

管理者职业经历影响公司现金持有水平吗?*

——来自我国沪深两市 2006—2013 年经验证据

刘元秀^{*1,3}, 胡援成¹, 吴飞²

(1. 江西财经大学, 江西 南昌 330013;

2. 上海交通大学上海高级金融学院, 上海 200030;

3. 华东交通大学理工学院, 江西 南昌 330100)

内容提要: 本文选取我国 2006—2013 年沪深两市上市公司作为样本, 研究现任管理者(CEO 和 CFO)的职业困境经历(现金流危机、融资约束特强和股票收益特低)如何影响公司现金持有水平。实证结果发现, 经历过现金流危机、融资约束特强的管理者, 其所在公司的现金持有水平较低, 但没有证据支持经历过股票收益特低的管理者所在公司的现金持有水平有显著的影响; 分组检验发现, 民营企业管理者, 其职业困境经历对公司现金持有水平的影响, 显著高于国有企业管理者的职业困境经历对其所在公司现金持有水平的影响; 管理者同时兼任 CEO 和 CFO 两职, 其职业困境经历对公司现金持有影响均不显著。同时, 发现管理者任期、年龄对公司现金持有水平有显著影响。

关键词: 职业经历; 现金持有水平; 行为金融

中图分类号: F069.9 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2016)07—0133—14

一、引言

市场竞争, 波谲云诡, 风险无处不在。竞争参与者的危机意识不可或缺。企业经营风险, 最大莫过于危急关头资金链断裂, 一旦发生这种情况, 企业将万劫不复。因此, 对于此类风险, 最好的防范就是永远不要让它发生。于是, 企业经营者无不警钟长鸣, 预留资金以备不时之需。然而, 此举意味着企业将增加机会成本, 损失利润, 预留资金越多, 损失越大。因此, 预留资金的多寡确实需要斟酌。但是, 应付每次危机需要多少资金却是向无定数, 多寡视管理者对于危机严重性的预测而定。那么, 什么样的管理者会倾向于多留资金, 什么样的管理者会倾向于少留资金, 就是一个有趣的课题了。本

文尝试从管理者的困境职业经历入手, 探索其经营企业的预留资金问题, 希望从中获得些许有益的经验。

最近的研究证明了“管理者个人经历对公司决策有影响”的论断: Nisbett & Ross (1980) 从心理学角度论证了个人经历对于决策的重要性; Malmendier & Tate (2005) 和 Malmendier 等 (2011) 发现, 成长于大萧条时期的经营者趋向于规避负债, 具有军队经历者则喜好高杠杆; Vissing-Jorgensen (2004)、Greenwood & Nagel (2009) 研究揭示投资者和基金经理人的经历影响其对投资回报的预期; Malmendier & Nagel (2013) 发现, 个人经历影响其对通货膨胀的预期。很多文献也显示, 个人经历影响其投资行为和财务期望。然而, 国内鲜有这方面的文献,

收稿日期: 2016-04-21

* 基金项目: 研究生创新专项资金项目“我国上市公司 CEO 决策行为分析——基于管理者特征视角”(YC2013-B042); 江西省高校人文重点研究基地招标项目“股权投资、公司治理与企业绩效”(JD1456)。

作者简介: 刘元秀*(1977-), 女, 江西赣州人, 讲师, 金融学博士生, 研究领域是行为金融, E-mail: yuanxliu12@163.com; 胡援成(1953-), 男, 江西修水人, 教授, 金融学博士, 研究领域是公司金融理论与政策, E-mail: hu-yc@163.com; 吴飞(1971-), 男, 广西陆川人, 副教授, 金融学博士, 研究领域是行为金融, 市场微观结构, 国际金融市场, E-mail: fwu@saif.sjtu.edu.cn。

* 为通讯作者。

在我国独特的经济制度和文化氛围下,结论是否有所不同呢?

对现金持有动机的研究,最早可以追溯至 Keynes(1936)的研究,他在其著作中指出,企业之所以保持流动性资金,是由于存在交易、预防和投机三大动机,以及 Miller & Orr's(1966)提出的预防性的储蓄动机; Almedia 等(2004)和 Faulkender & Wang(2006)等指出,公司之所以持有现金,主要是为了缓解融资约束以及防御危机。

但是,学者们对企业现金持有的研究,大多从企业内部治理结构、财务状况等客观层面着手,很少涉及 CEO 和 CFO 的个人主观因素对企业现金持有水平的影响。而关于管理者个人经历影响公司决策方面的研究,现有文献很少专门研究管理者的职业经历对公司现金持有水平的影响,国内这方面的文献更少。其实,与早期的生活困境相比,管理者曾经的职业生涯与现在的经营管理工作的关联度更高,更加令管理者记忆犹新,对现在的公司决策可能影响更大,并且直接关系到管理者公司决策的执行。那么,管理者的职业经历究竟是增强了还是削弱了其判断力?对企业的现金持有水平有何影响?在我国独特的制度与文化背景下,其影响又将如何?

本文以管理者职业困境经历为视角,从我国上市公司持有现金的预防需求动机入手,试图探明在我国独特的制度和文化背景下,有过职业困境经历的管理者对于提高公司现金持有水平是否具有正效应,我国特殊的制度背景是推动还是降低了这种效应?本文将曾经受雇于遭受过融资困境(现金流危机、融资约束特强和股票收益特低)的公司管理者职业经历指标定义为 1,否则为 0。另外,根据这三个测度的不同组合,构造了两个复合指标。在控制公司其他预防性储蓄动机特性影响因素,同时控制产权性质、行业和年份影响情况下,所得实证结果表明,管理者(CEO 和 CFO)职业困境经历对当前所在公司现金持有具有显著影响。本文主要新意在于,国内首次将研究管理者职业困境经历对公司现金持有水平影响的分析引入行为公司金融,也是国内首次以实证方式把公司管理者职业经历效应分析引进到财务决策领域,丰富了行为金融及企业现金持有理论内涵。

二、理论分析与研究假设

20 世纪 90 年代,特别是 21 世纪以来,学者们高度关注公司持有现金以防范风险的研究。Oper 等(1999)、Lins 等(2010)、Campello 等(2011)均论证了公司持有现金的部分原因是为了对冲资产,抵御现金流危机,同时,也在某种程度上反映出公司管理者因过于谨慎而持有高额现金。大量学者从企业经营环境、所处行业、经济周期、治理结构等角度研究公司的现金持有问题。这些研究无一例外都以“理性人假说”为前提和理论指导。根据这一假说,管理者在进行经营管理决策时,不会受个人过往经历的影响,能够严格根据当下和未来的实际情况进行思考和决策。与以上分析相契合的管理者,其困境职业经历的影响将遵循“基本因素驱动现金持有假说”。根据这一假说,管理者职业困境经历几乎不会影响公司现金持有水平。在这种假说下,管理者是基于公司特征选择现金持有额度的。这可能是因为,管理者的观点不会受过去经历影响或者因公司治理机制使得管理者职业经历效应不显著(Fama,1980)。这种假说预测,管理者职业经历与现金政策之间不存在相关关系,公司的最优现金持有由公司的基本因素决定。

