

# CEO 金融背景与公司现金持有水平： 输入抑或攫取

王攀娜(副教授)，徐博韬(副教授)

**【摘要】** 现金持有决策是公司财务决策的重要内容之一，首席执行官(简称CEO)作为负责公司日常事务的最高行政官，其背景特征将影响公司现金持有决策及其价值。一种是输入效应，即具有金融背景的CEO为公司输入社会资本，降低公司现金持有水平，从而使公司价值提高；另一种是攫取效应，即具有金融背景的CEO为了谋取私利，提高公司现金持有水平，从而使公司价值降低。实证结果表明，CEO金融背景与公司现金持有水平显著正相关，国有企业相较于民营企业上述正相关关系更为显著，拥有金融背景CEO提高公司现金持有水平具有负向价值效应，证实了攫取效应。进一步分析发现，当公司内外部治理机制作用较弱时，更容易诱发金融背景CEO通过增持现金谋求私利的行为。

**【关键词】** CEO金融背景；现金持有水平；代理成本；社会资本

**【中图分类号】** F272.3

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2019)16-0022-6

## 一、引言

从心理学和社会学角度来看，企业高管是有限理性的。由于社会环境的复杂性，高管在社会活动中常根据自身的人生观、价值观和实践经验做出决策。高层梯队理论认为高管并不是同质化的，高管年龄、性别、专业背景和工作经历等对其行为具有一定影响，进而会影响其所经营和管理的公司的行为和绩效<sup>[1]</sup>。CEO作为管理公司日常事务的最高行政官，不可能对公司所有方面进行全面管理，但其个人特质会影响其战略选择，进而影响公司价值。学者们很早就开始关注CEO特质对公司业绩的影响，但对于CEO特质的识别成为一大难题。后来一些文献对管理者的风险偏好<sup>[2]</sup>、过度自信<sup>[3]</sup>和任期<sup>[4]</sup>等特质进行研究，得到CEO个人特质对企业价值存在或正或负影响的结论。近年来，越来越多的公司偏好聘任具有金融背景的人员担任CEO，有学者发现金融背景CEO利用其金融行业任职经历给公司带来融资便利<sup>[5]</sup>。那么，金融背景CEO对企业财务决策会产生什么影响？

现金持有决策是重要的财务决策，涉及公司的资产配置，能够显著影响公司资本成本和投资项目获利能力，俨然已成为国内外学术界财务理论研究的热点。公司的现金持有水平及其价值与融资约束、代理问题密切相关。一方面，由于交易成本的存在，相对于成本高昂的外源式融资，内源式融资因其成本低并能迅速到位，有利于提高公司价值。面临融资约束的公司更倾向于从其经营获得的现金流中储备更多的现金<sup>[6,7]</sup>，而且持有现金获得的价值也更高<sup>[8]</sup>。另一方面，高额持有现金可能加剧公司的代理问题。当公司持有大量现金时，内部管理者为了谋取私利，更容易侵占现金或投资于净现值为负的项目<sup>[9]</sup>。已有研究表明，当公司治理低效时对应的现金持有水平更高<sup>[10,11]</sup>，持有超额现金的管理层将迅速花掉这些现金<sup>[12]</sup>，如进行多元化并购、过度投资等<sup>[13]</sup>。

金融背景CEO对公司现金持有行为的影响存在输入抑或攫取两种截然相反的效应。输入效应是指，金融背景CEO利用自身的社会资本，缓解公司的融资约束，使其所任职公司降低现金持有水平，减少现金占用，从而提高公司价值；攫取效应是指，金

融背景CEO偏好风险,更倾向于提高公司现金持有水平,以为谋求私利提供便利,从而降低公司价值。那么,上市公司聘请金融背景CEO到底符合上述哪种假说,则有待实证检验加以证实。

相较已有文献,本文的贡献在于:①从CEO金融背景这一崭新视角出发,探讨了其在公司现金持有水平行为决策方面的作用,从而丰富了公司现金持有财务行为领域的文献。②从高管的个人背景特征出发,探讨了CEO金融背景如何影响其职能发挥,从而丰富了高层梯队理论领域的文献。③本文的研究结论还具有较为重要的政策含义:降低企业代理成本不仅需要重视内外部治理机制建设,还要考虑高管个人背景特征的消极作用。

