

公司治理、不确定性与现金价值

韩立岩 刘博研*

摘 要 本文构建公司治理综合性指标体系,系统研究投资者对企业现金价值的评价问题。研究证实综合治理水平与不确定性对现金价值影响显著;高治理效率公司的现金价值高于低治理效率公司的现金价值,投资者愿为治理良好的公司支付流动性溢价;企业持有现金的投资缓冲功能使得受融资约束公司比不受融资约束公司的现金价值高。经验分析表明,优化企业治理机制、畅通融资渠道有利于减少现金占用,提高企业在不确定环境中的风险应对能力。

关键词 现金持有,公司治理,不确定性

一、引 言

在 2008 年爆发的金融危机中,流动性短缺正在威胁着金融机构以及实体经济企业的生存和发展,对企业的正常运转带来冲击,企业的资金压力更加紧张,出现融资困难的局面。现金是企业的重要资产,直接影响到企业的经营活动、投资活动和融资活动,与企业的经营业绩密切相关。Opler *et al.* (1999) 研究了影响现金持有的财务特征,奠定了现金持有的微观研究基础。随后,众多学者将对现金持有影响因素的研究拓展到各个领域,得到了相当丰富的研究结论。同时,受现金流量是决定企业价值的重要因素(Hicks, 1946)这一思想的指导,近些年来,一些学者针对现金持有的市场价值进行了研究(Faulkender and Wang, 2006; Pinkowitz and Williamson, 2007),试图揭示现金流量中蕴涵的价值信息。

不确定性代表了企业所面临的风险,风险的存在增加了企业未来现金流的不确定性,并且通过现金持有的预防性动机和代理动机影响现金持有的收益与成本,进而影响企业价值。代理理论认为现金持有的成本主要来自于自由现金流代理成本(Jensen, 1986; Stulz, 1990)。企业持有的现金作为内源融资,使得经理人有能力越过资本市场的监管约束,从事损害股东价值的投

* 北京航空航天大学经济管理学院。通信作者及地址:韩立岩,北京航空航天大学经济管理学院,100191;电话:18910989019;E-mail:hanly1@163.com。本文得到教育部博士点基金(No. 20050006025)和国家自然科学基金(No. 70821061)资助。作者感谢匿名审稿人的认真审阅和诚恳建议,这使得本文的质量得到很大提高。

资活动 (Blanchard *et al.*, 1994)。不确定性程度的加剧,致使投资收益预期评价的难度加大,增加了代理成本。现金持有的收益则来自于现金的财务缓冲功能,企业持有现金可以避免昂贵的交易成本和信息不对称成本,这种效应对于受到融资约束的企业来说将更为突出。基于这种分析,不确定性的增加带来更为严重的信息不对称,现金持有的收益将更大,表现为:发展机会大的公司比发展机会小的公司具有更高的现金持有价值 (Pinkowitz and Williamson, 2007),受融资约束的公司比不受融资约束的公司具有更高的现金持有价值 (Faulkender and Wang, 2006)。对于我国企业而言,其面临的内、外部治理机制问题十分严峻。外部市场的约束力不强,长期以来特有的股权结构问题,致使管理层较少面临绩效压力和替换威胁,为经理人的代理成本问题提供了空间,破坏了企业的内部治理效率,损害企业价值。因为转换成本低,现金资产很容易成为资源转移对象,经理人的利益操纵和大股东的利益侵占行为均通过企业的现金持有策略得以实施。

本文的贡献在于,首次将不确定性与公司综合治理水平两方面的因素,纳入现金市场价值的研究框架,根据“价值创造观”考察企业的现金价值问题,回答我国的投资者是否为企业资产的流动性支付了溢价、支付了多大的溢价。本文拓展了 Faulkender and Wang (2006) 通过考察美国公司的年度股票超额收益率,对现金边际价值进行研究的方法。借鉴并改进白重恩等 (2005) 的模型体系,综合考虑公司治理的内外部机制,构建衡量公司治理综合水平的替代变量,并结合不确定性研究了公司治理与现金价值的关系。研究证实了公司治理水平与不确定性对现金价值的显著影响。高治理效率公司的现金价值高于低治理效率公司的现金价值。这表明,我国的投资者愿为治理良好公司的流动性支付溢价。公司层面不确定性与宏观经济不确定性的共同作用对现金价值产生正向影响。说明在不确定性增大的环境中,持有现金可以保证企业在不通过获取外部资本市场融资的情况下进行投资,从而避免由于交易成本和信息不对称所带来的高昂融资成本,此时,现金持有的收益远大于成本,致使现金价值增大。同时,与信息不对称模型相一致,本文发现受到融资约束的公司比不受融资约束的公司的现金价值高。研究结论说明公司治理水平与不确定性因素在揭示我国资本市场的投资效率方面具有重要意义。本文的结果通过了稳健性检验。

本文其余内容安排如下:第二部分为相关文献回顾,第三部分为理论分析和研究假设,第四部分为研究设计,第五部分为实证研究,第六部分为稳健性检验,第七部分为结论。

二、文献回顾

（一）公司治理与现金持有价值

Jensen (1986) 的自由现金流理论分析了现金持有的价值效应。在该理论分析下, 管理者控制现金, 持有超额现金, 不将现金发放给股东, 不论是用于增加自己的津贴、在职消费等私利, 还是进行过度投资, 营造企业帝国进行并购 (Harford, 1999), 甚至投资净现值为负的项目, 超额持有现金行为均对企业价值不利。因此, 高代理成本和低治理水平的公司若持有高额的现金资产, 则其有着强烈的动机去从事损害股东价值的活动, 从而降低了企业的现金价值。Kalcheva and Lins (2007) 以多国样本公司为样本, 研究了现金持有、内外部治理因素和公司价值的关系发现, 投资者对现金持有水平高的公司价值予以较大的折扣, 验证了管理层的代理成本问题。Luo and Hachiya (2005) 研究了日本上市公司的现金持有问题。发现, 现金持有会导致代理问题, 对公司价值产生负面影响, 并且现金持有的这种负价值效应会受到公司治理特征的影响。Pinkowitz and Williamson (2007) 通过跨国比较研究发现, 股东保护好的国家, 投资者对单位现金的估值大概为 1 美元; 而股东保护差的国家, 投资者对单位现金的估值则相对降低。Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 的研究发现, 股东对于治理好的公司的现金资产给予的估价远高于对于治理差的公司的评价, 证实了公司治理对现金价值的重要影响。

国内学者对现金价值的研究并不多见, 仅有的研究侧重于探讨股权性质对现金持有价值的影响。沈艺峰等 (2008) 以 2002 年非金融业 A 股上市公司为样本, 研究了终极控股股东超额控制对公司现金持有水平及其市场价值的影响。发现, 当终极控股股东为国有股东, 且其控制权与现金流权存在分离时, 现金持有的价值远低于当终极控股股东控制权与现金流权不存在分离或虽存在分离但终极控股股东为非国有股东时的现金持有的价值。杨兴全和张照南 (2008) 针对 2001—2006 年我国上市公司的样本数据, 借鉴 Fama and French (1998) 的企业价值回归模型, 重点探讨了股权性质对我国上市公司现金持有的价值进行了检验发现, 就我国上市公司整体而言, 公司现金持有的价值小于账面价值。并且, 公司的国有股权性质降低了现金持有的市场价值, 使得国有控股公司现金持有的价值低于非国有控股公司。

（二）不确定性与现金持有价值

不确定性即企业所面临的风险, 它的存在增加了企业未来现金流的不确定性, 使流动性短缺发生的可能性加大。Cummins and Nyman (2004) 的研

究发现,在不确定的环境中,由于面临外部融资的固定成本,企业会将持有的现金资产作为日后借款需求的缓冲。现金资产的缓冲功能可以满足企业的融资需求,避免高额融资成本,对企业价值的提升起积极作用。Baum *et al.* (2008) 进一步研究了不确定性对企业最优流动性资产水平的影响。他们在研究中将企业所面临的不确定性划分为企业自身的特别风险和整个宏观经济的风险,两种风险与现金持有的关系都得到了确认。研究发现,不确定性与企业最优流动性资产水平呈现显著的正相关关系,即在不确定性增加的环境中,公司将提高其现金持有水平。

