

上市公司股权结构对股利政策影响的实证研究

邓超, 王思捷

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 股利政策是公司的三大理财活动政策之一, 也是近几年来学者研究的热点。从我国上市公司的股权结构入手, 运用实证分析, 力图揭示股权结构与现金股利之间的关系。研究发现: 第一大股东持股的比例与股利分派率正相关, 公司前五大股东持股的比例与股利分派率负相关, 而国有股比例与流通股比例对股利分派率的影响不显著。

关键词: 上市公司; 股利政策; 股权结构; 现金股利; 股利分派率

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2012)01-0096-05

一、引言

股利政策、投资决策与筹资决策是共同决定企业理财活动的重要政策。股利政策的选择既可能影响公司未来的发展, 也涉及股东的利益。股权结构作为公司治理方面的一个重要因素, 对股利政策有着重要影响。股权结构包括两个方面: 一是公司股东的构成; 二是公司股东所持有的股份占总股份的比重构成。股权结构对股利政策的影响也是从这两个方面发挥作用。

影响股利政策的因素很多, Fenn 和 Liang(2001)通过对 1 100 家非金融行业的公司 1993~1997 年的数据研究发现, 在那些有着潜在严重代理问题的公司中, 股利分配与管理层持股往往有密切联系, 如管理层持股比例低、投资机会少以及拥有大量现金的公司, 往往有着较高的股利分配率^[1]。Christian Andres 和 André Betzer(2009)通过对德国上市公司的研究, 认为德国公司股利支付率与现金流量相关。相比美英的公司, 德国公司更愿意去消减股利支付率从而保持公司稳定长远的盈利能力^[2]。

饶育蕾与马国庆(2004)对中小投资者心理进行分析发现: 投资者认为派现的股票要比根本不派现的股票好一些, 并认为现金股利的变化并未传递多少有关

公司投资计划的信息, 投资者对现金股利的大幅变化没有好感, 他们赞同证监会把现金分红作为上市公司再筹资的必要条件的政策, 但仍有相当一部分投资者不注重派现收益^[3]。

李礼、王曼舒和齐寅峰(2006)运用结构方程模型对我国非国有上市公司股利分配的动因进行了分析, 他们认为非国有上市公司制定股利政策时所考虑的重要因素包括: 未来投资机会、再融资的能力、公司股票价格以及未来偿债能力^[4]。陈咏英和倪小丽(2009)通过对比研究长虹和美的集团的不同股利政策, 认为影响股利政策的主要因素是每股收益、股权结构与融资需求, 并分析了我国上市公司股利分配现状, 指出随着证券市场的发展, 完全不分配股利的现象逐渐减少, 但还是存在股利政策多变、缺乏稳定性和持久性等问题^[5]。

关于股权结构对股利政策的影响, 大部分学者是从股权集中度和股权属性两方面来研究的。Rozeff (1982)以 64 个行业的 1 000 家公司为样本, 选取 1974 年至 1980 年间的数据分析, 发现公司股权越分散, 股利支付比例越高^[6]。Faccio、Lang 和 Young(2000)研究了欧洲和东亚地区的股利政策及掠夺现象, 显示多数公司不同程度地存在着控制性大股东通过股利政策掠夺外部股东的情况^[7]。Renneboog(2005)选取了 1992~1998 年间伦敦证券交易所上市的 985 家英国公司的数

收稿日期: 2011-09-01; 修回日期: 2011-11-29

作者简介: 邓超(1965-), 男, 湖南娄底人, 中南大学商学院教授, 博士研究生导师, 主要研究方向: 金融理论, 金融工程; 王思捷(1986-), 女, 河南焦作人, 中南大学商学院硕士研究生, 主要研究方向: 金融市场。

据为样本, 用动态面板数据回归模型研究了股利政策和控制权结构之间的关系, 证明了大股东的股权对股利支付率有负面的影响, 但这种影响会因不同的股东类型而不同^[8]。

吕长江和王克敏(1999)采用因子分析法构建了包括股权结构在内的 8 个因子, 指出国有股和法人股在公司股本中占的比例越大, 公司的内部人控制程度就越强, 公司股利的支付水平就越低^[9]。赵春光、张雪丽和叶龙(2001)以 1999 年以前上市的 210 家 A 股公司为样本, 采用多元线性回归方法研究股利政策的选择动因, 指出股权集中度是导致大多数上市公司不分配股利的原因之一^[10]。唐跃军和谢仍明(2006)对 1999~2003 年中国上市公司的数据进行回归分析, 证明第一大股东持股比例与现金股利呈明显的正相关关系, 还表明我国第四、第五大股东持股比例之和以及第四、第五大股东对前三大股东的制衡度越高, 现金股利支付水平越高^[11]。李占雷、吴斯(2011)选取中小企业板的上市公司为研究对象, 证明第一大股东的持股比例以及公司前十大股东持股比例越高, 公司就越可能分配现金股利。作为大股东代言人的公司管理当局, 可能利用自己的优势选择有利的分配方式, 转移公司资产, 从而损害广大中小股东的利益^[12]。

