

# 财务与会计 #

# 现金股利研究的新视角: 基于企业生命周期理论

李常青, 彭 锋

(厦门大学 会计发展研究中心, 福建 厦门 361005)\*

**摘 要:** 论文选取 2000~2006 年 A 股非金融行业上市公司为样本, 首先采用专门方法来区分企业所处的生命周期阶段, 然后采用多元回归、参数检验、非参数检验来检验上市公司是否会根据企业所处的生命周期阶段调整其现金股利政策, 不同生命周期阶段的企业在现金股利支付意向及现金股利支付率是否存在显著差异。结果表明, 我国上市公司的确会基于不同的生命周期采取不同的股利政策, 但会受到证监会配股增发政策的影响。

**关键词:** 企业生命周期; 现金股利; 股利政策

**中图分类号:** F276.44

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1003-7217(2009)05-0067-07

## 一、引言

上市公司为什么支付股利? 传统的税收理论、信号模型、代理假说以及近年提出的股利迎合理论等股利理论, 实际上都没能完全解释清楚著名的 / 股利之谜。2006 年, DeAngelo DeAngelo 和 Stulz 提出了股利生命周期理论, 试图全面解释公司是否支付股利及支付多少的问题, 实证检验后认为, 成熟的、盈利能力好的公司倾向于支付股利<sup>[1]</sup>。该理论将企业本身特性、外部经营环境及股东的预期相结合研究公司的股利支付行为, 更为合理地解释了上市公司的股利政策。

我国企业制度和市场环境较特殊, 上市公司的股利政策似乎更难解释。目前国内有关上市公司股利政策的研究结果显示, 国外解释股利政策的主流理论——股利信号传递模型和代理成本理论都无法很好地解释中国上市公司的股利政策。针对现有主流理论存在的缺陷, 从生命周期的视角来研究公司在生命周期演进过程中股利政策的差别, 不仅对中国上市公司现金股利政策的理论研究是一个有益的补充, 而且有助于投资者和监管层更好地分析和把握公司的股利政策, 促进我国证券市场健康发展, 引

导上市公司根据企业所处生命周期阶段合理制定股利政策。因此, 本文以 2000~2006 年我国上市公司为研究样本, 通过研究处于不同生命周期阶段公司的股利政策, 来检验公司的股利政策与生命周期之间的关系, 验证不同生命周期阶段是否真的会影响公司股利政策的制定。

## 二、文献回顾

作为对企业的一种仿生研究, 企业生命周期理论一直是企业研究的热点问题之一, 迄今为止, 已有 20 多种不同的生命周期理论模型。早期的研究重点放在对企业生命周期进程的划分和不同生命周期的公司特征描述上, 如企业经营策略的制定、组织结构特征、领导者风格、企业经营策略与经营绩效之关联性等。

随着生命周期理论的发展, 学者们逐渐将生命周期理论运用到财务领域的实证研究中。目前, 生命周期理论较多地运用在财务与非财务信息的信息含量、公司的筹资偏好等方面。由于生命周期影响因素较多, 较难合理地划分各个阶段, 在基于生命周期理论的股利政策研究上, 国内外的文献较少, 目前还没有模型将生命周期和股利政策的变化联系起

\* 收稿日期: 2009-04-09

基金项目: 2006 年度教育部新世纪优秀人才支持计划 (NCET-06-0565)、国家自然科学基金 (G0205-70572092)

作者简介: 李常青 (1968), 男, 安徽安庆人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师, 研究方向: 资本市场与公司理财。

来。但学者们从以下两个角度展开了研究:

首先,是在传统主流理论无法解释/股利之谜<sup>0</sup>和/不断消失的股利<sup>0</sup>现象时,通过研究有支付意向公司的特征,间接证明了企业生命周期与股利政策的关系。如 Fama和 French(2001)研究发现,高盈利能力、低成长率的公司更倾向于支付股利,而低盈利能力、高成长性的公司倾向于留存利润<sup>[2]</sup>。尽管他们没有用生命周期理论来解释公司的股利政策,但支付股利公司的特征与成熟阶段的公司类似,而不支付股利公司的特征也与处于发展阶段的公司相符。Grullon等(2002)研究股利变动的信息内涵发现,股利变动并不能用传统的信号模型和代理理论来解释,股利增加和其它现金支付体现了公司从成长阶段走向成熟的整个过程<sup>[3]</sup>。

