

公司现金储备和公司治理机制

——基于中国上市公司的实证研究

金雪军, 王利刚

(浙江大学 金融学系, 浙江 杭州 310027)

[摘要] 基于转型经济环境下中国上市公司的截面数据, 考察上市公司现金储备与公司治理机制的关系, 发现作为公司治理机制重要内容的董事会治理结构、公司股权结构对公司的现金储备具有显著的影响, 然而影响的作用方向却与对发达市场经济环境下公司现金储备行为的研究结论相反。这是因为在弱外部治理机制的经济条件下(不完善的接管市场和经理人市场, 如中国), 内部治理效力越差的公司倾向于持有较少的现金储备; 而在强外部治理机制条件下(如美国)则刚好相反。公司治理效力的变量对公司现金储备水平的不同影响方向, 正是由两种经济环境下作为代理人的公司管理者持有现金资产的成本收益构成的异质性造成的。

[关键词] 现金储备; 治理机制; 实证研究

[中图分类号] F270

[文献标志码] A

[文章编号] 1008 - 942X(2007)01 - 0168 - 10

Corporate Cash Reserves and Corporate Governance Mechanism : The Empirical Study of the Chinese Publicly Traded Corporations

JIN Xue-jun, WANG Li-gang

(Department of Finance, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: This paper, by presenting a sample of 254 firms from seven industries, tests the relation between corporate cash reserves and governance mechanism based on the cross-section data of publicly traded corporations in China. Findings show that the factors which affect the corporate cash reserves in developed countries also work on the ones in China. Whereas, these factors have opposite effects on the Chinese corporate cash reserves. On the base of the analysis of this phenomenon, we suggest that the different effects of variables are attributed to the difference of the composing of the cost and lucre of corporate cash reserves. In the perfect market economy, the motives of the precaution and the entrenchment effect of corporate cash reserves are more important to the agents than that to the ones in un-perfect market economy. The corporate managers in China care more about the current on-the-job consumption and prettifying performances through spending the cash reserves as quickly as possible. To sum up, the

[收稿日期] 2005 - 09 - 14

[本刊网址·在线杂志] <http://www.journals.zju.edu.cn/soc>

[基金项目] 教育部人文社会科学基金资助项目(03DJ790053)

[作者简介] 1. 金雪军(1958 -), 男, 浙江绍兴人, 浙江大学经济学院副院长, 博士生导师, 主要从事金融理论与市场经济研究;
2. 王利刚(1979 -), 男, 浙江宁波人, 浙江大学经济学院金融学系博士研究生, 主要从事公司金融与财务等方面的研究。

difference in the use of cash reserves is the major reason for the diverse effects of the agency problem. Furthermore, we show that Dittmar et al (2003)'s conclusion is wrong. The reason for why the corporate cash reserves is higher in poor-shareholder-protection countries than that in better-shareholder-protection countries is that the optimal cash balance under the condition of maximum shareholder's wealth is much lower in better-investor-protection countries. Contrarily, the agency problem diminishes the difference of corporate cash reserves level between the perfect and un-perfect market economy.

Key words: cash reserves; governance mechanism; empirical study

一、引言

近年来有关公司资本结构和股权结构方面的研究日益引起国内学者的关注,然而,同为公司金融领域核心命题的公司资产结构却未能得到应有的重视。特别是有关公司现金储备方面的研究,无论在理论和经验上都相当匮乏。国外学者对公司现金管理的研究始于凯恩斯开创性的着眼于货币需求特征的实证研究,目前该研究已经从总量层面转移到了公司个体层面。在现有文献中,根据管理者的行为动机基本上可以将文献归为两类:一是从股东财富最大化的角度研究最佳的现金储备水平;另一类则是考虑代理问题对公司现金储备水平的影响。

在股东财富最大化假设下,经典的理论模型包括 Baumol 模型和 M - O 模型。在此以后,有关公司现金储备管理方面的研究进展不大。最近的文献主要包括 Opler 等人检验了现金持有的两个竞争性的理论:权衡理论和融资层级理论。权衡理论从股东财富最大化角度出发,认为现金持有的成本和收益的权衡决定了一个最优的现金持有水平。而与权衡理论相对应的是融资层级理论,则认为并不存在一个最优的现金储备水平,增加一美元现金与减少一美元债务是等价的,现金仅仅是负的债务。Opler 等人的研究最终支持了静态权衡理论^[1]。