与传统金融理论以“理性人”假说为基础不同,行为金融学认为,经济活动参与者并非都是“理性人”,而是有限理性的,其行为不仅受外部客观环境的影响,还受自身主观心理活动的影响。上市公司各种决策行为,包括公司的融资渠道、投资选择、企业并购、股利发放等行为,可能与现实经济情况并不相符。比如 Hertwig 等(2004)、Hertwig & Erev(2009)和 Hertwig(2012)等研究发现,企业管理者基于个人经验的决策不同于基于期望效用理论的决策。所以,行为金融研究者在研究企业金融理论时,引入了心理学与行为学理论,着重考虑行为主体在各种心理因素影响下的各种行为。

心理学和行为学的理论表明,个人过去的经验教训对于当前或者未来行为可能会有一定程度的影响,特别是当当时的情景再次重现时,尘封的记忆便会再次泛起,虽历久而弥新,不自觉地影响人们的思维和行动。正如俗语所说“前事不忘,后事之师”,人们正是由于不断总结自己或他人的经验

教训,才能够逐渐成长成熟起来。也正是因为可能发生情景重现,所以,职业经历比生活经历对管理者现时公司经营决策的影响更大,并且直接关系到管理者公司决策的执行。比如 Kaustia & Knupfer (2008)、Chiang 等(2011)证明,经历过 IPO 高回报率更趋向投资 IPO 市场。

甜蜜的回忆固然令人沉醉,苦难的经历更是历久绵长,虽经久而难忘,谚语有云“一朝被蛇咬,十年怕井绳”,正是这个道理。在职业生涯中有过类似困难经历的管理者,尤其可能提高公司现金持有水平。如经历过融资困境的管理者一般会高估发生困境的可能,从而提高现金持有,以对冲可能发生的困境。过去的公司财务困境经历可能改变管理者的风险偏好或者期望,从而执行更加保守的财务决策(Marsh,1996; Denrell & Marsh,2001; Denrell,2007)。Malmendier & Nagel (2011)发现,经历过低收益的管理者更不愿意承担融资风险,更不愿参与股票市场融资;Dittmar & Duchin(2014)探讨了 CEO 的职业经历如何影响公司政策,发现个人困境、财务困难的职业经历会影响管理者的风险选择和期望,管理者可能选择采取更保守的公司融资决策,持有更高的现金额度。符合以上分析的管理者,其困境职业经历的影响将遵循“超额现金持有假说”。如经历过融资困境的管理者高估发生困境的可能,从而提高公司现金持有,以对冲可能发生的困境。这种假说与 Denrell & Marsh (2001)的“热炉效应”是一致的,即因为过去糟糕的经历而避免有风险的选择。基于这一观点,在公司治理结构较差的企业,管理者受到的约束小于公司治理结构较好的企业,“热炉效应”更强,现金持有水平更高。

事物的联系是矛盾的联系,矛盾的联系是多方面的。困难经历对于个人的影响也存在矛盾的另一面,即经历过职业困境的管理者比未经历过职业困境的管理者更为自信。对未知领域的敬畏心理,使得从未经历过困境的管理者由于对困难缺少亲身感知而心存畏惧,决策更加谨慎,因而过高估计困难发生的可能和困难发生时的严重性,倾向于更多地持有现金。而经历过职业困境的管理者得到了历练,有了应对困境的经验,显得更为自信和大胆。正所谓“经历了风吹浪打,方能够闲庭信步”。一般来说,过度自信和低估风险的 CEO 根据预防动

机需求持有更低的现金。这点符合 Roll(1986)的傲慢假说和 Ben-David 等(2013)提供的证据。与以上分析契合的管理者,其困境职业经历的影响将遵循“现金持有校准假说”。根据这种假说,经历过困境的 CEO 相对没经历过这些困境的 CEO 显得更为自信,会校准公司对困境的估计,减少公司现金持有。在公司治理结构较差的公司,管理者受到的约束小于公司治理结构较好的公司,经历过困境职业经历的管理者对所在公司现金持有水平有负向影响。

改革开放以来,中国经济发展迅速,但是,不能否定改革即是新旧体制的转型,改革没有结束,我国还处在转型期,各项制度并不完善,机遇与风险并存。这种背景下,谨慎的经营者倾向于规避风险,而大胆的经营者倾向于抓住机遇。可以认为,未经历过职业困境的管理者秉承了谨慎的作风,正因为他们过去一直秉承“小心驶得万年船”的作风,才能避开一次次的危机。而经历过职业困境的管理者秉承了自信大胆的作风,正因为他们大胆开拓,低估了风险,才会经历职业困境。所谓“江山易改,秉性难移”。有理由相信,在以后的职业生涯中,他们会一直坚持原来的人生信条和工作作风。因此,依据“现金持有校准假说”,提出本文的研究假设,同时派生出三个相应的子假设:

H₁:其他条件不变时,经历过职业困境的管理者,其所在公司持有更低的现金。

H_{1a}:其他条件不变时,经历过企业现金流危机的管理者,其所在公司现金持有水平较低。

H_{1b}:其他条件不变时,经历过企业融资约束特强的管理者,其所在公司现金持有水平较低。

H_{1c}:其他条件不变时,经历过企业股票收益特低的管理者,其所在公司现金持有水平较低。

三、研究设计

1. 研究样本数据

本文取自我国 2006—2013 年剔除金融保险业后的沪深两市上市公司,并做如下数据处理:(1)剔除研究当年股票名称冠有 ST、*ST 和 PT 的公司;(2)剔除当年 IPO 的上市公司;(3)剔除销售收入和总资产为 0 或者为负数的样本;(4)剔除在公司层面变量与管理者层面变量中缺失的观测值;(5)剔除职业经历不详细的管理者以及早期就职的公司

数据缺失的管理者;(6)建模采用剔除距离均值五倍标准差之外异常值之后的数据。所有公司数据和公司治理数据都来自于CSMAR,其中,管理者CEO和CFO部分个人特征数据来自手工整理,其余通过SAS编程处理。最终共采集2006—2013年1953家上市公司、2548名CEO(总经理、执行总裁、总裁)和2702名CFO(财务总监),非平衡面板数据共13209个观测值。三个职业困境经历测度指标(现金流危机、融资约束特强和股票收益特低)所用数据为:管理者早期职业经历时间窗口为2001—2013年,其中,管理者所在公司现金流、融资约束和股票收益排名均源自当年所有上市公司(含以上样本采集剔除的那些上市公司)中排名。

2. 变量定义

(1)被解释变量—现金持有水平(Cash holdings):(货币资金+短期投资)/总资产。本文借鉴Dittmar等(2003)、祝继高、陆正飞(2009)、罗琦、秦国楼(2009)、王福胜、宋海旭(2012)等,采用当年货币资金与短期投资(2007年之后采用交易性金融资产替换短期投资)之和,再用当年年末的非现金资产进行标准化处理。

(2)解释变量:解释变量分三类来进行研究,即管理者层面、公司层面以及公司治理:

①管理者层面:除了如下几项外,管理者层面变量还包括:年龄、性别、MBA学历和任期。

现金流危机:若管理者曾经在2001—2013年经营现金流排名最低10%的公司工作过为1,否则为0。其中,现金流变量借鉴梁天虹、吴晓勇(2014)定义为:经营活动产生的现金流净额/当年年初总资产。

融资约束特强:若管理者曾经在2001—2013当年融资约束最高10%的公司工作过为1,否则为0。这个指标借鉴Hadlock & Pierce(2010)融资约束(SA指数)构建而成:基于公司规模和上市年龄而得到的融资约束SA指数测度管理者职业经历指标。其中,Size1为公司规模(消除通胀因素的总资产自然对数 $\log(\text{assets})$);Age为当期年份减去公司上市年份。

$$SA\ index = -0.737 \times Size1 + 0.043 \times Size1^2 - 0.040 \times Age \quad (1)$$

股票收益特低:若管理者曾经在2001—2013年股票收益排名(含当年所有沪深两市上市公司)最

低层次10%层次的公司工作过为1,其他为0。股票收益的测度:借鉴现有文献如雷光勇等(2012)方法,构建如下股票收益测度指标,其中,Ret_{i,T}为第i家公司第T年的股票收益;R_t为个股月回报率(取“考虑现金红利再投资的月回报率”);R_{mt}为按照流通市值加权平均的综合市场月回报率(取“考虑现金红利再投资的综合月市场回报率”)。因我国以每年4月30日为期限公布上市公司年报,本文以当年5月至次年4月为一个年度来计算年度超额回报率,即在公式(2)中,当t=1,则表示为当年5月,当t=2,则表示为当年6月,⋯,当t=12时,则表示为次年4月。

$$Ret_{i,T} = \prod_{t=1}^{12} (R_t + 1) - \prod_{t=1}^{12} (R_{mt} + 1) \quad (2)$$

复合指数1:经历过三种职业困境经历(现金流危机、融资约束特强、股票收益特低)变量值的最大值。

复合指数2:没有经历过以上三种职业经历(现金流危机、融资约束特强和股票收益特低)则取值为0,经历过三者之一取值为1,经历过其中两种职业经历取值为2,经历过以上三种职业经历者全部取值为3。

②公司层面:本文借鉴Opler等(1999)的做法,结合我国制度背景,选择企业规模、现金流资产占比、托宾Q、净运营资本、资本支出、资产负债率、红利哑变量、产权性质做为影响现金持有水平的公司基本面因素的控制变量,相应变量的选择及界定均和当下国内外文献中的常用指标一样,同时控制行业及年份。

③公司治理:借鉴白重恩等(2005)、张会丽、陆正飞(2012)及方红星、金玉娜(2013)的研究方法,多方考察反映我国公司治理程度的各类要素,从激励机制和监督机制两个层面入手,选择相关变量,进行因子分析,综合得分作为公司治理结构度量指标。综合得分越高,公司治理结构越完善,反之越差。

监督机制变量选取:第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例之和、独立董事比例、董事长与总经理是否兼任(兼任为1,非兼任为0)、董事会规模、监事会规模、董事会会议次数、监事会会议次数;激励机制选取:董事持股比例(董事持股数/流通股数)、监事持股比例(监事持股数/流通股

数)、高级管理者持股比例(高级管理者持股数/流通股数)、领取薪酬的董事比例、领取薪酬的监事比

例、前三名高管薪酬(取自然对数)。变量定义及具体描述如表1所示。

表1 变量描述及公式

		变量名	变量代码	变量描述及公式
被解释变量		现金持有水平	<i>Cash holding</i>	(现金+短期投资)/总资产(2007年之后短期投资用交易性金融资产替代)
	解释变量	职业困境经历-现金流危机	<i>Proexp1</i>	管理者曾经在经营现金流排名最低10%工作过为1,否则为0
职业困境经历-融资约束特强		<i>Proexp2</i>	Hadlock & Pierce(2010)在最高10%融资约束工作过为1,其余为0	
职业困境经历-股票收益特低		<i>Proexp3</i>	管理者曾经在股票收益排名最10%层次公司工作过为1,其他为0	
职业困境经历-复合指数1		<i>Proexp4</i>	以上三种职业经历变量的最大值	
职业困境经历-复合指数2		<i>Proexp5</i>	以上三种职业经历变量相加,越大表示经历的越多	
控制变量	管理者层面	年龄	<i>Mage</i>	(当年年份-管理者出生年份)的自然对数
		性别	<i>Gender</i>	管理者若是男性则为1,若是女性为0
		MBA学位	<i>MBA degree</i>	管理者具有MBA学位为1,其余为0
		任期	<i>Tenure</i>	管理者在本公司任职期限
	公司层面	公司治理	<i>Governance</i>	分别从激励和监督两方面选取相应变量,进行因子分析,综合得分作为公司治理测度指标
		现金流资产率	<i>Cash Flow/assets</i>	(经营活动现金流金额+投资活动现金流净额+筹资活动现金流净额)/总资产
		公司规模	<i>Size</i>	消除通胀因素的净销售收入自然对数 $\log(sales)$ 。稳健性检验采用 $Size1$: 消除通胀因素的总资产自然对数 $\log(assets)$
		托宾Q	<i>TQ</i>	(非流通股×每股净资产+流通股×年平均股价+债务账面价值)/总资产账面价值,其中非流通股市值用净资产替代
		净运营资本	<i>WCAP</i>	净运营资本/(总资产-现金及现金等价物之和)
		资本支出	<i>CAPEX</i>	资本支出/(总资产-现金及现金等价物之和)
		资产负债率	<i>LEV</i>	负债总额/账面总资产
		产权性质	<i>PR</i>	国有企业为1,非国有企业为0
		红利哑变量	<i>DIV</i>	当年发放红利为1,否则为0
		行业	<i>IND</i>	2012版证监会行业分类,当某一行业为1,其余为0
	年度哑变量	<i>Year</i>	属于该年度为1,否则为0	

资料来源: 本文整理

3. 模型构建

管理者职业困境经验是否可以帮助公司避免陷入困境或者降低陷入困境的可能? 本文拟通过多种方式分析这个问题: (1) 控制常见的可能影响公司现金持有水平的公司特征,如资产负债比率、资本支出、现金流资产比率、托宾Q、产权性质和分红等公司层面特征; (2) 考虑除职业经历以外的管理者之可测因素,如性别、年龄、任期以及是否具有MBA学历等; (3) 估计CEO职业困境经历对公司现

金持有水平的影响,亦即基于公司现金持有水平的CEO职业困境经历效应; (4) 估计基于公司现金持有水平的CFO职业困境经历效应,估计CFO职业困境经历效应时同时考虑CEO职业困境经历以及其他可测特征。具体模型如下:

① CEO职业困境经历与公司现金持有:

$$Cashholdings_{jk} = \beta_{0jk} + \beta_{1jk}CEOProfExp_{hjk} + \beta_{2j}CEOProfExp_{hjk} \times Governance_{2jk} +$$

$$\sum_{i=3}^{10} \beta_{i,j,k} Firmlevelvariables_{i,j,k} + \sum_{i=11}^{14} \beta_{i,j,k} CEOlevelvariables_{i,j,k} + \sum_{i=15}^{21} \beta_i Year_i + \sum_{i=22}^{39} \beta_i Ind_i + \varepsilon_{j,k} \quad (3)$$

