

现金股利政策、管理者持股与民营企业创新效率

王卫星, 付明家, 余天文

摘要: 内源融资是民营企业创新投入的重要资金来源, 现金股利政策会对留存收益产生直接影响。研究现金股利发放对民营企业创新投入和创新效率的影响, 有利于企业做好股利分配决策。文章以A股民营企业为样本, 运用DEA模型分析民营企业2012—2016年创新效率数据, 研究现金股利发放对公司创新效率的影响, 并将管理者股权激励纳入该模型, 探寻管理者持股在现金股利对创新效率影响的调节作用。实证结果表明: 现金股利分红会显著抑制民营企业创新投入和创新效率; 现金股利支付水平对创新投入的影响程度大于对创新效率的影响程度; 管理者持股在现金股利发放意愿和支付水平对创新效率影响模型中都发挥了显著正向调节作用, 且此正向调节作用明显高于现金股利对民营企业创新效率的负面效应。

关键词: 民营企业; 创新效率; 现金股利; 股权激励

作者简介: 王卫星, 管理学博士, 常州大学商学院教授、硕士生导师; 付明家, 常州大学商学院硕士研究生; 余天文, 常州大学商学院硕士研究生。

基金项目: 国家哲学社会科学基金重点项目“民营科技企业融资结构对创新效率的影响机理及优化对策研究”(17AGL012); 江苏省社会科学基金重点项目“江苏中小微企业发展金融支持政策研究”(16EYA004)。

中图分类号: F234.4 **文献标识码:** A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2019.02.006

我国实施创新驱动发展战略推动经济高质量发展, 鼓励“大众创业, 万众创新”, 为企业创新发展提供了良好的外部环境。此外, 当前国际贸易环境也发生了深刻变化, 经济下行压力加大, 企业间竞争更加激烈, 迫使企业转型升级, 加大创新投入力度, 增强企业创新产出的转化率, 提高企业核心竞争力。民营企业是创新的生力军, 然而由于民营企业长期存在着明显的融资约束问题, 因此我们不仅需要研究企业的创新投入, 更应该关注企业的创新效率问题。

内源融资是民营企业创新投入的重要资金来源, 它主要由留存收益和折旧构成^[1]。由于股利支付率+留存收益率=100%, 因而企业的股利政策对留存收益产生直接影响。在某个会计年度内, 可分配利润确定后, 股利支付越多, 留存收益就越少; 而发放现金股利, 不仅使企业的留存收益减少, 也使其自由现金流受限。民营企业创新投入资金现阶段还比较依赖内部资金积累, 现金股利的发放会加剧民营企业创新投入融资约束。因此, 从创新投入资金来源的角度看, 企业现金分红越少越好, 甚至零现金股利更有利。然而, 股利政策信号理论却认为, 企业发放现金股利可以传递企业经营业绩良好的信号, 有利于企业的股票价格稳定或提升, 而且随着现金股利的发放企业自由现金流减少, 管理者在职消费和过度投资问题得以缓解^[2]。为了解决我国上市公司长

期存在的现金分红水平低、忽视投资者利益问题,中国证监会2008年10月出台相关政策强调现金分红,被学者们称为“半强制分红政策”^[3]。在这种政策形势下,研究民营上市公司现金股利分红及其他相关分配政策对创新投入和创新效率的影响程度,是迫切而重要的现实需求。

创新活动具有风险高、周期长、投入大以及异质性等特点。从已有研究看,有关创新效率的研究主要围绕评价体系构建^[4]、创新效率评价方法^[5]及其影响因素^[6-7]等方面展开。从企业长期发展来看,创新活动有助于提升企业长期竞争能力;股利政策为企业股东短期回报的直接体现,与股东长短期利益在本质上具有一致性。现有文献虽然从公司特征、治理因素、法律制度环境和经济环境等方面研究了股利政策,并取得了丰硕的成果,但有关股东短期回报对企业长期发展至关重要的创新投入和创新效率存在何种影响的研究尚不多见。文章的主要贡献在于:第一,从民营上市公司股利政策视角研究创新投入和创新效率问题,将企业长短期利益纳入同一框架体系研究,有利于决策者厘清企业长期与短期利益之间的关系;第二,民营上市公司现金股利分红对创新投入的影响程度大于对创新效率的影响,这个结论有助于破解现金分红与创新投入之间相向而行的难题,拓宽了企业创新效率的研究视野;第三,在股利分配与创新效率关系研究中引入管理者持股作为调节变量,为企业制定股权激励政策提供理论依据。