本文选择股权结构作为研究对象, 意图从我国的特有国情出发, 探索股权结构与股利政策的关系。

二、股权结构对股利政策影响的实证分析

1. 样本数据说明

本文选取 2008~2009 年沪深两市上市公司 A 股作

为样本, 剔除同时发行 A 股、B 股、H 股交叉持股的上市公司。因为 B 股、H 股的发行市场和会计环境与 A 股市场存在较大差异, 该类公司 B 股或 H 股中的市场行为有可能会对 A 股产生影响; 剔除金融行业上市公司, 因金融行业的资本结构具有特殊性, 在这里不予研究; 剔除资料不齐全的样本。全部剔除之后, 2009 年共选取样本 402 个, 2008 年选取样本 375 个。其中股权结构数据的选取日为每个年度的 12 月 31 日, 相关数据来源于国泰安 CSMAR 研究数据库系统, 数据分析通过 IBM SPSS 19.0 统计软件完成。

2. 研究假设

假设 1: 国有股比例越大, 现金股利支付率越高。

假设 2: 第一大股东持股比例越大, 现金股利支付率越低。

假设 3: 前五大股东持股比例越大, 现金股利支付率越高。

假设 4: 流通股比例越大, 现金股利支付率越高。

3. 研究变量的选取及模型设定

(1)被解释变量—现金股利政策的替代变量。目前我国上市公司的股利形式主要有现金股利(派现)、股票股利(送股)、资本公积转增资本(转赠)三种。本文对股利政策的分析侧重于现金股利政策, 因此选取股利分派率作为现金股利政策替代变量。

(2)解释变量—股权结构的替代变量。根据本文从股权结构的属性所提出的相关研究假设, 选取的股权结构变量为国有股比例、第一大股东持股比例、前五大股东持股比例和流通股比例。

(3)控制变量—为消除公司个性特征对股利支付率的影响, 本文引入国内学者检测股利政策常用的财务指标控制变量: 每股收益、净资产收益率。选取的变量如表 1。

表 1 变量定义一览表

变量定义一览表			
变量符号	变量名称	变量计量	变量意义
PAYOUT	股利分派率	每股现金股利/每股收益	因变量
SP	国家股比例	国家股股本/总股本	
CR1	第一大股东持股比例	第一大股东股本/总股本	
CR5	前五大股东持股比例	前五大股东股本/总股本	
FP	已流通股比例	已流通股数量/总股本	
ROE	净资产收益率	每股净资产/每股收益	
EPS	每股收益	税后利润/总股本	自变量

构建模型如下:

$$\text{PAYOUT}=\beta_0+\beta_1\text{SP}+\beta_2\text{CR1}+\beta_3\text{CR5}+\\ \beta_4\text{FP}+\beta_5\text{ROE}+\beta_6\text{EPS}+\varepsilon$$

其中, β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 为变量系数, β_0 为常数, ε 为随机变量。

4. 变量的描述性统计

为便于分析实证结果, 首先对因变量和自变量进行描述性统计, 结果如表 2 与表 3 所示。

从两年的描述性统计量对比可以看出, 2008 年国家股比例的均值小于 2009 年国家股比例的均值, 而流

通股比例的均值也如此。由此可见股权分置改革起到了一定的作用, 逐渐减少了国家股比例, 增加了流通股比例。前五大股东持股比例的均值下降也说明了我国上市公司股权集中度呈下降趋势, 股权越来越多元化。

5. 多元回归结果及分析

将 2009 年的样本公司股利分派率和相关的股权结构指标代入多元线性回归模型, 用 SPSS 进行处理后, 得到回归方程的检验如表 4, 虽然 R 方为 0.13, 方程的拟合程度一般, 但是模型的 Sig 值为 0.001, 说

