

【企业管理】

产品市场竞争对企业现金流风险影响研究

——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量

陈志斌, 王诗雨

(东南大学经济管理学院, 江苏 南京 211189)

[摘要] 本文从行业竞争程度和企业竞争地位双重视角探究产品市场竞争可能导致的掠夺效应对企业现金流风险的影响。理论分析发现:在行业竞争程度较大的环境下,由于其他竞争者的制约,掠夺效应对现金流风险的影响较小,但在行业竞争程度较小的行业中,掠夺效应对企业现金流风险影响的深度和广度反而更大。而企业竞争地位对企业现金流风险的影响体现在对行业竞争带来的掠夺效应的放大作用。由行业竞争程度决定的非排斥性竞争行为的掠夺效应与由企业竞争地位决定的掠夺性定价和其他非价格垄断行为的掠夺效应会产生叠加作用,使得企业现金流的波动更加强烈。特别地,竞争地位较低的企业由于面临市场信息壁垒,其现金流风险受到行业竞争的影响尤为强烈。本文对2008—2013年沪深两市全部A股上市公司面板数据的检验结果支持了上述结论。

[关键词] 行业竞争程度; 企业竞争地位; 掠夺效应; 现金流风险

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)03-0096-13

一、问题提出

现金流风险可以较为深刻地描绘企业的风险轮廓。它是企业风险管理的先导信号,不仅能够监控素有企业血液之称的关键要素现金流的运行状态,更可从本源上反映企业生产经营的稳定性,为企业战略决策提供信息支持,在企业风险管理中起到了见微知著的作用。随着企业风险管理的兴起,着眼于企业现金流风险管理的研究从20世纪90年代开始至今一直方兴未艾,相关研究主要集中在三个方面:一是对现金流风险的度量及预警模型的构建研究^[1-3];二是关于现金流风险对企业的影响及其信息传递效应的研究^[4,5];三是集中于现金流管理策略的探讨^[6,7]。

产品市场竞争是连接宏观经济和微观企业的桥梁,是“世界上促进经济效率的最强力量”^[8],它通过企业应对竞争所采取行为产生的掠夺效应作用于企业现金流,影响企业现金流的流入、支出、

[收稿日期] 2014-12-20

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“企业现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”(批准号70972039);国家自然科学基金青年项目“团队断裂带对子群间沟通有效性及团队绩效的作用机制研究”(批准号71202106);教育部人文社会科学研究项目“中国企业情境下团队沟通与组织绩效关系研究”(批准号10YJC630029)。

[作者简介] 陈志斌(1965—),男,江苏泰州人,东南大学经济管理学院副院长,教授,博士生导师;王诗雨(1991—),女,安徽蚌埠人,东南大学经济管理学院硕士研究生。

占用和储备、收付现比例等各个方面,从而影响企业现金流风险。自 Brander and Lewis^[9]有关寡头垄断对公司财务结构的影响研究开创了产业组织理论与企业财务理论交叉研究的新领域以来,产品市场竞争对企业现金流影响的研究主要集中在企业现金持有量和现金持有价值两方面:产品市场竞争对企业现金持有量的影响研究主要依据掠夺理论和企业现金持有的预防性动机。有些学者认为市场竞争程度越高,企业受到其他竞争对手掠夺而可能造成破产的风险越高^[10,11];另一些学者则认为处于垄断性行业的企业面临较高的掠夺风险倾向于持有更多的现金^[12-14]。而竞争地位相对较高的企业抵御外部冲击的能力较强,易于将外部冲击转嫁给消费者或竞争对手,从而降低现金流的波动性^[15,16]。产品市场竞争对企业现金持有价值的影响研究主要依据代理理论和掠夺理论。产品市场竞争产生的公司治理机制能够抑制企业代理问题,从而对企业现金持有价值产生正面影响^[17]。掠夺效应则提高了垄断企业的现金持有价值^[18]。

虽然该主题已有一定的研究成果,但现有研究还存在一定的不足,诸如:产品市场竞争与企业现金持有量的研究缺乏对预防风险和不确定性这一现金持有根本原因的剖析,产品市场竞争与企业现金持有价值的研究忽视了企业现金流管理中与价值相生相伴的风险要素;以产品市场竞争为背景的相关研究缺乏对行业竞争程度和企业竞争地位的综合考虑以及对竞争行为发生作用路径的深入分析。而理论界和实务界非常关注行业竞争程度与企业竞争地位各自以及交互作用对企业现金流风险有没有影响?有什么影响?影响机理与影响路径是怎样的?考虑到这是一个关系企业生死存亡的重要课题,本文拟对此展开研究,以期为相关的理论研究提供增量贡献、为处于激烈竞争中的企业风险管理提供有价值的参考。

二、理论分析与研究假设

1. 产品市场竞争与微观企业的掠夺效应分析

错综复杂的掠夺行为对企业不同方面的影响都会在企业现金流上集中表现出来,深入分析企业现金流风险有助于企业从根本上管控风险。“掠夺”最初来自于美国关于垄断和欧洲关于滥用占优地位的法律概念,主要指的是竞争中在位者旨在阻扰竞争对手进入或强制竞争对手退出采取的“排斥行为”。由 Tesler^[19]提出、Benoit^[19]及 Bolton and Scharfstein^[20]进一步发展的“掠夺”概念主要认为,掠夺是结构主义指导下的市场竞争行为,一切导致市场份额重新划分、市场资源重新配置、市场结构重组调整的行为都属于掠夺行为。掠夺行为所引致的掠夺效应是本文关注的重点,本文拟从企业的现金流层面、经营层面、资产层面、资本及金融层面剖析产品市场竞争引致的掠夺效应对企业现金流风险的影响机理与影响路径。

从现金流层面可以观察到掠夺对企业现金流所产生的影响。由于产品市场的竞争导致不同竞争程度的行业以及同一竞争程度行业中的不同竞争地位企业收支现金的地位不同,在原材料采购款支付与销售货款收取的时间、节奏、比重等方面呈现显著的具有严重后果的差异性,加之企业管理现金的战略与策略相异,政策与措施不同,最后直接影响企业现金流的风险高低。从经营层面可以观察到掠夺对企业经营活动所导致的影响。面对可能或者已经发生的掠夺,企业将会在经营模式、营销政策(包含优惠、价格、条件等要素)、扩张或收缩规模等方面有所选择,结果势必会产生不同的经营地位、经营状况和生存状态,这些是影响企业现金流风险的根源性要素。从资产层面可以观察到掠夺对企业资产的经营能力和资产使用效率等的影响。具体来讲,产品市场竞争将会对企业某些资产的使用机会、使用程度、使用效率、使用效能、与其他资产的整合及分解能力、变通能力等方面发生程度不同的影响,抑或影响企业资产的扩张与收缩、转换与变现等,影响资产的规模化、专业化、多元化、差异化,通过掠夺性定价、策略性投资、捆绑和搭售等影响企业的可利用资产,进而影响企业的经营,这些影响最终表现在现金流风险上。从资本及金融层面可以观察到掠夺对企业运用金融市场特别是资本市场和货币市场的能力、水准以及相应的资本市场地位有重大影响,影响企业

