财务能力、公司治理与现金股利支付水平

——以制造业上市公司为例

盛慧慧，宋 铖，林爱梅（博士生导师）

【摘要】本文以2011～2013年发行A股的制造行业上市公司为样本，采用多元回归的分析方法，研究了财务能力和公司治理对上市公司现金股利支付水平的影响。研究发现，制造业上市公司在样本区间平均分配的现金股利在逐渐减少，股利支付水平存在一定的差距；财务能力方面，盈利能力、长期偿债能力和变现能力对上市公司现金股利支付水平有显著的正向影响，而短期偿债能力、营运能力与现金股利支付水平的关系具有不确定性；公司治理变量中，股权性质和股权集中度对现金股利支付水平的影响显著，但是独立董事比例、两职合一与现金股利支付水平的关系不显著，说明现金股利支付水平不受董事会特征的影响。

【关键词】财务能力；公司治理；现金股利；支付水平

【中图分类号】F276.6　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)03-0072-5

公司的股利政策作为公司财务管理的一项重要内容，一直受到学术界的广泛关注。公司的股利政策有许多种，如现金股利政策、股票股利政策、股票回购政策、股票分割政策等。而现金股利政策则是股利政策中较为普遍和重要的内容之一。现金股利分配数量的恰当性，不仅关系到企业的形象，而且会影响上市公司的持续发展。现有文献多集中于研究现金股利支付水平的影响因素，但是变量选择太宽泛且没有针对性。关于公司的财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响还缺乏系统性研究。鉴于此，本文研究了其中的关系，并以制造业上市公司为例，探究财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响。

一、文献回顾

关于现金股利支付水平的研究，国外开始得较早，大部分是关于其影响因素的研究。如Dhrymes和Kurz（1967）研究表明，行业因素对于股利政策有一定影响，成熟产业的股利支付率高于新兴产业，公共事业公司的股利支付率高于其他行业公司。

John和Williams（1985）研究发现，公司股利水平在一定程度上与公司的现金流相关。Schellenger et al.（1989）研究表明，独立董事比例与现金股利支付正相关。从研究内容看，关于财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响在一些文献中会涉及，但是系统性研究缺乏。Allen et al.（2002）认为，股利分配政策受到公司盈利能力、规模、负债比率和成长性的影响。

回顾研究我国上市公司现金股利支付水平的相关文献，可以发现，大多数也集中于现金股利支付水平影响因素的研究。相关研究既有理论综述，也有实证分析。实证研究出现在20世纪90年代末，主要是在借鉴西方股利理论的基础上，通过一些统计学方法和软件，再联系我国资本市场的实际情况进行探讨。

也有一些学者对财务能力与现金股利支付水平的关系展开了研究。如刘晓春、费逸人（2006）选取沪深106家在2004年年末分配了现金股利的上市公司作为样本，研究发现：每股现金股利受每股收益、每股货币资金、每股净资产的影响，与它们呈正相关关系；每股现金股利与资产负债率、每股未分配利润呈负相关关系；净资产收益率、每股经营活动产生的现金流量净额以及速动比率等因素，与每股现金股利的关系是不显著的。

又如，甘涛（2010）以2005～2007年的上市公司为样本，研究发现，上市公司每股现金股利与净资产收益率、每股经营现金流量、股利支付率、总股本对数和上年每股现金股利之间呈显著相关关系。

上述研究主要是研究财务特征对现金股利支付水平的影响，而缺乏系统研究公司财务能力对现金股利支付水平影响的文献。关于公司治理对现金股利支付水平的影响，大部分文献在研究现金股利的影响因素时，会涉及公司治理的某一方面，两者的系统研究较少，且研究结论也没有形成统一认识。如孙之涵、张晨光（2014）在研究我国保险业上市公司现金股利支付率的影响因素时，发现现金股利支付率与股权集中度相关。而有的文献是研究公司治理对现金股利派现意

愿的影响，如安玉琢、孙振娟和刘艳华（2009）运用Logistical回归模型分析了公司治理对上市公司现金股利派现意愿的影响，其涉及的公司治理变量有股权结构的集中与分散程度、董事会的规模和独立董事的人数、董事长和监事会主席的持股比例以及控股类型、公司董事长和总经理的两职分离情况等。但是关于公司治理对现金股利支付水平的影响研究不多。

