

高管从军经历对企业现金持有的影响

查道林 李 宾

(北京化工大学 经济管理学院,北京 100029)

摘要:文章采用2012~2018年我国沪深两市A股上市公司数据,基于固定效应模型检验了高管从军经历对企业现金持有的影响,研究表明:高管从军经历对企业现金持有具有正向影响,即高管有从军经历的企业持有了更多的现金;国有企业属性和企业规模均会削弱高管从军经历对企业现金持有的正向影响。进一步分析高管从军经历影响企业现金持有的传导路径发现:有从军经历的高管能够促进企业创新并选择进攻型战略,进而提高企业现金持有水平。文章的研究结论不仅揭示了高管从军经历对企业现金持有的积极影响,也揭示了企业产权性质与企业规模对高管从军经历与企业现金持有之间关系的调节影响以及企业创新与企业战略选择的中介效应。该结论有助于理解高管个人经历对公司内部治理的影响,对优化企业财务管理和人力资源管理具有重要启示。

关键词:从军经历;现金持有;企业性质;企业规模;企业创新;公司治理

中图分类号:F275.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)01-0003-11

一、引言

绿色军营一直是人才汇集、英雄辈出的地方。已有研究发现,军人通常表现出异于常人的心理素质,如较强的风险偏好、过度自信、重视声誉等^{[1][2]}。这导致有从军经历的高管在企业投融资、财务报表审计等方面具有不可忽视的影响力。如何实现最优现金持有一直是企业管理中的一大难题,探索企业高管早期的从军经历是否会对企业决策产生潜移默化的影响,进而影响企业现金持有水平,具有重要的理论价值和现实意义。

与已有文献相比,本文的增量贡献主要包括:首先,证实了高管从军经历影响企业现金持有的作用机理与实现路径,丰富了高管从军经历的经济后果研究和企业现金持有的影响因素研究方面的文献;其次,揭示了具有从军经历高管与不具有从军经历高管之间的行为差异,为深入理解企业高管类型和企业财务决策之间的关系提供了新的视角;最后,深化了文化以及伦理道德因素影响企业内部财务管理的认识,强调了非制度因素在企业经济活动中的重要作用。

收稿日期:2019-12-24

基金项目:国家自然科学基金项目“企业财务制度效率的自强化机制理论与实证研究”(71572008);北京化工大学一流学科建设项目“会计金融与低碳经济”(XK1802-5)

作者简介:查道林(1967—),男,安徽怀宁人,北京化工大学经济管理学院教授,博士生导师;

李 宾(1979—),男,河南滑县人,北京化工大学经济管理学院教授,博士生导师,本文通讯作者。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

相关文献主要关注了三个方面的问题:一是关于企业现金持有动机和最优现金持有决策;二是关于企业微观特征对企业现金持有的影响;三是高管从军经历对企业财务决策的影响。

第一,早期的理论主要关注了企业持有现金的动机和最优现金持有数量。凯恩斯(Keynes)提出的现金持有动机理论认为,企业持有现金主要是出于交易性、预防性和投机三大动机^{[3](P78-82)}。Myers和Majluf提出的融资优序理论认为,企业为了避免承担高额的外部融资成本和向外传递不良信号,会倾向于持有大量现金以达到企业价值最大化的最终目标^[4]。Jensen和Meckling提出的代理理论认为,企业经理人会不惜以牺牲股东财富为代价来谋求私利,以致代理问题越严重,企业持有现金越多^[5]。Opler等提出的权衡理论认为,企业通过比较持有现金的边际收益与边际成本来确定其最优现金持有量,即企业持有现金过多会产生昂贵的机会成本,而持有现金过少则会产生较高的交易成本,企业要在这两种成本之间进行权衡^[6]。

第二,近年来的许多文献关注了企业微观特征对企业现金持有的影响。首先,公司治理特征影响企业现金持有。董事会规模、非管理层的批量持股权、产权性质和股权集中度等均会影响企业现金持有,而投资者的保护程度也会影响企业现金持有水平^[7]。其次,企业财务状况影响企业现金持有。企业的融资约束、财务杠杆、现金流、银行负债、投资机会、股利支付等均会对企业现金持有产生显著影响^{[8][9]}。最后,企业高管经历,如职业困境经历,也会影响企业现金持有^[10]。

第三,高管从军经历对企业财务决策的影响丰富了企业财务行为的研究视角。已有研究表明,从军经历会对军人的价值观产生重大影响^[2]。军人会将他们在军队中承袭的价值观和习惯作风带入到后期的生活和工作中,有从军经历的高管领导的企业的财务报告更加真实可靠^[11]、欺诈活动更少^[12]、财务预算松弛程度更低^[13]、公司治理水平更高^[14]、债务水平更高^[15]、审计费用更低^[16]。众多具有从军经历的企业高管,如华为的任正非、万科的王石、联想的柳传志,都曾着重讲述过早期军旅生活对其领导公司的影响。因此,具有从军经历的企业高管由于特殊经历产生了独特的个性和心理,导致他们在进行企业财务决策时,可能会显著不同于不具有从军经历的企业高管。

综上所述,关于企业现金持有影响因素的研究多从企业特征入手,少量文献从企业高管早期经历的视角进行了探讨。尽管高管从军经历对企业财务行为的影响已受到关注,但鲜有文献将高管从军经历与企业现金持有联系起来。因此,本文尝试分析有从军经历高管与不具有从军经历高管的财务决策行为差异,从而探索高管从军经历对企业现金持有的影响。

