

# 现金股利政策影响因素实证分析

——以食品制造业上市公司为例

宋艳敏<sup>1</sup>(教授), 林为利<sup>1</sup>, 吴玉霞<sup>2</sup>(博士)

(1.河北金融学院, 河北保定 071051; 2.河北省科技金融重点实验室, 河北保定 071051)

**【摘要】** 现金股利政策是现代公司财务的三大核心理论之一。上市公司恰当地实施股利政策,有利于向资本市场传递积极的信号,也有利于公司稳定、长远的发展。然而,在我国资本市场不完善的现实情况下,现金股利政策的影响因素与理论上的情况存在较大差异。本文以我国食品行业上市公司为研究对象,参考公司2011年至2013年年报以及现金股利发放情况,通过实证分析,发现该行业上市公司每股现金股利主要受每股收益、总资产规模和第一大股东持股比例的影响。

**【关键词】** 现金股利政策; 食品行业; 实证分析

## 一、引言

股利政策、筹资决策与投资决策共同构成现代公司财务的三大核心内容。作为企业的一项重要财务决策,现金股利政策是投资者分享企业经营成果的重要途径,更是维护资本市场稳定的重要工具(祝继高、王春飞,2013)。然而,在我国,上市公司“铁公鸡”的形象却深入人心。吕长江、王克敏(1999)指出我国未分红的上市公司占所有上市公司的比例从1994年的9.28%上升到1998年的58.44%。为了保护中小投资者的利益,引导和规范市场,证监会在2008年10月发布了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,规定申请再融资时,上市公司最近三年的现金分红不得少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。在强制性政策的驱动下,参与现金分红的上市公司比例从2008年的53%上升到2010年的61%。而且,同期中小板上市公司的分红比例为77%和78%,创业板则保持在86%以上。这样的一种利润分配现状,体现出我国目前资本市场现金股利政策仍处于一种无序状态。

食品行业作为与人们最息息相关的行业,时刻影响着我们的生活。现阶段,国内食品制造监管不到位,执法力度不强,不法商家道德缺失,不断触碰法律红线,导致问题食品事件频频曝光,如:“地沟油”、“瘦肉精”等等。这些事件在不断侵蚀人们健康的同时,也使得投资者对整个食品行业信心渐失。因此,上市公司在不断改善自身的经营状况和严格把控产品质量的同时,应通过发放现金股利,提升投资者对该行业的关注度,进而起到全社会共同监督食品安全的目的。目前国内尚未有关于食品行业的现金股利政策的实证研究,故本文以此行业作为切入点,以符合条件的上市公司为研究对象,通过实证检验影

响该行业上市公司现金股利发放的主要因素。

## 二、理论分析与假设

### (一)被解释变量

在我国,上市公司的股利发放形式主要是现金股利和股票股利。本文分析现金股利政策的影响因素,因此以每股股利(DPS)作为现金股利政策的替代变量。

### (二)解释变量

1. 盈利能力。公司盈利能力越强,就有越多的利润可供分配。因为上市公司通过积极稳定的股利政策可以向市场传达企业经营良好的信息,达到提高自身形象的目的。此外,盈利能力强的公司由于其经营和财务风险相对较小,能以更低的成本筹集资金,因此更乐于把收益通过现金股利的方式回报给投资者,这也能起到防范管理层的道德风险和降低代理成本的作用。因此提出假设一:每股股利与盈利能力正相关,并以每股收益(EPS)和每股净资产(BPS)作为盈利能力的替代变量。

2. 成长能力。一个公司的成长能力越强,说明投资机会越多,相应地需要更多的资本去支持。一般而言,内部融资的成本低于外部融资,且不需要漫长的审批等待和繁琐的手续,因此,对于有发展潜力的公司,往往会通过少发或者不发现金股利来支持公司未来的发展。据此提出假设二:每股股利与成长能力呈负相关关系,并以营业收入增长率(SGR)作为成长能力的替代变量。

