

# 管理层持股对企业现金股利的影响： 债务约束的调节作用

李秉祥(博士生导师)，刘杨，王道静

(西安理工大学经济与管理学院，西安 710054)

**【摘要】**本文以2009~2013年沪深两市A股类上市公司为研究对象，分析了管理层持股对企业现金股利的影响及债务约束在这一关系中的调节作用。研究结果表明：债务约束会影响管理层持股与现金股利之间关系的敏感性，当考虑债务约束作用时，管理层持股与现金股利呈倒U形关系，转折点的持股比例约为42.35%。债务约束对现金股利具有显著的负向影响，即债务约束程度的加剧会减少企业的现金股利。除此之外，在对现金股利的影响中，债务约束与管理层持股存在显著替代关系。

**【关键词】**管理层持股；债务约束；现金股利；替代关系

## 一、引言

融资行为会产生深远影响。制定科学的股利政策，不能仅仅考虑企业的内部治理机制，还须考虑企业所面临的外部债务约束程度，不同的外部债务约束程度会对企业内部治理机制的有效性产生不同影响。管理层持股——企业重要的内部治理机制之一，在缓解现代企业由于两权分离而导致的股东与管理层之间的代理问题时能发挥有效作用，并能在一定程度上弥补外部债务约束带给企业的不利影响，而企业面临的外部债务约束也能够降低代理成本，影响股东对管理层的激励，特别是当企业内部治理机制不能有效发挥作用时，很多企业的债务约束仍然有效。

目前，在管理层持股与现金股利关系方面的研究成果虽然较多，但结论却大不一致。Rozeff(1982)、White(1996)等研究认为管理层持股与现金股利负相关，而George W. Fenn和Nellie Liang(2001)却得出管理层持股比例越高，发放的股利越多，管理人员持股比例与股利支付率正相关(廖理和方芳，2004；黄娟娟和沈艺峰，2007)，还有一部分学者认为管理层持股与现金股利之间存在非线性关系(Schooley, 1994；Farinha, 2003)。

债务约束对管理层激励的影响也存在两种不同的观点，一部分学者认为债务约束对管理层激励存在互补关系(Kim, Sorensen, 1986；Florackis, Ozkan, 2009)，但Fama(1980)、De Miguel et al.(2005)等的研究却认为债务约束与管理层激励相互替代。

以上文献大都仅研究管理层持股对现金股利的直接影响，未能考虑企业面临的外部债务约束程度会对管理层激励产生何种影响，是否会使管理层持股与现金股利

之间的关系发生变化？而债务约束对企业内部股权激励治理的有效性研究对于我国债务约束机制的建立和完善具有重要的现实意义。

之前的研究大都以西方发达国家的成熟市场为对象，针对我国新兴市场的研究较少。从国内研究来看，考虑外部债务约束程度对企业内部股权激励机制有效性影响的研究还比较少。

虽然我国仍处在转轨经济时期，上市公司的管理层持股比例较低，但采用股权对管理层进行激励的公司越来越多。而且，随着我国市场经济体制的不断改革及相关法规的不断健全，外部债务的约束程度正逐渐增强，外部债务能否发挥其约束作用？究竟如何影响管理层持股与现金股利之间的关系？目前仍未形成统一结论。本文将对我国沪深A股上市公司为研究对象，对这一问题进行深入分析。

## 二、文献评述与研究假设

### (一)管理层持股与现金股利

学术界关于管理层持股与现金股利关系的研究结论并不统一。Singh和Davidson(2003)认为增加管理层持股，有利于促使管理层与其他股东的目标效用函数趋于一致，从而抑制管理层偏离股东价值最大化的行为，进而降低企业的代理成本。Easterbrook(1984)，Chen、Steiner(1999)等认为股利支付可直接减少管理层控制的现金流，削弱管理层的过度投资、在职消费等自利行为，所以，从降低企业代理成本角度来看，现金股利与管理层持股呈替代关系。

