

# 公司治理对超额持有现金的影响

## ——基于公司投资的视角

袁卫秋,朱红

(南京财经大学 会计学院,江苏 南京 210023)

**摘要:**以2010—2016年度沪深A股上市公司为样本,从公司持有现金的经济后果——公司投资的视角,考察公司治理对超额持有现金的影响及其作用机理。研究发现,公司超额持有现金下的投资行为并不必然与代理理论的观点相一致,进而得出公司治理水平只在超额持有现金水平高的公司中,才能对过度投资具有显著的抑制作用。进一步研究发现,公司治理的抑制作用是通过提高现金持有价值来实现的,而这在超额持有现金水平高的公司中更为显著。以上的研究打破了学者们对代理理论的认识误区,较为全面的考察了超额持有现金与公司投资间的关系,并为理解治理机制的适用性和作用机理提供了实证资料,为公司适当改动治理机制做出了决策建议。

**关键词:**超额持有现金;公司投资;公司治理;现金持有价值

**中图分类号:**F271.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2017)04-0067-11

现金是公司资产中流动性最强,但收益性最低的项目,其在满足公司基本需求之外,应尽可能的减少<sup>[1]</sup>。纵观近年来国内外的上市公司,却发现普遍存在超额持有现金的现象<sup>[2]</sup>。宋常等学者就发现中国上市公司在2005—2009年的平均现金持有率高达19.6%<sup>[3]</sup>,而后张先治等人研究还发现2009—2012年中国、英国、美国及加拿大的上市公司,平均现金持有率约已达19.85%、9.9%、8.1%和7%<sup>[4]</sup>。可见,国内外的上市公司,尤其是中国上市公司,大量持有现金已成为趋势,而其所带来的经济后果更是受到学术界的广泛关注。但从现有研究来看,超额持有现金与过度投资间的关系却一直争议不断<sup>[5]</sup>。一种支持Jensen代理理论观点认为,超额持有现金会加剧公司内部的代理问题,致使公司过度投资的发生<sup>[6]</sup>。但另一种支持预防性动机理论的却认为,公司外部时常面临风险和不确定性,公司有必要持有较多的现金<sup>[7]</sup>。而这更多是为避免融资成本过高以致丧失有利的投资机会,并不必然会导致公司投资的无效。那么,对于普遍过量持有现金的国内上市公司而言,受其影响的投资行为到底是怎样的呢?本文将展开进一步的研究。

已有文献表明,治理水平高的公司具有相对较低的现金持有量<sup>[8]</sup>。学者辛宇等<sup>[9]</sup>的研究发现,良好的公司治理能够缓解代理问题,降低投资决策失误的可能<sup>[10]</sup>。那么,上市公司间治理机制的差异,是否是影响超额持有现金公司的投资效率的关键原因之一呢?在现有的文献中,相关的实证分析还比较缺乏。鉴于此,本文将从公司投资的角度出发,将其作为公司超额持有现金的首要经济后果,借助超额持有现金与公司投资间的关系,检验我国上市公司持有的超额现金是否更加符合代理理论的

收稿日期:2017-03-25;修回日期:2017-06-06

作者简介:袁卫秋(1972—)男,江苏泰州人,南京财经大学副教授,研究方向为公司财务与理论;朱红(1992—)女,安徽马鞍山人,南京财经大学在读研究生,研究方向为公司财务与理论。

观点,并借此进一步研究公司治理对超额持有现金的影响,最后本文通过研究公司治理对现金持有价值的影响,探析出我国上市公司的公司治理作用于超额现金的机理。

本文的贡献或创新点在于:(1)推动了超额持有现金与公司投资间关系的研究,有力的驳斥了学者们单一的代理理论观点,首次区分超额持有现金较高和较低水平,使以前的相关研究更加完善;(2)较为创新的从公司投资的视角展开,研究公司治理对超额持有现金的影响,为公司治理领域拓宽研究方向的同时,也更细致地说明公司治理在现金持有水平不同的公司中同样也会具有差异性的作用;(3)首次从公司投资的角度明确公司治理对现金持有影响的作用途径,检验公司治理发挥作用的方式是否是通过提高现金的持有价值来改善公司投资效率的。本文其他结构安排如下:第二部分为理论分析与研究假设;第三部分为数据来源与研究设计;第四部分为实证检验结果与分析;最后一部分为研究结论。

## 一、理论分析与研究假设

### (一) 超额持有现金与过度投资

现金虽是公司维持经营活动的必需品,但现金的持有量一旦超出正常需求范围,两权分离的现代公司,必会面临一系列不良的经济后果<sup>[11]</sup>。而公司超额持有现金与过度投资间的关系就是这经济后果中最为普遍的一种表现形式。

Jensen 代理理论的观点,公司管理层与所有者间的利益分歧,使管理层在现金资源的使用过程中,会最大限度的选择有利于自身收益的消费方式<sup>[6]</sup>。而两权分离下的现代公司,代理问题日益加剧,管理层自利动机不断膨胀,使其更偏好于持有超出公司价值最大化所需的现金储备。可现金是受监管力度最小,流动性最强的资产,本身就极易被管理层所掌控<sup>[12-13]</sup>。因此,在管理层代为经营的公司中,超出正常需求之外的现金资源,很容易被管理层所挥霍,投资于净现值小于零,仅能“增加自身津贴或在职消费”的项目上,导致过度投资的发生。而随着国内上市公司超额持有现金量的不断上涨,公司在满足基本性需求之外可被管理层所自由支配的闲置资源也会上升,自利的管理层必会将其尽快的挥霍掉,促使公司投资效率的进一步恶化<sup>[14]</sup>。Blanchard *et al.* 通过研究美国 11 家收到巨额现金赔偿的公司,发现这些公司都倾向于保留现金或从而低价值的投资活动<sup>[15]</sup>;干胜道等人通过研究发现自由现金流与过度投资显著正相关,并且自由现金流为正的公司更可能发生过度投资,这都证实了代理理论在超额持有现金公司中的适用性<sup>[16]</sup>。由此,提出下列假设:

假设 1:基于代理理论的观点,公司超额持有现金易导致过度投资的发生。

### (二) 公司治理、超额持有现金与过度投资

公司治理机制能影响到委托人与代理人间的利益冲突,以及公司内外部利益相关者间的信息不对称性<sup>[17]</sup>。当公司存在超额持有现金时,治理质量的高低必然会关系到公司投资行为的变化。

依据代理理论的观点,过量的现金易被自利动机下的管理层所掌控,用于在职消费。但杨兴全等的研究发现,高水平的公司治理会因有效的缓解公司中的代理问题,而起到抑制超额持有现金公司过度投资的作用<sup>[18]</sup>。从本质上理解,公司治理是内部监督机制和激励机制的结合,是实现管理者行动与股东财富相一致的有效措施。当公司的治理水平高时,公司的监督机制能够最大程度的约束管理层与大股东间的机会主义行为,最大程度的改善大小股东间的代理问题,强化相互监督的意识,以实现利益共享的均衡,更为合理的分配公司资源。而资源的合理配置,也可以进一步提高公司现金使用的效率,增强公司投资决策的科学性,避免管理层过度自信的盲目投资<sup>[19-20]</sup>。与此同时,激励机制的作用还能有效的促进管理层积极地参与到公司的投资活动中,激励管理层更加自主的为实现公司价值最大化的目标而努力,更利于维持管理层与公司利益间的动态平衡,降低管理层浪费空闲资金建造帝国的意愿,最终优化到公司的投资行为。由此,提出下列假设:

假设 2:相对于公司治理水平低的公司,在公司治理水平高的公司中,超额持有现金与过度投资行为间的正向关系会显著减弱。

### (三) 公司治理与现金持有价值

良好的公司治理能够有效的缓解公司内部的代理问题,抑制过度投资的发生。而过度投资能够发生的前提条件,是需要公司具有足够多的现金储备或是足够强的外部融资能力。对于国内上市公司而言,资本市场的非理想化致使大多数公司均面临着外部的融资难题<sup>[21]</sup>。因而,对内部闲置资金的滥用成为了公司发生过度投资的真正原因。那么,高水平的公司治理是否是通过影响现金使用效率来改变公司发生过度投资的可能性的呢?

Dittmar 的研究发现,公司治理的确能够影响现金的使用而非积累<sup>[14]</sup>。在现代公司中代理问题严重,管理层浪费资金,无效使用现金的现象更是频繁,但良好的公司治理,可以使公司内部能够形成完备的监督机制和激励机制。一方面,在监督机制的作用下,各代理矛盾的主体间彼此约束,现金的使用能被很好的监控起来。另一方面,激励机制的存在同样还起着促进作用,激励管理层不必通过对现金资源的滥用来获得自身收益,进而充分发挥现金使用对公司价值最大化的贡献。因此,在高水平公司治理的公司中,管理层和股东侵占资金的动机会减弱,现金使用效率也相应得以提高,理性投资者也会愿意赋予公司现金更高的市场价值<sup>[22]</sup>。由此,提出下列假设:

假设 3:相对于公司治理水平低的公司,在公司治理水平高的公司中,现金持有价值更高,投资更有效。

## 二、数据来源与研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2010—2016 年我国沪、深两市 A 股上市公司的数据为研究样本,并按照以下原则对样本进行了处理:(1)剔除金融、保险类上市公司;(2)剔除处于 ST、\*ST 以及 PT 状态的上市公司;(3)剔除数据不全以及数据存在异常的上市公司。为消除极端值的影响,本文对主要连续变量均进行了 1%—99% 水平上的 winsorize 值处理。最终得到研究样本 7,164 个,共 1,194 家国内上市公司。研究相关数据来自国泰安数据库以及万德数据库。

### (二) 变量定义与模型设计

#### 1. 超额持有现金与过度投资的模型设计

构建模型(1)考察公司超额持有现金的经济后果,研究国内上市公司超额持有的现金是否与代理理论的观点相一致。为避免内生性的问题,模型(1)的右边均采用了滞后一期的数据。

$$EInvit_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \times Ecash_{i,t-1} + \delta_2 \times Mfee_{i,t-1} + \delta_3 \times Size_{i,t-1} + \delta_4 \times BigD_{i,t-1} + \delta_5 \times Growth_{i,t-1} + \delta_6 \times Lev_{i,t-1} + \delta_7 \times Age_{i,t-1} + Fixeffect + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其中,  $EInvit$  衡量公司过度投资;  $Ecash$  衡量公司超额持有现金。若假设 1 成立,即公司超额持有的现金易导致公司过度投资的发生,则利用  $Ecash$  进行回归结果的系数  $\delta_1$  应显著为正。

#### 2. 公司治理、超额持有现金和过度投资

为检验公司治理的好坏是否会影响超额持有现金公司的投资行为以及该影响的大小,构建模型(2)如下:

$$EInvit_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 \times Ecash_{i,t-1} + \varphi_2 \times ZL\_d_{i,t-1} + \varphi_3 \times Ecash_{i,t-1} \times ZL\_d_{i,t-1} + \varphi_4 \times Mfee_{i,t-1} + \varphi_5 \times Size_{i,t-1} + \varphi_6 \times BigD_{i,t-1} + \varphi_7 \times Growth_{i,t-1} + \varphi_8 \times Lev_{i,t-1} + \varphi_9 \times Age_{i,t-1} + Fixeffect + \varepsilon_2 \quad (2)$$

