

公司治理与现金股利相关性研究^{*}

——基于代理成本和融资约束的双重视角

陆贤伟 王建琼

[摘要]代理冲突和外部融资约束同时制约着公司的现金股利政策。本文研究代理冲突与外部融资约束相互制衡时,公司治理对现金股利政策的影响。实证研究结果表明,代理问题的存在使得我国上市公司迫于股东的压力而倾向于支付更多的现金股利,当上市公司同时面临代理问题和外部融资约束时,公司治理较好的上市公司倾向于支付更多的现金股利。

关键词:公司治理 现金股利 代理效应 外部融资约束

JEL 分类号:G10 G30 G32

一、引言

信息不对称给公司治理带来了诸多挑战。一方面,管理者和股东间的信息不对称使得两者之间存在代理冲突,管理者会违背股东的利益而去追求自身利益(Jensen and Mecking, 1976)。代理理论认为,公司股东要求管理者将公司中过多的自由现金以股利的形式发放给股东,通过减少企业的自由现金流量来抑制公司管理者的自利行为,从而达到减少代理成本的目的。因此,现金股利可以缓解股东和管理者之间的代理问题(Eastbrook, 1984; Jensen, 1986)。另一方面,内部人和外部投资者之间信息不对称导致外部融资约束的存在,增加了公司外部融资的成本(Myers and Majluf, 1984)。如果将公司将过多内部资金用于现金股利发放,当预期存在投资机会时就会增加从外部进行融资的概率。当信息不对称的程度严重时,现金股利的发放会导致更高外部融资的成本。因此,外部融资的存在要求公司留存一定程度的内部现金,从而会抑制公司现金股利水平。Rozeff(1982)认为,最优现金股利的发放是在代理成本和融资约束下外部融资成本之间的权衡。因此,研究公司治理与现金股利政策之间的相关性时,就必须同时考虑代理成本和外部融资成本的双重约束。

目前国内学者的研究大多集中于内部约束对现金股利的影响,即代理成本的存在是否会使得上市公司增加现金股利的支付水平,研究结论基本认为现金股利发放可以降低代理成本。在融资约束效应方面则主要研究融资约束对上市公司现金持有量的影响。这些研究基本上是单独从某个角度进行分析,而没有考虑两者之间相互作用的影响。那么,当企业面临融资约束和代理成本的双重约束时,公司治理对现金股利政策影响会有何变化? 基于此,本研究探讨上市公司面临代理冲突和外部融资约束时公司治理对现金股利的影响。本研究有助于考察我国公司管理者在面临代理成本和融资约束时现金股利政策的决策行为,研究结论也可以为监管者的决策提供一定的理论依据。

^{*} 陆贤伟,西南交通大学经济管理学院,博士研究生;王建琼,西南交通大学经济管理学院,教授,博士生导师。

二、文献回顾及研究假设

代理理论认为,当企业拥有较多的自由现金时,公司治理好的上市公司就会进行现金股利的发放,从而降低企业自由现金流量来减少代理成本(Jensen,1986)。Harford等(2008)发现,公司治理程度较高的上市公司更有可能增加其股利支付。Jiraporn等(2011)发现,由于代理成本的存在,公司治理较好的上市公司有更大的倾向支付股利,并且支付的额度更大。肖珉(2010)的研究支持代理成本假说,认为股利政策可以降低代理成本。李礼等(2006)认为,代理理论适用于我国非国有上市公司股利政策,现金股利政策可以缓解代理冲突。因此,我们得到假设一:

H1:代理成本的存在使得公司治理越好的公司支付现金股利越多。

融资约束理论认为,由于信息不对称的存在,外部投资者无法完全了解企业的内部信息,从而导致公司的外部融资存在限制,那么,存在融资约束的公司就会将自身成本较低的内部资金用于投资,上市公司会保留较多的自有资金。因此,从融资约束理论出发,存在融资约束的上市公司拥有较多的自由现金流量时也不会大量发放现金股利,而是将现金留存于企业中用于满足未来的融资需求。Myers and Majluf(1984)认为信息不对称的存在使得外部融资的成本高于使用内部资金的成本,因此,公司应该持有一定数量的现金。DeAngelo等(1990)发现,面临财务困境的上市公司会减少股利的支付,但是较少的幅度还与其股利支付历史有关,一直支付股利的上市公司减少股利支付的意愿不强烈。Chae and Kim(2009)和 Chay and Suh(2009)的研究也支持融资约束的存在使得现金股利支付并不会随着自由现金流的增加而增加,反而会存在负相关的关系。国内学者李金等(2006)的研究表明,存在融资约束的上市公司其现金对现金流正向敏感,不存在融资约束的公司其现金对现金流不敏感。李延喜和李鹏(2008)发现,存在融资约束公司的现金储备与现金流波动显著正相关,而非融资约束上市公司两者之间无明显关系,融资约束公司现金流量对现金持有量的影响程度强于非融资约束公司。因此,我们得到研究假设二:

H2:外部融资约束的存在使得公司治理越好的公司支付的现金股利越少。

当代理问题和外部融资约束同时存在时,现金股利政策会发生何种变化呢?Rozeff(1982)论述了现金股利支付的正面效应和负面效应:股利政策能够降低非对称信息下的代理成本,但是由于外部融资成本高于内部融资成本,现金股利支付也会增加未来外部筹资成本。因此,作者认为,最优的现金股利支付水平必须同时考虑外部融资约束和代理成本。Chae and Kim(2009)的研究认为当这两种约束同时存在时,公司倾向于减少现金股利的支付。

由于我国上市公司股权融资偏好的存在,使得我国上市公司在面临融资约束时会出现不同公司治理特征。第一,内部资金的敏感性。国外的上市公司遵循的优序融资理论,即企业融资顺序倾向于先内部融资然后进行外部融资,作为企业融资来源首位的是内部融资资金,因此,未来资金需求对内部资金的冲击是首位的。相比较之下,国内学者对中国上市公司融资行为进行检验,结论基本认为我国上市公司融资顺序先为外部融资后为内部融资,不支持优序融资理论(刘星等,2004)。因此,自由现金流量的变化对于企业融资决策的敏感性相对来说较弱。第二,股权融资偏好。我国上市公司存在股权融资偏好,加之我国证监会规定,上市公司进行增发或者配股时,近三年发放的现金股利不少于未分配利润的30%^①,因此,为了满足股权融资的规定条件,存在融资约束的上市公司也会发放现金股利。结果,对于存在股权融资偏好的上市公司而言,现金股利的发放反而成为其解决融资约束的手段(伍利娜等,2003;李礼等,2006)。Laporta等(2000)认为,作为在法律不健全环

^① 2008年证监会作出最新修改规定,将原来不少于分配利润20%改为30%。

境下投资者保护的替代措施,现金股利发放是为了提高友好对待投资者的声誉。由于我国对投资者的保护相对较弱,按照 Laporta 等的观点,我国上市公司增加现金股利的发放可以培养自身的声誉,而这声誉的培养也是为了能够在证券市场进行再融资。为了实现股权融资,上市公司即使面临外部融资约束仍然将内部自由现金流作为股利发放,通过培养声誉和满足增发和配股的发行规定来达到缓解融资约束的目的。因此,当面临融资约束时,与拥有较为完善投资者保护机制和以内部资金为首选融资渠道的市场中的上市公司相比,我国上市公司的公司治理与现金股利政策相关性会存在差异。由此我们得到研究假设三:

H3:当代理成本与外部融资约束同时存在时,公司治理越好的公司支付的现金股利越多。

三、相关变量定义及模型构建

(一)变量定义

代理成本(AC)

我们用自由现金流量/总资产作为代理成本的代理变量(Chae and Kim, 2009)。自由现金流量的计算方法参照罗斯(2005)等著的教科书《公司理财》:自由现金流量=息税前利润-息税前利润所得税+折旧与摊销-营运资本净支出-资本性支出。我们以虚拟变量来对代理成本进行分组,如果 AC 大于样本均值,则 DAC 取值为 1,反之为 0。某公司自由现金流量比率大于样本均值说明相较于小于均值的公司,其存在更为严重的代理成本。

融资约束(EC)

