

行业特征与现金股利政策*

——基于2004—2008年中国上市公司的实证研究

权小锋,滕明慧,吴世农

(厦门大学管理学院,福建 厦门 361005)

摘要:文章以2004—2008年沪深A股上市公司为研究样本,系统性地检验了行业因素对上市公司现金股利政策的影响。研究发现:行业前期现金股利支付对本期企业现金股利的支付意愿和支付水平产生显著的正向影响;行业竞争程度、行业自信水平对企业的股利支付意愿和支付水平产生负向影响;行业股利需求偏好、行业所处的生命周期并不影响企业当期的现金股利政策。国家分红政策效应的强化会使企业现金股利决策更加依赖行业因素。

关键词:行业特征;现金股利政策;股利支付意愿;股利支付水平

中图分类号:F406.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)08-0122-11

一、引言

国内外对于上市公司现金股利支付的研究,一般是从微观和宏观层面入手分析。微观层面研究涉及公司特性因素和公司治理因素。La Porta等(2000)基于“法与金融”的研究视角考察了投资者法律保护对股利政策的影响,开启了从宏观层面研究上市公司股利政策的先河。但是,从中观层面(行业因素)考察上市企业股利政策的文献却很少。行业因素对上市公司而言更是一种重要的外部治理机制(Grullon和Michaely,2008)。同行业的上市公司由于具有相同的竞争环境和产品生命周期,企业之间股利政策往往趋同或者“群聚”(黄娟娟,2009)。而不同行业的上市公司由于其财务特点差别较大,其股利政策的影响因素和适用政策往往存在很大差距。因此,从行业特征角度探讨上市公司的现金股利政策无疑更能揭示上市公司股利政策的本质。

自Lintner(1956)对股利行为的开创性研究以来,各种股利理论层出不

收稿日期:2010-03-12

基金项目:国家自然科学基金重点项目(70632001)

作者简介:权小锋(1981—),男,陕西大荔人,厦门大学管理学院博士研究生;

滕明慧(1979—),女,云南景洪人,厦门大学管理学院博士研究生;

吴世农(1956—),男,福建泉州人,厦门大学管理学院教授,博士生导师。

穷。综合来看,基本包括传统的“经济因素观”(Miller 和 Modigliani,1961; miller 和 Rock,1985; Allen 等,2000)和“行为因素观”(Baker 和 Wurgler,2004; Wei 和 Lie,2006)两种理论。“经济因素观”是在假设管理者和投资者完全理性的基础上研究股利的支付行为;而“行为因素观”是从管理者和投资者的心理出发,考虑了心理偏差对股利支付决策的影响,放弃了管理者和投资者完全理性的假设。前者基于税收、代理和信号等传统理论分析了上市公司现金股利发放的动因和影响因素,但对上市公司现金股利的行业“群聚”现象未给出合理的解释。而后者将投资者和管理层的行为纳入股利政策的影响因素,虽然增加了股利政策理论的解释力,但遗憾的是这些理论分析缺乏统一的框架,且研究结论在实证检验中也不稳定。因此科学的方法应是“经济因素”和“行为因素”结合起来,以形成对现金股利政策的全面认识。基于此,本文结合了“经济因素”和“行为因素”,分别从行业前期的股利支付、行业的竞争程度、行业的生命周期、行业的股利偏好、行业的自信水平五个维度,系统检验了这些因素对上市公司现金股利政策的影响。

二、研究假设

(一)行业前期股利支付假设

同一产业内的企业,由于具有相同的竞争环境和产品生命周期,往往采取趋同的财务政策。特别是企业的现金股利政策,作为企业一项重要的财务决策,可能会受到产业内其他竞争者股利发放的影响。Lintner(1956)认为产业类别因素可能会影响同行业内企业的股利政策。Baker 和 Powell(2000)通过对纽交所上市公司的调查,发现上市公司具有强烈的行业股利趋同动机。Brav 等(2005)通过对 308 个财务总监的访谈,发现 1/3 的财务总监都认为行业内其他竞争者的股利政策是他们发放股利的重要参考因素。在我国,上市公司面临着转轨的制度环境,财务决策风险较大,管理层在发放现金股利时会更加谨慎。黄娟娟(2009)对我国 1995—2006 年上市公司股利发放政策进行研究,发现我国上市公司的股利发放存在“群聚”现象。可见,同行业内企业在发放股利时,往往会参考同行业公司的股利政策。

