股改前后股权结构变化对现金股利政策影响的实证研究

——来自中国制造业上市公司的证据

李映照　李亚培

(华南理工大学工商管理学院　广州　510640)

【摘要】本文从分析上市公司的股权结构入手,选取股改前后的制造业上市公司的现金股利分配情况作为分析对象,采用独立样本T检验法来分析股改前后现金股利政策以及股权结构的变化,同时运用多元回归方法来检验股权结构对现金股利政策的影响。

【关键词】股权分置改革　制造业　现金股利

始于2005年的股权分置改革(以下简称"股改")至2006年底已经基本完成。随着股改的完成,存在于我国上市公司特殊的股权分裂问题已得到解决。股改后公司的股权结构发生了很大变化,公司的治理结构也有明显的改变,这些变化是否会促使公司的现金股利政策随之变化?作为在股权分置背景下产生的非流通股股东与流通股股东之间的种种矛盾和问题,最重要的是大股东对中小股东利益侵占的问题,是否会在股改完成之后得到解决?笔者将对此进行论述。

一、文献回顾

1. 国外相关研究。Grossman和Hart(1988)认为,公司中如果存在持股比例较高的大股东,那么就会产生控制权收益。这种控制权收益只为大股东享有,不能由其他股东分享。而且,大股东常常会将上市公司的资源转移到自己控制的企业中去(Johnson等,2000)。Shleifer和Vishny(1997)认为,股权通常集中在少数大股东手中,从而诱发了大股东掠夺中小股东利益的现象。

2. 国内相关研究。肖星(2003)通过实证检验认为,股权集中度处于中等或较高水平的公司,为了满足大股东的变现需要而更愿意发放现金股利。可见,现金股利支付作为大股东侵害中小股东利益的一种手段,为上市公司所偏好。马曙光、黄

机产生的真实情况相符。③模型对ST公司和NST公司的平均判别率相近,分别为73.3%和73.43%,对于公司被ST前两年、前三年、前四年这样大的时间跨度来说,充分显示该模型具备一定的判别能力。

表8　亏损当年及前两年模型的判别率汇总

	亏损前2年(ST-4)	亏损前1年(ST-3)	亏损当年(ST-2)	平均判别率
ST企业正确判别率(%)	69.1	73.3	77.5	73.3
NST企业正确判别率(%)	60.3	70.0	90.0	73.43
合　计	——	——	——	——

五、结论

本文利用深市90家ST公司和90家NST公司配对样本的财务数据建立了判别模型,对公司ST年~ST-4年的判别分析具有一定的效果。研究结果表明:①财务数据具有信息含量,可提高决策的有效性;②我国上市公司财务数据即使在本文这样一个大样本的情况下,也不服从正态分布,因此运用非参数统计法和Logistic回归来建立模型符合实际情况;③本文的研究期间为ST年~ST-4年,时间跨度较大,所得到的判别率结果与前人的研究结果基本一致,显示该模型具备一定的判别能力。

本文对模型的构建基础仅局限于财务指标,而未考虑非财务指标因素。实际上公司在发生危机前几年,除财务指标发生变化外,它的非财务指标(如关键员工离职率、市场占有率、企业信心指数、公司治理评价指数等)也会发生改变。因此,除了应对入选的财务指标进行不断提炼外,将更多的非财务指标纳入模型将是本研究改进的方向。

【注】本文系江苏省教育厅十一五规划2007资助课题"现代财务管理技术研究"(项目编号:2007-R-5318)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Fitz Patrick. A comparison of ratios of successful industrial enterprises with those of failed firms.Certified Public Accountant,1932;2

2. Beaver. Financial ratios as predictors of failure.Journal of Accounting Research(Supplement),1966;1

3. Altman. Financial ratios,discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy.Journal of Finance,1968;23

4. 左小德,程守红.上市公司财务危机预警的实证研究.数学的实践与认识,2008;4

5. 李秉成. 企业财务困境研究——上市公司财务实证分析.北京:中国财政经济出版社,2005

志忠和薛云奎(2005)通过对上市公司股利政策进行连续考察发现:现金股利支付和资金侵占一样,同是大股东实现其股权价值最大化的手段。白玉坤、陈晓明(2007)对能源行业的上市公司进行研究后认为:股改后流通股比例的增加使上市公司派发的现金股利明显增加。徐晓颖(2008)以所有A股上市公司为对象,通过描述性统计分析发现,股改后支付现金股利的公司有所增加,但股利支付水平并无显著变化。

上述研究大多反映了第一大股东(或控股股东)对现金股利的偏好,也反映了流通股股东与非流通股股东在股利政策上存在的利益冲突。那么,在股改完成之后,大股东是否还会掠夺中小股东的利益?本文将着重分析第一大股东的持股比例、股权集中度和股权制衡程度对现金股利政策的影响。同时,笔者还从公司的收益指标与现金股利的关系入手,分析现金股利支付是否已成为控股股东输送利益的工具。

二、研究假设和研究设计

1. 研究假设。笔者认为,大股东与中小股东之间的委托代理关系对公司的现金股利政策有很大的影响。基于此,笔者提出以下假设:

假设1:随着股改的完成,第一大股东通过现金股利支付侵占上市公司利益的现象将得到缓解。

有关研究表明,我国绝大多数上市公司股权结构的最突出表现是股权相对集中于第一大股东,高度集中于前五大股东。这说明,在我国由于大股东控制力较强以及股权集中度较高等现象的存在,其他大股东对于第一大股东行为的约束很小。其他大股东为了自身的利益容易与第一大股东合谋,而且这种现象随着第一大股东持股比例的增加而越发突出。因此,笔者提出以下假设:

假设2:股改前,前五大股东持股比例与现金股利支付水平呈正相关关系,而在股改后这种情况将有所改变。

Bennedsen和Wolfenzon认为,之所以多个大股东能够共存,是因为第一大股东想吸引更多的投资者参与,即大股东的数量可能是由绝对控股股东决定的。而Wang和Wong研究发现,当公司第二大股东持股比例较高时,可以起到明显的监督作用,从而使公司的治理结构优于那些第二大股东持股比例较低的公司。因此,笔者提出以下假设:

假设3:第二大股东对第一大股东的制衡程度与现金股利支付水平呈负相关关系。

2. 指标设计。股权集中度是国际上通用的指标之一,用公司前几位大股东的持股比例或者持股数量之和来表示。该指标可以考察几位大股东对公司的共同控制程度,但无法区分各大股东之间存在的差异,因此本文除选取第一大股东持股比例衡量股权结构外,还选用前五大股东持股比例以及第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比进行考察。本文选择每股收益作为控制变量,用于检验股权结构因素和收益因素对现金股利政策的影响。具体研究变量见表1。

3. 模型构建。本文以上市公司派发的现金股利(CCD)作为被解释变量,构建回归模型以验证前文提出的三个研究假设,具体探讨第一大股东持股比例、前五大股东持股比例以及股权监督制衡机制对上市公司派发现金股利的影响。研究模型如下:

表1　研究变量设计

变量类型		变量名称	符号	代表的意义
因变量		每股派现	CCD	每股派现金额
解释变量	实验变量	股权集中度指标一	H1	第一大股东持股比例
		股权集中度指标二	H5	前五大股东持股比例
		股权制衡程度	Z	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	控制变量	公司的盈利能力	EPS	每股收益

$$CCD=a+b_1H1+b_2H5+b_3Z+b_4EPS+\varepsilon$$

其中,a表示与其他变量无关的常量;b_1、b_2、b_3、b_4是解释变量的系数,代表解释变量对被解释变量的影响程度;ε是不能被回归方程解释的残差。

4. 样本和有关统计分析。本文将集中分析我国制造业上市公司的实际数据。为了比较股改前后的变化,本文选择股改前2004年和股改后2007年、2008年的数据进行截面分析。样本公司为在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的所有A股上市公司(剔除数据缺损的公司):其中,2004年制造业上市公司为597家,派发现金股利的观察样本为357家公司;2007年制造业上市公司为735家,派发现金股利的观察样本为417家公司;2008年制造业上市公司为768家,派发现金股利的观察样本为424家公司。样本中还剔除了净收益和净资产为负的公司。研究数据来源于reset金融数据库。

表2、表3所列示的分别是有关样本数据的描述性统计结果以及利用独立样本进行T检验的结果。

表2　三年中样本变量的描述性统计

年份	2004		2007		2008	
	mean	Std.Deviation	mean	Std.Deviation	mean	Std.Deviation
CCD	0.152	0.122 9	0.149 8	0.153 9	0.152 4	0.179 5
H1	0.458	0.164 4	0.392 6	0.149 8	0.389 2	0.144 6
H5	0.622	0.103 2	0.563 6	0.141 0	0.561 3	0.141 3
Z	4.410	118.765	1.673 1	31.88 6	1.630 9	32.079
EPS	0.336	0.246 2	0.551 8	0.490 5	0.474 1	0.578 3

表3　2004年与2007年独立样本T检验结果

	Levene's test for equality of variances		t-test for equality of means			
	F	Sig.	t	Sig.(2-tailed)	Mean Difference	Std.error Difference
CCD	3.599	0.058	0.229	0.819	0.002	0.010
H1	9.436	0.002	5.731	0.000	0.065	0.011
H5	32.243	0.000	5.731	0.000	0.058	0.009
Z	52.073	0.000	4.507	0.000	27.376	6.075
EPS	37.303	0.000	-7.468	0.000	-0.216	0.029

从表2中我们可以看出,在2004年、2007年、2008年这三年中,每股派现指标表现出一种很平稳的态势,每股派现金

额分布在 0.15 元附近,这说明制造业上市公司并没有因股改而提高其派现水平。第一大股东持股比例呈现一种下降趋势,前五大股东的持股比例也在逐年下降,这说明流通股比例的增加使得上市公司的股权集中度在股改后有所下降。另外,反映股权制衡程度的指标,即第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比有了明显的下降。由于第一大股东持股比例的下降削弱了其对公司的控制权,因此第二大股东对第一大股东的制衡程度在逐渐提高。