对于融资约束的测度,学者们一般以每股股利、公司规模和债券评级作为融资约束的代理变量(Fazzari 等, 1988; Almeida and Campello, 2004; Denis and Sibilkov, 2010)。由于我国缺少债券评级的信息,所以学者们一般以公司规模或者股利支付率作为融资约束的代理变量。我国上市公司股利政策具有间断性和随意性,导致股利支付率难于衡量公司的融资约束(魏锋和刘星, 2004)。相对于规模较小的公司,规模较大的公司受到更多媒体的关注、更多的分析师跟踪,因而规模较大的上市公司的信息不对称程度相对较小,因此,借鉴肖珉(2009)的作法,本文以公司规模(总资产取对数)作为融资约束程度的代理变量。为了保证研究结果的稳健性,我们还将利息保障倍数作为融资约束的代理变量对模型进行稳健性检验。我们采用虚拟变量来对融资约束进行分组,如果公司规模小于样本均值,则我们定义 DEC 取值为 1,说明该公司存在融资约束,反之则为 0,说明该公司不存在融资约束。

现金股利支付率(DIV/S)

本文我们对股利支付率采用现金股利总额/营业收入(王化成等, 2007; Brockman and Unlu, 2009)作为指标。这里我们取营业收入而不是净利润作为分母主要有两个原因:第一,当净利润为负时后一支付比率将失去意义;第二,由于盈余管理的存在,用净利润来衡量股利支付率存在较大误差。

公司治理指数(G_index)

对于公司治理指数,本研究采用白重恩等(2005)构建的公司治理 G 指数作为公司治理的代理变量。在分析公司治理的内部机制(股权结构机制、董事会机制、高管薪酬机制以及财务信息披露机制等)和外部机制(企业控制权机制、法律基础和中小投资者权益保护机制、产品市场竞争机制等)的基础上,该指数选取 8 个变量——董事长与总经理是否两职合一虚拟变量、第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例的集中度、是否拥有母公司虚拟变量、独立董事比例、高管人员的持股比例、是否在其他市场挂牌上市虚拟变量、是否国有控股虚拟变量——来衡量上市公司

的治理状况。按照白重恩等的做法,我们采用主成分分析法,寻找上述 8 个变量的线性组合,并将主成分分析法得出的第一主成分定义为反映公司治理水平的 G 指数,最终计算得到公司治理 G 指数,该指数值越高,则表明上市公司的治理状况越好。

借鉴王化成等(2007)和 Chae and Kim(2009)的研究,本文还对如下公司特征变量进行控制:公司年龄(*AGE*),公司规模(*LOGSIZE*)、流动比率(*LIQ*)、成长机会(*TQ*)、资产负债率(*LEV*)和盈利能力(*ROS*)。此外,我们还对行业和年度设置虚拟变量进行控制。上述相关变量的汇总定义见表 1。

表 1 相关代理变量定义

变量名	定义	含义
<i>G_index</i>	采用白重恩等(2005)构建的公司治理 G 指数作为公司治理的代理变量	公司治理指数
<i>DIV/S</i>	现金股利总额/营业收入	现金股利支付率
<i>AC</i>	自由现金流量/总资产,其中自由现金流量=息税前利润-息税前利润所得税+折旧与摊销-营运资本净支出-资本性支出	代理成本
<i>DAC</i>	如果公司自由现金流量比率大于样本均值则取值为 1,反之为 0	是否存在代理成本
<i>EC</i>	总资产的自然对数	融资约束
<i>DEC</i>	如果公司的规模小于样本均值,则取值为 1,反之则为 0	是否存在融资约束
<i>ROS</i>	营业收入/总资产	盈利能力
<i>TQ</i>	重置价值/账面价值(托宾 Q 值)	成长机会
<i>LIQ</i>	流动负债/流动资产	流动比率
<i>AGE</i>	公司上市日至样本截至日期即(2008-12-31)	公司年龄
<i>LOGSIZE</i>	总资产的自然对数	公司规模
<i>LEV</i>	总负债/总资产	资产负债率
<i>Year</i>	设置 2 个年度虚拟变量	年度虚拟变量
<i>Ind</i>	公司所处行业(按 CSRC 行业分类划分)共设置 11 个行业虚拟变量	行业虚拟变量

