过度投资假说来解释。高质量的会计信息披露可以抑制公司管理者为了满足证券监管机构的分红管制要求而达到为投资活动融资的目的。在未完成股权分置改革的公司中,现金分红很可能是控股股东“掏空”上市公司的“隧道”、侵占外部中小投资者的工具,甚至演变为通过分红达到融资监管要求以实现圈钱的目的。股权分置改革完成之后,控股股东通过向流通股股东支付对价的方式,获得了流通权,实现了“同股同权”,公司控股股东与中小投资者之间的第二类代理成本得以极大的缩减。在后股改时期,随着管理层权力的膨胀,“一股独大”很可能演变为“内部人控制”,股东与管理者之间的第一类代理成本有可能放大。从理论上讲,公司管理者将多余的现金支付给外部投资者可以减少自由现金流量的代理成本。

证券监管机构希望通过分红管制的政策,约束上市公司只重融资不重回报,在一定程度上起到抑制过度投资的作用。但分红管制也存在“悖论”,“半强制”的现金分红政策既减少了企业预期的自由现金流代理成本,也带来了新的问题,如投资者片面地为投资活动融资而分红,造成公司边分红边融资、边分红边投资的异象。在我国,现金分红要支付高额的税收成本,再加上融资成本,迫使公司有更强的动机将融得的资金投入高风险、高回报的项目中,从而更易产生较大风险和过度投资,上市公司边分红边投资异象更容易导致融资异化所引发的过度投资,而高质量的会计信息能够抑制过度投资行为。本文借

鉴 Chen(2011)和 Richardson(2006)提出的两种衡量公司投资过度和投资不足的方法,考察在何种投资异化的情形下,高质量的会计信息在抑制上市公司边分红边投资异象中的作用更加明显。

方法(一)(Chen et al.,2011):

$$\text{Inv}_{it} = \psi_0 + \psi_1 \text{Neg}_{it-1} + \psi_2 \text{Salegrow}_{it-1} + \psi_3 \text{Neg}_{it-1} \times \text{Salegrow}_{it-1} + \zeta_{it}$$

其中, $\text{Neg}=-1$ 。

方法(二)(Richardson,2006):

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TobinQ}_{it-1} + \alpha_2 \text{Size}_{it-1} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{Cash}_{it-1} \\ & + \alpha_5 \text{age}_{it-1} + \alpha_6 \text{Return}_{it-1} + \alpha_7 \text{Inv}_{it-1} + \sum_{t=2003}^{2011} \text{year} + \sum_{t=2003}^{2011} \text{industry}_{it} + \chi_{it} \end{aligned}$$

这里定义一个新的变量 Abn_inv ,用来区分最有可能存在投资过度和投资不足现象的公司组,并将上述两个回归模型的残差项数值按从小到大的顺序排序,高于中位数水平组定义为投资过度组, Abn_inv 赋值为 1,低于中位数水平组定义为投资不足组, Abn_inv 赋值为 0。此外,我们还按照残差项数值是大于零还是小于零进行分组,其结果均未发生实质性改变,这里不再赘述。表 10 栏(1)、(2)的结果均显示,高质量的会计信息对上市公司边分红边投资异象的抑制作用在投资过度组最为明显,其交乘项 $\text{div} \times \text{transparency}$ 的回归系数为 -0.103,且在 1% 的水平上通过了显著性检验,且这一结果不随非预期投资水平衡量方法的不同而发生实质性改变。

