现金股利政策、代理成本与公司绩效

胡佳雯 孙丽华（通讯作者）

**摘要：**本文以沪深两市A股2015-2017年的数据为主要研究样本，研究了现金股利政策、代理成本对公司绩效的影响，并探讨了现金股利对两类代理成本可能造成的影响。结果发现：现金股利与企业绩效存在显著的正相关关系；现金股利与第一类代理成本以及第二类代理成本存在显著负相关关系；代理成本在现金股利影响公司绩效的过程中发挥中介作用，提高现金股利分配比例有利于抑制第一类代理成本和第二类代理成本从而提高公司绩效。

**关键词：**现金股利；股利政策；代理成本；公司绩效

**Cash dividend policy, agency costs and company performance**

**Abstract:**This paper takes the data of A-shares in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2015 to 2017 as the main research sample, studies the impact of cash dividend policy and agency cost on company performance, and discusses the possible impact of cash dividends on two types of agency costs. The results show that there is a significant positive correlation between cash dividends and corporate performance; there is a significant negative correlation between cash dividends and the first type of agency costs and the second type of agency costs; Agency costs play an intermediary role in the process of cash dividends affecting corporate performance. we can conclude that increasing the proportion of cash dividends is conducive to curbing the first type of agency costs and the second type of agency costs to improve company performance.

**KeyWords:**cash dividends;dividend policy; agency costs; company performance

# 1引言

股利政策是指公司股东大会或董事会对一切与股利有关的事项，主要关于发放股利方面采取的方针和策略，而现金股利政策是分配股利的其中一种方式。中国上市公司为什么长期以来受监管部门和投资者们非议，原因主要在于现金股利政策缺乏稳定性和连续性，同时股息率又比较低，但是必须要承认的是近几年上市公司现金股利支付情况在中国股票市场中某种程度上出现了许多较乐观的现象，其愿意付现的情况也有所增加，同时现金股利的稳定性和回报率均有较明显的进步。事实上，上市公司的绩效一部分会受现金股利政策的影响。在研究上市公司股利政策的实施时，考察现金股利政策对上市公司绩效的实际影响是根本点之一，同时也是监管部门颁布强制分红政策的主要依据。关于代理成本，主要有两类，分别是由于股东与管理层之间的利益冲突而产生的第一类代理成本，和由于大股东和小股东之间的利益冲突而产生的第二类代理成本。在股权集中、投资者法律保护不足的市场中，第二类代理成本较为突出，但从近几年的相关研究来看，尽管学者们都对上市公司的第二类代理冲突表现出较为关心的形态，但第一类代理成本并没有解决，即在所有权与使用权的分离的情况导致股东与管理层之间的利益冲突，近几年中国资本市场的相关法律法规在一步步完善起来，过程中渐渐改善了大股东与小股东之间的利益关系，反而将股东与管理层之间的利益冲突放大了。代理成本比较难数据化，据于此本文寻找并选取了比较容易考量的变量指标来检验其与现金股利政策和公司绩效的关系。

本文旨在理论分析和实证检验以下三个主要问题：一是现金股利政策是否会影响公司绩效？二是代理成本与现金股利政策有什么关系？是如何体现的？三是现金股利政策能否及如何通过代理成本影响公司绩效？基于此，本文以沪深两市A股2015-2017年的数据为主要研究样本，从现金股利政策、代理成本和公司绩效三个方面来考察，研究三者间的关系和相互之间的影响。

