

管理者过度自信、内部控制与企业现金持有水平

张淑惠,王瑞雯

(陕西师范大学国际商学院,陕西西安 710062)

摘要:以2010—2014年沪市A股上市公司为研究样本,实证检验了管理者过度自信对现金持有水平的影响,并且加入内部控制的因素,进一步探究不同内部控制水平下二者影响程度的差异。研究结果表明:过度自信的管理者倾向于保持较高的现金持有水平;相对于内部控制水平高的企业,在内部控制水平低的企业中,管理者过度自信与现金持有水平的相关性更为显著。证明了管理者的个人特质是影响现金持有决策的重要因素,研究结论为管理者过度自信影响企业现金持有行为的假说提供了经验证据。

关键词:管理者过度自信;现金持有;内部控制

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2017)01-0053-07

引言

现金是企业最具流动性、最重要的资产。企业的现金持有水平在很大程度上可以反映其财务决策和经营战略。现金持有决策直接影响企业的发展:现金持有水平过低,会导致企业因为出现资金短缺而陷入财务困境;现金持有水平过高会导致企业丧失投资收益,同时高额现金持有会增加管理者滥用现金的风险。因此,如何科学地做出现金持有决策是现代公司财务中的重要问题。随着不完善资本市场研究的逐步深入,越来越多公司金融研究者开始关注现金持有水平等资金问题。Keynes最早提出了企业保持现金流流动性的交易、预防和投机动机^[1],此后,研究者们开始从不同视角对企业现金持有进行大量研究与探索。然而现有的研究均是建立在管理者是理性人假设之上的。心理学家通过一系列的实验和研究证明,人普遍是过度自信的,并非完全理性,在决策判断过程中通常会产生一种过分相信自己判断的认知偏差。对于企业管理者而言,过度自信更为严重,其在做出决策时可能会系统性地偏离传统经济学理论的预测。因此在非理性人假设之下,对企业现金持有水平的探讨就显得十分必要。从理论上说,过度自信的管理者会高估自身能力,从而高估投资项目的价值^[2],因而他们会进行更多的项目投资,从而筹集大量资金以满足企业扩张的需求。因此,过度自信管理者的现金持有水平较高。本文拟以沪市A股上市公司为样本,研究管理者的过度自信心理与企业现金持有水平的关系,并进一步探讨实证结果的政策含义。本文的创新点在于:在原有文献的基础上,采用了更加多元化的管理者过度自信的衡量方法;此外,相对已有的文献,我们还检验了内部控制作为企业的一种监督机制,是否起到了预防管理者非理性行为的作用。

一、文献回顾

现金对于企业的健康运营与持续发展具有重要的战略意义^[3],企业的现金持有与管理一直是理

收稿日期:2016-10-26

基金项目:教育部人文社科基金项目(13YJA630131);陕西师范大学中央高校基本科研业务费专项资金项目(14SZYB14)。

作者简介:张淑惠(1972—),女,陕西武功人,陕西师范大学国际商学院教授,博士,研究方向为会计理论、公共治理;王瑞雯(1992—),女,陕西西安人,陕西师范大学国际商学院硕士研究生,研究方向为会计理论与方法。

论界和学术界关注的重要问题。其中,对现金持有水平的研究在已有文献中得到了广泛关注,有关方面的研究主要集中于探讨现金持有水平的影响因素。Kim 等人的研究表明,面临更高外部融资成本、具有更大盈余波动性以及具有相对低的资产报酬率的公司持有较多的流动资产^[4]。Opler 等人认为具有高成长机会和更大风险性现金流量的企业现金持有水平较高^[5]。Dittmar 等人从公司治理视角研究企业现金持有量影响因素。研究发现,股东权利保护不充分国家中的企业比股东权利保护较好国家中的企业倾向持有更多的现金^[6]。Haushalter 等人通过研究发现,产品市场的竞争程度与企业现金持有水平正相关,市场竞争程度越高,企业现金持有水平越高^[7]。辛宇、徐莉萍认为企业的财务特征、股权结构以及治理环境是影响上市公司现金持有水平的重要因素^[8]。杨兴全、孙杰在研究中指出企业的现金持有水平与企业财务状况及治理机制相关^[9]。

