

# 股利政策：选择动因

## ——来自我国证券市场的实证证据

赵春光<sup>1</sup>, 张雪丽<sup>2</sup>, 叶 龙<sup>3</sup>

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 2. 东北财经大学 金融学院, 辽宁 大连 116025;

3. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025)

**摘要:**我国上市公司不分配股利的现象已很普遍, 笔者研究了股利政策的选择动因, 并以此来解释不分配现象产生的原因。同时, 还研究了与股利金额相关的因素, 希望能对股利政策的理论和实践有所裨益。

**关键词:**选择动因; 是否分配股利; 股利金额

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)02-0048-06

### 一、问题的提出

近几年来,我国每年都有近半数的上市公司不分配股利,而且比例在逐年增加,分配股利的公司占全部公司的比例分别为52.06%(1997年)、42.92%(1998年)、35.57%(1999年),可见我国上市公司的股利分配情况差强人意,而且越来越差。那么,究竟是什么因素导致了上市公司的股利政策的这些变化呢?显然,这是一个有关股利政策的选择动因的研究问题。对选择动因的研究有利于上市公司制定适当的股利政策,达到财务管理和经营活动的目标,也有利于股东提高风险意识和投资意识,促使其进行理性投资。本文拟在财务方面对股利政策的选择动因加以分析,具体包括两个问题:一是分配或不分配股利与哪些因素有关;二是分配股利的金额与哪些因素有关。

### 二、样本选取

本文的样本取自1999年底以前在深、沪两市上市的A股公司,不包括同时发行A、B股的上市公司。共选取210家公司作为样本,其中分配现金股利的91家,分配股票股利的86家(不包括公积金转增股本的部分)。在研究问题一时采用总样本(210家公司),在研究问题二时分别采用分配现金股利的公司(91家)和分配股票股利的公司(86家公司)作为样本。样本数据主要取自1999年的年报,滞后数据取自1998年的年报。如果上市公司在中报宣告分配

收稿日期:2000-09-30

作者简介:赵春光(1972—),男,黑龙江齐齐哈尔市人,上海财经大学会计学院博士生;

张雪丽(1974—),女,内蒙古自治区呼伦贝尔盟人,东北财经大学金融学院硕士生;

叶 龙(1975—),男,辽宁鞍山市人,东北财经大学会计学院博士生。

股利,则股利金额为年报与中报宣告股利的合计数,这样能够和财务数据的计算时期一致。本文的数据处理采用 SPSS 和 EViews 软件完成,显著性水平为 5%。

### 三、研究方法

本文主要采用多元线性回归的研究方法,在研究问题一时,采用分类选择模型——logit 模型。因为所研究的问题是对分配和不分配股利的选择,因变量是两者概率比的对数,反映了分配股利可能性的大小,自变量是取自年报的 14 个财务指标,采用极大似然法对模型进行参数估计,以 t-test 来检验自变量的显著性,如果某一自变量通过了 t-test,则认为该自变量对是否分配股利有显著影响。在研究问题二时,采用逐步回归的方法,逐步回归是变量选择的一种理想方法,能够从 14 个财务指标中选择进入模型的自变量,由此得到的模型是相对“最优”的,模型的因变量是每股股利。本文采用 white-test 来检验异方差现象;用 Jarque-Bera 检验残差的正态性;用 Durbin-watson 来检验序列相关性;用 VIF(方差扩大因子)来检验共线性。在全部通过这四个检验的基础上逐步回归中留下来的自变量一定也能够通过 F-test 和 t-test,表明它们对每股股利有显著影响。由于简单回归模型存在异方差和非正态的现象,所以本文在逐步回归过程中还采用了加权最小二乘法,以此来修正异方差和非正态现象并得到修正模型,幸运的是对每一模型采用同一个权数就同时修正了逐步回归各方程的异方差和非正态两种现象。

### 四、变量设计

本文在研究问题一和问题二时都以 14 个财务指标作为自变量,这些指标从不同的角度反映了上市公司财务状况和经营成果,基本可以说明公司财务的全貌,它们可能会对股利政策产生重大影响——至少笔者认为它们是重要的,但也可能有其他的重要指标没有包括在内。本文所有的研究变量(包括自变量和因变量)可以用下表来解释和概括:

表 1 研究变量设计

Dependent variable	问题一	$\ln(p_i/1-p_i)$	$P_i$ 为选择分配股利的概率
	问题二	Sdps, cdps	Sdps 为每股股票股利, cdps 为每股现金股利
Independent variable	varialbe	index	introduction
	$X_1$	上年分配股利与否	上年度 sdps, 为虚拟变量, 分配为 1, 不分配为 0
	$X_2$	利与否	上年度 cdps, 为虚拟变量, 分配为 1, 不分配为 0
	$X_3$	盈利能力	净资产收益率
	$X_4$	股权集中度	五大股东的持股比例
	$X_5$	偿债能力	流动比率
	$X_6$		资产负债率
	$X_7$	账面价值	每股净资产
	$X_8$	股价	年末收盘价
	$X_9$	规模	资产总额自然对数值
	$X_{10}$	市场表现	市盈率
	$X_{11}$	成长能力	主营业务利润增长率
	$X_{12}$	资金需求	在建工程总额自然对数值
	$X_{13}$	营运能力	资产周转率
	$X_{14}$	当年分配股利与否	当年 sdps, 为虚拟变量, 分配为 1, 不分配为 0
$X_{15}$	利与否	当年 cdps, 为虚拟变量, 分配为 1, 不分配为 0	

## 五、实证过程与结果

1. 问题一。本文采用 logit 模型对是否分配现金股利和股票股利的影响因素做检验,采用极大似然法进行参数估计,其结果如下:

表 2 问题一实证结果

Variable	sdps		cdps	
	Coefficient	T-Statistic	Coefficient	T-Statistic
X <sub>1</sub>	0.475237	1.165387	0.300164	0.707221
X <sub>2</sub>	-0.40926	-0.9583	1.388716	3.171985
X <sub>3</sub>	5.665186	1.007393	-1.01713	-0.18259
X <sub>4</sub>	-3.43454	-2.1983	0.893396	0.590257
X <sub>5</sub>	0.534252	1.463051	-0.20188	-0.62333
X <sub>6</sub>	4.344498	2.208902	-2.36215	-1.2947
X <sub>7</sub>	0.457207	1.278493	-0.02788	-0.07586
X <sub>8</sub>	0.006523	0.120917	0.010789	0.198075
X <sub>9</sub>	-1.28422	-1.80925	1.602101	2.108951
X <sub>10</sub>	-0.00805	-0.5877	-0.00534	-0.51879
X <sub>11</sub>	0.006337	1.437479	0.006167	1.352533
X <sub>12</sub>	0.046464	0.342311	0.160677	1.329136
X <sub>13</sub>	0.590541	1.326389	0.205714	0.527791
X <sub>14</sub>	—	—	-2.6672	-6.5163
X <sub>15</sub>	-2.73019	-6.53231	—	—
(Constant)	4.47834	1.412258	-6.38948	-1.92846
Log likelihood	—	-90.7851	—	-91.04279

由以上回归结果可以看出,是否分配股票股利与股权集中度、是否分配现金股利和资产负债率存在显著关系,股权集中度越高和分配现金股利的公司更有可能不分配股票股利,而资产负债率越高的公司就越可能分配股票股利;是否分配现金股利与是否分配股票股利、上年度是否分配现金股利和企业规模存在显著关系,上年度分配现金股利和规模越大的公司越有可能分配现金股利,而分配股票股利的公司更有可能不分配现金股利。

2. 问题二。对 sdps 和 cdps 采用最小二乘法进行简单的逐步回归,回归结果如下:

表 3 问题二实证结果

	Adjusted R <sup>2</sup>	F	White		Resid's Jarque-Bera	Durbin-watson	Highest VIF
			F	N* R <sup>2</sup>			
sdps	0.4026	15.321	2.497	41.4	0.193888	1.866	1.57
cdps	0.436333	18.417	1.7977	41.8	15.86486	1.953	1.366
Included varialbe	sdps	X <sub>3</sub> , X <sub>15</sub> , X <sub>7</sub> , X <sub>9</sub>					
	cdps	X <sub>8</sub> , X <sub>10</sub> , X <sub>11</sub> , X <sub>14</sub>					

由以上回归结果可以看出,在简单回归模型中不存在共线性和序列相关问题,但存在异方差和非正态的问题,用这样的模型进行解释和预测都是不够谨慎的。因此,可采用加权最小二乘法进行逐步回归,以修正异方差和非正态的问题。

采用加权最小二乘法进行逐步回归的结果如下:

表 4 修正模型估计结果

	Adjusted R <sup>2</sup>	F	White		Resid's Jarque-Bera	Durbin-watson
			F	N * R <sup>2</sup>		
sdps	0.391483	6.624945	1.3578	9.335	2.080786	1.948718
cdps	0.396461	4.043076	1.3082	33.8	2.317428	1.925827
	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	T-Statistic		Prob.	Collinearity Statistic(vif)
sdps						
(Constant)	0.670161		2.235605		0.028237	
X <sub>3</sub>	1.646904	0.584981	6.664505		0	1.0382
X <sub>15</sub>	-0.1363	-0.2438	-2.4674		0.015801	1.3157
X <sub>7</sub>	0.093977	0.371395	3.540775		0	1.4826
X <sub>9</sub>	-0.17933	-0.28874	-2.5739		0.01195	1.6958
cdps						
(Constant)	0.255955		7.350684		0	
X <sub>8</sub>	0.010661	0.747539	7.373347		0	1.53277
X <sub>10</sub>	-0.00503	-0.50193	-4.83897		0	1.6044
X <sub>11</sub>	0.000825	0.276957	2.822423		0.00592	1.43588
X <sub>14</sub>	-0.27129	-0.1935	-2.01074		0.047486	1.381

上表数据显示,修正模型克服了异方差和非正态问题。所以,用修正模型进行解释和预测是合适的。每股股票股利主要受净资产收益率、是否分配现金股利、每股净资产和企业规模的影响。净资产收益率和每股净资产越高的公司,每股股票股利也会越高;而分配现金股利和规模较大的公司则会分配较少的股票股利。从标准化系数可以看出各因素对模型的贡献率依次是净资产收益率 39.29%、每股净资产 24.94%、企业规模 19.39%和是否分配现金股利 16.38%。每股现金股利主要与股票价格、市盈率、主营业务利润增长率和是否分配股票股利有关。股票价格和主营业务利润增长率越高的公司,每股现金股利也会越高;而分配股票股利和市盈率较高的公司则会分配较少的现金股利。从标准化系数可以看出各因素对模型的贡献率依次是股票价格 43.46%、市盈率 30.19%、主营业务利润增长率 16.1%和是否分配股票股利 10.25%。

## 六、暂时结论与相关解释

上述实证结果可得出如下结论:其一,是否分配股票股利与股权集中度、是否分配现金股利和资产负债率有关;其二,每股股票股利与净资产收益率、是否分配现金股利、每股净资产和企业规模有关;其三,是否分配现金股利与是否分配股票股利、上年度是否分配现金股利和企业规模有关;其四,每股现金股利与股票价格、市盈率、主营业务利润增长率和是否分配股票股利有关。

对以上结论,笔者可作如下分析:第一,现金股利与股票股利具有替代性,上市公司分配了现金股利就可能不会分配股票股利,多分配现金股利就可能少分配股票股利。一方面是由于可供分配利润是一定的,两者此消彼长;另一方面,股票股利随时可以在市场上出售变现,可以看作是现金股利的替代,现金股利也可以在市场上购买股票。第二,股权集中度越高可能越不分配股票股利。其原因是目前我国上市公司的大股东主要是国家,由于国有股不能够流通,

所以,国家更喜欢现金股利而不是股票股利。国有股占的比例越大,国家就越有可能控制股利政策而不选择股票股利。另外,目前国有股减持的政策取向也加剧了这一趋势。第三,资产负债率越高越有可能分配股票股利,原因可能在于一般认为我国上市公司存在负债率过高的现象,负债率过高被作为恶化的一个标志。所以这些公司当然不愿意把利润分配出去来使财务状况更加恶化,而更愿意把利润留在公司。股票股利就是把利润留下的一种方法,而且经常被采用。第四,净资产收益率和每股净资产越高,股票股利也越高,可能是因为这样的公司在分配股票股利后,其经稀释的每股收益和每股净资产仍然较高,有能力在分配股票股利后仍然保持原有的信誉和形象;而净资产收益率和每股净资产较低的公司则会担心形象受损而不分配股票股利。第五,规模大的企业更有可能选择现金股利而少分配股票股利,我国的经济还处在典型的资本短缺阶段,小公司出于吸引新资金和增强竞争能力的目的,有较强的扩张欲望;而大公司的筹资渠道较多、资金较为充裕、竞争能力也较强,相比之下扩张欲望并不强烈。所以,大公司更有可能选择现金股利而不是股票股利。实证会计理论中的规模假设也在政治成本方面说明了这个问题,但规模假设是否符合我国的情况还需要作研究。第六,上年度分配了现金股利,今年更有可能分配现金股利,可能是由于上年度分配了现金股利,股东会预期今年也分配现金股利,上市公司为了吸引爱好现金的投资群体和避免股价剧烈波动,会按照投资者的预期分配现金股利,而不是冒险不分配股票股利。第七,股票价格越高,分配的现金股利越多,说明不管购买高价股还是低价股,股利收益率都是趋于相等的,这是市场竞争的必然结果。如果某公司的股利收益率远低于市场水平,一部分投资者就会出售该股票并转而购买其他股票,从而使该股票价格下降,股利收益率趋向于市场收益率。第八,市盈率高的公司现金股利较少,可能的解释是投资者更关注高市盈率公司的成长性,而关注低市盈率公司的当期收益;另一个可能的解释是市盈率高的股票投机性强,投资者关注的是股价上涨的资本利得,而不是现金股利。所以,市盈率与现金股利负相关。最后,主营业务利润增长率越高,现金股利越多,可能的原因是上市公司的管理人员一般都是比较乐观的,他们会预测公司将来会以较好的趋势发展,所以,成长性好的公司会分配较高的现金股利,而不是谨慎地保留资金。