2文献综述

## 2.1国外文献

对股利政策方面的研究国外起始较早，与我国相比，西方学者进行的实证研究较为成熟和完善。国外的研究收获了许多理论，如 “一鸟在手”理论、MM 理论、税差理论、掏空假说等。最早将代理成本和股利政策联系起来研究的是迈克尔·约瑟夫(Michael S. Rozeff,1982)。研究结果表明支付现金股利会减少企业代理成本的发生，根据研究结果他提出了股利代理成本理论。继迈克尔·约瑟夫之后也有其他学者得到现金股利能通过降低代理成本来提升公司绩效的结论。Hess and Kin(1982)与Woolridge Edaesand Ghosh(1991)，Charest (1978)等认为如果一个公司发放较少的现金股利或者减少发放现金股利的次数，那么公司的收益可能会不同程度的减少，反之，收益增加。除此之外，还有许多著名的理论。股利信号传递理论认为，由于市场和投资者的信息不对称，管理者会通过公司股利政策向他们传递公司未来经营状况的信号，如果企业管理者预计到未来企业会大幅度盈利，就会通过发放股利的方式将好消息传递给股东和潜在投资者。许多研究得出股利政策影响公司绩效和股东财富的结果。Balachandran(2014)对股利政策和股票价格波动进行了研究，发现毫无先兆地增加或减少股利对传递公司绩效的信息有明显的作用，而单纯的股利政策意料之中地没有传递信息的作用了。

Shleifer和Vishny(1997)在研究了全世界数十个国家的上市公司后，得出了大型公司最严重的代理问题是控股股东和中小股东之间的冲突，其次才是外部投资者和管理层之间冲突的结论。Jensen和Meckling(1976)认为代理成本由：在委托人监督下的支出、代理人约束自己需要的成本、代理人代理执行决策后发生的委托人的剩余损失这三个部分组成，这些损失包括了显性损失和一些隐性损失。Bae、Perderson(1994)和Thomsen(2000)的研究得出了股权集中度与代理成本呈负相关的结论。Ang等(2000)认为管理费用率和资产周转率两个指标可以用来反映管理层的代理成本。

Rozeff(1982)在对三者的研究中发现现金股利能降低代理成本，但是会使外部股权融资的成本升高，这就是所谓的最优股利模型，同时他认为从结论中能推测出现金股利可以缓解股东与管理者之间的冲突，Easterbrook也支持了这一观点。Easterbrook(1984)认为公司发放现金股利越多，上市公司对社会公众的发行的股份也会越多，而市场会监管这些上市公司来降低公司的代理成本，同时股东的收益也会变得越来越好。

## 2.2国内文献

由于我们国家证券市场起步比西方晚，同时发展程度不是很完善，导致我国对股利政策的研究开始时间落后于西方学者。但在这一方面也取得一定研究成果。郭亚军、钟田丽等(2003)的研究表明公司下一年度的业绩会与股利的支付成正比。倪海霞、谷秀娟(2007)研究109个上市公司后，发现2006 年上市公司的经营绩效并不会受福利分配形式的影响。但在之后的2007 年，在进行现金股利分配与进行股票股利的公司的经营绩效之间就出现了天差地别的不同。韦秀仙(2014)采用线性回归模型进行实证分析，根据信号传递理论，研究表明现金股利与公司经营业绩呈显著正相关关系。蔡金玉(2014)研究了15家上市公司，研究表明现金股利政策与每股收益呈正相关关系，上市公司的现金股利政策与主营业务收益也成正相关关系。

宋力和韩亮亮(2005)认为影响代理成本的一大因素是大股东持股的比例，研究发现代理成本与股权集中度呈显著负相关关系，与股权制衡度呈显著正相关关系，从而影响公司绩效。张兆国、何威风和闫炳乾的研究得到了和他们相反的结论，他们认为控股股东的持股比例与代理成本的关系在民营上市公司和国有控股上市公司中会有所不同，他会与民营上市公司负相关，与国有控股上市公司正相关；股权制衡度则与代理成本负相关，从而通过债务来影响公司绩效。周建和袁德利(2013)通过研究沪深两市上市公司，检验了这一过程：治理机制如何通过对两类代理成本产生作用来影响公司绩效。陈乾坤、卞曰瑭（2015）研究得出股东总数较多的公司，两类代理成本也会较高，公司绩效会明显较低；规模经济效应显著，企业的规模越大，两类代理成本越低，绩效水平越高；负债水平与两类代理成本呈显著正相关关系，与企业绩效呈显著负相关关系的结果。张建平，裘丽(2016)研究发现股权结构、代理成本都是会显著影响企业的经营绩效的因素，也就是说，第一大股东持股比例越高，企业经营绩效越好；代理成本越高，企业经营绩效越差。

