

现金持有、公司治理与代理成本

——基于产权的调节效应

冯志华

(武汉大学经济与管理学院,湖北 武汉 430072)

内容提要:基于近几年证监会出台一系列鼓励上市公司现金分红的政策背景,本文以我国沪深A股上市公司为样本,研究现金持有对企业代理成本的影响,并分析产权和公司治理机制对二者关系的调节作用。研究表明,现金持有增加会提高企业代理成本,产权对现金持有与代理成本的关系存在正向调节效应。本文进一步检验了公司治理机制的治理作用,并将公司治理机制分为两类。实证结果表明,外部治理机制对于约束国有企业代理问题更有效,内部治理机制对缓解民营企业代理问题更有效。本文结论说明,对于不同产权类型的企业,需从不同治理机制入手以缓解企业代理问题。本文结论为当前我国国有企业改革方向和途径提供了理论参考,同时也为当前证监会鼓励上市公司现金分红的政策提供实证依据。

关键词:现金持有;产权;公司治理;代理成本

中图分类号:F230 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)08—0159—18

一、引言

2017年4月7—8日,中国上市公司协会第二届会员代表大会及相关会议在北京召开,证监会主席刘士余出席会议并发表重要讲话,痛批以高送转助长股价投机、上市公司多年不分红等现象。刘士余表示,连续稳定的现金分红是上市公司经营稳定的信号;相反,公司长期无正当理由不分红,可能是财务造假、内部治理失效的信号。这并非是证监会首次要求上市公司实施现金分红,之前证监会曾分别在2004年、2008年、2012年多次发布通知或公告,鼓励或规定上市公司实施现金分红。2013年上海证券交易所发布《上市公司现金分红指引》,并提供30%的分红比例供上市公司参考,还确立了“不分红须解释”的基本原则,提升中小投资者在分红决策中的话语权和知情权。鼓励上市公司分红政策频繁出台的背景是,许多上市公司因为各种原因多年不进行现金分红,一些上市公司是因为经营业绩下滑没有能力分红,另一些上市公司则是经营绩效较好且有充裕现金也不实施分红。当上市公司有条件有能力而不实施分红时,企业持有大量现金会有什么经济后果?本文将对这个问题进行研究。

现金是企业流动性最大的资产,也是管理者可以自由支配的资产。现代企业的重要特征是所有权与经营权分离。Jensen & Meckling(1976)认为,当管理者没有100%持有公司股权时,由于信息不对称及契约不完全性,股东和管理者之间必然存在利益冲突,产生代理成本。许多研究表明,这种利益冲突会给企业带来巨大代理成本(Shleifer & Vishny,1997)。由于信息不对称及监督的专业性和高昂成本,现金最容易被管理层侵占以满足其私人利益。Jensen(1986)认为,当企业有大量自由现金流时,管理层更可能进行过度投资和更多在职消费;Yingmei Cheng(2016)研究了企业现金持有对高管薪酬的影响,发现虽然薪酬合约事前已经确定,并且通常并不把现金持有水平作为决定高管薪酬的一个因素,但事后企业现金持有水平增加时,高管薪酬也会显著增加。因此,当企业持有大量现金而不分红时,很可能被高管滥用,增加企业代理成本。

收稿日期:2017-04-23

作者简介:(1980-),女,河南内黄人,讲师,博士研究生,研究领域是公司治理与企业创新。E-mail:reecyfeng@163.com。

公司治理机制被认为是减少企业代理成本的有效机制,包括内部治理机制(如董事会设置、薪酬合约等)和外部治理机制(如产品市场、控制权市场等)。已有研究表明,公司治理水平高的企业,有更高的盈余质量(赵景文,2006),更少的非效率投资(李维安等,2007;魏明海等,2007;张会丽等,2012),更高的信息披露质量(伊志宏等,2010),更少的在职消费(刘银国等,2012)等。

本文首先研究现金持有水平对企业代理成本的影响,并分析产权对二者关系的调节作用。研究结果表明,现金持有水平增加会提高企业的代理成本,这种效应在国有企业更为严重。本文分析了公司治理机制对这种效应的抑制作用,发现内部治理机制对抑制民营企业代理问题更有效,外部治理机制则更能约束国有企业代理问题。研究结论意味着,要求有条件有能力的上市公司实施现金分红有助于缓解企业高额现金持有所造成的代理问题,并且解决企业代理问题时需考虑企业产权性质进而采取不同对策。

本文的主要贡献表现在以下三个方面:第一,前期研究现金与代理成本的文献,着眼点主要是企业的自由现金流,直接研究企业现金持有对企业代理成本影响的文献较少。本文发现,企业持有大量现金余额也会加剧企业代理问题,并且这种效应在国有企业更为严重。第二,本文没有将所有公司治理机制混合处理,而是将其分为公司内部治理机制和公司外部治理机制,并分别考察了其对不同产权企业代理问题的抑制作用,发现外部治理机制在国有企业更有效,内部治理机制在民营企业作用更显著。第三,对于内部治理机制,本文没有采用大量单一治理指标,而是利用主成分分析法(PCA)将其综合为一个能够反映公司整体治理质量的综合指标 G_index ,既避免了大量公司治理指标的共线性问题,还简化了模型的设定。

最后,为避免内生性影响,本文采用工具变量两阶段回归法进行稳健性检验;为避免研究结果由极端值所导致,本文采用分位数回归,结论依旧不变。另外,本文还采用 Change 模型,以揭示变量之间的因果关系,实证结果进一步证实本文结论的稳健性。

二、理论分析与研究假设

1. 现金持有与代理成本

现代企业的典型特征是所有权与经营权分离及股权高度分散,由此产生诸多代理问题(Berle & Means, 1932)。在第一类代理问题中,作为代理人的管理者其效用函数不同于委托人股东,理性管理者会努力追求自身效用最大化而不是股东财富最大化(Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986),管理者可能以损害股东利益为代价而追求个人目标,诸如偷懒、渎职、实施更高的在职消费、追求低风险相对稳妥的投资收益等。由于信息不对称及监督的搭便车行为,股东与管理层之间的委托代理问题十分严重。

现金是企业没有特定用途、流动性最大的资产。与其他流动资产相比,现金可以被管理者以更低的成本转换为其私人收益(Myers & Rajan, 1998)。现有文献主要从自由现金流出发,研究自由现金流所导致的代理问题。Blanchard 等(1994)、Bates(2005)、Richardson(2006)、徐晓东等(2009)、Grinstein 等(2011)、刘银国等(2012、2015)的研究表明,当企业有较多自由现金流量时,管理者会过度投资、滥用资金、建造企业帝国及增加在职消费。少数研究直接从现金持有出发,研究现金持有所导致的代理问题。Harford(1999)的研究表明,现金富裕的企业更可能进行多元化并购,但股票市场反应表明,这些并购活动降低了企业价值;Harford 等(2008)研究了股东保护对持有超额现金的影响,发现弱的股东保护及持有超额现金会导致企业增加资本支出和并购,并且这些企业的盈利性和企业价值更低;Yingmei Cheng(2016)研究了企业现金持有对高管薪酬的影响,发现虽然薪酬合约事前已经确定,并且通常并不把现金持有水平作为决定高管薪酬的一个因素,但当事后企业现金持有水平增加时,高管薪酬也会同时显著增加。因此,本文提出如下假设:

H_1 : 企业现金持有与企业代理成本正相关,即现金持有水平越高,企业代理成本越高。

2. 产权的调节作用

国有企业不仅面临所有权与经营权分离问题,还存在监督激励机制不完善、行政干预、经营目标多元化等诸多问题(杨瑞龙,1997)。颜剑英(2002)认为,相比于民营企业,国有企业激励机制也存在许多问题,如货币薪酬偏低、职业升迁异化等,并导致国有企业高管自我激励泛滥;陈冬华等(2010)从契约成本的视角分