以上研究证明,企业的基本财务特征、治理结构、市场竞争程度、投资者保护环境等是影响现金持有水平的重要因素。然而已有的研究多是建立在管理者是“理性人”假设之上的,忽视了企业管理者认知偏差对现金持有水平的影响。

管理者的认知偏差会直接影响企业行为。其中,管理者过度自信的认知偏差的影响尤为显著。“过度自信”来源于认知心理学的研究成果,它是一种普遍存在的心理现象。已有研究表明,人并非是完全理性的,人群中相当部分的个体是自我中心性的,总是会过分相信自己的认知及判断,对自身的知识、能力、决策及掌握的信息过度自信。一般来说,企业管理者的过度自信程度要高于普通大众,其更容易在经营管理活动中做出过度自信的决策。

Roll 首次将管理者过度自信的概念引入到公司财务中,他认为管理者过度自信的心理可以用来解释企业合并中的价值受损和企业的投资活动^[10]。Heaton 在研究中发现过度自信的管理者会高估企业的投资项目及股权,并且错误地接受净现值为负的投资决策。此外,他还提出过度自信的管理者倾向于使用企业的内部资金^[11]。Malmendier 和 Tate 证明了过度自信导致了过度投资,过度自信的管理者会进行更多的企业收购和有损企业价值的合并^[12-13]。Ben John 和 Campbell 的研究表明管理者过度自信的偏差会引起财务政策的变化,他们倾向于筹集大量的资金以进行投资活动^[14]。Cordeiro 的研究表明过度自信的管理者往往会比其他管理者支付更少的股利^[15]。Malmendier, Tate, Yan 提供了过度自信导致企业的财务政策扭曲的证据^[16]。

尽管以上文献大量检验了管理者过度自信对于企业财务决策的影响,但很少有文献研究管理者过度自信对现金持有及运用的影响。Winifred Huang-Meier 的研究强调了管理者个人特质在企业现金持有决策中的重要作用。其通过检验管理者过度自信心理对现金持有动机的影响得出了以下结论:过度自信的管理者倾向于持有大量现金,为企业的潜在发展做准备,并且将大量现金用于资本性支出和企业并购。他们持有现金的动机很少是出于预防性动机。此外,他认为在经济不景气的时段,过度自信的管理者同样会选择持有大量现金^[17]。Nihat Aktas, Christodoulos Louca, Dimitris Petmezas 检验了过度自信是否会影响企业的现金持有价值,以及过度自信的管理者怎样影响企业现金的持有价值。结果表明当企业由过度自信的管理者经营时,现金将具有更高的价值^[18]。国内目前仅有一篇文章以企业景气指数作为管理者过度自信的替代变量,研究其与现金持有量的相关关系。结果表明,管理者过度自信是影响企业现金持有行为的一个重要因素,管理者的自信程度与现金持有显著正相关^[19]。尽管国内外均有以企业景气指数作为过度自信替代变量的经验,但多数文献在进行检验时会同时采用多个过度自信的指标进行测试,以保证结论的可靠性和有效性。本文在上述研究的基础上,分别采用管理者薪酬比例、管理者持股变化情况作为管理层过度自信的替代变量,并且加入了内部控制的影响因素,进一步研究管理者过度自信与企业现金持有的相关关系。

二、理论分析与研究假设

(一) 管理者过度自信与企业现金持有水平

随着经济增长速度的加快,很多企业都存在着不同程度的过度投资行为。作为非理性的管理者,他们通常对于企业投资项目的前景过于乐观,会高估投资项目未来预期净现金流入,接受净现值为负

的投资决策,他们相信自己能够控制结果或者能对结果做出保证,低估了投资失败的风险,从而产生过度投资行为^[20],因而他们会保持很高的现金持有水平以备进行投资。此外,过度自信的管理者会高估他们为企业创造价值的的能力,他们认为市场低估了他们企业发行的风险证券的价值,这导致他们较少地使用外部融资,从而使用内部融资的方式。内部现金持有是一种最直接且廉价的融资方式,因此过度自信的管理者会倾向于持有大量现金,以至于超过最佳现金持有量。综上,管理者作为掌握企业控制权的群体,其过度自信心理会影响现金持有策略的选择。