(二)高管从军经历对企业现金持有的影响

军人在高强度的实际作战训练中获得的生存能力、战斗能力使得他们深信自己能够在较为复杂和危险的环境中做出正确决策,这导致军人具有风险偏好、过度自信等特征^{[17][18]}。这些特征进而导致有从军经历高管管理的企业更倾向于持有较多的现金。

第一,从市场竞争的角度看,有从军经历的高管具有更强烈的动机追求盈利性投资机会,从而提高了企业现金持有水平。在激烈的市场竞争中,持有较多的现金会使企业具有选择投资项目的优势,提高企业的财务弹性,增强企业的市场竞争力。有从军经历的高管通常具有风险偏好与过度自信的心理特征,这使得他们在进行投资决策时,会更倾向于选择高风险高收益的投资组合以迅速获得优势地位。他们相信自己具有足够的能力来掌控可能发生的不利事件,认为只有复杂、具有挑战性和高收益的投资项目才能与之相匹配,会频繁实施并购活动^[19]。因此,出于追求盈利性投资机会的动机,有从军经历的高管会选择持有更多的现金以待时机。

第二,从企业创新的角度看,有从军经历的高管更有动机进行企业创新投资,从而提高了企业现金持有水平。创新投资不同于其他投资,其具有不确定性,而且一般投入期较长。有从军经历的高管因为具有风险偏好与过度自信的心理特征,使得他们愿意尝试一种新的经营模式,以获取更为长远的

业绩增长。创新研发活动具有较大的资金风险,具体表现为在研发期间需要持续投入大量资金,时刻跟踪新技术,了解新产品发展进程,同时还要对下一代技术进行研发与论证,以便适应新技术的快速发展。一旦停止对新技术的后续投资,前期投入就会成为沉没成本,所以企业需要一条雄厚的资金链为创新研究保驾护航^[20]。有从军经历的高管为了完成创新研究项目,打造企业竞争优势,保持良好的业绩增长,会更倾向于持有较多现金以避免功败垂成。由此提出假设 1:

H1: 高管从军经历对企业现金持有水平具有正向影响。

(三) 产权性质对高管从军经历与企业现金持有关系的调节影响

企业的产权性质在很大程度上决定了企业的内部制度和外部环境,它通过以下两条路径削弱了高管从军经历对企业现金持有水平的正向影响。

第一,从企业管理的角度看,国有企业具有较为严格的管理制度,导致高管个性无法充分彰显,从而削弱了高管从军经历对企业现金持有的影响。国有企业在发展过程中形成了一套相对完善的内部规章制度和外部监管制度,强调国有资产的保值增值以及对投资者利益的保护。而军队文化非常注重恪守规则的重要性,作为一个军人,最重要的品质就是服从上级的命令,遵守各种规则。因此,有从军经历的高管在国有企业工作,通常会严格遵守企业的内部规章制度和外部监管制度,一方面会降低企业违规概率^[12],另一方面也抑制了有从军经历的高管追求盈利性投资机会以及进行企业创新投资的动机,从而削弱了高管从军经历对企业现金持有的影响。

第二,从融资约束的角度看,国有企业具有较为宽松的融资环境,弱化了企业持有较多现金的需求,从而削弱了高管从军经历对企业现金持有的影响。由于国有企业与政府之间存在天然联系,政府在银行进行信贷决策时会为国有企业提供隐性担保,使得国有企业风险相对偏低,且银行与国有企业之间一般存在较为稳定的长期合作关系,这使得双方之间的信息不对称程度大大降低,进而导致银行会对国有企业产生信贷倾斜,从而为国有企业创造较好的外部融资环境^[21]。尽管有从军经历的高管为了追求高风险高收益的项目,出于投资和避免财务困境的动机,会更倾向于持有较多的现金以备不时之需,但由于国有企业拥有较为宽松的融资环境,在面临资金缺口时比较容易从银行获得信贷支持,因此相对于非国有企业有从军经历的高管而言,国有企业有从军经历的高管的压力较小,无须过分依赖企业内部资金,从而削弱了高管从军经历对企业现金持有的影响。由此提出假设 2:

H2: 相对于非国有企业,国有企业会削弱高管从军经历对企业现金持有水平的正向影响。

(四) 企业规模对高管从军经历与企业现金持有关系的调节影响

较大的企业规模提高了企业应对财务风险的能力。首先,规模较大的企业通常具有较强的融资能力。较大的企业规模往往意味着具有更多的可抵押资产、更好的社会声誉和更高的信用等级,从而具有更小的融资难度和更强的融资能力。其次,规模较大的企业通常具有更低的融资成本。证券发行的固定成本存在规模效应,规模较大企业的外部融资成本往往低于小企业^[22]。再次,规模较大的企业更容易通过资产处置应对财务困境。大企业通常实施多元化经营,可以通过出售部分资产来获取现金以解燃眉之急,因而发生财务困境的概率大大降低^[9]。因此,在规模较大的企业中,有从军经历的高管即使有更强烈的动机追求盈利性投资机会以及进行企业创新投资,也不必过多依靠持有大量的现金,从而削弱了高管从军经历对企业现金持有水平的正向影响。由此提出假设 3:

H3: 相对于小规模企业,大规模企业会削弱高管从军经历对企业现金持有水平的正向影响。

三、研究设计

(一) 模型构建

为了检验高管从军经历对企业现金持有的影响,本文首先以上市公司企业现金持有($cash_1$)为因变量,高管从军经历($army$)为自变量,构建实证模型(1):

$$cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 army_{it} + \alpha_2 soe_{it} + \alpha_3 size_{it} + \alpha_4 finl_{it} + \alpha_5 tq_{it} + \alpha_6 bmb_{it} + \alpha_7 lev_{it} + \alpha_8 roe_{it} + \alpha_9 grow_{it} + \alpha_{10} capex_{it} + \alpha_{11} deb_{it} + \alpha_{12} divi_{it} + \alpha_{13} list_{it} + \alpha_{14} topl_{it} + \alpha_{15} bs_{it} + \alpha_{16} id_{it} +$$

$$\alpha_{17} \text{dual}_{it} + \text{year} + \text{industry} + e_{it} \quad (1)$$

模型(1)中, cash_1 为依据 Opler 等的研究,以现金及现金等价物与扣除现金及现金等价物后的总资产的比率来衡量企业的现金持有水平^[6]。 cash_1 的具体计算公式为:

$$\text{cash}_1 = \text{现金及现金等价物} / (\text{总资产} - \text{现金及现金等价物})$$

参考已有研究^{[23][24]},本文的控制变量主要包括:产权性质(soe)、企业规模(size)、财务杠杆系数(finl)、托宾 Q(tq)、账面市值比(bmb)、资产负债率(lev)、净资产收益率(roe)、营业收入增长率(grow)、资本支出(capex)、债务期限结构(deb)、股利分配率(divi)、企业上市年限(list)、第一大股东持股比例(topl)、董事会规模(bs)、独董比例(id)、两职合一(dual)等。year 为年度固定效应,industry 为行业固定效应, e_{it} 为残差项。具体变量选择与定义见表 1。

表 1 变量选取与定义

变量类型	变量符号	变量名称与定义
被解释变量	cash ₁	现金持有水平,基于 Opler 等的模型计算 ^[6]
解释变量	army	高管从军经历,当企业高管具有从军经历时取 1,否则为 0
调节变量	soe	产权性质,国有企业取 1,否则为 0
	size	企业规模,企业总资产的自然对数
中介变量	innov	企业创新,用企业研发支出与销售收入的比值测度
	str	企业战略选择,借鉴孙健等的方法测度 ^[25]
控制变量	finl	财务杠杆系数,(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用)
	tq	托宾 Q,市值/(资产总计-无形资产净额-商誉净额)
	bmb	账面市值比,资产/市值
	lev	资产负债率,负债/资产
	roe	净资产收益率,净利润/平均净资产
	grow	营业收入增长率,(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	capex	资本支出,资本支出/(总资产-现金及现金等价物之和)
	deb	债务期限结构,流动负债/负债
	divi	股利分配率,每股现金股利/每股收益
	list	企业上市年限,企业的上市年限取自然对数
	topl	第一大股东持股比例
	bs	董事会规模,董事会人数的自然对数
	id	独董比例,独立董事人数/董事会人数
	dual	两职合一,若董事长与总经理为同一人时取 1,反之取 0
	year	年度固定效应
industry	行业固定效应	

本文采用固定效应模型对模型(1)进行估计,并观察 α_1 的方向和显著性,若 α_1 显著为正,则假设 H1 得到验证。

然后,本文基于模型(1),增加产权性质(soe)与高管从军经历(army)的交乘项(army * soe),构建模型(2):

$$\begin{aligned} \text{cash}_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{army}_{it} + \gamma_2 \text{army} * \text{soe}_{it} + \gamma_3 \text{soe}_{it} + \gamma_4 \text{size}_{it} + \gamma_5 \text{finl}_{it} + \gamma_6 \text{tq}_{it} + \gamma_7 \text{bmb}_{it} + \\ & \gamma_8 \text{lev}_{it} + \gamma_9 \text{roe}_{it} + \gamma_{10} \text{grow}_{it} + \gamma_{11} \text{capex}_{it} + \gamma_{12} \text{deb}_{it} + \gamma_{13} \text{divi}_{it} + \gamma_{14} \text{list}_{it} + \gamma_{15} \text{topl}_{it} + \\ & \gamma_{16} \text{bs}_{it} + \gamma_{17} \text{id}_{it} + \gamma_{18} \text{dual}_{it} + \text{year} + \text{industry} + e_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

对模型(2)进行估计,并观察 γ_1 和 γ_2 的方向和显著性,若 γ_1 显著为正, γ_2 显著为负,则假设 H2 得到验证。

最后,同样基于模型(1),增加企业规模(size)与高管从军经历(army)的交乘项(army * size),构建模型(3):

$$\begin{aligned} \text{cash}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{army}_{it} + \beta_2 \text{army} * \text{size}_{it} + \beta_3 \text{soe}_{it} + \beta_4 \text{size}_{it} + \beta_5 \text{finl}_{it} + \beta_6 \text{tq}_{it} + \beta_7 \text{bmb}_{it} + \beta_8 \text{lev}_{it} + \\ & \beta_9 \text{roe}_{it} + \beta_{10} \text{grow}_{it} + \beta_{11} \text{capex}_{it} + \beta_{12} \text{deb}_{it} + \beta_{13} \text{divi}_{it} + \beta_{14} \text{list}_{it} + \beta_{15} \text{topl}_{it} + \beta_{16} \text{bs}_{it} + \beta_{17} \text{id}_{it} + \\ & \beta_{18} \text{dual}_{it} + \text{year} + \text{industry} + e_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

