Finance 金融, 2024, 14(3), 833-843
Published Online May 2024 in Hans. https://www.hanspub.org/journal/fin
https://doi.org/10.12677/fin.2024.143089

Hans汉斯

创始经理人影响现金股利政策的实证研究

——基于声誉理论视角

何怡芝

广东财经大学经济学院，广东 广州

收稿日期：2024年3月4日；录用日期：2024年3月19日；发布日期：2024年5月16日

摘　要

本文基于股利政策中的声誉理论，以2010~2021年深市创业板上市公司为样本，实证检验了创始经理人对企业现金股利分配的影响。研究结果发现，创始经理人控制的企业的现金股利支付意愿和支付水平均显著高于职业经理人，且创始经理人的持股比例与现金股利支付水平负相关。建议充分发挥创始经理人的才能完善公司治理结构，形成良好的股利分配政策。

关键词

创始经理人，现金股利政策，声誉理论，股权集中度

An Empirical Study on the Influence of Founding Managers on Cash Dividend Policy

—Based on the Perspective of Reputation Theory

Yizhi He

School of Economics, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou Guangdong

Received: Mar. 4th, 2024; accepted: Mar. 19th, 2024; published: May 16th, 2024

Abstract

Based on the reputation theory in dividend policy, this paper empirically examines the impact of founding managers on the cash dividend distribution of companies based on the sample of companies listed on the ChiNext board of the Shenzhen Stock Exchange from 2010 to 2020. The results show that the willingness and level of cash dividend payment of enterprises controlled by the founding managers are significantly higher than those of professional managers, and the share-

文章引用: 何怡芝. 创始经理人影响现金股利政策的实证研究[J]. 金融, 2024, 14(3): 833-843.
DOI: 10.12677/fin.2024.143089

holding ratio of the founding managers is negatively correlated with the level of cash dividend payment. It is suggested that the talents of the founding managers should be given full play to improve the corporate governance structure and form a good dividend distribution policy.

Keywords

Founding Managers, Cash Dividend Policy, Reputation Theory, Equity Concentration

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/
Open Access

1. 问题的提出

实现中国式现代化是党二十大提出的要求，而中国式现代化的本质要求是共同富裕，共同富裕强调经济活动的参与主体要开展价值共创共享的内涵。创始人是企业最初的创立者，更是经济活动中重要的的参与主体。企业早期的发展离不开创始人整合资源的领导力以及敢于承担风险的魄力(买忆媛、古钰，2023) [1]。在创立企业时，他们往往更能重视多方群体的利益需求，并且有足够的领导力协同利益相关者进行价值共创，这与共同富裕共益共生的价值内涵不谋而合(路军、李文贵，2023) [2]。与此同时，在鼓励“大众创业，万众创新”的政策支持下，创始经理人更能发挥出其带头致富、分享财富、共同富裕的作用。在该政策背景下，民营企业数量 2012 年~2022 年从 1085.7 万户增长到 4700 多万户[1]，在十年的时间内翻了两倍，为我国的经济发展做出了巨大贡献。在民营企业中，创始人往往在企业管理中发挥着重要作用。与职业经理人相对应，我们将创始人担任企业 CEO 称为创始经理人。创始经理人既是享有现金流的股东又是拥有管理权的经理人(朱信贵、胡志立，2021) [3]，关注创始经理人对企业财务决策的影响具有重要的学术价值和现实意义。

2. 文献综述

股利政策是公司理财的核心问题之一，是上市公司期末收益分配问题的重要决策。企业做出良性的股利政策决策不仅对维护投资者权益具有积极作用，对社会公平正义更具有重要意义。目前，已有不少学者对影响股利政策的因素进行了大量的研究。首先，在我国具有独特的半强制分红政策背景下，魏志华、李常青(2017) [4]研究发现这种政策使得利用派现降低代理成本和发送企业盈利信号这两种经典理论的解释力在一定程度上有所削弱。其次，对于普通管理层来说，贾凡胜和张一林(2023) [5]发现在差别化股利税实施后，持股越多的管理层出于自利的动机，现金分红水平越高。杨汉明、赵鑫露(2019) [6]认为随着管理层能力不断提升，企业获得更多利润，因此企业也会派发更多现金股利。然而创始经理人不同于普通股东与职业经理人，一方面其既是享有现金流权的股东，又是拥有管理权的经理人，因而其可能会更注重企业投资等长期发展，增加现金股利支付，以增强再融资能力；另一方面出于创始经理人对企业情感上的连接，他们更愿意维护企业声誉，因此会偏向高现金支付。那么，创始经理人是否会增加现金股利的支付意愿和水平？创始经理人的持股比例是否会对现金股利政策造成影响？