但Fama和Jensen(1983)的研究却表明，当管理层持股超过一定比例时，再增加持股，不仅不能对管理者起到

有效的激励作用,还会导致其出现管理层的防御行为,增加代理成本。正如Farinha(2003)研究所发现的,由于防御行为的存在,当管理层股权超过一定比例时,两者的关系可能变为正相关,有防御动机的管理层在持有较高股权比例时会把股息的增加看作是持股的增加。

Chris Florackis, Angelos Kanas 和 Alexandros Kostakis (2015)在研究管理层持股与现金股利关系时发现,当管理层持股比例在0~10%这一区间时,随着管理层持股的增加,企业的股利分配越来越少,此时,持股使得股东与管理层利益趋于一致;而当持股比例在60%以上时,管理层开始只关注自身利益而进行一系列有损其他股东价值的防御行为,但是这一拐点的数值是显著大于之前由Barney(1994)、Farinha(2003)等所做的研究的。

McConnell 和 Servae(1990)也证明了当管理层持股水平较低时,持股的增加有助于缓解管理层与股东之间的利益冲突,但当持股超过一定比例时,管理层持股的防御效应超过激励效应,管理层可能以牺牲外部投资者利益为代价追求控制权私利,从而降低企业价值。

基于以上研究可知,当管理层持股处于不同区间时,增加持股会产生两种不同效应:利益协同效应和管理层防御效应。结合我国学者杨汉明、董艳等的研究,当管理层持股比例较低时,增加持股有利于提高企业的现金股利,此时管理层持股表现为利益协同效应。同时根据吕易等学者的研究结论,管理层的防御效应也会体现在企业现金股利的分配上。所以,本文认为我国管理层持股对企业现金股利的分配影响,应当是这两种效应交互的结果。据此提出如下研究假设:

假设1:当管理层持股比例较低时,两者表现为正相关关系,但当持股超过一定比例时,两者表现为负相关关系,即管理层持股与现金股利呈倒U形关系。

## (二)债务约束与现金股利

关于债务契约对现金股利的分配影响,大部分文献集中从债务约束能够影响公司治理及企业代理成本角度来研究其对现金股利的作用。

Jensen(1986)认为当企业存在大量自由现金流时,管理层有积极性扩大企业规模,追求私人收益,而股利的支付正是抑制其滥用公司多余现金流的最直接有效的方法。吕长江、王克敏(2002),魏锋、孔煜(2007)等研究同时表明债务也能够迫使管理者在未来支付现金流量,减少其可肆意使用的现金流,从而抑制其从事不利于债权人的非效率投资行为,因而,债务约束与现金股利呈替代关系。但胡爱荣、邵立洲(2009)等研究却认为上市公司为了满足增股再融资资格,会依据债务约束来调整现金股利分配政策,而当股利支付率达到要求后,公司的筹资能力也有所增强,所以,两者之间的关系是相互的。

张玉明(2006)认为债务可以传达企业的经营信息,

公司原有股东可以通过债权人的监督获得与公司前景及管理者业绩相关的信息,从而对企业质量进行更准确的评估。因此,在信息不对称条件下,债务可以成为股利的有效替代形式,发挥信息传递及对管理者约束监督的作用。债务一方面会降低企业的信息不对称程度,加强对管理者的监督,另一方面通过其利息支付的强制性及违约时对企业的破产威胁,影响企业的股利分配。债务约束越强,企业违约风险越高,为避免违约带来的不可弥补的损失,管理者会减少现金股利的分配以偿付眼前的债务。据此,本文提出如下研究假设:

假设2:债务约束对企业的现金股利具有负向影响。

## (三)债务约束与管理层的激励

有关债务约束与管理层的激励之间的关系,现有研究的结论并未统一。

一部分研究认为,通过债务获取企业投资所需的部分资金可以减少管理者在持股比例较低时追求私人收益而引发的代理问题,即增加负债比例可以减少企业的股权融资代理成本。Harvey 和 Shrieves(2001)也表明上市公司债务的使用对高管持股比例的增长起一定的抑制作用。曹艳铭、薛永刚(2008)研究发现,经营者持股和财务杠杆存在显著的反向互动关系,表明财务杠杆与经营者持股之间替代效应的存在。Chris Florackis, Angelos Kanas 和 Alexandros Kostakis(2015)的研究也表明,债务约束、管理层持股在影响企业的现金股利分配时是替代关系。