为了研究财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响及其影响是否具有持续性，本文对2011～2013年的数据分年度进行回归，然后再进行整体分析，以探究其中的关系。

二、研究假设

1. 财务能力与现金股利支付水平。

（1）盈利能力。上市公司分配的现金股利来源于公司的盈利。盈利水平越高，可供分配的利润会越多，公司派发现金股利的可能性也就越大。据此，本文提出以下假设：

假设1：盈利能力越强，现金股利支付水平越高。

（2）偿债能力。公司如果负债较多，则面临着较大的偿债压力，那么公司会倾向于使用留存收益改善财务状况，这样公司发放现金股利的可能性较小。股东出于安全性及保护债权人考虑，也不倾向于发放现金股利。从资本成本的角度看，少发或不发现金股利时，资本成本也会降低。据此，本文提出以下假设：

假设2：偿债能力越强，现金股利支付水平越高。

（3）营运能力。公司的营运情况主要通过各项资产的周转速度反映，资产周转越快，说明企业经营效率越高；资金周转速度越快，效益越好。为减轻流动性压力，企业会结余现金或其他收益，从而少派发现金股利。据此，本文提出以下假设：

假设3：营运能力越强，现金股利支付水平越低。

（4）变现能力。如果企业的变现能力越强，那么持有的现金越多，则越愿意发放现金股利。据此，本文提出以下假设：

假设4：变现能力越强，现金股利支付水平越高。

2. 公司治理与现金股利支付水平。

（1）股权结构。股权结构包括股权性质和股权集中度两个方面。有学者认为，如果控制人性质为国有控股，那么由于其控制链条较长，就缺乏对管理者的监管。而管理者为了减少经营风险、增加可支配财富，他们一般不派发或者少派发现金股利。而关于股权集中度与每股现金股利的关系，理论界存在不同的看法。有学者认为，上市公司大股东获得现金股利需缴纳个人所得税，且大股东一般比较富裕，相对于现金利得，更倾向于获得资本利得。因此股权集中度越高，公司可能派现越少。而有的研究则表明，控股股东可能利用现金股利转移现金，从而侵害中小股东的利益。此外，母公司会将现金股利作为其从上市公司获取现金的手段，因此股权越集中，支付的现金股利越多。鉴于上述分析，本文提出以下假设：

假设5：股权性质为国有控股时，现金股利支付水平较低。

假设6：股权集中度越高，现金股利支付水平越高。

（2）董事会特征。独立董事独立于公司股东且不在公司内部任职，能对公司事务做出独立判断。当独立董事在所有董事中所占比例较大时，不仅可以在一定程度上制约控股股东，克服“一股独大”等问题，而且能降低代理冲突，更多考虑外部投资者的利益，使现金股利支付水平提高。此外，如果公司的总经理与董事长两职合一，那么内部控制有效性和财务透明度可能会降低，这样不利于公司治理，支付的现金股利可能更少。据此，本文提出以下假设：

假设7：独立董事比例越高时，现金股利支付水平越高。

假设8：总经理与董事长两职合一时，现金股利支付水平越低。

三、实证分析

1. 数据来源与样本选取。本文以我国发行A股的制造业上市公司为样本，选取了公司2011～2013年度相关财务指标，数据来源于国泰安数据库，并进行了以下筛选：①剔除ST公司；②剔除期间未分配现金股利的公司；③剔除数据不全的公司。最后选取的制造业上市公司共2978家，其中2011年892家、2012年1018家、2013年1068家。

表1　模型变量定义及说明

变量类别			变量指标	符号	变量定义
被解释变量			每股现金股利	DPS	股利总额/年末普通股股数
解释变量	财务能力	盈利能力	每股收益	EPS	税后净利/年末普通股股数
		长期偿债能力	资产负债率	ALR	负债总额/资产总额
		短期偿债能力	速动比率	QR	速动资产/流动资产
		营运能力	总资产周转率	TAR	主营业务收入/平均资产总额
		变现能力	每股经营活动产生的现金流量净额	NCS	经营活动产生的现金流量净额/年末普通股股数
	公司治理	股权性质	股权性质	HS	国有控股时取1，否则取0
		股权集中度	前三大股东持股比例	TOP	前三大股东持股数/总股本
		独立董事比例	独立董事比例	IND	独立董事人数/董事人数
		总经理兼任董事长情况	两职合一	CEO	总经理兼任董事长时取1，否则取0
控制变量			公司规模	SIZE	期末资产总额的自然对数
			年度因素	YEAR	3年设置两个虚拟变量