资产重组的能力与成效、融通资金的难易程度、数量多少与成本高低,影响企业价值发现能力的高低与价值影响的严重程度,影响其实施获取或制止别人获取融资及资本经营行为与策略的选择。

在不完全竞争市场的环境下,微观企业的掠夺效应来源于竞争激烈程度决定的非排斥性竞争行为和企业竞争地位决定的掠夺性定价和其他非价格垄断行为两个方面。任何企业都是在一定产业情景下相互依存的,最为典型的产业情景即为企业生产经营所依托的行业背景,而行业内某一企业与其他企业的依存关系则体现为企业在其所在行业中的竞争地位。如果说企业所在行业的产品市场竞争程度从作用强度上对企业的生产经营产生影响,那么,行业内部企业的竞争地位则从相对位势上影响了企业活动,二者共同构成了企业所面临的产品市场竞争环境,通过掠夺效应作用于微观企业,影响企业的各种财务特征。所以,后文主要从行业竞争程度和企业竞争地位两个视角,考察产品市场竞争引致企业现金流风险的机理与路径。

2. 行业竞争程度引致的非排斥性竞争行为的掠夺效应影响企业现金流风险的机理

在一定的产业情景下,非排斥性竞争行为纷繁复杂,行业竞争的激烈程度决定了企业非排斥性竞争行为实施的频率和强度,也决定了企业在受掠夺者和掠夺者间角色转化的速度和方向。行业内的每个企业都可能受到竞争对手的进攻,成为受掠夺企业;与此同时,每个企业也都可以主动发起进攻,成为掠夺企业。因此,在非排斥性竞争行为实施的过程中,企业可能同时扮演实施掠夺和受掠夺的双重角色。对于受掠夺企业而言,掠夺发生前的防御性竞争行为可能使其发生以提高结构壁垒、增加可预期报复、降低进攻诱惑力为目的的生产经营扩张或其他资金投入^[21]。掠夺发生时的防御性竞争行为可能使其采取有目的的诉讼行为、破坏市场秩序,甚至采取以反收购策略中“毒丸”思想为指导的短期“自爆”行为来改变掠夺一方对产业情景的评估。掠夺发生后,受掠夺企业会视掠夺程度的不同采取诸如收缩、剥离、清算的止损措施,集中体现在生产经营活动的大量收缩和资产的密集变现。对于掠夺企业而言,情况则相对简单,进攻性竞争行为主要通过规模效应、专业化、多元化、差异化四种途径发挥作用,掠夺企业为实现这四种途径中的一种或几种,一般会实施扩大投资规模、有目标地改变资金使用方向、在市场上重新分配企业资源、改变原有生产经营策略、实施合并或收购等行为。

行业竞争程度较大时,企业采取一定的进攻或防御竞争行为从而获取或保持竞争优势的动机更加明显,但造成影响的深度和广度由于受到行业内其他竞争者反应的制约而较小。在这种情况下,企业之间的相互依存度较小而相互制约程度较大,掠夺效应呈现出诸如频率快、程度小等“短、平、快”的特征。由收入和产出效应主导的现金流入和流出变动频率较快,但在市场中进攻和防御行为同时作用的抵消下,其变动幅度较小。此时,企业多采取中庸型匹配策略,力求现金流入和流出占用期限和数量相吻合。由于企业倾向实施更加灵活的生产经营策略,营运活动中垫付和收回资金交替频率较快,掠夺效应影响的频率较高、强度较小,企业可能会有意通过提高收现比率、降低付现比率的方法,加速资金周转。固定资产、无形资产投资的增减方向随市场资源收益率的指向而变化。企业面临较大的不确定融资需求和难以预期的融资成本,会有意保持现金流的稳定、增加预防性现金储备、稳定可占用资金积累量,作为短期小额内源性融资以满足频繁的竞争活动需求。

行业竞争程度较小时,市场的不确定性较小,企业能够进行“情景分析”的准确性较高,做出攻防竞争行为决策的频率虽然减少,但目标更为明确,决策对企业的影响更大,既可能“一鸣惊人”,也可能“一着不慎满盘皆输”,因此,企业的掠夺效应呈现“频率小、程度深”的特点。在这种情况下,生产经营策略的大开大合使得营运资金垫付和收回波动较大,企业收入产出效应带来的现金流变动频率不高但幅度较大,根据相去甚远的竞争位势选择保守或激进型现金流匹配策略、应对竞争采取的“放水养鱼”现金收付政策、预测性融资等加大了现金流逆向风险。因此,本文提出:

假设 1:企业所在行业产品市场竞争程度越小,其现金流风险越高^①。

3. 企业竞争地位引致的掠夺性定价及非价格垄断行为的掠夺效应影响现金流风险机理

Holmstrom and Tirole^[22]提出的“深钱袋”掠夺博弈阶段线是分析垄断行为掠夺效应的有效工具。在决定进入某一行业伊始,掠夺企业和受掠夺企业均发生了初始投资。第一阶段,掠夺企业将做出阻止还是容忍进入的决定,此时的掠夺效应主要来自于原有投融资规模基础上的掠夺性定价行为。假设参与企业的初始现金流风险相同,若竞争地位较高企业做出容忍决定,则所有参与企业的现金流风险都不会产生由博弈带来的增量波动;若竞争地位较高企业决定实施第一次掠夺,则定价掠夺效应主要影响现金流入数量,掠夺方因放弃即期定价收益会造成现金流入的相对降低,相较于受掠夺方损失全部初始投资却无增量流入的情况,处于较高竞争地位企业的现金流波动明显较小。

