

控股股东杠杆增持与企业现金持有

熊凌云, 蒋尧明, 连立帅, 杨李娟

[摘要] 2015年以来控股股东杠杆增持现象对资本市场和企业经营产生了重要影响。本文考察了控股股东采用杠杆方式增持股份对企业现金持有水平的影响。研究发现:①控股股东杠杆增持与企业现金持有水平显著负相关;②控股股东杠杆增持主要通过缓解融资约束和代理成本,降低企业持现的预防性动机和代理动机,实现现金持有水平的下降,说明杠杆增持促使控股股东在公司治理中更多地表现为“利益协同效应”;③控股股东杠杆增持在降低现金持有水平的同时提升了企业价值、降低了公司股价崩盘风险,但控股股东自身高杠杆会抑制杠杆增持对企业现金持有水平的“利益协同效应”,说明杠杆增持也并非越高越好。本文丰富了控股股东杠杆增持的经济后果及影响机制的研究,拓展了企业现金持有动机理论的应用范围,也为决策部门出台鼓励控股股东杠杆增持政策提供了经验证据,以及监管部门防范金融风险提供了重要的政策启示。

[关键词] 控股股东杠杆增持; 企业现金持有; 利益协同效应; 融资约束; 代理成本
[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)08-0137-19

一、引言

金融市场稳定是保持中国经济持续健康发展和社会大局稳定的前提和基础,防范和化解金融风险一直是监管部门和金融机构重点关注的内容。党的十九大报告提出,“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”,并将“防范化解重大风险”置于三大攻坚战之首,凸显了稳定资本市场的迫切性和重要性。2020年政府工作报告中也提出,“加强金融等领域重大风险防控,坚决守住不发生系统性风险底线。”为保持证券市场的稳定性,2015年7月,中国证券监督管理委员会出台《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》(证监发[2015]51号),允许在6个月内减持过本公司股票的上市公司大股东及“董监高”,通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买本公司股票。该通知首次明确了大股东和“董监高”利用杠杆方式增持本公司股份的行为,并且鼓励上市公司大股东和“董监高”在公司股价大幅下跌时通过

[收稿日期] 2019-09-27

[基金项目] 国家自然科学基金地区项目“会计事务所合伙人与非合伙人签字注册会计师民事责任的配置及其对执业质量的影响研究”(批准号71962011);江西省社会科学规划青年项目“控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的影响研究”(批准号19GL42);江西省高校人文社会科学研究青年项目“控股股东杠杆增持对股价崩盘风险的影响机制研究”(批准号GL19207)。

[作者简介] 熊凌云,江西财经大学会计学院讲师,管理学博士;蒋尧明,江西财经大学会计发展研究中心教授,博士生导师,管理学博士;连立帅,华东师范大学经济与管理学部副教授,管理学博士;杨李娟,江西财经大学会计学院博士研究生。通讯作者:熊凌云,电子邮箱:xionglyun1988@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

杠杆增持方式稳定股价。与控股股东现金增持相比,控股股东杠杆增持有两大优势:①资金来源渠道更多。现金增持的资金来源主要是控股股东的自有资金;杠杆增持除了自有资金外,实际出资方还包括券商、信托、基金公司、银行等金融机构。②增持金额具有杠杆效应。因此,杠杆增持方式深受控股股东青睐。2015—2018年,上市公司控股股东累计增持2471.36亿元,其中采用杠杆方式增持548.58亿元,杠杆增持金额占总增持金额的22.20%。分年度看,仅2015年就有448家上市公司控股股东进行了杠杆增持,增持金额达286.96亿元。随后,中央推行供给侧结构性改革,在“去杠杆”的大背景下,2016年、2017年杠杆增持仍维持在较高水平,杠杆增持企业数分别为132家和125家,金额分别为123.16亿元和115.79亿元;2018年杠杆增持数量虽有所下降,但每户杠杆增持金额约1.26亿元,同比增长36.00%^①。

与现金增持相比,杠杆本身的风险性也将使控股股东面临平仓压力,自身风险进一步上升;同时,杠杆增持属于热点题材,投资者容易在不明风险的情况下盲目跟风炒作,导致市场风险加大。实践发现,杠杆增持的高股价、高杠杆、高平仓线等特性也对金融市场的稳定性构成了威胁。例如,上海斐讯数据通信技术有限公司多次杠杆增持广西慧球科技股份有限公司,埋下“爆仓”的隐患,最终借壳失败的案例让人唏嘘不已(梁上坤等,2018)。因此,考察控股股东杠杆增持如何通过企业微观行为影响资本市场发展是一个非常迫切的问题,对健全金融监管体系、防范和化解金融风险、稳定资本市场具有重要意义。

现金持有水平关乎企业经营的长期前景。公司倾向于储备一定量的现金,以便更好地捕捉投资机会,应对市场的不确定性以及经济危机等(Myers and Majluf,1984;Bates et al.,2009)。但是,考虑到现金持有的机会成本,企业必须对现金持有的收益和成本进行权衡并动态调整,以使其保持在“最佳”水平。作为公司的一项重要战略决策,近年来不少学者研究管理层对企业现金持有水平的影响(Florackis and Sainani,2018),也有学者从外资持股(Vo,2017)、混合所有制(杨兴全和尹兴强,2018)、股权质押(李常青等,2018)等视角探究大股东与现金持有的关系。不同于以往研究关注控股股东累计持股比例对现金持有的影响,也不同于现金增持等传统增持行为对企业现金管理的影响,本文基于控股股东杠杆增持这一新现象,探究其是否会影响企业的现金持有水平。如果会影响,具体作用机制是什么?杠杆增持对现金持有水平的影响有何经济后果?

为此,本文选取2015—2018年沪深两市上市公司样本进行研究,深入考察控股股东杠杆增持与企业现金持有水平两者的内在联系。本文贡献主要有四个方面:①从控股股东杠杆增持的视角,考察了影响企业现金持有的因素。不同于以往研究关注家族控股(李思飞和卢闯,2018)、集团股东(刘星等,2014)等控股股东累计持股比例对现金持有的影响,也不同于现金增持(李俊峰等,2011)等传统增持行为对企业现金持有的影响,本文基于控股股东杠杆增持这一新现象,深入检验杠杆增持下控股股东对现金持有的协同治理效应,丰富了控股股东杠杆增持的经济后果及影响机制,有助于完善中国控股股东股权治理行为,在学术价值上有显著的增量贡献。②已有研究表明,预防性动机和代理动机对现金持有要求是矛盾的(罗进辉等,2018),本文研究发现控股股东杠杆增持通过“利益协同效应”,能有效平衡现金持有的预防性动机和代理动机冲突,对现金持有动机理论和现金持有影响因素的研究是一次有益的拓展。③不仅细化了控股股东杠杆增持比例、金额和股数对现金持有水平的具体影响,探究了控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的作用机制,对比了杠杆增持与现金增持的影响效应,还分析了控股股东自身杠杆性对杠杆增持与企业现金持有关系的影响,这些研究均为控股股东实施杠杆增持和进行企业财务决策提供了重要依据。④从现金持有水平切入,

^① 控股股东杠杆增持家数及杠杆增持金额图参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

发现控股股东杠杆增持有助于提升公司价值和降低公司股价崩盘风险,从侧面验证了中国证券监督管理委员会出台的鼓励控股股东杠杆增持政策的微观效果^①,控股股东杠杆增持的协同效应与适度性,也为监管部门后续出台鼓励控股股东增持的政策提供理论支撑和经验借鉴。

二、理论分析与假说提出

1. 理论分析

代理理论认为,由于公司股东和管理层的效用函数不一致,管理层为了谋求自身利益的最大化,会做出损害股东利益的决策,这主要表现为第一类代理问题(Jensen and Meckling,1976);如果控制权与现金流权不一致,则控股股东可能会侵害中小股东的利益,突出表现为第二类代理问题(Johnson et al.,2000)。控制权理论认为,控股股东作为公司的实际控制人,对现金持有策略存在正反两方面的影响:一方面表现为“利益协同效应”,即控股股东凭借其控制权地位,为公司创造更多价值,更好地发挥监督管理层的作用,通过减轻代理问题将企业现金维持在较低水平(李思飞和卢闯,2018),并提升持有现金的价值(Dittmar and Mahrt,2007);另一方面表现为“隧道效应”,即控股股东在分配公司经营成果时可能不会按照持股比例均匀分配,而是借助关联交易、侵占资金等形式转移企业财富(Johnson et al.,2000),现金由于具有较强的流动性,是控股股东利益转移的首选方式,为了更好地转移财富,控股股东倾向持有较多的现金。