2. 模型构建与变量定义。本文采用多元回归模型研究财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响，并建立如下模型：

$$DPS=\beta_0+\beta_1EPS+\beta_2ALR+\beta_3QR+\beta_4TAR+\beta_5NCS+\beta_6HS+\beta_7TOP+\beta_8IND+\beta_9CEO+\beta_{10}SIZE+\sum YEAR+\varepsilon_1 \quad (1)$$

如表1所示，结合以往研究，本文以每股现金股利（DPS）为被解释变量，代表现金股利支付水平。

解释变量包括以下两方面：①财务能力方面，选择每股收益（EPS）代表公司盈利能力；选择资产负债率（ALR）和速动比率（QR）分别代表企业的长期偿债能力和短期偿债能力；选择总资产周转率（TAR）代表公司的营运能力；选择每股经营活动产生的现金流量净额（NCS）代表公司的变现能力。②公司治理方面，选择股权性质（HS）、股权集中度（TOP）、独立董事比例（IND）和两职合一（CEO）表示。

此外，将年度因素（YEAR）作为控制变量，控制宏观经济的影响。同时采用了公司规模这个控制变量。

3. 描述性统计分析。

（1）每股现金股利描述性统计分析。每股现金股利各年的描述性统计结果见表2。从表2中可以看出，每股现金股利的均值呈逐渐减少的趋势，说明制造业上市公司在样本区间平均分配的现金股利在逐渐减少。总体而言，每股现金股利的最大值为6.4190，最小值为0.0008，标准差是0.2434，说明股利支付水平存在一定的差距。

表 2　　每股现金股利描述性统计

年份	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
2011年	892	0.0063	3.9970	0.2044	0.2298
2012年	1018	0.0013	6.4190	0.17453	0.2700
2013年	1068	0.0008	4.3740	0.1526	0.2246
总体	2978	0.0008	6.4190	0.1756	0.2434

（2）各解释变量描述性统计分析。各解释变量的描述性统计结果见表3。

在财务能力方面，每股收益的最大值为15.3778，最小值为−0.4487，说明公司间盈利能力差距较大；资产负债率均值为0.3494，说明制造业上市公司总体负债率不高；速动比率的均值为3.2503，说明上市公司总体的短期偿债能力较强；速动比率的标准差是6.4272，说明各公司短期偿债能力差距较大。此外，从总资产周转率、每股经营活动产生的现金流量净额的最大、最小值看，上市公司的营运能力和变现能力也存在一定差距。

表 3　　各解释变量描述性统计

	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
EPS	2978	−0.4487	15.3778	0.5373	0.6414
ALR	2978	0.0075	0.9478	0.3494	0.1953
QR	2978	0.0665	179.5783	3.2503	6.4272
TAR	2978	0.0471	7.8714	0.7944	0.5463
NCS	2978	−4.8089	12.1896	0.3919	0.8555
HS	2978	0.0000	1.0000	0.1400	0.3510
TOP	2978	0.1004	0.9450	0.5281	0.1496
IND	2978	0.0000	0.6667	0.3698	0.0549
CEO	2978	0.0000	1.0000	0.3100	0.4620

在公司治理方面，股权性质的均值是0.1400，说明样本中有14%的公司是国有控股，所占比例较低；前三大股东持股比例的均值是0.5281，说明股权集中度较高，最大值高达0.945；独立董事比例平均值为0.3698，最小值是0，表明不存在独立董事。两职合一均值是0.3100，说明31%的上市公司存在总经理兼任董事长的情况。