析了国有企业薪酬管制存在的理论基础:国有资产管理部面对数量庞大的国有企业,逐一搜寻、考察并与每位高管签订薪酬契约的成本过于高昂,只能采取一系列具有统一和刚性特征的长期性行政管制措施来管理数量庞大的国有企业,这必然会忽略不同公司个体间的差异,由于货币薪酬不能充分体现对高管的激励,隐性在职消费就成为其提高个人收益的途径。陈冬华等(2005)研究了国有企业中货币薪酬与在职消费的关系,发现国有上市公司高管人员的货币薪酬远远低于在职消费,货币薪酬平均只占在职消费的十分之一左右。

张敏等(2013)研究了冗员负担对国有企业的影响,发现政府干预所导致的冗员负担显著降低了高管薪酬与企业业绩之间的敏感性,加剧了高管薪酬的“黏性”程度,促使高管进行更多在职消费。唐雪松等(2010)的研究表明,为了实现当地GDP增长,地方政府会干预地方国有企业经营,导致企业过度投资。平新乔等(2003)则对我国国有企业代理成本的规模做了估计与分析,结果发现,国有企业的代理成本相当于60%~70%的利润潜力,企业效率只达到了30%~40%。李寿喜(2007)研究了产权对代理成本及代理效率的影响,发现国有产权企业的代理成本普遍高于混和产权及个人产权企业的代理成本。大量实证文献表明,相比于民营企业,国有企业的经营效率更低(姚洋,1998;刘小玄,2000;Megginson等,2001;杨记军等,2010;吴延兵,2012),代理成本更高(平新乔等,2003),过度投资更严重(俞红海,2010)。因此,国有企业的代理问题应该比民营企业更为严重。因此,本文提出如下假设:

H₂:相比于民营企业,国有企业代理问题更严重,代理成本更高。

3. 公司治理机制在不同产权企业中的治理作用

公司治理机制是缓解企业代理问题的制度安排,旨在解决现代企业由于所有权与经营权分离而导致的委托代理问题(Shleifer等,2007;郑志刚等,2009)。已有研究表明,高质量的公司治理可以降低企业代理成本(Grinstein等,2011)、降低高管在职消费(Claessens等,2002;刘银国等,2012)、减少企业非效率投资(Richardson,2006;魏明海等,2007;李维安等,2007;张会丽等,2012)、提高企业盈余质量(赵景文,2006;高雷等,2008)。

公司治理机制也可以缓解由超额现金持有所导致的代理问题。Gao等(2013)研究了五万多家上市公司样本和一万多家非上市公司样本,发现代理问题是导致超额现金持有的主要原因,但是,高质量公司治理通过迫使企业发放更多股利和偿还更多负债来降低现金持有水平,而公司治理差的企业则只会将超额现金用于投资,降低了企业绩效。Kalcheva等(2007)利用31个国家五千多家公司为样本,研究了国家层面的投资者保护水平对企业现金持有价值的影响,发现当国家层面的投资者保护水平较低时,持有大量现金的企业价值更低,而当投资者保护水平高时,现金持有与企业价值无关。Dittmar等(2007)研究了公司治理对现金价值的影响,发现治理质量差的公司1美元现金的市场价值只有0.42~0.88美元,而治理质量好的企业1美元的市场价值约是差的企业两倍。Hoberg等(2014)研究了产品市场竞争对企业现金持有的影响,发现产品市场竞争的增强会降低企业代理成本对现金持有的敏感性。

发达国家在长期的发展中,已经形成一整套公司治理机制来解决企业委托代理问题,这些机制安排可以分为企业内部治理机制和企业外部治理机制,内部治理机制包括董事会设置、监事会设置、高管激励契约、负债融资等,外部治理机制包括要素市场竞争、产品市场竞争、控制权市场竞争、经理人市场竞争、相关法律法规等。

委托代理问题具体包括三个方面:一是信息不对称问题,所有者拥有的企业经营信息总是比管理者少;二是激励不相容问题,管理者的目标是追求个人效用最大化而非股东财富最大化;三是风险不对称问题,由于管理者的专业才能无法进行分散化投资,相比于可以高度分散投资的所有者,管理者承担的风险更大。外部治理机制主要是为了解决管理者与所有者之间的信息不对称问题,内部治理机制主要是为了缓解管理者与所有者之间的激励不相容和风险不对称问题(林毅夫等,2005)。

林毅夫等(2005)认为,解决企业代理问题的首要切入点是解决企业的外部治理机制问题,只有在管理者与所有者之间信息不对称问题得到缓解的情况下,解决二者之间激励不相容和风险不对称问题才有据可依。当外部治理机制失效时,单纯从企业内部治理机制入手,无法从根本上解决企业高管的激励问题和风

险承担问题。

西方文献主要研究证券市场发达、股权高度分散、信息不对称问题得到有效缓解情况下的各种公司治理问题,而我国是发展中国家,各种法律法规和制度安排都在逐步发展和完善过程中。发达国家以董事会设置为核心的公司内部治理机制是针对作为“职业经理人”的高管而设计的,而我国国有企业高管不仅具有职业经理人身份,同时还兼具政府官员身份,并且,所有国有企业负责人仍隶属政府组织部门管辖(杨瑞龙等,2013)。这就内生地导致国有企业具有一些独特特征:存在过多行政干预和背负政策性负担等,以及由此导致企业经营目标多元化、高管薪酬管制和预算软约束问题,这些问题的存在进一步加剧了国有企业管理者与所有者之间的信息不对称。林毅夫等(2005)认为,中国过去的国有企业改革之所以没有成功,主要是因为仅仅从企业内部治理结构入手,而忽略了更为重要的外部治理机制改革。因此,要解决我国国有企业的委托代理问题,首先要建立一整套行之有效的外部治理机制,在信息不对称问题没有得到缓解之前,一切内部治理机制的改进都是徒劳的。

我国的民营企业是在市场化条件下成长起来的,依照市场经济规律配置生产要素,优胜劣汰,适者生存。民营企业产权清晰,经营目标明确,面临充分的产品市场、要素市场和经理人市场竞争。随着我国证券市场的不断完善,民营企业的信息不对称问题逐步得到缓解。2006年新会计准则体系的颁布进一步完善了企业的财务信息披露制度。因此,可以合理认定民营企业的信息不对称问题已经得到有效缓解。在后两个具体代理问题上,由于渐进转轨的制度环境,我国民营企业的发展时间普遍较短,内部治理水平不高,企业内部激励不相容与风险不对称问题有待于进一步改善,因此,提高民营企业的内部治理质量更能有效降低民营企业的代理成本。因此,本文提出如下假设:

H₃:高质量的外部治理机制能有效缓解国有企业现金持有带来的代理问题。

H₄:高质量的内部治理机制能有效缓解民营企业现金持有带来的代理问题。

三、样本、变量和模型的设定

1. 样本与数据来源

本文选取沪深两市A股上市的国有企业和民营企业为样本。2006年财政部颁发了新的《企业会计准则》体系,要求自2007年1月1日起在上市公司范围内全面实施。为避免财务数据在2007年前后计算口径不一致,本文选取2007—2015年的上市公司为样本,并做如下筛选:(1)剔除金融类企业及数据缺失的样本,因为金融企业的现金持有特征不同于非金融企业;(2)剔除样本期内被ST或PT的企业;(3)剔除负债率大于100%、事实上已经资不抵债的样本;(4)剔除IPO当年的样本,因为企业上市当年的现金持有量往往远高于正常经营的现金持有水平;(5)剔除总资产增长率超过100%的样本,以防止兼并重组的影响。此外,为控制极端值的影响,本文对连续变量在1%和99%分位进行了缩尾处理。最终样本包含2428家公司共15158个观测值,其中,国有企业样本为7866个,占总样本的51.89%,民营企业样本为7292个,占总样本的48.11%。财务数据来自国泰君安数据库(CSMAR),市场化水平数据来自樊纲《中国分省份市场化指数报告(2016)》。表1列示了有效样本的年度和产权分布。从表1中可知,国有企业数量增加缓慢,从2007年的797家增加到2014年的930家,净增了17%。民营企业数量则快速增加,从2007年的330家增加到2014年的1269家,净增了近三倍。2015年因为数据缺失问题样本量有所减少。

