

现金股利的代理成本控制效应研究

——基于半强制分红的考察

刘银国¹, 张琛², 阮素梅¹

(1. 安徽财经大学, 安徽 蚌埠 233041; 2. 合肥工业大学 管理学院, 安徽 合肥 230009)

[摘要]以证监会2006年5月颁布的《上市公司证券发行管理办法》、2008年10月颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》为背景,研究半强制分红政策下现金股利发放对代理成本的控制效应。研究发现,现金股利的发放可以有效抑制过度投资水平,但这种抑制作用仅对高资产负债率企业、高成长性企业和非国有企业产生影响。迫于再融资的需求,这类企业的分红水平显著提高,并导致投资不足,半强制性分红政策并未起到预期效果。

[关键词]半强制分红;现金股利分红政策;过度投资;投资不足;代理成本控制效应;公司治理

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)05-0059-10

一、引言

现代企业所有权和经营权分离,而两权分离提高了企业效率,降低了交易成本,但是经营者往往并不追求代表股东利益的市场价值最大化,他们的行为旨在满足自身价值的最大化,出现了诸如过度投资、低效并购和在职消费等一系列行为,从而损害了股东价值,产生了代理成本^[1]。Jensen指出,代理成本产生的主要原因是大量自由现金流的存在,助长了经营者任意挥霍资金的行为,这是代理成本产生的必要条件,因此,代理问题源于自由现金流,而解决公司治理问题的关键就在于解决自由现金流的代理问题^[2]。Jensen认为负债和现金股利对于控制自由现金流的代理成本十分有效,负债的到期偿还利息和现金股利的发放都加速了企业自由现金流的支出^[2]。但也有学者的研究存在分歧,相对于利息偿还的强制性和法律保障,现金股利的支付对于降低经营者代理成本的效力有限,同时现金股利可能成为大股东转移利益的工具,成为“利益输送”的一种手段。MM的“股利无关论”认为股利政策与企业价值是不相关的,企业价值的变化完全取决于其所在行业的资本成本和未来的期望报酬,在投资政策既定的情况下,股利政策不会对企业价值产生任何影响^[3]。相关研究也显示在大部分欧美国家,发放现金股利公司的相对比例都显著降低^[4-5],发达市场的经济体一般依赖健全的公司治理机制、完善的市场约束机制和投资者保护机制以控制代理成本,现金股利在降低代理成本、提高公司治理水平方面的作用有待进一步考察。

根据国资委公布的数据,2011年我国国有企业累计实现利润总额22 556.8亿元,同比增长12.8%,占GDP的4.7%,相当于财政收入的21.7%。然而仅有54.7%的国有企业发放了现金股利,平均股利支付率仅为32.5%,在西方发达国家中,该数据一般为50%左右,我国国有企业“高利润、低股利”的现象依然普遍存在,并且呈现出股利支付不稳定、股利支付数量少等现象。针对国内企业分红派息现状,证

[收稿日期]2014-02-21

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71172190)

[作者简介]刘银国(1964—),男,安徽阜阳人,安徽财经大学教授,合肥工业大学博士生导师,博士,从事公司治理研究;张琛(1987—),男,安徽铜陵人,合肥工业大学管理学院博士研究生,从事公司治理研究;阮素梅(1974—),女,安徽太和人,安徽财经大学商学院副教授,博士,从事公司治理与农村金融研究。

监会关于规范上市公司股利政策的相关文件也不断完善。2006年《上市公司证券发行管理办法》规定上市公司最近三年以现金或者股票方式累计发放的股利不得低于公司连续三年平均可分配利润的20%才能发行新股,而在此前并没有关于现金分红比例的明确规定。2008年,《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》中规定发行新股的上市公司最近三年以现金或股票方式累计发放的股利不得低于最近三年年均可分配利润的30%。该政策把公司股利分配和再融资结合起来,我国现金股利分配表现出一种半强制性,实质上并没有完全强制。目前实施强制分红的仅有巴西、智利、哥伦比亚、希腊和委内瑞拉五个国家,这些国家要求公司分红必须要达到规定比例。而中国的半强制性分红会对下一年的再融资产生影响,再融资顺利与否直接影响公司的投资计划,因此半强制分红虽然保护了少数股东的现金流权利,但也可能歪曲投资计划^[6]。半强制性分红通过影响现金股利的分配从而影响企业留存的自由现金流,进一步影响企业的代理成本。本文通过对比分析半强制性分红政策颁布前后三年,半强制性分红比例变动前后三年企业过度投资情况,研究现金股利代理成本的控制效应。