由于创业板公司具有以下特点：企业类型以高科技及创新型为主；相对于主板上市企业，其企业成立时间较短、规模较小、具有极高的成长性且创业板上市公司创始人比较活跃。本文选择创业板企业数

[1]数据来源于人民网：http://finance.people.com.cn/n1/2023/0309/c1004-32640644.html。

据，具有较好的代表性。因此本文利用 2010 年~2020 年创业板企业作为样本，考察创始经理人对股利政策的作用。本文主要存在以下三点贡献与启示。(1) 丰富了企业内部影响企业股利政策的相关文献。目前已有的企业内部与股利政策的研究主要聚焦于家族企业、高管的能力、大股东控制权和所有权的分离度、企业内部研发创新等(杨超、山立威，2018；吴国鼎，2023；陈晓珊，2023) [7] [8] [9]，关于创始经理人的研究鲜有涉及。本文以创始经理人为契机进行研究，弥补了相关文献的缺失。(2) 丰富了创始经理人对企业财务管理的相关研究。与一般企业相比，创始人家族所在的企业拥有的专用性资产，使得他们在企业财务分配过程中具有独特的影响力。现有文献大多考察家族企业管理对企业的影响(姜付秀、郑晓佳，2017；魏志华、吴育辉 2012；张俭、石本仁，2014) [10] [11] [12]，仅有少数研究从创始人的视角揭示了创始人对企业业绩、企业成长、企业创新与研发等的影响(徐炜、王超，2016；胡波、王骜然，2016；石晓军、王骜然，2017) [13] [14] [15]。(3) 从实践上看，从企业层面探讨共同富裕，创始经理人是一个不可忽视的影响因素，具有一定的现实意义。

3. 理论分析与研究假设

与本文密切相关的研究脉络主要有两个方面：一是创始经理人与现金股利政策；二是创始经理人股权集中度对股利政策的影响。

3.1. 创始经理人与现金股利政策

股利政策具有信号传递(signaling)作用，即在委托－代理结构中，掌握私有信息的一方即企业内部的管理层为了使未行使经营权的股东、投资者等确信其代理行为的有效性，借用各种渠道和方式向外界发出有效信息作为证明的过程。根据股利政策的信号传递理论，在不完美市场中，信息不对称问题很常见，即企业的内部管理者相比外部投资者掌握着更多的公司信息。因此，管理者可以通过增加股利等形式向外部传达公司的有利经营信息或者对公司未来发展前景预计良好(Amihud & Murgia,1997) [16]。相反，股利的削减将被认为预示着不乐观的公司盈利前景(陈晓，1998) [17]。因此，现金股利政策往往被投资者视为预估风险水平的重要手段。

创始经理人与非创始经理人的利益目标和治理机制存在显著差异。创始人以寻求长期股东收益最大化为战略目标(Fahlenbrach, 2009) [18]，会更加关注公司的声誉(Leone, 2008) [19]，并且会为企业的生存及长期发展付出巨大的努力，其自身的声誉与企业的成功也具有相关性(夏立军，2012) [20]。而非创始人一般是通过企业兼并等形式接收企业，他们热衷于操纵资本以获取短期收益。并且由于缺乏同企业情感上的连接，他们相比上市公司的长远发展更注重自身利益的获取(王明琳，2006) [21]。创始经理人与家族企业在一定程度上具有相同的特性，家族企业为了弥补其治理机制的不足，会通过发放现金股利与外部投资者建立良好信誉关系(Isakow & Weisskopf, 2015) [22]。

因此，在我国投资者保护机制还不完善的情况下，创始经理人为了企业发展长远利益的目标，将倾向于制定积极的现金股利政策来回报股东，维护其保护外部股东的形象。并在此基础上与投资者建立良好的合作关系，以此吸引潜在的外部投资者为其企业长远发展提供更多融资。

基于此，本文提出假设：

H1：创始经理人具有更高的股利支付意愿和股利支付水平。

3.2. 创始经理人持股比例对现金股利政策的影响

企业的现金股利政策在一定程度上与企业自身的股权结构密切相关。当企业呈现不同的股权结构时，其显现的代理问题也具有明显差异，最后的现金分红水平也是不尽相同。一方面，在股权集中度较分散

