

我国上市公司现金股利政策研究

——基于生命周期视角

赵建辉

(中国财政科学研究院 会计系,北京 100142)

摘要:通过赋予上市公司生命周期新的衡量变量——总杠杆系数,可将上市公司生命周期分为成长期、成熟期及衰退期三个阶段,将上市公司的现金股利政策划分为固定现金股利政策以及固定现金股利支付率政策。处于成熟期与衰退期的上市公司整体现金股利、固定现金股利、固定现金股利支付率分派意愿以及总体现金股利分派水平都较高,表明上市公司现金股利政策呈现出“U”型的生命周期特征。根据现金股利保障程度可将现金股利政策划分为过度稳健现金股利政策与稳健现金股利政策。研究结果表明,成长期上市公司选择过度稳健的现金股利政策概率较高,成熟期与衰退期的上市公司更倾向选择稳健的现金股利政策。总体而言,我国上市公司现金股利政策支持了生命周期三段论。

关键词:生命周期;三段论;固定股利;固定支付率;稳健股利

中图分类号:F276 **文献标志码:**A **文章编号:**1673-8039(2023)02-0088-09

股利政策一直备受财务学研究者的关注。今日仍没有系统的理论给出令人信服的答案,成为财务理论难点之一,吸引着诸多研究者不断求索。Miller 与 Modigliani 于 1961 年发表了“股利政策、增长与股票估价”一文,基于完美资本市场假设,提出“股利无关论”,成为现代财务理论的基石,认为股利政策与投资决策是独立,股利政策与公司价值无关。此后的研究中,国内外的学者们逐步放松 MM 理论的假设,从股利信号传递理论、代理成本理论、自由现金流量理论、大股东侵占理论、迎合理论、生命周期理论等方面探寻以求解开股利之谜。对股利信号传递理论进行实证研究始于 1956 年 Lintner,他认为发放股利是企业管理层向外界传递企业内部信息的一种手段。股利代理成本理论由詹森与麦克林于 1976 年创立,核心观点是通过发放现金股利减少“内部人”与“外部人”之间的信息不对称,从而有效地降低代理成本。1986 年詹森(Jensen)提出“自由现金流量假说”,认为通过发放现金股利以减少管理层可支配的自由现金流量成为降低管理层代理成本的一种有效途径。“股利利益侵占假说”指出,股利分配是大股东侵占小股东利益的一种方式^[1]。股

利迎合理论认为:分配现金股利的公司会产生现金股利溢价,为了迎合这种现象,上市公司往往倾向于分配现金股利^[2]。

从以上研究成果来看,学者们围绕上市公司现金股利政策的影响因素众说纷纭、莫衷一是,并没有达成一致结论。本文试图在前人研究的基础上,从企业生命周期三段论入手,拓宽研究视野,吸收有益成果、解决既有矛盾,将现金股利政策的研究继续向前推进,为未来研究提供方向指引。

一、文献回顾以及研究假设

(一) 文献回顾

企业成长过程中通常要经历四个阶段:初创期、成长期、成熟期以及衰退期,这四个阶段构成企业一个完整的生命周期。对于如何界定企业处于生命周期的某一具体阶段,理论界通常有定性与定量两种划分方法。定性法通过探讨影响企业生命周期的决定性因素进行归类。定量法基本采用企业财务数据进行归类,如:股利支出占收入比、销售收入增长率、资本支出增长率^[3]以及年龄等变量。也有学者运用企业投资和筹资现金流量的组合作为划分标准^[4]。

收稿日期:2022-12-25

作者简介:赵建辉(1978—),男,山东烟台人,高级会计师,中国财政科学研究院会计系博士研究生。

国外学者较早研究了股利政策与企业生命周期的关系,形成了股利生命周期理论,得出许多有价值的研究成果。股利生命周期理论的基本观点为:企业在成长期为满足投资机会的资金需求,往往倾向于少发放现金股利^[5],而处于成熟期的企业由于未来投资空间较少,会倾向于高现金股利政策^[6]。与国外学者相比,国内学者基于生命周期理论研究企业现金股利政策相对较晚,大部分学者的研究结论支持了股利生命周期理论^[7-9]。但是有些学者也提出了不一样的观点:上市公司现金股利的支付意愿呈现出生命周期特征,而现金股利的支付水平却不具备生命周期特征^[10];信息技术业具有生命周期特性,交通运输仓储业、建筑业和采掘业却存在逆生命周期的现象,除上述行业外的其他行业不具有生命周期特征^[11]。通过以上学者研究成果可以看出,已有文献对我国企业股利政策是否具有生命周期特征并未达成一致意见,甚至还出现了相反的结论,这亟需通过后续进一步研究来找出答案,这也是本文主要的研究议题。