表 10 投资异化、会计信息质量与公司边分红边投资异象

解释变量 (预期符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)	栏(4)
	方法(一)		方法(二)	
	Two-way Clusters	Two-way Clusters	分组变量 =Abn_inv	分组变量 =Abn_inv
投资过度组 投资不足组 投资过度组 投资不足组 因变量=inv				
divpassetw (+/-)	0.166*** (3.70)	0.090** (2.05)	0.236*** (3.09)	0.143 (1.55)
divxtrans- parency(-)	-0.103*** (-3.39)	-0.032 (-1.17)	-0.108* (-1.75)	-0.032 (-0.57)
transparency (+/-)	0.004*** (2.89)	0.004*** (4.26)	0.008*** (6.00)	0.003* (1.90)
std_ocf (+/-)	-0.100*** (-4.30)	-0.059*** (-5.40)	-0.096*** (-3.61)	-0.147*** (-5.01)
std_inv (+/-)	1.152*** (19.15)	0.140*** (6.64)	0.983*** (14.77)	0.838*** (12.74)
std_sale (+/-)	-0.025*** (-3.72)	-0.001 (-0.17)	-0.016** (-2.01)	-0.020** (-2.34)
size (+)	0.016*** (13.98)	0.009*** (13.17)	0.009*** (8.26)	0.013*** (14.31)

(续表10)

tobin's Q (+)	0.003*** (2.65)	0.003*** (5.64)	0.001 (0.93)	0.003** (2.06)
lev (+)	-0.003 (-0.63)	0.000 (0.09)	0.009* (1.66)	0.013** (2.44)
ocf (+/-)	0.050*** (4.39)	0.040*** (8.83)	0.067*** (7.05)	0.093*** (9.18)
cycle (+/-)	-0.004** (-2.28)	-0.003*** (-4.64)	-0.005*** (-2.93)	-0.005*** (-3.26)
cash (+)	0.058*** (6.07)	-0.006 (-1.01)	0.024** (2.31)	0.003 (0.29)
eps (+)	0.011** (2.44)	0.003 (1.06)	0.027*** (3.68)	0.010** (2.21)
age (+/-)	-0.023*** (-5.91)	-0.015*** (-8.63)	-0.016*** (-3.53)	-0.015*** (-5.28)
loss (+/-)	-0.004 (-1.43)	-0.003* (-1.95)	-0.003 (-1.01)	-0.011*** (-4.14)
owner (+/-)	-0.001 (-0.30)	-0.001 (-0.67)	-0.000 (-0.24)	-0.000 (-0.20)
negshrcr (+/-)	0.000 (0.32)	-0.000 (-1.39)	-0.000* (-1.73)	-0.000 (-0.40)
sep (+/-)	0.000 (0.65)	0.000 (0.67)	0.000 (0.88)	-0.000 (-0.33)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
截距项	0.001 (0.06)	0.019** (2.28)	0.019 (1.47)	-0.025 (-1.49)
F 值	308.980	56.530	79.540	62.140
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.676	0.384	0.463	0.410
观测数	4923	4923	4923	4923

注:同表 3。

2.会计信息、股利政策变化与上市公司边分红边投资异象。Brav 等(2005)认为,股利支付增加意味着上市公司不太可能有融资约束问题,此时由自由现金流所引发的代理问题通常较少。但在我国监管部门将分红与公开融资联系起来的管制政策背景下,再加上高昂的分红税收成本,投资者更倾向于认为上市公司提高分红比例仅是为了“圈钱”再融资,边分红边投资异象是企业管理层机会主义行为的表现,可能导致更严重和隐蔽的代理成本。对此,本文采用变量 Divchg 衡量上市公司税前每股现金股利支付水平的年度变化,当公司增加现金分红时,变量 Divchg 赋值为 1,否则,Divchg 赋值为 0。从表 11 各栏报告的不同计量回归方法的结果来看,交乘项 Div×Transparency×Divchg 的回归系数均为 -0.194 左右,且都达到了预设的统计显著性水平,说明在增加分红的公司组中,高质量的会计信息披露对公司边分红边投资异象的抑制作用更为显著。