三、理论分析和研究假设

Berle and Means (1932) 的开创性研究,阐述了企业财产所有者与经营者的监督与制衡机制,推动了经济学中代理理论的发展。现代企业所有权与经营权分离,造成了股东对公司经理人的约束力减弱,形成了股东和经营者之间的委托代理关系,产生了股东和经营者之间的代理问题。企业现金资产规模的膨胀,容易产生企业的代理成本,这一分析基于自由现金流假说 (Jensen, 1986)。Harford (1999) 指出持有超额现金资产的企业在并购项目的支出很为可观,但是这些并购却并没有带来公司价值提升。经理人偏离股东价值最大化目标,增加私人利益却不增加股东价值。动机如下:第一,持有超额现金,用于增加自己的津贴、在职消费 (陈冬华等, 2005)、巩固自己的管理地位 (Shleifer and Vishny, 1997) 及其他控制权私利。第二,一般来说,公司激励补偿与公司规模、营业额等成正比 (Hart and Moore, 1995),受公司激励补偿机制的影响,经理人倾向于营造自己的企业帝国 (Jensen, 1986; Blanchard *et al.*, 1994),寻求过度并购,甚至投资于一些净现值为负的项目,造成过度投资。第三,从风险厌恶的角度出发,固守职位的管理者将现金视为企业经营的缓冲,能够避免外部市场融资时资本市场的监管约束,追求“平静生活” (Bertrand and Mullainathan, 2003),这样就造成了管理者消极工作,不思进取,推迟企业管理变革等局面。这种财务弹性所带来的对资本市场纪律约束的回避为经理人灵活操纵公司带来了方便,满足了自己的私利 (Easterbrook, 1984),却损害了公司价值。

我国转型经济的制度环境与发达国家存在巨大差异,公司治理机制有着鲜明的国家和时代特色,代理冲突表现形式也较为复杂。由于历史原因,我国上市公司的治理结构具有以下几个突出的特点:第一,股权集中度高,通常存在一个大股东,即所谓的“一股独大”现象,存在这种绝对控股股东时,股权制衡对管理层的监督和约束作用很小 (孙永祥和黄祖辉, 1999)。第二,股权分裂,非流通股股东不能从上涨的资产价值中获益 (刘醒云和陈平, 2008),对公司业绩的监管和控制不够严格。第三,大多数上市公司都是由国

有企业改制而来的，存在严重的“所有者缺位”问题，加之尚未形成的经理人市场，使得管理层较少面临绩效压力和替换威胁，为“内部人控制”提供了条件。第四，流通股表决权有限，再加上市场信息披露和监管机制不完善，对于小股东来说，监督的成本小于收益，这就造成流通股股东“用脚投票”，出现“搭便车”现象。第五，我国企业高管持股严重偏低，股权激励机制本身尚不能改变管理层的寻求私利行为（吴晓求和应展宇，2003）。另外，从我国公司的外部治理环境来看，现阶段相关的法律制度和投资者保护制度与英美法系的国家存在很大差距（Allen *et al.*，2005）。司法体系的执行力不强，中小投资者的权益很难得到国家制度层面上公司外部治理机制的有效保护（李增泉等，2004）。这就使得我国的上市公司中普遍存在着大股东与小股东之间的代理问题和股东与管理层之间的代理问题。大股东一般通过资金占用（王俊秋和张奇峰，2007）和关联交易（陈晓和王琨，2005）的方式来掏空上市公司（Denis and McConnell，2003）。“职位固守”（Berger *et al.*，1997）的经理人则通过企业帝国建造（Jensen，1986；Blanchard *et al.*，1994）、增加在职消费（陈冬华等，2005）等追求私利。大股东和管理层的利益侵占行为正是通过现金持有策略得以实施的。在低效率的治理水平下，当控股股东和管理层具有这种利益侵占动机时，理性的投资者会对这类公司所持有的现金给予较低的价值评价。由此，本文提出假设一。

假设一：公司治理水平对企业现金价值具有显著影响，进一步的，高治理效率企业的现金价值高于低治理效率企业的现金价值。

在一个完美的资本市场（Modigliani and Miller，1958）中，公司的财务决策与企业价值无关，公司现金持有的收益与成本对企业都是无关紧要的。然而，由于现实世界中存在市场摩擦，企业的现金持有行为可能源于交易性动机和预防性动机（Keynes，1936）。当公司出现流动资金短缺时，公司必须通过削减投资、削减股利或者出售有价证券和资产来筹集资金，交易资产过程中存在相应的交易成本。同时，企业在通过外部资本市场融资的过程中，由于信息不对称问题，企业面临着昂贵的融资成本。因此，相当多的企业选择将其收入的很大一部分以现金资产的形式留存在手中，甚至超过其负债水平（Bates *et al.*，2008）。在这样的情况下，企业持有现金有利于避免资金短缺，克服外部融资的昂贵交易成本与信息不对称成本，以掌控有利的投资机会，是符合股东价值最大化目标的行为，对企业价值具有正向作用。

企业层面的不确定性，例如，经营风险、财务风险等。主要取决于企业本身的管理水平、技术能力、经营方向、产品结构以及债务负担等内部因素，反映了公司内部经营的不确定性，这种特定风险实质上反映了企业区别于其他企业的风险特征。企业层面风险的存在，直接增加了未来现金流的不确定性，使流动性短缺发生的可能性加大。企业层面的不确定性增大了公司面临

的破产威胁,如果企业在预防性动机的驱使下增持现金资产,则现金价值应该随着不确定性程度的加剧而增大。现金流波动大的企业,面临的外部融资成本较高(Minton and Schrand, 1999),在企业资源配置决策时,更倾向于降低资本支出的投资,增加流动性资产的持有,这样的行为出于经理人的风险规避意识(Lee, 2005)。Han and Qiu (2007)从理论和实证两个方面证实了现金流波动与企业现金持有之间的正相关关系。Bates *et al.* (2008)发现,在企业个体现金流风险加重程度最小的一组公司中,现金资产规模增大了50%,然而,该风险加重程度最大的一组公司中,现金资产规模竟然提高了300%,现金持有的预防性动机十分明显。Opler *et al.* (1999)的交易成本模型则明确指出,企业未来现金流不确定性越大,现金持有的边际收益越大。

对上市公司的现金持有策略产生影响的,不仅是企业内部的微观环境,还有企业运营所在的宏观经济环境。随着经济市场化、一体化进程的推进,我国企业将在一个开放的经济中面临着国内、国际的竞争冲击,市场因素将发挥着越来越重要的作用,经济中的不确定因素增加,宏观经济层面的形势更加不可预测。在处于转型时期的我国证券市场中,存在着法律制度和监管力量等方面的市场缺陷,任何对经济的冲击包括真实的冲击和货币性冲击都会因市场缺陷的存在而被放大(罗琦和张克中, 2007)。宏观经济层面的不确定性反映了总体经济的波动状况,是任何企业都无法规避的系统性风险。存在高度风险的宏观经济状况不仅威胁着企业的正常运行,使企业流动性短缺发生的可能性加大;而且高风险致使投资收益预期评价的难度加大,企业的投资和投机行为受限。可见,如果宏观经济层面的不确定性激励了现金持有的预防性动机,即现金资产有利于公司经营,那么现金价值应该随着不确定性的加剧而增大。但需要注意的是,如果大环境的风险约束了企业的手脚,大量的现金留存徒增代理风险,而对公司收益毫无现实意义,则可能产生负的现金价值,那么现金价值与不确定性的关系将变得复杂。由此,本文提出假设二。

假设二: 不确定性对企业现金价值具有显著影响。进一步的,不确定性与现金价值正相关。但需注意宏观经济层面的不确定性与企业层面不确定性各自的影响效力。

在与完全市场(Modigliani and Miller, 1958)不符的现实世界中存在着市场摩擦,受市场摩擦和信息不对称的影响,企业面临着昂贵的交易和外部融资成本。对于受融资约束的企业来说,为了适度抓住有利可图的投资机会,企业必须依靠内源融资,合理配置资产。当然,企业可以选择运用金融衍生工具(Haushalter, 2007)和风险对冲(Acharya *et al.*, 2007)等风险管理策略,以缓解其所面临的严重的融资约束,但是,处于转轨中的我国金融市场却很难满足企业的这一需求。受融资约束的企业唯一的选择就是通过当

