

超额现金持有对公司投资的影响研究 ——基于融资约束和管理防御的视角^{*}

● 朱 红¹, 高梦元²

(1. 南京财经大学 会计学院, 江苏 南京 210046; 2. 云南大学 发展研究院, 云南 昆明 650091)

摘 要: 本文试图从国内沪深 A 股全部上市公司 2014—2016 年间的数据进行实证研究, 分析公司中融资约束和管理防御程度的强弱, 是否会对超额现金持有公司的投资活动产生差异性的影响。经研究发现, 融资约束的存在能显著增加超额现金持有公司的有效投资活动, 而管理防御的存在却会明显减少超额现金持有公司的有效投资活动。此外, 进一步研究还发现, 融资约束的正向作用可以显著减弱管理防御所导致的负向影响, 使得超额现金持有与公司投资效率间呈现正相关关系。本文的研究既验证了融资约束对公司所具有的积极意义, 也进一步丰富了有关融资约束与管理防御间关系的文献。

关键词: 超额现金持有; 融资约束; 管理防御; 公司投资

中图分类号: F275; F224

文献标识码: A

文章编号: 1004-5465(2017)05-064-13

一、引 言

现金虽是公司资产项目中最重要的一部分, 但其持有量的过多或不足却又会给公司造成不同程度的负面影响。因为, 若公司现金持有量过多时, 不仅会浪费公司资源, 降低其用于其他增值项目的投资水平, 还可能会引起管理层为缔造“帝国”而占用或滥用资金的情况, 加大资金挥霍于在职消费或是净现值为负的项目上; 但若公司现金持有量过少时, 却也可能因外部融资的困难而不得不放弃一些有利的投资机会, 进而有损于公司的长远发展, 造成财务流动性的匮乏。因此, 上市公司该如何抉择持有的现金水平, 如何判断现金持有水平的最佳情况, 也自然成为了学者们研究公司财务时的首要问题。而整合现有的研究却容易发现, 不管是国外上市公司还是国内上市公司, 都是更倾向于超额持有现金且一直保持着

上涨的趋势(张先治等, 2012)^[1]。为什么大多数的公司都会选择过量的现金持有而非少量的现金持有呢? 这又是否意味着, 公司中可能存在着某种有效抑制超额持有现金负面影响的机制呢? 这是该问题的关键点。

针对公司超额持有现金的问题, 存在着两种态度: 一种认为, 大量的现金会激化管理层的代理矛盾, 增加他们为寻求私利, 进行更多的以损害股东利益为代价的投资活动; 而另外一种则认为, 过量的现金持有是可以因有效的帮助企业避免外部融资压力过大等问题, 而能加强公司进行增值投资活动的可能。也就是说, 从代理理论的观点出发, 超额持有现金与公司有效投资间是负相关关系。但从解决信息不对称或融资约束的观点出发, 超额持有现金却又可能会与公司有效投资间呈现出正相关的关系。因此, 针对国内上市公司, 过多的现金持有到底是更符合代理理论的观点还

。收稿日期: 2017-06-29

作者简介: 朱红(1992—), 女, 安徽马鞍山人, 硕士研究生, 研究方向: 公司资本市场与财务; 高梦元(1992—), 女, 安徽宿州人, 硕士研究生, 研究方向: 公司财务与管理咨询。

是融资约束的观点?这将是本文接下来研究的重点内容。

管理防御是指公司中的管理者在内外部控制机制下,选择有利于自身利益最大化的一种经营行为。所以,从本质上而言,管理防御的强弱可以说是代理问题在公司内部最直接的一种表现形式,在代理矛盾相对严重的公司中,管理层的防御动机必然也会表现得相对更为突出。因此,若想要了解公司超额现金持有对公司投资的影响,首先要了解公司中的管理防御水平情况,了解公司代理矛盾的背景。此外,融资约束的有无及其强度同样也是影响公司利用现金储备进行投资的重要影响因素。所以,明确融资约束强弱与管理防御水平间的均衡关系,对公司是否能进行有效投资同样是意义匪浅。然而,纵观现阶段的研究,虽然针对现金持有与公司投资间的关系已有大量文献,但是考虑过管理防御对两者的影响以及均衡去考察融资约束与管理防御间相互作用的关系后,研究现金持有与公司投资的文献却是几乎没有,而管理防御和融资约束对于在中国资本市场上上市的公司而言,却是普遍存在的。基于这种观点,本文先是分别探讨了融资约束程度和管理防御程度不同的公司中,超额持有现金到底与公司投资活动间具有怎样的关系后,又进一步从融资约束和管理防御的双重视角上,研究融资约束和管理防御的双重作用,到底会对公司超额现金下的投资活动效率具有正向影响还是负向影响。

本文的主要贡献及创新点在于:第一,从融资约束的视角,研究超额持有现金公司中投资活动情况,为融资约束的正向作用再次扩充了实证依据;第二,从管理防御的视角,较为全新的研究了公司超额持有现金对公司投资活动的影响,借以反映公司中代理矛盾对现金使用情况、公司投资效率情况的影响,较为全新的从代理理论的另一种观点出发——管理防御的角度出发加以研究;第三,创新性的结合了融资约束与管理防御的双重视角,考察两者间的均衡关系和主流作用程度,分析当公司同时存在这两种问题时,更应突出哪

个的作用以弱化超额持有现金的负面作用,进而减少对公司价值的损害。本文的后续研究结构安排如下:第一部分为理论分析与研究假设;第二部分为变量定义与模型设计;第三部分为实证检验与分析;最后一部分为研究结论及相关建议。

二、理论分析与研究假设

(一)融资约束视角下的超额持有现金与公司投资活动间关系

上市公司到底该如何把握持有的现金量以及其依据的理论基础是什么?这一方面需了解公司现金持有的动机,另一方面需了解公司现金持有的成本。目前各国学者对现金持有存有以下几种理论观点,大致分为现金持有动机理论、融资优序理论、权衡理论、代理理论、信息不对称理论等。而其中,现金持有动机理论包括交易成本动机理论,预防性动机理论和投机性动机理论。其实,公司持有现金主要是为满足日常经营活动的需要,而超额持有的现金往往是指超出日常活动所需支出的现金。若基于对交易成本的考虑,当外部交易成本较低时,公司则没有必要为交易所需预备大量的现金,而此时尽管持有大量现金也不至于造成大量的持有成本;换句话说,现金持有水平的高低对公司发展而言无关紧要;可是,若公司面临外部较高的融资成本时,若不能及时的筹集到资金,则随时可能会遭遇丢失良好投资机会,丧失发展机会的能力。因而,当公司外部融资困难时,往往为了避免在需要现金时支付过多的交易成本,公司转而会愿意先持有大量自由资金。Almeida (2004)^[2]经过研究发现,具有融资约束的公司不具有融资约束的公司更可能持有较多的现金。Faulkender and Wang (2006)^[3]持有同样的观点:基于外部融资的视角下,超额现金持有有利于具有融资约束的公司进行价值增值项目的投资。而王彦超(2009)^[4]更是通过研究解释道,高额的现金持有量有利于具有融资约束的公司投资于净现值为正的项目。此外,Myers et al. (1984)^[5]为应对信息不对称还提出了融资优序理论,该理论认为公司会更倾向于优先内部融资的方式而后才会选择外部融资的方式。Opler et al. (1999)^[6]也提