(二)当前文献存在的不足

1. 生命周期“二段论”

现有文献研究的时间跨度太短,通常在五年左右,长一些在十年左右,企业的生命周期要包含企业自成立至注销的全过程,要有足够长的时间跨度方能准确勾勒出其生命周期不同阶段的特征。如果时间太短,只能反映生命周期某一阶段的特征。目前的研究基本上局于生命周期“两段论”,也就是将企业生命周期分为成长期与成熟期,这与企业实际不符,不可避免地以局部来替代整体,从而得出的结论也与实际偏差较大,无法真正洞悉企业股利生命周期理论的真谛。

2. 留存收益与总资产的比重无法完全反映企业生命周期的特征

学者们主要通过留存收益与总资产的比重作为衡量企业生命周期的指标,该指标由小到大的变化反映了企业由成长期到成熟期过渡的过程。然而,该指标是一个相对数指标,对于两个规模相同、成立时间、发展时间、以及留存收益相同的企业,也就是说两者实际上处于相同的生命周期阶段,但是一个企业是轻资产运营,而另一个企业是重资产运营,那么轻资产运营的企业留存收益与总资产的比重就会很大,企业就会被归类于生命周期的成熟阶段,而重资产运营的企业该指标就

会很小,则企业就会被归类于成长阶段。那么依据留存收益资产比对这两类企业进行划分并进行研究,则得出的结论只存在一半的正确率,如果对于轻资产运营企业来讲是正确的,那么对于重资产运营企业来讲就是错误的。并且 2006 年 De Angelo 得出的结论也是适用于工业企业的,对其他行业的企业未必适用。大部分国内学者都用这个指标来衡量生命周期,据此对全行业上市公司进行划分,其得出的结论存在矛盾也就不足为奇了。从另一个角度讲,留存收益占总资产的比重高也不一定是成熟企业,因为成熟企业易于发放股利,所以其留存收益较少,从而留存收益占总资产的比重也应相对下降,所以留存收益占总资产比重低的企业也有可能处于生命周期的成熟阶段,这就与既有理论产生了分歧。基于上述分析,留存收益占总资产的比重并不能够合理地描述出企业生命周期的特征,依据该指标得出的结论自然也就无法真实论证企业现金股利生命周期理论。

本文为克服既有研究上述不足,一方面,延长样本的时间跨度来增加模型的解释能力,提高理论的可信度;另一方面,提出新的生命周期衡量指标,以求合理契合企业生命周期的特征,为准确检验理论奠定基础;最后,对上市公司的现金股利政策进行多维度分类,大大丰富现金股利政策的研究内涵。

(三)理论分析与研究假设提出

1. 总杠杆系数可较好反映企业生命周期的特征

风险伴随了企业生命周期的全过程,企业风险可以从财务风险以及经营风险两个角度来衡量,在企业生命周期的不同阶段,经营风险与财务风险表现出不同的特征。初创期的企业由于基础设施投入大,产品市场占有率低,经营风险较高;在外部融资约束较大的情况下,较多的依赖内部融资成为企业生存的自然选择,所以初创期经营杠杆很高而财务杠杆相对较低,总杠杆水平较低。随着企业逐步成长,步入成长期,企业有进一步扩张的动因,以获得规模效应,由于扩张所进行的固定资产投资引起经营杠杆的上升,同时为了实现扩张而进行的外部融资使财务杠杆上升,因此企业总杠杆较高。企业步入成熟期时,其产品市场占有率处于生命周期的最高阶段,产品盈利能力稳定,企业的经营风险处于生命周期的最低阶段,

同时企业资金较充裕,财务杠杆也较低,总杠杆也较低。企业步入衰退期,产品竞争力下降,经营风险增加,由于收益水平下降,外部融资需求增加,财务杠杆也相应增加,从而总杠杆水平上升。综上分析,企业处于初创期与成熟期,总杠杆水平相对较低,而处于成长期与衰退期时,总杠杆水平相对较高,总杠杆水平较好地勾勒出企业生命周期的特征。

2. 成熟期企业更愿意选择稳定的现金股利政策

企业步入成熟期后,其盈利能力也趋于稳定,企业规模也趋于稳定,也就为其采取稳定的现金股利政策奠定了物质基础;另一方面,稳定的盈利能力也提升了管理层发放稳定现金股利的自信。此外,发放稳定的现金股利也向社会传递了公司正常发展以及稳定发展的信号,有利于提高企业产品声誉,使得企业获取丰厚的品牌溢价。因此,企业固定现金股利分派意愿以及固定现金股利支付率的意愿也较强。鉴于以上分析,提出以下假设:

假设 1a:在整个生命周期中,上市公司整体现金股利分派意愿与总杠杆系数呈负相关关系。

假设 1b:在整个生命周期中,上市公司固定现金股利分配意愿与总杠杆系数呈负相关关系。

假设 1c:在整个生命周期中,上市公司固定现金股利支付率意愿与总杠杆

系数呈负相关关系。

假设 1d:在整个生命周期中,上市公司整体现金股利分派率与总杠杆系数呈负相关关系。

二、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

为消除 2019 至 2022 年新冠疫情的影响,参考相关文献,本文选取 1990—2018 年沪深两市 A 股非金融上市公司、非 ST 上市公司为研究样本。为提高数据的可靠性及准确性,对选取数据执行如下筛选程序:(1)剔除解释变量存在缺失值的样本;(2)为控制极值的影响,对样本中所有连续变量执行了 1% 以下以及 99% 以上分位数缩尾处理(WINSORIZE)。本文所用数据来源于国泰君安数据库、中国人民银行、证监会网站等。

(二) 变量定义

1. 因变量

(1) 整体现金股利政策。参考现有文献,首先也从整体现金股利分派意愿与分派水平两个角度对上市公司现金股利政策进行分析。

(2) 固定现金股利政策。如果上市公司连续两年及以上分派的现金股利相同,这判断该公司这几年执行的是固定现金股利政策。

(3) 固定现金股利支付率政策。如果上市公司连续两年及以上的现金股利支付率相同,这判断该公司这几年执行的是固定现金股利支付率政策。

表 1 变量的定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量描述 |
|------|---------------|-----------|--|
| 因变量 | 整体现金股利分派意愿 | DUM_DIV | 如果上市公司当年分派现金股利,则取值 1,否则为 0 |
| | 固定现金股利分派意愿 | FIXC | 如果上市公司连续两年及以上分派相同的现金股利,则这几年都取值 1,否则为 0 |
| | 固定现金股利支付率分派意愿 | FIXR | 如果上市公司连续两年及以上现金股利支付率相同,则这几年都取值 1,否则为 0 |
| | 整体现金股利分派水平 | DIV_CSMAR | 每股现金股利/每股净利润 |
| 解释变量 | 生命周期变量 | DOTL | 以总杠杆系数表示 |
| 控制变量 | 盈利能力 | NPR | 以净营业收入利润率表示 |
| | 资本结构 | DR | 以资产负债率表示 |
| | 公司规模 | LNA | 总资产的自然对数 |
| | 成长性 | Q | 以托宾 Q 表示 |
| | 经营能力 | ATN | 以总资产周转率表示 |
| | 现金变现能力 | RCR | 以应收账款周转率表示 |

2. 解释变量

为了对前述理论进行广泛而深入的检验, 我们从以下几个基本角度来选择解释变量。

(1) 基本解释变量

基于前述理论分析, 以总杠杆系数来表示上市公司生命周期, 总杠杆系数越小, 说明公司越接近于成熟期; 反之, 则表明公司处于成长期或衰退期。

(2) 控制变量

参考既有文献, 主要控制了公司的盈利能力 (NPR)、公司的资本结构 (DR)、公司的规模 (LNA)、公司的成长性 (Q)、公司的经营能力 (ATN)、公司的现金变现能力 (RCR)。此外, 还控制了行业 (INDUSTRY)、以及年份 (YEAR) 两个影响上市公司现金股利分配意愿以及分配水平的虚拟变量。

(三) 实证模型

本文的因变量为整体现金股利分派意愿 (DUM_DIV)、固定现金股利分派意愿 (FIXC)、固定现金股利支付率分派意愿 (FIXR) 以及整体现金股利分派水平 (DIV_CSMAR)。当因变量为股利分派意愿时采用二元 LOGIT 模型进行回归, 当因变量为股利分派水平时采用 TOBIT 模型进行回归。根据实证目的, 构建以下实证模型:

$$\text{LOGIT}(DUM_DIV) = \beta_0 + \beta_1 \text{DOTL} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (1)$$

