



政府干预、终极所有权对 现金持有策略的影响研究

杨小平/著



科学出版社

政府干预、终极所有权对现金 持有策略的影响研究

杨小平 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书对我国政府干预与终极所有权对上市公司现金持有策略的影响进行了专题研究,在分析国内外文献资料的基础上,结合我国上市公司现金持有水平现状,利用上市公司样本数据,分别就政府干预、终极所有权对现金持有量、持有价值和持有水平调节的影响进行了实证检验;揭示了我国政府干预对公司现金持有量、持有价值和持有水平调节的显著性影响,以及政府干预对现金持有量和持有价值的影响机制。

本书适合企业管理、财务管理等学科的研究人员和高校师生阅读,也可供政府相关部门管理者参阅。

图书在版编目(CIP)数据

政府干预、终极所有权对现金持有策略的影响研究/杨小平著. —北京:科学出版社, 2017.3

ISBN 978-7-03-052262-7

I. ①政… II. ①杨… III. ①行政干预—影响—上市公司—现金管理—研究—中国②所有权—影响—上市公司—现金管理—研究—中国

IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 053458 号

责任编辑:郭勇斌 曾小利/责任校对:彭 涛

责任印制:张 伟/封面设计:众轩企划

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京中石油彩色印刷有限责任公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017 年 3 月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2017 年 3 月第一次印刷 印张:9 1/2

字数:150 000

定价:58.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

现金持有策略是公司财务的重要研究领域，诸多学者都试图解释公司持有现金的动机及其影响因素。现有文献揭示了公司持有现金的四类动机，包括交易性动机、预防性动机、投机性动机和自利性动机，一些实证研究也表明公司的财务特征、外部融资约束、投资者保护体系等内外部因素对公司现金持有策略具有显著的影响。我国尚处于经济转轨时期，各个省份存在程度不一的政府干预现象，对公司的经营行为产生了重要影响。虽然现有文献围绕投资者保护体系等外部制度环境对公司现金持有策略进行过研究，但是尚未有文献展开政府干预与现金持有策略的研究。因此，政府干预是否会构成现金持有策略的影响因素，以及其影响程度和影响机制值得研究。同时终极所有权结构对公司现金持有策略的影响会受到政府干预因素的干扰，可能进一步加深国有企业利用公司超额现金进行过度投资承担政策性压力，为此，本书结合终极所有权结构对我国政府干预与终极所有权对现金持有策略的影响展开研究。

通过研究发现：首先，我国广泛存在的政府干预对公司现金持有量、现金持有价值和现金调节速度具有显著的影响；其次，揭示政府干预对公司现金持有水平和持有价值的影响机制，通过实证检验发现在不同经济发展阶段和公司经营不同状态下，政府干预对国有企业和非国有企业的现金持有量的影响程度相差较大。在现金持有价值的研究中，实证检验发现伴随滞后期数的增加，公司资本支出和现金持有边际价值呈现显著的下降现象，有力地证明了公司通过过度投资可以降低公司现金持有价值，国有企业表现更为明显；最后，证明我国公司存在目标现金持有水平现象，现金调节速度存在非对称性特征，政府干预和终极所有权结构

对公司的现金调节速度具有显著的影响，同时也呈现出非对称性影响。

本书共 6 章，各章内容安排如下。

第 1 章：绪论。对国内外现金持有策略的现实和理论背景进行分析，提出本书研究问题与研究意义，围绕政府干预、终极所有权与现金持有策略研究的创新点和本书的研究思路进行分析。

第 2 章：我国上市公司现金持有水平现状。从统计分析视角对本书研究的样本数据进行分析，分别从年度和行业视角对我国上市公司样本数据的总资产现金比率（现金及现金等价物除以总资产）均值与中位数和净资产现金持有比率（现金及现金等价物除以净资产）均值及中位数进行现状与特征分析。

第 3 章：政府干预、终极所有权与现金持有量。在理论分析基础上，首先对我国政府干预与现金持有量进行实证检验，在此基础上，对我国政府干预对现金持有行为的影响机制进行进一步探索，然后设置经济发展和公司经营状况哑变量进行实证检验。