另一部分研究认为债务约束与管理层激励是补充关系。刘娥平、徐海(2013)认为在企业规模一定的前提下,提高负债比例会使管理者的持股比例相对提高,此时管理者挥霍的成本也相应增大,而且,因债务会增加破产的可能性,可能使管理者丧失对公司的控制权。所以,当债务约束较强时,能激励管理者努力工作,减少偷懒和在职消费等行为,此时管理层持股能产生较强的“利益趋同效应”,当债务约束较弱时,管理层持股的“利益趋同效应”不明显。王志强等(2011)的研究也发现为了弥补债务水平的提高给企业带来的破产风险的加大,管理层会被要求给予更多的股权激励,这一结果正好与Agrawal and Mnswlkwe(1987)、Berger and Yermack(1997)的研究结论相符。然而,马德林、杨英(2015)却发现债务约束与管理层持股呈U形关系,即当债务约束较弱时,负债的增加会抑制管理层持股的增加,但当负债超过一定水平时,两者又表现为正相关,此时股东将通过提高管理层的持股比例来激励其获取更多的负债。

根据以上分析,虽然债务约束与管理层股权激励之间的关系没有取得统一结论,但大量研究表明,债务约束和管理层持股均可以缓解管理者与股东之间的代理冲突,当企业自由现金流较多时,债务约束和管理者持股可被视为与企业现金股利构成组合的可相互替代的两种机

制 (Jensen, 1986; Stulz, 1990; McConnell and Servaes, 1990)。据此,本文提出如下研究假设:

假设3:在对企业现金股利的影响中,债务约束与管理层持股存在替代关系。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以沪深两市2009~2013年的A股上市公司为初始样本。通过剔除金融类公司、ST和\*ST公司、每股收益和每股未分配利润为负、管理层持股比例小于等于零以及相关数据缺失的公司后,最终得到1 650个观测值。为避免极端值的影响,本文对连续变量进行了Winsorize处理。本文的数据来自锐思数据库及上市公司年报。

#### (二)变量选择

1. 股利分配。本文采用每股现金股利来衡量公司的现金股利支付水平,用DPS来表示。

2. 管理层持股和债务约束。本文将管理层定义为总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员,用MHS表示。采用负债水平考察债务约束对管理层持股与现金流的影响,用LEV表示。

3. 控制变量。根据以往文献,本文选取现金流量、成长机会、企业规模、股权集中度、债务期限结构以及年度虚拟变量。上述变量的定义见表1:

变量名称	符号	变量定义	文献依据
股利分配	DPS	每股现金股利	曹裕(2014)、Chris Florackis等(2015)
管理层持股	MHS	管理层持股数/总股数	陈其安等(2015)
债务约束	LEV	负债总额/资产总额	DeAngelo等(2004)
现金流量	FCF	经营活动产生的现金净流量/总资产	Fenn and Nellie(2001)
成长机会	GROW	(资产账面价值-权益账面价值×流通股比例+流通股本×股东年底收盘价)/资产账面价值	廖理、方芳(2004)
企业规模	SIZE	总资产的自然对数	Dalziel et al.(2011)、张西征等(2012)
股权集中度	H5	前5大股东持股比例的平方和	陈闯等(2012)
债务期限结构	ZWQX	长期负债/负债总额	胡杰(2013)
年度虚拟变量	YEAR	以2009年为基准,设置4个年度虚拟变量表示	Shen and Zhang(2013)、陈晓红等(2012)