对模型(3)进行估计,并观察 β_1 和 β_2 的方向和显著性,若 β_1 显著为正, β_2 显著为负,则假设 H3 得到验证。

(二)数据来源

上市公司行业分类在 2012 年进行了重新修订,本文采用 2012~2018 年我国沪深两市的 A 股上市公司数据展开研究。现金持有数据是依据企业年度财务报告中披露的现金及现金等价物等数据计算得出。高管从军经历是在国泰安数据库(CSMAR)“中国上市公司治理结构研究数据库”中的高管简历数据的基础上,通过百度搜索引擎及和讯财经等网站,手工检索各上市公司高管团队信息,经过仔细核对排除同姓名人信息,并对高管简历信息进行补充得出。本文在初始选择的样本中,对参军、服役、入伍、转业、退伍、海军、连长、陆军、排长、空军、团长、司令部、解放军、战士、师长、参谋、军区、部队等字眼进行筛选,并对仅仅是姓名中带有类似海军、陆军等字眼的高管进行甄别并删除。根据本文的研究需要,删除 B 股、金融行业和指标缺失严重的企业年度记录,最终剩余的有效样本包含了 15344 条企业年度记录。本文采用 Stata13.0 软件进行数据处理,并对所有连续变量进行了首尾各 1%的 winsorize 处理。

四、实证结果

(一)描述性统计

表 2 列示了各变量的描述性统计结果。企业现金持有水平($cash_1$)的均值为 0.227,最小值为 0.013,最大值为 1.480。这说明样本企业平均的现金持有量占扣除现金及现金等价物后资产的 22.7%,而且不同企业的现金持有水平差异较大,现金持有水平最低的企业现金持有量仅占 1.3%,而现金持有水平最高的企业该比率达到 148.0%。该结果与杨兴全等人统计的现金持有比例相似。高管从军经历($army$)的均值为 0.040,即 4.0%的样本企业的高管具有从军经历,略高于已有研究中的 3%^[14]。但总体而言,有从军经历高管的企业在所有样本企业中的比例比较低。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	最小值	最大值
cash ₁	15344	0.227	0.144	0.013	1.480
army	15344	0.040	0	0	1
soe	15344	0.368	0	0	1
size	15344	22.216	22.000	19.900	26.200
innov	15344	4.176	3.410	0	35.220
str	15344	10.713	11	0	24
finl	15344	1.415	1.090	0.372	8.129
tq	15344	2.377	1.747	0.187	12.386
bmb	15344	0.539	0.508	0.096	1.148
lev	15344	0.417	0.408	0.052	0.864
roe	15344	0.084	0.072	0.003	0.320
grow	15344	0.470	0.155	-0.609	9.639
capex	15344	0.049	0.035	0.000	0.223
deb	15344	0.819	0.878	0.257	1.000
divi	15344	0.291	0.233	0.000	1.958
list	15344	1.956	2.079	0.000	3.219
topl	15344	35.299	33.424	9.417	75.005
bs	15344	2.135	2.197	1.609	2.708
id	15344	0.374	0.333	0.333	0.571
dual	15344	0.266	0	0	1

在控制变量中,产权性质(soe)的均值为 0.368,说明样本中国有企业数量占样本企业总量的 36.8%。近年来随着大量非国有中小企业上市,国有企业占据上市公司主体的局面已发生变化。企业规模(size)的均值(22.216)与中位数(22.000)大体持平,呈现正态分布。财务杠杆系数(finl)的均

值(1.415)大于中位数(1.090),表明其为右偏分布。资产负债率(lev)的平均值为 41.7%,债务期限结构(deb)的均值高达 81.9%,且最小值也达到了 25.7%,表明我国上市公司的债务融资仍然以短期借款为主。股利分配率(divi)的均值(0.291)大于中位数(0.233),呈现右偏分布特征。这说明,尽管总体上看样本企业将 29.1%的净收益作为现金股利支付给了股东,但大部分样本企业的股利分配率低于样本企业的平均水平。第一大股东持股比例(top1)的均值为 35.299,表明样本企业的股权集中度总体较高。董事会规模(bs)的均值(2.135)与中位数(2.197)大致持平,基本呈正态分布。两职合一(dual)的均值为 0.266,表明在样本企业中有 26.6%的董事长兼任了总经理(CEO)。其他控制变量的指标特征也基本符合预期。

(二)高管从军经历对企业现金持有的影响

为了检验研究假设 H1,本文采用固定效应模型,对模型(1)进行回归,模型在估计时控制了年度(year)和行业(industry)的影响,回归结果如表 3 所示。

表 3 高管从军经历对企业现金持有的影响

cash ₁	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
army	0.042 ***	3.19	0.072 ***	4.15	0.518 ***	2.71
army * soe			-0.068 **	-2.65		
army * size					-0.021 **	-2.50
soe	-0.018	-1.05	-0.014	-0.82	-0.018	-1.06
size	0.012 ***	2.73	0.013 ***	2.77	0.013 ***	2.87
finl	-0.001	-0.78	-0.001	-0.78	-0.001	-0.76
tq	-0.009 ***	-7.00	-0.009 ***	-7.01	-0.009 ***	-6.98
bmb	-0.086 ***	-5.47	-0.086 ***	-5.45	-0.085 ***	-5.40
lev	-0.452 ***	-24.43	-0.452 ***	-24.46	-0.454 ***	-24.51
roe	0.241 ***	6.36	0.243 ***	6.42	0.242 ***	6.40
Grow	0.000	0.52	0.000	0.55	0.000	0.53
capex	-0.562 ***	-12.51	-0.560 ***	-12.48	-0.561 ***	-12.49
deb	-0.038 ***	-2.78	-0.038 ***	-2.77	-0.038 ***	-2.81
divi	0.018 ***	3.39	0.019 ***	3.42	0.019 ***	3.43
list	-0.184 ***	-29.81	-0.184 ***	-29.83	-0.183 ***	-29.76
topl	-0.000	-1.15	-0.000	-1.15	-0.000	-1.21
bs	-0.014	-0.82	-0.015	-0.86	-0.016	-0.94
id	-0.005	-0.11	-0.006	-0.12	-0.009	-0.18
dual	0.006	1.12	0.006	1.19	0.006	1.13
year		控制		控制		控制
industry		控制		控制		控制
N		15344		15344		15344
F		5.52		5.52		5.52
Prob>F		0.00		0.00		0.00
adj.R ²		0.22		0.22		0.22