根据以上分析,我们提出假设 1:

假设 1: 管理者过度自信程度与企业现金持有水平正相关。

(二) 管理者过度自信、内部控制与企业现金持有水平

Drobetz 发现,在企业内部治理出现缺陷的情况下,管理者更有可能做出过度自信的财务决策,导致企业持有过多的现金,从而产生代理问题^[21]。内部控制作为企业的一种监督机制,通过设置一系列具体规则和职责权限,来控制 and 预防管理者非理性行为的产生,从而抑制企业内部对自由现金流的过度投资。李万福等人的研究证实了这一点,他们认为企业内部控制水平的提高有助于抑制管理者过度投资的行为^[22],进而影响企业的现金持有水平。此外,现金持有水平反映着企业经营管理水平的高低和风险防范的有效性,而内部控制则是企业应对经营风险的一项重要手段。因此我们可以假定在内部控制水平较高的企业,现金持有有可能受到更为严格的程序规范或制度控制。有效的内部控制将对缓解管理者过度自信对现金持有水平的影响起到积极作用,从而可防止现金持有水平过高,保持企业正常现金持有量,进而提高现金的使用价值,以保证企业有效的财务战略和经营策略。

根据以上分析,我们提出假设 2:

假设 2: 良好的内部控制可以削弱管理者过度自信与现金持有水平的正相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文选取 2010—2014 年沪市 A 股主板上市公司作为初始样本。在此基础上剔除了如下样本: (1) 剔除所有 ST、* ST、PT 的公司; (2) 剔除了金融保险业上市公司; (3) 剔除了财务数据缺失的公司。 (4) 剔除了在 2010—2014 年 CEO 变更的公司。为剔除极端值的影响,本文对主要连续变量在 1% 和 99% 分位上进行了 winsorize 处理。以管理者薪酬比例作为过度自信的替代变量时,我们共得到了 4029 个样本。以管理者持股变化情况作为过度自信的替代变量时,我们共得到了 4024 个样本。本文数据主要来源于国泰安 CSMAR 数据库、RESSET 金融数据库以及迪博数据库。研究过程中的数据处理主要由 Excel 及 Stata12.0 统计软件予以完成。

(二) 变量界定

本文的研究难点在于如何准确衡量管理者的过度自信心理。目前国内外文献对于管理者过度自信替代变量的选取,主要包括管理者持股变化情况、盈余预告偏差程度、管理者薪酬集中程度、国家统计局公布的企业景气指数等。综合前人的研究并结合我国的制度背景,本文采用管理者薪酬比例以及管理者持股变化情况作为管理者过度自信的替代变量。Hayward and Hambrick 通过研究发现管理者的薪酬比例越高,对企业的控制权越强,越容易产生过度自信心理。出于数据的可获得性,我们采用“薪酬最高的前三名高管薪酬之和/全部管理者薪酬合计”表示,这一比例越大,说明管理者过度自信的程度越高。从分散风险的角度出发,企业管理者有理由购买其他企业的股票,过度自信的管理者对企业的业绩持乐观态度,认为增持本企业的股票可以获得超额市场回报,他们有足够自信。因此假如当年企业管理者持股数增加,且增加原因不是因为股权激励、送股、配股等原因,就认为其为过度自信的样本,取值为 1,否则为 0。

现金持有水平的替代变量我们参考了 Opler 等人的研究。采用现金及现金等价物之和与净资产的比例来表示现金持有水平。这里的净资产为总资产扣除现金及现金等价物的余额。

