

股利水平对财务绩效影响的实证研究 ——基于资本结构的中介效应分析

泮敏，赵仕佳

中国石油大学（北京）经济管理学院，北京 102249

DOI: 10.61369/SSSD.2025140033

摘要：本文以沪深 A 股上市公司为研究对象，构建以资本结构为中介变量的回归模型，考察股利水平对企业财务绩效的影响。研究中，以现金股利衡量股利水平，以权益收益率衡量财务绩效，以总资产负债率衡量资本结构。研究发现，股利水平对企业财务绩效具有促进作用，而资本结构在两者之间产生遮掩效应，即资本结构削弱了股利水平对财务绩效的影响力。

关键词：股利水平；财务绩效；资本结构

An Empirical Study on the Impact of Dividend Level on Financial Performance —Analysis Based on the Mediating Effect of Capital Structure

Pan Min, Zhao Shijia

China University of Petroleum–Beijing, School of Economics and Management, Beijing 102249

Abstract : This study examines the impact of dividend level on corporate financial performance by constructing a regression model with capital structure as a mediator, using A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen as the research sample. In the study, cash dividends are used to measure dividend level, return on equity to measure financial performance, and the total asset-liability ratio to measure capital structure. The findings reveal that dividend level enhances corporate financial performance, while capital structure plays a suppressing role between the two, meaning that capital structure attenuates the effect of dividend level on financial performance.

Keywords : dividend level; financial performance; capital structure

引言

随着我国市场经济发展水平的不断提高，企业财务绩效也越发受到重视。一方面，财务绩效表现优异的企业，不仅能给投资者带来丰厚的回报，也够给社会带来正面的反馈。另一方面，财务绩效的良好表现也体现了企业经营的稳健与管理层的高效，也使其获得投资者的青睐，在未来也更容易获得投资，进入良性的发展循环。因此，在国内外市场竞争不断加剧的今天，研究企业绩效的影响因素，具有重要的现实意义。

股利政策决定了经营结果在企业和投资者之间的分配，深刻的影响了企业价值以及投资者对企业的看法。虽然经典的理论模型告诉我们，在理想的条件下，公司的股利政策不会改变投资者的价值；但是现实往往比理论模型更加复杂，不同的股利政策深刻的影响投资者对企业的评估，从而影响企业的价值。例如，在2017年，一直发放高股利的格力电器，突然宣布停止本年度的股利发放；这项举动立刻招致股东的不满，格力电器的股价也应声下跌，当季的财务绩效也受得一定的影响。

虽然高水平的股利受到投资者的青睐，但是股利的支付也降低企业内部资金的积累，从而使企业在将来的项目投资活动中，面临更多的外部融资需求。资本结构体现了公司不同的外部融资来源与比例，总资产负债率在衡量资本结构的同时，也是评估公司债务压力的关键指标，在一定程度上反映了公司未来的发展能力。MM 理论指出，由于公司负债利息支出的税盾效应，提高负债水平会增加企业价值。但是，MM 理论也指出，过高的负债会使公司陷入财务困境，影响企业价值，甚至使得企业存在破产风险。因此，将股利水平、资本结构与财务绩效纳入同一框架进行分析，既能考察前两者对企业绩效的影响，也能揭示其内在的作用机理。这不仅在理论层面具有深刻的探讨价值，在实践层面也具备重要的应用意义。

本文以我国沪深 A 股上市公司为研究对象，选取2019年至2021年的数据为样本，以总资产负债率来衡量资本结构，研究了企业的股利支付水平对财务绩效的影响，并考察了资本结构在二者之间的中介作用。本文发现，股利水平的提高、资本结构的上升都能够提升企业的财务绩效。本文进一步发现，股利水平的提高会带来资本结构的降低，由此资本结构在股利水平对企业绩效的影响中起到部分的遮掩效应。

一、文献综述与假设提出

(一) 股利水平对企业绩效影响的相关研究

当前大多数的研究支持股利水平能够促进企业的财务绩效。龚驰和张旭波（2020）对A股上市的农业公司进行了研究，他们发现，虽然股利分配带来的第二类代理成本会影响企业的财务绩效，但是即使存在这种中介遮掩效应，最终股利水平还是能够提升企业的财务绩效^[1]。吴铖铖等（2021）以体育产业上市公司为研究对象，基于面板数据发现现金股利支付水平对企业绩效产生正影响^[2]。田佳浩（2022）基于沪深300指数中非金融上市公司的数据，得出了企业现金股利支付率与企业绩效存在正相关的结论^[3]。

