

# 高管背景特征、产权性质与现金持有

沈维成

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243032)

**摘要:**以 2007—2014 年 A 股上市公司为研究对象,考察高管教育水平、性别以及年龄对企业现金持有的影响,并探讨不同产权背景下,两者之间关系是否存在差异。实证结果表明,企业高管教育水平、性别和企业现金持有显著正相关,高管年龄和企业现金持有显著负相关;并且高管教育水平、性别和企业现金持有的关系在国有企业更显著,而高管年龄和企业现金持有的关系在民营企业更显著。

**关键词:**高管背景特征;现金持有;产权性质

**中图分类号:**F271

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-6021(2018)04-0029-09

## 一、问题的提出

作为企业重要的资产,现金持有决策是企业一项重要的财务决策<sup>[1]</sup>,其持有多寡涉及其他投融资决策。因此,现金持有决策会影响到企业价值大小,对公司的持续经营和高质量发展具有战略性影响<sup>[2]</sup>。已有研究指出,企业现金持有量可能对企业价值产生双重影响:一方面,企业持有较高的现金,可以应付企业面临的融资约束对企业的束缚,降低企业的融资成本,增加企业的财务柔性,能够应对环境不确定性对企业的冲击,帮助企业在适当的时机占领市场,扩大企业的竞争优势,因而持有适当额度现金可以提升企业价值<sup>[3]</sup>。另一方面,大量持有现金资产而形成的机会成本会导致股东财富缩水,尤其是代理问题严重的企业。由于内部人和外部人的利益函数并不一致,内部人有可能利用持有现金方式侵害外部人利益<sup>[4-5]</sup>。

但是,理解现金持有经济后果首先需要厘清现金持有的影响因素及其作用机理。现有研究主要从企业财务特征、公司治理机制以及宏观环境等多个角度展开,并发现公司规模、财务杠杆、投资机会、股利支付水平、融资需求、股权结构、董事会特征、最终控制人特征、内部控制质量、产权性质、地区市场化程度、公司多元化经营、公司战略差异、企业生命周期、货币政策波动以及政策不确定等宏微观因素都会对企业

现金持有产生显著影响。虽然相对于现金持有价值效应来说,对现金持有的影响因素研究较为丰富,但是到目前为止尚未取得一致性结论。究其原因在于现有关于现金持有影响因素的大部分研究都是将管理层视为同质的,可能忽视了管理层异质性对企业现金持有量的影响。

自 Hambrick 和 Mason 提出高层管理团队研究以来<sup>[6]</sup>,管理学家们就高层管理团队的传记性特征、运作过程与团队绩效、战略决策等方面做了大量研究<sup>[7]</sup>,为其他学科的研究开辟了新的思路,并在实证研究中获得大量的证据支持。

在此背景下,一些学者也开始尝试从高管团队的人口特征角度研究现金持有的影响因素。但是这些研究大部分都是基于国外资本市场的考察,与当前“转轨加新兴”背景下的中国差异较大,且研究的结论也存在不一致之处,譬如 Orens and Reheul 发现 CEO 的年龄与现金持有正相关<sup>[8]</sup>,但是曾三云等并没发现支持证据<sup>[9]</sup>;同时大部分研究将高管团队限制在 CEO 框架下,并未考虑其他高管人员背景特征对现金持有的影响。因为高管团队强调的是整体行动,而非单个人或者部分人<sup>[7]</sup>,这就使得高管团队背景对现金影响的结论有所偏颇。因此高管团队背景特征如何影响现金持有仍是一个有待检验的问题。

**收稿日期:**2018-08-11

**基金项目:**安徽省高校人文社会科学重点研究基地课题(项目编号:SK2015A071)

**作者简介:**沈维成(1981—),男,安徽芜湖人,讲师,博士研究生。研究方向:资本市场会计与审计。

本文选取 2007—2014 年 A 股上市公司数据,考察高管教育水平、性别以及年龄对企业现金持有的影响,并探讨不同产权背景下,两者之间关系是否存在异质性。实证结果表明,企业高管教育水平、性别和企业现金持有显著正相关,高管年龄和企业现金持有显著负相关;高管教育水平、性别和企业现金持有的关系在国有企业更显著,而高管年龄和企业现金持有的关系在民营企业更显著,在进行了相关稳健性测试之后,结论依然成立。

## 二、研究假设

高管团队的基本观点在于高管成员之间不同的认知基础、价值观、洞察力及其作用过程会影响到企业组织的战略选择和绩效,但是这些特征难以度量,因而在具体的研究中,学者们将高管团队成员的社会人口特征作为替代变量以检验高管团队背景对企业战略以及产出的影响<sup>[7]</sup>。