其次,是明确提出股利生命周期理论并进行直接检验。如 DeAngelo等(2006)首次提出股利生命周期理论,认为成立不久的公司有大量的投资机会而自身资源较少,一般倾向于将收益留存用于投资。而成熟的公司由于盈利能力更高、投资机会更少,一般都倾向于支付股利。他们用保留盈余占投入资本的比率( $RE/TE$ 或 $RE/TA$ )作为衡量公司所处生命周期的代理变量,实证结果证实低 $RE/TE$ (或 $RE/TA$ )的公司处在资本输入阶段,而高 $RE/TE$ (或 $RE/TA$ )的公司由于有较多的累积利润而能通过自我内部融资,因此,更倾向于支付股利。Denis和 Osobov(2007)进一步通过比较美国、英国、德国、法国、加拿大和日本六国上市公司1994~2002年的股利政策发现,规模越大、盈利能力越强、留存收益占权益的比重越高的公司,越可能支付股利<sup>[4]</sup>。对于 Fama和 French(2001)提出的/消失的现金股利之谜<sup>0</sup>,他们分析认为,股利支付的减少可能是由于新上市公司支付股利的减少,但总的股利支付并没有减少,而是集中在那些规模更大,盈利更强的公司中。此外,除美国外,并没有发现其他国家支付股利和不支付股利公司之间相对价格与股利支付意向之间存在显著的正相关关系,即没有找到支持股利迎合论的证据。他们的研究表明,信号模型、追随者效应和股利迎合论都不能很好地解释这些国家的股利政策,而以代理成本为基础的生命周期理论则能很好地解释了这一现象。

综上所述,生命周期理论是从企业的整个发展阶段来研究公司的股利政策,将投资政策和股利政策相结合,与传统的股利无关论、信号模型和代理理论都不相同,既考虑了在信息不对称条件下前期融资成本的减少,又考虑了成熟期代理成本的降低,支持动态的股利政策。

### 三、理论分析与研究假设

我国学者对现金股利的研究主要集中在股利的市场反应和影响因素上,还没有学者从企业生命周期的角度来探讨中国上市公司现金股利支付政策的原因和结果。本文依据 Black(1998)<sup>[5]</sup>的方法,将企业生命周期划分为成长期、成熟期及衰退期三大阶段,研究不同生命周期阶段的现金股利支付政策的差异,特提出以下假设。

1. 股利发放意向检验。当企业处于成长、成熟、衰退的不同阶段时,所面临的外部环境和内部财务状况都不同,因此,企业应该考虑不同阶段的特点来制定合理的经营及财务政策。如处于成长期的企业,销售增长迅速,为了抢占市场,企业的策略重点是提高市场占有率等。尽管高的销售增长率带来大量的现金流入,但该阶段高额的资本支出和营销费用使得企业的现金余额并不一定多,另外,成长阶段企业的经营风险较大,从外部较难筹集到资金。因此,处于成长期的企业为了未来的发展,倾向于不支付现金股利,而将节约下来的现金用来满足投资和经营支出需要。而处于成熟阶段时,企业生产经营较为稳定,销售增长减缓,投资支出减少,获利能力很强且保持稳定,会有较为宽裕的营运资金,在缺少投资机会的情况下,企业倾向于通过支付现金股利来减少代理成本和回报投资者。

当企业进入衰退期时,随着市场份额和销售额的萎缩,收入和利润急剧下降,企业财务状况恶化。尽管按照理性的做法,在企业成长性不足的情况下,应该向投资者返还资金,支付现金股利。但管理者为了维持控制权带来的相关利益,更可能会采取多元化经营或调整现有业务来实现蜕变,使企业重新走上成长阶段。特别是在中国公司治理结构不完善、中小股东的权益缺乏有效保护的情况下,管理者或大股东更有可能为了自身利益损害中小股东的利

益,所以在内部财务状况恶化、资金短缺、外部筹资困难的衰退期,中国上市公司倾向于不支付现金股利。

从以上企业不同阶段的特点和财务状况分析可以看出,企业在各阶段的支付意向是不同的,在生命周期的三个阶段演变过程中呈现倒U型的特点,所以,本文提出如下假设:

假设1 企业处于成长期时不偏好发放现金股利,当企业逐渐进入成熟期时,其现金股利发放意向会逐步提高。从成长到成熟阶段,企业的现金股利支付意向与生命周期正相关。

假设2 企业处于衰退期时不偏好发放现金股利,从成熟到衰退阶段,企业的现金股利支付意向与生命周期负相关。

2 股利支付率检验。Lintner(1956)认为,公司的盈余会影响公司的股利政策<sup>[6]</sup>。也指出获利能力对公司的股利政策而言是很重要的因素,获利良好的公司,可以发放更多的股利给股东,即获利能力与股利正相关<sup>[7]</sup>。按照企业生命周期理论,处在成熟期阶段的公司,不但盈利能力较强,而且盈余一般也是最多的。由于此阶段公司的投资机会较少,理性上应该通过支付股利回报投资者。因此,成熟期的股利支付率和股利支付水平都应该大于成长期和衰退期。

此外,Fama和French(2001)及DeAngelo等(2006)的研究发现,由于成长期有较多的投资机会,资本支出较高,公司倾向于不支付股利,将资金留存来满足投资支出。而当公司过渡到成熟期,投资机会少,资本支出低,公司有较多的盈余,更倾向于支付股利,即股利主要由处在成熟期阶段的公司支付。综上,本文提出如下假设:

假设3 成熟期企业现金股利支付率大于成长期企业现金股利支付率。

假设4 成熟期企业现金股利支付率大于衰退期企业现金股利支付率。

#### 四、研究设计

##### (一)样本数据选择

选取2000~2006年在沪深交易所上市的非金融行业A股上市公司为样本,从中剔除数据不完整

的公司、ST和PT公司、净资产为负数的公司、亏损当年发放现金股利的公司。同时,为了避免不同股利支付形式之间的干扰,本文剔除了其它股利支付形式的样本,仅将纯派现和什么都不支付的公司作为研究样本,最终获得885个样本。有关数据来自Wind资讯数据库以及CCER中国证券市场数据库。

##### (二)生命周期变量的构建

本文结合Anthony和Ranesh(1992),Dickinson(2007)的方法,使用主营业务收入增长率、资本支出率及经营活动现金净流量/总资产三个指标,来决定样本公司所归属的各个生命周期阶段<sup>[8,9]</sup>。生命周期判断因子在各阶段应有的特征如表1所示。

表1 企业生命周期各阶段判断因子特征

| 生命周期阶段 | 主营业务收入增长率 | 资本支出率 | 经营活动现金净流量/总资产 |
|--------|-----------|-------|---------------|
| 成长期    | 高         | 高     | 中             |
| 成熟期    | 中         | 中     | 高             |
| 衰退期    | 低         | 低     | 低             |

首先,在每一研究年度,依次按照主营业务收入增长率、资本支出率、经营活动现金净流量除以总资产三个判断指标从大到小对样本进行排序,并依据表1将当年的所有公司划分为三组,分别为单变量下成长期、成熟期和衰退期公司样本组。本文分年运用此程序,并允许样本公司的生命周期阶段可以有暂时性的变动。

其次,依据各公司年被分配所属组别赋值,成长期赋值0,成熟期赋值1,衰退期赋值2。在赋值后,将上述三个变量的分值分别为0,0,0的样本归类为成长期,将分值分别为1,1,1的样本归类为成熟期,将分值为2,2,2的样本归类为衰退期。生命周期变量的值为三个变量分值之和,因此,成长期、成熟期和衰退期三个阶段中,生命周期变量的值分别为0,3和6。

最后,将处在成长期阶段的各年数据汇总,作为成长期的总样本。同样,将成熟期和衰退期阶段的各年数据汇总,得到成熟期和衰退期阶段的总样本。

##### (三)研究变量的设定

1 因变量。因变量分别取现金股利支付意向(Pit)和现金股利支付率(PR)。现金股利支付意向为被解释二元离散变量,1表示i公司在t年度发放

了现金股利, 0则表示没有发放现金股利; 现金股利支付率其值为每股现金股利与每股收益的比率。

2 解释变量。企业生命周期变量(Life): 其值为企业所处的生命周期阶段, 即三个生命周期判断因子的值之和。当公司处在成长期时取值为 0, 处在成熟期和衰退期分别为 3和 6。

