

公司成熟度、剩余负债能力 与现金股利政策^{*}

——基于财务柔性视角的实证研究

董理,茅宁

(南京大学商学院,江苏南京 210093)

摘要:文章基于财务柔性视角,探讨了剩余负债能力对公司现金股利支付生命周期特征的影响机理,并利用中国上市公司 2005—2011 年数据进行了实证检验。研究发现,现金股利支付与公司成熟度总体上正相关,但当公司剩余负债能力不同时,两者的正相关关系会发生变化:当剩余负债能力较高时,两者之间不再存在正相关关系;而当剩余负债能力较低时,两者之间的正相关关系增强。文章研究结论从财务柔性角度拓展了现金股利政策的生命周期理论,并为公司管理者和政府监管部门的相关决策提供了新的思路。

关键词:现金股利;公司成熟度;剩余负债能力;财务柔性;生命周期理论

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)11-0059-10

一、引言

在西方成熟资本市场中,现金股利政策能够反映上市公司当期的盈利能力及未来的发展前景,是判断上市公司是否具有投资价值的重要参照。由于我国资本市场起步较晚、发展不够完善,股利发放还没有受到上市公司的足够重视。为了规范资本市场运行、保护中小投资者利益,近年来监管部门多次出台相关政策要求上市公司必须明确分红政策。那么,上市公司应当如何制定合理的现金股利政策呢?这一直是受到公司财务领域学者广泛关注的热点问题,但现有研究尚未达成一致结论,因而 Black(1976)将这一问题称为“股利之谜”。从 MM 的股利无关论开始,信号传递理论、代理成本理论等分别从不同角度对“股利之谜”做出了解答,但每种理论的解释能力都是有限的。

近年来,西方学者把生命周期理论引入了股利政策研究(胡元木和赵新建,2011)。该理论认为,管理者应根据公司成熟度决定是否支付及支付多少现金股利。其基本思想是,公司以股东价值最大化作为股利政策目标,成熟度

收稿日期:2013-06-19

基金项目:国家自然科学基金项目(71372031、71072040)

作者简介:董理(1980—),女,江苏阜宁人,南京大学商学院博士研究生;

茅宁(1955—),男,江苏南京人,南京大学商学院教授,博士生导师。

较低的公司盈利能力较弱,在遇到有价值的投资机会时应选择保留盈余用于未来发展,而不分发或少分发现金股利;成熟度较高的公司盈利能力较强,对它有吸引力的投资机会较少,从而应选择分发较多现金股利(Bulan 和 Subramanian,2008a)。据此,管理者需要在保留盈余和支付现金股利之间进行权衡,在公司成熟度较低时应尽可能保留盈余,将其投入到公司发展中。因此,该理论的本质是将保留盈余作为可提供财务柔性(或称为财务弹性、财务灵活性,financial flexibility)的内部资源,这与近年来受到广泛关注的财务柔性理论的基本理念是一脉相承的(Blau 和 Fuller,2008;董理和茅宁,2013)。

然而,现金股利政策的生命周期理论没有关注财务柔性的另一主要来源剩余负债能力(即可提供财务柔性的外部资源)对公司把握未来投资发展机会的重要作用。事实上,很多公司采取比资本结构理论预测值低得多的杠杆率,以保持充分的剩余负债能力来满足未来的投资需求(Marchica 和 Mura,2010)。剩余负债能力使公司发展不必完全依赖于内部资金,这给管理者在决定现金股利政策时提供了更大的选择空间。如果已储备的剩余负债能力足以满足未来投资需求,那么公司可以选择减少保留盈余,而增加现金股利支付,这向投资者传递了公司良好发展的信号,有利于提高公司的市场价值;或者由于对未来投资机会有良好预期,公司在储备剩余负债能力的同时也可能选择将保留盈余用于投资,而减少现金股利支付。因此,我们认为剩余负债能力会影响管理者在保留盈余和支付现金股利之间的权衡,从而影响现金股利政策的生命周期特征。