表 2 主要变量描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-----------|--------|---------|----------|-------|--------|
| DUM_DIV | 36,335 | 0.7005 | 0.458 | 0 | 1 |
| FIXC | 36,335 | 0.203 | 0.4022 | 0 | 1 |
| FIXR | 36,335 | 0.0683 | 0.2522 | 0 | 1 |
| DIV_CSMAR | 36,335 | 0.2726 | 0.3071 | 0 | 1.71 |
| NPR | 36,335 | 0.114 | 0.115 | 0 | 0.68 |
| DR | 36,335 | 0.4299 | 0.2003 | 0.05 | 0.89 |
| LNA | 36,335 | 21.7099 | 1.289 | 19.16 | 25.71 |
| Q | 36,335 | 1.8586 | 1.0759 | 0.91 | 7.31 |
| ATN | 36,335 | 0.6138 | 0.4958 | 0 | 2.64 |
| DOTL | 36,335 | 2.4046 | 2.7931 | 0.74 | 19.86 |
| RCR | 36,335 | 33.4477 | 117.2664 | 0.51 | 958.05 |

(二) 实证分析

1. 相关性分析

从表 3 中可以看出主要变量的相关性系数, DOTL 与 DUM_DIV 的相关系数为 -0.28; 与 FIXC 的相关系数为 -0.09; 与 FIXR 的相关系数为 -0.08; 与 DIV_CSMAR 的相关系数为 -0.05, 初步

$$\text{LOGIT}(FIXC) = \beta_0 + \beta_1 \text{DOTL} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{LOGIT}(FIXR) = \beta_0 + \beta_1 \text{DOTL} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{TOBIT}(DIV_CSMAR) = \beta_0 + \beta_1 \text{DOTL} + \sum \beta_i \text{CV}_i + \varepsilon \quad (4)$$

上述模型解释变量中, 总杠杆水平 (DOTL) 代表企业生命周期; CV_i 代表控制变量; ε 为残差项。模型(1)用来检验假设 1a, 如果 DOTL 的回归系数为负并且很显著, 则说明成熟期的上市公司整体现金股利分派意愿更强; 模型(2)用来检验假设 1b, 如果 DOTL 的回归系数为负并且很显著, 则说明成熟期上市公司固定现金股利分派意愿更强; 模型(3)用来检验假设 1c, 如果 DOTL 的回归系数为负并且很显著, 则说明成熟期上市公司固定现金股利支付率分派意愿更强; 模型(4)用来检验假设 1d, 如果 DOTL 的回归系数为负并且很显著, 则说明成熟期的上市公司整体现金股利分派水平更高。

三、实证结果及分析

(一) 统计分析

表 2 给出了主要变量的描述性统计结果, 可以看出我国上市公司现金股利分派率的均值为 27.26%, 还处于一个比较低的水平, 总杠杆系数均值为 2.4046, 最大值为 19.86, 最小值为 0.74, 说明上市公司之间总杠杆系数的差距还是比较大, 为后续实证研究提供了较好的基础。

描述了上市公司整体现金股利分派意愿、固定现金股利分派意愿、固定现金股利支付率分派意愿以及整体现金股利分派水平与总杠杆系数呈负相关关系。其他解释变量之间的相关系数较小, 均未超过 0.5, 说明模型中多重共线性问题并不严重。

表3 主要变量的相关性系数

| 变量 | DUM_DIV | FIXC | FIXR | DIV_CSMAR | NPR | DR | LNA | Q | ATN | DOTL | RCR |
|-----------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| DUM_DIV | 1 | | | | | | | | | | |
| FIXC | 0.32 | 1 | | | | | | | | | |
| FIXR | 0.17 | 0.04 | 1 | | | | | | | | |
| DIV_CSMAR | 0.57 | 0.17 | -0.01 | 1 | | | | | | | |
| NPR | 0.11 | -0.00 | 0.05 | 0.01 | 1 | | | | | | |
| DR | -0.19 | -0.07 | -0.02 | -0.20 | -0.35 | 1 | | | | | |
| LNA | 0.23 | 0.06 | 0.12 | 0.02 | -0.09 | 0.40 | 1 | | | | |
| Q | -0.05 | 0.00 | 0.00 | -0.06 | 0.19 | -0.25 | -0.29 | 1 | | | |
| ATN | 0.03 | 0.05 | 0.02 | -0.02 | -0.38 | 0.22 | 0.14 | -0.00 | 1 | | |
| DOTL | -0.28 | -0.09 | -0.08 | -0.05 | -0.32 | 0.26 | 0.07 | -0.10 | -0.01 | 1 | |
| RCR | 0.03 | 0.02 | 0.02 | 0.00 | -0.00 | 0.09 | 0.14 | 0.00 | 0.13 | -0.01 | 1 |

2. 实证结果

表4的实证结果中,第二列 DOTL 的回归系数为负,并且在 1% 的水平上显著,说明上市公司处于成熟期时分配现金股利的意愿较强,支持了假设 1a。第三列、第四列及第五列 DOTL 的回归