## 二、理论分析与研究假设

本文关注CEO金融背景对公司现金持有水平的影响,基于输入效应和攫取效应,CEO金融背景对公司现金持有水平的作用可能截然相反。

根据输入效应假说,CEO金融背景除了帮助公司获得银行贷款、金融机构借款等债务融资,还可帮助公司通过在股票市场增发股票等方式获得权益融资。Custódio、Metzger<sup>[14]</sup>发现,公司CEO拥有金融背景时,因为CEO个人的专业知识与才能,公司会采取更加积极的财务管理政策,减少现金持有,增加债务融资,更多地参与股票回购等。此外,金融背景CEO不仅积累了关于金融行业的实践经验,还积累了社会资本等。CEO可以利用这些关系资源帮助公司改善信贷融资情况<sup>[5]</sup>,缓解公司的融资约束。当公司融资约束得到缓解,更容易获得外源融资时,便会减少现金持有这种内源式融资。只有融资约束程度较大的企业才会更多地依赖内源融资,而融资约束相对较小时,企业则不必依赖内部资金<sup>[15]</sup>。此外,受到融资约束的公司出于谨慎性的投资考虑,会增加现金持有<sup>[16]</sup>。因为持有现金等流动资产可以帮助公司减少融资交易费用,降低资本成本,支持商业活动,进而提升公司价值<sup>[17]</sup>。当融资约束得到缓解时,公司投资的谨慎性顾虑被打消,将减持现金资产。综上,输入效应假说认为,金融背景CEO可以利用自身的社会资本缓解公司的融资约束,进而降低公司现金持有水平。

根据攫取效应假说,股东与管理层之间存在代理冲突,管理层偏好持有更多现金用于在职消费和商业帝国构建<sup>[9,18]</sup>。金融背景CEO对现金持有的偏

好可根据其金融背景特征进行解释。在我国资本市场发展过程中,投机色彩浓厚,投资者投资理念不够成熟,短线交易套利者居多。长期在这样的市场环境中任职的金融从业人员,较易被所从事行业的主导思维和行为模式所影响和同化<sup>[19]</sup>,从而塑造出偏好风险的个人性格特征。由于偏好风险,金融背景CEO倾向于采取增持现金等更加激进的手段谋求私利。如果个体具有某行业的专业知识和选择性认知,能更有效地关注、解读该领域信息,便会做出相应的行为决策<sup>[20]</sup>。相较于固定资产,管理层通过流动资产获取私人收益的成本更低<sup>[21]</sup>。金融背景CEO意识到,相较于其他方式,通过增加现金持有谋求私利成本更低,便会提高公司现金持有水平。

基于以上分析,本文提出如下两个竞争性假设:

H1a: 根据输入效应,CEO金融背景与公司现金持有水平呈显著负相关关系。

H1b: 根据攫取效应,CEO金融背景与公司现金持有水平呈显著正相关关系。

企业产权性质不同,CEO金融背景对公司现金持有水平的作用存在一定差异。根据输入效应,国有企业享受政府的“父爱主义”关怀。当金融背景CEO利用其社会资本帮助公司获得外源融资时,更容易得到银行等金融机构的支持,有效缓解融资约束,从而降低公司现金持有水平。因此,在国有企业中,CEO金融背景促使公司降低现金持有水平的作用将更为显著。根据攫取效应,在国有产权背景下,政府缺乏对企业进行有效监督的动力,且政府和企业之间存在严重的信息不对称,市场亦无法提供有效的外部治理手段,“所有者缺位”问题成为制约国有企业发展的瓶颈。国有企业管理层的收入分配缺乏明确的合同规范和测量标准,政府没有规范的、市场化的经营业绩评价体系,激励约束机制作用受限。当股东对CEO的监管作用相对更加薄弱时,将助长金融背景CEO通过促使公司提高现金持有水平谋求私利的行为。综合上述分析,本文提出如下研究假设:

H2: 国有企业相较于民营企业,CEO金融背景对公司现金持有水平的影响更为显著。

基于不同的理论假说,金融背景CEO改变公司现金持有水平,对公司价值的作用亦不同。根据输入效应假说,金融背景CEO将缓解公司融资约束、降低公司现金持有水平,为此,公司节约的现金可以投入其他项目中,从而为公司产生一定的财富增值。因此,金融背景CEO会缓解公司融资约束,降低公司

现金持有水平,从而提升公司价值。而根据攫取效应假说,金融背景CEO为了谋求私利而提高公司现金持有水平,将增加公司的机会成本。在信息不对称较严重或公司治理水平较差时,公司持有现金成为管理层谋求私利的工具,进而降低公司价值。

综合上述分析,本文提出如下两个对立假设:

H3a: 根据输入效应假说,金融背景CEO会降低公司现金持有水平从而提升公司价值。

H3b: 根据攫取效应假说,金融背景CEO会提高公司现金持有水平从而降低公司价值。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源及样本选择

本文所有CEO金融背景和公司财务数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。CEO金融背景来源于“高管人物特征”字库中的“董监高个人特征”,主要是指在监管部门、政策性银行、商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、证券登记结算公司、期货公司、投资银行、信托公司、投资管理公司和交易所有过任职经历。

本文以沪、深两市所有A股上市公司为样本,并进行如下筛选:剔除金融和保险行业;剔除被ST或\*ST处理的样本;剔除变量缺失样本。对于主要连续变量,按照1%分位数进行调整(Winsorize)处理,消除极端值的影响。为保证回归结果的稳健性,对所有回归进行了稳健性(Robust)控制。

#### (二)模型构建及相关变量定义

为了检验H1,参考杨兴全等<sup>[22]</sup>控制可能影响公司现金持有水平的因素,构建模型(1)。

$$\text{Cashhold} = \partial_0 + \partial_1 \text{Financial} + \partial_2 \text{Controls} + \partial_3 \text{Age} + \partial_4 \text{Sex} + \partial_5 \text{Tenure} + \partial_6 \text{Year} + \partial_7 \text{Ind} + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验H2,在模型(1)的基础上根据公司所有权性质(Soe)进行分组检验。然后,构建模型(2)检验H3。

$$\text{Tobinq}_{t+1} = \partial_0 + \partial_1 \text{Financial} + \partial_2 \text{Financial} \times \text{Cashhold} + \partial_3 \text{Cashhold} + \partial_4 \text{Controls} + \partial_5 \text{Year} + \partial_6 \text{Ind} + \varepsilon \quad (2)$$