第二和第三阶段则涉及规模的扩张和外部融资问题,做出融资决策并拟实施进一步掠夺行为的企业将会融入新资金或使用自有资金扩大生产经营规模、进行策略性投资并与上下游合作企业结成长远的联盟关系,最终获得制定市场价格的话语权,成为竞争中的领导者,从而产生消除波动的“自然防护效应”^[23];而对被迫做出退出决策的企业而言(假设所有企业都会为实现价值最大化作出最大程度的努力),它们由于无法筹集到所需资金,在受掠夺的竞争地位中只能被动接受市场的变化,成为价格的接受者,掠夺企业集团会侵占他们的市场份额、将其拥有的市场资源边缘化、增加他们在市场中的信息壁垒,受掠夺企业在严重的信息不对称中无法准确分析预测市场竞争形势,加之可能存在的融资约束降低了它们的应变能力,其生存和发展的节奏可以说都是由无法把握的市场操纵的。因此,企业处于何种竞争地位决定了其扮演垄断行为掠夺的实施者还是被迫接受者。

博弈的第二、三阶段将会引起企业新增投资、外部融资、经营策略的变动。竞争地位较高的企业将实施进一步掠夺行为,由于拥有定价权,其预期现金流入和流出量在收入和产出效应的作用下会稳步上升。影响现金流结构的匹配策略呈现出由激进逐步转向中庸的趋势,现金流入和流出的期限、数量匹配程度都随着掠夺效应的深化、企业地位的不断提高而更加吻合。企业有计划的策略性投资对使用短期营运资金垫付的需求很小,而稳定的收付现政策更有利于形成合作伙伴关系,因而,现金流运行效率会趋于稳定。企业的融资结构呈现出由现金持有维持的内源性融资数额稳定,由企业实力决定的外源性融资能力增强的特点,使现金持有量保持稳定,现金融入量有计划变动。对于竞争地位较低的企业而言,作为价格的接受者和市场份额被侵占的一方,其现金流入与流出会发生难以预测的波动。较低竞争地位带来的信息不对称使这部分企业难以获得制定适当匹配策略的信息,现金流结构是随机的,不匹配的波动随时可能演化成风险敞口。竞争地位较低的企业由于“造血”困难,难以收回临时垫付和占用的现金,在销售和采购活动中缺少话语权,难以执行加速现金周转的收付现政策,这些进一步降低了盘活现金流的可能性。现金的融通无灵活性可言,内源融资方面,企业可能面临有强烈的预防动机却无现金流可积累的局面,而外源融资所受的融资约束则进一步加剧了企业现金流非常性波动的恶性循环。据此,本文提出:

假设 2:企业在行业内的市场竞争地位越低,其现金流风险越高。

4. 行业竞争程度与企业竞争地位共同引致掠夺效应影响企业现金流风险的机理与路径

行业竞争程度与企业竞争地位是考察微观企业所在的产品市场环境两个方面,其中行业竞争程度是掠夺存在的基础,而企业竞争地位是掠夺成功的条件。倘若行业内所有企业实力均不相上下(极端情况即是完全竞争市场),虽然企业可能更加希望获得竞争对手的市场份额,即更有实施掠夺的动机,但由于无特殊的比较优势或持续的核心竞争力,掠夺成功的可能性很小,从而对受掠夺者产生威胁并带来风险的概率也较小;若竞争地位存在差异,行业竞争程度给企业带来的掠夺效应

^① 关于“掠夺效应”,目前还没有检索到有关掠夺效应代理变量构建的国内文献,借用国外市场中的计量方法或构建新的代理变量均需要进行严格的论证和检验,在本文篇幅内恐难以完成,即使完成,亦可能造成文章重心的偏离。在后续工作中,作者将会对“掠夺效应的计量及其发挥的中介效应检验”进行专题研究。

可能得以放大,因为此时,由市场竞争程度决定的非排斥性竞争行为带来的掠夺效应与由企业竞争地位决定的掠夺性定价和其他非价格垄断行为带来的掠夺效应产生叠加,效应影响由此放大。这种放大式的交互作用造成企业现金流数量、结构、运行效率、融通灵活性几个方面的变动也产生叠加,现金流风险从而被放大。更进一步地,对于竞争地位较低的企业而言,这种放大作用除了来自掠夺效应的叠加,还来自市场竞争给劣势企业带来的信息不对称;由于地位悬殊造成信息壁垒的存在,这些企业难以预判行业中掠夺者对其实施的掠夺,因此,无法实施主动的现金流管理策略。由此不难发现,行业竞争程度和企业竞争地位间的放大式交互作用对企业现金流风险的影响,可能因企业竞争地位的不同而不同,即企业竞争地位在与行业竞争程度的相互作用机制中不仅发挥着强化作用,亦发挥着调节作用。因此,本文提出:

假设 3a:企业竞争地位的差异强化了行业竞争程度对企业现金流风险的影响;

假设 3b:相对于竞争地位较高的企业,行业竞争程度对竞争地位较低企业的现金流风险影响更为强烈。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文的研究样本为沪深两市所有 A 股上市公司,样本期间为 2008—2013 年。为了保证数据的有效性,本文依照以下原则进行样本筛选:①剔除金融和综合行业上市公司,这是由于此两个行业存在其自身的特性,难以和其他行业进行横向比较;②剔除 ST、*ST 的公司,剔除主营业务利润率为负的公司;③考虑到季度报告缺失信息较多,采用年报数据作为研究对象;④剔除考察特征变量全部缺失数据的企业,部分缺失值用样本平均值补充。本文按照中国证券业监督管理委员会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》,制造业取两位代码分类,其他行业取一位代码分类的原则,为避免行业公司过少对结果的影响,剔除公司数目少于 15 家的行业,筛选后的样本公司划分为 19 个行业。此外,为避免个别公司某些年份数据极端值的影响,本文还对样本数据进行了前后各 1%的 Winsorized 缩尾处理。据此,在样本期间内共获得 3218 个观测值。本文所使用数据来源于国泰安 CSMAR,使用 Stata12 进行统计分析。

