

分红对上市公司代理成本的影响研究

杜倩怡

(湖南大学金融与统计学院, 湖南、长沙, 410006)

摘要: 从提高公司代理效率的角度考虑, 实施现金分红政策是否存在现实意义? 本文从股利代理理论出发, 以 2010 年-2013 年中国 A 股上市公司为样本, 考察了我国上市公司现金分红政策与代理成本之间的关系。本文通过理论分析得出: 现金分红政策可以降低管理层的可控自由现金流, 从而降低代理成本。通过实证检验发现: 虽然我国目前的半强制分红政策约束了抑制效果, 但现金分红政策还是在一定程度上抑制了管理层过度投资和在职消费, 降低了代理成本; 同时, 结合我国政策背景来细分样本, 发现现金分红对国有控制企业代理效率的优化效果强于非国有控制企业。

关键词: 现金分红; 过度投资; 在职消费; 抑制效果

中图分类号: F275.4

文献标识码: A

0 引言

现金分红作为公司利益分配和股利政策的重要组成部分, 一直受到学术界和事务界人士的广泛关注。在发达国家的成熟资本市场上, 上市公司通常会根据自身的盈利水平和未来发展的资金需求来合理制定现金分红政策, 将收益分配制度内在化。然而在我国的市场, 由于缺乏有效的市场约束机制和完善的法律制度, 上市公司的现金分红一直保持在很低的比例, 这样不仅股东权益得不到保障, 公司治理效果也受到了一定影响。鉴于此, 监管部门陆续颁布多项政策, 从早期强制公司将再融资挂钩现金分红, 到近期在公司 IPO 审核条款中要求更为详细地披露股利政策相关信息等, 来规范、甚至是强制上市公司进行现金分红。但通过陈云玲 (2014) 的研究分析, 发现我国目前的半强制分红政策对保护投资者利益、促进公司长期发展的效果并不理想^[1]。所以本文从股权代理理论角度考虑, 通过研究分析现金分红政策对我国上市公司代理成本的影响效果, 为我国未来的现金分红政策的制定提供经验数据。

Jesen, Meckling (1976) 从代理理论、产权理论和财务理论几个方面定义了代理成本, 揭示了代理成本与两权分离之间的关系。所以代理成本问题主要体现在职业经理人与投资者之间的利益冲突, 而现金股利可以缓解其中存在的代理冲突, 从而降低代理成本^[2]。自 Rozeff (1982) 和 Easterbrook (1984) 等学者提出股利代理理论, 认为管理层手中掌握过多的自由现金流是企业代理成本的主要成因, 可以通过支付现金股利的方式可以降低自由现金流, 进而抑制代理成本^{[3][4]}。本文以上市公司管理层代理问题出发, 以股利代理理论作为研究的理论基础, 研究公司分红作为一种降低代理成本的治理机制, 研究分析对上市公司内部管理层代理成本的抑制效果。上市公司管理层的代理问题主要体现在过度投资和在职消费, 这两种手段都比较隐蔽, 易于实施, 因此在公司治理中较为普遍。本文认为, 基于代理理论, 从抑制管理层代理成本的立场来研究企业收益分配问题具有重要意义。

1 文献回顾与研究假设

由于有效的股权激励较少, 职业经理人难以享有企业的资本利得, 所以企业管理人更倾向于关注且投资于能够为己谋私的投资项目。因此, 企业管理人会倾向于通过投资扩大企业

规模,为自己获取更多的管理权力或在职消费等隐性激励。Kalay (1982) 认为一个企业股利政策与投资政策是相辅相成的,如果企业能够保有较多的自由现金流,拥有充裕的内部资金,就更有可能发生过度投资行为^[5]。Lang 和 Litzenger (1989) 用 Tobin Q 来度量企业的成长性,并衡量其与过度投资的关系,发现成长性较低的企业可以通过支付较高的现金股利来降低过度投资水平^[6]。因此提出本文的第一个假设。

H1: 现金分红政策对过度投资有抑制作用,即现金股利支付率与过度投资水平负相关。从股利代理理论出发,现金分红能够迫使企业管理层定期上交足量的现金给股东,一方面,减少了内部管理层可供掌握的现金资源,降低在职消费的空间;另一方面,迫使企业改变监督较为松懈的内部融资方式,转而通过外部融资渠道筹集资金,受到外部资本市场的监督及约束,进而抑制在职消费。Easterbrook (1984) 验证了上述理论,并出现金股利制度形成了一种抑制企业管理者代理成本的机制^[4]。Jensen (1986) 提出自由现金流量假说:如果企业管理者控制了大量自由现金流,会造成经理人通过在职消费等较为隐蔽的手段来为己谋私,可以通过发放现金股利来降低自由现金流,从而抑制在职消费水平^[7]。因此,提出本文的第二个假设。