二、文献综述与研究假设

在我国,上市公司分红较少,并且很难表现出连续性。这要归结于我国特殊的制度背景,对于国有企业,其股东一般为国家或者地方政府,其经营管理的行为主要体现为政府意志,而政府行为的目标一般为经济增长和充分就业,因此国有企业赚取的红利大部分都投入到扩大投资上,目的就是给政府创造GDP,而股东的利益分享并非其考虑重点。对于民营企业而言,存在严重的内部人控制,每个经理人都不会不遗余力、想方设法地把上市公司的资金装入自己的口袋,此外许多民营企业在现有体制内已经沦为地方政府的附属,想迅速发展必须要融入该体制并获得地方政府的帮助,因此民营企业分红可能性也不大。针对上述情况,政府出台了与再融资挂钩的分红政策,使得分红制度化、强制化,以期将企业获取的收益在所有的利益相关者之间共享,并减少经理人留存的自由现金流,从而降低代理成本,提高企业绩效。由于实行强制性分红或者半强制性分红的企业较少,因此现有文献中关于强制分红的研究十分有限。李常青、魏志华和吴世农考察了中国半强制分红的市场反应,其在政策颁布后呈倒U型走势,显示了投资者对于半强制分红政策呈现出由预期到失望的反应过程,通过细分公司类型后发现,计划再融资、高成长性低自由现金流、高竞争低自由现金流的上市公司市场反应显著较差,半强制性分红对该类型的公司带来了负面影响^[7]。郭慧婷等的研究显示在证监会半强制性分红政策颁布后,上市公司的分红水平确实有所提高,但同时大股东也利用股利分配的手段转移了公司利益,公司的现金流存在被操控的迹象^[8]。强制性的股利分配政策使控股股东很难转移公司资产,但是也减少了可用于投资的内部资金,从而使公司可能会丧失有价值的项目。Martins和Novaes以巴西国有企业作为研究对象评价强制性分红的利弊关系,研究显示强制性的股利分配政策是有效的,并且相对于股利自由分配国家(美国)的企业没有出现投资困难^[6]。

对现有研究进行梳理可以发现,学者对强制性分红的研究集中在现金股利的分配及其对公司的影响上。而对于支付现金股利的效果,大部分研究则集中于现金股利对代理成本的控制上。最早将股利政策应用于降低代理成本研究的是Rozeff,他认为支付现金股利的政策会给经理层带来压力,同时迫使经理为他们的投资项目筹集外部资金,降低了资金浪费在非盈利项目上的可能性^[9]。Easterbrook认为发放现金股利会降低公司内部留存现金,公司向外部筹措资金需求就会增加,而筹措资金的过程会受到相关部门审核和监督,增加了公司外部监管,从而降低了代理成本^[10]。在股利支付率方面,以权益资本筹资为主的所有者权益公司显著高于以债务资本筹资为主的杠杆公司,并且所有者权益公司呈现出经理层持股比例低的公司股利支付率高,这表明经理层持股和股利支付是降低代理成本的替代机制^[11]。廖理和方芳也发现管理层持股会激励经理通过股利政策的选择缓解自由现金流的代理成本^[12]。管理层有控制资源的动机,在股利决策中并不是以企业价值最大化为目标,而是将目标定位于企业规模扩大和产出水平的不断提高,存在过度投资现象^[13]。Farinha的研究也认为股

利支付有助于缓解自由现金流的代理问题,因为股利支付可以减少自由现金流量或增加外部筹资量而加强了外部投资者的监督^[14]。现金股利支付不仅可以缓解委托人和代理人的冲突,而且在降低大股东和中小股东的代理问题上也颇有效果,LLSV从法律保护视角入手,发现现金股利支付是法律对中小股东利益保护的结果,通过减少大股东的控制权私有利益从而对大股东的侵占行为起到约束和限制作用^[15]。现金股利约束自由现金流量代理成本的监督治理作用不容忽视^[16]。黄娟娟和沈艺峰的研究发现,我国上市公司的股利支付与流通股股东的偏好相背离,股利政策的制定只是为了迎合大股东的需求,中小投资者的偏好往往被忽视^[17]。证监会颁布半强制性分红政策的初衷在于通过实行半强制分红逐步实现我国上市公司分红的长期性、持续性,以期保护中小投资者利益、规范上市公司股利分配行为,并进一步落实上市公司提高投资者回报、限制利润操纵等目标。从长期看,这种行为的规范和理念的改进必然会提高公司治理水平并解决代理问题。半强制分红政策的出台无疑强制性地规范了企业现金股利的发放,分红比例的提高也进一步减少了企业留存的现金流量。半强制分红直接影响了上市公司的利润分配形式和分配比例,降低了企业可以自由支配的现金流量,从而也降低了企业将这部分现金流用于过度投资等行为的可能性。因此我们认为现金股利的发放可以缓解代理冲突,降低代理成本,并且随着发放比例的提高,这种作用更加显著。综上,本文提出如下假设。

假设1:半强制分红政策颁布后、半强制分红比例提高后企业总体过度投资程度减弱,代理成本降低。

负债融资存在的固定利息具有硬约束性质,其要求公司承担定期支付一定现金流的承诺,该还本付息的现金流出不仅可以作为股利分配有效的替代物,而且在一定程度上也抑制了经理人员对自由现金流的随意支配权。刘孟晖等的研究显示资产负债率高的公司一般不愿意分配现金股利^[18]。但在半强制分红的背景下,高负债企业需要更加便利的融资渠道以保障债务利息的偿还并把握未来的投资机会,他们会尽量满足半强制性分红政策的要求,以保证下一年度不受融资约束的限制,因此高负债企业在半强制性分红政策的背景下会为满足融资需求而提高分红比例,进而控制代理成本。故本文提出以下假设。