基于此,本文基于财务柔性视角探讨剩余负债能力对公司现金股利支付生命周期特征的影响机理,并利用中国上市公司 2005—2011 年数据进行实证检验。本文可能的贡献体现在:一是将财务柔性理论运用于股利政策研究领域,拓展了股利政策的生命周期理论;二是实证考察了剩余负债能力对公司成熟度与现金股利支付两者关系的调节作用,为公司管理者和政府监管部门的相关决策提供了新的思路。

二、文献回顾与研究假设

Fama 和 French(2001)、Grullon 等(2002)以及 DeAngelo 和 DeAngelo(2006)提出现金股利政策具有生命周期特征,即公司成熟度与现金股利支付之间存在显著的正相关关系。DeAngelo 等(2006)对此进行了实证检验。Denis 和 Osobov(2008)以美国等六个国家上市公司为样本的跨国研究也得到公司成熟度与现金股利支付正相关的结论。国内学者杨汉明(2008)、徐腊平(2009)、李长青和彭锋(2009)、宋福铁和屈文洲(2010)、宋福铁和梁新颖(2010)、王傅强(2013)等也都证实现金股利政策的生命周期理论同样适用于解释我国上市公司的现金股利支付行为。

DeAngelo 等(2009)指出,现金股利政策生命周期理论的本质是公司在保

留盈余和支付现金股利之间的权衡会因公司收益和投资机会的变化而变化。年轻公司的收益相对较少,应尽量避免支付现金股利,而将所有收益都用于满足投资需求;随着公司成熟度的提高,收益稳定增长,而投资机会却越来越少,公司收益在满足资金需求后仍有剩余,则应当用于支付现金股利。

Blau 和 Fuller(2008)指出,股利政策的生命周期理论体现了管理者在制定股利政策时对财务柔性的关注。财务柔性一般是指公司以低成本获得和重构融资来源的能力(Gamba 和 Triantis,2008),可以使公司在不完备的资本市场中及时获取所需资金,抓住投资机会、避免陷入财务困境,其来源包括内部资金和外部资金两类(董理和茅宁,2013)。发放现金股利会减少管理者可控的内部资金,削弱公司的内部融资能力,降低财务柔性水平。因此,避免或减少现金股利支付,保证有足够的内部资金以把握有价值的投资机会,成为管理者的必然选择。换言之,管理者制定现金股利政策时会受到公司财务柔性的影响(邓康林和刘名旭,2013)。

然而,现金股利政策的生命周期理论只考虑了公司可以通过避免或减少现金股利支付来保留内部资金、获得财务柔性,而没有关注到财务柔性的外部资金来源剩余负债能力(公司实际选择的负债率小于资本结构理论预测的杠杆率),即通过保持举债能力来创造财务柔性(Marchica 和 Mura,2010)。

早期研究大多认为财务柔性来自内部资金可得性(Myers 和 Majluf,1984;Baskin,1987;Opler 等,1999),但近年来大量研究表明,剩余负债能力产生的外部资金可得性是财务柔性的另一主要来源。Graham(2000)最早发现,规模较大的盈利公司非常保守地使用债务且具有持久性。Graham 和 Harvey(2001)的调查表明,CFO 普遍认为剩余负债能力非常重要,能够使公司在未来抓住有利的投资机会。Bancel 和 Mittoo(2004)、Brounen 等(2006)的实证研究也都证实了这一点。DeAngelo 等(2011)给出了详细解释,认为负债率的选择不仅要权衡公司债务融资的税盾和困境成本,还要考虑事前借贷导致事后不能借贷的机会成本,而传统的资本结构理论忽视了这一机会成本,考虑到需要为未来投资机会进行借贷,最佳的财务决策是采用较低的杠杆率,保持充分的举债能力。

实际上,公司同时利用内外部两种资金来源来保持财务柔性(Byoun,2008;Gamba 和 Triantis,2008)。Marchica 和 Mura(2010)、Denis 和 McKeon(2012)以及 Arslan 等(2013)指出,剩余负债能力高代表公司对未来有价值的投资机会具有良好预期。基于这个预期,公司会采取低杠杆率来储备财务柔性,积累借贷能力。这样,当遇到有利的投资机会时,公司就可以利用剩余负债能力来提高经营绩效,而不必完全依赖于保留盈余。因此,Blau 和 Fuller(2008)以及 Rapp 等(2012)指出,管理者在制定现金股利政策时不仅会考虑内部资金提供的财务柔性,还会考虑外部资金提供的财务柔性。