出持有超额现金可以避免外部融资的交易成本,抓住公司拥有投资机会。可见,融资优序和权衡理论都认为持有较多的现金有利于提高公司投资支出,而信息不对称理论则认为信息不对称程度与现金持有量正相关,也就是说当信息严重不对称时,公司持有现金越不足,投资的效率越低。综上所述,当公司不易筹集资金,面临融资约束时,会更多的持有超额现金,而此时现金为满足投资机会的需求,将更有利于提高投资效率。由此,提出假设1:

假设1:在其他条件不变的情况下,与不具有融资约束的公司相比,超额现金持有对有融资约束的公司投资支出的正向影响更大。

考虑到投资支出可分为资本性支出和研发性支出,两者对公司存在的意义不同,所以对假设1进行细化,提出假设1的两种可能:

假设1a:在其他条件不变的情况下,与不具有融资约束的公司相比,超额现金持有对有融资约束的公司的资本性支出的正向影响更大;

假设1b:在其他条件不变的情况下,有与不具有融资约束的公司相比,超额现金持有对有融资约束的公司的研发性支出的正向影响更大。

(二)管理防御视角下的超额持有现金与公司投资活动间关系

基于融资约束的观点,公司超额持有现金会对公司有效投资活动起到正向促进的作用,但是若依据 Berle and Means(1932)^[7]认可的代理理论观点,则会得出相反的结论。他们认为随着现代公司中所有权和经营权的日益分离,股东与管理层间的利益也在分化,管理层能自由安排公司资源的机会越来越多,他们为谋求私利必定会更倾向于持有过多的现金,这样一来不仅可以降低筹集资金所需受到的外部监管压力,从另一方面来看,还能利用资金缔造“帝国”或在职消费等自利行为提供便利。而这也正是管理防御存在的一种直接表现。管理防御的存在,既会加剧公司中因两权分离而造成的管理层与股东的代理冲突,也会让公司的现金投资在更多的以损害股东价值为目的的投资活动中,造成资源的浪费和投资的无效。Jensen(1986)^[8]的自由现金流量理论就支持了该观点,他认为公司持

有大量现金与公司管理者的利益是相一致的,而非是为股东价值最大化的目标而持有。所以当公司拥有大量现金流时,管理层可能会存在盲目投资乱用资金最终损害到股东利益的行为。因此,基于代理成本的观点,公司超额持有现金的目的是出于管理层寻求利益的一种手段,其不利于公司投资的有效进行。Dittmar et al.(2007)^[9]的研究就发现,公司治理环境较差时,现金持有的偏离会降低公司投资的效率。Harford(1999)^[10]认为具有自利主义的管理者,当公司的现金持有过多时,会进行短视性投资,也就是投资于净现值为负的项目或者增加自己的在职消费。由此,提出假设2:

假设2:在其他条件不变的情况下,与不具有管理防御的公司相比,超额现金持有对具有管理防御的公司的投资支出的负向影响更大。

同理,考虑到投资支出可分为资本性支出和研发性支出,两者对公司存在的意义不同,所以对假设2进行细化,提出假设2的两种可能:

假设2a:在其他条件不变的情况下,与不具有管理防御的公司相比,超额现金持有对具有管理防御的公司的资本性支出的负向影响更大;

假设2b:在其他条件不变的情况下,与不具有管理防御的公司相比,超额现金持有对具有管理防御的公司的研发性支出的负向影响更大。

(三)融资约束与管理防御的双重视角分析

根据上述两种假设的分析可知,当公司过多持有现金是基于融资理论的观点,为避免公司在拥有良好投资机会时因资金量不足,外部成本过高而被迫放弃投资,此时,公司超额持有现金与公司有效投资正相关。但是,若公司超额持有现金的目的是基于管理层的代理动机是为满足管理层的私欲,那么即使进行了大量的投资活动,也必然是低效率不满足公司发展所需的。此时,公司超额持有现金与公司有效投资负相关。然而,由于国内资本市场的不完善,投资者法律保护程度较低,虽然国内上市公司想要轻易的从外部投资者处顺利的取得资金投入还是具有难度的,而投资者为避免自己的损失过于惨痛同样会选择降低公司向自己的融资成本。针对国内上市公司而言,都不可避免的存在着外部的融资压力。而对于每

个公司本身而言,随着两权分离的日益常态化,管理层对股东监管能力以及监管范围得以充分了解,想要更便捷的谋取私人利益,免受外部监管和投资压力,他们会更倾向于大量保留自由现金流,进行自我消费或过度投资。这也就导致了从代理观点或是管理防御的观点出发,公司过量持有现金必定会对投资活动产生负向的影响。而管理防御的存在如同融资约束一般,已然存在于国内上市的每一公司之中。那么两者对超额持有现金进行投资活动的两种相反作用力,哪一种会起作用?超额持有的现金是会因融资约束的存在而减弱了管理层挥霍资金的可能,还是管理层出于自利动机机会无视融资约束存在的压力呢?由此,提出假设3中的两种可能:

假设3a:在其他条件不变的情况下,同时具有融资约束和管理防御的公司,其超额现金持有与公司投资支出间是正相关关系,即融资约束的作用强于管理防御的作用;

假设3b:在其他条件不变的情况下,同时具有融资约束和管理防御的公司,其超额现金持有与公司投资支出间是负相关关系,即管理防御的作用强于融资约束的作用。

三、变量定义与模型设计

(一)样本选择与数据来源

本文实证部分的数据来源于国泰安CSMAR数据库、巨潮资讯网以及百度网页中部分上市公司公布的数据。根据2014年前上市的且按2012年行业分类标准,选取在2014年1月1日至2016年12月31日期间持续经营的全部A股沪深上市公司。此外,样本选取过程中剔除了金融企业类上市公司,剔除了具有ST、*ST标识的上市公司,也剔除了数据不连续以及数据存在错误和缺失的上市公司。本文使用的主要连续变量均经过上下1%的Winsor处理。

