

企业股权结构与现金持有量的关系探讨

张旭蕾

(河北经贸大学会计学院 石家庄 050061)

【摘要】 本文以2002~2004年沪深两市所有A股上市公司为样本,研究了股权结构与现金持有量之间的关系,以期为我国上市公司现金决策行为及完善公司治理机制提供经验证据。

【关键词】 股权结构 现金持有量 公司治理

一、文献回顾

一般而言,在一个无摩擦的资本市场中,公司没有任何过多地持有现金的需求和激励。因为一旦公司出现资金短缺,可以通过外部融资的方式来解决。然而,20世纪90年代末,西方国家的企业出现持有大量现金与现金等价物的现象,其原因逐步得到西方学者的关注,并从多个角度对公司现金持有量进行了分析。其中,在学术界产生较大影响的是Opler(1999)提出的现金持有交易成本模型、信息不对称模型及代理成本模型。近年来,国外一些学者从代理成本角度出发,对公司现金持有量的影响因素进行了大量经验研究。

Faulkender(2002)基于1991年的调查数据,考察了美国小企业现金持有量的影响因素,结果表明:管理者持股比例与企业的现金持有量显著负相关;股东数量越多的企业持有的现金越多;随着股权集中度的提高,企业以现金形式将盈余保留在企业的可能性也会随之降低,现金持有量有所下降。Ozkan.A和Ozkan.N(2002)实证研究了企业股权结构对现金持有量的影响,结果表明:当经营者持股比例达到24%时,企业的现金持有量开始下降;当经营者持股比例达到64%时,企业的现金持有量开始上升。这为企业现金持有量与经营者持股比例的非单调关系提供了经验证据。Kusnadi(2003)以230家新加坡上市公司作为样本,研究了企业现金持有行为与公司治理机制之间的关系,结果表明:董事会规模与现金持有水平显著正相关,而非管理者大股权与现金持有水平显著负相关。Guney等(2003)以1983~2000年的日本、法国、德国及英国的3989家上市公司作为研究样本,对公司的现金持有行为进行了实证研究,研究发现:较高的股东(债权人)保护程度与较低的现金持有水平相联系;股权集中度会对现金持有水平产生负面影响。

国外上市公司的股权结构相对单一、分散,利用已有的国外研究成果来理解我国上市公司的现金持有量,可能会产生一定的偏差。在国内,研究我国上市公司现金持有量与股权结构关系的相关文献较少。胡国柳(2006)以1998~2002年我国上市公司为样本,从公司治理视角出发,提出经理人员持股比例、流通A股比例与企业现金持有水平显著正相关;法人股比

例、股权集中度与企业现金持有水平显著负相关;第一大股东持股比例与企业现金持有水平正相关,但不显著;国有股比例与企业现金持有水平负相关,但极不显著。杨兴全(2006)以我国部分上市公司为样本,通过研究公司治理机制对公司现金持有量的影响,提出国有股比例与公司现金持有量负相关;A股比例与现金持有量显著正相关;控股股东、经营者持股比例与现金持有量不相关。

二、研究假设

1. 管理层持股比例与企业现金持有量正相关。大量文献证明,管理层持股有助于协调股东与管理层之间的利益冲突。这也就是说,随着管理层持股数量的增加,管理层与股东行动一致的可能性就比较大,管理层为了自身利益积累现金也要负担成本。因此,笔者认为管理层持股比例和现金持有量之间存在着负相关关系。然而,随着管理层持股比例的增加,外部股东监督管理比较困难,更大的持股权赋予管理层对公司更多的直接控制权利,他们会选择持有更多的现金来追求自身的利益。Ozkan.A和Ozkan.N(2002)根据管理层和股东之间的利益趋同效应及利益侵占效应随着管理层持股比例变化的理论分析,提出了管理层持股比例与现金持有量的非线性关系,并通过预测一个包含两个转折点的立方模型证实了非线性假设。由于我国上市公司的股权结构中以非流通股为主,从而阻碍了包括资本市场、公司控制权市场等在内的公司外部治理机制对管理层的有效监管。在这种制度背景下,我国上市公司的管理层仍然可能在股权水平较低的情况下达到“利益侵占”状态。由此提出假设1:管理层持股比例与企业现金持有量正相关。

