管理层权力、现金股利与企业投资效率*

○ 王茂林　何玉润　林慧婷

摘要 本文选用2006-2011年我国A股上市公司数据作为研究样本，实证检验了管理层权力对企业分配现金股利的影响。研究结果表明，管理层权力大小与现金股利支付率高低显著负相关。文章进一步检验了现金股利与企业投资效率的关系，并检验管理层权力对该相关关系的影响。研究发现，在内部自由现金流富余且投资过度的样本中，发放现金股利能够有效减少自由现金流，抑制过度投资；在自由现金流紧缺且投资不足的样本中，企业支付现金股利会加剧现金流紧缺，造成更严重的投资不足。管理层权力的存在降低了现金股利对非效率投资的影响。本研究的启示意义在于，在讨论股利政策与公司投资决策的作用机理时，管理层权力是一个重要的影响因素。

关键词 管理层权力；现金股利；自由现金流；投资效率

*本文受北京市属高等学校高层次人才引进与培养计划项目（CIT&TCD201404036）、北京工商大学国有资产管理协同创新中心资助

引言

代理理论认为，支付现金股利能够有效降低管理层的代理成本，原因在于现金股利可以避免公司管理层将现金流转作个人用途或投资于非效率项目。[1] Kalay[2] 指出股利政策与投资政策是互相依赖的，较低的股利支付导致企业拥有更多的利润留存，容易造成过度投资；另一方面，股利支付过高又容易导致企业自由现金流紧缺，难以实施最优投资计划，企业面临投资不足。现金股利支付过高或过低直接关系到企业自由现金流的投资效率。

企业发放现金股利在一定程度上是管理层与股东博弈均衡的结果。少发或者不发股利而留存大量现金，容易造成企业自由现金流的冗余。追求建立私人王国、不断投资扩张是管理层的重要行为特征，[3] 一旦企业内出现大量现金留存，管理层很有可能为扩大企业投资规模将留存现金投资到NPV小于0的项目上，造成非效率投资。由此，管理层影响股利分配进而影响企业投资效率成为一个值得研究的话题。长期以来，学者们在该领域也获得了大量研究成果：黄莲琴等[4]从过度自信的角度研究管理层对企业分配现金股利的影响，并发现过度自信的管理层倾向于不发放现金股利；姜付秀等[5]研究了高管年龄特征、教育背景等对企业过度投资的影响；Malmendier等[6]发现CEO的教育背景以及出生时期影响企业的投资决策；花贵如等、[7]叶玲等[8]从乐观主义、过度自信角度研究了管理层对企业投资的影响；肖珉[9]通过测试企业内部现金流富余或紧缺程度，研究了现金股利对投资效率的影响；魏明海等[10]研究发现支付现金股利能够抑制过度投资。既有研究大都关注管理层特征等对股利分配或投资效率的影响以及现金股利与投资效率的关系，而研究管理层影响现金股利分配进而影响投资效率则鲜有文献支持。同时，相关研究忽视了管理层的一个重要特征——管理层权力。现代企业的典型特征是所有权和经营权两权分离，管理层握有企业的资源配置权。企业运营过程中，管理层影响或实现股东及董事会决策或意愿的能力不断形成并提升，Finkelstein[11]将这种影响力划分为威望声誉权力、专家权威权力、所有权权力、组织结构权力等四个维度。Lambert等[12]指出，高管人员利用其地位、信息优势、以自身拥有的财富获取权益等实现权力。显然，管理层利用权力影响企业各项财务决策的制定和实施。

有关管理层权力的探讨，大部分研究成果集中在管理层权力对薪酬契约的影响方面，[13-15] 而关于管理层权力影响现金股利分配的文献比较少见；从股利分配的角

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

度，管理层利用权力影响企业投资决策及投资效率等也鲜有清晰的理论解释或经验证据支持。作为制定公司财务决策的重要参与者，管理层在很大程度上影响现金股利政策的施行，其在现金股利政策影响企业投资效率过程中扮演怎样的角色、发挥怎样的作用值得探究。

在我国，特殊的制度背景为管理层权力形成创造了条件，管理层权力的影响深刻而又普遍存在。从管理层权力的产生看，始于改革开放初期，国有企业“放权让利”逐步推行，控制权由政府下放至企业，公司内部“所有者缺位”引致“内部人控制”现象。在此过程中，国企管理层对企业经营管理、决策控制等方面的影响力不断增强，管理层权力形成并不断提升，而对于公司的整体运作和运营效率，作为控股股东的国家因为“缺位”往往无法实现有效监督。进一步而言，非国有企业、尤其民营企业，业主本身常包含于管理层，总经理与控股股东两职合一的情况时常发生，大股东委托亲属甚至亲自参与企业经营的现象也较为常见，因此，民营企业中的管理层拥有较强的“话语权”，影响企业各方面决策的制定和施行。管理层拥有的权力超过了董事会和股东大会，其在公司治理过程中对企业资源的配置可能存在高于控股股东和董事会的影响力和决策能力。由此，结合我国特有的制度环境背景讨论管理层权力对现金股利政策及企业投资效率的作用机制更具现实意义。

本文试图构建的理论框架如图 1 所示：

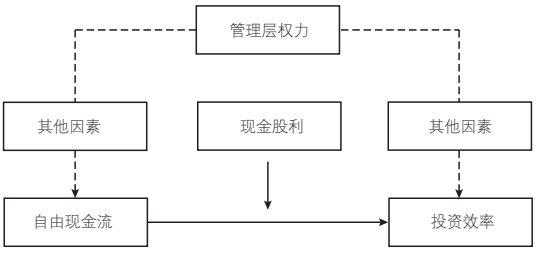


图1 理论模型

依据管理层权力理论，本文将重点分析管理层权力对发放现金股利的影响，以及现金股利的支付对企业投资效率的影响，进而构建管理层权力影响现金股利并进一步影响企业投资效率的作用机制的理论框架。文章试图通过探寻管理层权力、现金股利政策、投资效率三者之间的关系，为股利及投资理论的研究提供新视角。研究主要围绕以下问题展开：第一，管理层权力是否会影响上市公司的现金股利分配？第二，企业内部自由现金流是否影响企业的投资效率，分配现金股利是否会影响到二者之间的关系？管理层权力在现金股利与投资效率的相关关系中发挥怎样的作用？当然，不排除管理层通过其他因素或作用机制影响企业的自由现金流和投资效率。文章试图厘清管理层权力、现金股利分配、自由现金流与企业投资效率之间的相互作用机理，进而为完善我国的企业分配制度、公司治理及产权制度提供借鉴。