模型主要变量定义如表1所示。

### 四、实证检验与分析

#### (一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。由表2可见,CEO金融背景(Financial)均值为0.051,表明

表1 变量定义

|                  | 名称         | 符号                 | 测度方法                            |
|------------------|------------|--------------------|---------------------------------|
| 观                | 现金持有       | Cashhold1          | 现金/(资产总额-现金)                    |
|                  |            | Cashhold2          | 现金/资产总额                         |
| 测                | CEO金融背景    | Financial          | CEO是否有金融背景,若有则取1,否则取0           |
| 变                | 公司价值       | Tobinq             | 市值/(资产总额-无形资产净额和商誉净额)           |
| 量                | 所有权性质      | Soe                | 虚拟变量,若上市公司实际控制人为国有企业,取值为1,否则为0  |
| 控<br>制<br>变<br>量 | 公司规模       | Size               | 公司年末资产总额取自然对数                   |
|                  | 资产负债率      | Lev                | 负债总额/资产总额                       |
|                  | 成长性        | Growth             | 公司营业收入增长率                       |
|                  | 两职合一       | Dual               | 董事长和总经理两职合一取值为1,否则为0            |
|                  | 董事会规模      | Board              | 董事会成员人数                         |
|                  | 独立董事比例     | Indbilv            | 独立董事占董事会总成员人数比例                 |
|                  | 现金流量       | Cf                 | (净利润+固定资产折旧+无形资产摊销)/资产总额        |
|                  | 净营运资本      | Nwc                | (流动资产-现金-流动负债)/资产总额             |
|                  | 资本支出       | Capex              | 资本性支出额/资产总额                     |
|                  | 债务到期率      | Bank               | 到期债务总额/负债总额                     |
|                  | 股利支付率      | Div                | 股利总额/净利润总额                      |
|                  | 地区金融发展水平   | Market             | 金融业市场化指数,参见王小鲁等 <sup>[23]</sup> |
|                  | CEO年龄      | Age                | CEO的年龄取自然对数                     |
|                  | CEO性别      | Sex                | CEO性别,男性取1,女性取0                 |
|                  | CEO任期      | Tenure             | CEO的任职年数                        |
|                  | 公司年龄       | Time               | 公司上市年龄                          |
| 大股东持股比例          | Big        | 第一大股东持股比例          |                                 |
| 赫芬达尔指数           | Herfindahl | 产业集中度综合指数          |                                 |
| 贝塔系数             | Betavals   | 衡量公司股票相对于整个股市的价格波动 |                                 |
| 年度               | Year       | 年度虚拟变量             |                                 |
| 行业               | Ind        | 行业虚拟变量             |                                 |

总样本中有5.10%的CEO拥有金融背景。现金持有(Cashhold1)均值为0.280,表明公司持有现金占总资产的比例平均为28%;现金持有(Cashhold2)均值为0.186,表明公司持有现金占非现金总资产的比例平均为18.6%。公司价值(Tobinq)均值为2.284,表明公司市值是其有形资产总额的2.284倍。所有权性质

(Soe)均值为0.418,表明总样本中有41.80%的公司为国有企业。

**表 2 变量描述性统计**

| 变量        | N     | 均值    | 中位数   | 标准差   | 最小值   | 最大值    |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Financial | 18663 | 0.051 | 0     | 0.219 | 0     | 1      |
| Cashhold1 | 18663 | 0.280 | 0.175 | 0.324 | 0.009 | 1.986  |
| Cashhold2 | 18663 | 0.186 | 0.149 | 0.137 | 0.009 | 0.665  |
| Tobinq    | 18663 | 2.284 | 1.623 | 2.220 | 0.209 | 13.500 |
| Soe       | 18663 | 0.418 | 0     | 0.493 | 0     | 1      |

## (二)回归结果及分析

**1. CEO金融背景与公司现金持有水平。**表3报告了H1的检验结果。列(1)、列(2)分别以现金持有(Cashhold1)和现金持有(Cashhold2)为因变量,CEO金融背景(Financial)的回归系数均在1%的显著性水平上为正。列(3)、列(4)进一步控制CEO年龄、性别和任期,此时,Financial的回归系数亦在1%的显著性水平上为正。表3的检验证实H1b成立,即CEO金融背景与公司现金持有水平显著正相关。

**表 3 CEO金融背景与公司现金持有水平(H1)**

| 变量             | (1)                | (2)                | (3)                  | (4)                 |
|----------------|--------------------|--------------------|----------------------|---------------------|
|                | Cashhold1          | Cashhold2          | Cashhold1            | Cashhold2           |
| Financial      | 0.039***<br>(3.28) | 0.013***<br>(2.89) | 0.039***<br>(3.23)   | 0.013***<br>(2.88)  |
| Age            |                    |                    | 0.000<br>(0.86)      | 0.000<br>(1.18)     |
| Sex            |                    |                    | -0.020*<br>(-1.96)   | -0.004<br>(-1.03)   |
| Tenure         |                    |                    | -0.002***<br>(-2.61) | -0.001**<br>(-2.30) |
| _cons          | 0.064<br>(1.17)    | 0.067***<br>(2.85) | 0.066<br>(1.18)      | 0.063***<br>(2.61)  |
| Controls       | Yes                | Yes                | Yes                  | Yes                 |
| Year & Ind     | Yes                | Yes                | Yes                  | Yes                 |
| N              | 18663              | 18663              | 18663                | 18663               |
| R <sup>2</sup> | 0.383              | 0.443              | 0.383                | 0.443               |

