

中国上市公司不分配股利内部影响因素的实证研究

赖建清 李常青

〔关键词〕 不分配股利 影响因素 实证研究

〔作者简介〕 赖建清 厦门大学管理学院博士研究生; 李常青 厦门大学管理学院副教授 博士 厦门市 邮编 361005

一、模型分析

(一) 研究假设

影响我国上市公司不分配股利的内部因素有许多, 本文借助国外的研究成果, 并根据理论框架对各内部因素提出以下假设:

假设 1: 上市公司业绩越好, 上市公司不分配股利的可能性越小。

上市公司盈利能力代表所有者财富增加能力, 也是上市公司分配股利的源泉。上市公司优秀的业绩说明有更多的利润可供分配, 因此相应会提高公司分配股利的可能性; 反之, 若公司亏损, 则不可能分配股利。

假设 2: 上市公司成长性越好, 上市公司越倾向于不分配股利。

成长性良好的公司, 为满足公司开拓市场和增加投资的现金需求, 倾向于不支付股利; 反之, 成长不好的公司投资机会较少, 较可能将多余的现金派发给所有者。笔者采用总资产增长率和净利润增长率两指标从投资和业绩两方面反映上市公司的成长性。

假设 3: 上市公司资产规模越大, 上市公司分配股利的概率越高。

大规模上市公司往往是处于成熟期或衰退期的公司, 扩张欲望并不强烈。并且, 凭借大公司的实力和声誉, 更容易从其他渠道获得资金, 因此可能较多的发放股利。

假设 4: 新发行股票的上市公司倾向于分配股利。

一方面, 许多新上市公司往往拥有滚存利润, 具有发放股利的实力。另一方面, 新上市公司往往规模较小, 有扩张的要求, 同时新上市公司发放股利也有利于树立良好的公众形象。因此, 新上市公司倾向于分配股利。

假设 5: 拥有 H 股或 B 股的上市公司较有可能分配股利。

我国执行较严格的外汇管制制度, 拥有 H 股或 B 股的投资者主要为外国或港澳台的投

资者^①，他们往往较重视公司的现金股利。由于他们的影响力，上市公司管理层较有可能发放股利。

假设 6：上年度不分配股利的上市公司，当年度也较有可能不分配股利。

对于某一特定上市公司，股利政策可能具有一定的延续性。因此，假设上年度不分配股利的上市公司，年度也较有可能不分配股利。

假设 7：股东权益比例越高，上市公司越有可能分配股利。

股东权益比例不仅代表上市公司的负债情况，同时象征债权人在公司内影响力的大小。从管理层角度，如果股东权益比例小，即公司资产负债率高，那么，为优化公司的资本结构或避免财务状况的进一步恶化，公司倾向于不分配股利。因此，假设股东权益比例越高，上市公司越有可能分配股利。

假设 8：上市公司每股经营性现金流入越高，就越有可能分配股利。

公司的每股经营性现金流入越高，说明经营能力越强，资产流动性越强，货资金将会越多，公司就越有实力支付股利。

假设 9：流通股比例越低，越可能分配股利

流通股比例越低，意味着国有股和法人股比例越高，由于国有股和法人股的不流通性，国有股和法人股股东往往偏好现金回报。因此，流通股比例越低，越可能分配现金股利。

（二）样本选择

本文选取在 1999 年 4 月 30 日前公布年报的所有上海证券交易所 A 股上市公司作为研究对象。根据《中国证券报》1998 年年报总览，上海证券交易所 A 股共 432 家上市公司，剔除 11 家数据不全和未公布年报的上市公司，作者选取了剩余的 421 家上市公司作为样本。

（三）模型简介

计量经济中主要有三种常用的二元选择模型，它们分别是：二元线性概率模型、Probit 概率模型和 Logit 模型，其中又以 Logit 模型运用最为广泛。Logit 模型不但避免了二元线性概率模型存在的概率区间和异方差的局限，而且也更接近于现实情况。2001 年，Eugene F. Fama 等就采用 Logit 模型对美国上市公司的不分配状况进行了预测。因此，本文也采用该模型对我国上市公司的不分配状况进行研究。模型具体形式如下：

$$\ln \frac{P_i}{1-P_i} = Z_i = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i X_i$$

式中： P_i 是做某一特别选择的概率； $1-P_i$ 是做对立选择的概率； X_i 为自变量； α 和 β_i 是回归系数。

（四）变量设计

依据选择模型的因变量特点，本文制定因变量 Y 代表公司是否分配股利（1 为不分配股利，0 为分配股利），具体见表①。就自变量而言，根据以上提出的假设框架，作者设计了 13 个变量，其中 3 个为虚拟变量，详细见表②及表③。

（五）实证结果

根据以上设计的 13 个自变量，采用 SPSS 中的 Logit 逐步回归模型，在 90% 的显著性水平下获得以下不分配股利模型：

^① 2001 年以后，由于我国 B 股市场向境内居民开放，该情况将发生变化。

表 1 因变量设计表

因变量符号	计算方法	变量说明
Y	公司分配股利为 0; 不分配股利为 1	因变量 Y 仅有两种结果, 即 0 和 1

表 2 自变量设计表

自变量符号	自变量名称	研究目的
X1	每股收益 (EPS)	盈利水平
X2	净资产收益率	
X3	总资产增长率	成长性
X4	净利润增长率	
X5	总资产 (取对数)	规模
X6	股东权益 (取对数)	
X7	总股本 (取对数)	
X8	流通股比例	流通股股东影响力
X9	股东权益比例	负债水平/资本结构
X10	经营性现金流入	现金充足情况