假设2:资产负债率与半强制分红对代理成本的控制作用正相关。

股利分配政策主要通过自由现金流量对代理成本起控制作用,而不同成长阶段的公司现金持有水平的不同会导致现金股利发挥作用的差异。不同成长性公司的资本结构和现金流都有较大差异,可能会通过影响自由现金流水平而影响对代理成本的控制,传统的研究认为成长性高的公司由于面临较多的投资机会,对资金的需求较大,倾向于采用较低的股利支付率^[19]。但是在半强制性分红背景下,成长性高的公司需要大量的现金流以满足潜在的投资机会,内部资金供应并不能够满足公司扩张的需求,半强制性分红政策将分红作为未来融资的前提,成长性高的公司将不得不增加现金分红以满足未来可能的外部融资,从而降低了代理成本。故本文提出以下假设。

假设3:企业成长性与半强制分红对代理成本的控制作用正相关。

管理层持股会影响公司现金股利的发放,从而影响企业的自由现金流,最终影响半强制分红对代理成本的控制作用。管理层持股使得管理层与股东的利益联系在一起,会更多地从现有股东角度考虑进行经营管理,因此会优先选择内部融资,并提高现金股利的发放,从而降低企业的自由现金流,缓解了代理问题,管理层持股对现金股利政策有正向影响^[20]。廖理和方芳也发现管理层持股对于高代理成本公司的现金股利支付有着明显的提高作用,对于低代理成本公司的作用不明显^[12]。在管理层持股比例较低的公司中,与管理层持股直接相联系的管理层报酬条款更加容易出现,并且这种条款会提高股利的支付,即管理层持股可以增加股利支付。故本文提出如下假设。

假设4:管理层持股与半强制分红对代理成本的控制作用正相关。

在我国,国有企业具有得天独厚的优势,国有企业获取高额利润更多依靠的是行政垄断和权力寻租。政府的“父爱效应”使得很多制度和政策对国有企业并没有起到硬性的约束,国有企业可以较为容易地从外部筹集资金。而对于民营企业,往往具有信贷约束^[21],特别是中小民营企业,融资利率高、融资

渠道窄等融资特点一直限制民营企业的发展,在半强制性分红背景下,本来就具有融资约束的企业为了保证在下一年度的融资渠道畅通,必定会提高分红比例以满足要求,从而降低了代理成本。宋玉和李卓的研究显示最终控制人性质为政府尤其是地方政府时,上市公司派发现金股利的概率和水平更高。因此半强制分红政策对非国有企业的强制分红效果可能更加明显^[22]。故本文提出如下假设。

假设 5:相对于国有企业,非国有企业的半强制性分红对代理成本的控制作用更强。

三、研究设计

(一) 模型构建与变量选取

本文的目的旨在考察半强制性分红背景下,现金股利发放对代理成本的控制作用。本文通过对半强制分红前后,半强制分红比例变动前后公司过度投资的情况,考察现金股利的代理成本控制效应,并区分公司在不同资产负债率、成长性、管理层持股和企业性质下,半强制性分红影响过度投资作用的差异。

本文首先计算公司的过度投资,过度投资是公司实际新增投资支出超出预期投资支出的部分,借鉴 Richardson 的模型对其进行确认,该模型选择在会计框架内确认过度投资, Richardson 认为总投资由保值投资与新增投资组成,其中保值投资为上期折旧与摊销,新增投资分为预期投资和非预期投资^[23]。总投资反映为当期“构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”、“权益性投资所支付的现金”和“债券性投资所支付的现金”三者之和与上期资产总额的比值,保值投资反映为上期“固定资产折旧”和“无形资产摊销”两者之和与上期总资产的比值。模型(1)中的因变量 $I_{new,i,t}$ 即为 i 公司在 t 年的新增投资,数值上即总投资 - 保值投资。残差 ε 表示非预期投资,即非效率投资,若 ε 大于零,说明投资过度,若 ε 小于零,说明投资不足。在模型(1)中, Tobin'Q 在数值上反映为公司市场价格与公司重置成本的比值,即(年末流通市值 + 非流通股份占净资产金额 + 长期负债合计 + 短期负债合计) / 总资产。Lev 为资产负债率,即负债和资产的比值。Return 为股票收益率。Cash 反映的是年末现金持有量,数值上为年末现金流与上期资产的比值。Size 是公司规模,用年末总资产的对数表示。Age 是公司从上市开始到 $t - 1$ 年末的年数。

$$I_{new,i,t} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Return_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Age_{i,t-1} + \beta_7 I_{new,i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

