

市值管理下企业高管权力与现金持有

顾雪玲¹, 管亚梅²(教授)

【摘要】以代理理论和管家理论为切入点,选取2007~2016年我国沪深A股上市公司为样本,在股票市场“全流通”背景下,实证分析企业高管权力对现金持有的影响,以及市值管理对二者关系的调节作用。研究发现:高管权力越大,公司现金持有水平越高。同时,随着高管权力的增大,公司持有的现金会获得更高的公司价值,并没有发现代理冲突带来的负面价值效应。然而,市值管理对企业高管权力与现金持有水平间关系的抑制作用并不显著。进一步研究表明,市值管理总体上对高管权力与公司价值之间的关系具有正向调节作用。研究结果为管家理论的相关观点提供了依据,同时对我国推动市值管理建设具有一定的参考意义。

【关键词】高管权力; 公司现金持有; 市值管理; 调节效应; 管家理论

【中图分类号】F276 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)18-0012-9

一、引言

随着全球化的快速发展和我国经济新常态的到来,市场竞争日趋激烈,不确定因素急剧增加,现金日益成为影响我国上市公司生存和发展的关键因素,公司现金持有问题也成为理论界和实务界关注的焦点。现金作为一项流动性最强的资产,是公司生产经营活动的“血液”^[1],同时又被视为一项收益性最低的资产,存在现金持有成本。自2005年4月29日开始的股权分置改革,使我国股票市场于2006年年底基本进入了“全流通”时代,上市公司开始重视市值管理,以促进企业价值的持续提升。

国外学者基于早期的啄序理论、自由现金流理论以及权衡理论框架,开展了基于融资约束、代理成本、再融资成本 and 市场竞争效应等视角的相关研究^{[2][3][4][5]}。Bates等^[6]、Lins等^[7]的研究结果表明现金流风险的增大是导致公司持有更多现金的重要原因,Acharya等^[8]、Ran等^[9]、Harford和Klasa等^[10]、

Fresard^[11]、Harford和Mansi等^[12]则认为总风险的上升会导致公司倾向于持有更多现金和减少使用银行信用额度。国内学者程建伟、周伟贤^[13]发现,啄序理论能够更好地解释我国上市公司现金持有行为。还有研究发现,公司治理机制会影响税收规避对现金持有价值作用的发挥^{[14][15][16][17]}。在将公司现金持有水平和现金持有价值置于同一分析框架下的研究中,尽管国内外学者就公司现金持有问题尚未形成一致意见,但是已有的研究成果表明公司现金持有水平和现金持有价值会受到公司内外部因素的影响^{[18][19][20]}。已有文献主要从薪酬激励的角度考察高管薪酬与公司现金持有的关系^[21],而有关高管权力对现金持有水平的影响以及高管权力带来的持有现金后公司价值效应的研究较少。同时,外部制度环境的变化会对公司治理状况产生重要影响,改变高管的行为选择。股权分置改革实现了上市公司股票的“全流通”^[22],市值管理随之成为我国上市公司关注的焦点,市值管理成果能够反映经理层的绩效,对

【基金项目】国家社会科学基金项目“基于雾霾治理视角的碳减排优化模式与碳审计研究”(项目编号:15BGL060);江苏省高校哲学社会科学项目“江苏省科技型中小企业新三板融资机制与对策研究”(项目编号:2017SJB2068)

上市公司的融资成本也有重要影响,具有衡量上市公司实力的作用。

本文选取2007~2016年我国沪深A股上市公司作为研究样本,运用混合最小二乘法(Pooled Least Squares),以代理理论和管家理论为切入点,在“全流通”背景下,研究企业高管权力对现金持有的影响,以及市值管理对二者关系的调节作用。

二、理论分析与研究假设

(一)企业高管权力与现金持有之间关系的理论分析

在公司管理层级中,高管的权力不仅受到股东、董事会、机构投资者的制衡,其他管理者的存在也会对其形成分权^[23]。高管权力体现在其对公司生产经营决策的控制力上。Jensen^[24]认为当管理层对公司具有较大控制力时,他们会倾向于从公司自由现金流中保留更多的现金,而不是将这些现金通过股利等方式发放给投资者。根据代理理论,在经济人假设成立时,高管会利用自身的权力提高自由现金流的现金留存比率,其目的是满足在职消费、过度投资的资金需求以及通过并购获取私人收益、构建经理层的私人企业帝国^[25]。代理问题也会促进企业高管权力与现金持有水平之间的正相关关系。

此外,我国资本市场是一个处于转轨中的新兴市场,外部融资约束问题困扰着我国上市公司,银行信贷和股票市场融资成本较高,在信用体制不够健全、市场监管严格的情况下,外部融资也存在一定难度,使得公司倾向于提高现金持有水平。预防性动机、市场竞争效应、缓解融资约束以及优序融资的需求,都在客观上要求企业持有更多的现金^[26]。