的企业中，主要受第一类代理问题影响，即股东和管理层之间的代理问题。为了抑制管理层只从自身利益出发，企业往往会发放更多的现金股利来减少管理层可支配的自由现金流，以此降低代理成本(Jensen & Meacking, 1986) [23]。而与职业经理人相比，创始经理人对研发投资决策具有偏好风险特征，其持股比例与研发投入呈倒“U”关系，因此当创始经理人拥有一定持股时，其更可能增加自由现金流的支出用于研发等投资决策，从而导致现金股利支出减少。另一方面，在股权集中度较高的企业中，企业受第二类代理问题影响更多即大股东存在更大势力，他们有存在掏空小股东的动机和能力以此损害小股东的利益(La Porta, 2000) [24]，在这类代理问题中，大股东为了自身利益最大化，通过制定更自利的股利政策，以此侵犯中小股东的利益。根据 CSMAR 数据统计，相比职业经理人，创始经理人平均持有股份有 21.5，而职业经理人只有 3.6，一定数量的创始经理人不仅属于管理层更属于大股东。

由于持股比例不同，控股股东的行为会发生变化，在持股比例较高或较低时，控股股东的行为产生两种不同的效应。最早对上市公司的股权集中度和股利支付率的研究中发现股权越集中股利支付率越低(Rozeff, 1982) [25]。也有研究表明，当股东持股比例位于较低水平时，随着持股比例的上升，控股股东会增加侵占中小股东利益的可能性；当持股比例处于较高水平时，由于大股东的利益与企业的利益紧密相连，这时控股股东侵害中小股东利益的可能性反而会被减弱。但国内大量对企业的股利政策和股权结构的研究表明，股权集中度和股利支付水平存在正相关关系，但这种股利分配政策会侵害中小股东的权益(王春华、崔俊，2013；赵瑞杰、吴朝阳，2017) [26] [27]。在股权集中度高的公司中现金股利政策更多地表现为大股东转移资源的工具，并非是保护中小股东利益的手段。出于自身利益最大化的动机，控股股东会选择较高的股利支付率政策来挖空上市公司(谢军、王娃宣，2009) [28]。而创始经理人的目标与追求一定程度上和企业的长远目标保持一定，其挖空上市公司的可能性更小。

基于此，本文提出假设：

H2：创始经理人持股比例越高，其现金股利支付意愿和支付平也越低。

4. 研究设计

4.1. 数据来源

本文的样本为 2010~2021 年中国创业板的全部上市公司，数据源自 CSMAR 数据库。同时，我们对样本进行了如下筛选和处理：(1) 剔除上市不满一年的企业；(2) 剔除净资产为负的企业；(3) 剔除金融类企业；(4) 为控制极端值对回归结果的影响，我们对研究中涉及的连续变量 5%以下和 95%以上的分位数进行缩尾处理。

4.2. 变量定义

1) 现金股利政策。本文参考徐寿福(2012) [29]、杨汉明等(2019)等研究以股利支付意愿(Ddum)以及每股(税前)现金股利(Dps)来衡量，代表企业该年度现金股利发放力度。

2) 创始经理人。借鉴朱信贵等(2021)的研究，公司 CEO 由创始人担任，界定为创始经理人。

3) 两权分离度。本文借鉴吴国鼎(2023)采用大股东对企业的控制权和所有权的比值来度量两权分离度(Sep)。这一比值越大，说明两权分离度越大。

4) 总经理持股比例。将这一部分分为创始经理人持股比例和职业经理人持股比例。

5) 控制变量。参考徐寿福(2015) [30]、胡国柳(2023) [31]、刘行(2023) [32]等研究，选择的控制变量包括：企业绩效(Roa)、企业规模(Lnasset)、财务杠杆(Lev)、第一大股东持股比例(Top1)、经营现金流充裕程度(Wcfo)、董事会规模(Bsize)，如下表 1 所示。

