



经理管理防御下的公司股利政策研究综述

2011-08-11 09:54:53

吕晗

(杭州电子科技大学, 浙江 杭州 310018)

【摘要】代理理论认为, 股东可以通过负债、接管等内、外部机制约束经理人以降低代理成本。然而, 管理防御研究却揭示出, 具有防御动机的经理人在这些控制机制下对时务政策的选择本身就是一个代理问题, 这是传统代理理论所忽略的。本文针对管理防御对股利政策的影响做了整理, 回顾并进行了评价

【关键词】管理防御 股利政策

随着所有权与经营权的分离, 上市公司的代理问题逐渐暴露。从理性经纪人角度看, 经理人控制了企业的决策权, 他们必然会从自身效用最大化出发来进行企业管理, 他们会投资于那些短期项目, 他们投资决策在很多时候会过于保守, 给企业造成了损失。另一方面, 股东从自己利益最大化出发, 会着力降低代理成本, 经理人面临的被解雇撤职的风险就加大, 经理人为了自己在经理人市场的声誉, 保住自己的职位, 会从固守职位的角度而不是企业利益最大化出发来进行决策, 由此产生了管理防御问题。经理管理防御理论从一个新的角度来研究代理问题, 是代理问题的深化。

一、管理防御假说的兴起与定义

Jensen、Meckling (1976) 指出, 当经理人和股东都是追求效用最大化时, 有理由相信经理不会一直从股东利益最大化出发进行决策。当经理层持有公司100%股份时, 他的私人利益就是公司利益, 此时, 他的决策就会符合公司发展的要求。当经理层持有本公司的股份减少时, 他就会进行在职消费, 控制公司财产获取私人收益, 但是他只需要承担一部分的费用。Fama、Jensen (1983) 指出, 在市场监督下, 持有公司股份低的经理人也会追求企业价值最大化, 相反, 经理人持有较高股份时, 他们有足够多的投票权和决策权来保证他们拥有吸引人的薪酬水平的岗位。这些论点引发了管理防御假说。

而对于管理防御的定义, 袁春生、杨淑娥 (2006) 对管理防御的定义为经理人在公司内外部控制机

制下，选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化的行为。黄国良、董飞、李寒俏（2010）表示在信息不对称和契约不完备的情况下，自利管理者与股东之间的利益冲突会引发管理者固守职位并最大化自身效用的管理防御行为。

纵观于管理防御的研究，国外的起步比较早，而国内对于管理防御的研究不是很多，一般都围绕管理防御与资本结构、非效率投资等方面论述。

二、管理防御的影响因素及其度量

Chan、Victor W(1998)认为经理人能力的高低和转换工作成本的高低都是影响其管理防御行为的重要因素。Gompers、Ishii、Metrick(2001)文章用24不同的公司治理条款一大多数是用来防御恶意收购来构建“治理指数”，G指数越大则表示股东权利越小，即经理人管理防御大；G指数越小表示股东利益最大，即经理人管理防御越小。张海龙、李秉祥（2010）分析了管理防御产生的主要原因，认为高转换成本、专用性的人力资本价值减损、经理控制权收益损失的不可弥补性是管理防御产生的主要因素。而作者又认为股权流动性较差，限制了外部接管这种监督方式的运用、经理人选拔机制的非市场化导致经理人对控股股东的迎合、经理人退出企业的保护条款缺乏增强了其管理防御行为动机等是管理防御产生的深层次因素。

