

# 新会计准则对现金股利和会计盈余关系影响的研究\*

□ 娄 芳 李玉博 原红旗

**摘要:**2007年1月1日,我国上市公司开始执行与国际财务报告准则趋同的新的会计准则体系,会计准则转换会产生何种经济后果,是学术界和实务界关注的重要问题。本文考察会计准则的变动对现金股利和盈余关系的影响。研究发现,2007年执行新会计准则后,会计收益对现金分红的解释力显著降低;上市公司制定现金股利政策时,会区别对待新准则下利润各组成部分的持续性和现金流效应。本文进一步考察对不同治理特征的公司,准则变动对现金股利和会计盈余关系的影响程度是否有明显差异。我们发现,随着新会计准则的实施,不同股权结构下,会计收益对现金分红的解释力有显著差异。股权分散的公司会充分区别不同利润部分的持续性和现金流效应,不会以持产利得作为股利政策的依据;而股权集中的公司则不会有这样的区别,反映了公司的不同动机会影响现金股利和会计盈余的关系。

**关键词:**新会计准则 会计盈余 现金股利 股权结构

## 一、引言

中国上市公司从2007年1月1日开始执行和国际会计准则(International Financial Reporting Standards,以下简称IFRS)趋同的新会计准则,引入公允价值计量属性是此次会计改革的重要特点,会计准则的变更会产生何种经济后果?根据Barth,Landsman和Lang(2008)等的研究,IFRS采用以后提高了会计信息的价值相关性,即提高了会计信息的投资决策有用性。但是,根据Lambert和Larcker(1987)、Scott(2006)的观点,会计信息投资决策有用性的提高,可能会降低会计信息的契约有用性。Holthausen和Watts(2001)认为,相对于资本市场价值相关性研究,会计政策变更对契约执行效果的研究为会计准则的经济后果提供更为直接、更为重要的证据。

从合约的角度看,新的会计准则由于大量运用公允价值作为计量属性,导致了3个新的问题:其一,在许多环境下,公允价值无法计量,经理就有很大的空间操纵会计的利润,会计利润的操纵是否会降低会计信息在合约中的有用性?其二,由于对公允价值导致的收益在损益表中进行了确认,新的会计准则不够稳健,而研究文献表明稳健主义的形成主要是由企业的合约要求决定的(Watts,2003)。稳健性的降低是否会影响会计在合约中的运用?其三,公允价值产生的收益具有暂时性,其可能加大盈利的波动性,同时也可能增加利润和现金流量的非同步性。会计盈余属性的变化是否会导致会计信息在合约中的应用发生变化?更直接的讲,公允价值的运用是否会降低会计信息在合约中的作用?

现金股利分配的基本依据是账面可分配盈余。随着新的会计准则实施,账面盈余同过去相比发生了重要的变化,特别体现了新准则下会计收益与现金流不同步的矛盾。本文以现金股利政策为切入点,考察新准则对股利和利润关系的影响。具体而言,包括3个问题:(1)新会计准则的变化是否会降低现金股利和会计盈余的相关性?(2)如果新会计准则降低了现金股

\* 本研究受国家自然科学基金(70872066)资助。作者感谢“复旦会计论坛”与会学者的有益改进意见。

利和会计盈余的相关性,上市公司制定现金股利政策时,是否因为剔除掉公允价值产生了收益?(3)不同动机的公司在制定现金股利政策时,是否会导致现金股利和会计盈余有不同的关系?

本文以2005~2007年2717家上市公司为样本,对准则变更前后上市公司股利政策进行研究,本文的结论和贡献主要有以下3点。

(1)目前有关会计准则实施效果的研究主要从价值相关性的角度考察。现有的研究,如薛爽等(2008)发现,新旧准则下净利润差异和净资产差异都为市场提供了增量信息,新准则下会计信息的价值相关性更高。张然、张会丽(2008)发现,新准则下合并财务报表中少数股东权益的价值相关性和少数股东损益的信息含量比旧准则有显著提高。根据Holthausen和Watts(2001)的研究,会计一项重要的功能是契约的有用性,而从契约观的角度研究新会计准则经济后果的证据则很少。本文从“契约观”的角度探讨新会计准则实施的后果。具体而言,本文从上市公司现金股利政策角度出发,发现新会计准则的实施降低了会计盈余对现金股利的解释力。这一定程度上支持了Lambert和Larcker(1987)的观点,会计信息投资决策有用性的提高,可能会降低会计信息的契约有用性。

(2)我们的研究发现,新会计准则下利润的不同组成部分对现金股利的影响显著不同。具体而言,新准则下,上市公司制定现金股利政策时,主要依据主营业务利润和投资收益这些有现金流支撑的利润指标,而对公允价值变动损益则给了较低的权重。从价值相关性的角度看,公允价值提高会计信息的投资有用性;但从契约的角度看,这部分利润在契约中却没有什么作用。

(3)无论早期还是最近有关股利政策研究,都发现现金股利和会计盈余有显著的正相关关系(吕长江、王克敏,1999;王化成、李春玲、卢闯,2007;雷光勇、刘慧龙,2007)。但以往的研究很少深入讨论会计盈余和现金股利在不同的约束条件下会发生何种变化。我们的研究把二者的关系拓展到公司治理的约束条件下讨论,检验不同的公司治理结构下,会计信息在股利契约中的有用性。我们发现,公司股权结构会影响现金股利和利润各部分的关系。具体而言,股权分散公司现金股利政策不会以公允

价值变动损益为依据,而股权集中的公司则会以这部分收益为依据;这反映了公司的不同动机会影响现金股利和会计盈余的关系。我们的研究表明会计信息在契约中的作用,受到契约环境的显著影响。

文章结构如下,第二部分是文献综述和假说推导;第三部分介绍本文的研究设计;第四部分是实证结果及分析;最后是本文的研究结论。

## 二、文献综述及假说推导

### (一)会计准则变更对现金股利政策与会计收益相关性的影响

会计准则对会计要素确认、计量和披露的规范是企业与股东、债权人、经理层等各方达成有效契约的前提(Ball,2006)。Bushman和Piotroski(2006)研究表明,如果一些国家中的公司倾向于更及时的确认损失,这些国家的公司会减少净现值为负的投资项目,增强契约对高管的约束能力,进而提升公司价值。Laurens A.P. Swinkels(2006)研究表明,荷兰在2005年采用IFRS之后,为避免IFRS在会计计量上带来的风险,大多数上市公司随之改变了养老金计划,即由养老金报酬计划转向了养老金固定收益计划。这些文献表明,会计准则的变更会导致相关合约的变化。

