

# 深沪上市公司股利政策动态研究

——基于生命周期理论

董普(副教授), 郭宇, 王琳

(中国地质大学人文经管学院, 北京 100083)

**【摘要】** 本文以股利政策与生命周期的相关性为基础,分析了直接反映公司所在生命周期的留存收益权益比对股利政策的影响,间接反映公司所在生命周期特征的盈利能力、成长能力以及企业规模对股利政策的影响。同时探讨了我国股权分置改革以及半强制的分红制度对我国上市公司股利支付行为的影响。本文选取了2003年到2013年沪市A股上市公司作为样本,把留存收益权益比作为核心解释变量,把盈利能力、成长能力、企业规模、非流通股占比和反映半强制性分红制度的虚拟时间变量作为控制变量,分别采用混合Logistics模型和Logistics固定效应模型以及混合最小二乘模型和固定效应模型对我国上市公司的现金股利支付意愿和支付水平进行了实证检验。研究显示,股利政策的生命周期理论能够很好地解释我国上市公司的股利支付行为,但股权分置改革与半强制性分红制度并没有达到监管当局预期的效果。

**【关键词】** 企业生命周期; 现金股利政策; 股权分置改革; 半强制性分红制度

## 一、引言

股利政策是公司财务活动的核心内容之一,也是众多学者热衷研究的领域之一。股利的分配行为是公司利润再投资与回馈投资者两者选择之间的一种权衡性活动,它既关系到公司股东的当期收益,又关系到公司的未来发展;不仅关系到公司各利益相关者之间的均衡关系,更关系到证券市场的健康平稳发展。所以,制定合理的股利政策无论是对公司的经营管理者来说还是对证券市场的投资者来说都是至关重要的。

DeAngelo 和 DeAngelo (2006)第一次正式地提出了股利政策的生命周期假说,认为公司的股利政策是为了满足公司越来越多的自由现金流的分配需要,并且股利政策会随着时间根据公司的投资机会的变化而变化。DeAngelo et al. (2009)在信息不对称的分析框架下发展了这一理论,指出上市公司的股利分配行为实际上是公司在保留利润的财务灵活性收益和保留利润的代理成本之间的一种权衡。随着企业从成长阶段步入成熟阶段,企业的利润逐渐积累,所面临的投资机会逐渐减少,企业对保留利润还是分配利润的权衡也随着时间的变化而变化。

那么,企业生命周期理论对我国上市公司的股利政策解释力如何呢?生命周期的特征因素在多大程度上影响我国上市公司的股利分配行为呢?股权分置改革与半强制性的分红制度这两个特殊的制度性因素对我国的上市公司的股利政策产生什么影响?从企业生命周期与股权分置改革与半强制性的分红制度这样一个新的视角来

研究我国公司的股利政策是本文的出发点。

## 二、企业现金股利政策生命周期特征的理论分析和假设

1. 企业留存收益权益比对现金股利政策的影响。股利分配的生命周期理论的基本观点是在企业的初期成长阶段,企业面临充裕的投资机会,同时拥有较少的收入和利润,企业将利润留存进行再投资的收益大于将利润留存的成本,所以企业倾向于避免发放股利、通过内源融资以满足自身的投资需求。随着企业步入成熟期,企业的收入和利润逐渐提高,同时投资机会趋于稳定甚至逐渐减少,外源融资成本逐渐降低,企业将利润留存进行再投资的收益小于将利润留存的成本,所以企业倾向于发放股利以减轻保留利润的代理成本。本文用留存收益权益比( $RE/TE$ )来衡量企业所处的生命周期, $RE/TE$ 表示企业的内部盈余即留存收益占总权益的比例,本文首先做出如下假设:

假设1: $RE/TE$ 越大,企业支付现金股利的意愿越强,股利支付水平也越高(徐腊平,2009)。

2. 企业盈利能力对现金股利政策的影响。所有权和经营权的分离是现代企业的典型特征,这种分离同时导致了股东和经理人之间利益的冲突。拥有大量自由现金流的公司的管理层有对公司进行盲目扩张、不明智的过度投资等行为的倾向,并且其自身也会产生利用公司资源进行特权消费等对股东利益产生不良影响的行为。现金股利的分配便随之被指出为一种有效地解决自由现金

流问题的方法。根据以上对企业盈利能力与现金股利政策分析,得出如下假设:

假设2:企业的盈利能力越强,企业支付现金股利的意愿越强,支付水平也较高(朱明秀,2005)。

3. 企业成长能力对现金股利政策的影响。成长能力强的公司由于其面临的投资机会丰富,需要消耗的现金流也相较成长能力弱、面临较少的投资机会的公司少,所以成长能力强的公司很难拥有大量的自由现金流,也就更少有发放现金股利以减少公司内部自由现金流的代理成本的动机与意愿。所以,得出如下假设:

假设3:企业的成长能力越强,投机机会越多,企业支付现金股利的意愿越弱,支付水平也较低(方莉,2009)。

4. 企业规模对现金股利政策的影响。一般来讲,规模小的企业面临较严重的信息不对称问题,并且在进行股权融资时所需要承担的发行成本也相对较高,所以规模较小的企业更倾向于保留内部盈余以满足其对投资资金的需求。相反的,大企业由于在市场上已具有一定的规模、知名度,也面临着一定的媒体监督,其面临的信息不对称问题较轻,在进行股权融资时与投资银行的谈判能力较强,所需要承担的发行成本也相对较低,所以规模大的企业倾向于用外源融资来满足特定的投资需求。

假设4:企业的规模越大,企业支付现金股利的意愿越强,支付水平也较高(李常青,彭锋,2009)。

### 三、我国特有的制度性因素分析

在我国资本市场建立与发展的过程中,股权分置改革与半强制性的分红制度这两个特殊的制度性因素都在一定程度上或多或少地对我国的上市公司的股利政策产生了影响。

1. 股权分置改革及其对现金股利政策的影响。我国的股票市场相较于西方发达的股票市场具有其制度的特殊性:上市公司的股权被人为地分为流通股(通常指的是社会公众所持有的股份)、非流通股(通常指的是国家和法人所持有的股份)。由此诱发了一种不合理的“同股不同价、同股不同权、同股不同利”制度性安排。该格局对于上市公司的股利政策产生以下两点危害性:

第一,通常在上市公司的股权结构中,非流通股所占比例要远超出流通股所占比例,非流通股股东在一定意义上就成了控股股东,可以主导公司的股利政策,并在一定程度上利用其控制权侵占上市公司的利益,同时也会损害流通股股东的利益。

第二,流通股小股东与非流通股大股东由于缺乏共通的利益机制使得他们对公司的股利分配产生不同的偏好。对于非流通股股东来说,他们更倾向于通过“隧道效应”对流通股股东的利益进行侵占。对于流通股股东来说,持有公司股票最普遍的动机是通过频繁的交易以获得资本利得。这种短期投资策略使得流通股股东并不注重现金

股利的发放,但却更偏好股票股利。

随着改革的不断深入,非流通股将陆续得到解禁,可以进入到二级市场进行流通,各上市公司的非流通股所占比例也在随着时间的推移而减少,股权结构在不断发生变化。2005年的股权分置改革对我国上市公司支付现金股利的行为产生一定的影响,上市公司流通股比重逐渐上升,上市公司现金股利的支付意愿和水平也应该相应地得到提升(方莉,2009)。

2. 半强制性分红制度及其对现金股利政策的影响。为规范上市公司新股发行以及股利分配行为,保护投资者的合法权益和社会公共利益,中国证监会自2001年开始,分别于2001年、2004年、2006年、2008年出台了半强制性的分红政策,将上市公司的股利分配行为与其再融资资格挂钩,并且新发布的法规总是比原有的法规的要求与监管更为严格(杨宝,袁天荣,2013)。

## 四、企业现金股利政策生命周期特征的实证研究

### (一)研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文选取2003年至2013年上海证券交易所A股市场上市公司作为研究样本,研究数据来自国泰安的CSMAR数据库。为了保证样本数据的合理性,在选取过程中遵循下列原则:①剔除2003年以后上市公司;②由于行业的特殊性,剔除金融行业类的上市公司;③由于会计处理及资本结构等方面的特殊性,剔除ST、\*ST的上市公司;④剔除数据不完整的上市公司。最终经过筛选与处理,共得到5 227个样本数据。

### 2. 变量选取。

(1)被解释变量:现金股利支付意愿和现金股利支付水平。本文从上市公司的现金股利支付意愿和股利支付水平两个维度出发来研究企业股利政策的生命周期特征,因此本文有两个被解释变量:现金股利支付意愿和现金股利支付水平。其中,现金股利支付意愿为虚拟变量(记为Y),表示当企业支付现金股利时Y等于1,当企业不支付现金股利时Y等于0;现金股利支付水平(记为DR),表示企业的当前年度的股利支付率,该变量是当年发放现金股利占当年净利润的比例,或每股股利占每股收益的比例。

(2)解释变量:企业生命周期。本文参照DeAngelo et al (2006)和Denis和Osobov(2008)的做法,使用留存收益权益比(记为RE/TE)作为企业生命周期的代理变量,对企业所处的生命周期阶段进行划分。其中RE表示留存收益,TE表示所有者权益,RE/TE则表示企业内部的留存收益占所有者权益的比重。

(3)具有企业生命周期特征的控制变量:盈利能力、成长能力和公司规模。盈利能力,对于盈利能力的衡量,最普遍和采用率最高的就是总资产收益率这个指标。成长能力,对于成长能力的衡量,不同的研究所选用的衡量

指标不尽相同,就股利政策的相关研究来说,经常被选用的指标有总资产增长率、营业收入增长率、市场价值与账面价值之比等。公司规模,对于公司规模的衡量,公司的总资产通常被国内外学者选取作为衡量指标。

(4)制度性因素控制变量:非流通股占总股本的比重以及半强制性分红制度的时间虚拟变量。为控制股权分置改革在样本期间内对上市公司股利政策的影响,本文采用非流通占总股本的比重作为控制变量加入模型中。