(二)研究模型

借鉴 Chae and Kim(2009)的研究方法,我们采用以下模型来对研究假设进行验证,完整的回归模型如下:

$$DIV/S_{i,t} = C_{i,t} + \alpha_1 G_index_{i,t} + \alpha_2 G_index_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_1 ROS_{i,t} + \beta_2 TQ_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 LOGSIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + \beta_8 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

交互项 $G_index_{i,t} \times DAC_{i,t}$ 系数 α_2 表示存在代理成本($DAC=1$)与不存在代理成本($DAC=0$)两者之间的差异,系数 $\alpha_1 + \alpha_2$ 则表示代理成本存在时的总效应,按照本文的研究假设一,我们预期系数 $\alpha_1 + \alpha_2$ 符号应该为正。

$$DIV/S_{i,t} = C_{i,t} + \alpha_1 G_index_{i,t} + \alpha_3 G_index_{i,t} \times DEC_{i,t} + \beta_1 ROS_{i,t} + \beta_2 TQ_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 LOGSIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + \beta_8 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

交互项 $G_index_{i,t} \times DEC_{i,t}$ 系数 α_3 表示存在融资约束($DEC=1$)与不存在融资约束($DEC=0$)两者之间的差异,系数 $\alpha_1 + \alpha_3$ 则表示融资约束存在时的总效应,按照本文的研究假设二,我们预期系数 $\alpha_1 + \alpha_3$ 符号应该为负。

$$DIV/S_{i,t} = C_{i,t} + \alpha_1 G_index_{i,t} + \alpha_2 G_index_{i,t} \times DAC_{i,t} + \alpha_4 G_index_{i,t} \times DAC_{i,t} \times DEC_{i,t} + \beta_1 ROS_{i,t} + \beta_2 TQ_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 LOGSIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + \beta_8 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

为了考察代理成本和融资约束同时存在($DAC=1$ 和 $DEC=1$)时,公司治理与现金股利之间的相关性。我们在式(1)的基础上加入交互项 $G_index_{i,t} \times DAC_{i,t} \times DEC_{i,t}$,系数 α_4 表示($DAC=1, DEC=1$)

与($DAC=1, DEC=0$)公司治理与现金股利之间相关程度的差异,存在代理成本的情况下,融资约束会抑制公司的现金股利的发放水平,因此,此系数 α_4 符号应为负。系数 $\alpha_1+\alpha_2+\alpha_4$ 则表示融资约束和代理成本的总效应,按照我们的研究假设三,我们预期系数 $\alpha_1+\alpha_2+\alpha_4$ 符号为正。为了避免交互项加入不同模型中会出现差异,也为了保证研究结论的稳定性,我们还将交互项 $G_index_{it} \times DAC_{it} \times DEC_{it}$ 加入到式(2)中进行稳健性分析研究。

四、数据来源及样本检验

(一)样本数据来源

样本区间为2006年至2008年,样本选取原则包括:(1)非金融类上市公司;(2)删除PT和ST类上市公司;(3)上市公司在样本区间内发放现金股利,并且上市公司在2006年以前上市交易;(4)剔除缺失数据的上市公司。最后一共得到1610个年度样本数据。本研究数据分别来源于国泰安(CSMAR)数据库和CCER数据库。

(二)描述性统计及样本T检验

表2给出了样本的描述性统计。从表2可以看出,现金股利支付率均值为3.9%,其中,上市公司最高现金股利支付率为76.6%。公司治理指数的均值为1.195,最大值为1.733。公司规模均值为22.085。此外,上市公司的平均年龄(上市日至样本截止日)均值为11.13,盈利能力、流动比率、资产负债率和成长机会代理变量的均值分别为0.816、1.495、0.499和1.601。

表2 总体样本描述性统计

	DIV/S	G_index	AGE	ROS	LOGSIZE	LIQ	LEV	TQ
均值	0.039	1.195	11.130	0.816	22.085	1.495	0.499	1.601
中位数	0.022	1.323	11.258	0.652	21.938	1.191	0.514	1.334
最大值	0.766	1.733	19.311	7.599	27.346	55.741	0.957	8.005
最小值	0.000	-0.180	3.069	0.012	19.345	0.098	0.018	0.652
标准差	0.057	0.364	3.572	0.669	1.092	1.960	0.163	0.797
观察值	1610	1610	1610	1610	1610	1610	1610	1610