其中,  $ZL$  代表公司综合治理水平,该数值越大表明公司治理水平越高。本文参照白重恩、方红星等学者运用主成分分析法<sup>[23-24]</sup>选用股权结构、高管激励、董事会治理以及监事会治理四个方面,并利用第一大主成分计算公司治理水平。详见表 1。此外,按中位数分组公司治理水平得分,并定义大于中位数的样本为高公司治理水平组,取  $ZL\_d = 1$ ;反之,定义小于及等于中位数的样本为低公司治理水平组,取  $ZL\_d = 0$ 。

此模型中应重点关注交互项系数  $\psi_3$ 。若假设 2 成立,则交互项的预期符号应显著为负,表明在公司治理水平高的公司中,超额持有现金公司发生过度投资的可能性显著小于治理水平低的公司。

表1 公司治理的变量定义及载荷系数

指标	变量名	变量定义	载荷系数
股权结构	股权制衡度( <i>TO</i> )	第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比	0.437 6
	股权集中度( <i>TT</i> )	第一大股东持股比例	-0.1455
	两权分离度( <i>FL</i> )	年度股东大会会议次数	0.197 7
	国有股占比( <i>GY</i> )	国有股股数占总股数的比值	-0.0988
	流通股占比( <i>LT</i> )	已流通股数占总股数的比值	-0.4185
高管激励	高管持股比例( <i>GC</i> )	高管持股数占总股数的比值	0.521 9
	总经理与董事长是否兼任( <i>JR</i> )	董事长与总经理是否存在兼任,兼任取1,否则为0	-0.3983
董事会治理	董事会规模( <i>DG</i> )	董事会总人数	-0.2234
	独立董事占比( <i>DB</i> )	独立董事占董事会人数比值	0.136 0
	董事会会议次数( <i>DH</i> )	年度董事会会议次数	0.073 7
监事会治理	股东大会会议次数( <i>JH</i> )	年度股东大会会议次数	0.170 2
	监事会会议次数( <i>JM</i> )	年度监事会会议次数	0.159 3
	四委设立个数( <i>SW</i> )	审计委员会、战略委员会、提名委员会以及薪酬与考核委员会的设立个数	0.064 0

### 3. 公司治理与现金持有价值的模型设计

为研究公司治理差异如何影响公司超额持有的现金,本文进一步设计模型(3)。将超额持有现金公司是否发生过度投资作为分组标准,结合公司治理对现金持有价值的影响(即现金使用效率)考察公司治理的作用机理。

$$ROA_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 \times Ecash_{i,t-1} + \eta_2 \times ZL_{i,t-1} + \eta_3 \times Ecash_{i,t-1} \times ZL_{i,t-1} + \eta_4 \times Size_{i,t} + \eta_5 \times Lev_{i,t} + \eta_6 \times ROA_{i,t-1} + \eta_7 \times Debt_{i,t} + Fixeffect + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中, *ROA* 代表公司业绩。该模型重点关注交互项  $\eta_3$  的系数,由于该模型是按公司是否发生过度投资进行分组回归,对比两组回归系数大小及显著性,分析公司治理水平差异对超额持有现金公司的现金使用情况的影响。若交互性系数显著为正,表明在治理水平高的公司中,每一元现金的使用能够给公司业绩带来  $\eta_3$  的上升幅度,在高治理水平的公司中,现金持有价值显著高于低水平治理的公司。

### 三、实证检验结果与分析

#### (一) 描述性统计与相关系数

表3是变量的描述性统计。本文在模型设计中并未要求采用平衡面板数据,因而描述性统计中各数据的观测值上存在一定的差异性。其中 *e1* 表示 *EInvit1* 进行回归分析的残差项。由 *e1* 的最大值和最小值分别为 1.086 和 -0.870,发现样本公司间的投资偏离水平存在较大差异。再者,其中 *e* 表示 *Ecash1* 进行回归分析的残差项,由其最大值和最小值分别为 2.458 和 -3.145,可见,样本公司间现金持有量偏离程度的差距很大,且 *Ecash1* 的样本数为 4 010 占总样本的 57%,可得在样本公司中超额持有现金的现象比较常见。最后, *ZL* 的平均值和中位数分别为 0.142 和 -0.154,而最小值和最大值分别为 -3.0535 和 5.231,说明样本公司整体治理水平较低,且不同公司间的治理质量差异较大,这同样为我国的上市公司有待提高其治理质量提供了数据参考。

表2 变量名称及定义

变量名称	变量代码	变量定义
因变量	过度投资	<i>EInvt1</i> 代表公司过度投资水平。该数值越大,表明公司过度投资行为越严重。
		<i>EInvt2</i> 形成公司是否发生过度投资的哑变量,当残差项大于零时,取值为1,反之,当残差项小于或等于零时,取值为0。
解释变量	公司业绩	<i>ROA</i> 资产收益率,模型(3)中的因变量,衡量公司业绩情况。
	超额持有现金	<i>Ecash1</i> 代表公司超额持有现金量。该数值越大,代表公司超额持有的现金量越多。
		<i>Ecash2</i> 将最大组的观测值定义为超额持有现金组,并赋值给 <i>Ecash2</i> 。
	公司治理哑变量	<i>ZL_d</i> 按主成分计算的公司治理水平得分的中位数进行分组来定义公司治理水平高低的哑变量。将大于中位数组定义为高治理质量公司,取 <i>ZL_d</i> 为1;否则,将小于及等于中位数组定义为低治理质量公司,取 <i>ZL_d</i> 为0。 ( $ZL = 0.4371 \times TO - 0.1455 \times TT + 0.1977 \times FL - 0.0988 \times GY - 0.4185 \times LT + 0.5219 \times GC - 0.3983 \times JR - 0.2234 \times DG + 0.1360 \times DB + 0.0737 \times DH + 0.1702 \times JH + 0.1593 \times JM + 0.0640 \times SW$ )
控制变量	管理费用率	<i>Mfee</i> 管理费用率,衡量公司管理费用占总资产的比例。
	公司规模	<i>Size</i> 公司规模,衡量公司期末总资产的自然对数。
	大股东占比	<i>BigD</i> 大股东占比,衡量公司其他应收款占总资产的比例。
	成长机会	<i>Growth</i> 滞后三年期平均销售增长率,衡量公司拥有的成长机会情况。
	资产负债率	<i>Lev</i> 总负债除以总资产衡量,表示公司资本结构情况。
	公司上市年数	<i>Age</i> 用当前年减去公司上市年份加1后取自然对数。
	负债率	<i>Debt</i> 公司长期借款加短期借款除以总负债,衡量公司债务情况。