2. 变量定义

(1)现金流风险。现金流风险的内涵十分丰富,单从类别上判断就包括数量灭失型、效率降低型、价值毁损型及财务危机型等。因此在以往研究中,现金流风险的内涵实际上并不完全一致,有些学者认为,同企业现金价值能够直接反映企业价值一样,企业现金流风险的概念与企业财务风险乃至企业整体风险并无二致,还有一些学者将企业现金流风险聚焦为现金流断流风险,这种风险与企业偿债能力和资本结构决策息息相关。本文将现金流风险界定为企业经营性现金流的波动性,一是为了更好地与企业在产品市场上的竞争行为建立直接的联动关系,二是“波动性”能够综合反映企业运营中的状态,包括了正向和负向波动两个方面,内涵更加丰富。对于企业现金流风险的计量,目前主要包括单指标计量、替代变量计量、复合指标计量和风险现金流模型四种方法。其中单指标计量主要关注企业现金流的波动性,即企业现金流量在一段时期内的标准差^[14,24];替代变量计量采用其他可以直接观测到的变量或其组合作为度量企业现金流风险的变量,谢春芳^[25]采用 Altman-Z 值和 Altman-ZETA 模型作为现金流风险的替代变量;复合指标计量选取了多种反映企业现金流状况的指标,并利用计量模型对现金流风险进行度量^[2];风险现金流或称现金流风险值主要包括 VaR^[26]和 CFaR^[27]两种方法,用于计算企业期望现金流和实际现金流间的敞口风险。

不同计量方式反映现金流风险的侧重点不同,如 Altman-Z 值和复合指标多用来综合反映企业财务风险,借以替代性地衡量现金流风险。目前,基于风险现金流的计量方法已经有了长足发展,并

已成为未来研究的趋势,本文中未选取这种方法主要有两方面考虑:①此种计量方法受到企业个性因素影响较为严重,如“期望现金流”与企业管理策略、战略预期以及现金流管理政策的选择密切相关,使用报表数据计量可能产生偏差,虽然刘金霞等^[28]和周敏等^[3]对有关方法的计算进行了总结和运用,但他们或者使用模型推衍,或者立足案例分析,这些方法在大样本检验中的适用程度和可操作性还有待商榷。②本文主要关注“企业现金流受到生产经营不确定性影响而产生的非常性波动”,理论分析立足于企业现金流的运行波动,而 VaR 和 CFaR 计量方法主要用于度量企业的现金流风险敞口,与文章理论分析选取的立足点不完全匹配。因此,本文选用孙进军和顾乃康^[14]的做法,用企业连续 3 年经营现金净流量的标准差来计量企业现金流风险。

(2)行业竞争程度。到目前为止,学术界还没有一个公认的、具有可操作性的指标来准确反映行业竞争程度。有代表性的相似研究常基于行业数据的赫芬达尔指数^[11,12],但谭云清等^[29]指出,如果将指标计算范围局限于上市公司,那么结果可能出现偏差。Nickell^[30]提出,主营业务利润率在某种程度上可视为企业的“垄断租金”,而垄断租金越高,意味着产品市场的垄断性越高,反之则竞争性越高。本文参考朱武祥和郭洋^[31]的做法,以行业主营业务利润率的标准差来衡量行业竞争程度,标准差越大,表示行业内企业差别越大,竞争程度越小;反之,标准差越小,行业内企业相似程度越高,竞争程度越大;同时,本文参考 Nickell^[30]的经典计量方法,以行业内上市公司数量作为衡量行业竞争程度的另一指标。

(3)企业竞争地位。借鉴已有文献^[32],本文选用勒纳指数衡量企业竞争地位。参考 Peress^[15]的做法,本文定义勒纳指数为企业(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入,勒纳指数越大,代表企业在行业内的定价能力越强,企业竞争地位越高。由于单纯的勒纳指数没有考虑行业间的差异,因此,本文参考邢立全和陈汉文^[33]的做法,将行业内企业按照当年的勒纳指数由小到大排序并按该排序将行业内企业等分为 10 组,分别赋值为 1 到 10,构成勒纳指数排名,排名越高,代表企业竞争地位越高。

(4)控制变量。为尽可能保证对关键解释变量估计的准确性,本文选取了以下变量控制其他因素对现金流风险的影响:以公司规模衡量企业可能遭受财务危机和现金流风险的概率;以资本结构衡量企业的举债能力和发生财务困境的可能性;以现金流量衡量现金流量正常性增减给现金流风险带来的影响;以长期负债比率衡量企业资产结构和融资政策带来的资金期限结构不匹配风险;以股利支付率衡量企业可能面临的融资约束对掠夺效应的强化作用和管理层因代理行为带来的现金流风险;以成长性和投资支出衡量企业投资机会和投资行为对现金流的要求和占用;以现金持有量、现金周转率、流动性替代物衡量企业累积现金的倾向和化解现金流风险的能力。本文对控制变量的定义参考学术界定义的一般方法。所有变量的符号及定义在表 1 中列出。

3. 模型构建

由于研究企业现金流风险的实证模型较少,本文参考 Opler et al.^[34]及孙进军和顾乃康^[14]研究现金持有水平的方法,构建如下模型检验产品市场竞争对企业现金流风险的影响。

$$Cvar_{it} = \beta + \alpha_1 COMP_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Zcash_{it} + \alpha_5 Cf_{it} + \alpha_6 TobinQ_{it} + \alpha_7 Invest_{it} + \alpha_8 Ldebt_{it} + \alpha_9 Vel_{it} + \alpha_{10} Sub_{it} + \alpha_{11} Div_{it} + \lambda Year + \theta Ind + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

并构造如下模型检验行业竞争程度和企业竞争地位之间相互作用对企业现金流风险的影响。

$$Cvar_{it} = \beta + \alpha_1 Pr_{it} + \alpha_2 Pcm_{it} + \alpha_3 PrPcm_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 Zcash_{it} + \alpha_7 Cf_{it} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Invest_{it} + \alpha_{10} Ldebt_{it} + \alpha_{11} Vel_{it} + \alpha_{12} Sub_{it} + \alpha_{13} Div_{it} + \lambda Year + \theta Ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $Cvar$ 为被解释变量,衡量公司现金流风险;解释变量 $COMP$ 为企业所在行业竞争程度或企业竞争地位,依次为 Pr 、 Lnn 、 Pcm 、 $Rpcm$ 、 $PrPcm$ 为行业竞争程度与企业竞争地位的交互项;控制变量包括 $Size$ (公司规模)、 Lev (资本结构)、 $Zcash$ (现金持有量)、 Cf (现金流量)、 $TobinQ$ (成长性)、 $Invest$ (投资支出)、 $Ldebt$ (长期负债比率)、 Vel (现金周转率)、 Sub (流动性替代物)、