4. 相关性分析。为了考察自变量之间是否存在多重共线性，本文进行相关性检验，各变量的Pearson 相关性分析结果见表4。从表4中可以看出，除了每股收益（EPS）和每股经营活动产生的现金流量净额（NCS）的相关系数（0.578）较高，其他自变量间的相关系数均较低，故不存在严重的多重共线性问题。为了避免每股收益和每股经营活动产生的现金流量净额的相关系数较高带来的问题，本文重新建立如下模型：

$$DPS=\alpha_0+\alpha_1EPS+\alpha_2ALR+\alpha_3QR+\alpha_4TAR+\alpha_5HS+\alpha_6TOP+\alpha_7IND+\alpha_8CEO+\alpha_9SIZE+YEAR+\varepsilon_2 \quad (2)$$

$$DPS=\lambda_0+\lambda_1ALR+\lambda_2QR+\lambda_3TAR+\lambda_4NCS+\lambda_5HS+\lambda_6TOP+\lambda_7IND+\lambda_8CEO+\lambda_9SIZE+YEAR+\varepsilon_3 \quad (3)$$

表 4　　变量相关系数

	DPS	EPS	ALR	QR	TAR	NCS	HS	TOP	IND	CEO	SIZE
DPS	1	0.805***	−0.162***	0.102***	0.095***	0.501***	−0.075***	0.160***	−0.018	0.009	0.132***
EPS		1	−0.046***	0.018	0.163***	0.578***	0.000	0.117***	−0.032*	−0.012	0.246***
ALR			1	−0.454***	0.225***	0.050***	0.240***	−0.122***	−0.006	−0.193***	0.314***
QR				1	−0.176***	−0.011	−0.106***	0.094***	0.006	0.113***	−0.216***
TAR					1	0.094***	0.019	0.081***	−0.019	−0.061***	0.129***
NCS						1	0.036**	0.014	−0.028*	−0.041**	0.247***
HS							1	−0.008	−0.024*	−0.200***	0.270***
TOP								1	0.086***	0.064***	0.038**
IND									1	0.098***	0.009
CEO										1	−0.220***
SIZE											1

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著（下同）。

5. *多元回归及结果分析*。为了考察财务能力、公司治理对现金股利支付水平的影响是否具有稳定性和持续性，本文按年度分别对模型进行了回归，最后再进行总体回归。

表5是模型(2)、模型(3)各年度及整体的回归结果。从F值可以看出，模型(2)和模型(3)均通过了显著性检验，说明模型的解释性较好。不过较之模型(3)，模型(2)的拟合程度更高。

(2)财务能力对现金股利支付水平的影响分析。从表5可以看出，每股收益(EPS)的系数为正，且通过了显著性检验，说明盈利能力越强，现金股利支付水平越高，从而验证了假设1；资产负债率(ALR)的系数为负，且通过了显著性检验，说明资产负债率越高，现金支付水平越低，即长期偿债能力越强，现金股利支付水平越高，从而支持了假设2；速动比率(QR)的系数基本为正，与假设相符，但是有的通过了显著性检验，有的没有，说明短期偿债能力对现金股利支付水平的正相关影响具有不确定性；资产周转率(TAR)的系数在2013年为正，且通过了显著性检验，但是在2011年、2012年和整体上具有不确定性，有的也没有通过检验，表明营运能力对现金股利支付水平的影响具有不确定性；每股经营活动产生的现金流量净额(NCS)的系数为正，且通过了显著性检验，说明变现能力越强，现金股利支付水平越高，从而验证了假设4。

(3)公司治理对现金股利支付水平的影响分析。股权性质(HS)的系数为负，且通过了显著性检验，说明当企业的股权性质为国有控股时，现金股利支付水平较低，从而验证了假设5；股权集中度(TOP)的系数为正，且通过了显著性检验，说明股权越集中，现金股利支付水平越高，从而验证了假设6；独立董事比例(IND)和两职合一(CEO)均未通过检验，假设7和假设8没得到验证。

6. *稳健性检验*。为了检验结论的可靠性，本文进行了如下稳健性检验：①对2010年的数据进行上述回归，结果发现与前述结论一致。②用净资产收益率(ROE)代替每股收益(EPS)，用现金比率(CR)代替速动比率(QR)，用流动资产周转率(CAT)代替总资产周转率(TAR)，分别建立模型(4)和模型(5)，并进行分年度和总体回归结果见下页表6，与前述结论一致。基于稳健性检验，本文认为前文结论是可靠的。