股利政策一直是公司财务中的重要领域,虽然没有债务契约这样刚性的合约来规范上市公司的股利政策,但会计准则的变更仍然会对公司股利决策产生影响。关于现金股利选择动因,理论上有很多解释:信号传递理论(John & Williams,1985; Miller & Rock,1985)、代理理论(Easterbrook,1984; Jensen,1986)以及利益输送假说(Johnson,La Porta & Shleifer,2000;Lee and Xiao,2004)等。但无论是出于那种动因,现金股利政策都不可避免要考虑公司的基本面信息。Baker(1985)对纽约证交所318家上市公司的问卷调查显示,在制造业、批发零售和公用事业这三大行业中,公司股利政策最重要的影响因素是预期的未来盈利水平。

2001年之前,中国股市企业外部环境和相关政策不断变化,上市公司的股利政策也变化频繁,年度分配政策极不稳定。2001年,证监会出台了《上市公司新股发行管理办法》,将分红情况纳入上市公司再融资审核的条件中,发放现金股利的公司数量

开始明显增多,公司分红金额以及占盈余的比例开始比较稳定。但无论如何,会计盈余始终是现金股利发放的一个基本因素。早期的研究,如吕长江、王克敏(1999)发现股利支付水平主要取决于公司当期盈利水平及其变化。近期的研究也说明了现金股利和公司的盈利水平成显著的正相关关系。比如一些研究发现每股现金股利和公司的净资产收益率成显著的正相关关系(王化成、李春玲、卢闯,2007),一些研究发现每股现金股利和公司每股收益成显著的正相关关系(雷光勇、刘慧龙,2007)。

不同的会计准则会导致不同的会计盈余数字,我们讨论的重点是,新会计准则下,现金股利和会计盈余的关系会发生何种变化?相较于原会计准则体系,新准则下的资产负债表和利润表各项目内涵发生深刻变化,特别是引入公允价值计量原则后,使得会计收益的持续性、现金流效应以及波动性发生较大改变。如对交易性金融资产采用公允价值计量后,期末该资产价值的变动计入利润表,成为利润的一部分,但却没有实际的现金流动。该资产出售时的净损益,虽然实现了现金流,但不具有持续性。又如债务重组,作为债务人的上市公司进行债务重组时,一旦债权人让步,豁免债务直接计入当期营业外收入,获得非现金收益,但却没有实际的现金流入。然而,作为上市公司分配的现金股利确是企业真实的现金流。

另外,由于公允价值变动引起的损益是暂时性收益,无法依此对企业未来公允价值变动做出预期。Lintner(1956)及其后的大量研究发现,只有当公司认为未来的收益是持续性增加或者减少时,企业才调整企业的股利政策。我们预期上市公司不会因为暂时性收益的变化而去调整股利政策。从以上分析可知,新会计准则下,现金股利决策会降低对会计收益的依赖。由此提出第一个假说。

假说1:企业执行新准则后会降低现金股利与会计盈余的相关性。

在新会计准则下,公允价值变动损益项目由于是未实现的持有利得,不会影响现金流,并且受市场波动影响较大,不具有持续性,所以其作为现金分红的能力非常薄弱;投资收益虽然同样不具有持续性,年度波动大,但在投资的成本法下有实际的现金流支撑,这部分收益作为分红的基础比公允价

值产生的收益扎实;经营性收益与会计改革前较为类似,其主要构成是公司营业利润,比前两者更加可持续,并有现金流支撑,是现金分红的主要来源。由此,我们提出第二个假说。

假说2:新会计准则下,公允价值变动损益、投资收益以及经营性收益在上市公司现金股利决策中的重要性依次降低。

### (二)不同治理特征对分红决策与利润各部分相关性比较

不同的公司治理结构是否会影响股利和盈余的关系?根据经典的代理理论,现金股利减少了公司的自由现金流量,增加了企业外部融资需求,而外部融资要受到诸如银行、投资者的监督和监管层的监管,这可以加强对管理层的监督(Easterbrook,1984),同时自由现金流减少又可以避免管理层将资金用于投资回报率较低的项目上,减少过度投资(Jensen,1986)。然而,由于中国上市公司特殊的股权结构、治理结构和市场环境,西方现有的代理理论并不能解释中国的股利政策,恰恰相反,中国上市公司股利政策正是代理问题没有有效解决形成的(原红旗,2004)。由于转轨时期的中国上市公司面临着高度不确定性,公司的决策主要考虑短期成本和收益,基于多期博弈框架建立声誉行为在这种决策环境下的重要性大为降低,股利的代理理论对于中国上市公司现金股利政策的解释力大为削弱(肖星,2003)。

上市公司的控股股东在缺乏有效约束情况下,有转移上市公司资源的动机。现金股利也可以是控股股东从上市公司转移资源的一种途径(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer,2000)。中国的多数上市公司由国有企业改制而来,原来国有企业成为上市公司的母公司,为保持公司国有性质,母公司的股份不能通过二级市场自由流通;再加上当初为达到首次公开上市的要求,母公司剥离优质资源注入上市公司,却承担了诸如医疗、教育、下岗职工保障等一系列负担,为维持母公司的正常运营,需要从上市公司获取现金股利。陈信元等(2003)通过对佛山照明的案例研究发现,高额的现金股利并没有提高公司价值,现金股利可能是大股东转移上市公司资金的工具。

控股公司是否选择现金股利方式转移上市公司资源受到其在上市公司股权集中程度的影响。一

方面,因为分配现金股利时,其他非控股股东(包括其他非流通股股东和流通股股东)也同样获得现金股利,这是控股股东利益输送的成本,控股股东在上市公司的股权越集中,利益转移的成本越小,采用现金股利进行利益输送的动机越强(原红旗,2004;Lee and xiao,2004)。另一方面,大股东持股比较少的公司,其他大股东对控股股东的监督也会降低控股股东侵占上市公司资源的动机(La Porta et al.,1999)。

因此,综合两方面原因,控股股东股权越集中的公司,分配现金股利的成本越小,其他股东约束能力越差,越倾向于采用现金股利转移上市的资源。新会计准则下,由于公允价值变动损益是资产持有有利得,没有实际的现金流入,且受市场影响波动性较大,公司现金股利决策时会减少这部分收益的分红比例或不对其进行分红。如果公司存在利用现金分红向大股东转移资金的动机,那么其在分红决策时就不会区别收益各不同组成部分的内涵,直接以账面利润为基础进行现金分红,包括像公允价值变动损益这样没有实际现金流的利润数额。相反,那些股权较分散、向大股东转移资金动机较弱的公司分配现金股利时,更可能以盈利的结构和质量为基础。由此我们提出第三个假说。

假说3:股权集中的上市公司的现金股利决策依然会以公允价值变动损益为依据,而股权分散的公司则不然。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择及数据来源