Table 1. Description of variables
表 1. 变量名称及变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	现金股利支付意愿	Ddum	当企业发放现金股利时取 1，否则取 0
	每股现金股利	Dps	每股现金股利
解释变量	创始经理人	FCEO	创始人担任 CEO
	经理人持股比例	CEOshare	CEO 持有的股份/总股份
控制变量	两权分离度	Sep	控制权和所有权的比值
	企业绩效	Roa	净利润/总资产
	企业规模	Size	总资产的对数化处理
	财务杠杆	Lev	负债与总资产的比值
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持有的股份/总股份
	经营现金流充裕程度	Wcfo	经营活动现金流净额/总资产
	董事会规模	Bsize	董事会规模的对数化处理
	行业	Industry	行业虚拟变量，根据证监会《2012 年行业分类指引》，共分为 20 个行业
	年份	Year	年度虚拟变量，2010~2020 年

4.3. 回归模型

1) 创始经理人对现金股利支付意愿的影响。本文采用 Logit 模型进行回归，回归模型如下：

$$\text{Logit}(\text{Ddum}) = \alpha + \beta_1 \text{FCEO} + \beta_2 \text{Control} + \sum \text{year} + \sum \text{industry} + \varepsilon \quad (1)$$

2) 创始经理人对每股现金股利的影响。本文采用 Tobit 模型进行回归，回归模型如下：

$$\text{Tobit}(\text{Dps}) = \alpha + \beta_1 \text{FCEO} + \beta_2 \text{Control} + \sum \text{year} + \sum \text{industry} + \varepsilon \quad (2)$$

3) 创始经理人持股比例对现金股利政策的影响。本文在上述两个模型中加入 FCEO × CEOshare 的交互项，回归模型如下：

$$\text{Logit}(\text{Ddum}) = \alpha + \beta_1 \text{FCEO} + \beta_2 \text{CEOshare} + \beta_3 \text{FCEO} \times \text{CEOshare} + \sum \text{year} + \sum \text{industry} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{Tobit}(\text{Dps}) = \alpha + \beta_1 \text{FCEO} + \beta_2 \text{CEOshare} + \beta_3 \text{FCEO} \times \text{CEOshare} + \sum \text{year} + \sum \text{industry} + \varepsilon \quad (4)$$

4.4. 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计信息。从中可以发现：2010~2021 年的样本中，现金股利支付意愿的均值为 0.847，表明创业板样本企业中大约有 84.7%倾向于发放现金股利；另外，创业板上市企业每股现金股利差异明显，最高每股现金股利达到了 4.5，而其均值只有 0.158，由此可见创业板上市公司整体的股利发放力度极度不平衡。相比成熟的资本市场，其每股股利平均值也低很多。总经理持股比例最大值为 89.85，但均值为 11.595。我国创业板企业现金股利仍然存在很多不合理、不平衡的地方。

Table 2. Descriptive of variables
表 2. 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
Ddum	6471	0.847	0.34	0	1	1
Dps	6471	0.158	0.279	0	4.5	0.1
FCEO	6471	0.466	0.499	0	1	0
CEOshare	6471	11.959	15.201	0	89.85	4.275
Sep	6471	3.08	5.889	−4.54	49.398	0
Size	6471	21.31	0.862	18.679	26.452	21.205
Lev	6471	0.303	0.173	0.011	1.687	0.278
Roa	6471	0.0533	0.079	−1.629	0.542	0.054
Top1	6471	31.0947	13.272	2.79	99	29.445
Wcfo	6471	0.952	0.207	0	4.296	0.972
Bsize	6471	2.063	0.189	1.386	2.708	2.079

5. 实证分析

5.1. 均值差异检验

表 3 报告了主要变量的均值差异检验。样本量 1 为创始经理人，样本量 2 为职业经理人。从表中可以发现，创始经理人发放现金股利的意愿和现金股利发放力度均略高于职业经理人。创始经理人的平均持股比例为 21.184，职业经理人的平均持股比例为 3.601，创始经理人的持股比例远大于职业经理人。职业经理人的平均两权分离度程度、企业规模、财务杠杆、董事会规模水平更高。创始经理人的平均企业绩效、第一大股东持股比例、经营现金流充裕程度的水平更高。

Table 3. Difference in mean
表 3. 均值差异检验

变量	样本量 1 (1)	均值	样本量 2 (0)	均值	Difference in mean
Ddum	3015	0.871	3456	0.826	0.045***
Dps	3015	0.165	3456	0.153	0.012*
CEOshare	3015	21.184	3456	3.601	17.935***
Sep	3015	2.493	3456	3.116	−0.623***
Size	3015	21.184	3456	21.421	−0.237***
Lev	3015	0.288	3456	0.316	−0.028***
Roa	3015	0.057	3456	0.050	0.007***
Top1	3015	31.536	3456	30.710	0.826***
Wcfo	3015	0.959	3456	0.947	0.012***
Bsize	3015	2.051	3456	2.073	−0.022***