表3 变量的描述性统计

变量名	观测值	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
<i>EInvt1</i>	2 555	0.809	0.001	0.048	0.108	0.150
<i>e1</i>	5 909	1.086	-0.870	-0.020	0.000	0.137
<i>Ecash1</i>	4 010	1.397	0.008	0.414	0.465	0.317
<i>Ecash2</i>	1 766	1.617	0.474	0.703	0.762	0.239
<i>e</i>	7 088	2.458	-3.145	0.101	-0.000	0.691
<i>ZL</i>	7 164	5.231	-3.035	-0.154	0.142	1.435
<i>ZL_d</i>	7.164	1.000	0.000	1.000	0.821	0.384
<i>Mfee</i>	7.164	0.553	0.009	0.080	0.098	0.082
<i>Size</i>	7.164	25.210	19.090	21.700	21.820	1.109
<i>BigD</i>	7.164	0.142	0.000	0.008	0.015	0.023
<i>Growth</i>	7.164	4.943	-0.293	0.112	0.253	0.626
<i>Lev</i>	7.164	0.980	0.042	0.413	0.425	0.215
<i>Age</i>	7.164	3.135	0.000	2.079	2.008	0.834

表4是Pearson相关性系数表。由*EInvt1*与*Ecash1*的相关系数为正0.0723,但不显著,未能验证假设1的观点,但却发现表中*EInvt1*与*Ecash2*间的相关性系数却为正0.1162,且在10%的水平上显著,又可验证假设1的观点可能正确,因而,二种相关性更加肯定了本文将超额持有现金水平进行四分位分组的正确性。此外,由*EInvt1*与*ZL*间的相关系数为负,且与*ZL\_d*的相关性系数在10%的水平上显著为负,得出公司治理水平越高的公司发生过度投资的可能性越小,但不管是变量*Ecash1*还是*Ecash2*均与*ZL*间存在正相关关系,即公司治理水平越高的公司,反而越可能持有过多的现金。

表4 变量间的相关系数

	<i>EInvit1</i>	<i>Ecash1</i>	<i>Ecash2</i>	<i>ZL</i>	<i>ZL_d</i>	<i>Mfee</i>	<i>Size</i>	<i>BigD</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Age</i>
<i>EInvit1</i>	1.000										
<i>Ecash1</i>	0.072 3 0.129 0	1.000 0									
<i>Ecash2</i>	0.116 2* 0.008 4	0.995 1* 0.000 0	1.000 0								
<i>ZL</i>	-0.071 6 0.057 8	0.077 3* 0.003 4	0.017 6 0.657 6	1.000 0							
<i>ZL_d</i>	-0.0896* 0.000 0	0.026 5 0.093 1	0.017 1 0.472 2	0.778 7* 0.000 0	1.000 0						
<i>Mfee</i>	0.124 4* 0.000 0	0.074 2* 0.000 0	0.081 2* 0.000 6	0.011 7 0.527 2	0.040 0* 0.000 3	1.000					
<i>Size</i>	-0.078 6* 0.000 3	-0.010 7 0.497 7	-0.016 2 0.495 5	-0.155 2* 0.000 0	0.030 9* 0.005 5	-0.315 7* 0.000 0	1.000				
<i>BigD</i>	-0.059 2* 0.005 9	-0.038 6* 0.014 6	-0.077 6* 0.001 1	-0.093 2* 0.000 0	-0.056 4* 0.000 0	0.125 2* 0.000 0	-0.009 9 0.373 3	1.000			
<i>Growth</i>	0.128 9* 0.000 0	0.043 5* 0.005 9	0.067 2* 0.004 7	0.131 4* 0.000 0	0.022 8* 0.045 2	-0.021 2 0.061 7	0.137 7* 0.000 0	-0.014 2 0.212 5	1.000 0		
<i>Lev</i>	-0.325 4* 0.000 0	0.049 6* 0.000 0	0.184 1* 0.000 0	-0.343 4* 0.000 0	0.120 8* 0.000 0	-0.213 9* 0.000 0	0.432 0* 0.000 0	0.235 0* 0.000 0	0.029 7* 0.000 0	1.000 0	
<i>Age</i>	-0.055 5* 0.009 9	0.012 6 0.424 3	0.154 9* 0.000 0	-0.575 5* 0.000 0	-0.124 9* 0.000 0	0.062 1* 0.000 0	0.330 5* 0.000 0	0.149 8* 0.000 0	0.005 5 0.625 5	0.410 1* 0.000 0	1.000 0

注: \* 表示在 0.10 水平上显著相关, \*\* 表示在 0.05 水平上显著相关, \*\*\* 表示在 0.01 水平上显著相关。

表5 超额持有现金与过度投资的检验结果(模型3)