第 4 章：政府干预、终极所有权与现金持有价值。在理论分析基础上，首先对我国公司现金持有价值进行实证检验，检验发现我国上市公司现金持有价值低于账面价值，然后对不同滞后期限的现金对公司价值的影响进行检验；在此基础上，对我国政府干预对现金持有价值的影响机制进行进一步探索，为政府干预促使公司进行过度投资提供证据。

第 5 章：政府干预、终极所有权与现金持有水平调节。在理论分析基础上，对我国公司现金持有量调节的非对称性进行实证检验，然后在此基础上对政府干预在不同阶段中对现金持有量调节的影响进行实证研究。

第 6 章：研究结论与展望。对政府干预、终极所有权与现金持有策略的研究成果进行总结和分析，然后对本书存在的一些约束和未来研究展望进行分析。

本书的出版得到全国教育指导委员会研究生深化改革专项课题“财务金融大

数据+会计培养模式改革”，广西战略性新兴产业发展研究中心、广西教育科学“十二五”规划立项课题“网络环境下财务管理案例教学课堂互动模式研究：理论与实证”（编号：2015C36），广西区学位研究生教育改革课题“‘一带一路’和‘北部湾’战略背景下广西会计专业硕士培养模式研究”，广西区研究生创新项目“西部政策扶持、终极所有权与现金持有政策研究”的资助。本书在写作过程中，得到西南交通大学肖作平教授的亲切指导，获得了很多宝贵意见，在此表示感谢。

由于学识和时间仓促等原因，本书难免存在疏漏之处，恳请各位专家学者提出宝贵意见。

杨小平

2017年2月15日

目 录

前言

第1章 绪论	1
1.1 公司现金持有影响因素	1
1.2 公司现金持有策略影响因素研究的理论与实践意义	2
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 实践意义	6
1.3 公司现金持有研究概述	9
1.3.1 现金持有策略研究评述	10
1.3.2 外部制度环境对现金持有策略的影响的文献回顾	13
1.3.3 对现有文献的总体评述	15
1.4 研究目标与内容	17
1.4.1 研究目标	17
1.4.2 研究内容	17
第2章 我国上市公司现金持有水平现状	23
2.1 现金持有水平现状分析	23
2.1.1 按照年份分析	23
2.1.2 按照行业分析	26
2.2 现金持有水平的国家及地区比较分析	29
2.3 本章小结	30
第3章 政府干预、终极所有权与现金持有量	32
3.1 理论分析与假设提出	32
3.1.1 政府干预对现金持有量的影响	32
3.1.2 终极所有权对现金持有量的影响	36
3.1.3 政府干预和终极所有权交互作用与现金持有量	38
3.2 研究设计	40

3.2.1 变量界定	40
3.2.2 模型构建	43
3.3 实证结果及分析	43
3.3.1 数据来源说明	43
3.3.2 描述性分析	44
3.3.3 共线性检验	46
3.3.4 回归结果	47
3.3.5 延展性检验	52
3.5.6 稳健性检验	55
3.4 本章小结	59
第4章 政府干预、终极所有权与现金持有价值	60
4.1 研究背景	60
4.2 理论分析与假设提出	64
4.2.1 现金持有价值	64
4.2.2 政府干预对现金持有价值的影响	66
4.2.3 政府干预、终极所有权对现金持有价值的影响	68
4.3 研究设计	69
4.3.1 变量界定	69
4.3.2 模型构建	72
4.4 实证结果及分析	73
4.4.1 数据来源说明	73
4.4.2 描述性分析	73
4.4.3 共线性检验	75
4.4.4 均值检验	76
4.4.5 回归结果	77
4.4.6 稳健性检验	83
4.5 本章小结	85
第5章 政府干预、终极所有权与现金持有水平调节	87
5.1 研究背景	87
5.2 文献回顾	88
5.2.1 现金持有量调节	88
5.2.2 现金持有水平调节速度	90