#### (三)研究模型

为验证假设1至假设3,本文分别建立回归方程如式(1)和式(2)所示,为验证假设1,本文引入管理层持股重的平方(MHS<sup>2</sup>)指标。

$$DPS = \beta_0 + \beta_1 MHS + \beta_2 MHS^2 + \beta_3 LEV + \beta_4 MHS \times LEV + \sum_{i=5}^{10} \beta_i CV + \varepsilon \quad (1)$$

$$MHS = \beta_0 + \beta_1 LEV + \sum_{i=2}^7 \beta_i CV + \varepsilon \quad (2)$$

式中:DPS用于衡量企业股利分配;MHS和MHS<sup>2</sup>分别代表管理层持股比重及其平方;LEV代表债务约束程度,采用资产负债率衡量;CV为控制变量,包括现金流量(FCF)、成长机会(GROW)、企业规模(SIZE)、股权集中度(H5)、债务期限结构(ZWQX)和年份虚拟变量(YEAR);β为回归系数;ε为随机扰动项。

### 四、实证分析

#### (一)描述性统计

表2为各变量的描述性统计结果,同时为反映债务约束的年度发展情况,本文按年份对其进行了汇总,结果如表3所示。

变量符号	变量数	极小值	极大值	均值	标准差
DPS	1 650	0.000 0	2.000 0	0.184 0	0.179 8
MHS	1 650	0.010 0	79.072 2	9.374 2	15.160 5
LEV	1 650	0.796 9	94.444 1	36.507 6	19.593 3
FCF	1 650	0.044 90	73.783 8	8.657 2	7.348 5
GROW	1 650	0.809 8	18.113 7	2.935 0	1.913 9
SIZE	1 650	19.161 1	27.387 8	21.495 4	0.967 0
H5	1 650	0.000 5	0.670 6	0.151 5	0.100 0
ZWQX	1 650	0.000 0	86.603 2	12.595 5	15.687 3

时间/(年)	均值	标准差	变量数
2009	38.884 0	19.578 4	198
2010	32.558 5	19.527 6	243
2011	34.050 4	19.856 6	334
2012	37.044 1	19.063 5	410
2013	38.884 5	19.466 4	465

由表2可知,每股现金股利及资产负债率的极值差都很大,表明我国上市公司面临的债务约束程度及公司的现金股利发放水平均存在较大差异,而管理层持股的最大值与均值相差近70,说明我国上市公司管理层持股比例普遍偏低。

由表3可知,在统计年度期间,我国上市公司的资产负债率基本呈逐年上升趋势且均值保持在36%左右,这表明我国企业面临的债务约束程度正逐年增强且较为稳定。

#### (二)相关性分析

表4为变量间的相关性分析结果。由表4可知每股现金股利与管理层持股以及资产负债率均在5%水平上显著相关,这为本文研究债务约束对管理层持股与现金股利之间关系的影响提供了初步证据。资产负债率与管理层持股在5%水平上显著负相关,表明债务约束与管理层持

股之间可能存在替代关系,为假设3的验证提供了初步证据。此外,控制变量均与每股现金股利相关,表明本文选取了有效的控制变量。

表4 Pearson相关性分析结果

变量	DPS	MHS	LEV	FCF	GROW	SIZE	H5	ZWQX
DPS	1	0.124**	-0.167**	0.309**	0.195**	0.082**	0.154**	-0.137**
MHS		1	-0.280**	0.015	0.137**	-0.264**	0.123**	-0.146**
LEV			1	0.015	-0.265**	0.495**	0.017	0.212**
FCF				1	0.408**	-0.093**	0.066**	-0.076**
GROW					1	-0.369**	0.073**	-0.124**
SIZE						1	0.006	0.283**
H5							1	-0.103**
ZWQX								1

