

代表性原则偏误与现金持有决策

——基于中国 A 股违规上市公司面板数据的实证研究

马广奇,陈雪蒙

(陕西科技大学 经济与管理学院,陕西 西安 710021)

[摘要]从行为财务学理论视角出发,针对我国上市公司“高持现”现象及其违规行为频发的问题,以 2012—2018 年所有存在违规行为的 A 股上市公司为样本进行实证分析,试图揭示公司管理者“代表性原则偏误”对现金持有决策的影响机理。研究发现:管理者“代表性原则偏误”可以显著提高上市公司下期现金持有水平;管理者“代表性原则偏误”对现金持有水平的促进效应可通过关联方交易的增加来实现;调节机制检验表明,在外部市场环境的作用下,管理者“代表性原则偏误”对现金持有水平促进效应逐渐弱化。

[关键词]行为财务理论;代表性原则偏误;现金持有水平;违规上市公司;货币资金;关联方交易

[中图分类号]F832.48;F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)01-0070-08

一、引言

近年上市公司违规行为多次触及货币资金项目,货币资金作为公司一种很重要的资产,亦成为公司管理层操纵业绩的对象,资产负债表上的货币资金舞弊已然成为除收入、费用之外财务舞弊的第三大类型,占比高达 22.99%,其中主要涉及关联方资金占用,是上市公司最常用的舞弊手法^[1]。此外,我国资本市场不确定性和信息不对称的情况普遍存在,导致上市公司因“高持现”而发生的违规问题时有发生。尽管公司持有高额现金能够在一定程度上缓解环境不确定带来的负面冲击,特别是在金融危机期间,高额现金持有政策使得公司财务具有更高的弹性,能够应对公司未来资金需求^[2],但资本市场情况复杂多变,管理者往往无法准确预测所需的资金量,持有高额现金可能会导致资源浪费,错失投资机会,或者承担过高融资成本,进而引发财务危机。针对此现象,国内外学者结合动机理论、代理理论、静态权衡理论、融资优序理论等从不同角度阐释了上市公司的现金持有行为,但现有理论成果在研究影响现金持有决策的因素时大多忽视了有限理性的作用,以及“高持现”现象对于上市公司违规行为的深层影响。

随着国内外经济环境不断发生变化,基于理性人假设的传统财务学理论不足以支撑对现实生活中大量经济异象的解释,学术界开始转向研究以有限理性为基础的行为财务学理论,其中最具代表性且较为成熟的是代表性原则偏误理论。代表性原则偏误是指如果人们记忆中存在类似事件,产生的心理偏差则会在其做出决策时造成影响,从而忽略事件的真实概率,即人们偏向根据以往的刻板印象来做决断。代表性原则偏误理论认为,受到有限理性影响,在面对不确定事件时,人们往往偏向于选择较为简单的处理方法做出判断,由此产生代表性原则偏误^[3]。一方面,我国公司财务管理长期以来崇尚“现金为王”,现金流在上市公司日常生产经营中占据主导地位,从而形成了由“高持现”刻板印象而导致的代

[收稿日期]2020-02-12

[基金项目]国家社会科学基金(16BYJ180)

[作者简介]马广奇(1964—),男,陕西合阳人,陕西科技大学经济与管理学院院长,教授,博士生导师,博士后,主要研究方向为金融理论与资本市场;陈雪蒙(1995—),女,陕西汉中,陕西科技大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理,邮箱:cxmsust@163.com。

表性原则偏误。另一方面,无法精确控制却又危险系数极高的现金流,对于频繁出现违规现象的上市公司更是“命门”一般的存在。因此,本文拟从行为财务学的代表性原则偏误视角出发对违规上市公司的高额现金持有行为进行系统性研究。

本文的研究贡献主要体现在以下几个方面:从行为财务学视角结合心理学、管理学以及组织行为学理论,学科融合交叉,能够更加清晰且多方面地解释现实中上市公司的现金持有行为,拓宽已有理论关于公司现金持有决策的研究;结合我国上市公司监管力度不断加大这一实际情况,以违规上市公司为研究对象可以拓展现金持有决策的研究范围,确保研究结论更加可靠,为上市公司的行为决策提供心理学的依据,从而更加贴合现实并有助于理解和指导公司财务决策。