5.2.3 现金持有水平调节速度的影响因素	92
5.3 理论分析与假设提出	93
5.3.1 现金持有水平调节	93
5.3.2 政府干预与现金持有水平调节	95
5.3.3 终极所有权与现金持有水平调节	96
5.4 研究设计	97
5.4.1 变量界定	97
5.4.2 模型构建	100
5.5 实证结果及分析	102
5.5.1 数据来源说明	102
5.5.2 描述性分析	102
5.5.3 非对称特征检验	105
5.5.4 现金调节速度影响因素回归检验	107
5.5.5 稳健性检验	110
5.6 本章小结	112
第6章 研究结论与展望	114
6.1 研究结论与管理对策建议	114
6.1.1 研究结论	114
6.1.2 管理政策建议	117
6.2 研究局限与研究展望	118
6.2.1 研究局限	118
6.2.2 研究展望	119
参考文献	120

第1章 绪 论

1.1 公司现金持有影响因素

根据权衡理论,如果没有管理层和公司股东的代理问题,公司持有现金的成本与收益是公司实施现金持有策略的依据(Baumol, 1952)。后来 Opler 等(1999)对最优现金持有量进行了理论和实证研究发现,公司存在最优现金持有水平现象。国内相关研究结果也验证了我国公司存在最优现金持有水平现象(廖理等, 2009; 孙进军等, 2010),然而,我国上市公司现金持有水平却呈现持续性的上升,William 和 Wei(2010)通过分析 1993~2007 年的数据发现,我国上市公司现金比率^①均值从 5.4%上升到 17.4%;我国上市公司现金持有比率逐渐上升(李维安等, 2013), 2009 年现金持有比率达到 21%^②(陈德球等, 2011)。同时学者们发现美国公司持有现金水平也开始呈现出显著上升现象(Brisker et al., 2013), 现金持有动机和影响因素再次受到诸多学者的重视(Boubakri et al., 2013)。

分析已有的文献发现,我国现金持有策略受到传统的持有动机理论(张凤等, 2005; 高克智等, 2011)、融资优序理论(高克智等, 2011)、权衡理论(廖理等, 2009)和代理理论(叶松勤等, 2013)等众多因素的影响。除此以外,投资者保护等外部制度环境对公司现金持有策略具有重要的影响(陆正飞等, 2013)。目前我国尚处于经济转轨时期,存在政府干预现象(夏立军等, 2011),上述影

① 现金比率是指现金及现金等价物与公司资产的比值。

② 陈德球等(2011)在研究中用现金及现金等价物除以公司净资产的方法得到 21% 的持有比率。

响现金持有水平的众多因素可能或多或少都会受到政府因素的影响。同时，我国还存在众多国有企业，这些企业的高管不仅是企业的管理层，还是政府官员，甚至众多大中型国有企业管理层均由国有资产监督管理委员会直接任命，与政府各级部门之间千丝万缕的关系会影响公司的经营行为（刘凤委，2006）。由于市场体制还不够健全，我国还存在一些地方保护主义现象（李延喜等，2013），这些因素都会给公司经营策略带来影响。因此，政府干预作为制度因素的一个重要方面，是否会构成现金持有策略的影响因素，以及其影响程度和影响机制都值得进行研究。

公司治理对包括现金持有策略在内的诸多经营行为有影响，管理层与所有者的代理问题对公司持有现金的影响得到诸多学者的研究和检验（Fama et al., 1983），控制性股东与中小投资者之间代理问题的影响也非常显著，终极控制人会利用控制权增加现金持有量并掠夺其他投资者的利益（Chen et al., 2012）。可见，终极所有权结构会对公司财务决策带来重要影响（肖作平，2009）。然而，在公司治理因素对公司现金持有策略的影响研究成果中，国内学者较多从董事会设置、股权激励等视角展开研究（肖作平，2009），少有结合外部制度环境与终极所有权结构对现金持有策略的研究。

综上所述可以发现，在我国公司现金持有策略影响因素的研究中，较少涉及政府干预、终极所有权对现金持有策略的影响，为此本书拟对政府干预、终极所有权与现金持有策略进行理论研究和实证检验。