杨熠（2004）等对上市公司现金股利的研究显示，上市公司的自由现金流越多，现金股利的支付越能够减少代理成本，起到监督治理作用。肖珉（2005）研究得出中国有些上市公司支付现金股利反而是为大股东转移资金提供机会，并不是因为想减少多余现金的需要。李刚（2018）等认为提高现金股利分配比例在一定程度上能较好地降低控股股东代理成本，调节大股东与小股东之间的问题，从而改善企业绩效。周建和袁德利（2013）对沪深两市上市公司研究后发现，两类代理成本在不同的公司治理机制与企业绩效之间存在部分中介效应。徐宁和任天龙（2014）、陈文强以及贾生华（2015）认为，通过降低第一类代理成本可以影响公司治理机制从而提高公司绩效，但第二类代理成本没有体现出明显的中介效应。徐寿福和徐龙炳（2015）研究得出当上市公司异常派现时，现金股利支付并不能通过降低代理成本继而提高公司绩效，即只有当上市公司实施较为适度的正常派现行为时，现金股利政策的治理效应才得以显现。

## 2.3文献评价

股利政策、代理成本对公司绩效的影响这一课题已经有了许多国内外学者的深入研究，并进行了一系列的理论与实证分析，但是得出的结论并全不一致。这是基于很多因素造成的，如研究方法、研究角度、样本选取的不同，以及国家政治体制的、经济发展程度、资本市场发展程度的不同，文化、法律制度、行业发展、行业特征的不同等等。通过对国内外文献进行分析回顾，目前这方面的研究还存在一些缺陷：

（1）由于股利政策和相关法律法规不同时期有所不同，得到的研究结论亦不同。

（2）用于研究的样本选择还不够科学。事实上，能影响公司绩效的因素很多也很复杂，每个公司的具体情况也有所不同，选择不同的样本得到的结果也有很大的差异，但是在实际研究中，将所有可能的影响因素都考虑全面是非常困难的。

（3）到目前为止，我国学者对代理成本的研究也很丰富，但是开始实证研究较晚。

（4）将现金股利政策、代理成本和公司绩效三者一同纳入一个框架中进行的研究不太多见。

因此，在结合本国的特色的同时，也借鉴一些国外的经验，通过对公司绩效研究，给我国的上市公司更好的建议，同时也能更好地利用现金股利政策和代理成本来提高效率，促进中国经济更好的发展。

# 3理论分析与研究假设

股利政策是指公司股东大会或董事会对一切与股利有关的事项，主要关于发放股利方面采取的方针和策略。股利政策有广义和狭义之分，从狭义方面来说的股利政策就是关于保留还是支付股利的比例关系问题；而广义的股利政策则包括决定股利发放比例、确定股利宣布的日期、股利发放时的筹集资金等等问题。而现金股利政策是我国企业分配股利的其中一种方式，它是以支付货币的方式给股东支付股息红利的一种政策。本文用现金股利支付率（DE）来代表现金股利政策。公司绩效也有广义和狭义之分。广义的绩效是根据公司不同的经营情况，采用不同定性或定量的方法对绩效进行分析与评价；而狭义的绩效评价的对象主要是具体的财务指标。本文主要以盈利能力来评价公司绩效，我们常用来评价盈利能力的指标主要有总资产回报率（ROA）、净资产收益率（ROE）等。本文根据总资产回报率（ROA）来研究。当企业的经营状况较好时，净盈利会增加，当总资产不变时，则企业内部净资产收益率会随着净盈利的增加而增加，分配现金股利的几率就会越高。此时公司正常派现， 同时也在向投资者传递公司发展良好的信号。“税差理论”也提出上市公司的股票价格越高，则现金分红比例越低，而且现金分红比例越高，权益资本成本越高，公司绩效越好。基于上述分析，提出假设 1：