假设 1:上市公司所处行业前期现金股利支付对企业本期现金股利支付产生显著的正向影响。

(二)行业的竞争程度假设

产品市场竞争作为一种外部治理机制,对管理层激励、研发创新以及资本结构等公司治理决策都产生了重要影响。Grullon 和 Michaely(2008)认为,处于产品市场竞争强度较低或集中度较高行业的公司,其自由现金流量更高,更容易过度投资,因为寡头或者垄断行业受到的外部约束较弱。但是,管理层为了建立服务于外部投资者的声誉,从而有利于公司再融资或最大化自己所

持有的公司股票价值,也会提高支付股利的水平。因此,行业竞争程度预期对于企业股利政策具有替代作用。

假设2:行业竞争程度会对企业现金股利支付产生显著的负向影响。

(三)行业的生命周期假设

Grullon等(2002)认为,伴随着企业逐步走向成熟,投资机会将逐渐萎缩,企业将会支付多余的现金给投资者,企业现金股利的支付和行业的成长性之间存在着负相关关系。DeAngelo等(2004)研究发现,产业类别因素能够解释为什么处于高成长行业并且具有稳定盈余的企业不支付股利。黎明渊、林俞廷(2004)研究发现,成长性较高的高科技产业倾向发放股票股利,而成熟的传统产业倾向发放更多的现金股利。行业发展一般经历引入期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段。当企业所在行业处于引入期和成长期时,产业的寿命比较年轻,成长性好,企业投资机会较大,资金需求量大且来源紧张,此时企业管理层为了保持财务弹性往往采用低现金股利、高留存盈余的股利政策。处于成熟期或衰退期产业的企业,成长性开始降低,投资机会较少,并且经营收益也比较稳定,因此管理层倾向多发股利以分配企业多余现金。

假设3:行业生命周期显著影响企业的现金股利政策,处于成长期行业的企业现金股利支付显著地低于成熟期和衰退期行业的企业。

(四)行业股利的需求偏好假设

Baker和Wurgler(2004)提出了股利迎合理论,他们发现在一定条件下,企业管理层作为股利支付的供给方,会主动迎合市场中投资者对现金股利的需求偏好。Wei和Lie(2006)通过对美国上市公司更长时间股利发放行为的研究,扩展了股利迎合理论,发现上市公司的股利支付倾向和股利分配力度都会受到股利需求强度的正向影响。总体而言,股利迎合理论放宽了“MM”股利理论中“市场有效性”的假设,认为如果市场是有效的,现金股利政策就应由企业特征决定;如果市场不是完全有效的,公司制定现金股利政策时,就会迎合投资者的偏好。我国证券市场投机性气氛浓厚,市场有效性较差(吴世农,1996)。因此,市场的不完全有效性决定了上市公司存在迎合投资者的股利需求偏好。由于不同行业竞争环境和结构差异较大,这种迎合效应可能在行业层面表现得更为明显。

假设4:上市公司所处行业的股利需求偏好会对企业现金股利支付产生显著的正向影响。

(五)行业的自信水平假设

Deshmukh等(2009)认为投资扭曲会直接导致公司股利政策扭曲。相比理性的管理层,过度自信的管理层会过分相信自身的能力和私有决策信息,从而进行过度投资,分配更低股利。因此,在投资时他们一般会高估投资收益、低估投资风险,而且随着一次投资或并购的完成,他们的这种心理偏差会得到

强化(吴超鹏等,2006)。过度自信是管理层的一种“高于平均”的固有心理偏差,并且管理层过度自信的水平不是静态的,而是会随着外在环境而发生变化。特别是在产业层面,当企业所处的行业整体表现比较自信时,原来过度自信的管理层会更加自信,而原来不自信的管理层也会表现出一定的自信,进而行业的整体自信水平会显著影响企业的财务决策。

