

我国上市公司现金股利政策实证研究综述

暨南大学管理学院 高秋玲

【摘要】 股利政策是分析上市公司投资价值时所考虑的一个重要方面。本文对 20 世纪 90 年代末期到 2005 年的现金股利政策实证研究成果进行综述,并充分考虑 2005 年股权分置改革在未来将全面铺开及全流通也将普遍执行这一背景,提出未来我国现金股利政策研究的新领域。

【关键词】 现金股利 实证 综述

一、我国现金股利政策实证研究文献

我国学者在 20 世纪 90 年代末期才开始对股利政策进行实证研究。迄今为止,我国关于现金股利政策的研究成果主要体现在以下几个方面:

1. 公司内部因素与现金股利政策的关系。吕长江、王克敏(1999)针对公司内部因素对现金股利政策的影响进行了实证研究,并认为我国上市公司股利分配政策会受到公司规模、股东权益、盈利能力、流动能力、负债率等因素的影响,现金分红与每股收益、总资产正相关,与资产负债率负相关;盈利能力越强,股利支付水平就越高;营运能力越强或公司规模越大或资产流动性越强,则现金股利越高、股票股利越低;如果股票市价越高或每股净资产越多,则现金股利和股票股利就越高。

然而,在公司规模影响方面,邵军(2005)却得出了不同的结论,他对我国 2001 年和 2002 年 A 股上市公司的现金股利政策进行了实证研究,其结果表明,公司在决定每股现金股利的大小时,其主要依据是以前年度的股利政策和目前的盈利水平,而公司规模并不影响现金股利政策。

2. 股权集中度与现金股利政策的关系。孙晖、徐学丹(2005)以 2002 年沪市、深市 A 股派现公司为样本,研究股权结构特点是否直接或通过股权融资偏好间接影响我国上市公司现金股利政策这一问题时发现,我国上市公司现金股利政策受股权结构特点、股权融资偏好影响显著,上市公司在分红当年已具备股权融资资格时,其股利支付率低;不具备股权融资资格时,其股利支付率高。徐国祥、苏月中(2005)在考虑我国存在高比例非流通股的事实下,从代理成本角度对我国现金股利与中小投资者利益关系进行的系统的理论分析也证实了关于股权越集中的公司,其现金股利支付率越高这一推论。

然而,邵军(2005)在对我国 2001 年和 2002 年 A 股上市公司的现金股利政策进行实证研究时却得出不同结论,他发现股权集中程度并不影响现金股利决策,只不过股权集中程度高的公司不太会考虑现金股利的持续性,而股权集中程度低的公司则会把一定比例的当年收益作为现金股利发放给股东。

吕长江、周县华(2005)通过运用因子分析方法和事件研究方法分析更进一步论证了公司治理结构与股利分配动机的关系,在我国资本市场,降低代理成本假说和利益侵占假说都不同程度地发挥着作用,集团控股公司适合降低代理成本假说;而对于政府控制公司,用利益侵占假说解释其股利分配动机则更为恰当;政府控制公司支付的股利要高于集团控制公司支付的股利。再者,股利支付与第一大股东持股比例呈“U”形关系,当第一大股东持股比例较低时,随着持股比例的增加,公司会减少股利支付,可是当持股比例超过某一点时,公司又会提高股利支付。当公司前五大股东持股比例差距较大时,尤其当第一大股东与第二大股东持股比例差距较大时,公司倾向于多发股利;当第二大股东和第三大股东持股比例显著提高时,公司将会减少股利发放。

3. 股权流通度与现金股利政策的关系。阎大颖(2004)对 1999~2002 年我国 A 股一般行业上市公司的派现行为进行了实证分析。其结果表明,股权流通性越低的公司派现的可能性越大,大股东的控制能力(无论是相对还是绝对)越强,公司派现的倾向性就越明显。继而得出结论认为,非流通控股股东以现金股利进行“圈钱”是造成上市公司热衷于派现的重要原因。之后,阎大颖、苏玮(2005)全面考察了我国 A 股上市公司近 10 年来现金股利政策与流通股股东收入偏好的相关关系,再次证明了上述结论,同时这一结论也得到了朱明秀(2005)的证实。

然而,徐国祥、苏月中(2005)的结论却与之不同,其研究结果表明,国有股股东比法人股股东更偏好现金股利,但现金股利支付极不稳定,在未考虑其他影响因素的情况下,国有股股东与法人股股东对现金股利的偏好并无显著差别,因而提出增加现金股利的“一刀切”的做法并不可取,要解决现金股利的两难处境,前提是股票全流通。

4. 公司未来业绩与现金股利政策的关系。魏刚(2000)选取了 1992~1997 年我国 644 个发放股利的公司作为观察对象,其研究结果表明,当公司的持久盈利受到非暂时性冲击时,它们通常会改变其股利政策。但刘文军、赵亚娟选择 1998~2000 年分配股利的公司作为研究对象,发现我国上市公司的现金股利、股票股利与下一年度的每股收益、净资产收益率

□·借鉴与参考

呈正相关关系,但对未来业绩产生的影响不稳定,也就是说我国的信号传递机制远不如国外的显著,同时也说明了我国上市公司在制定股利分配政策的过程中存在很多错误观念,缺乏一个稳定的股利政策目标。