Div (股利支付率), $Year$ 和 Ind 分别控制时间和行业因素影响; i 表示 i 公司, t 表示 t 年, β 为常数项, ε 为残差项。

表 1 变量列表

变量名	变量含义	计算方法
$Cvar$	现金流风险	($t-2$ 至 t 年经营现金净流量/总资产)的标准差
Pr	行业竞争程度	1/行业主营业务利润率标准差(取倒数构建正指标)
Lnn	行业竞争程度	以行业内上市公司数量计
Pcm	企业竞争地位	以勒纳指数计(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入
$Rpcm$	企业竞争地位	以勒纳指数排名计(将勒纳指数由小到大排序并按顺序将行业内的企业等分为 10 组,按 1-10 排列)
$Size$	公司规模	\ln (总资产)
Lev	资本结构	负债总额/资产总额
$Zcash$	现金持有量	(货币资金+交易性金融资产)/总资产
Cf	现金流量	经营活动产生现金流量净额/总资产
$TobinQ$	成长性	市场价值/期末总资产
$Invest$	投资支出	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金)/总资产
$Ldebt$	长期负债比率	长期负债/总负债
Vel	现金周转率	主营业务收入/现金平均余额
Sub	流动性替代物	(流动资产-流动负债-货币资金-交易性金融资产)/总资产
Div	股利支付率	股利支付哑变量(公司当年支付股利取 1,否则取 0)

资料来源:作者整理。

四、实证研究结果与分析

1. 描述性统计分析

表 2 报告了关键变量描述性统计结果。从表 2 可见,样本上市公司的现金流风险($Cvar$)均值为 0.1430,中位数为 0.0289;行业竞争程度变量中,主营业务利润率(Pr)指标均值为 11.9600,中位数为 12.3600,上市公司数量(Lnn)指标均值为 251.7000,中位数为 235.0000;企业竞争地位变量中,勒纳指数(Pcm)均值为 0.0792,中位数为 0.0876,勒纳指数排名($Rpcm$)均值为 5.4950,中位数为 6.0000。除行业内上市公司数量(Lnn)指标具有其自身特殊性外,各变量方差较小,说明样本分布较为均匀,受到极端值的影响较小。篇幅所限,控制变量描述性统计未在文中报告。

表 2 单变量描述性统计

变量	N	mean	sd	min	p50	max
$Cvar$	3218	0.1430	0.3030	0.0008	0.0289	1.8330
Pr	3218	11.9600	5.7760	0.8170	12.3600	20.0800
Lnn	3218	251.7000	136.9000	38.0000	235.0000	505.0000
Pcm	3218	0.0792	0.0997	-0.4910	0.0876	0.3880
$Rpcm$	3218	5.4950	2.8700	1.0000	6.0000	10.0000

注:单变量平均数和中位数分别经过 t 检验和 Wilcoxon 秩和检验,结果至少在 5%的水平下显著。

资料来源:作者计算。

表 3 报告了分层样本的描述性统计结果。本文以行业竞争程度 Pr 和 Lnn 的平均值,将样本分为低行业竞争程度组、高行业竞争程度组;以企业竞争地位 Pcm 、 $Rpcm$ 的平均值,将样本分为低企业竞争地位组、高企业竞争地位组。进一步地,为了追求样本分层的准确性,本文使用两种计量方式综合衡量被解释变量,将 Pr 和 Lnn 均大于均值的企业分为高行业竞争程度组,均小于均值的分为低行业竞争程度组;类似地,将 Pcm 和 $Rpcm$ 均大于均值的企业分为高企业竞争地位组,均小于均值的分为低企业竞争地位组。表 3 的统计结果显示,高行业竞争程度组企业的现金流风险普遍小于低行业竞争程度企业;同时,高企业竞争地位组企业的现金流风险普遍低于低企业竞争地位组企业(均在 1%—10%的水平下显著)。

表 3 样本分层描述性统计

被解释变量	高行业竞争程度组			低行业竞争程度组		
	Pr 衡量	Lnn 衡量	综合衡量	Pr 衡量	Lnn 衡量	综合衡量
$Cvar$ Mean	0.1120***	0.1330*	0.1190**	0.1690***	0.1490*	0.1500**
N	1749	1151	859	1469	2067	1177
被解释变量	高企业竞争地位组			低企业竞争地位组		
	Pcm 衡量	$Rpcm$ 衡量	综合衡量	Pcm 衡量	$Rpcm$ 衡量	综合衡量
$Cvar$ Mean	0.0300*	0.1150**	0.0300***	0.1900*	0.1710**	0.1710***
N	2273	1610	1610	945	1608	945

注:子样本均值比较检验为方差非齐性条件下的 t 检验。*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$ 。

资料来源:作者计算。

2. 行业竞争程度和企业竞争地位分别对企业现金流风险的影响

本文首先分别考察行业竞争程度和企业竞争地位对企业现金流风险的影响。面板数据固定效应模型^①回归结果报告在表 4 中。由表 4 栏(1)、(2)可知,在全样本背景下,以主营业务利润率标准差倒数计量的企业所在行业竞争程度(Pr)的估计系数为-0.0124,且在 1%的水平下显著,以行业内上市公司数量计量的行业竞争程度(Lnn)的估计系数为-0.0002,且在 5%的水平下显著。其经济意义在于,被考察上市公司现金流风险与其所在行业的行业竞争程度显著负相关,行业竞争程度越小,其现金流风险越高。这意味着,相较于竞争较为充分的行业而言,处于垄断性较高行业中的企业掠夺效应对现金流风险的影响更强。本文的实证结果与 Haushalter et al.^[12]及 Fresard^[13]的发现一致,并支持假设 1,企业所在行业的行业竞争程度越小,现金流风险越高。

由表 4 模型(3)、(4)可知,在全样本背景下,以勒纳指数计量的企业在行业中的相对竞争地位(Pcm)估计系数为-0.0039,以勒纳指数排名计量的企业竞争地位($Rpcm$)估计系数为-0.0013,但这两个系数均不显著。这说明,企业竞争地位的提高弱化其现金流风险的影响并不显著,单纯的企业竞争地位不能构成影响企业现金流风险的主要因素,其对企业现金流风险影响的作用方式还有待于进一步检验。实证结果拒绝假设 2。

3. 行业竞争程度和企业竞争地位间相互作用对企业现金流风险的影响

为检验行业竞争程度与企业竞争地位之间可能产生的相互作用对企业现金流风险的影响,本文加入交互项,对以连续变量(Pr 、 Pcm)计量的解释变量进行了面板数据回归检验(连续变量已经过中心化处理)。表 5 栏(5)的回归结果表明,在加入了交互项后,行业竞争程度(c_Pr)的系数在 1%的水平下显著为负(-0.0125),企业竞争地位(c_Pcm)系数为-0.0102,但结果仍不显著,交互项(c_PrPcm)系数为-0.0006,显著性水平为 5%。由于行业竞争程度(c_Pr)与企业现金流风险($Cvar$)负相关,且交互项(c_PrPcm)系数为负,可以判断,企业竞争地位在行业竞争程度与企业现金流风险的关系中起