前时期囤积流动资产以应对潜在的现金流冲击，现金持有对于企业具有重要的战略价值。而对于不受融资约束的公司，由于其融资行为灵活，企业总是能够在最优的投资水平下进行投资 (Almeida *et al.*, 2004)，内源融资储备对企业的战略价值有所折价。另外，公司所面临的众多风险因素，促使企业未来现金流充满不确定性，使得贷款方无法有效识别借款企业的信用状况，加大资本市场上资金借贷双方之间的信息不对称程度，这样，基于预防性动机的现金资产的缓冲功能将更为重要。Cummins and Nyman (2004) 的研究发现，在充满不确定性的环境中，由于存在外部融资的固定成本，企业会将持有的现金资产作为日后借款需求的缓冲。现金资产的缓冲功能可以满足企业的融资需求，避免高额融资成本，对企业价值的提升起积极作用。根据不确定性与融资约束对企业现金价值的影响效力，本文提出假设三。

假设三：受融资约束企业的现金价值高于不受融资约束企业的现金价值。

四、研究设计

(一) 研究方法

本文研究的主要问题是，股权投资者会给予企业持有的额外1元现金多高的评价，也就是现金的边际价值，以及公司治理水平和不确定性对该价值的影响。基本出发点为，如果股权投资者认为企业持有的现金会节约企业在资本市场上的高额融资成本，有利于企业价值，就会高估现金价值；如果股权投资者认为企业持有的现金将产生代理问题，损害企业价值，就会低估其价值。本文采用 Faulkender and Wang (2006) 的研究体系和混合估计模型¹，通过估计在现金头寸变化的过程中，市场对于股权价值的评价，进行实证检验。被解释变量是股票的超额收益率 ($ExcR_t$)，其等于股票收益率减去该股票所在标准组的基准收益率之差 (Grinblatt and Moskowitz, 2004; Daniel and Titman, 1997)。

标准组合的设定考虑了公司规模和账面市值比对股票收益率的影响。Fama and French (1993) 对股票收益进行开创性研究，确定了公司规模、账面市值比对股票收益率的解释能力。为计算超额收益率，我们使用 Fama French25 投资组合的方法，构建了基于公司规模和账面市值比的标准组合。

¹ 本文所有回归均为混合估计(pool回归)，而没有采用复杂的面板数据模型，主要基于以下三点考虑：一是，本文样本期为1999年至2006年，时间序列较短，序列相关问题影响不大；二是，笔者亦采用面板数据固定效应计量模型对基本方程进行回归，估计结果没有实质性变化(结果可向作者获取)，在简单方法与复杂方法之间选取了pool回归；三是，根据Faulkender and Wang(2006)对于计量模型设计的阐述，模型的解释变量通过减去同组的平均值控制了时间变化因素，这在一定程度上有利于克服序列相关问题。

首先,在每一年度中,我们依据公司规模与账面市值比将样本排序,分别得到按顺序排列的五组,交叉组合得到 $5 \times 5 = 25$ 个标准组。其次,将组内公司股票收益率取平均,分别得到25组的各自基准收益率。为了与基本面数据保持一致,我们每年更新一次标准组合。这样,我们的方法就控制了由于公司规模和账面市值比不同所造成的收益率差异。

(二) 计量模型

1. 基本模型

我们采用 Faulkender and Wang (2006) 的模型,控制变量为体现公司财务特征的变量以及众多对公司价值有影响的因素变量,具体如下:现金(C),包括货币资金与短期投资;利息支出(I);支付的股利(D);杠杆率(L),即负债总额除以权益的市场价值与负债总额之和;净融资额(NF),包括吸收权益性投资所收到的现金、发行债券所收到的现金、借款所收到的现金之和,再减去偿还债务所支付的现金;企业利润(E)增量,即利润总额与财务费用之和的增量;净资产(NA)增量,即总资产与现金之差的增量;研发费用增量(RD),由于我们没有此项数据,文中均使用管理费用代替。控制变量均为年度数据,除杠杆率以外均用滞后一期的权益价值作了标准化。我们关注的是现金变化量前的估计系数,其表示单位现金持有量(经权益价值调整)的变动所带来的权益价值的变动,也就是现金的边际价值。

2. 引入治理水平与不确定性的拓展模型

我们对上述基本模型进行拓展,引入企业层面不确定性、宏观经济不确定性和综合治理水平替代变量,并引入这三个变量与现金增量的交互项,如(1)式。 β_{12} 、 β_{13} 、 β_{14} 、 β_{15} 、 β_{16} 、 β_{17} 反映出治理水平与不确定性因素对现金价值的影响。如果能够捕捉到治理水平与不确定性因素对现金价值的显著影响,则此时现金边际价值由算式($\beta_1 + \beta_{10}C + \beta_{11}L + \beta_{13}G + \beta_{15}\sigma_f^2 + \beta_{17}\sigma_M^2$)确定。

$$\begin{aligned} \text{ExcR}_t = & \alpha + \beta_1 \Delta C_t + \beta_2 \Delta E_t + \beta_3 \Delta \text{NA}_t + \beta_4 \Delta \text{RD}_t + \beta_5 \Delta I_t + \beta_6 \Delta D_t \\ & + \beta_7 C_{t-1} + \beta_8 L_t + \beta_9 \text{NF}_t + \beta_{10} C_{t-1} \times \Delta C_t + \beta_{11} L_t \times \Delta C_t \\ & + \beta_{12} G_t + \beta_{13} G_t \times \Delta C_t + \beta_{14} \sigma_{f,t}^2 + \beta_{15} \sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t + \beta_{16} \sigma_{M,t}^2 \\ & + \beta_{17} \sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (1)$$

(三) 公司治理综合指标的构建

从公司治理的广义内涵来考虑,可将公司治理划分为内部机制和外部机制。内部机制主要包括:董事会、高管人员薪酬、股权结构、财务信息披露和透明度等;外部机制主要包括:控制权市场、法律体系、对中小股东的保护机制和市场竞争等;另外,根据中国企业的具体情况也应该考虑到特有的国有股问题(白重恩等,2005)。白重恩等(2005)为上述除了市场竞争程度

以外的其他机制选择了替代变量，采用主成分分析方法，构建了反映公司治理水平的综合指标。

南开大学公司治理研究中心开发的治理指数所涵盖的公司范围尚不全面，指数构建的具体操作方法也难以获得。因此，本文借鉴白重恩等的方法，引入基于销售额的赫芬达尔指数（HSALE）和行业内竞争者的数量（numjz）作为市场竞争程度（姜付秀和刘志彪，2005）的替代变量，有效克服了白重恩等（2005）设计体系的不足之处。赫芬达尔指数低，表示市场上存在的企业所占的市场份额都很小，说明市场竞争强度大，同理，行业内竞争者数目越大，表明竞争越激烈。其他七个替代变量如下：首席执行官（CEO）与董事会主席是否为同一人的虚拟变量（ceotopdir）、外部董事的比例（outdirratio）、高管人员持股比例（topmanager）、第一大股东持股比例（top1bl）、第二至第十股东持股量的集中度（constr）、是否在其他市场上市交易的虚拟变量（dBHshare）和是否国有控股的虚拟变量（dtop1xz）。变量 ceotopdir 反映了董事会的治理机制，CEO 与董事会主席分别由两个人担任，体现了市场化的治理机制，是公司治理机制优化的体现（张国萍和徐碧琳，2003）。变量 outdirratio 从决策独立性的角度反映了董事会的治理机制，外部董事比内部董事对企业管理者的监督更为有效（Fama and Jensen, 1983）。变量 topmanager 反映了股权激励的程度，在高管持股严重偏低的我国，良好的股权激励有利于经理人与股东价值目标的趋同（Jensen and Meckling, 1976）。变量 top1bl 从股权结构角度反映了公司的治理机制，第一大股东持股比例越高，越容易出现大小股东之间的代理问题，即控股股东利用自己的控制地位侵害其他股东利益（Shleifer and Vishny, 1997），产生所谓的“掏空行为”（Johnson 等，2000），而这种代理成本在我国的表现是十分突出的。变量 constr 含有内外治理机制两方面的含义（白重恩等，2005），一方面，它反映了这些股东与第一大股东的制衡机制，防止出现“掏空行为”；另一方面，它形成了企业控制权的竞争约束。变量 dBHshare 从侧面反映了财务信息的披露、经营市场的法制环境和股东保护（白重恩等，2005），这是因为 B 股市场和境外市场发展较为成熟，法律体系比较完善，而市场的投资者也较为理性，因此要求企业的信息披露和经营制度更为规范。变量 dtop1xz 反映了国有控股企业所存在的所有者虚位问题，所有者虚位会造成对经营者的约束薄弱化，对股东保护不利（徐晓东和陈小悦，2003）。