注: ***, **、* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下同。

表 3 中模型(1)的回归结果显示,高管从军经历(army)的系数为正,且在 1%的水平上显著。这一结果表明,高管从军经历对企业现金持有水平具有显著的正向影响,即高管具有从军经历的企业,相比高管不具有从军经历的企业,持有了更多的现金。本文的研究假设 H1 得到了样本数据的支持。有从军经历的高管由于具有风险偏好、过度自信等特征,具有较强的动机追求盈利性投资机会并愿意进行创新投资。企业高管这种强烈的投资动机导致企业在进行现金持有决策时,愿意持有更多的现金来等待潜在的投资机会,愿意对高风险高收益的项目进行投资,从而打造企业的竞争优势,保持良好的业绩增长。

在控制变量中,资产负债率(lev)的系数显著为负,说明企业的融资能力越强,持有现金越少。资

本支出(capex)的系数显著为负,说明公司为了进行资本投资可能会侵蚀企业持有现金的储备量,这与融资优序理论的观点一致^[7]。债务期限结构(deb)的系数也显著为负,说明企业流动负债在企业负债总额中的比例越高,企业持有的现金越少。股利分配率(divi)的系数显著为正,说明如果公司需要分配股利,将会持有较多的现金。企业上市年限(list)的系数显著为负,说明企业上市年限越长,持有的现金越少。其他控制变量的回归结果与已有文献基本相符。

(三)产权性质对高管从军经历与企业现金持有的调节影响

为了检验研究假设 H2,本文采用固定效应模型,对模型(2)进行回归,模型在估计时控制了年度(year)和行业(industry)的影响,回归结果如表 3 所示。

表 3 中模型(2)的回归结果显示,引入产权性质(soe)和高管从军经历(army)的交乘项(army * soe)后,高管从军经历(army)的系数依然在 1%的水平上显著为正,且交乘项(army * soe)的系数在 5%的水平上显著为负。这说明国有企业性质削弱了高管从军经历对企业现金持有的正向影响,本文的研究假设 H2 得到了样本数据的支持,即相对于非国有企业,国有企业因为拥有较为严格的管理制度和较为宽松的融资环境,使得有从军经历高管的个人特质被抑制,且融资压力减小,从而导致有从军经历高管的企业持有较多现金的动机减弱。

(四)企业规模对高管从军经历与企业现金持有的调节影响

为了检验研究假设 H3,本文采用固定效应模型,对模型(3)进行回归,模型在估计时控制了年度(year)和行业(industry)的影响,回归结果如表 3 所示。

表 3 中模型(3)的回归结果显示,引入企业规模(size)和高管从军经历(army)的交乘项(army * size)后,高管从军经历(army)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项(army * size)的系数在 5%的水平上显著为负。这说明企业规模会削弱高管从军经历对企业现金持有的正向影响,本文的研究假设 H3 得到了样本数据的支持,即相对于小规模企业,大规模企业往往拥有更多的可抵押资产、更好的社会声誉和更高的信用等级,从而具有更强的融资能力和更低的融资成本,即使面临财务困境时也具有更强的应对能力,从而导致有从军经历高管的企业持有较多现金的动机减弱。

五、稳健性检验

(一)采用现金持有的替代变量

企业现金持有水平具有不同的衡量指标。为了确认不同的现金持有衡量指标不影响研究结论,本文采用 Ozkan 等以现金及现金等价物之和与总资产的比率来衡量企业的现金持有水平(cash₂)^[26],并采用固定效应模型重新对上文的模型进行回归。新的回归结果表明:高管从军经历(army)的系数在 1%的水平上显著为正(系数 0.018, t 值 2.99);引入产权性质(soe)和高管从军经历(army)的交乘项(army * soe)后,高管从军经历(army)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项(army * soe)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.027, t 值-2.32);引入企业规模(size)和高管从军经历(army)的交乘项(army * size)后,高管从军经历(army)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项(army * size)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.008, t 值-2.13)。这说明采用现金持有的替代变量后,上文研究结论依然成立。

(二)重新界定高管范围

上文中的高管范围只包含了董事长和总经理(CEO),除了董事长和总经理外,财务总监(CFO)等高管同样可能对企业现金持有产生重要影响。因此,为了确认高管范围的选择不影响研究结论,本文将高管范围从董事长和总经理扩展到了财务总监(CFO)等其他高管(army₂),同样采用固定效应模型重新对上文的模型进行回归。新的回归结果表明:高管从军经历(army₂)的系数在 1%的水平上显著为正(系数 0.041, t 值 3.03);引入产权性质(soe)和高管从军经历(army₂)的交乘项(army₂ * soe)后,高管从军经历(army₂)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项(army₂ * soe)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.067, t 值-2.54);引入企业规模(size)和高管从军经历(army₂)的交乘

项($army_2 * size$)后,高管从军经历($army_2$)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项($army_2 * size$)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.021,t 值-2.43)。这说明重新界定高管范围后,上文研究结论依然成立。