一、文献回顾与假设提出

自 Miller 与 Modigliani 于 1961 年提出股利无关理论以来,关于股利之谜的探索一直是财务与金融领域的热点^[8]。近年来,不少学者围绕上市公司派发现金股利意愿和动机展开研究:现金股利是一种治理管理层掏空的手段,管理层权力大小显著影响现金股利支付水平^[9]。为了迎合半强制分红政策,上市公司股利支付水平只求“合规”,并不会超过门槛要求多派发现金股利^[10],且派发现金股利很大可能是大股东侵占中小股东利益,套取资金的手段^[11]。但公司支付现金股利能够抑制管理者滥用自由现金流,有助于解决企业的非效率投资问题。如果有融资需求,企业就不得不寻求外部融资,这样资本市场对企业的监督力度加大,能有效缓解管理者与控股股东及中小股东等公司外部人的代理冲突,降低代理成本^[12]。股利支付也会增加交易成本,因此股利支付需要在代理成本与交易成本之间进行权衡确定^[13]。上市公司现金股利政策影响企业会计业绩^[14],现金分红能够降低企业盈余管理程度,提升企业价值^[15]和投资效率^[16]。

(一) 现金股利与民营企业创新投入水平

创新是十分重要的公司策略,能够增强民营企业的长期发展能力,提升竞争力^[17],然而创新本身具有极大风险。新技术的研发或购置以及后续项目测试、评估或试验,特别是新技术、新工艺等在生产经营中的实现等,都离不开足够的资金支持。可见,企业的科技创新水平与研究资金投入密切相关。创新活动本身又具有研发周期长、投资回报不确定等特点,因此企业需要具备良好的现金流水平以支持其创新活动。民营企业长期以来面临着自身积累不足、融资管理薄弱、信贷融资难等问题,因此他们的创新投资对内部资金存在较强的依赖性^[18]。内部资金是企业生产经营过程中自身积累的资金,没有筹资费用且没有时间限制,管理者可以直接控制使用,因而内部资金成为民营企业创新活动的重要资金来源。

较之 MM 理论提出的完美资本市场假设,学术界普遍认为适合现实资本市场的是股利信号理论和股利代理理论。根据股利代理理论,公司发放现金股利会降低企业的代理成本,管理层可

以自由支配的现金流减少,进而抑制企业过度投资行为。但随着企业可支配的自由现金流的减少,管理者为了规避财务风险,就可能会降低对创新活动的投入强度^[19]。据此提出以下假设。

H₁: 现金股利支付水平越高,民营企业创新投入水平越低。

(二) 现金股利与民营企业创新效率

创新效率是指创新成果产出与创新投入之比。投入不足,产出必然受到限制。已有研究结果显示,创新投入不足一直是现阶段限制民营企业创新效率提高的关键因素^[20]。如前所述,企业发放现金股利可能是防止大股东侵占中小股东利益,套取资金的手段^[11]。这一手段会使得民营企业自由现金流减少,带来创新投入水平不足的结果,进而使创新效率下滑。据此提出以下假设。

H₂: 相对于无现金股利发放企业,发放现金股利的民营企业创新效率较低。

创新是企业获得长期竞争优势的重要途径,是获得超额利润、增强核心竞争力的手段,民营企业加大创新力度,追求的是企业的未来发展和股东的长期利益。民营企业发放现金股利使股东获得现实回报,为平衡资金而减少创新投入体现的是股东的短期利益。从根本上讲,股东长短期利益具有一致性,因此股东们会要求管理者较好地平衡企业的长短期利益。从经济学角度看,民营企业的创新效率提升在于用尽可能少的资金投入获得更多的创新产出,企业的现金流不足和创新投入减少,有可能迫使管理层采取有效措施提升资金的使用效率,从而提升企业的创新效率,减缓由于现金分红对企业创新效率带来的影响。一方面,由于企业自由现金流量减少,管理者对企业现金流会更加关注,而管理者注意力能显著影响企业创新绩效^[21];另一方面,现金流减少能缓解过度投资问题,从而一定程度上起到规避过度投资风险的作用^[22],提升创新项目的成功率,进而影响企业创新产出。根据股利代理理论,企业发放现金股利更大可能是为了抑制管理者滥用自由现金流,减少非效率投资。这一结果使得企业发放现金股利对创新投入的抑制作用强于对创新效率的抑制作用。据此提出以下假设。