然后本文构建模型(2)以考察现金股利发放对过度投资的约束作用,并同时检验在半强制性分红政策颁布前后,半强制分红比例变动前后企业过度投资程度的差异。其中 Over_inv 为模型(1)中计算出的正残差值,反映企业过度投资情况。本文将半强制分红设计为两个变量:(1)分红哑变量 dum。其中 dum₁ 表示是否实行了半强制性分红政策,若实行了,则 dum = 1,若没有实行,则 dum₁ = 0; dum₂ 表示半强制分红的比例是否提高,若半强制性分红比例提高到 30%,则 dum₂ = 1,若半强制性分红比例维持在 20%,则 dum₂ = 0。(2)现金股利分配水平 Div。该指标用公司当年现金股利分配的实际值和净利润的比值来反映,体现了公司当年现金股利的分配水平。本文的重点在于考察半强制分红政策对哪种类型企业过度投资产生影响,因此本文最终建立模型(3)加以检验。本文将资产负债率(Lev)、企业成长性(EG)、管理层持股(MSO)和企业性质(SOE)作为影响过度投资的变量纳入模型中,并形成与哑变量 dum 的交互项,考察不同类型企业对半强制分红政策的反应情况。其中企业成长性的用 Tobin'Q 值来衡量, Tobin'Q 值越高,企业投资机会越多,属于高成长性企业, Tobin'Q 值越低,企业投资机会越少,属于低成长性企业。具体变量说明见下页表 1。

$$Over_inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_{i,t} + \beta_2 Div_{i,t} \times dum + \beta_3 Div_{i,t} \times (1 - dum) + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$Over_inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 EG_{i,t} + \beta_3 MSO_{i,t} + \beta_4 SOE_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} \times dum + \beta_6 EG_{i,t} \times dum + \beta_7 MSO_{i,t} \times dum + \beta_8 SOE_{i,t} \times dum + \mu_{i,t} \quad (3)$$

(二) 数据来源

本文选取了2003—2011年度沪深两市A股企业作为研究样本进行分析。由于本文要考察半强制分红政策颁布前后,半强制分红比例变动前后的过度投资情况,而上市公司分红时间大多集中在每年6月份左右,《上市公司证券发行管理办法》的实施时间为2006年5月8日,《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》的实施时间为2008年10月9日,因此样本的选取年度为2003—2011年。本文分别用2003年、2004年、2005年的样本和2006年、2007年、2008年的样本进行对比分析,考察半强制分红政策颁布前后公司过度投资情况,用2006年、2007年、2008年的样本和2009年、2010年、2011年的样本考察半强制分红比例提高前后公司过度投资情况。在样本的选取中,对于2006年的样本,本文只考虑在2006年5月8日之后进行分红的企业。对于2008年的样本,本文只考虑在2008年10月9日之前进行分红的企业。在分红数据的选取中,本文只考虑年度分红,年中分红和季度分红等其他分红方式不予考虑。在样本选取中,本文剔除了金融保险类企业、财务数据不齐全企业和数据收集欠缺的企业。为了控制极端值的影响,我们对连续变量1%以下和99%以上的分位数进行缩尾处理(Winsorize)。最终选取通过模型(1)计算出残差值为正的过度投资样本总数为2891个。样本数据主要来自CSMAR数据库和部分手工收集的上市公司年报。数据处理通过stata11.0完成。

表1 变量定义

变量符号	变量定义
I	(本期总投资 - 本期保值投资) / 上期总资产
Tobin'Q	(年末流通市值 + 非流通股份占净资产金额 + 长期负债合计 + 短期负债合计) / 总资产
Lev	总负债 / 总资产
Return	公司的股票收益率
Cash	年末的现金持有量 / 上期总资产
Size	反映公司规模,用总资产对数表示
Age	公司从上市开始到目前的经营年数
Over_inv	过度投资,模型(1)中的正残差值
Div	本期现金股利 / 本期净利润
dum ₁	是否实行了半强制性分红政策,2003—2005年该值为0,2006—2008年为1
dum ₂	半强制性分红比例是否提高到30%,2006—2008年该值为0,2009—2011年为1
EG	企业成长性,用Tobin'Q值衡量
MSO	管理层持股总数 / 总股数
SOE	企业性质,国有股超过50%,则为1;否则为0
Year	年度虚拟变量
Industry	行业虚拟变量

四、实证检验与分析

(一) 描述性统计分析

表2显示的是沪深两市A股企业2003—2011年的分红情况,在这9年期间,分红企业的绝对数基本保持持续上升趋势,然而分红企业的相对比例则在50%左右,说明我国上市公司中不分红的现象仍然普遍存在,半强制分红政策可能只对部分企业起到约束作用。从分配现金股利总额的绝对数看,呈现逐年增加并且幅度较大的趋势,但是现金股利占净利润的比例仍然不高,仅为30%左右,其中2008年和2010年的股利支付率甚至低于25%,2008年股利支付率超过30%的企业数仅为361家,占公司总数的23.73%。在我国,分红企业呈现股利支付率较低的现象,这与欧美国家绝大多数公司高支付率的股利政策存在较大差距。

表2 沪深两市A股企业2003—2011年分红情况

会计年度	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
分红企业数	610	595	720	605	695	768	811	951	1259
分红企业比例(%)	51.13	47.34	53.53	45.08	48.94	50.49	51.49	55.26	62.57
现金股利总额(亿元)	343.7	403.3	620.9	638.1	849.6	1317.3	1225.9	1345.4	2513.9
现金股利总额/净利润(%)	37.87	32.00	34.55	35.86	34.69	24.67	26.01	24.94	31.08
分红比例大于20%企业数	510	460	593	503	560	500	563	636	807
分红比例大于30%企业数	408	363	466	421	447	361	379	435	523

