

治理环境、控制权与现金流权分离及现金持有量

——我国民营上市公司的实证研究

杨兴全¹,张照南²

(1. 石河子大学 经济贸易学院,新疆 石河子 832003; 2. 中国证监会 新疆监管局,新疆 乌鲁木齐 830001)

[摘要]利用我国民营上市公司披露的2003年—2006年的终极控股股东数据和樊纲、王小鲁(2007年)编制的中国各地区市场化进程数据及其子数据构建各地区公司治理环境指数,检验治理环境、控制权与现金流权分离及现金持有量的关系。研究发现,治理环境与现金持有量正相关;终极股东控制权与现金流权偏离度与现金持有量显著负相关,治理环境的改善有助于减轻这种负向影响。

[关键词]治理环境;控制权与现金流权分离;现金持有量;民营上市公司

[中图分类号]F275.2 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)01-0066-07

一、引言

如何决定公司的现金持有量是财务学界研究的一个重要课题。近年来,随着从现金持有的权衡理论拓展到代理理论,国外学者开始从公司内部治理结构和外部治理环境的视角研究公司的现金持有行为,并已取得一定的研究成果。Dittmarl 以及 Kalcheva 和 Lins 等从投资者保护角度进行的研究表明,不同的国家其法律制度安排对投资者保护水平不同,法律制度等治理环境方面的差异对企业的现金持有决策有着非常显著的影响^[1-2]。我国学者在梳理国外文献的基础上,也对我国上市公司现金持有量的影响因素进行了研究。张人骥和刘春江研究了股东保护与现金持有量之间的关系^[3],辛宇和徐莉萍研究了公司治理机制对上市公司超额现金持有水平的影响问题^[4],杨兴全和孙杰研究了公司的特质性因素与公司治理因素对现金持有量的影响^[5]。上

述文献的研究结果为我们理解公司治理与现金持有量的关系提供了很好的参考,然而,现有文献都没有考察公司所处的治理环境对上市公司现金持有量的影响,而公司所处的治理环境是相对公司的控制权安排、董事会独立性、接管和并购市场等治理机制更为基础性的层面^[6],也没有实证检验公司所处治理环境对终极控股股东对现金持有行为的影响。

我们以樊纲、王小鲁中国各地区市场化进程相对指数作为本文治理环境的变量^[7],分析这种公司治理的外部制度因素对公司现金持有决策的影响,同时也尝试性地探讨控制权与现金流权分离和公司现金持有量关系,以及这种关系是否会受到公司治理环境改善的影响?本文以2003年—2006年我国民营上市公司为样本对治理环境、控制权与现金流权分离及现金持有量之间的关系进行实证研究表明,治理环境的改进与现金持有量显著正相关;终极股东控制权与现金流权偏离度及现金持有量显著负

[收稿日期]2009-10-10

[基金项目]国家自然科学基金项目(70962005),教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-08-0919),石河子大学自然科学与技术创新项目(ZRKK2008018)

[作者简介]杨兴全(1969—),男,甘肃古浪人,石河子大学经济贸易学院教授,博士,博士生导师,从事公司财务与公司治理研究;张照南(1980—),男,湖南南县人,中国证监会新疆监管局职员,从事公司财务研究。

相关,治理环境的改善有助于减轻这种负向影响。

本文以民营上市公司为研究对象基于以下两点考虑,其一,现有研究表明终极股东与其他股东的利益分歧是我国公司治理的主要矛盾,而且在民营或家族上市公司中终极股东与其他股东的利益分歧更为严重^[8];其二,在转轨经济中政府作为公有资本所有者机构和社会行政管理机构的双重角色导致政企不分,使其控制下的企业面临的竞争环境乃至受到的约束与非政府控制的企业都存在较大差异。在公司治理环境较好的地区,公司治理环境虽能发挥较好的治理效应,但政府对国有控制股上市公司的干预与预算软约束依然存在,从而会削弱公司治理环境的治理效应。而非政府控制的民营公司较少承担社会功能和政策性负担,企业行为更多地遵循市场竞争原则而受政府干预较弱,公司治理环境能够发挥较好的治理效应。