1. 被解释变量

该实证模型中是将投资支出(I)作为被解释变量,并将投资支出具体分为两个部分后分别进行进一步的研究,这两部分中一者是资本性支出用outcap表示;一者是研发支出用R&D表示。由

于我国研发支出的数据来源较少,且难以收集,整合度也不高,因而本文中对于研发支出选用无形资产净额与公司总资产的比值作为研发支出的替代变量。具体变量定义参见表1。

2. 解释变量

超额现金持有(Excesscash)。本文借鉴Opler(1999)^[6]做法,采用影响现金持有水平的指标构建模型(1),旨在利用该模型衡量公司预计现金持有理想水平后,与公司实际持有现金量做对比,得出公司超额持有的现金水平。

$$\ln(Cash_{i,t}/A_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(A_{i,t}) + \alpha_2 (Cashflow_{i,t}/A_{i,t}) + \alpha_3 (NWC_{i,t}/A_{i,t}) + \alpha_4 (SalesG_{i,t}/A_{i,t}) + \alpha_5 (Outcap_{i,t}/A_{i,t}) + \alpha_6 Debt_{i,t} + Fixeffect + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,Cash表示现金持有量,用期末现金及现金等价物衡量;A为公司期末总资产,Cashflow为现金流,用现金流量表中经营活动现金流衡量;NWC为净营运资本,用资产扣除负债扣除货币资金后的余额来衡量;SalesG为滞后三年期销售收入,衡量投资机会;Outcap为资本支出,Debt表示长期负债加上短期负债扣除公司负债总额影响,用来衡量公司债务情况。通过模型(1)求出现金持有理想水平为模型(2)得出的结果:

$$Normalcash_{it} = \exp[\ln(cash)_{it} - \varepsilon_{it}] \quad (2)$$

根据模型(2)计算得出的公司正常持有现金水平后,利用公司实际持有现金水平情况与其离差后,得出超额持有现金水平赋值为Excesscash,构造模型(3)。

$$Execscash_{it} = Cash_{it} - Normalcash_{it} \quad (3)$$

3. 两维度衡量指标

(1) 融资约束指标。本文针对融资约束分别设置了四种指标进行衡量:

公司规模(size)。用总资产的自然对数来表示,当样本公司的总资产的自然对数小于本年度所有公司总资产对数的中位数时,定义为融资约束的公司,赋值Rz1=1;反之,定义为非融资约束的公司,赋值Rz1=0。

股利分配(Dividend)。用公司是否支付现金股利来衡量,若公司存在现金股利支付值,则定义为非融资约束公司,赋值Rz2=0;反之,定位为融

资约束的公司,赋值 $Rz2 = 1$ 。

KZ 指数。用设计模型的方法加以衡量,该方法计算公式为:

$$KZ = -8.791 * (cash/assests) - 13.784 * (cashflow/assests) - 3.712 * (Divided/assests) + 0.828 * Tobin'sQ + 0.712 * Lev$$

其中,Tobin'sQ 为托宾 Q 值,Lev 为资产负债率,其他变量定义与前文涉及变量定义相同。利用 KZ 指数的计算值,定义单个公司的 KZ 指数值若大于本年度计算的全部公司的 KZ 指数的中位数,则为融资约束的公司,赋值 $Rz3 = 1$;反之,为非融资约束的公司,赋值 $Rz3 = 0$ 。

Tobin'sQ,即为公司托宾 Q 值,该指标衡量的同样也是公司所具有的投资机会情况,该数值越大,代表的公司的投资机会可能越多。简单来说,定义该样本公司该数值大于中位数以上的公司,为非融资约束的公司,赋值 $Rz4 = 0$;反之,则受融资约束公司,赋值 $Rz4 = 1$ 。

(2)管理防御指标。管理防御考察的主要是

有关管理层与股东间代理成本问题。同样将管理防御的衡量方法分为了两种:一种是利用主成分分析的方法,构建管理防御综合计算指数衡量;另一种是对变量进行直接赋值衡量。

首先,利用管理防御综合指数加以衡量。该种方法是参照 Shleifer (1997)^[11]的方法,结合我国上市公司自身的特点,最终选取了董事会会议次数(a0101b),两职合一性(y1001b,若董事与总经理是同一人,赋值为 1,反之赋值为 0),董事会规模(y1101a),独立董事人数(y1101b),以及前三名高管的薪酬总额(y1501e)。利用该五项指标进行主成分分析,并进行了 KMO 检验,发现这五项指标符合做主成分分析的条件;选取两个主成分,分别为 f1 和 f2,具体计算公式见下文,最后根据 f1 和 f2 计算结果和各自的综合贡献率,赋值 m,即为管理防御综合水平。对该得分从大到小排列,取得分最高的一组公司,为管理防御水平低的公司,赋值 $G1 = 0$;取得分最低的一组公司,为管理防御水平高的公司,赋值 $G1 = 1$ 。

表 1 各变量名以及定义			
	代码	变量名	变量定义
因变量	Outcap	资本支出	相对数,剔除规模影响,衡量公司资本性投资水平
	R&D	研发支出	相对数,剔除规模影响,衡量公司研发性投资水平
自变量	Excesscash	超额现金持有	用公司持有正常现金水平超出通过模型计算得出的预计现金水平的数额进行衡量
融资约束变量	size	公司规模	用公司总资产的自然对数衡量
	Rz1	融资约束指标 1	利用公司规模作为划分公司是否具有融资约束的第一个指标,赋值其为 1,即为融资约束公司,若赋值为 0,则为非融资约束的公司
	Dividen	股利支付	用公司现金股利支付率来衡量
	Rz2	融资约束指标 2	利用公司是否支付现金股利作为衡量公司是否具有融资约束的第二个指标,若公司当年支付现金股利,则为非融资约束公司,赋值 Rz2 为 0,否则,赋值为 1,即为融资约束公司
	KZ	kz 指数	$KZ = -8.791 * (cash/assests) - 13.784 * (cashflow/assests) - 3.712 * (Divided/assests) + 0.828 * Tobin'sQ + 0.712 * Lev$
	Rz3	融资约束指标 3	利用 KZ 指数划分融资约束,赋值为 1 表示融资约束的公司,赋值为 0,表示非融资约束的公司
	Tobin'sQ	托宾 Q 值	衡量公司是否具有投资机会的指标
	Rz4	融资约束指标 4	利用 Tobin'sQ 值划分融资约束,赋值为 1 表示融资约束的公司,赋值为 0,表示非融资约束的公司