表 1 变量定义

变量名称	变量代码	变量定义
现金持有水平	<i>Cash</i>	现金及现金等价物/(总资产-现金及现金等价物)
管理者过度自信	<i>Overcon1</i>	管理者薪酬比例,用“薪酬最高的前三名高管薪酬之和/全部管理者薪酬合计”表示
	<i>Overcon2</i>	管理者持股变化,若当年公司管理者持股数增加,且增加原因不是因为股权激励、送股、配股等原因,则视为过度自信样本, <i>Overcon1</i> = 1; 否则, <i>Overcon1</i> = 0
内部控制水平	<i>ICI</i>	内部控制评价指数的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	年末资产负债率
总资产回报率	<i>ROA</i>	以(利润总额+利息支出)/平均资产总额表示
市净率	<i>Pb</i>	以每股股价与每股净资产的比率表示
股利支付	<i>DIVID</i>	如果公司支付股利为 1, 否则为 0
资本支出率	<i>Capex</i>	构建固定资产、无形资产以及其他长期资产所支付的现金净额
债务期限结构	<i>Debtstr</i>	流动负债总额/全部债务总额
现金流量	<i>Cashflow</i>	现金流/净资产。现金流以扣除利息、股利与所得税的盈余加折旧费表示
年度变量	<i>Year-dummy</i>	哑变量, 如果样本属于某一年度为 1, 否则为 0
行业变量	<i>Ind-dummy</i>	哑变量, 如果样本属于某一行业为 1, 否则为 0。行业划分标准参考证监会的行业分类标准

我们以迪博数据库中内部控制评价指数的自然对数作为内部控制质量的衡量变量。

在控制变量的选取上,我们参考肖作平(2008)的研究,选取资产负债率、总资产报酬率、市净率、股利支付、资本支出率、债务期限结构以及现金流。具体定义如表 1 所示。

(三) 模型设定

$$Cash_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Overcon_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t} + \alpha_5 State_{i,t} + \alpha_6 Cfo_{i,t} + \alpha_7 Pb_{i,t} + \alpha_8 Tang_{i,t} + Year-dummy + Ind-dummy + \varepsilon$$

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

表 2 为变量描述性统计的结果。如下表所示, *Cashratio* 的均值为 0.2008, 最大值为 0.9118, 最小值仅为 0.0032。说明不同企业的现金持有水平差异较大。*Overcon1* 的均值为 0.3834。说明当用管理者薪酬比例来作为过度自信的替代变量时,有 38.3% 的管理者薪酬是高于平均水平的,在这些企业中,管理者可能呈现出过度自信的特点。*Overcon2* 的均值为 0.1136。说明有 11.3% 的管理者增持了本公司的股票,这部分企业,管理者会呈现出过度自信的特点。

表 2 描述性统计

Variable	N	Mean	Std Dev	Median	Max	Min
<i>Cashratio</i>	4029	0.2008	0.2104	0.1352	0.9118	0.0032
<i>Overcon1</i>	4029	0.3834	0.1296	0.3626	0.8286	0.1465
<i>Overcon2</i>	4024	0.1136	0.3174	0	1	0
<i>Lev</i>	4029	0.5441	0.2251	0.5428	1	0.0924
<i>Roa</i>	4029	3.8441	1.7075	3.2566	24.1263	-19.0613
<i>Pb</i>	4029	3.8420	5.8976	2.7438	30.4449	0
<i>Divid</i>	4029	0.6297	4.2230	1	1	0
<i>Capex</i>	4029	0.3556	0.4829	0.3222	0.8811	0.0051
<i>Debtstr</i>	4029	0.7926	0.2231	0.8598	1	0.2201
<i>Cashflow</i>	4029	0.0535	0.1043	0.0487	0.3967	-2.7033

(二) 相关性分析

我们对主要变量进行了相关分析,各主要变量的相关系数均小于 0.4,变量之间不存在自相关性,

不会对多元回归分析产生严重影响,可以建立回归模型进行多元回归分析。管理者过度自信的替代变量 *Overcon1* 及 *Overcon2* 均与现金持有水平 *Cashratio* 显著正相关,这初步验证了假设 1,说明管理者自信程度与现金持有水平正相关,过度自信的管理者现金持有水平高。*Overcon1* 与 *Overcon2* 显著正相关,说明两种衡量管理者过度自信的方法之间有较好的一致性。