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

5.2. 创始经理人与企业现金股利政策

表 4 列示了创始经理人对现金股利政策影响的回归结果。其中第(1)列和第(3)列为只固定了年份和行业的回归结果，在第(1)列对股利支付意愿的影响中，FCEO 的系数为 0.282，第(3)列 FCEO 的系数为 0.027，且均在 1%的水平下显著。第(2)列和第(4)列为加入全部控制变量的回归结果，两个系数也均在 1%的水平下显著。从经济意义上看，创始经理人对企业现金股利政策具有重要影响。具体而言，创始经理人所在的企业更愿意支付企业现金股利，且支付水平更高。从而证实了本文的研究假说 H1。

出现上述结果的原因在于：首先，根据现金股利的声誉理论，创始人更加关注企业声誉，更倾向于从长远利益出发与投资者建立良好的关系，其所在的企业更有动力将剩余资金以现金股利的形式发放。因此，创始经理人有助于提升公司发放现金股利的意愿和支付力度，以此向市场传递利好信息，有助于企业股价的提升，进而提高企业价值。

Table 4. Baseline regression results1
表 4. 基准回归分析结果 1

变量	(1) Ddum	(2) Ddum	(3) Dps	(4) Dps
FCEO	0.282*** (0.093)	0.310*** (0.101)	0.027*** (0.008)	0.021*** (0.007)
控制变量	否	是	否	是
固定年份	是	是	是	是
固定行业	是	是	是	是
_Cons	0.190 (0.354)	−4.625*** (1.601)	0.160*** (0.053)	−0.113 (0.116)
观测值	6471	6470	6471	6470
Pseudo R2	0.044	0.282	0.409	3.623

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平；括号中的数据为经公司层面聚类处理的稳健性标准误。

5.3. 创始经理人持股比例与企业现金股利政策

为了检验创始经理人持股比例对现金股利政策的影响，对模型 3 进行全样本和子样本的回归。表 5 列示了创始经理人持股比例与企业现金股利政策之间的关系。主要关注创始经理人与经理人持股比例的交乘项 FCEO × CEOshare，该系数为负，说明创始经理人的持股比例越高现金股利的支付意愿和支付水平越低。回归结果如表 5 所示，通过检验交乘项 FCEO × CEOshare 的系数发现，在其对现金股利支付意愿(Ddum)影响的系数为−0.037，并在 5%的水平下显著；其对现金股利支付水平(Dps)影响的系数为−0.002，并在 1%的水平下显著。从而验证了假设假说 H2。

出现上述结果的原因在于：相比于职业经理人，创始经理人持股比例更高，这时创始经理人的利益与企业的利益紧密相连，这时创始经理人侵害中小股东利益的动机就会被减弱，从而产生“利益趋同效应”。随着创始经理人的持股数量增加，其拥有的股东权益与企业的权益变得密不可分，这时创始经理人倾向于保留足够的企业财务柔性考虑到企业参与各方的共同利益，因此在这种情况下不倾向于分配股利。

Table 5. Baseline regression results 2
表 5. 基准回归分析结果 2

变量	(1) Ddum	(2) Ddum	(3) Dps	(4) Dps
FCEO	0.476*** (0.134)	0.636*** (0.152)	0.032*** (0.009)	0.032*** (0.007)
CEOshare	0.043*** (0.010)	0.024** (0.010)	0.004*** (0.001)	0.002*** (0.001)
FCEO × CEOshare	−0.048*** (0.012)	−0.037** (0.012)	−0.004*** (0.001)	−0.002*** (0.001)
控制变量	否	是	否	是
固定年份	是	是	是	是
固定行业	是	是	是	是
_Cons	0.020 (0.344)	−8.718*** (1.770)	0.160*** (0.053)	−0.360*** (0.089)
观测值	6471	6470	6471	6470
Pseudo R2	0.051	0.223	−0.231	−1.41

