

董事会特征与泛农业上市公司 现金持有水平间的关系研究

唐晓敏 胡国柳(教授)

(海南经贸职业技术学院 海口 571100 海南大学 海口 570228)

【摘要】本文以中国泛农业上市公司为样本,从董事会特征与公司现金持有水平关系进行了理论与实证分析。结果表明:在我国泛农业上市公司中,董事会规模与现金持有量正相关,董事会规模越大,董事会的功能越不能有效发挥,董事会规模对管理层的监督效应越不明显;独立董事比例与现金持有水平负相关,说明独立董事难以有效遏制管理层采取非股东价值最大化的行为,验证了独立董事存在治理软约束的现象。

【关键词】董事会特征 现金持有水平 影响

一、引言

研究之前先看看公司治理中存在的各种关系。首先是股东之间的权利关系;其次是公司股东与董事会之间的关系;再次是股东与公司实际控制人之间的关系。这些关系共同形成了公司治理结构的基本框架(宁向东,2006)。上述这三类关系,对公司现金持有量均有影响。

国外从公司治理角度来研究公司现金持有决策影响因素的学者较多。例如,Ozkan(2002)通过对1984~1999年的英国公司的数据进行分析,认为董事的持股权与现金持有量之间存在着显著的非单调联系,而且这种联系并没有因为控制了董事会构成和最终控制人而发生改变。Faulkender(2002)通过对1991年美国小型公司的调查数据进行分析,认为管理者持股比例与公司的现金持有量显著负相关,而且当大股东比例增加时,现金持有量会有所下降,另外股东数量越多的公司持有的现金越多。

Dittmar(2003)研究认为,在股东权利没有得到较好保护的国家的公司,公司的现金持有水平是那些股东权利得到较好保护国家的公司现金持有水平的两倍。Kusnadi(2003)以230家新加坡上市公司作为样本,研究了公司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。

由此可见,国外大量学者或金融者从股权集中度、董事持股比例、管理者持股比例、股权受法律保护程度等对现金持有量的影响的角度出发,利用了代理理论、信息不对称理论等进行了大量的实证分析,并得出了一系列研究成果。

最近几年国内学者多从公司治理方面对现金持有水平影响进行研究。例如:于东智、胡国柳、王化成(2006)从公司的现金持有决策与公司治理分析得出,在公司治理规则日渐完善的中国证券市场上,大股东侵蚀中小股东利益而中小股东仍无法有效保护自身利益的问题不容忽视。孙杰(2007)分析得出董事持股比例与公司现金持有水平显著正相关;而董事会

规模、独立董事比例和董事会领导权结构等特征变量对公司现金持有水平影响并不显著。孙凤(2006)从股权集中度、经理人所有权以及董事会构成、外部投资者受保护的程序等角度分析公司现金持有量与公司治理结构的关系。她认为进一步研究公司治理结构与现金持有量的内在关系,对我国上市公司实现现代化管理有重要意义。吴荷青(2008)采用面板数据的分析方法,对1999年至2005年间公司治理结构变量与现金持有量之间的关系进行了分析,通过分析得出公司治理结构对现金持有量会产生影响,不过这种影响并不是公司治理结构变量对现金持有量直接作用产生的,而是通过公司的财务决策来间接产生的。

可见,国内学者也从公司治理方面研究了其对现金持有水平的影响,但针对董事会特征对公司现金持有水平的影响的研究并不多。在此笔者着重对董事会特征对我国泛农业上市公司现金持有量的影响作初步分析。

二、研究假设

假设1:在我国泛农业上市公司,董事会规模与现金持有量正相关。

董事会承担着对公司重大问题进行筹划和决策的职能。Kusnadi(2004)以1999年末在新加坡证券交易所上市的230家公司为样本进行研究,发现在董事会规模大、内部人控制严重、非管理层大股东所有权低的公司存在较严重的代理问题,这类公司持有较多的现金,且公司价值较低。同时得出结论:董事会规模与现金持有水平显著正相关。

Eisenberg等(1998)以芬兰900家中小公司为样本进行实证研究发现,以行业的资产报酬率反映的公司获利能力与董事会规模显著负相关。这可能说明董事会规模越大,董事会的功能越不能有效发挥,公司持有的现金也越多。

