政府控制、现金持有水平与公司资本投资行为

王文忠

（石河子大学经济与管理学院 新疆石河子 832000）

【摘要】本文以我国沪深两市A股上市公司2005～2008年度数据为研究对象，基于政府控制视角对公司现金持有水平与资本投资行为的关系进行研究，检验结果发现：与非政府控制上市公司相比，政府控制的上市公司现金持有水平较低。进一步检验表明，现金持有水平与投资不足显著负相关，与过度投资正相关但不显著，而且现金持有水平与资本投资行为的关系受上市公司政府控制性质的影响。

【关键词】政府控制 现金持有水平 资本投资

国外企业自20世纪90年代以来出现持有大量现金与现金等价物现象。企业为什么要大量持有现金，高额持有现金又会带来什么经济后果等，这一系列问题受到国内外学者的关注。现金持有行为不仅综合反映了公司的财务战略和经营战略，而且与公司内部治理结构和外部制度环境因素密切相关（杨兴全，2009）。国外学者主要从信息不对称与代理人问题两个角度关注公司的现金持有价值，分别形成了公司现金持有价值创造和价值毁灭两种不同的观点。我国国内的相关研究比较滞后，也较少。在我国特殊的经济转型时期和制度环境下，简单地移植国外研究成果未免过于草率。本文主要侧重于研究上市公司政府控制与否对现金持有水平高低的影响，现金持有水平与资本投资行为的关系。

一、文献综述

Opler等（1999）系统综述了现金持有的权衡理论、信息不对称理论以及代理理论、融资优序理论的现金解释模型。Jensen（1986）提出了自由现金流假说，分析了负债和财务杠杆收购与私有化交易对自由现金流的影响。自由现金流假说则成为现金管理研究领域以代理成本为视角研究的里程碑，近年来对现金持有水平影响因素的理论分析和经验成果主要是基于代理成本理论。Harford（1999）的研究表明，现金较多的企业比其他企业更有可能实施并购，并从股票回报率角度说明现金较多的企业并购活动导致企业价值下降。Dittmar等（2003）、Guney等（2007）以多国公司为样本检验投资者法律保护对现金持有量的影响，结果发现，在对投资者利益保护程度较高的国家中，企业持有较少的现金。Pinkowitz、Stulz和Williamson（2006），Dittmar和Mahrt-Smith（2007），Kalcheva和Lins（2007）研究发现，一个国家的投资者法律保护越好，公司治理越有效，公司持有现金的价值越高。此外，Myers和Majluf（1984）提出信息不对称理论，认为当资本市场不完善时，企业外部投资者与内部人之间由于存在信息不对称，外部融资成本高于内部融资成本，管理者更加倾向优先考虑内部融资。特别是对于存在融资约束的公司，受制于高成本的外部融资，企业可能为降低外部融资比例而放弃部分增加企业价值的正净现值项目，从而导致投资不足。Mikkelson和Partch（2003），Almeida等（2004）的研究为高成长公司或融资约束型公司持有更多现金以减少外部融资成本的观点提供了证据。

国内对现金持有水平的研究多以Opler等（1999）的研究作为基础，侧重于利用国内数据实证检验而并不重视理论发展。张人骥、刘春江（2005）对股东保护与现金持有量的关系进行研究发现，在股东保护较好的情况下，上市公司现金持有量相对较低，而股权结构影响下的股东保护与现金持有量具有负的线性相关性。辛宇、徐莉萍（2006）则从公司治理机制的角度研究了公司治理机制对超额现金持有水平的影响，发现上市公司的微观治理机制越好，其超额现金持有水平越低，即对正常现金持有水平的偏离程度越小。彭桃英、周伟（2006）通过对上市公司高额现金持有的动因进行研究，认为与代理理论相比，权衡理论更适合解释我国企业的高额现金持有行为。杨兴全、孙杰（2007）检验了我国公司特质因素和公司治理机制对公司现金持有的影响，也发现权衡理论与优序融资理论能够得到经验证据支持。张健光、张俊瑞（2009）研究发现公司现金持有水平高低的原因大多能用权衡理论、代理理论、信息不对称理论、融资优序理论等解释。此外，杨兴全、张照南（2008）实证分析了我国上市公司持有现金的市场价值，发现公司持有现金的价值小于账面价值，并且受公司股权性质的影响。但是，现有文献很少涉及公司现金持有水平与资本投资的关系，更未考察这种关系是否会受上市公司政府控制性质的影响。