二、文献回顾与研究假设

(一) 治理环境与现金持有量

自Porta提出不同国家的上市公司所处的治理环境,包括对中小投资者保护的立法以及法律的实施情况,是该国的公司财务和公司治理演变的基本要素后,治理环境对现金持有决策行为的影响日益受到人们的关注^[9]。Dittmar、Pinkowitz、Ferreira和Vilela、Guney等的实证研究发现,投资者保护程度强的国家的上市公司持有较少的现金^[1,10,11,12]。Harford的最新研究则对上述观点提出了相反的看法,认为在对经理人的约束和监督不够有效时,具有自利动机的经理人会选择当期消费掉现金,而在公司治理和股东权利保护较好的情况下,股东力量较强,代理问题相对较轻,股东会允许经理人持有比较多的现金,现金持有水平会较高^[13]。

我国证券市场是一个处于发展转型时期的新兴市场,投资者法律保护水平低下。Porta研究了一个国家的法律来源与投资者保护之间的关系^[9],这一文献的主要结论是:英美法系的国家具有更好的制度环境,诸如较低政府腐败^[14]、更有效的司法体系^[15],以及更有效的会计准则^[9],与那些源自大陆法系国家,特别是法国大陆法系国家相比,那些法律规范源自英美法系的国家对股东与债权人的法律保护最强。从事实上看,虽然我国对中小投资者的法律保护经历了一个由弱到强,逐步健全的历史实践过程^[16],但是长期以来,由于缺乏严格执行的司法体系,特别是证券民事赔偿制度,中小投资者的权益依然无法通过国家层面

上的治理机制得到切实有效的保护^[17]。Allen研究发现,我国的法律制度,包括投资者保护制度、公司治理机制、会计准则,以及政府的质量等,明显落后于Porta研究样本的大多数国家,Porta研究样本的绝大多数国家对股东和债权人的保护优于我国^[18]。因此,在我国投资者法律保护程度与公司治理总体水平偏低的制度背景下,我国上市公司中就会存在大股东侵占中小股东、管理层损害投资者利益的双重代理问题。在司法体系不尽完善的国家,能够控制公司的大股东不仅可以通过向公司委派管理人员的方式,还可以采用资金占用^[19]、关联交易的方式掏空公司^[20],Myers和Rajan指出,与其他资产相比,现金能被以更低的成本转换为私人收益^[21],因此,我国上市公司持有现金就为控股大股东与管理层的利益转移行为提供了机会,现金作为流动性最强的资产,更容易异化成大股东“资源转移”的对象。

然而,对不同地区的上市公司来说,虽然所处的国家大环境是一样的,但其所处地区的市场化程度、法制水平却相差很大,很不平衡^[7]。所在地区市场化进程与法治水平越低,公司的治理环境越差,公司管理者进行扩张的过度投资与大股东侵蚀中小股东利益的行为也就更严重,现金因而更容易被转移而使公司持有现金的余额较低。基于以上分析,我们提出研究假设1:

假设1:公司治理环境的改善与上市公司现金持有量成正相关关系。

(二) 治理环境、控制权与现金流权分离及现金持有量

Shleifer和Vishny、Porta等的研究发现,在大多数国家存在着终极控制人通过金字塔持股或交叉持股方式进行控制^[22,9]。即使他们通过关联交易、转移利润、转移公司投资机会、支付高额报酬等方式侵占小股东利益,其他股东也难以制止和监督,这就造成了大股东的代理成本问题。Claessens认为,终极控制权的特征就在于终极控制人的现金流量权与控制权之间存在着偏离,偏离程度越大说明其为了获取控制私利所付出的成本越小,其侵占上市公司利益的动机就越强烈^[23]。Wolfenzen研究发现,控股股东可以利用很少的资源获取公司的控制权,从而降低了侵占小股东利益可能带来的对控制权共享收益的抵消作用^[24]。因此,一旦控股股东以较少的资源掌握了公司的控制权,这将激励控股股东通过资产出售、转移定价、资金占用等“隧道行为”获得私人收益,损害上市公司的价值,对于其他小股东和债权人而言则增加了代理成本。因此,终极股东控制权与现金流量权的分离程度是表征其侵占程度的重要变