3 控制变量。(1) 资产规模(A), 即公司的资产总额。当公司规模越大时, 越有可能支付股利。为了控制资产绝对值波动的影响, 以下对其取对数。(2) 总资产报酬率(ROA)。当公司的盈利能力越大时, 越有可能支付股利, 股利支付率和每股现金股利也越高。(3) 资产负债率(Debt)。公司负债比率越大, 越不可能支付股利, 股利支付率和每股现金股利也越低。(4) 市值面值比(M/B)。国外实证研究表明, 上市公司分红与企业成长性关联较大。处于高速成长期的公司, 为了满足投资对资金的需求, 通常更希望将利润留存, 因而较少实施现金分红。从代理成本而言, 若当前投资机会不足, 发放现金股利还有利于限制管理层挪用闲置的资金。本文参考Fan a和 French(2001)的方法, 采用M/B作为成长性控制变量。(5) 第一大股东持股比例(Nol)。针对我国股市特殊的制度背景, 学者研究表明, 上市公司分派现金股利是出于利益输送, 股权集中度越高的公司, 越倾向于派现。本文采用第一大股东的持股比例作为股权集中度的控制变量。

#### (四) 模型构造

为了检验假设 1 和假设 2 构建如下 Logit 模型:

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = B_0 + B_1 \text{Life} + B_2 \ln(A) + B_3 \text{ROA} + B_4 \text{M/B} + B_5 \text{Nol} + E \quad (1)$$

为了检验假设 3 和假设 4 构建如下模型:

$$\text{PR} = B_0 + B_1 \text{Life} + B_2 \ln(A) + B_3 \text{ROA} + B_4 \text{Debt} + B_5 \text{M/B} + B_6 \text{Nol} + E \quad (2)$$

其中: 解释变量为生命周期(Life), 控制变量为总资产的自然对数(Ln(A)), 盈利能力(ROA)、资产负债率(Debt)、成长机会(M/B)、第一大股东持股比例(Nol)。

## 四、实证结果与分析

### (一) 样本描述性统计

1 生命周期阶段划分变量描述性统计。为了解本文的生命周期划分方法是否合理地划分了企业所处的各个阶段, 及企业在各个阶段中生命周期划分变量的差别, 本文对生命周期划分变量进行了描述性统计分析。

从表 2 可看出, 在成长期到衰退期的整个过程中, 划分生命周期的主营业务收入增长率平均值逐渐减少, 同时资本支出率的平均值也是逐渐减少的, 且成长期和成熟期主营业务收入增长率和资本支出率都大大高于衰退期的增长率, 衰退期的主营业务收入增长率和经营活动现金净流量除以总资产这两个指标均出现负值。而对于经营活动现金净流量/总资产来说, 成熟期的平均值最大, 成长期次之, 衰退期的最小。说明这三个变量能较好地划分企业所处的生命周期阶段。

表 2 生命周期阶段划分变量描述性统计资料

| 阶段  | 样本数 | 生命周期划分变量 |          |               |        |
|-----|-----|----------|----------|---------------|--------|
|     |     | 主营增长率(%) | 资本支出率(%) | 经营活动现金净流量/总资产 |        |
| 成长期 | 245 | 平均值      | 45.06    | 13.32         | 4.83   |
|     |     | 最大值      | 185.76   | 34.25         | 7.46   |
|     |     | 最小值      | 22.87    | 6.20          | 1.76   |
| 成熟期 | 203 | 平均值      | 17.14    | 5.37          | 10.13  |
|     |     | 最大值      | 29.28    | 8.04          | 25.82  |
|     |     | 最小值      | 4.09     | 2.62          | 6.49   |
| 衰退期 | 437 | 平均值      | -6.03    | 1.42          | -1.50  |
|     |     | 最大值      | 12.30    | 3.59          | 3.20   |
|     |     | 最小值      | -71.50   | 0.01          | -23.38 |

2 各阶段股利支付率和股利支付水平描述性统计分析。统计表明, 成长期股利支付率、每股股利的平均值分别是 30.62% 和 0.07, 成熟期股利支付率、每股股利的平均值分别是 40.08% 和 0.11, 衰退期股利支付率、每股股利的平均值分别是 10.53% 和 0.01。由此可见, 不管是股利支付率还是每股现金股利, 成熟期的平均值都大于成长期和衰退期, 即在成熟期阶段的公司倾向于支付股利。