二、理论分析与研究假设

Shleifer和Vishny（1994）认为国有企业是政治家实现个人目标的机构，譬如通过国有企业为自己的支持者提供就业并为支持自己的企业提供融资。而我国建立资本市场的一个主要目的就是为国有企业筹集资金，扶危解困。在我国资本市场上，国有性质的终极控制人所控制的上市公司无论在数量

上还是在规模上都处于绝对优势。相对于民营终极股东所控制的上市公司，政府控制的上市公司能够更为便利地从外部进行融资，从而无需保持较高的现金持有水平。而非政府控制的上市公司，会存在较高的融资约束，其外部融资成本高于政府控制的上市公司。因此，非政府控制的上市公司希望保持较高的现金持有水平以维持经营的需要，并在企业拥有投资机会时，能够迅速调用现金资源进行投资。因此，本文提出假设1：相对于非政府控制的上市公司，政府控制的上市公司现金持有水平较低。

股权分散情况下企业出现过度投资问题的根源在于两权分离所形成的股东与经理的代理关系。目前越来越多的研究发现公司所有权结构呈现越来越集中的趋势，无论是发达国家还是发展中国家都不同程度地存在着大股东控制（徐莉萍等，2006）。在股权集中的所有权结构下，控制性大股东为了追求控制权私有收益往往进行非效率投资，企业自由现金流越多，过度投资问题就越严重（Jensen，1986）。然而当面对同样的投资机会时，拥有不同现金流的企业投资支出水平并不相同。若企业的自由现金流为负，即企业没有足够的资金进行投资，再加上企业由于信息不对称将面临更高的外部融资约束，而外部融资困难的增加将进一步导致企业难以筹集到足够的资金，于是更可能出现投资不足问题。最后，政府控制的上市公司存在目标多元化问题，除了经济利益外，社会福利和政治诉求都可能成为其目标，那么其将承担更多的社会功能和政策性负担，于是上市公司的政府控制性质会加剧其过度投资程度；而当上市公司存在投资不足时，政府往往提供便利的融资机会，其政府控制性质则会抑制其投资不足倾向。因此，本文提出假设2：现金持有水平与过度投资正相关，与投资不足负相关，且现金持有水平与资本投资行为的关系会受到上市公司政府控制性质的影响。

三、模型设计与变量定义

1. 模型设计。

（1）借鉴辛宇和徐莉萍（2006）的基于财务特征的现金持有水平估计模型，本文构建现金持有水平估计模型如下：

$$xjcysp_{it}=a_0+a_1q_{it-1}+a_2zzc_{it-1}+a_3lev_{it-1}+a_4zczzl_{it-1}+a_5roa_{it-1}+a_6hy_dummy_{it}+a_7nd_dummy_{it}+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

该模型回归的残差视为超额现金持有，记为 $exxjcysp_{it}$，当 $exxjcysp_{it}>0$ 时，视为现金充裕，记为 $exxjcysp_{it+}$；当 $exxjcysp_{it}<0$ 时，视为现金短缺，记为 $exxjcysp_{it-}$。

（2）上市公司政府控制性质与现金持有水平检验模型：

$$xjcysp_{it}=a_0+a_1gov_dummy_{it}+a_2q_{it-1}+a_3zzc_{it-1}+a_4lev_{it-1}+a_5zczzl_{it}+a_6roa_{it-1}+a_7hy_dummy_{it}+a_8nd_dummy+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