(三)采用倾向得分匹配法

为了排除自选择问题对回归结果的影响,本文采用倾向匹配得分法 PSM 对样本进行匹配后,采用固定效应模型重新进行回归。在样本匹配过程中,本文根据处理指示变量将样本分为两组:一是处理组,即有从军经历高管组;二是对照组,即没有从军经历高管组。根据处理指示变量进行匹配后,核心控制变量在对照组和处理组均不存在显著差异。匹配后的模型回归结果显示:高管从军经历($army$)的系数在 1%的水平上显著为正(系数 0.040,t 值 3.02);引入产权性质(soe)和高管从军经历($army$)的交乘项($army * soe$)后,高管从军经历($army$)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项($army * soe$)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.065,t 值-2.51);引入企业规模($size$)和高管从军经历($army$)的交乘项($army * size$)后,高管从军经历($army$)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项($army * size$)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.021,t 值-2.48)。这说明对样本按照倾向得分进行匹配后,上文研究结论依然成立。

(四)采用 Heckman 两步法

为了进一步排除自选择问题对回归结果的影响,本文采用 Heckman 两步法对模型重新进行了回归。Heckman 两步法第二阶段回归结果表明:高管从军经历($army$)的系数在 1%的水平上显著为正(系数 0.042,t 值 3.18),逆米尔斯比率(IMR)不显著(系数-0.888,t 值-0.67);引入产权性质($army$)和高管从军经历(soe)的交乘项($army * soe$)后,高管从军经历($army$)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项($army * soe$)的系数在 1%的水平上显著为负(系数-0.068,t 值-2.64),逆米尔斯比率(IMR)不显著(系数-0.826,t 值-0.62);引入企业规模($size$)和高管从军经历($army$)的交乘项($army * size$)后,高管从军经历($army$)的系数仍在 1%的水平上显著为正,且交乘项($army * size$)的系数在 5%的水平上显著为负(系数-0.021,t 值-2.50),逆米尔斯比率(IMR)不显著(系数-0.919,t 值-0.69)。这说明采用 Heckman 两步法重新进行回归后,上文研究结论依然成立。

(五)采用工具变量法

为了进一步解决内生性问题,本文采用工具变量法重新进行了回归。本文借鉴王元芳和徐业坤的做法,以 1977 年恢复高考时,高管是否已满 18 岁(adu)作为高管从军经历($army$)的工具变量^[14]。以 1977 年作为分界线,在此之前已满 18 岁的男性公民的主要出路就是入伍服兵役,通过选择从军改变自身命运。回归结果表明,Kleibergen-Paap rk LM 在 1%的水平上显著,拒绝不可识别的原假设,且 Cragg-Donald Wald F 值为 14.598,说明该工具变量与解释变量有较强的相关性,拒绝工具变量是弱识别的假设,且高管在 1977 年是否已满 18 岁与企业现金持有之间并不存在直接的相关性。采用该工具变量进行 2SLS 回归,高管从军经历($army$)的回归系数为正且在 5%的水平上显著(系数 1.267,t 值 2.33)。这说明采用工具变量法进行回归后,上文研究结论依然成立。

六、进一步分析

(一)企业创新的中介作用

根据上文的分析,高管的从军经历可能会通过影响企业的创新活动,进而影响企业现金持有行为。因此,本文进一步分析企业创新是否在高管从军经历和企业现金持有之间发挥中介作用。

第一,具有从军经历的高管的独有个性对企业创新产生了正向影响。一方面,有从军经历的高管具有异于常人的心理特性,如风险偏好、过度自信等,这使得他们更倾向于高风险高回报的投资项目,以达到经营管理目标。另一方面,经过军队系统训练,有从军经历的高管在战略布局、分析判断、组织协调等方面有独特优势^[27],具有更强的整合能力和决策魄力,有利于提升企业的创新能力。因此,高管有从军经历的企业,其创新强度会相对较大。

第二,企业的创新活动会对企业现金持有产生正向影响。首先,企业创新活动持续周期长,从产品初期的市场调研、产品设计、生产配置,到产品生产、产品调试、产品投放市场这一系列流程都需要持续稳定的资金输入以保持生产的不间断性。其次,由于企业创新活动属于企业核心机密,不便向外透露,这使得企业与金融机构之间的信息不对称程度进一步加大,导致创新项目的外部融资约束较大,进而使得企业创新活动更为依赖企业内部现金持有。最后,企业除了创新活动资金投入外,还需保持当前的生产能力和获利能力,高管有从军经历的企业会维持相对较高的现金持有水平以支撑企业的日常经营与未来规划^[28]。

(二)企业战略选择的中介作用

高管作为企业的战略决策者,可能会由于自身特质对企业战略选择产生一定程度的影响,进而影响企业的现金持有行为。因此,本文进一步分析企业战略选择是否在高管从军经历和企业现金持有之间发挥中介作用。

第一,具有从军经历的高管的独有个性对企业进攻型战略选择产生了正向影响。一方面,从军经历锻炼了高管的指挥能力和领导能力,提高了高管在严苛环境中做出决策的能力,增强了高管的承压能力,使得他们的风险厌恶程度更低^[17],更愿意承担风险,因而在进行战略选择时会倾向于选择进攻型战略。另一方面,由于有从军经历的高管拥有过度自信的特质,对自己充满信心,从而乐观估计自身的经营管理能力和企业未来的业绩水平,这使得他们往往会选择较为激进的竞争战略。