控股股东杠杆增持作为一种股东增持方式,在相同成本条件下,可获得比现金增持更多的股份,有助于快速巩固控制权地位。根据控制权理论,杠杆增持所带来的控制权提升可能对公司治理产生正反两方面的效应:一方面,股权集中度越高,控股股东的利益与公司利益越容易趋于一致,控股股东更有动力监督管理层,并凭借自身的优势资源为公司谋取更大的利益,因此,持股比例越高越能发挥“利益协同效应”(Michaely and Roberts,2011);另一方面,在杠杆机制下,由于控制权更加集中,控股股东出于私人利益的考虑,借助其在截留上市公司资金上的先天优势,更可能“腾挪”“垫付”“借用”“蚕食”上市公司的资金(Johnson et al.,2000)。

除了增持带来控制权提高之外,杠杆这把“双刃剑”也会对公司经营产生正反两方面影响:一方面,从信号传递理论看,控股股东通过杠杆的方式增持自家公司股票,更加显示了控股股东对公司未来发展充满信心,是一种积极的信号显示,可以提升上市公司的正面形象,增强投资者信心(Dann,1981;Comment and Jarrell,1991)。同时,杠杆的风险性也促使其他股东、配资金融公司、监管部门、机构投资者以及社会公众加大对控股股东杠杆增持公司的关注度,在声誉机制和监管压力下,其收敛掏空公司利益的动机,这将促进“利益协同效应”的发挥。另一方面,从成本收益理论看,相对于非杠杆增持而言,杠杆增持还需要承担额外的成本,除资金利息外,还包括由杠杆引起的平仓风险、财务风险、控制权变更风险、监管风险和声誉损害风险等潜在成本,由于杠杆增持后所得收益具有很大不确定性,为了补偿杠杆带来的风险成本,控股股东可能会将杠杆增持的成本转嫁给中小股东,从而强化其对中小股东的“隧道效应”(Dyck and Zingales,2004)。

^① 2015年7月8日,中国证券监督管理委员会出台《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》(证监发[2015]51号),对稳定股价,恢复股灾后的资本市场建设有一定效果。时隔三年,2018年11月9日,中国证券监督管理委员会、中华人民共和国财政部、国务院国有资产监督管理委员会联合发文《关于支持上市公司回购股份的意见》(证监发[2018]35号),第五条“鼓励上市公司的控股股东、实际控制人结合自身状况,积极增持上市公司股份,推动上市公司回购公司股份,并在资金方面提供支持。”将鼓励控股股东增持自家股份从国有上市公司拓展到全部上市公司,也印证了监管层对控股股东杠杆增持作用的认可。

2. 研究假说

由于控股股东杠杆增持以较少的本金获得较多的股份,这对企业现金管理会产生较大影响。根据现金持有动机理论,预防性动机和代理动机是影响新兴市场国家企业持现水平的最主要因素。这是因为:一方面,新兴国家的融资约束、经济波动性和政策不确定性较大,管理层出于规避风险的考虑会持有一定现金,并且为了避免错失投资机会,倾向于发挥高水平现金持有的“竞争性作用”,增加公司的现金持有水平(Myers and Majluf,1984);另一方面,新兴国家投资者保护力度和公司治理水平整体偏低,超额持有现金最容易被管理层随意挥霍、侵占,为了减少代理冲突,代理动机认为公司应该减少现金持有水平。然而,预防性动机和代理动机对现金持有水平的影响却是矛盾和冲突的,控股股东杠杆增持行为是通过“利益协同效益”缓解这两种动机之间的冲突,还是通过“隧道效应”强化两种动机的冲突和矛盾呢?本文从两方面逻辑对这一问题进行探讨。

(1)控股股东杠杆增持可能通过发挥“利益协同效应”降低企业现金持有水平。控股股东杠杆增持通过缓解公司内外部融资约束,缓解现金持有的预防性动机,从而降低公司现金持有水平。从内部融资约束看,杠杆将控股股东的利益与公司利益绑定在了一起,为了补偿杠杆增持的成本,控股股东会将更多的资源运用到公司的未来发展,公司内部融资约束随之减弱(熊凌云等,2019)。同时,在公司股价大幅下跌期间,控股股东进行杠杆增持相当于直接为公司注入资本,也在一定程度上直接缓解了公司内部融资约束。从外部融资约束看,中国是传统的关系型社会,控股股东之所以能借到杠杆来撬动更多股权,从侧面反映了控股股东与银行、证券、基金公司等关系较为密切,而中国又非常重视“圈子”文化和“熟人”文化(杜勇等,2019),熟人好办事,公司自然容易从银行、证券等金融机构融到资金(潘越等,2019);银行、证券等愿意将资金借给控股股东增持股份,也说明金融机构对公司未来发展充满信心,愿意给公司提供更多的资金支持。从信号传递理论看,控股股东采用杠杆的方式增持自家公司股份的行为,向市场释放出企业未来成长性好、发展空间大的信号,有利于企业获得外部资金,进一步缓解外部融资约束。李俊峰等(2011)发现大股东增持之后,公司股价累积异常回报率显著为正且持续性较强。故而大股东增持行为能够向市场传递出积极信号。企业为了预防意外支出会保持一定的现金持有水平,比如税收不确定性所导致的现金预防意外支出(Hanlon et al.,2017),受融资约束高的企业表现出更大的投资现金流敏感性,融资约束的缓解将减弱持现的预防性动机,导致企业现金持有水平下降。

控股股东杠杆增持通过缓解企业现金持有的代理动机,从而降低企业现金持有水平。管家理论认为,控股股东选择杠杆增持一般是在公司处于股价大幅下跌的危机之中,在这种困境之下,杠杆增持类似于资本注入,更有利于激发控股股东的管家行为。在面临股价下跌等外部危机冲击时,大股东可能表现出强烈的管家意识(连燕玲等,2012),或是通过增持、借贷、杠杆等多种方式为企业提供各种资金资源(Friedman et al.,2003),或是更加密切监督和关注管理者的决策和行为(Alchian and Demsetz,1972),并且大股东持股量越多,这种管家意识将越强,越能缓解公司现金持有的代理动机,优化现金持有水平。同时,杠杆的风险特性为控股股东增加了来自市场和监管部门的压力,这些压力也有助于控股股东加强公司治理,约束私利侵占行为。主要表现为:①监管压力。从杠杆增持公司的问询函公告^①中可以看到,监管部门非常关注使用杠杆融资进行增持的上市公司的行为,要

^① 例如,新湖中宝于2017年3月12日收到上海证券交易所《关于对新湖中宝股份有限公司股东拟通过金融机构融资产品增持公司股份的问询函》,在问询函中,中国证券监督管理委员会明确要求新湖中宝实际控制人披露:杠杆增持产品的资金到位情况、剩余资金预计到位时间;资管计划出资人、期限、后续还款计划、合规性;触及补仓线的情况下实际控制人是否追加保证金;归还资管计划的资金来源以及合规性;按要求进行重大风险提示等内容。

求公司详细披露增持资金的来源、增持时间等事项,而且会长期重点关注此类公司的发展情况。来自监管的压力将使控股股东强化对企业的监督,提高企业会计信息质量,减少信息不对称和逆向选择成本的负面影响,现金持有量也会降低(Chung et al.,2015)。^②锁定期压力。《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》规定,通过杠杆增持的股份有6个月的锁定期,在锁定期内控股股东不能抛售增持的股份,这也促使控股股东关注企业中长期利益,强化现金持有的竞争效应,降低现金持有量。

(2)控股股东杠杆增持也有可能通过“隧道效应”提高公司现金持有水平。代理理论认为,由于控制权的集中,控股股东在截留上市公司的募集资金上占有先天优势(Jiang et al.,2010),控制权的提升为控股股东强化侵占效应、“掏空”公司和侵占小股东利益提供了更大的便利(Johnson et al.,2000);而现金及其等价物由于流动性最强,是控股股东侵占公司利益的首选资产(罗琦和胡志强,2011),因此从第二类代理问题看,控股股东杠杆增持会通过“隧道效应”影响企业现金持有水平。^①杠杆天然具有高风险的特性,控股股东杠杆增持后,股价下跌可能使控股股东面临强制平仓的风险;此时,控股股东可能会增强现金持有的预防性动机(李常青等,2018),在股价下跌幅度较大时,使用现金回购公司股票以化解危机。^②控股股东因为控制权的提高,也会干预管理层的现金决策,让公司持有更多的现金,以便其通过关联交易、在职消费、转移定价等方式转移公司现金,此时,企业现金持有的代理动机被强化。Jebran et al.(2019)的研究结果支持了控股股东通过储备较多现金侵占少数股东的观点。也就是说,从“隧道效应”看,控股股东杠杆增持会显著提高公司的现金持有水平。