（3）投资估计模型。参考 Richardson（2006）、辛清泉等（2007）和杨兴全（2009）的研究，本文构建投资估计模型如下：

$$inv_{it}=a_0+a_1q_{it-1}+a_2lev_{it-1}+a_3xjcysp_{it-1}+a_4age_{it-1}+a_5zzc_{it-1}+a_6roa_{it-1}+a_7inv_{it-1}+a_8hy_dummy_{it}+a_9nd_dummy+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

该模型的回归残差部分为非预期投资（uneffectinv）。当 uneffectinv≥0 时，视为投资过度，记为 $uneffectinv_{+}$；当 uneffectinv<0 时，视为投资不足，记为 $uneffectinv_{-}$。

（4）政府控制、现金持有水平与资本投资行为检验模型：

$$uneffectinv_{it}=a_0+a_1exxjcysp_{it}+a_2gov_dummy_{it}+a_3exxjcysp_{it}\times gov_dummy_{it}+a_4yysrzzl_{it}+a_5roa_{it}+a_6lev_{it}+a_7hy_dummy_{it}+a_8nd_dummy+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

以上模型各变量中的 t 代表第 t 年，t-1 代表第 t-1 年。根据现有文献，可知 lev_{it-1} 和 age_{it-1} 同资本投资呈负向关，$xjcysp_{it-1}$、zzc_{it-1}、inv_{it-1} 将对资本投资产生正面影响。而对投资及现金持有水平影响因素的现有研究，控制变量多从公司规模、经营业绩、财务杠杆和成长性进行控制。基于此，本文也是从这几个方面对模型加以控制。此外，为充分考虑行业效应和年度效应，以上各模型中还加入了行业虚拟变量（hy_dummy）和年度虚拟变量（nd_dummy）。

2. 变量定义。详见表1。

表1　主要变量定义

变量符号	变量名称	定　义
inv	资本投资	固定资产、长期投资和无形资产的净值改变量/平均总资产
xjcysp	现金持有水平	$xjcysp_{it}=cash_{it}/(zzc_{it}-cash_{it})$
cash	现金持有余额	期末货币资金与交易性金融资产以及短期投资净额之和
lev	财务杠杆	负债总额/资产总额
zczzl	资产周转率	销售成本/平均资产
q	托宾Q值	托宾Q值=(每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股份数+负债账面价值)/总资产
yysrzzl	营业收入增长率	(营业收入期末余额-期初余额)/期初余额
roa	净资产收益率	期末净利润/净资产
zzc	总资产	总资产的自然对数
age	上市年龄	截至年末公司上市年龄
gov_dummy	政府控制虚拟变量	若公司终极控制人性质为国有股或国家股或国有法人股视为政府控制，取1；否则取0
hy_dummy	行业虚拟变量(共20个)	参照证监会行业分类指南，C类按照两位数分类，其余为一位数分类
nd_dummy	年度虚拟变量	共计3个年度虚拟变量

四、实证分析

1. 样本选择与数据来源。本文以我国沪深两市A股上市公司2005～2008年度的数据进行研究，因考虑了滞后变量，还使用了2004年的数据。为保证结果的准确性和客观性，按如下原则进行样本筛选：剔除金融行业的公司；剔除2005～2008年被ST和PT的公司；剔除缺失值并对处于0～1%和99%～100%之间的极端值样本进行了winsorize处理。经过筛选，最终得到5 178个样本，其中2005～2008年的样本数分别为1 224、1 241、1 312、1 401个。本文样本数据均来源于CSMAR数据库，数据收集整理、统计分析与回归处理均采用统计软件Stata11.0。