1.2 公司现金持有策略影响因素研究的理论与实践意义

本书将从政府干预和终极所有权两个视角展开对上市公司现金持有策略的理论和实证研究，主要研究政府干预对现金持有策略的影响和终极所有权结构及其

交互项对现金持有量的影响, 总体而言, 本书的意义如下。

1.2.1 理论意义

1. 将影响现金持有量的因素扩展到政府干预

La Porta 等 (1999a) 有关制度环境对公司经营行为的研究在理论界产生了深远的影响, 制度环境因素对现金持有策略的影响引起了诸多学者的兴趣 (Adjei, 2013)。作为新兴资本市场国家, 我国在法律制度层面虽然出台了一系列规范措施, 然而由于在法律制度执行等方面受诸多因素的影响, 我国企业所处的法律制度环境依然与市场要求有所差距, 广泛存在的地方政府干预行为对企业经营行为具有重大影响 (夏立军等, 2011, 2012)。自 2008 年全球金融危机以来, 我国国有企业规模日益庞大, 政府对企业经营行为的干预和影响程度不但没有降低, 反而日益严重, 即便是国家出台大量的法律法规鼓励民营资本进入国有垄断领域, 但是长期存在的“玻璃门”并没有受到实质性影响, 在一些领域, 如 2011 年的煤炭行业等, 民营资金逐渐被国有资金所取代, 出现当时典型的“国进民退”现象。同时, 经济发展不平衡长期以来都是我国社会发展的典型特征之一, 各个省份市场化水平和经济水平的差异对政府干预经济的手段和能力具有非常显著的影响 (樊纲等, 2011), 因此在我国各个省份, 政府政策和行为对企业的经营的影响会存在较大的差别。

公司现金持有策略是公司最为重要的政策之一 (Kahl et al., 2013), 政府对企业具有“扶持之手”和“掠夺之手”两种效应 (Boubakri et al., 2013), 作为外部制度环境的重要组成部分, 政府干预对公司现金持有策略的影响值得探索和研究, 为此本书将政府干预作为现金持有策略的重要影响因素进行研究, 相关成果有利于进一步拓展公司现金持有策略的研究领域, 为我国公司现金持有策略、政府体制改革和公司外部治理机制改革提供理论建议与指导。

2. 研究政府干预对公司现金持有水平的影响机制具有重要理论意义

由于政府干预对公司现金持有水平的影响并不像公司财务特征那样直接而明显,其影响过程和机制往往会呈现出诸多差异。事实上,作为转型经济体,我国政府对企业的干预程度会因经济环境变化和企业经营状况的不同而存在差别。因此,本书分别从经济环境和企业经营状况两个维度进行控制,以进一步检验在不同特征情况下,政府干预对企业现金持有水平的影响。本书通过设置经济发展哑变量和企业经营状况哑变量,利用 Opler 等(1999)的研究模型进行拓展,分别加入经济发展环境和企业经营状况变量与政府干预水平的交互项进行实证检验,结果显示在经济发展水平较好时,政府干预对现金持有水平的负面影响会得到一定的缓解,在经济发展水平较差时,政府干预对现金持有水平的负面影响会被进一步加强,国有企业背景上市公司的干预程度更为明显。在企业经营情况方面,当企业经营较差时,政府干预对企业现金持有水平的影响会受到一定的抑制,国有企业则会得到更明显的扶持。从投资机会与现金持有水平的显著正相关结果来看,企业可能会放弃投资机会而提高现金持有水平,预防性动机会表现得较为明显。当企业经营较好时,政府干预对企业现金持有水平的影响会被加强。同样,从投资机会与现金持有水平的显著负相关结果来看,此时企业会采取投资策略降低公司的现金持有水平,投机性动机会表现得比较明显。

通过上述实证过程,可以揭示出我国政府干预对企业现金持有水平的影响机制,研究成果对于进一步解释我国公司现金持有行为具有重要的理论价值和意义。

3. 政府干预对现金持有价值的影响研究具有重要理论价值

在现有的文献结果已经证明我国上市公司存在持有大量超额现金现象的情况下(张人骥等,2006),国内外研究进一步发现公司现金持有价值低于账面价值的结论,对导致低于账面价值的原因,较多文献采用回归结果方式进行说明,也