(续表 1)

管理防御变量	m	管理防御指数	$m = 0.3620 * f1 + 0.2278 * f2$
	Gl	管理防御指标 1	利用主成分分析法衡量管理防御,赋值为 1 表示管理防御水平高的公司,赋值为 0,表示管理防御水平低的公司
	a0101b	董事会会议次数	董事会年度会议总次数
	y1001b	两职合一性	如果董事和总经理为一人取 1,为两人取 0
	y1101a	董事会规模	董事会总人数
	y1101b	独立董事人数	独立董事总人数
	y1501e	前三名高管薪酬	高管前三名薪酬总额
	ly	前三名高管薪酬对数	取高管前三名薪酬总额的自然对数
	age	总经理年龄	公司总经理的平均年龄
	wh	总经理文化程度	中专及以下取 5,大专取 4,学士取 3,硕士取 2,博士及以上取 1
	c	独立董事占比	独立董事人数占总董事人数比例,小于中位数取 1,大于中位数取 0
	lc	支付其他经营现金流	支付的其他现金流的对数,衡量总经理在职消费情况
	n	管理防御加总得分	$n = ly + age + wh + c + lc + y1001b$
	G2	管理防御指标 2	利用加总得分后,赋值为 1 表示管理防御水平高的公司,赋值为 0,表示管理防御水平低的公司

$f1 = 0.1082 * a0101b + 0.2437 * y1001b + 0.9202 * y1101a + 0.9140 * y1101b + 0.2703 * y1501e$

$f2 = 0.7477 * a0101b + 0.3191 * y1001b + 0.1248 * y1101a + 0.0740 * y1101b + 0.6637 * y1501e$

$m = 0.3620 * f1 + 0.2278 * f2$

其次,利用简单赋值加总的方法衡量公司管理防御水平情况。该种方法是参照国内大多数文献后综合选取了以下变量:前三名高管薪酬(ly),总经理的年龄(age),总经理的文化水平(wh),支付的其他经营活动的现金流(lc),独立董事占比(c),以及独立董事人数(y1001b)。利用该六个指标数据进行统一口径的处理后加总得出总得分n,并将n由大到小进行排列,取最大值组的公司为管理防御水平告的公司,赋值G2=1;取最小值组的公司为管理防御程度低的公司,赋值G2=0。

4. 主要控制变量

公司规模(Size),用公司总资产的自然对数来衡量;公司现金流(Cashflow),用经营活动现金净流量衡量;公司的投资机会(MV),用滞后三年期销售收入衡量;上市年限(Age),用公司实际上市年数进行衡量;资产负债率(Lev),用公司总负债除以总资产衡量。

(二) 模型设计

本文实证研究部分涉及的主要变量,包括衡

量公司投资活动的资本性支出和研发性支出,以及衡量公司超额持有现金的变量。在参考李延喜等(2015)^[12]用于衡量公司过多投资活动的模型后,进一步考察了融资约束指标和管理防御指标两个维度,构建了下列两大类的模型,以进行实证分析。两类模型所采用的变量名及数据来源是一致的,选取的数据为2014—2016年期间的连续时间序列数据。采用固定效应模型进行回归,在回归过程中使用了Robust稳健性处理,所以结果相对可靠。模型(4)衡量的是超额现金持有与投资总支出之间关系。

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 excesscash_{i,t-1} + \beta_2 cashflow_{i,t-1} + \beta_3 MV_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 I_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + year, companyfix edeffect + \varepsilon_{it} \tag{4}$$

可将上述模型(4)涉及的投资支出分解为资本性支出与研发性支出两个部分,构建下列模型(5)和模型(6),代表资本性支出 Outcap 和研发支出 R&D。

$$Outcap_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 excesscash_{i,t-1} + \beta_2 cashflow_{i,t-1} + \beta_3 MV_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Outcap_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + year, companyfix edeffect + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

$$R \& D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 excesscash_{i,t-1} + \beta_2 cashflow_{i,t-1} + \beta_3 MV_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 R \& D_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + year, companyfix edeffect + \varepsilon_{it} \tag{6}$$

本文除了分别探讨了融资约束和管理防御对超额现金持有公司的投资活动具有影响外,还将进一步设计模型(7),用于分析融资约束对投资支出的正向作用强于管理防御对投资支出的负向作用,还是管理防御对投资支出的负向作用强于融资约束对投资支出的正向作用,从而得出公司所受到的融资约束是否具有积极作用,而管理防御的存在又会对此产生怎样的影响。

$$I_{it} = \delta_0 + \delta_1 \text{excesscash}_{i,t-1} + \delta_2 \text{Rzi}_{i,t-1} + \delta_3 \text{excesscash}_{i,t-1} * \text{Rzi}_{i,t-1} + \delta_4 \text{Gi}_{i,t-1} + \delta_5 \text{excesscash}_{i,t-1} * \text{Gi}_{i,t-1} + \delta_6 \text{cashflow}_{i,t-1} + \delta_7 \text{MV}_{i,t-1} + \delta_8 \text{size}_{i,t-1} + \delta_9 \text{Age}_{i,t-1} + \delta_{10} \text{Lev}_{i,t-1} + \text{year, company fixed effect} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中, R_{ai} 代表融资约束的几种衡量标准, i 取 1-4, 分别对应表 1 中所显示的四种衡量融资约束划分的标准; G_i 代表管理防御的几种衡量标准, i 取 1-2 分别对应着表 1 中所显示的两种管理防御划分的标准。两个模型中都将公司和年份变量进行控制, 分别采用固定效应回归模型进行实证分析。

四、实证检验及分析

(一) 描述性统计分析

对模型中涉及到的主要变量进行描述性统计。第一部分的描述性统计量是现金持有偏离水平衡量过程中所使用到的变量, 相对数值都是与净资产的比; 除了衡量现金持有状况, 第一部分还有衡量融资约束的指标: 公司规模, 股利支付, KZ 指数以及 Tobin's Q 值。第二部分的描述性统计量衡量的是两种方法下对管理防御指标的衡量。描述性统计量的定义与表 1 的定义及变量设计基本一致, 但需要注意的是 lc 与表 1 中的 lc 定义存在差异, 描述性统计中直接取值就是支付的其他经营活动现金流量情况, 并没有取其数值的对数。

(二) 相关系数表

对模型(4)、(5)、(6)中所涉及的主要变量进行相关系数分析, 发现投资支出与超额现金持之间显著负相关, 这与代理理论的观点一致: 对于国内超额现金持有的公司而言, 有效性投资反而更少。由于融资约束和管理防御的各指