表 1 显示上述理论分析所得到的众变量与公司治理机制优劣的符号判定、众变量的计算方法以及主成分分析所得第一主元的载荷系数。通过主成分分析，我们得出的第一大主元的载荷系数符号与预测符号方向相反（ceotopdir 变量除外）。因此，在本文的分析中，综合治理指数越高，意味着公司的综合治理水平越低。

表 1 构建公司治理水平体系

变量	理论符号	计算方法	第一主元载荷系数
ceotopdir	负	为 1, CEO 与董事会主席同一人担任; 反之, 为 0	-0.1137
outdirratio	正	独立董事人数/董事人数	-0.0986
topmanager	正	高管股/总股本	-0.0055
top1bl	负	第一大股东持股比例	0.6458
constr	正	第二大到第十大股东持股量平方和的对数	-0.631
dBHshare	正	为 1, 该企业存在 B 股或 H 股; 反之, 为 0	-0.0422
dtop1xz	负	为 1, 国有控股公司; 反之, 为 0	0.3849
HSALE	负	行业中全部公司各自市场份额的平方和(主营业务收入计算)	0.0934
numjz	正	行业内竞争者的数量	-0.0582

(四) 不确定性指标的构建

1. 企业层面不确定性的构建

这是指个别企业独有的非系统风险, 例如, 经营风险、财务风险等。主要取决于企业本身的管理水平、技术能力、经营方向、产品结构以及债务负担等内部因素, 反映了公司内部经营的不确定性, 这种特定风险实质上反映了企业区别于其他企业的风险特征。Bo and Lensink (2005) 使用股票价格的波动、主营业务收入的波动以及员工数目的波动作为公司个体风险度量变量, 基于此, 本文使用公司股票月度收盘价格的波动(标准差)作为该年度公司风险水平的度量(Baum *et al.*, 2008)。

2. 宏观经济不确定性的构建

该变量用于捕捉总体经济波动所带来的风险, 即企业所面临的市场风险, 这种风险是不可控的。由于直接使用宏观经济指标的移动标准差来计算这一替代变量会造成严重的序列相关问题(Baum *et al.*, 2008), 本文通过使用宏观经济领先指数(d)的月度数据构建广义自回归条件异方差(GARCH)模型(Driver *et al.*, 2005; Byrne and Davis, 2002)来获得, 来自 GARCH 模型(如(2)式)的条件方差作为宏观经济不确定性指标的替代变量。宏观经济领先指数(d)来源于万得资讯, 是宏观经济景气先行指数的月度数据, 其将消费者预期指数、固定资产投资新开工项目、房地产开发领先指数、物流指数、工业产品产销率、货币供应 M2、国债利率差和恒生中国内地流通指数八个先行指标加以综合, 得出一个确定性数值, 用来反映经济发展趋势。景气指数以 100 作为临界值, 其数值范围在 0—200 之间。当景气指数大于临界值时, 表明经济状况趋于上升或改善, 处于景气状态; 当景气指数小于临界值时, 表明经济状况趋于下降或恶化, 处于不景气状态。

$$d_t = 8.87 \times 10^{-5} + 0.501387d_{t-1} + \hat{u}_t$$

$$s. e. = (0.000251)(0.065102)$$

$$z = (0.352841)(7.701604)$$

$$\begin{aligned} \hat{h}_i &= 7.62 \times 10^{-7} + 0.215184\hat{u}_{i-1}^2 + 0.777454\hat{\epsilon}_{i-1}^2 \\ \text{s. e.} &= (4.68 \times 10^{-7})(0.087142)(0.080283) \\ z &= (1.629270)(2.469342)(9.683972), \end{aligned} \quad (2)$$

其中, \hat{h}_i 为干扰项 \hat{u}_i 的条件方差, s. e. 为回归系数的标准误差, z 为回归系数的 t -统计量。

(五) 样本数据

本文所采用数据来自国泰安中国股票市场研究数据库 (CSMAR) 及万得资讯数据库 (Wind)。所选取样本为深、沪两市 1999 年至 2006 年全部 A 股市场上市公司数据。金融机构, 如银行、证券公司及保险公司等由于其经济功能特殊, 资产结构与其他公司差别很大, 在样本中予以剔除; 剔除了在主要变量中数据有缺失的观测值; ST、PT 公司交易数据缺失, 也将其剔除; 总资产为负值的样本也予以剔除; 这样, 一共得到 6 925 个年度观测值。此外, 构建公司治理指标涉及表 1 中更多变量, 兼顾公司治理指标的完备数据共 1 334 个公司的 6 739 个年度观测值。

表 2 是主要变量的描述性统计结果。我们看到超额收益率的平均水平为 -2.7% , 这正与本文的样本期间处于我国股票市场持续低迷阶段的事实相吻合。公司的现金持有水平平均高达市场价值的 19.04% , 中位数也有 15.01% 。企业利润的均值和中位数均为正值, 显示出企业的平均利润呈现增长趋势。研发费用和企业支付的利息也显示出同样的状况。然而, 股利支付率的平均水平接近于零, 这与我国上市公司低水平的红利发放情况相吻合。另外, 治理水平与公司层面不确定性变量的标准差较大 (分别为 1.35 和 0.89), 说明样本公司在该两项指标上存在较大差异, 也显示出本文对这两种因素进行考察的必要性。

表 2 描述性统计

	均值	标准差	上四分位数	中位数	下四分位数	样本数
ExcR _{<i>t</i>}	-0.0270	0.3972	-0.2649	-0.1323	0.1082	6 925
C _{<i>t-1</i>}	0.1904	0.1529	0.0826	0.1501	0.2600	6 925
ΔC _{<i>t</i>}	0.0123	0.1052	-0.0370	0.0040	0.0558	6 925
ΔE _{<i>t</i>}	0.0040	0.0972	-0.0158	0.0036	0.0252	6 925
ΔNA _{<i>t</i>}	0.1138	0.2644	-0.0111	0.0814	0.2148	6 925
ΔRD _{<i>t</i>}	0.0085	0.0409	-0.0010	0.0061	0.0167	6 925
ΔI _{<i>t</i>}	0.0027	0.0096	-0.0015	0.0016	0.0063	6 925
ΔD _{<i>t</i>}	0.0007	0.0057	0.0000	0.0000	0.0016	6 925
L _{<i>t</i>}	0.3784	0.1783	0.2360	0.3657	0.5119	6 925
NF _{<i>t</i>}	0.0492	0.1383	-0.0166	0.0210	0.0987	6 925
σ _{M,<i>t</i>} ²	0.1595	0.1109	0.0708	0.1177	0.2491	6 925
σ _{f,<i>t</i>} ²	1.1711	0.8892	0.5971	0.9325	1.4571	6 815
G _{<i>t</i>}	0.0201	1.3458	-1.0881	-0.1200	0.9765	6 846

五、实证研究

(一) 财务层面因素对现金价值的影响

表3显示了全样本的回归结果。从第一列我们可以看到现金变化量的估计系数为0.7010,并且在1%的统计水平下显著,这就是我们所关注的权益投资者所给定的现金的边际价值。然而,当我们引入 $C_{t-1} \times \Delta C_t$ 和 $L_t \times \Delta C_t$ 两个交互项后,表3第二列该系数发生了明显的变化,增长到2.0834,并且在1%的统计水平下仍然显著。这表明,现金边际价值同时受到企业的现金持有水平和资本结构的影响。交互项 $C_{t-1} \times \Delta C_t$ 的系数在1%的统计水平下显著为负,表明随着企业现金头寸的增加,其边际价值是减小的。说明当公司不持有或者持有少量的现金时,由于其遭遇外部融资高成本的可能性较大,则权益投资者给予现金较高的价值评价。交互项 $L_t \times \Delta C_t$ 的系数在1%的统计水平下显著为负,即随着杠杆的增加,现金边际价值是减小的。可以从两个方面来理解其原因:一方面,企业现金头寸增加,所带来的公司价值的提升由债权人和股权人共同掌控,对于高财务杠杆(高财务风险)的企业,其价值更多地掌握在债权人的手中(Merton, 1973);而对于低财务杠杆(低财务风险)的企业,其现金头寸增加,对债权人的影响很小。随着财务杠杆的加大,在其他方面保持不变的情况下,增持现金所带来的公司价值的提升越来越多地落入债权人的手中(Faulkender and Wang, 2006)。另一方面,高财务杠杆将增大企业的破产几率。这就使得权益投资者将降低高杠杆公司的现金价值的评价。通过原始模型,我们所得到的现金价值影响因素的实证结果与Faulkender and Wang (2006)的研究结果一致,这证实了模型的有效性。

