

【企业管理】

公司治理与现金持有竞争效应

——基于资本投资中介效应的实证研究

杨兴全¹, 吴昊旻¹, 曾义²

(1. 石河子大学经济与管理学院, 新疆 石河子 832000;

2. 湖北经济学院会计学院, 湖北 武汉 430205)

[摘要] 本文以中国上市公司2003—2012年数据为样本, 基于资本投资的中介效应视角检验了公司治理对现金持有竞争效应的影响。研究表明, 公司现金持有具有竞争效应, 资本投资在公司现金持有发挥其产品市场竞争优势中具有中介效应; 更好的公司治理水平强化了现金持有通过资本投资实现的竞争效应, 而且这种强化作用在潜在代理问题严重的公司中更为显著。进一步检验发现, 公司治理水平与治理环境对现金持有竞争效应的影响是一种互补关系, 而非替代关系。本文是结合公司治理对现金持有竞争效应问题的进一步拓展研究, 为资本投资作为公司现金持有竞争效应的主要实现渠道提供了经验证据, 在丰富与补充现金持有相关文献的同时, 有助于全面理解现金持有竞争效应的生成机理。本文认为, 公司在结合战略目标合理确定现金持有决策的基础上, 只有治理环境的改善和公司治理机制的完善“齐头并进”, 才能更有效地解决公司代理问题, 进而提升公司现金持有竞争效应。

[关键词] 公司治理; 现金持有; 资本投资; 竞争效应

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)01-0121-13

一、问题提出

学者们基于信息不对称与代理理论对公司现金持有价值的研究分别形成了现金持有价值较高与较低两种对立的观点^[1,2]。面对研究分歧, 学者们尝试基于产业组织理论, 从竞争效应视角开始深入探讨公司持有现金的经济后果。Baskin^[3]通过构建垄断势力模型考察了现金持有的战略效应, 认为现金可成为公司牟取竞争优势的战略工具。Fresard^[4]的研究则结合竞争对手的融资约束情况与行业竞争的程度检验了公司现金持有的竞争效应, 陆正飞和韩非池^[5]、杨兴全等^[6]基于产业政策、货币政策等探讨了中国上市公司现金持有的竞争效应。然而, 公司现金持有本身是中性的, 并不直接具

[收稿日期] 2014-12-15

[基金项目] 国家自然科学基金项目“制度背景、行业特征与公司现金持有竞争效应”(批准号 71362004); 国家自然科学基金项目“公司治理(环境)、产品市场竞争与股票特质性风险”(批准号 71262006); 教育部人文社会科学基金项目“货币政策、行业竞争与公司现金持有战略效应”(批准号 13YJC630216)。

[作者简介] 杨兴全(1969—), 男, 甘肃古浪人, 石河子大学经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心教授, 博士生导师; 吴昊旻(1977—), 男, 河北卢龙人, 石河子大学经济与管理学院/公司治理与管理创新研究中心副教授, 管理学博士; 曾义(1984—), 男, 湖北恩施人, 湖北经济学院会计学院讲师, 管理学博士。

有竞争效应或创造价值,其竞争效应必是通过特定的渠道或中间媒介来实现,而现有文献还未深入考察现金持有何以实现其竞争效应的具体路径。无论是增加生产线、扩充产能的投资机会,还是改变生产和经营区位、扩大分销网络等行业竞争行为,都需要公司进行资本性投资来实现,但在经营现金流存在不确定性和外部融资受限时,持有现金可为公司持续而稳定地实现资本性投资等重要决策提供战略储备。诸多证据表明,储备更多现金在缓解融资约束的同时,还能满足公司成长性投资机会的资金需求从而有助于增强公司的财务柔性^[7],财务柔性强的公司不仅能有效规避财务困境进而提升公司价值^[8],还能更好把握有利可图的投资机会或有效缓解不利冲击对公司带来的损失^[9]。可见,资本投资可以成为考察公司现金持有行为及其竞争效应的一个有效媒介,将其作为中间渠道可以为更好理解现金持有竞争效应的实现路径提供合理解释,亦有助于弥合现金持有价值效应研究的已有分歧,提醒管理层重视公司资本投资及现金持有行为。因此,基于资本投资中介效应视角考察现金持有的竞争效应具有重要的理论与决策参考价值。

公司现金持有竞争效应的实现须以现金的有效利用为前提,但持有的现金能否被有效利用还取决于公司潜在代理冲突的严重程度及其公司治理水平,而现有基于产业组织理论视角考察公司现金持有竞争效应的文献尚未系统考虑代理问题的显著影响。中国作为处于转轨时期的新兴市场经济国家,在其市场化进程不断推进的过程中伴随着地区间治理环境的明显不平衡,而上市公司内部普遍存在的管理层与股东之间、大小股东之间的双重代理问题又往往会导致公司现金的滥用与非效率投资的盛行。在此背景下,代理问题将如何影响公司现金持有的竞争效应及其实现媒介?公司治理机制的改善能否提高公司现金持有通过资本投资中介而实现的竞争效应?而公司治理机制的上述作用在潜在代理问题不同的公司中是否存在显著的差异?再进一步,公司治理机制及其外部治理环境在现金持有竞争效应的实现过程中各自发挥什么作用?其间的关系如何?这些问题一以贯之、层层推进,对上述问题的系统考察对于通过公司治理机制及其外部治理环境的日益完善,进而有效规范和提升公司的现金持有行为及其经济后果、强化其竞争优势无疑具有重要的理论指导及政策参考价值。鉴于此,本文以2003—2012年中国上市公司为样本,将资本投资作为中间媒介实证检验公司治理对现金持有竞争效应的影响。

二、理论分析与研究假设

1. 现金持有竞争效应的实现机理分析

结合公司所在行业的市场竞争状况考察公司现金持有竞争效应的研究,发端于产品市场竞争与公司资本结构的互动分析。当高财务杠杆导致的融资约束开始显著影响公司的投资机会与成长能力时,就会因面临来自行业竞争对手的掠夺威胁而弱化其在产品市场竞争中的地位,保持低财务杠杆是有利于公司避免掠夺风险的理性选择^[10]。根据优序融资理论,公司持有的现金可以被看做是负的债务,但低财务杠杆可能是公司债务融资能力已经达到极限,无法从信贷市场获得融资的无奈选择,而并非公司自主选择的结果,并不能准确反映公司财务实力的强弱^[11]。所以,当公司面临融资约束或其未来现金流不确定时,现金不应被简单视做负的债务^[12]。不同于债务融资的诸多限制,现金持有更多地是出于公司的自主选择,现金资产的高度流动性特征可以确保公司能够将现金快速、低成本的转化为及时把握投资机会、占据更多市场份额,以及快速而便捷地用于研发和技术创新等直接的“捕食”行为,以保持和获取其在产品市场上的竞争优势。结合公司竞争对手的融资约束情况以及所在行业的竞争程度,Fresard^[14]考察公司现金持有竞争效应的研究发现,持有更多的现金有利于公司提高其产品市场竞争的业绩,现金持有与低财务杠杆保守行为具有不同的竞争效应。