H2: 现金分红政策对在职消费有抑制作用,即现金股利支付率与在职消费程度负相关。

近年来,国有企业分红成为国企改革的重要方面,得到广泛关注。政府部门也一再表示国家要作为股东享受企业发展的权益,即加大国企分红的比例。本文认为,收益分配政策作为公司金融决策的重要内容,应当遵循公司金融的基本规律和内在逻辑。李静 (2010) 认为,由于我国国有企业存在国有股股东缺位这样特殊的委托代理关系,导致了内部人控制的特殊代理问题^[8]。根据自由现金流假说,管理层控制过量的自由现金流会降低代理效率,国家作为出资人参与分红能够降低代理成本,即国企分红政策对由管理层代理问题引发的过度投资和在职消费起到抑制作用。肖珉 (2010),魏明海、柳建华 (2007) 和罗宏、黄文华 (2008) 都分别证实了国企分红对过度投资、在职消费的抑制作用^{[9][10][11]}。因此,提出本文的第三个假设。

H3: 支付现金股利对国有控制企业代理成本的抑制效果更为显著。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文选取 2010-2013 年度在深交所和上交所上市的 A 股公司作为初始样本,并做了以下剔除: 1、剔除金融类、保险类公司; 2、剔除 ST 和 PT 类公司; 3、剔除所需变量数据不全的公司。剩余 1596 个观测值。由于国有企业代理问题的特殊性,本文除了对全体上市公司进行总样本分析外,还将上市公司的数据样本分成国有企业和非国有企业两个子样本进行对比分析。所有数据均来自国泰安数据库和 wind 数据库。所有数据合并、统计分析和回归处理均在 Excel2010 和 Stata12 计量分析软件中进行。

2.2 模型构建与变量说明

2.2.1 过度投资识别计量模型的选取与变量说明

Richardson (2006) 把过度投资定义为超出企业资本保持和净现值的新增资本投资支出。新增资本投资支出分为两部分: 一是预期的投资支出,是根据企业的成长机会、融资约束、行业等因素确定; 二是企业的非正常投资支出,即超出预期的投资支出,这部分就是过度投

资^[11]。过度投资的具体度量方法如下：首先建立回归模型，估算出企业正常的资本投资水平，然后，用企业的实际资本投资水平减去估算得到资本投资水平，得到回归残差，此残差就作为企业的资本投资无效率的替代变量，用 $OverInv$ 表示。此后，Richardson 的这一模型被广泛应用于对公司无效投资行为的衡量（魏明海、柳建华，2007；辛清泉等，2007；杨华军等，2007）^{[10][13][14]}。借鉴前人的研究，本文沿用 Richardson 和辛清泉的模型分年度来度量过度投资水平。

企业正常的资本投资水平估计模型如下：

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Tobin.Q_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 RET_{i,t-1} + \alpha_6 INV_{i,t-1} + \sum Year_i + \varepsilon \quad (1)$$

模型中各变量含义如下：

1、被解释变量

企业投资是通过估算得出的企业正常投资水平，作为接下来评估过度投资水平的估算标准。

2、解释变量

考虑到企业的成长机会越多，所需的资本投资量应该越大，本文选取 TobinQ 来作为公司成长性的替代变量。同时采用资产负债率、自由现金流、企业规模及企业投资作为解释变量¹。同时在模型中加入年度变量来控制年度的影响。

表 1 预期投资的回归结果

Tab. 1 Regression Result of Expected Investments

	常数	TobinQ	Lev	Cash	Size	RET	Inv	Adj.R2	F-statics
系数	0.5024***	-0.0027	-0.0593**	0.1025***	-0.0194*	0.0057	0.0765	0.1021	7.95***
t	2.03	-1.20	-2.04	4.51	-1.79	1.56	1.45		

注：“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

2.2.2 分红与过度投资回归模型构建和变量说明

分红与过度投资的回归模型如下：

$$OverInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Divr_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Divr_{i,t} \times Cash_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \sum Year_i \quad (2)$$