① 本文对面板数据进行 Hausman 检验,结果拒绝随机效应模型;本文通过方差膨胀因子(VIF)检验了模型的多重共线性问题,结果表明模型不存在严重的多重共线性。

表 4 面板数据固定效应模型回归结果

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cvar</i>	<i>Cvar</i>	<i>Cvar</i>	<i>Cvar</i>
<i>Pr</i>	-0.0124*** (0.0020)			
<i>Lnn</i>		-0.0002** (0.0001)		
<i>Pcm</i>			-0.0039 (0.0494)	
<i>Rpcm</i>				-0.0013 (0.0016)
<i>Size</i>	-0.3390*** (0.0088)	-0.3420*** (0.0088)	-0.3420*** (0.0088)	-0.3420*** (0.0088)
<i>Lev</i>	-0.3700*** (0.0681)	-0.3500*** (0.0685)	-0.3500*** (0.0686)	-0.3500*** (0.0686)
<i>Zcash</i>	-0.2160*** (0.0754)	-0.2210*** (0.0759)	-0.2210*** (0.0760)	-0.2200*** (0.0760)
<i>Cf</i>	0.0834 (0.1010)	0.0808 (0.1020)	0.0787 (0.1020)	0.0771 (0.1020)
<i>TobinQ</i>	0.0142*** (0.0048)	0.0146*** (0.0048)	0.0144*** (0.0048)	0.0142*** (0.0048)
<i>Invest</i>	0.0044 (0.0038)	0.0046 (0.0038)	0.0044 (0.0038)	0.0043 (0.0038)
<i>Ldebt</i>	-0.1730*** (0.0509)	-0.1870*** (0.0513)	-0.1860*** (0.0513)	-0.1860*** (0.0513)
<i>Vel</i>	0.0012*** (0.0003)	0.0011*** (0.0003)	0.0011*** (0.0003)	0.0011*** (0.0003)
<i>Sub</i>	-0.6960*** (0.0620)	-0.7010*** (0.0625)	-0.6980*** (0.0626)	-0.6980*** (0.0625)
<i>Div</i>	-0.0051 (0.0131)	-0.0045 (0.0132)	-0.0044 (0.0132)	-0.0049 (0.0132)
<i>Constant</i>	0.4340*** (0.0472)	0.3240*** (0.0470)	0.2770*** (0.0408)	0.2700*** (0.0415)
R-squared	0.1100	0.0970	0.0960	0.0960
Observations	3218.0000	3218.0000	3218.0000	3218.0000

注:标准误在括号中列示;***p<0.01,**p<0.05,*p<0.10。

资料来源:作者计算。

到增强或正向的交互作用。其经济意义在于,行业竞争程度产生和企业竞争地位产生的不同掠夺效应发生了叠加,增强了对企业现金流风险影响的程度。也就是说,行业竞争程度对企业现金流风险影响的程度,由于不同企业竞争地位存在的差异而增强。回归结果支持假设 3a,并为进一步分析企业竞争地位可能产生的调节效应提供了基础。

表 5 栏(6)—(9)进一步检验了企业竞争地位是否会在行业竞争程度对企业现金流风险影响的过程中产生调节效应,将高企业竞争地位样本组与低企业竞争地位样本组进行比较分析的回归结果显示^①,在高企业竞争地位的样本组中,*Pr* 系数(行业竞争程度)为 0.0002,*Lnn* 系数(行业竞争程

① 高企业竞争地位样本组定义为以 *Pcm* 计量和以 *Rpcm* 计量的企业竞争地位指标数值均大于样本均值的样本组,低企业竞争地位样本组定义为两个指标数值均小于样本均值的样本组。

度)为-0.0001,与现金流风险(*Cvar*)的相关关系均不显著;而在低企业竞争地位样本组中,*Pr*系数(行业竞争程度)为-0.0242,在1%的水平下显著,*Lnn*系数(行业竞争程度)为-0.0001,在5%的水平下显著。这说明,对于低竞争地位的企业而言,行业竞争程度对其现金流风险的影响更为强烈,而高竞争地位的企业,其现金流风险受到所在行业竞争程度的影响较小。检验结果验证了行业中高竞争地位企业存在的“自然防护效应”以及竞争地位带来的信息壁垒加剧了低竞争地位企业的现金流风险,支持假设3b。

表 5 交互作用、调节效应检验结果

解释变量	高企业竞争地位组			低企业竞争地位组	
	(5) <i>Cvar</i>	(6) <i>Cvar</i>	(7) <i>Cvar</i>	(8) <i>Cvar</i>	(9) <i>Cvar</i>
<i>c_Pr</i>	-0.0125*** (0.0020)				
<i>c_Pcm</i>	-0.0102 (0.0491)				
<i>c_PrPcm</i>	-0.0006** (0.0079)				
<i>Pr</i>		0.0002 (0.0010)		-0.0242*** (0.0032)	
<i>Lnn</i>			-0.0001 (0.0002)		-0.0001** (0.0000)
<i>Size</i>	-0.3390*** (0.0089)	-0.3070*** (0.0146)	-0.3210*** (0.0144)	-0.3740*** (0.0155)	-0.3730*** (0.0155)
<i>Lev</i>	-0.3700*** (0.0681)	1.2010*** (0.1170)	-0.6230*** (0.1140)	-0.6680*** (0.1110)	1.2020*** (0.1170)
<i>Zcash</i>	-0.2160*** (0.0754)	1.0900*** (0.2580)	-0.2340* (0.1240)	-0.2140* (0.1210)	1.0930*** (0.2580)
<i>Cf</i>	0.0831 (0.1010)	-0.5620*** (0.1820)	0.1140 (0.1590)	0.1370 (0.1550)	-0.5640*** (0.1820)
<i>TobinQ</i>	0.0141*** (0.0048)	0.0000 (0.0024)	0.0259*** (0.0086)	0.0273*** (0.0083)	0.0001 (0.0024)
<i>Invest</i>	0.0044 (0.0038)	0.0115 (0.0070)	0.0107 (0.0071)	0.0000 (0.0017)	0.0000 (0.0017)
<i>Ldebt</i>	-0.1730*** (0.0510)	-1.9170*** (0.0894)	-0.1930** (0.0883)	-0.1360 (0.0863)	-1.9170*** (0.0893)
<i>Vel</i>	0.0012*** (0.0003)	0.0001 (0.000132)	0.0021*** (0.0007)	0.0025*** (0.0007)	0.0001 (0.0001)
<i>Sub</i>	-0.6960*** (0.0621)	0.6870*** (0.1070)	-0.8690*** (0.0978)	-0.8450*** (0.0952)	0.6900*** (0.1070)
<i>Div</i>	-0.0052 (0.0131)	-0.0001 (0.0061)	0.0068 (0.0242)	0.0054 (0.0235)	0.0002 (0.0060)
<i>Constant</i>	0.2860*** (0.0403)	-0.4100*** (0.0838)	0.4270*** (0.0839)	0.6960*** (0.0774)	-0.3970*** (0.0834)
R-squared	0.1100	0.1760	0.1300	0.4220	0.4230
Observations	3218.0000	1610.0000	1610.0000	945.0000	945.0000