一、理论分析与研究假设

产权理论认为，上市公司中股东是企业的唯一所有者。从契约观角度出发，企业的控制权应该完全由股东掌握，包括特定控制权和剩余控制权。[16] 特定控制权是由契约明确规定的控制权权力；而剩余控制权是指在契约中无明确界定、决定资产在契约限定以外如何被使用的权力。理论上，作为最终代理人，管理层本应只拥有特定控制权。但由于现实中契约的不完备性，受托于股东行使剩余控制权的董事会可能会把其拥有的剩余控制权转移至管理层，使管理层拥有特定控制权的同时，也拥有剩余控制权。因此，管理层行使权力的同时，又成为权力的“受益者”。现代企业所有权结构下，并非所有股东都能参与到企业的全部经营决策中。上市公司所有权与经营权的分离必然带来了委托代理问题，这就为管理层逆向选择提供了可能。管理层掌握着企业更多内部信息，同时对企业的各项战略决策起到重要影响。

March[17] 将管理层权力定义为压制不一致意见的能力。Finkelstein[11] 认为管理层权力是管理者对董事会或股东大会制定、执行决策时的影响力，管理层权力对于企业战略决策影响重大。Lambert 等 [12] 讨论分析了权力模型、竞标赛模型和代理模型，认为企业高管利用其任命董事会成员的权力、信息优势、组织地位等实现管理层权力。Bebchuk 等 [18] 指出，管理层与股东合谋获利、董事长与总经理两职合一导致代理问题混乱等，从而衍生出管理层高于董事会的影响力，近而“俘获”董事会。由此，管理层权力是管理层执行自身意愿的能力，在公司治理（包括决策、监督以及执行）过程中，特定控制权及超出其以外的深度影响力。

一般来说，管理层权力越大，其“话语权”越强，“话语”越有分量，受到的监督就越弱，[15] 管理层权力成为收益的来源，权力越大，收益就越高。管理层能够通过权力实现对企业内部自由现金流的控制。Jensen[1] 指出，公司管理层与股东的利益冲突体现在股利政策的选择上。“掏空”假设认为，大、小股东间存在的利益冲突是企业中代理问题的主要表现，大股东通过分配股利来实现对企业现金流的“攫取”，由此推断管理层持股可能是管理层权力之外另一影响企业股利分配的重要因素。然而，在我国，管理层持股比例普遍很低，[14] 有

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

限的持股比例并不能发挥作用。因此,“权力”与“控制”对企业的股利分配产生重要影响。

我国国有企业中所有者缺位的现象导致了“内部人控制”问题,真正股东缺乏行使权力的基础。[13] 一方面,国有企业中作为股东的国家无法明确掌握企业真正的运作情况和投资需求;另一方面,作为“代言人”的管理层则在很大程度上掌控企业的经营、筹资、投资等各项活动。由于我国有效的职业经理人市场尚未形成,民营企业外聘的职业经理常常与大股东存在特定的关系,民营企业中相当大的部分为家族企业,其“隐私”经营对聘请职业经理造成一定的风险,因而业主自身兼任 CEO 的现象比较常见,股东与管理层之间较为常见的“特殊关系”为管理层权力的产生提供了重要依托。因此,在我国,企业管理层在解除受托责任过程中,利用自身的影响力和权力来增加与股东之间“讨价还价”的能力,影响上市公司的各项决策。同时,我国存在的薪酬管制现象容易导致企业管理层在职消费行为。卢锐 [15] 发现,我国企业中存在管理层利用权力寻租和在职消费的行为。吕长江等、[14] 权小锋等 [13] 研究发现,管理层可以利用自身权力实现薪酬制度的安排,并获取私有收益。管理层减少现金股利的发放使企业留存更多的现金,从而操控企业现金流。较低的现金股利支付会给企业带来较高的现金流水平,管理层操控现金流的空间更大。结合以上的讨论,本部分形成如下假设:

假设 1:限定其他条件,管理层权力越大,企业现金股利分配越少,管理层权力大小与现金股利支付率高低负相关

投资项目的评价主要通过项目 NPV 的判定实现。如果公司将资金投资于 NPV 小于 0 的项目,表现为投资过度;而一旦放弃投资 NPV 大于 0 的项目,则为投资不足。投资过度和不足都属于非效率投资。现实中,企业始终面临投资过度或投资不足的问题。[9] 企业进行投资决策首先要考虑自由现金流的多少:自由现金流富足,企业有足够的资金进行项目投资。然而这又带来新的问题:由于内部人的道德风险,过于富足的现金流可能会导致企业发生过度投资。股利分配是企业现金流主要流向之一,是公司最优契约论的重要组成部分。Jensen[1] 的自由现金流量假说中提到,管理层掌握过多的现金是危险的,发放股利能够有效地抑制管理者滥用现金流,从而避免其将现金资源浪费在价值为负的项目上。这表明,企业现金股利支付的多少对企业现金流过度投资具有不同程度的弱化作用。结合管理层权力对现金股利的影响,提出以下假设:

假设 2:限定其他条件,企业内部自由现金流越充裕,企业过度投资越严重,发放现金股利能够有效地弱化二者之间的正相关关系。管理层利用权力减少现金股利的发放,进而降低现金股利对过度投资的抑制作用

既有研究大多将非效率投资研究的焦点集中在过度投资上,而在我国投资不足的问题更加严重。[19] 逆向选择问题的存在,公司内部现金流紧缺容易发生投资不足;在自由现金流一定的情况下,盲目追求并扩大偏离主业的投资通常会影响到企业的可持续发展,导致企业投资不足,在某种意义上这种投资不足也称作过度投资。支付现金股利会造成企业自由现金流的减少,导致现金流紧缺情况加剧。Renneboog 等 [20] 称现金流富余公司的过度投资为“第Ⅰ类错误”,将现金流紧缺造成的投资不足称作“第Ⅱ类错误”。他们认为,高股利政策能减少第Ⅰ类错误的发生,但同时增加了发生第Ⅱ类错误的概率。管理层作为委托代理的受托者,其通过自身权力来影响企业的各项决策,而一旦管理层利用“权力”这一制度安排影响企业的股利发放,那么管理层权力越高,企业股利分配越少,企业内部自由现金流不足的情况在一定程度上能够得到缓解,从而有效地弱化股利分配导致的现金流紧缺和投资不足问题。基于以上分析,提出如下假设:

假设 3:限定其他条件,企业内部自由现金流越紧缺,企业投资不足越严重,支付现金股利会显著增加投资不足的程度。管理层利用权力降低现金股利的发放,从而弱化了股利支付加重现金流紧缺导致的投资不足