表3 公司层面财务因素对现金价值的影响

	1	2
ΔC_t	0.7010*** (16.2071)	2.0834*** (20.5099)
ΔE_t	0.9706*** (17.4294)	1.0083*** (18.3622)
ΔNA_t	0.1931*** (9.8980)	0.2217*** (11.4766)
ΔRD_t	0.9036*** (7.0408)	0.8709*** (6.8835)
ΔI_t	0.0186(0.0402)	-0.0074(-0.0162)
ΔD_t	10.5356*** (14.2825)	9.6272*** (13.1863)
C_{t-1}	0.3426*** (11.5702)	0.3354*** (11.5168)
L_t	-0.6763*** (-26.6680)	-0.6452*** (-25.7954)
NF_t	0.2165*** (5.7340)	0.1667*** (4.4658)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$		-0.8589*** (-4.1333)
$L_t \times \Delta C_t$		-2.5705*** (-11.4138)
cons	0.1039*** (10.2145)	0.0855*** (8.4990)
N	6 925	6 925
Adj-R ²	0.26	0.283

注:***,**, * 分别表示在1%,5%,10%的统计水平下显著。表3中的控制变量仍然包含在后文的回归方程之中,只是由于表格大小所限,因此将只汇报其中重要变量的回归系数。

既然企业的现金持有水平和资本结构都对现金边际价值具有显著影响，而实际上所有的企业都会持有一定数量的现金和背负一定额度的债务，我们就用表 3 第二列的回归结果来估计样本的现金边际价值。样本的平均现金持有量为 0.1904，平均杠杆为 0.3784。样本的平均现金边际价值就是 0.9472 ($=2.0834 + (-0.8589 \times 0.1904) + (-2.5705 \times 0.3784)$)。

(二) 综合治理水平与不确定性对现金价值的影响

表 4 列示了拓展模型的实证结果。这一模型引入了企业层面不确定性、宏观经济不确定性和综合治理水平变量，并引入这三个变量与现金增量的交互项。从回归结果看到，不确定性和公司治理变量的水平项和与现金变化量的交互项都对现金价值产生显著影响。由于现金价值的水平由多个变量共同决定，我们利用图示方法，在考虑某一个变量的影响效力时，固定其他变量处于平均水平，如 (3) 式：

公司治理对现金价值的影响效力

$$= \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_{10}\bar{C} + \hat{\beta}_{11}\bar{L} + \hat{\beta}_{13}G^* + \hat{\beta}_{15}\bar{\sigma}_f^2 + \hat{\beta}_{17}\bar{\sigma}_M^2, \quad (3)$$

其中， $\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_{10}, \hat{\beta}_{11}, \hat{\beta}_{13}, \hat{\beta}_{15}, \hat{\beta}_{17}$ 为引入治理水平与不确定性的拓展模型的回归系数； $\bar{C}, \bar{L}, \bar{G}, \bar{\sigma}_f^2, \bar{\sigma}_M^2$ 为现金持有水平、财务杠杆、公司综合治理水平、企业层面不确定性、宏观经济不确定性的平均水平； $G^*, \sigma_f^{2*}, \sigma_M^{2*}$ 为公司综合治理水平与不确定性的某一个具体水平，在图 1、图 2、图 3、图 4 中，这些变量的具体水平为 1%，5%，10%，25%，50%，75%，90%，95%，99%。我们把所得结果描绘在图 1、图 2、图 3、图 4 中，揭示现金价值对各个变量的敏感程度。

表 4 综合治理水平与不确定性对现金价值的影响

	1	2
ΔC_t	1.5191*** (10.4715)	1.1102*** (7.9084)
C_{t-1}	0.3879*** (14.0474)	
L_t	-0.4381*** (-17.8629)	-0.3517*** (-14.8212)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-0.8831*** (-4.3815)	
$L_t \times \Delta C_t$	-1.7224*** (-7.6523)	-1.9844*** (-9.1545)
G_t	-0.0145*** (-5.1537)	
$G_t \times \Delta C_t$	-0.0478* (-1.7118)	
$\sigma_{f,t}^2$	0.1052*** (21.5493)	0.1018*** (20.6523)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.2700*** (5.9404)	0.3213*** (6.9864)
$\sigma_{M,t}^2$	0.3434*** (9.0352)	0.2722*** (7.1134)
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	-1.2149*** (-3.0257)	-0.6629* (-1.6499)
$C_{t-1} \times G_t$		-0.0850*** (-5.6465)
$C_{t-1} \times G_t \times \Delta C_t$		-0.2151** (-2.1961)
cons	-0.1724*** (-12.4192)	-0.1148*** (-8.5978)
N	6 739	6 739
Adj-R ²	0.36	0.34

注：***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 的统计水平下显著。

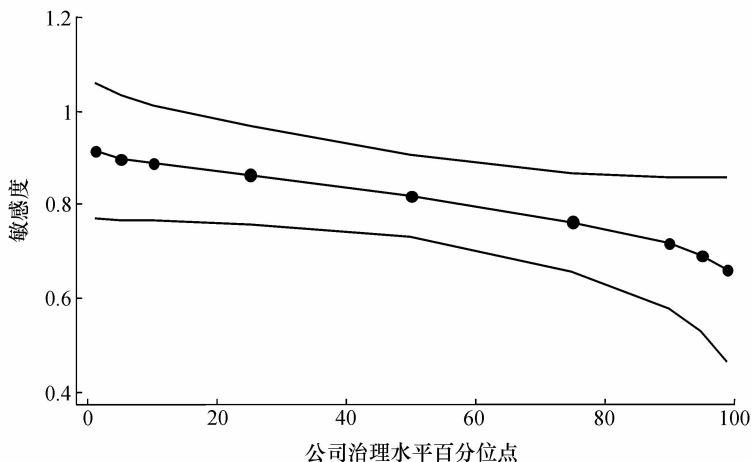


图1 现金价值对公司治理水平的敏感度

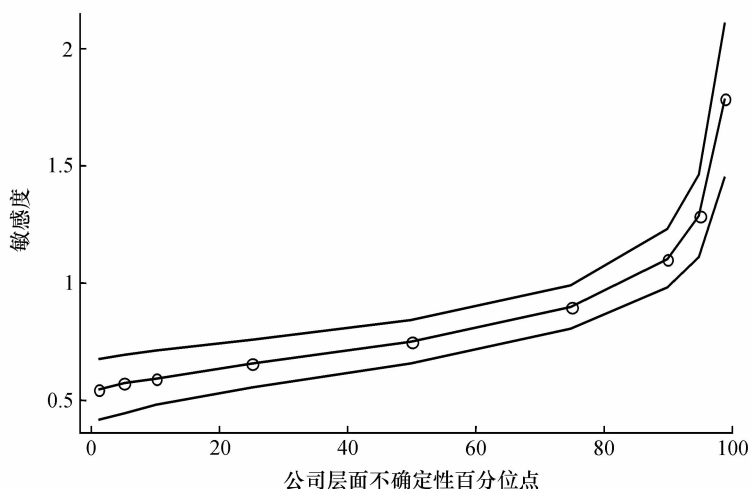


图2 现金价值对公司层面不确定性的敏感度

$G_t \times \Delta C_t$ 项系数显著为负,说明随着公司治理状况的恶化,投资者对企业的现金价值评价逐步降低。图1中,高治理水平公司的现金边际价值为0.9左右,而低治理水平公司的现金边际价值在0.7附近。基于代理成本问题的考虑,经理人对现金的操纵行为更可能出于满足私利的动机,这将违背股东价值最大化的目标,使投资者权益受损(Dittmar and Mahrt-Smith, 2007),因此,投资者降低现金价值评价。