### (一)教育与现金持有

一般来说,高管接受的教育水平越高,代表能力越强,经历过系统地学习或学术训练,思维开阔,思想活跃,更加自信,具有开拓进取和兼容并蓄精神<sup>[10]</sup>,意味其创新意识和能力较强,越有意愿和能力进行大规模的投资活动(尤其是战略性的长期投资)和持续性的研发活动,从而持有较少的现金余额。由于其创新意识较强,持有现金过多带来较高的现金机会成本,他们会积极主动寻找创新和投资机会,现金持有的预防性动机较弱,这进一步降低企业现金持有。而且通过长时间的专业知识学习和积累,获得了更有价值的企业经营信息<sup>[11]</sup>,掌握了丰富的企业经营管理知识和处理各种风险的应变能力,可以减少外部环境不确定性对企业的冲击,这些因素也都同样有利于降低企业现金持有。

另一方面,正如 Glenn 所说,虽然每个人可以依靠自己的能力和努力来力争上游,但个人的成长环境使具有相同能力的人的成就存在很大的差异性,个人的能力不能脱离所处的环境。一般来说,当高管接受越多的教育也意味着他们年纪较轻、资历较浅,缺少一定的人脉关系,社会资本较少,对外依靠的力量有限,仅仅依靠自身力量有效经营企业还可能显得力不从心,因而学历水平越高的管理层也可能具有较强的现金预防动机,可能持有较多的现金。

根据以上理论分析,本文提出以下竞争性假设:

H1a: 高管团队接受的教育水平越高,企业持有的现金越多

H1b: 高管团队接受的教育水平越高,企业持有的现金越少

### (二)性别与现金持有

根据心理学的研究,性别差异会导致决策者在认知、价值观、行为方式以及风险承担和取向方面存在较大差异,进而又影响其行为后果。一般来说,女性通常比男性更加厌恶风险和具有保守意识<sup>[12]</sup>,缺乏激进冒险精神,创新动力不足<sup>[13]</sup>;相对男性高管来说,更易安于现状,维持原有的平衡局面而不希望有更多的变革,因此现金持有的预防性动机较大,从而持有较多的现金余额。但是,女性通常比男性更讲究伦理,内敛、公德心较强;相对男性管理层来说,女性高管更愿意为投资者着想,代理问题相对较弱,可能持有较少的现金,因为持有较多的现金会产生较高的机会成本。

根据以上理论分析,本文提出以下对立假设:

H2a: 高管团队中女性高管越多,企业持有的现金越多

H2b: 高管团队中女性高管越多,企业持有的现金越少

### (三)年龄与现金持有

年龄代表的是一种人生阅历和体验,不同年龄的管理者在阅历、经验、成熟度方面都有较大的差异<sup>[14]</sup>,进而导致其人生追求、偏好、工作态度、行为方式都会有异质性,最终导致行为结果的差异格局。

高管年龄越大,意味着管理层成熟度越高、有着丰富的人脉关系以及沉稳的经营方式<sup>[15]</sup>,这可以向银行等信贷机构传递积极有利的信息,降低任职企业的融资约束;同时,年长的高管团队意味着聚集了比较雄厚的社会资本,在需要资金时可以便利获取所需要的信贷资源,从而持有较少的现金。尤其是在当前转轨加新兴背景下的中国,具有较多社会资本的管理层可以因自己占有有利的位置而帮助任职企业获得更多的社会资源和权力资源,比如建立稳定的政治关联以及客户/供应商关系,这些都可以为其任职企业提供所需的政治资源或经济资源,从而降低对现金的依赖性。

另一方面,年长的高管比年轻的高管更加保守和厌恶风险<sup>[10]</sup>,现金持有的预防性动机更强;而且年长的高管,特别是接近退休时段,可能早期职业生涯取得一定的业绩<sup>[16]</sup>,担心退休前的外在不确定性对离职后生活产生不利影响,希望获得一个“完美”的结束而体面地离开任职单位。进而他们对投资的意愿尤其是长期投资以及研发活动关注不够;而且随着年龄的增长,精力有限、兴趣下降,不愿进行组织革新<sup>[17]</sup>,也没有雄心勃勃的战略计划,因而可能持有较多的现金。同时,厌恶风险的管理层,更加偏好内部融资<sup>[9]</sup>,因为内源资金来源风险较低,这更加剧了现金持有。

根据以上理论分析,本文提出以下竞争性假设:

H3a:高管年龄越大,企业持有的现金越多

H3b:高管年龄越大,企业持有的现金越少

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选取2007—2014年沪深两市全部A股上市公司为初选样本,在此基础上剔除:(1)金融保险类公司样本;(2)ST公司、\*ST公司;(3)数据缺失公司样本。为了进一步消除异常值的影响,对所有连续变量上下进行1%和99%的缩尾处理,最后共计得到3735个公司/年数据。本文研究所用的财务数据以及公司治理数据均来自CSMAR数据库。

#### (二)高管界定

一般来说,企业高管是指由企业高层管理者构成的小群体,包括CEO、总经理副总经理以及直接向他们汇报工作的高级经理<sup>[7]</sup>。目前学术研究中对接管并没有统一的认识,学者根据自己的研究需要自行定义高管包括的类型。本文借鉴何威风和刘启亮的研究<sup>[18]</sup>,将企业高管定义为下列人员:董事会成员、监事会成员、总经理(或总裁)、副总经理(或副总裁)、财务总监(或财务负责人)、总会计师、董事会秘书等人员。

#### (三)变量定义

##### 1.被解释变量

本文被解释变量是现金持有比率(Cash1),借鉴陈德球等的研究,用企业年末现金及现金等价物余额除以年末净资产刻画现金持有量<sup>[19]</sup>。其中,货币资

金包括现金、银行存款和其他货币资金,现金等价物包括交易性金融资产等;净资产为企业年末总资产减去现金及现金等价物的差额。另外,在稳健性检验中,参照张人骥和刘春江做法,采用企业年末货币资金余额除以净资产度量企业现金持有量(Cash2)<sup>[20]</sup>。

##### 2.解释变量

根据前人的研究并结合本文的研究内容和研究目的,同时考虑数据的可获得性,本文拟采用企业高管的教育水平、性别以及年龄作为高管背景特征的标识。参考何威风和刘启亮的思路<sup>[18]</sup>,对高管的教育、性别以及年龄的计算方式如下:

对于高管人员的教育水平,首先给不同的教育水平赋值,中专及以下取值为1,专科及以下取值为2,本科取值为3,硕士研究生取值为4,博士研究生取值为5,然后依企业层面取其平均值作为Edu度量值。对于高管人员的性别,按照前面相同的思路处理;首先,男性高管取值1,女性高管取值0,然后依企业层面取平均值作为Sex。对于高管年龄,直接依据企业层面高管的平均值作为Age的度量值。

##### 3.控制变量

借鉴Opler等<sup>[21]</sup>的研究以及本文的特点,本文在模型中选择如下控制变量:企业规模、盈利能力、投资机会、财务杠杆、营运资本、现金流、盈余波动性、现金替代物、债务期限结构、股权集中度、股权制衡度、两权分离度、审计师类型、企业产权性质以及行业和年度虚拟变量。具体定义见表1的说明。

#### (四)模型设定

借鉴Opler等<sup>[21]</sup>,设立如下高管团队背景特征与企业现金持有量的模型方程,检验本文提出的假设:

$$\text{Cash 1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Background} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Roa} + \alpha_4 \text{Mb} + \alpha_5 \text{Lev} + \alpha_6 \text{Operate} + \alpha_7 \text{Cfo} + \alpha_8 \text{Variance} + \alpha_9 \text{Sub} + \alpha_{10} \text{Maturity} + \alpha_{11} \text{First} + \alpha_{12} \text{Hhi} + \alpha_{13} \text{Sep} + \alpha_{14} \text{Auditor} + \alpha_{15} \text{State} + \sum \text{Indus} + \sum \text{Year} + \epsilon_i$$

模型(1)

上面模型采用OLS回归,分别用来检验假设H1、H2和H3。根基前文的理论分析,如果本文三个假设成立,则模型中的系数 $\alpha_1$ 显著异于0。

表 1 变量定义

| 变量名称   | 变量代码     | 变量定义                           |
|--------|----------|--------------------------------|
| 现金持有   | Cash1    | 现金及现金等价物/(资产总额-现金及现金等价物)       |
| 教育水平   | Edu      |                                |
| 性别     | Sex      |                                |
| 年龄     | Age      | 见前文定义说明                        |
| 企业规模   | Size     | 企业年末总资产的自然对数                   |
| 盈利能力   | Roa      | 企业年度净利润总额/年末总资产                |
| 投资机会   | Mb       | 资产的市值/资产的账面价值                  |
| 财务杠杆   | Lev      | 企业年末负债总额/年末总资产                 |
| 营运资本   | Operate  | (净利润+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用)/净资产 |
| 现金流    | Cfo      | 经营活动产生的现金流量/净资产                |
| 盈余波动性  | Variance | 分行业分年度计算的分析师盈余预测分离度            |
| 现金替代物  | Sub      | (流动资产合计-流动负债合计-现金及现金等价物)/净资产   |
| 债务期限   | Maturity | 流动负债合计/负债合计                    |
| 股权集中度  | First    | 第一大股东持股数量/企业发行在外总股数            |
| 股权制衡度  | Hhi      | 第二至第十大股东的持股比例之和/第一大股东持股比例      |
| 两权分离度  | Sep      | 控制权比例-所有权比例                    |
| 事务所规模  | Auditor  | 如果四大事务所审计取值 1;否则为 0            |
| 企业产权性质 | State    | 如果企业终极控股股东为国有性质,则取值 1;否则为 0    |
| 行业     | Indus    | 行业变量,属于该行业取值 1,否则 0            |
| 年度     | Year     | 年度变量,属于当年取值 1,否则 0             |