2. 流通股比例与企业现金持有量正相关。作为社会公众持股,流通股股东追求公司价值和股东财富最大化,他们通过股票价格上涨或股利发放来获利,因此他们有参与公司治理和监督管理层的动力。但是,随着公司规模和股东外延的扩大,公司的个人股东日益零散化,大多数个人股东采取“搭便车”的行为来降低其治理成本,难以借助公司外部治理机制对公司内部人实施监管。由此,流通股比例越高,管理层越容易达到“利益侵占”状态。由此提出假设2:流通股比例与企业现

金持有量正相关。

3. 国有股比例与企业现金持有量负相关。国有股的最终控制者是国家,但是还包括很多间接股东,如各级政府、国资委、资产管理公司等。一般认为,国有股股权在公司治理中的效用有两种:帮助之手和攫取之手。帮助之手认为国有股对公司治理有积极作用,认为国有股股东能发挥大股东的的作用,积极监督公司管理人员,防止内部人控制现象,从而他们有能力从公司转移资金,减少企业的现金持有量;攫取之手则认为国有股对公司治理有消极作用,认为国有股股东并不是单一地追求价值最大化,除了经济利益之外,国有股股东还兼顾社会利益和政治利益。国有股比例越高,上市公司内部人控制现象越严重,从而管理者越有能力为谋取私利而持有更多的现金。胡国柳(2006)研究发现,当大股东和管理者在公司财务决策方面存在潜在利益冲突时,国有股的存在有助于大股东财务目标的实现。这也就是说,在国有股主体缺位的情形下,国有股更可能体现大股东的意愿,从而与管理者的意愿相背离。由此提出假设3:国有股比例与企业现金持有量负相关。

4. 第一大股东持股比例与企业现金持有量正相关或负相关。代理理论指出,在以股权相对集中或高度集中为主要特征的公司,代理问题主要产生在控股股东和少数股东之间。尤其在缺乏约束机制的情况下,大股东与少数股东之间存在着潜在的利益冲突。大股东利用控股权直接或间接地做出有利于自己的财务决策,将公司的利益转移到自己手中,损害其他股东的利益。在我国,上市公司股权集中度较高,存在“一股独大”的现象。所以,第一大股东持股比例较高时,其有动机和能力增加自身控制的资金总量。这就是大股东对外部股东实施“侵占”的假设。此外,还有学者认为企业持有现金可能会产生管理者操控性代理成本或Jensen(1986)提出的自由现金流量代理成本,从而增加企业总代理成本。其原因在于,管理者使用这些现金不需要经过外部市场的详细审查。然而,通过外部股东的监督也许能控制这些代理成本,当大股东持股比例增加时,预期他们会有更大的积极性进行监督,从而更能降低与现金持有有关的成本,即存在大股东的情况下,管理者操控能在某种程度上得以抑制,管理者与股东之间的代理成本在某种程度上得以降低(Shleifer等,1986)。股东控制这些成本的方法是减少企业的现金持有量,而大股东持有的重大比例的股权给予其更多的权利通过降低现金余额的方式从企业内部消除自由现金的诱惑。从这个角度讲,如果大股东在公司治理中发挥积极的“监管”作用,其持股比例越高,企业现金持有量越低。由此提出假设4:如果第一大股东发挥监管作用,第一大股东持股比例与企业现金持有量负相关;如果第一大股东和管理者共同侵占外部股东的利益,第一大股东持股比例与企业现金持有量正相关。

5. 法人股持股比例与企业现金持有量负相关。在我国,法人股可以分为国有法人股和非国有法人股。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业单位及其他单位,而非国有法人股股东一般为民营企业、集体企业、外资企业、社团和机构法人等。目前,在法人股中,国有法人股占较大比例,国

有法人股股东和国有股股东一样存在“所有权缺位”的状况,最终受益人不够明确。但是,具有国有性质的法人股股东,其基于公司整体绩效和价值考虑,会在持股公司中发挥较大的治理作用。与国有法人股相比,非国有法人股的价值追求比较单一,最终受益人也较为明确。关于法人股股东和公司治理的实证研究表明,公司法人股持股比例对公司绩效有正的影响(许小年等,2000)。由此得出假设5:法人股持股比例与企业现金持有量负相关。