系数在都在 1% 的水平上显著为负,说明处于成熟期的上市公司,固定现金股利分派意愿及固定现金股利支付率分派意愿较强,并且现金股利支付水平较高,支持了假设 1b、1c、1d。

表4 基准回归结果

| 变量 | DUM_DIV | FIXC | FIXR | DIV_CSMAR |
|------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| _CONS | -10.48 *** (-24.63) | -4.91 *** (-12.58) | -6.69 *** (-10.98) | -0.78 *** (-12.82) |
| | | | | |
| DOTL | -0.23 *** (-33.58) | -0.15 *** (-15.12) | -0.33 *** (-11.25) | -0.02 *** (-15.65) |
| | | | | |
| NPR | 1.14 *** (6.54) | -1.22 *** (-6.96) | 0.85 *** (3.44) | -0.21 *** (-8.1) |
| | | | | |
| DR | -3.42 *** (-34.91) | -1.39 *** (-14.14) | -0.32 ** (-2.0) | -0.67 *** (-43.71) |
| | | | | |
| LNA | 0.63 *** (34.62) | 0.18 *** (11.18) | 0.22 *** (9.26) | 0.06 *** (25.19) |
| | | | | |
| Q | -0.24 *** (-14.31) | -0.03 (-1.74) | -0.08 *** (-3.0) | -0.04 *** (-13.07) |
| | | | | |
| ATN | 0.27 *** (7.74) | 0.14 *** (4.2) | 0.28 *** (4.97) | -0.00 (-0.83) |
| | | | | |
| RCR | 0.00 *** (2.64) | 0.00 (1.5) | -0.00 (-0.7) | 0.00 *** (3.26) |
| | | | | |
| YEAR | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| INDUSTRY | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| N | 36335 | 36335 | 36335 | 36335 |
| PROB>CHI2 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| LIKELIHOOD | -15354 | -16463 | -7882 | -18305 |
| PSUEDO R2 | 0.2338 | 0.0509 | 0.0944 | 0.1173 |

注: ***、**、*、分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,以下各回归结果表同。

(三) 现金股利生命周期“三段论”

上述实证结果初步验证了上市公司现金股利生命周期理论,证明了成熟期上市公司整体现金股利分派意愿、固定现金股利分派意愿、固定现金股利支付率分派意愿以及整体现金股利分派水平

都比较高。但是上市公司整个生命周期分为初创期、成长期、成熟期以及衰退四个阶段,那么是否成熟期以外的其他三个阶段现金股利分派意愿与分派水平都较低?由于我国上市公司上市前要满足较严格的盈利、负债等水平,在上市前基本已渡

过了初创期,基本处于成长期及以后两个阶段。因此,问题就转到分析上市公司成长期与衰退期现金股利分派意愿与分派水平是否都较低?

当企业由成熟期向衰退期过渡时,企业投资机会减少,经营风险逐步增加,竞争导致企业盈利能力下降,企业收益逐步与投入不成配比,企业边际收益递减以及边际成本上升导致的规模不经济逐步体现出来,企业经营风险增加导致经营杠杆上升。由于企业未来发展前景不乐观,企业偿还既有负债的能力下降,财务风险上升,从而总杠杆上升。从职业经理人角度出发,管理层有义务为股东财富实现保值增值,理性的管理层对于处于衰退期的企业有动机将资金返还给股东,使其自行寻找有利可图的投资机会,从而加大现金股利分派力度。从经济理论角度讲,企业现金股利也具有类似于工资的粘性。企业在成熟期支付现金股利较高,由于我国现金股利具有粘性^[12],当企业步入衰退期时,仍然要保持成熟期的股利支付水平,出现股利分派与企业效益之间脱节的现象。因此,综上分析,上市公司处于成长期现金股利分派意愿与分派水平较低,而处于成熟期以及衰退期现金股利分派意愿以及分派水平较高。鉴于以上分析,提出以下假设:

假设 2a:在公司整个生命周期中,上市公司整体现金股利分派意愿与总杠杆系数呈“U”关系。

假设 2b:在公司整个生命周期中,上市公司固定现金股利分派意愿与总杠杆系数呈“U”关系。

假设 2c:在公司整个生命周期中,上市公司固定现金股利支付率意愿与总杠杆系数呈“U”关系。

假设 2d:在公司整个生命周期中,上市公司整体现金股利分派率与总杠杆系数呈“U”关系。

根据以上假设构建进一步检验股利生命周期理论的实证模型:

$$LOGIT(DUM_DIV) = \beta_0 + \beta_1 DOTL + \beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (5)$$

$$LOGIT(FIXC) = \beta_0 + \beta_1 DOTL + \beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (6)$$

$$LOGIT(FIXR) = \beta_0 + \beta_1 DOTL + \beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (7)$$