## 四、实证分析

## (一)描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计数据。Cash1 平均值为 0.313,表明企业现金资产占比企业净资产为 31.3%,说明企业持有较高的现金资产,而且最小值为 1.7%,但是最大值为 334.9%,说明各个企业之间现金持有差异巨大,这为本文的研究提供了合理的基础。Edu 平均值为 3.483,处于中等水平,可以看出上市公司高管总体接受教育水平不高。Sex 指标平均值为 0.159,表明上市公司中只有 15.9%的高管为女性,女性高管较少。Age 平均值为 47.53,表明上市公司整体上高管年龄呈现年轻化。最小是 25,而最大值为 73,差异较大。

## (二)多元回归分析

表 3 是本文多元回归结果。先以 Cash1 分别对 Edu、Sex 和 Age 逐一回归,然后再将所有高管背景特征变量同时加入模型中进行回归。第(1)列中,Cash1 和 Edu 之间正相关,且在 1%的水平上显著,

表 2 主要变量描述性统计

| 变量名称     | 平均值   | 中位数   | 最小值     | 最大值   | 标准差   |
|----------|-------|-------|---------|-------|-------|
| Cash1    | 0.313 | 0.191 | 0.017   | 3.349 | 0.400 |
| Edu      | 3.483 | 3.462 | 1       | 5     | 0.559 |
| Sex      | 0.159 | 0.133 | 0       | 1     | 0.147 |
| Age      | 47.53 | 47.50 | 25      | 73    | 4.046 |
| Size     | 21.94 | 21.72 | 19.74   | 26.00 | 1.293 |
| Roa      | 0.051 | 0.046 | -0.141  | 0.201 | 0.050 |
| Mb       | 2.351 | 1.757 | 0.213   | 11.24 | 2.044 |
| Lev      | 0.534 | 0.526 | 0.079 0 | 1.182 | 0.235 |
| Operate  | 0.101 | 0.086 | -0.114  | 0.461 | 0.080 |
| Cfo      | 0.064 | 0.055 | -0.163  | 0.353 | 0.088 |
| Variance | 0.102 | 0.091 | 0.024   | 0.661 | 0.075 |
| Sub      | 0.040 | 0.041 | -0.698  | 0.639 | 0.252 |
| Maturity | 0.829 | 0.898 | 0.256   | 1     | 0.183 |
| First    | 0.367 | 0.352 | 0.093   | 0.754 | 0.151 |
| Hhi      | 2.675 | 0.798 | 1       | 52.69 | 5.341 |
| Sep      | 0.056 | 0     | 0       | 0.295 | 0.080 |
| Auditor  | 0.080 | 0     | 0       | 1     | 0.271 |
| State    | 0.425 | 0     | 0       | 1     | 0.494 |

说明企业高管接受的教育水平越高,企业现金持有量越多,假设 H1 得到验证。第(2)列中,Cash1 和 Sex 之间正相关,且在 5%的水平上显著,说明企业高管中女性占比越多,企业现金持有量越高,假设 H2 得到验证。第(3)列中,Cash1 和 Age 之间负相关,且在

5%的水平上显著,说明企业高管年龄越大,企业现金持有量越少,假设 H3 得到验证。第(4)列是将 Edu、Sex 和 Age 三个变量同时放入模型中进行回归的结果,与前述分别进行回归结论一致,进一步验证了本文的三个假设。