由于对未来投资机会有良好预期,年轻公司对财务柔性的需求更强烈,会选择保持更高的剩余负债能力(Byoun,2011)。它们也可以尽量避免或减少支付现金股利,将保留盈余用于未来投资。但根据 DeAngelo 和 DeAngelo(2007),保留盈余会导致严重的代理问题,而发放现金股利则能够给公司带来良好的声誉,使其更容易进行外部融资。因此,年轻公司可以将部分盈余用于发放现金股利,减少代理成本,并建立良好声誉。当预期的投资机会出现时,事前积累的剩余负债能力就可用来满足当前的投资需求、促进公司成长(Byoun,2011)。随着公司成熟度的提高,公司收益增多,现金股利发放会增加。

虽然股利政策的生命周期理论指出,成熟公司的盈余充裕且已没有好的投资机会,从而选择发放较多的现金股利,但是它们也会为了保持较高的财务柔性而选择少支付或不支付股利。Byoun(2011)指出,成熟公司会使用保留盈余来偿还先前的借贷,同时为未来投资发展重新积累剩余负债能力,此时剩余负债能力会增强。而 Bulan 和 Subramanian(2008b)则发现,为了把握新的投资机会,成熟公司会选择不支付现金股利,而利用保留盈余与剩余负债能力共同帮助公司进一步成长,此时剩余负债能力会减弱。

综上所述,无论是年轻公司还是成熟公司,管理者制定现金股利政策时对财务柔性的关注主要取决于对未来投资机会的预期和对当前投资机会的把握。如果剩余负债能力较高,则说明公司对未来的投资机会会有良好预期,有能力完全或部分满足预期投资需求。此时,公司可能出于建立良好声誉并缓解代理问题的需要,支付较多的现金股利;也可能为了获得更大的财务柔性,不支付或少支付现金股利。相反,如果剩余负债能力较低,则说明公司已将源于外部的财务柔性用于满足当前投资需求,未来投资将更多地依靠于内部资金,从而公司成熟度与现金股利支付之间的正相关关系增强。可见,公司成熟度与现金股利之间的正相关关系会因剩余负债能力的不同而发生变化。总之,作为财务柔性的外部来源,剩余负债能力降低了公司对利用保留盈余来满足投资需求的依赖性,增强了管理者制定现金股利政策时的灵活性,对公司在保留盈余和支付现金股利之间的权衡必然产生影响。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1:当剩余负债能力较高时,公司成熟度与现金股利支付意愿及支付率之间不存在正相关关系。

假设 2:当剩余负债能力较低时,公司成熟度与现金股利支付意愿及支付率之间的正相关关系增强。

三、研究设计

(一)计量方法。参照 DeAngelo 等(2006)及 Rapp 等(2012)的研究方法,本文采用 pooled Logit 模型分析公司现金股利支付意愿,采用 pooled Tobit 模型分析其现金股利支付率。首先,利用层级回归方法,检验剩余负债能力是否存在调

节效应；然后，利用分组回归方法，检验不同的剩余负债能力对公司成熟度与现金股利支付两者关系的影响；最后，利用分位数回归方法进一步检验假设。

(二)变量说明

1. 被解释变量：现金股利支付意愿(Payer)及支付率(DI)。现金股利政策包括两个方面：一是公司是否愿意支付现金股利；二是公司愿意支付多少现金股利。因此，本文设置了两个被解释变量：一是现金股利支付意愿(Payer)，用虚拟变量来表示，如果公司支付了现金股利，则 Payer 取 1，否则取 0；二是现金股利支付率(DI)，用现金股利与净利润的比值来测度。

2. 解释变量：公司成熟度(FM)。根据 DeAngelo 等(2006)及宋福铁和梁新颖(2010)，本文采用公司保留盈余在所有者权益中的占比来度量公司成熟度，这一比率越大说明公司成熟度越高，反之则越低。

