股权集中度视角下 高管团队特征对现金股利政策的影响

王 峥^{1,2}, 叶 莉¹

(1.河北工业大学 经济管理学院,天津 300401;2.河北地质大学 会计学院,石家庄 050031)

摘要:现金股利政策是上市公司对盈利进行分配或留存用于再投资的决策问题,在公司经营中起着至关重要的作用。探究了高管团队特征(规模、年龄、性别、学历背景)对企业现金股利政策的影响,研究发现管理团队的规模越大、平均年龄越大,企业现金股利支付率越高,表明企业管理团队人数越多,年龄越大,越容易采用较高的股利支付率,而管理团队的平均学历越高,越倾向于选择较低的现金股利分配率。说明更高学历的管理层认为,较低的现金股利支付水平才是有利于企业发展的股利支付水平。男性管理层和女性管理者对企业支付现金股利的高低并没有明显的差异。进一步研究发现,企业的股权越集中,管理者的特征对现金股利政策的影响会被弱化。也就是说,股权集中度会显著削弱管理者特征对公司现金股利政策的影响,该实证结果也印证了上市公司中代理问题的普遍存在。研究结果可为企业管理团队的合理配置提出可以借鉴的依据以及实证结果的支持。

关键词:现金股利;高管特征;公司治理

中图分类号:F064.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2020)3—0030—07

股利分配是企业利润分配的核心,是财务决策重要的组成部分。一方面,企业现金股利政策影响企业投资、融资方面决策的制定,能够在企业投资、融资、资本结构之间取得相对的权衡,对企业未来的发展具有非常重要的意义;另一方面,如果企业能够为投资者提供稳定的股利保障,不仅能够加强现有股东的信心,还可以提高企业的吸引力,从而引入更多的资本,提高企业的价值。总的来说,企业的股利政策关系着企业发展的战略计划和定位,对企业可持续的健康发展具有非常重要的意义。已有国内外学者展开了对企业支付现金股利的研究,在相关的理论领域和实践领域都取得了非常不错的成果,并提出了一系列“一鸟在手”理论、税差理论、代理理论等相关的股利政策的经典理论。

企业高管作为企业经营、战略决策的先驱者,承担着制定和实施企业战略的使命,其决策对企业绩效和组织发展等都具有非常重要的意义^[1]。但在现代企业的经营管理中,由于企业所有者和管理者之间存在严重的代理问题,企业所有权、经营权的相互分离,导致的利益分歧,使得企业管理层制定的现金股利政策并不完全处于企业发展的考虑^[2]。而Hambrick和Mason提出的“高层梯队理论”(upper echelons theory)认为高管团队的背景特征(如:年龄、性别、教育背景、专业背景、任职年限、职业经历等)会影响其行为和决策^[3]。因此,在研究企业现金股利政策时,必须考虑高管背景特征对企业现金股利政策的影响,不仅对于完善企业治理机制,提高管理层决策效率,最终提高企业价值具有非常重要的意义,也有利于研究结论的有效性。

本文选取2007—2017年这11年间沪深两市A股上市公司的财务数据作为研究样本,探究上市公司的高层管理者的背景特征对其现金股利分配率的影响,并分别探究高管团队规模、高管团队的平均年龄、高管团队的平均性别、高管团队的平均学历对上市公司现金股利分配率的影响。进一步检验中,本文探究股权集中度对企业管理层的个人特征与现金股利政策之间关系的调节作用,以期为企业治理团队的合理配置提出可以借鉴的依据和实证结果的支持。

本文立足于微观视角,对高管背景特征进行了详细的阐述,从更深层次的角度研究现金股利政策的影响因素,丰富了高管团队背景特征的内涵,对制定合理的现金股利政策提供了新的方向;内容上,引入股权集中

收稿日期:2019—11—23

基金项目:天津市科技发展战略研究计划项目“科技型小微企业民间融资模式创新及路径研究——基于互联网金融与科技金融融合的视角”(17ZLZXZF00750)

作者简介:王峥(1981—),女,山东莱阳人,河北工业大学经济管理学院博士研究生,河北地质大学会计学院讲师,研究方向:金融工程与风险管理;叶莉(1963—),女,北京人,经济学博士,河北工业大学经济管理学院教授,博士研究生导师,研究方向:金融工程与风险管理。