标间划分的结果存在关联性, 此处对于融资约束划分的指标选取了 KZ 和 RZ1 两个指标进行相关性分析, 而管理防御选取了 M(G2) 指标进行相关性分析。根据表 3 中的数据可以发现, 融资约束与管理防御间, 如 KZ 与 M(G2) 间、RZ1 与 M(G2) 间均呈现显著负相关, 这表明融资约束较强的公司, 管理防御反而会有所减弱。在融资约束较强的公司中, 管理层会更为慎重的使用资金, 避免因自己过度的挥霍导致各种风险的出现。不过, 总的说来, 从相关系数表中可以看出, 融资约束与公司超额现金持有显著正相关, 与公司投资支出显著正相关, 这与假设 1 相一致。而管理防御与公司超额现金持有虽呈显著正相关, 却与公司投资支出显著负相关, 这与假设 2 的观点也相吻合。管理防御与融资约束之间的负相关为进一步的上述假设研究提供了可能性, 后续研究将加以验证。

(三) 回归结果分析

对变量设置成面板数据后, 得到了关于时间序列以及股票代码进行分类的横截面数据, 从而可以进行固定效应的回归分析, 最终结果见表 2-表 5。

首先, 考虑投资支出涉及两个方面分别是资本性支出和研发性支出, 这两项支出在两个模型的回归中都单独做了相应的处理。由于大多数情况下研发支出与资本支出可能与公司超额现金持有间的关系存在着不同, 所以本文基于谨慎性考虑将两者分开来, 单独分析。此外, 本文主要是通过检验模型(5)得出表 2 和表 3 的回归结果, 从而分别验证假设 1 和假设 2 是否成立; 而通过检验模型(6)得出表 4 和表 5 的回归结果, 以验证假设 3 是否成立。具体分析如下。

1. 假设 1 检验的回归结果分析

表 2 是基于融资约束的视角下, 为考察公司超额持有现金与投资支出间关系而进行的固定效应模型回归。表 2 的上半部分研究的是资本支出, 下半部分研究的是研发支出。对应于假设 1 的分析, 重点观察的是变量 Excesscash 的系数情况, 若该系数显著为正, 表明超额现金持有的公司资本性支出往往更高。在此基础上比较受到融资

约束影响和非融资约束的公司,超额持有现金与公司间资本性投资支出间关系是否具有显著性差异。观察表 2 的上半部分发现,对于按照公司规模和股利支付划分为是否为融资约束的公司,具有融资约束的公司比不具有融资约束的公司,超额现金持有更有利于增加资本支出;而对于公司规模较小的公司来说,具有相对更大的融资约束,其持有的超额现金对资本支出反而会有更为显著的正向作用。具体来说,按公司规模进行划分的公司,具有融资约束的系数为 0.002;按股利支付进行划分,具有融资约束的公司系数为 0.127;而不受融资约束的公司的系数分别为 -0.121 和 -0.151。但是通过 KZ 指数和Tobin'sQ 值来划分融资约束与否的公司,发现超额现金持有与资本支出间的关系均为负值且分别是 -0.044 和 -0.06。这与前面的分析并不矛盾。因为相对于 KZ 和 Tobin'sQ 值两个指标进行划分的结果来看,具有融资约束的公司Excesscash的系数绝对值,分别是 0.044 与 0.114 以及 0.060 和 0.159,明显小于不非融资约束的公司;而对于非融资约束的公司而言,不管是哪种划分标准,其超额现金持有对资本支出的负向影响都是显著的。也就是说,不管是从哪个衡量指标进行划分来看,具有融资约束的公司与非融资约束的公司进行对比都发现,超额现金持有对资本支出的正向作用都更显著,也就是验证了假设 1a。融资约束的存在可以显著提升公司中超额持有现金用于资本性支出的

活动占比,现金可以更好的被约束,用于有效的投资活动中。

再关注表 2 的下半部分,基于融资约束模型下考察公司超额现金持有与研发支出间关系的情况。但结果发现,不管公司有无受到融资约束的影响,研发支出与超额现金持有间的关系均是负向的,即超额现金持有无益于公司的研发活动投入,甚至可能降低公司对研发的支出,因此假设 1b 不成立。具体来看,对四组数据进行对比,各自系数分别是 -0.005 与 -0.044, -0.000 与 -0.042, -0.021 与 -0.027, -0.039 与 -0.048。

总结表 2 整体可得,假设 1a 成立,但假设 1b 不成立。在有融资约束的公司中,超额现金持有会显著增加资本性投资支出,现金会更多的被用于构建固定资产、无形资产以及其他长期资产上,以求未来更加稳定的发展。而针对研发性的投资则会相对较弱一些。这进一步证明,当公司面临融资约束时,超额持有的现金更多是为避免信息不对称或是以防丧失良好投资机会而给公司造成威胁的可能;而研发性支出并不会直接受到外部融资约束程度的影响,因而其与融资约束有无间的关系并不呈现正相关。因此,想要促进公司的快速发展,进行资本性投资是必要的,而承受一定的融资约束更是有好处的;但是想要掌握核心技术,重点发展科研项目,则外部融资约束的有无影响就会相对减弱许多。

表 2 融资约束划分标准下超额现金持有与投资支出间关系回归结果表

	Size		Dividen		KZ		TobinQ	
	Rz1 = 1	Rz1 = 0	Rz2 = 1	Rz2 = 0	Rz3 = 1	Rz3 = 0	Rz4 = 1	Rz4 = 0
Excesscash	0.002*** (4.865)	-0.121*** (-12.158)	0.119 (1.339)	-0.151*** (-6.434)	-0.044 (-1.506)	-0.114*** (-9.501)	-0.060** (-2.311)	-0.178*** (-8.023)
SalesG(MV)	8.154 (0.603)	-6.039 (-1.497)	-0.467 (-0.205)	-96.753 (-0.965)	-569.956 (-0.745)	140.779 (0.517)	-45.768 (-0.962)	-4.006 (-0.584)
cashflow	0.088*** (12.384)	0.145*** (3.686)	0.185 (1.019)	0.123*** (5.342)	0.098** (2.345)	0.152*** (5.585)	0.139** (2.429)	0.074*** (5.199)
size	0.049*** (9.959)	0.045*** (21.594)	0.051*** (6.073)	0.047*** (23.946)	0.042*** (11.296)	0.056*** (13.374)	0.051*** (10.097)	0.048*** (38.575)
Age	-0.180 (0.902)	-1.743 (0.672)	-0.145 (0.912)	-0.091 (0.873)	-0.180 (0.902)	-0.180* (1.980)	-0.325 (0.658)	-0.076 (0.874)

