

生命周期理论视角下 企业现金股利分配决策实证研究

符安平

(华中科技大学经济学院 武汉 430064)

【摘要】 本文利用我国上市公司 1999~2008 年度分红数据,实证检验了现金股利分配决策的影响因素,结果表明:股利生命周期理论较好地解释了上市公司的现金股利支付政策,即企业盈利能力强、投资机会少、留存收益占所有者权益比例高的企业更倾向于发放现金股利。

【关键词】 现金股利分配 生命周期理论 Logit 模型

一、引言

股利政策历来是财务学者和财务经理关注的重点问题。自 Miller & Modigliani(1961)提出“股利与企业价值无关论”(简称 MM 定理)以来,许多文献集中在证明和检验该命题,占主流的理论是代理成本理论和信息理论。但是,从成熟资本市场中上市公司股利分配的经验证据来看,主流的股利理论的解释力都十分有限。Fama & French(2001)发现在 1978~1999 年期间,美国工业企业中支付现金股利的企业数目急剧减少,企业现金股利的动态变化与企业特征密切相关,股利支付集中在那些盈利能力强、投资机会较少的大企业。

而 DeAngeo, DeAngelo & Stulz(2006)将投资机会和代理成本结合起来,提出了股利生命周期理论。该理论认为,企业保留利润和分配股利都会产生相应的成本和收益,保留利润可以使企业最大限度地利用投资机会,分配股利可以减少代理成本,企业股利支付政策取决于两者的权衡。因此,企业会随着投资机会的变化动态地调整股利分配。在企业成长阶段,投资机会多,需要的资金大于企业的内源资金,但企业规模往往较小,难以获得贷款,所以企业倾向于不分配股利。反之,在企业的成熟阶段,企业内源资金充裕,若投资机会较少,企业分配股利可以减少自由现金流带来的代理成本。

根据 DeAngeo, DeAngelo & Stulz(2006)的研究,留存收益/所有者权益是企业生命周期的合理代理变量。留存收益/所有者权益值小说明企业处于外部融资为主的阶段;留存收益/所有者权益比值大说明企业处于成熟阶段,表明企业以内部融资为主,具有较强的支付能力。国内有关股利的研究主要集中在验证代理成本理论和信号理论,与股利生命周期的相关研究较少。不过,从实际运作来看,我国大部分上市公司由国有企业改制而来,通常存在不同程度的“投资饥渴症”,在面临大量投资机会的情况下,上市公司不分配现金股利是符合生命周期理论的。如果我们在实证研究中验证了这一事实,那么对于证监会 2008 年出台的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》的政策效果就需要进行重新评估。

二、研究数据、变量及模型

1. 数据来源。我们选取 1999~2008 年我国 A 股上市公司作为研究样本,数据来自国泰安数据库。其中,剔除数据残缺的公司以及 ST 公司。我国上市公司的股利分配方式较为多样,主要包括现金股利、股票股利以及公积金转增股本等。本文主要研究现金股利这种分配方式。

2. 变量。

(1)因变量。本文主要研究上市公司现金股利支付意愿的决定因素,因此运用虚拟变量(P)来定义企业支付现金股利的概率。P=1:支付现金股利;P=0:不支付现金股利。

(2)自变量。借鉴 DeAngeo, DeAngelo & Stulz(2006)和 Denis & Osobov(2008)的研究,我们运用 RE/TE 或 RE/TA 来衡量企业的财务生命周期,其中 RE 为留存收益,TE 为所有者权益,TA 为总资产。RE/TE 或 RE/TA 值小,说明企业盈利能力弱,留存收益小,资金来源以外部资金为主,处于初创和成长阶段;RE/TE 或 RE/TA 值大,说明企业盈利能力强,内部资金充裕,积累了大量留存收益,已经进入成熟期。本文实证研究的主要目的是验证生命周期理论是否能够解释我国上市公司的现金股利分配行为,即企业支付现金股利的概率是否与 RE/TE 或 RE/TA 正相关。

(3)控制变量。考虑到我国股票市场特殊的二元股权结构(国有股、法人股全流通解禁前),公司流通股比例是影响上市公司股利政策的重要变量,在我们的实证模型中,引入流通股比率这一变量,以反映我国上市公司特有的制度背景。因此我们选取下列变量作为控制变量:盈利能力(ROA):用总资产报酬率来衡量;成长性(GROWTH):用市场价值/账面价值-M/B 来衡量;企业偿债能力:用资产负债率(LEVERAGE)来衡量;流通股比率(RLS):等于流通股与总股本之比。

3. 模型构建。由于本文被解释变量为 0-1 二项选择的离散变量,根据上述变量的选择,本文构建 Logit 回归模型:

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right)=\alpha+\beta_1RE/TE+\sum_{i=2}^5\beta_ix_i+\varepsilon$$