综上所述,基于“利益协同效应”,控股股东杠杆增持将通过缓解现金持有的预防动机和代理动机,降低企业现金持有水平;而基于“隧道效应”,控股股东杠杆增持将会强化预防动机和代理动机,提高企业的现金持有水平。因此,本文提出:

H1a:控股股东杠杆增持与企业的现金持有水平负相关。

H1b:控股股东杠杆增持与企业的现金持有水平正相关。

三、研究设计

1. 数据来源

本文选取2015—2018年沪深两市的上市公司为研究样本进行分析^①,对样本进行如下处理后得到8825个有效样本:①剔除金融类和相关财务数据缺失的上市公司;②剔除被交易所进行特别处理的公司。控股股东杠杆增持数据是通过上市公司股权变动公告手工查阅获得,由于控股股东杠杆增持是自愿性选择行为,这一制度设计使研究可以区分杠杆增持企业而非杠杆增持的企业,有助于克服事件识别误差。企业现金持有水平和财务数据来源于CSMAR数据库、Wind数据库等。对所有连续变量进行了1%和99%水平的缩尾处理以避免极端值和异常值的影响。

2. 变量定义

(1)企业现金持有水平。本文参考Chen et al.(2019)、刘井建等(2018)的方法,用企业现金与现金等价物和企业总资产的比值表示企业现金持有水平(Cash1);参考杨兴全和尹兴强(2018)的衡量方法,采用(货币资金+交易性金融资产)/(总资产-现金及现金等价物)定义企业现金持有水平(Cash2)作为稳健性度量指标。

^① 研究期间之所以从2015年开始,是因为2015年中国证券监督管理委员会首次发布通知明确控股股东可以以杠杆的方式增持公司股票,随后控股股东杠杆增持的数量才快速上升。

(2)控股股东杠杆增持。手工整理、阅读上市公司股权变动公告,根据增持主体进行筛选,如果当年度内控股股东、实际控制人及一致行动人增持公告涉及券商、基金、信托或银行的定向资产管理计划,则构建控股股东杠杆增持哑变量指标($Cgli$),取值为1,否则为0;同时手工统计整理控股股东杠杆增持行为特征指标,包括当年度内控股股东、实际控制人及一致行动人用杠杆方式累计增持的比例($Cgliratio$)、金额($Cglimon$)和股数($Cglinum$),其中,控股股东杠杆增持的金额和股数在回归分析中取其自然对数值。

(3)控制变量。大公司需要更多的现金维持日常经营和投资活动,预计公司规模与现金持有正相关;具有更多成长机会的公司也有更大的现金需求,预计企业成长性与企业现金持有正相关;负债率越高表明企业内部资金越短缺,对外部资金依赖越高,预计企业杠杆率与现金持有的关系为负(李常青等,2018);股利支付率高意味着公司用于支付股利的现金较多、留存较少(Bates et al., 2009);上市的年龄越长的公司融资渠道也越多,持有现金的预防性动机越弱(杨兴全和尹兴强, 2018);相关文献还表明管理费用率、净筹资费用率等企业财务指标会显著影响企业现金持有水平(Dittmar and Mahrt, 2007; Chen et al., 2019)。

3. 研究模型

为验证前文提出的研究假说,综合已有关于企业现金持有与控股股东行为的研究文献,本文采用多元回归模型进行检验,模型如下:

$$CashX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Cgli_{i,t} + \beta_2 \times Controls_{i,t} + \beta_3 \times \sum Industry + \beta_4 \times \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中因变量 $CashX_{i,t}$ 是企业现金持有水平代理指标: $Cash1_{i,t}$ 和 $Cash2_{i,t}$ 是用不同方法衡量的企业现金持有水平。自变量 $Cgli_{i,t}$ 为控股股东杠杆增持哑变量,控股股东采用杠杆方式增持取1,否则为0。参考杨兴全和尹兴强(2018)、Bates et al.(2009)、Chen et al.(2019)等现金持有研究文献的观点,在模型(1)中控制多个可能会影响企业现金持有水平的财务特征变量,具体包括: $Size_{i,t}$ 为企业规模,等于企业期末总资产取自然对数; $Lev_{i,t}$ 为企业负债率,等于企业当年负债与年末总资产的比值; $Growth_{i,t}$ 为企业成长性,用当年营业收入增长率表示; $Tatr_{i,t}$ 为总资产周转率,等于企业当年营业收入净额与平均资产总额的比值; $Div_{i,t}$ 为股利支付率,等于企业当年应付股利与年末总资产的比值; $Age_{i,t}$ 为企业上市年龄,等于企业上市年龄的自然对数; $Adfee_{i,t}$ 为管理费用率,等于企业当年管理费用与营业收入的比值; $Ier_{i,t}$ 为利息费用率,等于企业当年利息费用与年末总资产的比值; $Nf_{i,t}$ 为净筹资费用率,等于企业当年筹资活动产生的现金净额与年末总资产的比值;此外,控制行业固定效应和年份固定效应。

4. 描述性统计

主要变量的描述性统计结果显示^①,企业现金持有水平($Cash1$)的均值为0.1650,最小值为0.0173,最大值为0.5573;企业现金持有水平($Cash2$)的均值为0.2191,最小值为0.0225,最大值为1.2416,表明各企业现金持有水平有所差别,一些企业的现金持有量甚至相差较大。企业现金持有水平 $Cash1$ 和 $Cash2$ 的均值与其他学者的相关研究一致。控股股东杠杆增持($Cgli$)的均值为0.0444,这表明2015—2018年期间上市公司控股股东采用杠杆方式增持的企业占全部企业的4.44%。控股股东杠杆增持比例($Cgliratio$)的最大值为0.0286,说明控股股东采用杠杆方式最大增持了2.86%的上市公司股份。

^① 主要变量的描述性统计请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。

四、实证分析

1. 控股股东杠杆增持与企业现金持有回归分析

模型(1)的回归结果见表1,被解释变量为企业现金持有水平(*Cash1*)和(*Cash2*),解释变量为控股股东杠杆增持(*Cgli*)。第(1)列和第(3)列的结果显示,*Cgli*的估计系数均在1%的水平上显著为负(*t*值分别为-2.6110和-3.2444),说明控股股东杠杆增持与企业现金持有水平呈负相关关系,支持了H1a。此外,本文还控制了企业规模、企业负债率等变量^①以防止这些因素对回归结果造成影响,结果如第(2)列和第(4)列所示,*Cgli*的估计系数也在1%的水平上显著为负(*t*分别为-2.8690和-3.5022),说明控股股东杠杆增持与企业现金持有水平显著负相关,即有控股股东杠杆增持的上市公司现金持有水平更低。经济意义方面,以表1的第(2)列为例,相比没有控股股东杠杆增持的企业,控股股东杠杆增持企业的现金持有水平会下降1.07%,相当于对平均规模为55.66亿元的样本企业来说,控股股东杠杆增持会降低其现金持有量0.60亿元。^②

实证结果支持了控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的影响机制主要是“利益协同效应”。如果控股股东借助杠杆方式增持公司股份后,将注意力放在“掏空”上市公司,那么无异于“杀鸡取卵”,即杠杆增持的方式弱化了控股股东的“隧道效应”。因为掏空上市公司必然会带来公司整体利益受损,杠杆增持的股份有一定的锁定期,“隧道效应”迟早会在公司经营中显现;一旦不利影响显现,潜在投资者对公司失去信心,股价跌至平仓线,那么控股股东损失的不仅仅是杠杆增持部分的股份及本金,还会使其个人财富产生重大亏损,这种赔本的买卖与“理性经济人”相悖。因此,控股股东杠杆增持通过“利益协同效应”优化了企业的现金持有水平。

2. 控股股东杠杆增持特征与企业现金持有回归分析

表2报告了控股股东杠杆增持特征对企业现金持有水平的检验结果,其中控股股东杠杆增持特征变量分别是控股股东杠杆增持比例(*Cgliratio*)、控股股东杠杆增持金额(*Cglimon*)和控股股东杠杆增持股数(*Cglinum*)。第(1)列和第(2)列显示控股股东杠杆增持比例与企业现金持有水平负相关(*t*值分别为-1.9541和-2.5072),估计系数分别在10%和5%水平上通过显著性检验;第(3)列和第(4)列显示控股股东杠杆增持金额的估计系数在1%水平上显著为负(*t*值分别为-2.7296和-3.2857),说明控股股东杠杆增持的金额越大,上市公司现金持有水平越低;第(5)列和第(6)列显示控股股东杠杆增持股数的估计系数在1%水平上显著为负(*t*值分别为-2.9258和-3.5448),说明控股股东杠杆增持的股数越多,上市公司现金持有水平越低。