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平；括号中的数据为经公司层面聚类处理的稳健性标准误。

5.4. 稳健性检验

5.4.1. 模型的稳健性检验

为验证结论的稳健性，本文进行了一系列的稳健性检验，结果见表 6。首先，回归主要以 Logit 和 Tobit 模型进行，为避免模型选择带来的影响，本文将 Logit 模型更换为 Probit 模型，将 Tobit 模型更换为 OLS 回归进行检验，结果见表 6。表 6 的回归结果显示，替换解释变量并未改变文章的基础性结论。

5.4.2. 更换被解释变量

其次，本文借鉴胡国柳(2023) [20]的研究更换了被解释变量，此处将被解释变量更换为股利支付率(DIV1)、股利收益率(DIV2)、以及每股现金股利占每股总资产的比重(DIV3)，以此衡量企业现金股利分配情况。其中，股利支付率反映了公司的股利分配政策与股利支付能力；股利收益率衡量了企业对股票市场的股利回报；每股现金股利占每股总资产的比重则从会计方面衡量了投资企业回报。回归结果见表 7，进一步验证了前文的基础性结论具有一定的稳定性。

Table 6. Probit and OLS regression test results
表 6. Probit 和 OLS 回归检验结果

变量	(1) Ddum	(2) Dps
FCEO	0.173*** (0.054)	0.015** (0.007)
控制变量	是	是
固定年份	是	是

续表

固定行业	是	是
_Cons	−4.643***	−0.203**
观测值	6470	6470
R2	0.208	0.395

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平；括号中的数据为经公司层面聚类处理的稳健性标准误。

Table 7. Replace the regression results of the explanatory variables
表 7. 更换被解释变量回归结果

变量	(1) DIV1	(2) DIV2	(3) DIV3
FCEO	0.013**	0.016**	0.012**
控制变量	是	是	是
固定年份	是	是	是
固定行业	是	是	是
_Cons	0.285**	−0.173	0.241**
观测值	6471	6471	6471
Pseudo R2	0.313	0.228	0.427

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

6. 结论与启示

本文依据创业板企业经理人是否由创始人担任，将其分为创始经理人企业和职业经理人企业，然后基于现金股利政策的声誉理论，以 2010~2021 年深市创业板上市公司为样本，实证检验了创始经理人对企业现金股利分配的影响。研究发现：(1) 在创始经理人控制的企业下，其现金股利分配意愿和分配水平显著高于非创始经理人的企业；(2) 创始经理人持股比例与现金股利的分配意愿和分配水平呈负相关。

基于以上研究结论，本文提出以下建议：(1) 对创始经理人的创业情感财富引起重视，并对其进行控制权激励。对于民营企业来说，企业的诞生和发展都离不开创始经理人，对于创始经理人来说他们对企业具有的独特情怀的禀赋对企业的发展具有重要的积极意义，应充分发挥创始经理人的企业家精神来促进企业良性发展，将企业的经营控制权配置给创始经理人，充分发挥创始经理人的才能来完善公司治理结构，健全分红决策机制，依靠公司内部的良好制度来形成科学的股利分配决策。(2) 重视创始经理人的股权利益，对创始经理人进行股权激励政策。对创业型企业来说，创始经理人持有股权能够将管理层、股东以及企业长期发展利益相结合，做出有利于企业长期发展的投融资决策，但创始经理人过度持股也会导致创始经理人为了个人利益侵犯股东利益的情况，因此，企业在制定相关股权方案时，应充分考虑创始经理人持股水平。(3) 完善内部管理机制，统一管理者与企业利益。在面对具有不同特质的管理者时，企业应制定更有针对性的内部治理机制，使管理者和企业的利益保持一致，激励管理者对企业的长期发展融资和投资决策负责。(4) 完善相应的现金股利政策监督机制，对于具有侵犯股东权益的现金股利政策制定相应的惩罚措施。让股东能够有效的维护自身权益，让现金股利政策能切实发挥出信号传递、缓解委托代理等的作用。

最后，本文的研究也存在一定局限性，亟待未来进一步探索。第一，本文主要关注对象是创业板企

业，但事实上不止创业板的企业会受创始经理人影响，未来的研究可进一步探讨创始经理人对于其他上市公司分红行为以及股利代理理论和信号理论解释力的影响。第二，本文的研究视角聚焦于现金分红的支付意愿和支付水平，未来的研究可以进一步检验创始经理人相比职业经理人的股利支付水平是否更平稳，以及创始经理人对企业业绩等的影响。

参考文献

[1] 路军, 李文贵, 邵毅平. 企业家精神配置与公司创新: 基于创始人管理视角的分析[J]. 中央财经大学学报, 2023(3): 68-79.