2. 主要变量的描述性统计与差异性检验。对现金充裕组和现金短缺组中政府控制与否的描述性统计与差异性检验如

表 2 所示。

表 2　　主要变量的描述性统计与差异性检验

变量	现金充裕(n=2 005)			现金短缺(n=3 173)		
	非政府控制(n=713)	政府控制(n=1 292)	T值(Z值)	非政府控制(n=1 052)	政府控制(n=2 121)	T值(Z值)
	均值(中位数)	均值(中位数)		均值(中位数)	均值(中位数)	
inv	0.063 9 (0.038 8)	0.067 4 (0.037 5)	−0.860 2 (−0.87)	0.065 3 (0.034 8)	0.073 4 (0.045 1)	−2.427 3** (−3.974***)
xjcysp	0.381 6 (0.272 1)	0.307 0 (0.211 4)	5.211 5*** (5.035***)	0.185 0 (0.134 6)	0.154 1 (0.120 3)	5.551 5*** (3.307***)
$uneffectinv_+$	0.067 7 (0.043 1)	0.063 2 (0.031 3)	0.727 8 (1.69*)	0.066 9 (0.035 0)	0.066 5 (0.036 3)	0.082 5 (−0.727)
$uneffectinv_-$	−0.046 6 (−0.038 6)	−0.041 9 (−0.034 5)	−2.379 6** (−2.575***)	−0.035 7 (−0.028 7)	−0.036 5 (−0.028 4)	0.541 5 (0.129)
$exxjcysp_{it+}$	0.203 1 (0.109 5)	0.150 5 (0.082 9)	5.287 7*** (5.052***)	–	–	–
$exxjcysp_{it_}$	–	–	–	−0.116 4 (−0.103 6)	−0.102 3 (−0.089 8)	−5.086 2*** (−4.658***)

注：均值的检验方法采用 t 检验；中位数的检验方法采用 Wilcoxon 秩和检验；***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10%(双尾检验，下同)。

从表 2 统计检验结果可以看出，无论是现金充裕组还是现金短缺组中政府控制的现金持有水平的均值和中位数都在1%的水平上显著低于非政府控制的上市公司，这与假设 1 的观点一致。对于超额现金持有水平而言，在现金充裕组中政府控制的上市公司的均值和中位数在 1%水平上显著低于非政府控制的上市公司；在现金短缺组中其均值和中位数的绝对值也在 1%水平上显著低于非政府控制的上市公司，表明上市公司的现金持有水平会受到政府控制的影响。对于资本投资而言，在现金短缺组中政府控制的上市公司的资本投资的均值和中位数都显著高于非政府控制的上市公司，这可能是由于政府控制的公司融资约束较小而多将现金用于投资以致出现现金短缺。然而在现金充裕组中两者不存在显著性差异。对于非效率投资而言，在现金充裕组中政府控制的上市公司过度投资的中位数在 10%的水平上显著低于非政府控制的上市公司，而投资不足的均值和中位数在 1%的水平上显著低于非政府控制的上市公司，表明政府控制能够在一定程度上缓解公司的非效率投资。但是在现金短缺组中，无论是过度投资还是投资不足，政府控制与否均不存在显著性差异。

表 3　　主要变量的 Pearson 相关系数

变量	inv	xjcysp	$uneffectinv_+$	$uneffectinv_-$	$exxjcysp_{it+}$	$exxjcysp_{it_}$	gov_dummy
inv	1						
xjcysp	0.072 5***	1					
$uneffectinv_+$	0.890 3***	0.161 2***	1				
$uneffectinv_-$	0.242 8***	−0.132 4***	–	1			
$exxjcysp_{it+}$	−0.080 5***	0.538 5***	0.081 0**	−0.222 0***	1		
$exxjcysp_{it_}$	0.014 4	0.013 0	−0.060 5**	−0.016 8	–	1	
gov_dummy	0.034 5**	−0.103 9***	−0.011 3	0.024 7	−0.117 3***	0.09***	1