本文全部样本和数据来自 Wind 金融数据库,包括 2005~2007 年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的所有 A 股非 ST 公司,之所以选择这 3 年而不将样本时间拉长,主要是考虑到我国股市建立时间不长,加之监管环境不断变化,导致股利政策很不稳定,为控制不同年份经济环境、融资成本和监管环境的影响,本文只选取了 2005~2007 年的样本数据,其中,2005~2006 年为原会计准则样本期间,2007 年为新会计准则的样本区间。这 3 年公司外部环境较为类似。首先,从 2005 年开始,中国股市进行了股权分置改革,尽管股权分置改革在样本期内进行改革的进度有差异,但这个制度出台本

身了改变股东和市场参与方对公司发展的预期,进而可能改变其参与行为。其次,从股权分置改革开始,中国股票市场开始了新一轮的牛市,已有的研究发现二级市场的不同状况会影响公司的分配行为(原红旗,2004)。

根据《公司法》规定,本年盈利公司才能分配现金股利,因此剔除当年没有盈利的公司;由于不同市场对现金股利的态度不同,剔除同时 B 股或 H 股或海外市场上市的公司;根据证监会行业分类标准,剔除金融、保险行业上市公司;剔除数据缺失的公司,最后得到样本:2005 年 874 家,2006 年 887 家,2007 年 956 家,总样本 2717 家。

表 1 为样本公司各年度的分红情况。2005~2007 年间,我国上市公司分配现金股利的比例比较稳定,基本占年度样本公司的 60%。在分配现金股利的公司中,仅分配现金股利的公司比例逐年减少,2005 和 2006 年为 48%和 51%,2007 年该比例降为 40%。同时发放股票股利或资本公积转增的公司<sup>①</sup>在 2007 年有较大幅度的增加,如在 2005 和 2006 年,发放现金股利又同时发送股票股利或者转增股本的公司分别为 12%和 11%,而这一比例在 2007 年上升为 21%。说明 2007 年,虽然总体上分配现金股利的公司比例没有下降,但加大了股票股利和资本公积转增的比重,这与图 1 以全部上市公司为基础的统计趋势一致。值得注意的是,同时发放现金股利和股票股利的公司,宣布的现金通常作为上市公司对总股利的代缴税,股东则很少能拿得到<sup>②</sup>。

#### (二)模型及变量设定

由统计结果可知,样本公司中不分配现金股利的公司约占年度样本的 40%,所以这里现金股利决策实际包含两部分:一是是否分配现金股利?其次是分多少现金股利?因此本文对现金股利决策的检验也分为两部分:一是采用 LOGIT 回归考察是否分配现金股利的决策;二是在分配现金股利样本中,

表 1 各年度样本分红情况

	2005	2006	2007
样本量:	874	887	956
分配现金股利的公司	524 (60%)	548 (62%)	587 (61%)
其中:			
仅分配现金股利	418 (48%)	448 (51%)	385 (40%)
既发现金股利又发红股	21 (2%)	31 (3%)	35 (4%)
既发现金股利又转增股本	68 (8%)	40 (5%)	100 (10%)
既发现金股利、红股又转增股本	17 (2%)	29 (3%)	67 (7%)

注:括号内为分红公司占样本公司的比例。

采用 OLS 回归考察分配多少现金股利的决策。

### 1. 假说 1 检验模型

我们采用 2005~2007 年混合数据对如下模型 (1) 和模型 (2) 进行回归, 检验在控制其他变量后, 执行新准则是否会降低每股收益对现金股利决策的解释力。

模型 (1):

$$DIVP = \alpha_0 + \alpha_1 FCF + \alpha_2 LEV + \alpha_3 GROWTH + \alpha_4 DIVID\_1 + \alpha_5 CMT + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 NATURE + \alpha_8 CONCT + \alpha_9 PERF + \alpha_{10} NEW + \alpha_{11} NEW \times PERF + \varepsilon$$

模型 (2):

$$CD_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 LEV + \beta_3 GROWTH + \beta_4 CD\_1 + \beta_5 CMT + \beta_6 SIZE + \beta_7 NATURE + \beta_8 CONCT + \beta_9 PERF + \beta_{10} NEW + \beta_{11} NEW \times PERF + \varepsilon$$

因变量:

*DIVID*, 是否分配现金股利哑变量, 如果公司当年分配现金股利, *DIVID*=1, 否则, *DIVID*=0。

*CD*, 每股现金股利, 年度税前每股现金股利。

关键解释变量:

*PERF*, 为会计盈余, 本研究采用每股收益 (*EPS*) 和扣除非经常性损益后的每股收益 (*OEPS*) 两个指标替代指标。*EPS* 和 *OEPS* 越大, 说明当期盈利水平越高, 越可能分配现金股利, 同时, 对于分配股利的公司, 分配的现金股利越多。在两个模型中预期符号均为正。

*NEW*, 执行新会计准则哑变量, 样本年度为 2007 年, *NEW*=1, 否则 *NEW*=0。

*NEW*×*PERF*, 每股收益与准则变更的交叉变量, 我们通过这一变量考察新准则实施前后, 现金股利决策对会计收益依据程度的变化, 若该变量估计系数显著为负, 说明新会计准则下, 会计收益对上市公司现金股利政策的重要性降低。

控制变量:

*FCF*, 自由现金流量, 当年年度经营性现金流扣除为固定资产、无形资产和在建工程所支付的现金, 然后除以期末总资产得到。根据经典的代理理论, 发放现金股利减少了公司多余的现金流, 增加企业外部融资需求, 加强外部人 (如银行、投资者和政府监管部门) 对管理层的监督 (Easterbrook, 1984), 同时

自由现金流减少又可避免管理层将资金用于投资回报率较低的项目上, 减少过度投资 (Jensen, 1986)。因此, 为降低代理成本, 自由现金流越多的公司更倾向于分配现金股利, 分配的现金股利也越多, 我们预期自由现金流指标在两个模型中的符号均为正。

*LEV*, 资产负债率指标。在债务契约中, 债权人往往会加入限制公司股利发放数额的保护条款, 由于债务契约的规定, 常常使得公司的股利发放受到某种程度的限制。另外在债务快到期的时候, 公司也需保留资金以偿还债务之用 (Ross, Westerfield and Jaffe, 2007)。美国的经验证据表明, 在发现债券的公司中, 21% 的公司包括了对股利的限制性条款 (Smith and Warner, 1979)。有研究发现现金股利减少主要归因于债务合约限制 (De Angelo and De Angelo, 1990)。同时, 负债高低也会影响企业再融资的能力, 负债率高的公司, 取得新贷款的难度也增加, 因此企业更有可能将利润留存在企业内部, 减少现金股利的分配。国内的一些研究 (王化成、李春玲、卢闯, 2007; 雷光勇、刘慧龙, 2007) 也控制了负债水平对股利的影响。我们预期该指标在两个模型中的符号均为负。