也有学者经过实证分析认为:董事会规模与公司现金持有量无显著的线性关系。例如:Ozkan(2004)等进行实证研究发现,董事持股比例与公司现金持有水平之间存在显著非单

调的关系。孙杰(2007)以我国上市公司为样本,从公司治理视角出发,对董事会特征与公司现金持有水平关系进行了理论与实证分析,结果表明董事会规模对公司现金持有水平影响并不显著。因此,笔者初步假设,在我国泛农业上市公司,董事会规模越大,公司现金持有量越多。

假设2:在我国泛农业上市公司,独立董事比例与现金持有量负相关。

独立董事,是指独立于公司股东且不在公司内部任职,与公司或公司经营管理者没有重要的业务联系或专业联系,并对公司相关事务做出独立判断的董事。其独立性是保障董事会有效运作的基础。在我国,一些经验和案例分析都表明独立董事存在着治理软约束的现象。因此,笔者假设在我国泛农业上市公司,独立董事比例与公司现金持有量负相关,但相关性不显著。

假设3:在我国泛农业上市公司,CEO与董事长两职合一的公司持有的现金较多;CEO与董事长两职分离的公司持有的现金较少。

一般认为:CEO和董事长的职务应该分设,以便于其他董事会成员能够对CEO进行有效的监控。就领导权结构对公司的现金持有行为的影响而言,在CEO与董事长两职合一的公司中将持有相对较多的现金,在CEO与董事长两职分离的公司中将持有相对较少的现金(杨兴全、孙杰,2006)。因此,笔者提出上述假设3。

三、研究设计

1. 样本与数据选择。笔者用沪深两市的A股上市公司中的泛农业上市公司2006~2008年的财务报表数据,检验董事会规模、独立董事比例、控股股东哑变量、领导权结构哑变量与公司现金持有水平的关系。本文通过筛选,剔除了泛农业上市公司中营业范围与泛农业无关的样本,共取得样本87个。本文所使用的研究数据来源于中信建投网站、中国上市公司资讯网和巨潮数据库。

本文将利用SPSS软件包和Excel等工具,采用描述性统计、相关分析和多元回归分析等方法进行研究。

2. 变量定义。本文变量选取基本采用了国内外研究文献中比较成熟的分析指标和我国特定的董事特征指标,具体见表1(见右页)。

3. 模型建立。在本文的研究中,笔者运用以下四个模型来检验有关理论假设:

$$\text{模型1: Cash} = \beta_1 + a_{11}\text{CONT} + a_{12}\text{SIZE} + a_{13}\text{FLEV} + a_{14}\text{MBR} + a_{15}\text{CFLOW} + a_{16}\text{CSUBS} + a_{17}\text{BNKDBT} + a_{18}\text{DIV} + \varepsilon_1$$

$$\text{模型2: Cash} = \beta_2 + a_{21}\text{BOS} + a_{22}\text{SIZE} + a_{23}\text{FLEV} + a_{24}\text{MBR} + a_{25}\text{CFLOW} + a_{26}\text{CSUBS} + a_{27}\text{BNKDBT} + a_{28}\text{DIV} + \varepsilon_2$$

$$\text{模型3: Cash} = \beta_3 + a_{31}\text{OD} + a_{32}\text{SIZE} + a_{33}\text{FLEV} + a_{34}\text{MBR} + a_{35}\text{CFLOW} + a_{36}\text{CSUBS} + a_{37}\text{BNKDBT} + a_{38}\text{DIV} + \varepsilon_3$$

$$\text{模型4: Cash} = \beta_4 + a_{41}\text{CC} + a_{42}\text{SIZE} + a_{43}\text{FLEV} + a_{44}\text{MBR} + a_{45}\text{CFLOW} + a_{46}\text{CSUBS} + a_{47}\text{BNKDBT} + a_{48}\text{DIV} + \varepsilon_4$$

上述模型中,Cash为公司现金持有量; $\beta_1 \sim \beta_4$ 为待估回归常数; a_{ij} 为待估偏回归系数; $\varepsilon_1 \sim \varepsilon_4$ 为随机误差。