5.股票股利与现金股利的替代性问题。魏刚(1998)以1997年派发现金股利的130家上市公司及不派发现金股利的130家上市公司为样本,研究了其累计异常报酬率的特点,并发现市场欢迎股票股利而反感现金股利。陈国辉、赵春光(2000)则通过分类统计、单因素分析和回归分析等方法对上市公司选择不同股利政策的动因进行了研究,并发现当期股票股利和现金股利具有替代性,如果上年现金股利越高,则本年的也越高。但上年股票股利越高则本年的就越低这一假设却不成立。

6.公司治理与现金股利政策的关系。吕长江、周县华(2005)运用因子分析方法和事件研究方法分析了公司治理结构与股利分配动机的关系,并认为公司高级管理人员和董事的薪金越高、董事会主席和监事会主席持股比例越高,则公司越倾向于支付更多的现金股利。当公司总经理兼任董事长或者副董事长时,其将支付更多的股利;而当公司的独立董事较多时,公司倾向于支付高额股利;如果公司同时在海外上市,其支付的股利也相对较高。

7.关于超能力派现问题的研究。陈信元、陈冬华、时旭(2003)通过对“佛山照明”高派现案例的分析发现,高额现金股利没有提高公司价值,而是被大股东作为转移资金的工具。张阳(2003)在对“用友软件”高派现案例进行分析时认为,其原因除了证监会政策导向外,主要是为了降低公司股东与管理者之间的代理成本,传递公司的未来信息,以满足配股要求和股东权益的要求。

王征(2004)考虑到2000年的政策影响,加入了配股资格假设和投资基金假设变量,并选用2000~2003年超能力派现的公司作为主要研究对象。其研究表明,当第一大股东为国资局时,前十大股东中投资基金的个数越多、公司上市年限越短、公司负债率越高,则越容易发生超能力派现。公司通过派现调整净资产收益率以期获取配股资格也是导致上市公司超能力派现的重要原因。

伍利娜等(2003)用2000~2003年的派现公司作为总体样本,通过研究影响上市公司异常高派现的因素发现,公司股本规模、流通股比例、大股东中证券投资基金的个数、公司上市年限、上市公司当年是否发放红股或进行股票转增、上市公司的净资产收益率是否接近配股达标线等对异常高派现有显著的影响,但并未发现大股东控股比例、股权集中度、国有股和法人股比例等与异常高派现行为存在显著相关性。这与陈信元、王征的研究结论并不完全一致。

8.行业类型与现金股利政策的关系。何小连、蒋巍(2005)对我国上市公司现金股利政策的行业特征进行实证分析的结果表明,我国不同行业的上市公司的现金股利政策具有显著差异,虽然行业是影响我国上市公司现金股利政策的因素之

一,但其影响力并不大,只有大约1.2%的现金股利政策的变动可由公司所处的行业不同来解释。支付率最高的行业是信息技术业,为39.55%;支付率最低的行业是农林牧渔业,仅有17.31%;其他行业的支付率处于20%~40%之间。

李志强(2005)以2000年12月31日之前上市的194家高科技公司在2000~2002年三年中有股利分配的公司为样本进行研究发现,企业的流动比率与每股现金股利呈显著的负相关关系。国家股、法人股和流通股比例对每股现金股利的的影响并不显著,其中流通股比例与每股现金股利呈正相关关系,企业应收账款周转率与每股现金股利呈显著的负相关关系。这与上述学者对内部影响因素的分析结论很不一致,其解释为这是由于高科技公司具有高风险的特性,从而导致未来企业的发展能力、获利能力的不确定性非常大。在这种情况下,公司更倾向于以留存收益来抵御未来的高风险,保持科技企业的高成长性。这种高成长需要大量的资金支持,所以高科技公司与其他类型的公司并不一致。

二、研究评价及展望

从以上分析可以看出,我国对于股利政策的研究为我国上市公司的股利决策提供了理论指导,也为监管部门制定相关政策提供了理论依据,有利于我国上市公司规范股利分配。但在研究中,许多学者并未考虑机构投资者和证监会的强制分红政策这两个影响因素;整体的研究更多的是考虑公司内部的,而对外部因素如股市影响等方面的研究较少,并且许多研究方法本身也存在或多或少的缺陷。未来的研究有必要对更新样本、更新自变量和研究方法等进行深入分析和客观评价。

2005年证监会、国资委等联合颁布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,要求消除非流通股和流通股的流通制度差异,由此可见,股票全流通将很快成为现实,而这也将为股利政策研究开辟一个新的研究区域。未来股利政策的研究可能会集中在以下几个方面:

1.股票全流通能否对上市公司的股利分配政策造成影响以及影响的范围和原因。

2.在国有股、法人股均可流通的情况下,国外的股利信号传递理论、股利分配代理成本理论和股利顾客效应理论能否解释今后我国上市公司的股利分配行为。

3.通过对股票全流通之前和之后的股利分配政策进行比较分析来探讨股票全流通的效应。

主要参考文献

①魏刚.中国上市公司股票股利的实证分析.证券市场导报,2001;11

②阎大颖.中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究.南开经济研究,2004;6

③徐国祥,苏月中.中国股市现金股利悖论研究.财经研究,2005;6

④吕长江,周县华.公司治理结构与股利分配动机.南开管理评论,2005;3