$$TOBIT(DIV_CSMAR) = \beta_0 + \beta_1 DOTL +$$

$$\beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (8)$$

在上述模型中, DOTL_2 代表总杠杆水平的平方项,模型(5)、(6)、(7)分别用来检验假设 2a、2b 与 2c,如果 DOTL_2 的回归系数为正并且很显著,则说明上市公司整体现金股利分派意愿、固定现金股利分派意愿以及固定现金股利支付率意愿与总杠杆系数呈“U”型特征,即处于成熟期以及衰退期的公司整体现金股利分派意愿、固定现金股利分派意愿、固定现金股利支付率分派意愿都较强,而处于成长期的上市公司上述各类现金股利分派意愿较低。模型(8)用来检验 2d,如果 DOTL_2 的回归系数为正并且很显著,则说明上市公司整体现金股利分派水平与总杠杆系数呈“U”型特征,即处于成熟期以及衰退期的公司具有较高的现金股利分派水平,而处于成长期的上市公司现金股利分派水平较低。

表 5 中,第二列至第四列分别检验上市公司各类现金股利分配意愿的生命周期特征,第五列检验了上市公司整体现金股利分派水平的生命周期特征。可以看出,无论是整体现金股利分派意愿,还是固定现金股利分派意愿、固定现金股利支付率分派意愿以及整体现金股利分派水平,其 DOTL_2 的回归系数都为正,并且在 1% 的水平上显著,支持了假设 2a、2b、2c 以及假设 2d。说明在总杠杆水平较低时,上市公司现金股利分派意愿较强且分派水平较高;当总杠杆水平升高时,其现金股利分派意愿以及分派水平都呈下降趋势;而随着总杠杆水平进一步提升,上市公司现金股利分派意愿以及分派水平又呈上升趋势,总体来看呈现出“U”型特征。

上市公司总杠杆水平较低时对应其生命周期的成熟期,在成长期通常总杠杆水平要高于成熟期,而处于衰退期,上市公司总杠杆通常处于生命周期最高阶段。所以通过上述实证结果可以看出,在上市公司整个生命周期中,其现金股利政策较完美地契合了生命周期理论,呈现出成熟期与衰退期现金股利支付意愿与水平较高,而成长期较低的“U”特征。

图 1 比较清晰地描述出了上市公司现金股利政策的生命周期特征,呈现出两头高、中间低的特点,即,上市公司处于成熟期及衰退期时现金股利分派意愿较强、分派水平较高,而处于成长则相对较低。

表5 现金股利生命周期“三段论”实证结果

| 变量 | DUM_DIV | FIXC | FIXR | DIV_CSMAR |
|------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|
| _CONS | -9.48 *** (-22.01) | -4.67 *** (-11.9) | -6.43 *** (-10.5) | -0.71 *** (-11.56) |
| | | | | |
| DOTL | -0.63 *** (-35.78) | -0.26 *** (-11.74) | -0.49 *** (-10.3) | -0.04 *** (-14.93) |
| | | | | |
| DOTL_2 | 0.02 *** (25.66) | 0.01 *** (5.86) | 0.02 *** (5.09) | 0.002 *** (10.37) |
| | | | | |
| NPR | -0.04 (-0.24) | -1.48 *** (-8.08) | 0.66 *** (2.6) | -0.299 *** (-10.56) |
| | | | | |
| DR | -3.06 *** (-30.6) | -1.29 *** (-13.01) | -0.23 (-1.41) | -0.64 *** (-41.03) |
| | | | | |
| LNA | 0.62 *** (33.73) | 0.17 *** (11.01) | 0.22 *** (9.19) | 0.06 *** (24.76) |
| | | | | |
| Q | -0.25 *** (-14.44) | -0.03 (-1.71) | -0.08 *** (-3.06) | -0.04 *** (-13.06) |
| | | | | |
| ATN | 0.16 *** (4.33) | 0.11 *** (3.36) | 0.25 *** (4.51) | -0.004 (-0.72) |
| | | | | |
| RCR | 0.00 ** (2.24) | 0.00 (1.44) | -0.00 (-0.76) | -0.00 *** (3.14) |
| | | | | |
| YEAR | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| INDUSTRY | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| N | 36335 | 36335 | 36335 | 36335 |
| PROB>CHI2 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| LIKELIHOOD | -15041 | -16447 | -7873 | -18252 |
| PSUEDO R2 | 0.2494 | 0.0518 | 0.0954 | 0.1199 |