量,而且,随着该两权的分离,大股东有着更为强烈的侵占动机,导致更为严重的代理冲突与更高的代理成本。这种分离使终极股东可能有动机而且有能力去增加他们控制的资金总量,并以少数股东的利益为代价消耗公司的财富,其主要表现之一就是占用或转移上市公司的现金。现有文献发现,我国家族控制公司比政府控制公司具有更高的分离系数和更复杂的金字塔结构^[25],由于控制权与现金流权的分离造成控制性家族与外部中小股东在所有权层面上的代理冲突^[26],这种代理冲突源于控制性家族对少数股东的剥削,而这种剥削导致家族类上市公司价值的降低^[27]。因此,我们提出研究假设 2:

假设 2:控制权与现金流权偏离度和公司现金持有量负相关。

Dyck 和 Zingales 研究发现投资者保护程度与控制权的私有利益负相关^[28]。王俊秋和张奇峰也发现我国民营上市公司的终极股东“掏空”上市公司的概率与现金流权和控制权的分离程度正相关,同时较高的法治水平能够有效地遏制终极股东的“掏空”行为^[19]。这说明利益侵占也是有成本的,如果治理环境对投资者保护增强,侵占成本上升,则会部分遏制控制权和现金流权分离所引起的终极控股股东的侵占行为。从治理环境的分析框架出发,我们认为:在所处地区治理环境差的上市公司中,终极股东控制权与现金流权偏离度和现金持有量的负面关系会更加显著,而在所处地区治理环境好的上市公司中,由于对中小投资者利益的保护程度更高,在一定程度上可以削弱终极股东的利益侵占效应,进而减轻这种负面影响。由此,我们提出研究假设 3:

假设 3:治理环境的改善能够缓解终极股东控制权与现金流权偏离度对现金持有量的负面影响。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文根据 CCER 民营上市公司数据库提供的统计资料,以 2003 年—2006 年所有民营上市公司为初选样本,并依据以下原则进行了筛选:(1)不考虑金融类上市公司,这是鉴于金融类公司的自身特性而一般将之剔除样本外;(2)剔除 ST、PT 公司;(3)剔除所需数据缺失的公司,最后得到 1250 个观测值。最后,对于本文所使用到的主要连续变量,为了消除极端值的影响,我们对处于 0—1% 和 99%—100% 之间的极端值样本进行了 winsorize 处理。本文研究采用的终极股东控制权和现金流权等数据来自

CCER 民营上市公司数据库,治理环境数据根据樊纲和王小鲁编制的各地区市场化进程数据及其子数据构建而成^[7],其他数据主要来自 CSMAR 数据库。

(二) 模型设计及变量定义

本文借鉴 Opler 的做法构建的现金持有量影响因素模型如下^[29]:

$$\text{Cash} = a_0 + a_1 \text{Index} + a_2 \text{V/C} + a_3 \text{Size} + a_4 \text{Cflow} + a_5 \text{Leverage} + a_6 \text{Nwc} + a_7 \text{Capex} + a_8 \text{M/B} + a_9 \text{Dividend} + \text{YearDummies} + \varepsilon_{i,t}$$

1. 被解释变量:现金持有量水平

按照国内外相关研究文献,我们把货币资金和短期投资定义为现金持有量水平,用非现金资产(以总资产减去现金持有水平表示)标准化,同时在回归分析时,进行对数化处理。另外,为了消除行业因素的影响,我们按照中国证监会行业分类标准对现金持有量水平进行调整。具体调整方法为:行业调整的现金持有量水平 = 公司现金持有量水平 - 公司所在行业现金持有量水平的均值。

2. 解释变量:治理环境指数(Index)和控制权与现金流权偏离度(V/C)

Index 是公司治理环境指数的统称。我们将樊纲和王小鲁^[7]提供的各地区 2001 年—2005 年市场化相对进程以及市场中介发育和法律制度环境平均得分,分别作为本文中各地区的市场化指数(Index-Mar)和法治水平指数(IndexLaw),从而获得各地区治理环境数据,我们在实际检验中分别纳入 Index-Mar 和 IndexLaw 这两个变量来代替 Index 变量。

V/C 表示控制权与现金流权的偏离度。本文以控制权与现金流权的比率作为偏离度,V/C 越大,则说明现金流权与控制权的偏离程度越大。

3. 控制变量

根据 Opler^[29]、Dittmar^[1]的研究,我们在模型中加入了公司财务杠杆(Leverage)、公司规模(Size)、资本支出(Capex)、营业现金流(Cflow)、净营运资本(Nwc)、股利支付哑变量(Dividend)以及公司成长性(M/B)等对公司现金持有量水平具有较大影响的控制变量。变量及其定义见表 1(见下页)。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