表1 有效样本的年度和产权分布情况

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	合计
国有企业样本数	797	851	851	891	918	929	939	930	760	7866
民营企业样本数	330	419	471	552	853	1137	1251	1269	1010	7292
合计	1127	1270	1322	1443	1771	2066	2190	2199	1770	15158

资料来源:本文整理

2. 模型设定与变量定义

(1) 模型设定。为验证假设 H₁, 本文将待检验回归模型设定为:

$$Agencycost_{i,t} = a_0 + a_1 Cash_{i,t} + a_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中, *Agencycost* 是被解释变量, 表示企业的代理成本; *Cash* 是核心解释变量, 表示企业的现金持有; *X* 是由多个控制变量构成的向量。

为检验假设 H₂, 本文将待检验回归模型设定为:

$$Agencycost_{i,t} = a_0 + a_1 Cash_{i,t} + a_2 SOE_{i,t} + a_3 Cash_{i,t} \times SOE_{i,t} + a_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中, *SOE* 为产权虚拟变量; 控制变量 *X* 同模型(1)。

为检验假设 H₃, 本文将待检验回归模型设定为:

$$Agencycost_{i,t} = a_0 + a_1 Cash_{i,t} + a_2 Ex_Governance_{i,t} + a_3 Cash_{i,t} \times Ex_Governance_{i,t} + a_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中, *Ex_Governance* 为外部治理指标, 包括衡量外部综合治理水平的市场化指数 *Market* 和衡量外部具体治理机制的产品市场竞争程度 *HHI*、要素市场竞争程度 *Element* 及经理人市场发育程度 *Manager*; 控制变量 *X* 同模型(1)。

为检验假设 H₄, 本文将待检验回归模型设定为:

$$Agencycost_{i,t} = a_0 + a_1 Cash_{i,t} + a_2 G_index_{i,t} + a_3 Cash_{i,t} \times G_index_{i,t} + a_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中, *G_index* 为衡量企业内部治理水平的综合指标; 控制变量 *X* 同模型(1)。

(2) 变量定义。①代理成本(*Agencycost*)。Jensen & Meckling (1976) 认为, 代理成本包括签约成本、委托人的监督成本、代理人的保证成本以及剩余损失之总和, 尽管二人对代理成本的内涵做出了经典解释, 但对于代理成本的具体度量方法, 却没有加以说明。对于代理成本的计量, 学界有两种基本方法: 一是通过经营绩效、企业价值或企业效率来研究代理问题的综合影响 (Dittmar 等, 2007; 靳庆鲁等, 2008), 这一方法假定, 投资者在对企业进行估价时会考虑企业的代理冲突情况。二是直接度量代理成本总额, 如 Ang 等 (2000)、Singh & Davidson (2003)、陈冬华等 (2005)、Cai 等 (2011) 等。为了对代理成本进行更加直接的度量, 本文采用第二种方法。Ang 等 (2000) 建议采用总经营费用率, Singh & Davidson (2003) 采用销售管理费用率, 我国学者姜付秀等 (2009)、李明辉 (2009)、罗炜等 (2010) 认为, 营业费用中代理成本的份额较小, 将其予以排除, 直接采用管理费用率衡量。陈冬华等 (2005)、Cai 等 (2011) 则认为, 并非所有管理费用均为代理成本的体现, 因此, 陈冬华等 (2005) 将可能与企业高管人员在消费有关的八项费用总和^①作为企业代理成本; Cai 等 (2011) 则只采用业务招待费和差旅费来度量高管的代理成本。本文借鉴姜付秀等 (2009) 和李明辉 (2009) 的做法, 采用管理费用率作为衡量企业代理成本的指标。原因如下: 营业费用不应该被包括进来, 因其主要部分与代理成本关系不大; 每家企业的管理费用明细项目核算标准和内容并不一致, 明细项目的选择有其主观性, 相比而言, 采用管理费用总额的客观程度更高; 公布明细项目的企业较少且不规范, 采用明细项目将大大降低本文的样本量。因此, 本文主要采用管理费用来衡量企业代理成本, 在稳健性回归中也采用了陈冬华等 (2005) 的方法, 用在职消费衡量企业代理成本。

② 现金持有水平 (*Cash*)。借鉴 Dittmar 等 (2003)、王福胜等 (2012) 等, 本文中的现金包括货币资金与交易性金融资产, 并取期初期末现金余额均值来衡量现金持有水平。刘银国等 (2012) 采用自由现金流, 虽然自由现金流更能反映企业代理问题, 但是, 本文发现, 自由现金流为负的样本超过三分之一, 因此, 本文采用现金持有作为核心解释变量。借鉴 Cheng 等 (2016) 的做法, 管理费用、在职消费、现金持有均除以期初资产总额进行标准化。

③ 公司治理。衡量公司治理水平的指标很多, 许多指标之间可能存在互补或替代作用 (靳庆鲁等, 2007), 单个指标很难反映企业整体治理水平, 因此, 本文借鉴 Larker 等 (2005)、白重恩等 (2005)、靳庆鲁等 (2008)、张会丽等 (2012) 采用统计上常用的主成分分析法 (PCA), 寻求七个单一治理指标的线性组

^① 八项费用分别是办公费、差旅费、业务招待费、通信费、出国培训费、董事会费、小汽车费和会议费。

合,将第一大主成分定义为反映公司治理水平的指标(G_index)。这七个单一指标分别是:第一大股东持股比例($Top1$)、第二至第十大股东制衡能力($Cstr2 - 10$)、董事会规模($Board$)、独董比例(D_ratio)、管理层持股比例(M_share)、是否有在其他市场挂牌上市(BH)、董事长总经理二职合一($Dual$)。因本文要单独考察产权变量对代理成本的影响,因此,未将白重恩等(2005)中“是否为国有控股”项包含在主成分分析中。

④ 其他控制变量。参考相关文献,控制变量主要包括:企业资产规模($Lnasset$)、企业收入规模($Ln-sales$)、资产负债率(Lev)、资产收益率(Roa)、营业收入增长率($SalesG$)。此外,还设置了行业和年度虚拟变量($IndD$ 和 $YearD$)。变量定义及具体表述如表2所示。

表2 变量描述及公式

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义及公式
被解释变量	代理成本	$Agencycost$	管理费用/期初资产总额
			八项费用之和/期初资产总额
解释变量	现金持有水平	$Cash$	(期初现金余额+期末现金余额)/期初资产总额 现金余额=货币资金+交易性金融资产
	市场化水平	$Market$	来自樊纲《中国分省份市场化指数报告(2016)》 总得分在中位数以上为1,其余为0
	产品市场竞争程度	HHI	按行业年度计算前5名公司的 HHI 数值在中位数以上时为1,其余为0
	要素市场发育程度	$Element$	来自樊纲《中国分省份市场化指数报告(2016)》中产品市场的发育程度,中位数以上为1,否则为0
	经理人市场发育程度	$Manager$	来自樊纲《中国分省份市场化指数报告(2016)》中人力资源供应条件-管理人员供应条件。中位数以上为1,否则为0
	公司内部综合治理水平	G_index	七个具体治理指标的综合,中位数以上为1,否则为0
控制变量	资产规模	$Lnasset$	期末资产总额的对数
	收入规模	$Ln-sales$	年度营业收入总额的对数
	资产负债率	Lev	年末负债总额/资产总额
	资产收益率	Roa	净利润/年末资产总额
	营业收入增长率	$SalesG$	(营业收入总额-上年度营业收入总额)/上年营业收入总额
	行业虚拟变量	$IndD$	2012版证监会行业分类标准,制造业取两位代码,其他行业取一位代码,属于该行业时为1,否则为0
	年度虚拟变量	$YearD$	属于该年度时为1,否则为0