根据上文我国制度性影响因素的分析可知,半强制性分红制度也会在一定程度上对上市公司的股利政策产生影响。本文构造了RG04、RG06、RG08三个时间虚拟变量分别对应于2004年、2006年以及2008年发布的法规来对这种制度进行合理控制。RG04在2004年和2005年的取值为1,样本期间的其他年份取值为0。RG06在2006年和2007年的取值为1,样本期间的其他年份取值为0。RG08在2008年、2009年、2010年、2011年以及2012年的取值为1,样本期间的其他年份取值为0。

本文所有的变量的名称、符号和定义如下表所示:

表1 研究变量定义表

变量类别	变量名称	变量符号	变量含义	
被解释变量	现金股利支付意愿	Y	Y=0时不支付,Y=1时支付	
	现金股利支付水平	DR	股利支付率= $\frac{\text{每股股利}}{\text{每股净收益}} \times 100\%$	
核心解释变量	留存收益权益比	RE/TE	留存收益占总股本之比	
控制变量	企业生命周期的特征因素	公司规模	Ln(TA) 总资产对数	
		盈利能力	ROA 资产收益率	
	成长能力	AGR	资产增长率	
		SGR	营业收入增长率	
		M/B	市值与账面价值之比	
	制度性因素	非流通股占比	NTS	非流通股股数占总股数之比
		半强制性分红制度	RG04	04年和05年为1,其他年份为0
RG06			06年和07年为1,其他年份为0	
RG08	08年至12年为1,其他年份为0			

3. 模型建立。

(1)股利支付意愿的研究模型。在对企业的股利支付意愿进行研究时,由于模型中的被解释变量为虚拟二分变量,并参照Fama和French(2001)、DeAngelo et al.(2006)所使用的研究模型,本文分别采用混合Logistic模型和固定效应Logistic模型进行回归分析。

第一个混合Logistic模型为:

$$\ln\left(\frac{\text{prob}(Y=1)}{\text{prob}(Y=0)}\right) = \alpha + \beta_1 \frac{\text{RE}}{\text{TE}_{it}} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{AGR}_{it} + \beta_5 \text{NTS}_{it} + \beta_6 \text{RG04}_{it} + \beta_7 \text{RG06}_{it} + \beta_8 \text{RG08}_{it} + \varepsilon_{it}$$

模型中各变量的定义如表1所示。根据上文所做出的假设,我们预期 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 和 $\beta_3$ 的比值比显著大于1,而 $\beta_4$ 的比值比则显著为小于1。

第二个固定效应Logistic模型为:

$$\ln\left(\frac{\text{prob}(Y=1)}{\text{prob}(Y=0)}\right) = \alpha + \beta_1 \frac{\text{RE}}{\text{TE}_{it}} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{AGR}_{it} + \beta_5 \text{NTS}_{it} + \beta_6 \text{RG04}_{it} + \beta_7 \text{RG06}_{it} + \beta_8 \text{RG08}_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中 $\varepsilon_{it} = \mu + \nu_{it}$

(2)股利支付水平的研究模型。本文对企业的股利分配行为进行拓展,不仅在股利支付水平研究中,由于模型中的被解释变量为截面数据,所以本文分别采取混合最小二乘法 and 固定效应模型进行回归分析。

第一个混合最小二乘模型为:

$$D_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{\text{RE}}{\text{TE}_{it}} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{AGR}_{it} + \beta_5 \text{NTS}_{it} + \beta_6 \text{RG04}_{it} + \beta_7 \text{RG06}_{it} + \beta_8 \text{RG08}_{it} + \varepsilon_{it}$$

模型中各变量的定义如表1所示。根据上文所做出的假设,我们预期 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 和 $\beta_3$ 显著为正,而 $\beta_4$ 则显著为负。

第二个固定效应模型为:

$$D_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{\text{RE}}{\text{TE}_{it}} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{AGR}_{it} + \beta_5 \text{NTS}_{it} + \beta_6 \text{RG04}_{it} + \beta_7 \text{RG06}_{it} + \beta_8 \text{RG08}_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中 $\varepsilon_{it} = \mu + \nu_{it}$

模型中各变量的定义如表1所示。根据上文所做出的假设,我们预期 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 和 $\beta_3$ 显著为正,而 $\beta_4$ 则显著为负。

(二)实证结果分析

1. 描述性统计。企业在不同的生命周期阶段,其盈利能力、成长能力、企业规模均会发生变化并呈现出不同的特征:处于成熟阶段的企业相对于处于生命周期其他阶段的企业来说,有着较高的市场占有率,盈利能力较强;由于投资机会的减少,企业的成长空间缩小,成长能力降低;经过前期的不断扩张,企业的规模不断扩大。本文将样本公司分为支付现金股利的公司和不支付现金股利的公司,并分别对这两类公司在这些指标上进行了描述性统计分析,包括平均值、中位数、第一十分位数、第九十分位数以及标准差。如表2所示,通过将样本公司分为支付现金股利与不支付现金股利两类,发现它们在这些指标上存在显著的差异:

(1)支付现金股利的公司比不支付现金股利的公司拥有更高的留存收益权益比。无论是从平均数还是从中位数来看,支付现金股利公司的RE/TE值都大于不支付现金股利公司的RE/TE值:从表2可以看出,支付现金股利公司的RE/TE的平均值为0.2017,而不支付现金股利公司的RE/TE平均值则为0.0024;支付现金股利公司的RE/TE中值为0.1916,而不支付现金股利公司的RE/TE中值为0.0845。

(2)企业的盈利能力也表现出了同预期相一致同样的规律,即支付现金股利公司的盈利能力大于不支付现金股利公司的盈利能力:从表2可以看出,支付现金股利公司的ROA平均值为**0.049 1**,不支付现金股利的公司的ROA平均值为**0.009 5**;ROA的中位数也呈现出相同的大小关系。

(3)企业规模也表现出了同预期相一致同样的规律,即支付现金股利的公司规模大于不支付现金股利公司的公司规模:从表2可以看出,支付现金股利的公司的Ln(TA)为**22.062 2**,不支付现金股利的公司的Ln(TA)为**21.310 3**;Ln(TA)的中位数也呈现出相同的大小关系。

表2 统计性描述结果

		平均值	中值	第一十分位数	第九十分位数	标准差
留存收益权益比(RE/TE)	支付企业	<b>0.201 7</b>	<b>0.191 6</b>	<b>0.073 7</b>	<b>0.357 9</b>	<b>0.115 8</b>
	不支付企业	<b>0.002 4</b>	<b>0.084 5</b>	<b>-0.495 1</b>	<b>0.271 4</b>	<b>0.381 9</b>
	所有企业	<b>0.101 5</b>	<b>0.156 7</b>	<b>-0.119 4</b>	<b>0.322 5</b>	<b>0.288 9</b>
资产收益率(ROA)	支付企业	<b>0.049 1</b>	<b>0.041 2</b>	<b>0.009 4</b>	<b>0.100 7</b>	<b>0.044 6</b>
	不支付企业	<b>0.009 5</b>	<b>0.015 9</b>	<b>-0.047 6</b>	<b>0.060 4</b>	<b>0.068 4</b>
	所有企业	<b>0.032 2</b>	<b>0.032 3</b>	<b>0.001 7</b>	<b>0.087 4</b>	<b>0.059 7</b>
资产增长率(AGR)	支付企业	<b>0.196 8</b>	<b>0.137 2</b>	<b>-0.023 0</b>	<b>0.527 3</b>	<b>0.258 9</b>
	不支付企业	<b>0.114 5</b>	<b>0.051 8</b>	<b>-0.123 5</b>	<b>0.360 9</b>	<b>0.302 1</b>
	所有企业	<b>0.161 5</b>	<b>0.102 8</b>	<b>-0.071 2</b>	<b>0.430 6</b>	<b>0.282 3</b>
营业收入增长率(SGR)	支付企业	<b>0.237 8</b>	<b>0.182 0</b>	<b>-0.096 5</b>	<b>0.560 2</b>	<b>0.406 5</b>
	不支付企业	<b>0.217 7</b>	<b>0.115 3</b>	<b>-0.255 3</b>	<b>0.627 8</b>	<b>0.591 7</b>
	所有企业	<b>0.229 2</b>	<b>0.159 1</b>	<b>-0.166 1</b>	<b>0.578 6</b>	<b>0.494 4</b>
市值账面比(MB)	支付企业	<b>1.376 4</b>	<b>1.118 8</b>	<b>0.517 8</b>	<b>2.594 9</b>	<b>0.938 7</b>
	不支付企业	<b>1.552 1</b>	<b>1.265 1</b>	<b>0.602 8</b>	<b>2.841 4</b>	<b>0.989 2</b>
	所有企业	<b>1.453 9</b>	<b>1.183 3</b>	<b>0.551 5</b>	<b>2.747 1</b>	<b>0.992 3</b>
总资产对数Ln(TA)	支付企业	<b>22.062 2</b>	<b>21.886 4</b>	<b>20.767 3</b>	<b>23.576 9</b>	<b>1.088 7</b>
	不支付企业	<b>21.310 3</b>	<b>21.193 3</b>	<b>20.157 6</b>	<b>22.622 4</b>	<b>0.967 1</b>
	所有企业	<b>21.740 4</b>	<b>21.611 2</b>	<b>20.452 8</b>	<b>23.216 5</b>	<b>1.102 9</b>
非流通股比例	支付企业	<b>0.407 5</b>	<b>0.474 5</b>	<b>0.000 0</b>	<b>0.702 5</b>	<b>0.257 1</b>
	不支付企业	<b>0.369 5</b>	<b>0.426 5</b>	<b>0.000 0</b>	<b>0.668 0</b>	<b>0.247 8</b>
	所有企业	<b>0.391 2</b>	<b>0.452 3</b>	<b>0.000 0</b>	<b>0.601 0</b>	<b>0.253 8</b>