三、样本选取与描述性统计

1. 样本选取与数据来源。本文的研究对象为2002~2004年沪深两市的所有A股上市公司。通过筛选,共取得样本534家。本文所使用的研究数据来源于中国证监会网站披露的上市公司年报和国泰安CSMAR数据库。

2. 变量定义与计量。

(1)被解释变量:现金持有比例。为了研究的可比性,选择现金和现金等价物与总资产的比率来衡量公司现金持有量。

(2)解释变量及控制变量(详见表1)。

表1

变量类型	变量名称	定义描述及计量
解释变量	管理层持股比例(Mshare)	管理层持股数占总股数的比例
	流通股比例(Tradept)	A股股数占总股数的比例
	国有股比例(Statept)	国有股和国有法人股股数占总股数的比例
	法人股比例(Corporatept)	法人股股数占总股数的比例
	第一大股东持股比例(A1)	第一大股东持股数占总股数的比例
控制变量	企业规模(Lnsize)	取资产总额的对数
	财务杠杆(Lev)	负债总额与资产总额的比率
	投资机会(Invo)	市场价值与账面价值的比率。资产的市值为,非流通股和每股净资产的乘积与流通股的市值和负债的账面价值之和
	现金替代物(Cashi)	流动资产与流动负债、货币资金、短期投资之差除以企业总资产
	银行债务(Bankbt)	长期借款和短期借款之和除以总负债

(3)模型建立。在本文的研究中,笔者运用如下基本计量模型来检验有关理论假设:

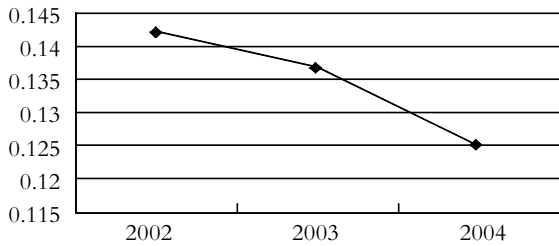
$$\text{Cashritao} = a_0 + a_1\text{Mshare}_{it} + a_2\text{Tradept}_{it} + a_3\text{Statept}_{it} + a_4\text{Corporatept}_{it} + a_5\text{A1}_{it} + a_6\text{Lnsize}_{it} + a_7\text{Lev}_{it} + a_8\text{Invo}_{it} + a_9\text{Cashi}_{it} + a_{10}\text{Bankbt}_{it} + e_{it}$$

3. 描述性统计。表2列示了各样本公司2002~2004年现金持有量的描述性统计结果。如表2所示:各年现金持有量平均值在12%~15%之间,各年差异不大。

表2 上市公司2002~2004年现金持有量

年份	最小值	最大值	均值	中值	标准差
2002	0.000 08	0.609	0.142	0.120	1.101
2003	0.000 02	0.744	0.137	0.114	0.101
2004	0.000 2	0.712	0.125	0.103	0.094

从下图可以看出, 样本公司各年度的现金持有量有下降的趋势。



上市公司 2002~2004 年现金持有量趋势图

运用Eviews3.0对样本的所有变量进行描述性统计, 结果见表3:

表3 样本的描述性统计结果

变量	最小值	最大值	均值	标准差
Cashritao	0.00008%	0.744%	0.139%	0.101%
Mshare	0	42.772%	0.233%	2.221%
Tradept	2.390%	100%	37.507%	14.176%
Statept	0	88.582%	14.978%	22.187%
Corporatept	0	97.32%	42.915%	24.440%
A1	0.017%	88.580%	42.263%	17.424%
Lnsiz	17.061%	24.446%	21.059%	0.928%
Lev	0.008%	19.876%	0.528%	0.5719%
Invo	0.740%	24.015%	1.597%	0.799%
Cashi	-18.741%	0.749%	-0.089%	0.542%
Bankbt	0.042%	1.295%	0.870%	0.167%