假设 5:上市公司所处行业的自信水平会对企业现金股利支付产生显著的负向影响。

三、实证设计

(一)样本和数据来源

本文样本取自 2004—2008 年沪深两市 A 股市场的上市公司,并经过以下筛选程序:(1)删除 ST 和 PT 企业;(2)删除金融类行业企业(证监会行业代码 I,下同)、行业内企业数目较少的 C2 行业企业、行业属性比较模糊的行业 C9(其他制造业)和 M(综合)企业样本;(3)删除财务数据有缺失的企业。最终得到股利支付意愿的 5 261 个观测值,现金股利支付水平的 2 836 个观测值,共 18 个行业的数据。本文的公司治理指标数据来源于 CSMAR 数据库,财务指标数据来源于 WIND 数据库。行业指标数据来源于国家统计局网站(<http://www.stats.gov.cn/>)、中国统计数据应用支持系统(<http://edu.acmr.cn/>)以及 WIND 数据库。上市公司的现金分红数据经过与巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)数据的交互核对,因此能够保证研究数据的可靠性。

(二)变量设计

1. 被解释变量

本文主要考察了行业因素对上市公司股利支付意愿和股利支付水平两方面的影响,其中股利的支付意愿用 CASHPAY 指标测度,即若上市公司当年发放现金股利,取值为 1,否则为 0;而股利支付水平用 DS 指标测度,即为每股股利/每股销售收入。利用这个指标主要是考虑企业的销售收入受盈余操纵的可能性小,更能反映股利支付的真实水平。

2. 解释变量

(1)行业前期的股利支付。行业的股利支付比例为前期行业内支付现金股利的企业所占比例,用 indCASH 表示。而行业前期现金股利支付水平选用 indDS 指标。
$$\text{indDS} = \left(\sum_{i=1}^N \frac{D_j}{S_j} \right) / N$$
 D_j 为前期行业内发放现金股利的 j 企业年度每股现金股利, S_j 为前期行业内发放现金股利的 j 企业年度每股销售收入, N 为行业内企业数目。

(2)行业的竞争程度(indMC)。目前学术界尚无一致的完美指标用以衡量行业竞争的程度。结合文本分析的方法,我们特选择已有文献中使用频率

较高且内涵又有所差异的以下3个指标:赫芬因德指数、行业平均租金和行业平均的主营业务利润率,通过一定方法合成为行业竞争程度的综合指标作为市场竞争程度的替代指标。这3个指标从不同侧面反映了行业竞争程度,但都有一定的局限性。因此,本文设计了一个综合指标 indMC。其构建方法是:将以上3个指标分别分年由小到大排序,计算每个行业在各年样本中的百分位等级分数,这样每个指标均转换成[0,1]的一个数值,然后,将这些转换后的指标数值加总,即得行业竞争程度的综合指数 indMC。该指标值在[0,3]之间,是行业竞争程度的反指标。

(3)行业的使用寿命(indGD)。行业使用寿命的度量借鉴了产业组织理论,利用增长率产业分类法对企业所处行业的使用寿命阶段进行判别(范从来、袁静,2002)。增长率产业分类法是通过比较产业在两个相邻时期每个时期的增长率与相应时期所有产业部门的增长率来判别产业的使用寿命。如果该产业部门的增长率在两个时期都高于平均增长率,或是前一时期大体接近于平均增长率而后一时期大大高于平均增长率,则为成长产业;如果在前一时期高于平均增长率而在后一时期增长率逐渐低于平均增长率,则为成熟产业;如果两个相邻时期的增长率都低于平均增长率的话,则为衰退产业。本文以1987—1994年和1995—2002年这前后两个8年的数据作为两个相邻的周期来观察;各时期所有产业部门的平均增长率由GDP增长率来代替。对于成长性行业,赋值为1,对于成熟性行业和衰退性行业,赋值为0,从而形成了行业使用寿命指标 indGI。

(4)行业的股利需求偏好(indDP)。根据 Baker 和 Wurgler(2004)、Wei 和 Lie(2006)的方法,本文用市场中行业股利溢价来表示行业的股利需求偏好 indDP。计算公式如下:

$$\text{indDP} = \frac{\sum_{j=1}^{N^1} \ln(M/B)_j^D}{N^1} - \frac{\sum_{j=1}^{N^2} \ln(M/B)_j^{ND}}{N^2} \quad (1)$$