表 3 多元回归结果

| 变量名称     | (1)<br>Cash1            | (2)<br>Cash1            | (3)<br>Cash1            | (4)<br>Cash1            |
|----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Edu      | 0.025 5***<br>(3.15)    |                         |                         | 0.028 0***<br>(3.40)    |
| Sex      |                         | 0.073 4**<br>(2.45)     |                         | 0.081 4***<br>(2.67)    |
| Age      |                         |                         | -0.002 4**<br>(-2.11)   | -0.001 7*<br>(-1.89)    |
| Size     | -0.015 0***<br>(-2.87)  | -0.011 9**<br>(-2.30)   | -0.010 1*<br>(-1.92)    | -0.013 1***<br>(-2.47)  |
| Roa      | -8.986 5***<br>(-44.45) | -8.974 6***<br>(-44.38) | -8.991 9***<br>(-44.41) | -8.996 1***<br>(-44.52) |
| Mb       | -0.980<br>(-0.30)       | 0.278<br>(0.09)         | 0.212<br>(0.07)         | -1.292<br>(-0.40)       |
| Lev      | 0.337 5***<br>(12.61)   | 0.341 1***<br>(12.74)   | 0.335 7***<br>(12.51)   | 0.336 6***<br>(12.56)   |
| Operate  | 7.627 7***<br>(57.80)   | 7.616 2***<br>(57.71)   | 7.622 4***<br>(57.70)   | 7.638 4***<br>(57.91)   |
| Cfo      | -0.315 5***<br>(-5.00)  | -0.319 1***<br>(-5.06)  | -0.311 2***<br>(-4.93)  | -0.317 0***<br>(-5.03)  |
| Variance | 0.302 4***<br>(5.20)    | 0.315 1***<br>(5.42)    | 0.310 8***<br>(5.34)    | 0.301 6***<br>(5.19)    |
| Sub      | 0.460 8***<br>(18.35)   | 0.461 2***<br>(18.36)   | 0.462 0***<br>(18.39)   | 0.462 2***<br>(18.43)   |
| Maturity | 0.232 5***<br>(8.80)    | 0.227 9***<br>(8.64)    | 0.227 6***<br>(8.62)    | 0.233 5***<br>(8.95)    |
| First    | 0.000 7*<br>(1.92)      | 0.000 7*<br>(1.78)      | 0.000 7*<br>(1.84)      | 0.000 8**<br>(8.85)     |
| Hhi      | 0.242 7**<br>(2.27)     | 0.242 1**<br>(2.27)     | 0.247 6**<br>(2.32)     | 0.244 5**<br>(2.29)     |

续表 3

| 变量名称               | (1)<br>Cash1           | (2)<br>Cash1           | (3)<br>Cash1           | (4)<br>Cash1           |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Sep                | -0.001 9***<br>(-3.39) | -0.001 9***<br>(-3.33) | -0.001 9***<br>(-3.35) | -0.001 8***<br>(-3.26) |
| Auditor            | -0.018 9<br>(-0.93)    | -0.018 5<br>(-0.91)    | -0.017 7<br>(-0.87)    | -0.0163<br>(-0.80)     |
| State              | -0.046 8***<br>(-4.60) | -0.038 3***<br>(-3.77) | -0.038 9***<br>(-3.83) | -0.041 5***<br>(-4.02) |
| cons               | 0.076 7<br>(0.49)      | 0.081 4<br>(0.52)      | 0.176<br>(1.11)        | 0.093 8<br>(0.58)      |
| Indus              | Yes                    | Yes                    | Yes                    | Yes                    |
| Year               | Yes                    | Yes                    | Yes                    | Yes                    |
| N                  | 3 735                  | 3 735                  | 3 735                  | 3 735                  |
| Adj_R <sup>2</sup> | 0.562                  | 0.561                  | 0.561                  | 0.562                  |

注:括号里的数值为  $t$  值, \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著(下同)。

### (三) 稳健性检验

#### 1. 内生性检验

企业在其发展过程中,可能根据特定情况选择合适的高管人员,因此高管并非外生变量,从而使得本文的结论有偏。借鉴曾三云等人研究思路<sup>[9]</sup>,采用未来一期的现金持有作为被解释变量,然后重新对高管背景特征变量进行回归,主要结果未变。

#### 2. 替换被解释变量

参照张人骥和刘春江的做法<sup>[20]</sup>,采用企业年末货币资金余额除以净资产度量企业现金持有量(Cash2),检验企业高管的接受教育水平(Edu)、性别(Sex)和年龄(Age)对企业现金持有(Cash2)的影响,其结果与表 4 基本一致。

#### 3. 替换解释变量

对于教育变量,参考 Barker 和 Mueller,采用四类分类方式,本科以下取值为 0,本科取值 1,硕士研究生取值 2,博士研究生取值 4。对于年龄,参考曾三云等的处理方法,采用类别变量替代连续变量,分为五类:30 岁及以下取值 0;30~40(含)之间取值 1;40~50(含)之间取值 2;50~60(含)之间取值 3;大于 60 取值 4。主要回归结果未变。