$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$ 项系数在1%的统计水平下显著为正,图2显示在公司层面不确定性增大的过程中,现金边际价值由0.5增至1.7左右,表明现金价值随着公司层面不确定性的增加而增大。公司层面不确定性更加充分地捕捉了公司经营环境的短期变化,在不确定的状态下,企业受预防性动机驱使,需要准

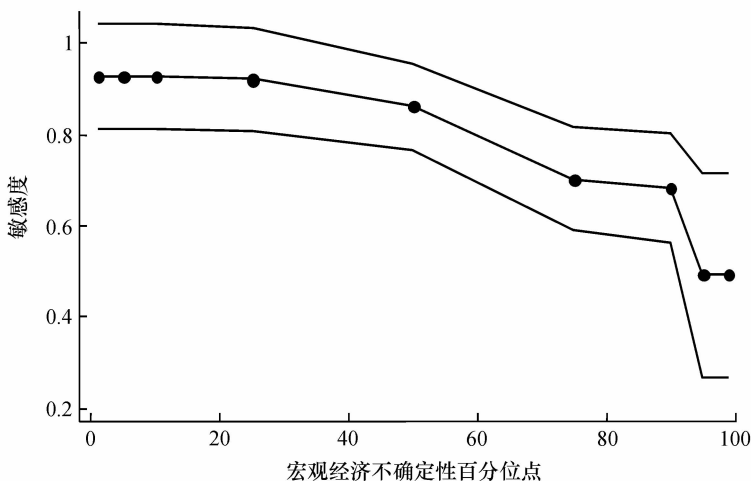


图 3 现金价值对宏观经济不确定性的敏感度

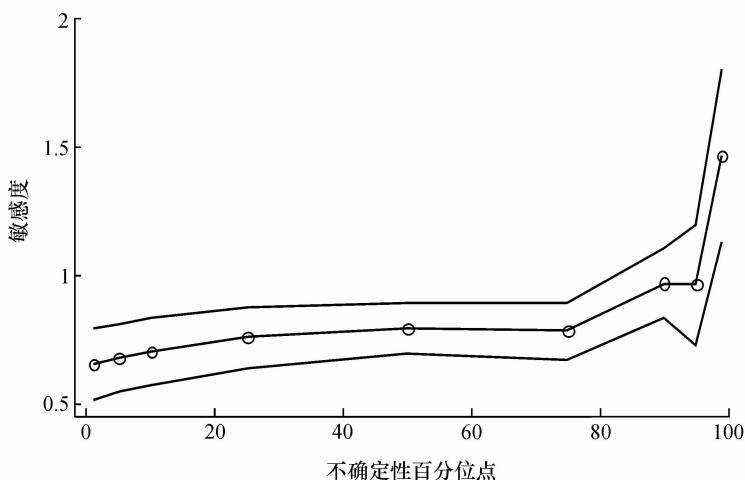


图 4 现金价值对不确定性的敏感度

备更多的资金来应对短期资金需求，导致现金持有的财务弹性功能受到重视 (Graham and Harvey, 2001)，从而企业倾向于使用内部资金融资，避免外部融资的高昂成本。这种现金持有有利于公司经营，因此，对企业价值提升具有积极作用 (Myers and Majluf, 1984; Myers, 1977; Soenen, 2003)。

$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$ 项系数在 1% 的统计水平下显著为负，即在宏观经济不确定性增加的情况下，企业的现金价值将逐渐变小。图 3 中的现金边际价值由于宏观经济不确定性的增大，由 0.9 降至 0.5 左右。这是因为宏观经济不确定性主要体现了公司运行大环境的变动风险，在不确定性的宏观环境中，其投资机会与投机机会均受到更大的约束。一方面，投资项目的价值取决于未来的不确定性状态，且投资具有不可逆性和可推迟性的特征 (Knight, 1921)，一旦

项目投资确定,就不可能无成本地收回原有投资,因此在宏观经济不确定增大的环境下,企业很可能推迟投资项目,造成市场不确定性与公司投资负相关(魏锋和刘星,2004)。另一方面,当宏观经济的不确定性加大时,企业管理层对未来现金流的预测将比经济稳定时更无把握,企业的操作空间变小(Baum *et al.*, 2006),公司的投机机会减少,企业决策行为更为保守,特立独行的决策动机减弱,现金持有策略趋同。如此,大量的现金留存对公司价值毫无意义,因此,投资者将降低现金价值评价。

我们整合了公司层面不确定性与宏观经济不确定性对现金价值的影响,如(4)式:

不确定性对现金价值的影响效力

$$= \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_{10}\bar{C} + \hat{\beta}_{11}\bar{L} + \hat{\beta}_{13}\bar{G} + \hat{\beta}_{15}\sigma_f^{2*} + \hat{\beta}_{17}\sigma_M^{2*}. \quad (4)$$

如图4,在两种不确定性整合的情况下,除了风险水平极高的情景以外,曲线变得较为平坦,现金边际价值的不确定性敏感度变小,但是,总体上现金边际价值随着不确定性的增强而增大,由0.7升至1.5左右。这是因为,众企业生存在相同的宏观经济背景下,个体风险的正效应超越宏观风险的负效应,使得两种不确定性的共同作用对现金价值产生正向影响,符合我们的理论预期。说明在不确定性增大的环境中,现金缓冲所带来的融资成本的节约将超过可能出现的代理成本对企业价值的破坏,现金持有的收益大于成本,致使现金价值增大。这一结论直接说明得益于近年来监管制度体系的日趋完善,中国企业的风险意识有所提高,企业现金持有的预防性动机趋于明显。该结论也间接证明,在中国大多数的企业中不仅存在代理问题,而且当面对风险隐患时即使是股东也会对代理问题的负面冲击选择性过滤,忽视其负面影响,而更多的关注风险隐患对企业造成的威胁,迅速调整战略,抵御流动性危机。两种不确定性的总效应与现金价值呈正相关关系,该结论与本文的假设一致。公司层面不确定性与宏观经济不确定性对现金价值的影响方向相反,则证实了本文区别这两种不确定性的必要性,识别企业风险来源,有利于企业流动性管理策略的有效实施。综合企业层面不确定性、宏观经济不确定性和综合治理水平三个变量的考虑,企业的现金边际价值为0.8114。

此外,我们整合考虑现金持有水平和公司治理的影响效应,增设交叉项($C_{t-1} \times G_t \times \Delta C_t$),列示在表4第二列,发现该项回归系数显著为负。说明在公司现金持有充裕且治理水平又比较低下的情况下,投资者对上市公司的持有动机表示担心,从而降低了现金价值评价。这进一步肯定了对现金持有代理问题的分析。

(三) 治理水平与现金价值

为进一步考察综合治理效率对企业现金边际价值的影响,我们根据综合

治理指标对样本进行了划分。将样本公司按综合治理指标大小顺序排列，前 1/4 的公司划分为高治理水平子样本，后 1/4 的公司划分为低治理水平子样本。在分组样本下，考虑宏观经济不确定性和公司层面不确定性的影响，得到实证结果如表 5。高治理水平公司的现金价值比低治理水平公司的高出 0.24 元，这是因为低治理水平的公司存在较高的代理成本问题。Jensen (1986) 的自由现金流理论分析了管理者持有超额现金，不将现金发放给股东，进而损害股东价值的行为。管理者控制现金，不论是用于增加自己的津贴、在职消费等私利，还是进行过度投资，营造企业帝国进行并购 (Harford, 1999)，甚至投资于净现值为负的项目，超额持有现金均对企业价值造成负面影响。因此，治理水平低的公司若持有高额的现金资产，则其有着强烈的动机去从事损害股东价值的活动，从而降低了企业的现金价值。结论表明，我国的投资者愿为治理良好公司的流动性支付溢价。

表 5 治理水平与现金价值

	高治理水平	低治理水平
ΔC_t	1.9557*** (4.2594)	1.5199*** (3.4042)
C_{t-1}	0.5016*** (7.7564)	0.2334*** (5.4210)
L_t	-0.6268*** (-11.0936)	-0.2927*** (-7.1643)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-1.7136*** (-3.4982)	-0.5489 (-1.5418)
$L_t \times \Delta C_t$	-1.1897** (-2.3678)	-1.8308*** (-4.3041)
$\sigma_{f,t}^2$	0.0937*** (8.7607)	0.1049*** (12.7588)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.3853*** (2.8034)	0.1705* (1.7846)
$\sigma_{M,t}^2$	0.5002*** (4.9633)	0.3452*** (5.0457)
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	-5.0278* (-1.9199)	-1.8291 (-0.8728)
cons	-0.1295*** (-3.9304)	-0.2047*** (-9.0858)
N	1642	1705
Adj-R ²	0.367	0.339
现金价值	0.8751	0.6308