1、被解释变量

过度投资是通过模型（1）估算出来的残差，用来代表过度投资水平。

2、解释变量

本文选取股利分配率来代表现金股利支付的相对水平。在本文的假设中，分红对代理成本的抑制作用主要是通过抑制自由现金流来发挥影响，所以在该模型中，本文设置了一个分红与自由现金流的交叉乘项 $CashDivr$ 来观察其对过度投资的影响。

3、控制变量

根据投资领域已有的研究结果，模型（2）选取自由现金流、资产负债率、公司规模、

¹ 由于本年度的投资支出预算是由上一年度的相关因素决定，本文对相关变量采取滞后一期的处理。

公司成长性、企业盈利能力以及年度作为控制变量²。为了控制公司过度投资的年度间差异，本文以 2010 年度为参照系，在模型中设置年度虚拟变量。如果样本中上市公司所在年度为 i 年，那么取值为 1，否则取值为 0。

2.2.3 分红与在职消费回归模型的设定和变量说明

分红与在职消费的回归模型如下：

$$NPC_i = \alpha_0 + \alpha_1 Divr_{i-1} + \alpha_2 Lev_{i-1} + \alpha_3 Pay_{i-1} + \alpha_4 Inv_{i-1} + \alpha_5 Size_{i-1} + \sum Year_i + \varepsilon \quad (3)$$

1、被解释变量

本文参考 James S. Ang (2000)、李寿喜 (2007)、辛清泉、谭伟强 (2009) 的研究，采用管理费用率这一相对值作为在职消费的代表变量^{[15][16][17]}。之所以选取管理费用率作为衡量在职消费的替代指标，主要是基于管理费用的大小能够反映管理者在自由支配公司资源权力上的大小，包括管理者用于办公室建造与豪华装修、高档汽车等各种名目的在职消费。该比例越高，说明在职消费的程度越高。同时采用相对值法也在一定程度上避免了公司规模对在职消费度量的偏离影响。

2、解释变量

本文选择了股利分配率来衡量公司的现金股利分派程度，并研究它们与公司在消费之间的影响。

3、控制变量

考虑到上市公司特别是国有企业存在薪酬管制、融资约束等影响因素，本文选取高管薪酬、资产负债率、企业投资、公司规模等指标作为控制变量³。和过度投资模型一样，模型 (3) 引入了年度虚拟变量来控制公司在消费消费的年度间差异。

各变量的名称、符号及定义见表 2：

表 2 变量名称、符号及定义

Tab. 2 Variable Names, Symbols and Definitions

变量名称	符号	定义与计算
企业投资	Inv	(购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期投资所收回的现金)/年初总资产
过度投资	Over-Inv	模型 (1) 中的回归残差
在职消费	NPC	管理费用率：管理费用/营业收入
股利分配率	Div	现金股利支付率：普通股每股股利/普通股每股净收益
托宾 Q	Tobin's Q	企业市场价值/期末总资产
资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
股票回报率	RET	该企业经市场调整的股票年度回报率
自由现金流	Cash	(净利润+利息费用+非现金支出-运营资本追加-资本性支出)/年初总资产

²考虑到资产负债率和公司规模可能会产生内生性问题，本文对其做滞后一期的处理。

³考虑到在职消费与分红之间可能存在的内生性问题，模型中各变量都取滞后一年的值，以避免变量内生性问题。

盈利能力	ROA	总资产净利润率：净利润/总资产平均余额；其中总资产平均余额=（资产合计期末余额-资产合计期初余额）/2
公司成长性	Growth	营业收入增长率：（年末营业收入-年初营业收入）/本年初营业收入
公司规模	Size	总资产的自然对数
高管薪酬	Pay	董事、监事和管理层薪酬最高的前三位高管薪酬平均数的自然对数
年度	Year	年度虚拟变量，控制不同年份宏观经济因素影响，以 2010 年度为参照系，在模型中设置年度虚拟变量。如果样本中上市公司所在年度为 i 年，那么取值为 1，否则取值为 0