<i>EInvit<sub>i,t</sub></i>	(1) OLS1	(2) OLS:robust	(3) OLS2	(4) OLS:robust	(5) Logit1	(6) Logit2
<i>Ecash1<sub>i,t-1</sub></i>	-0.013 (-0.466)	-0.013 (-0.555)			0.270 (1.175)	
<i>Ecash2<sub>i,t-1</sub></i>			0.024* (1.845)	0.024* (1.946)		0.551*** (4.638)
<i>Mfee<sub>i,t-1</sub></i>	0.041 (0.452)	0.041 (0.452)	0.102 (1.598)	0.102 (1.231)	-0.817 (-1.054)	-0.479 (-0.845)
<i>Size<sub>i,t-1</sub></i>	-0.008 (-0.079)	-0.008 (-1.172)	-0.004 (-0.902)	-0.004 (-1.004)	-0.096 (-1.583)	-0.080* (-1.871)
<i>BigD<sub>i,t-1</sub></i>	-0.001** (-3.000)	-0.001** (-4.130)	-0.165*** (-8.027)	-0.165*** (-7.620)	0.710 (0.280)	1.637 (0.901)
<i>Growth<sub>i,t-1</sub></i>	-0.012 (-0.777)	-0.012 (-0.967)	-0.006 (-0.694)	-0.006 (-1.201)	0.015 (0.123)	0.040 (0.538)
<i>Lev<sub>i,t-1</sub></i>	-0.253*** (-6.241)	-0.253*** (-7.070)	-0.200*** (-7.836)	-0.200*** (-8.577)	0.632* (1.840)	0.482** (2.098)
<i>Age<sub>i,t-1</sub></i>	0.044*** (4.205)	0.044*** (3.916)	0.020*** (3.045)	0.020*** (3.104)	-0.001 (-0.012)	0.018 (0.315)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.434** (2.526)	0.434** (2.835)	0.288** (2.576)	0.288*** (2.919)	0.182 (0.124)	-0.490 (-0.491)
Observation	1 211	1 211	590	590	3 512	1 531
Adj_R <sup>2</sup>	0.170	0.170	0.192	0.192	0.040	0.034

注: \* 表示在 0.10 水平上显著相关, \*\* 表示在 0.05 水平上显著相关, \*\*\* 表示在 0.01 水平上显著相关。

## (二) 超额持有现金的经济后果的回归检验

表5是以公司过度投资作为经济后果的回归结果。第(1)至第(4)列的因变量均为 *EInvit1* ,对比发现进行 *robust* 回归的系数值和显著性不变,回归结果较稳健。由第(1)列的系数发现, *Ecash1* 与 *EInvit1* 间的回归系数  $\alpha_1$  为负 0.014 但不显著,表明公司超额持有现金时并不必然会导致公司发生过度投资,这与假设 1 相矛盾,否定了代理理论普遍适用于中国上市公司的观点,但由第(3)列的系数,却发现 *Ecash2* 与 *EInvit1* 间在 10% 的显著性水平上显著为正 0.024,这却与代理理论的观点存在一致

的地方,因而具体可解释为,当公司超额持有的现金量处于较低水平时,更可能是为避免外部融资压力及信息不对称的预防性动机而过多持有,此时公司并不太可能因此而发生过度投资;但是当公司超额持有的现金量处于较高水平时,管理层的自利动机会突显出来,可能因过量持有现金而导致严重的代理问题,此时公司极可能发生过度投资。该结论不仅完善了学者张凤<sup>[25]</sup>、高克智等人<sup>[26]</sup>有关预防性动机下公司持有现金对投资影响的结论,也进一步补充了有关代理理论在超额持有现金公司中所起的作用<sup>[27]</sup>。

此外,本文还利用  $Einvt2$  作为因变量进行了  $Logit$  回归得到第(5)列和第(6)列的结果。结果同样表明利用  $Ecash2$  进行回归的系数更显著,不管公司超额持有的现金量如何,相对于投资不足的发生来说,都更易产生过度投资的行为,且当公司超额持有现金量处于较高水平时,假设1的观点成立,代理理论才会比较适用,而当超额持有量处于较低水平的公司则不一定。

表6 公司治理、超额持有现金与公司投资的检验结果(模型4)

$Einvt1_{i,t}$	(1) OLS1: Ecash1	(2) OLS1: robust	(3) OLS2: Ecash2	(4) OLS2: robust
$Ecash1_{i,t-1}$	0.004 (0.080)	0.004 (0.088)		
$Ecash2_{i,t-1}$			0.042* (1.927)	0.042* (1.798)
$ZL_{d_{i,t-1}}$	-0.031 (-0.628)	-0.031 (-0.633)	-0.022 (-1.169)	-0.022 (-1.351)
$ZL_{d_{i,t-1}} \times Ecash1_{i,t-1}$	-0.016 (-0.273)	-0.016 (-0.288)		
$ZL_{d_{i,t-1}} \times Ecash2_{i,t-1}$			-0.026* (-1.705)	-0.026* (-1.563)
$Mfee_{i,t-1}$	0.052* (1.744)	0.052* (1.860)	0.106* (1.672)	0.106 (1.285)
$Size_{i,t-1}$	-0.007 (-0.940)	-0.007 (-1.024)	-0.004 (-0.777)	-0.004 (-0.863)
$BigD_{i,t-1}$	0.001*** (-2.787)	0.001*** (-1.956)	-0.161** (-2.812)	-0.161** (-2.120)
$Growth_{i,t-1}$	-0.010 (-0.687)	-0.010 (-0.911)	-0.005 (-0.597)	-0.005 (-1.085)
$Lev_{i,t-1}$	-0.258*** (-6.355)	-0.258*** (-7.225)	-0.201*** (-7.885)	-0.201*** (-8.559)
$Age_{i,t-1}$	0.039*** (3.588)	0.039*** (3.670)	0.016** (2.275)	0.016** (2.380)
Constant	0.469*** (2.594)	0.469*** (2.865)	0.313*** (2.759)	0.313*** (3.113)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
Observations	1 288	1 211	590	590
Adj- $R^2$	0.109	0.177	0.201	0.201

