

经济政策不确定性下财务柔性对公司现金股利政策影响的研究

刘 桃

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年1月8日; 录用日期: 2023年1月28日; 发布日期: 2023年2月9日

摘 要

经济政策不确定性作为宏观系统风险, 会对微观企业的生产经营产生重要影响, 股利政策在我国一直存在着分配水平低下、支付连续性及稳定性不强等问题, 财务柔性则是企业在经济政策不确定性下应对不利冲击规避风险的重要方式, 可以有效缓解不确定性抑制股利发放。论文以2010~2021年中国A股上市公司为样本, 运用理论分析与实证研究, 研究财务柔性对现金股利支付的影响, 以及在经济政策不确定性下财务柔性对现金股利支付影响的变化, 以期为我国上市公司合理储备财务柔性、应对经济政策不确定性及完善现金股利支付提供建议。

关键词

经济政策不确定性, 财务柔性, 现金股利支付

Research on the Influence of Financial Flexibility on the Company's Cash Dividend Policy under the Uncertainty of Economic Policy

Tao Liu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jan. 8th, 2023; accepted: Jan. 28th, 2023; published: Feb. 9th, 2023

Abstract

As a macroeconomic risk, the uncertainty of economic policy will have an important impact on the

operation of micro enterprises. Dividend policy in China has always had problems such as low distribution level, poor continuity and stability of payment. Financial flexibility is an important way for enterprises to cope with adverse shocks and avoid risks under the uncertainty of economic policy, which can effectively mitigate the inhibition of uncertainty on dividend distribution. Taking Chinese A-share listed companies from 2010 to 2021 as a sample, this paper uses theoretical analysis and empirical research to study the impact of financial flexibility on cash dividend payment, as well as the changes in the impact of financial flexibility on cash dividend payment under the uncertainty of economic policies, in order to provide suggestions for Chinese listed companies to rationally reserve financial flexibility, deal with the uncertainty of economic policies and improve cash dividend payment.

Keywords

Economic Policy Uncertainty, Financial Flexibility, Cash Dividend Payment

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

从 2001 年以来, 政府监管部门出台了一系列政策引导上市公司的股利分配行为, 政策虽然产生了一定效果, 但收效甚微。财务柔性具有“预防”和“利用”的属性, 一方面较为丰沛的现金储备避免了公司资金短缺, 有利于应对冲击规避风险, 另一方面也可以较低成本获取资金, 为以后的融资及价值投资做准备。通过统计近几年的数据发现公司财务柔性储备大约在 0.100 左右, 最高的有 1.04, 最低的为 -0.381, 可见我国企业财务柔性整体较低, 差异较大, 分布极为不均。研究表明, 在金融危机期间储备了财务柔性的公司整体上比未储备的公司财务业绩表现更佳(曾爱民等, 2011) [1]。所以, 探究财务柔性是否会缓解企业现金股利分配现状有着重要意义。本文以 2010~2021 年中国 A 股上市公司为样本进行研究, 通过探究财务柔性对现金股利政策的作用, 以及在经济政策不确定性下财务柔性对现金股利政策作用的差异性, 以期为企业提高财务柔性储备意识、预防及应对不确定性冲击、建立合理的股利政策提供建议。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 财务柔性 with 现金股利政策

Campello *et al.* (2010)通过对多家公司的 CFO 调查表示, 在金融危机中很多企业由于缺乏外部融资能力丧失投资机会, 甚至面临破产倒闭; 相反, 财务柔性充足的企业通过收购重组因缺乏财务柔性而倒闭的企业进行大规模地扩张, 进一步发展壮大。基于此, 上市公司必须具备一定的财务柔性, 以帮助企业有效预防风险, 促进企业长期发展。

首先, 企业保持较高的财务柔性能够为现金股利支付提供资金支持。企业保持较高的现金水平是维持日常经营活动的基础, 可以保证正常的经营现金流(李玲, 侯佳璐, 2021) [2], 能够提高资金的流动性, 能在有筹资需求时及时获得资金。Lie (2005)的研究表明, 现金股利支付率高的企业通常经营环境良好、盈利能力水平高, 它们有着较高的财务柔性, 会提高股利的分配[3]。其次, 不同的财务柔性会影响企业的代理成本。李云鹤、李湛(2012)研究表明, 当企业拥有过剩的自由现金流和剩余负债能力时, 管理层滥用职权动机和机会加大, 比较追求个人享受、舒适的条件以及权利的提高等, 此时管理层可能存在过高的在职消费[4], 而实施高股利支付可以缓解这种代理冲突[5]。再次, 根据股利信号理论, 发放股利能向