二、文献综述

(一) 代表性原则偏误

目前,行为财务学理论体系已初步形成,其通常被理解为心理学与财务学的交叉结合。行为财务学自诞生以来,推翻了传统财务学的有效市场假说、理性经济人假说等基石理论。20世纪80年代以来,大量异常财务现象被学者们运用行为财务学理论加以合理解释,不断与传统财务学进行博弈,进而推动了资本市场和相关财务理论的发展与完善。代表性原则偏误作为行为财务学理论的重要组成部分,最早是由 Kahneman 和 Tversky 提出^[4],它是指人们在对不确定事件进行判断时,偏重于依据最近发生的事件和最新的经验来做出决策,更多依靠个人经验或直觉作出判断,但其结果往往带有较强的主观性,与事实之间会产生较为明显的误差,这种误差被定义为代表性原则偏误或代表性启发法。不同于传统理性经济人,由于种种心理偏差的存在,投资者在决策判断时,并非绝对理性的行为偏差会影响到资本市场的整体运行。目前学术界关于代表性原则偏误的研究成果主要集中于分析代表性原则偏误的来源以及探讨证券投资决策如何受到代表性原则偏误的影响,并以此来对证券市场中存在的各种投资现象进行解释。Harvey 的研究认为,代表性原则偏误是人们作出判断时普遍存在的问题,无论是某领域的专家还是入门者,作出决策时通常会带有个人主观性,导致其决策不是完全理性的产物^[5]。张继勋等通过实证研究的方法对代表性原则偏误在特定专业背景下是否仍然成立进行了分析^[6]。房小兵等通过构建三类非理性行为与三类主要营运资金项目的理论模型,研究了行为财务对企业营运资金管理的影响机理,发现建筑企业在银行占据主导地位的融资模式下由于刻板印象而形成了代表性原则偏误^[7]。

(二) 现金持有

目前关于现金持有的研究,主要围绕持有动机和影响因素(包括公司治理、财务状况、经营状况、宏观经济环境等)进行探讨检验。1936年,Keynes 最早对现金持有动机进行了研究,提出公司持有现金主要是出于交易性动机和预防性动机,以及其持有现金的目的是为了满足日常经营需要、抓住投资机会和缓解资金压力。上市公司持有高额现金的现象从20世纪90年代之后才逐渐被学者们所关注,并成为热门研究话题。Foley 等以美国的跨国公司为对象展开研究发现,其持有高额现金主要是为了降低外国收入的税收成本^[9]。Bates 等认为随着企业经营风险的增加,美国企业的现金持有量也会增加,这主要是出于预防的目的^[10]。Opler 等从公司层面特征角度出发展开对现金持有行为的研究,通过构建现金静态权衡模型,发现企业往往会愿意持有更多的现金的情况主要集中在企业投资机会较高和现金流风险较大时^[11]。此外,Simutin 的研究表明,公司出于对未来投资预期的考虑,会增加现金留存,其超额现金持有行为与未来的股票回报正相关^[12]。中国企业的高储蓄问题已经广泛引起了学术界的关注^[13-14],同时企业持有的现金也是企业储蓄的一种形式,中国企业的高储蓄现象也可以通过对企业持有现金的研究得到更好的理解^[15]。2019年,在国际货币基金组织(IMF)与经济合作与发展组织(OECD)等权威国际组织下调了经济增速预期后,国际经济趋势出现下滑,致使“现金为王”的管理观念在企业财务管理中再次兴起。

综上,尽管关于现金持有行为的研究取得了较多的成果,但很少有研究者从行为财务学角度研究上市公司现金持有行为。为此,本文基于中国上市公司监管现状探究公司管理者代表性原则偏误对现金持有的影响。