与上述观点不同,更多的学者认为管理层的公司现金储备决策,不可能简单地以股东财富最大化作为出发点。在现金储备决策过程中同样存在管理者对股东利益的背离。

Lee Pinkowitz 发现,一个公司被收购的概率随着现金储备量的增多而减小。样本公司中没有成为收购目标的比那些成为敌意收购目标的公司,平均水平上多持有 50% 以上的现金储备量。他证明现金储备通过妨碍潜在的收购报价 (bid), 或为敌意收购的目标公司提供更宽裕寻找白衣骑士的时间,从而达到降低目标公司被收购的概率^[2]。这证明了现金储备对公司管理者具有“沟壕保护效应”(entrenchment effect), 以抵抗接管市场对公司管理层的轮换, 尽管这种接管对股东来说可能是有利的。与之相对照, Harford 进一步发现现金充裕的公司更可能进行收购活动, 并且容易发生过度支付, 收购后企业的业绩比其他公司更差^[3]。Pinkowitz^[2] 和 Harford^[3] 的研究支持了现金储备的代理成本的结论。

而 Dittmar 等人^[4] 与 Kalcheva 和 Lins^[5] 证实了国别间的股东权利保护的差异对各国公司平均现金储备水平的影响。前者发现股东权利未得到有效保护的国家, 公司现金储备水平两倍于股东权利保护较好的国家, 并且股东权利保护较差时, 影响公司现金储备的其他因素, 如投资机会、不对称信息等因素变得相对不重要。

Pinkowitz、Stulz 和 Williamson^[6] 的研究对 Dittmar 等人^[4] 与 Kalcheva 和 Lins^[5] 的研究作了

Lang、Stulz 和 Walkling (1991), 以及 Blanchard、Lopez-de-Silanes、Shleifer (1994) 也得出类似的结论。

一个补充。他们检验了公司间的股东权利保护差异对公司现金储备水平的影响,发现股东权利保护较差的公司其现金储备的价值对于小股东来说更低。

分析现有的研究文献,我们发现现有研究总体上呈现两大特征:一方面,基本上以美国为代表的发达市场经济条件下的公司样本作为研究对象;另一方面,现有文献着重于股东权利保护对公司现金储备水平的影响。已有研究的很大不足在于缺少对发展中国家,尤其是转型经济国家的考察。作为市场经济体制和公司外部治理机制尚不完善的发展中国家和转型经济国家,其经济环境与发达国家具有巨大的差别,这种差别对公司现金储备和公司治理机制之间的关系会产生怎样的影响,已成为一个值得进一步研究的课题。

本文所要考察的正是转型阶段的中国在特有的经济环境和制度环境下,上市公司的现金储备水平和公司治理机制(董事会结构、股权结构)的关系。我们的研究结果支持了代理问题对公司现金储备水平具有决定作用的结论。但是与发达市场经济条件下的研究结果相反,我们发现处于转型经济环境下的中国,上市公司代理问题的严重程度与公司现金储备水平具有负向关系,即内部治理效力越差、代理问题越严重的公司,往往倾向于持有较少的现金储备。我们对两种经济环境下的不同研究结论提出了一个理论解释:不同经济环境下作为代理人的公司管理层持有现金储备的成本收益的构成具有异质性,发达市场经济环境下公司管理层持有现金储备的预防性动机和“堑壕保护”动机的效用较高,而转型经济环境下,公司管理层特别是国有性质的上市公司的管理层更偏向于将本期现金流更快、更彻底地用于投资和花费,以享受到更多的现期在职消费和业绩塑造,这种代理人持有现金储备的效用差异,最终导致了代理问题对不同经济环境下公司现金储备水平的不同作用方向。在弱外部治理机制的经济条件下(如中国),内部治理效力越差的公司倾向于持有更少的现金储备;而在强外部治理机制条件下(如美国),内部治理效力越差的公司倾向于持有更多的现金储备。