表1 变量定义明细表

变量名称	变量符号	变量定义
因变量	现金持有水平	Cash 现金及现金等价物之和除以总资产
解释变量	控股股东哑变量	CONT 第一大股东持股数是否大于第二大股东至第十大股东股数之和。如是取1;否则取0
	董事会规模	BOS Ln(全部董事人数)
	独立董事比例	OD 独立董事人数/全部董事人数
	领导权结构哑变量	CC 董事长和总经理是否由同一人兼任。如是取1;否则取0
控制变量	公司规模	SIZE Ln(总资产)
	财务杠杆	FLEV 总负债/总资产
	投资机会	MBR 市场价值与账面价值的比例(注)
	现金流量	CFLOW (净利润+折旧+无形资产摊销)/总资产
	现金替代物	CSUBS (流动资产-流动负债-货币资金-交易性金融资产)/总资产
	银行债务	BNKDBT (短期借款+长期借款)/负债总额
	现金股利	DIV 哑变量,若公司在当年发放现金股利设为1,否则为0

注:投资机会(MBR)=市场价值与账面价值的比例=(总负债账面价值+流通股股数×每股市价)÷总资产账面价值

四、统计分析

1. 描述性统计分析。下表2列示了29家泛农业上市公司2006~2008年现金持有水平的描述性统计结果。

表2 样本公司2006~2008年度现金持有水平

年度	最小值	最大值	平均值	标准误差	样本数
2006	0.016	0.490	0.149	0.120	29
2007	0.004	0.665	0.171	0.164	29
2008	0.019	0.591	0.169	0.149	29

从表2中可知:①泛农业上市公司2006~2008年现金持有水平的平均值在0.149~0.171之间;②各年度现金持有水平存在一定差异,2007年的水平最高;③在同一年度,各公司间的现金持有水平存在很大差异,如在2007年,最低水平为0.004,最高达到0.665。

表3 各变量描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
控股股东哑变量	87	0.000 000	1.000 000	0.655 172 41	0.478 067 481
董事会规模	87	1.609 438	2.890 372	2.218 720 14	0.209 067 371
独立董事人数比例	87	0.250 00 0	0.666 700	0.384 704 60	0.082 331 272
领导权结构哑变量	87	0.000 000	1.000 000	0.068 965 52	0.254 864 462
公司规模	87	19.807 904 61	22.605 650 00	21.027 551 155 1	0.610 070 011 82
财务杠杆	87	0.081 647	1.261 100	0.473 138 97	0.208 938 211
投资机会	87	0.790 501	6.491 360	2.357 540 08	1.268 917 352
现金流量	87	-0.319 327	0.335 662	0.029 709 57	0.096 137 919
现金替代物	87	-0.847 421	0.365 070	-0.063 914 08	0.194 144 163
银行债务	87	0.000 000	0.859 000	0.489 836 45	0.224 127 905
现金股利发放	87	0.000 000	1.000 000	0.448 275 86	0.500 200 441
Valid N(listwise)	87				

从表3可知,控股股东哑变量均值为0.655,说明我国泛农业上市公司中,第一大股东持股数大于第二大股东至第十大股东股数之和的公司超过一半。董事会规模均值约为2.22,也就是说董事人数的均值为9.2人。独立董事人数比例均值约为38.47%,这说明在我国大部分泛农业上市公司中,董事会聘请的独立董事人数达到了相关要求(1/3)。领导权结构哑变量均值约为0.07,说明在我国泛农业上市公司中,绝大部分公司董事长与总经理不是同一人兼任。

2. 初步回归分析。

表4 多元线性回归结果

解释变量	模型1	模型2	模型3	模型4
(常数项)	0.950 (0.064)	0.944 (0.069)	1.007 (0.054)	0.916 (0.086)
控股股东哑变量 (CONT)	0.044 (0.161)			
董事会规模 (BOS)		0.030 (0.673)		
独立董事比例 (OD)			-0.120 (0.505)	
领导权结构哑变量 (CC)				-0.021 (0.729)
公司规模 (SIZE)	-0.029 (0.245)	-0.030 (0.233)	-0.028 (0.255)	-0.026 (0.314)
财务杠杆 (FLEV)	-0.200 (0.077)	-0.204 (0.076)	-0.198 (0.083)	-0.205 (0.077)
投资机会 (MBR)	-0.010 (0.402)	-0.007 (0.535)	-0.006 (0.633)	-0.008 (0.512)
现金流量 (CFLOW)	-0.110 (0.487)	-0.082 (0.606)	-0.079 (0.617)	-0.083 (0.604)
现金替代物 (CSUBS)	-0.164 (0.175)	-0.169 (0.171)	-0.172 (0.163)	-0.172 (0.169)
银行债务 (BNKDBT)	-0.211 (0.004)	-0.221 (0.002)	-0.228 (0.002)	-0.219 (0.003)
股利支付哑变量 (DIV)	-0.002 (0.943)	0.011 (0.738)	0.014 (0.667)	0.011 (0.735)
调整后的R ²	0.204	0.186	0.188	0.185
F-值	3.757	3.450	3.495	3.440
Prob.>F	0	0	0	0