注：***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的统计水平下显著。

进一步的，高治理效率企业的现金持有行为不仅因避免投资不足而对公司价值有利，也是一种有效的战略抉择。这是因为，企业的现金持有策略是在企业战略指导下的具体决策之一，反映了公司过去所有经营、投资和融资等活动的结果，也是公司现在和未来进行经营、投资和融资活动的出发点。根据产业经济学的 SCP 范式 (Bain, 1954)，即 Structure (市场结构)、Conduct (市场行为)、Performance (市场绩效) 之间的关系，企业决策层面的具体行为，必然影响到企业在竞争中的市场表现。产品市场竞争理论认为高水平的现金持有可以获得竞争优势。Baskin (1987) 利用一个博弈模型分析指出，企业持有较多的现金，可以快速反击竞争者以确立自己的战略性市场地位。Telser (1966) 的“深袋”观点认为，现金充足的企业可以通过降价或其他营销策略，主动进攻，掠夺财务薄弱的企业，使之陷入财务危机，并试图

驱使它们破产或退出市场。Bolton and Scharfstein (1990) 指出为了降低竞争风险和抓住有利投资机会, 公司应该增加现金持有以丰富内源融资。可见, 对于高治理效率的企业而言, 由于不存在代理成本问题, 企业的现金资产可以更多地用于提升企业价值。现金持有决策的合理掌控, 是获取竞争优势的战略抉择, 有利于企业价值最大化目标, 使得现金持有的价值提高。

(四) 融资约束与现金价值

融资约束条件的差异, 会影响到企业的现金持有策略 (Almeida *et al.*, 2004), 进而影响到企业的现金价值。企业在融资过程中存在交易成本和因信息不对称而导致的昂贵融资成本, 企业的现金持有水平与企业的融资需求密不可分, 所以, 对于现金价值的研究有必要考虑融资约束差异的影响。面临融资约束的企业, 其外部融资成本高昂, 因此, 该类公司的现金边际价值应该被赋予较高的评价, 因为企业持有的流动资产可以避免融资过程中所面临的高昂成本 (Faulkender and Wang, 2006), 对企业价值产生正向作用。我们首先将企业分为受融资约束与不受融资约束两组, 分类指标如下:

指标一: 在样本期的每一年度内, 根据主营业务收入将企业按照规模大小排序, 规模最大的 1/4 样本标记为不受融资约束, 规模最小的 1/4 样本标记为受融资约束。一般情况下, 小规模公司在知名度上逊色于大规模公司, 更容易受到资本市场的约束 (Gilchrist and Himmelberg, 1995; Almeida *et al.*, 2004; Bhaduri, 2005)。

指标二: 我们依据红利率将企业进行排序, 由于不发放红利的企业年度超过 25%, 因此取红利率为 0 的标记为受融资约束, 处于高红利率水平的 25% 标记为不受融资约束, 同样, 排序是按年度来处理的。由于企业支付红利实际上是与投资支出争夺流动性资产, 那么, 对于一个存在投资机会的企业来说, 如果其面临着较高的外部融资成本, 该企业就会选择不发放红利。可见, 支付高红利率的企业更可能拥有足够的内部资金偿还债务或者投资, 因而被视为不受融资约束, 反之, 被视为受到融资约束。该思想与很多文献 (Fazzari *et al.*, 1988; Korajczyk and Levy, 2003) 相一致。

指标三: 我们将国有股比例²为 0 的企业标记为受融资约束, 将国有股比例高于 50% 的标记为不受融资约束。这一划分标准的选取考虑了我国上市公

² 匿名审稿人提出关注企业性质, 本文对此作了两项改进工作: (1) 将国有股比例作为融资约束划分的第三个标准, 从企业性质角度, 进一步验证融资约束对现金价值的影响效力。 (2) 构建国有企业哑变量, 国有股比例高于 50% 的情况, 变量取值为 1, 其他情况为 0。在回归中加入国有企业哑变量与现金持有的交叉项, 发现该项估计结果显著为负, 企业性质的影响效应得到证实 (结果可向作者获取)。这亦是我们将国有股比例作为融资约束划分标准的依据之一。如此, 使融资约束与现金价值关系的分析更为稳健和全面, 感谢审稿人的宝贵意见。

司的所有权特征，符合中国市场特色。一般认为国有股比例高的企业融资约束较小，其原因一是由于国有企业受到政府和银行等金融机构的偏爱，国有企业长期以来与国有银行之间保持着密切的关系，相对于民营上市公司而言，较容易获得外部的银行借款，且面临的融资成本也相对较低（郭丽虹和马文杰，2009）；此外，与非国有企业相比，国有企业更容易获得政策性贷款和政策性补贴。二是国有股比例较大的上市公司往往是规模较大的企业，归属于能源、电力等行业，稳定的收益使它们更容易获得股权融资（连玉君和苏治，2009）。因此，与民营上市公司相比，国有上市公司受到的融资约束可能更弱。

基于融资约束分组情况下的现金价值如表6所示，可以看到，在三种分组指标下，受融资约束的公司比不受融资约束的公司的现金边际价值明显偏高，表明权益投资者对受融资约束公司的现金价值评价较高。在以企业规模、红利率和国有股比例的划分标准下，受融资约束与不受融资约束子样本的现金边际价值分别为1.0831比0.5735，0.8967比0.8069和0.8598比0.7298，差异的存在证实了融资约束对企业现金价值的影响。

表6 融资约束与现金价值

	规模		红利率		国有股比例	
	受约束	非受约束	受约束	非受约束	受约束	非受约束
ΔC_t	1.4495*** (4.2420)	1.7704*** (6.4647)	1.6235*** (7.7880)	1.6776*** (5.9364)	3.7676** (2.5194)	2.0163*** (10.6693)
C_{t-1}	0.3226*** (3.8318)	0.3549*** (7.6512)	0.4432*** (10.7933)	0.4437*** (7.9513)	0.4414*** (6.3067)	0.2575*** (8.7054)
L_t	-0.4402*** (-8.5458)	-0.5515*** (-10.3139)	-0.4706*** (-13.9666)	-0.5430*** (-9.7770)	-0.4141*** (-6.8959)	-0.4253*** (-18.1588)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-2.1784*** (-3.9348)	-0.6208* (-1.9270)	-1.0253*** (-3.7690)	-0.8827* (-1.7719)	-2.1658*** (-2.8160)	-0.8878*** (-3.6830)
$L_t \times \Delta C_t$	-1.1952** (-2.3754)	-2.0556*** (-4.8075)	-1.4227*** (-4.5534)	-2.0192*** (-3.9263)	-2.0419*** (-3.1125)	-2.1343*** (-8.8076)
$\sigma_{f,t}^2$	0.0913*** (8.2431)	0.1051*** (12.2759)	0.0927*** (13.4221)	0.1222*** (14.5612)	0.1684*** (14.5314)	0.0572*** (11.3329)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.2323* (1.6713)	0.1706*** (2.6927)	0.1449** (2.1865)	0.2833*** (3.6735)	0.4346*** (3.1192)	0.3471*** (6.0990)
$\sigma_{M,t}^2$	0.5498*** (6.6585)	0.2209*** -3.005	0.3936*** -7.8878	0.2329*** -3.4888	-0.1090 (-0.3457)	0.9273*** -23.9536
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	0.1247 -0.117	-2.0299*** (-3.0344)	-0.886 (-1.5456)	-2.4761*** (-3.4864)	-17.7385* (-1.6646)	-4.2442*** (-5.7041)
cons	-0.1889*** (-6.1076)	-0.0917*** (-3.0125)	-0.1445*** (-7.2710)	-0.2351*** (-9.2281)	-0.0860* (-1.7278)	-0.2421*** (-17.9045)
N	1640	1700	3564	1783	1995	4804
Adj-R ²	0.305	0.432	0.312	0.431	0.309	0.390
现金价值	1.0831	0.5735	0.8967	0.8069	0.8598	0.7298