从表3可以看出: 我国上市公司国有股比例的均值为14.978%, 流通股比例的均值为37.507%, 法人股比例的均值为42.915%。总的来看, 流通股和法人股占我国股权结构的大部分, 管理层持股比例较小, 仅为0.233%。第一大股东持股比例的最小值为0.017%, 最大值为88.58%, 这说明第一大股东持股比例的差异非常大; 而第一大股东持股比例的均值为42.263%, 超过了40%, 可见我国上市公司的大股东“一股独大”现象十分严重。

四、实证分析

为了避免回归模型的多重共线性, 在回归分析前采用皮尔逊相关系数对样本公司股权结构的各种替代变量之间的相关关系进行分析。结果见表4:

表4 样本公司股权结构替代变量皮尔逊相关系数

	Mshare	Tradept	Statept	Corporatept	A1
Mshare	1	-0.136	0.186	0.019	0.240
Tradept		1	0.170	0.231	0.132
Statept			1	0.834	0.449
Corporatept				1	-0.159
A1					1

如表4所示: 国有股和法人股之间的简单相关系数为0.834, 其他各持股比例相关性不大。结果表明, 我国上市公司

国有股比例越高, 法人股比例就越低。

鉴于国有股比例与法人股比例之间存在着较强的相关性, 如果将它们同时放入一个模型, 这样就很可能产生多重共线性的问题, 因此我们分别将它们代入模型进行回归, 得到的结果见表5:

表5 多元线性回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
a0	41.325 (2.71**)	41.804 (2.75***)	44.645 (2.62**)	35.243 (2.14**)	32.642 (2.58**)
Mshare	6.804 (1.42)				
Tradept		0.145 (3.31***)			
Statept			-0.090 (-2.84**)		
Corporatept				0.063 (2.45**)	
A1					-0.006 (-1.87)
Lnsiz	-0.371 (-0.52)	-0.622 (-0.86)	-0.070 (-0.09)	-0.256 (0.33)	0.017 (0.42)
Lev	-0.253 (-8.78**)	-0.254 (-8.8***)	-0.295 (-8.68***)	-0.249 (-8.20***)	0.194 (-8.18***)
Invo	-0.023 (-0.04)	-0.291 (-0.49)	-0.227 (-0.36)	-0.004 (-0.01)	0.029 (0.26)
Cashi	-0.225 (-8.26***)	-0.229 (-8.37***)	-0.256 (-8.04***)	-0.217 (-7.54***)	-0.141 (-7.84***)
Bankbt	-0.106 (-4.29***)	-0.117 (-4.63***)	1.810 (5.25***)	-0.097 (-3.57***)	0.006 (4.65***)
调整后的R ²	0.127	0.137	0.148	0.129	0.236
F	12.256	13.198	11.723	10.641	14.675
VIF	7.324	7.389	3.719	7.467	6.472

注: *、**、*** 分别表示t值显著性水平为10%、5%、1%。

回归结果表明: ①国有股比例与企业现金持有量显著负相关(显著性水平为5%), 法人股比例与企业现金持有量显著正相关(显著性水平为5%), 流通股比例与企业现金持有量显著正相关(显著性水平为1%), 分别与假设1、3、5相一致。②管理层持股比例并未对企业现金持有量造成显著影响, 但是从其系数的符号可以看出管理层持股比例和企业现金持有量呈正相关关系。③第一大股东持股比例与企业现金持有量正相关, 但并不显著。从而可以判断, 我国上市公司第一大股东和管理者一起侵占外部股东的利益, 基本与假设4的第二种情况相一致。④财务杠杆、现金替代物、银行债务与企业现金持有量在5个模型中都显著负相关(显著性水平为1%)。

五、结论

本文从不同角度分析了股权结构与现金持有量之间的相关关系, 从而得出以下结论:

1. 管理层持股比例与现金持有量显著正相关。这说明在我国上市公司中, 当管理层持股比例较低时, 管理层固守职位、缺乏进取心的状态就会出现。

2. 流通股比例与现金持有量显著正相关。当经理人员的

会计政策选择的外部性及内在化

张兴亮

(嘉兴学院 浙江嘉兴 314001)