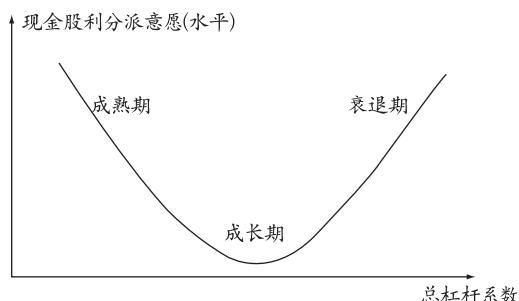


图1 现金股利政策生命周期特征

(四) 进一步研究

从更广泛的角度来剖析上市公司现金股利政策,以求进一步加深对上市公司现金股利生命周期理论的检验。参考相关文献,基于上市公司现金股利保障倍数对其现金股利政策进行分类:现金股利保障倍数大于4,上市公司经营活动净现金支付股利后,还有较多盈余,其现金股利政策为过度稳健型股利政策(ORO);现金股利保障倍数大于0小于4,则其经营活动净现金能够保障股利的发放,为稳健型股利政策(ROB)。

前述实证检验已表明,成长期上市公司现金股利分派水平较低,所以采取过度稳健的现金股

利政策概率较大;而成熟期与衰退期现金股利分派水平较高,但是成熟期盈利能力较稳定,经营活动净现金流量相对较充足,更易呈现稳健的现金股利政策。鉴于以上分析,提出以下假设:

假设3a:处于成长期的上市公司更倾向过度稳健的现金股利政策,而处于成熟期与衰退期的上市公司不愿意采用过度稳健的股利政策,即,上市公司过度稳健现金股利分派意愿与总杠杆系数呈倒“U”型关系。

假设3b:处于成熟期与衰退期的上市公司愿意采用稳健的股利政策,而处于成长期的上市公司不倾向稳健的现金股利政策,即,上市公司稳健的现金股利意愿与总杠杆系数呈“U”型关系。

根据以上假设构建如下实证模型:

$$LOGIT(ORO) = \beta_0 + \beta_1 DOTL + \beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (9)$$

$$LOGIT(ROB) = \beta_0 + \beta_1 DOTL + \beta_2 DOTL_2 + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (10)$$

上述模型中, ORO 代表过度稳健的现金股利政策; ROB 代表稳健的现金股利过政策; DOTL_2 代表总杠杆水平的平方项。模型(9)用来检验假设 3a, 模型(10)用来检验假设 3b。

表 6 第二列可以看出 DOTL_2 的回归系数为负, 并且在 1% 的水平上显著, 支持了假设 3a。说明处于成熟期与衰退期的上市公司都不倾向采取过度稳健的现金股利政策, 而处于成长期的上市公司现金股利政策更为谨慎, 更倾向于采取过度稳健的现金股利政策; 第三列 DOTL_2 的回归系数为正, 并且在 1% 的水平上显著, 支持了假设 3b, 说明处于成熟期与衰退期的上市公司都倾向采取稳健的现金股利政策, 而处于成长期的上市公司不倾向稳健的现金股利政策。

表 6 进一步研究实证结果

| | ORO | ROB |
|------------|-----------------------|-----------------------|
| _CONS | -7.56 *** (-20.03) | -3.78 *** (-10.2) |
| | | |
| DOTL | 0.03 -1.56 | -0.74 *** (-27.93) |
| | | |
| DOTL_2 | -0.01 *** (-5.01) | 0.03 *** -20.61 |
| | | |
| NPR | -2.39 *** (-11.86) | 1.61 *** -9.99 |
| | | |
| DR | 0.34 *** -3.58 | -3.04 *** (-31.59) |
| | | |
| LNA | 0.3 *** -19.63 | 0.24 *** -16.12 |
| | | |
| Q | -0.01 (-0.39) | -0.09 *** (-5.67) |
| | | |
| ATN | 0.12 *** -3.61 | 0.19 *** -5.63 |
| | | |
| RCR | 1.22 -1.07 | -4.29 (-1.08) |
| | | |
| YEAR | Controlled | Controlled |
| INDUSTRY | Controlled | Controlled |
| N | 32424 | 32424 |
| PROB>CHI2 | 0 | 0 |
| LIKELIHOOD | -16509 | -17509 |
| PSUEDO R2 | 0.08 | 0.1718 |

(五) 稳健性检验

为了进一步验证模型的检验能力, 采取以下稳健性检验。

1. 引入新的变量

增加公司股权结构的变量, 如第一大股东持股比率(FS), 反映公司现金流量的变量, 如每股自由现金流量(FCPS)。引入新的变量后回归结

果与前述回归结果一致。

2. 替换某些控制变量

以权益回报率(ROE)替换净营业收入利润率(NPR)作为盈利能力的指标; 以营业收入增长率(RGR)替代 Q 来表示公司的成长性; 以权益周转率(ETN)替代资产周转率(ATN)表示公司的经营能力。替换控制变量后回归结果与前述回归结果一致。