表 2 2009 年描述统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差
PAYOUT	289	0.100 217	1.395 349	0.340 866 53	0.230 645 553
SP(%)	289	0.000 0	86.286 3	21.904 103	25.269 126 5
CR1(%)	289	6.75	86.20	40.460 1	15.570 93
CR5(%)	289	27.510	97.870	62.410 03	14.093 653
FP(%)	289	8.000 0	79.992 0	44.009 347	18.629 929 3
ROE	289	0.100 034	0.471 084	0.166 480 25	0.062 307 315
EPS	289	0.200 0	1.860 0	0.662 777	0.335 528 7

表 3 2008 年描述统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差
PAYOUT	402	0.075 000	1.875 000	0.477 664 97	0.329 059 497
SP(%)	402	0.000 0	80.183 1	24.715 207	23.718 049 9
CR1(%)	402	10.120 0	82.160 0	40.369 601	14.800 392 5
CR5(%)	402	21.570 0	86.500 0	54.646 316	13.035 462 5
FP(%)	402	18.458 1	100.000 0	59.324 615	19.607 102 9
ROE	402	0.014 635	0.514 618	0.119 966 90	0.077 231 335
EPS	402	0.042 4	2.299 0	0.426 908	0.324 643 6

表 4 股利支付率的回归结果

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误差	试用版		
(常量)	0.597	0.195		3.063	0.002
SP	0.001	0.001	0.042	0.734	0.463
CR1	-0.013	0.006	-0.555	-2.145	0.033
CR5	0.010	0.005	0.446	2.170	0.031
FP	-0.001	0.001	0.060	0.854	0.394
ROE	0.274	0.330	0.055	0.830	0.407
EPS	-0.180	0.051	-0.229	-3.529	0.000
调整 R 方			0.130		
F 值			7.721		
Sig.			0.001		

表 5 股利支付率的回归结果

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误差	试用版		
(常量)	0.643	0.219		2.932	0.004
SP	0.001	0.001	0.033	0.535	0.593
CR1	-0.010	0.007	-0.382	-1.715	0.053
CR5	0.019	0.008	0.619	2.387	0.017
FP	-0.001	0.001	0.030	0.443	0.658
ROE	0.059	0.229	0.017	0.258	0.797
EPS	-0.236	0.106	-0.192	-2.226	0.027
调整 R 方			0.140		
F 值			7.742		
Sig.			0.000		

明股利分派率的模型通过了显著性检验。同样, 将 2008 年的样本公司股利分派率和相关指标代入模型, 得到回归方程的检验如表 5, Sig 值为 0.000, 说明该模型同样具有统计学意义。

由表 4 得到的模型是:

$$\text{PAYOUT}=0.597+0.001\text{SP}-0.013\text{CR1}+0.1\text{CR5}-0.001\text{FP}+0.274\text{ROE}-0.18\text{EPS}$$

由表 5 得到的模型是:

$$\text{PAYOUT}=0.643+0.001\text{SP}-0.01\text{CR1}+0.019\text{CR5}-0.001\text{FP}+0.059\text{ROE}-0.236\text{EPS}$$

从 2008 年和 2009 年两年的相关分析结果可以看出, 与股利分派率显著相关的因素有: 第一大持股股东比例、前五大持股股东比例和每股收益。其中第一大持股股东和每股收益与股利分派率负相关, 前五大持股股东比例与股利分派率正相关。

国有股比例不仅回归系数很小, 而且统计上也不显著, 因此认为国有股比例的不同与股利支付率不存在显著的线性关系, 国有股股东对每股现金股利没有特殊偏好。这与本文假设 1 中提出的国有股比例越大, 现金股利分派率越高不符, 认为假设 1 不成立。

对于第一大持股股东来说, 在分配现金股利时, 他们把收到的现金股利部分视为收益, 而其他股东收到的部分对第一大股东来说即为成本。随着现金股利分配比率的提高, 第一大股东获得收益与付出成本之间的差就越小, 因此大股东有实行低现金股利政策的强烈愿望, 同时其通过对公司留存利润控制而获得的收益也将大于分配现金股利得到的收益。因此正如实证结果显示: 第一大持股股东与股利分派率呈现显著的负相关关系, 假设 2 成立, 第一大持股股东更偏向于较低的现金股利分派率。

在上市公司中, 其他大股东有可能与第一大股东合谋, 共同侵占中小股东利益, 也有可能对第一大股东进行监督制约。本文实证结果显示: 前五大持股股东对于股利分派率是显著正相关, 假设 3 成立, 说明前五大股东更偏向于较高的股利分派率。这是因为前五大股东意识到, 必须要控制第一大股东在股利发放过程中获取高额报酬。在上市公司中, 随着其他大股东持股比例的上升, 能起到明显的监督作用。说明股权越分散, 第一大股东的控制能力越小。