3. 调节变量：公司剩余负债能力(SDC)。根据 Arslan 等(2013)的判定方法，本文基于公司杠杆率的中位数，设置虚拟变量来区分剩余负债能力高低。如果公司杠杆率高于中位数，则认为剩余负债能力较低，SDC 取 1，否则取 0。

4. 控制变量。借鉴 Fama 和 French(2001)的研究方法，本文控制了公司盈利能力(ROA)、公司规模(Size)和公司成长性(TobinQ)这三个影响股利政策的重要因素。此外，我们还控制了公司上一年度的盈利能力(ROA(-1))、股利支付意愿(Payer(-1))和股利支付率(DI(-1))。

(三)样本选取与数据来源。本文选取了 2005—2011 年沪深 A 股上市公司作为初始研究样本，并剔除了金融类、ST、2004 年及以后上市以及财务数据异常的公司，最后得到 838 家公司的 5 866 个观测值。本文数据来自 CCER 数据库和 Wind 数据库。

四、实证结果分析

(一)描述性统计。表 1 给出了按调节变量分组的描述性统计结果。从中可以看出，高剩余负债能力组的大多数变量值比低剩余负债能力组要高，说明剩余负债能力较高的公司对未来投资机会有良好预期，发展状态较佳。同时，从 t 检验可以看出，两组样本的确存在显著差异。

表 1 描述性统计

变量	低剩余负债能力组					高剩余负债能力组					t 值
	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	
Payer	0.59	1.00	0.492	0	1	0.65	1.00	0.478	0	1	-4.626 ***
DI	0.216	0.127	0.262	0	1	0.268	0.198	0.284	0	1	-7.196 ***
FM	0.230	0.262	0.299	-3.571	0.965	0.282	0.279	0.194	-2.717	0.955	-7.875 ***
ROA	0.023	0.022	0.039	-0.435	0.220	0.050	0.040	0.052	-0.274	0.384	-22.529 ***
Size	22.254	22.114	1.153	19.238	27.753	21.611	21.501	1.034	19.021	28.673	22.483 ***
TobinQ	1.442	1.250	1.936	-97.00	9.210	1.955	1.550	1.282	0.010	15.110	-11.980 ***
ROA(-1)	0.024	0.022	0.040	-0.435	0.297	0.047	0.039	0.052	-0.326	0.384	-19.145 ***
Payer(-1)	0.60	1.00	0.490	0	1	0.63	1.00	0.482	0	1	-2.740 ***
DI(-1)	0.238	0.151	0.277	0	1	0.280	0.213	0.296	0	1	-5.627 ***

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平，下表同。

(二)剩余负债能力调节效应检验。本文采用层级回归方法来检验剩余负债能力是否对公司成熟度与现金股利政策两者关系具有调节效应,检验结果见表 2。其中,列(1)—列(3)是以现金股利支付意愿作为被解释变量的 pooled Logit 层级回归,列(4)—列(6)是以现金股利支付率作为被解释变量的 pooled Tobit 层级回归。

列(1)结果显示,控制变量与现金股利支付意愿(Payer)都显著相关。列(2)在列(1)的基础上加入了解释变量公司成熟度(FM)和调节变量剩余负债能力(SDC),两者的系数均显著。列(3)在列(2)的基础上加入了公司成熟度和剩余负债能力的交互项,结果显示交互项 FM×SDC 的系数非常显著,表明剩余负债能力对公司成熟度与现金股利支付意愿两者关系具有调节效应。

列(4)结果显示,控制变量与现金股利支付率(DI)都显著相关。列(5)在列(4)的基础上加入了解释变量 FM 和调节变量 SDC,两者的系数也均显著。列(6)在列(5)的基础上加入了 FM 和 SDC 的交互项,结果显示交互项 FM×SDC 的系数也非常显著,表明剩余负债能力对公司成熟度与现金股利支付率两者关系也具有调节效应。