注: \* 表示在 0.10 水平上显著相关, \*\* 表示在 0.05 水平上显著相关, \*\*\* 表示在 0.01 水平上显著相关。

### (三) 公司治理、超额持有现金与公司投资的实证结果

表6和表7均是研究公司治理对超额持有现金公司投资的影响。表6是利用  $Einvt1$  作为因变量进行 OLS 回归的结果表。表6的第(2)、(4)列均是对前一系列进行 robust 的稳健性回归结果。对比发现,回归具有稳健性。由这四列的  $Ecash$  的系数再次验证了第(二)部分的研究结论,国内上市公司超额持有现金产生的经济后果并不完全支持代理理论的观点,只有当公司超额持有现金水平较高时,其与过度投资间才表现为显著的正相关关系。再关注交互项的系数发现,第(1)、(2)列的系数为 -0.016, 但不显著,而(3)、(4)两列的交互项系数均为 -0.026 且在 10% 的水平上显著,这与超额持有现金与过度投资间关系的研究分析相一致。当公司超额持有现金水平较低时,公司内部代理问题不严重,此时治理机制无法发挥出缓解代理问题,提高资源使用效率的作用,因而对公司发生的过度投资影响不大,但是当公司超额持有现金处于较高水平时,代理成本成为主流,公司容易发生过度投

资,此时良好的治理必将具有了抑制过度投资的作用。因此,假设2不完全正确。应完善为:在超额持有现金水平较高的公司中,相对于公司治理水平低的公司,高水平的公司治理才能够对超额持有现金与过度投资行为间的正向关系起到显著减弱的作用。

表7 公司治理、超额持有现金与公司投资的检验结果(模型4:分组)

$EInvit2_{i,t}$	(1) $Logit: Ecash1 < 0$	(2) $Logit: Ecash1 > 0$	(3) $Logit: Ecash2 < 0$	(4) $Logit: Ecash2 > 0$
$Ecash1_{i,t-1}$	0.188 (0.491)	1.324*** (4.500)		
$Ecash2_{i,t-1}$			0.603*** (4.364)	0.768** (2.420)
$ZL\_d_{i,t-1}$	-0.309 (-1.328)	-0.358 (-1.622)	-0.170 (-1.425)	-0.403* (-1.802)
$Mfee_{i,t-1}$	-0.535 (-0.466)	-0.882 (-0.743)	-0.319 (-0.481)	-0.647 (-0.575)
$Size_{i,t-1}$	-0.067 (-0.662)	-0.066 (-0.687)	-0.076 (-1.545)	-0.096 (-1.195)
$BigD_{i,t-1}$	2.992** (2.547)	5.399*** (2.785)	0.960* (1.741)	-1.255 (-0.492)
$Growth_{i,t-1}$	0.019 (0.105)	0.019 (0.127)	0.069 (0.784)	0.055 (0.341)
$Lev_{i,t-1}$	0.190 (0.392)	-0.099 (-0.216)	0.641** (2.361)	0.738 (1.436)
$Age_{i,t-1}$	-0.048 (-0.365)	-0.082 (-0.642)	0.028 (0.415)	0.039 (0.318)
Constant	0.386 (0.158)	-1.420 (-0.590)	-0.334 (-0.291)	0.034 (0.017)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
Observations	719	775	2,732	806
R-Square(伪)	0.051	0.057	0.050	0.045

注: \* 表示在 0.10 水平上显著相关, \*\* 表示在 0.05 水平上显著相关, \*\*\* 表示在 0.01 水平上显著相关。

表7是利用超额持有现金作为分组变量,采用  $EInvit2$  作为因变量进行  $Logit$  回归的结果表。利用表7更全面的理解公司治理在超额持有现金公司中所发挥的作用。表7中(1)、(2)两列是按照  $Ecash1$  作为划分标准,由  $Ecash1$  的系数发现,当公司存在较高水平超额持有现金时,相对于较低水平超额持有现金的公司具有更大可能发生过度投资,但  $ZL\_d$  的系数却均为负,统计上均不显著,表明,利用  $Ecash1$  作为划分标准的两组中,公司治理对过度投资的抑制作用均比较弱。再对比后两列的系数,(3)、(4)列是按照  $Ecash2$  作为划分标准进行的回归系数,由第(4)列  $ZL\_d$  的系数为  $-0.403$  且在 10% 的显著性水平上显著,进一步验证了,只有当公司超额持有现金水平较高时,公司治理的机制的好坏才能显著的影响到公司的投资行为,超额持有现金与过度投资间的正向关系才能显著减弱。

#### (四) 公司治理与超额持有现金价值的实证结果

依据表5可以得出,只有当公司持有超额现金过多时,公司才会因代理问题的严重性而发生过度投资,较低水平的公司超额持有现金,并不与公司的过度投资存在必然联系。结合表6和表7的分析,也发现高水平的公司治理只是在超额持有现金水平较高的公司中才具有显著抑制过度投资的作用。那么,高水平的公司治理是否是因为其能有效的提升超额持有现金的使用价值,才缓解了公司的无效投资呢。本文将利用模型(3)进行检验以证实该观点的正确性。