五、作用机制检验

前文分析认为,控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的优化作用主要源于“利益协同效应”,即一方面控股股东杠杆增持通过缓解融资约束降低了企业现金持有水平的预防性动机;另一方面

① 根据审稿人意见,控股股东杠杆增持后的实际控制权可能对企业现金持有水平产生影响,本文将控股股东杠杆增持后的累计持股比例作为控制变量放入主模型进行检验,结果显示,控股股东杠杆增持后带来的控制权提升与企业现金持有水平的估计系数为负,未通过显著性检验。即加入累计持股比例后,并不影响控股股东杠杆增持与企业现金持有水平之间的负向优化作用,回归结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。

② 这一组数据的计算如下: $e^{-(22.4400)}=55.66, 55.66 \times 0.0107=0.60$ 。其中,0.0107为*Cgli*对*Cash1*的回归估计系数,22.4400为*Size*的平均数。

表 1 控股股东杠杆增持与企业现金持有

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
<i>Cgli</i>	-0.0103*** (-2.6110)	-0.0107*** (-2.8690)	-0.0237*** (-3.2444)	-0.0244*** (-3.5022)
<i>Size</i>		0.0004 (0.1157)		0.0003 (0.0557)
<i>Lev</i>		-0.1781*** (-14.8209)		-0.3305*** (-14.7813)
<i>Growth</i>		-0.0009 (-0.3894)		-0.0014 (-0.3292)
<i>Tatr</i>		0.0009 (0.1701)		-0.0077 (-0.7515)
<i>Div</i>		0.3680*** (4.6843)		0.6287*** (4.3007)
<i>Age</i>		-0.0343*** (-4.3046)		-0.0550*** (-3.7024)
<i>Adfee</i>		-0.0320 (-1.3913)		-0.0366 (-0.8565)
<i>Ier</i>		0.5037** (2.1504)		1.4181*** (3.2532)
<i>Nf</i>		0.1698*** (19.5118)		0.3038*** (18.7601)
N	8825	8825	8825	8825
Adj.R ²	0.0231	0.1254	0.0191	0.1134

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1%水平上显著;常数项的回归系数未报告;控制了行业、年份固定效应。以下各表同。

表 2 控股股东杠杆增持特征与企业现金持有

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>
<i>Cgliratio</i>	-0.4042* (-1.9541)	-0.9651** (-2.5072)				
<i>Cglimon</i>			-0.0020*** (-2.7296)	-0.0044*** (-3.2857)		
<i>Cglinum</i>					-0.0021*** (-2.9258)	-0.0047*** (-3.5448)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	8825	8825	8825	8825	8825	8825
Adj.R ²	0.1248	0.1125	0.1253	0.1131	0.1255	0.1134

控股股东杠杆增持通过“压力机制”弱化了持有现金的代理动机。基于此,本文进一步检验了控股股东杠杆增持降低企业现金持有预防性动机和弱化现金持有代理动机的作用机制。

1. 控股股东杠杆增持降低企业现金持有预防性动机的检验

预防性动机要求企业持有较高水平的现金,以预防企业发展的不确定性,及时抓住投资机会。企业融资渠道的便利程度和融资成本的高低是影响预防性动机的关键因素。当面临较小的融资约束时,企业可以及时从外部获得资金,预防性动机会减弱;而企业融资约束较强时,相应地,预防性动机要求持有较多的现金。控股股东因为杠杆的撬动作用,以较少的资金增持到较多的股份,控制

权进一步提升,这有助于将控股股东和公司利益捆绑在一起,缓解企业的融资约束:一方面,控股股东采用杠杆方式增持,表明其拥有较高的金融化经营理念和能力,能够承受较高的金融风险,看好公司未来发展前景,愿意投入更多的资源到公司中,有助于缓解内部融资约束;另一方面,控股股东能够采用杠杆方式进行增持,也是控股股东资源获取能力较高的一种体现。因为在杠杆增持过程中控股股东需要和证券公司、基金公司、银行、信托等金融机构积极开展业务合作,利用自己的“圈子”畅通企业获取外部资源的通道(杜勇等,2019),帮助企业获得更多金融资源,缓解外部融资约束。综上所述,本文认为控股股东杠杆增持有助于缓解融资约束,降低持现预防性动机,使现金持有维持在较低水平。

本文借鉴 Chen et al.(2014)的研究设计,借助现金—现金流敏感性^①模型,构建模型(2)进一步检验。因变量为现金持有变动额($\Delta Cash_{i,t}$),用企业年初和年末现金持有水平的变化额与资产总计的比值表示;自变量为企业现金流($Cf_{i,t}$)和滞后一期控股股东杠杆增持行为($CgliX_{i,t-1}$),以及企业现金流($Cf_{i,t}$)与滞后一期控股股东杠杆增持行为($CgliX_{i,t-1}$)的交乘项。模型(2)还控制了投资机会($Q_{i,t}=(\text{市值}+\text{负债账面价值})/\text{资产账面价值}$)、企业规模($Size_{i,t}$)、资本支出($Capex_{i,t}$)、非现金营运资本变动额($\Delta Nwc_{i,t}$)、短期负债变动额($\Delta Debt_{i,t}$),以及行业效应和年度效应。若控股股东杠杆增持强化了企业融资约束,则预期现金—现金流敏感性更强, β_3 的系数应显著为正。若控股股东杠杆增持缓解了企业融资约束,则预期现金—现金流敏感性更弱, β_3 的系数应显著为负。

$$\Delta Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cf_{i,t} + \beta_2 CgliX_{i,t-1} + \beta_3 CgliX_{i,t-1} \times Cf_{i,t} + \beta_4 Q_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 \Delta Nwc_{i,t} + \beta_8 \Delta Debt_{i,t} + \beta_9 \sum Industry + \beta_{10} \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表3报告了控股股东杠杆增持对企业现金—现金流敏感性(融资约束)的影响。结果显示, $Cgli_{t-1} \times Cf_{i,t}$ 、 $Cgliratio_{t-1} \times Cf_{i,t}$ 、 $Cglimon_{t-1} \times Cf_{i,t}$ 和 $Cglinum_{t-1} \times Cf_{i,t}$ 的交乘项系数 β_3 均显著为负,表明控股股东杠杆增持哑变量、杠杆增持比例、杠杆增持金额、杠杆增持股数均对企业现金—现金流敏感性产生了缓解作用,这说明能通过基金公司、证券公司、信托公司、银行等金融机构进行杠杆配资增持的控股股东,拥有较强的外部融资能力和较广的融资渠道,有助于缓解公司的融资约束、改善现金持有环境。^②

2. 控股股东杠杆增持弱化企业现金持有代理动机的检验

基于前文的分析,控股股东杠杆增持在“压力机制”下有利于提高公司治理水平:①杠杆具有风险性,控股股东不仅要承担更多的利息费用,还可能承担股价跌破增持平仓价导致被迫平仓所产生的巨大损失。杠杆风险带来的压力会迫使控股股东提高公司治理水平,约束管理层的代理行为,积极提升公司价值来降低杠杆风险。②监管部门对杠杆增持公司的高度关注,以及杠杆配资的合作方(证券公司、基金公司、银行等)与控股股东和管理层的积极沟通、监督,也有助于降低公司的代理问题。③杠杆增持的锁定期还会促使控股股东更加注重长期效应,从而更加积极地发挥监督作用。根据 Jensen(1986)的自由现金流假说,现金持有水平高可能会加重公司的代理问题,管理层倾向于持有较高的现金用于在职消费与利益侵占等自利行为。这是因为高额现金既能确保管理者的职位安全,减少了外部融资带来的市场监督,又能给管理层在职消费和过度投资创造机会。薄弱的公司治理为管理者将多余的现金用于私人收益(Jensen and Meckling, 1976),或通过现金囤积获得额外利

① 现金—现金流敏感性的优势在于刻画了所持现金具体使用与动态变化的过程。

② 本文还做了以 SA 指数度量的融资约束分组检验,来检验控股股东杠杆增持在融资约束强和融资约束弱的企业中的影响差异,结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。