3. 引入新的模型

当验证上市公司现金股利分派意愿时, 采用 PROBIT 模型替代 LOGIT 进行检验; 当验证上市公司现金股利分派水平时, 采用 OLS 模型替代 TOBIT 进行检验。引入新的模型后回归结果与前述回归结果一致。

稳健性检验结果限于篇幅, 留待备索。

四、结论与启示

本文以 1990—2018 年中国沪深两市 A 股上市公司为样本, 基于现金股利生命周期三段论较全面地检验了上市公司现金股利分派意愿与分派水平。研究发现: 上市公司现金股利政策呈现出“U”型的生命周期特征。进一步研究发现: 成长期的上市公司选择过度稳健的现金股利政策概率较高, 成熟期与衰退期的上市公司更倾向选择稳健的现金股利政策。本研究大大丰富了上市公司现金股利政策的研究维度。本文以总杠杆系数重新定义衡量企业生命周期的变量, 较全面、准确地反映企业生命周期不同阶段的主要特征, 得出的结论更符合企业的实际, 对于此领域后续研究提供了重要参考价值。

本文的研究结论对监管部门、上市公司以及投资者具有重要的启示。第一, 基于本文的研究, 相关监管部门应适当考虑制定与上市公司不同生命周期相匹配的分红监管政策, 避免影响公司的成长性, 在保障股东利益与公司健康成长之间实现平衡。第二, 本文的研究结论对上市公司股利政策具有指导意义, 上市公司应基于生命周期的不同阶段, 选择与之匹配的现金股利政策, 以降低风险, 实现可持续发展。第三, 本文的研究结论对投资者具有很好的指引作用, 基于生命周期视角, 可以引导具有现金股利偏好的股东在收益与成长之间做出抉择, 提升其投资的质量, 具有重要的实践价值。

参考文献：

- [1] A Shleifer, R W Vishy. A survey of Corporate Governance[J]. *Journal of Finance*, 1997(2).
- [2] Baker M, Wurgler J. A catering theory of Dividends. [J]. *Journal of Finance*, 2004(3).
- [3] Anthony J, Ramesh K. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1992(15).
- [4] 佟岩, 陈莎莎. 生命周期视角下的股权制衡与企业价值[J]. *南开管理评论*, 2010(1).
- [5] Smith C, RWatts. The Investment opportunity set and corporate financing, Dividend and compensation policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992(32).
- [6] Fatemi A, R Bildik. 2012. Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2012(3).
- [7] 杨汉明. 寿命周期、股利支付与企业价值[J]. *管理世界*, 2008(4).
- [8] 罗琦, 李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率[J]. *经济评论*, 2015(2).
- [9] 邢天才, 黄阳洋. 生命周期、财务杠杆与现金股利政策[J]. *财经问题研究*, 2018(8).
- [10] 宋福铁, 梁新颖. 企业生命周期理论与上市公司现金股利分配实证研究[J]. *财经研究*, 2010(9).
- [11] 霍晓萍. 生命周期视角下的现金股利分配决策研究——来自沪深A股上市公司的数据[J]. *证券市场导报*, 2014(4).
- [12] 李奇凤, 刘洪渭. 我国现金股利具有粘性吗? ——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. *东岳论丛*, 2021(6).

Research on Cash Dividend Policy of Listed Companies in China: On the Basis of Life Cycle Perspective

ZHAO Jianhui

(Department of Accounting, Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China)

Abstract: The life cycle of listed companies is divided into three stages: growth period, maturity period and recession period by giving the total leverage coefficient, a new measurement variable of the life cycle of listed companies. The cash dividend policy of listed companies is divided into fixed cash dividend policy and fixed cash dividend payment rate policy. The distribution willingness of overall cash dividend, fixed cash dividend, fixed cash dividend payment rate and overall cash dividend distribution level of listed companies are higher in the maturity and recession periods, indicating that the cash dividend policy of listed companies presents a “U” type life cycle feature. According to the guaranteeing level of cash dividend, the policies of cash dividend can be divided into those of excessively robust cash dividend and robust cash dividend. The results show that listed companies in the growth period have a higher probability of choosing excessively robust cash dividend policy, and listed companies in the maturity and recession periods are more inclined to choose robust cash dividend policy. In general, the cash dividend policy of listed companies in China supports the life cycle syllogism.

Key words: life cycle; syllogism; fixed dividend; fixed payout rate; robust dividend

(责任编辑 陇 右)