#### 4. 行业因素对现金持有的影响

参考 Opler 等<sup>[21]</sup>的研究,采用经行业调整的现

金持有作为被解释变量。经行业调整的现金持有等于企业现金持有减去行业现金持有的中位数。重新对本文的三个假设回归,结果依然成立。

### 五、进一步研究

本部分进一步检验高管背景与企业现金持有的关系在不同产权性质企业中是否具有差异性,表 4 是按照产权性质分组的多元回归结果,其中第(1)、(3)、(5)、(7)是国有组。

表 4 结果表明,高管教育水平、性别与企业现金持有的正向关系在国有企业更显著,而高管年龄与企业现金持有的负向关系主要存在于民营企业。就其原因可能在于:首先,国有企业的公司治理以及内部控制问题要比民营企业严重<sup>[22]</sup>。Jian 和 Wong 发现国有上市公司存在严重“掏空”行为以及产权残缺导致的激励不相容形成异常的在职消费,进而使得企业持有过高的现金<sup>[23]</sup>。其次,虽然国有企业 CEO 等高管的考核与企业业绩不够敏感<sup>[24]</sup>,但是他们有政治升迁动机,需要持有较多的现金以应对不确定性。最后,国有企业存在产权残缺,并不是高质量会计信息的真正需求者,即使有需求也可能通过其他私下通道低成本地获取,而无须通过公开财务报告的方式获取,因而对高质量的审计需求动机不足<sup>[25]</sup>,未能形成有效的外部监督机制。因此,概括起来,国有企业的

代理问题可能要比民营企业严重<sup>[26]</sup>，企业高管可能持有更多的现金。

表 4 按产权性质分组检验结果

| 变量名称     | (1)<br>Cash1            | (2)<br>Cash1             | (3)<br>Cash1            | (4)<br>Cash1             | (5)<br>Cash1            | (6)<br>Cash1             | (7)<br>Cash1            | (8)<br>Cash1             |
|----------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Edu      | 0.025 9***<br>(2.90)    | 0.025 2**<br>(2.08)      |                         |                          |                         |                          | 0.029 2***<br>(3.18)    | 0.029 1**<br>(2.36)      |
| Sex      |                         |                          | 0.086 5**<br>(2.48)     | 0.060 1<br>(1.40)        |                         |                          | 0.097 2***<br>(2.78)    | 0.064 8<br>(1.46)        |
| Age      |                         |                          |                         |                          | -0.000 2<br>(-0.19)     | -0.003 0*<br>(-1.80)     | 0.000 7<br>(0.55)       | -0.002 6*<br>(-1.82)     |
| Size     | -0.016 2***<br>(-3.03)  | -0.008 70<br>(-1.02)     | -0.012 5**<br>(-2.35)   | -0.005 70<br>(-0.68)     | -0.013 6**<br>(-2.50)   | -0.003 20<br>(-0.38)     | -0.015 6***<br>(-2.81)  | -0.007 60<br>(-0.89)     |
| Roa      | -5.250 2***<br>(-20.40) | -10.575 3***<br>(-37.55) | -5.216 4***<br>(-20.27) | -10.570 6***<br>(-37.52) | -5.228 3***<br>(-20.21) | -10.585 9***<br>(-37.57) | -5.232 9***<br>(-20.32) | -10.581 8***<br>(-37.59) |
| Mb       | -8.265 1*<br>(-1.96)    | 5.712<br>(1.29)          | -7.231 6*<br>(-1.71)    | 7.080<br>(1.62)          | -7.740 0*<br>(-1.83)    | 7.268 4*<br>(1.67)       | -7.677 0*<br>(-1.82)    | 5.066<br>(1.14)          |
| Lev      | 0.368 2***<br>(12.97)   | 0.299 7***<br>(7.17)     | 0.365 2***<br>(12.86)   | 0.306 3***<br>(7.32)     | 0.365 5***<br>(12.83)   | 0.296 7***<br>(7.08)     | 0.368 5***<br>(12.99)   | 0.297 6***<br>(7.08)     |
| Operate  | 5.163 5***<br>(27.80)   | 8.505 7***<br>(48.95)    | 5.116 0***<br>(27.58)   | 8.506 4***<br>(48.92)    | 5.129 5***<br>(27.46)   | 8.504 1***<br>(48.92)    | 5.146 5***<br>(27.64)   | 8.512 4***<br>(49.01)    |
| Cfo      | -0.167 0**<br>(-2.32)   | -0.334 4***<br>(-3.63)   | -0.156 5**<br>(-2.17)   | -0.342 2***<br>(-3.71)   | -0.158 5**<br>(-2.20)   | -0.331 5***<br>(-3.60)   | -0.166 1**<br>(-2.31)   | -0.335 6***<br>(-3.64)   |
| Variance | 0.205 4***<br>(2.72)    | 0.309 3***<br>(3.93)     | 0.216 1***<br>(2.86)    | 0.321 9***<br>(4.10)     | 0.211 9***<br>(2.80)    | 0.313 7***<br>(3.99)     | 0.208 0***<br>(2.76)    | 0.301 1***<br>(3.83)     |
| Sub      | 0.307 9***<br>(10.67)   | 0.530 4***<br>(14.34)    | 0.315 5***<br>(10.92)   | 0.527 9***<br>(14.27)    | 0.312 7***<br>(10.79)   | 0.528 3***<br>(14.28)    | 0.309 8***<br>(10.71)   | 0.530 4***<br>(14.35)    |
| Maturity | 0.231 7***<br>(8.58)    | 0.254 9***<br>(6.01)     | 0.228 7***<br>(8.46)    | 0.249 0***<br>(5.89)     | 0.230 7***<br>(8.52)    | 0.244 2***<br>(5.77)     | 0.229 4***<br>(8.50)    | 0.255 8***<br>(6.02)     |
| First    | 0.000 600<br>(1.41)     | 0.000 900<br>(1.46)      | 0.000 600<br>(1.29)     | 0.000 800<br>(1.31)      | 0.000 600<br>(1.39)     | 0.000 700<br>(1.27)      | 0.000 600<br>(1.27)     | 0.000 800<br>(1.45)      |
| Hhi      | 0.307 9*<br>(1.84)      | 0.212<br>(1.53)          | 0.267<br>(1.59)         | 0.219<br>(1.59)          | 0.301 3*<br>(1.80)      | 0.218<br>(1.58)          | 0.271<br>(1.62)         | 0.222<br>(1.61)          |
| Sep      | -0.002 6***<br>(-4.10)  | -0.001 10<br>(-1.35)     | -0.002 7***<br>(-4.14)  | -0.001 10<br>(-1.27)     | -0.002 7***<br>(-4.13)  | -0.001 00<br>(-1.24)     | -0.002 6***<br>(-4.10)  | -0.001 00<br>(-1.15)     |
| Auditor  | -0.021 9<br>(-1.16)     | -0.061 4<br>(-1.56)      | -0.022 9<br>(-1.22)     | -0.057 9<br>(-1.47)      | -0.023 4<br>(-1.24)     | -0.052 7<br>(-1.33)      | -0.021 3<br>(-1.13)     | -0.055 3<br>(-1.40)      |