### (二) 单变量分析)) t检验和非参数检验

1 生命周期划分变量 t检验和非参数检验结果和分析。采用独立样本 t检验和 Mann-Whitney U无

母数方法来检验各阶段的样本的生命周期划分变量,检验结果见表3。

表3 生命周期变量T检验和非参数检验结果

| 指标            | 假说        | t值        | Z值         |
|---------------|-----------|-----------|------------|
| 主营增长率         | 成长期 > 成熟期 | 17.896*** | -17.944*** |
|               | 成熟期 > 衰退期 | 23.038*** | -19.888*** |
| 资本支出率         | 成长期 > 成熟期 | 23.648*** | -18.020*** |
|               | 成熟期 > 衰退期 | 43.412*** | -20.304*** |
| 经营活动现金净流量/总资产 | 成熟期 > 成长期 | 22.800*** | -17.822*** |
|               | 成熟期 > 衰退期 | 36.172*** | -20.376*** |
|               | 成长期 > 衰退期 | 24.007*** | -21.454*** |

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%的水平下显著,下同。

从生命周期划分变量的参数检验和非参数检验可以看出,处在三个生命周期阶段的样本,其生命周期划分变量的大小与表1的结论一致,且都在1%的水平下显著。即资本支出与主营增长率均为成长期显著大于成熟期,成熟期显著大于衰退期;而经营活动现金净流量/总资产为成熟期显著大于成长期和衰退期,成长期显著大于衰退期。因此,进一步表明这三个变量较好地划分了企业所处的生命周期阶段。

2 股利支付率 t检验和非参数检验结果和分析。采用独立样本 t检验和 Mann-Whitney U 无母数方法来检验股利支付率假说,检验结果见表4。

表4 现金股利支付率参数检验和非参数检验结果

| 指标      | 假说        | t值        | Z值         |
|---------|-----------|-----------|------------|
| 现金股利支付率 | 成熟期 > 成长期 | 2.782***  | -3.000***  |
|         | 成熟期 > 衰退期 | 10.231*** | -12.739*** |

从现金股利支付率的参数检验和非参数检验可以看出,成熟期的现金股利支付率显著大于成长期和衰退期的现金股利支付率。假设3和假设4得到了验证。

### (三)多元回归结果和分析

由于证监会在2001年起将上市公司的分红状况作为考察其是否具有再融资资格的条件之一,且2005年我国开始了股权分置改革,为了减少这些噪音,本文分别对2000~2006年和2001~2004年区

间的样本,从股利支付意向、股利支付率两方面进行了检验。

1 现金股利支付意向回归结果和分析。运用 Logistic 回归方法检验企业的现金股利支付意向是否会随着企业生命周期阶段的变化而调整。

首先,2000~2006年的样本回归分析结果表明,对于成长期和成熟期两阶段来说,现金股利支付意向与生命周期变量之间呈正相关,但不显著,假设1没有被支持。而对于成熟期和衰退期两阶段来说,不管是否加入控制变量,现金股利支付意向都与生命周期变量显著负相关。因此,假设2获得支持,成熟期的股利支付意向大于衰退期。

对于成长期到成熟期现金股利支付意向与生命周期变量之间正相关关系没有得到支持的原因,本文认为主要是我国监管政策所致。我国上市公司不分红现象十分突出,为了规范上市公司的股利政策,证监会从2001年起将上市公司的分红状况作为考察其是否具有再融资资格的条件之一,迫使很多上市公司为了获得再融资资格,实现后续融资而普遍采取了针对该政策的策略性分配行为,导致了股利发放公司的数目和比重两个指标大幅度上升。本文认为,由于证监会的这一政策,可能导致了生命周期变量与现金股利支付意向之间非显著的正相关关系。因为,处于成长期的公司主营业务收入增长率和资本支出率都很高,虽然该阶段高的主营业务增长率给企业带来了大量的现金流入,但同时需要企业大量的投资支出作为支撑,大量的资本支出可能使得公司收入并不能弥补支出,为了进一步发展和提高市场占有率,企业希望能通过发放股票股利或配股来获得所需的投资支出资金。而在现有政策下,就必须保持现金股利支付以获得后续再融资的资格,从而导致了成长期和成熟期阶段现金股利支付意向与生命周期变量之间非显著的正相关关系。