公式(1)右边第一项表示行业内支付现金股利公司的平均市值账面比,其中:M表示每股市价,B表示每股净资产, N^1 表示行业支付现金股利的公司数目;第二项表示行业内不支付现金股利公司的平均市值账面比,其中:平均数根据公司市值进行等权平均(EW)的方法计算, N^2 表示行业内不支付现金股利的企业数目。

(5)行业的自信水平(indCI)。本文以国家统计局网站公布的企业家信心指数代表行业自信水平 indCI。具体是以每年4个季度的企业家信心指数的平均值来表示每年度行业的自信水平。企业家信心指数,每季度披露一次,以100作为信心指数的临界值,其数值范围在0—200之间。信心指数大于100点时,表明行业内企业家整体乐观,信心指数小于100点时表明行业内企业家整体悲观。

3. 控制变量

对于公司现金股利的影响,目前的文献主要考察了微观因素和宏观因素的影响,其中微观因素包括公司特性因素和公司治理因素,而宏观因素主要是从法律建设和实施的角度考察投资者保护对股利发放的影响。由于一国的法律对本国所有上市公司都会产生同等的影响,因此本文的控制变量主要考虑了微观层面的因素。具体的指标解释见表1。

表1 控制变量列表

变量及其符号		含义	度量	预期符号
公司特性因素	FCF	每股自由现金流量	自由现金流量/期末总股本	-
	ROA	盈利能力	净利润/平均总资产	+
	DS/S	增长性	销售收入增长率	?
	LnSIZE	公司规模	总资产取对数	+
公司治理因素	GQJZ	股权集中度	终极控制人控制权比例	+
	GQZH	股权制衡度	(前五大股东持股比例之和-GQJZ)/GQJZ	-
	DUAL	CEO和董事长两职兼任	哑变量,兼任=1;不兼任=0	-
年度控制变量	Yeardummy	年份因素	4个年份哑变量	?
行业控制变量	Inddummy	行业因素	17个行业哑变量	?

(三)模型设定

对于股利支付意愿,由于其为0或1变量,本文应用面板数据 Logistic 模型。对于股利支付水平,由于其值介于0和1之间,本文应用面板数据的 Tobit 模型。基本的计量模型设定如下:

$$\Pr(\text{CASHPAY}_{it} = 1) = \text{logistic}\left(\alpha_{0t} + \sum_{i=1}^{n_t} \beta_{it} X_{it} + \sum_{i=1}^{n_t} \lambda_{it} CV_{it} + \epsilon_{it}\right) \quad (2)$$

$$DS_{it} = \text{Tobit}\left(\alpha_{0t} + \sum_{i=1}^{n_t} \beta_{it} X_{it} + \sum_{i=1}^{n_t} \lambda_{it} CV_{it} + \epsilon_{it}\right) \quad (3)$$

其中: α_{0t} 为截距项, β_{it} 和 λ_{it} 表示待估参数, X_{it} 是解释变量,包括 ind-CASH、indDS、indMC、indGI、indDP、indCI 等行业因素变量, CV_{it} 是控制变量,包括公司特征因素、公司治理因素以及行业和年份因素, ϵ_{it} 为随机误差项。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

行业因素描述性统计表明(限于篇幅,表略),采掘业、电力煤气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业的股利支付比例较高,而造纸印刷、信息技术业股利支付比例较低。行业的股利支付比例集中在(0.4,0.8)之间,其中制造业(C行业)各子行业由于其行业性质比较相似,支付比例更为集中(在0.5左右);交通运输仓储邮政业和社会服务业的支付水平较高,超过10%,建筑业和批发零售业的支付水平较低,仅为2%左右,其中制造业的股利支付水平和支付比例变化相对较小,股利的支付水平更为集中,在(3%,4%)的小范围之内;采掘业和石