注:标准误在括号中列示;***p<0.01,**p<0.05,*p<0.10。

资料来源:作者计算。

4. 稳健性检验

由于本文对于现金流风险的定义为“企业连续三年经营现金净流量的标准差”,考虑到样本期

间内金融危机这一事件可能会极大地影响企业经营现金净流量的波动情况,因此在稳健性检验中,首先控制这一特殊事件的影响。2008年从美国爆发的金融危机大致于2009年全面波及中国的实体经济领域,影响深度和广度都达到峰值,因此,稳健性检验剔除了2009年的公司数据。检验模型结果保持稳健。

此外,由于本文的面板数据为5年期的短面板,可能产生内生性问题。为此,在稳健性检验中,本文选用了解释变量和控制变量滞后一期的数据重新进行回归以消除内生性,检验模型结果保持稳健。出于篇幅考虑,稳健性检验结果未在文中报告。

五、研究结论与启示

1. 结论

本文基于行业竞争程度和企业竞争地位双重视角,考察了产品市场竞争对企业现金流风险的影响。研究表明,处于高行业竞争程度中的企业之间存在较强的制约关系,与其他近于势均力敌的企业难以取得具有绝对优势的掠夺效应,因而,其中的企业现金流风险受掠夺效应影响的可能性和程度都较低;而在低行业竞争程度的企业中,掠夺效应对企业现金流风险影响的深度和广度就较大。单独考虑企业竞争地位因素时,掠夺效应对企业现金流风险影响并不显著。行业竞争程度与企业竞争地位之间可能存在相互作用。由市场竞争程度决定的非排斥竞争行为掠夺效应与由企业竞争地位决定的排斥性竞争行为掠夺效应可能产生叠加,掠夺效应对企业现金流的影响由此放大;同时,行业中高竞争地位的企业具有消除现金流波动的“自然防护效应”,而低竞争地位的企业由于面对市场信息壁垒,其现金流风险受到行业竞争程度的影响更加强烈。

2. 启示

本文的研究结论对后续理论研究和企业实践都具有一定的启示。从理论研究看,本文从行业竞争程度与企业竞争地位两个角度研究产品市场竞争对企业现金流风险的影响,为后续从诸如产权性质、政治关联等不同角度或者加入宏观因素展开研究打下了基础。本文研究了产品市场竞争对企业现金流风险影响的机理和路径,这为后续研究其影响后果、如何利用或管理这种影响等提供了参考。从对企业实践启发看,本文的研究对企业投融资决策、竞争策略的选择、风险管理、现金流运营等方面都具有较大的参考价值。从企业投融资决策看,借助于本文的研究成果,可以提示企业在投融资前要仔细分析自己所处的行业竞争程度以及自身在行业中所处的地位,区分不同的情况做出正确的决策。在行业竞争程度高抑或垄断性低时,进入该行业可能受到竞争引致的掠夺风险的影响较小,在这种情况下进入这个行业也是较难脱颖而出的;而在行业竞争程度低时进入该行业的企业现金流可能受到掠夺效应较大的扰动,但在这样的行业中抓住机遇,更有机会脱颖而出。从竞争策略的选择看,企业不但要考虑所处行业的竞争程度,而且要考虑企业在该行业中的竞争地位。在行业竞争程度低的行业中,竞争地位高的企业可以冒险一搏,但竞争地位低的企业就应该采取保守策略,避免采取激进的竞争策略,以规避可能的风险。而竞争地位高的企业在行业竞争程度高时,应该选择较为保守的管理策略,避免做徒劳无益的折腾。从风险管理看,本文的研究为企业风险管理指标体系的建设,为构建管理风险预警体系提供了新的思路,可以考虑从现金流风险视角构建企业的风险预警体系,亦可以考虑从行业竞争程度以及企业竞争地位两个角度来加以预警。认识行业竞争这一外部风险动因,厘清其通过企业竞争地位强化和调节的传导过程,能够帮助企业对现金流波动程度及其可能带来的危害进行准确研判,做出较为及时的前瞻性预警,亦可将现金流波动作为监控企业生产运营稳健性的工具。企业创造价值持续增长的源泉是企业内生的自由现金流和匹配的外源性现金流^[35],对于现金流运营的管控应从两方面着手:宏观上,实施与企业总体战略相互支撑并制约的、以安全性和创值性为指导目标的现金流风险管理策略;微观上,使用包括衡量现金流波动性、风险敞口、断流概率的多角度方法对现金流风险进行评估,并运用实物期权等创新金融工具对

现金流进行套期保值。市场竞争中的企业生存在当下、发展在未来,为了完成生存和发展的使命,企业需要全面把握产品市场竞争环境,在“产业情景”分析中应首先从全局预测“情景”中竞争的强度,并准确做出自身的预期定位,然后考虑按照情景分析的方法细化影响不确定的因素、竞争优势的来源及竞争对手可能的行为。企业在选择竞争策略的过程中,应将现金流风险作为一个重要的考虑因素,一般来说,非排斥性竞争手段为企业带来的现金流风险较小,而掠夺性定价和其他非价格垄断行为会使得企业现金流风险增大,并且容易带来掠夺效应的叠加,反作用于市场,造成垄断加深,形成恶性循环,因此,诸如专业化、多元化、差异化的非排斥性竞争策略应是企业的理性选择。需要注意的是,企业应考虑“利险相随”这一原则,在二者中做出权衡,提出最符合自身情况的竞争战略决策。

[参考文献]