第二,企业选择进攻型战略对企业现金持有产生了正向影响。首先,企业选择进攻型战略会加大企业的经营风险,企业陷入财务困境的可能性增加。企业会针对进攻型战略采用较低风险的财务策略加以配合,持有较多现金就是一个不错的选择。其次,企业选择进攻型战略往往意味着较大的研发投入和经营波动,会加剧企业与金融机构之间的信息不对称程度,从而进一步加大企业融资约束^[29],提高企业的融资成本。在这种情况下企业通常会持有较多的现金以备不时之需并节约融资成本。

(三)中介作用模型设计

为了检验高管从军经历是否通过企业创新和企业战略选择的路径影响企业现金持有水平,本文借鉴温忠麟和叶宝娟的中介检验方法^[30],构建实证模型(4)(5),结合模型(1)验证上述传导路径。其中,模型(4)(5)中的 med 为中介变量,分别代表企业创新 innov 和企业战略 str。

$$\begin{aligned} med_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 army_{it} + \alpha_2 soe_{it} + \alpha_3 size_{it} + \alpha_4 finl_{it} + \alpha_5 tq_{it} + \alpha_6 bmb_{it} + \alpha_7 lev_{it} + \alpha_8 roe_{it} + \\ & \alpha_9 grow_{it} + \alpha_{10} capex_{it} + \alpha_{11} deb_{it} + \alpha_{12} divi_{it} + \alpha_{13} list_{it} + \alpha_{14} topl_{it} + \alpha_{15} bs_{it} + \alpha_{16} id_{it} + \\ & \alpha_{17} dual_{it} + year + industry + e_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} cash_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 army_{it} + \alpha_2 med_{it} + \alpha_3 soe_{it} + \alpha_4 size_{it} + \alpha_5 finl_{it} + \alpha_6 tq_{it} + \alpha_7 bmb_{it} + \alpha_8 lev_{it} + \\ & \alpha_9 roe_{it} + \alpha_{10} grow_{it} + \alpha_{11} capex_{it} + \alpha_{12} deb_{it} + \alpha_{13} divi_{it} + \alpha_{14} list_{it} + \alpha_{15} topl_{it} + \alpha_{16} bs_{it} + \\ & \alpha_{17} id_{it} + \alpha_{18} dual_{it} + year + industry + e_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

本文参考陈爽英等的做法^[31],采用企业研发支出与销售收入的比值来测度企业创新(innov)。参考孙健等的做法^[25],采用企业研发支出占销售收入的比值、员工人数占销售收入的比值、销售收入增长率、销售费用和管理费用占销售收入的比重、员工人数的波动性以及固定资产占总资产的比重等6个维度的数据构建一个值为0~24的离散变量来度量企业战略选择(str)。str数值越大企业战略越激进,反之越保守。

(四)中介作用回归结果

采用固定效应模型对模型(4)(5)进行回归,模型在估计时控制了年度(year)和行业(industry)的影响,回归结果如表4所示。

由上文模型(1)的回归结果可知,高管从军经历(army)的系数在1%的水平上显著为正,表明高管从军经历对企业现金持有具有正向影响。模型(4)的回归结果显示,高管从军经历(army)的系数在5%的水平上显著为正,表明高管从军经历对企业创新具有正向影响。而模型(5)的回归结果显示,高管从军经历(army)的系数在1%的水平上显著为正,且企业创新(innov)的系数也在1%的水平

上显著为正。这表明企业创新在高管从军经历与企业现金持有之间发挥了部分中介作用,高管从军经历通过推动企业创新提高了企业现金持有水平。

同理,模型(6)的回归结果显示,高管从军经历(*army*)的系数在 5%的水平上显著为正,表明有从军经历的高管更倾向于选择进攻型战略。而模型(7)的回归结果显示,高管从军经历(*army*)的系数在 1%的水平上显著为正,且进攻型战略(*str*)的系数也在 1%的水平上显著为正。这表明企业战略选择也在高管从军经历与企业现金持有之间发挥了部分中介作用,高管从军经历促使企业选择进攻型战略,从而提高了企业现金持有水平。这一实证检验结果与上文的中介效应理论分析一致。

表 4 高管从军经历与企业现金持有的中介效应检验

变量	模型(4)		模型(5)		模型(4)		模型(5)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>army</i>	0.606**	1.97	0.046***	2.74	0.316**	1.98	0.029***	3.64
<i>innov</i>			0.001***	2.86				
<i>str</i>							0.001***	2.68
<i>controls</i>	控制		控制		控制		控制	
<i>year</i>	控制		控制		控制		控制	
<i>industry</i>	控制		控制		控制		控制	
N	15344		15344		15344		15344	
F	17.56		5.74		21.76		5.85	
Prob>F	0.00		0.00		0.00		0.00	
adj. R ²	0.06		0.28		0.12		0.21	

七、研究结论与政策含义

在现有关于高管从军经历与企业现金持有关系的前期研究基础上^[32],本文进一步探讨了高管从军经历影响企业现金持有水平的作用机理、实现路径与调节因素,从而更加细致地刻画了高管从军经历与企业现金持有水平之间的关系。本文的实证分析结果表明:第一,有从军经历的高管在军人生涯中形成的风险偏好、过度自信等心理特征,导致其具有更强烈的动机追求盈利性投资机会,更愿意进行创新投资并选择进攻型战略,从而使得他们所管理的企业现金持有水平较高;第二,国有企业因为拥有较为严格的管理制度,导致有从军经历高管的个性无法充分彰显,同时其拥有较为宽松的融资环境,降低了企业持有较多现金的需求,从而弱化了高管从军经历对企业现金持有的正向影响;第三,企业规模越大,应对财务风险的能力越强,不必过多持有大量的现金,因而削弱了高管从军经历对企业现金持有水平的正向影响。上述结论经过一系列稳健性检验后依然成立。