*GROWTH*, 公司的成长性指标。罗泽夫 (Rozeff, 1982) 的研究发现, 当公司收入在过去或者预期将要经历快速增长, 公司会执行低股利支付率政策, 因为高的增长率意味着高的投资支出, 投资政策影响股利政策。为了控制成长性对股利政策的影响, 本研究采用市净率衡量公司未来的成长能力 (Graver, 1993), 具体为期末上市公司的总市值除以净资产得到。该指标控制公司成长性对现金股利决策的影响, 通常公司成长性越高, 投资机会越多, 越不倾向于分配现金股利。同时, 在分配现金股利的样本中, 倾向于少分配股利。国内的一些文献也发现增长水平和现金股利成负相关关系。

*SIZE*, 公司规模指标。采用期末公司总资产的对数值。规模较大的公司通常发展比较成熟, 未来盈利扩张机会较少, 更愿意多分配现金股利; 而规模较小公司通常处于起步或扩张阶段, 未来成长机会较多, 资金需求较大, 不倾向于分配现金股利。以往的实证研究证实公司规模和现金股利成正相关关系 (王化成、李春玲、卢闯, 2007; 雷光勇、刘慧龙, 2007)。该变量在模型中的预期符号为正。

*DIVID\_1*, 前一年度是否分配现金股利的虚拟变量, 前一年度分配现金股利的, *DIVID\_1*=1, 否则为 0。控制前期股利政策对当期的影响。根据信号理论, 公司通常不会轻易改变公司的股利政策, 而是会按照以前年度的水平进行股利分配, 只有管理层相信盈利的变动是永久的, 才会对股利政策进行调整(Lintner, 1956)。因此, 股利政策在时间序列上有正相关关系, 预期符号为正, 该变量只用于 LOGIT 回归模型。

*CD\_1*, 前一年度每股现金股利, 该变量控制前一年每股现金股利对本年度每股股利的影响, 只用于 OLS 模型。理论依据与 *DIVID\_1* 一致, 预期符号为正。

*CMT*, 现金分红承诺虚拟变量。股权分置改革中, 非流通股股东明确承诺会在股东大会上提议的分红方式为现金分红时, *CMT*=1; 否则为 0。该变量控制股权分置改革中非流通股股东的现金分红承诺对样本年度现金分红决策的影响, 显然, 有现金分红承诺的公司更可能支付现金股利, 预期符号为正。

*NATURE*, 控股股东类型的虚拟变量, 上市公司为国有控股时, *NATURE*=1, 为非国有股东控制时, *NATURE*=0。以往的研究发现, 国有控股公司代理问题更严重, 国有股东占用上市公司资金的问题更加严重(Jiang, Lee and Yue, 2008)。也有学者指出, 在现金股利问题上, 国有和非国有没有区别(Lee and Xiao, 2004)。

*CONCT*, 股权集中度指标, 采用第一大股东持股比例作为替代变量<sup>③</sup>。根据以往的文献, 控股股东股权越集中, 上市公司更倾向于分配现金股利, 同时分配更多的现金股利(Lee and Xiao, 2004; 原红旗, 2004)。我们预期该变量在两模型中符号均为正。

## 2. 假说 2 检验模型

采用 2007 年的截面数据分别对模型(3)与模型(4)进行回归, 考察在控制其他变量后, 利润各部分对现金股利政策的解释力。

模型(3):

$$\begin{aligned} DIVP = & \partial_0 + \partial_1 FCF + \partial_2 LEV + \partial_3 GROWTH \\ & + \partial_4 DIVID\_1 + \partial_5 CMT + \partial_6 SIZE \\ & + \partial_7 NATURE + \partial_8 CONCT + \partial_9 FVPS \\ & + \partial_{10} IIPS + \partial_{11} CEPS + \varepsilon \end{aligned}$$

模型(4):

$$\begin{aligned} CD = & \chi_0 + \chi_1 FCF + \chi_2 LEV + \chi_3 GROWTH \\ & + \chi_4 CD\_1 + \chi_5 CMT + \chi_6 SIZE \\ & + \chi_7 NATURE + \chi_8 CONCT + \chi_9 FVPS \\ & + \chi_{10} IIPS + \chi_{11} CEPS + \varepsilon \end{aligned}$$

*FVPS*, 每股公允价值变动损益, 即利润表中披露的上市公司当年公允价值变动损益项目除以期末总股本。该变量反映了采用公允价值计量的资产期末公允价值的变动, 没有实际的现金流入。我们预期该变量对两个模型不具有显著的解释力。

*IIPS*, 每股投资收益, 按照利润表中列示的投资净收益减去对联营企业和合营企业的投资净收益除以当期期末总股本得到。考虑到上市公司对联营和合营企业的共同控制和重大影响, 剔除这部分收益较好地反映了上市公司出售交易性金融资产、可供出售金融资产以及对投资单位没有影响力又同时在活跃市场没有价格的长期股权投资中获得的收益。该变量虽有实际的现金流, 但易受到市场波动的影响, 持续性较差, 我们预期其对现金股利决策虽具有解释力, 但重要性低于经营性收益。

*CEPS*, 每股核心收益, 期末全面摊薄的每股收益减去每股公允价值变动损益和每股投资收益。其基本反映了上市公司经营活动产生的收益, 更具有持续性, 我们预期其对现金股利的解释力显著为正。

其他变量的定义和模型(1)和模型(2)一致。

## 3. 假说 3 检验模型

对假说 3, 首先进行分组检验, 将样本公司按照股权集中度指标分为高低两组, 即如果公司的第 1 大股东持股比例大于中位数, 则该公司为“股权集中”组, 否则, 该公司为“股权分散”组。然后按照模型(3)和模型(4)对两组公司分别回归, 考察在两组公司下, 利润各组成部分与现金股利政策的关系是否有明显不同。其次, 引入股权集中度与各利润部分的交叉变量, 采用 2007 年的截面数据分别对模型(5)模型(6)进行回归, 考察两组公司下, 利润各部分与现金股利相关关系的差异是否显著。

模型(5):

$$\begin{aligned} DIVP_{it} = & \varphi_0 + \varphi_1 FCF + \varphi_2 LEV + \varphi_3 GROWTH \\ & + \varphi_4 DIVID\_1 + \varphi_5 CMT + \varphi_6 SIZE \\ & + \varphi_7 NATURE + \varphi_8 CONCT + \varphi_9 FVPS \\ & + \varphi_{10} IIPS + \varphi_{11} CEPS + \varphi_{12} FVPS \times CONCT \\ & + \varphi_{13} IIPS \times CONCT + \varphi_{14} CEPS \times CONCT + \varepsilon \end{aligned}$$

模型(6):

$$\begin{aligned} CD_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 FCF + \gamma_2 LEV + \gamma_3 GROWTH \\ & + \gamma_4 CD\_1 + \gamma_5 CMT + \gamma_6 SIZE \\ & + \gamma_7 NATURE + \gamma_8 CONCT + \gamma_9 FVPS \\ & + \gamma_{10} IIPS + \gamma_{11} CEPS + \gamma_{12} FVPS \times CONCT \\ & + \gamma_{13} IIPS \times CONCT + \gamma_{14} CEPS \times CONCT + \varepsilon \end{aligned}$$