二、公司现金储备与公司治理机制的实证研究及理论解释

(一) 样本选择

我国上市公司行业分类较粗,按一级行业分类,行业内公司的同质性差,无法进行行业比较,而按二级行业分,许多行业内上市公司样本数过少,不具统计意义。出于本文对行业控制的研究需要,我们选择了两市中行业内公司同质性较好,且公司数目足够多的六个二级行业和一个代表多样化经营的综合类一级行业共 281 家上市公司,作为我们的研究样本。除去其中极值和数据缺失的 27 家公司,实际有效样本数为 254 个。样本观察值的所有数据均来自 CSMAR2002 公司财务数据库、天软金融分析软件。样本观察值的行业分布如表 1:

表 1 样本观察值的行业分布表

行 业	行业公司总数	极值或数据缺失	样本最终个数	频率 (%)
C05 饮料制造业	24	3	21	8.27
C13 服装及其他纤维制品制造业	20	0	20	7.87
C41 石油加工及炼焦业	16	1	15	5.91
C81 医药制造业	60	4	56	22.05
D01 电力、蒸汽、热水的生产和供应业	47	8	39	15.35
J01 房地产开发与经营业	32	2	30	11.81
M 综合类(多元化经营)	82	9	73	28.74
合 计	281	27	254	100

(二) 变量定义

本文的研究变量主要包括企业财务变量、董事会治理结构变量、股权结构变量以及行业控制变量等四个部分, 其中董事会治理结构变量和股权结构变量的测度, 是参考国际上通行的指标并结合我国实际情况设定的。各变量的定义及计算具体见表 2:

表 2 变量定义

变 量	变量定义
因变量	
现金净资产比率 (C1)	(货币资金 + 短期投资) / (总资产 - 货币资金 - 短期投资)
自变量	
董监事会结构变量	变量定义
董事会规模 (Bsize)	哑变量, 高于样本公司董事会规模中位数为 1, 反之为 0
监事会规模 [Ln (A size)]	Ln (监事会中监事人员总数)
独立董事比例 (Indp)	独立董事人数 / 董事总人数
董事长兼执行总裁 (Ch & Ceo)	哑变量, 如果董事长兼任执行总裁, 赋予哑变量 1 值, 反之赋予 0 值
董事会中管理层规模哑变量 (Mbp)	哑变量, 高于样本公司管理层占董事会比例中位数水平为 1 值, 反之为 0
股权性质及结构特征变量	变量定义
控股股东性质 (Lcy)	哑变量, 如果国有控股 (包括国有股和国有法人股) 则赋予变量 0 值, 反之赋予 1 值
股权集中度指数 (Cindex)	公司前三大股东持股比例的平方和
股权集中度指数平方项 (Cindex2)	(股权集中度指数) ²
CEO 持股 (CEO hld)	哑变量, 如果执行总裁持有公司股票则赋值 1, 反之为 0
流通 A 股比例 (TraAp)	流通 A 股数 / 公司总股本
财务控制变量	变量定义
公司规模 [Ln (Asset)]	Ln (总资产的账面价值)
负债权益比率 (Leverage)	总债务 / 总资产
确切性系数 (tangibility)	固定资产 / 总资产
托宾 Q 值 (Tobin's Q)	(流通股的市值 + 非流通股账面价值 + 债务的账面价值) / 总资产的账面价值
资本费用 (Capexpenditure)	(固定资产净值的年度变化 + 当年折旧额) / 总资产
红利支付 (Divident)	哑变量, 财务年度公司支付红利的为 1, 未支付的为 0
调整后每股收益 (rtnpstk)	即为调整后公司的每股净收益
其他控制变量	变量定义
行业 (industry)	哑变量, 属于该行业的则赋予 1 值, 反之为 0, 共有七个行业哑变量, 对应七个行业

注: 由于我国上市公司的董事会规模分布比较集中, 因此采用哑变量形式能更好地说明。

控股股东为民营性质的标准参考浙大民营经济研究中心的《中国民营上市公司指数编制》课题中的有关定义: 两市所有上市公司中由中华人民共和国 (大陆) 自然人直接或间接控股的上市公司。