基于以上分析,提出研究假设1:

H1:在其他条件不变的情况下,企业高管权力对现金持有水平具有显著的正向影响。

根据委托代理理论,高管与股东效用函数的不同将导致高管做出损害股东利益的行为,这类代理成本的存在将会降低现金使用效率,损害公司现金持有价值^[27]。高管作为一个自利的代理人,会减少现金持有的边际收益,削减公司价值。根据管家理论,高管会出于责任心、他人给予的认可等而努力工作,扮演称职的管家角色,这会提高公司现金管理水平,促进现金资源的合理配置,对公司价值产生正面影响。

考虑到我国特殊的环境,本文认为高管更倾向

于担任管家角色。在我国经济转轨的背景下,不确定因素的增多和外部冲击的加大使上市公司面临日益严峻的现金流断流问题,企业在谋求发展之前的首要任务是保持自身经营的持续性,高管需要使公司保持较好的现金管理状况^[28]。我国上市公司高管薪酬与公司绩效挂钩,特别是实施股权激励等措施后,管理层与股东的代理冲突进一步缓和,高管担任称职管家角色的倾向更大。同时,我国股票市场不断发展,证监会对上市公司的监管机制日益完善,投资者、媒体关注度的上升使得管理者的机会主义行为也面临着较大的风险。最后,作为公司的高级管理人员,高管对精神层面的需求会逐渐高于对物质层面的需求,而且在我国传统文化的影响下,高管会更倾向于“忠于职守”“恪守本分”,追求良好个人声誉的保持和自我价值的实现^{[29][30][31]}。

基于以上分析,提出研究假设2:

H2:在其他条件不变的情况下,高管权力越大,公司价值越大。

(二)市值管理对企业高管权力与现金持有之间关系的影响

在我国股票“全流通”背景下,上市公司日益重视市值管理。从缓解融资约束等管理动机的角度来看,市值管理以企业价值最大化为目标,不仅重视公司内在价值信息的有效传递,更强调公司未来的长期收益,对上市公司生产经营活动的影响日益突出^[32]。具有较高市值管理水平的上市公司,其股价将可能增长平稳,大跌风险较小,更容易以较低成本融资,这将缓解公司面临的融资约束,减少与此相应的现金持有需求。从减少代理成本的角度来看,施光耀等^[33]认为市值管理使得市值成为评价经理层经营业绩的标杆,这说明市值管理能够为公司薪酬激励提供市场激励和减少内部人代理成本。站在理性经济人的角度,高管会选择加强市值管理,减少出于个人私利目的的现金持有。同时,管理者持股也使得市值管理会对高管的行为选择产生日益重要的影响,更进一步加大了市值管理对高管增加公司现金持有水平的抑制作用。因此,本文认为市值管理能够削弱企业高管权力与现金持有水平之间的正向关系。

张济建、苗晴^[34]认为市值管理适用于弱式有效或次强式有效的市场环境,这符合我国资本市场的实际。市值管理水平越高,高管的经营业绩、创造的公司价值越能够在资本市场上得到更好的实现。因

此,市值管理具有促进公司价值有效实现的功能,有助于企业所有者合理评价高管的努力程度,从而给予其相对公平的薪酬激励和股权激励,抑制了高管的自利动机,促使高管通过担任尽职“管家”,充分发挥经理人才能,进而科学地配置企业资金资源的动机变得更为强烈。这有助于形成公司价值增值和高管获得合理的个人收益、赢得良好社会声誉的共赢局面。同时,市值管理可以加强投资者保护^[35],使得高管更加关注外部投资者的反应,这也在一定程度上抑制了高管的自利行为和短视的机会主义动机,改善了公司治理状况,从而促使高管提高资金使用效率,实现公司价值的提升。因此,在公司价值最大化目标下,有理由认为市值管理确实与公司价值正相关,有助于高管提高现金的配置水平和使用效率,提升公司价值,在企业高管权力对现金持有价值的作用关系中产生积极的影响。李旒、郑国坚^[36]利用2006~2011年沪深A股上市公司的样本,研究发现市值管理有利于外部融资,减少控股股东的利益侵占,改善公司治理,在一定程度上能够支持上述推论。

综上所述,本文提出研究假设3和假设4:

H3: 市值管理水平越高,越能抑制企业高管权力对现金持有水平的正向影响。

H4: 市值管理能够增强企业高管权力对公司价值的正向影响。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取2007~2016年我国沪深A股上市公司作为研究样本,并对样本进行了如下筛选:①选取全部A股上市公司,A股上市公司执行企业会计准则,具有代表性;②剔除金融类上市公司,金融类上市公司与其他行业上市公司会计处理程序不同,且由于其自身业务特点,往往持有大量现金;③剔除样本选取期间被ST、PT处理以及被强制退市的上市公司,这类公司经营状况存在异常;④剔除样本期间内上市的公司,我国公司上市需要经过证监会审核,为满足上市条件,往往持有超过其自身正常水平的现金;⑤剔除观测值缺失的样本。同时,为避免极端值对模型估计结果的影响,本文对连续变量小于1%分位数和大于99%分位数的观测值进行了Winsorize处理。此外,为了减少虚拟变量设置过多造成的自由度损失,不同于以往样本的行业划分,本文将上市公司