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平(双侧)上显著相关,下同。

### (三)回归结果分析

本文采用多元线性回归来检验假设1~假设3,回归结果如表5所示。

表5 回归结果

变量	MHS	DPS	DPS	DPS
C	25.810 4 (0.008)***	-1.045 0 (0.000)***	-1.216 5 (0.000)***	-1.252 9 (0.000)***
MHS		0.002 9 (0.001)***		0.004 0 (0.000)***
MHS <sup>2</sup>		-4.006E-5 (0.011)**		-4.723E-5 (0.003)***
LEV	-0.081 3 (0.000)***		-0.002 1 (0.000)***	-0.001 8 (0.000)***
MHS×LEV				-2.691E-5 (0.096)*
FCF	0.005 7 (0.911)	0.006 6 (0.000)***	0.007 1 (0.000)***	0.007 2 (0.000)***
GROW	0.267 0 (0.204)	0.012 9 (0.000)***	0.010 0 (0.000)***	0.010 2 (0.000)***
SIZE	-0.952 3 (0.035)**	0.051 2 (0.000)***	0.063 6 (0.000)***	0.064 2 (0.000)***
H5	8.430 0 (0.016)**	0.162 6 (0.000)***	0.165 0 (0.000)***	0.191 2 (0.000)***
ZWQX	-0.044 0 (0.052)*	-0.001 5 (0.000)***	-0.001 4 (0.000)***	-0.001 3 (0.000)***
YEAR	控制	控制	控制	控制
F	39.368 3	39.067 8	50.629 7	40.385 7
调整的R <sup>2</sup>	0.188 8	0.202 5	0.231 3	0.236 9

由表5可知,资产负债率与管理层持股在1%水平上显著负相关,表明债务约束与管理层持股呈替代关系,这与曹艳铭、薛永刚(2008)等的研究结果相符,而且也与相关性分析的结果相吻合。

每股现金股利与管理层持股的一次项系数为正,二次项系数为负,且均通过了显著性检验,表明我国管理层

持股与现金股利呈倒U形关系,验证了假设1。

而且通过对拐点的计算可知,当考虑债务约束的调节作用时,拐点的管理层持股比例由之前的36.20%变为42.35%,即债务约束会影响管理层持股与每股现金股利之间关系的敏感性;当管理层持股比例位于0~42.35%这一区间时,增加持股会提高企业的现金股利,但当持股比例大于42.35%时,管理层会表现出防御行为,增加了企业的代理成本,降低了现金股利的支付。

同时由表2可知,我国的管理层持股均值约为9.374 2%,低于42.35%,因此在我国,为提高企业的现金股利支付可以适当增加管理层的持股。

每股现金股利与资产负债率在1%的水平上显著负相关,表明资产负债率越高,则债务约束越强,企业的现金股利分配越少,与假设2的预期结果一致,即债务约束的增加对企业现金股利的增长起负向作用。

债务约束与管理层持股乘积项的回归系数为负,且在10%水平上显著。表明在对企业现金股利的的影响中,债务约束与管理层持股呈替代关系,假设3得以验证。此外,企业的成长机会、企业规模、现金流量、股权集中度均对每股现金股利具有显著正向影响,债务期限结构具有显著负向影响,年份虚拟变量与管理层持股以及每股现金股利均显著相关。

### 五、结论与不足

企业内部的股权激励机制究竟如何发挥对公司的治理效率,一直是企业和学术界共同关注的问题。本文以2009~2013年我国沪深两市A股上市公司为研究样本,首次将债务约束引入到管理层激励对企业现金股利的治理研究中,实证结果表明:

第一,当管理层持股处于较低水平时,增加持股有利于企业现金股利的发放。此时,管理层持股很好地将股东与管理者的利益统一起来,降低了企业的代理成本;但当其持股比例超过一定程度时,持股的增加将会减少企业现金股利的发放,此时,管理层往往以牺牲其他股东利益为代价追求自身的控制权私利,从而加重了企业的代理成本。综上,管理层持股与现金股利之间呈显著的倒U形关系。

第二,债务约束会影响现金股利与管理层持股之间关系的敏感性,当不考虑债务约束对两者关系的调节作用时,管理层持股的转折点约为36.20%。当考虑债务约束的调节作用时,转折点的管理层持股比重显著提高,约为42.35%。

