

上市公司投资者关系管理与现金股利政策

——基于 A 股上市公司的经验证据

万晓文 文 青

(山东财经大学会计学院,山东 济南 250014)

[摘 要] 利用中国 A 股上市公司 2013 年的数据,采用 Logistic 回归和多元线性回归,研究上市公司投资者关系管理与现金股利政策之间的关系。研究发现投资者关系管理水平高的上市公司具有相对积极的现金股利政策,即分配现金股利的可能性越强,现金股利发放的力度更大;与非政府控制公司相比,政府控制公司的现金股利更容易受到投资者关系管理的影响,而非政府控制公司的现金股利更容易受到股权集中度的影响。

[关键词] 投资者关系管理;现金股利政策;股权集中度

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2016.02.016

[中图分类号]F830.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2016)02-0123-06

一、引言

公司的投资者一般可分为股东和债权人。按对公司的投资比例来说,股东可分为大股东和小股东。但是从投资者保护的角度来说,大股东和债权人对公司的经营决策存在着重大影响,其权益可以得到有效的保护,而小股东在公司中处于弱势地位,其权益不能得到有效的保护。换句话说,投资者保护的主要对象是中小投资者。

现金股利政策作为投资者权益保护的重要内容,对中小投资者的保护可以说是一把“双刃剑”,它可以是投资者寻求权益回报的一种渠道,也可以成为控股股东进行公司资源转移的有效工具。因为股利支付能够使企业的现金流从控股股东转移到包括全体小股东在内的所有股东手中,这样公司的所有股东都可以分享到公司的财富,但是,我国大多数研究都表明现金股利政策是控股股东转移资金的一种手段。投资者关系管理也是投资者保护的重要内容,主要就是提高投资者对公司的满意度,降低上市公司与投资者之间的信息不对称。信号理论认为内部投资者和外部投资者存在着信息不对称,而大股东或者控股股东对公司信息的了解要比中小股东

多,也比中小股东更能理解信息的准确度,所以说投资者关系管理在很大程度上是在向中小股东传达公司的信息。投资者关系管理水平较高的上市公司与投资者进行持续的信息披露和沟通,有助于提高公司现金分红的透明度。一方面,可以制约上市公司既不分红也不披露的行为;另一方面,也可以监督大股东或者控股股东利用现金股利政策转移公司资金为自己谋取私人利益。

投资者关系管理和现金股利政策同时作为投资者权益保护的重要内容,那么,投资者关系管理水平高的公司,对于分配现金股利政策的态度,是偏好、厌恶,还是漠不关心? 本文将对这一问题进行探讨。

二、文献回顾与提出假设

根据融资次序理论,企业应首先进行内部融资,其次是债务融资,最后是股权融资^[1]。但是对于企业而言,只进行无交易成本的内部融资可能远远达不到自己的融资需求,尤其是高新技术产业。当内部融资达不到企业的要求时,企业会依靠外部融资,但是债务融资需要还本付息,而股权融资不需要还本付息,这时企业会考虑进行股权融资而放弃债务融资。但是,由于信息不对称问题的存在,外部融资

[作者简介]万晓文(1970-),男,山东巨野人,山东财经大学会计学院教授,管理学博士。主要研究方向:会计理论和投资者关系管理。

成本要比内部融资成本高^[1]。公司要想扩大发展,必须要降低外部融资成本;要想降低外部融资成本,首先要解决信息不对称。在投资者关系管理水平较高的样本公司中,本年度以及下一年度的权益资本成本较低,这说明投资者关系管理质量会降低股权融资成本^[2]。投资者关系管理的实施能够有效降低资本市场的信息不对称程度。在信息不对称的情况下,投资者可能不知道公司的盈利能力和将来的发展潜力,所以公司派发现金股利可以有效地向市场传递信号,以此来吸引投资者跟进^[3]。此外,信号理论也认为内部投资者和外部投资者存在着信息不对称,而股利就是内部投资者向外部投资者传递信息的一种有效手段。基于以上分析,本文提出假设1。