油、化学、塑胶、塑料的竞争程度比较低,而农林牧渔和纺织服装皮毛行业的竞争程度比较高;造纸印刷、电子以及医药生物制造等产业的成长性较好,而农林牧渔、采掘业等产业的成长性较低;信息技术业、房地产业、社会服务业和传播与文化产业股票存在“股利溢价”,其余产业股票普遍存在“股利折价”现象;各行业企业家自信指数普遍比较高,平均值大约在 135 左右,远远高于临界值 100。

(二)多变量回归分析

在表 2 中,PanelA 是现金股利支付意愿的 Logistic 模型回归结果,而 PanelB 是现金股利支付水平的 Tobit 模型回归结果。

表 2 企业现金股利支付的多元回归结果表

变量类型	变量符号	预期符号	Panel A: 现金股利的支付意愿 (CASHPAY)			Panel B: 现金股利的支付水平 (DS)		
			模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3
解释变量	indCASH/indDS	+	1.142***	-0.4471***	1.128***	0.634***	0.639***	0.608***
	indMC	?	0.526	0.260**	0.167*	0.006*	0.005	0.006*
	indGI	-	0.589	0.565	0.624	0.006**	0.004*	0.004***
	indDP	+	-0.074	0.032	0.017	-0.001	-0.001	-0.001
	indCI	-	-0.011*	-0.008*	-0.009***	-0.002**	-0.001***	-0.000**
公司特征控制变量	FCF	-		-0.077*	-0.067		-0.001**	-0.001**
	ROA	+		0.277***	0.271***		0.002***	0.002***
	DS/S	?		-0.000	-0.000		-0.000	-0.000
	lnSIZE	+		1.687***	1.710***		0.007***	0.008***
公司治理控制变量	GQJZ	+			0.041***			0.000***
	GQZH	-			-0.712***			-0.003*
	DUAL	-			0.219			-0.001
年份/行业	Year dum/Ind dum	?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项			2.071***	1.481***	1.509***	0.005	0.077***	0.061**
N			5261	5261	5261	2836	2836	2836
Log likelihood			-3261.13	-4127.23	-2981.27	5013.83	5085.25	5095.23
Prob>chi ²			0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:***、**和*分别表示 0.01、0.05 和 0.10 的显著性水平(下表同)。

(1)indCASH 和 indDS 的回归系数表明行业前期股利支付比例和行业前期股利支付水平正向显著地影响了本期上市公司现金股利的支付意愿和水平,这验证了假设 1。我们认为,产生这种现象的原因在于制度和企业两个方面。2000 年以后证监会开始颁布半强制性的分红政策,将上市公司分红与再融资联系在一起,强制性要求企业分红以保障中小投资者利益。在这种政策影响下,企业在支付现金股利时既要考虑企业本身的发展,还要考虑符合政策的要求。企业现金股利决策难度加大,行业内形成模仿氛围,以规避决策风险。

(2)indMC 的系数在 PanelA 的模型 2 和模型 3 中显著为正,而在 PanelB 的模型 1 和模型 3 中显著为正,表明行业的竞争程度越低,企业的股利支付意

愿和支付水平越高,假设 2 得到验证。

(3)indGI 的系数在 PanelA 不显著,但在 PanelB 显著为正,表明在我国,处于成长性行业的企业股利支付水平要高于处于成熟性和衰退性行业企业的股利支付水平。这与我们提出的行业生命周期假设 3 不符。这种现象可能与成长性行业企业强烈的“再融资”动机和半强制分红政策有关。

(4)indDP 的系数在 PanelA 和 PanelB 都不显著,表明从行业层面来看,我国上市公司管理层并不会迎合社会公众投资者的股利需求偏好,因此实证结果没有支持假设 4。这同饶育蕾等(2008)的研究结论部分不符。作者推测,从行业层面来看,股利迎合理论在我国难以成立的主要根源在于投资者预期。我国股票市场有效性较差,法制环境有待改善,投资者存在较严重的投机心理,投资者偏好资本利得,而对股利分红没有表现出较强的偏好。

(5)indCI 的系数在 PanelA 和 PanelB 都显著为负,表明行业的自信水平确实会对上市公司股利支付产生负向影响。行业的自信水平越高,则企业的股利支付意愿和支付水平越低,验证了假设 5。