股东传递企业发展良好的信息，为以后的股权融资创造条件(赵瑞杰和吴朝阳，2017；彭胜志和马小红，2020；宋蔚蔚和王瑞琪，2021) [6] [7] [8]，从而吸引更多的投资。当企业有着较多闲置资金时，会增加股利发放水平，以便向外界树立企业良好形象。基于以上分析，提出以下假设：

假设 H1：财务柔性与现金股利支付之间正相关，即财务柔性越高，上市公司越倾向于支付较高水平的现金股利。

2.2. 经济政策不确定性下财务柔性与现金股利政策

经济政策的剧烈波动会影响企业的生产经营以及财务活动(Zarnowitz, 1985; Mascarenhas & Aaker, 1989) [9] [10]。第一，经济政策不确定性加剧了企业风险。外部环境不稳定会导致市场销售份额下降，未来现金流有着高度不确定性(张兆慧和冯展斌，2020) [11]。此时，管理层往往会采取一定现金管理措施应对流动性短缺风险。环境的复杂性会影响企业管理层对于经济形势的判断，更可能做出无效决策(雷光勇等，2015) [12]，因此管理层会有强烈的资金积累动机应对未来不利冲击，以便在不稳定的宏观经济形势下求生存，或者是进行资金储备保存实力以寻找合适的发展机遇，从而不愿发放现金股利，甚至停止发放。处在高度经济政策不确定性年份下的企业难以评估其决策的有效性，会较大程度地进行现金留存，降低企业现金股利分配水平(王茜，张鸣，2009) [13]。第二，经济政策不确定性的上升会提高金融机构的风险预期。信息获取渠道不畅增大了外部投资者和金融机构的风险预期，使得企业出现融资约束困境(王雅萍，2020) [14]。宣扬、杨中军(2012)研究发现，当货币政策紧缩时，企业外源融资不畅，偏向内源融资，增加现金储存维持生产经营，从而减少现金股利发放[15]。第三，经济政策不确定性加强了代理冲突，进而影响现金股利支付。当外部环境不确定性增大时，企业信息渠道受阻，不透明的信息环境下企业财务柔性水平过高使得管理层有可能做出侵占资产、转移资产等有损企业利益的行为。此时，管理层利用职权很难被发现，对股东利益的侵蚀情况进一步加剧，更可能会采取比较保守的股利政策。

假设 H2：经济政策不确定性会抑制财务柔性对现金股利支付的正向作用。

3. 研究设计

3.1. 样本筛选与数据来源

本文以 2010~2021 年 A 股上市公司为研究样本，并对样本进行以下处理：1) 剔除 ST、ST*公司；2) 剔除金融类公司；3) 剔除样本缺失值公司，最终得到 12,842 个数据。本文数据来源于国泰安(CSMAR)，中国经济政策不确定性数据来源于网站 <http://www.policyuncertainty.com/>，实证部分研究结果由 stata15.1 完成。

3.2. 变量设计

现金股利支付水平(DIV)：现金股利政策的度量主要是衡量其支付水平，因此参考已有研究(李玲和侯佳璐，2021) [2]，用每股现金股利来衡量股利政策。

经济政策不确定性(EPU)：现有文献测度经济政策不确定性影响力最大的就是 Baker *et al.* (2016) [16] 构建的 EPU 指数，因此本文选取该指数并借鉴王红建等(2014) [17]的方法将月度指数取算术平均值得到年度指数来进行衡量。

财务柔性(FF)：财务柔性有“预防”和“利用”的属性，并结合我国实际情况，借鉴曾爱民等(2011) [1]的观点从现金持有水平和剩余负债能力两个角度出发，并将二者加总度量企业总体的财务柔性水平。现金柔性 = 企业自身现金持有率 - 行业平均现金持有率，现金持有率 = (货币资金 + 交易性金融资产)/资产总计，负债柔性 = $\max(0, \text{行业平均资产负债率} - \text{公司自身资产负债率})$ 。

控制变量：影响股利政策的因素有很多，而且不同国家、不同时期对股利政策产生影响的因素又各

有不同。因此，在借鉴已有成果的基础上，选用成长性(Growth)、盈利能力(ROA)、托宾 Q (TQ)、股权集中度(SH)、公司规模(Size)为控制变量来检验财务柔性对现金股利政策的影响。

研究变量定义见表 1。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

变量	变量名称	具体定义
DIV	现金股利支付	每股派息税前/(净利润本期值/实收资本本期期末值)，即股利分配率
EPU	经济政策不确定性	依据 Baker <i>et al.</i> [16]构建的指数，将月度数据进行算术平均得到年度数据
FF	财务柔性	财务柔性 = 现金柔性 + 负债柔性
Growth	公司成长性	(营业收入本年本期金额 - 营业收入上年金额)/(营业收入上年金额)
ROA	盈利能力	净利润/总资产平均余额
TQ	托宾 Q 值	市值/资产总计
SH	股权集中度	第一大股东持股比例
Size	公司规模	总资产取对数