度因素,观察高管团队背景特征在股权集中度背景下对现金股利政策的影响效应,拓展了研究视野,为后续研究做出了一定的探索。

一、理论分析与研究假设

(一)高管团队规模对现金股利的影响

高管团队是企业决策制定的重要参与者,其对企业决策的制定发挥着显著的影响,决定着企业未来的战略方向。高管团队的规模是高管团队的重要特征。首先,高管团队规模越大,即高管团队中人员越多,更可能通过交流与合作产生头脑风暴,并且拥有的资源越多、信息面越广,处理问题的效率应该更高,能够更加准确地识别风险,更倾向于制定稳健与保守的现金股利政策决策,将现金股利分配给股东;其次,高管团队规模越大,成员之间相互监督,可以有效降低道德风险和逆向选择的行为,并通过委托代理理论,在一定程度上缓解管理者与股东之间的委托代理关系,有利于使管理者与股东的目标趋于一致,较大程度的实现股东的利益,分配更多的现金股利^[4]。最后,企业管理层的规模过大,企业管理者可能会由于性别、年龄、阅历等各个方面导致高管之间产生较大的意见分歧,在做决策时比较难以达成一致,故会进行较少的投资行为,分配较多的现金股利。基于以上分析,本文提出以下假设:

其他条件相同时,公司高管团队规模与现金股利分配率呈正向相关关系(H1)。

(二)高管团队平均年龄对现金股利的影响

管理层的年龄对其决策和行为具有非常显著的影响。一方面,年龄越大的管理层积累了更多的经验和丰富的阅历,然而由于其知识结构较为固化,适应能力、变通能力和创新能力等逐渐降低,导致其决策时较为谨慎和自信心不足,更易做出较为稳健和保守的现金股利政策,从而更加倾向于增加现金股利分配率,这不仅可以向投资者和公众提供企业经营状况良好的信息,而且可以使投资者获得更多的回报,获得大股东的有力支持,巩固自己在管理层的地位;另一方面,年轻的管理层在制定公司决策时易表现出过度自信,在投资时容易高估投资项目的收益、低估投资项目的风险,具有很强的冒险意识,并且控制欲较强,更倾向于做出具有较高风险的决策,更多的企业资金用于项目投资,从而发放较少的现金股利,降低现金股利分配率^[5]。基于以上分析,本文提出以下假设:

其他条件相同时,公司高管团队平均年龄与现金股利分配率呈正向关系(H2)。

(三)高管团队性别对现金股利政策的影响

已有研究表明,男性管理者和女性管理者在做出决策时,具有非常明显的差异,这种差异主要是由于他们之间性别不同引起的思维模式和判断能力等方面的不同造成的。一方面,相比于男性管理者,女性管理者更加的保守和厌恶风险,喜欢将事情掌握在自己手中,更加注重规避损失与企业的生存而非扩张,并且女性管理者承受压力的能力也低于男性管理者,从而更易将现金股利分配到股东手中,导致现金股利分配率较高;另一方面,不同的内在特质使男性管理者功利心较强,愿意冒险做一些挑战性的工作来展现自己的能力,并且更加注重风险投资项目的收益,因而更倾向于将企业资金应用于投资项目,并非向股东分配现金股利,以期获取更大的投资收益,进而提高企业价值。基于以上分析,本文提出以下假设:

其他条件相同时,男性高管团队现金股利分配率更低(H3)。

(四)高管团队平均学历对现金股利政策的影响

学历能够影响个人认知能力,从而影响其决策和行为。一般而言,学历较高的管理层,受教育程度较高,既具有更深厚的专业知识作为工作支撑,又拥有较高的学习和认知能力,能够在工作中做到具体问题具体分析,更加准确地预测风险,进行风险投资,不会盲目的为了取悦股东而分配较多的现金股利^[6]。此外,高管的学历越高,社会关系网、社会资源也就越丰富,在进行投资时无形中会得到更多的资源和帮助,越有利于获得更大价值的回报,因而更倾向于进行投资,以较大限度地发挥企业资金的价值,从而降低了现金股利分配率^[7]。已有的研究表明,较高的学历能够提高决策的稳健性,管理层团队的平均学历更高,可能意味着整个团队中管理层的职业经验更加充足,知识面更加的广泛,做出的决策更趋于合理和明智^[8]。因此,管理层团队的平均学历越高,做出的现金股利政策越稳健,即越倾向于较低的现金股利政策。基于以上分析,本文提出以下假设:

其他条件相同时,公司高管团队平均学历与现金股利分配率呈负向相关关系(H4)。

二、模型设计和变量选取

(一)模型的设计

本文主要研究企业高管团队背景特征对现金股利政策的影响,企业之间的高管存在异质性,不同特征的高管团队可能对现金股利政策的影响区别很大。以高管团队规模、高管团队的年龄、高管团队的平均性别、高管团队的平均学历作为企业高层管理者背景特征的代理变量,探究这些特征对企业现金股利政策的影响效应。除此之外,参考前人的研究,选取了公司规模、盈利能力、偿债能力、成长能力和现金流量状况作为控制变量,即分别以公司资产总额的对数、净资产收益率、资产负债率、营业收入增长率、经营现金净流量和资产总额的比值作为代理控制变量,建立多元线性回归模型,以探索企业高层管理者的背景特征对企业现金股利分配率的影响。本文的模型将现金股利分配率(*CDDRate*)作为被解释变量,分别将高管团队规模(*MSize*)、高管团队的平均年龄(*MAge*)、高管团队的平均性别(*MGen*)、高管团队的平均学历(*MDegree*)作为解释变量,控制变量为公司规模(*Size*)、盈利能力(*Roe*)、偿债能力(*lev*)、成长能力(*Growth*)、现金充裕程度(*Ocf*),并建立如下多元线性回归方程,以探究企业高管背景特征对企业现金股利政策的影响效应。

根据描述,建立多因素线性回归模型。为了探究高管团队规模对现金股利政策的影响,建立模型(1):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MSize + \alpha_2 Size + \alpha_3 Roe + \alpha_4 lev + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Ocf + year + Ind + \xi \quad (1)$$

为了探究高管团队平均年龄对现金股利政策的影响,建立模型(2):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MAge + \alpha_2 Size + \alpha_3 Roe + \alpha_4 lev + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Ocf + year + Ind + \xi \quad (2)$$

为了探究高管团队性别对现金股利政策的影响,建立模型(3):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MGen + \alpha_2 Size + \alpha_3 Roe + \alpha_4 lev + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Ocf + year + Ind + \xi \quad (3)$$

为了探究高管团队平均学历对现金股利政策的影响,建立模型(4):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MDegree + \alpha_2 Size + \alpha_3 Roe + \alpha_4 lev + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Ocf + year + Ind + \xi \quad (4)$$

其中: $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6$ 为模型的待估计参数, α_0 为截距,表示与本文中的解释变量、控制变量均无关的其他因素对现金股利分配率的影响, $\alpha_1 \sim \alpha_6$ 分别为高层管理者背景特征、上市公司规模、上市公司盈利能力、上市公司偿债能力、上市公司成长能力和上市公司现金流量充裕程度的系数。实证研究的重点为各系数的正负方向及显著性水平。

(二)变量的定义

本文所使用的具体变量及其定义见表1。

表1 本文所有变量的具体定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	<i>CDDRate</i>	现金股利分配率	现金股利与企业利润的比值
解释变量	<i>Msize</i>	高管团队规模	企业年度财务报告中披露的高级管理人员的总数,高级管理人员主要包括企业总经理、总裁、CEO、副总经理、副总裁、董事会秘书以及其他管理人员
	<i>MAge</i>	高管团队的平均年龄	上市公司所有高管平均年龄
	<i>MGen</i>	高管团队的平均性别	上市公司所有高管性别的平均数。其中,男性高管取值为1,女性高管取值为0
	<i>MDegree</i>	高管团队的平均学历	上市公司所有高管的平均学历水平。其中,1=中专及中专以下,2=大专,3=本科,4=硕士研究生,5=博士研究生,6=其他(以其他形式公布的学历,具体见该记录的备注)
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	期末资产总额的自然对数
	<i>Roe</i>	盈利能力	净资产收益率=本期净利润/期末净资产总额×100%
	<i>lev</i>	偿债能力	资产负债率=期末负债总额/期末资产总额
	<i>Growth</i>	成长能力	营业收入增长率=(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入×100%
	<i>Ocf</i>	现金充裕程度	经营现金净流量/期末资产总额
	<i>year</i>	年份	样本所属的年份
	<i>Ind</i>	行业	上市公司的证监会行业类别