H1：现金股利与企业绩效存在显著的正相关关系，提高现金股利有利于改进公司绩效。

代理成本是资产不同权之间分配时产生的费用。代理成本的产生是由于资产所有权与使用权的分离产生了委托代理关系，这种关系是代理成本的基础。代理成本分为两类，第一类代理成本和第二类代理成本分别产生在股东与代理人之间、大股东与小股东之间。本文用管理费用率（MNFEE）代表第一类代理成本，用应收账款占总资产的比例（ACCRT）代表第二类代理成本。在这种两权分离的形式下，股东通常不直接参与企业的日常运营，股东与管理层之间的目标又存在差异，这就导致了股东与管理者之间的信息不对称，股东自然追求股东财富的最大化，而管理者拥有更多的可支配资金时和自由，通常会追求私人利益而进行过度投资，在不同程度上牺牲股东的利益，倾向于投资能够扩大企业规模的非盈利项目来达到个人利益最大化，或通过在职消费来侵占企业资产，损害企业的经营绩效。同时大股东有动机利用权力掏空企业或者联合高管侵占中小股东的利益，同样也会导致代理成本的增加，减少股东与管理者之间的利益冲突必然会产生代理成本，同时现金股利的支付可以在一定程度上减少代理成本。基于上述分析，提出假设 2：

H2：代理成本与现金股利存在显著负相关关系，提高现金股利有利于降低代理成本。

现金股利政策也作为重要的公司治理机制，会影响公司内部治理结构，据上文分析，现金股利的支付在一定程度上能增加公司绩效。现金股利的支付又能够减少代理成本，发挥监督治理的作用，代理成本的支付从而又会使公司绩效降低，因此我们推断现金股利可能通过影响代理成本进来影响公司绩效。据于此，我们认为两类代理成本可能在现金股利对公司绩效的影响过程中存在一种传导中介效应。基于上述分析，提出假设3：

H3：代理成本在现金股利影响公司绩效的过程中发挥中介作用。

# 4研究设计

## 4.1样本与数据来源

本文的主要研究样本为2015-2017年的沪深两地上市公司。为了数据的有效性，剔除了异常样本，本文剔除了以下样本：第一，剔除了无法完整取得数据的样本。第二，剔除了金融类以及保险类行业的样本，防止由于会计处理方法的不同导致对研究结果准确性的影响。第三，剔除了B股、H股的样本。第四，剔除了ST的公司的样本数据。第五，剔除了数据缺失的样本。最终得到6808个样本值。本文主要是从国泰安（CSMAR）数据库中提取的相关变量，现金股利政策的数据来自于万德（WIND）数据库。本文运用SPSS20.0软件对样本进行数据分析。

## 4.2模型设定与变量定义

本文采用多元回归分析对现金股利政策、代理成本和公司绩效的之间关系进行研究。根据本文假设，回归模型如下所示：

模型（1）：

 （1）

模型（2）：

 （2a）

 （2b）

模型（3）：

 （3）

研究变量的定义见表4.1：

**表4.1 研究变量的定义**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 变量定义 |
| 解释变量 | 总资产回报率（ROA） | 净利润/总资产总额 |
| 被解释变量 | 现金股利支付率（DE） | 本年度累计支付的现金股利/净利润 |
| 中介变量 | 管理费用率（MNFEE） | 管理费用/主营业务收入 |
| 其他应收款占总资产的比例（ACCRT） | 其他应收款/总资产 |
| 控制变量 | 资产负债率（LEV） | 总负债/总资产 |
| 公司规模（SIZE） | 总资产的自然对数 |
| 成长性（GRTH） | 主营业务收入增长率 |
| 第一大股东持股比例（FIRST） | 第一大股东持股总数 /总股本 |

# 5实证分析

## 5.1描述性统计

描述性统计分析结果如表5.1。由表5.1数据可知，样本总资产回报率（ROA）的均值为0.032，说明样本中公司的业绩大体上并不突出。现金股利支付率（DE）均值为0.296 ，表明样本中公司现金股利分配水平不高。分别代表两类代理成本的管理费用率（MNFEE）和其他应收款占比（ACCRT）均值分别为0.106和0.008，说明样本中公司大体上代理成本都不高。公司规模（SIZE）的平均值22.379。样本公司资产负债率（LEV）均值为0.438，成长性（GRTH）均值为0.260。样本公司第一大股东持股比例（FIRST）均值为0.358，说明样本公司股东持股比较集中。全表来看，各变量的标准差、最小值和最大值数值表示样本公司个体间的差异不大。