从产业组织理论的视角看,储备充足的现金资源能通过支撑公司特定的竞争行为进而提高其产品市场业绩。不论是增加生产线、扩充产能,还是改变生产经营区位、扩大分销渠道等竞争行为,都需要公司通过资本投资来实现,而要把握这些投资机会往往面临激烈的竞争。当投资机会在公司

间存在激烈的竞争时,及时而充裕的资本投资能够赋予和提升公司充分把握和利用未来成长机会的能力,有效阻止竞争者进入或迫使竞争者做出让步,进而捕获更多的市场份额,巩固其竞争优势^[13]。诸多研究表明,因资本缺乏或前景误判而引致的投资不足则往往会使公司面临投资机会与市场份额被竞争对手掠夺的风险^[14]。Akdogu and MacKay^[15]的实证研究发现,垄断性行业中的公司投资速度相对迟缓,其投资与价值变动的敏感性只有竞争性行业中公司的一半,这说明竞争性行业中公司的资本投资具有战略效应。Akdogu and MacKay^[16]的进一步研究还发现,当竞争对手投资而公司放弃投资导致的丧失市场份额(或市场价值)的落后成本高昂时,公司更有可能仿效竞争对手进行投资,从而发生羊群行为。因此,现金持有充裕的公司,可以通过及时实施和加大其资本性投资,以实现其强化产品市场竞争力或掠夺现金匮乏竞争对手之市场份额的目的,资本投资就成为现金持有充裕公司有效实现其强化市场竞争地位的一个重要的中间渠道。此外,现金持有还具有信号作用,可成为公司扭曲竞争者战略的“先发制人的武器”(Preemptive Weapon),持有更多的现金实际上是向竞争对手发出了将来进一步扩充产能、增加资本性投资与研发投入,以及增加分销渠道等竞争性策略的可信承诺,这种具有“攻击性目的”承诺能够对竞争对手产生可信威慑,进而有效制约竞争对手的潜在产能扩张企图,并对潜在竞争者进入行业的动机形成有效遏制,最终间接改变竞争的格局或产品市场竞争业绩。

综上所述,公司的资本投资与其产品市场的竞争动态密切相关,资本性投资是公司获取和巩固竞争优势的一种重要战略选择和实现路径。然而,由于信息不对称的存在,那些拥有良好投资机会却面临高昂外部融资成本的公司,就会更加依赖于其内部融资来满足其投资项目;而在经营状况的不确定性导致其经营现金流出现明显的波动时,持有的现金就成为公司资本投资的持续而稳定的资金来源,充裕的现金不仅能为公司创造可信的财务柔性,亦有助于公司及时把握有利的投资机会。因此,充裕的现金持有为公司的战略性资本投资提供融资便利,而资本投资则为现金持有实现其竞争效应提供了中间媒介。基于以上分析,本文提出:

假设 1:充裕的现金持有能通过促进和便利公司的战略性资本投资的实施进而具有竞争效应。

2. 公司治理影响现金持有竞争效应的理论分析

由上文分析,公司的现金持有可通过特定的渠道——资本投资实现其竞争效应,但这须以现金的有效利用为前提,而现金的利用效率又取决于公司潜在代理冲突的严重程度及其公司治理水平。股权结构问题是公司治理研究的逻辑起点,在分散股权结构下,管理层与股东之间的代理冲突是公司治理解决的主要问题,因为有效的监督约束机制的缺失,管理层往往具有更强的过度投资动机,进而可以轻易地从其控制的资源中获取更多私人收益。然而,在集中的股权结构下,则同时存在着管理层与股东之间、大股东与中小股东之间的双重代理冲突,且以后者的利益冲突为主流,因为拥有公司决策主导权的大股东为满足其控制权收益的私欲而具有进行资源性投资扩张的强烈动机^[17]。Dyck and Zingales^[18]通过跨国比较研究发现,大股东为获取控制权收益,控制更大规模的资源是其在决策中首要考虑的因素。Wei and Zhang^[19]基于东亚国家(地区)样本的研究发现,大小股东间的利益冲突对公司投资效率产生显著影响,大股东现金流权的增加有助于缓解公司的过度投资,但随着大股东控制权与现金流权分离程度的提高,公司的过度投资逐步加剧。可见,在公司规模的选择上,掌握公司决策主导地位的大股东与管理层均具有规模扩张的动机,进而更容易引致过度投资。中国资本市场是一个处于转型时期的新兴市场,投资者法律保护水平不高,上市公司中普遍存在管理层损害投资者利益、大股东损害中小股东利益的双重代理冲突。因此,由于代理冲突的存在,公司持有更多的现金又很可能为管理层与大股东通过规模扩张以实现“构建企业帝国”的动机或资金的滥用提供便利条件。Kalcheva and Lins^[20]从股东保护与公司管理层代理问题两个层面检验公司现金持有的经济后果发现,当缺乏有效的外部股东保护时,管理层代理问题与高额现金持有的同时存在会损害公司价值。Pinkowitz et al.^[20]通过跨国样本的实证研究发现,公司持有现金的市场价值受投资者

法律保护的影响,随投资者法律保护程度的提高而增加。此外,出于消极工作、厌恶风险等理性人考虑,持有大量现金在为管理层追求“平静生活”^[21]和“职位固守”^[22]提供便利的同时,还可以减少外部融资,从而避开和弱化了外部资本市场对管理层的监督。可见,充裕的现金持有在为公司创造正向的竞争效应的同时,还面临严重的代理冲突损害公司价值的威胁,如何权衡利弊以发挥现金持有行为的价值最大化,这就需要完善的公司治理机制与健全的外部治理环境作为保障。公司治理作为协调公司各利益相关者权益的一系列制度安排,其目的在于缓解代理冲突,良好的公司治理有助于降低信息不对称及外部监管成本,能为外部投资者更好地评价公司决策行为及其经济后果提供可靠信息,因此,公司管理层或大股东将持有现金用于非效率投资等牟取私利的行为将面临更高的风险与成本。可见,代理冲突导致的资金滥用与非效率投资虽然会降低现金持有的价值,但相对完善的公司治理因能发挥其减少现金滥用和矫正投资行为的双重治理作用,进而会提升现金持有通过资本投资中介效应而实现的竞争效应。