续表 4

| 变量名称               | (1)<br>Cash1    | (2)<br>Cash1      | (3)<br>Cash1    | (4)<br>Cash1      | (5)<br>Cash1    | (6)<br>Cash1         | (7)<br>Cash1      | (8)<br>Cash1        |
|--------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------------|-------------------|---------------------|
| cons               | 0.171<br>(0.85) | -0.128<br>(-0.56) | 0.138<br>(0.68) | -0.111<br>(-0.48) | 0.218<br>(1.07) | -0.003 20<br>(-0.01) | 0.066 8<br>(0.32) | -0.044 8<br>(-0.19) |
| Indus              | Yes             | Yes               | Yes             | Yes               | Yes             | Yes                  | Yes               | Yes                 |
| Year               | Yes             | Yes               | Yes             | Yes               | Yes             | Yes                  | Yes               | Yes                 |
| N                  | 1 515           | 2 220             | 1 515           | 2 220             | 1 515           | 2 220                | 1 515             | 2 220               |
| Adj_R <sup>2</sup> | 0.472           | 0.596             | 0.471           | 0.595             | 0.469           | 0.596                | 0.474             | 0.596               |

## 六、结论

对企业现金持有影响因素研究历来是一个重要话题。已有研究从代理理论、权衡理论以及融资优序理论展开解释,并且这三种观点在实证研究中都得到一定程度的证据支持。不同于这些研究,本文借鉴 Hambrick 和 Mason 的研究结果,从企业高管背景特征角度研究其对企业现金持有是否具有显著影响,并结合企业产权制度进一步考察企业高管背景特征对企业现金持有的影响在国有企业组和民营企业组是否具有差异。

以 2007—2014 年沪深两市 A 股上市公司数据,以企业现金及现金等价物除以企业净资产(总资产减去现金及现金等价物)刻画企业现金持有量,在控制相关影响企业现金持有量因素的基础上,对企业高管教育水平、性别以及年龄分别回归,发现企业高管教育水平、性别和企业现金持有显著正相关,高管年龄和企业现金持有显著负相关;并且高管教育水平、性别和企业现金持有的关系在国有企业更显著,而高管年龄和企业现金持有的关系在民营企业更显著。