**表5.1描述性统计结果**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| ROA | 6808 | -1.1 | 0.5 | 0.032 | 0.0721 |
| DE | 6808 | -3.9 | 12.3 | 0.296 | 0.4660 |
| MNFEE | 6808 | 0.0 | 7.3 | 0.106 | 0.1844 |
| ACCRT | 6808 | 0.0 | 0.6 | 0.008 | 0.0366 |
| SIZE | 6808 | 16.0 | 28.5 | 22.379 | 1.3293 |
| LEV | 6808 | 0.0 | 3.3 | 0.438 | 0.2112 |
| GRTH | 6808 | -0.9 | 87.5 | 0.260 | 2.0703 |
| FIRST | 6808 | 0.0 | 1.0 | 0.358 | 0.1531 |

## 5.2相关性分析

根据本文中所提出的假设，最先进行了相关分析，衡量了各变量之间相关密切程度，分析结果如表5.2所示。由表 5.2数据可知，总资产回报率（ROA） 与现金股利支付率（DE）的相关系数为0.095，在1%的显著水平上呈显著正相关关系，说明现金股利越大，公司绩效越高，初步验证了假设一，现金股利与企业绩效存在显著的正相关关系，提高现金股利分配比例有利于改进公司绩效。现金股利支付率（DE）与管理费用率（MNFEE） 和其他应收款占比 （ACCRT）的相关系数分别为-0.043和-0.053，在1%的显著水平上呈显著负相关关系。表明第一类代理成本或第二类代理成本越低，现金股利越高,初步验证了假设2，代理成本与现金股利政策存在显著负相关关系，提高现金股利政策有利于降低代理成本。同时根据总资产回报率（ROA）与管理费用率（MNFEE） 和其他应收款占比 （ACCRT）的相关系数分别为-0.104和-0.122，可在1%的显著水平上呈显著负相关，可以知道两类代理成本与公司绩效存在显著正相关的关系。但关于假设3，代理成本是否在现金股利影响上市公司绩效的过程中发挥中介作用还需进一步验证。其中被解释变量与解释变量、控制变量之间相关系数的绝对值都小于0.5，则表明本文的多元回归模型研究中没有严重的多重共线性的问题。

**表5.2 相关性分析**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ROA | DE | MNFEE | ACCRT | SIZE | LEV | GRTH | FIRST |
| ROA | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| DE | 0.095\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |
| MNFEE | -0.104\*\*\* | -0.043\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |
| ACCRT | -0.122\*\*\* | -0.053\*\*\* | 0.053\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| SIZE | -0.067\*\*\* | 0.046\*\*\* | -0.210\*\*\* | 0.039 | 1 |  |  |  |
| LEV | -0.368\*\*\* | -0.093\*\*\* | -0.102\*\*\* | 0.150\*\*\* | 0.488\*\*\* | 1 |  |  |
| GRTH | 0.017 | -0.033\*\*\* | -0.022 | 0.025\*\* | 0.011 | 0.039\*\*\* | 1 |  |
| FIRST | 0.112\*\*\* | 0.081\*\*\* | -0.111\*\*\* | -0.029\*\* | 0.204\*\*\* | 0.042\*\*\* | -0.047\*\*\* | 1 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

## 5.3多元回归分析

为了进一步验证本文的假设，运用多元线性回归模型，对现金股利政策、代理成本与公司绩效的关系进行多元回归检验，为验证代理成本的中介效应，本研究通过3个步骤进行检验，检验程序见下图：