代理理论认为公司治理与公司价值之间的关系取决于公司潜在代理问题的严重程度,而公司面临的成长机会与自由现金流又是影响公司潜在代理冲突严重程度的两大主要因素。公司有价值的成长机会是驱动其正常性资本投资的关键因素,有利于公司价值最大化的投资和成长机会越多,在抑制甚至消除大股东和管理层过度投资行为的同时,还能为现金持有竞争效应的实现提供有利空间;而低成长下的黯淡投资前景则更易诱致管理层或控股股东的过度投资行为,同时阻碍公司现金持有竞争效应的实现。当公司缺乏更好的成长机会时,如果来自现有资产的现金流超过适度投资水平需要的自由现金流越多,管理层与控股股东利用自由现金流进行过度投资或滥用资金的潜在可能性就越大。因此,当公司缺乏有价值投资机会但自由现金流量过高时,其面临的潜在代理冲突往往更为严重。所以,公司面临的代理问题的差异很可能就是导致诸多关于公司治理与公司业绩关系的研究结果出现显著分歧的一个重要原因和背景^[23]。在那些潜在代理成本更高的公司中,公司治理显得更为重要,而其边际效应亦更显著。Chi and Lee^[24]以自由现金流作为潜在代理问题的表征变量的实证研究发现,公司治理水平与公司价值在高自由现金流公司中显著正相关,而在低自由现金流公司中的显著性降低或不显著。Chen et al.^[25]研究还发现,股东权力与公司的股权融资成本负相关,而且这种负相关性在高自由现金流公司中更加显著。基于前文分析,提出:

假设 2:公司治理的改进能够强化公司现金持有通过资本投资的中介效应而实现的竞争效应,而且公司治理的这种强化作用在潜在代理问题严重的公司中更加显著。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

《中国上市公司分类指引》于 2001 年正式颁布,本文检验模型有些变量需要滞后两期的数据,CSMAR 数据库也从 2003 年开始提供相关公司治理水平的数据。本文以 2003—2012 年的 A 股公司为样本,相关财务数据来源于 CSMAR 和 CCER 数据库,实证分析时剔除营业收入为负、金融行业、ST 类型和数据缺失的样本;同时,为消除极端值影响,本文对所有的连续变量在 1%—99%的水平上进行了 Winsorize 处理。

2. 研究模型与变量定义

本文借鉴 Baron and Kenny^[26]以及温忠麟等^[27]提出的中介效应检验方法,构建以下递归(Recursive)模型检验公司现金持有是否通过资本性投资的中介效应获取产品市场竞争优势。

$$Com_{i,t} = \beta_1 Zcash_{i,t-1} + \chi Size_{i,t-1} + \sum_{k=1}^2 \delta_k Lev_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \gamma_k Se_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \nu_k Com_{i,t-k} + \alpha_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Inv_t = a_0 + a_1 Leverage_{t-1} + a_2 Growth_{t-1} + a_3 Zcash_{t-1} + a_4 Size_{t-1} + a_5 Return_{t-1} + a_6 Age_{t-1}$$

$$+a_7 Inv_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Com_{i,t} = \lambda_1 Zcash_{i,t-1} + \lambda_2 Inv_{t-1} + \lambda_3 Size_{i,t-1} + \sum_{k=1}^2 \delta_k Lev_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \gamma_k Se_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \nu_k Com_{i,t-k} + \alpha_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

第一步对模型(1)进行回归,检验产品市场竞争与现金持有的回归系数是否显著为正,如果系数 β_1 显著为正,意味着现金持有具有竞争效应,则进行下一步,如果不显著则停止检验;第二步对模型(2)进行回归,检验中介变量资本投资与现金持有的回归系数是否显著为正,如果系数 a_3 显著为正,说明现金持有支持了公司的资本性投资;第三步对模型(3)进行回归,如果 λ_1 与 λ_2 两个系数都显著为正且系数 λ_1 与 β_1 相比有所下降则说明存在部分中介效应。如果现金持有的回归系数 λ_1 不显著,但资本投资的回归系数 λ_2 显著,说明资本性投资扮演了完全中介的作用。

现金持有的竞争效应最终体现为公司经营绩效的高低,本文借鉴 Fresard^[4]的做法,以公司营业收入增长率减去行业均值的差额衡量产品市场竞争优势(Com)。公司现金持有对产品市场竞争优势的影响,需要刻画公司现金持有水平相比其竞争对手的状况,因此,本文对公司现金持有水平($Cash$)减去行业均值进行调整。其中, $Cash$ 等于现金及现金等价物除以总资产。为消除不同行业现金持有水平分布的离散程度对现金持有竞争效应可能造成的影响,借鉴 Fresard^[4]的做法,用经行业均值调整后的 $Cash$ 除以行业现金持有的标准差得到最终的代理变量 $Zcash$,反映公司现金持有水平相比其竞争对手的状况。

此外,与主流研究一致,本文还控制了可能影响现金持有竞争效应的相关变量:①资产的对数($Size$),资产规模可能会对产品市场业绩产生影响。②财务杠杆比率(Lev),低杠杆的财务保守行为具有竞争效应,本文控制财务杠杆比率对竞争效应的影响,以公司总负债除以总资产表示。③销售费用(Se),等于公司的营业费用除以净资产。公司在促销活动方面的支出与产品市场业绩相关联。④滞后期产品市场业绩(Com),控制前期产品市场业绩可能会对后期产生的影响。除滞后期资产的对数外,其余控制变量取滞后两期的数值;所有控制变量均经过年度行业均值的调整,以控制行业因素的影响。上述模型中,下标 i 和 t 分别是公司和年份, k 为变量的滞后期数。 α_i 和 η_t 分别代表公司固定效应和时间效应, $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。

模型2中,因变量 $Invest_t$ 为公司 t 年的新增资本投资,等于现金流量表中投资活动净现金流量的相反数减去现金流量表附注中固定资产折旧和无形资产摊销之和除以资产总额。 $Growth_{t-1}$ 是公司的成长机会,以 $t-1$ 年的销售收入增长率表示。 $Leverage_{t-1}$ 、 $Zcash_{t-1}$ 、 $Size_{t-1}$ 、 $Return_{t-1}$ 、 Age_{t-1} 、 Inv_{t-1} 分别为上市公司 $t-1$ 年的财务杠杆比率、相对竞争对手的现金持有水平、资产规模、股票报酬率、上市年限和 $t-1$ 年的资本性投资。考虑到行业和年度的影响,本文还加入行业 $Industry$ 和年度 $Year$ 哑变量。

3. 公司治理水平的衡量

借鉴张学勇和廖理^[28]的做法,本文基于持股结构与股东权益、管理层治理以及董事、监事与其他治理三个维度12个具体指标,采取主成分分析的方法,取第一大主成分得分为公司治理水平。表1是公司治理指数的载荷系数,系数的符号与理论预测符号基本一致。本文中的公司治理水平指数 CGI 为虚拟变量,当公司治理水平大于年度均值时, $CGI=1$ (公司治理水平高),否则 $CGI=0$ (公司治理水平低)。