CONCT, 股权集中度指标, 与模型(1)~(4)不同, 在模型(5)和(6)中, 引入了各收益指标与股权集中度的交叉变量, 为降低变量之间的相关性, 将股权集中度指标设立为 0、1 变量, 具体方法为股权集中度高于样本中值的, CONCT=1; 否则, CONCT=0。根据假说 3, 我们预计交叉变量 FVPS×CONCT 的系数  $\varphi_{12}$ 、 $\gamma_{12}$  显著为正。

四、实证结果与分析

(一)单变量分析

表 2 为各变量的描述性统计结果, 将样本期间分为两部分: 准则转换前(包括 2005~2006 年), 准则转换后(2007 年), 然后比较各变量在这两个阶段是否存在显著差异。我们看到在样本期间, 每股股利(CD)比较稳定, 均值维持在 0.09, 两个阶段没有显著性差异。收益指标, 无论是每股收益 EPS, 还是扣除非经常损益后的每股收益 OEPS, 新准则执行后(2007 年)显著大于新准则执行前, 如 2005~2006 年, 每股收益的均值为 0.258, 中值为 0.18, 而 2007 年该数值分别为 0.37 和 0.28, 均值增加将近 50%。2007 年每股公允价值变动 FVPS 均值为 -0.005, 中值为 0; 每股投资收益 IIPS 均值为 0.0633, 中值为 0.005。每股经营性收益 CEPS 均值为 0.32, 中值为 0.2227。其他控制变量, 如自由现金流量指标 FCF, 2005~2006 年均值为 -0.00047, 中值为 0.0052, 显著大于 2007 年(均值为 -0.008, 中值为 -0.004), 结合收益指标, 可以看出, 2007 年会计利润明显高于 2005~2006 年, 但现金流指标却较低, 反映出新准则下, 会计利润与现金流的不同步性。成长性指标 GROWTH, 由于采用市净率(PB)来衡量成长性, 2007 年该指标显著大于 2005~2006 年。另外公司规模 SIZE, 2007 年明显大于 2005~2006 年。股权集中度指标 CONCT, 2007 年较 2005 年和 2006 年有所下降。除此以外, 其他控制变量在准则转换前后两阶段基本没有明显差异。

(二)相关性分析

表 3 是各变量简单相关系数, 可以看到, 每股股利 CD 与每股收益 EPS 有较强的相关性(Pearson 系数为 0.62), 说明现金股利政策以盈余为基础; 股权集中度变量 CONCT 也与每股股利存在较强的相关性(Pearson 系数为 0.24), 说明股权结构是我国上市公司的股利政策重要的影响因素。其他变量, 如负债率、规模以及分红承诺与每股股利也都有较强的相关关系。为控制变量之间可能的多重共线

表 2 变量描述性统计

	2005~2006年 obs=1761		2007年 obs=956		t 值	z 值
	均值	中位数	均值	中位数		
因变量:						
CD	0.0873	0.05	0.0904	0.05	-0.62 (-0.52)	0.23 (-0.81)
DIVP	0.6087	1	0.614	1	-0.26 (-0.78)	-0.26 (-0.78)
检验变量:						
EPS	0.2581	0.18	0.3788	0.2764	-10.06*** (0.00)	-8.78*** (0.00)
OEPS	0.2219	0.15	0.3063	0.2159	-7.43*** (0.00)	-6.08*** (0.00)
FVPS			-0.0051	0		
IIPS			0.0633	0.005		
CEPS			0.3206	0.2227		
控制变量:						
FCF	-0.00047	0.0052	-0.008	-0.004	2.12** (-0.03)	2.81*** (-0.004)
GROWTH	2.278	1.835	6.538	5.457	-38.87*** (0.00)	-36.18*** (0.00)
LEV	49.2	51.17	48.95	50.3	0.36 (-0.71)	0.62 (-0.53)
SIZE	21.32	21.26	21.53	21.44	-5.38*** (0.00)	-4.64*** (0.00)
CMT	0.2447	0	0.2259	0	1.09 (-0.27)	1.09 (-0.27)
DIVID_1	0.6269	1	0.5993	1	1.41 (-0.15)	1.41 (-0.15)
CD_1	0.0916	0.05	0.092	0.05	-0.08 (-0.93)	1.38 (-0.16)
NATURE	0.3043	0	0.3493	0	-2.40** (-0.016)	-2.40** (-0.016)
CONCT	39.18	37.33	36.68	35.43	4.05*** (0.00)	3.84*** (0.00)

注: 括号内为 t 检验、z 检验的显著性水平, \*\*\* 表示在 1% 显著性水平下显著, \*\* 表示在 5% 显著性水平下显著, \* 表示在 10% 显著性水平下显著。

表 3 变量 Pearson 相关系数

	CD	EPS	FCF	GROWTH	LEV	SIZE	CONCT	NATURE	CMT
CD	1								
EPS	0.62	1							
FCF	0.06	0.02	1						
GROWTH	0.08	0.28	0.09	1					
LEV	-0.12	-0.01	-0.06	0.06	1				
SIZE	0.3	0.34	-0.03	-0.05	0.31	1			
CONCT	0.24	0.14	0.02	-0.05	-0.04	0.27	1		
NATURE	-0.09	-0.003	-0.01	0.1	-0.02	-0.26	-0.27	1	
CMT	0.34	0.18	0.02	-0.03	-0.09	0.17	0.12	-0.07	1

性,比如收益指标与规模、成长性之间的关系,我们在回归分析时进行了多重共线性检验,发现变量之间相关关系没有对回归模型造成影响<sup>④</sup>。

### (三)多变量分析

#### 1.假说1的检验

对假说1,我们采用2005~2007年混合数据对模型(1)和模型(2)进行回归,主要考察收益指标与新准则执行的交叉变量,若该变量显著为负,则说明执行新准则后,会计盈余在现金股利决策中的解释力下降,假说1成立,若该交叉变量不显著或显著为负,假说1不成立。

表4是检验结果。可以看到,在是否分配现金股利的决策中(模型(1)),新准则与每股收益交叉变量 $NEW \times EPS$ 在5%显著性水平上显著为负(估计系数为1.41,z值为-2.55),与预期一致,新准则与扣除非经常性损益后每股收益的交叉变量 $NEW \times OEPS$ 虽然不显著,但符号仍为负,说明上市公司在确定是否分配现金股利时,

会考虑到准则变更的影响,降低了会计盈利指标在决策中的作用。同样,在分配多少现金股利的决策中(模型(2)),无论是每股收益还是扣除非经常性损益后的每股收益,与新准则的交叉变量均在1%显著水平上为负,如 $NEW \times EPS$ 估计系数为-0.08,t值为-5.27, $NEW \times OEPS$ 估计系数为-0.06,t值为-3.6,说明执行新准则后,会计利润在上市公司股利决策中的解释力显著下降,支持了假说1。