为了更精确地分析这些指标在股改前后是否有了显著变化,笔者对 2004 年和 2007 年各变量指标的独立样本进行了 T 检验,结果表明:相比股改前的 2004 年,除了每股派现金额,其他变量均有了显著的变化。

三、回归结果及相关分析

1. 回归结果。基于上述假设和分析,笔者将利用文中设计的模型进行实证检验。表 4 为分年度的回归结果:

表 4　　现金股利回归模型的检验结果

年份	2004			2007			2008		
变量	coe	t	sig.	coe	t	sig.	coe	t	sig.
H1	0.122	2.953	0.003	0.069	0.977	0.597	−0.102	−1.755	0.080
H5	0.150	2.752	0.006	0.038	0.605	0.545	0.189	3.514	0.000
Z	0.164	3.034	0.003	−0.013	−0.253	0.800	0.005	0.109	0.913
EPS	0.594	13.617	0.000	0.491	11.391	0.000	0.629	16.956	0.000
Adj-R^2	0.373			0.261			0.434		
F	51.997		0.000	37.495		0.000	81.578		0.000

注:coe表示各变量的系数。

2. 相关分析。从回归结果来看,在这三年里模型的拟合优度检验值都很理想,表明这三年里模型的拟合优度都较好。F 值均在0.01 的水平上显著,这说明模型的整体线性关系较为显著。

首先,从第一大股东持股比例来看,在 2004 年显示的结果是该指标与现金股利支付水平呈显著的正相关关系。第一大股东持股比例越高,分配的现金股利就会越多,这一结果证明在这个时期确实存在着控股股东对现金股利的偏好。在股改后,第一大股东持股比例与现金股利支付水平之间的关系发生了变化,从该指标的实证结果来看,股改所带来的股权结构的改变对现金股利政策的影响是重大的,这一结果与假设 1 相符。

其次,作为衡量股权集中度的前五大股东持股比例,实证结果显示,在 2004 年前五大股东持股比例与现金股利支付水平呈显著正相关关系,在 2007 年和 2008 年这两年里两者虽然是正相关关系但不显著,这与假设 2 相符。在大股东绝对控制的情况下,其他股东起到的约束作用显得微乎其微,他们甚至会和大股东串通起来对中小股东的利益进行侵占。随着股改的进行,大股东的行为有了改变,同时上市公司的股权集中度逐渐降低,因此前五大股东持股比例与现金股利支付水平不再显著相关。另外,作为衡量股权制衡程度的第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比,实证结果显示在股改前的 2004 年该指标与现金股利支付水平呈显著的正相关关系,然而在股改后的 2007 年、2008 年该指标与现金股利支付水平并不显著相关。这充分说明,在股改前第一大股东持股比例与第二大股东持股比例越悬殊,现金股利支付水平越高。然而在股改完成后的两年里,大股东通过高额派发现金股利来侵占中小股东利益的现象得到了遏制,这证实了假设 3 并且与假设 1 所得出的结论是相符的。

最后,作为衡量公司盈利能力的每股收益在三年中体现出与派现水平十分显著的正相关关系。这说明无论公司的现金股利政策如何变化,盈利作为股利的最终来源,始终是影响现金股利发放的最基本因素。

四、结论

本文分析了股改前后制造业上市公司的派现情况,以及股权结构变化对现金股利政策的影响,得出如下结论:在股改前,大股东对现金股利存在明显的偏好,他们通过现金股利支付来输送利益;第一大股东持股比例、前五大股东持股比例以及第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比均与现金股利支付水平显著正相关。而在股改完成后,大股东通过现金股利支付侵占中小股东利益的行为得到了遏制,第一大股东持股比例与现金股利支付水平不再显著相关。与此对应,第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比与现金股利支付水平之间的相关关系也在股改后有所改变,并在 2007 年出现了负相关的特征。值得一提的是,在这三年里每股收益与现金股利支付水平之间的关系都表现出显著的正相关关系,这充分说明不管是股改前还是股改后,盈利是影响现金股利发放的最基本因素。

股改完成后,上市公司股票实现了全流通,股票价格由市场交易机制决定,从体制上保证了"同股同权,同股同价,同股同利",使得股东之间有了平等的竞争基础,为股东搭建了公平的利益分享平台,我国的现金股利政策日趋规范。截至目前,股改虽然已经完成,但大股东所持股票尚不能完全自由流通,此类股票在一定阶段尚不能充分实现其市场价值。可见,股改并不能立即解决长期存在于我国股市的历史问题,尚需相关各方共同努力。股改完成后,所有股东的利益基本一致,此时就需要政府相关部门积极引导投资者关注上市公司的现金股利支付行为。

主要参考文献

1. 陈信元,陈冬华,时旭.公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究.管理世界,2003;8

2. 李增泉,孙铮,王志伟."掏空"与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究,2004;12

3. 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.管理世界,2007;1

4. 党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究.会计研究,2008;6

5. 马曙光,黄志忠,薛云奎.股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策.会计研究,2005;9