(4)对于企业的成长能力,不同的指标呈现出了不同的成长性。不支付现金股利公司的MB值高于支付现金股利公司的MB值,与预期一致;但与预期相反的,支付现金股利公司的AGR值和SGR值均高于不支付现金股利公司的AGR值和SGR值。对于AGR和SGR这两个指标得出的与预期不一致的结果,在DeAngelo et al.(2006)和Ferris et al.(2006)的研究中也曾经出现过,并且对这种结果给出了相应的解释:资产的增长率和销售收入增长率是随着利润增长率的增长而增长的,而与此同时高水平的利润会在一定程度上促使公司把一部分利润分配给投资者,即进行股利分配。所以,资产增长率和销售收入增

长率相对MB来说,并不是十分理想的衡量企业未来成长能力的指标。然而,资产增长率和销售收入增长率的这个弱点并不是致命的,因为在随后的多元回归分析中,三个指标都得出了一致的并且与预期相符的结果。

最后,对于非流通股占总股本的比例这一指标,支付现金股利的公司比不支付现金股利的公司的水平更高,这一点与之前的预期相反,并且这种关系在之后的多元回归分析中也同样得到了证实。此现象的发生会在随后的分析中进行讨论。

2.多元回归结果分析。本文首先参照采用混合Logistic回归和固定效应Logistic回归来检测公司支付现金股利的意愿是否存在生命周期特征;随后再采用混合最小二乘模型回归和固定效应模型回归来检测公司支付现金股利的水平是否也存在生命周期特征。

(1)股利支付意愿的实证分析。表3的第一列、第二列可以看出公司支付现金股利的意愿与公司规模、盈利能力以及成长能力的关系,并且这三个公司特征是被广泛讨论过的可以反映公司生命周期的因素。

表3第三列和第四列分别在第一列和第二列的分析模型中加入了留存收益权益比,在控制公司规模、盈利能力和成长能力的情况下,分析企业支付股利意愿与企业所处生命周期阶段的关系。回归结果与我们的核心假设相一致:企业支付股利的意愿与其留存收益比呈十分显著的正相关关系(显著性水平为1%,比值比大于30),表明当企业越来越接近成熟期时其发放现金股利的意愿就越来越强。除此之外,回归结果也显示企业规模、盈利能力和成长机会的比值比依然是显著的,表明企业的留存收益权益比是通过一种特殊的途径,而不是完全通过企业规模、盈利能力和成长机会这三个因素对企业股利支付意愿产生影响的。

接下来,从表3的第五列到第八列所列示的边际影响系数可以看出:留存权益比对企业股利支付意愿的影响显著为正,企业规模、盈利能力以及成长能力对企业股利支付意愿的影响同样也是显著的,但是影响水平却在把留存收益权益比加入到分析模型后下降了。这也证明了留存收益权益比确实一定程度上体现了企业规模、盈利能力以及成长能力对企业股利支付意愿的影响,但是这种体现性并不明显,因为企业规模、盈利能力以及成长能力的边际影响系数依然十分显著。

(2)股利支付水平的实证分析。表4对股利支付水平的研究就是在股利支付意愿研究的基础上进行量化的、进一步的研究。第一列至第四列是应用混合最小二乘法回归得出的结果,而第五列至第八列是应用固定效应模型得出的回归结果。同我们的预期一致,表4中的第一列和第二列、第五列和第六列的数据表明企业的股利支付水平与公司规模、盈利能力在1%的显著性水平下呈正相

关关系,与成长能力在1%的显著性水平下呈负相关关系。第三列和第四列、第七列和第八列显示的是在分析模型中加入留存收益权益比后的回归结果,表5、表6结果显示,同我们的预期一致,企业的股利支付水平与留存收益比在1%的显著性水平下呈正相关关系,企业越接近成熟期时其发放现金股利的水平也随之提高。

(3)关于我国特有的制度性因素对股利支付行为的实证分析。对于股权流动性分裂的影响,实证结果显示一个企业的非流通股所占总股本的比重与该企业支付现金

股利的意愿呈显著的正相关关系,即非流通股所占总股本的比例越大,其支付现金股利的意愿越高。这一点与我们之前分析的预期结果不相符,并且随着股权分置改革不断得到进展,企业中越来越多的非流通股得到解禁可以在股票市场上进行流通,但是企业的现金股利分配意愿与水平并没有得到改善。对于半强制性分红制度的影响,实证结果显示半强制性分红制度的出现对提高上市公司的分红意愿的影响为负,但是这种负相关的结果不显著。由此看来,半强制性的分红制度可能存在“监管悖