其他变量对股利政策的影响:自由现金流指标 $FCF$ 在模型(1)显著为负,说明企业自由现金流越少,越倾向于分配现金股利;然而在模型(2)中, $FCF$ 与每股股利显著正相关,说明在确定分多少现金股利时,企业还是会依据现金流充足度,自由现金流较多,就多发股利,反之,就少发。另外,成长性指标 $GROWTH$ 在模型(1)中均显著为负,表明成长性越好的公司,越不倾向于分配现金股利,这与经典的成长性价说一致;但在模型(2)中,该指标却与每股股利正相关,与成长性价说不符。

负债率指标在两个回归结果中(模型(1)和(2))均显著为负,与预期一致。前一年度是否分配现金 $DIVID\_1$ 与前一年度分配股利多少 $CD\_1$ 都会影响当年现金股利决策,前一年度有现金分红的,当年也更可能分配现金股利,前一年度分配现金股利越多,当年也更倾向于分配较多的股利。另外,有分红承诺的公司 $CMT$ ,更可能分配现金股利和分配更多的股利。反映控股股东类型的指标 $NATURE$ 在两个模型中估计系数为负,虽然不显著,在一定程度上说明非国有控股公司更倾向于少发现金股利。股权集中度指标 $CONCT$ 在两个模型中均显著为正,说明股权越集中的公司,越倾向于分配现金股利,并且分配的现金股利越多,这与Lee和Xiao(2004)的结果一致。

为了保证结果的稳定性,我们对假说1又做了如下稳健性检验。首先,我们仅以2006年和2007年的公司为样本,即以会计准则实施前后各1年的数据检验假说1是否成立。我们发现,新会计准则和收益的交叉项 $EPS \times NEW$ 的系数为-0.08,t检验值为-5.11;新会计准则和主营业务收益交叉项 $OEPS \times NEW$ 的系数为-0.07,t检验值为-4.54。表明在1%检验水平下,新会计准则的实施显著降低了会计盈余和现金股利的关系。其次,我们以2005和2006年平均数据与2007年的数据进行了比较研究,我们发现,新会计准则和收益的交

表4 会计准则变化对现金股利和  
会计盈余关系影响的检验

		是否分配现金股利 LOGIT回归 模型(1)		分配多少现金股利 OLS回归 模型(2)	
		(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cons</i>		-8.16 (-5.23)	-7.55 (-4.81)	-0.11 (-1.87)	-0.12 (-1.98)
<i>EPS</i>	+	3.92 *** (9.01)		.27 *** (23.05)	
<i>OEPS</i>	+		4.00 *** 9.21		.27 *** (22.43)
<i>NEW</i>	?	.35* (1.87)	0.22 (1.24)	-0.0002 (-0.03)	-0.004 (-0.56)
<i>EPS×NEW</i>	-	-1.41 ** (-2.55)		-.08 *** (-5.27)	
<i>OEPS×NEW</i>	-		-0.64 (-1.08)		-.06 *** (-3.60)
<i>FCF</i>	+	-1.12 * (-1.85)	-1.17* (-1.92)	.12 *** (4.71)	.12 *** (4.43)
<i>GROWTH</i>	-	-.05 ** (-2.53)	-.05 ** (-2.55)	.002 ** (2.05)	0.002 (1.68)
<i>LEV</i>	-	-.017 *** (-5.03)	-.01 *** (-4.54)	-.0006 *** (-3.93)	-.0005 *** (-3.83)
<i>SIZE</i>	?	.33 *** (4.32)	.31 *** (3.99)	.005* (1.90)	.007 ** (2.30)
<i>DIVID_1</i>	+	2.07 *** (19.20)	2.01 *** (18.41)	.02 *** (3.21)	.016 ** (2.42)
<i>CMT</i>	+	1.05 *** (7.05)	1.08 *** (7.19)	.04 *** (8.32)	.042 *** (8.37)
<i>NATURE</i>	-	-0.108 (-0.92)	-0.1 (-0.88)	-0.006 (-1.24)	-0.005 (-1.01)
<i>CONCT</i>	+	.008 ** (2.16)	.007* (1.94)	.0007 *** (4.67)	.0006 *** (3.86)
<i>NUM</i>		2717	2717	2717	2717
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>		0.3727	0.3776		
<i>Adj R-squared</i>				0.4526	0.4427



叉项  $EPS \times NEW$  的系数为-0.06,t 检验值为-4.01;新会计准则和主营业务收益交叉项  $OEPS \times NEW$  的系数为-0.05,t 检验值为-3.09。这些结果均在 1% 检验水平下显著为负。

根据以上检验结果,我们得出结论,上市公司现金股利决策考虑到新旧准则变动的影响,降低了会计盈余在股利决策中的重要性,与假说 1 一致。

2.假说 2 检验结果

对假说 2,采用 2007 年的截面数据分别对模型(3)与模型(4)进行回归分析,主要考察公允价值变动损益、投资净收益指标与现金股利决策的相关性,我们预期公允价值变动损益、投资净收益、经营性收益与现金股利的相关程度依次降低,特别的,公允价值变动损益与现金股利决策没有显著的相关关系。

表 5 是对假说 2 的检验结果,我们看到,在模

表 5 新准则下现金股利和利润各部分的关系的检验

	模型 (3): 估计系数	模型 (4): 估计系数	标准化 系数
Cons	-5.2 (-2.03)	-0.12 (-1.28)	
FVPS	4.02 (0.86)	.34** (2.06)	0.06
IIPS	3.29*** (4.20)	.14*** (5.45)	0.16
CEPS	2.63*** (6.61)	.12*** (9.44)	0.34
FCF	-1.28 (-1.38)	.14*** (3.49)	0.09
GROWTH	-.085*** (-3.29)	.002* (1.91)	0.06
LEV	-.012** (-2.00)	-0.0003 (-1.25)	-0.04
SIZE	0.2 (1.63)	0.0056 (1.19)	0.04
DIVID_1	2.02*** (11.10)		
CD_1		.31 *** (12.49)	0.4
CMT	.91*** (3.60)	.05*** (6.10)	0.17
NATURE	-0.25 (-1.32)	-0.0029 (-0.34)	-0.01
CONCT	.01* (1.65)	.0008*** (3.10)	0.09
NUM	956	587	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.3557		
AdjR-squared		0.5745	

注:模型(3),括号内是 LOGIT 回归估计系数 z 值,\*\*\* 在 1% 显著性水平下显著,\*\* 在 5% 显著性水平下显著,\* 在 1% 显著性水平下显著;模型(4),括号内是 OLS 回归估计系数 t 值,\*\*\* 在 1% 显著性水平下显著,\*\* 在 5% 显著性水平下显著,\* 在 1% 显著性水平下显著。Pseudo R<sup>2</sup> 用来衡量 LOGIT 模型的解释力,AdjR-squared 用来衡量 OLS 模型的解释力。