目前我国出现了大多数上市公司不分配股利的现象,原因可能在于股权集中度、企业规模、资产负债率和上年度是否分配现金股利四个方面。首先,股权集中度在最近3年没有明显的变化,虽然在1998年和1999年都比上年有所下降,但最多仅下降0.66%,对分配股票股利可能性的影响仅为0.0227。可能的解释是国有股减持确实降低了非流通股的比例,但进展还是太慢了;同时,减持的国有股主要转化为法人股,还是不能流通,仍然集中在大股东手中。其次,上市公司的规模确实在逐年扩大,平均总资产金额的自然对数值在1998年、1999年分别增加了0.08884和0.09867,对分配现金股利可能性的影响分配是0.1423、0.1581。显然,这一影响是比较大的。再次,上市公司的资产负债率在逐年下降,财务状况有所改善,1998年、1999年分别下降3.19%和2.57%,对分配股票股利可能性的影响为-0.1386、-0.1117,这一影响也比较重要。第四,上年度是否分配现金股利会影响今年现金股利的分配,我国分配现金股利的上市公司比例逐年下降,这样形成恶性循环,致使分配现金股利的上市公司比例越来越少,1997年和1998年分配现金股利的上市公司比例分别比上年下降3.75%和3.37%,对当年分配现金股利可能性的影响分别为-0.0521、-0.0468,这一影响同样较为重要。综上所述,我们发现在1998年、1999年分配股票股利和现金股利的可能性都有所下降,只是1998年下降多一些,1999年下降少一些。这与我国的实际情况基本一致,也说明了以上四个因素确

实导致了不分配现象的出现。另外,对于分配股利的公司来说,每股股利并没有明显的变化趋势,而各因素对每股股利的影响程度如何还需要另作研究,不在本文讨论之列。

**主要参考文献:**

- [1] Arthur. J. Keown. 现代财务管理基础[M]. 北京:清华大学出版社,1997.  
[2](美)瓦茨,齐默尔曼. 实证会计理论[M]. 大连:东北财经大学出版社,1999.

## **The Incentive of Choice of Dividends Policy with the Empirical Evidence from China's Security Market**

ZHAO Chun-guang<sup>1</sup>, ZHANG Xue-li<sup>2</sup>, YE Long<sup>3</sup>

- (1. *School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433;*  
2. *School of Finance, Northeast University of Finance and Economics, Liaoning Dalian, China, 116025;*  
3. *School of Accounting, Northeast University of Finance and Economics, Liaoning Dalian, China, 116025*)

**Abstract:** The phenomenon of zero dividends is popular in china for years. We researched the incentive of choice of dividends policy, and explained the causes of zero dividends. At the same time, in favor of the theory and practice of dividends policy, we researched the factors correlative to dividends amount.

**Key words:** the incentive of choice; distributing dividends or not; dividends amount

(上接第 20 页)

## **An Empirical Study of the Regional Characteristic of Grain Production and It's Main Contributing Factors in the Central and West China**

WU Shan-lin

(*School of Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433*)

**Abstract:** Using the data from 1982 to 1998, regional characteristic of grain production in the Central and West China is revealed simply in this paper. Empirical analyses show that the factors such as the resource of per capital cultivated land and the pull of non-agricultural industrial employment play important roles in bringing about the regional characteristic. The policy implications are also explored according to the above results.

**Key words:** the Central and West China; grain production; regional characteristic; main contributing factors