其次,2001~2004年的样本回归实证结果同样表明,在现金股利支付意向方面,成熟期和成长期并不存在显著差异,而成熟期的股利支付意向显著大于衰退期。

表5 现金股利支付意向与生命周期的回归结果

| 生命周期                      |    | 成长期到成熟期支付意向比较 |           |           |           | 成熟期到衰退期支付意向比较 |           |           |           |
|---------------------------|----|---------------|-----------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 时段区间                      |    | 2000~2006     |           | 2001~2004 |           | 2000~2006     |           | 2001~2004 |           |
| 常数                        | 系数 | 0.724***      | -5.635*** | 0.590     | -5.020*   | 3.118***      | -6.331*** | 3.747***  | -5.694*** |
|                           | P值 | 0.000         | 0.000     | 0.001     | 0.015     | 0.000         | 0.000     | 0.000     | 0.020     |
| Life                      | 系数 | 0.002         | 0.017     | 0.151*    | 0.143     | -0.796**      | -0.227**  | -0.901*** | -0.252*   |
|                           | P值 | 0.975         | 0.832     | 0.096     | 0.180     | 0.000         | 0.009     | 0.000     | 0.032     |
| Ln(A)                     | 系数 |               | 0.586***  |           | 0.506*    |               | 0.780*    |           | 0.669*    |
|                           | P值 |               | 0.000     |           | 0.042     |               | 0.000     |           | 0.015     |
| ROA                       | 系数 |               | 42.525*** |           | 44.364*** |               | 53.403*** |           | 68.723*** |
|                           | P值 |               | 0.000     |           | 0.000     |               | 0.000     |           | 0.000     |
| M/B                       | 系数 |               | -0.170    |           | -0.380    |               | -0.056    |           | -0.141    |
|                           | P值 |               | 0.529     |           | 0.349     |               | 0.854     |           | 0.760     |
| Nol                       | 系数 |               | 1.343**   |           | 1.481*    |               | 0.349     |           | 0.765     |
|                           | P值 |               | 0.044     |           | 0.084     |               | 0.617     |           | 0.404     |
| -2Loglikelihood           |    | 565.583       | 460.916   | 322.831   | 269.738   | 640.589       | 367.514   | 238.822   |           |
| Nagelkerke R <sup>2</sup> |    | 0.000         | 0.291     | 0.015     | 0.270     | 0.318         | 0.379     | 0.667     |           |
| 样本数                       |    | 448           | 448       | 262       | 262       | 640           | 382       | 382       |           |

表6 现金股利支付率多元回归结果

| 生命周期               |    | 成长期到成熟期支付意向比较 |           |           |          | 成熟期到衰退期支付意向比较 |           |           |           |
|--------------------|----|---------------|-----------|-----------|----------|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 时段区间               |    | 2000~2006     |           | 2001~2004 |          | 2000~2006     |           | 2001~2004 |           |
| 常数                 | 系数 | 0.306***      | -0.188    | 0.275***  | 0.090    | 0.696***      | -0.080    | 0.803***  | 0.146     |
|                    | P值 | 0.000         | 0.319     | 0.000     | 0.729    | 0.000         | 0.649     | 0.000     | 0.581     |
| Life               | 系数 | 0.032***      | 0.012     | 0.061***  | 0.037**  | -0.099**      | -0.062**  | -0.115*** | -0.071*** |
|                    | P值 | 0.006         | 0.296     | 0.000     | 0.008    | 0.000         | 0.000     | 0.000     | 0.000     |
| Ln(A)              | 系数 |               | 0.080**   |           | 0.039    |               | 0.091**   |           | 0.075**   |
|                    | P值 |               | 0.000     |           | 0.197    |               | 0.000     |           | 0.008     |
| ROA                | 系数 |               | 0.550     |           | 0.948    |               | 0.359*    |           | 0.271     |
|                    | P值 |               | 0.369     |           | 0.218    |               | 0.036     |           | 0.217     |
| Debt               | 系数 |               | -0.475**  |           | -0.455** |               | -0.283**  |           | -0.375**  |
|                    | P值 |               | 0.001     |           | 0.005    |               | 0.001     |           | 0.003     |
| M/B                | 系数 |               | -0.006    |           | -0.026   |               | 0.014     |           | 0.004     |
|                    | P值 |               | 0.893     |           | 0.657    |               | 0.653     |           | 0.925     |
| Nol                | 系数 |               | 0.301**   |           | 0.273*   |               | 0.178*    |           | 0.197*    |
|                    | P值 |               | 0.002     |           | 0.017    |               | 0.021     |           | 0.067     |
| F值                 |    | 7.740***      | 10.326*** | 20.991*** | 9.028*** | 104.670***    | 32.006*** | 74.150*** | 20.375*** |
| 调整后 R <sup>2</sup> |    | 0.015         | 0.111     | 0.071     | 0.156    | 0.140         | 0.225     | 0.161     | 0.234     |
| DrubinWatson       |    |               | 1.911     |           | 1.869    |               | 1.811     |           | 1.709     |
| 样本数                |    | 448           | 448       | 262       | 262      | 640           | 640       | 382       | 382       |

