

# 外贸上市公司股利政策与盈余持续性的关系

王长禹

(西安急救中心财务科 西安 710018)

**【摘要】** 本文以盈余持续性作为盈余质量的代理变量,实证考察外贸类上市公司的股利政策(包括发放股利的类型以及股利支付程度)与盈余持续性之间的关系,以检验股利信号理论在外贸上市公司中是否成立。研究发现,对我国的外贸类上市公司而言,股利政策具有信号效应,能够传递盈余持续性的信息,派发股利的外贸类上市公司与未派发股利的外贸类上市公司相比,盈余持续性更强。

**【关键词】** 外贸上市公司 股利政策 盈余持续性

## 一、引言

西方财务学家的研究表明,在信息不对称下,公司向外界传递公司内部信息的常见信号有利润宣告、股利宣告、融资宣告三种。与利润的会计处理可操纵性相比,股利宣告是一种比较可信的信号模式。

信号传递理论在财务领域的应用始于罗斯(Rose)的研究,他发现拥有大量高质量投资机会信息的经理,可以通过资本结构或股利政策的选择向潜在的投资者传递信息。1979年,巴恰塔亚发表在《贝尔经济学刊》的文章中构建了一个与Rose模型很近似的股利信号模型,他认为在完美的情况下,现金股利具有信息内容,是未来预期盈利的事前信号。根据信号传递理论,股利变化与长期可持续的收益水平具有一致性,只有在确定长期收益足以保证未来股利的支付时,管理者才会变更股利政策,也就是说,股利政策包含了有关公司未来盈余水平的信息。但由于受到汇率风险、海外订单波动程度大等因素的影响,外贸上市公司比其同类公司的经营不确定性更高,这就为管理层准确预测盈利并制定相应的股利政策增加了难度。

本文以沪深两市外贸类上市公司为对象,研究此类公司的股利政策制定与盈余质量之间具有怎样的关系。具体地,研究了是否分配现金股利以及现金股利支付程度与盈余持续性的关系,进而检验股利信号理论在外贸上市公司中是否成立。

## 二、文献回顾

根据Sun(2005)的思想,盈余持续性能够反映出公司当期盈余的未预期变动部分可以在多大程度上对未来的盈余预期做出同方向修正。提高盈余持续性,有利于报表使用者降低对未来的不确定性,基于对现有盈余信息的掌握和使用,他们更可能对未来期间的盈余做出正确预测。

现有研究在盈余持续性的度量方面,主要采用的方法为一阶自回归模型与盈余反应系数(Earnings response coefficient)。

盈余反应系数(ERC)建立于现金流量折现模型理论,它可以衡量股票的异常回报率对公司未预期盈余的反应程度。如果未预期会计盈余不存在差异,那么会计盈余质量越高的公司,其盈余反应系数越大。但由于盈余反应系数反映的只是盈余的未预期部分与股票回报的相关性水平,因此,通过盈余反应系数来进行衡量的仅为盈余未预期部分的质量,而非全部会计盈余。

一阶自回归模型从总体和部分两个角度测度了盈余的预测性,这就避免了ERC模型只能通过测度非预期盈利能力衡量盈余持续性的不足。基于上述原因,本文采用一阶自回归模型,实证检验盈余持续性与现金股利政策之间的关系。

股利信号理论将股利政策与会计盈余联系在一起,该理论认为,在信息不对称的条件下,股利充当了管理层向外部传递内部信息的手段,股票价格的变化是投资者通过股利政策变化对企业前景进行分析和判断的结果。Lintner(1956)最早对股利信号传递理论进行了实证研究,Miller and Modigliani(1961)则首先对信息不对称下的现金股利宣告行为做出解释。第一个股利信号模型是由Bhattacharya在1979年基于Spence(1973)的思想创建的,并在接下来的时间里,被许多学者做出了进一步的发展和完善(如John and Williams,1985; Miller and Rock,1985等)。