H₃: 现金股利支付水平对民营企业创新投入水平的抑制作用明显大于对创新效率的影响。

(三) 现金股利与民营企业创新效率: 管理者持股的作用

现代公司制企业所有权与经营权分离,股东与代理人目标函数相异,管理者自利本性驱动下的决策行为会损害企业价值^[23]。管理者前途取决于企业经营绩效,所以管理者相较于股东来说更加厌恶创新带来的高风险。因此,对管理者进行股权激励对提升民营企业创新效率显得十分重要。根据最优契约理论,有效薪酬契约能对管理者形成激励机制,使其与股东利益一致^[24]。已有研究表明,管理者持股可以使企业经营者与所有者目标趋于一致,提高管理者对创新活动热情,降低上市公司代理成本^[25]。剩余索取权理论认为,管理者持股给予管理者分享公司剩余索取权的权利,管理者会更加关注公司长期发展,有利于公司开展创新活动。因此,管理者进行创新活动一方面会付出私人成本,另一方面也能获得私人收益^[26]。现金股利和管理者持股都可以降低企业代理成本,现金股利发放能降低企业自由现金流,缓解企业过度投资,管理者持股则能将管理者利益与企业利益紧紧相连,管理者更有动力去考虑企业发展。管理层对企业的创新活动决策起到主导作用,合理有效的股权激励是企业的创新活动的必要保障。股权激励使得管理者与股东利益紧紧相连,管理者有意愿去提高企业创新绩效以此来获得更高的薪酬回报。在管理者持股条件下,现金股利发放对创新效率负向影响会被抑制,即管理者持股会正向调节现金股利对民营企业创新效率作用,据此提出如下假设。

H₄: 管理者持股会对现金股利支付意愿与民营企业创新效率负向影响产生抑制作用。

H₅：管理者持股会对现金股利支付水平与民营企业创新效率负向影响产生抑制作用。

二、研究设计

（一）模型建立与变量定义

为测定民营企业创新效率，采用数据包络分析法求解各个观测值创新效率。基于规模报酬变动假设，采用 BCC 模型测定民营企业创新效率。投入指标选用企业在物质资源方面投入情况，根据本领域通常做法，选取本年度发明专利申请数作为产出指标代理变量^[27]（见表 1）。

表 1 创新效率（Ie）评价指标

一级指标	二级指标	三级指标
创新投入（In）	资金投入指标	研发投入比重（研发投入金额/总资产）
创新产出（Out）	技术指标	当年发明专利申请数

已有研究表明公司规模、负债水平、公司成长性、董事会规模、董事长和总经理兼任情况、股权集中度和上市时间等因素会影响企业创新效率^[28]，各变量定义见表 2。

表 2 变量设置与说明

变量名称	变量代码	变量含义及说明
创新效率	Ie	DEA 模型计算所得纯技术效率
现金股利发放意愿	Div	如果公司当年发放现金股利，其取值为 1，否则为 0
现金股利支付水平	Dps	当年发放现金股利总额/总股数
管理层持股比例	Mo	管理层持股数量/总股数
公司规模	Size	公司总资产自然对数
资产负债率	Lev	负债总额/总资产
净利润增长率	Grow	净利润增长额/上期净利润
独立董事规模	Ddsize	独立董事人数/董事总数
董事长和总经理兼任情况	Dual	如果两职合一，其取值为 1，否则为 0
股权集中度	Cr3	前三大股东持股比例
上市时间	Cage	样本年份—上市时间

为验证现金股利发放与创新投入、效率关系以及管理者持股在此影响中发挥的调节作用，构建如下多元回归模型。

模型 a: $In = \alpha_0 + \alpha_1 Dps + \alpha_2 Controls + \epsilon$

模型 b: $Ie = \alpha_0 + \alpha_1 Div + \alpha_2 Controls + \epsilon$

模型 c: $Ie = \alpha_0 + \alpha_1 Dps + \alpha_2 Controls + \epsilon$

模型 d: $Ie = \alpha_0 + \alpha_1 Div + \alpha_2 Mo + \alpha_3 Mo \cdot Div + \alpha_4 Controls + \epsilon$

模型 e: $Ie = \alpha_0 + \alpha_1 Dps + \alpha_2 Mo + \alpha_3 Mo \cdot Dps + \alpha_4 Controls + \epsilon$