(续表 2)

Lag - Outcap	0.008*** (2.980)	0.020*** (5.876)	0.003** (2.123)	0.023*** (2.490)	0.008*** (2.980)	0.008 * (1.941)	0.034 (1.235)	0.032*** (2.495)
Lev	-0.031 * (1.891)	-0.001 (0.733)	-0.045 * (1.780)	-0.034 * (1.879)	-0.031 * (1.891)	-0.023 * (1.768)	-0.036 (1.432)	-0.035** (2.474)
Observations	1,034 R&D;	1,124	798	1,522	504	489	901	1,173
Excesscash	-0.005*** (-7.634)	-0.044*** (-3.616)	-0.000 (-0.009)	-0.042*** (-4.395)	-0.021 (-0.218)	-0.027** (-2.077)	-0.039 * (-1.717)	-0.048** (-2.259)
SalesG	17.207 (1.140)	-7.611*** (-8.244)	0.734 (0.222)	-3.546*** (-4.234)	-374.009 (-1.236)	10.503 (0.188)	-19.981 (-1.010)	-5.060** (-2.156)
cashflow	0.000 (0.034)	-0.022 (-1.225)	0.015 (0.139)	-0.027 (-1.395)	-0.103 (-1.214)	0.058 (1.297)	0.088** (2.257)	-0.033 (-0.870)
size	0.126*** (18.579)	0.033*** (13.664)	0.034** (2.155)	0.034*** (10.631)	0.054*** (8.342)	0.024*** (4.997)	0.038*** (10.106)	0.034*** (15.636)
Age	-0.980 (0.563)	-0.425 (-0.264)	0.724 (0.314)	-0.423 (-0.536)	-0.234 (-0.654)	-0.534 (-1.043)	-0.123 (-0.234)	-0.876 (-0.127)
Lag - R&D	0.129*** (4.214)	0.235** (2.145)	0.423** (2.153)	0.477*** (3.254)	0.436*** (4.546)	0.516 * (1.724)	0.276*** (8.243)	0.436*** (4.546)
Lev	-0.035 * (-1.946)	0.142 (1.235)	-0.103 (-0.142)	-0.235 (-1.234)	-0.325 * (1.972)	-0.374 (1.249)	-0.189 * (1.842)	-0.343 * (1.976)
Observations	1,027	7,34	1,298	1,689	1,436	1,743	1,065	679

注: *在 10% 的水平上显著、**在 5% 的水平上显著、***在 1% 的水平上显著。

表 3 管理防御的划分标准下超额现金持有与投资支出间关系回归结果表

	第一部分				第二部分			
	Outcap		R&D		Outcap		R&D	
	G1 = 1	G1 = 0	G1 = 1	G1 = 0	G2 = 1	G2 = 0	G2 = 1	G2 = 0
Excesscash	-0.095** (-2.162)	-0.074*** (-4.517)	-0.003 (-1.358)	-0.047* (-1.899)	-0.087*** (-6.302)	0.001 (0.019)	-0.009*** (-3.439)	-0.107 (-1.088)
SalesG	-24.256* (-1.781)	-4.471 (-1.247)	1.393 (1.112)	-1.720*** (-4.652)	-2.028 (-0.464)	-70.659* (-1.670)	-2.931 (-1.409)	58.745 (0.643)
Cashflow	0.098*** (5.372)	0.070 (1.006)	-0.141*** (-3.381)	-0.061* (-1.752)	0.100* (1.894)	-0.035 (-0.619)	-0.055 (-1.536)	-0.034 (-0.845)
size	0.045*** (6.544)	0.042*** (10.991)	0.030*** (7.561)	0.031*** (34.694)	0.046*** (14.105)	0.048*** (7.763)	0.032*** (22.134)	0.029*** (5.051)
Age	0.045*** (3.362)	-0.051* (-1.785)	2.753*** (6.635)	13.371** (2.028)	-3.190* (-1.935)	-0.220* (-1.930)	0.555 (0.876)	4.297*** (3.765)
Lag - I	0.315** (2.521)	3.812*** (4.605)	2.753*** (8.959)	0.598*** (7.950)	0.312*** (4.053)	0.723*** (6.543)	3.587*** (4.008)	0.224 (0.439)
Lev	-2.006*** (13.371)	-3.812*** (-4.011)	-0.051 (-1.648)	1.935 (0.109)	-3.190* (-1.786)	-0.181*** (-3.433)	-0.712* (1.963)	0.281 (1.393)
Observations	1,189	1,700	1,342	1,657	1,320	1,702	1,200	768

注: *在 10% 的水平上显著, **在 5% 的水平上显著, ***在 1% 的水平上显著。

表 4 基于管理防御的第一种方法结合融资约束指标进行整合的回归结果表

	Size		Dividen		KZ		TobinQ	
	Outcap	R&D	Outcap	R&D	Outcap	R&D	Outcap	R&D
Excesscash	-0.093 (-0.885)	-0.155 (-1.572)	-0.249*** (-2.627)	-0.193* (-1.882)	-0.108 (-1.439)	-0.237* (-1.700)	-0.012 (-0.153)	-0.114 (-0.975)
rzi	-4.724 (-0.868)	-1.148* (-1.952)	-1.142* (-1.649)	-3.667 (-0.825)	-1.769 (-0.183)	-1.586 (-0.595)	-2.512 (-0.059)	5.0947 (0.984)
Excesscash*rzi	0.060 (0.843)	0.102 (1.325)	0.341*** (6.050)	0.095*** (3.785)	0.112*** (2.781)	0.091 (0.747)	-0.080 (-1.416)	-0.037 (-1.059)
G1	1.376*** (6.891)	5.492* (1.657)	1.187*** (3.757)	8.6133 (1.600)	1.941*** (13.043)	1.667 (0.307)	1.393*** (3.673)	8.499** (1.980)
Excesscash*g1	-0.020 (-0.190)	0.115 (1.038)	0.111 (1.286)	0.146 (1.233)	-0.004 (-0.061)	0.197 (1.163)	-0.029 (-0.280)	0.108 (0.985)
SalesG	1.040 (0.220)	-3.670 (-1.372)	0.815 (0.163)	-4.312*** (-3.051)	227.942* (1.842)	-83.439*** (-3.514)	1.350 (0.237)	-3.439 (-1.340)
cashflow	0.109** (1.998)	-0.009 (-0.439)	0.090* (1.770)	-0.014 (-0.608)	0.158* (1.787)	-0.001 (-0.033)	0.093 (1.612)	-0.014 (-0.734)
size	0.047*** (21.757)	0.034*** (8.161)	0.047*** (22.504)	0.035*** (10.013)	0.039*** (5.856)	0.035*** (7.371)	0.048*** (20.268)	0.035*** (8.669)
Age	0.001 (0.224)	0.712* (1.857)	0.401 (1.297)	1.775** (2.765)	2.739 (1.033)	1.006 (0.302)	0.458 (1.036)	1.073 (0.304)
Lev	0.076 (0.006)	-1.297** (-2.008)	-1.017 (-0.913)	0.224 (1.398)	-0.235 (-1.504)	0.133 (0.814)	-0.031 (-0.345)	-0.153 (-0.032)
Observations	1,687	1,930	1,862	1,281	9,59	338	1,209	1,345