从表 2 发现,全样本的现金持有量均值与中位数分别为 0.247 和 0.160,反映终极股东控制权与现金流权偏离度的解释变量 V/C 最大值达到 10.285,

均值为 2.120,说明我国民营上市公司终极股东控制权与现金流权偏离度较高。治理环境指数中,IndexMar 和 IndexLaw 的最大值分别为 9.106、11.244,最小值分别为 1.160、1.512,地区间不平衡。表 3 的进一步统计检验结果表明,治理环境指数高的公司现金持有量的均值和中位数显著高于治理环境指数低的公司,上市公司所处的地区市场化程度越高、法治水平越高,公司现金持有水平越高。终极控制权一致的公司现金持有量的均值为 0.319,中位数为 0.225,显著高于终极控制权不一致的公司,终极股东控制权与现金流权偏离程度越大,现金持有水平越低。假设 1 得到证明。

表 1 变量及其定义

变量名称	变量代码	变量定义
现金持有量	Cash	(现金 + 短期投资)/非现金资产
控制权与现金流权偏离度	V/C	控制权/现金流权
治理环境指数	Index	分别用 IndexMar 和 IndexLaw 表示市场化指数、法治水平指数
公司规模	Size	LN(非现金资产)
营业现金流	Cflow	(净利润 + 折旧 + 摊销)/非现金资产
财务杠杆	Lev	总负债/总资产
净营运资本	Nwc	净营运资本/非现金资产
资本支出	Capex	(经营性租赁支付的现金 + 购建固定资产、无形资产以及其他长期资产所支付的现金 - 处置固定资产、无形资产以及其他长期资产收回的现金净额)/非现金资产
成长性	M/B	(流通股市值 + 非流通股股数 * 每股净资产 + 负债)/总资产
股利支付哑变量	Dividend	公司当年支付现金股利时等于 1,否则为 0

注:非现金资产等于总资产减去现金持有量。

(二) 回归检验结果与分析

1. 治理环境、控制权与现金流权偏离度和现金持有量的检验

表 4 是治理环境、控制权与现金流权偏离度和现金持有量的检验结果。模型(1)和(2)是引入解释变量 Index 之后的回归结果,结果表明,变量 IndexMar 和 IndexLaw 均与公司现金持有量在 1% 的水平上显著正相关,说明当公司治理环境较差时,公司持有现金就为控股大股东与管理层的利益转移行为提供了更多的机会,现金作为流动性最强的资产,更

容易异化成大股东“资源转移”的对象而使公司持有的现金平均余额较低,当治理环境较好时,可以为中小投资者提供更高程度的保护,治理环境的改善有助于抑制控股股东的利益侵占行为,上市公司的现金持有水平较高,研究假设 1 得到了支持。模型(3)是引入解释变量 V/C 之后的回归结果,终极股东控制权与现金流权偏离度和现金持有量在 5% 水平上显著负相关,这意味着终极股东控制权与现金流权一致的上市公司具有更高的现金持有水平,而终极股东控制权与现金流权的偏离度越大,上市公司的现金持有水平较低,研究假设 2 得到了支持。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Cash	1250	0.247	0.160	0.258	0.002	1.451
Size	1250	20.721	20.688	0.834	18.856	22.816
Cflow	1250	0.046	0.059	0.117	-0.702	0.267
Lev	1250	0.508	0.518	0.193	0.096	1.148
Nwc	1250	-0.068	-0.060	0.248	-0.818	0.497
Capex	1250	0.074	0.050	0.084	-0.067	0.363
M/B	1250	1.271	1.172	0.341	0.892	2.838
Dividend	1250	0.435	0.000	0.496	0.000	1.000
V/C	1250	2.120	1.491	1.717	1.000	10.285
IndexMar	1250	6.977	7.480	1.902	1.160	9.106
IndexLaw	1250	5.779	5.156	2.539	1.512	11.244