(三) 公司现金储备与董事会治理结构

Jensen 提出了规模较大的董事会倾向于较差的治理效率的观点, 在这之后许多文献都直接或间接地证实公司现金持有水平与公司董事会规模成正相关关系^[7]。此外, 我国学者研究显示监事会规模与公司治理效力正相关, 而董事会中管理层比例越高以及董事长和总经理两职合一的公司, 其内部人控制问题更为严重, 因此治理效力相对较低。根据 Dittmar 等人的结论, 代理问题越大 (治理效力越低), 则公司现金持有水平越高^[4], 这进一步说明公司治理效力越差的公司倾向于持有

更多的现金。综合上述文献的结论,我们提出以下几个假说:假说一,董事会规模与上市公司的现金储备水平成正相关;假说二,董事会中管理层比例越高,公司越倾向于持有较高的现金储备水平;假说三,董事长和总经理两职合一公司倾向于持有较高的现金储备水平;假说四,董事会中独立董事比例越大,公司越倾向持有较低的现金储备水平;假说五,监事会规模与公司现金储备成负相关。笔者在实证分析中引入了六个模型,并分别针对六个模型进行了回归,回归结果如表 3 所示。

在模型(1)中,我们引入了董事会规模、董事会中管理层规模两个哑变量和监事会规模的对数变量,回归结果显示,所有变量的系数符号与假说 1-5 的预测结果相反,并且都显著。在模型(2)中,我们进一步引入了独立董事比例变量和董事长与 CEO 两职合一哑变量,我们发现,董事会规模哑变量系数虽然稍微减小,但符号仍旧为负并且高度显著,监事会规模对数变量系数变大并且显著性也提高。董事会中管理层规模哑变量、两职合一哑变量系数以及独立董事比例变量系数与假说预测相反,但不显著。模型(3)、(4)及模型(5)、(6)在前面的基础上分别引入了财务控制变量和行业哑变量,引入后的结果没有发生根本性的变化。公司现金储备与公司董事会治理结构的实证研究结果完全推翻了我们的假说,得到了与假说相悖的结果:即治理效力越低、代理问题越严重的公司持有更低的现金储备。

此外,模型(1)-(6)证实了我国上市公司现金储备中存在的规模经济效应,这与 Miller 和 Orr^[8]以及 Opler 等人^[1]的结论一致。确切性系数反映的是不对称信息的强度,我们得到了与现金持有的预防性动机理论一致的结果。调整后每股收益与公司现金持有水平正相关,说明赢利性公司倾向于持有较高的现金储备。而宣布股利支付的公司一般预先储备较高的现金量。另外,我们发现从模型(1)-(6),调整 R^2 由 0.037 增加到了 0.258,并且六个模型的 DW 值都在 2 值上下。

表 3 现金持有和董事会结构

	现金净资产比率(C1)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
董事会规模	-0.082***	-0.074***	-0.064**	-0.060**	-0.065***	-0.061**
Bsize	(0.01)	(0.01)	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.02)
监事会规模	0.07*	0.079**	0.097***	0.100***	0.064**	0.068**
Ln(Asize)	(0.08)	(0.05)	(0.01)	(0.01)	(0.05)	(0.05)
董事会中管理层规模	-0.34	-0.026	-0.044**	-0.038*	-0.043**	-0.037*
Mbp	(0.16)	(0.30)	(0.05)	(0.10)	(0.05)	(0.10)
独立董事比例		0.203		0.115		0.129
Outdorsp		(0.20)		(0.40)		(0.39)
董事长兼执行总裁		-0.052		-0.033		-0.039
CEOisbc		(0.12)		(0.30)		(0.20)
公司规模			-0.032**	-0.028*	-0.034**	-0.029*
Ln(asset)			(0.05)	(0.10)	(0.04)	(0.08)
确切性系数			-0.253***	-0.245***	-0.406***	-0.397***
tangibility			(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
资本费用			0.190*	0.188*	0.160	0.156
Capexpenditure			(0.08)	(0.09)	(0.13)	(0.14)