注:\*,\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平上显著(双尾检验)。下同。

**2. CEO金融背景、所有权性质与公司现金持有水平。**表4报告了H2的检验结果。列(1)、列(2)以现金持有(Cashhold1)为因变量,根据所有权性质将样本分为国有企业(Soe=1)和民营企业(Soe=0)两组,列(1)国有企业CEO金融背景(Financial)的回归系数在1%的显著性水平上为正,列(2)民营企业

Financial系数未通过显著性检验。列(3)、列(4)以现金持有(Cashhold2)为因变量,亦得到相同的检验结果。表4的检验证实H2成立,即相较于民营企业,国有企业CEO金融背景对公司现金持有水平的影响更显著。

**表 4 CEO金融背景与公司现金持有水平:区分所有权性质(H2)**

| 变量             | (1)                | (2)               | (3)                | (4)             |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|-----------------|
|                | Cashhold1          | Cashhold1         | Cashhold2          | Cashhold2       |
|                | Soe=1              | Soe=0             | Soe=1              | Soe=0           |
| Financial      | 0.065***<br>(3.12) | 0.022<br>(1.56)   | 0.026***<br>(3.51) | 0.003<br>(0.61) |
| _cons          | -0.037<br>(-0.50)  | 0.179**<br>(2.06) | 0.057*<br>(1.65)   | 0.056<br>(1.58) |
| Controls       | Yes                | Yes               | Yes                | Yes             |
| Year & Ind     | Yes                | Yes               | Yes                | Yes             |
| N              | 8025               | 10638             | 8025               | 10638           |
| R <sup>2</sup> | 0.321              | 0.412             | 0.390              | 0.465           |
| 组间差异p值         | 0.065              |                   | 0.042              |                 |

**3. CEO金融背景与公司现金持有水平对公司价值的影响。**表5报告了H3的检验结果。列(1)CEO金融背景(Financial)的回归系数在1%的显著性水平上为正,证实CEO金融背景有益于提升公司价值。列(2)、列(3)现金持有(Cashhold1、Cashhold2)的回归系数在1%的显著性水平上为正,证实公司现金持有有益于提升公司价值。而列(4)、列(5)CEO金融背景与现金持有交乘项(Financial×Cashhold1、Financial×Cashhold2)的回归系数均在5%的显著性水平上为负,证实会降低公司价值。表5的检验证实H3b攫取效应假说成立,即金融背景CEO会提高公司现金持有水平从而降低公司价值。

## (三)稳健性检验和进一步分析

### 1. 稳健性检验。

(1)金融背景CEO上任。为了进一步探讨CEO金融背景与公司现金持有水平的因果关系,参考姜付秀、黄继承<sup>[24]</sup>的做法,搜集CEO变更事件数据,设定金融背景CEO变更前后各三年(包括变更当年),对CEO变更为有金融背景(Office)的当年及之后两年取值为1,变更之前三年取值为0,构建双重差分模型(DID)进行回归。使用倾向得分匹配法(PSM)考察金融背景CEO上任公司的现金持有水平与无CEO变更公司的差异。通过倾向得分匹配,得到307个控制组样本及312个实验组样本。回归结果支持H1b的结论。

CEO 金融背景与公司现金持有水平：  
价值效应(H3)