如表4所示,以现金持有水平(CASH)为被解释变量的初步回归分析结果如下:①控股股东哑变量(CONT)与CASH呈正相关关系,但并不显著;②董事会规模(BOS)与CASH呈正相关关系,但极不显著;③独立董事比例(OD)与CASH负相关,但极不显著;④领导权结构哑变量(CC)与CASH负相关,但极不显著。

另外,表4中还呈现了可能影响公司现金持有水平的其他因素与CASH之间的相关关系。①在模型1与模型4中,公司规模(SIZE)与CASH负相关,但都不显著;②在模型1至模型4中,财务杠杆(FLEV)与CASH在10%的显著性水平上负相关;③在模型1至模型4中,投资机会(MBR)与CASH负相关,但极不显著;④在模型1至模型4中,现金流量(CFLOW)与CASH负相关,但极不显著;⑤在模型1至模型4中,现金替代物

(CSUBS)与CASH负相关,但不显著;⑥在模型1到模型4中,银行债务(BNKDBT)与CASH约在1%的显著性水平上负相关;⑦股利支付哑变量与CASH在四个模型中,有正负相关,且极不显著。

3. 回归模型的多重共线性检验。

表5 回归模型自变量多重共线性诊断

多重共线性诊断指标	模型1	模型2	模型3	模型4
VIF _{max}	2.834	2.875	2.859	2.927
K _{max}	127.983	131.001	130.805	125.277

注:上表中被解释变量为现金持有水平(CASH),表6、表7同。VIF_{max}和K_{max}分别为模型回归时,自变量的方差扩大因子(VIF)和矩阵特征根的条件指数(K)的最大值。

表5列示了设计矩阵X可能存在多重共线性的诊断结果:在各模型中,解释变量的方差扩大因子的最大值在3.0~3.1之间,它们都远小于10。因此可以认为回归分析所用各模型的设计矩阵应没有多少多重共线性。但在所有模型中,矩阵特征根的最大条件指数均在121之上,均超过100。这说明从模型1至模型4的设计矩阵X均可能存在严重的多重共线性。

为了克服设计矩阵X可能存在的多重共线性对研究结论的影响,笔者对前面研究中所用的模型进行了改造,将其余非董事会特征解释变量,包括公司规模(SIZE)、财务杠杆(FLEV)、投资机会(MBR)、现金流量(CFLOW)、现金替代物(CSUBS)、银行债务(BNKDBT)、股利支付哑变量(DIV)等,全部从模型中剔除掉,并作了进一步回归分析,回归结果如表6所示:

表6 进一步多元线性回归结果

解释变量	模型1	模型2	模型3	模型4
(常数项)	0.137 (0.000)	0.154 (0.357)	0.206 (0.007)	0.169 (0.000)
控股股东哑变量 (CONT)	0.039 (0.229)			
董事会规模 (BOS)		0.004 (0.957)		
独立董事比例 (OD)			-0.110 (0.561)	
领导权结构哑变量 (CC)				-0.078 (0.201)
调整后的R ²	0.005	-0.012	-0.008	0.008
F-值	1.469	0.003	0.340	1.663
Prob.>F	0	0	0	0

如表6所示:①控股股东哑变量(CONT)与CASH呈正相关关系,但并不显著;②董事会规模(BOS)与CASH呈正相关关系,但极不显著;③独立董事比例(OD)与CASH呈负相关关系,但极不显著;④领导权结构哑变量(CC)与CASH呈负相关关系,但极不显著。