三、理论分析与研究假设

现金持有决策作为一项重要的战略性决策,对公司的关键资源配置、合理利用资金都具有重要意义。现金持有量过多极易引发财务危机,进而可能导致上市公司在货币资金项目出现违规行为,这就要求管理者对此作出权衡与取舍,将现金持有水平保持在最佳状态。众所周知,现金资源通常把握在管理层手中,其可能通过持有高额现金来满足自身对现金资产的控制及分配偏好,如用于过度投资或窃取现金,抑或是为了降低经营风险以及保持职位的安全,可能采取高额现金持有政策以平稳经营,这两方面原因共同导致上市公司管理者形成了持有高额现金的刻板印象,这一刻板印象往往存在于公司的整个生命周期。由此可见,在“现金为王”的管理模式下,违规上市公司管理者在内部流动现金管理中形成了高持现的刻板印象,即选择性偏误,那么,现金持有水平与代表性原则偏误之间可能呈现正相关关系。因此,本文提出假设1。

假设1:管理者代表性原则偏误会显著提高违规上市公司下期的现金持有水平。

近年来大股东违规占用资金的“爆雷”事故频发。中国证监会网站近期公布的中国证券监督管理委员会海南监管局行政监管措施决定书显示,海航基础设施投资集团股份有限公司、海航创新股份有限公司以及海南航空控股股份有限公司均存在占用资金或信息披露违规行为,共计87.45亿资金曾被其股东或关联方占用。此外,妙可蓝多2019年发布公告称,公司在自查中发现,公司董事长兼实控人多次占用公司资金向其配偶和女儿所控公司拆借资金,年内占用资金总额达2.40亿元,占公司最近一期经审计净资产的19.66%。种种现象让人对上市公司关联方占用资金的“雷区”心有余悸。我国资本市场普遍存在关联方交易,它是指关联方公司之间发生的资源或义务转移的事项,其与市场化交易类型存在明显差异,是一种独特的关系型交易模式。目前,上市公司管理中大量存在着关联方交易这一关键的经济行为,其已经成为学术界探究公司财务和战略管理的研究热点,研究者主要关注关联方交易的动机、效应及其治理。由于关联方交易的隐蔽性,以“高持现”为特征的违规上市公司与“沾亲带故”的关联方之间的关系不透明性更高,更容易被存在着代表性原则偏误的公司管理者所利用,进而人为地调节公司的现金持有量。因此,本文提出假设2。

假设2:管理者代表性原则偏误对现金持有水平的促进效应可通过关联方交易金额的增加来实现。

市场的成熟和完善与否,直接影响到投资环境的优劣和区域发展的快慢。市场化程度是指市场在资源配置中所起作用的程度。通常情况下,较高的市场化程度能够有效降低风险,形成良好的市场体系,产生正确的市场信号引导投资,引导上市公司管理经营活动,降低交易成本,提高投资效益,实现资源的优化配置。地区市场化程度是反映一个地区市场化进程的重要指标,地区市场化的发展水平会给地区市场环境带来诸多变化,从而对公司经营绩效产生较大影响。樊纲等发布的《中国市场化指数》指出,全国大部分地区的市场化发展水平相对稳定,但我国市场化程度存在着显著的地区差异^[16]。我国上市公司异质性的环境特征主要是由上市公司所处各区域发展的非平衡性构成的。虽然金融资源具有较强的流动性,但金融要素因不同区域的金融组织形态、融资意识、政府支持力度等因素的差异而不同,从而导致区域性金融发展不平衡。例如,我国东部地区市场化进程较快,金融发展程度较高,公司现金管理方式呈现多元化趋势,相反,我国中西部地区市场化进程较慢,金融发展程度较低,高持现的刻板印象影响比较深远。因此,本文提出假设3。

假设3:市场化程度越高,管理者代表性原则偏误对现金持有水平的促进效应越不显著。

四、研究设计

(一) 样本来源

本文采用2012—2018年所有存在违规现象的A股上市公司年报数据,主要来自于国泰安数据库,并进行以下处理:(1)剔除金融类上市公司,金融类公司的业务较为独特,普遍持有高额现金;(2)剔除数据缺失的公司年度样本;(3)对所有连续变量在上下1%分位上进行Winsorize缩尾处理,以避免异常值对分析结果的影响。经过处理,最终得到包含595家存在违规现象的上市公司共4165个有效观测值的平衡面板数据。

(二) 变量选择

1. 现金持有水平

货币资金是上市公司在生产经营过程中以货币形态存在的资金,它包括库存现金、银行存款以及其他货币资金。在借鉴前人研究处理方法的基础上^[11,17-20],本文采用货币资金占非货币资金总资产的比重来衡量上市公司的现金持有水平(*CASH*)。