表3给出了是否存在代理成本(以自由现金流为代理变量)和是否存在外部融资约束(以公司规模为代理变量)的主要变量的均值差异T检验。我们首先检验代理成本存在与否是否会对相关变量均值产生影响。从表3中可以得到,当存在代理成本($DAC=1$),相比于不存在代理成本($DAC=0$)公司现金股利支付率并没有明显增加,并且存在代理成本的公司治理反而优于不存在代理成本的上市公司,此外,相比于不存在代理成本($DAC=0$),存在代理问题的上市公司盈利能力更好、公司规模更小、流动性更好,上市时间、资产负债率和成长机会并没有显著差异。相比于未受到融资约束($DEC=0$)的上市公司,面临外部融资约束($DEC=1$)的上市公司,支付更少的现金股利以及公司治理更差。此外,面临融资约束的上市公司上市期限更短、盈利能力更好、流动性更强、资产负债率更低和成长机会更好。根据代理理论,存在代理问题的上市公司应该支付更高比率的现金股利,但以上的分组均值检验却没有支持这一论断(存在代理成本的公司并没有支付更多的现金股利),而另一方面,我们也发现受到融资约束的上市公司支付较少的现金股利,但是公司治理指数却劣于没有受到融资约束的公司。导致这一现象存在的可能原因在于代理成本与融资约束的交互作用的存在。因此,均值检验中,我们无法区分两者的效应大小,从而需要我们进一步进行分析。

表 3 代理成本与融资约束均值 T 检验

	DAC=0	DAC=1	均值差 (0-1)	T 值	DEC=0	DEC=1	均值差 (0-1)	T 值
	Mean	Mean			Mean	Mean		
<i>G_index</i>	1.161	1.213	-0.052	-2.71***	1.264	1.145	0.119	6.571***
<i>AGE</i>	10.911	11.240	-0.329	-1.746*	11.362	10.96	0.402	2.233**
<i>DIV/S</i>	0.0394	0.0393	0.0001	0.014	0.048	0.033	0.015	5.176***
<i>ROS</i>	0.666	0.892	-0.226	-6.482***	0.772	0.848	-0.077	-2.282**
<i>LIQ</i>	1.869	1.307	0.562	5.484***	1.232	1.688	-0.456	-4.637***
<i>LEV</i>	0.498	0.499	-0.002	-0.191	0.547	0.464	0.083	10.455***
<i>TQ</i>	1.628	1.587	0.041	0.966	1.447	1.714	-0.267	-6.739***
<i>LOGSIZE</i>	22.159	22.047	0.112	1.945*	23.087	21.35	1.735	50.739***

注:其中****、***和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

五、实证分析

表4给出了公司治理与现金股利政策在代理成本(以自由现金为代理变量)和融资约束(以公司规模为代理变量)两种约束条件下的回归结果。在对每个回归模型进行混合回归时,我们均运用Newey-West方法来控制异方差和自相关。

