

The Impact of Differential Cash Dividend Policy on Corporate Cash Dividends - An Analysis Based on Corporate Life Cycle

Qu Mengyu^{1,a}

¹ Department of Accounting, Beijing Jiaotong University, North Shimonoseki Street, Haidian District, Beijing, China

^a sdqumengyu@163.com

ABSTRACT

At present, China's capital market is developing rapidly, and the dividend policy issued by the SFC has also undergone a series of changes, but the mandatory and semi-compulsory dividend policy introduced in the previous period has great limitations and the implementation effect has been subject to many controversies. Therefore, in order to adapt to the development, the SFC issued a differentiated cash dividend policy in 2013, which determines the ratio of cash dividends for listed companies according to the life cycle of companies and the presence of significant capital expenditure. This paper empirically examines the impact of this policy on cash dividends of listed companies in the context of this policy. It is found that the introduction of the differentiated cash dividend policy significantly increases the willingness and level of cash dividends of listed companies; at the same time, the correlation between the growth of listed companies and the willingness and level of cash dividends is also significantly strengthened. This paper demonstrates the effectiveness of the differentiated cash dividend policy through research, providing an empirical basis for improving the relevant dividend policy, which has a positive effect on promoting the development of the capital market.

Keywords: Differentiated cash dividend policy, cash dividends, corporate life cycle

差异化现金分红政策对企业现金股利的影响——基于企业生命周期的分析

屈梦宇^{1,a}

¹ 北京交通大学会计学系, 北下关街道, 海淀区, 北京, 中国

^a sdqumengyu@163.com

摘要

目前我国资本市场发展迅猛, 证监会出台的股利政策也随之进行了一系列变革, 但前期出台的强制和半强制分红政策具有很大局限性, 实施效果也受到诸多争议。故为适应发展, 证监会 2013 年又发布了差异化现金分红政策, 其根据企业生命周期以及有无重大资金支出确定上市公司的现金分红比例。本文以此政策为背景, 实证检验了其对上市公司现金股利的影响。研究发现, 差异化现金分红政策的出台, 显著提高了上市公司的现金分红意愿和水平; 同时上市公司成长性和现金分红意愿和水平之间的相关性也显著加强。本文通过研究论证了差异化现金分红政策的有效性, 为完善相关股利政策提供实证基础, 对推动资本市场的发展有积极作用。

关键词: 差异化现金分红政策, 现金股利, 企业生命周期

1. 前言

现金股利是投资回报不可或缺的一部分，对上市公司及证券市场的发展至关重要。但目前我国相关制度比较匮乏，上市公司在现金分红方面存在着诸多不良现象，造成了投资者追求高抛低收的短期收益、市场价值不能如实反映企业价值等问题。在此背景下，证监会出台了“半强制分红政策”强化上市公司现金分红的意识，以此有效保护投资者利益^[1]。但根据国内学者的研究，半强制分红政策干预了企业决策，使那些真正有再融资需求的企业陷入两难境地，没有对全部上市公司形成硬性约束，故存在“监管悖论”的问题^[2]，其实施效果也受到了众多的争议。

基于此，中国证监会又颁布了差异化现金分红政策，其根据企业的成长性、盈利水平以及有无重大支出等因素来确定上市公司现金分红的比例，有效弥补了之前政策“一刀切”的负面效应，具有更强的实施力度以及更广的覆盖范围^[3]。此外，企业生命周期理论提出后，针对生命周期与股利政策相关性的研究颇多。但是由于差异化现金分红政策是于近几年颁布，相关研究较少。基于此本文从企业生命周期的角度探究了差异化现金分红政策对现金分红意愿和水平的影响，以及该政策对企业成长性与现金分红意愿和水平相关性的影响。本文旨在通过实证分析差异化分红政策实施前后企业分红的变化，进一步验证其合理性，并提出相关启示。

2. 文献综述及研究假设

2.1. 文献综述

2.1.1. 股利政策的变化

上市公司股利政策经历了强制性分红政策、半强制性分红政策、差异化现金分红政策，其覆盖范围不断扩大。La porta 等（2000）认为，在资本市场发展初期采取强制分红政策，能够提高分红水平，有效保护投资者利益^[4]，但随着发展此政策明显不足。针对半强制分红政策，陈云玲（2014）提出其虽然提高了企业现金分红意愿和水平，但出现了在再融资前大幅派现的情况，因此对提高股东现金股利回报作用有限^[5]。李常青等（2010）也进一步提出了其存在“监管悖论”的问题，使真正有再融资需求的上市公司陷入两难境地^[2]。针对差异化现金分红政策，王国俊等（2017）基于公司治理的角度指出差异化现金分红政策显著提高了企业现金分红意愿和水平^[1]。董竹等（2019）也进一步证明了该政策降低了成长期企业的现金分红意愿和水平，但却提高了成熟期企业的现金分红意识，同时从重大资本支出的角度验证了差异化现金分红政策的有效性^[3]。