二、研究设计

1. 样本数据及来源

本文选取 2006–2011 年沪、深两市 A 股主板上市公司为初始样本,并在此基础上对样本进行筛选:(1)剔除金融保险类,ST、PT 等特殊处理以及退市的样本;(2)剔除当年上市及数据缺失的样本;(3)剔除同时发行 A、H 股或者 A、B 股的样本;(4)将净利润为负的样本予以剔除。经过筛选,最终得到了 2006–2011 年 1086 家上市公司 5023 个非平衡面板数据,其中 2006、2007、2008、2009、2010、2011 年分别有 838、838、789、827、864、867 条观测值。文中各指标数据来自 CSMAR 数据库,其中金字塔层级通过企业股权结构手工搜集获得。

2. 变量选择及定义

既有文献中衡量管理层权力大小的指标主要包括 CEO 的任期和服务年数、董事会独立性、CEO 是否在两年内退休、CEO 是否兼任董事长、是否存在大股东等。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

我国当前制度背景下，作为一种强制性制度变迁，独立董事的独立性和制度的有效性依旧存在疑问。[21] 按照证监会的规定，上市公司独立董事在董事会成员中占比不低于1/3。经统计，样本公司中独董占比均值为0.35，中值为0.33，标准差小于1，表明样本公司中独立董事占比区别较小，独立董事制度的安排是形式上遵从法律规定，不能简单地用独立董事占比衡量企业中管理层权力的大小。由此，在借鉴既有文献对管理层权力度量的基础上，从我国企业公司治理的特点出发，本文选择以下指标衡量管理层权力：（1）总经理与董事长两职是否合一。（2）股权分散度。（3）企业金字塔控制链条的深度，取值为企业金字塔控制链条的最长层级。借鉴Fan等[22]，企业控制权通过金字塔结构自上而下转移到管理层手中，处于越低的层级，管理层受到实际控制人的干预越少，拥有的决策自由度就越高，权力越大。管理层权力反映公司治理过程中，管理层拥有的特定控制权及以外的深度影响力，管理层权力是一个综合概念，本文在以上指标的基础上，结合权力高低分类的哑变量，合成管理层权力积分变量Tpower。相关变量解释见表1。

表1 变量定义及说明

变量代码		变量含义	说明
被解释变量	Div	股利支付率	每股现金股利/每股收益
解释变量	Power1(Dual)	董事长与总经理职能是否合二为一	董事长和总经理职能重合，拥有凌驾于董事会的契约拟定权，管理层权力更大 两职合一取值1，两职分离取值0
	Power2(Disp)	股权分散度	第二至十大股东持股比之和除以第一大股东持股比
	Power3(Disp2)	股权分散度哑变量	股权越分散，管理层权力越大股权分散度大于1，取值1； 股权分散度小于1，取值0
	Power4 (Control-floor)	金字塔层级	从控股股东到上市公司最长控制链条的层数
	Power5 (Control-floor 2)	金字塔层级哑变量	最长层级大于中位数2，取值1； 小于2，取值0
	TPower	权力积分变量	Power1+Power3+Power5
控制变量	Eps	企业盈利能力	每股收益 （净利润/总股本）
	Growth	企业成长性	市净率 （每股市价/每股净资产）
	Cash	企业现金流量	经营活动现金净流量/总资产
	Lev	企业偿债能力	资产负债率 （总负债/总资产）
	Nature	企业所有权性质	国有企业取值1，非国有企业取值0

3. 数据描述性统计

表2是文章中相关变量的描述性统计情况。

表2 主要变量的描述性统计

变量	中位数	极小值	极大值	均值	标准差
Div	0.023	0.000	3.597	0.068	0.130
Dual	0	0	1	0.110	0.316
Disp	0.370	0.008	5.548	0.577	0.605
Control-floor	2	1	9	2.552	0.950
TPower	1	0	3	0.712	0.722
Growth	3.156	0.520	30.117	3.999	3.071
Cash	0.050	-0.565	0.771	0.052	0.088
Size	21.735	18.716	26.949	21.838	1.104
Eps	0.221	0.000	8.440	0.344	0.430
Lev	0.522	0.007	0.948	0.507	0.177
Nature	1	0	1	0.690	0.464
样本数	5023				

注：表中是对整个样本公司数据的统计，由于实证检验直接进行双尾处理，并未将异常值剔除

表3 各变量相关系数表

	DIV	Dual	Disp	Floor	TPower	size	Cash	Eps	Growth	Lev
Div	1									
Dual	-0.050***	1								
Disp	-0.104***	0.060***	1							
Floor	-0.030**	-0.019	0.020	1						
TPower	-0.098***	0.472***	0.481***	0.544***	1					
Size	0.280***	-0.095***	-0.175***	-0.020	-0.143***	1				
Cash	0.229***	-0.025	-0.011	0.000	-0.015	-0.041***	1			
Eps	0.661***	-0.011	-0.056**	-0.007	-0.046***	0.361***	0.208***	1		
Growth	-0.067***	0.044***	0.097***	0.035**	0.093***	-0.214***	0.127***	0.132***	1	
Lev	-0.090***	-0.037***	-0.031**	0.014	-0.020	0.365***	-0.144***	-0.013	0.049***	1

注：***、** 和 * 分别表示相关系数在1%、5% 和 10% 水平下显著（双尾），下同

从表2中可以看出：（1）现金股利支付率的中位数为2%，均值为6.8%，一些超额派现样本公司的存在导致了股利支付率平均值较高，总体来看，我国上市公司的股利支付率普遍较低；（2）管理层权力代理变量的统计结果表明，10% 左右的样本企业中董事长和总经理两职合一；样本企业的股权分散度较为不同，最大值与最小值差距较大，其中位数0.37和均值0.577相对较低，可能与我国大部分国有企业“一股独大”的情况有关；样本公司中控制层级大多在2–3层，但也存在一定差异，一些样本公司控制链有9层，表明该类公司受到实际控制人的政策干预较少，管理层自由决策的能力较强，管理层权力较大；（3）从其他变量统计结果来看，样本企业成长性存在较大差异，企业规模均值为21.838，现金持有均值为0.052，盈利能力（每股收益）和偿债能力（资产负债率）在样本公司间也有较大不同。

表3是主要变量的Pearson相关性分析。可以看出，现金股利支付率(Div)与Power各代理变量均在5%水平显著负相关，表明管理层权力越大，企业支付的现金股利越少。Div与Eps、Cash、Size等变量在1%水平