四、结论

本文研究发现，制造业上市公司在样本区间平均分配的现金股利在逐渐减少，股利支付水平存在一定的差距；盈利能力与现金股利支付水平呈显著正相关关系，且回归系数高达0.7，说明上市公司的现金股利支付水平很大程度上受公司盈利能力的影响。一方面，公司发放现金股利时应对其收益加以考虑；另一方面，对市场而言，投资者也可根据公司现金股利支付水平推测公司的盈利情况，从而为投资决策提供借鉴。此外，长期偿债能力与现金股利支付水平正相关，而短期偿债能力、营运能力对现金股利支付水平的影响具有不确定性。变现能力与现金股利支付水平正相关，说明公司发放现金股利，必须以公司的现金流作为保障。因此公司在进行股利分配决策时，应结合公司的资产变现能力考虑。股权性质和股权集中度对现金股利支付水平有显著影响。独立董事比例、两职合一与现金股利支付水平的关系不显著，说明现金股利支付水平不受董事会特征的影响。

总之，影响我国上市公司现金股利支付水平的因素主要有公司的盈利能力、长期偿债能力、变现能力、股权性质和股权集中度。因此，上市公司在决定派发每股现金股利的数量时，可以重点考虑上述影响显著的因素。虽然本文的研究结果有一定局限性，但可以为上市公司提供一些借鉴。

主要参考文献：

Bar-Yosef S., Kolodny R.. Dividend Policy and Capital Market Theory[J]. The Review of Economics and Statistics, 1976(2).

孙之涵，张晨光.我国保险业上市公司现金股利支付率影响因素实证研究[J].中央财经大学学报，2014(5).

董奕.我国上市公司现金股利支付水平实证研究[J].求索，2011(8).

师青.生物医药公司股权结构对现金股利的影响[J].统计与决策，2013(16).

安玉琢，刘艳华，孙振娟.上市公司股利政策与公司治理关系的实证分析[J].河北工业大学学报，2009(4).

高雷，张杰.现金股利政策的影响因素研究——基于上市公司数据的实证分析[J].山西财经大学学报，2008(11).

汪洁，张燕君.中国上市公司现金股利政策影响因素的实证研究[J].社会科学战线，2010(12).

甘涛.上市公司现金股利政策影响因素实证分析[J].财会通讯，2010(27).

于海泳，陈玉菁.上市公司现金股利政策影响因素的实证研究[J].财会通讯，2009(15).

王忠.上市公司现金股利政策影响因素研究综述[J].金融讲坛，2011(6).

黄伟忠.基于我国制造业的现金股利政策的实证研究[J].中山大学研究生学刊(社会科学版)，2010(1).

张斌，陈洪涛.我国能源上市公司股利政策影响因素实证分析[J].煤炭经济研究，2005(1).

Michael S. Rozeff. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios[J]. The Journal of Financial Research, 1982(3).