本文的样本数据来源于国泰安CSMAR金融数据股票市场研究系列,以沪深A股上市公司为研究对象,选取2007—2017年沪深A股上市公司的年度财务数据为原始样本(由于2007年新会计准则开始实施,为了避免会计准则的变动对本文结果的影响,本文数据从2007年开始选取,由于2018年的数据缺失较多,为使得结果更加稳健,本文数据的选取截至2017年)。通过对样本进行描述性分析、相关性分析与回归分析,得出本文的实证结论,本文使用stata14.0作为数据处理软件,并已对所有连续型变量均在1%和99%的位置上进行缩尾(Winsorize)处理。

三、实证分析

(一)描述性统计

表2为相关变量的描述性分析,主要包括各变量的样本数(N)、均值(mean)、最小值(min)、最大值(max)、标准差(sd)以及各个分位数上的值(p50、p25、p75)。

被解释变量方面:股利分配率($CDDRate$)的均值为0.29,最大值及最小值分别为0.000、2.14,方差为0.34,说明上市公司之间的股利支付水平波动较大,数值极不稳定,为本文的研究提供了一定的空间。

解释变量方面:高管团队规模($MSize$)的均值为6.49,表明上市公司的高管团队的平均总人数为6个,其中最多达到15个,最少有2个;高管团队的平均年龄($MAge$)的均值为48.16,表明上市公司所有高管的平均年龄为48.00,中位数为48.00,表明有超过一半的高管年龄为48岁,年龄最小的为39岁,年龄最大的为56岁;高管团队的平均性别($MGen$)的均值为0.99,表明有99%的高管均为男性,仅有1%的女性高管;高管团队的平均学历($MDegree$)均值为3.28,表明高管团队平均学历为本科,最高学历为博士,最低学历为高中学历。

控制变量方面:企业规模($Size$)的均值为22.10,最大值为27.16,最小值为19.62,表示企业的规模相差较大;净资产收益率(Roe)均值为10%,最大值为43%,最小值为1%,可以看出企业的盈利能力有待提高;资产负债率(lev)的均值是0.44,表明样本企业的偿债能力普遍较弱;营业收入增长率($Growth$)的均值是24%,表明上市公司成长能力普遍较低;现金充裕程度(Ocf)均值为0.05,表明样本企业的现金不够充裕。在对样本数据进行描述性统计过程中,发现部分研究变量是存在极端值的,后续的实证研究会对这些极端值进行处理。

(二)相关性分析

表3为各变量的相关性分析,由表3可知,现金股利分配率($CDDRate$)与高管团队规模($MSize$)的Pearson相关系数为0.079,且在1%的水平上显著为正,可以初步断定,高管团队规模($MSize$)与现金股利分配率($CDDRate$)之间具有显著的正相关关系;现金股利分配率($CDDRate$)与高管团队的平均年龄($MAge$)的相关系数为0.099,且在1%的水平上显著为正,可初步断定高管团队的平均年龄($MAge$)与现金股利分配率($CDDRate$)之间具有显著的正相关关系;现金股利分配率($CDDRate$)与高管团队的平均性别($MGen$)、平均学历($MDegree$)均没有在10%水平上显著,需要进一步探究。

另外,现金股利分配率($CDDRate$)与公司规模($Size$)、净资产收益率(Roe)、公司经营现金流量(Ocf)之间的相关系数分别为0.089、0.084、0.140,且均在1%的水平上显著,说明公司规模越大,盈利能力越强,现金流量越高,企业的现金股利支付水平越高。另外,现金股利分配率($CDDRate$)与偿债能力(lev)、营业收入增长率($Growth$)之间的相关系数分别为-0.200、-0.042,且均在1%的水平上显著为负,表明公司偿债能力越弱,营业收入增长率越高,企业的现金股利的支付水平越低。

最后,由表3可以看到,各个控制变量之间的相关系数非常小,所有控制变量之间的相关系数最大仅为0.502,均远小于0.8,因此,我们认为各变量之间不存在多重共线性,模型中变量的选择是合理的,模型建立有效。