3 实证检验

3.1 变量的描述性统计及相关性分析

表 3 主要变量的描述性统计
Tab. 3 Descriptive Statistics of Main Variables

Variable	Obs	Mean	median	Std.Dev.	Min	Max
Divr	1596	0.4236	0.2703	1.0136	-0.7190	31.25
OverInv	1197	0.0000	-0.0022	0.0256	-0.1604	0.1262
NPC	1596	0.0696	0.0598	0.0513	0.0022	0.5535
Inv	1596	0.0523	0.0397	0.0505	-0.2017	0.3108
TobinQ	1596	1.7751	1.3670	1.2080	0.6403	11.5521
Lev	1596	0.5035	0.5132	0.1830	0.0318	0.9095
RET	1596	-0.0418	-0.0913	0.3764	-0.8246	2.5598
Cash	1596	0.1722	0.1423	0.1172	0.0064	0.7648
ROA	1596	0.0622	0.0493	0.0502	-0.0066	0.4770
Growth	1596	1.0196	0.0901	23.1540	-2.6833	922.3482
Size	1596	22.8782	22.7197	1.2772	19.8097	28.4820
Pay	1596	13.3585	13.3267	0.7049	10.9449	15.8356

表 3 为本文的主要变量的描述性统计结果，可以看出股利支付率的最大值为 31.25，最小值为-0.7190，均值为 0.4236，标准差为 1.0136，说明我国的股利支付还处于较低的水平，且样本间差异较大。

表 4 模型（1）主要变量的相关性分析
Tab. 4 Correlation Analysis of Model (1)

	Inv	TobinQ	Lev	Cash	Size	RET
Inv		0.1213***	-0.1137***	-0.1357***	0.0610**	-0.0455*
TobinQ	0.045*		-0.4722***	0.3214***	-0.5408***	0.2519***
Lev	-0.032	-0.391***		-0.2853***	0.4976***	-0.1039***
Cash	-0.165***	0.279***	-0.286***		0.2414***	0.0578**
Size	0.090***	-0.366***	0.463***	-0.218***		-0.1366***
RET	-0.056**	0.299***	-0.080***	0.049*	-0.132***	

注：表的上半部分为 spearman 检验，下半部分为 pearson 检验。“***”、“**”、“*” 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

表 5 模型（2）主要变量的相关性分析
Tab. 5 Correlation Analysis of Model (2)

	OverInv	Divr	Cash	CashDivr	Lev	Size	Growth	ROA
OverInv		-0.0563**	0.2407***	0.1161***	-0.2782***	-0.2846***	-0.0392	0.1413***
Divr	-0.022*		-0.0396	0.7109***	-0.0994***	-0.0515**	-0.0648***	-0.2814***
Cash	0.232***	-0.037		0.6215***	-0.2853***	-0.2414***	0.0697***	0.2809***
CashDivr	0.040	0.762***	0.258***		-0.2597***	-0.2141***	0.0086	-0.0518**
Lev	-0.264***	-0.011	-0.286***	-0.087***		0.4976***	0.1638***	-0.5123***
Size	-0.312***	-0.005	-0.218***	-0.059**	0.463***		-0.0192	-0.1393***
Growth	0.005	-0.007	-0.002	-0.007	0.047*	-0.011		-0.0565**
ROA	0.142***	-0.150***	0.319***	-0.056**	-0.476***	-0.083***	-0.008	

注：表的上半部分为 spearman 检验，下半部分为 pearson 检验。“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

表 6 模型（3）主要变量的相关性分析

Tab. 6 Correlation Analysis of Model (3)

	NPC	Divr	Lev	Pay	Inv	Size
NPC		-0.1072***	-0.3376***	0.0125	0.1180***	-0.3115***
Divr	-0.030***		-0.0994***	-0.0094	-0.0211	-0.0515**
Lev	-0.294***	-0.011		0.0937***	-0.1137***	0.4976***
Pay	0.026	-0.057**	0.097***		0.2414***	0.4976***
Inv	0.013	0.023	-0.032	-0.022		0.0610***
Size	-0.279**	-0.005***	0.463***	0.295***	0.090***	

注：表的上半部分为 spearman 检验，下半部分为 pearson 检验。“***”、“**”、“*”分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

从表 4、5、6 可以看出，分红（Divr）与过度投资（OverInv）、在职消费（NPC）呈负相关，无论是 spearman 检验还是 pearman 检验都通过了显著性检验。其他的具体解释将在下节的回归分析中详细说明。

3.2 分红对代理成本模型的回归结果及分析

3.2.1 过度投资模型的回归结果及分析

表 7 模型（2）的回归结果

Tab. 7 Regression Result of Model (2)