3.3. 模型构建

为了检验财务柔性对现金股利支付的影响，要对数据进行全样本检验，对 DIV 进行全样本回归，由此建立以下回归模型(1)。

$$\begin{aligned} \text{DIV} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{FF}_{i,t} + \alpha_2 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_3 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_4 \text{TQ}_{i,t} + \alpha_5 \text{SH}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

为检验经济政策不确定性下财务柔性对现金股利的影响，在上述模型中加入宏观变量，Dummy 为虚拟变量，构建如下(2)模型，分别进行检验。

$$\begin{aligned} \text{DIV} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{FF}_{i,t} + \alpha_2 \text{FF}_{i,t} * \text{Dummy}_{i,t} + \alpha_3 \text{Dummy}_{i,t} + \alpha_4 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{TQ}_{i,t} + \alpha_7 \text{SH}_{i,t} + \alpha_8 \text{Size}_{i,t} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

描述性统计分析见表 2。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

数量	质量	排序	稿件	件数		
DIV	12,842	0.195	0.231	0.0100	0.100	1.370
EPU	12,842	310.7	224.8	99	181	792
FF	12,842	0.100	0.223	-0.381	0.0360	1.024
Growth	12,842	0.193	0.360	-0.577	0.131	2.885
ROA	12,842	0.0630	0.0470	-0.175	0.0530	0.247
TQ	12,842	2.033	1.306	0.862	1.601	9.817
SH	12,842	36.38	15.16	8.640	34.72	75.01

由表 2 可知, DIV 平均值为 0.195, 最小值为 0.0100, 最大值为 1.370, 企业现金股利支付水平存在较大差距, 且整体水平较低。EPU 的最小值(99)与最大值为(792)相差极大, 均值(310.7)低于极小值(99)与极大值(792)之间的平均值(445.5), 说明企业在不同年份的 EPU 明显不同, 这为本文研究设置了很好的宏观背景。财务柔性(FF)最小值为-0.381, 为负数, 最大值 1.024, 大于 1, 均值为 0.100, 说明我国企业间财务柔性水平差异大, 且整体水平较低。

4.2. 多元回归分析

4.2.1. 财务柔性对现金股利政策

表 3 列示了财务柔性对现金股利支付的回归结果。列(1)显示了财务柔性(FF)与现金股利支付(DIV)的回归系数为 0.148, 在 1%的水平下显著为正, 表明现金股利支付和财务柔性正相关。列(2)进一步控制行业效应和年份效应进行分析, 显示财务柔性(FF)与现金股利支付(DIV)的回归系数为 0.159, 仍通过了 1%的显著性水平, 表明财务柔性(FF)越高, 现金股利支付(DIV)越高, 支持了研究假设 H1, 即财务柔性越高, 上市公司越倾向于支付较高水平的现金股利。

Table 3. Regression result of financial flexibility to cash dividend

表 3. 财务柔性对现金股利回归结果

	(1)	(2)
	DIV	DIV
FF	0.148*** (15.09)	0.159*** (16.37)
Growth	-0.017*** (-3.30)	-0.015*** (-3.11)
ROA	2.731*** (45.27)	2.560*** (42.54)
TQ	-0.013*** (-7.79)	-0.015*** (-7.85)
SH	0.001*** (4.44)	0.001*** (7.76)
Size	0.041*** (24.35)	0.042*** (22.50)
_cons	-0.886*** (-23.14)	-0.939*** (-21.24)
N	12842.000	12842.000
r ²	0.356	0.396
r ² _a	0.355	0.394
ind		Yes
year		Yes

t statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

4.2.2. 经济政策不确定性下，财务柔性对现金股利政策

表4列示了在经济政策不确定性下的影响下财务柔性对现金股利支付的回归结果。从表4可以看出，财务柔性(FE)与现金股利支付(DIV)的回归系数为0.159，在1%的水平上显著；在加入了经济政策不确定性(EPU)这一变量后，财务柔性(FE)与经济政策不确定性(EPU)的交乘项回归系数为0.132，也在1%的水平上显著。但在对比加入经济政策不确定性变量前后的回归系数可知，财务柔性水平(FE)与现金股利支付(DIV)的回归系数由0.159下降到0.132，这表明经济政策不确定性削弱了二者的关系，本文的假设H2得证，即经济政策不确定性会抑制财务柔性对现金股利支付的正向作用。

Table 4. Regression results of financial flexibility to cash dividend under uncertainty of economic policy