高的确切性系数值代表较弱的不对称信息,反之代表信息更大的不对称。

续表 3

		现金净资产比率(C1)					
调整后每股收益		0.174 ^{***}	0.157 ^{***}	0.158 ^{***}	0.137 ^{***}		
stock return		(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)		
股利支付		0.077 ^{***}	0.080 ^{***}	0.061 ^{***}	0.064 ^{***}		
Divident		(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)		
托宾 Q 值		0.040	0.047 [*]	0.031	0.038		
Tobin's Q		(0.14)	(0.10)	(0.26)	(0.19)		
杠杆系数		-0.01	-0.001	-0.001	-0.001		
leverage		(0.30)	(0.27)	(0.28)	(0.24)		
constant	0.193 ^{***}	0.149 [*]	0.506 ^{**}	0.416 [*]	0.593 ^{***}	0.594 ^{***}	
	(0.00)	(0.10)	(0.02)	(0.06)	(0.00)	(0.01)	
行业影响(industry)					控制	控制	
DW	1.832	1.856	1.968	1.960	2.092	2.083	
Adjusted	0.037	0.044	0.194	0.192	0.257	0.258	
R - square							

注: ***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平下显著。

我们的研究结果同样支持有关文献对影响公司现金储备水平的决定因素的发现,但影响的方向却迥然不同。代表较差的公司治理效力和较为严重的代理成本的变量——董事会规模、董事会中管理层规模和两职合一哑变量与公司现金储备水平负相关;而反映治理有效性的监事会规模和独立董事比例系数的符号却是正的。这是不是说明我国上市公司中不存在管理层代理问题或者影响较小——显然与我们的直觉不符。笔者以为,其根本原因在于不同的外部治理机制下,作为代理人的管理者其持有现金资产的成本收益构成的差异。现金储备所获得的不同收益和承担的不同成本,导致了不同环境下公司管理层对高流动性资产的偏好差异。进一步用图形分析,如图 1、图 2 所示:

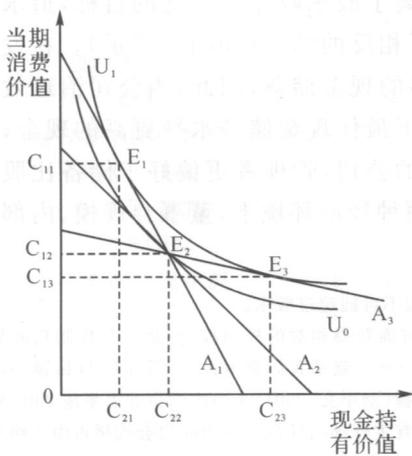


图 1 现金持有与当期消费权衡图

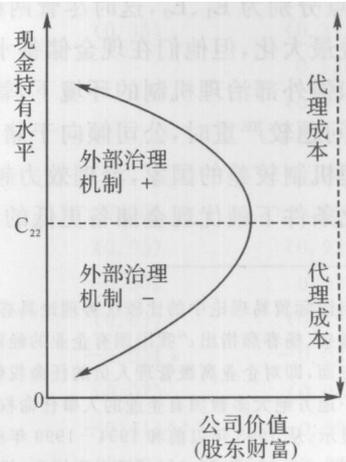


图 2 现金持有、公司价值与代理成本关系图

监事会规模与公司治理效力的正相关,是由于我国公司法中明确规定监事会成员不得兼任公司管理层职位,从而保证了其独立性;同时,监事会的规模相比于董事会规模来说要小得多。因此,在一个极值范围内,监事会规模的上升有利于监督作用的加强。

首先假设年度的现金流入 C 和年初的现金余额 C_0 是既定的,会计年度末资产负债表上的现金持有水平高低主要受当前现金流入 C 的跨期分配影响。图 1 纵轴代表当期现金收入流中用于当期消费的价值(或效用),而横轴则表示持有现金转移到下期的价值(或效用)。对于所有者也即管理者来说,其预算约束线为 A_2 , A_2 与坐标轴的交点分别代表了两个极端,即将当前现金收入全部在当期花费或全部转移到下期时的价值。当管理者同时也是所有者时,他将权衡现金持有的收益成本,并最终选择无差异曲线与 A_2 的切点 E_2 所决定的现金流跨期分配比例。这时对于所有者(管理者)来说,当期现金花费的边际收益等于持有现金的边际收益。