第三,债务约束对现金股利具有显著负向影响,表明债务约束的增强将会减少企业的现金股利。

第四,债务约束与管理层持股对现金股利的的影响存

在替代关系,表明外部债务约束能够对企业内部股权激励的治理效率起到一定程度的约束作用。

本文在引入外部债务对管理层股权激励与现金股利关系的研究中,仅考虑了债务水平对其的影响,忽略了异质债务是否会对两者关系产生影响,而且未能就各个行业进行深入分析。因此,未来可以从不同行业、不同来源债务等方面进一步分析债务对股权激励与现金股利之间关系的影响。

#### 主要参考文献

Fama E. F., Babiak H.. Dividend Policy: An Empirical Analysis[J]. Journal of the American Statistical Association, 1968(324).

Bhattacharya S.. Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy[J]. The Bell Journal of Economics, 1979(1).

马德林, 杨英. 股权结构、债务约束与高管薪酬: 以 2008~2013 年上市公司为例[J]. 审计与经济研究, 2015(2).

姚明安, 徐志平. 管理层持股的治理效应——基于债务期限结构的视角[J]. 财经理论与实践, 2008(5).

陈其安, 李红强, 徐礼. 股权激励、银行债务约束、控制权私利与我国国有控股上市公司经营者过度投资行为[J]. 系统管理学报, 2013(5).

Rozeff M. S.. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios[J]. Journal of Financial Research, 1982(3).

White L. F.. Executive Compensation and Dividend Policy[J]. Journal of Corporate Finance, 1996(4).

Fenn G.W., Liang N.. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives[J]. Journal of Financial Economics, 2001(1).

Fama E. F.. Agency problems and the Theory of the Firm[J]. Journal of Political Economy, 1980(2).

De Miguel A., Pindado J., De La Torre C.. How do Entrenchment and Expropriation Phenomena Affect Control Mechanisms[J]. Corporate Governance: An International Review, 2005(4).

Singh M., Davidson III W. N.. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms[J]. Journal of Banking and Finance, 2003(5).

Chen C., Steiner T.. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk taking, Debt policy, and Dividend Policy: Official Publication of the Eastern Fi-

nance Association[J]. Financial Review, 1999(1).

Easterbrook F. H.. Two Agency—Cost Explanations of Dividends[J]. The American economic review, 1984(4).

Fama E. F., Jensen M. C.. Separation of Ownership and Control[J]. The Journal of Law and Economics, 1983(2).

Farinha J.. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2003(9).

Florackis C., Kanas A., Kostaki A.. Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-parametric Perspective[J]. European Journal of Operational Research, 2015(3).

McConnell J. J., Servaes H.. Additional evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990(2).

Jensen M. C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986(2).

吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002(3).

魏锋, 孔煜. 高层管理者持股、政府管制与公司股利政策[J]. 生产力研究, 2007(1).

胡爱荣, 邵立洲. 上市公司股利政策影响因素的探讨[J]. 经济研究导刊, 2009(7).

张玉明. 信息不对称条件下的债务约束机制[J]. 经济学家, 2006(2).

Gul F. A., Tsui Judy S.L.. Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership[J]. Auditing, 2001(2).

杨全胜, 郑军. 企业负债期限结构研究综述[J]. 经济动态, 2004(8).

丁玉影, 仲崇云. 从委托—代理理论透视股权结构变化及相关影响[J]. 贵州财经学院学报, 2004(6).

曹艳铭, 薛永刚. 关于经营者持股、财务杠杆与公司价值关系的研究[J]. 会计之友(上旬刊), 2008(6).

刘娥平, 徐海. 债务融资硬约束与过度投资治理[J]. 中山大学学报, 2013(6).

王志强, 张玮婷, 顾劲尔. 资本结构、管理层防御与上市公司高管薪酬水平[J]. 会计研究, 2011(2).

【基金项目】国家自然科学基金项目“中国上市公司经理层管理防御与激励约束机制的实验研究”(项目编号: 71272118)