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

显著正相关，说明企业盈利状况、现金持有及企业规模影响到现金股利分配水平，盈利水平越高、自由现金流越充裕、企业规模越大，现金股利支付的越多；Div与Growth、Lev在1%的显著性水平上负相关，表明资产负债率高的企业一般面临较大的偿债压力，更倾向于保守的财务政策，现金股利支付水平相对较低；企业成长性越高，通过减少发放现金股利留存更多收益在公司内部进行再投资。各解释变量间的相关系数均小于0.3，回归分析不存在多重共线性问题。

三、实证检验

1. 管理层权力对企业分配现金股利的影响

为检验假设1，我们对管理层权力与现金股利支付率的相关关系进行了回归分析。考虑到通常情况下现金股利支付率取值在0–1之间，为了克服样本选择及非正态问题，文章采用Tobit回归，有效处理因变量Div存在的截断情况。从回归结果来看，在权力Power的四个代理变量下，管理层权力大小与企业现金股利支付率高低显著负相关（企业规模、盈利能力、现金持有、资本结构、成长能力等变量已控制），这表明企业内部管理层权力越大，对企业现金流的操纵越明显，现金股利支付率越低，支持假设1。同时，各控制变量的回归结果也与预期基本一致，企业的盈利能力越强，现金越充足，股利支付越多；成长性越高，企业有更多的投资机会，降低现金股利支付从而为各项投资活动提供更加充裕的资金支持；从保护债权人及保守财务政策的角度，资产负债率越高的企业支付的现金股利越少。

表4 管理层权力与现金股利支付率相关关系的Tobit回归结果

	Dual	Disp	Floor	TPower
Intercept	-0.735*** (-15.77)	-0.712*** (-15.15)	-0.744*** (-15.88)	-0.715*** (-15.28)
Power	-0.027*** (-4.17)	-0.017*** (-4.81)	-0.003* (-1.74)	-0.015*** (-5.40)
Eps	0.186*** (36.14)	0.186*** (36.08)	0.186*** (35.97)	0.186*** (36.10)
Growth	-0.002** (-2.22)	-0.001** (-1.96)	-0.002** (-2.21)	-0.001** (-1.98)
Lev	-0.157*** (-12.62)	-0.156*** (-12.50)	-0.157*** (-12.58)	-0.155*** (-12.45)
Cash	0.213*** (9.03)	0.214*** (9.08)	0.215*** (9.11)	0.214*** (9.09)
Nature	0.016*** (3.52)	0.014*** (3.21)	0.017*** (3.89)	0.014*** (3.29)
Size	0.035*** (15.54)	0.034*** (15.16)	0.035*** (15.80)	0.034*** (15.26)
Year	Yes			
Ind	Yes			

注：括号内为t值，下同

2. 管理层权力对现金股利与投资效率关系的影响

（1）投资效率测度及说明

本文借鉴Richardson[23]并结合辛清泉等、[24]刘志远等[25]的做法确定企业过度投资和投资不足的程度。企业的总支出（Invt）由两部分组成，包括目前项目的投资支出（Imt）和新增项目的投资支出(Inewt)，其中新增项目的投资支出包括合理的投资支出和非效率投资。文中投资效率估算模型如下：

$$Inew_t = \beta_0 + \beta_1 Inew_{t-1} + \beta_2 Growth_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 Cash_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Age_{t-1} + \beta_7 Ret_{t-1} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon$$

其中，被解释变量$Inew_t$的预测值由公司的成长性、资产负债率、规模等因素决定，回归所得的残差是企业非效率投资的部分，如果残差为正表示投资过度，残差为负表示投资不足。

$Inew_t$为第t年新增投资，等于Inv_t与Lm_t作差，其中Inv_t等于现金流量表中t年“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”与“购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金”、“权益性投资所支付的现金”、“债券性投资所支付的现金”之和减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额”与年初资产总额的比值。Lm_t为现金流量表中折旧与各种长期资产的摊销支出之和与年初资产总额的比值。其他变量的解释见表5。

表5 投资效率模型中各变量名称定义及预期符号

变量	预期符号	变量定义
$Growth_{t-1}$	+	t-1年末Tobin-Q值=(每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股份数+负债账面价值)/总资产账面价值
Lev_{t-1}	-	t-1年末的资产负债率
$Cash_{t-1}$	+	t-1年末现金与总资产的比率
Age_{t-1}	-	截至t-1年末的公司上市年限
$Size_{t-1}$	+	t-1年末公司总资产的自然对数
Ret_{t-1}	+	t-1年5月到t年4月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率

表6 Richardson模型的回归结果

因变量：Inewt		预期符号	系数
自变量	Intercept	?	0.027(0.52)
	$Inew_{t-1}$	+	0.490***(45.12)
	$TobinQ_{t-1}$	+	0.006***(2.71)
	Lev_{t-1}	-	-0.059***(-5.45)
	$Cash_{t-1}$	+	0.222***(10.87)
	$Size_{t-1}$	+	-0.000(-0.18)
	Age_{t-1}	-	0.001(1.09)
	Ret_{t-1}	+	0.002(0.83)
控制变量	Year	Yes	Yes
	Ind	Yes	Yes
	Adjust-R^2	0.293	

年度变量Year和行业变量Ind作为控制变量，既

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

有研究表明，企业的成长性、现金持有量、企业规模以及股票回报率与企业的投资呈正相关关系，而企业的财务杠杆、上市年限与投资量呈负相关关系。表 6 为 Richardson 模型的回归结果。

根据上述回归结果，上市时间变量和规模变量符号与预期相反，但不显著，且系数很小，股票回报率回归结果不显著，其余均与预期符号一致且显著。计算各样本公司 Richardson 模型的残差，统计样本公司投资过度与投资不足的情况，统计结果如表 7 所示。

表7 样本公司投资效率情况统计

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计
样本公司总数	1026	981	997	1002	1003	1015	6024
投资不足公司数	640	677	600	603	639	630	3789
比例（%）	62.38	69.01	60.18	60.18	63.71	62.07	62.90
过度投资公司数	386	304	397	399	364	385	2235
比例（%）	37.62	30.99	39.82	39.82	36.29	37.93	37.10

注：该表的统计数据源自全部 A 股主板上市公司，净利润为负的样本并未剔除，因此总样本数为 6024。结合回归 1，在检验支付现金股利与投资效率关系的模型中，样本总数为 5023

从表 7 可见，我国大部分公司存在投资不足的情况，全部样本公司中投资不足的公司大约占到 2/3，这与周伟贤 [19] 等研究得出的结论相符，且投资不足与过度投资情况并未呈现出年度分布特征。