表 4. 经济政策不确定性下财务柔性对现金股利回归结果

	(1)	(2)
	DIV	DIV
FF	0.159*** (16.37)	0.120*** (13.10)
FF*EPU		0.132*** (6.04)
EPU		0.005 (0.39)
Growth	-0.015*** (-3.11)	-0.015*** (-3.12)
ROA	2.560*** (42.54)	2.547*** (42.52)
TQ	-0.015*** (-7.85)	-0.015*** (-7.83)
SH	0.001*** (7.76)	0.001*** (7.57)
Size	0.042*** (22.50)	0.043*** (22.74)
_cons	-0.939*** (-21.24)	-0.945*** (-21.39)
N	12842.000	12842.000
r ²	0.396	0.399
r ² _a	0.394	0.398
ind	Yes	Yes
year	Yes	Yes

t statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

4.2.3. 稳健性检验

为确保结论可靠，在财务柔性的具体度量中，我们使用负债柔性(DF) = 行业平均资产负债率 - 公

司自身资产负债率,进而度量财务柔性指标(FF),替换后主要回归结果仍然存在。

5. 研究结论与政策建议

本文选择2011年至2021年A股上市公司数据进行研究,探讨财务柔性对公司现金股利支付的影响。研究发现,财务柔性 with 现金股利支付之间正相关,经济政策不确定性会抑制财务柔性对现金股利支付的正向作用。

经济政策不确定性的上升会对企业经营产生重要影响,因此政府在进行宏观经济管理时必须要注意政策预期管理,增强经济政策的透明性和可预期性,减少不确定性对企业造成的冲击和对宏观经济的影响。同时,证监会应进一步完善股利政策,当处于高经济政策不确定性下,大部分企业都有融资压力,不分配或者较少分配股利是一种谨慎、避险的措施,对于那些有真正融资需求的企业可以制定较低的现金股利分配率。最后,企业应充分认识到柔性资源在企业各项生产活动中的重要作用,增强财务柔性储备意识,适度提高柔性储备,这对于企业正常的生产经营、科学进行各项财务决策以及提高市场竞争力有着重要意义。

参考文献

- [1] 曾爱民,傅元略,魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(10): 155-169.
- [2] 李玲,侯佳璐. 财务柔性、企业成长性与现金股利政策[J]. 会计之友, 2021(7): 138-143.
- [3] Lie, E. (2005) Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice. *Journal of Business*, **78**, 2179-2202. <https://doi.org/10.1086/497043>
- [4] 李云鹤,李湛. 管理者代理行为、公司过度投资与公司治理——基于企业生命周期视角的实证研究[J]. 管理评论, 2012, 24(7): 117-131.
- [5] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, **76**, 323-329.
- [6] 彭胜志,马小红. 财务弹性、管理者过度自信与现金股利——基于沪深A股上市公司的实证分析[J]. 经济问题, 2020(6): 103-109.
- [7] 赵瑞杰,吴朝阳. 财务柔性、股权集中度与现金股利政策——基于A股上市公司数据的实证研究[J]. 经济问题, 2017(11): 114-117.
- [8] 宋蔚蔚,王瑞琪. 财务柔性、内部控制与现金股利政策[J]. 财会通讯, 2021(6): 71-74.
- [9] Zarnowitz, V. (1985) Rational Expectations and Macroeconomic Forecasts. *Journal of Business & Economic Statistics*, **3**, 293-311. <https://doi.org/10.1080/07350015.1985.10509462>
- [10] Mascarenhas, B. and Aaker, D.A. (1989) Strategy over the Business Cycle. *Strategic Management Journal*, **10**, 199-210. <https://doi.org/10.1002/smj.4250100302>
- [11] 雷光勇,王文忠,刘荣. 政治不确定性、股利政策调整与市场效应[J]. 会计研究, 2015(4): 33-39+95.
- [12] 张兆慧,冯展斌. 多元化经营、政策不确定性与现金股利政策[J]. 会计之友, 2020(23): 52-58.
- [13] 王茜,张鸣. 基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究——来自中国证券市场的经验证据[J]. 财经研究, 2009, 35(12): 50-60. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- [14] 王雅萍. 经济政策不确定性与企业现金股利分配——基于中国上市公司的经验证据[D]: [硕士学位论文]. 广州:暨南大学, 2020.
- [15] 宣扬,杨中军. 货币政策、现金股利分配与投资水平——基于我国上市公司的实证研究[J]. 金融评论, 2012, 4(4): 58-65+124.
- [16] Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J. (2016) Measure Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, **131**, 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- [17] 王红建,李青原,邢斐. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J]. 金融研究, 2014(9): 53-68.