【摘要】 如何选择计量属性才能保证会计信息的可靠性和相关性及会计准则执行质量是目前企业面临的主要问题,本文试从企业所有权、会计政策选择的经济后果角度来论述。

【关键词】 会计政策选择 经济后果 外部性

新企业会计准则中会计政策选择空间进一步扩大,企业如何选择会计计量属性才能保证会计信息的可靠性和相关性及保障新企业会计准则的执行质量,是我们目前面临的主要问题。

会计政策选择权是企业管理当局的一项剩余控制权,具有外部性。为使社会资源配置达到帕累托最优,应将会计政策选择的外部性内在化。此前的研究文献主要从公司内部治理角度讨论内在化会计政策选择的外部不经济,但只内在化会计政策选择的外部不经济是不能彻底解决外部性的。内在化会计政策选择外部经济是“会计工作秩序与环境”的一部分,这种公共产品应由政府提供。

一、会计政策选择权归属享有:剩余控制权与会计政策选择权的关系

1. 企业所有权、剩余索取权和剩余控制权。现代企业理

利益与外部股东之间的利益存在严重的冲突时,较高的流通股比例更能增强管理者谋取私人利益的能力和动机。所以,“全流通”可能会进一步导致管理者侵占股东的利益。

3. 国有股比例与现金持有量负相关。这说明国有股股东参与公司治理的意识逐步增强,对公司经营者持有现金形成一定的约束。

4. 法人股比例与现金持有量正相关。这说明我国法人股大股东在董事会中往往具有超越其出资额的权利和地位,成为公司事实上的内部人,很容易通过持有现金在获取自身利益的同时侵占其他股东的利益。

5. 第一大股东持股比例与现金持有量正相关,但相关性不显著。这说明在现金持有量选择上,第一大股东与管理者之间存在着一定程度的利益趋同,但第一大股东可能还有其他利用公司现金并能获得与现金持有相近利益的途径,因此对公司现金持有量的正向影响并不显著。

6. 财务杠杆、现金替代物、银行债务与现金持有量负相关。这可以对公司经营者持有现金的动机形成有效的约束,从公司现金持有量的视角为我国上市公司治理机制的完善提供经验证据。

论认为,企业实质上是一系列契约关系的结合。周其仁(1996)把市场中的企业定义为“由人力资本所有者与非人力资本所有者签订的一个特别契约”。这个企业契约的特别之处在于不能在事前完全规定各要素及其所有者的权利和义务,总有一部分留待企业契约执行时再规定。企业契约之所以会有这一特性,是由于企业契约包括了人力资本所有者的参与。由于人力资本与其所有者之间是天然不可分离的,使人力资本所有者为联合产出所投入的个人努力水平难以度量,或成本太高以至于技术上不可能度量,从而不可能按照人力资本所有者的真实努力与贡献去支付报酬。

企业契约是不完全的,要使所有缔结企业契约的要素所有者都得到固定的合同收入是不可能的,这就是按剩余索取权和剩余控制权定义企业所有权的原因。如果企业契约是完全的,则意味着所有的“收益权”和“控制权”都合同化了,没有

本文根据国内外关于企业现金持有量影响因素方面已有的理论和实证研究成果,对我国上市公司股权结构和现金持有量之间的相关关系进行了实证研究。由于涉及的样本和影响因素众多、研究水平有限,本文的研究还存在以下不足:①本文在研究中构建了现金持有的静态模型,而企业的现金持有量往往是变动的,所以在今后的研究中可建立现金持有的动态模型,并采用面板回归等方法。②由于数据收集受限,本文对现金持有量的控制变量没有考虑上市公司制度和环境、公司所处的行业特点如竞争性、垄断性等。另外,现金持有作为公司的一个财务决策,它与单个公司的经营活动、财务战略、资金募集和使用等都有关系,而这些因素都难以量化和收集。所以,应寻找这些变量的替代变量,降低模型设定的偏差,为完善公司治理提供经验证据。

主要参考文献

1. 胡国柳,蒋永明. 现金持有决策的影响因素——来自B股公司的经验证据. 湖南大学学报(社会科学版), 2005;6

2. 杨兴全, 孙杰. 公司治理机制对公司现金持有量的影响——来自我国上市公司的经验证据. 商业经济与管理, 2006;10