	预期符号	全样本	国有控制	非国有控制
Divr	-	-0.0003316 (-1.01)	-0.000815 (-1.64)	0.0002231 (0.40)
Cash	+	0.0934798*** (10.34)	0.0971764*** (8.60)	0.0783885*** (6.91)
CashDiver	+	0.0019295* (1.79)	0.0068466 (1.27)	0.0000604 (0.05)
Lev _{t-1}	+	0.0563556*** (7.96)	0.0568913*** (6.89)	0.0610448*** (4.83)
Size _{t-1}	+	0.0025415 (0.88)	-0.000721 (-0.02)	0.0052799 (1.43)
Growth	+	-0.0003255** (-2.33)	0.0003093** (-2.05)	-0.0004856 (-0.80)
ROA	+	0.0076625 (0.62)	0.0003561 (0.03)	0.0254873 (0.96)
Year		控制	控制	控制
adj. R ²		0.41086069	0.42513559	0.3851873

F-statistic	31.88***	23.49***	11.37***
-------------	----------	----------	----------

注：表中括号内数值为 t 值。“***”、“**”、“*” 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

表 7 报告了在分样本情况下模型（2）的多元回归结果。通过分析发现：在全样本和国有控制企业样本组的情况下，所估算出的过度投资水平（OverInv）与股利支付率（Divr）都呈负相关关系，但均不显著。但三个样本组的自由现金流（Cash）与过度投资（OverInv）都显著呈正相关关系，说明企业拥有越多自由现金流就越倾向于扩大投资。本文所用的自由现金流与股利支付率的交叉乘项（CashDiver）与过度投资呈正相关，但除了全样本在 10%上通过显著性检验外，国有控制企业与非国有控制企业样本均不显著；同时财务杠杆（Lev）与过度投资水平呈显著的正相关关系，说明我国上市公司愿意通过外部融资渠道来扩大投资。结合前文描述过的半强制分红政策可能导致企业为了再融资而分红，说明现金分红通过控制自由现金流量可以有效降低过度投资水平，验证了假设 1，但我国目前的半强制分红政策无法有效降低管理层可控制的自由现金流，制约了现金分红对过度投资的抑制效果。

3.2.2 在职消费模型的回归结果及分析

表 8 模型（3）的回归结果

Tab. 8 Regression Result of Model (3)

	预期符号	全样本	国有控制	非国有控制
Divr _{t-1}	-	-0.0008984** (-2.13)	-0.0023915*** (-2.59)	-0.0007333** (-2.04)
Lev _{t-1}	-	-0.0207242 (-1.05)	-0.0233376 (-1.58)	-0.0316433 (-0.54)
Pay _{t-1}	-	-0.0005644 (-0.58)	0.0005229 (0.58)	-0.0014148 (-0.53)
Inv _{t-1}	+	0.0030333** (2.00)	0.0023767*** (3.29)	0.0043176* (0.79)
Size _{t-1}	+	-0.0291916* (-1.81)	-0.0014683 (-0.38)	-0.0627759*** (-4.40)
Year		控制	控制	控制
adj. R ²		0.17731517	0.14583613	0.17812492
F-statistic		3.51***	4.06***	4.45***

注：表中括号内数值为 t 值。“***”、“**”、“*” 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

表 8 报告了在分样本情况下模型（3）的多元回归结果。可以看到，公司分红与在职消费（NPC）呈显著负相关关系，说明现金股利对企业的在职消费起到了显著的抑制效果，验证了假设 2。财务杠杆（Lev）与在职消费呈负相关，这说明外部融资的约束对在职消费有一定的抑制作用，但并不显著，说明目前的半强制分红政策未能有效改善公司治理，与上文结论一致。企业投资（Inv）与在职消费显著呈正相关关系，上一节验证了过度投资作为代理成本的一个方面，股利分红对其有抑制作用，而企业投资作为其替代指标，与在职消费具有显著的一致性。

3.3 代理成本模型回归结果的样本间对比分析

相较于非国有控制企业样本，国有控制企业样本中分红与过度投资（OverInv）为负相关，且 t 值相对较大，说明现金分红对国有控制企业过度投资的抑制作用更为有效。从成长性（Growth）与过度投资水平的检验结果来看，国有控制企业样本的过度投资与成长性指标呈显著的正相关关系，说明处于成长期的国有控制企业为了进行快速扩张，不惜投资净现值