表3 混合Logistics回归结果

变量	比值比(优势比)				边际效应(影响)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RE/TE			31.927 9*** (13.36)	40.985 9*** (13.78)			0.851 9*** (13.11)	0.915 6*** (13.51)
公司规模	2.113 7*** (20.73)	2.218 8*** (21.30)	1.802 7*** (15.64)	1.906 3*** (16.61)	0.181 0*** (20.97)	0.192 9*** (21.52)	0.145 0*** (15.79)	0.159 1*** (16.73)
盈利能力 (ROA)	1.83e+08*** (19.99)	2.41e+08*** (20.20)	250 587.3*** (11.59)	224 210.7*** (11.41)	4.602 9*** (19.94)	4.672 8*** (20.13)	3.057 8*** (11.66)	3.038 0*** (11.47)
成长能力 (AGR)	0.779 1*** (-2.11)	0.790 6* (-1.99)	0.772 4** (-2.13)	0.795 1* (-4.01)	-0.064 0** (-2.11)	-0.056 8** (-2.00)	-0.063 5** (-2.14)	-0.056 6* (-1.91)
非流通股 比例	3.480 6*** (9.42)	1.744 7*** (2.99)	4.704 17*** (11.06)	1.911 7*** (3.38)	0.301*** (9.44)	0.134 7*** (3.00)	0.380 9*** (11.03)	0.047 3*** (3.38)
RG04		0.771 2 (-1.15)		0.714 7 (-1.33)		-0.063 5 (-0.93)		-0.083 4 (-1.02)
RG06		0.498 1 (-1.23)		0.444 8 (-1.46)		-0.171 3 (-1.34)		-0.199 8 (-1.38)
RG08		0.453 2 (-1.45)		0.356 2 (-1.55)		-0.190 9 (-1.45)		-0.250 8 (-1.52)
R <sup>2</sup>	0.186 0	0.192 7	0.239 5	0.233 9				
观测值	5 227	5 227	5 225	5 225	5 227	5 227	5 225	5 225

表4 固定效应Logistics回归结果

变量	比值比(优势比)				边际效应(影响)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RE/TE			49.848 0*** (7.94)	63.958 7*** (8.02)			0.862 0*** (13.33)	0.918 9*** (13.97)
企业规模	1.891 5*** (6.49)	2.837 2*** (8.76)	1.333*** (2.72)	2.027 0*** (5.61)	0.197 8*** (21.02)	0.202 5*** (21.72)	0.1588*** (16.79)	0.163 9*** (17.13)
盈利性 (ROA)	6 336.6*** (7.30)	10 579.9*** (7.52)	11.629 0* (1.71)	13.166 1* (1.75)	4.654 9*** (20.04)	4.772 8*** (21.03)	3.257 5*** (12.61)	3.238 0*** (12.7)
成长能力 (AGR)	0.700 6** (-2.28)	0.624 6* (-2.94)	0.827 4** (-2.13)	0.731 6* (-1.89)	-0.068 9** (-2.76)	-0.043 7** (-2.45)	-0.071 5** (-2.84)	-0.065 4* (-2.02)
非流通股 比例	3.934 0*** (6.51)	1.230 1 (0.71)	4.478 2*** (6.74)	1.417 5 (1.17)	0.321*** (9.56)	0.141 7*** (3.22)	0.391 1*** (11.83)	0.057 6*** (4.08)
RG04		0.611 4 (-2.38)		0.574 3 (-1.72)		-0.074 5 (-1.33)		-0.088 7 (-1.38)
RG06		0.327 4 (-2.02)		0.307 8 (-2.19)		-0.181 3 (-1.43)		-0.201 5 (-1.49)
RG08		0.240 0 (-1.99)		0.220 0 (-2.16)		-0.196 7 (-1.49)		-0.260 8 (-1.52)
观测值	3 351	3 351	3 349	3 349	5 227	5 227	5 225	5 225

论”的局限性,导致了上市公司分红出现“不该分红的公司进行分红,可以进行分红而不分红”的结构性扭曲和上市公司分红的短期化行为,未能对理应提高分红的公司水平的上市公司予以有效的约束,反而对需要减少分红的

的上市公司形成了束缚。

3. 稳健性检验。本文分别将销售收入的增长率以及市值与账面价值的比率作为企业成长能力的代理变量对研究模型进行进一步检验。

表 5 混合最小二乘模型和固定效应模型的回归结果

变量	混合最小二乘模型				固定效应模型			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RE/TE			0.018 1*** (4.37)	0.018 7*** (4.49)			0.020 0*** (2.98)	0.019 1*** (2.85)
规模	0.026 2*** (19.88)	0.027 2*** (20.70)	0.024 9*** (18.51)	0.026 0*** (19.30)	0.011 4*** (4.48)	0.016 7*** (5.82)	0.008 3*** (3.07)	0.013 7*** (4.47)
盈利性 (ROA)	0.770 4*** (22.19)	0.772 8*** (22.17)	0.721 0*** (19.37)	0.721 5*** (19.33)	0.333 6*** (12.16)	0.341 0*** (12.43)	0.293 8*** (9.63)	0.302 7*** (9.91)
成长能力 (AGR)	- 0.020 7*** (- 4.05)	- 0.020 2*** (- 3.96)	- 0.020 9*** (- 4.10)	- 0.020 4*** (- 4.01)	- 0.012 9*** (- 3.06)	- 0.014 5*** (- 3.43)	- 0.011 7*** (- 2.77)	- 0.013 2*** (- 3.14)
非流通股比例	0.057 1*** (10.6)	0.041 5*** (5.28)	0.057 8*** (10.76)	0.041 9*** (5.35)	0.035 9*** (6.89)	0.019 9*** (2.74)	0.034 6*** (6.63)	0.019 4*** (2.67)
RG04		- 0.009 8 (- 1.10)		- 0.010 2 (- 1.19)		- 0.009 6 (- 1.24)		- 0.009 6 (- 1.27)
RG06		- 0.022 3 (- 1.33)		- 0.022 5 (- 1.38)		- 0.019 7 (- 1.38)		- 0.019 6 (- 1.43)
RG08		- 0.021 3 (- 1.33)		- 0.021 8 (- 1.43)		- 0.022 0 (- 1.50)		- 0.021 4 (- 1.53)
常量	- 0.536 6*** (- 18.82)	- 0.536 3*** (- 18.88)	- 0.509 79*** (- 17.44)	- 0.508 5*** (- 17.44)	- 0.193 0*** (- 3.44)	- 0.287 8*** (- 4.69)	- 0.128 2*** (- 2.13)	- 0.222 7*** (3.41)
R <sup>2</sup>	0.237 6	0.241 1	0.239 5	0.243 1	0.233 7	0.233 8	0.231 2	0.236 9
观测值	5 227	5 227	5 225	5 225	5 227	5 227	5 225	5 225