资料来源:本文整理

3. 描述性统计

表3提供了主要变量的描述性统计结果,由表3可知,样本公司的平均管理费用率为0.054,最小值为0.001,最大值高达0.423,说明少数企业代理问题可能十分严重。现金持有均值为0.212,最小值为0.001,最大值为1.010,说明企业现金持有水平差异巨大。资产负债率(Lev)、资产收益率(Roa)和营业收入增长率($SalesG$)的分布同样十分离散。表4列示了主要变量在国有企业和民营企业中的均值数据,T检验显示,国有企业的资产规模($Lnasset$)、收入规模($Ln-sales$)、资产负债率(Lev)显著高于民营企业。民营企业的现金持有水平($Cash$)、管理费用率($Agencycost$)、资产收益率(Roa)、营业收入增长率($SalesG$)和公司内部整体治理水平显著高于国有企业。表4数据初步表明,国有企业虽然规模较大,但经济效益、营业收入增长率和内部治理水平均逊于民营企业。

表 3 描述性统计

变量	观测值	平均数	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Agencycost</i>	15158	0.054	0.048	0.001	0.423	0.036
<i>Cash</i>	15158	0.212	0.169	0.001	1.010	0.154
<i>Lnasset</i>	15158	21.888	21.729	18.008	28.509	1.298
<i>Lnsales</i>	15158	21.258	21.140	11.599	28.689	1.511
<i>Lev</i>	15158	0.459	0.462	0	0.999	0.211
<i>Roa</i>	15158	0.044	0.037	-0.645	20.788	0.189
<i>SalesG</i>	15158	0.169	0.111	-0.986	58.357	0.777

注:报告的结果为缩尾处理后的描述性统计,所有非整数数据小数点后均保留三位

资料来源:本文整理

表 4 主要变量在国有企业和民营企业中的均值情况

均值	<i>Agencycost</i>	<i>Lnasset</i>	<i>Lnsales</i>	<i>Cash</i>	<i>Roa</i>	<i>SalesG</i>	<i>Lev</i>	<i>G_index</i>
国有企业	0.051	22.315	21.737	0.178	0.037	0.149	0.520	-0.640
民营企业	0.058	21.428	20.742	0.249	0.052	0.191	0.393	0.688
<i>Difference</i>	-0.007 ***	0.887 ***	0.996 ***	-0.071 ***	-0.016 ***	-0.042 ***	0.127 ***	-1.328 ***

资料来源:本文整理

表 5 列出了主要变量间的 Pearson 相关系数矩阵,其中,现金持有与管理费用率的相关系数为 0.216,在 1% 的水平上显著,说明企业现金持有越多,可能会增加高管人员的职务消费,加重企业代理问题。不过,应该谨慎看待这些初步结果,因为两两相关系数的检验并没有控制其他可能的影响因素。后文将在控制企业特征、时间效应和行业效应后,对以上关系进行更加严格的检验。

表 5 Pearson 相关系数分析

变量	<i>Agencycost</i>	<i>Cash</i>	<i>Lnasset</i>	<i>Lnsales</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>SalesG</i>
<i>Agencycost</i>	1						
<i>Cash</i>	0.216 ***	1					
<i>Lnasset</i>	-0.286 ***	-0.212 ***	1				
<i>Lnsales</i>	-0.091 ***	-0.174 ***	0.876 ***	1			
<i>Lev</i>	-0.210 ***	-0.461 ***	0.420 ***	0.417 ***	1		
<i>Roa</i>	0.081 ***	0.086 ***	-0.018 **	-0.020 **	-0.086 ***	1	
<i>SalesG</i>	0.009	0.027 ***	-0.004	0.018 **	0.023 ***	0.023 ***	1

注:***、**、* 分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平上显著(双尾检验)

资料来源:本文整理

四、实证结果与分析

1. 现金持有与代理成本及产权的调节作用

表 6 列示了现金持有与代理成本相关关系的检验结果。模型(1)和模型(2)是对假设 H₁ 和假设 H₂ 的检验,模型 1 在控制了资产收益率、企业规模、营业收入增长率、资产负债率后检验了企业管理费用率(*Agencycost*)与现金持有水平(*Cash*)之间的关系,*Cash* 的系数为 0.012,在 1% 的水平上显著,说明企业现金持有越多,企业的管理费用也越多,现金持有额的增加加剧了管理层的代理问题。模型(2)加入了产权变量 *SOE* 及 *Cash* 与 *SOE* 的交乘项,交乘项系数为 0.019,在 1% 的水平上显著,说明国有企业的代理问题比民营企业更为严重。其他控制变量中,*Roa* 和 *Lnsales* 系数显著为正,说明企业资产收益率越高、营业收入越多,管理者

需要付出的努力也多,企业管理费用率越高。由此可以看出管理费用不全是代理成本的体现,也包含企业正常运转的各种费用支出。*Lnasset* 和 *Lev* 的系数显著为负,说明规模效应明显,高负债率可以抑制企业的代理问题。

表 6 现金持有与代理成本

被解释变量	<i>Agencycost</i>	
	1	2
<i>Cash</i>	0.012 ***	0.005 *
	(5.405)	(1.886)
<i>SOE</i>		-0.001
		(-1.047)
<i>Cash_SOE</i>		0.019 ***
		(4.83)
<i>Roa</i>	0.012 **	0.012 **
	(2.182)	(2.135)
<i>Lnasset</i>	-0.022 ***	-0.022 ***
	(-43.699)	(-43.682)
<i>Lnsales</i>	0.015 ***	0.015 ***
	(34.661)	(33.623)
<i>SalesG</i>	0	0
	(-0.2)	(-0.436)
<i>Lev</i>	-0.005 ***	-0.006 ***
	(-3.049)	(-3.608)
<i>Ind</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制
<i>N</i>	15158	15158
<i>R²_a</i>	0.319	0.321
<i>F</i>	326.986	308.816

注:括号内为 *T* 值,***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

2. 公司治理机制在不同产权企业中的治理作用

表 7 分产权检验了假设 H_3 和假设 H_4 ,模型 3 中增加了反映外部治理综合水平的市场化指数 *Market*。现金持有水平与市场化指数的交乘项 *Cash_Mar*,在国有企业中系数为 -0.043,在 1% 水平上显著为负,在民营企业中系数为 0.001,不显著,说明市场化水平可以显著抑制国有企业的代理问题,但不能有效缓解民营企业代理问题。模型 4 增加了反映企业内部综合治理水平的指标 *G_index*。现金持有与内部治理水平的交乘项 *Cash_G_index* 在民营企业中系数为 -0.004,在 5% 的水平上显著为负,而在国有企业中系数为 0.001,不显著,说明公司内部治理水平的提高可以显著抑制民营企业的代理问题,但对国有企业不起作用。表 8 检验了三项具体外部治理机制的作用,分别是产品市场竞争程度(*HHI*)、要素市场发育程度(*Element*)和经理人市场发育程度(*Manager*)。其中,第 2 列和第 3 列检验了产品市场竞争程度对抑制企业代理问题的作用。现金持有与产品市场竞争程度的交乘项 *Cash_HHI* 在国有企业中系数为 -0.012,在 10% 的水平上显著为负,在民营企业中系数为正但不显著,说明产品市场竞争程度的增加能有效抑制国有企业的代理问题,但对民营企业却没有效果。第 4 列和第 5 列检验了要素市场发育程度对抑制企业代理成本的作用,现金持有与要素市场发育程度的交乘项 *Cash_Ele* 在国有企业中系数为 -0.023,在 1% 水平上显著为负,在民营企业中为 0.014,在 1% 水平上显著为正,说明国有企业管理费用中在职消费的比重较大,要素市场的竞争缓解了国有企业的代理问题;民营企业的管理费用主要由正常经营费用构成,要素市场竞争的加剧增加了民营企业