为负的项目。

就现金分红政策与在职消费（NPC）的关系而言，国有控制企业样本在 1%上通过显著性检验，说明现金分红对国有控制企业在职消费的抑制作用更为有效。虽然分红对财务杠杆（Lev）的关系并不显著，但国有控制企业的 t 值相对较大，说明外部融资约束对国有控制企业来说更为有效。高管薪酬（Pay）与在职消费在国有控制企业的样本上呈正相关，这有可能是因为国有企业存在薪酬管制，使得薪酬激励程度不够，无法有效抑制在职消费。

综上所述，通过对样本间的对比分析，可以发现现金分红政策对国有控制企业管理层代理成本的抑制效果格外显著，证实了假设 3。

4 结论

本文以 2010-2013 年的上市公司为样本，在全样本、国有控制企业样本和非国有控制企业样本下，分别考察了现金分红与过度投资、在职消费之间的关系。通过理论分析和实证检验，得出以下结论：虽然半强制分红政策削弱了现金股利对自由现金流的抑制效果，上市公司通过现金分红还是在一定程度上制约了内部管理层利用可供支配的自由现金流进行过度投资及在职消费的行为；通过样本间的对比分析发现，在现金分红政策对过度投资、在职消费的抑制效果上，国有控制企业样本优于非国有控制企业样本。

基于以上研究结论，本文建议监管部门：一是继续推行分红政策，建立弹性分红方式，促进企业规范发展的同时回报投资者；二是完善上市公司的内在分红机制，应要求管理层加强和完善对现金股利的信息披露机制，利于投资者及监管部门制定合理的股利分红政策；三是继续推行科学的国有企业收益分配政策，扩大国企分红范围、提高国企分红比例，在改善国泰民生的同时提高国企治理效率。

本文对后续研究存在一定启示：本文注意到半强制分红政策对代理成本抑制效果存在一定影响，但没有将其具体量化，这给将来的股利政策研究提供了良好思路，值得有兴趣的学者进一步思考与分析。

参考文献

- [1] 陈云玲. 半强制分红政策的实施效果研究[J]. 金融研究, 2014 (8): 162-177.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[M]. Springer Netherlands, 1979.
- [3] Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. Journal of financial Research, 1982, 5(3): 249-259.
- [4] Easterbrook F H. Two agency-cost explanations of dividends[J]. The American Economic Review, 1984: 650-659.
- [5] John K, Kalay A. Costly contracting and optimal payout constraints[J]. The Journal of Finance, 1982, 37(2): 457-470.
- [6] Lang L H P, Litzenberger R H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24(1): 181-191.
- [7] Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 1986, 76(2).
- [8] 李静. 国企分红效果分析与检验[D]. 西南财经大学, 2010.

- 【9】肖珉. 现金股利, 内部现金流与投资效率[J]. 金融研究, 2010, 10: 117-134.
- 【10】魏明海, 柳建华. 国企分红, 治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007, 4: 88-95.
- 【11】罗宏, 黄文华. 国企分红, 在职消费与公司业绩[J]. 管理世界, 2008 (9): 139-148.
- 【12】Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- 【13】辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制, 经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, 8: 110-122.
- 【14】杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007 (9): 99-106.
- 【15】Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. the Journal of Finance, 2000, 55(1): 81-106.
- 【16】李寿喜. 产权, 代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007, 42(1): 102-113.
- 【17】辛清泉, 谭伟强. 市场化改革, 企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究, 2009, 11: 68-81.

Dividend Payouts and Agency Costs

DU Qianyi

(Hunan University of Finance and Statistics, Changsha / Hunan, 410006)

Abstract: Based on the consideration of improving agency efficiency, is there any relevance of the implementation of the cash dividend policy? On the basis of the dividend agent theory, this paper uses 2010 to 2013 China A-share listed companies as samples to investigate the relationship of dividend payouts and agency costs. Through theoretical analysis, this paper finds that by lowering the free cash flow controlled by corporate management, cash dividend policy could reduce agency costs. Through empirical test, this paper finds that although half enforce dividend policy constraints inhibiting effect, the dividend policy can still be effective and lowering agent cost. Meanwhile, combined with policy background to subdivide samples and found that the effect of the cash dividend to optimize the efficiency of state-owned enterprises agency cost is stronger than the non-state-controlled enterprises.

Keywords: Dividend payouts; Over-investment; Perquisite consumption; Inhibitory effect