2.1.2. 企业生命周期与股利政策关系

企业生命周期理论自提出以来就被诸多学者应用于股利分析。De Angelo 等（2006）以留存收益股权比度量公司成长阶段，发现美国上市公司的股利支付率随着公司步入成熟阶段而逐渐增加^[6]。李常青等（2009）首次用模型将企业生命周期与股利政策联系起来，研究结果表明上市公司所处生命周期不同，所采取的股利政策也不尽相同^[7]。宋福铁等（2010）通过实证表明上市公司是否发放现金股利是具有生命周期性的^[8]。罗琦等（2015）实证表明股利生命周期理论也同样适用于中国，并进一步表明成长期企业不进行现金分红而是将利润用于再投资，有利于缓解投资不足的问题；成熟期企业进行现金分红则有利于约束企业的过度投资^[9]。诸多研究均表明企业生命周期与发放现金股利相关，证监会也提出了差异化现金分红政策，基于生命周期确定上市公司现金分红比例。

2.2. 研究假设

差异化现金分红政策考虑到了各企业差异，弥补了一刀切的负面效应，这在一定程度上会提高上市公司整体的现金分红意识，具有更广的覆盖范围。基于此，提出如下假设：

假设 1：差异化现金分红政策的颁布，会显著提高上市公司整体的现金分红意愿和水平。

既往研究表明不同生命周期企业发放股利的意愿与水平各不相同，成熟期企业发放现金股利的意识相较于成长期企业更强。但由于之前的政策是一刀切的股利政策，因此企业成长性与现金分红意识的相关性较低。差异化现金分红政策颁布后，以企业生命周期以及有无重大支出为标准，规定了不同生命周期企业的分红比例，这使得成熟期企业的分红意识提高，成长期企业也能避免强制性分红所带来的困扰。据此推断企业成长性与企业现金分红意愿和水平之间的相关性会显著增强。基于此，提出如下假设：

假设 2：差异化现金政策的颁布，会显著增强上市公司成长性与现金分红意愿和水平的相关性。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选择 2008~2020 年所有 A 股上市公司，为了确保数据及结果的可靠性，剔除如下数据：（1）剔除金融行业和 ST 企业的样本；（2）剔除数据缺失样本；（3）剔除上市不满一年的样本；（4）剔除所有者权益为负的样本；（5）剔除当年亏损却发放股利的样本。本文所有数据均来源于 CSMAR 国泰安数据库，采用的统计软件为 Stata 和 Excel。

3.2. 变量定义

表 1 变量设定及说明

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	CDW	分红意愿	企业发放现金股利时, 取值为 1, 反之为 0
	CDR	分红水平	每股现金股利/每股净利润
解释变量	RE/TE	企业成长性	采用留存收益股权比作为代理变量
	PoliceYear	差异化分红政策	企业会计年度为 2013 年及以后, 取值为 1, 反之为 0
控制变量	Size	企业规模	企业总资产自然对数
	ROA	资产收益率	净利润/总资产
	LEV	资产负债率	总负债/总资产
	Cash	派现基础	每股现金净流量
	EPS	每股收益	公司净利润/总股本

3.3. 模型构建

CDW 是一个二元选择问题, 拟采用 Logit 回归模型来分析现金分红的意愿。CDR 拟采用 Tobit 回归模型进行分析现金分红的水平。因此, 本文构建了如下模型:

$$CDW / CDR = \beta_0 + \beta_1 PoliceYear + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 Cash + \beta_6 EPS + \varepsilon \quad (1)$$

$$CDW / CDR = \beta_0 + \beta_1 RE / TE + \beta_2 PoliceYear + \beta_3 PoliceYear \times RE / TE + \beta_4 Size + \beta_5 ROA + \beta_6 LEV + \beta_7 Cash + \beta_8 EPS + \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)用于检验假设 1, 如果 PoliceYear 的回归系数显著为正, 说明差异化现金政策会显著提高上市公司整体的现金分红意愿和水平。模型(2)用于检验假设 2, 如果 RE/TE×PoliceYear 的回归系数显著为正, 说明差异化现金分红政策会显著增强企业成长性与现金分红意愿和水平的相关性。