| 变量                  | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   | (5)                   |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                     | Tobinq <sub>t+1</sub> | Tobinq <sub>t+1</sub> | Tobinq <sub>t+1</sub> | Tobinq <sub>t+1</sub> | Tobinq <sub>t+1</sub> |
| Financial           | 0.235***<br>(2.68)    |                       |                       | 0.417***<br>(3.55)    | 0.499***<br>(3.28)    |
| Financial×Cashhold1 |                       |                       |                       | -0.744**<br>(-2.31)   |                       |
| Cashhold1           |                       | 0.672***<br>(6.80)    |                       | 0.733***<br>(7.24)    |                       |
| Financial×Cashhold2 |                       |                       |                       |                       | -1.519**<br>(-2.10)   |
| Cashhold2           |                       |                       | 1.228***<br>(6.34)    |                       | 1.327***<br>(6.78)    |
| _cons               | 20.279***<br>(36.32)  | 20.110***<br>(36.59)  | 20.121***<br>(36.46)  | 20.086***<br>(36.58)  | 20.098***<br>(36.44)  |
| Controls            | Yes                   | Yes                   | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| Year & Ind          | Yes                   | Yes                   | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| N                   | 18663                 | 18663                 | 18663                 | 18663                 | 18663                 |
| R <sup>2</sup>      | 0.442                 | 0.447                 | 0.445                 | 0.448                 | 0.446                 |

(2)关键指标替换。考虑到行业特征能显著影响公司现金持有水平,参考杨兴全等<sup>[23]</sup>的做法,使用经行业调整的现金与总资产之比来衡量公司现金持有水平(Cashhold3)并进行回归。回归结果支持前文的结论。

2. 进一步分析:内外部治理环境。前文证实金融背景 CEO 出于代理动机会提高公司现金持有水平,降低公司价值。如果这种作用成立,那么在公司内外部治理环境不同时,金融背景 CEO 提高公司现金持有水平的影响及其价值效应也应当存在显著不同。机构投资者是约束经理人自利行为的一种重要的外部治理机制,会影响 CEO 金融背景对公司现金持有水平的作用。如果金融背景 CEO 提高公司现金持有水平谋求私利,那么机构投资者作为一种外部治理机制可在一定程度上缓解代理冲突,约束其现金持有的自利行为。表 6 列(1)、列(2)报告了根据机构投资者持股比例高低分组的检验结果。列(1)机构投资者持股比例高样本的 CEO 金融背景(Financial)回归系数未通过显著性检验,列(2)机构投资者持股比例低样本的 CEO 金融背景(Financial)系数在 1% 的显著性水平上为正,表明外部治理环境较差时,更容易诱发金融背景 CEO 增持现金谋求私利的行为。

从公司内部治理机制来看,董事会规模大小不同,其对董事会决策的影响力不同。如果金融背景 CEO 提高公司现金持有水平谋求私利,那么董事会

规模作为一种内部治理机制可以在一定程度上缓解代理冲突,约束 CEO 通过现金持有获取私利的行为。因此,本文认为董事会规模较小时,经理人、股东之间利益冲突相对更大,对金融背景 CEO 提高公司现金持有水平自利行为的约束更小。表 6 列(3)、列(4)报告了根据董事会规模大小分组的检验结果。列(3)董事会规模大样本的 CEO 金融背景(Financial)回归系数未通过显著性检验,列(4)董事会规模小样本的 CEO 金融背景回归系数在 1% 的显著性水平上为正,表明内部治理环境较差时,更容易诱发金融背景 CEO 增持现金谋求私利的行为。

CEO 金融背景与公司现金持有水平：  
表 6 区分机构投资者持股比例和董事会规模

| 变量             | (1)             | (2)                | (3)               | (4)                |
|----------------|-----------------|--------------------|-------------------|--------------------|
|                | Cashhold1       | Cashhold1          | Cashhold1         | Cashhold1          |
|                | High            | Low                | Big               | Small              |
| Financial      | 0.003<br>(0.16) | 0.074***<br>(3.76) | -0.014<br>(-0.67) | 0.047***<br>(3.47) |
| _cons          | 0.063<br>(0.52) | -0.237*<br>(-1.65) | 0.359<br>(1.64)   | 0.244**<br>(2.40)  |
| Controls       | Yes             | Yes                | Yes               | Yes                |
| Year & Ind     | Yes             | Yes                | Yes               | Yes                |
| N              | 9331            | 9332               | 9327              | 9336               |
| R <sup>2</sup> | 0.404           | 0.374              | 0.390             | 0.390              |
| 组间差异 p 值       | 0.012           |                    | 0.015             |                    |