有文献利用投资机会对公司价值的影响进行佐证 (Martínez-Sola et al., 2013), 并将现金持有价值低于账面价值的原因归结于过度投资。但是截至目前, 尚未有充分的证据证明过度投资是现金持有价值低于账面价值的原因, 同时尚未有文献对公司持有现金策略对过度投资的影响机制及政府干预在其中扮演的角色进行分析。因此, 本书通过公司现金持有水平和资本支出的当期值、一阶滞后项和二阶滞后项、政府干预的当期值和一阶滞后项及与现金持有水平的交互项, 共同对现金持有价值进行实证检验。检验结果发现, 随着时间的推移, 现金边际价值显著下降, 说明公司管理层对公司现金的处理方式导致公司现金价值低于账面价值。借鉴杨兴全和张照南 (2010) 的方法, 本书设置了资本支出当期、一阶滞后项和二阶滞后项三个变量进行检验, 回归结果验证发现资本支出的边际价值低于账面价值, 而且随着时间推移呈现显著下降现象, 有力地证明公司通过投资低价值项目会降低公司价值, 揭示了现金对公司价值的影响机制。最后, 对于影响公司投资低价值项目方面, 虽然国内外众多学者对代理问题及制度因素都做了研究, 本书分析了政府干预对公司现金与公司价值的影响。考虑国有企业现金持有价值更低的现状 (李涛, 2005), 本书还设置了政府干预、现金持有水平和控制人性质的交互项进行验证, 结果发现政府干预会显著降低公司现金持有价值, 在国有企业表现得更为明显。

上述研究结论为我国公司现金持有价值的研究成果提供了进一步的证据, 尤其是政府干预在现金对公司价值的影响机制即投资低价值项目进而降低公司价值的角色进行了检验, 这些成果对相关研究文献进行了有益的拓展。

4. 考察政府干预与终极所有权交互项对现金持有量的影响

目前, 关于终极所有权对公司现金持有策略具有一定影响^①的观点已经得到了来自经验证据的实证检验。但是关于外部制度环境和终极所有权的相互作用对

^① 这些研究, 诸如沈艺峰等 (2008)、赵卫斌和王玉春 (2009), 对不同性质终极控股股东对现金持有量的影响进行了较为深入的研究。

现金持有策略的影响研究较少，关于政府干预和终极所有权的交互项对现金持有策略的影响尚未有文献涉及，为此，本书将政府干预与终极所有权的相互作用作为考察因素，对现金持有策略的影响进行研究。相关研究结论对于解释我国终极所有权结构对公司现金持有策略的影响具有补充意义，同时也为进一步完善我国上市公司内部治理机制提供了理论指导。

1.2.2 实践意义

长期以来，我国公司存在超额现金持有现象引起了国内外诸多学者的关注，大量的文献成果揭示我国公司现金持有价值低于账面价值，然而即便如此，我国上市公司的现金持有动机、影响因素和影响机制仍然不能够完全解释我国公司的现金持有行为。本书从政府干预视角，配合终极所有权结构对公司现金持有策略进行理论和实证研究，研究结论揭示我国政府干预对公司现金持有水平、现金持有价值和现金调节都具有重要的影响，对于制定我国公司现金持有策略、完善投资者保护体系和完善我国公司治理机制都具有重要的实践意义。

1. 对制定我国公司现金持有策略的实践意义

我国公司现金持有策略的制定与公司的现金持有动机紧密相关，也受到公司现金持有行为影响因素的影响。在现有研究成果中，预防性动机、交易性动机和投机性动机对我国公司现金持有行为的影响已有大量成果验证，同时自利性动机对我国公司的现金持有行为也具有显著影响。在影响因素方面，公司的现金流、财务杠杆、资本结构、资产规模、分红政策、资本支出等因素也具有显著影响(Opler et al., 1999; 肖作平, 2009); 在外部制度环境方面，虽然我国学者研究已经得出投资者保护制度对我国公司现金持有策略具有重要影响的结论(杨兴全等, 2013)，然而政府干预作为外部制度环境的重要组成部分，对公司现金持有行为的影响无疑也将像其他影响因素一样给我国公司的现金持有策略带来干扰。研究