表 11 股利支付变动、会计信息质量与公司边分红边投资异象

解释变量 (预期符号)	栏(1)	栏(2)	栏(3)
	OLS	Robust	Two-way Cluster
	因变量=inv		
divpasset (+/-)	0.184*** (3.52)	0.184*** (3.27)	0.184** (2.57)
divchg (+/-)	-0.007*** (4.77)	-0.007*** (4.51)	-0.007*** (5.57)
div×transparency (+/-)	-0.044 (-1.14)	-0.044 (-1.18)	-0.044 (-0.73)
div×transparency ×divchg (-)	-0.194** (-2.41)	-0.194** (-1.97)	-0.194* (-1.78)
transparency (+/-)	0.006*** (5.57)	0.006*** (5.63)	0.006*** (4.23)
std_ocf (+/-)	-0.120*** (-8.13)	-0.120*** (-8.51)	-0.120*** (-5.17)
std_inv (+/-)	0.911*** (49.94)	0.911*** (35.44)	0.911*** (14.46)
std_sale (+/-)	-0.016*** (-3.99)	-0.016*** (-4.03)	-0.016** (-2.49)
size (+)	0.011*** (16.89)	0.011*** (16.44)	0.011*** (11.10)
tobin's Q (+)	0.002 (2.32)	0.002 (2.33)	0.002 (2.03)
lev (+)	0.010*** (3.56)	0.010*** (3.54)	0.010** (2.22)
ocf (+/-)	0.080*** (11.97)	0.080*** (11.58)	0.080*** (10.23)
cycle (+/-)	-0.005*** (-7.34)	-0.005*** (-7.27)	-0.005** (-3.04)
cash (+)	0.014** (2.97)	0.014** (2.74)	0.014 (1.41)
eps (+)	0.019*** (8.23)	0.019*** (7.76)	0.019*** (3.42)
age (+/-)	-0.015*** (-10.04)	-0.015*** (-9.41)	-0.015*** (-4.32)
loss (+/-)	-0.006** (-3.28)	-0.006*** (-3.36)	-0.006 (-2.11)
owner (+/-)	-0.000 (-0.23)	-0.000 (-0.23)	-0.000 (-0.17)
negshrcr (+/-)	-0.000 (-1.48)	-0.000 (-1.53)	-0.000 (-1.31)
sep (+/-)	0.000 (0.35)	0.000 (0.35)	0.000 (0.25)
行业效应	已控制	已控制	已控制
年度效应	已控制	已控制	已控制
截距项	0.009 (1.03)	0.009 (1.04)	0.009 (0.63)
F 值	166.800	145.980	129.630
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000
Adj.R ²	0.431	0.434	0.434
观测数	9846	9846	9846

注:同表 3。

五、内生性处理

为了尽量减少或消除潜在的内生性问题，本文做了一些补充性检验。我们在对研究假说 H2 的回归分析中，重点考察交乘项 $\text{div}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ ，该变量的回归系数显著为负。但是，变量 div_{it} 很可能是内生的，将一个内生变量乘以一个外生变量，交乘项仍然可能是内生的。所以，本文采用两阶段回归的方法，对内生性做了处理。我们在第一阶段回归中，将内生变量 div_{it} 作为因变量去回归工具变量和回归模型(1)中的控制变量，从而得到 div_{it} 的预期值。但是，这对于控制交乘项 $\text{div}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 的内生性还是不够的，需要在第一阶段中同时控制该交乘项(Wooldridge, 2002)。

要找到 div_{it} 合适的工具变量，理论上需要找到一个既与 div_{it} 直接相关，又与同期的投资水平(inv_{it})无直接因果关系的变量。本文选择上一期的股利支付水平(div_{it-1})和当期的资产报酬率(roa_{it})作为工具变量，根据 Lintner(1956)的研究，这两个变量都是决定当期股利支付水平的重要变量，且没有理论和证据表明，这两个变量与当期投资水平存在因果关系(Fama, 1974; Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al, 2009)。所以，变量 div_{it-1} 和 roa_{it} 可以作为当期股利支付(div_{it})的工具变量。