表3 变量的相关性分析

变量	$CDDRate$	$Msize$	$MAge$	$MGen$	$MDegree$	$Size$	Roe	lev	$Growth$	Ocf
$CDDRate$	1.000	0.079***	0.099***	0.005	0.010	0.089***	0.084***	-0.200***	-0.042***	0.140***
$Msize$	0.079***	1.000	0.084***	0.056***	0.060***	0.302***	0.084***	0.160***	0.037***	-0.003
$MAge$	0.099***	0.084***	1.000	0.011	0.093***	0.312***	-0.023***	0.106***	-0.106***	0.039***
$MGen$	0.005	0.056***	0.011	1.000	0.027***	0.016**	-0.011	0.008	0.004	-0.019***
$MDegree$	0.010	0.060***	0.093***	0.027***	1.000	0.211***	0.065***	0.085***	0.021***	-0.023***
$Size$	0.089***	0.302***	0.312***	0.016**	0.211***	1.000	0.176***	0.502***	0.060***	0.006
Roe	0.084***	0.084***	-0.023***	-0.011	0.065***	0.176***	1.000	0.063***	0.300***	0.287***
lev	-0.200***	0.160***	0.106***	0.008	0.085***	0.502***	0.063***	1.000	0.047***	-0.130***
$Growth$	-0.042***	0.037***	-0.106***	0.004	0.021***	0.060***	0.300***	0.047***	1.000	0.006
Ocf	0.140***	-0.003	0.039***	-0.019***	-0.023***	0.006	0.287***	-0.130***	0.006	1.000

注:上(下)三角为Spearman(Pearson)相关系数;***、**分别表示在1%、5%的水平上显著。

(三) 回归结果分析

表 4 为高管个人特征与现金股利分配率之间的回归结果,模型(1)~模型(4)分别是以高管团队规模(*Msize*)、高管团队的平均年龄(*MAge*)、高管团队的平均性别(*MGen*)、高管团队的平均学历(*MDegree*)作为解释变量,以现金股利分配率(*CDDRate*)为被解释变量。具体如下。

高管团队规模(*MSize*)的系数在 5% 的水平上显著为正,假设 H1 得到支持,表明管理团队的规模越大,企业现金股利支付率越高,管理团队人数越多,决策越稳健和保守,越容易采用较高的股利支付率;高管团队的平均年龄(*MAge*)的系数在 1% 的水平上显著为正,假设 H2 得到支持,表明管理团队的平均年龄越大,企业的现金股利分配率越高,年龄越大的管理层认为较高的股利支付率才是明智的决策,这与杨汉明和杨琬君^[9]、林朝南和林怡^[10]结论一致;高管团队的平均性别(*MGen*)的系数为正,但并不显著,表明男性管理层和女性管理者对企业支付现金股利的高低并没有明显的差异,即管理层的性别特征并不会显著影响企业的现金股利政策的制定;高管团队的平均学历(*MDegree*)的系数在 1% 的水平上显著为负,假设 H4 得到支持,表明管理团队的平均学历越高,越倾向于选择较低的现金股利分配率。说明更高学历的管理层认为,较低的现金股利支付水平才是有利于企业发展的股利支付水平。

(四) 进一步检验

我国上市公司存在股权过度集中的问题,代理问题尤为严重。其中,现金股利政策是众多代理问题之一^[11]。控股股东的行为会随着其持股比例的变化而发生改变,已有的研究表明,企业股权集中度会显著影响企业的现金股利政策^[12]。股权过度集中,大股东的控制权越大,会导致小股东的利益受制于大股东,越容易利用现金向大股东分配股利^[13],从而导致利益受到侵害。并且企业股权越集中,公司分配股利的意愿越高,即股利支付水平越高^[14]。股权集中度越高,控股股东为了保障自身利益和避免代理问题的发生,倾向于减少企业的现金储备,发放更多的现金股利,会在一定程度上缓解高管背景特征与现金股利分配率之间的敏感性。因而我们可以知道,企业的股权集中度确实极大程度地影响着高管团队背景特征与现金股利分配率之间的关系^[15]。为了探究企业股权集中度对高层管理者个人特征与现金股利分配率之间关系的调节作用,本文在模型(1)~模型(4)的基础上,以前 10 大股东的持股比例(*CR_10*)作为股权集中度的代理变量,并加入了股权集中度(*CR_10*)与管理层个体特征的交乘项,分别建立如下模型。