表 2 剩余负债能力调节效应检验

	现金股利支付意愿			现金股利支付率		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
con	-10.031*** (0.880)	-10.370*** (0.918)	-10.490*** (0.922)	-1.188*** (0.105)	-1.227*** (0.109)	-1.226*** (0.109)
ROA	26.280*** (1.453)	25.252*** (1.494)	25.379*** (1.494)	1.434*** (0.147)	1.237*** (0.157)	1.342*** (0.160)
Size	0.404*** (0.040)	0.423*** (0.042)	0.429*** (0.043)	0.051*** (0.005)	0.053*** (0.005)	0.054*** (0.005)
TobinQ	-0.314*** (0.054)	-0.312*** (0.054)	-0.309*** (0.054)	-0.010*** (0.003)	-0.010*** (0.003)	-0.010*** (0.003)
ROA(-1)	5.470*** (1.154)	4.515*** (1.212)	4.632*** (1.214)	1.022*** (0.149)	0.834*** (0.158)	0.943*** (0.162)
Payer(-1)	1.785*** (0.073)	1.758*** (0.074)	1.755*** (0.075)			
DI(-1)				0.602*** (0.018)	0.597*** (0.018)	0.596*** (0.018)
FM		0.448** (0.218)	0.334* (0.221)		0.088*** (0.032)	0.043 (0.034)
SDC		-0.158** (0.078)	-0.143* (0.078)		-0.031*** (0.012)	-0.036*** (0.012)
FM×SDC			1.104*** (0.386)			0.273*** (0.054)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.337	0.338	0.339	0.236	0.238	0.241
N	5 866	5 866	5 866	5 866	5 866	5 866

注:括号内为标准差,Year 为年份虚拟变量,下表同。

(三)假设检验。我们运用分组回归方法来检验剩余负债能力的组间调节作用,首先根据公司剩余负债能力(SDC)的取值对样本进行分组,然后分别对全样本、低剩余负债能力组和高剩余负债能力组进行回归,最后比较各组回归结果。

我们首先利用 pooled Logit 模型来分析公司的现金股利支付意愿,估计结果见表 3。表 3 列(1)结果显示,公司成熟度(FM)与现金股利支付意愿(Payer)显著正相关,说明我国上市公司的现金股利支付意愿具有生命周期特征。将 FM 的系数与列(2)和列(3)进行比较后发现,公司成熟度与现金股利支付意愿的相关关系发生了明显变化。列(2)中 FM 的系数仍显著为正,但数值变大,说明剩余负债能力较低的公司主要利用自有资金进行投资,所以其成熟度与现金股利支付意愿的正相关关系增强;而列(3)中 FM 不显著,说明剩余负债能力较高的公司对投资机会有良好预期,从而储备了源于外部资金的财务柔性,所以其成熟度与现金股利支付意愿不再显著正相关。

表 3 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利支付意愿

	(1)全样本	(2)大于中位数	(3)小于中位数	(4)大于 75%分位数	(5)小于 25%分位数
con	-9.887 *** (0.882)	-11.259 *** (1.304)	-10.204 *** (1.418)	-8.138 *** (1.814)	-7.446 *** (2.131)
FM	0.441 ** (0.217)	0.575 ** (0.298)	-0.028 (0.330)	1.085 *** (0.427)	0.337 (0.476)
ROA	25.712 *** (1.481)	30.764 *** (2.566)	22.310 *** (1.820)	33.370 *** (4.145)	23.170 *** (2.450)
Size	0.396 *** (0.040)	0.453 *** (0.058)	0.419 *** (0.062)	0.326 *** (0.079)	0.287 *** (0.100)
TobinQ	-0.308 *** (0.054)	-0.358 *** (0.108)	-0.271 *** (0.062)	-0.766 *** (0.209)	-0.306 *** (0.079)
ROA(-1)	4.740 *** (1.212)	7.605 *** (2.145)	3.262 ** (1.472)	8.994 *** (3.428)	-0.570 (1.898)
Payer(-1)	1.757 *** (0.074)	1.651 *** (0.104)	1.892 *** (0.109)	1.694 *** (0.146)	2.202 *** (0.163)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.337	0.328	0.352	0.334	0.391
N	5 866	2 933	2 933	1 467	1 467