分为公用事业、房地产、综合、工业和商业共五个行业^{[37][38]},最终得到的样本见表1。本文数据主要来源于CSMAR数据库,部分缺失数据通过在巨潮资讯网下载上市公司年报进行手动查阅补充。

表1 样本选取

行业	企业数量	样本量
公用事业	46	368
房地产	103	824
综合	29	232
工业	335	2680
商业	101	808
全样本	614	4912

(二)研究变量的选择

1. 公司现金持有水平及公司价值。对于现金持有水平,本文借鉴江龙、刘笑松^[39]的度量方法,采用现金及现金等价物与总资产的比率作为公司现金持有水平的度量指标。

对于持有现金后公司价值,本文基于“全投资”假设和企业价值最大化理论,借鉴王春峰等^[20]、杨兴全等^[23]的方法,采用托宾Q(TQ)作为因变量,通过现金持有水平与高管权力交互项的系数估计值来间接体现持有现金后公司价值。

2. 高管权力。我国上市公司高管人员的具体职位名称并不统一,且同一家公司相同职位也会随时间推移有所变动,根据高管是在一个企业中负责日常事务的最高管理人员这一含义,本文高管包括的具体职位有CEO、首席执行官、总裁、总经理以及相应的代理职位^[40]。

目前相关研究文献的测度方法主要是主成分分析法,运用综合得分值度量高管权力。本文借鉴Finkelstein^[41]的权力模型,将高管权力划分为四个维度,即组织权力、所有权权力、专家权力和声誉权力,每个维度选取两个虚拟变量作为测度指标,构建指标体系,具体见表2。

表2中8个虚拟变量皆为正指标,不用进行指标同向化处理。参考刘焱、姚海鑫^[26]的做法,本文运用基于降维思想的主成分分析法,获得以上8个指标的第一主成分得分(Power1)作为高管权力的综合指标。同时,经过相关矩阵分析,发现这些指标之间相关性较低,在指标间相关程度较低时不一定能够得到较为理想的主成分结果,主成分分析法降低变量间信息叠加的效果可能较差,因此选取以上8

个虚拟变量的算术平均值(Power2)作为高管权力的第二种测度指标。Power1 指标考虑了高管权力各维度指标的权重,Power2 则对所有指标做等权处理。

表 2 高管权力的测度指标

权力维度	指标名称	指标符号	指标定义
组织权力	二职合一	Dou	是否兼任本公司其他要职,是为1,否为0
	董事会规模	BS	是否超过当年本行业中位数,是为1,否为0
所有权力	高管持股	CH	是否持有本公司股份,是为1,否为0
	股权分散程度	Dis	第二至第十大股东持股比例之和是否超过第一大股东,是为1,否为0
专家权力	高管职称	Rank	是否具有高级职称,是为1,否为0
	高管规模	MS	高管规模是否小于当年行业中位数,是为1,否为0
声誉权力	高管学历	Edu	是否具有本科及以上学历,是为1,否为0
	在外兼任	PT	是否在其他单位兼任,是为1,否为0

3. 市值管理。根据李旻、郑国坚^[36]的研究,股票回报率作为时期指标,不同于托宾Q、市盈率和市净率等时点指标。相对于以往的价值管理,市值管理更加侧重于公司内在价值在市场上的表现,股票回报率是一定时期资本市场各方博弈的结果^[42],其包含的信息量能够在一定程度上反映出市场估值对公司内在价值的理性回归程度,在“全流通”背景下,更能体现上市公司自身的市值管理行为。因此,本文选取考虑现金红利再投资的年股票回报率作为市值管理的代理变量。

4. 控制变量。本文借鉴周婷婷、韩忠雪^[43]的做法,结合数据的可获得性,选取的控制变量见表3。其中,行业虚拟变量是为了控制行业的影响,年度虚拟变量是为了控制不同年份的影响。