表 4 回归估计结果

	(1)	(2)	(3)
<i>C</i>	-0.122***(-3.647)	-0.0406(-1.171)	-0.070*(-2.1635)
<i>G_index</i> (<i>a</i> ₁)	0.001(0.403)	0.011*** (3.024)	0.002(0.644)
<i>G_index</i> × <i>DAC</i> (<i>a</i> ₂)	0.007*** (2.837)		0.011*** (3.029)
<i>G_index</i> × <i>DEC</i> (<i>a</i> ₃)		-0.008** (-2.4561)	
<i>G_index</i> × <i>DAC</i> × <i>DEC</i> (<i>a</i> ₄)			-0.008** (-2.338)
<i>AGE</i>	-8.93E-05(-0.278)	-4.48E-05(-0.138)	0.000(-0.416)
<i>ROS</i>	-0.020***(-8.023)	-0.019***(-8.127)	-0.020***(-7.946)
<i>LOGSIZE</i>	0.009*** (6.066)	0.005*** (3.270)	0.007 (4.423***)
<i>LIQ</i>	0.002*(1.862)	0.002 (1.700*)	0.002* (1.839)
<i>LEV</i>	-0.090***(-10.085)	-0.093***(-10.080)	-0.090***(-10.004)
<i>TQ</i>	0.012*** (2.937)	0.012*** (2.903)	0.012*** (2.945)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>AdR-squared</i>	0.372	0.371	0.375
<i>F-statistic</i>	46.331***	46.105***	44.812***
<i>Wald test</i>			
<i>a</i> ₁ + <i>a</i> ₂	0.008***[0.004]		0.013***[0.0015]
<i>a</i> ₁ + <i>a</i> ₃		0.003(0.241)	
<i>a</i> ₁ + <i>a</i> ₂ + <i>a</i> ₄			0.005*[0.064]
<i>a</i> ₁ + <i>a</i> ₂ + <i>a</i> ₃ + <i>a</i> ₄			

注:()内为T值,[]内为p值,****、***和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

下面我们考察代理成本效应,即在 $DAC=0$ 时,公司治理与现金股利政策之间的关系。从列(1)中我们可以看到,与不存在代理成本的上市公司相比较,存在代理成本的上市公司,公司治理与现金股利呈现正的相关性, a_2 显著(1%)为正,说明存在代理成本的上市公司,随着公司治理的加强,现金股利发放增多。系数 a_1+a_2 则体现了当存在代理成本($DAC=1$)但是无融资约束($DEC=0$)时公司治理与现金股利之间的相关性,列(1)中系数 a_1+a_2 显著(1%)为正,说明当公司存在代理成本但不存在融资约束时,公司治理越好发放现金股利越多,因此,研究假设 H1 得到证实。

表 4 的列(2)考察融资约束效应($DEC=1$)对公司治理与现金股利的关系,从回归结果我们可以看出,受到融资约束($DEC=1$)比没有受到融资约束($DEC=0$)的上市公司发放的现金股利均值差异为负,即系数 $a_3=-0.008$,但是受到融资约束的上市公司,公司治理与现金股利之间依旧呈现正的相关性,即系数($a_1+a_3=0.003$)为正,因此,我们的研究假设 H2 并没有得到支持。

如果上市公司既面临代理成本($DAC=1$)和融资约束($DEC=1$),那么公司治理对现金股利支付的影响会是如何呢?从列(3)中我们可以看出,当公司同时面临这两种约束($DAC=1$ 、 $DEC=1$),与存在代理成本而不存在融资约束($DAC=1$ 、 $DEC=0$)的上市公司现金股利支付的差异为负值,即 $a_4=-0.008$ 。但是,总体上来看,当 DEC 和 DAC 同时取 1 时,即同时面临内部和外部约束时,公司治理指数与现金股利支付率之间关系为正,即 $a_1+a_2+a_4=0.005$,并且系数在 10%的水平上显著,说明一个上市公司同时受到代理成本与融资约束的约束时,公司治理更好的上市公司会增加现金股利的支付,因此,我们的研究假设 H3 得到证实。

从以上的回归结果我们可以得到,代理成本的存在使得公司治理与现金股利之间呈现显著的正相关,说明上市公司治理越好,公司就会将更多的自由现金流以股利发放,以降低代理成本。虽然受融资约束的上市公司比无融资约束的上市公司会减少现金股利的支付,总的来看,存在融资约束的上市公司治理与现金股利支付呈现正的相关系数;当上市公司同时面临代理成本和融资约束时,公司治理越好的上市公司会增加现金股利的支付,这一结论则与 Chae and Kim(2009)的研究结论相反,体现了我国上市公司融资偏好及强制股利规定等特殊性的特殊性导致了公司治理对现金股利支付的影响与发达国家市场不一致。