表 3 控股股东杠杆增持影响企业融资约束的检验

因变量: $\Delta Cash$	(1)	(2)	(3)	(4)
Cf	0.1304*** (8.2762)	0.1313*** (8.3684)	0.1302*** (8.2702)	0.1307*** (8.2969)
$Cgli_{t-1}$	0.0055 (1.3650)			
$Cgli_{t-1} \times Cf$	-0.0900* (-1.7720)			
$Cglratio_{t-1}$		0.2529 (1.1167)		
$Cglratio_{t-1} \times Cf$		-6.8571** (-2.2661)		
$Cglimon_{t-1}$			0.0011 (1.3947)	
$Cglimon_{t-1} \times Cf$			-0.0174* (-1.7409)	
$Cglinum_{t-1}$				0.0010 (1.3254)
$Cglinum_{t-1} \times Cf$				-0.0175* (-1.8706)
控制变量	是	是	是	是
N	5925	5925	5925	5925
Adj.R ²	0.0297	0.0302	0.0297	0.0298

益 (Amess et al., 2015), 或通过持有过多现金实现过度投资和“建设帝国”提供了制度环境。Vo (2017) 也研究发现, 代理问题严重的公司倾向于持有更多的现金。因此, 加强公司治理, 降低代理成本, 有助于降低企业现金持有水平。综上, 本文认为控股股东杠杆增持有助于降低代理成本, 缓解持现的代理动机, 使现金持有维持在较低水平。

本文借鉴杨兴全和尹兴强 (2018) 的做法, 构建模型 (3) 来检验控股股东杠杆增持影响企业现金持有水平的治理效应渠道。模型 (3) 中, 被解释变量 Y 为企业现金持有水平治理效应渠道的替代变量, 包括企业非效率投资水平 $Invest$ (根据 Richardson (2006) 模型估计的残差取绝对值, 其值越大, 表示企业投资效率水平越低)、企业研发投入 RD (企业研发支出与总资产的比值)、企业慈善捐赠支出 $Donation$ (营业外支出与总资产的比值); 解释变量为控股股东杠杆增持行为及特征的滞后项与企业现金持有水平的交乘项, 控制变量与模型 (1) 一致。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CgliX_{i,t-1} \times Cash1_{i,t} + \beta_2 CgliX_{i,t-1} + \beta_3 Cash1_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \beta_5 \sum Industry + \beta_6 \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

表 4 汇报了控股股东杠杆增持影响现金持有水平的治理效应路径。第 (1) — (3) 列为控股股东杠杆增持哑变量与现金持有交乘的回归检验。由回归结果可知, 控股股东杠杆增持与现金持有水平交乘项 $Cgli_{t-1} \times Cash1$ 对企业非效率投资的估计系数为 -0.0657 (t 值为 -1.7144), 在 10% 水平显著为负, 说明控股股东采用杠杆方式增持有助于缓解企业现金持有的非效率投资。通过约束管理层的非效率投资行为, 包括管理层建造“投资帝国”获取潜在私人收益的过度投资行为, 以及管理层持有较高现金用于在职消费与利益侵占等导致的投资不足, 进而缓解公司现金持有的代理问题, 优化公司现金持有水平。

前文检验发现控股股东杠杆增持会显著减少企业现金持有水平, 为何企业非效率投资的缓解没有明显增加企业的现金持有水平? 留存较多的现金意味着低收益, 还可能加剧代理冲突, 在这种

表 4 控股股东杠杆增持弱化企业现金持有代理动机的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Invest</i>	<i>RD</i>	<i>Donation</i>	<i>Invest</i>	<i>RD</i>	<i>Donation</i>
$Cgli_{t-1} \times Cash1$	-0.0657* (-1.7144)	0.0074** (2.2666)	0.0046*** (2.6017)			
$Cgli_{t-1}$	0.0089 (1.1799)	-0.0014** (-2.1366)	-0.0008** (-2.3914)			
$Cglratio_{t-1} \times Cash1$				-3.8630* (-1.7255)	0.3239* (1.7041)	0.1120 (1.0748)
$Cglratio_{t-1}$				0.5824 (1.4005)	-0.0678* (-1.9192)	-0.0292 (-1.5103)
$Cash1$	-0.0999*** (-5.4296)	-0.0028* (-1.7763)	0.0016* (1.8200)	-0.1006*** (-5.4879)	-0.0025 (-1.6362)	0.0018** (2.1578)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	5923	5925	5914	5923	5925	5914
Adj.R ²	0.2061	0.1498	0.0575	0.2060	0.1494	0.0562

情况下,将多余的现金用于研发投入,或者增强社会责任,可能是更好的选择。基于此,本文进一步检验发现,控股股东杠杆增持的企业会显著将更多的现金用于研发投入(表4列(2) $Cgli_{t-1} \times Cash1$ 的系数在5%水平显著),或者用于慈善捐赠(表4列(3) $Cgli_{t-1} \times Cash1$ 的系数在1%水平显著)。控股股东杠杆增持比例越高,企业非效率投资水平越低(列(4) $Cglratio_{t-1} \times Cash1$ 的系数为-3.8630,在10%水平显著),企业现金将更多地用于研发投入(表4列(5) $Cglratio_{t-1} \times Cash1$ 的系数为0.3229,在10%水平显著)。此外,控股股东杠杆增持金额、股数与企业现金持有的交乘项对企业非效率投资、研发投入、慈善捐赠支出的估计系数与 $Cgli_{t-1} \times Cash1$ 、 $Cglratio_{t-1} \times Cash1$ 结果相一致。^①也就是说,控股股东采用杠杆方式增持,在缓解企业非效率投资的同时,还优化了企业的现金配置,将更多现金用于研究开发以加强公司创新能力和产品竞争能力,或用于慈善捐赠以增强企业社会责任感和提升企业品牌声誉。上述结果表明,控股股东杠杆增持降低企业现金持有水平的另一条有效机制是通过降低代理成本减弱企业现金持有的代理动机,从而降低企业现金持有水平。^②

3. 控股股东杠杆增持与现金增持的比较分析

前文检验发现,控股股东杠杆增持通过缓解企业现金的预防性动机和代理动机,降低企业现金持有水平,优化企业现金持有。这两种效应的发挥,是由于控股股东增持导致股份增加,所有权提升的监督作用;还是受杠杆的风险和成本压力,促使控股股东加强对企业监督和治理?如果是前者,控股股东通过现金增持就能缓解企业预防性动机和代理动机,控股股东杠杆增持与现金增持的行为就没有差异,本文的研究结论将与股东现金增持行为的研究结论相似,边际贡献也将降低。因此,有必要进一步检验控股股东现金增持与杠杆增持行为对企业现金持有水平的差异影响,从而识别出杠杆增持对现金持有的影响效应。

本文手工整理了沪深A股上市公司2015—2018年期间股份变动公告,从中筛选出控股股东现金增持的样本,并剔除同时采用杠杆增持的公司。自变量为控股股东现金增持哑变量 *Incre* (当年度

① 结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。
 ② 本文还做了以其他应收款占公司总资产的比率作为代理成本的代理变量的分组检验,来检验控股股东杠杆增持在治理水平较好和治理水平较差的企业的影响差异,结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)附件。

控股股东用现金增持则计为 1, 否则为 0)、控股股东现金增持比例 *Increratio* (当年度控股股东用现金方式增持的股份占总股本的比例)、控股股东现金增持金额 *Incremon* (当年度控股股东用现金增持金额的自然对数)、控股股东现金增持股数 *Increnum* (当年度控股股东用现金增持股数的自然对数), 因变量为企业现金持有水平 (*Cash1*)。

表 5 汇报了控股股东现金增持与杠杆增持对企业现金持有水平的作用效应。第(1)—(4)列为控股股东现金方式增持行为及特征指标对企业现金持有水平的检验, 结果显示, 无论是控股股东现金增持的哑变量 (*Incre*), 还是控股股东现金增持的比例 (*Increratio*)、金额 (*Incremon*) 或是股数 (*Increnum*), 其回归系数均未通过显著性检验, 即控股股东现金增持行为及特征并未有效影响企业现金持有水平。第(5)—(8)列为同时加入控股股东现金增持与控股股东杠杆增持变量的回归结果, 加入控股股东杠杆增持变量后, 控股股东现金增持的估计系数仍未通过显著性检验; 而控股股东杠杆增持哑变量 (*Cgli*)、控股股东杠杆增持比例 (*Cgliratio*)、控股股东杠杆增持金额 (*Cglimon*) 和控股股东杠杆增持股数 (*Cglinum*) 的估计系数显著为负, 与上述结论一致。结果表明, 相比于控股股东现金增持的企业, 杠杆增持对现金持有水平的负向作用更为显著。现金增持和杠杆增持尽管都是控股股东增持自家公司股票的行为, 但由于杠杆的风险和成本压力, 两种增持方式对企业现金持有水平的影响差异较大。杠杆增持有助于促使控股股东加强对企业的监督和治理, 实现降低企业预防性动机和代理动机的目标, 而控股股东现金增持可能更多受政治动机或交易动机的影响。研究结果进一步证明了杠杆增持有助于强化控股股东“利益协同效应”的发挥, 优化企业的现金持有水平。