各变量具体定义见表3。

(三)模型设定

1. 企业高管权力与现金持有的关系模型。为检验企业高管权力对现金持有水平的影响,本文借鉴Dittmar、Mahrt-Smith^[2]的做法,构建模型(1),其中分别将度量高管权力的变量Power1、Power2作为Power进行分析。

$$CASH_hold_{it} = \beta_0 + \beta_1 Power_{it} + \beta_2 Lnsz_{it} +$$

表 3 各变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
现金持有水平	CASH_hold	现金及现金等价物之和÷总资产
公司价值	TQ	托宾Q,(股权市值+负债合计)÷总资产
高管权力	Power1	由高管权力指标体系构造的第一主成分得分
	Power2	高管权力的8个虚拟变量的算术平均值
市值管理	MVM	考虑现金红利再投资的年股票回报率
公司规模	Lnsz	总资产的自然对数
自由现金流	FCF	公司自由现金流÷总资产,其中,公司自由现金流=(净利润+利息费用+非现金支出)-营运资本追加-资本性支出
短期偿债能力	QR	(流动资产-存货)÷流动负债,即速动比率
财务杠杆	Lev	负债总额÷总资产,即资产负债率
成长性	Growth	本年营业收入增长额÷上年营业收入总额,即营业收入增长率
股利分配	Div	每股股利÷每股净收益,即股利分配率
行业哑变量	Industry	以公用事业为基准,设置4个行业哑变量
年度哑变量	Year	以2007年为基期,设置9个年度虚拟变量

$$\beta_3 FCF_{it} + \beta_4 QR_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Div_{it} + \sum_{j=1}^4 \beta_{7+j} Industry_{it} + \sum_{l=1}^9 \beta_{11+l} Year_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

为考察高管权力对持有现金后公司价值的影响,由于公司现金持有水平对其持有价值滞后影响的存在,为避免内生性问题,合理地引入公司现金持有水平的滞后一期变量CASH_hold_{i,t-1}与高管权力的交乘项CASH_hold_{i,t-1}×Power_{it}作为新的变量,构建模型(2),其中α₁表示现金持有的边际收益,交乘项CASH_hold_{i,t-1}×Power_{it}的系数α₃用于检验H2,若α₃的估计值显著为正,则表明高管权力将强化公司现金持有水平与公司价值的关系,高管权力越大,持有现金后公司价值越大,支持H2。

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CASH_hold_{i,t-1} + \alpha_2 Power_{it} + \alpha_3 CASH_hold_{i,t-1} \times Power_{it} + \alpha_4 Lnsz_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 QR_{it} + \alpha_7 Lev_{it} + \alpha_8 Growth_{i,t-1} + \alpha_9 Div_{it} + \sum_{l=1}^9 \alpha_{9+l} Year_{it} + \sum_{j=1}^4 \alpha_{18+j} Industry_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

2. 高管权力、市值管理与现金持有的关系模型。为了检验市值管理对企业高管权力与现金持有水平之间关系的调节作用,即市值管理是否影响企业高管权力与现金持有水平的关系,借鉴刘焱、姚海鑫^[26]的做法,设定模型(3):

$$\begin{aligned} \text{CASH_hold}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Power}_{it} + \beta_2 \text{MVM}_{it} + \\ & \beta_3 \text{Power}_{it} \times \text{MVM}_{it} + \beta_4 \text{Lnsiz}_{it} + \beta_5 \text{FCF}_{it} + \beta_6 \text{QR}_{it} + \\ & \beta_7 \text{Lev}_{it} + \beta_8 \text{Growth}_{it} + \beta_9 \text{Div}_{it} + \sum_{j=1}^4 \beta_{9+j} \text{Industry}_{it} + \\ & \sum_{l=1}^9 \beta_{13+l} \text{Year}_{it} + \mu_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

同时,为研究市值管理是否造成高管权力对公司价值的作用机制发生变化,由于MVM是连续变量,不能主观上将全样本按市值管理水平分成高、低两组样本进行分组回归,因此在模型(2)的基础上,参考杨兴全等^[23]的模型设定方法,引入三项交乘项 $\text{CASH_hold}_{i,t-1} \times \text{Power}_{it} \times \text{MVM}_{it}$,其系数 α_5 的估计值用于检验H4,构建模型(4)如下:

$$\begin{aligned} \text{TQ}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CASH_hold}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Power}_{it} + \\ & \alpha_3 \text{MVM}_{it} + \alpha_4 \text{CASH_hold}_{i,t-1} \times \text{Power}_{it} + \\ & \alpha_5 \text{CASH_hold}_{i,t-1} \times \text{Power}_{it} \times \text{MVM}_{it} + \alpha_6 \text{Lnsiz}_{it} + \\ & \alpha_7 \text{FCF}_{it} + \alpha_8 \text{QR}_{it} + \alpha_9 \text{Lev}_{it} + \alpha_{10} \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_{11} \text{Div}_{it} + \\ & \sum_{l=1}^9 \alpha_{11+l} \text{Year}_{it} + \sum_{j=1}^4 \alpha_{20+j} \text{Industry}_{it} + \mu_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

四、实证检验

(一)描述性统计

根据全部样本公司的数据资料,得到如表4所示的描述性统计结果。由表4可以看出,公司价值的代理变量TQ最大值为41.886,最小值为0.660,同时现金持有水平的最大值为0.993,最小值为-0.145,相差比较悬殊,这表明所选样本公司之间的公司价值和现金持有都存在较大的差异,行业差异很可能是其中的一个重要影响因素,因此设置行业虚拟变量具有合理性。