为了探究股权集中度对高管团队规模与现金股利政策之间关系的调节作用,建立模型(5):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MSize + \alpha_2 CR_{10} \times MSize + \alpha_3 CR_{10} + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 lev + \alpha_7 Growth + \alpha_8 Ocf + year + Ind + \xi \quad (5)$$

为了探究股权集中度对高管团队平均年龄与现金股利政策之间关系的调节作用,建立如模型(6):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MAge + \alpha_2 CR_{10} \times MAge + \alpha_3 CR_{10} + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 lev + \alpha_7 Growth + \alpha_8 Ocf + year + Ind + \xi \quad (6)$$

为了探究股权集中度对高管团队性别与现金股利政策之间关系的调节作用,建立模型(7):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MGen + \alpha_2 CR_{10} \times MGen + \alpha_3 CR_{10} + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 lev + \alpha_7 Growth + \alpha_8 Ocf + year + Ind + \xi \quad (7)$$

为了探究股权集中度对高管团队平均学历与现金股利政策之间关系的调节作用,建立模型(8):

$$CDDRate = \alpha_0 + \alpha_1 MDegree + \alpha_2 CR_{10} \times MDegree + \alpha_3 CR_{10} + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 lev + \alpha_7 Growth + \alpha_8 Ocf + year + Ind + \xi \quad (8)$$

表 4 高层管理者个人特征与现金股利分配率之间的回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	因变量: 现金股利分配率(<i>CDDRate</i>)			
<i>Msize</i>	0.003** (0.015)			
<i>MAge</i>		0.003*** (0.000)		
<i>MGen</i>			0.038 (0.354)	
<i>MDegree</i>				-0.012*** (0.004)
<i>Size</i>	0.037*** (0.000)	0.036*** (0.000)	0.038*** (0.000)	0.039*** (0.000)
<i>Roe</i>	-0.318*** (0.000)	-0.309*** (0.000)	-0.316*** (0.000)	-0.313*** (0.000)
<i>lev</i>	-0.335*** (0.000)	-0.334*** (0.000)	-0.335*** (0.000)	-0.336*** (0.000)
<i>Growth</i>	-0.035*** (0.000)	-0.034*** (0.000)	-0.035*** (0.000)	-0.035*** (0.000)
<i>Ocf</i>	0.314*** (0.000)	0.306*** (0.000)	0.314*** (0.000)	0.311*** (0.000)
<i>_cons</i>	-0.392*** (0.000)	-0.492*** (0.000)	-0.448*** (0.000)	-0.395*** (0.000)
观测值 <i>N</i>	19223	19223	19223	19223
<i>R</i> ²	0.058	0.058	0.058	0.058
调整 <i>R</i> ²	0.056	0.056	0.056	0.056
<i>F</i>	28.036	28.222	27.907	28.097

注:①括号中数字为 *p* 统计值;②***、**分别表示在 1%、5% 的水平上显著。

表5是股权集中度调节作用的回归结果,结果表明,股权集中度(CR_{10})与高管团队规模($MSize$)的交乘项的系数在1%的水平上显著为负,表明企业股权集中度能显著削弱管理团队的规模与现金股利支付率之间的正向关系。股权集中度(CR_{10})与高管团队的平均年龄($MAge$)的交乘项的系数在1%的水平上显著为负,表明管理团队的平均年龄越大,企业的现金股利分配率越高,但是股权集中度越高,这种正向影响越弱。而股权集中度(CR_{10})与高管团队的平均性别($MGend$)的交乘项的系数为负,但并不显著。表明股权集中度对管理层性别特征对现金股利政策没有显著的调节作用。接下来,股权集中度(CR_{10})与高管团队的平均学历($MDegree$)的交乘项的系数在10%的水平上显著为负,表明管理团队的平均学历越高,越倾向于选择较低的现金股利分配率,而股权集中度越高,这种负向影响越弱。产生这种结果的原因可能是因为我国上市公司的治理结构存在一股独大、内部人控制等不合理现象,现金股利政策最终沦为大股东侵占小股东利益的手段以及控股股东“掏空”公司利润的工具,使得股权集中度对现金股利分配的影响大于高管背景特征与现金股利政策的影响,抑制了高管背景特征与现金股利政策之间的关系。