交乘项 $\text{div}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 的工具变量为 $\text{div}_{it-1} \times \text{transparency}_{it-1}$ 和 $\text{roa}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 。我们在第一阶段回归中，用变量 div_{it} 和 $\text{div}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 去回归四个工具变量，即 $\text{div}_{it-1}, \text{roa}_{it}, \text{div}_{it-1} \times \text{transparency}_{it-1}, \text{roa}_{it} \times \text{transparency}_{it-1}$ 以及其他控制变量，并将 div_{it} 和 $\text{Div}_{it} \times \text{Transparency}_{it-1}$ 的期望值作为第二阶段回归的

解释变量，重新验证前述几个研究假说。在控制了可能的内生性问题以后，本文的结论没有实质性改变。限于篇幅，这里不再赘述。

六、研究结论与启示

Miller 和 Modigliani(1961)指出，在一个完美的市场中，公司的股利政策是不会影响投资决策的。然而，在一个充满管制和摩擦的不完美资本市场中，公司内部人与外部投资者之间的信息不对称导致了道德风险和逆向选择的产生，使得公司难以降低外部融资成本。本文选择上市公司分红与投资行为关系作为特定的研究场景，考察了会计信息披露的经济后果。研究发现，高质量的会计信息披露对上市公司边分红边投资异象具有抑制作用，特别是对处于发达金融市场环境以及无形资产或研发投入较多、成长性较好的公司来说，会计信息披露的这一作用更为明显，投资者更应重视会计信息在资源配置过程中的基础性指导作用。

本文检验了会计信息对上市公司边分红边投资异象的抑制作用，并给出了解释。研究发现，会计信息的上述作用在潜在代理冲突比较严重的公司中更加明显。我们采用两种方法构建了公司期望投资模型，将样本分为投资过度和投资不足组，进一步进行了检验，发现会计信息优化资源配置的作用在投资过度公司组中特别显著，这为会计信息能够抑制过度投资提供了直接的证据。

本文考察了会计信息披露质量对上市公司边分红边投资异象的调节功能及其发生机理，丰富和拓展了有关会计信息与资本配置效率关系的研究，具有一定的理论和现实意义。

[参考文献]

- [1] Miller M H, Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J]. Journal of Business, 1961, 34(4): 411–433.
- [2] Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305–360.
- [3] Myers S, Majluf N. Corporate Investment and Financing Policies When Firms Have Information that Investors Do Not Have [J]. Journal of Financial Economics, 1984(13): 187–222.
- [4] 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.
- [5] 朱凯, 孙刚, 贾倩. 现金股利、税收成本与监管悖论[J]. 中国会计与财务研究, 2011(4): 63–80.
- [6] Biddle G, Hilary G. Accounting Quality and Firm Level Capital Investment[J]. The Accounting Review, 2006(81): 963–982.
- [7] Biddle G, Hilary G, Verdi R. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(48): 112–131.
- [8] Fama E, Miller M. The Theory of Finance[M]. Hinsdale: Dryden Press, 1972.
- [9] Mille M H, Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information[J]. Journal of Finance, 1985(40): 1031–2050.
- [10] DeAngelo H, DeAngelo L, Skinner D J. Corporate Payout Policy[J]. Foundations and Trends in Finance, 2009(3): 95–287.
- [11] Jensen M. The Agency Costs of Free-Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986(76): 323–329.
- [12] Denis D J, Denis D K, Sarin A. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Over-Investment, and Dividend Clienteles[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1994(29): 567–587.