从结果来看, 流通股比例与现金股利分派率呈负相关关系, 但并不显著。因此假设 4 并不成立。因为对于流通股股东来说, 他们对公司的权益投资既不是为

了获得股利收益, 也不是为了控制公司, 而是通过频繁买卖获取价差(资本利得), 并非进行长期投资, 因此并不十分关心上市公司的股利分配政策。也就是说, 流通股股东偏好资本利得多于股利所得。

作为控制变量的净资产收益率没有表现出理论上收益越高, 股利支付越多的特征。2008 年和 2009 年的相关分析都显示净资产收益率与股利分派率并没有显著关系。这说明 A 股市场中企业的盈利能力不是股利支付率高低的决定因素, 上市公司股利分配政策受股权结构影响更大。相反的是, 每股收益的回归系数显著为正, 并且 t 值非常大, 说明每股收益是影响上市公司现金股利最重要的因素, 每股收益越多, 发放的现金股利越少。

三、结论

通过对 2008 年和 2009 年两年上市公司 A 股的实证研究表明, 国有股股东对于现金股利分派率没有特殊的偏好, 尽管他们呈现了正相关的关系。上市公司第一大股东偏好较低的现金股利分派率, 损害了其他中小股东的利益, 但是其他股东起到了监督和控制第一大股东的作用, 表现为前五大股东与股利支付率的显著正相关。随着我国股权分置改革的进行, 流通股比例明显上升, 但是流通股对于股利政策的影响有限, 还有待于进一步的研究。本文的研究显示, 股权集中度才是真正影响公司股利政策的重要因素, 因此将股改进行到底, 关键是需要改善我国上市公司的股权集中度。在适当的股权集中度下, 股利政策才会发挥公司在融资, 治理方面的重要作用, 而不是成为大股东控制公司, 获取利益的工具。

参考文献:

- [1] FENN, CC W, LIANG, N. Corporate payout policy and managerial stock incentives [J]. Journal of Financial Economics, 2001(1): 45-72.
- [2] Christian Andres, André Betzer, Marc Goergen, Luc Renneboog. Dividend policy of german firms: A panel data analysis of partial adjustment models [J]. Journal of Empirical Finance, 2009: 175-187.
- [3] 饶育蕾, 马国庆. 中小投资者对现金股利的心理反应的调查

- 与分析[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2004, 10(5): 610-614.
- [4] 李礼, 王曼舒, 齐寅峰. 股利政策有谁选择及其动因—基于中国非国有上市公司的问卷调查分析[J]. 金融研究, 2006, (1): 74-85.
- [5] 陈咏英, 倪小丽. 对我国上市公司股利政策影响因素的研究—基于长虹和美的的股利政策[J]. 会计之友, 2009(11): 97-99.
- [6] Rozeff M, Growth. Beta and costs as determinants of dividend payout ratio [J]. Journal of Financial Research, 1982: 249-259.
- [7] Lang, Larry H P, Litzenberger, R H. Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis [J]. Journal of Financial Economics, Issue 24, 2000: 181-191.
- [8] Luc Renneboog, Luis Correia da Silva. When do german firms change their dividends [J]. Journal of Corporate Finance. Volume 11, Issues 1/2, March 2005: 375-399.
- [9] 吕长江, 王克敏. 上市公司股利政策的实证分析[J]. 经济研究, 1999(12): 23-31.
- [10] 赵春光, 张雪丽, 叶龙. 股利政策:选择动因-来自我国证券市场的实证证据[J]. 财经研究, 2001(2): 48-51.
- [11] 唐跃军, 谢仍明. 大股东制衡机制与现金股利的隧道效应—来自1999~2003年中国上市公司的证据[J]. 南开经济研究, 2006(1): 60-78.
- [12] 李占雷, 吴斯. 中小上市公司治理结构与股利分配研究[J]. 商业研究, 2011(2): 7-12.

An Analysis of the Influence of the ownership structure on the dividend policy of listed companies

DENG Chao, WANG Sijie

(Business School of Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: The dividend policy of the listed company is one of the three core problems in modern company's financial activities, which also has become the hot area of research. This paper employs the method of empirical to research on the impact of controlling shareholder's own characteristics upon the tendency and effort of cash dividend distribution in China. The analysis shows that: the first-largest stockholder is positively related to the payout, and the fifth-largest stockholder is negatively related to the payout. The results also indicate that effects of state-owned shares and circulated shares on payout are not significant.

Key Words: Listed Company; Dividend Policy; Ownership Structure; Cash Dividends; Payout

[编辑: 汪晓]