对于股利政策信息含量的实证检验多采用事件研究法。国外学者的研究普遍支持了现金股利变动与股票价格之间存在正相关关系这一结论,进而支持了股利具有信息含量的结论。Kane Lee和Marcus(1984)发现了盈余与股利之间存在的某种协同作用,当它们被同时披露时,市场中的投资者会注意到二者之间的一致性,并对这种信息做出解读。Easton(1991),Lonie等(1996)对股利政策和盈余信息具有协同作用表示了支持。

但是,我国上市公司的股利政策是否具有信号传递效应

尚存争议。陈晓等(1998)发现现金股利、股票股利和混合股利的异常收益率(AR)均显著为正,故在我国股票市场上,股利信号理论成立。李常青和沈艺峰(2001)的研究结果显示,在对未预期会计盈利变动进行了控制的情况下,股利增加能够使累计超常收益率(CAR)上升,股利减少能够使累计超常收益率下降,股利变化额与股价变动额有正相关关系。陈工孟和高宁(2005)发现,与盈利同时发布的股利公告可以对盈余传递信号起到一定的补充作用。原红旗(2004)则证明了我国上市公司的股利变动主要与当期收益的变化密切相关,股利变动无法提供有关未来收益变化的信息。魏刚(1999)则证明了股利的增加或减少意味着当期及未来盈利的增长或减少。

近年研究所采用的方法多为相关性检验,例如李卓和宋玉(2007)以及Skinner(2011)等。将未来期间的盈余与股利政策进行相关性检验,得到的结果证明了股利政策具有信号效应、能够反映盈余持续性的观点。借鉴此法,本文对外贸上市公司的股利政策与盈余持续性做相关性研究。

### 三、研究假设

基于信号理论,管理层可以将股利政策当成对外传递信息的手段。盈余持续性是一种“内部信息”,管理者需要选取一种手段将其向外传递,而股利政策恰好可以充当这一角色。即股利政策能够反映管理层对公司的预期,股利派发行为与盈余持续性相关。

假设1:股利政策能够反映盈余持续性,进行派现的外贸类上市公司,盈余持续性更强。

在中国,股利类型主要有三种,即现金股利、股票股利、混合型股利。为了考察当管理层制定股利政策时对股利类型的偏好,本文将外贸类上市公司的股利发放类型进行区分,对股利类型的差异进行实证检验。这一检验结果也可以为大股东的“攫取”行为提供证据,检验该行为与股利类型是否存在关联。就派现而言,现金股利的分配需要大量的现金流出企业,因此现金股利这种利润分配方式不仅要求公司有足够的利润基础,还需要充裕的现金,所以现金的充裕程度也应予以考虑。

假设2:外贸类上市公司的股利政策能反映盈余持续性,现金股利发放率越高,公司的盈余持续性越强。

### 四、研究模型设计

Skinner(2011)的研究使用了一阶自回归模型,本文的实证检验借鉴了这一思想。如果股利政策与盈余持续性相关,股利政策包含了与盈余预期有关的信息,则回归模型中股利与盈余的交叉项系数大于零。

Skinner(2011)的基本模型如下:

$$(E_{it+1}/TA_{it-1}) = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot DP_{it} + \alpha_2 \cdot (E_{it}/TA_{it-1}) + \alpha_3 \cdot DP_{it} \cdot (E_{it}/TA_{it-1}) + \xi_{it} \quad (1)$$

其中, $E_{it}$ 、 $TA_{it}$ 和 $DP_{it}$ 分别表示公司*i*在*t*年度的净利润、平均总资产以及股利政策(发放现金股利时 $DP_{it}$ 等于1,否则等于0)。

由于净利润无法全面反映盈余质量的信息,直接用于证明盈余持续性的高低是不够严谨的。故本文将盈余进行分解,用基本盈余替代公式(1)中的净利润,以考察股利政策与盈余持续性的关系。

经修正后的模型1如下:

$$BE_{it+1}/TA_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot DP_{it} + \alpha_2 \cdot (BE_{it}/TA_{it-1}) + \alpha_3 \cdot DP_{it} \cdot (BE_{it}/TA_{it-1}) + \xi_{it} \quad (2)$$