## 2 现金股利支付率多元回归结果和分析

首先,从2000~2006年的样本回归结果可看出,在成长期到成熟期,当未加入控制变量时,生命周期变量与现金股利支付率显著正相关,说明成熟期的现金股利支付率大于成长期的现金股利支付率,公司会根据企业所处的生命周期来调整公司的股利政策。但加入控制变量后,生命周期变量变得不显著,这可能是由于上述监管政策所致。假设3部分获得支持。而在成熟期到衰退期的回归中,不

管是否加入控制变量,生命周期变量都与现金股利支付率显著负相关,说明成熟期的现金股利支付率大于衰退期的现金股利支付率,假设4获得支持。

其次,从2001~2004年的样本回归结果可看出,成熟期的现金股利支付率显著大于成长期和衰退期。由于加入控制变量后生命周期变量在1%的水平下显著,说明政策会影响公司的股利政策。

3 稳健性检验。用每股现金股利衡量股利支付率,结果表明,现金股利倾向于由成熟的、盈利能力

好的公司支付, 成熟期的每股现金股利显著大于成长期和衰退期。因篇幅所限, 具体数据不予报告。

## 六、结论

本文首次运用生命周期理论, 着重从股利支付意向、股利支付率两方面实证检验了生命周期理论和现金股利的关系, 对我国上市公司的现金股利政策派发进行了新的理论阐述和解释。研究结果发现:

1 我国上市公司在考虑是否支付股利时, 将企业所处的生命周期阶段作为考虑因素之一。成熟期的股利支付意向显著大于衰退期, 但成长期到成熟期的股利支付意向并没有显著增加。本文认为, 这主要是监管政策所致, 为了获得配股和增发的资格, 使得上市公司在成长期派发现金股利, 导致了从成长期到成熟期股利支付意向的增加并不显著。

2 上市公司会根据所处的生命周期阶段来调整股利支付率。成熟期的股利支付率显著大于衰退期。对于成熟期和成长期, 虽然 2000~2006 年期间加入控制变量后不显著, 但是在剔除政策/噪音后, 即 2001~2004 年股利支付率从成长期到成熟期是显著增加的, 股利支付率与生命周期变量显著正相关。

综上所述, 本文的研究结果基本支持了股利生命周期理论, 与 DeAngelo (2006) 等, Fama 和 French

(2001) 的研究基本一致, 成熟的、盈利能力好的公司更倾向于支付现金股利, 上市公司会综合考虑企业本身特性、外部经营环境及股东的预期来制定合适的股利政策, 使得企业成长与股东预期之间达到均衡, 满足企业在不同生命阶段对资金的需求。同时本文也发现, 由于我国监管部门将上市公司是否支付现金股利作为再融资的资格条件, 使得股利生命周期理论受到一定的影响。

## 参考文献:

- [1] Anthony J H., K Ramesh Association between accounting performance measures and stock prices [J], Journal of Accounting and Economics 1992, 15: 203- 227
- [2] Fama Eugene F., Kenneth R French Disappearing dividends Changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J], Journal of Financial Economics 2001, 60: 3- 44.
- [3] Gustavo Grullon Roni Michaely Bhaskaran Swaminathan re dividend changes a sign of firm maturity [J], Journal of Business 2002, 75: 3 - 387.
- [4] Denis David J, Igor Osobov Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy [R], Working Paper Purdue University and Georgia State University, 2007.
- [5] Black E. L. Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures [J], Journal of Financial Statement Analysis 1998 (2): 40- 56.

# New Research Perspective of Cash Dividend Firm Life Cycle Theory

LI Changqing PENG Feng

(Center for Accounting Studies of Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005, China)

Abstract Based on firm life cycle theory this paper examines the cash dividends policy of listed companies in China We consider two aspects of dividend policy the propensity to pay cash dividend dividend paying ratio and examine whether firm life cycle theory can explain the dividend policy of Chinese listed companies over the period 2000 to 2006 We find that a firm's life cycle has significant influence on its dividend policy However it is also affected by some equity offering conditions

Key words Firm Life Cycle Cash Dividend Dividend Policy