然后我们考虑所有者(管理者) B 将全部股份出售给投资者 D ,但仍旧维持经理人地位的情形。这时,纯粹的经理人 B 与投资者(股东) D 的现金持有的成本收益就不再一致,管理者具有自己的成本收益曲线。由于在发达市场经济条件下具有发达的接管市场和经理人市场,外部治理机制较为完善,因此公司管理层具有很强的危机意识。较高的现金储备一方面可以避免由于流动资金不足引致公司财务危机,从而造成经理人身价下降甚至被接管和辞退的威胁;另一方面,持有较多的现金可以更有力度地反击敌意收购,使得公司管理层轮换的防御上宛如受到“堑壕”的保护,所以,管理者持有现金的效用相对来说要高于股东。而在转型经济环境下的中国,缺少有效的控制权市场和经理人市场,加上大多数上市公司具有政府背景,高级管理层的轮换受到外部控制权市场的威胁较小,因此,他们对于现金储备的预防性动机较低,对现金“堑壕”作用的需求不像发达国家公司管理层那般强烈。相反,将本期现金流更快、更彻底地用于投资和花费,却能够享受到更多现期在职消费和业绩塑造,并且通过各种形式满足大股东转移资金和地方政府的资金需求(陈信元^[9]和金雪军等^[10]),从而获得主管部门、地方政府及大股东的青睐。因此,比较而言,中国上市公司的管理层比股东更偏好于持有较少的现金储备。

由于两种条件下管理层的预算约束线都穿过 E_2 点,根据上述分析我们可以确认:在外部治理机制较为完善的条件下,公司管理层的预算约束线为 A_3 ,而外部治理机制较弱环境下公司管理层的预算约束线为 A_1 。为了简单起见,我们假设预算约束线 A_1 、 A_3 刚好被同一条无差异曲线 U_1 相切,切点分别为 E_1 、 E_3 ,这时尽管两种环境下经理层都背离了股东收益最大化的目标,追求的是个人利益最大化,但他们在现金储备水平上的表现却出现了相反的结果(如图 2 所示)。在发达市场经济和强外部治理机制的环境下,管理层偏好于持有更多的现金储备,因此,当公司治理效力较低、代理问题较严重时,公司倾向于储备比股东财富最大化下最优现金储备水平更高的现金;而在外部治理机制较差的国家,治理效力越低、代理问题越严重的公司,管理者更偏好于储备比股东财富最大化条件下最优现金储备更低的现金水平。于是在两种经济环境下,董事会规模、内部人控

这与国际贸易理论中的比较优势理论具有类似之处,虽然绝对收入一般不可能超过股东。

李增泉、杨春燕指出:“我国国有企业的经理人员虽然能够在资产使用方面获得相对的控制权,但是企业控制权的另一重要方面,即对企业高级管理人员的任命权仍然紧紧的掌握在政府手中……这就是我们常说的‘党管干部’(钱颖一,1995)……地方绝大多数国有企业的人事任命权也由相应的地方政府部门掌握(刘小玄,2001)……中国企业家系统 2000 年的调查显示,从 1993 年以前和 1994 - 1999 年前后,我国国有企业的经营者有主管部门任命的和经职代会选举再由上级任命的分别为 93.4% 和 75.2%。”摘自李增泉、杨春燕:“企业绩效、控制权转移与经理人员变更”,《中国会计与财务研究》2003 年第 4 期,第 100 - 112 页。

Harford 发现,具有较弱股东权利(低的治理效力)的公司具有较少的现金储备。这与以前研究世界各国公司现金持有和股东权利间关系的的结果不一致。他们的进一步检验揭示,这种结果的获得是因为在美国不容易被接管(entrenched)的管理者比其他的管理者花费(dissipate)现金储备的速度更快。不容易被接管的管理者他们主要将现金储备花费于收购,这与他们(反接管)防备措施相结合在一起,导致了那些具有“堑壕保护效应”的管理者的公司具有更高的生存率。

因为如果经理愿意的话,两种环境下的经理人都可以实现 E_2 的分配比例。

这里潜在地认可了现金持有的权衡理论。即认为从股东财富最大化角度看,存在一个最优的现金储备水平,而不是简单地认为现金就是负的债务。

制变量等影响公司治理效力的变量对于公司现金持有水平的影响方向却是相反的。

然而上述结论并不说明弱外部治理机制环境下的公司现金储备水平必定低于强外部治理机制下的公司现金储备水平。相反, 根据已有文献研究发现 (Dittmar 等人^[41]): 外部治理机制较差国家的公司, 其现金储备几乎两倍于外部治理机制较为完善的国家。Dittmar 等人把此现象归因于更为严重的代理问题。而我们认为产生这种现象的原因在于两种经济环境下股东财富最大化基础上的最优现金储备水平 E_2 是不一致的 (出于简化, 上文分析中我们假设它相同)。由于资本市场的完善性、金融工具的多样性和信息不对称强度的不同, 强外部治理机制下股东财富最大化下的最优现金储备水平要远远低于弱外部治理机制国家中股东财富最大化下最优的现金储备水平。而代理问题的存在, 则缩小了两种环境下公司现金储备水平的差距。