（2）自由现金流的测度

依据 Jensen，[1] 企业的自由现金流为企业投资所有正净现金流项目后剩余的现金流，按照这一思想，本文通过企业经营活动现金流减去预期有效投资来确定自由现金流量。

Fcf = Cfo – Exp–Inv

其中，Cfo 是企业经营活动净现金流量，并与总资产相除以标准化，Exp–Inv 是企业的预期投资，由 Richardson 模型回归获得。参照肖珉 [9] 等，当企业内部自由现金流满足预期投资后还有剩余，即 Fcf>0，该公司确定为自由现金流富余；如果企业自由现金流不足以满足预期投资的需求，即 Fcf<0，此时认为样本公司自由现金流紧缺。根据内部自由现金流富余或紧缺和投资过度或不足将所选样本分成四组，其中内部自由现金流富余且投资过度的组样本数为 983，用于检验假设 2，内部自由现金流紧缺且投资不足组有 1691 个样本，用于检验假设 3。

为了便于理解，本文对内部自由现金流紧缺且投资不足样本中的现金流（为负）以及投资效率（为负）取绝对值。即：

Fcf= – (Cfo – Exp–Inv)　　(Cfo – Exp–Inv<0)

Under–Inv= – (Inv – Exp–Inv)　(Inv – Exp–Inv<0)

表 8 列示了这两组样本描述性统计的结果。

表8 分组的样本描述性统计

组1：内部现金流紧缺且投资不足组					
	均值	中位数	极小值	极大值	标准差
Under-Inv（绝对值）	0.07	0.05	0	2.62	0.11
Fcf（绝对值）	0.1	0.07	0	2.61	0.14
Div	0.05	0.01	0	0.9	0.09
Power（Disp）	0.57	0.36	0.01	5.55	0.61
Power(Control-floor)	2.56	2	1	9	0.96
Power(Dual)	0.11	0	0	1	0.32
TPower	0.71	1	0	3	0.72
Size	21.66	21.57	18.64	26.71	1.07
Marindex	8.72	8.81	4.25	11.71	2.05
Nature	0.66	1	0	1	0.48
组2：内部现金流富余且过度投资组					
	均值	中位数	极小值	极大值	标准差
Over-Inv	0.08	0.04	0	1.63	0.13
Fcf	0.08	0.07	0.01	0.26	0.07
Div	0.07	0.03	0	0.9	0.11
Power（Disp）	0.6	0.39	0.01	5.5	0.64
Power(Control-floor)	2.51	2	1	9	0.89
Power(Dual)	0.12	0	0	1	0.33
TPower	0.71	1.00	0	3	0.71
Size	21.79	21.69	19.02	26.1	1.07
Marindex	8.34	7.66	4.25	11.71	2.02
Nature	0.71	1	0	1	0.45

3. 实证检验

（1）管理层权力、现金股利、自由现金流与过度投资

为检验发放现金股利是否对上市公司滥用自由现金流的过度投资起到一定的约束作用，并检验管理层权力对该关系的影响，文章采用如下模型，对内部自由现金流充足且过度投资的样本组进行检验：

$$Over-Inv=\beta_0+\beta_1 Fcf+\beta_2 Div+\beta_3 Power+\beta_4 Fcf\times Div+\beta_5 Fcf\times Power+\beta_6 \mathrm{Div}\times \mathrm{Power}+\beta_7 Fcf\times Div\times Power+\sum Control+\varepsilon$$

其中 Over–Inv 表示过度投资，Fcf 表示当期的自由现金流，Div 表示现金股利支付率，此处，Power 用金字塔最大层级（Control–floor）作为代理变量，其余权力的代理变量用来进行稳健性检验，Control 表示控制变量，包括企业规模 Size（年末总资产对数）、企业所有权性质 Nature（国有企业取 1，非国有企业取 0）、企业所在地市场化进程 Marindex [26] 等，回归结果如表 9 所示。

通过表 9 可以看到，Fcf 与 Over–Inv 回归系数均显著为正，即自由现金流越多，企业越容易发生过度投资，

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

通过对比调整 R^2 可以看出，在分别加入 Fcf、Div 变量后，对比模型 1，模型 2 和 3 具有增量解释能力；同时，模型 3 中现金股利支付率 Div 与过度投资负相关，尽管不显著，但从模型 4 可以看出，自由现金流 Fcf 与现金股利 Div 的交乘项系数显著为负，表明发放现金股利能够有效弱化自由现金流与过度投资之间的正相关关系，现金股利的发放在一定程度上起到了抑制企业自由现金流过度投资的作用，这与魏明海等 [10] 得到的结论一致，不过其文章没有从企业内部自由现金流多寡的角度论证发放现金股利与企业投资效率的关系。模型 6 的回归结果中，股利与自由现金流交互项的系数为负，而权力、股利支付率与自由现金流三项交乘的系数显著为正，表明管理层通过权力影响现金股利的发放，权力越大，现金股利支付率越低，从而弱化了支付现金股利降低自由现金流富余造成的过度投资，该回归结果验证了假设 2，管理层权力通过影响现金股利的分配间接作用到了企业的投资效率，发放现金股利能够在一定程度上降低代理成本。此外，国有企业的过度投资问题比非国有企业相对较小。①

表9 管理层权力、现金股利、自由现金流与过度投资回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
Intercept	0.035*** (4.21)	0.312*** (3.71)	0.081*** (17.04)	0.085*** (7.63)	0.391*** (4.21)	0.332*** (3.47)
Fcf		0.149** (2.52)		0.256*** (3.55)	0.218*** (2.99)	0.849*** (3.75)
Fcf×Div				-1.709** (-2.26)	-1.365* (-1.80)	-2.246** (-2.44)
Div			-0.023 (-0.63)	0.004** (2.19)	0.005*** (2.91)	0.010** (2.09)
Fcf×Power						-0.165 (-1.53)
power						0.016* (1.78)
Div×Power						-0.003* (-1.77)
Fcf× Div× Power						0.020* (1.78)
Size	-0.011** (-2.85)	-0.010** (-2.51)	-0.011** (-2.73)		-0.012*** (-2.88)	-0.011*** (-2.76)
Nature	-0.018** (-2.00)	-0.019** (-2.14)	-0.018** (-2.01)		-0.020** (-2.17)	-0.019** (-2.09)
Marindex	-0.002 (-1.25)	-0.003 (-1.32)	-0.002 (-1.25)		-0.003* (-1.77)	-0.003* (-1.77)
Adjust-R^2	0.0139	0.019	0.015	0.011	0.026	0.039
F	5.61***	5.82***	5.51**	4.50***	5.31***	4.98***
N=983						