总的来说,企业的股权越集中,管理层的个人特征对现金股利政策的影响会被弱化。也就是说,股权集中度会显著削弱管理层的个人特征对公司现金股利政策的影响,该实证结果也印证了上市公司中代理问题的普遍存在。

四、结论与展望

本文以沪深交易所的所有A股上市公司2007—2017年的相关数据,实证研究了股权集中度下高管背景特征对现金股利政策的影响。通过一系列实证的检验和分析,得出以下结论。

(1)管理团队的规模越大,企业现金股利支付率越高,表明企业管理团队人数越多,企业决策越激进,越容易采用较高的股利支付率。

(2)管理团队的平均年龄越大,企业的现金股利分配率越高,表明年龄越大的管理层,认为较高的股利支付率才是明智的股利决策,是提高企业价值的稳健选择。

(3)男性管理层和女性管理者对企业支付现金股利的高低并没有明显的差异,即管理层的性别特征并不会显著影响企业的现金股利政策的制定。

(4)管理团队的平均学历越高,越倾向于选择较低的现金股利分配率。说明更高学历的管理层认为,较低的现金股利支付水平才是有利于企业发展的股利支付水平,企业必须持有充裕的盈余,才能支撑其日常的经营和营运活动。

(5)企业的股权越集中,管理层的个人特征对现金股利政策的影响会被弱化。也就是说,股权集中度会显著削弱管理层的个人特征对公司现金股利政策的影响,该实证结果也印证了上市公司中代理问题的普遍存在。

上述结论对于合理控制股权集中度、优化高管团队的聘任机制以及合理制定企业现金股利政策具有重要的启示意义,但仍然存在如下问题需要日后进一步探究。

首先,本文的研究主要探究了企业高管团队特征对现金股利政策的影响效应,分别以高管团队规模、高

表5 股权集中度对高层管理者个人特征与现金股利分配率之间关系的调节作用

变量	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	因变量:现金股利分配率($CDDRate$)			
$Msize$	0.020*** (0.000)			
$CR_{10} \times Msize$	-0.030*** (0.000)			
$MAge$		0.011*** (0.000)		
$CR_{10} \times MAge$		-0.014*** (0.002)		
$MGend$			0.177 (0.236)	
$CR_{10} \times MGend$			-0.263 (0.316)	
$MDegree$				0.013 (0.390)
$CR_{10} \times MDegree$				-0.047* (0.067)
CR_{10}	0.446*** (0.000)	0.907*** (0.000)	0.513** (0.049)	0.407*** (0.000)
$Size$	0.030*** (0.000)	0.030*** (0.000)	0.031*** (0.000)	0.033*** (0.000)
Roe	-0.389*** (0.000)	-0.390*** (0.000)	-0.389*** (0.000)	-0.389*** (0.000)
lev	-0.289*** (0.000)	-0.286*** (0.000)	-0.288*** (0.000)	-0.288*** (0.000)
$Growth$	-0.040*** (0.000)	-0.039*** (0.000)	-0.040*** (0.000)	-0.041*** (0.000)
Ocf	0.308*** (0.000)	0.305*** (0.000)	0.308*** (0.000)	0.306*** (0.000)
$_cons$	-0.499*** (0.000)	-0.893*** (0.000)	-0.575*** (0.000)	-0.478*** (0.000)
观测值 N	19221	19221	19221	19221
R^2	0.070	0.070	0.069	0.069
调整 R^2	0.068	0.068	0.067	0.067
F	32.853	32.863	32.194	32.496