2. 代表性原则偏误

代表性原则偏误是本文的主要解释变量,采用上市公司本期现金持有量使用效益的累积效应作为代表性原则偏误的替代变量。由于公司管理者现金持有管理决策主要受到持有现金使用效益的影响,因此可将现金持有管理和代表性原则偏误建立相对应的函数关系。公司管理者在日常经营中会在资金调配方面受益或受损,也就是持有现金的使用效益为正或为负,这会在公司管理者心中留下关于资金使用效益方面的刻板印象,往往会直接影响公司管理者下期的现金管理决策,据此本文采用上市公司现金使用效益来衡量公司管理者的代表性原则偏误(*RH*)。借鉴Barberis建立的数学模型^[21],本文采用如下具体计算方法:首先计算上市公司当期持有现金的资金使用效益(*FE*),进而得出与上一期上市公司持有现金的资金使用效益差值(ΔFE),根据此差值正负进行赋值(即 $\Delta FE \geq 0$,则 $RH = 1$,反之 $\Delta FE < 0$,则 $RH = -1$),若上市公司连续两年及以上出现差值为正(或为负)的情况,则以资金使用的累积效用来进行叠加赋值(*RH*),赋值绝对值大小可表明上市公司本期的现金持有决策受到上期上市公司持有现金的资金使用效益的影响程度,即*RH*绝对值越大,公司管理者代表性原则偏误越严重。

3. 其他变量

市场化程度的数据来自于樊纲、王小鲁编制的《中国市场化指数(2018)》^[16],相关数据截至2016年。关联方交易本文采用上市公司年度关联方交易金额占非货币资金资产的比重作为衡量指标。借鉴相关研究^[18,20],本文引入成长能力(*GRO*)、资本结构(*LEV*)、股权结构(*M2B*)、偿债能力(*NETWC*)、现金流量(*OPCF*)、托宾*Q*值(*QA*)、融资约束(*SA*)、公司规模(*SIZE*)等控制变量,此外,为了避免行业和年度效应的影响,设置了年度(*YEAR*)和行业(*IND*)哑变量。具体变量定义如表1所示。

由于公司管理者本期的代表性原则偏误、资本支出、现金股利、资本结构、股

表1 变量定义表

变量类别	变量名称	变量标识	变量说明
被解释变量	现金持有量	<i>CASH</i>	见上文
解释变量	代表性原则偏误	<i>RH</i>	见上文
中介变量	关联方交易	<i>RPT</i>	关联方交易金额/非货币资金资产
调节变量	市场化程度	<i>MK</i>	中国市场化指数
	成长能力	<i>GRO</i>	营业总收入对数值
	资本结构	<i>LEV</i>	总负债/(总资产-货币资金)
	股权结构	<i>M2B</i>	年个股流通市值/所有者权益
控制变量	现金流量	<i>OPCF</i>	经营活动产生的现金流量净额/(总资产-货币资金)
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>QA</i>	市值 <i>A</i> /资产总计
	公司规模	<i>SIZE</i>	资产规模对数值
	融资约束	<i>SA</i>	$-0.707 \times \text{资产规模} + 0.043 \times \text{资产规模}^2 - 0.04 \times \text{年龄}$
	年度虚拟变量	<i>YEAR</i>	哑变量
	行业虚拟变量	<i>IND</i>	哑变量

权结构、偿债能力、现金流量、托宾 Q 值、公司规模等因素可能会影响到的是上市公司下期的现金持有水平,为了避免产生内生性问题,本文将上述 9 个解释变量采用滞后 1 期,参考 Opler 等的经典模型^[11]构建了如下多元线性回归模型进行具体分析:

$$Cash_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RH_{i,t-1} + \alpha_2 GRO_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 M2B_{i,t-1} + \alpha_5 OPCF_{i,t-1} + \alpha_6 QA_{i,t-1} + \alpha_7 SIZE_{i,t-1} + \alpha_8 SA_{i,t-1} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Cash_{i,t}$ 表示上市公司 i 第 t 年的现金持有水平, $RH_{i,t}$ 表示 i 公司管理者第 t 年的代表性原则偏误,其余变量为对应假设 1 的控制变量,若系数 α_1 显著为正,则假设 1 成立。