表 3 虚拟变量设计表

虚拟变量符号	变量说明	计算方法	
		是	否
D1	是否新发行股票公司 ^①	1	0
D2	上年度是否不分配股利	1	0
D3	是否含 B 股或 H 股	1	0

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = 1.648 - 1.026X9_{(0.095)} - 3.110X1_{(0.000)}$$

式中: p ——上市公司不分配股利的概率; $1-p$ ——上市公司分配股利的概率; 自变量后的小括号内数字为显著性水平。

另外, SPSS 的统计结果显示: (1) 若以 0.5 作为判定值^②, 该模型对样本中的不分配公司的解释能力较高, 可达 78%; 而对分配公司的解释能力仅有 43.8%, 总体准确率为 62.9%。(2) 模型最重要的影响因素是每股收益, 然后是股东权益比例。(3) 模型的总体拟合效果较差。该模型的“-2Log Likelihood”值, 即似然函数值的自然对数乘以-2 所得的数值, 高达 525.276^③, 该值越大说明拟合效果越差。

为了进一步理解我国上市公司的不分配状况, 若将现金股利看作为真正意义上的股利分配, 即除现金股利以外的其他所有股利形式均被认为是不分配股利^④。在同等显著性水平下, 可得到如下不分配现金股利模型:

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = 3.876 - 1.397X1_{(0.000)} + 0.773X5_{(0.001)} - 1.126X6_{(0.007)} + 1.852X8_{(0.052)} + 0.604D2_{(0.062)}$$

上式中: p ——上市公司不分配现金股利的概率; $1-p$ ——上市公司分配现金股利的概率; 自变量后的小括号内数字为显著性水平。

SPSS 的统计结果也表明: (1) 在 10% 的显著性水平下, 共有 5 个变量进入方程, 即 5 个变量对分配现金股利的上市公司具有解释能力, 按先后顺序分别是: 股东权益的对数、上年度是否分配现金股利、每股收益、总资产的对数的流通股比例。(2) 模型的“-2Log Likelihood”值仍高达 447.788, 因此该模型的总体拟合效果仍然较差。

因为模型二中含有两个规模指标, 根据股东权益比例等于股东权益除以总资产, 模型二

① 新股是指上年度上市新股及本年度四月三十日前已公告年报的上市新股。
 ② 判定值 0.5 是 SPSS 分析的默认值。当预测值大于 0.5 时, 模型将判定该公司不分配股利; 反之, 则分配股利。
 ③ 当该值为零时, 模型为完全拟合观测值。
 ④ 计算此模型时, 上年度是否分配股利 (虚拟变量 D2) 即 1997 年分配方式也必须依照该种股利区分标准。

可转化为：

$$\ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = 3.876 - 1.397X1 - 0.773\ln(X9) - 0.353X6 + 1.852X8 + 0.604D2$$

二、结论与启示

(一) 实证结论

(1) 上市公司不分配股利的内部影响因素有业绩和股东权益比例。上市公司业绩越差、股东权益比例越低，就越有可能不分配股利。因此，不分配股利模型仅接受假设 1 和假设 7。上市公司不分配现金股利的概率则与业绩、股东权益比例的对数及规模负相关，而与流通股比例和上年度是否不分配正相关。因此，现金股利分配模型也从侧面说明了大股东比较倾向于分配现金股利，而二级市场投资者不好现金股利。小规模公司倾向于不分配现金股利，而大规模上市公司有分配现金股利的倾向。并且，我国上市公司的现金股利政策具有明显的连续性。

(2) 我国上市公司不分配股利最重要的内部影响因素是业绩。在以上两个模型中每股收益都是显著性最高的影响因素。当许多业内人士将上市公司不分配股利的主要制约因素归咎于国有股的“一股独大”或匮乏的现金流量时，以上研究结果表明：在当前我国证券市场，影响上市公司是否分配股利的最直接、最主要的内部因素是业绩，而以流通股比例作为指标的大股东的影响力却只在不分配现金股利模型中出现。

(3) 根据以上两模型，从统计意义上说，在外部环境不变的情况下，某一具体上市公司决定是否分配股利时仅仅关注两个内部财务指标：每股收益和股东权益比例。但该公司在进一步决定是否分配现金股利时，公司管理层就必须考虑较多的内部因素，如大股东影响力、股利的连续性及公司规模。因此，上市公司决定分配股利的约束因素较少，而决定分配现金股利时约束条件就较多。

(4) 上市公司不分配股利的内部影响因素并不包括流通股比例。一方面，理论上拥有大量非流通股的控股股东喜好现金股利，因为对他们而言，股票股利只是个符号，只有现金才是真正的回报。因此，非流通比例越大（流通比例越小）的公司越倾向于分配现金股利，这也与本文不分配现金股利模型的结论一致；另一方面，我国股市的非流通股相当一部分是国有股，由于国家和上市公司之间的多层代理关系导致道德风险增加和逆向选择的可能性增大，许多上市公司国有股的所有者代表形同虚设，“内部人”控制现象严重，他们从自身利益出发，要么不分配股利，要么迎合流通股股东的投机要求分配股票股利。以上两方面原因综合一起，可能造成上市公司流通股比例与是否分配股利不相关。

(5) 以上两模型的拟合程度均不太理想，在一定程度上说明上市公司的分配股利状况很容易受外部因素影响，如整体市场不分配状况、监管部门的干预等。

(责任编辑 周 斌)