② CFO 职业困境经历与公司现金持有:

$$Cashholdings_{j,k} = \beta_{0,j,k} + \alpha_m \beta_{1,j,k} CEOProfExp_{h,j,k} + \beta_{2,j,k} CFOProfExp_{h,j,k} + \beta_{3,j,k} CFOProfExp_{h,j,k} \times Governance_{3,j,k} + \alpha_m \sum_{i=4}^7 \beta_{i,j,k} CEOlevelvariables_{i,j,k} + \sum_{i=8}^{11} \beta_{i,j,k} CFOlevelvariables_{i,j,k} + \sum_{i=12}^{19} \beta_{i,j,k} Firmlevelvariables_{i,j,k} + \sum_{i=20}^{25} \beta_i Year_i + \sum_{i=26}^{43} \beta_i Ind_i + \varepsilon_{j,k} \quad (4)$$

其中 $Cashholdings_{j,k}$ 为第 j 年第 k 家公司现金持有水平; $CEOProfExp_{h,j,k}$ ($CFOProfExp_{h,j,k}$) 为第 j 年第 k 家公司 CEO (CFO) 第 h 种职业困境经历 ($h=1$ 现金流危机、 $h=2$ 融资约束特强、 $h=3$ 股票收益特低); $Governance_{3,j,k}$ 为第 j 年第 k 家公司治理变量; $Firmlevelvariables_{i,j,k}$ 为第 j 年第 k 家公司层面变量: 规模、现金流资产比率、托宾 Q 、净运营资本、资本支出、资产负债率、红利哑变量、产权性质; $CEOlevelvariables_{i,j,k}$ ($CFOlevelvariables_{i,j,k}$) - 第 j 年第 k 家公

司 CEO (CFO) 年龄、性别、MBA 学历和任期, 其中 α_m 取值 0 (未考虑 CEO 约束) 与 1 (考虑 CEO 约束) 两种情况; $\varepsilon_{j,k}$ 为随机误差项。

四、实证分析

1. 描述性统计

现从公司和管理者两个层面进行描述性统计分析:

(1) 公司层面。就公司层面变量而言, 2006—2013 年 1953 家公司的 13209 个观测值的现金持有水平均值为 0.185、中位数为 0.146, 这与杨兴全、孙杰 (2007) 得出的“2000—2005 年我国上市公司的平均现金持有水平为 0.184”、与祝继高、陆正飞 (2009) 得出的“1998—2007 年我国上市公司的平均现金持有水平为 0.24”、与王福胜、宋海旭 (2012) 得出的“2004—2010 年 593 家公司的 4151 个总体样本现金持有水平均值和中位数分别为 0.217 和 0.182”的研究结果相类似, 由此验证了现金持有水平在我国公司中的重要地位; 中位数高于其他国家平均现金持有水平的中位数 6.6% (Dittmar 2003); 最大值为 99.3%, 而最小值为 0.015%, 标准差为 14.3%, 说明现金持有水平在企业间存在明显差异, 这为本文研究提供了数据支持; 公司治理结构变量最大值为 3.750, 最小值为 -1.270, 标准差 0.384, 说明公司治理结构在公司间差别大, 公司治理结构的差异对现金持有水平影响是否显著, 需进一步检验。

表 2 公司层面变量描述性统计

变量	N	均值	中位数	最小值	最大值	标准差	偏度	峰度
Cash/assets	13209	0.185	0.146	0.00015	0.993	0.143	1.553	2.905
Governance	13209	0.050	0.020	-1.270	3.750	0.384	1.208	6.965
Cash flow/assets	13209	0.010	0.006	-2.489	0.836	0.107	-1.535	57.738
Size	13209	19.453	19.375	9.563	27.043	1.555	0.042	2.610
Size1	13209	20.047	19.915	10.765	26.699	1.277	0.638	2.242
TQ	13209	0.657	0.502	0.010	879.380	10.846	80.563	6524.44
WCAP	13209	0.066	0.012	-2.373	195.45	2.421	79.666	6425.08
CAPEX	13209	0.062	0.044	0.000	0.623	0.061	1.879	5.683
LEV	13209	0.654	0.501	0.007	877.256	10.820	80.565	6524.75
NPR	13209	0.548	1.000	0.000	1.000	0.498	-0.191	-1.964
DIV	13209	0.373	0.000	0.000	1.000	0.484	0.524	-1.725

资料来源: 本文整理

表2显示,其他控制变量现金流资产比率 *Cash flow/assets* 均值为 1.0%, 资产负债率 *LEV* 均值 65.4%, 托宾 *Q* 均值为 0.657, 净运营资本 *WCAP* 均值 0.066, 资本支出 *CAPEX* 均值 0.062, 各控制变量的标准差比较大,说明公司间存在较大差异。样本观测值中国有企业占比 54.8%。

(2) 管理者层面。管理者的性别分布很不均衡,6479 个 CEO(含 29 个兼任 CFO 管理者观测样本)观测样本中大部分都是男性,有 6079 位男性,占比 93.83%;6759 个 CFO(含 29 个兼任 CEO 管理者观测)观测样本中 4855 位男性,占比 71.83%;样

本中兼任 CEO 和 CFO 的管理者有 29 个观测样本,其中女性只有一位。CEO 年龄均值为 46.746 岁,样本中年龄最大者 70 岁,最小者才 25 岁,中位数为 46 岁;相对 CEO,CFO 年轻些,平均年龄为 43.602 岁,但 CEO 年龄相对集中,而 CFO 年龄相对分散;CEO 和 CFO 任期均值较为接近,分别为 1.193 年和 1.144 年,任期最长者分别是 14 年和 16 年;身兼两职者任期最长为 4 年,平均任期为 0.966 年;两者具 MBA 学历占比均值分别为 2.79% 和 4.11% (如表 3 所示)。

表 3 管理者层面变量描述性统计

管理者	变量	N	均值	中位数	最小值	最大值	标准差	偏度	峰度
CEOs	<i>Gender</i>	6479	0.941	1	0	1	0.235	-3.752	12.078
	<i>Mage</i>	6479	46.746	46	25	70	6.063	0.118	0.037
	<i>Tenure</i>	6479	1.193	1	0	14	1.415	2.455	10.146
	<i>MBA degree</i>	6479	0.028	0	0	1	0.165	5.731	30.849
CFOs	<i>Gender</i>	6759	0.718	1	0	1	0.450	-0.971	-1.058
	<i>Mage</i>	6759	43.602	43	27	70	6.557	0.484	-0.055
	<i>Tenure</i>	6759	1.144	1	0	16	1.406	2.537	11.149
	<i>MBA degree</i>	6759	0.041	0	0	1	0.199	4.622	19.371
CEOCFOs	<i>Gender</i>	29	0.897	1	0	1	0.310	-2.748	5.961
	<i>Mage</i>	29	45.310	45	34	59	6.024	0.472	1314.0
	<i>Tenure</i>	29	0.966	1	0	4	1.017	1.167	1.497
	<i>MBA degree</i>	29	0.034	0	0	1	0.186	5.385	29.000