本文用模型(1)计算出样本的非效率投资情况,然后对模型中主要变量进行描述性统计分析,结

果如表3所示。模型(1)的正残差值,即过度投资的中位数为0.0774,小于其均值0.1022,说明过度投资企业的过度投资程度较为严重。股利支付率的均值为33.14%,说明分红企业分配现金股利的水平还有待提高。管理层持股的平均水平为3.67%,这表明有部分管理层并不持有股份,股权激励作用有限。资产负债率的均值为56.37%,说明企业平均资产负债率维持在较好水平,但也有极个别企业的资产负债率偏差较大。现金持有的最大值为76.11%,最小值为0.19%,说明不同企业之间现金持有的差别较大。

(二) Pearson 相关性检验

本文对检验模型中的主要变量进行 Pearson 相关性检验,研究变量之间的相关性,检验结果如表4所示。现金股利、资产负债率、企业成长性和管理层持股与过度投资呈负相关关系。企业性质、年末现金持有水平与过度投资呈正相关关系。资产负债率、企业成长性、年末现金持有水平与现金股利的发放呈负相关关系。管理层持股、企业性质与现金股利呈正相关关系。此外,解释变量之间的相关性大都不显著,说明解释变量之间不存在多重共线性,因此可以将其共同放入回归模型中进行检验。

(三) 回归分析

本文首先检验模型(2)。我们利用2003—2008年的数据考察在半强制分红政策颁布前后(dum_1),企业过度投资的变化情况。再利用2006—2011年的数据考察半强制分红比例提高前后(dum_2),企业过度投资的变化情况,回归结果如表5所示。可以发现,在两个模型中Div的系数分别为-0.004和-0.006,并且都通过10%的显著性检验,说明现金股利和过度投资呈负相关关系,无论半强制分红比例如何变动,企业支付现金股利都会降低内部自由现金流量,从而减少了管理人员可以利用的资金,抑制了过度投资。进一步考察可知, $Div \times dum_1$ 、 $Div \times (1 - dum_1)$ 的系数分别为-0.004和-0.003, $Div \times dum_2$ 、 $Div \times (1 - dum_2)$ 的系数分别为-0.007和-0.004,都通过10%的显著性检验,说明在2003—2005年上市公司分红比例未做强制性规定、2006—2008年规定半强制分红比例为20%、2009—2011年规定半强制分红比例为30%的这三个阶段中,企业分红水平对过度投资的抑制作用大致相同,因此假设1没有通过检验。从总体来看,监管机构颁布的半强制性分红政策可能并没有提高股票市场总体的现金分红水平,对过度投资的抑制作用有限。并且这种半强制性分红政策可能只会影响到某种类型公司的现金股利发放,存在“监管悖论”,与监管机构的预期尚有差距。下文继续通过模型(3)考证半强制性分红政策对哪种类型企业的过度投资影响较大。此外模型中资产负债率的系数分别为0.024和0.019,

表3 主要变量描述性统计

变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差
Over_inv	1.2679	0	0.1022	0.0774	0.1144
Div	13.6579	0	0.3314	0.3282	0.3908
EG	6.9765	0.8014	1.3761	1.1873	0.7337
MSO	0.9713	0	0.0367	0.0001	0.1409
Lev	19.2207	0.0451	0.5637	0.5351	0.5376
Cash	0.7611	0.0019	0.1139	0.1022	0.1067

表4 Pearson 相关性检验

	Over_inv	Div	Lev	EG	MSO	SOE	Cash
Over_inv	1						
Div	-0.091*	1					
Lev	-0.017	-0.118**	1				
EG	-0.032*	-0.051*	0.026	1			
MSO	-0.047*	0.024	0.027	0.007	1		
SOE	0.085*	0.018	0.008	-0.021*	-0.039*	1	
Cash	0.188**	-0.054**	-0.021*	-0.016	0.017	0.035*	1

注: * 和 ** 分别表示在5%和1%的水平上显著。

表5 模型(2)的回归检验

	模型(2)(dum_1)	模型(2)(dum_2)
cons	0.218*** (8.94)	0.277*** (9.06)
Div	-0.004* (-1.65)	-0.006* (-1.98)
Div × dum	-0.004* (-1.66)	-0.007* (-1.99)
Div × (1 - dum)	-0.003* (-1.59)	-0.004* (-1.68)
Lev	0.024*** (6.65)	0.019*** (5.98)
Size	-0.007** (-1.15)	-0.006** (-1.18)
Adjusted R	0.092	0.106
F	17.11	21.17
N	1779	2061

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

都通过了1%的显著性检验,说明负债比率的提高会增加企业留存的现金流以偿付利息,从而减少了现金股利的发放,反而更容易出现过度投资。

本文接着考察在半强制性分红政策颁布前后(dum_1),不同类型企业过度投资对其反应程度,结果如表6所示。在对模型(3)的检验中,本文先分别引入每个自变量与 dum_1 的交叉项,然后再将全部交叉项放入到回归模型中,实证结果显示包含单一交叉项和全部交叉项的回归结果基本一致。资产负债率(Lev)在几个模型中都呈现较为显著的负相关关系,说明财务杠杆的提高在一定程度上降低了公司的过度投资。单一交互项和全部交互项的系数分别为-0.196和-0.204,并且都通过1%的显著性检验,说明半强制性分红政策的颁布对过度投资的抑制作用受到了企业资产负债