(二)回归分析

本文统一采用混合最小二乘法估计所有模型,具体结果如下:

1. 企业高管权力与现金持有。表5报告了企业高管权力与现金持有的回归结果,模型(1)和模型(2)的因变量均为公司现金持有水平的代理变量CASH_hold,高管权力分别用Power1、Power2进行度量,模型(3)和模型(4)均将公司价值的度量指标

表4 主要变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
TQ	2.477	1.854	41.886	0.660	2.232
CASH_hold	0.153	0.122	0.993	-0.145	0.118
Power1	0.060	-0.130	3.489	-2.725	1.299
Power2	0.458	0.500	1.000	0.000	0.183
MVM	0.398	0.110	16.119	-0.853	1.014
Lnsiz	21.880	21.785	27.250	16.757	1.292
FCF	-0.005	0.013	1.893	-5.697	0.156
QR	1.312	0.819	158.245	0.011	3.237
Lev	0.517	0.517	8.256	0.007	0.319
Growth	0.520	0.113	367.532	-0.986	7.146
Div	0.223	0.124	27.899	-9.910	0.676

注:所有变量指标的样本量皆为4912。

TQ作为因变量,引入交互项 $\text{CASH_hold}_{-1} \times \text{Power1}$ 以体现高管权力的调节作用^[44]。通过不同的高管权力度量指标的回归结果来看,模型(1)和模型(2)的调整后的拟合优度Adj_R²均在12%左右,说明模型的整体拟合效果还是不错的,联合显著性检验统计量F的结果显示变量是联合显著的,因此,能够对模型(1)和模型(2)进行下一步分析。在对公司现金持有水平CASH_hold的拟合回归中,无论是Power1还是Power2的回归系数均为正,且在1%的水平上显著,这表明高管权力越大,公司现金持有水平越高,支持H1。同时,从模型(1)和模型(2)中控制变量的回归系数来看,符号基本符合预期,系数显著性没有明显变化。其中,公司规模Lnsiz回归系数显著为负,与纳鹏杰和纳超洪^[45]的研究结果是一致的,一个较为合理解释是:样本期间随着我国经济的快速发展,市场环境变化巨大,包括银行业在内的金融行业出于规避风险的考虑,倾向于为规模更大的企业提供资金。因此,在样本期间内,规模越大的上市公司越容易获得银行信贷等外部融资,成本也大幅降低,故而其自身持有的现金量也就减少,这符合我国的实际情况。

通过表5的结果可以看到,在模型(3)和模型(4)中,公司现金持有水平滞后一期变量CASH_hold₋₁的回归系数分别在1%、5%的水平上显著为正,现金持有水平的滞后一期变量CASH_hold₋₁与Power2的交互项CASH_hold₋₁ × Power2的回归系数为正,且在1%的水平上显著,尽管交互项CASH_hold₋₁ × Power1的回归系数不显著,但是其符号为正。这在总体上表明随着高管权力

的变大,公司现金持有水平对公司价值的正向作用会增强,高管权力具有正向的公司价值效应,基本上能够验证H2,表明我国高管具有一定的“管家精神”,且没有发现严重的高管代理问题。控制变量的回归系数显示,公司规模越大,公司价值TQ越小,这说明一个公司并非规模越大越好。公司的自由现金流比率FCF增大会对公司价值TQ产生负面影响,这与Jensen提出的自由现金流理论相一致。短期偿债能力QR越大,公司价值TQ越大。公司的财务杠杆Lev与公司价值TQ之间存在显著的正相关关系,这表明公司适度负债往往能够获得收益。公司成长性Growth对公司价值TQ有正向影响,但是不显著。股利分配率Div越高,公司价值TQ反而越小,这似乎能为我国上市公司中普遍存在的股利分配较少的行为找到一个恰当的理由,值得深思。模型(3)和模型(4)的Adj_R²均在43%左右,差异不大,整体拟合效果较好。

2. 高管权力、市值管理与现金持有。本文通过引入市值管理的测度变量MVM来分析市值管理对企业高管权力与现金持有之间关系的调节作用。模型(1)和模型(2)分别加入交乘项Power1×MVM、Power2×MVM,模型(3)和模型(4)则分别加入三项交乘项CASH_hold₋₁×Power1×MVM、CASH_hold₋₁×Power2×MVM。

表6是高管权力、市值管理与公司现金持有的回归结果。从模型(1)和模型(2)的回归结果来看,高管权力仍然与公司现金持有水平显著正相关,而MVM的回归系数为正,Power1×MVM、Power2×MVM的回归系数为负,但是都不显著,表明市值管理对高管利用其权力持有大量现金的现象具有不显著的抑制作用,也就不能很好地支持H3。这种抑制作用不显著的原因可能是:尽管我国股票市场于2006年年底进入“全流通”时代,但是上市公司市值管理水平的提升进展缓慢,著名的“宝万之争”就很好地反映了我国上市公司市值管理水平普遍不高的现状。相关制度的制定也明显滞后,例如直到2014年5月,国务院才在“新国九条”中明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”,而且建立市值管理制度并非一项强制性要求,上市公司尚未建立起良好的市值管理绩效评价体系,因此市值管理未能对上市公司高管在现金持有水平的行为选择上产生显著的影响,市值管理的作用发挥也就不够明显。另外,模型(1)和模型(2)中其他控制变量的符号和显著性符