四、实证检验结果与分析

1. 描述性统计

表2是基于公司治理水平均值分组的描述性统计。表2中高公司治理水平公司产品市场竞争

表 1 公司治理指数的载荷系数

指标	变量名称	变量解释	载荷系数
持股结构与股东权益	大股东持股比例	第 1 大股东持股比例	-0.3804
	股权制衡	第 2 到 5 大股东持股之和除以第 1 大股东持股比例	0.2122
	股东会议次数	公司年度召开的股东大会次数	0.0909
	流通股比例	流通股所占比例	0.1763
	国有股比例	国有股所占比例	-0.2471
管理层治理	两职合一	董事长与 CEO 是否兼任	-0.0401
	高管持股比例	高管持股所占比例	0.0789
董事、监事与其他治理	董事会规模	董事会人数	0.0223
	独立董事比例	董事会中独立董事所占比例	0.0354
	董事会次数	年度召开董事会会议次数	0.1029
	监事会次数	年度召开监事会会议次数	0.1265
	专业委员会个数	薪酬委员会、审计委员会等专业委员会的个数	0.0934

资料来源:根据 CSMAR 和 CCER 数据库计算整理,下表同。

优势(*Com*)的均值与中位数为 0.0439 与-0.0565,分别大于低公司治理水平公司的-0.0366 与-0.0947;高公司治理水平公司现金持有(*Cash*)的均值与中位数为 0.0240 与 0.0011,分别大于低公司治理水平公司的 0.0125 与-0.0050;高公司治理水平公司资本投资(*Inv*)的均值与中位数为 0.0010 与-0.0071,分别大于低公司治理水平公司的-0.0034 与-0.0087。说明公司的现金持有水平、资本投资、产品市场竞争优势与公司治理水平相关联,治理水平的提高有利于公司持有更多的现金,实施更多的资本投资,进而实现更多的产品市场竞争优势。表 3 是按照公司现金持有分组的单变量检验结果,结果表明,与低现金持有样本相比,高现金持有样本的资本性投资与产品市场竞争优势均显著较高,说明公司通过持有更多的现金以支持资本性投资从而实现其产品市场竞争优势。

表 2 基于公司治理水平分组的描述性统计

主要变量	公司治理水平高			公司治理水平低			均值与中位数的差异性检验	
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差	t 值	z 值
<i>Com</i>	0.0439	-0.0565	0.6693	-0.0366	-0.0947	0.5509	5.45***	6.55***
<i>Cash</i>	0.0240	0.0011	0.1053	0.0125	-0.0050	0.1099	1.82*	1.91*
<i>Inv</i>	0.0010	-0.0071	0.0809	-0.0034	-0.0087	0.0751	3.81***	2.77***
<i>Size</i>	0.0979	0.0633	1.0224	0.1566	0.1252	1.1313	7.18***	7.26***
<i>Lev</i>	0.0049	0.0131	0.1769	0.0305	0.0381	0.1860	-5.45***	-5.23***
<i>Se</i>	-0.0019	-0.0137	0.0590	-0.0015	-0.0126	0.0618	-7.53***	-6.64***

注:均值显著性差异的检验方法是 t 检验,中位数显著性差异的检验方法是 Wilcoxon 秩和检验;***、**、* 分别表示显著性水平 1%、5%、10%。

表 3 基于公司现金持有量的单变量检验

	资本性投资		产品市场竞争优势	
	中值	均值	中值	均值
高现金持有	0.0694	0.0555	-0.0654	0.0393
低现金持有	0.0532	0.0427	-0.0846	-0.0494
t 或 z 值	2.3010***	2.4470***	2.8310***	2.8770***

注:均值显著性差异的检验方法是 t 检验,中位数显著性差异的检验方法是 Wilcoxon 秩和检验;***、**、* 分别表示显著性水平 1%、5%、10%。

2. 现金持有通过资本投资中介作用而实现竞争效应的检验

表4是现金持有通过资本投资中介效应而实现其竞争效应的检验结果。表4回归(1)中首先对公司持有现金是否具有竞争效应进行了验证,回归结果中 $Zcash_{t-1}$ 的系数为0.0361,在1%的水平显著为正,说明持有充裕现金有利于公司在产品市场竞争中获取优势地位。回归(2)中,现金持有 $Zcash_{t-1}$ 与资本性投资在1%的水平显著正相关,表明现金持有促进了公司战略性资本投资的实施。回归(3)中,在现金持有竞争效应模型中加入资本性投资变量后,现金持有($Zcash_{t-1}$)与资本性投资(Inv_{t-1})的系数都显著为正,而且现金持有的系数由不加入中介变量的0.0361降低为0.0203,这说明资本性投资在现金持有竞争效应中起了部分中介效应。表4实证结果表明,公司现金持有为公司的战略性资本投资提供了资金支持,有利于公司及时捕捉有利的投资机会,进而实现现金持有的竞争效应。

表4 现金持有通过资本投资中介效应而实现竞争效应的检验结果

步骤一	(1) 被解释变量:Com	步骤二	(2) 被解释变量:Inv	步骤三	(3) 被解释变量:Com
$Zcash_{t-1}$	0.0361*** (3.252)	$Zcash_{t-1}$	0.0124*** (7.043)	$Zcash_{t-1}$	0.0203* (1.852)
$Size_{t-1}$	0.0768*** (6.159)	$Size_{t-1}$	0.0104*** (5.339)	Inv_{t-1}	1.2901*** (12.287)
Lev_{t-1}	0.4862*** (6.502)	Lev_{t-1}	-0.0287*** (-2.896)	$Size_{t-1}$	0.0417*** (3.486)
Lev_{t-2}	-0.5407*** (-8.740)	$Grow_{t-1}$	0.0034** (2.363)	Lev_{t-1}	0.5247*** (7.527)
Se_{t-1}	1.4160*** (6.164)	Ret_{t-1}	0.0475*** (7.105)	Lev_{t-2}	-0.5041*** (-8.690)
Se_{t-2}	0.3029 (1.525)	Inv_{t-1}	0.1963*** (14.445)	$Set-1$	1.4569*** (6.870)
Com_{t-1}	0.0164 (1.539)	_cons	0.0044 (0.409)	Se_{t-2}	0.3250* (1.757)
Com_{t-2}	-0.0193** (-2.288)	N	13529	Com_{t-1}	-0.0072 (-0.720)
cons	-0.0244 (-0.349)	ar1	-18.4120	Com{t-2}	-0.0305*** (-4.278)
N	12193	ar2	0.8590	_cons	-0.0544 (-0.829)
ar1	-11.6790	j	157.0000	N	12193
ar2	0.6220			ar1	-11.4170
j	171.0000			ar2	0.4330
				j	197.0000