资料来源: 本文整理

从表 4 可以看出,样本中 CEO 于实证考察当年经历过现金流危机者占 8.86%, 经历过融资约束特强者占 10.63%, 经历过所在公司股票收益特低者占 9.11%, 至少经历过以上三者之一的样本比重为

25.48%; CFO 的类似比重分别是 9.17%、8.95% 和 8.82%; 早期经历过现金流危机、融资约束特强以及股票收益特低的 CEO 比重分别是 10.11%、11.34% 和 9.57%。

表 4 管理者职业困境经历频数分布

指标	当年职业经历(%)			早期职业经历(%)		
	CEOs	CFOs	CEOCFOs	CEOs	CFOs	CEOCFOs
ProfExp1 (现金流危机)	8.86	9.17	27.59	10.11	10.58	24.14
ProfExp2 (H. P. 融资约束特强)	10.63	8.95	6.90	11.34	10.49	6.90
ProfExp3 (股票收益特低)	9.11	8.82	13.79	9.57	9.96	13.79
ProfExp4 (复合指标)	25.48	24.20	44.83	10.28	26.13	41.38

资料来源: 本文整理

2. 实证分析

(1) CEO 职业困境经历对公司现金持有水平影响。表5显示了 CEO 职业困境经历与公司现金持

有的回归结果,CEO 身兼 CFO 管理者回归结果未在此表中显示。

表5 CEO 职业困境经历与公司现金持有回归结果

职业经历测度指标	<i>ProfExp1</i>	<i>ProfExp2</i>	<i>ProfExp3</i>	<i>ProfExp4</i>	<i>ProfExp5</i>
模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>CEO ProfExp</i>	-0.009*	-0.013**	0.003	-0.004	-0.002
<i>Governance</i>	0.071***	0.072***	0.068***	0.079***	0.078***
<i>CEO ProfExp × Governance</i>	-0.024	-0.030**	0.002	-0.037***	-0.031***
<i>Cash flow/assets</i>	0.407***	0.411***	0.413***	0.408***	0.409***
<i>Size</i>	-0.007***	-0.006***	-0.007***	-0.006***	-0.006***
<i>TQ</i>	13.030***	13.208***	13.142***	13.148***	13.099***
<i>WCAP</i>	0.018	0.015	0.014	0.016	0.016
<i>CAPEX</i>	-0.147***	-0.143***	-0.144***	-0.142***	-0.143***
<i>LEV</i>	-13.079***	-13.257***	-13.191***	-13.197***	-13.148***
<i>DIV</i>	-0.041***	-0.041***	-0.041***	-0.040***	-0.040***
<i>PR</i>	-0.008**	-0.007**	-0.007**	-0.008***	-0.008**
<i>CEO Mage</i>	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
<i>CEO Gender</i>	-0.01	-0.01	-0.009	-0.009	-0.009
<i>CEO Tenure</i>	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
<i>CEO MBA degree</i>	-0.011	-0.011	-0.012	-0.021	-0.011
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N Observations</i>	6429	6429	6429	6429	6429
<i>R-Squared</i>	0.313	0.313	0.312	0.314	0.314

注: *、**、*** 分别表示显著性水平 10%、5% 和 1% 下显著

资料来源: 本文整理

从表5 回归结果中容易看出 *ProfExp3*(股票收益特低) 与公司现金持有水平存在不显著的正相关,而 *ProfExp1*(现金流危机) 和 *ProfExp2*(融资约束特强) 与公司现金持有水平存在显著的负相关。这一结果表明,经历过股票收益特低困境的 CEO 所在公司具有更高的现金持有额度(不显著),而经历过现金流危机困境和融资约束特强困境的管理者所在公司依然处于较低的现金持有水平。CEO 的实证分析验证了本文的假设 H_{1a} 和假设 H_{1b} ,而假设 H_{1c} 没有得到验证。结果说明,股票收益的高低对于企业现金持有的影响不大(不显著的正相关),而现金流危机和融资约束则是企业管理者考虑持有现

金量所必须考虑的重要因素(显著负相关)。

控制 CEO 困境职业经历与公司治理交叉项后,只有经历过融资约束特强的 CEO 交叉项 *ProfExp × Governance* 的回归系数在 5% 的显著性水平上显著为负,经历过现金流危机和股票收益特低的 CEO 交叉项 *ProfExp × Governance* 回归系数分别为负和正,均不显著。说明经历过融资约束特强的 CEO,所在的公司治理对管理者职业经历负向作用有所增强,经历过融资约束特强的 CEO,公司治理结构越完善的公司现金持有水平越低,公司治理较差的公司现金持有水平更高。实证结果支持“现金持有校准假说”。

在控制变量的回归结果中,公司层面现金流资产比例(*Cash flow/assets*)和*TQ*与公司现金持有显著正相关;规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、资本支出(*Capex*)、分红(*Div*)、产权性质(*PR*)与公司现金持有水平显著负相关。管理者层面上,只有年龄与现金持有水平显著正相关,说明管理者年龄越大,公司现金持有水平越高;其余三个变量与公司现金持有水平均呈负相关(不显著)。公司规模越小、投资机会越大、杠杆越低、分红越少、CEO年龄越大的公司现金持有水平更高。就产权性质而言,民营企业现金持有水平高于国有企业现金持有水平,民营企业管理者职业经历效应强于国有企业,这可能与两者高管选拔、社会责任以及融资渠道等有关。

从身兼CEO和CFO两职的管理者样本数据

实证来看,回归结果显示,绝大部分变量回归系数不显著,只有规模回归系数是显著的,但复合指标不显著。若将以上早期职业经历换成当年职业经历与现金持有关系,相对管理者早期职业经历对公司现金持有的影响而言,回归系数均有所减小,说明早期职业经历影响公司现金持有水平,且一定程度上降低再次陷入危机与困境的可能。

(2) CFO职业困境经历对公司现金持有水平影响。如表6所示,面板A仅仅考虑CFO早期职业经历如何影响公司现金持有水平,而面板B检验在CEO职业经历约束下的CFO困境职业经历对公司现金持有水平是否有显著差异。因考虑同一家公司CEO和CFO数据建模,需将CEO和CFO数据合并再建立回归模型,具体结果如表6面板B所示。