**不显著**

检验系数β1γ2γ3

检验系数γ1

Sobel检验

完全中介效应显著

中介效应显著

中介效应显著

中介效应不显著

因变量与自变量相关不显著，终止中介效 分析

检验系数α1

**显著**

**都显著 至少有一个不显著**

**不显著 显著 显著 不显著**

**图5.1代理成本中介效应检验程序**

步骤1：先对系数α1进行检验，若结果显示不显著，则认为现金股利与公司绩效不存在显著相关关系； 若系数显著，表明现金股利与公司绩效存在显著相关关系，则进入步骤2。

步骤2：其次对系数β1、γ2、γ3进行检验，若三个系数均显著，可以说明代理成本的中介效应显著，若要检验代理成本是否存在完全中介效应，需要通过检验系数γ1；如果系数β1、γ2、γ3中至少有一个不显著，则不能判定代理成本存在显著的中介效应，进入步骤3。

步骤3：为确定代理成本的中介效应是否显著，进行Sobel 检验。

根据上述步骤进行回归分析，分析结果如表5.3所示，根据步骤1，检验系数α1得出现金股利支付率（DE）与总资产回报率（ROA）的系数在1%的显著性水平上显著正相关，说明现金股利越大，公司绩效越高，进一步验证了假设1。进入步骤2，分别检验系数β1和γ2、γ3，从第二列结果可以看出金股利支付率（DE）与管理费用率（MNFEE）的系数在5%的显著性水平上负相关；从第三列结果可以看出金股利支付率（DE）与其他应收款占比 （ACCRT）系数在1%的显著性水平上负相关，说明现金股利越高，两类代理成本就越低，说明系数β1显著，进一步验证了假设2，第四列中管理费用率（MNFEE）、其他应收款占比 （ACCRT）与总资产回报率（ROA）的系数均在1%的显著性水平上显著负相关，说明系数γ2、γ3显著；继续检验γ1，从第四列结果可以看出金股利支付率（DE）与总资产回报率（ROA）的系数在1%的显著性水平上显著正相关，说明代理成本在现金股利影响上市公司绩效的过程中发挥的中介效应显著，进一步验证了假设3。因此不需要进行Sobel 检验。

同时我们可以发现研究中的控制变量公司规模（SIZE）与总资产回报率（ROA）的系数显著为正，表明上市公司规模越大，公司绩效会越好，出现这个结果的原因可能是规模较大的公司业务多公司绩效也高。控制变量资产负债率（LEV）与总资产回报率（ROA）的系数显著为负，这说明企业负债会对股利支付产生影响。一般来说负债高的公司，财务状况会较差，他们会减少支付现金股利，相反负债低的公司，发放现金股利的几率会较高。控制变量成长性（GRTH）与总资产回报率（ROA）的系数显著为正，表明成长性高的公司，每股经营现金流会越多，上市公司绩效越好。控制变量第一大股东持股比例（FIRST）与总资产回报率（ROA）的系数显著也为正，表明第一大股东持股越多，现金流越多，从而能够带来更高的公司绩效。

**表5.3检验结果**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2a) | (2b) | (3) |
| 截距 | -0.073\*\*\* | 0.761\*\*\* | 0.032\*\*\* | -0.038\*\* |
|  | （-4.783） | （18.466） | （3.888） | （-2.451） |
| DE | 0.006\*\*\* | -0.011\*\* | -0.003\*\*\* | 0.006\*\*\* |
|  | （3.746） | (-2.398) | （-2.723） | （3.202） |
| MNFEE |  |  |  | -0.041\*\*\* |
|  |  |  |  | (-9.232) |
| ACCRT |  |  |  | -0.111\*\*\* |
|  |  |  |  | （-4.998） |
| SIZE | 0.007\*\*\* | -0.028\*\*\* | -0.002\*\*\* | 0.005\*\*\* |
|  | （9.303） | （-14.239） | （-3.957） | （7.425） |
| LEV | -0.142\*\*\* | -0.007 | 0.021\*\*\* | -0.140\*\*\* |
|  | （-31.138） | （-0.571） | （8.621） | （-30.768） |
| GRTH | 0.001\*\*\* | -0.002\*\* | 0.000 | 0.001\*\*\* |
|  | （3.008） | （-2.314） | （1.311） | （2.852） |
| FIRST | 0.049\*\*\* | -0.083\*\*\* | -0.008\*\*\* | 0.045\*\*\* |
|  | （9.192） | （-5.694） | （-2.599） | （8.448） |
| Year | YES | YES | YES | YES |
| Industry | YES | YES | YES | YES |
| F | 60.512 | 63.028 | 60.190 | 57.824 |
| 样本数 | 6808 | 6808 | 6808 | 6808 |
| R2 | 0.188 | 0.081 | 0.060 | 0.193 |
| Adj\_R2 | 0.185 | 0.077 | 0.056 | 0.199 |