总体来说，对于管理防御的影响因素一般都是从经理人自身角度、外部机制、内部控制方面来解释的，对于测度的方法一般就是做线性回归，没有提出一个比较统一的计算方法。

三、管理防御与股利政策的关系

Alon Brav、John R.Graham、Campbell R.Harvey、Roni Michael（2005）文章对384位财务主管进行调查，研究是什么因素影响了股利发放和股票回购决定。作者发现维持一定的股息水平是与投资决策一致的，而股票回购是出于投资后剩余现金的利用。研究指出股利支付和盈余之间的关系越来越薄弱，许多经理现在都倾向于股票回购，因为它比股利支付政策更灵活，而且文章并没有找到支持信号传递理论、代理成本理论的依据。一旦股利政策启动，经理人就太愿意降低或终止股利支付，所以股利政策与经理人管理防御没有关系。李秉祥、张明、武晓春（2007）文章通过理论和实证分析得出我国上市公司经理管理防御对公司现金股利支付水平有显著影响，表现在现金股利支付水平与企业经营业绩、财务杠杆比率、企业规模具有显著正相关。李锦（2009）文章用2005-2007年的数据进行实证研究，实证结果显示总经理持股数量和总经理薪酬与是否发放现金股利显著正相关，总经理任期与是否发放现金股利显著负相关；总经理是否兼职董事长与每股现金股利显著负相关。

国外对于管理防御与股利政策的关系研究起步较早，对于股利政策的理论提出了自有现金流假说、代理成本假说、信号传假说，但是对于管理防御对股利政策的影响并没有得出一个明确的结论；另一方面国外的文章在研究内容上有很多的本国特色，如董事会分类、交叉董事会等对管理防御的影响，这些使得他们的结论在中国市场不一定适用。我国对于管理防御与股利政策的相关性研究的并不多，研究也都没有很深入。文章作者都是直接提出一些指标如高管持股、薪酬等来实证分析他们对股利政策的影响，并没有验证这些指标对经理人管理防御的程度影响是否显著，文章并没有提出管理防御的指标，而是用管理防御的影响因素来代替，研究可能会有偏差。

四、结语

传统代理理论强调公司财务决策的目标是股东价值最大化，而经理管理防御研究的兴起与发展却揭

示出，财务政策选择本身在经理人和股东的目标之间就存在着冲突。作为对代理理论研究的深化，经理管理防御假说对于解释现实财务行为提供了一个新的视角。

参考文献

- [1] Jensen, M. C., Meckling.
Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure
[J]. Journal of financial economics. 1976(3): 305-360
- [2] Fama, E. F., Jensen, M. C. Separation of ownership and control[J].
Journal of law & economics. 1983(6): 301-325
- [3] 袁春生, 杨淑娥. 经理管理防御与企业非效率投资[J]. 经济问题. 2006(6): 40-42
- [4] 黄国良, 董飞, 李寒俏. 管理防御视域下的管理者特征与公司业绩研究[J]. 商业研究. 2010(9):
54-58
- [5] Cha-Chung Chan, Victor W. Managerial entrenchment and financing decision[J].
Journal of management and systems. 1998(1): 41-62
- [6] Gompers, Ishii, Metric. Corporate governance and equity prices[J].
National bureau of economic research. 2001(118): 107-155
- [7] 张海龙, 李秉祥. 经济转型期我国企业经理管理防御行为动因分析[J]. 财会月刊. 2010: 83-85
- [8] Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey, Roni Michael.
Payout policy in the 21st century[J]. Journal of financial economics. 2005(77): 483-527
- [9] 李秉祥, 张明, 武晓春. 经理管理防御对现金股利支付影响的实证研究[J]. 中国财经政法大学学
报. 2007(6): 134-144
- [10] 李锦. 经理管理防御对上市公司现金股利政策影响的实证研究[D]. 厦门大学. 2009

作者简介: 吕晗(1986-), 女, 杭州电子科技大学, 研究方向: 资本市场与公司理财。

(备注: 以出刊内容为准)

[设为首页](#) | [加入收藏](#) | [关于本站](#) | [版权声明](#) | [诚聘英才](#) | [联系方式](#) | [友情链接](#) | [我要统计](#)

主管: 中国人民银行昆明中心支行 版权所有: 《时代金融》杂志社
网络实名: 时代金融、时代金融杂志、时代金融杂志社、《时代金融》编辑部
社址: 昆明市正义路69号
电子邮箱: ynsdj r@126.com 电话: 010-57107535 0871-3212464
版权所有 未经许可不得复制或建立镜像

电信与信息服务业务经营许可证: 京ICP备案中 组织机构代码: 79718261-3