注:括号中的数字为t检验值,***、**、*分别表示显著性水平1%、5%、10%。

3. 公司治理影响现金持有竞争效应的检验结果

现金持有竞争效应作用的发挥关键在于确保持有现金有效利用,然而,由于代理问题的存在,现金作为流动性最强的资产容易遭受管理层和大股东的滥用或侵占而影响现金持有的竞争效应。本文以公司治理水平指数CGI的均值为标准将样本分为公司治理水平高低两个子样本,检验公司治理对现金持有竞争效应的影响,检验结果如表5所示。表5回归(1)与(2)中 $Zcash$ 均与产品市场竞争优势显著正相关,但回归(1)高公司治理水平子样本中的系数大于回归(2)低公司治理水平子样本,且显著性水平更高。回归(5)高公司治理子样本中,现金持有与资本投资都与产品市场竞争优势显著正相关,而在回归(6)低公司治理水平子样本中,现金持有水平不显著,而只有资本投资显著

正相关。这表明在较高公司治理组中资本投资起到了部分中介效应,而在较低公司治理组中则发挥了完全中介效应。表5的检验结果说明,公司治理水平因能发挥其减少现金的滥用和矫正投资行为的双重作用,进而提升了现金持有通过资本投资中介效应而实现的竞争效应。

表5 公司治理影响现金持有竞争效应的检验结果

步骤一:被解释变量 <i>Com</i>	(1)	(2)	步骤二:被解释变量 <i>Inv</i>	(3)	(4)	步骤三:被解释变量 <i>Com</i>	(5)	(6)
	高公司治理	低公司治理		高公司治理	低公司治理		高公司治理	低公司治理
<i>Zcash</i> _{t-1}	0.0606*** (4.668)	0.0478** (2.560)	<i>Zcash</i> _{t-1}	0.0091*** (3.206)	0.0130*** (5.931)	<i>Zcash</i> _{t-1}	0.0517*** (4.196)	0.0152 (0.806)
<i>Size</i> _{t-1}	0.1229*** (8.412)	0.0634*** (3.031)	<i>Size</i> _{t-1}	0.0105*** (3.593)	0.0182*** (7.429)	<i>Inv</i> _{t-1}	1.1103*** (10.537)	1.4815*** (9.533)
<i>Lev</i> _{t-1}	0.5243*** (6.256)	0.4348*** (4.008)	<i>Lev</i> _{t-1}	-0.0622*** (-4.217)	-0.0413*** (-3.122)	<i>Size</i> _{t-1}	0.0721*** (4.894)	-0.0318 (-1.452)
<i>Lev</i> _{t-2}	-0.6510*** (-9.920)	-0.4475*** (-5.022)	<i>Grow</i> _{t-1}	0.0091*** (3.590)	0.0038*** (3.175)	<i>Lev</i> _{t-1}	0.5701*** (7.323)	0.6472*** (5.618)
<i>Se</i> _{t-1}	1.6377*** (8.022)	1.0715*** (3.061)	<i>Ret</i> _{t-1}	0.0448*** (4.573)	0.0369*** (4.564)	<i>Lev</i> _{t-2}	-0.6147*** (-9.819)	-0.3044*** (-3.515)
<i>Se</i> _{t-2}	-0.0722 (-0.376)	0.9504*** (3.477)	<i>Inv</i> _{t-1}	0.1776*** (11.229)	0.1911*** (12.797)	<i>Se</i> _{t-1}	1.4471*** (7.183)	1.1918*** (3.498)
<i>Com</i> _{t-1}	-0.0091 (-0.901)	0.0254** (2.226)	<i>_cons</i>	0.0102 (1.225)	-0.0117 (-0.736)	<i>Se</i> _{t-2}	0.1335 (0.730)	1.1588*** (4.401)
<i>Com</i> _{t-2}	-0.0385*** (-4.547)	-0.0146* (-1.820)	N	6179	6350	<i>Com</i> _{t-1}	-0.0191** (-2.186)	0.0121 (1.014)
<i>_cons</i>	-0.1240 (-1.309)	0.1303 (1.620)	ar1	-11.0030	-15.3770	<i>Com</i> _{t-2}	-0.0476*** (-6.232)	-0.0264*** (-3.141)
N	4155	8038	ar2	0.6510	-0.3740	<i>_cons</i>	0.0515 (0.647)	0.3441*** (4.793)
ar1	-8.481	-6.6700	j	157.0000	157.0000	N	4155	8038
ar2	0.740	0.4620				ar1	-8.3630	-6.6200
j	171.000	171.0000				ar2	0.7810	0.3680
						j	197.0000	197.0000

注:括号中的数字为t检验值,***、**、*分别表示显著性水平1%、5%、10%。

公司治理影响现金持有竞争效应的边际价值,在代理问题程度不同的公司中可能存在差异,为了检验这种差异,本文将成长性低且自由现金流高的公司界定为潜在代理问题较为严重的子样本,剩余的其他公司界定为潜在代理问题较轻的子样本,分别考察公司治理对现金持有竞争效应的影响在潜在代理问题程度不同公司之间存在的差异(分别见表6上下部分)。表6上半部分是以潜在代理问题较重的公司为目标检验的结果,其中回归(1)中现金持有水平*Zcash*与产品市场竞争优势不具有显著性,终止资本投资中介效应的检验,表明潜在代理问题较重的公司因现金持有有可能被滥用而不具有竞争效应。本文进一步根据公司治理指数*CGI*将潜在代理问题较重的公司分为治理水平高低两组检验发现,当潜在代理问题严重公司的治理水平较高时,表6上半部分回归(2)中现金持有水平*Zcash*与产品市场竞争优势在1%的水平正相关,回归(4)中现金持有水平*Zcash*与资本投资在1%水平正相关,回归(6)中现金持有水平、资本投资均与产品市场竞争优势显著正相关,结果表明潜在代理问题严重公司的治理水平提高时,能够有效遏制代理问题,公司现金持有通过资本投