表 3 不同治理环境和终极控制权特征下现金持有量差异检验

	样本数	均值	T 值	中位数	Z 值
IndexMar < 中位数	62	0.192	-7.675***	0.127	-7.970***
IndexMar ≥ 中位数	627	0.302		0.196	
IndexLaw < 中位数	617	0.191	-7.831***	0.124	-7.64***
IndexLaw ≥ 中位数	633	0.302		0.199	
控制权 = 现金流权	268	0.319	4.535***	0.225	-4.633***
控制权 > 现金流权	982	0.228		0.151	

注:(1)平均值的检验方法是 T 检验,中位数的检验方法是 Mann-Whitney Test

(2)***为 1% 水平上显著(双尾检验)

2. 治理环境改善对控制权与现金流权偏离度和现金持有量相关性影响的检验

为了检验研究假设 3,表 5 是在模型中引入控制权与现金流权偏离度和治理环境指数的交叉项(V/C * Indexdummy)^①的检验结果。其中,Indexdummy

①经过检验,如果直接用 V/C * Index 作为交互项,将产生严重的多重共线性问题,降低最后结果的可信性。因此我们引入 Index 的哑变量,记为 Indexdummy,交互项为 V/C * Indexdummy,这一作法很好地避免了多重共线性问题。

是公司治理环境指数虚拟变量的统称,当治理环境指数低于中位数时取 0,否则取 1,我们在实际检验中分别纳入 IndexMardummy 和 IndexLawdummy 这两个变量来代替 Indexdummy。从表 5 中的两个模型发现,变量 V/C 的系数仍维持显著为负不变,同时交叉项 V/C * Indexdummy 的系数显著为正,这一结果有力地支持了假设 3,表明治理环境越好,终极控制权与现金流权的偏离度和现金持有量的负面影响越低。

表 4 治理环境、控制权与现金流权偏离度和现金持有量回归结果

自变量	模型 1	模型 2	模型 3
(Constant)	4.191 *** (4.821)	4.619 *** (5.328)	4.773 *** (5.441)
IndexMar	0.098 *** (6.600)		
IndexLaw		0.067 *** (6.057)	
V/C			-0.040 ** (-2.379)
Size	-0.207 *** (-5.008)	-0.215 *** (-5.187)	-0.204 *** (-4.862)
Cflow	3.490 *** (11.397)	3.512 *** (11.443)	3.563 *** (11.471)
Lev	-1.310 *** (-5.927)	-1.292 *** (-5.836)	-1.221 *** (-5.455)
Nwc	-0.965 *** (-6.957)	-0.977 *** (-7.013)	-0.960 *** (-6.769)
Capex	-0.122 (-0.326)	0.033 (0.088)	0.052 (0.136)
M/B	-0.093 (-1.012)	-0.095 (-1.022)	-0.071 (-0.763)
Dividend	0.187 *** (2.999)	0.203 *** (3.267)	0.251 *** (4.009)
Year	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.284	0.280	0.262
F	45.952 ***	45.102 ***	41.264 ***
N	1250	1250	1250

注:括号中的数字为 t 检验值,*、**、*** 分别表示显著性水平 0.1、0.05、0.01,VIF 远小于 10,各模型的 DW 值均接近于 2

为了考察不同治理环境下终极控制权与现金流权偏离度对现金持有量的影响,进一步检验假设 3,我们进行了分组回归。根据各地区的治理环境指数排名,我们将治理环境指数高于中位数的地区的上市公司视为治理环境好的样本,其他地区的上市公司划入治理环境差的样本。然后分别对每组样本公司进行回归检验,以比较治理环境不同时终极控制权与现金流权偏离度对现金持有量的影响是否存在差异。表 6 列示了分组比较的回归结果,结果表明,

终极控制权与现金流权偏离度和现金持有量之间的负相关关系只在治理环境差的子样本中显著,在治理环境好的子样本中不显著,这与我们的假设 3 一致。由此可见,在治理环境好的上市公司中,终极股东利用控制权与现金流权偏离来侵害中小股东利益的程度可能会更轻一些。也就是说,好的治理环境可以为中小投资者提供更高程度的保护,抑制控制权和现金流权偏离所引起的终极股东的侵占行为。