表8是对模型(3)利用  $EInvit1$  进行分组后的回归结果。在超额持有现金水平较高的公司中,公司治理的作用比较显著,因而为更直接的研究公司治理的作用途径,这部分的回归仅利用  $Ecash2$  作为自变量加入到模型中。其中(2)、(4)列是对前一列进行的 *robust* 稳健性回归,各系数及显著性基本不变,说明回归结果具有稳健性。再关注各变量的系数发现,前两列考察的是发生过度投资的公司中,公司治理水平的差异对超额持有现金价值的影响,由交互项系数为正,但不显著,说明公司治理对现金持有价值的正向提升作用在未发生过度投资的公司中比较弱,而对比(3)、(4)两列的系数发现,交



互项均为正 0.032 且在 10% 的水平上显著,说明公司治理水平较高的公司,每一元超额持有现金的使用能够带来公司业绩 3.2% 的提升,即在超额持有水平较高的公司中,公司超额持有现金的价值更高,良好的公司治理能够提高公司现金的使用效率,且这种作用在发生过度投资的公司中更加显著,即验证了假设 3 的正确性,公司治理能够通过提高现金的持有价值(使用效率)进一步改善公司的投资行为。

表 8 公司治理与现金持有价值的回归结果表

$ROA_{i,t}$	(1) OLS: EInvit1 < 0	(2) OLS1: robust	(3) OLS: EInvit1 > 0	(4) OLS2: robust
$Ecash2_{i,t-1}$	-0.020 (-0.777)	-0.020 (-0.704)	-0.022 (-1.109)	-0.022 (-1.551)
$ZL\_d_{i,t-1}$	-0.001 (-0.102)	-0.001 (-0.094)	-0.008 (-1.442)	-0.008* (-1.442)
$Ecash2_{i,t-1} * ZL\_d_{i,t-1}$	0.004 (0.148)	0.004 (0.138)	0.032* (1.743)	0.032* (1.799)
$Size_{i,t-1}$	0.002 (1.147)	0.002 (0.979)	-0.002 (-1.109)	-0.002 (-0.952)
$Lev_{i,t-1}$	-0.025** (-2.307)	-0.025** (-1.858)	0.008* (1.741)	0.008* (1.738)
$ROA_{i,t-1}$	0.483*** (13.971)	0.483*** (8.506)	0.657*** (24.735)	0.657*** (13.534)
$Debt_{i,t-1}$	-0.031*** (-3.999)	-0.031*** (-3.481)	-0.021*** (-3.459)	-0.021*** (-2.979)
Constant	0.005 (0.121)	0.005 (0.112)	0.069** (2.098)	0.069* (1.830)
行业	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制
Observations	695	695	912	912
Adj_ $R^2$	0.409	0.409	0.513	0.513

注: \* 表示在 0.10 水平上显著相关, \*\* 表示在 0.05 水平上显著相关, \*\*\* 表示在 0.01 水平上显著相关。

#### (五) 稳健性检验

考虑到模型(4)在衡量公司治理水平时采用的是主成分中的第一大主成分赋值 ZL。基于稳健性的考虑,本文还利用主成分中特征值大于 1 的部分对公司治理水平进行重新赋值为 ZL1,重新定义哑变量 ZL1\_d。此外,由于模型设计中仅采用了总资产增长率作为衡量公司成长性的指标,因此在稳健性检验部分,本文还采用了托宾 Q 值对模型(3)和模型(4)分别进行回归检验,总体结果与上述分析一致。当公司超额持有的现金量处于较低水平时,更适合于用预防性动机解释该现象,此情况下公司发生过度投资的可能性小,因而公司治理水平的高低对该类上市公司提高投资效率的作用影响不大,但是当公司超额持有的现金量处于较高水平时,更适合于代理理论解释该现象,此情况下公司很容易发生过度投资,而此时公司治理水平的高低会对该类上市公司的过度投资行为产生显著的影响。相对于公司治理水平差的公司,在公司治理水平高的公司中超额持有现金与过度投资间的正向关系会显著减弱。

#### 四、研究结论

公司持有的现金既是公司运行的基石,也是公司抓住投资的良方。但现金作为最易被管理层操纵,也最易被浪费的资源,在国内上市公司普遍存在超额持有的情况下,是否会与代理理论所提出的观点一致,容易导致公司过度投资行为的发生呢?本文借助两者间关系的检验,既为代理理论的适用性做出论证,同样也给研究公司治理的作用机制提供了另一种思考方式。此外,文章还对现金持有量模型回归的残差项进行了四分位数分组,借以全面探讨公司超额持有现金量与公司投资间关系的动态性,借以充分揭示公司治理在其中所发挥的作用,最后借助这种关系的研究,挖掘出公司治理对超额持有现金影响的作用途径。经研究发现,超额持有现金所带来的经济后果并非完全等同于代理理论的观点,且超额持有现金量上的差异也是影响公司发生过度投资的原因之一。只有当公司超额持有的现金量处于较高水平时,高公司治理水平才能对过度投资产生显著的抑制作用,而公司治理也主

要是通过影响该部分超额现金持有价值来改变公司投资行为的。

本文的主要贡献为:首先,进一步推动了超额持有现金与公司投资间关系的研究,有力的驳斥了学者们单一的代理理论观点,首次利用超额持有现金的四分位数分组的方法,区分超额持有现金较高和较低水平,使研究结论更加完善;其次,较为创新的从公司投资的视角展开,研究公司治理对超额持有现金的影响,为公司治理领域拓宽研究方向的同时,也更细致的说明公司治理在现金持有水平不同的公司中所发挥差异性的作用;最后,首次从公司投资的角度明确公司治理对现金持有影响的作用途径,检验公司治理发挥作用的方式是通过提高现金的持有价值来改善公司投资效率的,且该结论在超额持有现金公司中更适用。

制定正确有效的现金持有决策,把握外部的投资机会,完善内部的监督机制和激励机制对公司未来的发展和资源优化配置是极其关键的,但值得注意的是,上市公司不应过分夸大公司治理的作用,应正确看待公司治理机制所具有的局限性。不可盲目的改变公司原本的治理机制,只有适用有效的公司治理机制才会对超额持有现金水平较高的公司来说,至关重要。