3. 主要变量相关性分析。从表 3 可以看出，政府控制与现金持有水平呈显著负相关，表明政府控制的上市公司现金持有水平要低于非政府控制的现金持有水平，这与假设 1 一致。政府控制与现金充裕显著负相关，与现金短缺显著正相关，这进一步验证了假设 1。现金持有水平与过度投资显著正相关，与投资不足显著负相关，这与假设 2 一致。然而政府控制与过度投资呈现负相关，与投资不足呈正相关，但都不显著，估计这与单变量分析有关，有待进一步验证。

4. 回归分析。

(1)上市公司政府控制性质与现金持有水平的检验，回归结果见表 4。

表 4　　上市公司政府控制性质与现金持有水平检验回归结果

变量	模型(1) xjcysp	模型(2) xjcysp
gov_dummy	−0.022 3*** (−3.56)	−0.026 9*** (−4.38)
zzc	−0.000 999 (−0.31)	−0.002 5 (−0.80)
lev	−0.333*** (−19.00)	−0.337*** (−19.88)
zczzl	0.386*** (21.91)	0.423*** (24.20)
roa	0.164*** (7.17)	
q	0.005 50 (1.04)	
xjlhbl		0.565*** (15.44)
yysrzzl		−0.000 183 (−0.05)
glfyl		−0.0544*** (−2.89)
_cons	0.145** (2.07)	0.158** (2.38)
行业和年度	控制	控制
N	5 178	5 178
F Value	59.32	66.35
Adj−R^2	0.246 2	0.274 7

注：各变量都通过了多重共线性检验，VIF 值均小于2。括号内的数值为 T 值，下同。

从模型(1)可以看出，政府控制的哑变量与上市公司的现金持有水平在 1%的水平上呈显著负相关，表明相对于非政府控制的上市公司，政府控制的上市公司现金持有水平较低，假设 1 得到验证。此外，由于衡量公司盈利能力的指标除了净资产收益率外还有现金流回报率(xjlhbl)、净利润

率等，又因为公司能否盈利很大程度上取决于公司的主体经营活动，那么选择现金流回报率来衡量公司的盈利能力更具有说服力，而衡量公司成长机会的指标主要有托宾 Q 值和营业收入增长率。同时，上市公司的现金持有水平很可能会受到代理成本的影响，故选择管理费用率(glfyl)对其进行控制。基于此，利用现金流回报率、营业收入增长率分别代替净资产收益率和托宾 Q 值，增加管理费用率对政府控制性质与现金持有水平进行检验，检验结果如模型(2)所示。从该结果也可以看出，政府控制的哑变量与上市公司的现金持有水平也在 1% 的水平上显著负相关，假设 1 进一步得到验证。此外，模型的拟合度也得到显著提高。现金流回报率和管理费用率也都在 1%水平上显著，表明上市公司的现金持有水平受到代理成本的显著影响。

(2)政府控制、超额持有现金与资本投资的检验。表 5 是政府控制、超额持有现金与资本投资检验的回归结果。

表 5　政府控制、超额持有现金与资本投资的检验回归结果

	模型(1) Uneffectinv$_-$	模型(2) Uneffectinv$_-$	模型(3) Uneffectinv$_+$	模型(4) Uneffectinv$_+$
exxjcysp	−0.024 1*** (−10.29)	−0.028 5*** (−8.27)	0.016 5 (1.49)	0.009 72 (0.56)
gov_dummy		0.004 22*** (3.79)		−0.006 71* (−1.75)
exxjcysp·gov_dummy		0.009 07** (1.92)		0.010 4 (0.47)
yysrzzl	−0.002 74*** (−3.77)	−0.002 73*** (−3.76)	0.000 645 (0.23)	0.000 450 (0.16)
roa	−0.043 5*** (−8.47)	−0.042 3*** (−8.25)	0.029 8*** (2.65)	0.029 9*** (2.65)
lev	0.027 3*** (9.17)	0.026 7*** (8.98)	−0.072 9*** (−6.83)	−0.071 3*** (−6.64)
_cons	−0.047 9*** (−12.86)	−0.050 8*** (−13.44)	0.106*** (8.02)	0.109*** (8.20)
行业和年度	已控制	已控制	已控制	已控制
N	3 248	3 248	1 930	1 930
F Value	31.61	30.24	9.32	8.80
Adj−R^2	0.202 9	0.207 1	0.104 3	0.105 0