其中, $BE_{it}$ 代表公司*i*在*t*年度的基本盈余(计算方法为营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用);由于需考察股利政策与未来一期基本盈余的关系,该模型中包含了 $BE_{it+1}$ 。根据假设,若派发股利的外贸上市公司基本盈余的持续性更强,则模型1中的交叉项系数 $\alpha_3$ 显著为正。

就会计处理而言,派发股票股利则只需要公司在其账面上进行相关的记录和处理,而以现金的形式对外发放股利则会导致资金实实在在的流出,故需要公司确实具备充足的现金流。因而,能够发放现金股利发放越多的外贸上市公司,基本盈余的持续性应当更强。

模型2如下:

$$BE_{it+1}/TA_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot CD_{it} + \alpha_2 \cdot (BE_{it}/TA_{it-1}) + \alpha_3 \cdot CD_{it} \cdot (BE_{it}/TA_{it-1}) + \xi_{it} \quad (3)$$

其中, $CD_{it}$ 代表公司*i*在*t*年度的现金股利发放比例。根据假设,若派发现金股利多的公司在基本盈余上持续性更强,则预期模型2中交叉项系数 $\alpha_3$ 显著为正。

本文中涉及到的变量如下表所示。

表 1		变量定义
变量	定义	
$DP_{it}$	派发现金股利时等于1,否则为0	
$TA_{it}$	年末总资产	
$CD_{it}$	每股现金股利	
$BE_{it}$	营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用	

### 五、样本与描述性统计

鉴于本文研究对象为外贸类公司,故将研究样本选取为沪、深市场的A股外贸类上市公司29家,研究期间为2007~2011年。研究中对研究样本进行了如下处理:剔除数据缺失的样本;对 $BE_{it}$ 、 $DP_{it}$ 、 $CD_{it}$ 等有明显异常值的变量在1%水平上进行了winsorize 缩尾处理。本文财务数据取自CSMAR数据库,股利数据取自wind数据库。

表2报告了变量的描述统计情况。DP的平均值为0.666 7,意味着大约有66.67%的外贸类上市公司在样本期间发放了现金股利。CD的均值为0.068 6,说明全部样本公司平均每年发放每股现金股利会为0.068 6元。就DP而言,DP值为0的样本占全部样本数量的33.33%,DP值为1的样本占全部样本数量的66.67%,表明大约有66.67%的外贸类上市公司在样本期间发放了现金股利。

**表 2 描述性统计**

Variable	Mean	Std	Min	Max
BE <sub>t+1</sub>	0.0330	0.0469	-0.0423	0.1811
BE <sub>t</sub>	0.0216	0.0359	-0.0965	0.1435
DP <sub>t</sub>	0.6667	0.4741	0	1
CD <sub>t</sub>	0.0686	0.0781	0	0.3200
DP <sub>t</sub>	0		1	
Percent	33.33		66.67	

表3报告了按是否发放现金股利对样本公司进行分组后的净利润情况,将发放与未发放公司的净利润情况进行对比。结果表明,无论是本期还是下一期,发放现金股利的样本公司净利润的平均值明显高于未发放现金股利的公司,这与本文的逻辑论证是一致的。

**表 3 净利润分组对比**

BE <sub>t</sub>								
DP <sub>t</sub>	mean	min	max	N	p25	p50	p75	p90
0	0.0043	-0.0965	0.0719	29	-0.0139	0.0078	0.0256	0.0353
1	0.0303	-0.0174	0.1435	58	0.0065	0.0273	0.0430	0.0694
Total	0.0216	-0.0965	0.1435	87	0.0034	0.0235	0.0376	0.0550
BE <sub>t+1</sub>								
DP <sub>t</sub>	mean	min	max	N	p25	p50	p75	p90
0	0.0167	-0.0423	0.1306	29	-0.0116	0.0080	0.0302	0.0732
1	0.0411	-0.0414	0.1811	58	0.0087	0.0318	0.0564	0.1027
Total	0.0330	-0.0423	0.1811	87	0.0037	0.0269	0.0478	0.0844