(四) 稳健性检验——公司现金储备与股权结构

我国学者杜莹^[11]、孙永祥等^[12]证实了股权集中度与公司绩效存在着倒 U 形的关系。而徐晓东、陈小悦^[13]的研究则进一步指出上市公司第一大股东为非国家股东的公司有着更有效的治理绩效, 因此具有更高的企业价值和更强的盈利能力。基于公司绩效与公司的治理效力间存在正相关关系的经验, 如果上文的研究结果 (即在弱外部治理机制的中国, 治理效力越低、代理问题越严重的上市公司持有更低的现金储备) 是稳健的, 那么, 我们可以得到假说六和假说七: 假说六, 公司现金储备水平和公司股权集中度呈倒 U 形关系; 假说七, 非国有控股公司 (民营上市公司) 具有相对较高的现金储备水平。我们在下文将使用四个模型来研究公司现金储备与公司股权结构的关系, 并与已有的研究成果进行比较 (见表 4):

表 4 现金持有与公司股权结构

	现金净资产比率 (C1)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
控股股东性质	0.067 *	0.069 *	0.033	0.035
Lcy	(0.07)	(0.06)	(0.35)	(0.31)
股权集中度指数		0.699 ***		0.526 **
Cindex		(0.01)		(0.04)
股权集中度指数平方项		-1.198 ***		-0.810 **
Cindex2		(0.01)		(0.05)
CEO 持股	-0.010	-0.008	-0.004	-0.003
CEOhd	(0.70)	(0.76)	(0.95)	(0.91)
流通 A 股比例	-0.022	-0.003	-0.005	0.026
TraAp	(0.79)	(0.97)	(0.95)	(0.75)
公司规模			-0.031 *	-0.031 *
Ln(asset)			(0.07)	(0.08)
确切性系数			-0.411 ***	-0.398 ***
tangibility			(0.00)	(0.00)
资本费用			0.178 *	0.163
Capexpenditure			(0.01)	(0.18)
调整后每股收益			0.148 ***	0.138 ***
stock return			(0.00)	(0.00)
股利支付			0.057 **	0.056 **
Divident			(0.02)	(0.02)
托宾 Q 值			0.032	0.034

续表 4

现金净资产比率(C1)				
Tobin's Q			(0.25)	(0.22)
财务杠杆系数			- 0.002	- 0.002
leverage			(0.21)	(0.18)
costant	0.296 ^{***}	0.105 [*]	0.681 ^{***}	0.599 ^{***}
	(0.00)	(0.07)	(0.00)	(0.00)
行业影响	控制	控制	控制	控制
industry				
R - Square	0.093	0.120	0.267	0.280
DW	2.043	2.203	2.110	2.077
Adjusted	0.060	0.080	0.217	0.225
R - square				

在未引入财务控制变量前,模型(1)、(2)显示控股股东为民营性质的上市公司其现金储备水平更高,并且分别在7%、6%水平下显著,这与我们的假设一致;在引入财务控制变量后,尽管统计上不再显著,但其变量的系数符号仍一定程度支持了假说七。股权集中度指数的一次项和二次项在财务控制变量前后都表现出高度的显著性,并且一次项系数为正,二次项系数为负,这个结果与我们的假说六一致,即公司现金储备水平和公司股权集中度呈倒U形关系。公司现金储备与公司股权结构的关系进一步支持了我们的结论:在弱外部治理机制的中国,治理效力越低、代理问题越严重的上市公司持有更低的现金储备。