（2）管理层权力、现金股利、自由现金流紧缺与投资不足

关于发放现金股利影响自由现金流紧缺与投资不足间的相关关系，以及管理层权力对该关系的影响，建立如下模型，对内部自由现金流紧缺且投资不足样本组进行检验，回归结果见表 10。

$$\text{Under}-Inv=\beta_0+\beta_1 Fcf+\beta_2 Div+\beta_3 Power+\beta_4 Fcf\times Div+\beta_5 Fcf\times Power+\beta_6 \text{Div}\times\text{Power}+\beta_7 Fcf\times Div\times Power+\sum Control+\varepsilon$$

表10 管理层权力、现金股利、自由现金流与投资不足回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
Intercept	0.146*** (2.65)	0.159*** (4.01)	0.187*** (3.29)	0.027*** (9.82)	0.210*** (5.44)	0.205*** (5.43)
Fcf		0.540*** (39.56)		0.379*** (22.28)	0.381*** (22.36)	0.324*** (6.58)
Fcf×Div				2.153*** (14.10)	2.152*** (14.14)	7.162*** (12.98)
Div			0.088*** (2.93)	-0.168*** (-6.69)	-0.141*** (-5.53)	-0.438*** (-5.54)
Fcf×Power						0.019 (1.02)
Power						0.004 (1.47)
Div×Power						0.138*** (4.38)
Fcf×Div× Power						-2.173*** (-9.55)
Size	-0.004 (-1.41)	-0.007*** (-3.78)	-0.006** (-2.14)		-0.009*** (-4.85)	-0.009*** (-5.16)
Nature	-0.011* (-1.85)	0.008* (1.96)	-0.011* (-2.07)		0.003 (0.78)	0.004 (0.35)
Marindex	0.001 (0.67)	0.000 (0.10)	0.001 (0.64)		0.000 (0.17)	0.000 (0.21)
Adjust-R^2	0.0023	0.482	0.0068	0.535	0.540	0.570
F	2.32*	394.63***	3.89**	647.92***	331.82***	225.33***
N=1691						

通过上述回归结果可以看出，模型 2 和模型 3 在模型 1 的基础上分别加入自由现金流紧缺 Fcf 变量和现金股利支付率 Div 变量后，模型的增量解释能力显著增加；投资不足 Under–Inv 与自由现金流缺口 Fcf 之间呈正相关关系，即企业自由现金流缺口越严重，越容易造成企业的投资不足，这与我们之前的假设相符。同时，如模型 3 所示，在控制企业规模、所有权性质等变量后，股利支付率 Div 与投资不足 Under–Inv 回归系数为正，即股利支付率越高，越容易造成企业投资不足；从模型 4 来看，内部现金流缺口与股利支付率的交乘项回归系数显著为正，说明现金股利支付越高，企业自由现金流紧缺情况越明显，企业投资不足越严重。同样，模型 6 中，在加入管理层权力变量后，发现内部自由现金流缺口 Fcf、现金股利支付率 Div 与管理层权力 Power 三者的交乘项系数显著为负，说明管理层权力的存在弱化了股利支付对自由现金流紧缺造成投资不足的影响，管理层权力越大，股利支付减少，内部现金流紧缺得到一定程度的抑制，从而减缓企业投资不足。检验结果同时显

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

示企业规模与投资不足显著负相关，与表 9 中的回归结果一致，说明与规模较大的企业相比，小规模企业的非效率投资情况相对严重，而企业所在地的市场化进程程度对企业投资效率的影响不显著。

四、稳健性检验

1. 管理层权力与现金股利支付的稳健性检验

表11 管理层权力与现金股利支付相关关系的Logit回归结果

	Dual	Disp	Floor	TPower
Intercept	-11.952*** (-13.79)	-11.869*** (-13.59)	-12.106*** (-13.96)	-11.855*** (-13.62)
Power	-0.373*** (-3.60)	-0.145*** (-2.75)	-0.056* (-1.65)	-0.163*** (-3.60)
Eps	2.840*** (16.83)	2.841*** (16.80)	2.834*** (16.78)	2.836*** (16.78)
Growth	-0.083*** (-6.41)	-0.081*** (-6.32)	-0.083*** (-6.42)	-0.081*** (-6.23)
Lev	-2.145*** (-10.10)	-2.128*** (-10.04)	-2.131*** (-10.06)	-2.130*** (-10.04)
Cash	1.506*** (3.83)	1.531*** (3.90)	1.545*** (3.94)	1.525*** (3.88)
Size	0.592*** (14.15)	0.589*** (14.03)	0.603*** (14.44)	0.590*** (14.08)
Year	Yes			
Ind	Yes			

表12 管理层权力与现金股利支付率相关关系的Tobit回归检验结果

	Dual	Floor	Disp
Intercept	0.186*** (5.51)	0.2331*** (5.62)	0.201*** (5.80)
Power	-0.103*** (-3.40)	-0.024** (-2.41)	-0.044*** (-3.13)
Seo	0.059*** (2.96)	0.061*** (3.04)	0.064*** (3.17)
Eps	0.250*** (10.51)	0.251*** (10.55)	0.248*** (10.42)
Growth	-0.019*** (-5.79)	-0.019*** (-5.84)	-0.018*** (-5.62)
Lev	-0.372*** (-6.49)	-0.370*** (-6.45)	-0.370*** (-6.46)
Cash	0.303*** (2.14)	0.293** (2.06)	0.293** (2.06)
Year	Yes		
Ind	Yes		

前文的实证检验中，因变量为现金股利支付率（每股股利除以每股收益），作为稳健性检验，以是否支付现金股利为因变量进行 Logit 回归，检验管理层权力是否会影响企业现金股利的发放。同时，结合证监会“关于修改上市公司现金分红若干规定的决定”，企业再融资需要有最近三年度分红达到一定比例为前提，本文以未来三年是否发生增发或者配股为条件，设置虚拟变量 Seo，企业未来三年存在增发或者配股，Seo 取 1，否则取 0。由于数据更新到 2012 年，因此选取样本区间为 2006–2009 年，进行实证回归。结果表明，与前文检验结果一致，管理层权力大小与是否发放现金股利显著负相关，具体结果见表 11 和表 12。

2. 管理层权力、现金股利与投资效率相关关系的稳健性检验

上述检验中管理层权力用金字塔层级作为代理变量，那么稳健性检验中利用其他权力代理变量回归检验，见表 13，结果显示，稳健性测验的结果与前文实证回归结果一致，假设 2 和假设 3 再次得到支持。