作者单位：中国矿业大学管理学院，江苏徐州221116

表 5　　回归结果

	2013年		2012年		2011年		总体	
	模型(2)	模型(3)	模型(2)	模型(3)	模型(2)	模型(3)	模型(2)	模型(3)
EPS	0.814*** (47.492)		0.831*** (45.342)		0.725*** (29.380)		0.790*** (68.332)	
ALR	−0.142*** (−6.386)	−0.301*** (−9.275)	−0.035* (−1.670)	−0.249*** (−6.385)	−0.131*** (−3.853)	−0.318*** (−7.402)	−0.103*** (−6.554)	−0.289*** (−13.438)
QR	0.006 (0.367)	−0.015 (−0.595)	0.042** (2.026)	0.020 (0.638)	0.058** (2.304)	0.024 (0.751)	0.035*** (2.913)	0.007 (0.444)
TAR	0.032* (1.917)	0.107*** (4.268)	−0.021 (−1.198)	0.041 (1.555)	−0.022 (−0.944)	0.074*** (2.454)	−0.011 (−0.973)	0.073*** (4.664)
NCS		0.520*** (20.828)		0.503*** (18.883)		0.376*** (12.670)		0.469*** (30.089)
HS	−0.069*** (−4.148)	−0.101*** (−4.102)	−0.063*** (−3.543)	−0.070* (−2.642)	−0.045*** (−3.047)	−0.066** (−2.146)	−0.054*** (−4.848)	−0.081*** (−5.164)
TOP	0.028* (1.747)	0.072*** (2.977)	0.054*** (3.097)	0.106*** (4.049)	0.078*** (3.428)	0.123*** (4.146)	0.052*** (4.776)	0.099*** (6.445)
IND	−0.005 (−0.324)	−0.018 (−0.760)	−0.002 (−.140)	0.008 (0.297)	0.012 (0.541)	−0.027 (−0.933)	0.002 (0.190)	−0.011 (−0.754)
CEO	−0.021 (−1.277)	−0.013 (−0.520)	−0.022 (−1.252)	−0.009 (−0.351)	−0.006 (−0.266)	−0.017 (−0.55)	−0.016 (−1.476)	0.000 (0.007)
SIZE	0.079*** (3.709)	0.222*** (7.041)	−0.008 (−0.340)	0.178*** (5.057)	−0.031 (−0.964)	0.230*** (5.861)	0.019 (1.255)	0.211*** (7.563)
YEAR							已控制	已控制
Adjust−R^2	0.734	0.409	0.713	0.356	0.563	0.269	0.669	0.347
F−Value	327.712***	82.914***	281.714***	63.352***	128.650***	37.395***	602.062***	159.059***
N	1068	1068	1018	1018	892	892	2978	2978

表 6　　稳健性检验

	2013年		2012年		2011年		总体	
	模型(4)	模型(5)	模型(4)	模型(5)	模型(4)	模型(5)	模型(4)	模型(5)
ROE	0.463*** (17.656)		0.446*** (16.203)		0.413*** (13.784)		0.433*** (26.717)	
ALR	−0.333*** (−10.054)	−0.267*** (−8.406)	−0.205*** (−5.166)	−0.230*** (−6.107)	−0.345*** (−8.326)	−0.292*** (−6.889)	−0.303*** (−14.070)	−0.264*** (−12.532)
CR	−0.007 (−0.266)	−0.022 (−0.893)	0.056* (1.835)	0.024 (0.815)	0.045 (1.452)	0.015 (0.462)	0.029* (1.719)	0.003 (0.173)
CAT	−0.032 (−1.154)	−0.003 (−0.124)	−0.045 (−1.602)	−0.029 (−1.065)	−0.076** (−2.404)	−0.031 (−0.996)	−0.057*** (−3.397)	−0.022 (−1.403)
NCS		0.539*** (21.381)		0.510*** (19.129)		0.385*** (12.792)		0.480*** (30.509)
HS	−0.089*** (−3.371)	−0.103*** (−4.112)	−0.101*** (−3.657)	−0.071*** (−2.680)	−0.059*** (−3.955)	−0.073** (−2.398)	−0.074*** (−4.557)	−0.084*** (−5.347)
TOP	0.079*** (4.105)	0.086*** (3.547)	0.043*** (3.574)	0.110*** (4.245)	0.079*** (2.686)	0.134*** (4.535)	0.049*** (3.120)	0.108*** (7.096)
IND	−0.027 (−1.078)	−0.020 (−0.829)	−0.010 (−0.387)	0.006 (0.239)	−0.028 (−0.974)	−0.027 (−0.944)	−0.021 (−1.333)	−0.012 (−0.822)
CEO	−0.024 (−0.938)	−0.012 (−0.494)	−0.016 (−0.587)	−0.013 (−0.475)	−0.002 (−0.067)	0.010 (0.340)	−0.014 (−0.878)	−0.003 (−0.208)
SIZE	0.382*** (11.903)	0.213*** (6.718)	0.264*** (7.443)	0.177*** (5.031)	0.290*** (7.653)	0.226*** (5.775)	0.320*** (15.857)	0.207*** (10.226)
YEAR							已控制	已控制
Adjust−R^2	0.335	0.398	0.303	0.355	0.283	0.265	0.304	0.342
F−Value	60.593***	79.503***	50.064***	63.251***	40.028***	36.633***	130.851***	156.056***
N	1068	1068	1018	1018	892	892	2978	2978