表6 半强制分红实施前后不同类型企业过度投资情况

	模型(3-1)	模型(3-2)	模型(3-3)	模型(3-4)	模型(3-5)
cons	-0.054*** (-8.65)	-0.059*** (-8.84)	-0.047*** (-7.98)	-0.057*** (-8.78)	-0.087*** (-10.98)
Lev	-0.092** (-3.68)	-0.009 (-1.06)	-0.074** (-3.19)	-0.021* (-1.96)	-0.081*** (-3.46)
EG	0.025* (1.97)	0.029* (2.06)	0.022* (1.75)	0.040** (2.11)	0.041** (2.30)
MSO	-0.005 (-0.76)	0.008 (1.03)	0.007 (0.90)	0.001 (0.03)	0.008 (1.04)
SOE	0.008 (1.02)	0.006 (0.81)	0.006 (0.84)	0.019* (1.93)	0.023* (2.26)
Lev × dum_1	-0.196*** (-8.22)				-0.204*** (-9.19)
EG × dum_1		-0.095*** (-5.75)			-0.103*** (-6.30)
MSO × dum_1			0.009 (1.05)		0.013 (1.15)
SOE × dum_1				0.029** (2.27)	0.031** (2.34)
Adjusted R	0.118	0.135	0.096	0.134	0.177
F	17.05	19.67	14.13	19.14	26.74
N	1779	1779	1779	1779	1779

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

率的影响,高资产负债率的企业在半强制性政策颁布后,为了保证下一年度的顺利融资,不得不在本期发放现金股利并达到20%的标准,因此降低了企业本期的现金流量,从而显著地抑制了过度投资。此结果证明了假设2,说明资产负债率高的企业为了避免未来较大的融资压力,会提高现金分红以满足再融资条件,反而起到了抑制企业过度投资的效果。企业成长性(EG)与过度投资呈较为显著的正相关关系,说明成长性越高的企业投资支出越多,越可能出现过度投资。但是企业成长性与 dum_1 交互项的系数分别为-0.095和-0.103,并且都通过1%的显著性检验,说明在半强制性分红政策颁布的前提下,高成长性企业过度投资程度受到抑制。随着企业成长性提高,投资对现金流的敏感性会增强,高成长性企业投资支出更容易受到融资约束的影响,高成长性企业会提高分红比例以满足半强制性分红的政策要求,从而也降低了过度投资水平,证明了假设3。除了模型(3-1)外,管理层持股(MSO)与过度投资呈正相关关系,与 dum_1 交互项的系数也为正,但是相关性都不显著,说明管理层持股在影响过度投资方面并没有发挥显著的作用,分析原因,可能是目前我国实行管理层持股的企业数量有限、持股比例不高,所起到的作用微乎其微,假设4不成立。企业性质(SOE)与过度投资呈正相关关系,但大部分都不显著,说明国有企业出现过度投资的可能性较大。企业性质与 dum_1 交互项的系数分别为0.029和0.031,并且都通过5%的显著性检验,表明半强制分红政策通过影响非国有企业的分红水平而抑制了过度投资。大部分国有企业并没有融资压力,而非国有企业“先天不足”,为了避免融资约束,不得不提高本期现金分红水平以满足半强制分红政策要求,从而降低了过度投资,此结果证明了假设5。

本文继续利用模型(3)考察在半强制性分红比例设定为30%前后(dum_2),不同类型企业过度投资对其反应程度,结果如下页表7所示。可以看出,回归结果与半强制性分红实施前后大致相同,资产负债率、企业成长性、企业性质与 dum_2 的单一交互项分别为-0.188、-0.102、0.022,资产负债率、企业成长性、企业性质与 dum_2 的全部交互项分别为-0.201、-0.108、0.028,并且都通过显著性检验。这再次说明高资产负债率、高企业成长性以及非国有企业在半强制性分红比例提高后,企业由于顾忌没有达到30%的分红比例而产生融资约束,影响到下一年的投资,因此会提高分红比例以满足政

策的要求,现金股利分配的提高则进一步降低了企业的自由现金流量,从而抑制了过度投资。此外,回归结果还显示半强制分红政策对抑制管理层持股高的企业的过度投资仍不显著。

综上,本文发现现金股利的发放抑制了企业过度投资水平,降低了代理成本,验证了自由现金流假说。现金股利的发放降低了管理人员可以任意支配的现金流,从而起到了监督治理的作用。但是《上市公司证券发行管理办法》、《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》等文件颁布后,企业过度投资水平并没有显著下降,政策效果有限。本文将进一步区分不同类型企业,分析对政策的反映情况,结果发现高资产负债率企业、高成长性企业、非国有企业在文件颁布后的过度投资显著降低。这种类型的企业往往有潜在的融资需求,为了避免由于没有满足政策要求而造成的下一年度融资困难,会大幅度提高分红水平,降低了过度投资。