表6 CFO职业经历与公司现金持有
面板A: 仅仅是考虑CFO早期职业经历与公司现金持有

职业经历测度指标	<i>ProfExp1</i>	<i>ProfExp2</i>	<i>ProfExp3</i>	<i>ProfExp4</i>	<i>ProfExp5</i>
模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>CFO ProfExp</i>	-0.022***	-0.0001	0.006	-0.008**	-0.006**
<i>Governance</i>	0.061***	0.064***	0.058***	0.066***	0.065***
<i>CFO ProfExp × Governance</i>	-0.022	0.071***	0.003	-0.030***	-0.025
<i>Cash flow/assets</i>	0.366***	0.376***	0.378***	0.372***	0.373***
<i>Size</i>	-0.010***	-0.008***	-0.010***	-0.008***	-0.008***
<i>TQ</i>	12.584***	12.969***	12.772***	12.816***	12.793***
<i>WCAP</i>	0.005	0.0005	0.0001	0.001	0.004
<i>CAPEX</i>	-0.146***	-0.136***	-0.137***	-0.137***	-0.138***
<i>LEV</i>	-12.637***	-13.023***	-12.827***	-12.870***	-12.847***
<i>DIV</i>	-0.054***	-0.053***	-0.054***	-0.053***	-0.053***
<i>PR</i>	-0.011***	-0.011***	-0.011***	-0.012***	-0.012***
<i>CFO Mage</i>	-0.0003	-0.0003	-0.0003	-0.0003	-0.0003
<i>CFO Gender</i>	0.001	0.001	0.006	0.001	0.001
<i>CFO Tenure</i>	-0.002 [°]				
<i>CFO MBA degree</i>	0.003	0.005	0.002	0.003	0.004
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N Observations</i>	6681	6681	6681	6681	6681
<i>R-Squared</i>	0.332	0.332	0.33	0.331	0.331

面板 B: CEO 约束下 CFO 早期职业经历与公司现金持有

职业经历测度指标	<i>ProfExp1</i>	<i>ProfExp2</i>	<i>ProfExp3</i>	<i>ProfExp4</i>	<i>ProfExp5</i>
模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>CFO ProfExp</i>	-0.025***	-0.017*	-0.009	-0.01	-0.011**
<i>CEO ProfExp</i>	0.009	0.024**	0.008	0.004	0.006
<i>Governance</i>	0.075***	0.082***	0.072***	0.083***	0.083***
<i>CFO ProfExp × Governance</i>	-0.024	-0.097***	0.0001	-0.040***	-0.032***
<i>Cash flow/assets</i>	0.396***	0.403***	0.406***	0.400***	0.400***
<i>Size</i>	-0.008***	-0.005**	-0.007***	-0.006***	-0.006***
<i>TQ</i>	12.985***	13.421***	13.137***	13.227***	13.180***
<i>WCAP</i>	0.016	0.012	0.011	0.013	0.012
<i>CAPEX</i>	-0.142***	-0.138***	-0.133***	-0.135***	-0.137***
<i>LEV</i>	-13.029***	-13.465***	-13.182***	-13.270***	-13.223***
<i>DIV</i>	-0.043***	-0.042***	-0.043***	-0.042***	-0.042***
<i>PR</i>	-0.004	-0.005	-0.004	-0.005	-0.005
<i>CEO Mage</i>	0.001**	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
<i>CEO Gender</i>	-0.016**	-0.014*	-0.016**	-0.016**	-0.015**
<i>CEO Tenure</i>	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>CEO MBA degree</i>	-0.016**	-0.015**	-0.019**	-0.016**	-0.018**
<i>CFO Mage</i>	0.00002	0.00003	0.00001	0.00004	0.00006
<i>CFO Gender</i>	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***
<i>CFO Tenure</i>	-0.003**	-0.003**	-0.003**	-0.003**	-0.003**
<i>CFO MBA degree</i>	0.008	0.01	0.007	0.008	0.009
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N Observations</i>	5514	5514	5514	5514	5514
<i>R-Squared</i>	0.315	0.319	0.313	0.316	0.317

注: *、**、*** 分别表示显著性水平 10%、5% 和 1% 下显著

资料来源: 本文整理

从表 6 回归结果中容易发现, 面板 A 中 *ProfExp3* (股票收益特低) 与公司现金持有水平不显著地正相关, 其余 *ProfExp1* (现金流危机)、*ProfExp2* (融资约束特强)、*ProfExp4* (复合指数 1) 和 *ProfExp5* (复合指数 2) 与公司现金持有水平负相关, 这四个变量除融资约束特强回归系数不显著外, 另外三个均显著。这一结果表明, 经历过股票收益特低 CFO, 所在公司持有更高的现金持有水平; 而经历过现金流危机和融资约束特强的管理者, 所在公司依然处于较低的现金持有水平。CFO 的实证分析同样验证了本文的假设 H_{1a} 和假设 H_{1b} , 而假设

H_{1c} 同样没有得到验证。结果进一步说明, 股票收益的高低对于企业现金持有的影响不大, 而现金流危机和融资约束则是企业管理者决策持有现金量所必须考虑的重要因素。

控制 CFO 困境职业经历与公司治理交叉项后, CFO 的三个职业经历只有经历过融资约束特强与公司治理的交叉项 *ProfExp × Governance* 的回归系数在 1% 的显著性水平上显著为正, 经历过现金流危机和股票收益特低的 CEO 交叉项 *ProfExp × Governance* 回归系数分别为负和正, 均不显著。说明经历过融资约束特强的 CFO, 所在的公司治理对管理者

职业经历负向作用有所减弱。

面板 B 在 CEO 职业经历约束下 ,CFO 职业经历对公司现金持有影响的结论与 CEO 的影响结果一致 ,即经历过融资约束特强的 CFO ,公司治理结构越完善的公司现金持有水平越低 ,公司治理较差的公司现金持有水平更高。实证结果支持“现金持有校准假说”。

表 6 显示 ,公司层面的控制变量回归结果基本一致 ,但并没有证据支持产权性质对公司现金持有水平的影响显著。显著不同的是 ,管理者特征控制变量 ,年龄越大、女性、不具有 MBA 学历、任期越长的 CEO 偏向持有高现金持有水平 ,而男性、任期越短的 CFO 偏向持有高额现金。

对兼任 CEO 和 CFO 的管理者样本进行同样回归 ,只有经历过股票收益特低的职业经历对现金持有影响时规模在 10% 显著性水平下显著负相关 ,其余所有回归系数一致 ,且均不显著。

3. 稳健性检验

(1) 规模替代变量。若用消除通货膨胀因素的年末总资产自然对数作为规模替代消除通货膨胀因素的销售收入自然对数:除经历过融资约束特强的 CFO 职业经历对公司现金持有回归系数有所变化 ,变为正 ,且不显著 ,这与融资约束测度指标构建方式中的公司规模用总资产的自然对数有关;其余结果基本不变。

(2) 重新定义现金持有水平:① 现金持有比率 = 现金及现金等价物 / (总资产 - 现金及现金等价物)。② 用货币资金 (消除通胀因素后求对数) 衡量企业的现金持有水平 ,主要结论基本保持不变。经历过困境职业经历管理者 (CEO 和 CFO) 所在公司货币资金水平高于没有经过困境经历管理者 (CEO 和 CFO) 所在公司货币资金水平;公司规模越大 ,货币资金水平越高;管理者困境职业经历对公司现金持有水平影响在公司治理结构约束下有所减缓。本文建模过程均采用剔除异常值进行回归的结果 ,“稳健标准差 + OLS”方法估计回归系数且样本容量足够大 ,异方差性可共存 ,不影响回归模型结果。因此 ,本