（二）样本选取与数据来源

选取沪深 A 股上市公司中的民营企业为初始样本，并对样本进行了如下删选：（1）删除金融行业公司，因其财务数据与其他行业存在较大差别；（2）剔除 ST 和 PT 公司，因为这两类公司连续亏损，不可能再发放现金股利；（3）剔除数据缺失公司。创新效率投入以及产出指标近几

年公司才开始披露，因此选取 2012—2016 年数据。最终共搜集 5 442 个公司年观测值数据，文章数据来源于 CSMAR 数据库。数据处理软件为 Excel2010、Deap2.1 和 Stata14.0，采用报告标准化系数的 OLS 回归方法。

三、实证分析

（一）描述性统计

对民营企业创新效率进行测算，根据模型测算所得纯技术效率进行回归检验，各变量描述性统计结果见表 3。

表 3 描述性统计结果

变量名	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Ie</i>	0.655 6	0.733 0	0.263 2	0.001 0	1.000 0
<i>Div</i>	0.803 7	1.000 0	0.397 2	0	1.000 0
<i>Dps</i>	0.109 0	0.060 0	0.154 2	0	3.000 0
<i>Mo</i>	0.241 0	0.205 3	0.222 9	0	0.891 8
<i>Size</i>	21.670 1	21.573 8	0.966 1	17.806 1	25.862 6
<i>Lev</i>	0.354 3	0.333 9	0.190 7	0.008 0	2.861 0
<i>Grow</i>	0.235 4	0.086 9	12.030 5	-195.783 6	512.674 5
<i>Ddsize</i>	0.376 1	0.333 3	0.054 1	0.181 8	0.666 7
<i>Dual</i>	0.373 7	0	0.483 8	0	1.000 0
<i>Cr3</i>	0.480 5	0.479 2	0.144 6	0.084 3	0.945 0
<i>Cage</i>	6.127 2	5.000 0	5.103 3	1.000 0	26.000 0

根据描述性统计结果，可以得出如下结论：第一，民营企业创新效率平均值为 0.655 6，最小值为 0.001 0，说明创新效率相差较大，创新效率有待改善。第二，现金股利发放意愿平均数 0.803 7，表明当前形势下民营企业有较大倾向发放现金股利。第三，现金股利支付水平平均数 0.109 0，最大值为 3.000 0，可见民营企业现金股利支付水平存在较大差异。第四，管理者持股比例平均值 0.241 0，中位数 0.253 0，最大值为 0.891 8，管理者激励幅度较小，且存在较大差异。第五，企业规模最小值 17.806 1，最大值 25.862 6，标准差较大，表明规模相差较大。第六，资产负债率均值 0.354 3，最小值 0.008 0，最大值 2.861 0，负债比率相差较大。第七，净利润增长率最小值 -195.783 6，最大值 512.674 5，且标准差较大，成长性存在较大差异。第八，独立董事比例平均数 0.376 1，标准差 0.054 1，表明独立董事比例差异较小。第九，两职合一概率 0.373 7，说明样本企业较大概率两职分离；前三大股东持股比例最小值 0.084 3，最大值 0.945 0，样本企业股权集中度差异较大。第十，上市年限最小值 1.000 0，最大值 26.000 0，且标准值差较大，可知样本企业上市年限差异较大。

（二）相关性分析

对变量进行相关性分析，以考察各变量之间的相互影响关系，结果（见表 4）显示，创新效率与现金股利支付意愿、现金股利支付水平负相关，与假设猜想一致。管理者持股比例、公司规模