现金股利支付决策的Logit回归结果

年份 变量	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RE/TE	-5.720* (-2.53)	9.690*** (4.25)	7.895*** (3.77)	4.857* (2.45)	4.662* (2.52)	7.225*** (3.89)	-0.053 5 (-0.36)	7.060*** (3.97)	5.896*** (4.00)	6.275*** (4.17)
ROA	17.13* (2.23)	36.75*** (4.21)	59.32*** (6.24)	40.55*** (5.15)	45.20*** (6.06)	5.523 (0.78)	20.32*** (3.32)	33.66*** (5.17)	6.654* (2.25)	23.79*** (4.34)
M/B	-1.638*** (-6.44)	-0.750*** (-5.60)	-1.162*** (-5.71)	-1.494*** (-6.27)	-1.622*** (-5.00)	-1.204*** (-3.30)	0.093 8 (0.22)	-0.712** (-2.96)	-0.255*** (-3.49)	-0.474** (-2.71)
LEV	0.500 (0.47)	-2.169 (-1.95)	-1.914* (-2.16)	-1.851* (-2.26)	-1.644 (-1.94)	-2.324** (-2.58)	0.451 (0.76)	0.198 (0.22)	-0.554 (-0.69)	0.832 (0.98)
RLS	-0.852 (-1.07)	0.781 (1.15)	-0.815 (-1.17)	-1.179 (-1.82)	-0.903 (-1.41)	-2.168*** (-3.34)	-0.910 (-1.58)	-1.729** (-3.01)	-1.649*** (-3.67)	-0.948* (-2.56)
_cons	1.555** (2.59)	1.021 (1.62)	2.365*** (3.87)	2.141*** (3.70)	1.312* (2.07)	1.808** (2.81)	-0.895 (-1.50)	0.027 2 (0.05)	0.506 (1.04)	-0.699 (-1.38)
N	708	829	909	966	1 045	1 077	944	1 067	1 182	1 226

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

其中： P 为企业分配现金股利的概率； x_i 为控制变量，包括：盈利能力(ROA)、成长性(M/B)、企业偿债能力(LEV)、流通股比率(RLS)； ε 为扰动项，表示影响企业现金股利分配决策的不可观测因素。

三、实证结果分析

本文运用 Stata10.0，采用多变量 Logit 回归方法，得出回归结果如上表所示。从表中的回归结果来看，首先，我们分析核心变量 RE/TE 可以发现，除了个别年份(2005 年和 1999 年)外，大部分年度 RE/TE 与企业现金股利支付意愿呈现出显著正相关关系，这说明 RE/TE 值越大，企业发放现金股利的意愿越强。如前所述，RE/TE 是度量企业财务生命周期的指标，其值大，说明企业处于生命周期的成熟阶段，企业通过经营积累了大量的留存收益，在面临投资机会减少的情况下，企业会通过发放现金股利来减少代理成本，因此实证结果验证了现金股利的生命周期假说。其次，我们分析控制变量如盈利能力和成长性对现金股利支付决策的影响，这两个变量也可以表明企业财务生命周期特征。回归结果表明，盈利能力与现金股利支付显著正相关，说明盈利能力越强，企业越倾向于发放现金股利。企业成长性(M/B)与现金股利支付显著负相关，说明企业成长性越低、投资机会越少，企业分配现金股利的可能性越大，这与股利的生命周期的假说是一致的。

关于稳健性检验，我们用 RE/TA 作为企业生命周期的代理变量，控制变量保持不变，进行回归后得到了类似的结果，因此就没有必要再进行赘述。

四、结论

DeAngeo, DeAngelo & Stulz (2006)在融合投资机会和代理成本理论的基础上提出股利生命周期理论，并发现美国企业支付现金股利的意愿与 RE/TE(企业生命周期阶段的合理代理变量)显著正相关，Denis & Osobov (2008)在其他国家也发现了类似的结果。本文利用 1999~2008 年我国 A 股上市公司数据，采取相似的研究方法，也发现 RE/TE 与上市公司现金股利支付显著正相关，支付现金股利的企业表现出盈利能力强和成长性低的特征。这表明了生命周期理论较好地

解释了我国上市公司的现金股利分配决策行为。

本文的实证结果具有重要的政策含义。证监会 2008 年出台的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，要求提高现金分红的标准和增加现金分红的比例，有利于规范上市公司的股利政策，保护投资者利益，引导上市公司的现金分红行为。但是这种简单的分红政策忽视了企业的行业和生命周期阶段差异，通过本文的研究，我们发现在面临大量的投资机会时，上市公司不分红与其生命周期阶段显著相关。因此，证监会的分红政策有必要针对不同行业生命周期加以区别对待，对于成熟产业如交通运输、公共事业等产业应采取高比例现金分红政策；对于通信设备、计算机等高科技成长型行业，应采取低比例现金分红政策，以使得分红政策与企业价值实现、投资者保护等方面能更加紧密地联系起来。

【注】本文系湖南省社科基金的资助项目“两型工业园区成长型企业共生融资模式研究”(项目编号:08JD36)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Brav, A., J. Graham, C. Harvey, R. Michaely. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 2005; 77
2. Fama, E., K. French. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 2001; 60
3. DeAngeo, H., L. DeAngelo. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 2006; 79
4. Denis, D.J., I. Osobov. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 2008; 89
5. 李常青, 彭锋. 现金股利研究的新视角: 基于企业生命周期理论. *财经理论与实践*, 2009; 9
6. 徐腊平. 企业股利分配具有生命周期特征吗——基于中国上市公司的实证研究. *南方经济*, 2009; 6