- [13] Lang L,Litzenberger R.Dividend Announcement:Cash–Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis [J].Journal of Financial Economics,1989(24):181–191.
- [14] Kane A, Lee Y, Marcus A.Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect [J].Journal of Finance, 1984(39):1091–1099.
- [15] Fama E.The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms [J].American Economic Review,1974(6):304–318.
- [16] Smirlock M,Marshall W.An Examination of the Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions:A Note[J].Journal of Finance,1983(38):1659–1667.
- [17] Dhrymes P,Kurz M.Investment,Dividends and External Finance Behavior of Firms,in Determinants of Investment Behavior [M].New York:Columbia University Press,1967.
- [18] Brav A,Graham J R,Harvey C R,Michaely R.Payout Policy in the 21st Century [J].Journal of Financial Economics, 2005,77(3):483–527.
- [19] Daniel N D,Denis D J,Naveen L.Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls [R].Working Paper, Purdue University,2010.
- [20] Bushman R,Smith A.Financial Accounting Information and Corporate Governance [J].Journal of Accounting and Economics,2001,31(1/3):237–333.
- [21] Healy M,Palepu K G.A Review of Empirical Disclosure Literature [J].Journal of Accounting and Economics,2001(31): 405–440.
- [22] Francis J,LaFond R,Olsson P,Schipper K.Cost of Equity and Earning Attributes [J].The Accounting Review,2004(79): 967–1010.
- [23] Bharath T,Sunder J,Sunder S.Accounting Quality and Debt Contracting[J].The Accounting Review,2008(83):1–28.
- [24] Hope O K,Thomas W B.Managerial Empire Building and Firm Disclosure[J].Journal of Accounting Research,2008,46(3): 591–626.
- [25] McNichols M F,Stubben S R.Does Earning Quality Affect Firms’ Investment Decisions [J].The Accounting Review, 2008,83(6):1571–1603.
- [26] Chen F,Hope O K,Li Q Y,Wang X.Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Market[J].The Accounting Review,2011,86(4): 1255–1288.
- [27] 朱茶芬,李志文.国家控股对盈余稳健性的影响研究[J].会计研究,2008(5):39–45.
- [28] 何贤杰,朱红军,陈信元.政府的多重利益驱动与银行的信贷行为[J].金融研究,2008(6):2–19.
- [29] 王志伟.盈余稳健性能抑制掏空吗[D].上海:上海财经大学,2008.
- [30] Rajan R G,Zingales L.Financial Dependence and Growth[J].American Economics Review,1998,88(3):559–586.
- [31] 朱 凯,陈信元.金融发展、审计意见与上市企业融资约束[J].金融研究,2009(7):66–79.
- [32] Smith C W,Watts R L.The Investment Opportunity Set and Corporate Financing,Dividends and Compensation Policies[J]. Journal of Financial Economics,1992(32):263–292.
- [33] Chan L,Lakonishok J,Sougiannis T.The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditure [J].Journal of Finance,2001(56):2431–2456.
- [34] Hall B,Lerner J.The Financing of R&D and Innovation[M]//Handbook of the Economics of Innovation.Amsterdam:Elsevier B.V.,2010:610–638.
- [35] Brown J R,Fazzari S M,Petersen B C.Financial Innovation and Growth:Cash Flow, External Equity and the 1990s R&D Boom[J].Journal of Finance,2009(64):151–185.
- [36] 樊 纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [37] Francis J,LaFond R,Olsson P,Schipper K.The Market Pricing of Accrual Quality[J].Journal of Accounting and Economics, 2005,39(2):295–327.
- [38] Dechow P,Dichev I.The Quality of Accruals and Earnings:The Role of Accrual Estimation Errors [J].The Accounting Review,2002(77):35–59.
- [39] McNichols M.Discussion of: The Quality of Accruals and Earnings:The Role of Accrual Estimation Errors[J].The Accounting Review,2002(77):61–69.
- [40] Richardson S.The Overinvestment of Free Cash Flow[J].The Review of Accounting Studies,2006(11):159–189.
- [41] Wooldridge J M.Econometrics Analysis of Cross Section and Panel Data[M].Cambridge:MIT Press,2002.
- [42] Lintner J.Distribution of Incomes of Corporations among Dividends,Retained Earnings, and Taxes [J].American Economic Review,1956(46):97–113.

[责任编辑：高 巍]