模、资产负债率和企业成长性都与企业创新效率正相关，且各变量相关系数较小，故不存在多重共线性问题。

表 4 皮尔森相关系数表

变量	<i>Ie</i>	<i>Div</i>	<i>Dps</i>	<i>Mo</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Grow</i>	<i>Ddsize</i>	<i>Dual</i>	<i>Cr3</i>	<i>Cage</i>
<i>Ie</i>	1.000 0										
<i>Div</i>	-0.131 7 ³⁾	1.000 0									
<i>Dps</i>	-0.092 8 ³⁾	0.349 1 ³⁾	1.000 0								
<i>Mo</i>	0.007 3	-0.140 9 ³⁾	-0.047 5 ³⁾	1.000 0							
<i>Size</i>	0.249 8 ³⁾	-0.095 5 ³⁾	-0.142 7 ³⁾	-0.283 5 ³⁾	1.000 0						
<i>Lev</i>	0.083 3 ³⁾	0.174 2 ³⁾	0.159 1 ³⁾	-0.273 3 ³⁾	0.493 0 ³⁾	1.000 0					
<i>Grow</i>	0.029 7 ²⁾	-0.093 0 ³⁾	-0.035 1 ³⁾	0.016 1	0.047 4 ³⁾	-0.004 1	1.000 0				
<i>Ddsize</i>	-0.048 4 ³⁾	0.028 9 ²⁾	0.029 9 ²⁾	0.112 5 ³⁾	-0.095 4 ³⁾	-0.066 2 ³⁾	0.001 0	1.000 0			
<i>Dual</i>	0.022 9 ¹⁾	-0.006 3	-0.015 0	0.117 5 ³⁾	-0.108 9 ³⁾	-0.059 6 ³⁾	0.006 5	0.116 0 ³⁾	1.000 0		
<i>Cr3</i>	0.000 3	-0.137 2 ³⁾	-0.219 7 ³⁾	0.152 8 ³⁾	-0.014 5	-0.112 3 ³⁾	0.022 2 ¹⁾	0.064 5 ³⁾	0.061 2 ³⁾	1.000 0	
<i>Cage</i>	-0.016 7	0.209 4 ³⁾	0.099 2 ³⁾	-0.485 6 ³⁾	0.348 5 ³⁾	0.344 2 ³⁾	-0.008 4	-0.073 2 ³⁾	-0.122 1 ³⁾	-0.334 2 ³⁾	1.000 0

注：¹⁾、²⁾和³⁾分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

（三）回归结果分析

多元回归结果（见表 5）显示：模型 a 中，现金股利支付水平系数显著为负，表明随着现金股利支付水平提高，企业创新活动投入降低，假设 1 得到验证。模型 b 中，现金股利支付意愿系数显著为负，说明有倾向发放现金股利的民营企业创新效率较低，现金股利发放会降低企业对创新活动投资力度，导致创新效率低下，假设 2 得到验证。模型 c 中，现金股利支付水平系数小于零，且在 1%的显著性水平下显著，则现金股利支付水平对民营企业创新效率具有显著负面效应，表明民营企业创新效率会随着现金股利支付水平的提高而降低，即现金股利支付水平每增加一个单位，民营企业创新效率就会降低 0.078 3 个单位。现金股利支付水平越高，企业用于创新投资的资金就会更加紧张，自由现金流减少导致创新投资规模不足，进而影响企业创新产出，致使民营企业创新效率下降。进一步比较两者系数大小：模型 a 中现金股利水平与创新投入相关系数绝对值大于模型 c 中现金股利支付水平与创新效率相关系数，说明随着民营企业现金股利支付水平提高，创新投入水平和创新效率水平都有不同程度下降，但现金股利对创新投入水平抑制作用明显大于对创新效率的影响，表明现金股利发放抑制了民营企业创新投入水平，同时又对民营企业创新速率提出更高要求，假设 3 得到验证。

进一步分析表 6 调节效应回归结果可知，模型 d 中现金股利支付意愿系数显著为负，管理者持股比例系数以及交乘项系数显著为正，说明管理者持股在现金股利支付意愿对创新效率影响中确实起到了正向调节作用，且交乘项系数大于现金股利支付意愿系数绝对值，表明在发放现金股利时，若能增加管理者持股比例会对民营企业创新效率提升产生积极影响，管理者持股比例越高，管理者利益与企业利益联系更加紧密，管理者会更加注重对企业长远发展较为有利的创新活动，假设 4 得到验证。

表 5 各模型回归结果

解释变量	被解释变量		
	模型 a	模型 b	模型 c
<i>Div</i>		-0.056 2 ³⁾ (-6.11)	
<i>Dps</i>	-0.092 8 ³⁾ (-3.98)		-0.078 3 ³⁾ (-3.29)
<i>Size</i>	0.001 6 ³⁾ (3.81)	0.077 6 ³⁾ (17.83)	0.080 4 ³⁾ (18.39)
<i>Lev</i>	-0.012 2 ³⁾ (-5.71)	-0.013 8 (-0.64)	-0.024 5 (-1.13)
<i>Grow</i>	0.000 0 (0.20)	0.000 2 (0.62)	0.000 3 (1.06)
<i>Ddsize</i>	-0.012 3 ³⁾ (-1.97)	-0.144 1 ²⁾ (-2.25)	-0.151 4 ²⁾ (-2.36)
<i>Dual</i>	0.002 0 ³⁾ (2.84)	0.025 0 ³⁾ (3.49)	0.025 2 ³⁾ (3.51)
<i>Cr3</i>	-0.012 7 ³⁾ (-5.04)	-0.081 7 ³⁾ (-3.23)	-0.089 8 ³⁾ (-3.49)
<i>Cage</i>	-0.000 0 (-0.64)	-0.005 5 ³⁾ (-6.91)	-0.006 3 ³⁾ (-8.06)
<i>Constant</i>	0.062 8 ³⁾ (6.81)	-0.948 8 ³⁾ (-10.24)	-0.958 2 ³⁾ (-10.17)
<i>R</i> ²	0.028 3	0.086 0	0.081 5
<i>F</i>	19.78	63.87	60.28