六、内生性与稳健性检验^①

1. 自选择问题

本文运用 Heckman(1979)两阶段回归方法检验由控股股东采用杠杆方式增持引起的选择性偏差问题。在第一阶段, 加入企业规模 (*Size*)、企业负债率 (*Lev*)、企业成长性 (*Growth*)、股利支付率 (*Div*)、利息费用率 (*Ier*)、资产收益率 (*ROA*)、企业现金流水平 (*Cf*) 等可能影响控股股东进行杠杆增持的相关变量, 通过 Heckman 第一阶段多元回归得到逆米尔斯比率 (*MILLS*), 再将逆米尔斯比率 (*MILLS*) 放入 Heckman 第二阶段回归。回归结果显示, 在控制控股股东杠杆增持带来的样本选择偏差后, 解释变量 *Cgli* 对企业现金持有水平的估计系数仍然显著为负, 说明控股股东杠杆增持降低了企业现金持有水平, 与本文主要结论保持一致。

2. 基于 PSM 的检验

为降低有控股股东杠杆增持公司和没有控股股东杠杆增持公司之间的特征差异影响, 本文对两类公司进行了倾向得分匹配 (Propensity Score Matching, PSM)。本文从企业规模、企业负债率、企业成长性、企业盈利能力、企业经营能力等角度选取了与控股股东杠杆增持与否相关的变量进行倾向得分最近邻匹配。经 PSM 匹配后实验组和控制组样本满足共同支撑假设和平行假设。此外, 匹配后的 *Cgli*、*Cgliratio*、*Cglimon* 与 *Cglinum* 对企业现金持有水平的估计系数仍然显著为负, 本文的研究结论依然成立。

3. 基于 PSM-DID 的检验

控股股东杠杆增持可能影响企业的现金持有水平, 反之, 企业的现金持有水平也可能影响控股股东杠杆增持的可能性。为了更好地解决内生性问题, 本文采用基于倾向得分匹配法的双重差分模型 (PSM-DID), 研究控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的净效应影响。本文构建发生控股股东

^① 相关内生性与稳健性检验回归结果请参见《中国工业经济》网站 (<http://www.ciejjournal.org>) 附件。

表5 控股股东现金增持与杠杆增持的作用效应

因变量:Cash1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Incre</i>	0.0008 (0.3801)				0.0008 (0.3927)			
<i>Increratio</i>		0.0002 (0.5442)				0.0002 (0.6174)		
<i>Incremon</i>			0.0002 (0.6730)				0.0002 (0.6420)	
<i>Increnum</i>				0.0001 (0.3575)				0.0001 (0.3412)
<i>Cgli</i>					-0.0114*** (-2.7843)			
<i>Cgliratio</i>						-0.4746** (-2.0091)		
<i>Cglimon</i>							-0.0022*** (-2.7559)	
<i>Cglinum</i>								-0.0022*** (-2.8035)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
N	8434	8434	8434	8434	8825	8825	8825	8825
Adj.R ²	0.1247	0.1247	0.1248	0.1247	0.1254	0.1248	0.1254	0.1255

杠杆增持冲击的实验组和对照组,并选取发生控股股东杠杆增持前后一年和前后两年的数据。双重差分结果显示,前后一年和前后两年交乘项(*Cgli*×*After*)的系数在1%水平上显著为负,结果与上述结论一致。综上,本文结果较为稳健。

4. 反向因果关系识别

为了验证企业现金持有水平与控股股东杠杆增持是否存在双向因果关系,把企业现金持有水平*Cash1*和*Cash2*作为解释变量,把*Cgli*作为被解释变量并分别滞后一年和两年,如果控股股东杠杆增持与企业现金持有水平存在双向因果关系,则*Cash1*和*Cash2*的系数应该显著为负。检验结果显示,未来一期*Cgli*和未来两期*Cgli*的系数均为负但不显著。此外,本文还做了控股股东杠杆增持比例、金额和股数与企业现金持有水平的反向因果关系识别,结果与控股股东杠杆增持哑变量相一致。从上述结果可知,企业现金持有水平没有对公司控股股东未来是否采用杠杆方式进行增持产生影响,进一步证明了本文的结论。

七、拓展性分析

1. 控股股东杠杆增持、企业现金持有水平与公司价值

上文分析表明,控股股东杠杆增持行为对企业现金的优化作用体现在:①通过缓解公司的融资约束降低企业现金持有的预防性动机;②通过减少过度投资,将留存的企业现金用于企业研发或慈善捐赠,降低现金持有的代理动机。那么,控股股东杠杆增持对现金持有行为的影响能否提升企业价值?本文借鉴李常青等(2018)的做法,因变量公司价值用公司当期的*ROA*和*TobinQ*衡量,自变量用当期的企业现金持有水平、控股股东杠杆增持行为及两者的交乘项,检验控股股东杠杆增持、企业现金持有水平与公司价值的差异影响,构建下述模型(4):

$$ROA_{i,t}/TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CgliX_{i,t} + \beta_2 Cash1_{i,t} + \beta_3 CgliX_{i,t} \times Cash1_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \beta_5 \sum Industry + \beta_6 \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中的控制变量包括公司规模、资产负债率、第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例之和、是否聘请国际四大会计师事务所、两职兼任情况、独立董事比例、股利支付率、管理费用率以及控制行业固定效应和年份固定效应。

表6第(1)—(4)列为公司财务价值 *ROA* 的检验,结果显示,除控股股东杠杆增持比例外,控股股东杠杆增持其他特征与现金持有水平的交乘项的回归系数均通过显著性检验,支持了控股股东以杠杆方式增持行为能提升当年企业现金持有的财务业绩。第(5)—(8)列为公司市场价值 *TobinQ* 的影响检验,结果表明,控股股东杠杆增持行为及特征与企业现金持有水平的交乘项的回归系数至少在5%水平上显著为正,说明控股股东杠杆增持行为在增持当年,通过缓解企业的融资约束和降低代理成本,提升了公司当年的市场价值。实证结果表明,控股股东杠杆增持在优化现金持有的同时提升了企业的财务业绩和市场价值,有助于增强公司抵御和化解风险的能力。

表6 对公司 *ROA* 和 *TobinQ* 的影响

因变量:公司 价值	<i>ROA</i>				<i>TobinQ</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Cgli</i> × <i>Cash1</i>	0.0554* (1.8024)				2.6006*** (3.5612)			
<i>Cgliratio</i> × <i>Cash1</i>		2.3050 (1.2316)				99.8681** (2.2474)		
<i>Cglimon</i> × <i>Cash1</i>			0.0108* (1.8021)				0.4557*** (3.2137)	
<i>Cglinum</i> × <i>Cash1</i>				0.0105* (1.8232)				0.5415*** (3.9590)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
N	8825	8825	8825	8825	8825	8825	8825	8825
Adj.R ²	0.2067	0.2065	0.2067	0.2068	0.4959	0.4954	0.4956	0.4961

注:省略了 *Cash1*、*Cgli*、*Cgliratio*、*Cglimon*、*Cglinum* 变量的回归结果。以下各表同。

2. 控股股东杠杆增持、企业现金持有水平与公司股价崩盘风险

控股股东杠杆增持既具有杠杆融资交易的一般属性,又与传统杠杆融资交易不同,传统杠杆融资交易主体是外部投资者(如基金公司、个人投资者等),杠杆增持的交易主体是公司内部的控股股东,且前者没有锁定期,后者有持股锁定期。已有文献表明杠杆融资交易对资本市场发展具有两面性:一方面,杠杆融资交易容易导致市场出现不稳定(Chowdhry and Nanda, 1998)、在牛市中助推股价被高估、加剧标的股票的崩盘风险;另一方面,杠杆融资交易有助于提升股票市场流动性,杠杆交易越活跃,市场流动性提升越多。那么,控股股东杠杆增持对现金持有行为的影响是增加股价崩盘风险还是降低股价崩盘风险?本文借鉴 Kim et al.(2011)的做法,使用负收益偏态系数 *NCSKEW* 衡量公司股价崩盘风险,构建模型(5)检验控股股东杠杆增持、现金持有水平与公司股价崩盘风险的影响:

$$NCSKEW_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CgliX_{i,t} + \beta_2 Cash1_{i,t} + \beta_3 CgliX_{i,t} \times Cash1_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \beta_5 \sum Industry + \beta_6 \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,模型(5)中的因变量为公司未来一期的股价崩盘风险 *NCSKEW*_{*t+1*},自变量为企业当期的现金持有水平、控股股东杠杆增持行为及二者的交乘项。模型(5)中的控制变量均为当期数据,具体