本文结论的政策含义在于:第一,企业的现金持有数量会因高管是否有从军经历而存在差异,企业在进行财务决策时应将企业高管是否具有从军经历这一因素考虑在内,以便实现现金持有的最优决策;第二,有从军经历高管的进取精神对企业发展具有积极的作用,企业特别是国有企业、大型企业和研发型企业应通过适当聘用有从军经历的高管,改善企业内部治理机制和重大决策过程,从而优化企业资源配置;第三,对于有从军经历高管的企业来说,应充分考虑有从军经历高管的个人特质,赋予其适合的工作岗位和工作要求,采取积极的措施来充分利用有从军经历高管的特性和能力,提高企业的经营管理水平;第四,市场在对企业进行评价和估值时,应考虑企业重要岗位的高管是否有从军经历及其对企业的影响,从而对企业管理水平、经营状况和发展前景给予更准确的判断。

参考文献:

[1] Killgore, W.D.S., Cotting, D.I., Thomas, J.L., et al. Post-Combat Invincibility: Violent Combat Experiences are Associated with Increased Risk-Taking Propensity Following Deployment[J]. *Journal of Psychiatric Research*, 2008, 42 (13): 1112—1121.

[2] Wansink, B., Payne, C.R., Ittersum, K.V. Profiling the Heroic Leader: Empirical Lessons from Combat-Decorated

- ted Veterans of World War II[J].The Leadership Quarterly,2008,19(5):547—555.
- [3] 凯恩斯.就业、利息与货币通论[M].高鸿业,译.北京:商务印书馆,2011.
- [4] Myers,S.C.,Majluf,N.S.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have[J].Social Science Electronic Publishing,1984,13(2):187—221.
- [5] Jensen,M.,Meckling,W.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305—360.
- [6] Opler,T.,Pinkowitz,L.,Stulz,R.,Williamson,R.The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J].Journal of Financial Economics,1999,52(1):3—46.
- [7] Dittmar,A.,Mahrt-Smith,J.,Servaes,H.International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2003,38(6):111—134.
- [8] 王彦超.融资约束、现金持有与过度投资[J].金融研究,2009,(7):121—133.
- [9] 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.
- [10] 刘元秀,胡援成,吴飞.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[J].经济管理,2016,(7):133—146.
- [11] Franke,V.Generation X and the Military:A Comparison of Attitudes and Values between West Point Cadets and College Students[J].Journal of Political and Military Sociology,2001,29(1):92—119.
- [12] Benmelech,E.,Frydman,C.Military CEOs[J].Journal of Financial Economics,2015,117(1):43—59.
- [13] 查道林,吴薇,李宾.军人高管、环境不确定性与企业预算松弛[J].财会月刊,2020,(12):74—82.
- [14] 王元芳,徐业坤.高管从军经历影响公司治理吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].管理评论,2020,(1):153—165.
- [15] 赖黎,巩亚林,马永强.管理者从军经历、融资偏好与经营业绩[J].管理世界,2016,(8):126—136.
- [16] 权小锋,徐星美,蔡卫华.高管从军经历影响审计费用吗?——基于组织文化的新视角[J].审计研究,2018,(2):80—86.
- [17] Elder,G.H.,Clipp,E.C.Combat Experience and Emotional Health:Impairment and Resilience in Later Life[J].Journal of Personality,1989,57(2):311—341.
- [18] O'Keefe,B.Battle-tested:How a Decade of War Has Created a New Generation of Elite Business Leaders[J].Human Resource Management International Digest,2010,18(6):36—40.
- [19] Hirshleifer,D.,Low,A.,Teoh,S.H.Are Overconfident CEOs Better Innovators?[J].Journal of Finance,2012,67(4):1457—1498.
- [20] 袁东任,汪炜.信息披露、现金持有与研发投入[J].山西财经大学学报,2015,(1):81—91.
- [21] 何红渠,付丽.银行集中度、企业产权性质与现金持有[J].会计之友,2019,(19):76—83.
- [22] Barclay,M.J.,Smith,C.W.The Maturity Structure of Corporate Debt[J].Journal of Finance,1995,50(2):609—631.
- [23] 胡国柳,王化成.上市公司现金持有影响因素的实证研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2007,(2):57—64.
- [24] 祝继高,陆正飞.货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J].管理世界,2009,(3):152—158.
- [25] 孙健,王百强,曹丰,刘向强.公司战略影响盈余管理吗?[J].管理世界,2016,(3):160—169.
- [26] Ozkan,A.,Ozkan,N.Corporate Cash Holdings:An Empirical Investigation of UK Companies[J].Journal of Banking and Finance,2004,28(9):2103—2134.
- [27] Duffy,T.Military Experience and CEOs:Is There a Link?[Z].Korn/Ferry International Report,2006.
- [28] 蒲文燕,张洪辉.基于融资风险的现金持有与企业技术创新投入的关系研究[J].中国管理科学,2016,(5):38—45.
- [29] 翟淑萍,白冠男,白素文.企业战略定位影响现金持有策略吗?[J].中央财经大学学报,2019,(5):62—73.
- [30] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,(5):731—745.
- [31] 陈爽英,井润田,龙小宁,邵云飞.民营企业社会关系资本对研发投资决策影响的实证研究[J].管理世界,2010,(1):88—97.
- [32] 吴薇.管理者从军经历对企业现金持有的影响研究[D].北京化工大学,2020.