本文认为，股利水平的提升能够改善企业财务绩效。基于信号理论，股利水平的提升向投资者传递了公司业绩积极的信号。此外，高股利也体现了公司良好的经营状况及充沛的现金流，从而提高公司的信用等级进而降低了公司的融资成本。因此，本文提出如下的假设：

假设1：公司的股利支付水平对财务绩效存在正向影响，即提高股利支付水平能够促进企业财务绩效的增长。

(二) 资本结构的中介作用

有研究认为资本结构对企业的财务绩效有正向的影响。侯赟慧等（2022）基于创业板上市公司的数据，发现资本结构在无形资产与企业绩效中起到中介作用；无形资产可以通过提高企业的资本结构进而提升财务绩效^[4]。何丽娟和侯玉龙（2023）通过选取38家纺织业上市公司，实证发现用资产负债率衡量的资本结构和企业的财务绩效之间存在正相关^[5]。李鼎墨和包亚榕（2023）以上证A股的上市公司为研究对象，发现企业的经营负债与企业绩效存在显著的正相关^[6]。

在股利水平和资本结构关系方面，吕长江和王克敏（2002）认为企业的股利支付水平越高，就越能够吸收外部资金，因此企业的负债率会越低，即高的股利支付水平能够降低企业的资本结构^[7]。范宏伟等（2018）发现，现金股利发放能提高股权集中度较低公司的资本结构向下调整的速度^[8]。殷炼乾和雷乐（2022），通过分组研究发现，无论是高代理成本还是低代理成本的上市公司，在股利大幅度上升后都会选择降低企业的资本结构，并且低代理成本公司降低的速度更快^[9]。

基于前人的研究，本文认为股利水平的提升能够影响企业的资本结构，进而影响企业的财务绩效。因此本文提出如下假设：

假设2：股利水平通过影响企业的资本结构进而影响企业的财务绩效。

二、研究设计

(一) 样本选择

本文以沪深A股上市公司为研究对象，选取2019年至2021年的数据作为样本。除去金融业、ST和*ST公司，删除核心变量数据缺失的样本之后，本文得到8518条有效样本观察值。

(二) 变量定义

被解释变量：财务绩效。本文选取权益收益率（ROE）作为衡量财务绩效的指标，其计算方式为“净利润/总权益”。

解释变量：股利水平（DPS）。本文选取每股的现金股利为股利水平的衡量指标。

中介变量：资本结构（LEV）。本文选取总资产负债率为衡量资本结构的指标，其计算方式为“总负债/总资产”。

控制变量：本文选取了常见的可能影响企业财务绩效的一些指标作为控制变量：企业规模（Size），增长率（Growth），短期负债比例（SD），总资产增长率（TOT），产权比例（DAP），现金流量比率（Cash）。

(三) 回归模型

根据温忠麟和叶宝娟^[10]的研究，本文采用逐步回归法，建立以下的中介效应回归模型来考察股利水平、资本结构及企业财务绩效之间的关系：

$$ROE = a_0 + a_1 DPS + a_2 \Sigma controls + \varepsilon \quad (1)$$

$$LEV = r_0 + r_1 DPS + r_2 \Sigma controls + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROE = \delta_0 + \delta_1 DPS + \delta_2 LEV + \delta_3 \Sigma controls + \varepsilon \quad (3)$$

在上面的模型中， a_0 ， r_0 ， δ_0 为常数项， ε 为随机扰动项。模型（1）为基准模型，如果 a_1 通过显著性检验，并且为正，那么假设1得到验证。模型（2）和（3）用来检验资本结构的中介效应。如果 r_1 和 δ_2 通过显著性检验，那么表明资本结构在股利水平和财务绩效之间起到中介作用，假设2得到验证；在此基础上，如果 r_1 为负而 δ_2 为正，那么说明这个中介作用的类型是属于遮掩效应。