H1:投资者关系管理水平高的公司,可能偏爱选择支付现金股利,现金股利发放的力度更大。

投资者关系管理和现金股利政策都是均衡控股股东和中小股东的重要手段,是投资者保护的重要内容。原红旗(2001)从控股股东角度对现金股利的支付动机进行了检验,发现大股东的控股地位会导致较强的现金股利支付动机,并认为控股股东通过现金股利转移资金^[4]。武晓玲和翟明磊(2013)基于股权分置改革前后的股权变化数据,以2003-2008年上市公司为样本,研究了股权结构对上市公司现金股利政策的影响,并得出我国上市公司大股东出于利益侵占的目的,具有较强的现金股利偏好,而机构投资者和管理层持股并不能有效地限制大股东利益侵占行为^[5]。辛清泉等(2006)认为,上市公司投资者关系活动在一定程度上抑制大股东侵占小股东利益的隧道行为^[6]。宋玉和李卓(2007)基于股利分配数据,以2002-2004年上市公司为样本,实证研究了最终控制人特征对上市公司现金股利政策的影响,结果表明上市公司现金股利政策与最终控制人的侵害动机成反比,即最终控制人性质为政府尤其是地方政府时,上市公司派发现金股利的概率和水平会更高^[7]。这是因为,政府(中央国资委、中央国有企业、地方国资委、地方国有企业)和非政府(个人、职工持股、集体企业、外资企业控制)的最终控制人对侵害中小股东利益的动机是完全不同的,政府控制的企业有比较完善的监管体系,其缺乏

“掏空”上市公司的动机,所以政府控制的企业不会因为股权相对集中,进而对中小股东的利益进行损害。而非政府控制的企业有可能脱离政府企业的监管体系,使其更有动机和能力采用“掏空”上市公司的手段去侵害中小股东的利益。如果非政府控制的企业股权相对比较集中,现金股利就可能成为控股股东侵害中小股东有效的合法手段。基于以上分析,本文提出假设2和假设3。

H2:在其他条件相同的情况下,相对于非政府控制的上市公司,政府控制的上市公司现金股利支付意愿和支付力度更容易受到投资者关系管理的影响。

H3:在其他条件相同的情况下,相对于政府控制的上市公司,非政府控制的上市公司现金股利支付意愿和支付力度更容易受到股权集中度的影响。

三、研究设计

(一)变量定义

1. 被解释变量

本文的被解释变量为两类,一类是现金股利分配倾向,另一类是现金股利支付水平。本文主要采用股利支付意愿来表示现金股利分配倾向,采用虚拟变量CDUMDIV来衡量现金股利支付意愿,当上市公司发放现金股利时CDUMDIV取1,否则取0。对于现金股利支付水平,我们采用每股现金股利DIV_share来衡量。^{[8][9]}

2. 解释变量

(1)投资者关系管理

本文分别设定了互动沟通和信息披露两个一级指标和54个二级指标来量化投资者关系管理。每个指标采用0-1评分标准,即该指标在公司网站或年报上存在给1分,否则为0分。对每个公司的得分进行加总,得到各个公司IRM具体的指标。^{[10][11]}

(2)股权集中度

本文选择第一大股东持股比例来衡量股权集中度,以此探讨股权集中度对现金股利支付意愿是怎样影响的,用PFIRS代表第一大股东的持股比例。第一大股东持股比例可直接从国泰安数据库里下载到。

3. 控制变量

借鉴已有的文献,本文主要选取公司规模

(SIZE)、负债水平(LEV)、盈利能力(ROA)、公司成长性(GROWTH)、董事会规模(DSIZE)、董事会会议次数(MEET)和董事长与总经理是否合一(DU-

表 1		变量具体定义	
变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	股利支付意愿	CDUMDIV	若本年支付,赋值为 1,否则为 0
	股利支付水平	DIV_share	以每股股利表示
解释变量	投资者关系管理	IRM	投资者关系管理为指标打分,数据是手工收集得到的
	股权集中度	PFIRS	第一大股东持股比例
控制变量	控制人性质	STATE	政府控制赋值为 1,非政府控制赋值为 0
	公司规模	SIZE	资产总额的自然对数
	负债水平	LEV	负债总额/资产总额
	成长性	GROWTH	本年营业收入-上年营业收入/上年营业收入
	盈利能力	ROA	净利润/[年初总资产+年末总资产]/2
	董事会规模	DSIZE	董事会人数
	董事长和总经理是否合一	DUAL	董事长与总经理合一为 1,否则为 0
	董事会会议次数	DMEET	用董事会每年开的会议次数表示