表5 企业高管权力与现金持有的回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	CASH_hold	CASH_hold	TQ	TQ
Power1	0.005*** (3.886)		0.053* (1.701)	
Power2		0.040*** (4.459)		0.093 (0.427)
CASH_hold ₋₁			2.887*** (13.734)	1.133** (2.047)
CASH_hold ₋₁ × Power1			0.070 (0.451)	
CASH_hold ₋₁ × Power2				3.694*** (3.374)
lnsize	-0.007*** (-5.285)	-0.007*** (-5.127)	-0.824*** (-41.377)	-0.821*** (-41.661)
FCF	-0.059*** (-5.724)	-0.059*** (-5.723)	-0.160** (-2.162)	-0.356** (-2.195)
QR	0.009*** (17.013)	0.009*** (16.953)	0.064*** (8.426)	0.062*** (7.885)
Lev	-0.035*** (-6.678)	-0.035*** (-6.586)	2.124*** (26.672)	2.126*** (8.061)
Growth	0.0001 (0.584)	0.0001 (0.528)		
Growth ₋₁			0.001 (0.276)	0.001 (0.227)
Div	0.006** (2.576)	0.006** (2.553)	-0.063* (-1.765)	-0.063* (-1.766)
Constant	0.335*** (11.459)	0.310*** (10.717)	18.334*** (41.821)	18.190*** (41.807)
Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	4912	4912	4298	4298
Adj_R ²	0.124	0.124	0.431	0.4342
F	55.346***	55.719***	180.972***	183.187***

注:括号内数值为相应参数估计值的t统计量;***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著(双侧)。下同。

合预期,差异不大,且调整的拟合优度Adj_R²分别为0.122、0.123,表明总体上模型的解释效果还是可以的。

根据表6中模型(3)、模型(4)的回归结果可知,公司现金持有水平对公司价值具有正向滞后影响,且分别在1%、5%的水平上显著。由于相较于表5中的模型(3)、模型(4),表6中的模型(3)、模型(4)加入了更多可能的影响变量,能在一定程度上更好地避免可能存在的遗漏变量偏误,结果也就更为可靠,因此,这进一步证实了在样本期间内,公司现金持有

表 6 高管权力、市值管理与现金持有的回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
	CASH_hold	CASH_hold	TQ	TQ
Power1	0.006*** (2.816)		0.052* (1.673)	
Power2		0.041*** (4.252)		0.055 (0.255)
MVM	0.002 (0.801)	0.004 (0.749)	0.601*** (12.296)	0.463*** (8.063)
CASH_hold ₋₁			2.894*** (14.002)	0.992** (1.825)
Power1×MVM	-0.007 (-0.673)			
Power2×MVM		-0.004 (-0.451)		
CASH_hold ₋₁ × Power1			0.072 (0.472)	
CASH_hold ₋₁ × Power2				3.627*** (3.378)
CASH_hold ₋₁ × Power1×MVM			0.148 (1.101)	
CASH_hold ₋₁ × Power2×MVM				2.020*** (4.515)
Lnsize	-0.007*** (-5.179)	-0.007*** (-5.061)	-0.807*** (-41.110)	-0.804*** (-41.526)
FCF	-0.057*** (-5.522)	-0.057*** (-5.513)	-0.268* (-1.723)	-0.259* (-1.675)
QR	0.009*** (16.940)	0.009*** (16.874)	0.065*** (8.647)	0.062*** (8.304)
Lev	-0.035*** (-6.606)	-0.034*** (-6.505)	2.112*** (26.968)	2.132*** (27.371)
Growth	0.0001 (0.579)	0.0001 (0.495)		
Growth ₋₁			0.002 (0.520)	0.001 (0.437)
Div	0.006** (2.509)	0.006** (2.502)	-0.053 (-1.504)	-0.055 (-1.558)
Constant	0.326*** (10.883)	0.301*** (10.129)	18.294*** (42.440)	18.202*** (42.637)
Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	4912	4912	4298	4298
Adj_R ²	0.122	0.123	0.450	0.456
F	46.489***	46.814***	198.636***	203.484***

水平与公司价值之间存在显著的正相关关系。同时可以看到,市值管理MVM在模型(3)和模型(4)中的回归系数均显著为正,这说明市值管理水平越高,公司价值TQ越高,这也验证了施光耀等^[33]、张济