的运营成本。第6列和第7列检验了经理人市场发育程度的作用,现金持有与经理人市场发育程度的交乘项 *Cash_Man* 在国有企业中为 -0.028,在1%的水平上显著为负,在民营企业中为 0.011,在5%的水平上显著为正,再次说明了国有企业管理费用中在职消费的比重较大,民营企业管理费用主要由正常经营费用构成;经理人市场发育程度的提高抑制了国有企业的代理问题,增加了民营企业的正常经营费用。第6列和第7列的结果与第4列和第5列类似,再次说明本文结果的稳健性。

表 7 现金持有、公司治理机制与代理成本

被解释变量	Agencycost			
	3		4	
	市场化指数		公司内部综合治理水平	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.043 ***	0.005	0.024 ***	0.010 ***
	(9.378)	(1.172)	(6.063)	(2.775)
<i>Market1</i>	0.007 ***	0.002 *		
	(6.198)	(1.801)		
<i>Cash_Mar</i>	-0.043 ***	0.001		
	(-7.205)	(0.19)		
<i>G_index</i>			0	0.001 *
			(-0.848)	(1.657)
<i>Cash_G_index</i>			0.001	-0.004 **
			(0.374)	(-2.325)
<i>Roa</i>	0.024 *	0.010 **	0.026 *	0.010 **
	(1.849)	(2.196)	(1.788)	(2.282)
<i>Lnasset</i>	-0.020 ***	-0.023 ***	-0.020 ***	-0.023 ***
	(-34.171)	(-28.728)	(-33.643)	(-28.003)
<i>Lnsales</i>	0.013 ***	0.015 ***	0.013 ***	0.016 ***
	(24.724)	(23.415)	(24.083)	(23.402)
<i>SalesG</i>	0	0	0	0
	(0.051)	(0.668)	(-0.012)	(0.711)
<i>Lev</i>	-0.005 **	-0.004	-0.006 **	-0.005 *
	(-2.042)	(-1.388)	(-2.305)	(-1.773)
<i>N</i>	7866	7292	7692	7159
<i>R²_a</i>	0.361	0.289	0.36	0.289
<i>F</i>	213.688	88.775	209.631	85.919

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著
资料来源:本文整理

表 8 现金持有、具体外部治理指标与代理成本

被解释变量	Agencycost					
	产品市场竞争程度		要素市场发育程度		经理人市场发育程度	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.033 ***	0.004	0.041 ***	-0.006	0.044 ***	-0.001
	(5.545)	(0.938)	(8.022)	(-1.256)	(8.169)	(-0.311)

被解释变量	<i>Agencycost</i>					
	产品市场竞争程度		要素市场发育程度		经理人市场发育程度	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>HHI</i>	-0.001 (-0.664)	-0.001 (-0.873)				
<i>Cash_HHI</i>	-0.012* (-1.807)	0.003 (0.557)				
<i>Ele</i>			0.008*** (7.058)	-0.001 (-0.590)		
<i>Cash_Ele</i>			-0.023*** (-3.760)	0.014*** (2.786)		
<i>Man</i>					0.010*** (8.879)	-0.003** (-2.312)
<i>Cash_Man</i>					-0.028*** (-4.430)	0.011** (2.234)
<i>Roa</i>	0.024* (1.824)	0.010** (2.226)	0.024* (1.801)	0.010** (2.227)	0.025* (1.858)	0.010** (2.243)
<i>Lnasset</i>	-0.020*** (-33.739)	-0.023*** (-28.884)	-0.020*** (-34.304)	-0.023*** (-28.904)	-0.020*** (-34.268)	-0.023*** (-28.903)
<i>Lnsales</i>	0.013*** (24.479)	0.016*** (23.905)	0.013*** (24.526)	0.016*** (23.809)	0.013*** (24.327)	0.016*** (23.898)
<i>SalesG</i>	0 (0.015)	0 (0.545)	0 (0.246)	0 (0.586)	0 (0.096)	0 (0.549)
<i>Lev</i>	-0.006** (-2.218)	-0.004 (-1.484)	-0.005* (-1.868)	-0.004 (-1.388)	-0.004* (-1.758)	-0.004 (-1.509)
<i>N</i>	7866	7292	7866	7292	7866	7292
<i>R²_a</i>	0.356	0.288	0.359	0.289	0.361	0.288
<i>F</i>	212.836	87.733	214.277	88.429	216.584	88.261

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

3. 稳健性检验

(1)分位数回归。前文模型均为均值回归模型,着重考察解释变量对被解释变量条件期望的影响,然而,如果自变量不是对称分布或变差较大时,条件期望就很难反映整个条件分布的全貌。另外,古典 OLS 回归由于最小化目标函数的残差平方和,故容易受极端值的影响。为此,Koenker & Bassett(1978)提出“分位数回归”。分位数回归使用残差绝对值的加权平均作为最小化的目标函数,故不易受极端值影响,较为稳健。通过表 3 描述性统计可知本文主要变量的标准差都比较大,前文实证检验的结果有可能是极端值造成的,为排除这种可能性,本文采用分位数回归进行再次检验。

表 9 检验了假设 H_1 至假设 H_4 ,模型 1 中现金持有水平 *Cash* 的系数为正,但不显著,说明整体上企业高管代理问题并不严重,模型 2 中现金持有水平与产权虚拟变量的交乘项 *Cash_SOE* 系数在 1% 的水平上显著为正,说明国有企业代理问题更为严重。模型 3 分产权检验了市场化水平对代理成本的抑制作用,现金持有与市场化指数交乘项 *Cash_Mar* 在国有企业中系数为 -0.028,在 1% 的水平上显著为负,在民营企业中系数为 0.004,不显著,说明市场化水平的提高可以显著抑制国有企业代理问题,但对民营企业作用有限。模型 4

检验了公司内部治理水平的作用,现金持有与公司内部治理指标之交乘项 $Cash_G_index$ 的系数在国有企业中为正,不显著,在民营企业中为 -0.002 ,在 10% 的水平上显著为负,说明公司内部治理水平可以有效抑制民营企业代理问题,对于国有企业的作用不大。以上结果再次印证了前文结论。表 10 检验了三项具体外部治理机制的作用。第 2 列和第 3 列检验了产品市场竞争程度的作用,现金持有水平与产品市场竞争程度的交乘项 $Cash_HHI$ 系数在国有企业中为负, T 值为 -1.418 ,说明产品市场竞争在一定程度上可以抑制国有企业代理问题;在民营企业中系数为正,不显著,说明产品市场竞争不能有效约束民营企业代理问题。第 4 列和第 5 列检验了要素市场发育程度的作用,现金持有与要素市场发育程度交乘项 $Cash_Ele$ 的系数在国有企业中为 -0.024 ,在 1% 水平上显著,在民营企业中为 0.011 ,在 5% 水平上显著,再次说明国有企业管理费用中在职消费的比重较大,要素市场发育程度较高时可以显著抑制国有企业代理问题,而民营企业管理费用主要由正常运营费用构成,要素市场发育程度的提高进一步增加了企业的正常运营费用。第 6 和第 7 列检验了经理人市场发育程度的作用,结果与要素市场发育程度作用类似,再次说明本文结果的稳健性。

表 9 现金持有、公司治理机制与代理成本 - 分位数回归

被解释变量	Agencycost					
	1	2	3		4	
			市场化指数		内部治理综合水平	
			国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
$Cash$	0.002 (1.201)	-0.004^* (-1.954)	0.029^{***} (11.872)	-0.002 (-0.659)	0.019^{***} (6.383)	0.003 (1.303)
SOE		0 (-0.098)				
$Cash_SOE$		0.019^{***} (6.907)				
$Market1$			0.006^{***} (7.916)	0.001 (0.542)		
$Cash_Mar$			-0.028^{***} (-7.798)	0.004 (1.001)		
G_index					-0.001 (-1.444)	0.001^{**} (1.973)
$Cash_G_index$					0.003 (1.054)	-0.002^* (-1.645)
Roa	0.056^{***} (44.266)	0.056^{***} (54.091)	0.043^{***} (18.426)	0.058^{***} (44.189)	0.048^{***} (15.61)	0.057^{***} (50.882)
$Lnasset$	-0.019^{***} (-40.467)	-0.018^{***} (-48.563)	-0.017^{***} (-40.323)	-0.020^{***} (-29.978)	-0.017^{***} (-30.325)	-0.020^{***} (-34.969)
$Lnsales$	0.013^{***} (33.372)	0.012^{***} (38.398)	0.012^{***} (31.008)	0.013^{***} (24.269)	0.012^{***} (23.306)	0.013^{***} (28.936)
$SalesG$	0 (-0.494)	0 (-0.439)	-0.000^{***} (-2.737)	0 (-0.390)	-0.000^{**} (-2.204)	0 (-0.434)
Lev	-0.004^{**} (-2.466)	-0.004^{***} (-3.429)	-0.006^{***} (-4.459)	0.001 (-0.509)	-0.007^{***} (-3.576)	0.001 (-0.431)
N	15158	15158	7866	7292	7692	7159