在分析投资者关系管理对现金股利支付意愿和支付水平的影响时,本文采取 Logistic 回归和多元回归模型研究,综合以上分析和研究假设,建立如下模型:

$$\text{Logit}(\text{CDUMDIV}) = \beta_0 + \beta_1\text{IRM} + \beta_2\text{PFIRS} + \beta_3\text{SIZE} + \beta_4\text{LEV} + \beta_5\text{GROWTH} + \beta_6\text{ROA} + \beta_7\text{STATE} + \beta_8\text{DSIZE} + \beta_9\text{MEET} + \beta_{10}\text{DUAL} + \varepsilon \tag{1}$$

$$\text{DIV_share} = \beta_0 + \beta_1\text{IRM} + \beta_2\text{PFIRS} + \beta_3\text{SIZE} + \beta_4\text{LEV} + \beta_5\text{GROWTH} + \beta_6\text{ROA} + \beta_7\text{STATE} + \beta_8\text{DSIZE} + \beta_9\text{MEET} + \beta_{10}\text{DUAL} + \varepsilon \tag{2}$$

根据前面预测,IRM 的系数应该为正,股权集中的系数应该为正。用这两个模型来验证前面的三个假设,首先是对全样本进行分析,其次是对政府控制的企业进行研究,第三是对非政府控制的企业进行研究。

(三) 样本选择

本文以 2013 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本,并按照以下标准对样本进行筛选:(1)剔除金融类、ST 以及 *ST 类上市公司;(2)剔除当年首次公开上市的公司,因为 IPO 公司缺失数据;(3)剔除资产负债率计算错误的上市公司,这类上市公司的资产负债率是负数,很明显存在错误,所以剔除;(4)剔除缺失数据的上市公司。经过上述筛选程序,我们得到 2370 家深沪两市 A 股上市公司,以上所有数据均来自国泰安 CSMAR 系列研究数据库。

四、实证研究结果

(一)描述性统计

AL)七个控制变量。变量具体定义见表 1。

(二)研究模型

表 2 至表 4 报告了全样本、政府控制的子样本和非政府控制的子样本主要变量的描述性统计结果。统计结果表明:(1)从全样本来看,投资者关系管理总体水平偏低,衡量投资者关系管理的有 54 个小指标,但是投资者关系管理的平均值为 5.68。显然,对上市公司而言,投资者关系管理水平并不是很高,最大值为 29,最小值竟然为 0,这就表明有的上市公司还没有开展投资者关系管理。从分析结果来看,上市公司的投资者关系管理需进一步加强。从两个子样本来看,政府控制和非政府控制的投资者关系管理相差不大,均值分别为 5.87 和 5.56。(2)从第一大股东的持股比例来看,全样本、政府控制和非政府控制中的股权集中度均值分别为 0.366、0.39、0.34。整体来看,股权还是相对比较集中的,最大值为 0.92。(3)从分红的情况来看,在所研究的样本中有 1778 家进行了分红,其中有 691 家是政府控制的,有 1077 家为非政府控制。在 592 家没有进行分红的企业中,政府控制的有 268 家,非政府控制的有 324 家。无论是政府控制的企业,还是非政府控制的企业,对现金分红的意愿还是很强的。

表 2 全样本变量的描述性统计结果					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CDUMDI	2370	0.75021	0.43298	0.00000	1.00000
PFIRS	2370	0.36606	0.15695	0.02197	0.92260
IRM	2370	5.68776	3.51376	0.00000	29.00000
LEV	2370	0.43642	0.22167	0.00797	1.09421
SIZE	2370	21.90998	1.31685	15.57726	28.48203
ROA	2370	0.05194	0.22039	-0.46259	10.03219
GROWTH	2370	0.41270	5.60019	-0.99190	174.89930
STATE	2370	0.40464	0.49093	0.00000	1.00000