(四) 进一步检验

半强制分红政策降低了高资产负债率企业、高成长性企业、非国有企业的过度投资水平,但是否会使这类企业出现投资不足,本文设计模型(4),利用2006—2011年的数据,检验半强制分红比例变动后这种类型企业是否存在投资不足。在模型(4)中,因变量 Under_inv 为模型(1)中负残差的绝对值,该值越大,说明投资不足程度越高。

$$Under_inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 EG_{i,t} + \beta_3 SOE_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} \times dum_2 + \beta_5 EG_{i,t} \times dum_2 + \beta_6 SOE_{i,t} \times dum_2 + \mu_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)的回归结果如表8所示。从表中可以看出,资产负债率、企业成长性的单一交互项和全部交互项都显著为正,企业性质的单一交互项和全部交互项显著为负。说明在半强制性分红比例提高到30%之后,高资产负债率企业、高成长性企业、非国有企业都出现了不同程度的投资不足。表明在政策颁布后,这类企业为了避免下一年度的融资约束,都致力于发放现金股利以满足30%分红比例要求。然而这会造成企业持有现金流水平不足,当面对良好投资机会时,可能由于现金流紧缺而丧失投资机会,造成投资不足。这类企业虽然达到再融资的要求,更没有出现过度投资,但是投资机会的丧失和高额融资费用也影响了企业发展,这种“拆东墙补西墙”的方法只是疲于应对监管层政策的表现,证监会的半强制性分

表7 半强制分红比例变动前后不同类型企业过度投资情况

	模型(3-1)	模型(3-2)	模型(3-3)	模型(3-4)	模型(3-5)
cons	-0.060*** (-8.91)	-0.057*** (-8.72)	-0.055*** (-8.11)	-0.053*** (-8.45)	-0.071*** (-10.16)
Lev	-0.041* (-3.01)	-0.011 (-1.76)	-0.080** (-3.36)	-0.019* (-1.90)	-0.066** (-2.67)
EG	0.023* (1.91)	0.036* (2.22)	0.021* (1.71)	0.021* (1.68)	0.043*** (2.40)
MSO	-0.003 (-0.65)	0.008 (1.07)	0.005 (0.83)	0.002 (0.03)	0.006 (0.88)
SOE	0.006 (0.89)	0.005 (0.85)	0.008 (0.94)	0.009 (1.04)	0.019* (2.03)
Lev × dum ₂	-0.188*** (-7.63)				-0.201*** (-9.08)
EG × dum ₂		-0.102*** (-5.94)			-0.108*** (-6.73)
MSO × dum ₂			0.009 (1.03)		0.011 (1.09)
SOE × dum ₂				0.022* (1.82)	0.028* (2.24)
Adjusted R	0.132	0.124	0.087	0.116	0.186
F	20.04	19.83	15.66	18.24	28.79
N	2061	2061	2061	2061	2061

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

表8 半强制分红比例变动前后不同类型企业投资不足情况

	模型(4-1)	模型(4-2)	模型(4-3)	模型(4-4)
cons	-0.120*** (-11.12)	-0.114*** (-10.74)	-0.123*** (-11.52)	-0.128*** (-12.06)
Lev	0.009 (1.41)	0.008 (1.31)	0.012 (1.68)	0.006 (1.06)
EG	-0.028* (-2.33)	-0.031* (-2.51)	-0.021* (-1.95)	-0.032* (-2.54)
SOE	-0.002 (-0.44)	-0.003 (-0.49)	-0.006 (-0.84)	-0.004 (-0.53)
Lev × dum ₂	0.071* (5.16)			0.066* (5.10)
EG × dum ₂		0.042** (4.51)		0.038** (4.43)
SOE × dum ₂			-0.026* (-2.02)	-0.029* (-2.18)
Adjusted R	0.111	0.114	0.105	0.167
F	15.63	16.39	14.15	24.38
N	2199	2199	2199	2199

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

红政策给该类型企业带来了繁重负担,并未达到预期效果。

(五) 稳健性检验

1. 过度投资

本文借鉴 Richardson 模型,选取模型中的正残差值衡量过度投资水平^[23]。但是该模型的使用有一个条件,即上市公司整体不存在系统性的过度投资或者投资不足,否则存在系统性偏差。因此本文将模型(1)回归后得到的残差值的四分位数建立一个新的衡量非效率投资的变量,仅选取残差值大于3/4的样本作为过度投资衡量值,替代原来的因变量放入模型(2)、模型(3)和模型(4)中进行检验。

2. 企业成长性

本文用 Tobin'Q 值衡量企业成长性,但是诸多学者认为由于我国资本市场起步较晚,监管环境尚未完善,上市资格在较长一段时期内非常稀缺,这些历史因素导致二级市场具有较大的投机性,资本市场的价格发现功能非常有限,Tobin'Q 值的真实性有待考察,并不能准确反映企业成长性。因此在本文中继续使用主营业务收入增长率和总资产增长率替代 Tobin'Q 值以检验模型(3)和模型(4)。