表 6 公司治理、潜在代理问题较重、较轻与现金持有竞争效应的检验结果

步骤一:被解释变量	(1)	(2)	步骤二:被解释变量	(3)	(4)	步骤三:被解释变量	(5)	(6)
<i>Com</i>	潜在代理问题较重	高治理—重代理问题	<i>Inv</i>	潜在代理问题较重	高治理—重代理问题	<i>Com</i>	潜在代理问题较重	高治理—重代理问题
<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0266 (1.319)	0.1103*** (5.155)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0051* (1.834)	0.0075*** (3.784)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0242 (1.186)	0.0651*** (2.639)
<i>Size_{t-1}</i>	0.1051*** (3.612)	-0.1553*** (-6.677)	<i>Size_{t-1}</i>	0.0121*** (3.085)	0.0177*** (5.915)	<i>Inv_{t-1}</i>	2.4143*** (7.169)	3.5728*** (10.019)
<i>Lev_{t-1}</i>	0.4202*** (4.568)	0.3520*** (3.700)	<i>Lev_{t-1}</i>	-0.0288** (-2.028)	-0.0381*** (-4.691)	<i>Size_{t-1}</i>	0.0323 (1.081)	-0.1937*** (-8.361)
<i>Lev_{t-2}</i>	-0.4227*** (-5.465)	-0.0262 (-0.333)	<i>Grow_{t-1}</i>	0.0014 (0.282)	0.0259*** (8.299)	<i>Lev_{t-1}</i>	0.5770*** (5.637)	0.6901*** (7.944)
<i>Se_{t-1}</i>	1.4988*** (3.962)	1.5125*** (4.462)	<i>Ret_{t-1}</i>	0.0586*** (5.864)	0.0404*** (3.842)	<i>Lev_{t-2}</i>	-0.2979*** (-3.525)	-0.1142 (-1.564)
<i>Se_{t-2}</i>	0.7729*** (3.835)	0.8533*** (4.112)	<i>Inv_{t-1}</i>	0.1627*** (10.186)	0.1085*** (10.793)	<i>Se_{t-1}</i>	1.7751*** (4.555)	1.6035*** (4.771)
<i>Com_{t-1}</i>	0.0390*** (3.578)	0.0506*** (5.996)	<i>_cons</i>	-0.0173*** (-3.793)	-0.0026 (-0.663)	<i>Se_{t-2}</i>	0.1071 (0.462)	0.1086 (0.493)
<i>Com_{t-2}</i>	-0.0051 (-0.538)	-0.0091 (-1.106)	N	4101	1711	<i>Com_{t-1}</i>	0.0363*** (3.123)	0.0315*** (3.233)
<i>_cons</i>	0.0013 (0.024)	0.2147*** (7.435)	ar1	-9.0060	-4.9520	<i>Com_{t-2}</i>	-0.0154 (-1.560)	-0.0307*** (-3.341)
N	3666	1376	ar2	0.2980	-1.2710	<i>_cons</i>	-0.0033 (-0.057)	0.2846*** (7.705)
ar1	-4.3290	-2.7610	j	157.0000	157.0000	N	3666	1376
ar2	-1.1440	-0.1520				ar1	-4.7050	-2.8850
j	171.0000	171.0000				ar2	-1.6510	0.1500
						j	171.0000	171.0000

步骤一:被解释变量	(1)	(2)	步骤二:被解释变量	(3)	(4)	步骤三:被解释变量	(5)	(6)
<i>Com</i>	潜在代理问题较轻	高治理—轻代理问题	<i>Inv</i>	潜在代理问题较轻	高治理—轻代理问题	<i>Com</i>	潜在代理问题较轻	高治理—轻代理问题
<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0401*** (3.062)	0.0814*** (5.160)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0093*** (4.397)	0.0104*** (4.211)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0304** (2.040)	0.0592*** (3.487)
<i>Size_{t-1}</i>	0.1105*** (7.067)	0.1227*** (7.710)	<i>Size_{t-1}</i>	0.0181*** (7.417)	0.0242*** (8.515)	<i>Inv_{t-1}</i>	3.9762*** (9.146)	3.4440*** (9.555)
<i>Lev_{t-1}</i>	0.4691*** (5.592)	0.4930*** (5.030)	<i>Lev_{t-1}</i>	-0.0236* (-1.885)	-0.0241 (-1.597)	<i>Size_{t-1}</i>	-0.0653*** (-2.693)	-0.0346 (-1.539)
<i>Lev_{t-2}</i>	-0.5356*** (-8.218)	-0.6791*** (-8.388)	<i>Grow_{t-1}</i>	0.0032 (1.602)	0.0039*** (2.610)	<i>Lev_{t-1}</i>	0.7368*** (7.429)	0.7023*** (6.938)
<i>Se_{t-1}</i>	1.4013*** (5.397)	1.4404*** (7.269)	<i>Ret_{t-1}</i>	0.0405*** (5.568)	0.0283*** (3.283)	<i>Lev_{t-2}</i>	-0.4517*** (-5.603)	-0.6125*** (-7.090)
<i>Se_{t-2}</i>	0.0517 (0.263)	0.0100 (0.047)	<i>Inv_{t-1}</i>	0.1921*** (12.468)	0.1706*** (9.841)	<i>Se_{t-1}</i>	1.1840*** (4.062)	1.5054*** (6.961)
<i>Com_{t-1}</i>	-0.0077 (-0.790)	-0.0235** (-2.053)	<i>_cons</i>	0.0175 (1.168)	-0.0055 (-0.461)	<i>Se_{t-2}</i>	0.5014** (2.149)	0.0552 (0.261)
<i>Com_{t-2}</i>	-0.0258*** (-2.740)	-0.0322*** (-3.329)	N	9428	5960	<i>Com_{t-1}</i>	-0.0412*** (-3.553)	-0.0416*** (-3.569)
<i>_cons</i>	0.1022** (2.146)	-0.1979** (-2.142)	ar1	-15.6860	-12.2450	<i>Com_{t-2}</i>	-0.0606*** (-5.613)	-0.0566*** (-5.515)
N	8527	5748	ar2	0.0990	-0.8750	<i>_cons</i>	0.0291 (0.458)	-0.1481 (-1.517)
ar1	-8.9560	-6.9860	j	157.0000	157.0000	N	8527	5748
ar2	0.3950	0.5680				ar1	-9.2620	-7.0800
j	171.0000	171.0000				ar2	0.6040	0.7200
						j	171.0000	171.0000

注:括号中的数字为t检验值,***、**、*分别表示显著性水平1%、5%、10%。

资的中介效应实现了竞争效应。表6下半部分以潜在代理问题较轻公司为对象检验发现,潜在代理问题较轻的公司在考虑公司治理水平前后现金持有都具有竞争效应,资本投资发挥了中介效应,与潜在代理问题较重的公司相比,公司治理水平提高对现金持有竞争效应的影响程度相对较低,以上结果说明,公司治理在潜在代理问题严重的公司中更加重要,公司治理强化现金持有竞争效应的功效在潜在代理问题严重的公司中更为显著。