表 3 政府控制的子样本变量的描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CDUMDIV	959	0.72054	0.44897	0.00000	1.00000
PFIRS	959	0.39698	0.15818	0.03620	0.86350
IRM	959	5.87070	3.90171	0.00000	29.00000
LEV	959	0.52755	0.20429	0.01027	1.09421
SIZE	959	22.58826	1.37851	18.48489	28.48203
ROA	959	0.03661	0.08203	-0.46259	1.56008
GROWTH	959	0.14135	0.51959	-0.88249	7.35556

表 4 非政府控制的子样本变量的描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CDUMDIV	1411	0.77038	0.42074	0.00000	1.00000
PFIRS	1411	0.34505	0.15262	0.02197	0.92260
IRM	1411	5.56343	3.21908	0.00000	18.00000
LEV	1411	0.37447	0.21146	0.00797	0.97499
SIZE	1411	21.44898	1.04728	15.57726	25.32923
ROA	1411	0.06236	0.27707	-0.40831	10.03219
GROWTH	1411	0.60232	7.28140	-0.99190	174.89930

(二)回归分析

表 5 报告了全样本进行 Logistic 回归和多元回归的结果。表 5 显示,投资者关系管理(IRM)的回归系数在 5%的水平上显著为正,这表明投资者关系管理水平高的公司,偏好发放现金股利,同时有高

表 5 全样本变量的回归结果

全样本回归结果							
股利支付意愿				股利支付水平			
CDUMDIV	Coef.	z	P > z	DIV_share	Coef.	t	P > t
IRM	0.053	3.040	0.002	IRM	0.039	2.350	0.007
PFIRS	0.972	2.580	0.010	PFIRS	0.046	1.800	0.073
SIZE	0.782	11.790	0.000	SIZE	0.039	8.890	0.000
LEV	-4.995	-14.870	0.000	LEV	-0.056	-2.120	0.034
GROWTH	-0.131	-2.320	0.020	GROWTH	-0.019	-1.770	0.077
ROA	1.081	1.420	0.157	ROA	2.324	22.960	0.000
DSIZE	0.001	0.020	0.983	DSIZE	0.002	0.920	0.359
DUAL	-0.216	-1.680	0.092	DUAL	-0.002	-0.200	0.838
DMEET	0.041	0.030	0.980	DMEET	0.004	3.700	0.000
_cons	-14.390	-11.270	0.000	_cons	-0.782	-9.470	0.000

表 6 政府控制的子样本变量的回归结果

政府控制的子样本的回归结果							
股利支付意愿				股利支付水平			
CDUMDIV	Coef.	z	P > z	DIV_share	Coef.	t	P > t
IRM	0.076	2.860	0.004	IRM	0.024	1.130	0.090
PFIRS	0.851	1.490	0.137	PFIRS	0.008	0.180	0.860
SIZE	0.655	7.240	0.000	SIZE	0.037	5.400	0.000
LEV	-3.945	-7.380	0.000	LEV	-0.094	-1.940	0.053
GROWTH	0.042	0.260	0.797	GROWTH	-0.014	-0.910	0.363
ROA	10.842	4.800	0.000	ROA	3.735	18.280	0.000
DSIZE	0.006	0.130	0.899	DSIZE	-0.001	-0.210	0.834
DUAL	-0.372	-1.290	0.195	DUAL	0.019	0.790	0.432
DMEET	0.015	0.650	0.519	DMEET	-0.002	-1.200	0.231
_cons	-12.851	-7.260	0.000	_cons	-0.906	-6.800	0.000

的支付水平。这也间接反映了提升上市公司的信息质量、增加实质性的信息披露可以有效提升投资者权益保护水平,通过保障中小股东的知情权,让上市公司发放现金,从而增加股东的回报。此回归结果验证了假设 1,而且其他控制变量的回归系数的符号与预期是一致的,资产负债率和公司的成长能力会降低上市公司发放现金股利的意愿,而盈利能力和资产规模会促进上市公司发放现金股利的意愿。