注：¹⁾、²⁾和³⁾分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内数字为相应系数的 *T* 检验值。

表 6 调节效应回归结果

解释变量	被解释变量 <i>Ie</i>	
	模型 d	模型 e
<i>Div</i>	-0.071 2 ³⁾ (-5.70)	
<i>Dps</i>		-0.135 7 ³⁾ (-3.99)
<i>Mo</i>	0.111 6 ³⁾ (2.80)	0.075 9 ³⁾ (3.57)
<i>Mo • Div</i>	0.081 6 ¹⁾ (1.94)	
<i>Mo • Dps</i>		0.223 5 ²⁾ (2.39)
<i>Size</i>	0.077 7 ³⁾ (17.65)	0.080 4 ³⁾ (18.22)
<i>Lev</i>	-0.009 4 (-0.44)	-0.018 5 (-0.85)
<i>Grow</i>	0.000 2 (0.57)	0.000 3 (0.98)
<i>Ddsize</i>	-0.156 1 ²⁾ (-2.44)	-0.162 5 ³⁾ (-2.53)
<i>Dual</i>	0.024 4 ³⁾ (3.40)	0.024 3 ³⁾ (3.38)
<i>Cr3</i>	-0.082 1 ³⁾ (-3.25)	-0.093 0 ³⁾ (-3.61)
<i>Cage</i>	-0.004 5 ³⁾ (-5.26)	-0.005 3 ³⁾ (-6.25)
<i>Constant</i>	-0.974 7 ³⁾ (-10.41)	-0.976 9 ³⁾ (-10.25)
<i>R</i> ²	0.087 5	0.083 7
<i>F</i>	52.11	49.62

注：¹⁾、²⁾和³⁾分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内数字为相应系数的 *T* 检验值。

模型 e 中，现金股利支付水平系数小于零，管理者持股比例以及交乘项系数大于零，且均在 1%的显著性水平下显著（交乘项 5%），说明管理者持股比例会正向调节现金股利支付水平对民营企业创新效率的负面影响；同时交乘项系数显著大于现金股利支付水平系数绝对值，表明若能在提高现金股利支付水平的同时提高管理者持股比例，就会显著调节现金股利支付水平对民营企业创新效率负面影响，假设 5 得到验证。

企业规模和两职合一均对民营企业创新效率产生正面效应，独立董事规模、前三大股东持股比例和上市年限均对民营企业创新效率产生负面影响，资产负债率以及企业净资产增长率对创新

活动效率影响不显著。在以上五个模型中,所有变量的符号均未发生改变,且除了资产负债率和企业净资产增长率不显著以外,其余变量系数均显著,具有统计学意义,同时也表明研究结果具有一定稳健性。

四、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

第一,现金股利支付水平对创新投入水平会产生负面效应,抑制企业创新活动投入强度。企业创新活动离不开资金支持。对于民营企业来讲,自有资金是创新投入的重要资金来源,现金股利的发放会降低企业自由现金流量,用于投资创新活动资金投入强度会受到抑制。

第二,现金股利支付意愿会降低民营企业创新效率,且此负面效应会随着支付水平的提高而扩大,对民营企业创新效率产生抑制作用。现金分红带来创新投入不足,创新投入减少导致创新产出降低,因而对创新效率产生负面影响。