表4报告了变量间的相关系数。结果显示,各相关系数之间在5%的水平上均显著正相关,且除DP<sub>t</sub>和BE<sub>t+1</sub>之外,其余变量两两之间在1%的水平上显著正相关。该结果基本可表明,股利政策与基本盈余的相关性显著,盈余状况好的外贸上市公司,更倾向于发放股利。

**表 4 相关系数**

	BE <sub>t+1</sub>	BE <sub>t</sub>	DP <sub>t</sub>	DP <sub>t</sub> ·BE <sub>t</sub>	CD <sub>t</sub>	CD <sub>t</sub> ·BE <sub>t</sub>
BE <sub>t+1</sub>	1	0.6728**	0.2699*	0.6090**	0.5056**	0.6402**
BE <sub>t</sub>	0.6763**	1	0.3253**	0.7985**	0.5003**	0.7512**
DP <sub>t</sub>	0.2472*	0.3445**	1	0.5739**	0.8214**	0.5607**
DP <sub>t</sub> ·BE <sub>t</sub>	0.6809**	0.8413**	0.4621**	1	0.7394**	0.9609**
CD <sub>t</sub>	0.4501**	0.4770**	0.6246**	0.5906**	1	0.8345**
CD <sub>t</sub> ·BE <sub>t</sub>	0.5846**	0.7143**	0.3821**	0.8485**	0.7744**	1

注: \*、\*\*分别表示5%、1%的显著性水平。表格右上部分为Spearman相关系数,左下部分为Pearson相关系数。

### 六、回归分析结果

表5报告了模型1和模型2的回归结果。模型1的回归结果中,DP的系数α<sub>2</sub>在5%上显著为正,表明外贸类上市公司的盈

余具有持续性,DP与BE的交叉项系数α<sub>3</sub>在1%上显著为正,表明这种持续性在发放现金股利的外贸类上市公司中更强,假设1得到支持,这表明股利政策能够传递有关基本盈余持续性的信息。

模型2的回归结果中,CD的系数α<sub>1</sub>在1%上显著为正,表明发放现金股利的程度越高,盈余情况越好,CD与BE的交叉项系数α<sub>3</sub>为正,表明发放现金股利的程度与盈余持续性正相关,但这种关系并未在10%或更高的水平上表现出显著。其原因可能在于,这部分公司更倾向于以股票股利或者混合股利的方式进行分配,向投资者传递有关盈余的信息,而非仅仅通过派现方式进行,这可能是受到了我国资本市场中部分人对现金股利所持的负面观点的影响(部分学者认为现金股利是大股东套现的手段)。

**表 5 回归结果**

	模型1		模型2	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t
α <sub>1</sub>	-0.00656	0.450	0.05809***	0.0002
α <sub>2</sub>	0.449281*	0.019	0.70976	0.447
α <sub>3</sub>	0.636078**	0.007	1.089546	0.448

注: ①列示了基于本文定义的基本盈余修正的Skinner(2011)模型回归的结果,即上市公司股利政策与未来期间基本盈余的关系。BE<sub>t+1</sub>/TA<sub>t-1</sub>表示考虑规模的未来一期的基本盈余水平,模型中主要考察交叉项DP<sub>t</sub>·(BE<sub>t</sub>/TA<sub>t-1</sub>)的系数。回归结果与预期基本一致。②\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

### 七、研究结论

现实中,既存在着许多盈利但不分红的公司,同时又有人质疑上市公司制定股利政策的动机。本文基于信号传递理论,对我国外贸类上市公司的盈余持续性进行考察。本文首先定义了将基本盈余与净利润做出区分,随后在借鉴了Skinner(2011)的基础上,用基本盈余作为净利润的替代变量,考察股利政策与盈余持续性的关系。

总体上,对于外贸类上市公司而言,有派现行为的公司,其盈余持续性显著强于未进行派现的公司。这一结果表明,股利政策具有信号传递效应,是否派发现金股利以及派现程度能够反映公司盈余持续性的相关信息,信号理论在我国资本市场中是成立的。

### 主要参考文献

- 张敏,冯虹茜,张雯.机构持股、审计师选择与审计意见.审计研究,2011;6
- 汪吉妍.上市公司股利政策与盈余持续性关系研究.北京交通大学,2011