4. 拓展性检验

治理环境是公司微观治理机制所在的宏观制度基础。一方面,治理环境因对企业契约的顺利签订和执行产生直接影响而制约公司治理的效率,所以,治理环境对于公司的微观治理机制具有更为基础性的影响^[29],治理环境的改进有利于促进公司微观治理机制的完善,治理环境与公司治理水平之间呈互补关系;另一方面,随着治理环境的改善,公司面临的代理冲突会得到一定的遏制,又会相对弱化公司治理水平对于代理问题的缓解作用,故二者又呈现出替代的关系。所以,在验证了公司治理水平对现金持有竞争效应的正面作用后,本文将进一步检验公司治理水平的这种正面作用在不同的治理环境中是否存在差异,治理环境与公司治理水平对现金持有竞争效应的影响究竟是互补还是替代的关系?前文检验结果表明,公司治理水平较高时,公司持有现金通过资本投资中介效应实现更显著的竞争效应。因此,本文以高治理水平公司子样本为对象按治理环境指数中位数分成两组以检验治理环境与公司治理水平之间的关系,治理环境以樊纲等^[30]编制的市场化进程指数度量,市场化指数越高说明公司所处地区的市场化进程越快、投资者法律保护越好,该地区的治理环境更好。检验结果如表7所示,表7回归(1)高市场化进程样本中现金持有水平 *Zcash* 与产品市场竞争优势显著正相关,回归(3)中现金持有水平 *Zcash* 与资本投资显著正相关,回归(5)中现金持有水平和资本投资均与产品市场竞争优势显著正相关,而低市场化进程组回归(2)中 *Zcash* 系数不显著,现金持有不具有竞争效应,停止资本投资中介效应的考察。上述检验结果表明,公司治理水平改进强化现金持有竞争效应的正向作用在市场化进程较高时才存在,治理环境为公司治理水平作用的发挥提供了基础性保障,治理环境与公司治理水平对现金持有通过资本投资实现竞争效应的影响是一种互补的关系。

5. 稳健性检验

为保证研究结果的稳定性,本文还进行了以下三个方面的稳健性检验:①国内外学者研究发现低财务杠杆具有竞争效应,根据优序融资理论,现金可以看做负的债务,因此,低财务杠杆的竞争效应可能会对检验结果产生影响。为减少低财务杠杆竞争效应的影响,本文借鉴 Acharya et al.^[12]与 Fresard^[4]的思路,仅保留财务保守行为竞争效应不明显(或较低)的样本进行稳健性检验,以排除低财务杠杆竞争效应造成的影响。当公司经营现金流和投资机会的关联性很低时,公司的对冲需求很高,出现投资机会时,由于外部融资受限,高对冲需求公司的低财务杠杆产生的竞争效应弱化。本文剔除公司经营现金流和投资机会相关系数高于0,或0.1亦或0.2的低对冲需求样本公司进行稳定性检验,研究结果没有发生变化,这表明结论没有受到债务竞争效应的影响。②本文以管理费用率作为代理问题的度量指标进行稳定性检验,检验结果没有发生实质性变化。③现金持有通过捕捉投资机会进而实现其竞争效应,可能需要公司储备一定的现金作为保障,当公司储存的现金太少时,势必影响现金持有竞争效应的发挥。为了消除低现金持有公司的样本可能造成的偏差,本文对现金持有水平高于行业均值的样本进行单独检验,研究结论仍然成立。

五、研究结论与建议

学者们基于产业组织理论的视角探讨公司现金持有之经济后果的诸多研究发现,持有充裕的现金有助于公司在产品市场竞争中保持和获取竞争优势,即其具有显著的竞争效应。公司现金持有是中性的,其竞争效应的实现需要借助一定的中间渠道或媒介,并且该效应的发挥还取决于现金的

表 7 不同治理环境下公司治理对现金持有竞争效应影响的检验结果

步骤一:被解释变量 <i>Com</i>	(1)	(2)	步骤二:被解释变量 <i>Inv</i>	(3)	(4)	步骤三:被解释变量 <i>Com</i>	(5)	(6)
	高市场化进程	低市场化进程		高市场化进程	低市场化进程		高市场化进程	低市场化进程
<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0914*** (5.240)	-0.0148 (-1.357)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0054* (1.818)	0.0165*** (5.556)	<i>Zcash_{t-1}</i>	0.0754*** (4.946)	-0.0667*** (-5.526)
<i>Size_{t-1}</i>	0.0092 (0.440)	0.0916*** (6.762)	<i>Size_{t-1}</i>	0.0123*** (4.241)	0.0048* (1.830)	<i>Inv_{t-1}</i>	1.6381*** (9.791)	1.8091*** (13.183)
<i>Lev_{t-1}</i>	0.6821*** (6.446)	0.4579*** (6.095)	<i>Lev_{t-1}</i>	-0.0341** (-2.410)	-0.0469*** (-3.969)	<i>Size_{t-1}</i>	-0.0469*** (-2.953)	-0.0040 (-0.351)
<i>Lev_{t-2}</i>	-0.7020*** (-8.156)	-0.0958 (-1.629)	<i>Grow_{t-1}</i>	0.0140*** (6.005)	0.0083*** (3.314)	<i>Lev_{t-1}</i>	0.9487*** (10.414)	0.7942*** (11.994)
<i>Se_{t-1}</i>	3.2937*** (11.276)	-0.6311*** (-2.829)	<i>Ret_{t-1}</i>	0.0285*** (2.990)	0.0722*** (7.509)	<i>Lev_{t-2}</i>	-0.5313*** (-8.050)	0.1017* (1.675)
<i>Se_{t-2}</i>	1.4025*** (6.492)	1.0688*** (5.810)	<i>Inv_{t-1}</i>	0.1859*** (13.361)	0.1927*** (13.714)	<i>Se_{t-1}</i>	3.0522*** (13.193)	-0.3705 (-1.522)
<i>Com_{t-1}</i>	0.0204** (2.386)	0.0476*** (8.197)	<i>_cons</i>	-0.0141** (-2.051)	-0.0040 (-0.986)	<i>Se_{t-2}</i>	0.8342*** (4.742)	1.1021*** (6.407)
<i>Com_{t-2}</i>	0.0132 (1.622)	-0.0320*** (-7.164)	N	2914	2265	<i>Com_{t-1}</i>	0.0034 (0.427)	0.0377*** (6.607)
<i>_cons</i>	0.2548*** (4.365)	-0.2956*** (-13.342)	ar1	-8.4450	-7.4540	<i>Com_{t-2}</i>	-0.0100 (-1.571)	-0.0437*** (-9.514)
N	2350	1805	ar2	157.0000	157.0000	<i>_cons</i>	0.2088*** (5.307)	-0.2116*** (-13.622)
ar1	-4.4370	-4.9650	j			N	2350	1805
ar2	0.5300	0.0770				ar1	-4.2860	-5.1350
j	171.0000	171.0000				ar2	0.8250	-0.2790
						j	197.0000	197.0000

注:括号中的数字为t检验值,***、**、*分别表示显著性水平1%、5%、10%。

有效利用,而这又受制于公司代理问题的严重程度及其公司治理水平。本文以2003—2012年中国上市公司数据为样本,基于资本投资中介效应的视角检验公司治理对于现金持有竞争效应的影响。检验发现,公司现金持有具有显著的竞争效应,资本投资在公司持有现金以获取产品市场竞争优势中发挥了中介效应;较高的公司治理水平强化了现金持有通过资本投资实现的竞争效应,且这种强化作用在潜在代理问题严重的公司中更为显著。进一步检验表明,宏观治理环境与公司治理水平对现金持有竞争效应的影响是一种互补关系,而非替代关系。根据上述结论,本文提出:

(1)公司应坚持“现金为王”理念,结合公司的投资机会与产品市场竞争动态有效配置公司财务资源,为公司进行技术革新等方面的战略性资本投资提供稳定资金支持的同时,还可为提升公司防御掠夺性风险、及时捕捉市场先机,以及有效阻止竞争者进入或迫使其让步进而占据和保持其产品市场竞争优势等奠定资金基础。

(2)现金持有竞争效应的有效实现需要完善的公司治理机制作为其保障,公司还应在以下主要方面持续完善公司治理机制以确保公司现金持有竞争效应的充分发挥:建立真正的职业经理人市场以发挥声誉机制作用,完善公司管理层激励补偿契约的设计与评价机制;从董事会规模、独立性、领导权结构、专业委员会职能、会议频率以及董事会激励等视角强化董事会的治理功能;形成既能有效制约管理层,又能抑制单一大股东追求控制权私利动机的科学的股权制衡结构。

(3)公司微观治理机制内生和受制于一国(地区)的宏观制度环境,只有外部治理环境的改善和公司治理机制的完善“齐头并进”时,才能更有效地推动和系统性解决公司的代理问题,进而提升公司现金持有的竞争效应。所以,还必须持续推动宏观治理环境的改善;加快推进政府由“干预型”向“服务型”的转变,切实提高政府的服务质量和政府监管部门的独立性;持续培育充分竞争的产品市场和要素市场,积极发挥产品/要素市场竞争与公司治理机制的良性互动作用;强调和维持市场中中介组织的独立性和超脱性,对政府的“过度”干预形成科学的补充甚至替代,以更好地体现“市场在资源配置中的决定性作用”;进一步推动完善投资者法律保护制度,切实提高法律的执行质量,为营造公平良好的市场竞争环境奠定法制基础。

[参考文献]

- [1]Mikkelson, W.H., Partch, M.M. Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003,(38):275-294.
- [2]Kalcheva, I., Lins, K.V. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems [J]. *Review of Financial Studies*, 2007,(20):1087-1112.
- [3]Baskin, J. Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1987,(69):312-319.
- [4]Fresard, L. Financial Strength and Product Market Behavior:The Real Effects of Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Finance*, 2010,(65):1097-1122.
- [5]陆正飞,韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应[J]. *管理世界*, 2013,(6):43-60.
- [6]杨兴全,曾义,吴昊旻. 货币政策、信贷歧视与公司现金持有竞争效应[J]. *财经研究*, 2014,(2):133-144.
- [7]Denis, D. J., and Sibilkov, V. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings [J]. *Review of Financial Studies*, 2010,(23):247-269.
- [8]Gamba, A., and Triantis, A. The Value of Financial Flexibility [J]. *The Journal of Finance*, 2008,(63):2263-2296.
- [9]Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B. Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010,(97):418-435.
- [10]Kovenock, D., Phillips, G. Capital Structure and Product Market Behavior [J]. *Review of Financial Studies*, 1997,(10):767-803.
- [11]Faulkender, M., Petersen, M.A. Does the Source of Capital Affect Capital Structure [J]. *Review of Financial Studies*, 2006,(19):45-79.
- [12]Acharya, V., Almeida, H., Campello, M. Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2007,(16):515-554.
- [13]Dixit, A. K. The Role of Investment in Entry-Deterrence[J]. *Economic Journal*, 1980,(90):95-106.
- [14]Minton, B. A., and C. Schrand. The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999,(54):423-460.
- [15]Akdogu, E., MacKay, P. Investment and Competition[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008,(43):299-330.
- [16]Akdogu, E., MacKay, P. Product Markets and Corporate Investment: Theory and Evidence [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012,(36):439-453.
- [17]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Corporate Ownership around the World[J]. *Journal of Finance*, 1999,(54):471-517.
- [18]Dyck, A., and Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004,(59):537-600.
- [19]Wei K.C.J., Zhang Y. Ownership Structure, Cash Flow, and Capital Investment: Evidence from East Asian Economies Before the Financial Crisis[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008,(14):118-132.
- [20]Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to

- Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis[J]. *Journal of Finance*, 2006,(61):2725-2751.
- [21]Bertrand, M., and Mullainathan, S. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. *Journal of Political Economy*, 2003,(111):1043-1075.
- [22]Berger, P.G., Ofek, E.,Yermack, D.L. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions [J]. *The Journal of Finance*, 1997,(52):1411-1438.
- [23]Hutchinson, M., Gul, F.A. Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004,(10):595-614.
- [24]Chi, J.D., Lee, D.S. The Conditional Nature of the Value of Corporate Governance [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010,(34):350-361.
- [25]Chen, K. C.W., Z. Chen, and K. C. J. Wei. Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011,(46):171-207.
- [26]Baron R. M., Kenny D. A. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986,(51):1173-1182.
- [27]温忠麟,张雷,侯杰泰. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004,(5):614-620.
- [28]张学勇,廖理. 股权分置改革,自愿性信息披露与公司治理[J]. *经济研究*, 2010,(4):.28-39.
- [29]夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值[J]. *经济研究*, 2005,(5):40-51.
- [30]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.

Corporate Governance and Competition Effect of Cash Holdings ——An Empirical Study Based on the Mediating Effect of Capital Investment

YANG Xing-quan¹, WU Hao-min¹, ZENG Yi²

- (1. School of Economics and Management of Shihezi University, Shihezi 832000, China;
2. Accounting School of Hubei University of Economics, Wuhan 430205, China)

Abstract: Using the data from 2003 to 2012 of Chinese listed companies as samples, this paper empirically tests the corporate governance's impact on the competition effect of cash holdings basing on the mediating effect of capital investment. The results show that corporate cash holdings have competitive effect, and capital investment play an mediating role for corporate cash holdings to obtain product market competitive advantage. Corporate governance strengthens the competition effect of cash holdings achieved by capital investment, and the reinforcement is more significant in the companies with serious potential agency problems. Further tests, found that corporate governance and the governance environment on the effect of cash holdings competition is a complementary relationship, rather than the alternative. This paper is a further research of cash holdings competition effect combined with the corporate governance, provides empirical evidence for the capital investment as the main channel to realize the competition effect of corporate cash holdings, in rich and supplement the relevant research literature about cash holdings, at the same time, the paper is conducive to fully understand the generation mechanism of cash holdings competition effect. This paper suggests that, on the basis of the company makes reasonable cash holdings decisions combined with its strategic goals, only the improvement of the governance environment and the enhancement of the corporate governance mechanism "go hand in hand", can we more efficiently solve the agency problem and promote the competition effect of company cash holdings.

Key Words: corporate governance; cash holdings; capital investment; competition effect

JEL Classification: G32 G31 G38

[责任编辑:鲁舟]