文的回归结果较可靠。

五、结论与启示

CEO 全样本实证结果表明 ,经历过股票收益特低的 CEO 所在公司持有更高的现金持有水平 ,而经历过现金流危机和融资困境的管理者所在公司依然处于较低的现金持有水平。经历过融资约束特强的 CEO 所在的公司治理对管理者职业经历负向作用有所增强 ,实证结果支持“现金持有校准假说”。CFO 全样本实证结果 ,发现经历过融资约束特强的 CFO ,其所在公司治理结构越完善的公司现金持有水平越低 ,公司治理较差的公司现金持有水平更高 ,实证结果也支持“现金持有校准假说”。没有证据支持 CEO 身兼 CFO 两职管理者职业经历对公司现金持有水平有显著影响。CEO 和 CFO 的实证结果与我国企业经营环境契合 ,我国股市发展尚不健全 ,并且股票市场的一个重要功能是为国有企业改革融资 ,还有我国对于股市的监管办法还不尽科学 ,相关的法律法规尚未健全 ,且存在执法不严现象。股票价格和收益与公司经营状况相背离的现象较为严重。所以 ,管理者给予的关注度不高。而现金流危机和融资约束则是危及企业资金链的重要因素 ,管理者不能不加以严重关注。

管理者特征层面上显示 ,年龄越大的 CEO 偏向持有高现金持有 ,任期越短的 CFO 偏向持有高额现金。公司层面上 ,公司治理结构越完善、规模越小、投资机会越大、杠杆越小以及分红越少的公司 ,现金持有水平更高。实证结果与实际情况高度契合 ,因为公司治理越完善 ,企业经营受高管的个人影响越小;企业规模越大 ,其抗风险能力越大 ,越能经受危机的冲击 ,可以适当减少资金预留;投资机会越大的企业 ,当然需要留足资金以便抓住即将到来的机会 ,增加企业赢利;杠杆越低的企业 ,一般来说其融资渠道也越少 ,融资能力越小 ,因此 ,必须多留资金以备不时之需;分红越少的企业 ,一般说来其盈利能力越小 ,必须留更多的资金 ,以应急时之需。产权性质而言 ,管理者职业经历对民营企业现金持

有水平影响高于国有企业现金持有水平影响,其原因在于民营企业与国有企业社会责任不同,民营企业主要以营利为目的,而国有企业不仅仅以营利为目的,还承担较大的社会责任,比如稳定社会经济形势,民营企业与国有企业融资渠道、高管任选显著差异。从本文的实证分析结果中可以得到以下启示:

(1) 从管理者职业经历与现金持有的关系实证结果中可以看出,管理者早期困境职业经历对公司现金持有水平具有重要影响。因此,公司应该通过把握管理者职业经历来提升或降低公司现金持有水平,做到既可以预防资金危机,又能够降低企业机会成本,使得资金得到最大化利用,促进公司更好发展。同时,应完善公司治理结构,降低管理者个人的主观因素对企业经营的影响,使企业经营走上健康良性的发展轨道。

(2) 管理者职业经历与现金持有的关系实证结果,为我国企业选择管理者,预防现金流危机提供了参考。规模越小、杠杆越低以及赢利能力越弱的企业,其抗风险能力较小,应选择秉持谨慎作风的管理者,降低企业经营风险。反之,规模越大、杠杆越高以及赢利能力越强的企业,可以选择秉持大胆敢拼的管理者,以便能够更好地抓住稍纵即逝的机会,带领企业走向下一个胜利。

(3) 改善中小微企业、创业企业等的经营环

境,疏通其融资渠道,更好地满足它们对资金的需求,从而降低其经营成本,帮助其更好地发展。创业企业、中小微企业承载着创业者和众多准备创业者的梦想,这些企业如果能够茁壮成长起来,可以激励更多有梦想的人们更加积极地追求自己的中国梦。

(4) 加强金融市场化改革,公平对待国有企业和民营企业,保障民营企业在银行贷款方面的“国民待遇”,大力发展民营经济。

(5) 深化股票证券市场管理制度改革,使得股票收益的变化真正能够反映企业的经营状况,更加理性,以更好地保护投资者利益。

(6) 加快企业管理人才市场化建设,尽快形成比较成熟的职业经理人市场,让企业高管更加充分地接受市场竞争洗礼,以便增强其自身的职业素养和人格修养,增强其经营管理能力和预测风险的理性分析能力,而不是凭借非理性的感知能力。同时,深化国有企业改革,特别是深化国有企业高管的职业化改革,提高国有企业管理者的经营管理能力和国有企业的资源利用效率。

后期研究可以考虑经历过紧缩性货币政策的管理者对于公司现金持有以及其他公司决策的影响,将管理者早期经历时间窗口延长,检验经历的时间长短是否也会影响管理者职业经历现金持有水平。

参考文献:

- [1] Almeida H., Campello M., Weisbach M. The Cash Flow Sensitivity of Cash [J]. *Journal of Finance*, 2004, (59): 1777 - 1804.
- [2] Ben-David I., Graham J., Harvey C. Managerial Miscalibration [R]. *Quarterly Journal of Economics* 2013.
- [3] Campello M., Giambona E., Graham J. R., Harvey C. R. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis [J]. *Review of Financial Studies* 2011 (24): 1944 - 1979.
- [4] Chiang Y.-M., Hirshleifer D., Qian Y., Sherman A. E. Do Investors Learn from Experience? Evidence from Frequent IPO Investors [J]. *Review of Financial Studies* 2011 (24): 1560 - 1589.
- [5] Denrell J. Adaptive Learning and Risk Taking [J]. *Psychology Review* 2007 (114): 177 - 187.
- [6] Denrell J., Marsh J. Adaptation as Information Restriction: The Hot Stove Effect [J]. *Organization Science*, 2001, (12): 523 - 538.
- [7] Dittmar A., Duchin R. Looking in the Rear View Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy [R]. Working Paper 2014.
- [8] Dittmar A., Jan M., Servaes H. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings [J]. *Journal of Financial and*

Quantitative Analysis 2003 38 (1): 111 - 134.

[9] Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm[J]. Journal of Political Economy ,1980 (88) : 288 - 307.

[10] Faulkender M. ,Wang R. Corporate Financial Policy and the Value of Cash [J]. Journal of Finance ,2006 ,(61) : 1957 - 1990.

[11] Greenwood R. ,Nagel S. Inexperienced Investors and Bubbles [J]. Journal of Financial Economics 2009 (93) : 239 - 258.

[12] Hadlock C. ,Pierce J. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index [J]. Review of Financial Studies 2010 (23) : 1909 - 1940.

[13] Hertwig R. ,Barron G. ,Weber E. ,Erev I. Decisions from Experience and the Effect of Rare Events in Risky Choice [J]. Psychological Science 2004 (15) : 534 - 539.

[14] Hertwig R. ,Erev I. The Description-Experience Gap in Risky Choice [J]. Trends in Cognitive Sciences 2009 (13) : 517 - 523.

[15] Hertwig R. The Psychology and Rationality of Decisions from Experience [J]. Synthese 2012 (187) : 269 - 292.