结果发现,政府干预对公司现金持有水平具有显著的负面影响,其影响机制是通过促使公司过度投资,进而降低公司现金持有水平和持有价值。因此,本书的研究结论为公司拥有更合理的现金持有水平提供理论依据,具有现实的指导价值和意义。

2. 对完善我国投资者保护体系的实践意义

投资者利益保护一直以来都是公司治理和金融领域的重点研究与考察内容。Berle 和 Means (1991) 较早对管理层的代理问题进行了研究,提出应该对管理层进行监管以保护投资者利益;后来 La Porta 等 (1999a) 通过世界范围的经验数据发现上市公司存在终极控制人,提出应该对上市公司利益输送行为加强监管以保护投资者利益,但是投资者的权益保障实施依赖于法律体系的完善程度 (Hart, 1995)。只有当法律本身制定较为完善,且有效执行时,投资者的利益才会得到根本的有效保护 (La Porta et al., 1998b, 1999a)。然而由于法律本身的完善程度及执行中存在的确定性,中小投资者利益在世界范围内不同程度地受到掠夺。我国作为新兴的资本市场,虽然近年来出台了大量有关投资者利益保护的法规,并且发挥了一定的作用 (如在打击内幕交易和市场操纵等方面),然而不可否认的是整个市场的中小投资者并没有从整体上获得上市公司有效的回报,上市公司利润被终极所有者或者管理层操控而流向了其他地方,导致投资者利益遭到无情掠夺。这说明我国相关法律制度尚不能有效地对中小投资者利益进行保护,法律制度存在瑕疵。

本书的研究发现我国政府干预对公司现金持有水平、现金持有价值和现金调节速度具有重要的影响,同时对政府干预对公司现金持有行为的影响机制进行了理论研究和实证检验。作为外部制度环境的重要内容,政府干预在我国各级政府中广泛存在,对经济的发展和公司运营产生重要的影响。资本上的有效发展和制度的完善紧密相关,因此本书的研究成果对于进一步完善我国政府在经济发

展过程中的作用,发挥政府在公司发展中的积极作用,限制其负面影响具有实践指导价值。

3. 对完善我国公司内部治理机制的实践意义

Klapper 和 Love (2004) 认为,法律环境较弱的国家,公司层面的治理机制显得更加重要。遗憾的是我国上市公司内部治理机制对投资者保护能力依然较弱,围绕董事会、监事会和管理层对公司价值及投资者利益保护方面的研究均发现内部治理机制失效或者保护效率较低的现象(李建伟,2004;肖作平,2009;刘星等,2011;陈炜,2010),董事会、监事会和管理层实质受到终极所有者的操控(李建伟,2004)。从欧美资本发达市场国家和地区的內部治理结构来看,独立董事制度在保护外部投资者利益方面具有重要作用,虽然大量研究文献得出独立董事的数量与公司价值的关系并不明确的结论(高雷等,2007)。

与美国采取的董事会“一元制”公司内部治理结构不同,我国公司内部治理机制效率不高,机制设置较为复杂。目前我国公司设置了董事会和监事会二元治理结构,监事会成员由股东提名和自由职代会推举,主要功能定位是对董事和经理人员进行监督,其目的是确保股东和职工的利益。然而,在终极所有权背景和我国一股独大现象比较普遍的情况下,监事会与董事会一样实质上是被大股东或者管理层控制或把持,依赖监事会对大股东或者管理层滥用控制权侵害公司利益和广大中小股东利益的行为进行监控,或期望监事会对董事、经理业务行为妥当性进行监督,是非常不现实的(李建伟,2004)。外部投资者,尤其是中小股东的利益并不能依赖监事会得到保证。

目前我国独立董事设置和相关制度安排,以及独立董事的独立性和代表性存在诸多瑕疵,公司董事会并不能有效地履行相关的责任,运行过程中被大股东或者管理层过多地干预甚至控制,独立董事更多地像一种象征性的符号一样流于形式(周琳静,2006;萧维嘉等,2009;杨小平等,2013),独立董事的作用没有