接下来我们利用 pooled Tobit 模型来分析公司的现金股利支付率,估计结果见表 4。表 4 列(1)结果显示,公司成熟度(FM)与现金股利支付率(DI)也显著正相关,说明我国上市公司的现金股利支付率也具有生命周期特征。同理,将 FM 的系数与列(2)和列(3)进行比较后发现,公司成熟度与现金股利支付率的相关关系也发生了明显变化。列(2)中 FM 的系数仍显著为正,但数值变大,说明剩余负债能力较低的公司成熟度与现金股利支付率的正相关关系也增强;而列(3)中 FM 的系数不显著,说明剩余负债能力较高的公司成熟度与现金股利支付率不再显著正相关。综上分析,假设 1 和假设 2 得到验证。

表 4 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利支付率

	(1)全样本	(2)大于中位数	(3)小于中位数	(4)大于 75%分位数	(5)小于 25%分位数
con	-1.152 *** (0.106)	-1.341 *** (0.155)	-0.983 *** (0.168)	-1.230 *** (0.216)	-0.894 *** (0.250)
FM	0.082 *** (0.032)	0.114 *** (0.045)	-0.061 (0.051)	0.229 *** (0.061)	-0.048 (0.068)

续表 4 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利支付率

	(1)全样本	(2)大于中位数	(3)小于中位数	(4)大于 75%分位数	(5)小于 25%分位数
ROA	1.326 *** (0.154)	1.931 *** (0.300)	1.329 *** (0.199)	1.982 *** (0.488)	1.458 *** (0.260)
Size	0.049 *** (0.005)	0.055 *** (0.007)	0.045 *** (0.008)	0.050 *** (0.010)	0.040 *** (0.012)
TobinQ	-0.010 *** (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.036 *** (0.008)	-0.002 (0.003)	-0.036 *** (0.009)
ROA(-1)	0.899 *** (0.157)	1.212 *** (0.288)	0.928 *** (0.199)	1.283 *** (0.434)	-0.508 ** (0.260)
DI(-1)	0.600 *** (0.018)	0.598 *** (0.027)	0.597 *** (0.025)	0.534 *** (0.038)	0.661 *** (0.036)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.237	0.234	0.246	0.240	0.278
N	5 866	2 933	2 933	1 467	1 467

(四)稳健性检验。为了保证上文结果的可靠性,参照 Arslan 等(2013)的做法,我们利用公司杠杆率的 25%分位数和 75%分位数来判断剩余负债能力的高低,运用分位数回归进行稳健性检验。如果公司的杠杆率大于 75%分位数,则认为剩余负债能力较低;如果公司的杠杆率小于 25%分位数,则认为剩余负债能力较高。估计结果见表 3 和表 4 中的列(4)和列(5)。从中可以看到,在显著性水平和符号不变的情况下,列(4)中 FM 的系数大于列(1)和列(2),说明剩余负债能力越低,公司融资越依赖于内部资金,所以公司成熟度与现金股利支付意愿及支付率之间的正相关关系越强;而列(5)中 FM 的系数与列(3)一致,都不显著,说明当剩余负债能力较高时,公司成熟度与现金股利支付之间不存在显著的正相关关系。假设 1 和假设 2 同样得到验证。

五、结论与启示

本文将财务柔性理论运用于股利决策研究领域,分析了剩余负债能力对现金股利支付生命周期特征的影响,并运用中国上市公司数据进行了实证检验。研究表明,虽然现金股利支付意愿及支付率与公司成熟度总体上正相关,但是当剩余负债能力不同时,这一正相关关系会发生变化:当公司剩余负债能力较高时,两者之间不再显著正相关;而当公司剩余负债能力较低时,两者之间的正相关关系增强。

从财务柔性视角看,股利政策的生命周期理论只考虑了公司内部资金(保留盈余)所提供的财务柔性。实际上,作为公司的外部融资能力,剩余负债能力提供了保持财务柔性的另一种有效选择,剩余负债能力越高,提供的财务柔性越大。也就是说,在剩余负债能力较高的情况下,公司不必完全依赖于保留盈余来满足投资需求;而在剩余负债能力较低的情况下,公司发展只能更多地依靠于内部资金。剩余负债能力使管理者在制定现金股利政策时具有更强的灵活性,是其在权衡保留盈余和支付股利时需要关注的重要因素。因此,本文的研究补充和拓展了现金股利政策的生命周期理论。