包括公司规模、资产负债率、公司市场价值、企业是否发生亏损、市值账面比、第一大股东持股比例、是否聘请国际四大会计事务所、换手率、股票回报率、股票波动率、信息质量以及控制行业、年度和公司固定效应。表7为模型(5)的检验结果。结果显示,控股股东杠杆增持行为及特征与企业现金持有水平的交乘项的回归系数均通过显著性检验,均至少在10%的水平上显著为负。这说明控股股东杠杆增持行为可以有效降低公司未来股价崩盘的风险,从而起到化解资本市场金融风险和稳定资本市场的作用。

表7 对公司未来股价崩盘风险的影响

因变量:公司股价崩盘风险	NCSKEW _{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cgli</i> × <i>Cash</i> ₁	-1.0244* (-1.6641)			
<i>Cgliratio</i> × <i>Cash</i> ₁		-95.3123** (-2.4438)		
<i>Cglimon</i> × <i>Cash</i> ₁			-0.2607** (-2.1533)	
<i>Cglinum</i> × <i>Cash</i> ₁				-0.1884* (-1.6677)
控制变量	是	是	是	是
N	4849	4849	4849	4849
Adj.R ²	0.0865	0.0873	0.0870	0.0865

3. 控股股东股权质押对控股股东杠杆增持与企业现金持有水平的影响

控股股东个人高杠杆对公司产生的不利影响已被许多文献证实。Chen and Hu(2007)研究发现,控股股东个人杠杆越高的公司,其未来风险越大、业绩越差。这是因为,控股股东很大一部分的个人财富与其控制的公司股票相挂钩,如果控股股东高度杠杆化,当股价降至平仓线,增持的股份将被强制平仓(李常青等,2018),导致控制权转移风险(郑国坚等,2014),从而对企业的经营管理造成重大影响。股权被质押意味着控股股东面临严重的财务约束(郑国坚等,2014),控股股东通过质押股权的方式融资也在一定程度反映了控股股东自身的杠杆情况。鉴于此,本文选取杠杆增持前一期的控股股东股权质押情况(*Pledge*)作为控股股东自身杠杆风险的度量指标。如果控股股东在杠杆增持前一期发生了股权质押,*Pledge*则设置为1,表示控股股东杠杆增持前的杠杆水平较高,否则为0。为了检验控股股东自身杠杆水平对杠杆增持与企业现金持有水平关系的影响,本文在回归模型中同时加入了*Pledge*和*Pledge*×*Cgliratio*,回归结果如表8所示。结果显示,*Pledge*×*Cgliratio*的回归系数显著为正,改变了控股股东杠杆增持与企业现金持有水平的负向关系,表明杠杆增持前如果控股股东自身杠杆风险较高,那么杠杆增持对企业现金持有负向优化作用将受到削弱。结果表明控股杠杆增持比例并非越高越好,受到增持前控股股东杠杆风险的约束。

八、结论及启示

1. 研究结论

防范化解重大风险是党的十九大召开后证券市场的首要任务,而资本市场的稳定是防范风险的必要前提。为此,中国证券监督管理委员会出台政策鼓励控股股东和“董监高”利用杠杆增持公司股票。股票市场的这一新现象引起了实务界的广泛关注,而学术界关于控股股东杠杆增持对企业财

表 8 前一期控股股东股权质押的影响

	(1)	(2)
	Cash1	Cash2
<i>Cgliratio</i>	-0.8913** (-2.4894)	-1.9645*** (-2.9482)
<i>Pledge</i>	-0.0027 (-0.9578)	-0.0047 (-0.9153)
<i>Pledge</i> × <i>Cgliratio</i>	0.7229* (1.6775)	1.4814* (1.8473)
控制变量	是	是
N	8825	8825
Adj.R ²	0.1253	0.1131

务决策,尤其是资金管理决策的影响的研究却较为匮乏。企业现金管理能力直接关系到企业的生存与发展,“现金为王”也一直是企业资金管理的核心。本文以 2015—2018 年沪深两市上市公司为研究样本,将控股股东杠杆增持的公司作为研究对象,实证检验了控股股东杠杆增持对企业现金持有水平的影响。结果发现:控股股东采用杠杆方式增持公司股份的企业现金持有水平更低,支持了“利益协同效应”。机制检验表明,控股股东杠杆增持发挥的“利益协同效应”有助于缓解融资约束和降低代理成本,进而实现现金持有水平的下降。在拓展性分析中,本文发现控股股东杠杆增持在降低现金持有水平的同时,也提升了公司价值,降低了公司股价崩盘风险,进一步支持了控股股东杠杆增持在企业现金管理中发挥的“利益协同效应”。但杠杆增持的“利益协同效应”受其自身杠杆风险水平的制约,如果其自身的杠杆风险较高,则杠杆增持对企业现金持有的负向优化作用将会大大削弱,即杠杆增持存在适度性。

2. 启示与建议

(1)继续鼓励控股股东借助杠杆增持本公司股票。本文的研究发现,控股股东通过杠杆的方式增持公司股份,把控股股东和公司利益更加紧密地捆绑在一起,有助于发挥控股股东对管理层的监督作用,进一步强化“利益协同效应”,从而增加公司价值、降低公司股价崩盘风险。由此,监管部门应该继续支持控股股东使用杠杆增持公司股份,出台更多有效的政策为控股股东杠杆增持提供制度保障,为“利益协同效应”的发挥创造更加完善的条件。例如,在满足风险控制的前提下,尽可能降低控股股东进行杠杆增持的限制条件及门槛,当控股股东通过二级市场增持本公司股票时,无需事前报批,只需履行自身决策程序。同时,保证政策的延续性和稳定性,降低控股股东杠杆增持的政策波动风险。此外,由于杠杆增持“利益协同效应”的发挥还受制于控股股东自身的杠杆水平,即杠杆增持存在适度性。因此,监管部门还应适当限制自身杠杆水平较高的控股股东进行杠杆增持的比例,以更好地降低金融风险,维护资本市场稳定。

(2)加强对控股股东杠杆增持行为的信息披露监管。作为市场热点题材,控股股东增持股票事项特别能引起资本市场关注,导致投资者盲目跟风炒作,引起股价波动。因此,监管部门要加大对控股股东杠杆增持企业的监督和跟踪,促使控股股东在生产经营、信息披露、公司治理等方面发挥更加积极的作用。目前监管部门会向杠杆增持公司发出问询函,要求公司就控股股东杠杆增持的原因、资金来源、增持计划相关知情人员等问题进行答复,这一问询函制度在一定程度上保障了控股股东“利益协同效应”效应的发挥。除了问询函制度外,监管部门还应针对此类公司积极实施“穿透式”信息披露,监督采用控股股东杠杆增持的上市公司加大信息披露的质量,尤其是要明确披露杠杆增持资金的合规性、杠杆比例、偿债能力、股权质押安排、控制权稳定措施、还款计划和后续增持

安排等关键信息,及时揭示公司经营中的各类风险,从而有效地保护中小股东利益和维护资本市场的稳定。

(3)加强对控股股东杠杆增持行为的交易监控。证券公司或基金公司为控股股东增持股票提供资金支持的同时,为了保障配资资金的安全性,会在资管合同中设定平仓线,一旦触及平仓线将给控股股东带来巨大损失,此外,由于股票价格波动大,较高杠杆比例也容易引起抛售压力大,对资本市场的长期稳定和投资者的交易安全构成威胁。因此,鉴于杠杆本身的风险性,监管部门要加大对控股股东杠杆增持这一交易行为的监控,积极实施“分类式”交易监控,将涉及控股股东杠杆增持的账户列入重点监控清单,密切跟踪盘中异常交易,实时关注杠杆增持股票平仓风险,进而缓解杠杆风险,减少公司股价异常波动的频率,抑制投机炒作。

(4)适当延长杠杆增持锁定期。目前,监管部门对控股股东和“董监高”采用杠杆方式增持本公司股票的锁定期限定为6个月。采用杠杆增持和现金增持两种方式最大的不同在于现金增持没有锁定期,本文实证研究发现,由于锁定期的存在,控股股东会更加关注公司长远利益,与现金增持方式相比,更能发挥“利益协同效应”,降低公司现金持有水平,提升公司价值。因此,建议监管部门可以适当延长控股股东杠杆增持锁定期至12个月,以便控股股东“利益协同效应”得到更大程度的发挥。