注:括号内为 T 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著
资料来源:本文整理

表 10 现金持有、具体外部治理指标与代理成本 - 分位数回归

被解释变量	Agencycost					
	产品市场竞争程度		要素市场发育程度		经理人市场发育程度	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.023 ***	0	0.032 ***	-0.009 **	0.033 ***	-0.002
	(5.042)	(0.035)	(8.619)	(-2.000)	(8.645)	(-0.567)
<i>HHI</i>	-0.001	-0.001				
	(-1.015)	(-0.458)				
<i>Cash_HHI</i>	-0.008	0.001				
	(-1.418)	(0.224)				
<i>Ele</i>			0.008 ***	-0.002 *		
			(8.597)	(-1.731)		
<i>Cash_Ele</i>			-0.024 ***	0.011 **		
			(-5.589)	(2.345)		
<i>Man</i>					0.009 ***	-0.003 ***
					(9.784)	(-2.913)
<i>Cash_Man</i>					-0.023 ***	0.005
					(-5.377)	(1.4)
<i>Roa</i>	0.044 ***	0.058 ***	0.044 ***	0.059 ***	0.047 ***	0.058 ***
	(13.216)	(45.235)	(17.905)	(46.039)	(18.045)	(48.175)
<i>Lnasset</i>	-0.017 ***	-0.020 ***	-0.017 ***	-0.020 ***	-0.018 ***	-0.020 ***
	(-28.133)	(-31.198)	(-38.228)	(-31.234)	(-36.993)	(-32.532)
<i>Lnsales</i>	0.012 ***	0.013 ***	0.012 ***	0.013 ***	0.012 ***	0.013 ***
	(21.795)	(25.648)	(29.249)	(25.575)	(27.917)	(26.239)
<i>SalesG</i>	-0.000 **	0	-0.000 **	0	-0.001 ***	0
	(-2.058)	(-0.412)	(-2.369)	(-0.413)	(-2.931)	(-0.432)
<i>Lev</i>	-0.007 ***	0.001	-0.006 ***	0	-0.006 ***	0
	(-3.803)	(0.37)	(-4.250)	(0.068)	(-3.700)	(0.112)
<i>N</i>	7866	7292	7866	7292	7866	7292

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

(2) 在职消费检验。由于管理费用包括项目十分广泛,并非所有项目都是代理成本的体现,其中一部分为企业正常合理开支,如保证企业正常运转的办公费、无形资产摊销、审计费等,为减少衡量误差,本文借鉴陈冬华等(2005)的做法,将可能与高管人员在职消费有关的八项费用总和作为企业代理成本的金额进行再次检验。表 11 依次检验了假设 H_1 至假设 H_4 ,被解释变量为在职消费总额(八项费用之和)除以年初资产总额,因为披露管理费用明细项目的企业较少,因此,样本量减少近 35%。模型 1 中现金持有系数为 0.001,在 1% 的水平上显著为正,模型 2 中现金持有与产权变量的交乘项 *Cash_SOE* 系数为 0.004,在 1% 水平上显著为正,再次证明了假设 H_1 和假设 H_2 。模型 3 中 *Cash_Mar* 的系数在国有企业中为 -0.004,在 1% 水平上显著为负,在民营企业中几乎为零且不显著,再次验证了外部治理机制抑制国有企业代理问题的作用。模型 4 中,内部治理指标与现金持有的交乘项 *Cash_G_index* 在国有企业和民营企业中系数均不显著,可能是因为公司治理指标的缺失导致样本量进一步降低的缘故。表 12 检验了三项外部具体治理指标的作用,第 2 和第

3 列检验了产品市场竞争程度的作用,交乘项 *Cash_HHI* 在国有企业中不显著,在民营企业中系数为 0.002,在 10% 的水平上显著,导致这种结果的原因可能是 *HHI* 的计量误差,因为 *HHI* 的计算只包括了上市公司,大量的非上市公司未被包括在内,致使 *HHI* 不能真正体现产品市场的竞争程度。第 4 和第 5 列检验了要素市场发育程度的作用,*Cash_Ele* 的系数在国有企业中为 -0.005,在 1% 水平上显著为负,在第 5 列中系数为正但不显著,说明要素市场发育程度可以显著降低国有企业高管的在职消费金额。第 6 和第 7 列检验了经理人市场发育程度的作用,结果与要素市场发育程度的作用类似。

表 11 现金持有、公司治理机制与在职消费

被解释变量	在职消费					
	1	2	3		4	
			市场化指数		内部综合治理水平	
			国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.001 ^{***} (3.523)	0 (-0.061)	0.005 ^{***} (7.024)	0 (0.301)	0.004 ^{***} (5.413)	0 (0.369)
<i>SOE</i>		-0.001 ^{***} (-8.719)				
<i>Cash_SOE</i>		0.004 ^{***} (5.571)				
<i>Market1</i>			0.001 ^{***} (4.352)	0 (-0.155)		
<i>Cash_Mar</i>			-0.004 ^{***} (-4.024)	0 (0.486)		
<i>G_index</i>					0 (0.352)	0 (0.037)
<i>Cash_G_index</i>					0.001 (0.95)	0 (0.07)
<i>Roa</i>	0.004 [*] (1.722)	0.004 [*] (1.75)	0.002 ^{**} (2.028)	0.009 ^{***} (6.806)	0.002 [*] (1.924)	0.009 ^{***} (6.987)
<i>Lnasset</i>	-0.002 ^{***} (-19.662)	-0.002 ^{***} (-19.121)	-0.001 ^{***} (-14.331)	-0.003 ^{***} (-15.744)	-0.001 ^{***} (-14.081)	-0.003 ^{***} (-15.606)
<i>Lnsales</i>	0.001 ^{***} (12.845)	0.001 ^{***} (12.557)	0.001 ^{***} (9.637)	0.001 ^{***} (9.807)	0.001 ^{***} (9.614)	0.001 ^{***} (9.857)
<i>SalesG</i>	0 (0.884)	0 (0.371)	0.001 ^{***} (3.212)	0 (-1.104)	0.001 ^{***} (3.027)	0 (-1.142)
<i>Lev</i>	0.001 (1.599)	0.001 ^{**} (2.012)	0 (-0.755)	0.002 ^{***} (4.539)	0 (-0.944)	0.002 ^{***} (4.331)
<i>N</i>	9910	9910	4612	5298	4529	5218
<i>R²_a</i>	0.197	0.203	0.258	0.178	0.253	0.182
<i>F</i>	67.595	67.124	45.043	20.696	43.874	20.514