表 6 混合 Logistics 回归结果

变量	比值比(优势比)				边际效应			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RE/TE		37.752 8*** (13.47)		38.524 6*** (13.55)		0.895 2*** (13.21)		0.901 9*** (13.31)
规模	2.225 0*** (21.84)	1.9119*** (17.04)	1.998 1*** (17.42)	1.776 2*** (14.05)	0.193 6*** (22.03)	0.159 8*** (17.15)	0.168 2*** (17.61)	0.141 9*** (14.15)
盈利性 (ROA)	4.95e+08*** (20.65)	442 350.9*** (11.86)	1.56e+09*** (19.90)	800 452.5*** (11.45)	4.847 2*** (20.57)	3.205 2*** (11.93)	5.145 7*** (19.68)	3.358 0*** (11.47)
成长能力 (SGR)	0.656 6*** (- 6.21)	0.714 9*** (- 4.68)			- 0.101 9*** (- 6.21)	- 0.082 7*** (- 4.68)		
成长能力 (M/B)			0.828 6*** (- 5.02)	0.881 3*** (- 3.21)			- 0.045 7*** (- 5.00)	- 0.031 2*** (- 3.21)
非流通股比例	1.811 1*** (3.21)	1.953 4*** (3.51)	1.613 1*** (2.59)	1.789 2*** (3.05)	0.143 8*** (3.21)	0.165 1*** (3.51)	0.116 2*** (2.59)	0.143 7*** (3.05)
RG04	0.767 4 (- 1.21)	0.717 4 (- 1.27)	0.732 5 (- 1.37)	0.693 1 (- 1.40)	- 0.064 7 (- 1.26)	- 0.082 4 (- 1.29)	- 0.076 5 (- 1.36)	- 0.091 1 (- 1.47)
RG06	0.4891 (- 1.24)	0.443 0 (- 1.39)	0.554 3 (- 1.45)	0.475 8*** (- 1.46)	- 0.175 8 (- 1.29)	- 0.200 8 (- 1.36)	- 0.145 4 (- 1.45)	- 0.183 6 (- 1.46)
RG08	0.442 2 (- 1.32)	0.353 3 (- 1.40)	0.486 1 (- 1.49)	0.372 6 (- 1.49)	- 0.175 7 (- 1.42)	- 0.252 7 (- 1.48)	- 0.1748 (- 1.53)	- 0.240 5 (- 1.52)
R <sup>2</sup>	0.197 7	0.236 5	0.195 8	0.234 9				
观测值	5 227	5 225	5 227	5 225	5 227	5 225	5 227	5 225