(5)营造良好的外部市场环境。控股股东杠杆增持优化企业现金持有水平的“利益协同效应”的发挥主要有两条路径:①通过缓解融资约束,降低企业现金持有的预防性动机;②通过提高公司治理水平,降低企业现金持有的代理动机。因此,要使控股股东“利益协同效应”得到最大程度的发挥,需要营造良好的外部市场环境,为企业缓解融资约束和提高公司治理水平创造条件。建议监管部门,一方面加强多层次金融市场建设,推动金融与实体经济深度融合,拓宽实体经济的融资渠道,为上市公司提供便利的金融服务;另一方面,完善上市公司治理准则,督促上市公司依法合规经营,强化信息披露,保护投资者权益。

3. 未来改进方向

本文以中国资本市场为研究场景,考察了控股股东杠杆增持这一新现象对公司经营的影响,得到了一些有价值的结论及政策建议。同时,本文还存在一些研究缺憾,亟待下一步进行改进和完善:①主要论证了控股股东杠杆增持会减轻融资约束、降低代理成本,实现企业现金持有水平的下降,在企业现金管理上起到了“利益协同效应”;但事实上,因杠杆增持带来的经营风险也可能使控股股东产生“隧道效应”。下一步可在公司会计稳健性、企业风险承担和产品市场竞争等方面研究控股股东杠杆增持行为的经济后果。②研究了控股股东杠杆增持行为对企业现金持有水平的治理效应,事实上,“董监高”杠杆增持行为对企业现金管理的影响,以及控股股东和“董监高”同时采用杠杆方式增持对企业经营的影响,同样值得关注。目前,国内外对杠杆增持的研究还比较少,未来可进一步探讨不同行为主体杠杆增持的影响效应。

〔参考文献〕

- [1]杜勇,谢瑾,陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019,(5):136-154.
- [2]李常青,幸伟,李茂良. 控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险”[J]. 财贸经济, 2018,(4):82-98.
- [3]李俊峰,王汀汀,张太原. 上市公司大股东增持公告效应及动机分析[J]. 中国社会科学, 2011,(4):95-110.
- [4]李思飞,卢闯. 家族参与管理、家族控制与现金持有水平[J]. 中央财经大学学报, 2018,(5):46-58.
- [5]连燕玲,贺小刚,张远飞,周兵. 危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2012,(9):142-155.
- [6]梁上坤,李丹,谷旭婷,马逸飞. 借壳上市与杠杆增持下的并购风险叠加——基于上海斐讯借壳慧球科技的案例

- 研究[J]. 中国工业经济, 2018,(6):136-155.
- [7]刘井建,赵革新,王健. 高管股权激励合约特征与公司现金持有——基于 PSM-DID 的识别策略[J]. 管理评论, 2018,(7):231-244.
- [8]刘星,计方,郝颖. 大股东控制、集团内部资本市场运作与公司现金持有[J]. 中国管理科学, 2014,(4):124-133.
- [9]罗进辉,李小荣,向元高. 媒体报道与公司的超额现金持有水平[J]. 管理科学学报, 2018,(7):91-112.
- [10]罗琦,胡志强. 控股股东道德风险与公司现金策略[J]. 经济研究, 2011,(2):125-137.
- [11]潘越,宁博,纪翔阁,戴亦一. 民营资本的宗族烙印:来自融资约束视角的证据[J]. 经济研究, 2019,(7):94-110.
- [12]杨兴全,尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有[J]. 管理世界, 2018,(11):93-107.
- [13]熊凌云,蒋尧明,杨李娟. 控股股东杠杆增持、外部治理机制与企业创新[J]. 山西财经大学学报, 2019,(11):44-61.
- [14]郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014,(9):72-87.
- [15]Alchian, A. A., and H. Demsetz. Production, Information Costs and Economic Organization [J]. *American Economics Review*, 1972,62(5):777-795.
- [16]Amess, K., S. Banerji, and A. Lampousis. Corporate Cash Holdings: Causes and Consequences [J]. *International Review of Financial Analysis*, 2015,(42):421-433.
- [17]Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To[J]. *Journal of Finance*, 2009,64(5):1985-2021.
- [18]Chen, D., S. Li, J. Z. Xiao, and H. Zou. The Effect of Government Quality on Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014,(27):384-400.
- [19]Chen, Y., and S. Y. Hu. The Controlling Shareholder's Personal Leverage and Firm Performance [J]. *Applied Economics*, 2007,39(8):1059-1075.
- [20]Chen, Y. W., K. Chan, and Y. Chang. Peer Effects on Corporate Cash Holdings [J]. *International Review of Economics and Finance*, 2019,61(3):213-227.
- [21]Chowdhry, B., and V. Nanda. Leverage and Market Stability: The Role of Margin Rules and Price Limits[J]. *Journal of Business*, 1998,71(2):179-210.
- [22]Chung, K. H., J. C. Kim, Y. S. Kim, and H. Zhang. Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2015,42(9):1341-1377.
- [23]Comment, R., and G. A. Jarrell. The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-price Self-tender Offers and Open-Market Share Repurchases[J]. *Journal of Finance*, 1991,46(4):1243-1271.
- [24]Dann, L. Y. Common Stock Repurchases[J]. *Journal of Financial Economics*, 1981,9(2):113-138.
- [25]Dittmar, A., and S. J. Mahrt. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,83(3):599-634.
- [26]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004,59(2):537-600.
- [27]Florackis, C., and S. Sainani. How Do Chief Financial Officers Influence Corporate Cash Policies[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018,(52):168-191.
- [28]Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton. Propping and Tunneling [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003,31(4):732-750.
- [29]Hanlon, M., E. L. Maydew, and D. Saavedra. The Taxman Cometh: Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings[J]. *Review of Accounting Studies*, 2017,22(3):1198-1228.
- [30]Heckman, J. J. Sample Selection Bias as a Specification Error[J]. *Econometrica*, 1979, 47(1): 153-162.
- [31]Jebran, K., S. Chen, and M. Z. Tauni. Principal-principal Conflicts and Corporate Cash Holdings: Evidence from China[J]. *Research in International Business and Finance*, 2019,49(11):55-70.

- [32]Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986,76(2):323-329.
- [33]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.
- [34]Jiang, G., C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010,98(1):1-20.
- [35]Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000,90(2):22-27.
- [36]Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2011,100(3):639-662.
- [37]Michaely, R., and M. R. Roberts. Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms [J]. Review of Financial Studies, 2011,25(3):711-746.
- [38]Myers, S. C., and N. S. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984,13(2):187-221.
- [39]Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006,11(2):159-189.
- [40]Vo, X. V. Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets [J]. International Review of Finance, 2017,18(2):297-303.

Controlling Shareholders' Leverage Increase and Corporate Cash Holding

XIONG Ling-yun¹, JIANG Yao-ming², LIAN Li-shuai³, YANG Li-juan¹

(1. School of Accounting JUFU,

Nanchang 330013, China;

2. Accounting Development Research Center JUFU,

Nanchang 330013, China;

3. Faculty of Economics and Management, East China Normal University, Shanghai 200241, China)

Abstract: The phenomenon of controlling shareholders' leverage increase has had an important impact on capital market and enterprise operation since 2015. This paper investigates the influence of controlling shareholders' leverage on cash holding level. It is found that: ① Controlling shareholders' leverage increase is negatively correlated with the corporate cash holding. ② Controlling shareholders' leverage increase mainly reduces the preventive motivation of cash holding by alleviating financing constraints, and alleviates the agency motivation of cash holding by reducing agency cost, thus realizing the decline of cash holding level. That is, leveraged increase promotes controlling shareholders manifesting more synergistic effect. ③ Controlling shareholders' leveraged holding increases the value of enterprises and reduces the risk of stock price collapse while lowering the cash holding level. However, the controlling shareholder's self height leverage will restrain the alignment synergy effect, which proves that leverage increase is moderate. This paper extends the application scope of corporate cash holding motivation theory, and enriches the research on the economic consequences and influence mechanism of controlling shareholders' leverage increase behavior. Meanwhile, it also provides practical test for the authorities to encourage controlling shareholders' leverage increase, and provides important policy enlightenment for regulatory departments to prevent financial risks.

Key Words: controlling shareholders' leverage increase; corporate cash holding; alignment effect; financing constraints; agency cost

JEL Classification: G30 G32 G38

[责任编辑:许明]