4. 实证结果与分析

4.1. 对上市公司整体的影响

表 2 差异化现金分红政策对上市公司整体现金分红意愿和水平的影响

变量	CDW	CDR
PoliceYear	0.492*** (7.23)	0.053*** (8.14)
Size	0.610*** (17.30)	0.049*** (17.85)
ROA	8.631***	0.418***

	(5.78)	(5.15)
LEV	-2.088*** (-9.82)	-0.317*** (-15.69)
Cash	0.040 (0.81)	0.001 (0.40)
EPS	1.680*** (8.93)	0.020*** (3.83)

表 2 的结果显示, 针对 CDW 和 CDR, PoliceYear 的回归系数在 1% 的水平下均显著为正, 说明在实施差异化现金分红政策后, 上市公司整体的现金分红意愿和水平都显著提高了, 验证了假设 1。

4.2. 对企业成长性与现金分红意愿和水平相关性的影响

表 3 差异化现金分红政策对企业成长性与现金分红意愿和水平相关性的影响

变量	CDW	CDR
RE/TE	0.239*** (14.04)	0.373*** (14.61)
RE/TE*PoliceYear	0.785* (1.91)	0.425*** (4.00)
Size	0.479*** (13.13)	0.036*** (12.93)
ROA	7.813*** (5.23)	0.430*** (5.31)
LEV	-1.466*** (-6.51)	-0.291*** (-14.35)
Cash	0.135*** (2.70)	0.007** (2.10)
EPS	0.860*** (4.84)	-0.030*** (-5.75)

表 3 的结果显示, 针对 CDW 和 CDR, RE/TE 的系数均显著为正, 说明企业成长性与现金分红意愿和水平呈现正相关关系。RE/TE×PoliceYear 的回归系数均显著为正, 且对比 RE/TE 发现回归系数显著增大。说明在实施差异化现金分红政策后, 二者的正相关关系加强了, 即该政策取得了预期的效果, 验证了假设 2。

5. 研究结论

结果表明, 差异化现金分红政策显著提高了上市公司整体的现金分红意愿和水平, 同时增强了企业成长性与现金分红的相关性。这说明了差异化现金分红政策进一步改善了我国上市公司现金股利的分配问题。此外, 该政策是以企业生命周期和有无重大支出为基准, 成长期企业少发股利可缓解缺乏投资资金所带来的困扰, 成熟期且无重大资金支出的企业多发股利可保护投资者利益。这进一步说明差异化现金分红政策对强化上市公司的分红意识, 规范其合理投资具有积极推动作用。

虽然该政策对现金分红进行了差异化的规定, 但仍具有一定强制性, 短期内会有显著的作用, 但长期来看还是应该完善资本市场, 引导企业主动支

付现金股利，制定长期派现的计划。此外，目前我国对企业生命周期的划分没有统一标准，在规定企业派现比例时无法具体确定，故应具体规定划分企业生命周期的方法，统一标准，进一步加强政策实施力度，推动我国资本市场的发展。

REFERENCES

- [1] Wang, G.J., Wang, Y.T., Han, X., Qian, X.D. (2017) Is the regulatory policy of differentiated cash dividends effective? -- Based on the perspective of corporate governance. *J. Accounting Research*, 07: 48-54+96.
- [2] Li, C.Q., Wei, Z.H., Wu, S.N. (2010) A study on the market response of semi-mandatory dividend policy. *J. Economic Inquiry*, 45(03): 144-155.
- [3] Dong, Z., Zhang, X. (2019) Cash dividend policy differentiation, dividend willingness and dividend level. *J. Reform*, 11: 102-116.
- [4] La Porta, R., F. Lopez, F., Shleifer, A., Vishny, A. (2000) Agency problems and dividend policies around the world. *J. Journal of Finance*, 55(1): 1-33.
- [5] Chen, Y.L. (2014) Study on the implementation effect of semi-mandatory dividend policy. *J. Financial Research*, 08: 162-177.
- [6] De Angelo, H., De Angelo, L., Stulz, R.M. (2006) Dividend policy and earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *J. Journal of Financial Economics*, 81(2): 227-254.
- [7] Li, C.Q., Peng, F. (2009) A new perspective of cash dividend research: Based on the theory of corporate life cycle. *J. Financial Theory and Practice*, 30(05): 67-73.
- [8] Song, F.T., Qu, W.Z. (2010) An empirical study of cash dividend distribution based on enterprise life cycle theory. *J. China Industrial Economics*, 02:140-149.
- [9] Luo, Q., Li, F. (2015) Corporate life cycle, dividend decision and investment efficiency. *J. Economic Review*, 02: 115-125.
- [10] Chen, B.W. (2014) Chinese stock market ushers in a new era of differentiated cash dividends. *J. International Finance*, 02: 53-55.