表13 管理层权力、现金股利与投资效率相关关系的检验

	Under-Inv		Over-Inv	
	Dual	TPower	Disp	TPower
截距项	0.198*** (5.14)	0.190*** (4.86)	0.314*** (3.32)	0.362*** (3.86)
Fcf	0.391*** (22.01)	0.390*** (17.53)	0.563*** (5.16)	0.173*** (1.78)
Div	-0.159** (-5.93)	-0.186*** (-5.37)	0.006*** (2.67)	0.005** (2.27)
Fcf×Div	2.185*** (14.02)	2.650*** (12.14)	-2.264*** (-2.84)	-1.527* (-1.81)
Power	0.009 (0.99)	0.007* (1.79)	0.027 (1.28)	0.007 (0.40)
Power×Fcf	-0.112* (-1.90)	-0.022 (-0.98)	-0.119 (-0.53)	0.150 (1.15)
Power×Div	0.283*** (3.26)	0.073* (1.72)	-0.007** (-2.37)	-0.001 (-0.29)
Fcf×Div×Power	-3.107*** (-3.22)	-0.806*** (-3.36)	0.149*** (2.75)	0.014 (0.73)
Size	-0.008*** (-4.50)	-0.008*** (-4.34)	-0.009** (-2.29)	-0.011*** (-2.65)
Nature	0.001 (0.31)	0.003 (0.82)	-0.019** (-2.15)	-0.016* (-1.71)
Marindex	0.000 (0.08)	-0.000 (-0.19)	-0.003 (-1.45)	-0.003 (-1.59)
Adjust-R^2	0.547	0.546	0.049	0.032
F	204.70***	204.25***	6.04***	4.26***
N	1691	1691	983	983

3. 基于企业所有权性质的亚样本检验

管理层权力在我国企业中影响深刻而又普遍存在。国有企业中，国家放权让利改革逐渐形成了企业“所有者缺位”，进而导致企业“内部人控制”现象出现，在此过程中管理层权力形成并不断提高；而非国有企业，尤其民营企业中管理层权力的产生依附于我国尚未健全的职业经理人市场机制、企业中常常出现的总经理与董事长存在“特殊关系”等，导致管理层对企业的各项决策具有较大的影响力。基于此，国有企业与非国有企业中管理层权力普遍存在。考虑到“权力”产生的背景和机制可能存在不同，文章将样本公司划分为国有企业与非国有企业亚样本进行检验，结果如表 14 所示。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表14 国有企业与非国有企业中管理层权力影响的亚样本检验结果

	Over-Inv			Under-Inv		
	全样本	国有企业	非国有企业	全样本	国有企业	非国有企业
Intecept	0.332*** (3.47)	0.239** (2.24)	0.632*** (2.97)	0.205*** (5.43)	0.144*** (3.66)	0.334*** (4.30)
Fcf	0.849*** (3.75)	0.952*** (3.41)	0.611 (1.50)	0.324*** (6.58)	-0.009 (-0.13)	0.472*** (6.49)
Fcf×Div	-2.246** (-2.44)	-1.330* (-1.87)	-5.574*** (-2.65)	7.162*** (12.98)	6.600*** (10.41)	11.105*** (9.76)
Div	0.010** (2.09)	0.010* (1.92)	0.007 (0.80)	-0.438*** (-5.54)	-0.386*** (-4.14)	-0.657*** (-4.03)
Fcf×Power	-0.165 (-1.53)	-0.280** (-2.16)	0.172 (0.82)	0.019 (1.02)	0.108*** (3.52)	-0.017 (-0.65)
power	0.016* (1.78)	0.017 (1.48)	0.012 (0.84)	0.004 (1.47)	-0.002 (-0.76)	0.007 (1.57)
Div×Power	-0.003* (-1.77)	-0.004* (-1.72)	-0.001 (-0.41)	0.138*** (4.38)	0.106*** (2.67)	0.236*** (4.34)
Fcf×Div×Power	0.020* (1.78)	0.017* (1.73)	0.039* (1.69)	-2.173*** (-9.55)	-1.870*** (-6.96)	-3.732*** (-7.92)
Size	-0.011*** (-2.76)	-0.008* (-1.74)	-0.027*** (-2.81)	-0.009*** (-5.16)	-0.005*** (-2.74)	-0.015*** (-4.20)
Nature	-0.019** (-2.09)			0.004 (0.35)		
Marindex	-0.003* (-1.77)	-0.004* (-1.96)	0.001 (0.16)	0.000 (0.21)	0.000 (0.56)	-0.001 (-0.31)
Adjust-R^2	0.039	0.025	0.063	0.570	0.500	0.666
F	4.98***	2.96***	3.12***	225.33***	124.21***	129.91***
N	983	699	284	1691	1109	582

从表 14 可以看出，从过度投资和投资不足两个角度来看，亚样本与全样本的回归结果符号一致，且关键变量及交互项 Fcf×Div×Power 的回归系数均在 10% 水平上显著。回归结果表明，在国有企业与非国有企业中，管理层权力影响现金股利的发放进而影响企业投资效率的情况普遍存在。

五、研究结论与建议

基于我国上市公司特征及股利分配特点，本文实证检验了上市公司中管理层权力对分配现金股利的影响，并检验了发放现金股利对企业投资效率的影响。主要结论是：（1）企业管理层利用“权力”影响上市公司的现金股利发放，管理层权力越大，股利支付率越低。（2）企业自由现金流越充足，过度投资现象越明显，而现金股利的支付能够有效抑制现金流富余导致的过度投资；自由现金流紧缺情况越明显，企业的投资不足越严重，支付现金股利会加重企业投资不足。（3）管理层权力的存在会减少现金股利的发放，从而降低发放现金股利对企业自由现金流过度投资的弱化作用；管理层权力能够弱化股利支付、内部自由现金流紧缺、投资不足三者之间的作用机理，权力越大，公司发放现金股利越少，从而缓解企业自由现金流紧缺造成的投资不足问题。

研究结论表明，管理层权力是一把“双刃剑”，针对现金流多寡情况不一致以及企业不同的非效率投资情况，管理层权力的影响不同：对于过度投资的样本，管理层利用权力减少分红，加剧企业的过度投资；而企业存在投资不足的情况时，管理层利用权力抑制股利的发放，增加投资，减缓投资不足。总体而言，在管理层与股东相互博弈的过程中，管理层总有扩大企业投资的冲动，追求规模增长最大化，通过抑制现金股利的发放增加企业投资。

本文的政策启示在于，管理层对于企业各项财务决策的制定和施行具有重要影响，其影响力强弱取决于管理层权力的大小，管理层权力对于股利分配以及投资决策的作用不容忽视。公司治理中，所有者利用合理的考核制度和监督机制对企业管理层进行有效的激励和约束，正确引导管理层的行为，最大限度发挥其作用。本文的研究结论为丰富公司治理理论和财务理论提供了新的经验证据。

参考文献

[1] Jensen,M. C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.