型(3)中公允价值变动损益 FVPS 的估计系数为正,但不显著,说明上市公司确定

表 6 不同股权结构下股利和盈利关系分组回归结果

	模型 (3)		模型 (4)	
	股权集中	股权分散	股权集中	股权分散
Cons	-2.59 (-0.72)	-6.93** (-1.87)	-0.16 (-1.40)	0.08 -0.58
FVPS	23.80*** (3.14)	-5.92 (-0.95)	1.25*** (4.36)	-0.14 (-0.76)
IIPS	7.55*** (3.67)	1.89** (2.08)	.22*** (5.66)	.06** (2.25)
CEPS	3.25*** (5.18)	2.36*** (4.47)	.15*** (8.55)	.08*** (4.74)
FCF	-3.15** (-2.06)	-0.12 (-0.10)	.15*** (2.68)	0.08 (1.64)
GROWTH	-.12*** (-3.00)	-.06* (-1.85)	.004*** (3.05)	-.003** (-2.21)
LEV	-.01* (-1.58)	-0.0063 (-0.79)	-0.0004 (-1.00)	0.00005 (0.16)
SIZE	0.11 (0.63)	0.28 (1.54)	0.008 (1.53)	-0.002 (-0.34)
DIVID_1	2.14*** (7.30)	1.98*** (8.22)		
CD_1			.22*** (7.65)	.61*** (13.68)
CMT	1.13*** (2.77)	.792** (2.40)	.056*** (5.04)	.03*** (2.85)
NATURE	-.64** (-2.00)	0.04 (0.16)	-0.013 (-1.05)	-0.001 (-0.12)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.4081	0.3113		
AdjR-squared			0.5843	0.6413

是否分配现金股利时,考虑到公允价值变动损益的持续性和现金流效应,不以其作为是否分配现金股利的依据。在模型(4)中,公允价值变动损益在 5% 水平下显著为正(估计系数为 0.34,t 值为 2.06),说明确定分红的样本公司中,在考虑分配多少现金股利时,会以公允价值变动损益为依据,但其标准化系数(0.06)(考虑到收益各部分方差明显不同,采用标准化系数比较其相对重要性),明显低于投资净收益(0.16)和核心收益(0.34),说明分配现金股利的公司虽然会依据公允价值变动损益做决策,但其重要程度明显低于投资收益 IIPS 和经营性收益 CEPS。投资收益 IIPS 在两个模型中都显著为正,但同样其重要性明显低于核心收益 CEPS,说明上市公司现金股利决策会考虑到收益各部分持续性和现金流效应的差别,以经营性收益作为决策的主要依据,与假说 2 相符。其他控制变量与假说 1 检验时类似。

3.假说 3 的检验

(1)分组检验。为考察股权集中度不同的公司,利润各部分在现金股利决策中的解释力是否明显不同,我们先将样本公司分为两组(股权集中与股权分散),分别对模型(3)和模型(4)进行回归,结果如表 6。在是否分配现金股利的决策中(模型(3)),

股权集中的公司,公允价值变动损益 FVPS 与股利决策显著正相关(估计系数为 23.8,z 值为 3.14),而股权分散的公司, FVPS 的估计系数为负,但不显著;同样,在分配多少现金股利决策中(模型(4)),股权集中公司的公允价值变动损益与每股股利显著正相关(估计系数为 1.25,t 值为 4.36),而对股权分散的公司,两者相关性为负,但不显著(估计系数为-0.14,t 值为-0.76),说明股权集中公司的现金股利政策会以公允价值变动损益这部分持产利得为依据,股权分散公司则不然。投资收益指标 IIPS 在两组公司、各模型回归结果中均显著为正,但股权集中公司的估

计系数明显大于股权分散的公司,说明相对于股权分散公司,投资收益在股权集中公司股利政策的解释力较强。由此我们得出,股权集中公司在进行现金股利决策时,倾向于以持产利得以及持续性较差的投资收益为依据,反映出通过现金股利进行利益输送的动机,支持了假说3。

(2)交叉项检验。我们进一步采用2007年的截面数据

表7 不同股权结构下股利和盈利关系的交叉项检验

	是否分配 现金股利 模型(5)	分配多少 现金股利 模型(6)
<i>Cons</i>	-4.76 (-1.86)	-0.13 (-1.43)
<i>FVPS</i>	-5.23 (-0.84)	-0.16 (0.80)
<i>IIPS</i>	2.04* (2.24)	0.07** (2.04)
<i>CEPS</i>	2.56*** (4.87)	.10*** (6.25)
<i>CONCT</i>	0.07 (0.24)	-0.006 (-0.54)
<i>CONCT×FVPS</i>	26.61** (2.81)	1.38*** (3.99)
<i>CONCT×IIPS</i>	5.21** (2.41)	.14*** (2.84)
<i>CONCT×CEPS</i>	0.3 (0.41)	0.033 (1.59)
<i>FCF</i>	-1.3 (-1.39)	.13*** (3.18)
<i>GROWTH</i>	-.08*** (-3.32)	.002* (1.80)
<i>LEV</i>	-.01* (-1.75)	-0.0004 (-1.44)
<i>SIZE</i>	0.19 (1.56)	.008* (1.74)
<i>DIVID_1</i>	2.05*** (11.14)	
<i>CD_1</i>		.30*** (12.43)
<i>CMT</i>	.92*** (3.62)	.05*** (6.28)
<i>NATURE</i>	-0.25 (-1.29)	-0.004 (-0.49)
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.3646	
<i>AdjR-squared</i>		0.58

注:模型(5),括号内是LOGIT回归估计系数z值,\*\*\*在1%显著性水平下显著,\*\*在5%显著性水平下显著,\*在1%显著性水平下显著;模型(6),括号内是OLS回归估计系数t值,\*\*\*在1%显著性水平下显著,\*\*在5%显著性水平下显著,\*在1%显著性水平下显著。Pseudo R<sup>2</sup>用来衡量LOGIT模型的解释力,AdjR-squared用来衡量OLS模型的解释力。

分别对模型(5)模型(6)进行回归,主要考察股权集中度与公允价值变动损益的交叉变量与现金股利决策的关系,若该交叉变量与现金股利决策显著正相关,说明相对于股权分散的公司,股权集中的公司加大了持有利得对现金股利的解释力,支持假说3;否则,说明股权集中与股权分散公司在现金股利决策中对这部分持有利得没有差别。