$$RPT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RH_{i,t-1} + \beta_2 GRO_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 M2B_{i,t-1} + \beta_5 OPCF_{i,t-1} + \beta_6 QA_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 SA_{i,t-1} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \delta_{i,t} \quad (2-1)$$

$$Cash_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 RH_{i,t-1} + \gamma_2 RPT_{i,t} + \gamma_3 GRO_{i,t-1} + \gamma_4 LEV_{i,t-1} + \gamma_5 M2B_{i,t-1} + \gamma_6 OPCF_{i,t-1} + \gamma_7 QA_{i,t-1} + \gamma_8 SIZE_{i,t-1} + \gamma_9 SA_{i,t-1} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2-2)$$

其中, $RPT_{i,t}$ 表示上市公司 i 第 t 年的关联方交易金额,在假设 1 成立的前提下,若系数 β_1 和 γ_2 显著为正,则假设 2 成立。

$$Cash_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 RH_{i,t-1} + \rho_2 MK_{i,t} + \rho_3 RH_{i,t-1} \times MK_{i,t} + \rho_4 GRO_{i,t-1} + \rho_5 LEV_{i,t-1} + \rho_6 M2B_{i,t-1} + \rho_7 OPCF_{i,t-1} + \rho_8 QA_{i,t-1} + \rho_9 SIZE_{i,t-1} + \rho_{10} SA_{i,t-1} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \theta_{i,t} \quad (3)$$

其中, $MK_{i,t}$ 表示上市公司 i 第 t 年的市场化程度,若系数 ρ_1 显著为正且 ρ_3 显著为负,则假设 3 成立。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了本文全样本变量的描述性统计。可以看出,上市公司现金持有水平的均值为 23%,标准差为 81%,最小值与最大值分别为 0.1% 与 4996.9%,说明违规上市公司的现金持有水平普遍较高,且在较大区间内变动,这符合本文研究预期,从而有利于进一步的实证分析。其余各个变量之间的差异性较显著,符合研究要求。

(二) 回归结果分析

表 3 为主要变量的回归结果。从表 3 的第①列可知, RH 的系数为 0.008,在 1% 的水平上显著,控制变量的系数特征也均有显著的相关效应。这意味着对于违规上市公司来说,管理者代表性原则偏误越严重,则下期现金持有水平越高,假设 1 通过检验。在效应模型中经过长期的积累公司管理者形成了现金持有水平的代表性原则偏误,这会直接影响管理者的现金持有决策,“高持现”的刻板印象使得违规上市公司现金持有水平增加,这极易引发上市公司的财务危机和金融风险。

在表 3 第②列和第③列中, RH 的系数分别为 0.006 和 0.008,分别在 1% 和 10% 的水平上显著,故此结果可证明关联方交易在代表性原则偏误对上市公司现金持有水平的正相关关系中起到了显著的中介效应,此外在模型(2-2)中将 RPT 作为控制变量加入时, RH 的系数存在显著相关性,则进一步表明关联方交易在其中发挥部分中介效应,假设 2 通过检验。由此可见,关联方交易存在着明显的中介效应,这样会导致有限理性的管理者通过看似合理的手段进行公司现金持有量的控制调节,但是由于关联方交易的隐蔽性极易引发因管理者个人偏好导致的上市公司现金流风险,因此需重点关注。

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CASH	0.230	0.818	0.001	49.969
RH	0.037	1.822	-7.000	7.000
GRO	11.807	6.276	0	27.072
LEV	0.601	0.291	0.009	6.828
M2B	0.004	0.012	-0.343	0.272
OPCF	-0.694	0.637	-2.937	26.231
QA	2.301	2.947	0.153	69.876
SA	-3.517	0.300	-4.400	-1.974
SIZE	6.878	1.489	2.101	13.387