注: *在 10% 的水平上显著, **在 5% 的水平上显著, ***在 1% 的水平上显著。

表 5 基于管理防御的第二种方法结合融资约束指标进行整合的回归结果表

	Size		Dividen		KZ		TobinQ	
	Outcap	R&D	Outcap	R&D	Outcap	R&D	Outcap	R&D
Excesscash	-0.008 (-0.057)	-0.037 (-0.309)	-0.007 (-0.047)	-0.069 (-0.445)	0.096 (0.312)	0.083 (0.279)	0.103 (0.620)	0.012 (0.100)
rzi	-3.301 (-0.685)	-9.710*** (-9.457)	-4.432 (-1.369)	-3.543*** (-3.051)	7.1848* (1.738)	-1.628 (-0.402)	1.584 (0.279)	5.432*** (7.797)
Excesscash*rzi	0.111*** (4.222)	0.006 (0.803)	0.087*** (3.480)	0.047 (0.802)	0.127*** (6.018)	0.020 (0.601)	-0.085** (-2.084)	-0.009 (-0.494)
G2	-4.922 (-0.382)	-4.624** (-2.172)	-6.955 (-0.221)	2.528* (1.932)	-2.067 (-0.371)	-3.871 (-0.116)	2.907 (0.208)	2.0806** (2.374)
Excesscash*g2	-0.102 (-0.798)	0.025 (0.217)	-0.107 (-0.819)	0.050 (0.347)	-0.186 (-0.623)	-0.091 (-0.282)	-0.138 (-0.759)	-0.016 (-0.119)
SalesG	-0.180** (-2.034)	-0.027 (-0.859)	-0.166* (-1.877)	-0.007 (-0.180)	70.742 (0.395)	67.638 (0.957)	-0.180** (-2.166)	-0.020 (-0.614)
cashflow	0.120*** (4.071)	-0.015 (-1.027)	0.117*** (3.810)	-0.020 (-1.205)	0.172*** (2.826)	0.024 (0.312)	0.100*** (3.456)	-0.016 (-1.057)
size	0.048*** (43.157)	0.030*** (15.361)	0.048*** (22.780)	0.032*** (14.377)	0.041*** (4.364)	0.026*** (4.389)	0.049*** (54.175)	0.031*** (14.336)
Age	0.035 (0.011)	0.125 (0.623)	0.030 (0.329)	-0.007 0.003	-0.006 (-0.436)	0.235 (1.324)	0.045 (0.018)	0.123 (0.542)
Lev	-0.024*** (-3.365)	-0.022*** (-4.342)	-0.026*** (-3.543)	-0.010*** (-4.211)	0.004 (1.234)	0.007 (0.042)	-0.027*** (3.112)	0.214** (2.34)
Observations	1,658	1,658	1,986	972	879	1,134	1,658	1,658

注: *在 10% 的水平上显著, **在 5% 的水平上显著, ***在 1% 的水平上显著。

2. 假设2检验的回归结果分析

表3是基于管理防御视角,探讨超额现金持有与投资支出之间的关系。表3的第一部分是按照构造的管理防御指数来划分,第二部分是按照简单加总来划分。从 Excesscash 的各系数发现,不管是哪种方法,超额现金持有对投资支出的影响都是负向作用为主。再单看资本支出一列,发现两种分类方法下,管理防御较高的公司,其系数的绝对数 0.085 和 0.087 均要大于管理防御水平低公司的系数,分别为 0.074 和 0.001,而且相对系数也是显著的。这都可以得出,在具有管理防御的公司中,超额现金持有对资本支出的负向作用会显著大于不具有管理防御的公司,也就是说,超额现金持有对具有管理防御的公司能在更大程度上对公司的资本支出产生负面影响。这可能说明,超额现金持有可能会被管理者用于在职消费等,而不会用于固定资产购置或是厂房购置等对公司经营必备的资本性支出。同样的,对于研发支出项目也没有明显的关系,且系数也相对较小。此外,再针对研发支出的系数看,具有管理防御的公司其系数的绝对值要小于不具管理防御的公司,两者分别为 0.003 和 0.047, 0.009 和 0.107,说明在具有管理防御水平的公司中,研发支出与超额现金持有间关系并没有那么显著,且两个不同指标衡量的结果还存在差异化。因此可以验证假设 2:具有管理防御的公司比不具有管理防御的公司,超额现金持有对资本性支出具有更为显著的负向作用;但是对于研发支出的结果并不确定。

3. 假设3检验的回归结果分析

表4和表5是利用不同的管理防御划分标准和不同的融资约束划分标准进行综合后,进行回归以考察假设3的回归结果表。针对表4和表5中的交互项系数分析,由于表4和表5的分析过程一致,此处以表4为例进行重点分析。对于交互项 Excesscash * rzi 的系数,不管资本支出还是研发支出,有三组的系数均为正。这就表明,具有融资约束的公司相对于非融资约束的公司而言,超额现金持有对投资支出的作用会正向的加大。再以公司规模作为划分标准得出的是否为具有融

资约束公司为例,针对于资本支出的回归结果来看,交互项 Excesscash * rzi 的系数为 0.06,表明具有融资约束的公司比非融资约束的公司,其超额现金持有对资本支出的正向作用会增加 6%。同理可分析由以股利支付以及以 KZ 指数划分的融资约束与否的公司,由其系数的显著性均验证表2中的相关结论:具有融资约束的公司,其超额现金持有对资本支出的正向促进作用更强,而对研发支出也具有该项作用。再观察交互项 Excesscash * Gi 的系数比较具有管理防御与不具有管理防御公司的情况,其中 4 个回归中有 3 个的该系数均为负,验证了假设 2 的正确性:具有管理防御的公司,超额现金持有对资本支出的影响为负的消极作用。但是此处发现对应的研发支出的系数均为正;对比进一步说明对研发支出的影响不具有确定性,因而假设 2b 的结论仍然不能被证实。最后通过表4和表5重点验证假设3是否成立,关注交互项 Excesscash * rzi 和 Excesscash * Gi 的系数综合情况。计算两项系数的和得出前三项均为正,也就是说公司超额现金持有对资本支出具有正向作用;对比前面的单一作用分析可知,具有融资约束的公司所给予的是促进作用而具有管理防御的公司所给予的却是负向作用,但两者相加后的系数仍然表现出正向。也就是说,融资约束的作用必定是要大于管理防御对现金持有对资本支出的影响;而研发支出项目由于无法判断管理防御对其具体的关系,因此不能判断哪项的作用更大。