表 3 相关分析

	<i>Cashratio</i>	<i>Overcon1</i>	<i>Overcon2</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Pb</i>	<i>Divid</i>	<i>Capex</i>	<i>Debtstr</i>	<i>Cashflow</i>
<i>Cashratio</i>	1.000									
<i>Overcon1</i>	0.069***	1.0000								
<i>Overcon2</i>	0.055***	0.902***	1.0000							
<i>Lev</i>	-0.242***	-0.049***	-0.018	1.0000						
<i>Roa</i>	0.251***	-0.003	0.069***	-0.334***	1.0000					
<i>Pb</i>	0.098***	0.142***	-0.010	0.067***	0.045***	1.000				
<i>Divid</i>	0.054***	-0.106***	0.088***	-0.175***	0.338***	-0.293***	1.000			
<i>Capex</i>	-0.332***	-0.047***	-0.051***	-0.045***	-0.116***	-0.116***	-0.022	1.000		
<i>Debtstr</i>	0.220***	0.070***	-0.011	-0.087***	0.033**	-0.236***	-0.115***	-0.351***	1.000	
<i>Cashflow</i>	0.278***	0.005	-0.006	-0.208***	0.335***	-0.009	0.160***	0.143***	0.042***	1.000

注:***表示在 1% 的统计水平上显著,**表示在 5% 的统计水平上显著,*表示在 10% 的统计水平上显著。

(三) 回归分析

1. 管理者过度自信与企业现金持有水平

为了验证假设 1,我们分别以管理者薪酬比例和管理者持股变化情况两种方式来衡量管理者过度自信,采用非平衡面板数据的固定效应模型进行回归分析,结果如表 4 所示。在以管理者薪酬比例作为过度自信的替代变量时,*Overcon1* 的回归系数为 0.0417,t 值为 1.87,在 10% 的水平上显著为正,说明管理者过度自信与企业现金持有水平正相关,过度自信的管理者拥有较高的现金持有水平。在以管理者持股变化情况作为过度自信的替代变量时,*Overcon2* 的回归系数为 0.0153,t 值为 1.71,同样在 10% 的水平上显著为正。以上两种方法衡量的管理者过度自信(*Overcon1*、*Overcon2*) 系数均显著为正,结论一致,均验证了假设 1:管理者自信程度与企业现金持有水平正相关。

表 4 管理者过度自信与现金持有水平回归结果

变量名	管理层薪酬比例		管理层持股变化	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>_cons</i>	0.302***	14.30	0.322***	16.87
<i>Overcon1</i>	0.0417*	1.87	0.0153*	1.71
<i>Overcon2</i>	-0.165***	-11.68	-0.168***	-11.97
<i>Lev</i>	0.00273***	4.70	0.00279***	4.82
<i>Roa</i>	0.00220***	3.02	0.00206***	2.83
<i>Pb</i>	-0.0134**	-2.01	-0.0143**	-2.14
<i>Divid</i>	-0.325***	-22.96	-0.325***	-23.02
<i>Capex</i>	0.0586***	3.80	0.0607***	3.94
<i>Debtstr</i>	0.554***	18.47	0.548***	18.23
<i>Cashflow</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Firm</i>	4029	4029	4024	4024
<i>N</i>	0.269	0.269	0.268	0.268
<i>R²</i>	0.267	0.267	0.266	0.266

注:***表示在 1% 的统计水平上显著,**表示在 5% 的统计水平上显著,*表示在 10% 的统计水平上显著。

2. 管理者过度自信、内部控制与企业现金持有水平

在上述回归的基础之上,我们进一步将样本分为内部控制水平高的企业和内部控制水平低的企业,分组进行回归。当内部控制质量 IC 大于其中位数时,我们认为该企业的内部控制水平相对较好;反之,则认为企业的内部控制水平相对较差。从表 5 的回归结果中可知,在内控水平低的样本中,Overcon1 和 Overcon2 的系数均在 5% 的水平上显著为正。而在内控水平高的样本中,Overcon1 和 Overcon2 的系数虽为正,但未达到 10% 的显著性水平。这说明,内部控制水平是影响管理者过度自信与现金持有水平相关关系的重要因素之一。内部控制水平越高,管理者过度自信与企业现金持有水平的正相关性越弱。结果验证了假设 2,良好的内部控制可以削弱管理者过度自信与现金持有水平的正相关关系。