(三)稳健性测试

本文利用股利支付率 DE 作为股利支付水平的测度指标对研究结果进行稳健性测试,股利的支付率为每股现金股利与每股收益的比值。回归结果表明,研究结论基本不变。对于行业因素而言,行业的股利支付、行业的竞争程度以及行业的自信水平对企业现金股利政策产生显著影响,而行业的生命周期以及行业的股利需求偏好并没有影响企业现金股利政策。由于本文研究的是行业因素对企业现金股利政策的影响,行业结构差异较小的企业进入研究样本可能会扰乱研究结论的可靠性。本文删除行业结构比较相似的制造业(行业代码 C)样本进行重新测试,^①回归结果基本保持不变。^②

五、拓展研究：不同政策效应下行业因素的影响强度分析

2000 年以来,证监会出台了一系列规范企业现金分红政策的指导文件,这些文件对企业的现金分红形成政策约束,但只是一些规范性的指导意见。而 2006 年以来,证监会开始对企业现金分红的具体比例进行规定,^③这标志着半强制性分红政策的正式形成,那么这种强化的政策效应是否会使企业现金股利决策更加依赖行业因素呢?本文以 2006 年为样本的临界点,分为 2006 年以前样本和以后样本,并对样本进行分组回归检验。对于 2006 年后与 2006 年前的组间差异,本文采用“自体抽样法”(bootstrap)进行检验。表 3 结果表明,2006 年前后行业因素影响现金股利政策的差异明显。这说明随着国家分红政策效应的增强,企业在现金股利决策时,既需要考虑自身的发展状况,还要受到国家分红管制的约束,因此面临企业发展和国家分红监管的双重约束,我国上市公司的现金股利决策更具有行业依赖性。

表3 不同政策效应下行业因素的影响强度分析表

变 量	Panel A: 现金股利的 支付意愿(CASHPAY)			Panel B: 现金股利的 支付水平(DS)		
	2006年前	2006年后	系数差异 P值	2006年前	2006年后	系数差异 P值
indCASH/ indDS	0.761*	3.953**	0.001	0.607***	0.619**	0.010
indMC	0.113	0.413*	0.021	0.005	0.008*	0.006
indGI	0.496	0.692*	0.027	0.002	0.005*	0.045
indDP	1.821	0.185	0.290	0.035	0.001	0.351
indCI	0.012	-0.010**	0.007	-0.000	-0.000*	0.079
FCF	-0.140	-0.034		-0.001	-0.001*	
ROA	0.722***	0.236***		0.004***	0.002***	
DS/S	-0.000	-0.001		-0.000	-0.000***	
lnSIZE	2.557***	2.181***		-0.003	-0.004*	
GQJZ	0.040***	0.025***		0.001***	0.000	
GQZH	-0.670**	-0.364**		-0.008**	0.000	
DUAL	0.314	0.089		0.002	-0.002	
常数项	-25.394***	-21.720***		0.051***	0.045*	
N	2 036	3 225		1 160	1 676	
Log likelihood	-861.94	-1 595.87		1 858.87	3 225.05	
Prob>chi ²	0.0000	0.0000		0.0000	0.0000	

六、研究结论

本文率先系统性地研究了行业因素对上市公司现金股利政策的影响。总体上看,行业因素对企业现金股利的支付意愿和支付水平产生了显著影响。其中,行业前期现金股利支付对企业的现金股利政策产生了显著的正向影响。行业的竞争程度负向地影响了企业的现金股利政策,这反映了行业竞争程度对于企业股利政策的替代作用。行业的自信水平负向地影响了企业的现金股利政策,体现了行业的行为因素对企业现金股利的显著影响。同时,研究还发现,我国企业的现金股利支付存在逆行业生命周期的现象,即成长性行业的企业现金股利支付高于成熟或衰退行业企业的现金支付,这同成熟资本市场的股利分配次序相反。研究还发现,伴随着我国半强制性分红政策的强化,上市公司现金股利决策会更加依赖行业因素。

本文的研究结论对证监会的分红政策具有一定的参考价值。当前证监会通过颁布相应的分红政策指导意见,将企业的再融资资格与企业过去的分红数量相结合,从而引导企业的现金分红以保障投资者的利益。但相关政策并没有考虑上市公司的行业特性,只是对上市公司现金股利实施“一刀切”式的分红政策,因此,针对上市公司的行业特性,根据行业差异颁布不同的分红政