## 参考文献:

- [1] 杨兴全,张兆慧.战略差异如何影响公司现金持有[J].贵州财经大学学报,2018(3):45-57.
- [2] 喻彪,王祥兵.内部控制与公司现金持有[J].广西财经学院学报,2015(6):86-93.
- [3] 陆正飞,祝继高,樊铮.银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J].金融研究,2009(8):124-136.
- [4] JENSEN M,MECKLING W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [5] SHLEIFER A,VISHNY R M. A Survey of Corporate Governance[J].The Journal of Finance,1997,52(2):737-783.
- [6] HAMBRICK D C,MASON P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J].Academy of Management Review,1984,9(2):193-206.
- [7] 高良谋.管理学高级教程[M].北京:机械工业出版社,2015:175.
- [8] ORENS R,REHEUL A M. Do CEO Demographics Explain Cash Holdings in SMEs? [J].European Management Journal,2013,31(6):549-563.
- [9] 曾三云,刘文军,龙君.制度环境、CEO 背景特征与现金持有量[J].山西财经大学学报,2015,37(4):62-71.
- [10] 徐经长,王胜海.核心高管特征与公司成长性关系研究:基于中国沪深两市上市公司数据的经验研究[J].经济理论与经济管理,2010(6):58-65.
- [11] TIHANYI L,ELLSTRAND A E,DAILY C M,*et al.* Composition of the Top Management Team and Firm International Diversification[J].Journal of Management,2000,26(6):1157-1177.
- [12] CROSON R,GNEEZY U. Gender Differences in Preferences[J].Journal of Economic Literature,2009,47(2):448-474.
- [13] 祝继高,叶康涛,严冬.女性董事的风险规避与企业投资行为研究:基于金融危机的视角[J].财贸经济,2012(4):50-58.
- [14] 吴德军,黄丹丹.高管特征与公司环境绩效[J].中南财经政法大学学报,201(5):109-114.



- [15] 李志刚,施先旺.战略差异、管理层特征与银行借款契约:基于风险承担的视角[J].中南财经政法大学学报,2016(2):68-77.
- [16] 黄新建,王一惠,赵伟.管理者特征、过度自信与股价崩盘风险:基于上市公司的经验证据[J].会计之友,2015(20):76-82.
- [17] 刘运国,刘雯.我国上市公司的高管任期与 R&D 支出[J].管理世界,2007(1):128-136.
- [18] 何威风,刘启亮.我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J].管理世界,2010(7):144-155.
- [19] 陈德球,李思飞,王丛.政府质量、终极产权与公司现金持有[J].管理世界,2011(11):127-141.
- [20] 张人骥,刘春江.股权结构、股东保护与上市公司现金持有量[J].财贸研究,2005(12):3-9.
- [21] OPLER T,PINKOWITZ L,STULZ R,*et al.*The Determinants and Implications of Cash Holdings[J].Journal of Financial Economics,1999,52(1):3-46.
- [22] 李嘉明,杨帆.对外担保会影响审计费用与审计意见吗? [J].审计与经济研究,2016(1):27-37.
- [23] JIAN M,WONGT J. Propping Through Related Party Transactions[J].Review of Accounting Studies,2010,15(1):70-105.
- [24] 王百强,伍利娜.审计师对采用差异化战略的客户区别对待了吗? [J].审计研究,2017(5):54-61.
- [25] WONG T J. Corporate Governance Research on Listed Firms in China: Institutions, Governance and Accountability[J]. Foundations and Trend in Accounting,2016,9(4): 259-326.
- [26] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.控股股东的性质与公司经营绩效[J].世界经济,2006(10):78-89.

## Background Characteristics, Property Rights and Cash Holdings of Executives

SHEN Weicheng

(Business School, Anhui University of Technology, Ma'anshan Anhui 243032, China)

**Abstract:** Taking the A-share listed companies from 2007 to 2014 as the research object, this paper investigates the influence of the education level, gender and age of executives on the cash holdings of enterprises, and discusses whether there is a difference in the relationship between the two under different property rights backgrounds. The empirical results show that the education level, gender and corporate cash holdings of corporate executives are significantly positively correlated, and the age of executives and corporate cash holdings are significantly negatively correlated. And the relationship between the education level, gender and corporate cash holdings of executives is more significant in state-owned enterprises, while the relationship between executives' age and corporate cash holdings is more significant in private enterprises.

**Keywords:** background characteristics of executives; cash holdings; nature of property right

[责任编辑 王七萍]