表7是模型(5)和模型(6)的回归结果,我们发现,在模型(5)中,公允价值变动损益与股权集中度的交叉变量  $FVPS \times CONCT$  显著为正(估计系数为26.61,z值为2.81),说明相较于股权分散公司,股权集中公司加大了这部分持产利得的分红能力。同样,投资净收益与股权集中度的交叉变量  $IIPS \times CONCT$  也通过了显著性检验(估计系数为5.21,z值为2.41),而经营性收益与股权集中度的交叉变量  $CEPS \times CONCT$  却并不显著,说明在是否现金分红的决策中,相对于股权分散公司,股权集中的公司加大了公允价值变动损益与投资收益的分红能力,而对经营性收益,两组公司却没有差别。在模型(6)中,同样的,公允价值变动损益与股权集中度的交叉变量  $FVPS \times CONCT$  显著为正(估计系数为1.38,t值为3.99),投资净收益与股权集中度的交叉变量  $IIPS \times CONCT$  也显著为正(估计系数为5.21,t值为2.41),而经营性收益与股权集中度的交叉变量  $CEPS \times CONCT$  却不显著,说明相对于股权分散的公司,股权集中公司在分配多少现金股利决策中,加大了公允价值变动损益与投资净收益的分红能力,而对经营性收益,两组公司没有差别。综合以上两方面检验,可以看出,相对于股权分散公司,股权集中公司的公允价值变动损益和投资收益和现金股利有更密切的关系,支持了假说3,反映出股权集中公司通过现金股利进行利益输送的动机。

## 五、研究结论

本文以新会计准则下盈利信息质量变化为背景,检验了上市公司现金股利与会计收益的相关关系,得出以下结论:(1)新会计准则实施前后,会计收益与现金股利之间的相关关系存在明显差异。具体来说,执行新会计准则降低了会计收益在现金股利决策中的解释力,说明上市公司制定现金股利决策时,考虑了不同会计准则下会计信息内涵的变化,因而降低了现金分红对会计收益的依据。(2)新准则下,上市公司制定现金股利政策时,不会以公允价值变动损益为依据,或者其比重明显低于主营业务收益和投资收益这些有现金流支撑的利润指标。(3)虽然总体上,上市公司不以公允价值变动损益这部分持产利得作为现金股利决策的依据,但相对于股权分散的公司,股权集中的公司则会以这部分收益为依据,反映出其通过现金股利进行利益输送的动机。本文的研究对评价新会计准则实施的经济后果有重要的启示意义,会计准则的变革,既要考虑从投资决策有用性的角度考量,也要考虑对会计信息合约有效性的影响,必须在二者之间找到一个平衡。

(作者单位:娄芳、李玉博,上海财经大学;原红旗,复旦大学会计系;责任编辑:尚增健)

### 注释

①资本公积转增并非对盈余的分配,从形式上看,并不是股利的分配。但在实务中,转增股本通常和股利政策相提并论,在以往的文献中,很多研究都把转增股本视为一种股利形式。

②比如,某个公司的股利政策为:每10股送红股1股,公积金转增2股,派现金0.25元(含税)。0.25元本身扣税0.05元,送一股再扣税0.20元,流通股股东所得现金实际为零。

③我们也采用其他方式来衡量股权集中度,如采用前五大股东的持股比例和第一大股东持股比例与第二大股东持股比例差,结果没有显著差异。

④所有变量的膨胀因子(VIF)均小于5,根据Freund和Littell(1986)的文献,在多重共线性诊断时,如果VIF小于5,则说明没有严重的共线性问题。

### 参考文献

(1)陈信元、陈冬华、时旭:《公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究》,《管理世界》,2003年第8期。

(2)雷光勇、刘慧龙:《市场化进程、最终控制人性与现金股利行为》,《管理世界》,2007年第7期。

(3)吕长江、王克敏:《上市公司股利政策的实证分析》,《经济研究》,1999年第12期。

(4)王化成、李春玲、卢闯:《控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究》,《管理世界》,2007年第1期。

(5)肖星:《中国上市公司现金股利决策研究》,清华大学经济管理学院博士论文,2003年。

(6)薛爽、赵立新、冯泽中、程绪兰:《会计准则国际趋同是否提高了会计信息的价值相关性?——基于新老会计准则的比较研究》,《财贸研究》,2008年第9期。

(7)原红旗:《中国上市公司股利政策分析》,中国财政经济出版社,2004年。

(8)张然、张会丽:《新会计准则中合并报表理论变革的经济后果研究——基于少数股东权益、少数股东权益信息含量变化的研究》,《会计研究》,2008年第12期。

(9)Baker, H. K., 1985, "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, Vol. 3, pp.36~48.

(10)Ball, Ray, 2006, "International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors", *Accounting and Business Research*, Vol.36 (Special Issue), pp.5~27.

(11)Barth, M. E., Wayne R. Landsman and Mark H. Lang, 2008, "International Accounting Standards and Accounting Quality", *Journal of Accounting Research*, Vol.46, pp.467~498.

(12)Easterbrook, F., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol.74, pp.650~659.

(13)Freund R. J. and R. C. Littell, 1986, *SAS System for Regression*, (Cary, NC: SAS Institute).

(14)Gaver, Jennifer J. and Kenneth M. Gaver, 1993, "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, pp. 187~221.

(15)Holthausen, R. W. and R. L. Watts, 2001, "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp.3~75.

(16)Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol.76, pp.323~329.

(17)Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H., 2008. "Tunneling in China: The Remarkable Case of Inter-corporate Loans", Working paper, Beijing University

(18)John, Kose and Joseph Williams, 1985, "Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium", *Journal of Finance*, Vol.40, pp.1053~1070.

(19)Johnson, S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A., 2000, "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol.90, pp.22~27.

(20)Lambert, R. and D. Larker, 1987, "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts", *Journal of Accounting Research*, Vol.25, pp.85~125.

(21)La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp.471~517.

(22)Laurens A. P. Swinkels, 2006, "Have Pension Plans Changed after the Introduction of IFRS", Working paper.

(23)Lee, Chi-Wen Jevons and Xing Xiao, 2004, "Tunneling Dividends", Working Paper.

(24)Lintner, John, 1956, "Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, Vol.46, pp.97~113.

(25)Miller Merton and Kevin Rock, 1985, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Finance*, Vol.40, pp.1031~1051.

(26)Ross Stephen, Randolph W. Westerfield and Jeffrey F. Jaffe, 2007, *Corporate Finance, 7th Edition*, 机械工业出版社。

(27)Rozeff, Michael S., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, 5(3), pp.249~259.

(28)Scott William, 2006, *Financial Accounting Theory, Forth Edition*, Pearson and Prentice Hall press.

(29)Smith, C. W. and J. B. Warner, 1979, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, 7, pp.117~161.

(30)Watts, R. L., 2003, "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, Vol.17, pp.207~221.

(31)Watts, R. L., 2003, "Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities", *Accounting Horizons*, Vol.17, pp.287~301.