表 6 和表 7 分别报告了政府控制的和非政府控制的子样本的回归结果。表 6 显示,政府控制的上市公司中,在 5%的水平上,投资者关系管理对现金股利政策的促进很显著。而表 7 显示,在 5%水平上,非政府控制企业的投资者关系管理对上市公司支付现金的意愿和支付水平并不是很强烈,反而是股权集中度对上市公司支付现金的意愿和支付水平反应很强烈。表 6 和表 7 同时验证了假设 2 和假设 3,这表明投资者关系管理在一定程度上可以缓解控股股东对中小股东的利益侵害。

表 7 非政府控制的子样本变量的回归结果

非政府控制的子样本回归结果							
股利支付意愿				股利支付水平			
CDUMDIV	Coef.	z	P > z	DIV_share	Coef.	t	P > t
IRM	0.028	1.210	0.227	IRM	0.005	0.370	0.708
PFIRS	1.391	2.640	0.008	PFIRS	0.095	3.500	0.000
SIZE	0.953	9.330	0.000	SIZE	0.044	7.440	0.000
LEV	-5.163	-11.400	0.000	LEV	-0.126	-4.280	0.000
GROWTH	-0.204	-2.310	0.021	GROWTH	-0.030	-2.040	0.042
ROA	0.504	2.410	0.016	ROA	1.612	15.590	0.000
DSIZE	0.051	1.020	0.309	DSIZE	0.000	0.050	0.963
DUAL	-0.116	-0.760	0.447	DUAL	-0.007	-0.820	0.412
DMEET	0.026	1.140	0.256	DMEET	0.005	3.990	0.000
_cons	-17.970	-9.030	0.000	_cons	-0.842	-7.350	0.000

(三)稳健性检验

为进一步验证本文的回归结果,本文用前五大股东持股比例和前十大股东持股比例分别作为股权集中度的替代变量进行检验。表 8 和表 9 为稳健性检验回归结果。表 8 回归结果表明,前五大股东持股比例作为股权集中度的替代变量时,全样本中投资者关系管理的系数为正,并在 5% 的水平下显著,这说明投资者关系管理水平高的公司,更倾向于发放现金股利。政府控制的子样本公司相对于非政府控制的样本公司,政府控制的样本公司中现金股利

的发放更容易受投资者关系管理的影响,并且在 5% 的水平上是显著的,而非政府控制的子样本公司中现金股利的发放更容易受股权集中度的影响,并且在 5% 的水平上是显著的,而投资者关系管理对其影响并不显著。表 9 是用前十大股东的持股比例作为股权集中度的替代变量,回归结果与前五大股东持股比例的回归结果基本一致,同时也与前面的分析结果一致,三种股权集中度的替代变量都验证了假设。从上述分析可以看出,稳健性检验的结果表明本文的结论是可靠的。

表 8 用前五大股东持股比例作为股权集中度的替代变量进行稳健性检验

全样本回归结果			政府控制的子样本回归结果			非政府控制的子样本回归结果		
CDUMDIV	Coef.	z	CDUMDIV	Coef.	z	CDUMDIV	Coef.	z
IRM	0.053	3.120	IRM	0.080	3.050	IRM	0.025	1.090
PFIVES	1.666	4.670	PFIVES	0.404	0.720	PFIVES	2.438	5.100
LEV	-4.864	-14.500	LEV	-4.088	-7.680	LEV	-4.930	-10.770
SIZE	0.753	11.920	SIZE	0.678	7.560	SIZE	0.926	9.440
ROA	0.896	1.410	ROA	9.120	4.220	ROA	0.526	2.540
GROWTH	-0.139	-2.480	GROWTH	0.057	0.350			
GROWTH	-0.218	-2.440						
_cons	-14.271	-11.370	_cons	-12.912	-7.260	_cons	-18.040	-9.160