策,可能会更好地维护投资者利益。此外,本文的研究结论对证券市场投资者基于行业因素调整投资组合,也具有一定的指导意义。

* 本文还得到教育部“新世纪优秀人才计划”项目(NCET-06-0565)资助,作者感谢匿名审稿人的建设性修改建议,但文责自负。

注释:

- ①根据行业因素的描述性统计,制造业企业的现金股利支付意愿和支付水平都比较集中,差异性比较小。
- ②为了节省论文篇幅,稳健性测试的结果未列示,有兴趣的研究表可向作者索取。
- ③2006年5月6日证监会发布《上市公司证券发行管理办法》,规定:“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”;2008年10月9日发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,规定:“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”。

参考文献:

- [1]黄娟娟.行为股利政策——基于我国上市公司股利“群聚”现象的研究[D].厦门大学博士论文,2009.
- [2]黎明渊,林俞廷.股利政策决定因素的再探讨[R].台湾:国立暨南国际大学,2004.
- [3]吴世农.我国证券市场效率的分析[J].经济研究,1996,(4):13—19.
- [4]范从来,袁静.成长性、成熟性和衰退性产业上市公司并购绩效的实证分析[J].中国工业经济,2002,(8):74—85.
- [5]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. Journal of Finance, 2000, (1): 1—34.
- [6]Grullon G, Michaely R. Corporate payout policy and product market competition[R]. Working Paper, Rice University and Cornell University and IDC, 2008.
- [7]Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes[J]. American Economic Review, 1956, (2): 97—113.
- [8]Miller M, Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares [J]. Journal of Business, 1961, 34: 411—433.
- [9]Miller M, Kevin R. Dividend policy under asymmetric information[J]. Journal of Finance, 1985, 40: 1031—1051.
- [10]Allen F, Bernardo A E, Welch I. A theory of dividends based on tax clienteles[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 2499—2536.
- [11]Baker M, Wurgler J. A catering theory of dividends[J]. Journal of Finance, 2004, (3): 17—36.
- [12]Wei Li, Erik Lie. Dividend changes and catering incentives[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80: 293—308.
- [13]Baker, H K, Powell G E. Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms[J]. Financial Practice and Education, 2000, (10): 29—40.

- [14]Brav A, Graham J R, Harvey C R, et al. Payout policy in the 21th century[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 483—528.
- [15]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305—360.
- [16]Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737—783.
- [17]Grullon G, Michaely R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis [J]. Journal of Finance, 2002, 62: 1649—1684.
- [18]DeAngelo H, DeAngelo L, Skinner D J. Are dividends disappearing? —Dividend concentration and consolidation of earnings[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72: 425—456.
- [19]Sanjay Deshmukh, An M Goel, Keith M Howe. CEO overconfidence and dividend policy: Theory and evidence[R]. Working Paper, DePaul University, 2009.
- [20]Beiner Schmid, Wan Zenried. Product market competition, managerial incentives, and firm valuation[R]. Working Paper, University of Oxford, 2005

Industrial Characteristics and Cash Dividend Policy: Empirical Research Based on the Data of Chinese Listed Companies from 2004 to 2008

QUAN Xiao-feng, TENG Ming-hui, WU Shi-nong

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Based on the data of Chinese listed companies from 2004 to 2008, the paper systematically tests the effects of industrial characteristics on cash dividend policy. The empirical results are as follows: firstly, the prior-year industrial cash dividend payout has a significantly positive effect on the propensity to pay cash dividends and levels of dividend payments in current period; secondly, the degrees of industrial competition and industrial confidence have negative effects on the propensity to pay cash dividends and levels of dividend payments; thirdly, the preference for industrial dividends demand and industrial life cycle have no significant effects on the cash dividend policy. Government dividend policies could make enterprises' cash dividend decision-making more dependent on industrial factors.

Key words: industrial characteristics; cash dividend policy; propensity to pay dividends; level of dividend payments

(责任编辑 金 澜)