第三,现金股利支付水平对创新投入水平的抑制效果明显大于对创新效率的影响。尽管现金分红会抑制创新投入进而对创新效率产生负向影响,但是一方面,现金股利发放可以显著降低企业代理成本,同时现金股利的发放会向外界投资者传递企业经营业绩良好这一信号,有利于改善民营企业外部融资环境;另一方面现金分红使民营企业自由现金流受限,能有效缓解过度投资问题,促使管理者关注资金使用效率,从而促进企业强化投资项目管理,通过改善创新产出提升创新效率。这一研究结论将现金分红对创新投入与创新效率的影响分离,为民营企业破解现金分红与创新投入之间相向而行的难题提供了思路。

第四,管理者持股比例在现金股利对民营企业创新效率影响上有着显著的正向调节作用,不管是针对支付意愿还是支付水平,此正向调节作用都十分明显。管理者持股作为降低代理成本的一个手段,明显不同于现金股利政策,管理者持股会使得管理者利益与企业利益紧紧相连,管理者会考虑企业长远发展以此来获得自己利益最大化,这样就有效避免了管理者的道德风险,降低企业代理成本。而创新活动是企业获得长远发展的源泉,因此在管理者获得股权激励条件下,管理者会更加注重对创新活动的管理,企业创新效率也会因此得到提升,企业综合竞争实力得到增强,企业的利益和管理者个人利益均能得到保障,可见管理者持股在企业创新实践中具有“激励相容效应”,会抑制现金股利对民营企业创新效率的负向影响。

(二) 政策建议

第一,完善民营上市公司股利政策,采取多样化股利政策。适当的现金分红有助于发挥现金股利政策的公司治理职能,也能较好地满足中国证监会现金分红政策的要求,特别是对有再融资需求的民营企业来说,现金股利发放必不可少。但是研究结论显示现金分红会降低企业自由现金流,导致企业创新活动投资不足,进而影响企业创新效率。因此民营企业需要很好地完善公司股利政策,在使用现金分红的同时,考虑股票股利、股票回购和股票分割等多种方式相结合。

第二,适当现金分红增强外部投资者信心。创新活动需要保密,企业很少会对创新活动进行披露,造成内部管理层与外部投资者信息不对称。况且在当前监管部门“半强制分红”的背景下,民营企业适当发放现金股利是必要的,这样有利于增强外部投资者的信心,而现金分红对创新投入和创新效率的负向影响可以通过加强项目与资金管理来减缓或避免。

第三,创新效率的提升需要从投入和产出两方面下功夫。在创新投入一定的情况下,企业增加创新产出能够提升创新效率;在创新投入减少的情况下,增加创新产出企业的创新效率提升更加显著。现金股利支付虽在一定程度上降低了创新投入水平,给管理者带来资金压力,迫使管理层采取有效措施提升资金使用效率,从而提升企业的创新效率。因此,民营企业提升创新效率更应该关注的是加强创新活动管理、提高资金使用效率。

第四,设计更加科学合理的针对企业管理层的激励制度以提高民营企业技术创新效率。管理层对企业的创新活动决策起到主导作用,管理层持股可以激发管理者进行创新活动的热情,进一步发挥民营企业创新的主体作用,提升企业创新效率。

第五,现金股利政策与股权激励政策并行。为了有效规避发放现金股利对创新效率带来的负面影响,上市公司可以通过管理者持股来调节所发生的抑制作用,这样能更好地发挥政策的治理职能,在提升企业绩效的同时促进创新效率的提高。

本研究的不足在于,着重考虑现金股利政策对民营企业创新效率的影响,未能考虑不同企业自有现金流量不同带来的影响,未来的研究可以考虑现金股利政策对高融资约束公司以及低融资约束公司的影响方式是否存在差别,且管理者持股这一股权激励效应发挥的作用是否存在差别。

参考文献:

- [1] 杨洁,邓芬逸,胥朝阳.信息渠道还是风险渠道?——不同资金来源视角下研发投资的融资约束分析[J].财会通讯,2018(23):21-24.
- [2] 刘亭立,罗暘洋.现金股利对过度投资的抑制效应研究[J].统计与决策,2015(24):184-186.
- [3] 魏志华,李常青,吴育辉,等.半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论——基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究[J].会计研究,2017(7):55-61.
- [4] 罗利华,胡先杰,冯君.企业创新效率评价指标体系实证比较研究[J].科研管理,2018,39(2):60-65.
- [5] 徐建中,曲小瑜.装备制造业环境技术创新效率及其影响因素研究——基于DEA-Malmquist和Tobit的实证分析[J].运筹与管理,2015,24(1):246-254.
- [6] 魏峰,江永红.安徽省中小企业技术创新效率的评价及影响因素分析[J].中国科技论坛,2012(8):100-106.
- [7] 王艳,龚新蜀,李津津.基于SFA模型的新疆装备制造业技术创新效率及影响因素分析[J].科技管理研究,2017,37(12):146-151.
- [8] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of financial economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [9] 王茂林,何玉润,林慧婷.管理层权力、现金股利与企业投资效率[J].南开管理评论,2014,17(2):13-22.
- [10] 陈艳,李鑫,李孟顺.现金股利迎合、再融资需求与企业投资——投资效率视角下的半强制分红政策有效性研究[J].会计研究,2015(11):69-75.
- [11] 肖珉.现金股利、内部现金流与投资效率[J].金融研究,2010(10):117-134.
- [12] EASTERBROOK F H. Two agency-cost explanations of dividends[J]. American economic review, 1984, 74(4): 650-659.
- [13] ROZEFF M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. The journal of financial research, 1982, 5(3): 249-259.
- [14] 叶继英,张敦力.控股股东、高管股权激励与现金股利政策[J].财经问题研究,2014(2):60-66.
- [15] 刘衡,苏坤,李彬.现金分红、盈余管理方式选择与企业价值[J].中国会计评论,2013,11(3):277-300.
- [16] 王小泳,孔东民,李尚鹭.现金分红的连续性、投资效率与公司价值——基于面板结构VAR模型的实证分析[J].中国管理科学,2014,22(3):103-114.
- [17] 王文华,梁平,王丹.研发投入与企业绩效:制度环境的调节作用研究[J].常州大学学报(社会科学版),2014,15(6):27-30.

- [18] 李汇东,唐跃军,左晶晶.用自己的钱还是用别人的钱创新?——基于中国上市公司融资结构与公司创新的研究[J].金融研究,2013(2):170-183.
- [19] 胡曲应.公司治理结构、股利分配与企业创新绩效三元关系实证研究[J].科技进步与对策,2017,34(18):88-94.
- [20] 王卫星,付明家,张佳佳.融资结构对民营企业创新效率的影响研究——基于创业板上市公司的实证检验[J].会计之友,2018(3):156-161.
- [21] 刘景江,王文星.管理者注意力研究:一个最新综述[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2014,44(2):78-87.
- [22] 吕文栋,刘巍,何威风.管理者异质性与企业风险承担[J].中国软科学,2015(12):120-133.
- [23] 朱德胜,周晓珮.股权制衡、高管持股与企业创新效率[J].南开管理评论,2016,19(3):136-144.
- [24] FRYDMAN C, SAKS R E. Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936—2005 [J]. Review of financial studies, 2010, 23(5): 2099-2138.
- [25] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [26] 田轩,孟清扬.股权激励计划能促进企业创新吗[J].南开管理评论,2018,21(3):176-190.
- [27] 孙早,肖利平.融资结构与企业自主创新——来自中国战略性新兴产业 A 股上市公司的经验证据[J].经济理论与经济管理,2016(3):45-58.
- [28] 姚立杰,周颖.管理层能力、创新水平与创新效率[J].会计研究,2018(6):70-77.

Cash Dividend Policy, Manager Shareholding and Innovation Efficiency of Private Enterprises

Wang Weixing, Fu Mingjia, Yu Tianwen

Abstract: Endogenous financing is an important source of funds for private enterprises' innovation investment. Cash dividend policy will have direct impacts on retained earnings. The study of the impacts of cash dividend distribution on the innovation investment and innovation efficiency of private enterprises is conducive to the decision-making of dividend distribution. This paper takes the A-share private enterprises as samples, uses the DEA model to calculate the innovation efficiency data of private enterprises from 2012 to 2016, studies the impacts of cash dividend distribution on the company's innovation efficiency, and incorporates the manager's equity incentive into the model to explore the regulatory effect of manager shareholding on the impacts of cash dividend on innovation efficiency. The empirical results show that cash dividend will significantly inhibit the innovation investment and innovation efficiency of private enterprises; the impact of cash dividend payment level on innovation investment is greater than its impact on innovation efficiency; manager shareholding has played a significant positive adjusting role in the model of the impacts of cash dividend distribution willingness and payment level on innovation efficiency and this positive regulatory effect is significantly higher than the negative effect of cash dividend on the innovation efficiency of private enterprises.

Keywords: private enterprise; innovation efficiency; cash dividend; equity incentive

(收稿日期:2019-01-07;责任编辑:沈秀)