建等^[34]以及翁世淳^[46]有关市值管理作用的论述。模型(3)中公司现金持有水平和高管权力的交互项CASH_hold₋₁×Power1和CASH_hold₋₁×Power1×MVM的回归系数皆为正,但是其正向关系并不显著。模型(4)中交互项CASH_hold₋₁×Power2的回归系数亦为正值,且在1%的水平上显著,CASH_hold₋₁×Power2×MVM的系数在1%的水平上显著为正。因此可以认为,上市公司市值管理水平越高,高管权力的增强越能够提高公司现金持有水平对公司价值的正向影响,这基本支持H4。控制变量的符号和显著性基本符合预期,在模型(3)和模型(4)中差异不大,且由调整后的拟合优度Adj_R²分别为0.450、0.456可以看出,模型的拟合效果不错。

3. 稳健性检验。

(1)公司现金持有水平度量指标的选取。由于在大多数情况下,货币资金和短期投资都是能够及时变现的,是公司流动性的一个合理反映,且货币资金和短期投资与总资产的比率也具有消除公司规模差异的优点,得到了一定程度的研究应用。因此,本文采用货币资金和短期投资与总资产的比率来度量公司现金持有水平,代入相应的模型中进行稳健性检验,发现回归结果基本不变,这表明本文的研究结论不受公司现金持有水平主要度量指标选取的影响。

(2)高管权力变量的运用。运用主成分分析法计算高管权力的综合评价指标,一方面能够得到各主成分得分作为高管权力的度量指标,另一方面还能通过选取的主成分计算出综合得分,亦可以作为高管权力的代理变量。本文采用主成分分析法,由于第一、第二、第三和第四主成分累积方差贡献率达到86.793%,能够很好地集成高管权力各变量指标的信息,因此选取这四个主成分,分别以这四个主成分的得分及其综合得分作为高管权力的代理变量,进行相应的回归。在研究高管权力与公司现金持有关系的回归结果中,尽管有的主成分得分的回归系数并不显著,但是其符号与前面一致,且综合主成分得分的回归系数显著为正,因此,相应的研究结论具有一定的可靠性。

五、研究结论和建议

本文主要研究结论如下:①企业高管权力对现金持有水平产生显著的正向影响,即高管权力越大,公司现金持有水平越高;②高管权力在公司现金持有水平影响公司价值的过程中存在一定的正向调节

作用,即随着高管权力的增大,能够带来正向的公司价值效应,说明我国上市公司高管具有“管家精神”,能够做出兼顾个人利益和企业利益的行为选择,且没有发现严重的代理冲突;③根据实证结果来看,在样本期间内,市值管理对企业高管权力与现金持有水平之间正向关系的抑制作用并不显著;④进一步研究发现,总体上,市值管理有助于增强高管权力对公司价值的正向影响。

针对以上研究结论,本文提出建议:在当前市场竞争日益激烈和不确定因素增多的情况下,股东和董事会不能过多地限制高管权力的行使,在控制高管代理问题的同时,更应该激励高管的“管家行为”,适当提高高管权力以有利于高管管理才能的发挥,缓和高管与其他利益相关者之间的利益冲突,进而促进公司价值的提升。进入“全流通”时代,上市公司仅仅关注价值创造是远远不够的,应实现盈余管理向市值管理的过渡,建立市值管理绩效评价体系,努力提高自身的市值管理水平。同时,政府应该加快市值管理相关制度的制定和完善,合理引导上市公司进行市值管理,从而有效地发挥市值管理在公司现金持有问题上的积极作用。

主要参考文献:

- [1] 陈志斌,刘静.金融危机背景下企业现金流运行中的政策影响研究[J].会计研究,2010(4):42~49.
- [2] Dittmar A., Mahrt-Smith J.. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2007(3):599~634.
- [3] Faulkender M., Wang R.. Corporate Financial Policy and the Value of Cash[J]. The Journal of Finance, 2006(4):1957~1990.
- [4] Gu T. T.. U. S. Multinationals and Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2017(2):344~368.
- [5] Alimov A.. Product Market Competition and the Value of Corporate Cash: Evidence from Trade Liberalization[J]. Journal of Corporate Finance, 2014(25):122~139.
- [6] Bates T. W., Kahle K. M., Stule R. M.. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?[J]. The Journal of Finance, 2009(5):1985~2021.
- [7] Lins K. V., Servaes H., Tufano P.. What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit[J]. Journal of Financial Economics, 2010(1):160~176.
- [8] Acharya V. V., Almeida H., Campello M.. Aggregate Risk and the Choice Between Cash and Lines of Credit[J]. The Journal of Finance, 2013(5):2059~2116.
- [9] Ran D.. Cash Holdings and Corporate Diversification[J]. The Journal of Finance, 2010(3):955~992.
- [10] Harford J., Klasa S., Maxwell W. F.. Refinancing Risk and Cash Holdings[J]. The Journal of Finance, 2014(3):975~1012.
- [11] Fresard L.. Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings[J]. The Journal of Finance, 2010(3):1097~1122.
- [12] Harford J., Mansi S. A., Maxwell W. F.. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the U.S.[J]. Journal of Financial Economics, 2008(3):535~555.
- [13] 程建伟,周伟贤.上市公司现金持有:权衡理论还是啄食理论[J].中国工业经济,2007(4):104~110.
- [14] 连玉君,彭方平,苏治.融资约束与流动性管理行为[J].金融研究,2010(10):158~171.
- [15] 刘星,计方,郝颖.大股东控制、集团内部资本市场运作与公司现金持有[J].中国管理科学,2014(4):124~133.
- [16] 袁淳,刘思淼,陈玥.大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J].中国工业经济,2010(4):141~150.
- [17] 张兆国,郑宝红,李明.公司治理、税收规避和现金持有价值——来自我国上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2015(1):15~24.
- [18] 姜毅.投资者保护、大股东持股比例与现金持有量[J].财经理论与实践,2013(2):58~63.
- [19] 张会丽,吴有红.内部控制、现金持有及经济后果[J].会计研究,2014(3):71~78.
- [20] 王春峰,孙金帅,曲万成等.二级市场信息不对称与公司现金持有——来自我国A股上市公司的经验证据[J].管理评论,2014,26(6):3~12.