表7 混合最小二乘模型和固定效应模型的回归结果

变量	混合最小二乘模型				固定效应模型			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RE/TE		<b>0.015 2***</b> (3.63)		<b>0.023 9***</b> (5.84)		<b>0.018 1***</b> (2.70)		<b>0.022 9***</b> (4.28)
规模	<b>0.026 5***</b> (20.2)	<b>0.025 4***</b> (19.39)	<b>0.029 3***</b> (19.59)	<b>0.028 2***</b> (18.79)	<b>0.015 1***</b> (5.50)	<b>0.012 3***</b> (4.21)	<b>0.015 7***</b> (5.63)	<b>0.012 6***</b> (3.43)
盈利性 (ROA)	<b>0.780 5***</b> (22.50)	<b>0.737 4***</b> (19.61)	<b>0.699 4***</b> (20.83)	<b>0.625 4</b> (17.09)	<b>0.346 4***</b> (12.56)	<b>0.309 5***</b> (10.05)	<b>0.297 0***</b> (10.50)	<b>0.250 6</b> (7.99)
成长能力 (SGR)	<b>- 0.016 8**</b> (- 7.83)	<b>- 0.016***</b> (- 7.44)			<b>- 0.008 9***</b> (- 3.90)	<b>- 0.008 1***</b> (- 3.53)		
成长能力 (M/B)			<b>0.006 8***</b> (4.49)	<b>0.007 9***</b> (5.12)			<b>0.004 7***</b> (3.48)	<b>0.005 1***</b> (3.73)
非流通股 比例	<b>0.040 7***</b> (5.22)	<b>0.041 0***</b> (5.26)	<b>0.038 7***</b> (4.93)	<b>0.039 3***</b> (- 5.01)	<b>0.018 3**</b> (2.53)	<b>0.017 9**</b> (2.48)	<b>0.021 0***</b> (2.87)	<b>0.020 9***</b> (2.86)
RG04	<b>- 0.009 21</b> (- 1.18)	<b>- 0.009 4</b> (- 1.22)	<b>- 0.006 1</b> (- 1.30)	<b>- 0.006 3</b> (- 1.33)	<b>- 0.008 9</b> (- 1.36)	<b>- 0.008 9</b> (- 1.38)	<b>- 0.006 5</b> (- 1.22)	<b>- 0.006 5</b> (- 1.22)
RG06	<b>- 0.022 8</b> (- 1.22)	<b>- 0.022 9</b> (- 1.37)	<b>- 0.026 5</b> (- 1.53)	<b>- 0.027 5</b> (- 1.73)	<b>- 0.019 7</b> (- 1.41)	<b>- 0.019 5</b> (- 4.82)	<b>- 0.021 3</b> (- 1.29)	<b>- 0.021 4</b> (- 1.31)
RG08	<b>- 0.022 2</b> (- 1.23)	<b>- 0.022 6</b> (- 1.29)	<b>- 0.024 6</b> (- 1.50)	<b>- 0.025 8</b> (- 1.52)	<b>- 0.021 9</b> (- 1.52)	<b>- 0.021 3</b> (- 1.38)	<b>- 0.021 1</b> (- 1.44)	<b>- 0.020 7</b> (- 1.46)
常量	<b>- 0.519 0***</b> (- 18.85)	<b>- 0.496 1***</b> (- 17.42)	<b>- 0.589 5***</b> (- 17.70)	<b>- 0.565 6***</b> (- 16.94)	<b>- 0.251 5***</b> (- 4.30)	<b>- 0.192 1***</b> (- 3.08)	<b>- 0.270 4***</b> (- 4.56)	<b>- 0.206 7***</b> (- 3.27)
R <sup>2</sup>	<b>0.244 2</b>	<b>0.245 6</b>	<b>0.242 2</b>	<b>0.245 3</b>	<b>0.238 8</b>	<b>0.239 7</b>	<b>0.237 3</b>	<b>0.238 7</b>
观测值	5 227	5 225	5 227	5 225	5 227	5 225	5 227	5 225

表6中呈现的回归结果是采用混合Logistics模型对企业股利支付意愿进行的研究,表7呈现的回归结果是分别采用混合最小二乘法和固定效应模型对企业股利支付水平进行的研究。回归结果表明,留存收益权益比仍然与股利支付意愿呈显著正相关,与股利支付水平也呈显著正相关。其他变量的回归结果也得到了与研究假设相一致的结果,并且表明股利政策的生命周期假说能够较好地解释我国上市公司的现金股利支付行为。

### 五、结论与研究成果

1. 本文对在信息不对称的分析框架下,分别从优序融资理论和代理理论的角度,对企业不同生命周期阶段的保留利润的财务灵活性收益和保留利润的代理成本进行了分析,详细地阐述了新兴的股利政策的生命周期理论。

2. 本文利用沪市2003年到2013年的上市公司为研究样本,首先利用混合Logistics模型和固定效应Logistics模型对股利支付意愿的生命周期特征进行了实证研究,其次利用混合最小二乘模型和固定效应模型对股利支付水平的生命周期特征进行了实证研究。研究表明,我国上市公司的股利支付意愿和股利支付水平都具有生命周期特征,即股利支付意愿和股利支付水平与企业留存收益股权比呈显著正相关,与企业盈利能力和规模呈显著正相关、与企业成长能力呈显著负相关。

3. 本文详细分析了我国的股权分置改革和半强制性分红制度可能对上市公司现金股利政策的影响,并且把这两个制度性因素进行了量化衡量纳入到分析模型中,不仅在分析上市公司股利政策的生命周期时使政策性因素的影响得到了控制,同时也通过实证研究对这两项政策在实际应用中的效果进行了评价:股权分置改革和半强制的分红制度并没有显著的对我国上市公司的现金股利支付状况产生良好的正面影响。

### 主要参考文献

- 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[J].南方经济,2009(6).
- 朱明秀.我国上市公司股权结构与股利政策关系的实证研究[J].审计与经济研究,2005(3).
- 方莉.我国医药类上市公司生命周期与股利支付率的实证研究[J].西南民族大学学报自然科学版,2009(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[J].财务理论与实践,2009(5).
- 杨宝,袁天荣.政府监管、股利分配与再融资动机[J].海南大学学报人文社会科学版,2013(2).
- 石丹,王涛.基于动态面板数据的上市公司股利政策分析[J].财会月刊,2012(3).
- 刘梦婷.上市公司现金股利政策动因研究[J].财会通讯,2012(26).