三、结 论

本文基于中国上市公司的截面数据检验了公司现金储备与公司治理机制的关系。研究发现,发达市场经济条件下对公司现金储备水平具有影响力的董事会结构因素、股权结构因素对中国上市公司同样产生作用。然而,这些因素对中国上市公司现金储备的作用方向却与发达市场经济下的结果相悖。笔者对这种现象进行了剖析,并得出结论,认为在弱外部治理机制的环境下,治理效力差的公司倾向于持有较少的现金储备;而在强外部治理机制的条件下则正好相反。弱外部治理机制下,由于股东权利保护较弱(不发达接管市场和经理人市场),从而造成了管理者更偏好对现金流的现期消费以获取更大的私人利益,而不是出于预防性动机进行现金累积。

[参 考 文 献]

- [1] Opler, T. , Pinkowitz, L. , Willamson, R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52: 3 - 46.
- [2] Pinkowitz, L. , Preliminary. The Market for Corporate Control and Corporate Cash Holding[EB/ OL]. <http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstractid=215191>, 2004 - 11 - 10.
- [3] Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 1969 - 1997.
- [4] Dittmar, A. , Mahrt-Smith, J. , Servaes, H. Corporate Liquidity[EB/ OL]. <http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstractid=10>, 2004 - 11 - 10.
- [5] Kalcheva, I. , Lins, K. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems [EB/ OL]. <http://ssrn.com/abstract=477241>, 2004 - 11 - 10.

- [6] Pinkowitz ,L. , Stulz ,R. , Williamson ,R. Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash ? [EB/ OL]. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/10115.html> ,2004 - 11 - 10.
- [7] Jensen ,M. C. The Modern Industrial Revolution , Exit and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance ,1993 ,48:831 - 880.
- [8] Miller ,M. , Orr ,D. A Model of the Demand for Money by Firms[J]. Quarterly Journal of Economics ,1966 , 80:413 - 435.
- [9] 陈信元 ,陈冬华 ,时旭. 公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究[J]. 管理世界 ,2003 ,(8) :118 - 126. [Chen Xinyuan ,Chen Donghua ,Shi Xu. Company Management and Cash Dividends: A Study Based on the Case of the Foshan Illumination Company[J]. Management World ,2003 ,(8) :118 - 126.]
- [10] 金雪军 ,张雪芳 ,李红坤. 国际游资流入对我国宏观经济冲击机制分析[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版) , 2006 ,36(2) :112 - 121. [Jin Xuejun , Zhang Xuefang , Li Hongkun. The Mechanism of Our Country Macroeconomic Shock by International Floating Capital Inflow[J]. Journal of Zhejiang University(Humanities and Social Sciences) ,2006 ,36(2) :112 - 121.]
- [11] 杜莹 ,刘立国. 股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界 , 2002 ,(11) :124 - 133. [Du Ying , Liu Ligu. Corporate Ownership Structure and Efficiency of Corporate Governance: The Empirical Study on the Listed Corporate in China[J]. Management World ,2002 ,(11) :124 - 133.]
- [12] 孙永祥 ,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究 ,1999 ,(12) :35 - 41. [Sun Yongxiang , Huang Zuhui. Ownership Structure and Performance of Listed Corporate [J]. Economic Research Journal ,1999 , (12) :35 - 41.]
- [13] 徐晓东 ,陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究 , 2003 ,(2) :64 - 74. [Xu Xiaodong , Chen Xiaoyue. An Analysis on the Largest Shareholders' Impact on Corporate Governance and Performance [J]. Economic Research Journal ,2003 ,(2) :64 - 74.]

本刊讯:由浙江大学区域经济开放与发展研究中心主办的“区域经济开放与发展国际学术研讨会”于2006年12月8-10日在浙江大学成功召开。来自中国内地和香港、台湾地区以及日本、美国、瑞典等国家的近八十位专家学者参加了此次研讨会。研讨会从区域经济开放与发展模式创新,区际贸易、要素流动与区域经济一体化,世界经济周期与中国开放经济三个方面展开研讨,并就我国在国际市场上的“市场势力”测度与构建、我国参与世界经济一体化方式的选择、我国企业竞争力的提升、人民币汇率升值对贸易结构与出口福利的影响、产业组织与对外贸易绩效、我国对外开放新阶段的内外部环境变化等重大现实问题进行了报告与讨论,这些研究不仅具有重大的理论价值,而且具有鲜明的时代性与相当的可操作性。