- [21] Liu Y. X., Mauer D. C.. Corporate Cash Holdings and CEO Compensation Incentives [J]. Journal of Financial Economics, 2011(1):183~198.
- [22] Liu Y. X., Mauer D. C., Zhang Y. L.. Firm Cash Holdings and CEO Inside Debt [J]. Journal of Banking & Finance, 2014(42):83~100.
- [23] 杨兴全, 张丽平, 吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有 [J]. 南开管理评论, 2014(2):34~45.
- [24] Jensen M. C.. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986(76):323~329.
- [25] Gao H. S., Harford J., Li K.. Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2013(3):623~639.
- [26] 刘焱, 姚海鑫. 高管权力、审计委员会专业性与内部控制缺陷 [J]. 南开管理评论, 2014(2):4~12.
- [27] 连玉君, 苏治. 上市公司现金持有: 静态权衡还是动态权衡 [J]. 世界经济, 2008(10):84~96.
- [28] He Z. Z., Wintoki B.. The Cost of Innovation: R&D and High Cash Holdings in U.S. Firms [J]. Journal of Corporate Finance, 2016(41):280~303.
- [29] Cheng S. J. Board Size and the Variability of Corporate Performance [J]. Journal of Financial Economics, 2008(1):157~176.
- [30] 权小峰, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究 [J]. 南开管理评论, 2010(4):142~153.
- [31] Davis J. H., David S. F., Donaldson L.. Toward a Stewardship Theory of Management [J]. Academy of Management Review, 1997(22):20~47.
- [32] 鞠娟. 公司增发与市值管理——基于中国 A 股上市公司的实证研究 [J]. 技术经济, 2015(4):81~88.
- [33] 施光耀, 刘国芳, 梁彦军. 中国上市公司市值管理评价研究 [J]. 管理学报, 2008(1):78~87.
- [34] 张济建, 苗晴. 中国上市公司市值管理研究 [J]. 会计研究, 2010(4):82~88.
- [35] 凌文. 央企控股上市公司九大热点问题研究 [J]. 管理世界, 2012(1):2~8.
- [36] 李旒, 郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占 [J]. 会计研究, 2015(5):42~49.
- [37] 陈德球, 李思飞, 王丛. 政府质量、终极产权与公司现金持有 [J]. 管理世界, 2011(11):127~141.
- [38] Kalcheva I., Lins K. V.. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems [J]. Review of Financial Studies, 2007(4):1087~1112.
- [39] 江龙, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司现金持有行为研究 [J]. 会计研究, 2011(9):40~46.
- [40] 陆正飞, 韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究 [J]. 管理世界, 2013(6):43~60.
- [41] Finkelstein S.. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation [J]. Academy of Management Journal, 1992(3):505~538.
- [42] 吕飞. 基于微观动力视角我国上市公司市值管理绩效评价的研究 [J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2016(3):73~81.
- [43] 周婷婷, 韩忠雪. 产品市场竞争与现金持有——基于高管变更的调节效应 [J]. 管理科学, 2010(3):2~13.
- [44] 韩忠雪, 崔建伟. 金字塔结构、利益攫取与现金持有——基于中国民营上市公司的实证分析 [J]. 管理评论, 2014(11):190~200.
- [45] 纳鹏杰, 纳超洪. 企业集团财务管控与上市公司现金持有水平研究 [J]. 会计研究, 2012(5):29~38.
- [46] 翁世淳. 从价值创造到市值管理: 价值管理理论变迁研究评述 [J]. 会计研究, 2010(4):74~81.
- 作者单位: 1. 南京理工大学泰州科技学院商学院, 江苏泰州 225300; 2. 南京财经大学会计学院, 南京 210043