表 5 治理环境改善对控制权与现金流权偏离度和现金持有量相关性影响的检验结果

自变量	模型 1	模型 2
(Constant)	4.338 *** (4.974)	4.683 *** (5.416)
V/C	-0.048 ** (-2.468)	-0.060 *** (-3.030)
IndexMar	0.069 *** (3.354)	
V/C * IndexMardummy	0.055 * (1.904)	
IndexLaw		0.038 *** (2.571)
V/C * IndexLawdummy		0.078 *** (2.790)
Size	-0.203 *** (-4.917)	-0.209 *** (-5.052)
Cflow	3.490 *** (11.414)	3.511 ** (11.477)
Lev	-1.293 *** (-5.853)	-1.267 *** (-5.734)
Nwc	-0.982 *** (-7.022)	-0.983 *** (-7.009)
Capex	-0.165 (-0.439)	-0.096 (-0.255)
M/B	-0.077 (-0.828)	-0.070 (-0.762)
Dividend	0.202 *** (3.232)	0.215 *** (3.459)
Year	控制	控制
Adjusted R ²	0.286	0.285
F	39.529 ***	39.289 ***

注:括号中的数字为 t 检验值,*、**、*** 分别表示显著性水平 0.1、0.05、0.01,VIF 远小于 10,各模型的 DW 值均接近于 2

(三) 稳健性检验

为了验证本文实证结果的可靠性,我们又进行了如下检验:(1)考虑各个地区的上市公司数不一致可能对回归结果的影响,我们用分年度分地区的上市公司数作为权数进行加权最小二乘法分析;(2)本

文是按照 CCER 民营上市公司数据库提供的统计口径对终极股东控制权、现金流权与现金持有量进行回归分析,没有对终极股东有效控制的比例进行严格界定。在 Porta、Faccio 和 Lang 等一些有代表性的

研究中常常把终极股东有效控制比例界定为 10% 或 20%^[29-30],本文选择 10% 作为终极股东有效控制比例,对以上研究结论进行检验。在上述可靠性检验中,实证结果都没有发生实质性的改变。

表 6 不同治理环境下控制权与现金流权偏离度对现金持有量的影响

自变量	治理环境差的样本		治理环境好的样本	
	低市场化指数	低法治水平指数	高市场化指数	高法治水平指数
(Constant)	4.156*** (2.905)	4.147*** (2.900)	5.281*** (5.074)	5.291*** (5.096)
V/C	-0.043* (-1.859)	-0.043* (-1.823)	-0.017(-0.701)	-0.018(-0.771)
Size	-0.179*** (-2.640)	-0.182*** (-2.676)	-0.209*** (-4.128)	-0.207*** (-4.082)
Cflow	3.669*** (7.383)	3.915*** (7.720)	3.233*** (8.598)	3.093*** (8.381)
Lev	-1.416*** (-4.252)	-1.328*** (-3.967)	-1.325*** (-4.496)	-1.394*** (-4.767)
Nwc	-1.044*** (-4.564)	-0.976*** (-4.251)	-1.033*** (-6.106)	-1.075*** (-6.411)
Capex	-0.143(-0.233)	-0.154(-0.250)	-0.113(-0.251)	-0.118(-0.264)
M/B	-0.037(-0.263)	-0.031(-0.223)	-0.173(-1.436)	-0.187(-1.556)
Dividend	0.393*** (3.892)	0.382*** (3.786)	0.006(0.075)	0.002(0.022)
Year	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.225	0.231	0.309	0.304
F	17.388***	17.861***	26.414***	26.105***
N	623	617	627	633

注:括号中的数字为 t 检验值,*、**、*** 分别表示显著性水平 0.1、0.05、0.01。VIF 远小于 10,各模型的 DW 值均接近于 2

五、结论

本文从终极股东与其他股东的利益分歧角度分析治理环境、终极股东对现金持有量的影响,提出治理环境、终极控制权与现金持有量之间的关系假说,并利用 2003 年—2006 年我国民营上市公司的 1250 个数据进行实证检验。结果发现:(1)治理环境与现金持有量正相关;(2)控制权与现金流权偏离度和现金持有量显著负相关,治理环境的改善有助于减轻这种负向影响。这表明终极股东可能会利用两权分离剥夺中小股东的利益,侵占和挪用上市公司的资金通常会成为其实现控制权私利的一种手段,而治理环境的改善对终极股东有一定的治理效应。