通过上述变量替换,发现回归结果与原结果基本一致,因此可以认为本文的回归结果具有稳健性。

五、结论

本文以证监会 2006 年 5 月颁布的《上市公司证券发行管理办法》、2008 年 10 月颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》为背景,研究在半强制性分红政策颁布、半强制性分红比例变动的情况下企业过度投资情况。研究发现现金股利的发放可以有效抑制过度投资水平,起到降低代理成本的作用,但是半强制性分红政策并没有影响市场总体的现金股利发放水平,对过度投资的抑制作用有限,政策颁布后的效果与监管层的初衷仍有差距。进一步研究还发现,半强制性分红的政策仅影响了高资产负债率企业、高成长性企业和非国有企业,这类企业由于担心不满足政策要求而造成融资约束,被迫提高现金分红的水平,虽然避免了过度投资,但是由于企业现金流都用于发放现金股利,导致企业面对投资机会时捉襟见肘,造成投资不足。

本文的研究证明了现金股利可以有效地控制代理成本,同时也发现半强制分红政策给有再融资需求的企业带来了负面影响,对需要减少分红、保留一定现金流的企业带来了负担,半强制分红政策尚未取得预期效果。监管层应该积极利用现金股利这个控制代理成本的工具,加强对上市公司分红行为的法律规范。但监管层也应该综合考虑上市公司所处行业特点、所在地区经济发展程度、企业发展阶段和经营模式等因素,设计差异化的现金分红政策,正确引导上市公司分红行为和投资者利益保护。严格来说,股利分配属于公司治理问题的范畴,因此在设计合理的分红政策的同时,还需要进一步完善公司治理结构,让投资者充分享有知情权,创造更加有效的方式对上市公司的股利分配行为进行监督约束,从而有效保护中小投资者的利益,也为股利政策更好发挥作用提供帮助。

参考文献:

- [1] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [2] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323 - 329.
- [3] Modigliani F, Miller M H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. Journal of Business, 1961, 34(4): 411 - 433.
- [4] Fama E F, French K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(1): 3 - 43.
- [5] Denis D, Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy[J]. Journal of Financial E-

- economics, 2008, 89(1): 62 - 82.
- [6] Martins T C, Novaes W. Mandatory dividend rules; do they make it harder for firms to invest? [J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(4): 953 - 967.
- [7] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010(3): 144 - 155.
- [8] 郭慧婷, 张俊瑞, 李彬, 等. 再融资公司的现金分红和现金流操控研究[J]. 南京审计学院学报, 2011(3): 58 - 65.
- [9] Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios [J]. Journal of Financial Research, 1982, 5(3): 249 - 259.
- [10] Easterbrook F H. Two agency-cost explanations of dividends[J]. American Economic Review, 1984, 74(4): 650 - 659.
- [11] Aggarwal R K, Samwick A A. Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: theory and evidence [J]. Journal of Finance, 1999, 54(6): 1999 - 2043.
- [12] 廖理, 方芳. 管理层持股、股利政策和上市公司代理成本[J]. 统计研究, 2004(12): 27 - 30.
- [13] 刘银国. 我国上市公司股利政策有效性实证研究[J]. 经济管理, 2008(14): 26 - 33.
- [14] Farinha J. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis; an empirical analysis[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2003, 30(9): 1173 - 1209.
- [15] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Agency problems and dividend policies around the world[J]. Journal of Finance, 2000, 55(1): 1 - 33.
- [16] 杨熠, 沈艺峰. 现金股利: 传递盈利信号还是起监督治理作用[J]. 中国会计评论, 2004(1): 61 - 76.
- [17] 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007(8): 36 - 43.
- [18] 刘孟晖, 沈中华, 余怒涛. 我国上市公司股利分配行为特征研究——来自深圳股票市场的证据[J]. 经济问题, 2008(1): 103 - 106.
- [19] 冯阳, 薛峰, 孙进. 上市公司现金股利分配与公司成长性关系实证研究[J]. 经济纵横, 2010(2): 84 - 87.
- [20] Fenn G W, Liang N. Corporate payout policy and managerial stock incentives[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 20(1): 45 - 72.
- [21] 余静文. 国有企业与分国有企业信贷约束的差异研究[J]. 当代经济科学, 2011(5): 18 - 26.
- [22] 宋玉, 李卓. 最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J]. 审计与经济研究, 2007(5): 106 - 112.
- [23] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159 - 189.

[责任编辑:高婷]

Agency Cost Control Effect of Cash Dividends; Based on the Review of Semi-Compulsory Dividend

LIU Yinguo¹, ZHANG Chen², YUAN Sumei¹

(1. School of Business, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233041, China;

2. School of Business, Hefei Industrial University, Hefei 230009, China)

Abstract: Based on the Management Methods of Listed Companies Stock Issuing and Decision on the Revised Regulations of Cash Dividend of Listed Companies promulgated by Securities Supervisory Committee in May 2006 and in October 2008 respectively, this paper makes a study of the effect of cash dividend under the semi-compulsory dividend policy on the agency cost control. The study finds that the issuing of cash dividend can effectively curb the over-investment levels, but this curbing can only have an effect on the high asset-liability rate, highly growing-up and non-state-owned enterprises. Pressed by the demand of re-financing, the dividend level of such enterprises increases considerably and it leads to the under-investment. Therefore, the semi-compulsory dividend policy does not achieve a desired effect.

Key Words: semi-compulsory dividend; cash dividend policy; over-investment; under-investment; agency cost control effect; corporate governance