表3第④列和第⑤列给出了对假设3的检验结果, *RH* 的系数都为 0.009, 交叉项 *RH* × *MK* 的系数为 -0.003, 分别在 1% 和 5% 的水平上显著, 这表明代表性原则偏误对现金持有水平的正向影响受到了市场化程度负向调节作用, 即, 相较于市场化程度较低地区的上市公司, 处于市场化程度较高地区的上市公司其代表性原则偏误对现金持有水平的影响明显减弱。将第⑤列与第①列进行比较可以发现, 在市场化程度不进入模型时代表性原则偏误的系数为 0.008, 但是当市场化程度进入模型并激发调节机制后, 代表性原则偏误系数降低到 0.006 (即 0.009 - 0.003), 假设 3 通过检验。这一结果表明市场化程度的反向积极调节作用。值得注意的是, 在市场化程度较低的地区, 上市公司现金持有的财务风险和金融风险会被进一步放大, 加速市场化进程对规避风险尤为重要。

(三) 稳健性检验

1. 改变度量方式。本文改变现金持有水平的测度方法, 使用货币资金占总资产的比重作为被解释变量, 得到的实证结果如表 4 所示, 与前文假设回归结果基本一致。

2. 增加分类变量。在影响上市公司现金持有水平的诸多因素中, 结合我国特殊的制度环境, 企业的产权性质通常被考虑在内。国有企业与银行的关系更为紧密, 这种天然联系使得国有企业面临着更宽松的外部融资约束条件, 这对于相应的公司现金持有水平将产生较大的影响。为了检验前文结果的稳健型, 本文利用上市公司产权性质的差异作为控制变量加入模型, 将 2013—2018 年的 3750 个年度观测样本重新进行检验。结果如表 4 所示, 前文的三个假设依然成立。

3. PSM 倾向得分匹配检验。为了进一步确保本文结论可靠性, 本文再次对样本进行了 PSM 倾向得分匹配检验, 将样本分为存在违规行为的上市公司组 (实验组) 与不存在违规行为上市公司组 (对照组), 并对两组的变量差异性进行检验, 结果表明, 匹配以后的两组在控制变量上不存在显著差异, 证明匹配结果较好的平衡了样本数据。PSM 检验结果如表 5 所示, 按照最近邻匹配、半径匹配、核匹配和局部线性回归进行匹配后, *ATT* 均显著为正, 表明代表性原则偏误对公司现金持有水平的影响在存在违规行为的上市公司中更加显著。

表 3 回归结果

变量	现金持有水平 (CASH)		关联方交易 (RPT)		现金持有水平 (CASH)	
	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	①	②	③	④	⑤	
<i>CONS</i>	0.321*** (4.70)	-0.710*** (-3.76)	0.347*** (6.12)	0.273*** (2.93)	0.281*** (3.01)	
<i>RH</i>	0.008*** (5.92)	0.006* (1.68)	0.008*** (6.58)	0.009*** (4.12)	0.009*** (4.32)	
<i>RPT</i>			0.037*** (-3.30)			
<i>MK</i>				-0.002 (-0.49)	-0.002 (-0.48)	
<i>RH</i> × <i>MK</i>					-0.003** (-2.58)	
<i>GRO</i>	-0.008*** (-2.84)	0.036*** (4.53)	-0.009*** (3.47)	-0.014*** (-4.17)	-0.014*** (-4.15)	
<i>LEV</i>	0.078*** (4.79)	0.568*** (12.65)	0.057*** (2.22)	0.060*** (3.15)	0.060*** (3.12)	
<i>M2B</i>	3.296*** (2.73)	17.399*** (5.21)	2.676** (5.32)	3.558*** (7.37)	3.527*** (7.31)	
<i>OPCF</i>	0.152*** (4.79)	-0.444*** (-5.06)	0.168*** (3.69)	0.210*** (5.91)	0.211*** (5.96)	
<i>QA</i>	0.011*** (3.50)	-0.018** (-2.07)	0.012 (-1.62)	0.001 (0.51)	0.001 (0.50)	
<i>SA</i>	-0.035** (-2.00)	-0.192*** (-3.98)	-0.028*** (-2.34)	-0.019 (-0.76)	-0.019 (-0.74)	
<i>SIZE</i>	-0.016*** (-2.87)	-0.087*** (-5.53)	-0.013** (5.09)	-0.014* (-1.69)	-0.015* (-1.79)	
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	
样本数	4165	4165	4165	2975	2975	
调整后 R ²	0.053	0.072	0.065	0.054	0.057	