[16] Kaustia M. ,Knüpfer S. Do Investors Overweight Personal Experience? Evidence from IPO Subscriptions [J]. Journal of Finance 2008 (63) : 2679 - 2702.

[17] Keynes J. M. The General Theory of Employment. In: Interest and Money [M]. Harcourt Brace ,London ,1936.

[18] Lins K. ,Servaes H. ,Tufano P. What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash savings and Lines of Credit [J]. Journal of Financial Economics 2010 (98) : 160 - 176.

[19] Marsh J. Learning to be risk averse [J]. Psychology Review ,1996 (103) : 309 - 319.

[20] Malmendier U. ,Nagel S. Depression babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking? [J]. Quarterly Journal of Economics 2011 (126) : 373 - 416.

[21] Malmendier U. ,Nagel S. Learning from Inflation Experiences [R]. University of California at Berkeley ,Working Paper 2013.

[22] Malmendier U. ,Tate G. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance 2005 (60) : 2661 - 2700.

[23] Malmendier U. ,Tate G. ,Yan J. Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies [J]. Journal of Finance 2011 (66) : 1687 - 1733.

[24] Miller M. ,Orr D. A Model of the Demand for Money by Firms [J]. Quarterly Journal of Economics ,1966 (80) : 413 - 435.

[25] Nisbett R. ,Ross L. Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment [M]. Englewood Cliffs ,1980: Prentice Hall.

[26] Opler T. ,Pinkowitz L. ,Stulz R. ,Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings [J]. Journal of Financial Economics ,1999 (52) : 3 - 46.

[27] Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. Journal of Business ,1986 (59) : 197 - 216.

[28] Vissing-Jorgensen A. Perspectives on Behavioral Finance: Does “Irrationality” Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions [M]. In NBER Macroeconomics Annual 2004.

[29] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 北京: 经济研究 2005 (2) .

[30] 方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据 [J]. 北京: 会计研究 2013 (7) .

[31] 雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益 [J]. 北京: 会计研究 2012 (2) .

[32] 罗琦,秦国楼. 投资者保护与公司现金持有 [J]. 北京: 金融研究 2009 (10) .

[33] 栾天虹,吴晓勇. 管理者过度自信与投资现金流敏感性 [J]. 杭州: 浙江社会科学 2014 (10) .

[34] 王福胜,宋海旭. 终极控制人、多元化战略与现金持有水平 [J]. 北京: 管理世界 2012 (7) .

[35] 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数据 [J]. 天津: 南开管理评论 , 2007 (6) .

[36] 张会丽,陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察 [J]. 北京: 管理世界 2012 (3) .

[37] 祝继高,陆正飞. 货币政策、企业成长于现金持有水平变化 [J]. 北京: 管理世界 2009 (3) .

Does the Executives' Professional Experience Affect the Level of Corporate Cash Holdings? —The Empirical Evidence from Listed Companies of China During 2006—2013

LIU Yuan-xiu^{1,3}, HU Yuan-cheng¹, WU Fei²

(1. Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, Jiangxi, 330013, China;

2. Shanghai Advanced Institute of Finance, Shanghai, 200030, China;

3. Institute of Technology, East China Jiao tong University, Nanchang, Jiangxi, 330100, China)

Abstract: Executives are all always cautious in order to avoid the rupture of capital chain for corporate by setting reserves aside for necessary. For reducing the opportunity cost, executives wish to the reserve are as good as less, but in reality the over-less reserve could be stand for crisis. So the amount of reserve funds need to be considered well. But the amount dealing with crises actually is decided by overall predictions of crisis by management. As different managers' qualification is different, the results of predication vary wildly, which leads to a disparity of reserved fund's amount. So what kind of management will tend to save money, what other groups likely to acquire a less reserve?

The paper is from perspective of management career experience, accesses from incentives of preventive needs of listed companies under guide of finance theory, analyses firstly "hypothesis of cash holding of basic factors driving cash holding", "hypothesis on excessive cash holdings" and "hypothesis of cash holdings validation". This paper is in the direction that in our country's unique culture system and under the background of opening-up reform where China is still in transition period, with imperfect architecture, the opportunity and risk coexist with each other, the prudent executives tend to be risk-averse, and courageous tend to seize the opportunity. The unexperienced professional executives are likely in accordance with the cautious attitude to avoid the potential crisis, and well-experienced ones are very confident, in brave style and bold, which sometimes conduce underestimated risks, they are more likely to experience a career crisis. They will in the later in his career in sticking to the original style of life and work as well. So based on the cash holdings calibration hypothesis put forward research hypothesis and three corresponding hypothesis. Taking non-financial listed companies in market years between 2006 and 2013 as samples, will have been employed by suffering financing dilemma (cash flow crisis, the strongest financing constraints and the lowest stock returns) of the company management professional experience index is defined as 1, otherwise is 0. In addition, according to different combinations of these three measuring dimensions, the two composite index are constructed. Other precautionary savings motive characteristic effects in controlling company, at the same time control the nature of property rights, industry and year impact cases, study the current managers (CEO and CFO) professional experience difficulties (cash flow crisis, the strongest financing constraints and the lowest stock returns) how to affect the level of corporate cash holdings, and verify the above hypothesis.

Empirical results found that the corporations where the managers had experienced a strong cash flow crisis, the financing constraints work for intend to have a low level of cash holdings, but there is no evidence to support has experienced the management company of stock returns, low level of cash holdings having a significant impact. Empirical results support the hypothesis (support hypothesis H_{1a} and H_{1b} , and there is not support hypothesis H_{1c}). Packet inspection finds that private enterprise managers' career experience has more evident impact on the company's cash holdings level significantly than that of state-owned enterprises; there is no clear difference when the same executive take role of CEO and CFO at the same time, its a career experience are significant impact on the company's cash holdings, we also could summarize that managers' tenure, age, level of cash holdings have a significantly influence on the company.

The article also gives a hint on corresponding management revelation that should improve the corporate governance structure, reduce the management of personal subjective factors influencing on enterprise management, and make the enterprise management to the healthy and benign development track. To improve the micro, small and medium enterprises, entrepreneurial enterprises financing channels, to reduce the opportunity cost of its business, to promote the better development. Financial market reform should be strengthened, the fair treatment of state-owned enterprises and private enterprises, promote the rapid development of private enterprises. Especially that shares of the securities market management system reform, make the change of stock returns can really enterprise operating conditions of the reaction, more rational, to better protect the interests of investors. Should strengthen the construction of the professional manager talent to form a mature professional manager market as soon as possible, make enterprise executives more fully accept the baptism of market competition, strengthen their own professional quality and personality, ability to improve enterprise management and the ability to predict the reasonable analysis of the enterprise risk, rather than relying on irrational awareness. Other importance includes firstly to deepen the reform of state-owned enterprises at the same time, especially the reform of the executives of state-owned enterprises professional, improve the management ability of state-owned enterprise managers, the resources' use efficiency of state-owned enterprises.

Key Words: professional experience; corporate cash holdings; behavioral finance

(责任编辑:鲁言)