从模型(1)对投资不足的回归结果可以看出，超额现金持有水平与投资不足在 1%水平上显著负相关，即现金短缺的上市公司投资不足更严重。从模型(2)的回归结果不难看出，在考虑政府控制的影响下，超额现金持有水平与投资不足在 1% 水平上仍显著负相关，但相关系数变小了，而其与政府控制的交叉项在 5%水平上显著正相关，相对于模型(1)其拟合优度也有所提高，表明上市公司的政府控制性质能够有效缓解其投资不足。假设 2 得到验证。从模型(3)的回归结果来看，超额现金持有水平与过度投资正相关但不显著，而在考虑政府控制影响的模型(4)的回归中也发现其与过度投资正相关但不显著，其交叉项呈正相关但不显著，表明政府控制在一定程度上可以强化公司的过度投资，但并不明显。然而整体上表明现金持有水平与资本投资行为的关系会受到政府控制的影响。于是假设 2 基本得到验证。此外，在所有的回归中，控制变量除了营业收入增长率在过度投资中不显著外，其余的都在 1% 水平上显著，表明控制变量的控制是有效的。

5. 稳健性检验。为检验上述结论的稳健性，本文进行如下检验：用资本支出率代替资本投资进行上述模型的回归，其中资本支出率为期末资本支出除以平均总资产；用营业收入增长率代替托宾 Q 值，现金流回报率代替净资产收益率，并增加管理费用率来对上述模型进行回归。其中，营业收入增长率为营业收入的期末减去期初额再除以期初额，用 yysrzzl 表示；现金流回报率为经营活动现金流净额除以总资产，用 xjlhbl 表示；管理费用率为当期管理费用除以营业收入总额，用 glfyl 表示，衡量公司的委托代理成本。基于稳健性分析，发现上述结论没有发生实质性差异，故上述研究结论比较稳健。

五、研究结论

本文以我国沪深两市 A 股上市公司 2005～2008 年度的数据为研究对象，基于政府控制视角对公司现金持有水平与资本投资行为进行研究。研究发现，相对于非政府控制的上市公司，政府控制的上市公司现金持有水平更低。进一步研究表明，现金持有水平与过度投资正相关，与投资不足显著负相关，有利于克服投资不足。与现金充裕的上市公司相比，现金短缺的上市公司投资不足更严重。而现金持有水平与资本投资行为的关系会受到上市公司政府控制性质的影响，其中政府控制能够强化公司的过度投资，而有效缓解其投资不足。这与政府控制的上市公司承担更多的社会功能和政策性负担的观点密切相关。

【注】 本文系石河子大学研究创新基金项目“基于终极控制下财务杠杆对公司投资行为的影响研究”(项目编号：YJCX2010−Y19)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 杨兴全等.我国上市公司现金持有行为研究.广州：暨南大学出版社，2009

2. Opler,T.,Pinkowitz,L.,Stulz,R.,Williamson,R.The determinants and implications of cash holdings. Journal of Financial Economics, 1999;52

3. Jensen,M.C..Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance,and Takeovers. American Economic Review,1986;76

4. 张人骥，刘春江.股权结构、股东保护与上市公司现金持有量.财贸经济，2005;2

5. 辛宇，徐莉萍.公司治理机制与超额现金持有水平.管理世界，2006;5

6. 彭桃英，周伟.中国上市公司高额现金持有动因研究.会计研究，2006;5

7. 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.南开管理评论，2007;6

8. 张健光，张俊瑞.中国上市公司现金持有水平的实证研究.财经论丛，2009;2

9. 林毅夫，李志赟.政策性负担、道德风险与预算软约束.经济研究，2004;2