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。括号内为 t 值。下同。

六、结论性评述

本文基于 2012—2018 年中国 A 股存在违规现象的上市公司平衡面板数据, 从行为财务学的角度, 研究了上市公司现金持有行为的影响因素。研究表明, 管理者存在的代表性原则偏误越大, 上市公

司下期现金持有水平越会显著提高。我国上市公司的“高持现”现象长期存在,在交易型动机、预防性动机、融资约束动机、税收动机以及多元化经营动机等多种动机的交叉作用下,资金使用效益积累形成的代表性原则偏误成为违规上市公司现金持有水平增加的主要原因之一。在此基础上进一步从公司内部治理和外部环境的视角考察代表性原则偏误对上市公司现金持有水平的深层影响因素。研究发现:在上市公司内部治理方面,存在代表性原则偏误的管理者可以通过控制上市公司的关联方交易金额进而控制上市公司的现金持有水平。这是由于在众多舞弊手段中,关联方交易具有一定的隐蔽性,近年来被许多上市公司利用来进行一些违法交易,从中攫取利益。在外部环境方面,市场化程度对于如何降低非理性行为对现金持有决策的负面影响程度起到了积极调节作用。针对我国国情发展及资本市场的特点,不同市场化程度下的上市公司其管理者代表性原则偏误对现金持有

决策也有着不同程度的影响。在市场化程度较低的地区,管理者代表性原则偏误对现金持有决策的不良影响会扩大,上市公司的财务风险和金融风险会被进一步放大。

本文结论为我国上市公司特别是出现违规行为的上市公司的实际现金管理提供了决策参考依据。对于上市公司管理者存在的代表性原则偏误,可通过开展系统性的职业化培训项目来使管理者掌握科学的决策方法;同时为了避免因关联方交易及其他因素导致的上市公司违规行为,应不断完善上市公司信息披露制度以及加大监管力度;此外也应充分发挥市场化程度的积极调节效应。上市公司不但要积极配合和响应国家在市场化方面指定的积极政策,更要有效利用市场工具,纠正管理者代表性原则偏误对现金持有决策带来的不良影响。后续研究可对代表性原则偏误的影响机理及路径研究进行丰富及补充,此外计量分析中出现的内生性问题,可能存在更好的解决方案,这也有待探究。

参考文献:

[1]黄世忠,叶钦华,徐珊.上市公司财务舞弊特征分析——基于2007年至2018年6月期间的财务舞弊样本[J].财务与会计,2019(10):24-28.
 [2]万良勇,饶静.不确定性、金融危机冲击与现金持有价值——基于中国上市公司的实证研究[J].经济与管理研究,2013(5):

表4 稳健性检验(1)

检验方法	变量	现金持有水平 (CASH)		关联方交易 (RPT)	现金持有水平 (CASH)	
		模型(1)	模型(2)	模型(2)	模型(3)	模型(3)
		①	②	③	④	⑤
改变度量方式	CONS	0.435*** (6.98)	-0.710*** (-3.76)	0.347*** (6.12)	0.435*** (6.97)	0.440*** (7.05)
	RH	0.006*** (4.29)	0.006* (1.68)	0.008*** (6.58)	0.006*** (4.27)	0.006*** (4.47)
	RPT			0.037*** (-3.30)		
	MK				0.000 (0.04)	0.000 (0.05)
	RH × MK					-0.002** (-2.45)
	CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制
	YEAR	控制	控制	控制	控制	控制
	IND	控制	控制	控制	控制	控制
	样本数	4165	4165	4165	2975	2975
	调整后 R ²	0.047	0.072	0.070	0.047	0.050
增加分类变量	CONS	-0.432*** (-5.72)	-1.023*** (-4.75)	-0.397 (-5.35)	-2.788*** (-86.30)	-2.784*** (-86.07)
	RH	0.004*** (3.22)	0.008** (1.99)	0.006 (4.06)	0.001** (2.43)	0.001** (2.57)
	RPT			0.031 (5.31)		
	MK				0.316*** (10.62)	0.316*** (10.41)
	RH × MK					-0.001* (-1.83)
	NSOE	0.437*** (31.16)	0.133*** (3.38)	0.433 (30.86)	1.549*** (15.44)	1.548*** (15.11)
	CONTROLS	控制	控制	控制	控制	控制
	YEAR	控制	控制	控制	控制	控制
	IND	控制	控制	控制	控制	控制
	样本数	3750	3750	3750	2380	2380
调整后 R ²	0.094	0.087	0.070	0.047	0.050	

表5 稳健性检验(2)

匹配方法	CASH	
	ATT	T值
最近邻匹配(1:4)	0.2458	3.34***
半径匹配(0.001)	0.2164	3.17***
核匹配	0.2263	3.52***
局部线性回归	0.2156	2.29**

63-71.