注：（1）\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平；（2）样本数为6808；（3）括号内为t值。

# 6结论

本文以2015-2017年的沪深两地上市公司为主要研究样本。探究了现金股利政策、代理成本和公司绩效三者之间的关系。得到了以下结果：首先，大体上来看中国上市公司现金股利支付水平与公司绩效显著正相关。其次，公司的现金股利支付水平对第一类代理成本和第二类代理成本，均产生负面影响。最后，两类代理成本在现金股利影响上市公司绩效的过程中发挥显著的中介作用，支付现金股利能够显著降低代理成本从而提高公司绩效。

根据本文的研究，提出以下建议：（1）、完善公司的现金股利政策，制定适宜公司的分配政策。现金股利政策的公司治理的功能，能降低代理成本，从而提高公司绩效，而适度的分红有助于发挥这一功能。（2）、完善公司内部治理机制，避免上市公司的管理层和股东等内部人员表面上是为公司绩效做贡献，实际上则为了自己的利益异常派现来侵占和掠夺公司资源的行为。公司异常派现的做法不仅不能发挥公司内部治理机制的功能，反而对提高公司绩效有害。（3）、对于各性质不同的上市公司，监管层在对其股利政策监管的过程中不能单一地对他们实施统一的分红标准，应充分考虑后采用多样性的监管措施。本文研究得出的结论，有利于解决中国一些上市在提升公司绩效的过程中发生的代理成本问题，对提高公司绩效具有现实指导意义。同时也有利于促进市场健康、稳定地发展。

本文的研究还存在一定的不足与局限性。首先，代理成本本身是很难完全量化的指标，虽然本文选取的数据已经具有一定的代表性，但是还不能说完美地代表了所有公司的代理成本，因此若要得到更准确的结果，需要我们用更全面且精确的度量尺度纳入研究模型。其次，衡量企业绩效时只考虑了财务指标，忽略了非财务指标的影响，因此还有待进一步深入研究。同时，现金股利政策的稳定性和连续性同样会对研究结果产生重要影响，现金股利政策的指标也缺乏多样性。这些也将成为未来继续深入探讨的研究方向。

**参考文献**

[1]Michael Rozeff， how "Companies Set Their Dividend Payout" Ratios "Chase Financial quarterly, winter 1982；Micchael Rozeff Growth[J].Beta，and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout "Journal of Financial Research，fall 1982，pp．249-259．

[2]Balachandran B，Vineeta J，Manali M．Final Dividend Reductions and Signaling：UK Evid ence[J]．Journal of Applied Finance. 2014(17)：26-37．

[3]Shleifer A，R W V ishny．A Survey of Corporate G overnan ce[J]．The Journal of F inance，1997， 52( 2)：737-783．

[4]钟天丽，郭亚军．现金股利与上市公司未来收益的实证分析[J]．东北大学学报，2003(10)： 1006-1009．

[5]倪海霞，谷秀娟．上市公司股利政策实证研究[J]．河南工业大学学报, 2007(4)：148-156．

[6]宋力，韩亮亮．大股东持股比例对代理成本影响的实证分析[J]. 南开管理评论，2005, 8(1)：30-34．

[7]胡泽民，刘杰，李刚．控股股东代理问题、现金股利与企业绩效[J]．财会通讯，2018(27)：60-66．

[8] 徐寿福，徐龙炳．现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]．管理科学，2015（1）：96-110.