#### 参考文献:

- [1]刘国洁. 公司治理环境与现金持有水平——基于中国 A 股上市公司的实证研究[D]. 上海:上海财经大学, 2006: 2-33.
- [2]曾志坚,周星. 超额现金持有水平对企业价值的影响——基于企业生命周期视角的实证研究[J]. 中央财经大学学报, 2015, (4): 107-112.
- [3]宋常,刘笑松,黄蕾. 中国上市公司高额现金持有行为溯因:融资约束理论抑或委托代理理论[J]. 当代财经, 2012 (2): 121-128.
- [4]张先治,应俏. 中国上市公司现金持有价值实证分析[J]. 重庆理工大学学报(社会科学版), 2012, 26(2): 16-27.
- [5]殷钱茜,胡建雄. 超额现金持有对过度投资行为的影响研究——债务异质性的调节作用[J]. 华东经济管理, 2016, 30(9): 143-149.
- [6]JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American economic review, 1986, 76 (2): 323-329.
- [7]顾乃康,孙进军. 融资约束、现金流风险与现金持有的预防性动机[J]. 商业经济与管理, 2009, (4): 74-81.
- [8]张轶凡. 公司治理、现金持有量与公司价值的关系研究[J]. 商业时代, 2013, (18): 67-70.
- [9]辛宇,徐莉萍. 上市公司现金持有水平的影响因素:财务特征、股权结构及治理环境[J]. 中国会计评论, 2006, 4 (2): 307-320.
- [10]李维安,姜涛. 公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据[J]. 财贸经济, 2007(12): 56-61.
- [11]姜宝强,毕晓方. 超额现金持有与企业价值的关系探析——基于代理成本的视角[J]. 经济与管理研究, 2006 (12): 49-55.
- [12]张慧丽. 公司高额持有现金的投资效率研究[J]. 经济与管理, 2009, 23(1): 53-56.
- [13]王荣凤,高飞. 政府干预、企业生命周期并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2012, (12): 137-150.
- [14]AMY DITTMAR, JAN MAHRT-SIMTH. Corporate governance and the value of cash holdings[J]. Journal of financial economics, 2007, 83(3): 599-634.
- [15]BLANCHARD O J, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. What do firms do with cash windfalls? [J]. Journal of financial economics, 1994, 36(3): 337-360.
- [16]干胜道,胡建平. 钱多办“坏”事:自由现金流量与过度投资[J]. 当代财经, 2007(11): 107-110.
- [17]岑维,童娜琼. 投资效率、公司治理和 CEO 变更[J]. 投资研究, 2015, 34(7): 46-64.
- [18]杨兴全,张照南,吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管

- 理评论 2010 ,13(5) :61-69.
- [19] BROWN G ,CLIFF M T. Investor sentiment and the near-term stock market [J]. Journal of empirical finance 2004 ,11(1) :1-27.
- [20] 雷光勇,王文,金鑫. 公司治理水平、投资者信息与股票收益[J]. 会计研究 2012(2) :79-86.
- [21] 陈伟,张碧. 融资约束、信息不对称与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 科技与产业 2010 ,10(4) :89-92.
- [22] 韩立岩,刘博研. 公司治理、不确定性与现金价值[J]. 经济学 2011 ,10(2) :523-550.
- [23] 白重恩,刘俏,陆洲,等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究 2005(2) :81-91.
- [24] 方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J]. 会计研究 2013(7) :63-69.
- [25] 张凤. 上市公司现金持有过量对投资行为及效率的影响分析[J]. 华东经济管理 2009 ,23(11) :67-72.
- [26] 高克智,王辉,刘娜. 预防性动机与公司现金持有量的关系:来自中国上市公司的证据[J]. 华东经济管理 2011 ,25(9) :134-138.
- [27] 王艳林. 自由现金流、管理者过度自信与投资效率[J]. 财经理论研究 2016(2) :88-99.
- [28] OPLER T ,PINKOWITZ L ,STULZA R ,WILLIAMSON R. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of financial economics 1999 ,52(1) :3-46.
- [29] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of accounting studies 2006. 11(2-3) :159-189.
- [30] 杨兴全,张照南. 制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J]. 经济研究 2008(12) :111-123.
- [31] 辛清泉,潘琰. 所有权、公司治理结构与会计信息质量——基于契约理论的现实思考[J]. 会计研究 2004(4) :19-23.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:王 慧)

## Corporate governance and excess cash holdings: based on the view of corporate investment

YUAN Weiqiu ZHU Hong

(School of Accounting , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China)

**Abstract:** This paper is based on analysis of the consequences of the cash holdings of China's listed companies from 2010 to 2016 ,to study the relationships between corporate governance and excess cash holdings from the view of corporate investment and further analyzes whether the level of corporate governance has different effects on excess cash holdings and the corresponding mechanism. Our study finds that the relationships between the cash holdings and over-investment are dynamical. The listed companies' excess cash holdings have positive influence on over-investment when the firms hold the higher level of cash holdings. But when the level of excess cash holdings is lower the positive effect is not significant. Furthermore ,the positive impact of excess cash holdings on over-investment is lower if the firm is well governed and the level of cash holdings is higher. Therefore ,the improvement of corporate governance is the effective mechanism to prevent the over-investment when the firms have more cash holdings. Finally ,the paper also finds that corporate governance can influence the value of cash holdings to change the effect of investment. This paper breaks mistaken ideas about agency theory and adds the documents of the study about the relationships between excess cash holdings and investment. It is meaningful for us to understand the mechanism about corporate governance and improve it correctly.

**Key words:** excess cash holdings; investment; corporate governance; value of cash holdings