3. 公司规模。规模较小的公司为了不断扩大公司规模并实现持续发展,需要更多的现金支持,所以更倾向于不发或者少发现金股利;而规模较大的公司,由于其扩张欲望相对较弱,且具有更好的信誉,使其能多渠道、低成本地筹集资金,因此大公司更倾向于发放现金股利,这既

能树立公司自身的形象,又能降低代理成本。因此提出假设三:每股股利与公司规模呈正相关关系,并以总资产自然对数(LNTA)作为公司规模的替代变量。

4. 资产流动性。公司保持一定比例的高流动性资产是其持续经营的必要条件。当公司出现现金流暂时性缺口时,可以通过变现速动资产进行填补。因此提出假设四:每股股利与资产流动性呈正相关关系,并以速动比率(ALR)作为资产流动性的替代变量。

5. 偿债能力。公司适当地负债,利用税盾效应,有助于实现公司价值最大化的目标。但是,债务具有到期偿付的特点,公司为了保证能按期清偿,避免出现财务困境甚至财务危机,会保留一定的货币资金,减少现金股利发放。因此提出假设五:每股股利与偿债能力呈负相关关系,并以资产负债率(DTAR)作为偿债能力的替代变量。

6. 经营净现金流量。由于公司支付员工薪酬、偿还债务本息、购买设备和原材料都需要现金,因此,为了经营的持续稳定,公司只有在净现金流量充足时,才会发放现金股利。据此提出假设六:每股股利与现金流量呈正相关关系,并以每股经营活动净现金流量(OCFPS)作为净现金流量的替代变量。

7. 股权集中程度。我国资本市场不完善,监管缺位,持股比例高的大股东往往存在通过大量发放现金股利向自身输送利益的动机,即“隧道效应”。因此提出假设七:每股股利与股权集中程度呈正相关关系,并以大股东持股比例(LSP)作为股权集中程度的替代变量。

### 三、实证分析

#### (一)样本选取和数据来源

本文样本公司的筛选标准如下:①选取2011年前在沪深两市交易所上市的所有食品行业上市公司;②剔除期间被ST、ST\*,数据不完整或因重大事项停牌不少于一个月的公司;③为保证数据连续性,选取在2011~2013年三年都发放现金股利的公司。

经筛选,确定31家符合条件的上市公司为样本公司(如表1所示),并以2011~2013年公司年报及财务资料,对相关指标进行实证检验,分析其现金股利政策的影响因素。与样本有关的数据来自wind金融终端,并通过Eviews8.0进行处理。显著性水平为5%。

表1 样本公司一览表

600887	伊利股份	600467	好当家	002495	佳隆股份	002069	獐子岛
600597	光明乳业	000639	西王食品	002507	涪陵榨菜	002447	壹桥海参
600073	上海梅林	000860	顺鑫农业	002329	皇氏集团	002650	加加食品
600298	安琪酵母	000895	双汇发展	002515	金字火腿	300106	西部牧业
600300	维维股份	000798	中水渔业	002557	洽洽食品	300138	晨光生物
600097	开创国际	002216	三全食品	002604	龙力生物	300146	汤臣倍健
600251	冠农股份	002286	保龄宝	002100	天康生物	300149	量子高科
600965	福成五丰	002387	黑牛食品	002477	雏鹰农牧		

#### (二)模型构建

基于以上假设和理论分析,本文选取每股股利(DPS)作为被解释变量,以每股收益(EPS)、每股净资产(BPS)、营业收入增长率(SGR)、总资产自然对数(LNTA)、速动比率(ALR)、资产负债率(DTAR)、每股经营活动现金流量(OCFPS)和第一大股东持股比例(LSP)为解释变量,具体如下:

表2 相关变量一览表

	指标名称	变量符号	预期符号	变量含义
被解释变量	每股股利	DPS		股利支付水平
	每股收益	EPS	+	盈利能力
解释变量	每股净资产	BPS	+	
	营业收入增长率	SGR	-	成长能力
	总资产自然对数	LNTA	+	公司规模
	速动比率	ALR	+	资产流动性
	资产负债率	DTAR	-	偿债能力
	每股经营活动现金流量	OCFPS	+	现金流量分析
	第一大股东持股比例	LSP	+	股权集中程度

构建多元回归方程:

$$DPS = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BPS + \beta_3 SGR + \beta_4 LNTA + \beta_5 ALR + \beta_6 DTAR + \beta_7 OCFPS + \beta_8 LSP + \varepsilon$$

其中 $\beta_0$ 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_8$ 为相应解释变量的回归系数, $\varepsilon$ 为随机项。

#### (三)实证过程

1. 描述性统计。通过对样本公司2011~2013年的财务数据进行分析,可得各变量的描述性统计表,见表3。由表3可以发现,每股股利(DPS)的平均值为0.22,而每股收益(EPS)的平均值为0.45,表明食品行业的平均现金股利支付率大约在50%左右。较高的现金股利支付率符合整个食品行业的良好发展趋势,有利于提振投资者对食品行业的信心。

表3 各变量描述性统计表

	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差	样本数
DPS	0.22	0.10	1.45	0.01	0.28	93
EPS	0.45	0.35	1.75	0.05	0.35	93
BPS	5.29	4.40	16.06	1.46	2.79	93
SGR	0.19	0.14	0.90	-0.41	0.24	93
LNTA	7.79	7.64	10.40	6.45	0.88	93
ALR	3.02	1.01	23.77	0.25	4.84	93
DTAR	0.33	0.31	0.68	0.03	0.18	93
OCFPS	0.88	0.41	26.00	-0.80	2.75	93
LSP	0.36	0.38	0.60	0.09	0.12	93

**表 4** 解释变量间的相关性

	EPS	BPS	SGR	LNTA	ALR	DTAR	OCFPS	LSP
EPS	1							
BPS	0.389	1						
SGR	0.172	0.154	1					
LNTA	0.435	0.107	-0.105	1				
ALR	-0.228	0.112	0.068	-0.401	1			
DTAR	0.085	-0.335	-0.065	0.616	-0.652	1		
OCFPS	0.347	0.093	0.037	0.363	-0.079	0.205	1	
LSP	0.213	0.09	0.155	0.001	-0.088	-0.101	-0.171	1

表 3 中,资产负债率(DTAR)均值为 0.33,中位数为 0.31,远低于整个行业近三年 50%的平均水平,说明样本公司负债水平偏低,可适当增加财务杠杆来扩大收益。而大股东持股比例(LSP)均值为 0.36,中位数为 0.38,表面上不存在严重的大股东绝对控股地位问题,但通过年报可以发现,大部分样本公司的大股东亲属都会持有部分的公司股份。这种情况增加了大股东通过现金股利输送利益的可能性。

**2. 相关性分析。**通过 Eviews8.0 得到各解释变量间的相关性,如表 4 所示。从表 4 可知,资产负债率和速动比率间的相关性系数绝对值最大,但仍小于 0.7,故可以认为各解释变量间不存在多重共线性。

**3. 逐步回归分析。**将每股股利分别对八个解释变量做一元回归,从表 5 可知,在 95%的置信水平下,只有 EPS、DTAR 和 LSP 通过显著性检验,且其中 EPS 的可决系数最高,即每股股利受每股收益影响最大,故以 EPS 为自变量的回归方程为初始模型,逐步加入其他 7 个解释变量,做多元回归分析,用同样的方法找出最适合的多元方程,并以此类推,最终寻得最优回归方程。

由表 6 可知(为表示方便,在函数中分别用  $X_1, X_2, \dots, X_8$ , 依次代表 EPS, BPS, ..., LSP), 四元回归均未通过显著性检验,故考虑三元回归,结果如表 7 所示:

由表 7 可知, EPS、LNTA 和 LSP 均通过显著性检验,且可决系数最高,故可得三元回归方程:

$$DPS = -1.362 + 0.381EPS + 0.849LSP + 0.143LNTA$$

#### 四、结论与建议

##### (一) 研究结论分析

**1. 食品行业上市公司的现金股利政策主要受每股收益、资产总额以及大股东持股比例影响,即公司盈利能力**

**表 5** 一元回归结果

自变量	R <sup>2</sup>	T 值	F 值	P 值	β	C
EPS	0.923 2	7.680 5	23.670 1	0.000 0	0.408 4	0.037 5
BPS	0.849 1	0.120 7	11.069 0	0.904 3	0.001 3	0.214 8
SGR	0.852 1	1.126 7	11.337 2	0.264 3	0.082 1	0.206 2
LNTA	0.849 3	-0.356 9	11.093 1	0.722 4	-0.035 0	0.494 3
ALR	0.852 6	1.215 1	11.381 4	0.229 0	0.009 2	0.193 6
DTAR	0.897 1	-5.336 0	17.149 6	0.000 0	-0.978 0	0.546 8
OCFPS	0.855 8	-1.691 1	11.677 0	0.095 9	-0.010 9	0.231 1
LSP	0.887 5	4.565 6	15.519 8	0.000 0	1.557 7	-0.331 6

**表 6** 四元回归结果

	R <sup>2</sup>	C	EPS	LSP	LNTA	BPS	SGR	ALR	DTAR	OCFPS
f( $X_1, X_8, X_4, X_2$ )	0.939	-1.572	0.372	0.953	0.160	0.007				
P 值		0.009	0.000	0.002	0.026	0.343				
f( $X_1, X_8, X_4, X_3$ )	0.938	-1.311	0.389	0.852	0.136		-0.030			
P 值		0.020	0.000	0.004	0.052		0.562			
f( $X_1, X_8, X_4, X_5$ )	0.940	-1.491	0.376	0.870	0.156			0.008		
P 值		0.008	0.000	0.003	0.024			0.136		
f( $X_1, X_8, X_4, X_6$ )	0.942	-1.549	0.277	0.907	0.189				-0.447	
P 值		0.005	0.001	0.002	0.009				0.051	
f( $X_1, X_8, X_4, X_7$ )	0.940	-1.230	0.369	0.861	0.126					-0.006
P 值		0.027	0.000	0.003	0.067					0.164

**表 7** 三元回归结果

	R <sup>2</sup>	C	EPS	LSP	BPS	SGR	LNTA	ALR	DTAR	OCFPS
f( $X_1, X_8, X_2$ )	0.933	-0.265	0.342	0.898	0.003					
P 值		0.032	0.000	0.005	0.732					
f( $X_1, X_8, X_3$ )	0.934	-0.240	0.361	0.865		-0.046				
P 值		0.015	0.000	0.004		0.376				
f( $X_1, X_8, X_4$ )	0.938	-1.362	0.381	0.849			0.143			
P 值		0.014	0.000	0.003			0.039			
f( $X_1, X_8, X_5$ )	0.935	-0.262	0.340	0.879				0.006		
P 值		0.009	0.000	0.003				0.241		
f( $X_1, X_8, X_6$ )	0.935	-0.143	0.284	0.894					-0.244	
P 值		0.279	0.001	0.003					0.279	
f( $X_1, X_8, X_7$ )	0.936	-0.234	0.337	0.874						-0.008
P 值		0.016	0.000	0.003						0.092

越强、规模越大、大股东持股比例越高,就越有可能发放现金股利。观察表 3 各变量系数及行业均值可知,总资产规模(均值为 7.79)对现金股利政策影响最大,大股东持股比例次之(均值为 0.36),每股收益的影响相对最小(均值为 0.45)。

**2. 食品行业上市公司的现金股利政策与公司成长能力、资产流动性、偿债能力和现金流量情况相关性不强。究其原因如下:**



# 公益基金会组织类型、收入构成及代理问题

——基于TOP100的探索性研究

吴洋,李宇立(副教授)