表 5 内部控制、管理者过度自信与现金持有水平回归结果

变量名	内控水平低				内控水平高			
	管理者薪酬比例		管理者持股变化		管理者薪酬比例		管理者持股变化	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
_cons	0.415***	14.22	0.445***	16.63	0.259***	8.20	0.258***	9.20
Overcon1	0.0699**	2.49	—	—	0.00104	0.03	—	—
Overcon2	—	—	0.0207**	1.98	—	—	0.00108	0.07
Lev	-0.298***	-13.19	-0.302***	-13.46	-0.106***	-5.62	-0.109***	-5.78
Roa	-0.00245**	-2.45	-0.00254**	-2.53	0.00505***	6.54	0.00510***	6.63
Pb	0.00185	1.47	0.00233*	1.86	0.00220**	2.33	0.00173*	1.85
Divid	0.00408	0.45	0.00400	0.44	-0.0218**	-2.13	-0.0229**	-2.26
Capex	-0.376***	-21.24	-0.377***	-21.30	-0.291***	-12.84	-0.287***	-12.70
Debtstr	0.0118	0.59	0.0135	0.68	0.0898***	3.74	0.0935***	3.90
Cashflow	0.747***	18.66	0.745***	18.61	0.399***	8.74	0.384***	8.38
Year	控制		控制		控制		控制	
Firm	控制		控制		控制		控制	
N	2209		2208		1820		1816	
R ²	0.356		0.356		0.206		0.203	
R ² - a	0.354		0.353		0.202		0.200	

注:***表示在 1% 的统计水平上显著,**表示在 5% 的统计水平上显著,*表示在 10% 的统计水平上显著。

3. 稳健性分析

对于多重共线性问题,我们在每次回归后发现方差膨胀因子均远小于 10,这说明多重共线性问题不会对我们的回归结果产生明显的影响。对于异方差性,我们执行了稳健回归,回归结果与我们之前的结果保持一致。因此,本文的研究结论是比较稳健的。

五、结论与政策建议

本文以 2010—2014 年沪市 A 股上市公司为研究样本,实证检验了管理者过度自信与企业现金持有水平的相关关系,并且在研究中加入了内部控制的影响因素,进一步探究了不同内部控制水平下二者的关系。研究表明:(1)过度自信的管理者倾向于保持较高的现金持有水平,管理者过度自信程度与现金持有水平正相关;(2)相对于内部控制水平高的企业,在内部控制水平低的企业中,管理者过度自信与现金持有水平的相关性更为显著。这表明,良好的内部控制对缓解管理者过度自信对现金持有水平的影响起到了积极作用。本文的研究为管理者过度自信影响企业现金持有行为的假说提供了经验证据。

本文证明了除企业的基本财务特征、治理结构、市场竞争程度、投资者保护环境等是影响现金持有水平的重要因素之外,管理者的个人特质也影响了企业现金持有决策。该结论的政策含义在于:管理者并不是完全理性的经济人,其个人的认知偏差会对企业现金持有决策产生影响,从而损害企业价

值。因此,建立充分关注并有效引导企业管理者行为的企业制度、减少管理者非理性行为对企业的影响至关重要。此外,鉴于内部控制水平对管理者过度自信与现金持有水平关系的影响,企业应该完善内部控制机制尤其是在财务决策方面的内部控制制度。通过建立良好的内部控制制度降低管理者过度自信对现金持有水平的不利影响,使企业现金持有量服务于其财务战略和经营策略,防止现金持有水平过高,进而提高现金的使用价值。

参考文献:

- [1] 韩忠雪,周婷婷. 产品市场竞争、融资约束与公司现金持有:基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论, 2011(4): 149-160.
- [2] BEN-DAVID I, GRAHAM J R, HARVEY C R. Managerial overconfidence and corporate policies [Z]. Working paper, 2007.
- [3] OLER D K, M P PICCONI. Implications of insufficient and excess cash for future performance [J]. Contemporary accounting research (Forthcoming) 2013.
- [4] KIM C S, MAUER D C, SHERMAN A E. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 1998, 33(3): 335-359.
- [5] OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, WILLIAMSON R. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of financial economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [6] DITTMAR A, MAHRT-SMITH J, SERVAES H. International corporate governance and corporate cash holdings [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2003(38): 111-134.
- [7] HAUSHALTER D, KLASA S, MAXWELL W F. The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior [J]. Journal of financial economic, 2007(84): 797-825.
- [8] 辛宇,徐莉萍. 公司治理机制与超额现金持有水平 [J]. 管理世界, 2006(5): 136-141.
- [9] 杨兴全,孙杰. 企业现金持有量影响因素的实证研究——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2007(6): 47-54.
- [10] ROLL R. The hubris hypothesis of corporate takeovers [J]. Journal of business, 1986, 59(2): 197-216.
- [11] HEATON. Managerial optimism and corporate finance [J]. Financial management, 2002, 31(2): 33-45.
- [12] MALMENDIER U, G TATE. CEO overconfidence and corporate investment [J]. Journal of finance, 2005(60): 2661-2700.
- [13] MALMENDIER U, G TATE. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction [J]. Journal of financial economics, 2008(20): 20-43.
- [14] BEN D, JOHN R G, CAMPBELL R H. Managerial overconfidence and corporate policies [R]. SSRN working paper, 2007.
- [15] CORDEIRO L. Managerial overconfidence and dividend policy [R]. SSRN working paper, 2009.
- [16] MALMENDIER U, G TATE, J YAN. Overconfidence and early life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies [J]. Journal of finance, 2011, 66(5): 1687-1733.
- [17] WINIFRED HUANG-MEIER. Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect [J]. Review of quantitative finance and accounting, 2015(17): 1-34.
- [18] NIHAT AKTAS, CHRISTODOULOS LOUCA, DIMITRIS PETMEZAS. Is cash more valuable in the hands of overconfident CEOs? [R]. SSRN working paper, 2015.
- [19] 孙杰. 管理者过度自信对现金持有量的影响——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 财务与金融, 2012(6): 85-88.
- [20] AHMED A, S DUELLMAN. Managerial overconfidence and accounting conservatism [J]. Journal of accounting research, 2013, 51(1): 1-30.
- [21] DROBETZ W, M C GRUNINGER, S HIRSCHVOGL. Information asymmetry and the value of cash [J]. Journal of banking & finance, 2010, 34(9): 2168-2184.
- [22] 李万福,陈晖丽. 内部控制与公司实际税负 [J]. 金融研究, 2012(9): 195-206.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:王 慧)

(下转第 71 页)

Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Roles of Corporate Financial Transparency and Outside Governance Environment

ZHANG Zhengyong^{1 2}, CHEN Hong¹

(1. School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, China;

2. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: As a supplement to financial information, economic consequences of non-financial information disclosed in CSR reports has become a hot issue in recent years. In this article, we take China's A-share market data in the period of 2009 – 2014 as the sample to study how CSR disclosure influence the cost of equity capital under the different situation of Chinese outside governance environment and corporate financial transparency. We found that CSR disclosure can significantly reduce the cost of equity capital only from a worse governance environment or a low financial transparency perspective and disclosure quality has no significant effect on the cost of equity capital, which suggests that market circumstance is as important as company information for company's decision making accordingly. However, right now CSR reports fail to reduce investors' assessment risk of corporations because of their low quality. This study furthers our understanding of CSR disclosure's consequences and sheds light on the importance of enhancing disclosure quality.

Key words: corporate social responsibility report; the cost of equity capital; outside governance environment; corporate financial transparency

(上接第 59 页)

Managerial Overconfidence, Internal Control and Cash Holdings

ZHANG Shuhui, WANG Ruiwen

(School of International Business, Shanxi Normal University, Xi'an 710062, China)

Abstract: Using the sample of Shanghai A-shares listed companies in China stock market from 2010 to 2014, this paper theoretically analyzes and empirically examines the relationship between managerial overconfidence and the level of cash holdings. Furthermore, we add the factors of internal control, examine the relationship under the different levels of internal control. We find robust evidence of a positive relationship between managerial overconfidence and the level of cash holdings. With respect to the high level of internal control of the companies, in the low level of internal control in the companies, the positive relationship is more significant. It is proved that manager's personal qualities can also affect the corporate cash holdings decisions. The research provides an experimental evidence for the hypothesis of managerial overconfidence affect cash holdings.

Key words: managerial overconfidence; cash holdings; internal control