[2] 买忆媛, 古钰, 叶竹馨, 等. 创始人的亲社会动机与创业企业共创共益研究[J]. 研究与发展管理, 2023, 35(1): 41-56.

[3] 朱信贵, 胡志立, 谢文强. 创始经理人影响了企业研发投资吗——基于深市创业板高新技术企业的经验证据[J]. 会计之友, 2021(24): 40-48.

[4] 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, 97.

[5] 贾凡胜, 张一林, 吴昱, 等. 上市公司为何不愿现金分红: 税收成本抑或公司治理——来自股利税改革的经验证据[J]. 财经科学, 2023(4): 17-33.

[6] 杨汉明, 赵鑫露. 管理层能力、现金股利与绩效反应[J]. 财经理论与实践, 2019, 40(3): 74-80.

[7] 杨超, 山立威. 创始人家族控股、股权分置与现金股利之谜——基于上市家族企业的实证研究[J]. 经济评论, 2018(2): 147-160.

[8] 吴国鼎. 大股东控制权与所有权分离度对企业现金分红影响研究——基于中国分红监管政策调节效应的实证检验[J]. 中央财经大学学报, 2023(7): 113-128.

[9] 陈晓珊. 公司研发创新、内部控制质量与现金股利政策[J]. 技术经济与管理研究, 2023(4): 56-62.

[10] 姜付秀, 郑晓佳, 蔡文婧. 控股家族的"垂帘听政"与公司财务决策[J]. 管理世界, 2017(3): 125-145.

[11] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2012(7): 168-181.

[12] 张俭, 石本仁. 制度环境、两权分离与家族企业现金股利行为——基于 2007-2012 年中国家族上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2014(5): 119-128.

[13] 徐炜, 王超. 民营高科技公司创始人控制权与公司业绩[J]. 经济管理, 2016, 38(9): 61-75.

[14] 胡波, 王骜然. 互联网企业创始人控制权对企业长期业绩的影响探究[J]. 经济问题, 2016(7): 70-75.

[15] 石晓军, 王骜然. 独特公司治理机制对企业创新的影响——来自互联网公司双层股权制的全球证据[J]. 经济研究, 2017, 52(1): 149-164.

[16] Amihud, Y. and Murgia, M. (1997) Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance*, **52**, 397-408. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03822.x

[17] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究[J]. 经济科学, 1998(5): 33-43.

[18] Fahlenbrach, R. (2009) Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **44**, 439-466. https://doi.org/10.1017/S0022109009090139

[19] Leone, A.J. and Liu, M. (2008) Accounting Irregularities and Executive Turnover in Founder Managed Firms. SSRN Working Paper. https://doi.org/10.2139/ssrn.1302420

[20] 夏立军, 郭建展, 陆铭. 企业家的"政由己出"——民营 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩[J]. 管理世界, 2012(9): 132-141, 155, 188.

[21] 王明琳, 周生春. 家族金字塔控股结构存在原因探析[J]. 外国经济与管理, 2006, 28(2): 38-43, 51.

[22] Isakov, D. and Weisskopf, J. (2015) Pay-out Policies in Founding Family Firms. *Journal of Corporate Finance*, **33**, 330-344. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003

[23] Jensen, M.J. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over. *American Economic Review*, **3**, 323-329.

[24] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2000) Agency Problems and Divided Policies around the World. *Journal of Finance*, **55**, 1-33. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199

[25] Rozeff, S.M. (1982) Growth, β and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, **5**, 249-259. https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x

[26] 王春华, 崔俊. 股权结构对现金股利政策影响的实证研究[J]. 会计之友, 2013(19): 103-106.

[27] 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): 114-117.

[28] 谢军, 王娃宜. 股利政策、股权制衡与公司成长性[J]. 上海金融学院学报, 2009(2): 23-27.

[29] 徐寿福. 产权性质、独立审计与上市公司现金股利分配[J]. 审计研究, 2012(6): 71-81.

[30] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]. 管理科学, 2015, 28(1): 96-110.

[31] 胡国柳, 曾慧宇. 税费政策与企业现金股利: 影响机制与配置效率[J]. 财贸经济, 2023, 44(7): 57-74.

[32] 刘行, 赵弈超. 间接税与企业的现金股利支付——基于增值税税率改革的研究[J]. 财贸经济, 2023, 44(8): 38-55.