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著
资料来源:本文整理

表 12 现金持有、具体外部治理指标与在职消费

被解释变量	在职消费					
	产品市场竞争程度		要素市场发育程度		经理人市场发育程度	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.004 ***	0	0.007 ***	0	0.006 ***	0
	(3.862)	(-0.552)	(5.792)	(-0.243)	(4.99)	(0.135)
<i>HHI</i>	0	0				
	(-0.012)	(-0.984)				
<i>Cash_HHI</i>	0	0.002 *				
	(-0.372)	(1.91)				
<i>Ele</i>			0.001 ***	0		
			(3.988)	(-1.191)		
<i>Cash_Ele</i>			-0.005 ***	0.001		
			(-3.580)	(0.862)		
<i>Man</i>					0.001 ***	-0.001 ***
					(3.967)	(-2.790)
<i>Cash_Man</i>					-0.003 **	0.001
					(-2.467)	(0.848)
<i>Roa</i>	0.002 **	0.009 ***	0.002 **	0.009 ***	0.002 **	0.009 ***
	(1.967)	(6.791)	(1.974)	(6.836)	(2.027)	(6.91)
<i>Lnasset</i>	-0.001 ***	-0.003 ***	-0.001 ***	-0.003 ***	-0.001 ***	-0.003 ***
	(-14.377)	(-15.735)	(-14.478)	(-15.745)	(-14.162)	(-15.790)
<i>Ln sales</i>	0.001 ***	0.001 ***	0.001 ***	0.001 ***	0.001 ***	0.001 ***
	(9.684)	(9.745)	(9.594)	(9.873)	(9.369)	(9.877)
<i>SalesG</i>	0.001 ***	0	0.001 ***	0	0.001 ***	0
	(3.107)	(-1.111)	(3.222)	(-1.106)	(3.269)	(-1.073)
<i>Lev</i>	0	0.002 ***	0	0.002 ***	0	0.002 ***
	(-0.980)	(4.581)	(-0.761)	(4.496)	(-0.784)	(4.526)
<i>N</i>	4612	5298	4612	5298	4612	5298
<i>R²_a</i>	0.254	0.179	0.258	0.179	0.257	0.18
<i>F</i>	45.092	20.676	45.536	21.143	45.353	21.127

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

(3) 工具变量两阶段回归。现金持有与代理成本可能存在互为因果的内生性问题,预计实施更多利己消费的管理者可能会事先预留更多现金。Gao 等(2013)的研究表明,代理成本是导致超额现金持有的主要原因。为避免这种可能性,本文以行业中位数作为现金持有的工具变量^①,采用两阶段最小二乘法进行回归,结果如表 13 所示。模型 1 至模型 4 依次检验了假设 H_1 至假设 H_4 。模型 1 中现金持有的系数为 0.083,在 1% 的水平上显著为正,验证了假设 H_1 。模型 2 中现金持有与产权变量的交乘项 *Cash_SOE* 的系数为 0.054,在 10% 的水平上显著为正,验证了假设 H_2 。模型 3 中,现金持有与市场化指数的交乘项 *Cash_Mar* 在国有企业中系数为 -0.014,在 1% 水平上显著为负,在民营企业中系数为 0.007,不显著,再次验证了假设

^①通过弱工具变量检验,发现采用行业中位数作为工具变量比采用行业均值更合理。

H₃。模型 4 中,现金持有与内部治理综合指标的交乘项 *Cash_G_index* 在国有企业中系数为正,但不显著,在民营企业中系数为 -0.035,在 1% 水平上显著为负,再次验证了假设 H₄。表 13 再次证明了本文结论的稳健性。

表 13 考虑内生性的两阶段工具变量回归结果

被解释变量	Agencycost					
	1	2	3		4	
			市场化指数		公司内部治理综合指标	
			国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Cash</i>	0.083 *** (3.506)	0.083 ** (2.552)	0.303 *** (2.957)	0.029 (0.424)	0.281 *** (2.876)	0.114 (1.277)
<i>SOE</i>		-0.006 (-1.037)				
<i>Cash_SOE</i>		0.054 * (1.723)				
<i>Market1</i>			0.017 *** (2.579)	0.001 (0.1)		
<i>Cash_Mar</i>			-0.104 *** (-2.735)	0.007 (0.286)		
<i>G_index</i>					-0.003 (-0.956)	0.008 ** (2.386)
<i>Cash_G_index</i>					0.013 (0.742)	-0.035 ** (-2.172)
<i>Roa</i>	0.010 *** (6.36)	0.009 ** (2.518)	-0.005 (-0.358)	0.010 ** (2.284)	-0.004 (-0.298)	0.008 ** (2.405)
<i>Lnasset</i>	-0.021 *** (-42.765)	-0.021 *** (-31.693)	-0.017 *** (-10.775)	-0.023 *** (-25.466)	-0.016 *** (-10.159)	-0.023 *** (-23.804)
<i>Lnsales</i>	0.015 *** (33.617)	0.014 *** (19.579)	0.010 *** (6.431)	0.015 *** (22.54)	0.009 *** (6.005)	0.014 *** (14.083)
<i>SalesG</i>	0 (-0.770)	0 (-0.664)	0 (-0.946)	0 (0.332)	-0.001 (-0.979)	0 (0.286)
<i>Lev</i>	0.019 ** (2.333)	0.023 * (1.755)	0.046 ** (2.27)	0.007 (0.304)	0.048 ** (2.337)	0.026 (0.828)
<i>N</i>	15158	15158	7866	7292	7692	7159
<i>R²_a</i>	0.254	0.211	0.324	0.279	0.215	0.184

注:括号内为 *T* 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

(4) Change 模型。在前文的检验中,所有被解释变量和企业特征变量均为企业年度存量或流量数据,为了进一步测试上述检验结果的稳健性,借鉴 Yingmei Chen (2016) 的做法,本文将所有变量替换为年度增量,采用 Change-on-Change 模型检验假设 H₁ 和假设 H₂。

表 14 是 Change 模型的回归结果。模型 1 中现金持有增量 (*D_cash*) 的系数为 0.012,在 1% 的水平上显著,证明了假设 H₁。模型 2 中现金持有水平增量与产权变量的交乘项 (*D_Cash_SOE*) 系数为 0.033,在 1% 的水平上显著为正,证明了假设 H₂。因为公司治理机制的演化进程比较缓慢,Change 模型很难发现治理水

平的变动对代理成本的影响,实证检验结果的确如此,这里不再列出对假设 H_3 和假设 H_4 的检验结果。

表 14 现金持有与代理成本 - Change 模型

被解释变量	$D_Agencycost$	
	1	2
D_Cash	0.012 ^{***} (4.327)	0.001 (0.23)
D_Cash_SOE		0.033 ^{***} (6.342)
D_Roa	0.004 (0.841)	0.004 (0.808)
D_SalesG	0 (1.058)	0 (1.053)
$D_Lnasset$	0.003 ^{**} (2.216)	0.002 [*] (1.842)
$D_Lnsales$	0.004 ^{***} (6.932)	0.004 ^{***} (6.914)
D_Lev	0.023 ^{***} (7.815)	0.022 ^{***} (7.675)
Ind 和 $Year$	控制	控制
N	12382	12382
R^2_a	0.043	0.049
F	12.740	13.663

注:括号内为 T 值;***、**、* 分别表示回归系数在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著

资料来源:本文整理

五、结论与启示

上市公司现金分红是近几年国内政策讨论的热点,上市公司现金持有也是近几年国内外财务研究的热点,大部分文献是在研究影响企业现金持有的各种因素,如现金持有成本、融资约束、企业经营特征、金融市场的发展程度等,而关于现金持有对企业代理成本影响的研究很少;研究代理成本的文献则大多从企业自由现金流出发,研究自由现金流所导致的代理成本。本文则将现金持有与企业代理成本结合起来,以我国 2007—2015 沪深 A 股上市公司数据为样本,研究了企业现金持有对企业代理成本的影响。研究结果表明,高现金持有加剧了企业的代理问题,这种现象在国有企业更为严重。本文进一步研究了公司治理机制对企业代理问题的抑制作用,并将公司治理机制划分为内部治理机制和外部治理机制。研究结果表明,外部治理机制能够显著抑制国有企业的代理问题,内部治理机制在民营企业中更有效。稳健性检验中采用分位数回归、用在职消费替代管理费用、采用工具变量进行两阶段回归及采用 Change 模型都进一步证实了上述结论。

本文结论表明,国有企业的代理问题通过提高企业内部治理水平无法从根本上得到解决,还需从企业面临的外部环境入手,通过改革进一步提高市场化水平,提高产品市场、要素市场竞争程度,培育经理人市场,减少政府行政干预,将国有企业置身于市场的竞争环境中,倒逼其降低代理成本以增加国有企业的生存概率,这也为当前我国国有企业改革的方向和途径提供了参考。

本文结论同时表明,无论是国有企业还是民营企业,持有高额现金都会加剧企业代理问题。鼓励有条件的上市公司实施现金分红,有助于降低企业现金持有,进而降低企业代理成本。

参考文献:

- [1] Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith, Henri Servaes. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings[J]. Journal

of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (1): 111 - 133.