[2] Kalay, A..Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1982, 15(2): 855-869.

[3] 熊彼特 . 经济发展理论 . 北京 : 商务印书馆 , 1990.

[4] 黄莲琴 , 屈耀辉 , 傅元略 . 大股东控制、管理层过度自信与现金股利 . 山西财经大学学报 , 2011,(10):105-113.

[5] 姜付秀 , 伊志宏 , 苏飞 , 黄磊 . 管理者背景特征与企业过度投资行为 . 管理世界 , 2009, (1): 130-139.

[6] Malmendier, U., Tate,G.. CEO Overconfidence and Corporate Investment. The Journal of Finance,2005,60(6):2661- 2700.

[7] 花贵如 , 刘志远 , 许骞 . 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为 . 金融研究 , 2011, (9): 178-191.

[8] 叶玲 , 王亚星 . 管理者过度自信、企业投资与投资绩效——基于我国 A 股上市公司的实证检验 . 山西财经大学学报 , 2013, (1): 116-124.

[9] 肖珉 . 现金股利、内部现金流与投资效率 . 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 . 管理世界 , 2007, (4) : 88-95.

[11] Finkelstein, S.. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. Academy of Management Journal, 1992, 35(3): 505-538.

[12] Lambert, R. A., Larcker, D. F., Weigelt, K.. The Structure of

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Organizational Incentives. Administrative Science Quarterly, 1993, 38(3): 438-461.
[13] 权小锋 , 吴世农 , 文芳 . 管理层权力、私有收益与薪酬操纵 . 经济研究 , 2010, (11): 73-87.
[14] 吕长江 , 赵宇恒 . 国有企业管理者激励效应研究——基于管理层权力的解释 . 管理世界 , 2008, (11): 9-110.
[15] 卢锐 . 管理层权力、在职消费与产权效率来自中国上市公司的证据 . 南开管理评论 , 2008, (5): 85-92.
[16] Hart, O., Moore,J.. Property Rights and the Nature of the Firm. Journal of Political Economy, 1990, 98(6): 1119-1158.
[17] March, J. G.. The Power of Power. Varieties of Political Theory,1966:39-70.
[18] Bebchuk, L., Fried, J. M., Walker, D. I.. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. The University of Chicago Law Review, 2002, (6): 1-98.
[19] 周伟贤 . 投资过度还是投资不足——基于 A 股上市公司的经验证据 . 中国工业经济 , 2010, (9): 151-160.
[20] Renneboog, L., Trojanowski, G.. Control Structures and Payout Policy. Managerial Finance, 2007, 33(1): 43-64.
[21] 黎文靖 , 卢锐 . 管理层权力与会计信息质量——来自中国证券市场的经验证据 . 山西财经大学学报 , 2007, (8): 108-115.
[22] Fan, J. P. H., Wong, T. J., Zhang, T. Y.. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids. The Journal of Law,Economics & Organization, 2013, 29(6): 1217-1252.
[23] Richardson, S.. Over-investment of Free Cash Flow. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
[24] 辛清泉 , 林斌 , 王彦超 . 政府控制、经理薪酬与资本投资 . 经济研究 , 2007, (8): 110-122.
[25] 刘志远 , 靳光辉 . 投资者情绪与公司投资效率 . 管理评论 , 2013, (5): 82-91.
[26] 樊纲 , 王小鲁 , 朱恒鹏 . 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告 . 北京 : 经济科学出版社 , 2011.
[27] 俞红海 , 徐龙炳 , 陈百助 . 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资 . 经济研究 , 2010, (8): 103-114.

注释

① 研究发现，国有企业的过度投资要低于非国有企业，这与俞红海 [27] 等的研究结论存在不同，这可能与样本期间及样本公司选择以及回归模型的构建有关，同时企业融资等方面影响因素也可能导致非国有企业的过度投资行为比国有企业严重。本文通过 pearson 相关系数以及交互项回归，同样发现了国有企业中自由现金流的过度投资要低于非国有企业，限于篇幅，文章未汇报回归结果。

作者简介 王茂林，中国人民大学商学院会计系博士研究生，研究方向为会计理论与公司治理；何玉润，北京工商大学商学院会计系副教授、博士，研究方向为上市公司会计理论与实务、国有资本经营预算管理；林慧婷，中国人民大学商学院财务与金融系博士研究生，研究方向为行为金融与公司治理

Managerial Power, Cash Dividends and Enterprises' Investment Efficiency

Wang Maolin[1], *He Yurun*[2], *Lin Huiting*[1]
1.School of Business, *Renmin University of China* ;*2.School of Business*, *Beijing Technology and Business University*

Abstract Dividend and investment decisions are two of the three most important decisions in modern corporate finance. Theory scholars and practical experts are putting more emphasis on research about the relationship between them. In an agency theory framework, we explore the mechanism among managerial power, cash dividends and investment efficiency. As is known, the fact of insider control is very common in China, which results in managerial power. With the managerial power becoming stronger, managers have more ability to affect the corporate decisions. China provides better environment for us to discuss this topic. We expect there will be more interesting and valuable findings. Based on the data of China's Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange on 'A type' of share listed companies from 2006 to 2011, this article first investigates into the issue of whether managerial power affects cash dividends. The results suggest that cash dividends are negatively associated with managerial power. This article further verifies the relationship between managerial power and enterprises' investment efficiency. Results show that on one hand, in the group of "rich cash flow and over-investment", cash dividends can lessen the obvious relationship between cash flow and over-investment effectively which can restrict the companies' over-investment; on the other hand, in the group of "less cash flow and under-investment", cash dividends can worsen the insufficiency of cash flow, which leads to more serious problem of under-investment. At the same time, the managerial power can effectively reduce the cash dividends' impact on the low-efficiency of investment. These results apply to both state-owned and non-state companies even though the generating mechanisms of managerial power in them are different from each other. From results above, we can get that managers always have willingness to expand investment. They reduce dividends in order to control more cash flow. This is consistent with the conclusion that managers always pursue private kingdom (Schumpeter, 1990). The above results still hold to different kinds of robustness checks. This paper not only provides researchers fresh application of managerial power theory, but also has significant implications on how corporate governance affects dividend and investment decisions.

Key Words Managerial Power; Cash Dividends; Free Cash Flow; Investment Efficiency

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net