(新疆财经大学会计学院,乌鲁木齐 830012)

**【摘要】**2011年以来各种公益丑闻和问责风暴将公益基金会推向风口浪尖,同时也引起了学术界的关注。本文从公益基金会的制度背景和代理理论出发,运用2011~2013年财务数据探究不同组织类型的公益基金会收入构成的情况,挖掘其背后的代理问题,以期为基金会的健康、可持续发展提供建议。

**【关键词】**公益基金会;组织类型;收入构成;代理问题

## 一、引言

伴随着基金会社会建设中作用的日益凸显,公众捐赠的热情高涨,现代慈善理念的发展加速,非公募基金会这种全新的社会组织形式凭借其资金优势和自主性强的特点开始在社会建设中发挥作用,形成了以非公募基金会为主的新的现代慈善基金会发展格局。

我国公益基金会按照募捐对象的不同分为公募基金会和非公募基金会。公募基金会可以直接面向公众募捐,非公募基金会则不直接向公众募捐,也就是说非公募基

金会的资源来源于特定个人或组织的捐赠。同时,根据募捐活动的地域范围又将基金会分为全国性公募基金会和地方性公募基金会,非公募基金会因不面向公众募捐,所以不存在地域限制。因此,本文的公益基金会组织类型是从基金会性质和范围即公募与非公募、全国性和地方性这两个层面来研究的。

组织生存的关键是获取和维持资源的能力。从公益基金会的资源构成来看,通常由捐赠收入、收取的会费、提供服务收入、商品销售收入、政府补助收入、投资收益

其一,营业收入的增长可能是由销售单价的上涨所贡献,尤其是在2011年,PPI涨幅较大,而在2012年又大幅度地下滑,在这种情况下,现金股利发放与公司的成长能力关系就难以确定。

其二,用速动比率代表的资产流动性高,不能完全确定公司的货币资金充足,因为速动资产中包含具有变现能力难以确定的应收账款。应收账款在速动资产中的比重越高,营业收入中的付现比例就越低,导致公司发放现金股利能力下降,转而采用股票股利政策。

其三,根据wind终端数据,食品行业样本公司的负债率偏低,且以满足经营活动需要的流动负债为主。自2011年起,该行业的平均毛利率就在23%左右,且逐年递增,正常情况下,这能够覆盖流动负债的增加。所以,不能根据公司的资产负债率高就得出现金股利发放少的结论。

其四,由于样本公司的每股经营活动现金流量数值不稳定,甚至部分公司每股经营现金流量为负,但依旧发放现金股利,因此不能看出其对现金股利政策的影响。

## (二) 启示与建议

1. 投资者在选择食品行业上市公司股票时,可以优先选择规模较大、股权集中程度高、盈利能力强的公司,

但也不绝对,比如伊利股份就是一家股权高度集中、无控股股东的上市公司,但是它的盈利能力很强,股利支付率也逐年提高,从2011年的22.09%到2013年的51.28%;而汤臣倍健的资产规模未达到行业均值,每股股利却达到0.867,远高于0.22的行业均值水平。因此,投资者在投资时,有必要对各项指标及市场、政策环境进行综合考量。

2. 食品行业的上市公司应该紧跟我国宏观经济发展的步伐,适当扩大公司规模,增强盈利能力,改善产品结构,提升产品质量,更好地满足广大消费者的需求。

3. 完善上市公司分红信息披露制度,引入机构投资者。通过机构投资者引导投资者对上市公司经营、融资、投资以及股利发放的监督,从而降低大股东侵蚀中小股东的利益的可能性。

## 主要参考文献

祝继高,王春飞.金融危机对公司现金股利政策的影响研究——基于股权结构的视角[J].会计研究,2013(2).

吕长江,王克敏.上市公司股利政策的实证分析[J].经济研究,1999(12).

周叶叶,钱红光.现金股利政策影响因素实证分析——以中国酒业上市公司为例[J].财务与金融,2013(1).