(四)稳健性分析

为检验回归结果的稳健性,我们还进行了以下稳健性检验:(1)股利支付率,我们用现金股利/净资产作为股利支付率的代理变量,回归结果基本保持一致;(2)融资约束,我们用利息保障系数作为融资约束的代理变量,对模型进行重新估计,除了模型四系数(a_4)显著性降低外,其他回归结果基本保持一致;(3)代理成本,我们还将代理成本代理变量进行替换,用自由现金流量除以利润来加以表示,回归结果基本保持一致;(4)考察同时存在代理成本和融资约束的影响时, $G_index_i \times DAC_i \times DEC_i$ 的交互项同样可以加入式(2),因此,我们也对交互项加入(2)中进行重新回归,回归结果基本保持一致;(5)在我们的回归中,我们加入公司规模作为控制变量,这一变量可能会与融资约束的分类存在相似性,因此,我们将公司规模变量剔除后重新对模型进行回归,结果基本保持一致。

六、研究结论及展望

本文研究我国上市公司在面临融资约束和代理成本双重约束时,公司治理与现金股利之间的相关性。通过对 2006~2008 三年间发放股利的上市公司进行研究发现:代理效应的存在使得上市公司倾向于支付更多的现金股利,而融资约束在一定程度上会降低现金股利的发放,当上市公司同时面临代理成本和融资约束时,公司治理较好的上市公司会增加现金股利的支付。

股利可以通过现金和股票的形式发放,而本研究仅仅只针对现金股利,那么,存在融资约束的

上市公司是否会在股利发放类型存在差别呢?这是值得进一步进行的研究。此外,从广义上来说,代理问题产生有两部分组成,即股权分散带来的股权代理问题和债券发行存在的债权代理问题,本研究仅仅是从股权分散,股东与管理者之间的代理成本来研究,而债权代理问题对现金股利政策带来的影响却没有涉及。随着我国公司债券市场的不断发展,研究债权代理问题对现金股利政策的影响,有重要的现实意义。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- 李金、李仕明、严整(2007):《融资约束与现金—现金流敏感度——来自国内A股上市公司的经验证据》,《管理评论》,第3期。
- 李礼、王曼舒、齐寅峰(2006):《股利政策由谁决定及其选择动因——基于中国非国有上市公司的问卷调查分析》,《金融研究》,第1期。
- 李延喜、李鹏(2008):《融资约束是否影响了中国上市公司的现金持有政策——来自现金与现金流波动性敏感度的经验证据》,《当代会计评论》,第2期。
- 刘星、魏锋、詹宇、Benjamin Y. Tai(2004):《我国上市公司融资顺序的实证研究》,《会计研究》,第6期。
- 罗斯、斯蒂芬等(2005):《公司理财(第六版)》(中译本),机械工业出版社。
- 王彦超(2009):《融资约束、现金持有与过度投资》,《金融研究》,第7期。
- 王化成、李春玲、卢闯(2007):《控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究》,《管理世界》,第1期。
- 伍利娜、高强、彭燕(2003):《中国上市公司“异常高派现”影响因素研究》,《经济科学》,第1期。
- 肖珉(2010):《现金股利、内部现金流与投资效率》,《金融研究》,第10期。
- Almeida, H. and M. Campello(2004): “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of Finance*, 59, 1777–1804.
- Brockman, P. and E. Unlu(2009): “Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt”, *Journal of Financial Economics*, 92, 276–299.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1990): “Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms”, *Journal of Finance*, 45, 1415–1431.
- Chae J. and S. Kim (2009): “How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financing Constraints”, *Journal of Banking and Finance*, 33, 2093–2101.
- Chay, J. and J. Suh(2009): “Payout Policy and Cash-flow Uncertainty”, *Journal of Financial Economics*, 93, 88–107.
- Denis, D. and V. Sibilkov(2010): “Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings”, *Review of Financial Studies*, 23, 247–269.
- Easterbrook, H.(1982): “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *American Economic Review*, 74, 650–659.
- Fazzari, S., R. Hubbard and B. Petersen(1988): “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 19, 141–206.
- Harford, J., S. Mansi and W. Maxwell (2008): “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US”, *Journal of Financial Economics*, 87, 535–55.
- Jensen, M.(1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jiraporn, P., J. Kim and Y. Kim (2011): “Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation”, *Financial Review*, 46, 251–279.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny(2000): “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Myers, S. and N. Majluf(1984): “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Rozeff, M.(1982): “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, 5, 249–259.

(责任编辑:程 炼)