结合上面的进一步多元线性回归分析结果与前面的初步回归结果两者看来,基本是一致的。

再来看看上述回归模型的多重共线性论断结果,如表7所示:①所有的模型的VIF值均为1.0;②所有的模型的条件指数

资本市场不相信强权

——国美事件引发的思考

蒋冲¹ 向显湖²(博士生导师) 章颖¹

(1.江西科技师范学院 南昌 330013 2.西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 民营或家族企业在转变为公众企业后,原始大股东如何转换角色,如何正确认识货币资本的地位和职业经理人的作用,如何客观地看待公司控制权结构的变化等问题,引起了理论与实务界的关注。本文以“国美事件”为例,从企业资本形态、公司治理和资本市场有效性等几个视角进行了剖析,并形成了一些结论和观点。

【关键词】 国美事件 资本形态 控制权配置 市场有效性

“国美事件”不管将来如何发展,都会是中国企业进化史上的一个经典案例。国美控制权之争,对于利益无关者来说似乎并不重要,但通过这场“情”与“法”的较量,国美之争彰显出一种“资本文明”。整个事件所涉及的各个环节,都是在法律框架下进行,不管双方谁胜谁负,国美控制权之争所展示的游戏规则,将对我国“资本文明”的进一步发展起到推动作用(郭素凡,2010)。

一、国美事件始末

国美事件爆发的原由最早可以追溯到国美借壳上市之时,当时黄光裕通过在资本市场上的股权倒手,先后通过京华自动化、中国鹏润和海洋城等组织或机构实现对国美电器的控股,并成功在香港上市,而上述几个机构的控股股东均为黄

均不超过22。因此,笔者认为剔除了非公司治理机制变量后,回归分析结果可能更为可靠。

表7 进一步回归模型自变量多重共线性诊断

多重共线性诊断指标	模型1	模型2	模型3	模型4
VIF _{max}	1.0	1.0	1.0	1.0
K _{max}	3.081	21.395	9.505	1.309

五、研究小结

本论文研究表明:①控股股东哑变量、董事会规模与现金持有量正相关,但极不显著,可以判断假设1不完全成立。但也说明了在我国泛农业上市公司中,董事会规模越大,董事会的功能越不能有效发挥;董事会规模对管理层的监督效应并不明显。②独立董事比例与领导权结构哑变量均与现金持有量负相关,但极不显著,这与假设2一致,但与假设3不一致。表明在目前的情况下,我国泛农业上市公司中,独立董事难以有效遏制管理层从事非股东价值最大化的行为,独立董事的独立性可能完全丧失,同时也验证了独立董事存在治理软约束的现象。

基于上述实证分析,本文得到的结论是:反映董事会特征

光裕本人。对于黄光裕来说,国美的香港上市完全属于集团内部的重组。虽然黄氏家族的持股比例由开始的65%下降到目前的30%,但仍然是国美的第一大股东,而且其一直没有放松对国美的最终控制权,包括后来对上海永乐的兼并以及在公司治理上引入职业经理人模式。

在2008年黄光裕入狱后,为了渡过危机,当时以陈晓、王俊洲、魏秋立三人为主要成分的董事局成功引进了贝恩资本,并在陈晓的积极推动下实施了范围较广的股权激励计划,给予公司核心高管以股票期权,在关键时刻凝聚了人气,顺利地使国美渡过了危机。刚刚走出困境的国美,由于在经营理念和公司发展战略上存在较大差异,黄氏家族和以陈晓为主的董事局展开了一系列斗争,这些斗争反映出了两个核心问题:一

的公司治理因素变量没有对我国泛农业上市公司现金水平产生显著影响,即董事会特征并未对公司经营者大量持有现金形成有效约束,这可能是由于我国上市公司董事会治理机制还不完善,无法发挥它的正常职能及效力。该结论从现金持有行为的视角为我国泛农业上市公司董事会治理机制的不完善性提供了经验证据。

主要参考文献

1. 于东智,胡国柳,王化成.公司的现金持有决策与公司治理分析.金融论坛,2006;10
2. 宁向东.公司治理理论.北京:中国发展出版社,2006
3. Kusnadi Y. Corporate Cash Holdings and Corporate Governance Mechanisms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper, 2004;3
4. Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, R. Williamson. The Determinants and Implications of Cash Holdings. Journal of Financial Economics, 1999;7
5. 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