- [3]房小兵,胡思玥.行为财务与建筑企业营运资金管理:影响机理分析[J].会计研究,2016(3):50-55.
- [4]Tversky A, Kahneman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases[J]. Science, 1974,185(4157):1124-1131.
- [5]Harvey JT. Heuristic judgment theory[J]. Journal of Economic Issues, 1998,32(1):47-64.
- [6]张继勋,杨明增.审计判断中代表性启发法下的偏误研究——来自中国的实验证据[J].会计研究,2008(1):71-78.
- [7]房小兵.基于行为财务学理论的建筑企业营运资金管理研究[D].北京:北京交通大学,2016.
- [8]Keynes J M. The general theory of employment, interest and money[M]. London: Macmillan, 1936.
- [9]Foley C F, Hartzell J C, Titman S, et al. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(3): 579-607.
- [10]Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? [J]. The Journal of Finance, 2009, 64(5):1985-2021.
- [11]Opler T, Pinkowita L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1):3-46.
- [12]Simutin M. Excess cash and stock returns[J]. Financial Management, 2010, 39(3): 1197-1222.
- [13]李扬,殷剑峰.中国高储蓄率问题探究——1992—2003年中国资金流量表的分析[J].经济研究,2007(6):14-26.
- [14]Bayoumi T, TongH, Wei S J. The Chinese corporate savings puzzle: A firm-level cross-country perspective[R]. NBER Working Paper, 2010.
- [15]Huang Y. Can the precautionary motive explain the chinese corporate savings puzzle? Evidence from the liquid assets perspective [R]. NBER Working Paper, 2011.
- [16]王小鲁,樊纲,胡李鹏.中国分省份市场化指数报告[M].北京:社会科学文献出版社,2018:3-6.
- [17]辛宇,徐莉萍.公司治理机制与超额现金持有水平[J].管理世界,2006(5):136-141.
- [18]连玉君,彭方平,苏治.融资约束与流动性管理行为[J].金融研究,2010(10):158-171.
- [19]Chen Q, Chen X, Schipper K, et al. The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance[J]. Review of Financial Studies, 2012,25(12): 3610-3644.
- [20]钱雪松,代禹斌,陈琳琳,等.担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国《物权法》自然实验的经验证据[J].会计研究,2019(1):72-78.
- [21]Barberis N, Huang M, Santos T. Prospect theory and asset prices[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(1): 1-53.

[责任编辑:黄燕]

Representativeness Heuristic and Cash Holding Decisions: An Empirical Study Based on the Panel Data of China's A-share Rule-breaking Listed Companies

MA Guangqi, CHEN Xuemeng

(School of Economics and Management, Shaanxi University of Science and Technology, Xi'an 710021, China)

Abstract: From the perspective of behavioral finance theory, aiming at the phenomenon of “high cash holdings” and the frequent occurrence of illegal behaviors of listed companies in China, this paper makes an empirical analysis on all A-share listed companies with illegal behaviors from 2012 to 2018, trying to reveal the influence mechanism of “representativeness heuristic” of company managers on cash holding decisions. The results show that the manager’s “representative heuristic” can significantly increase the level of cash holdings of listed companies in the next period. The promotion effect of the manager’s “representativeness heuristic” on the level of cash holdings can be realized through the increase of related party transactions. The adjustment mechanism test shows that under the influence of the external market environment, the manager’s “representativeness heuristic” has gradually weakened the promotion effect of the level of cash holdings.

Key Words: behavioral finance theory; representativeness heuristics; level of cash holding; rule-breaking listed companies; monetary fund; transactions between related parties