注:①括号中数字为 p 统计值;②***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

管团队的平均年龄、高管团队的平均性别、高管团队的平均学历作为企业高层管理者背景特征的代理变量,探究其对现金股利政策的影响。但现实情况中,高管团队的特征并不仅仅包括本文所检验的这四项。高管团队背景特征还包括比如高管团队的任职期限、高管团队在企业中的持股数量等特征。其中,任职期限的长短,可以在一定程度上反映高管在管理层岗位上的任职经验,通常情况下,任职年限越长,管理层的经验越充足,其做出的战略决策则更加的合理和明智。因此,未来的研究,可以探究企业高层管理者的平均任职年限对企业现金股利政策的影响。企业管理层如果是企业的股东,也就是说高管持股的现象,由于利益的关系,那么高层管理者做出的现金股利分配政策又会有所区别,因此,可以探究高管持股数量对企业现金股利政策的影响。再者,企业是否支付现金股利是否受高管背景特征的影响呢,这也是在未来的研究中可以完善的方面。比如,企业男性高管和女性高管对是否支付现金股利是否具有显著的决策倾向?是不是高管团队的平均年龄越大,越倾向于支付现金股利呢,这都是未来研究可以进行继续探究的地方。

参考文献

- [1] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等.管理者背景特征与企业过度投资行为[J].管理世界,2009(1):130-139.
- [2] JENSEN M C, MECKLINGE W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. 1976, 3(4): 348-360.
- [3] HAMBRICK, DONALD C, MASON, et al. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers [J]. Social Science Electronic Publishing, 1984, 9(2): 193-206.
- [4] 叶政.创业板上市公司现金股利政策影响因素研究[J].会计师,2015(5):3-5.
- [5] 许静,张延良.股权结构对上市公司股利政策的影响分析[J].宏观经济研究,2013(4):53-58.
- [6] 黄莲琴,赵子君.高管背景特征、股利羊群行为与公司价值[J].福州大学学报,2019(2):45-53.
- [7] 赵立平.浅析上市公司高管背景特征下对盈余管理的研究分析[J].财税研究,2019(7):163-164.
- [8] 张兆国,刘永丽,谈多娇,等.管理者背景特征与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2011(7):11-18.
- [9] 杨汉明,杨琬君.不同产权视角下管理者背景特征与现金股利政策关系研究[J].财会月刊,2016(35):3-9.
- [10] 林朝南,林怡.高层管理者背景特征与企业投资效率——来自中国上市公司的经验证据[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2014(2):100-109.
- [11] 汪平,孙士霞.我国国有上市公司股权结构与股利政策实证研究[J].经济与管理研究,2009(5):63-71.
- [12] 伍中信,李莉.上市公司股权结构对现金股利影响的实证[J].求索,2009(4):29-30.
- [13] 赵瑞杰,吴朝阳.财务柔性、股权集中度与现金股利政策——基于A股上市公司数据的实证研究[J].经济问题,2017(11):6114-6117.
- [14] 许静,张延良.股权结构对上市公司股利政策的影响分析[J].宏观经济研究,2013(4):53-58.
- [15] 王月溪,孙玲玉.中国上市公司股利分配政策实证研究——基于股权结构视角[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2014(3):3-12.

The Impact of Top Management Team Characteristics on Cash Dividend Policy from the Perspective of Equity Concentration

Wang Zheng^{1,2}, Ye Li¹

(1. School of Economics and Management, Hebei University of Technology, Tianjin 300401 China;

2. School of Accounting, Hebei GEO University, Shijiazhuang 050031, China)

Abstract: Cash dividend policy is a decision problem for listed companies to allocate or retain earnings for reinvestment. This paper mainly explores the impact of the characteristics of top management team (size, age, gender, educational background) on corporate cash dividend policy. The study found that the larger the management team and the higher the average age, the higher the cash dividend payout ratio of the company, indicating that the company The more the management team, the older the company, the easier it is to adopt a higher dividend payout ratio, and the higher the average degree of management team, the more inclined to choose a lower cash dividend distribution rate. The management with higher qualifications believes that the lower cash dividend payment level is the level of dividend payment that is conducive to the development of the enterprise. It has also been found that there is no significant difference between male management and female managers in paying cash dividends to enterprises. Further research found that the more concentrated the ownership of enterprises, the weaker the impact of managerial characteristics on cash dividend policy. That is to say, ownership concentration will significantly weaken the impact of managerial characteristics on corporate cash dividend policy. The empirical results also confirm the existence of agency problems in listed companies. The research results of this paper provide the basis for the rational allocation of the enterprise management team and the support of the empirical results.

Keywords: cash dividend; executive characteristics; corporate governance