- [1]Stein,J.,S. E. Usher,D. L. Gattuta, and J. Youngen. A Comparable Approach to Measuring Cashflow-at-Risk for Non-financial Firms[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001,13(4):8-17.
- [2]刘红霞. 企业现金流风险识别研究[J]. *中央财经大学学报*, 2005,(6):71-80.
- [3]周敏,王春峰,房振明. 基于 VaR 的现金流风险度量模型研究[J]. *管理科学*, 2008,21(6):104-112.
- [4]Cleary,S. International Corporate Investment and the Relationships between Financial Constraint Measures and Forthcoming[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2006,30(5):1559-1580.
- [5]顾乃康,孙进军. 融资约束、现金流风险与现金持有的预防性动机[J]. *商业经济与管理*, 2009,(4):73-81.
- [6]Froot,K.,D. Scharfstein, and J. Stein. Risk Management Coordinating Corporate Investment and Financing Policies[J]. *Journal of Finance*, 1993,48(5):1629-1658.
- [7]Alesii,G. VaR in Real Options Analysis[J]. *Review of Financial Economics*, 2005,14(3-4):189-208.
- [8]Shleifer,A., and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance[J]. *Journal of Finance*, 1997,(52):737-783.
- [9]Brander,J., and T. Lewis. Oligopoly and Financial Structure:The Limited Liability Effect[J]. *American Economic Review*, 1986,(76):956-970.
- [10]Nikolovy,B. Cash Holdings and Competition[R]. Working Paper, 2009.
- [11]韩忠雪,周婷婷. 产品市场竞争、融资约束与公司现金持有:基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. *南开管理评论*, 2011,14(4):149-160.
- [12]Haushalter,D.,S. Klasa, and F. M. William. The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,84(3):797-825.
- [13]Fresard,L. Financial Strength and Product Market Behaviors:The Real Effects of Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Finance*, 2010,(65):1097-1122.
- [14]孙进军,顾乃康. 产品市场竞争影响企业现金持有量吗?——基于掠夺理论的实证研究[J]. *投资研究*, 2012,31(8):18-29.
- [15]Peress,J. Product Market Competition,Insider Trading,and Stock Market Efficiency [J]. *The Journal of Finance*, 2010,65(1):1-43.
- [16]Tesler, L. G. Competition Position and the Volatility of Cash Flow [J]. *Journal of Finance*, 1987,(32):1298-1326.
- [17]孙进军,顾乃康,刘白兰. 产品市场竞争与现金价值:掠夺理论还是代理理论[J]. *经济与管理研究*, 2012,(2):49-57.
- [18]Irvine,P.,and J. Pontiff. Idiosyncratic Return Volatility,Cash Flows,and Product Market Competition [J]. *Review of Financial Studies*, 2009,22(3):1149-1177.
- [19]Benoit,J. P. Financially Constrained Entry in a Game with Incomplete Information [J]. *Rand Journal of Economics*, 1984,15(4):490-499.
- [20]Bolton,P., and D. S. Scharfstein. A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting[J]. *American Economic Review*, 1990,(80):93-106.
- [21][美]迈克尔·波特. 竞争优势[M]. 陈晓悦译. 北京:华夏出版社, 2006.

- [22]Holmstrom,B.,and J. Tirole. Financial Intermediation,Loanable Funds and the Real Sector [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997,62(6):63-91.
- [23]Gaspar,J., and M. Massa. Idiosyncratic Volatility and Product Market Competition [J]. Journal of Business, 2006,79(6):3125-3152.
- [24]陈建伟,周伟贤. 上市公司现金持有:权衡理论还是啄食理论[J]. 中国工业经济, 2007,(4):104-110.
- [25]谢春芳. 企业现金流风险评估方法研究[D]. 中南大学, 2006.
- [26]Blanco,C. K. Value at Risk:Variations on a Theme[J]. Global Energy Business, 2001,(6):1-5.
- [27]Lee,A. Y.,J. Kim, and A. M. Malz. Corporate Metrics:The Benchmark for the Corporate Risk Management[M]. New York,London:Risk Metrics Group,J. P. Morgan, 1999.
- [28]刘金霞,韩立岩,姜静,王哲兵. 现金流风险研究综述[J]. 管理评论, 2012,24(2):65-70.
- [29]谭云清,朱荣林,韩忠雪. 产品市场竞争、经理报酬与公司绩效:来自中国上市公司的证据[J]. 管理评论, 2008,(2):58-62.
- [30]Nickell,S. Competition and Corporate Performance[J]. Journal of Political Economy, 1996,(104):724-746.
- [31]朱武祥,郭洋. 行业竞争结构、收益风险特征与资本结构[J]. 改革, 2003,(2):57-67.
- [32]Kale,J. R.,and Y. C. Loon. Product Market Power and Stock Market Liquidity [R]. Georgia State University, 2010.
- [33]邢立全,陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量[J]. 审计研究, 2013,(3):50-58.
- [34]Opler,T.,L. Pinkowitz,R. Stulz,and R. Williamson. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics,1999,(52):3-46.
- [35]陈志斌. 增长、创值、防险:现金流战略管理三维世界[J]. 上海立信会计学院学报, 2008,(6):51-60.

Impact of Product Market Competition on Corporate Cash Flow Risk ——Analysis Based on the Competition Degree of Industry and the Competitive Position of Enterprise

CHEN Zhi-bin, WANG Shi-yu

(School of Economics & Management of Southeast University, Nanjing 211189, China)

Abstract: Based on the predatory effect of enterprises in the product market, this paper attempts to analyze the impact of product market competition on corporate cash flow risk from the dual perspective of competition degree of industry and competitive position of enterprises. Theoretical analysis finds that: in the industry environment with greater degree of competition, predatory effect makes a slight influence on cash flow risk due to the restriction from other competitors in the industry. As for the industry of less degree of competition, predatory effect shows a strong impact on corporate cash flow risk in depth and breadth. The competitive position of enterprise influences corporate cash flow risk by enlarging and moderating the predatory effect from competition degree of industry. There is an additive effect between the predatory effect from non-exclusion competitive behavior decided by the competition degree of industry and the one from predatory pricing and other non-price monopolistic behavior decided by the competitive position of enterprises, which makes the corporate cash flow risk fluctuate more intensely. Specifically, as a result of the function of market information barriers, the cash flow risk of the enterprises in lower competitive position suffers a particularly intense impact from competition degree of industry. The empirical results of panel data of Chinese listed companies during 2008—2013 support the conclusions above.

Key Words: competition degree of industry; competitive position of enterprise; predatory effect; cash flow risk

JEL Classification: L11 M21 M41

[责任编辑:鲁舟]