[2] Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2007, (3): 599 - 634.

[3] Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Survey of Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 1997, (2): 737 - 783.

[4] Blanchard O. J., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What do Firms Do with Cash Windfalls? [J]. Journal of Financial Economics, 1994, (3): 337 - 360.

[5] Hongbin Cai, Hanming Fang, Lixin Colin Xu. Eat, Drink, Firms, Government: An Investigation of Corruption from the Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms[J]. The Journal of Law and Economics, 2011, (1): 55 - 78.

[6] Huasheng Gao, Jarrad Harford, Kai Li. Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013, (3): 623 - 639.

[7] Ivalina Kalcheva, Karl V. Lins. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems[J]. The Review of Financial Studies, 2007, (4): 1087 - 1112.

[8] James S. Ang, Rebel A. Cole, James Wuh Lin. Agency Costs and Ownership Structure[J]. The Journal of Finance, 2000, (1): 81 - 106.

[9] Jarrad Harford. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 1999, (6): 1969 - 1997.

[10] John E. Core, Robert W. Holthausen, David F. Larcker. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, (3): 371 - 406.

[11] Manohar Singh, Wallace N. Davidson III. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms[J]. Journal of Banking & Finance, 2003, (5): 793 - 816.

[12] Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (4): 305 - 360.

[13] Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, (2): 323 - 329.

[14] Scott Richardson. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, (2): 159 - 189.

[15] Stewart C. Myers, Raghuram G. Rajan. The Paradox of Liquidity[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, (3): 733 - 771.

[16] Yaniv Grinstein, David Weinbaum, Nir Yehuda. The Economic Consequences of Perk Disclosure[R]. SSRN Working Paper, 2011.

[17] Yaniv Grinstein, David Weinbaum, Nir Yehuda. Perks and Excess: Evidence from the New Executive Compensation Disclosure Rules[R]. Cornell University Working Paper, 2008.

[18] Yingmei Cheng, Jarrad Harford, Irena Hutton, Stephan Shipe. Ex - post Bargaining, Corporate Cash Holdings, and Executive Compensation[R]. SSRN Working Paper, 2016.

[19] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2005, (2).

[20] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 北京: 经济研究, 2005, (2).

[21] 杜莹, 刘立国. 股权结构与上市公司治理效率: 中国上市公司的实证分析[J]. 北京: 管理世界 2002, (11).

[22] 高雷, 张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 北京: 会计研究, 2008, (9).

[23] 姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 北京: 世界经济, 2009, (10).

[24] 靳庆鲁, 原红旗. 公司治理与股改对价的确定[J]. 北京: 经济学(季刊), 2008, (4).

[25] 李明辉. 股权结构、公司治理对股权代理成本的影响[J]. 北京: 金融研究, 2009, (2).

[26] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 北京: 经济研究, 2007, (1).

[27] 林毅夫, 李志赞. 中国的国有企业与金融体制改革[J]. 北京: 经济学(季刊), 2005, (7).

[28] 刘瑞明. 中国的国有企业效率——一个文献综述[J]. 北京: 世界经济, 2013, (11).

[29] 刘银国, 焦健, 张琛. 股利政策、自由现金流与过度投资[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (4).

[30] 刘银国, 张琛. 自由现金流与在职消费——基于所有制和公司治理的实证研究[J]. 北京: 管理评论, 2012, (10).

[31] 平新乔, 范瑛, 郝朝艳. 中国国有企业代理成本的实证分析[J]. 北京: 经济研究, 2003, (11).

[32] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司治理[J]. 北京: 管理世界, 2005, (7).

[33] 杨瑞龙. 论国有经济中的多级委托代理关系[J]. 北京: 管理世界, 1997, (1).

[34] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. 北京: 管理世界, 2010, (1).

[35] 于富生, 张敏, 姜付秀, 任梦杰. 公司治理影响公司财务风险吗? [J]. 北京: 会计研究, 2008, (10).

[36] 俞红海. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 北京: 经济研究, 2010, (8).

[37] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资[J]. 北京: 管理世界, 2012, (3).

[38] 张敏, 王成方, 刘慧龙. 冗员负担与国有企业的高管激励[J]. 北京: 金融研究, 2013, (5).

[39] 赵景文. 公司治理质量与盈余管理[J]. 天津: 南开管理评论, 2006, (9).

Cash Holdings, Corporate Governance and Agency Costs: An Analysis from the Property Right

FENG Zhi-hua

(Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China)

Abstract: In recent years, China Securities Regulatory Commission (CSRC) released a series of regulations encouraging listed companies to pay more cash dividends to shareholders. What are the reasons? This paper studies this question.

Jensen and Meckling (1976) proves that because of information asymmetry and contract incompleteness, there are conflicts between shareholders and managers if the managers don't own 100% property rights of the company. Rational managers will strive to maximize their own utilities rather than maximizing the wealth of shareholders, leading to huge agency costs. Agency problems consist of three aspects: information asymmetry, incentive incompatibility and risk asymmetry. Information asymmetry has been greatly mitigated in developed countries. China is a developing country with many state-owned enterprises. These state-owned enterprises are subject to government interference which results in more serious information asymmetry between shareholders and managers, so compared with private enterprises, agency problem should be more severe in state-owned enterprises.

Corporate governance mechanisms are effective institutions to mitigate agency problems. It includes internal governance mechanisms and external governance mechanisms. According to Lin et al (2005), The external governance mechanisms mainly solves the problem of information asymmetry between shareholders and managers while internal governance mechanisms mainly relieve incentive incompatibility and risk asymmetry. So external governance mechanisms should be more effective to relieve the agency problem in state-owned enterprises. Private enterprises have clear property rights and operating objectives. With the sustained improvement of Chinese stock market, the problem of information asymmetry in private enterprises has gradually been alleviated. In 2006, the promulgation of new accounting standards system further improved the financial information disclosure system in listed companies. So we can reasonably estimate that information asymmetry problem in private enterprises has been effectively alleviated, while incentive incompatibility and risk asymmetry remains to be further improved, so improving the quality of internal governance can effectively reduce agency costs in private enterprises.

What are the consequences if listed companies holds too much cash and don't pay cash dividends to shareholders? Using the data of listed companies in China during the period from 2007 to 2015, this paper carries out a series of empirical tests. First it examines the relationship between cash holdings and agency costs in Chinese listed companies. The results show high cash holdings can be misused by executives, increasing the agency costs of listed companies. Next it tests the mediation effect of property right and finds that agency problems are more serious in the state-owned enterprises. Then, the paper tests the function of corporate governance mechanisms and finds external mechanisms are effective in state-owned enterprises, while internal ones are effective for private enterprises.

In the final part of the paper, a series of robustness checks are conducted. First, we use quantile regression to avoid the influence of extreme samples. Second, we replace agency costs with perks to avoid measurement error. Third, we use two-stage least squares (2SLS) regression and change model to avoid mutual cause-and-effect relationship between cash holding and agency costs. All the results prove the robustness of our conclusion.

The conclusion in this study shows that high cash holdings can aggravates the agency problem. in listed companies and for enterprises with different property right we need adopt different corporate governance mechanisms to alleviate agency problems. The article also indicates that encouraging listed companies to pay more cash dividends helps to reduce corporate cash holdings, thereby reducing the agency costs of listed companies.

Key Words: cash holdings; property right; corporate governance; agency costs

(责任编辑:月 才)