[参考文献]

[1] Dittmar A, Mahrt S J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003(38): 111-134.
 [2] Kalcheva I, Lins K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems[J]. The Review of Financial Studies, 2007(20): 1087-1112.
 [3] 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]. 财贸经济, 2005(2): 3-9.
 [4] 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.
 [5] 杨兴全,孙杰. 企业现金持有量影响因素的实证研究:来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2007(6): 47-54.
 [6] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值[J]. 经济研究, 2005(5): 40-51.
 [7] 樊纲,王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年度报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2007.
 [8] 韩亮亮,李凯. 控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析[J]. 会计研究, 2008(3): 66-73.
 [9] Porta L R, Lopez D S, Shleifer F A, Vishny R. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(106): 1113-1155.
 [10] Pinkowitz L, Williamson R. What is a dollar worth? The market value of cash holdings [R]. Unpublished working paper, Georgetown University, 2004.
 [11] Ferreira M., Vilela A. Why do firms hold cash? evidence from EMU countries[J]. European Financial Management, 2004(10): 295-319.

- [12] Gunev Y, Ozkan A, Ozkan N. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2007 (17) :45 - 60.
- [13] Harford J, Mansi S A, Maxwell W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008 (87) :535 - 555.
- [14] Porta L R, Lopez D S, Shleifer F A, Vishny R. The quality of government [J]. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1999 (15) :222 - 279.
- [15] Djankov S, Porta L R, Lopez D S, Shleifer F A. Courts [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003 (118) :453 - 517.
- [16] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验 [J]. *经济研究*, 2004 (9) :90 - 100.
- [17] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. *会计研究*, 2004 (12) :3 - 13.
- [18] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005 (77) :57 - 116.
- [19] 王俊秋, 张奇峰. 法律环境、金字塔结构与家族企业的掏空行为 [J]. *财贸研究*, 2007 (5) :97 - 104.
- [20] Denis D, McConnell J J. International corporate governance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003 (38) :1 - 36.
- [21] Myers S C, Raghuram G R. The paradox of liquidity [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998 (108) :733 - 771.
- [22] Shleife A, Vishny R. A survey of corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 1997 (52) :737 - 783.
- [23] Claessens S, Djankov S, Lang L. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000 (58) :81 - 112.
- [24] Wolfenzon D. A theory of pyramid ownership [D]. Working Paper, University of Michigan Business School, 1999.
- [25] 李善民, 王德友, 朱滔. 控制权和现金流权的分离与上市公司绩效 [J]. *中山大学学报*, 2006 (6) :83 - 91.
- [26] 申明浩. 家族主义、控制形式与信任关系——家庭企业的三维分析框架 [J]. *山西财经大学学报*, 2008 (3) :82 - 89.
- [27] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值 [J]. *经济研究*, 2003 (8) :36 - 45.
- [28] Dyck A, Zingales L. Private benefit of corporate control: an international comparison [J]. *Journal of Finance*, 2003 (59) :537 - 600.
- [29] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. The determinants and implications of cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999 (52) :3 - 46.
- [30] Porta L R, Lopez D S, Shleifer F A. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999 (54) :471 - 517.
- [31] Faccio M, Lang L. The ultimate ownership of western European corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002 (65) :365 - 395.

[责任编辑:高婷]

Governance Environment, the Separation of Controlling Right from Cash Flow Right and Cash Holdings: Empirical Evidence from the Private Listed Firms of China

YANG Xing-quan¹, ZHANG Zhao-nan²

(1. School of Economics and Trade, Shihezi University, Shihezi 832003, China; 2. Xinjiang Bureau of Supervision, China Securities Supervision Committee, Urumqi 830001, China)

Abstract: By using the data on ultimate controlling shareholders disclosed by the private listed firms from 2003 to 2006, and the data on regional governance environment of China compiled by Fan and Wang (2007), this paper investigates the relationship among governance environment, the separation of controlling right from cash flow right and firm cash holdings. We find that, governance environment has a positive relative influence on firm cash holdings; the separation of controlling right from cash flow right has a negative relative influence on firm cash holdings, but the improvement of governance environment can mitigate this influence.

Key Words: governance environment; the separation of controlling right from cash flow right; cash holdings; private listed firms