表 9 用前十大股东持股比例作为股权集中度的替代变量进行稳健性检验

全样本回归结果			政府控制的子样本回归结果			非政府控制的子样本回归结果		
CDUMDIV	Coef.	z	CDUMDIV	Coef.	z	CDUMDIV	Coef.	z
IRM	0.053	3.100	IRM	0.080	3.060	IRM	0.025	1.090
PTENS	1.887	5.340	PTENS	0.429	0.770	PTENS	2.712	5.690
LEV	-4.782	-14.280	LEV	-4.084	-7.670	LEV	-4.813	-10.460
SIZE	0.748	11.850	SIZE	0.676	7.550	SIZE	0.915	9.310
ROA	0.832	1.510	ROA	9.056	4.180	ROA	0.524	2.550
GROWTH	-0.144	-2.490	GROWTH	0.055	0.340			
GROWTH	-0.229	-2.500						
_cons	-14.376	-11.440	_cons	-12.914	-7.280	_cons	-18.131	-9.180

五、结论

本文研究了上市公司投资者关系管理对现金股利政策的影响,研究发现投资者关系管理水平高的公司,更倾向于发放现金股利。进一步研究发现,控

股股东的性质显著影响投资者关系管理与现金股利政策之间的关系,政府控制的公司现金股利更易受到投资者关系管理的影响,而非政府控制公司的现金股利更易受到股权集中度的影响。

本文的研究启示在于:首先,上市公司的投资者关系管理整体水平偏低,所以上市公司应进一步加强投资者关系管理,降低上市公司与投资者之间的信息不对称,以及大股东和中小股东之间的信息不对称,以此来保障投资者对上市公司的知情权,最终起到保护投资者权益的作用。其次,投资者关系管理的提高可以增强上市公司分红的透明度,监督上市公司积极回报投资者,控股股东想要盗走公司利润被发现的概率变得较高,因此控股股东的行为会受到一定的约束。再次,上市公司应不断强化分红意识,建立科学合理的股利分配制度,树立积极分红回报股东的理念,因为只有切实回报投资者的公司才能赢得市场的最终认可。最后,需要进一步加强

对上市公司的监管,完善上市公司制度建设,鼓励和促进上市公司主动形成良好的投资者关系管理,保持稳定、持续的股利分配政策,进而抑制控股股东的侵害行为,切实落实对投资者利益的保护。

参考文献:

[1] Myers S. ,Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics,1984,13(02).

[2] 马连福,胡艳,高丽. 投资者关系管理水平与权益资本成本——来自深交所 A 股上市公司的经验证据[J]. 经济

与管理研究,2008,(06).

[3] 胡艳,赵根. 投资者关系管理与信息不对称——基于中国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2010,(02).

[4] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析[J]. 财经研究,2001,(03).

[5] 武晓玲,翟明磊. 上市公司股权结构对现金股利政策的影响——基于股权分置改革的股权变化数据[J]. 山西财经大学学报,2013,(01).

[6] 辛清泉,杨德明,陈念. 融资动机与上市公司投资者关系管理——来自公司网站投资者关系管理的实证发现[J]. 管理科学,2006,(04).

[7] 宋玉,李卓. 最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J]. 审计与经济研究,2007,(09).

[8] 董艳,李凤. 管理层持股、股利政策与代理问题[J]. 经济学(季刊),2011,(03).

[9] 肖淑芳,喻梦颖. 股权激励与股利分配——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2012,(08).

[10] 李心丹,肖斌卿,王树华,刘玉灿. 中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究[J]. 管理世界,2006,(09).

[11] 马连福,沈小秀,王元芳. 中国上市公司投资者关系互动指数及其应用研究[J]. 预测,2014,(01).

(责任编辑:宋 敏)

Investor Relations Management and the Cash Dividend Policy of Listed Companies
——The Empirical Evidence from A – Share Listed Companies

WAN Xiaowen, WEN Qing

(School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: Based on the date of 2013 A – share listed companies in China, using Logistic regression and multiple linear regression, this paper focuses on the relationship between investor relations management and cash dividend policy of listed companies. The study found that higher level of investor relations management of the listed company results in a higher level of cash dividends. Compared with non – governmental controlled companies, the cash dividends of the governmental controlled companies are more susceptible to the influence of investor relations management, and the cash dividends of the nongovernmental control companies are more vulnerable to the impact of ownership concentration.

Key Words: Investor relations management; Cash dividend policy; Ownership concentration