总的来说,在具有融资约束的公司中,超额持有现金更可能是出于预防性动机或是缓解信息不对称等问题,因而其对公司资本性的有效投资具有正向促进作用;而在具有管理防御的公司中,超额持有现金更可能是因代理动机下的高管层为寻求私利而过多的侵占,因而其对公司资本性的有效支出具有负面抵消作用;而研发支出更多是与公司中的创新能力和内部核心资本技术相关,受到外部融资压力和内部代理冲突的直接影响较小,因而在相同条件下均受到的影响不大。此外,对于同时具备融资约束和管理防御的公司而言,超额持有的现金更多是被用于缓解外部压力而非

管理层的私用;在面临外部压力时,市场给予公司更高层次的监督,投资者更为谨慎的投资于上市公司。这都会导致管理层浪费资金的行为有所减弱,面临过度的挥霍资金必定要承担更为严重的成本。因此,在具有融资约束的公司中,管理防御的负面影响更可能被消除,从而使得公司超额持有的现金能继续有助于提高公司的资本性投资活动。

(四) 稳健性检验

在模型中使用的超额现金持有是参照 Opler (1999)^[6] 的模型后计算得出的。下文利用公司实际持有现金超出年度行业中位数值的部分重新定义公司中超额持有现金量情况。结果基本与表 2-5 显示的内容相一致,说明研究结果具有一定的稳健性。此外,在验证假设 3 中运用了分组方法进行模型回归,在稳健性部分,本文还借助了 t 检验方法,同样采用不同指标划分公司是否具有融资约束以及是否具有管理防御情况,即在具有融资约束的公司中划分出具有管理防御和不具有管理防御的公司;在此基础上检验两类公司间的超额持有现金公司投资支出的差异性水平,得出与假设 3a 一致的结论:在具有融资约束的公司中,即使同样具有管理防御,公司中超额持有的现金仍然会更多的投资于资本性支出项目上,为公司的发展做出贡献。再一次验证本文结果的稳健性。

五、研究结论及相关建议

在一个不完善的市场运作体系下,由于投资者法律保护程度较弱,公司内部管理层与股东间的利益也很难一体化,同时在各种信息不对称的冲击下,公司不可避免或多或少都需要面临着一定程度的融资约束;而在学者研究融资约束的最初阶段,其总会被认为是对公司来说极其不利的,应该予以尽快抵制的。但实际上,当公司面临一定程度的融资约束时,反而更可能利于督促上市公司有效的使用现金资源,有效的进行投资项目的选择,特别是当公司内部同时存在着较高的管理防御水平时。因而,较高水平的管理防御是管理层挥霍资金建造“帝国”的一种体现,其不仅会

严重的阻碍到公司的良性发展,更会造成公司过度投资行为的频繁发生;而融资约束的存在可以有效抑制管理层进行资金挥霍的能力,提高管理层利用超额现金进行自利行为的代价,从而使得管理层在使用这些超额现金时更加谨慎。因此,应正确认识融资约束对公司存在的真正意义,避免现代公司以及政府监管机构的一味抵制,对外部融资约束的正向意义要予以肯定。

本研究更加明确了融资约束存在的重要性。首先,对于上市公司而言,降低公司过多持有现金本身的同时,也应适当的运用外部融资的压力给公司创造有利的发展机会,当竞争对手公司可能因外部融资约束而丧失有利的投资机会时,若自己公司能具有充足的内部资本金,那么必定能战胜对手取得胜利。因此,面临融资约束的公司,超额持有现金对投资活动并非都是无益的。再者,应了解公司内部管理层的代理程度,掌握其管理防御水平情况,尽可能的降低自身内部管理防御水平下现金的无效使用。第三,政府及监管机构应学会运用财政政策,控制外部融资压力,减少通货膨胀,实现在避免资本市场公司间的恶性竞争的同时,改善公司对现金资源的整体利用率。

参考文献

- [1] 张先治,应俏. 中国上市公司现金持有价值实证分析[J]. 重庆理工大学学报(社会科学), 2012, 26(6): 16-27.
- [2] Almeida H, Campello M, Weisbach M. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. Journal of Finance, 2004, 59: 1777-1804.
- [3] Faulkender M, Wang R. Corporate Financial Policy and the Value of Cash[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4): 1957-1990.
- [4] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009, (7): 122-133.
- [5] Myers S, Majluf N. Corporate Finance and Investment Decision When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187-221.
- [6] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R and Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1):

3 - 46.

- [7] Berle A, Means G. The Modern Corporation and Private Property[N]. Macmillan, 1932, New York.
- [8] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economics Review, 1986, 76:323 - 329.
- [9] Dittmar A, Mahrt - Simth J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings[J]. Journal of Finance Eco-

nomics, 2007, 83:599 - 634.

- [10] Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisition [J]. Journal of Finance, 1999, 54:1969 - 1997.
- [11] Shleifer A, Vishny R. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52:737 - 783.
- [12] 李延喜, 曾伟强, 马壮, 陈克兢. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, 18(1):25 - 36.

Effects of Excess Cash Holdings on Companies' Investment

——Based on Financial Constraints and Managerial Entrenchment

ZHU Hong¹, GAO Meng - yuan²

(1. School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210046;

2. Ddevelopment Institute, Yunnan University, Kunming 650091, China)

Abstract: This paper tries to explore whether the extent of financial constraints and managerial entrenchment will impose differentiated influence on the investing activities of a corporation with excessive cash holdings. It is an empirical research which uses the data of all listed corporations in Shanghai and Shenzhen A stock market. The result shows that the financial constraints will obviously increase effective investing activity of a corporation with excessive cash holdings while the managerial entrenchment will obviously reduce it. Furthermore, the positive role played by financial constraints may effectively reduce the negative effect caused by managerial entrenchment, finally leading to positive correlation between excessive cash holdings and investment efficiency. The research not only verifies the significance of financial constraints to corporation, but also contributes to the current literature.

Key words: excess cash holding; financial constraints; managerial entrenchment; corporate investment

(责任编辑:韩 君)