## 五、结论及启示

已有关于公司现金持有水平领域的研究文献很少关注负责公司日常事务的 CEO 的个人背景特征的影响,尤其是 CEO 金融背景个人特质的作用。本文发现 CEO 金融背景与公司现金持有水平呈显著正相关关系,国有企业相较于民营企业上述正向关系更为显著。金融背景 CEO 会提高公司现金持有水平从而负向影响公司价值,证实了金融背景 CEO 通过提高公司现金持有水平攫取私利效应假说。进一步分析发现,当公司内部和外部治理机制作用较弱时,更容易诱发金融背景 CEO 通过增持现金谋求私利的行为。

本文的发现不仅丰富了现金持有理论,而且为管理层自身特殊的个人经历形成风险偏好特质,进而侵占股东利益提供了直接的经验证据,还为公司治理影响经理人行为提供了新的证据。从实践意义来看,公司提高现金持有水平既可能是积极的预防

措施,又可能是内部管理层谋求个人私利的捷径,外部投资者在进行投资决策时需要将管理层的个人特质因素纳入考虑范畴。

#### 主要参考文献:

- [1] Hambrick D. C., Fukutomi G. D. S.. The seasons of a CEO's tenure [J]. *Academy of Management Review*, 1991(4): 719 ~ 742.
- [2] Rashad Abdel-Khalik A.. CEO risk preference and investing in R & D [J]. *Abacus*, 2014(3): 245 ~ 278.
- [3] Kaplan S. N., Klebanov M. M., Sorensen M.. Which CEO characteristics and abilities matter?[J]. *The Journal of Finance*, 2012(3): 973 ~ 1007.
- [4] Ali A., Zhang W.. CEO tenure and earnings management [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015(1): 60 ~ 79.
- [5] 刘浩,唐松,楼俊. 独立董事: 监督还是咨询——银行背景独立董事对企业信贷融资影响研究[J]. *管理世界*, 2012(1): 141 ~ 156.
- [6] Arslan Ö., Florackis C., Ozkan A.. The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market [J]. *Emerging Markets Review*, 2006(4): 320 ~ 338.
- [7] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. *金融研究*, 2009(7): 121 ~ 133.
- [8] Faulkender M., Wang R.. Corporate financial policy and the value of cash [J]. *The Journal of Finance*, 2006(4): 1957 ~ 1990.
- [9] Jensen M. C.. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *The American Economic Review*, 1986(2): 323 ~ 329.
- [10] Guney Y., Ozkan A., Ozkan N.. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2007(1): 45 ~ 60.
- [11] 窦欢,陆正飞. 大股东控制、关联存款与现金持有价值[J]. *管理世界*, 2016(5): 141 ~ 150.
- [12] Dittmar A., Maht-Smith J.. Corporate governance and the value of cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007(3): 599 ~ 634.
- [13] Harford J.. Corporate cash reserves and acquisitions [J]. *The Journal of Finance*, 1999(6): 1969 ~ 1997.
- [14] Custódio C., Metzger D.. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014(1): 125 ~ 154.
- [15] Fazzari S. M., Hubbard R. G., Petersen B. C., et al.. Financing constraints and corporate investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1): 141 ~ 206.
- [16] Almeida H., Campello M., Weisbach M. S.. The cash flow sensitivity of cash [J]. *The Journal of Finance*, 2004(4): 1777 ~ 1804.
- [17] Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., et al.. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999(1): 3 ~ 46.
- [18] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976(4): 305 ~ 360.
- [19] Finkelstein S., Hambrick D. C.. Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations [J]. *West Publishing Company*, 1996(2): 221 ~ 224.
- [20] Hitt M. A., Tyler B. B.. Strategic decision models: Integrating different perspectives [J]. *Strategic Management Journal*, 1991(5): 327 ~ 351.
- [21] Myers S. C., Rajan R. G.. The paradox of liquidity [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998(3): 733 ~ 771.
- [22] 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.
- [23] 王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017: 1 ~ 214.
- [24] 姜付秀,黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策 [J]. *会计研究*, 2013(5): 27 ~ 34.

作者单位: 重庆理工大学会计学院, 重庆 400054。徐博韬为通讯作者