本文的研究结论还具有重要的实践指导意义。一方面,对公司管理者而

言,各项财务决策之间存在复杂的关联性,而且当前决策还会影响未来决策。为了应对未来的财务冲击,保持足够的财务柔性是管理者在当前财务决策时必须考虑的重要因素(DeAngelo 和 DeAngelo,2007)。因此,为了公司的长远发展,管理者在权衡保留盈余和支付股利时要关注公司的剩余负债能力,结合公司的投融资决策来制定现金股利政策。另一方面,对政府监管部门而言,仅仅从保护投资者当前利益出发,规定必须分发股利、孤立制定现金股利政策的做法是不可取的。应积极引导公司管理者在综合把握未来投资机会和财务柔性的基础上制定中长期股利政策规划,同时出台保证投资者长远利益的相关政策,使投资者转变投资理念,而不只着眼于眼前利益。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,使本文更加充实,当然文责自负。

主要参考文献:

- [1]邓康林,刘名旭.环境不确定性、财务柔性 with 上市公司现金股利[J].财经科学,2013,(2):46—55.
- [2]董理,茅宁.财务弹性问题前沿研究述评与未来展望[J].外国经济与管理,2013,(4):71—80.
- [3]胡元木,赵新建.西方股利政策理论的演进与评述[J].会计研究,2011,(10):82—87.
- [4]宋福轼,屈文洲.基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究[J].中国工业经济,2010,(2):140—149.
- [5]宋福轼,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):123—133.
- [6]杨汉明.寿命周期、股利支付与企业价值[J].管理世界,2008,(4):181—182.
- [7]Arslan Ö, Florackis C, Ozkan A. Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2013, forthcoming.
- [8]Blau B M, Fuller K P. Flexibility and dividends[J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(2): 133—152.
- [9]Bulan L T, Subramanian N. The firm life cycle theory of dividends[A]. Baker K H. The Blackwell companion to dividends and dividend policy[C]. Malden, MA: Blackwell Publishing, 2008a.
- [10]Bulan L T, Subramanian N. A closer look at dividend omissions: Payout policy, investment and financial flexibility[R]. Working Paper, Brandeis University, 2008b.
- [11]Byoun S. Financial flexibility and capital structure decision[R]. Working Paper, Baylor University, 2011.
- [12]DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 227—254.
- [13]DeAngelo H, DeAngelo L. Capital structure, payout policy, and financial flexibility [R]. Working Paper, University of Southern California, 2007.

- [14]DeAngelo H, DeAngelo L, Skinner D J. Corporate payout policy[J]. Foundations and Trends in Finance, 2009, 3(2-3): 95-287.
- [15]DeAngelo H, DeAngelo L, Whited T M. Capital structure dynamics and transitory debt[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(2): 235-261.
- [16]Denis D J, Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on determinants of dividend policy[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1):62-82.
- [17]Fama E, French K. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(1):3-43.
- [18]Gamba A, Triantis A. The value of financial flexibility[J]. Journal of Finance, 2008, 63(5): 2263-2296.
- [19]Marchica M T, Mura R. Financial flexibility, investment ability and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity[J]. Financial Management, 2010, 39(4): 1339-1365.
- [20]Rapp M S, Schmid T, Urban D L. The value of financial flexibility and payout policy [R].Working Paper, Philipps-Universitat Marburg, 2012.

Firm Maturity, Spare Debt Capacity and Cash Dividend Policy: Empirical Study from a Perspective of Financial Flexibility

DONG Li, MAO Ning

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: From a perspective of financial flexibility, this paper discusses the effect of spare debt capacity on the life cycle characteristics of cash dividend payments and makes an empirical test by using the data of Chinese listed companies from 2005 to 2011. It comes to the following conclusions: overall cash dividend payments are positively correlated with firm maturity, but in companies with different spare debt capacity, this positive correlation will change, that is to say in companies with higher spare debt capacity, this positive correlation does not exist and in companies with lower spare debt capacity, this positive correlation strengthens. These conclusions extend the life cycle theory of cash dividend policy from a perspective of financial flexibility and provide new ideas for decision-making of managers and regulators.

Key words: cash dividend; firm maturity; spare debt capacity; financial flexibility; firm life cycle theory

(责任编辑 康健)