三、实证结果分析

回归结果如表1所示。模型（1）考察股利水平对企业财务绩效的总影响。从模型（1）的回归结果可以看到，股利水平DPS的系数为0.051，在1%的水平显著，因此股利水平对企业的财务绩效有促进作用，即更高的股利支付能够提升企业的财务绩效，本文的假设1得到验证。模型（2）考察股利水平对企业总负债率LEV的影响。在模型（2）的回归结果中，DPS的系数为-0.007，在5%的水平显著，这表明股利支付能够降低企业的总资产负债率，股利支付对资本结构有负影响。在模型（3）中，同时加入了DPS和LEV，可以看到，DPS和LEV的系数都在1%水平下显著，系数值分别为0.052和0.110。综合模型（2）和（3）可知，资本结构在股利水平和企业绩效中起到中介作用。又因为模型（2）中DPS的系数为负，而模型（3）中LEV的系数为正，因此可以判定此中介作用的类型为遮掩效应；即资本结构减弱了股利水平对企业绩效的影响。从数据上，对DPS来说，模型（1）的系数为股利水平对财务绩效的最终影响，而模型（3）中对应的系数其对企业绩效的直接影响；观察可知，模型（3）的系数要大于模型（1）的系数，这也表明了由于资本结构的遮掩效应，导致股利水平对财务绩效的最终影响要小于其直接的影响。

表1：模型回归结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	ROE	LEV	ROE
DPS	0.051*** (0.003)	-0.007** (0.003)	0.052*** (0.003)
LEV			0.110*** (0.015)
Size	-0.010*** (0.004)	0.029*** (0.004)	-0.013*** (0.004)
Growth	0.026*** (0.001)	0.020*** (0.001)	0.024*** (0.001)
SD	0.033*** (0.008)	-0.210*** (0.009)	0.056*** (0.009)
TOT	-0.017*** (0.001)	-0.010*** (0.002)	-0.016*** (0.001)
DAP	0.009*** (0.001)	0.010*** (0.001)	0.008*** (0.001)
Cash	0.027*** (0.002)	-0.052*** (0.003)	0.033*** (0.003)
_cons	0.088 (0.078)	-0.292** (0.082)	0.120 (0.077)
N	7509.000	7509.000	7509.000
R ²	0.256	0.263	0.266

注：括号内为t值。***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

四、结论

本文以沪深A股上市公司为研究对象，通过实证分析发现，股利水平能够提升企业的财务绩效，而资本结构减弱了股利水平对企业财务绩效的正向影响。究其原因，一方面，股利水平的提高向市场传递的公司经营方面积极的信号，通过提升企业的市场地位和经营环境从而提高了企业的财务绩效。另一方面，更高的股利水平也吸引了更多的投资者，提升了股价也增加企业权益的价值，进而降低了企业的权益乘数；根据杜邦恒等式可知，这将导致权益收益率的降低。本文的结果也给了企业在治理中一定的启示：企业在制定股利发放水平时，要综合考虑其对财务绩效和资本结构的影响，企业要根据真实情况主动调节自身的负债程度，从而最大化股利水平对财务绩效的正向影响。

参考文献

- [1] 龚驰, 张旭波. 现金股利、代理成本和企业绩效实证研究——基于农业上市公司数据 [J]. 北方经贸, 2020(04):124-126.
- [2] 吴鍇鍊, 项桂娥, 陈素平, 谭庆. 现金股利、高管薪酬差距对企业绩效影响的替代效应研究 [J]. 荆楚理工学院学报, 2021, 36(02):32-39.
- [3] 田佳浩. 上市公司股利分配政策与企业绩效相关性研究 [J]. 商业观察, 2022, (29):84-89.
- [4] 侯赟慧, 钱晔, 邹昊. 无形资产、资本结构与企业绩效——基于创业板上市公司的数据 [J]. 现代金融, 2022, 467(1):20-27.
- [5] 何丽娟, 侯玉龙. 纺织业上市公司资本结构与企业绩效关系研究 [J]. 中国市场, 2023, 1145(10): 92-142.
- [6] 李鼎墨, 包亚榕. 资本结构和企业绩效之间的关系——以A股上市公司为例 [J]. 上海商业, 2023, (07), 238-240.
- [7] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究 [J]. 会计研究, 2002(03):39-48.
- [8] 范宏伟, 牛贵宏, 高曼. 现金股利与资本结构动态调整研究 [J]. 阜阳师范学院学报(自然科学版). 2018, 35(3):62-66.
- [9] 殷炼乾, 雷乐. 代理成本效应下股利上升与资本结构的关系研究 [J]. 浙江金融, 2022, (04):17-29+16.
- [10] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析：方法和模型发展 [J]. 心理科学进展, 2014, 22(05):731-745.