注：*，**，***分别表示在10%，5%，1%的统计水平下显著。

发达国家市场有着较为完善的法律制度体系,是在市场经济中不断发展完善的产物,企业的操作空间较大,譬如可以采取风险对冲策略(Acharya *et al.*, 2007)规避部分经营风险。Haushalter *et al.* (2007)指出,公司倾向于广泛运用金融衍生工具和采取套期保值行为,以应对其所面临的严重的融资约束或有利的投资机会。企业通过风险管理策略的有效实施可以减少对外源融资的依赖(Froot *et al.*, 1993),缓解投资的资金压力。相比之下,在我国经济中,法制基础较差、监管力量缺失,信息效率低造成对企业融资行为过度约束;我国上市公司的股权融资计划需要严格的审批和复杂的程序,而债权融资的市场又不够畅通;当前金融市场发展水平较低,企业风险管理意识有待进一步提高,阻碍了企业融资途径的拓展;再加上企业性质在获取贷款难易程度上的影响效力,如国有控股公司更容易获得较多的长期债务融资(江伟和李斌, 2006)。另外,不确定性增加了企业未来经营的风险,使流动性短缺发生的可能性加大,将显著影响企业在资本投资与现金持有两方面的公司资源配置效率,基于预防性动机的现金资产的缓冲功能更为重要。上述原因使得我国部分企业面临的融资约束较为严重,这就使得我国受融资约束企业与不受融资约束企业的现金价值表现出显著差别。

六、稳健性检验

依照 Faulkender and Wang (2006) 的检验思想,现金增量所带来的权益价值的提升应该是由未预期的现金增量所带来的,到目前为止,我们用现金的期末与期初差额作为现金增量,这是基于预期到的现金变化为零的假设。本部分利用 Almeida *et al.* (2004) 的两个模型:基本模型和拓展模型,得到预期的现金变化量,将其从现实的现金变化中扣除,再将未预期部分用于回归模型,作为现金增量的两个替代变量,构造了稳健性检验的情况1和情况2。两个模型如下:

$$\Delta C_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 Q_{i,t} + \alpha_3 S_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \quad (5)$$

$$\Delta C_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 Q_{i,t} + \alpha_3 S_{i,t} + \text{Exp}_{i,t} + \Delta \text{NWC}_{i,t} + \Delta \text{SD}_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \quad (6)$$

式中,各变量计算如下:现金流(CF),为净利润与折旧、摊销之和除以资产总计;市值账面比(Q),为权益的市场价值与负债的账面价值之和除以资产的账面价值;规模(S),为资产总计的自然对数。其中,权益的市场价值=股价×流通股股数+每股净资产×非流通股股数。资本性支出(Exp),为固定资产投资与折旧之和除以资产总计;净营运资本(NWC)增量,为流动资产减流动负债减现金持有量的变化量除以资产总计;短期负债(SD)增量,为流动负债的变化量除以资产总计。

(一) 全样本的稳健性检验

表 7 列显示了用该种方法的检验结果。可以看到, $G_t \times \Delta C_t$ 项系数在 10% 的显著性水平下为负, $\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$ 项和 $\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$ 项系数在 1% 统计水平下分别显著为正和负, 回归系数的稳健性表明了回归模型的有效性, 也肯定了前文有关现金边际价值的结论。考虑企业层面不确定性、宏观经济不确定性和综合治理水平的影响, 我们得到的现金边际价值分别为 0.8851 与 0.8829。此外, 本文还使用股票交易数据与上证、深证 A 股综合指数的月度对数收益率建立股票收益的市场模型, 将来自于回归模型的年度累计残差作为公司层面不确定性的替代变量, 验证实证结果, 亦得到稳健性支持, 该种情况列示在表 7 的第三列。

表 7 综合治理水平与不确定性对现金价值影响的稳健性检验

	1	2	3
ΔC_t	1.8308*** (8.5457)	1.8421*** (8.5333)	3.8618*** (11.2447)
C_{t-1}	0.4177*** (13.5811)	0.4151*** (13.4761)	0.2452*** (7.2473)
L_t	-0.4911*** (-17.4796)	-0.4908*** (-17.4150)	-0.3469*** (-12.5121)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-1.1618*** (-5.3079)	-1.1931*** (-5.4334)	-1.3958*** (-5.5307)
$L_t \times \Delta C_t$	-1.9212*** (-7.4593)	-1.9035*** (-7.3470)	-3.6545*** (-11.9402)
G_t	-0.0154*** (-4.8395)	-0.0157*** (-4.9083)	-0.0128*** (-4.1651)
$G_t \times \Delta C_t$	-0.0563* (-1.8117)	-0.0539* (-1.7314)	-0.1862*** (-4.6082)
$\sigma_{f,t}^2$	0.1130*** (19.7480)	0.1125*** (19.6400)	0.2487*** (18.7787)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.4770*** (8.5982)	0.4805*** (8.6605)	0.3089*** (3.2890)
$\sigma_{M,t}^2$	0.4559*** (7.7246)	0.4660*** (7.8563)	1.9450*** (33.2861)
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	-3.4311*** (-3.3738)	-3.5455*** (-3.4505)	-9.4096*** (-6.1128)
cons	-0.1587*** (-9.7015)	-0.1586*** (-9.6717)	-0.3428*** (-21.8385)
N	5 511	5 496	5 125
Adj-R ²	0.361	0.361	0.323

注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的统计水平下显著。

(二) 分组样本的稳健性检验

在根据综合治理指标对样本进行划分的情况下, 我们考虑了回归结果的稳健性问题, 得到结果如表 8 所示。可见, 回归结果与表 5 基本一致, 高治理水平公司的现金价值明显高于低治理水平公司的现金价值。两种稳健性检验下, 高治理水平与低治理水平公司的现金价值分别为 0.9814 比 0.6482, 0.9720 比 0.6556。结果进一步证实, 低治理水平公司中所存在的代理成本问题降低了投资者对现金价值的评价。

表 8 治理水平与现金价值的稳健性检验

	稳健性检验 1		稳健性检验 2	
	高治理水平	低治理水平	高治理水平	低治理水平
ΔC_t	1.7069*** (3.8686)	1.2246*** (3.2509)	1.7076*** (3.8622)	1.2480*** (3.3077)
C_{t-1}	0.4794*** (6.7923)	0.2610*** (5.4406)	0.4772*** (6.7538)	0.2589*** (5.4019)
L_t	-0.6768*** (-10.6513)	-0.3375*** (-7.0383)	-0.6819*** (-10.6786)	-0.3357*** (-7.0022)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-1.6324*** (-3.4738)	-0.5527 (-1.6007)	-1.6287*** (-3.4628)	-0.5745* (-1.6614)
$L_t \times \Delta C_t$	-1.1377** (-2.0447)	-1.6440*** (-3.8163)	-1.1281** (-2.0215)	-1.6643*** (-3.8490)
$\sigma_{f,t}^2$	0.0841*** (6.6946)	0.1265*** (13.1630)	0.0827*** (6.5654)	0.1264*** (13.1522)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.5368*** (4.2084)	0.1289 (1.3434)	0.5361*** (4.2205)	0.1338 (1.3954)
$\sigma_{M,t}^2$	0.6196*** (4.6199)	0.4011*** (4.1334)	0.6415*** (4.7553)	0.4051*** (4.1717)
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	-4.5798** (-1.9700)	0.2639 (0.1478)	-4.6955** (-2.0182)	0.1955 (0.1094)
cons	-0.0865** (-2.3127)	-0.2025*** (-7.5318)	-0.0842** (-2.2470)	-0.2031*** (-7.5557)
N	1358	1368	1353	1367
Adj-R ²	0.353	0.363	0.354	0.364
现金价值	0.9814	0.6482	0.9720	0.6556

注：***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 的统计水平下显著。

我们同样检验了融资约束与现金价值关系的稳健性，由于篇幅原因，只汇报了情况 1 的结果，如表 9 所示。现金留存有利于节约融资成本，尤其是对于受到融资约束的公司而言，检验结果进一步证实了该结论。在以企业规模和红利率的划分标准下，受融资约束与不受融资约束子样本的现金边际价值分别为 1.2630 比 0.5403 和 1.0261 比 0.8778，受融资约束公司比不受融资约束公司的现金边际价值明显偏高。

表 9 融资约束与现金价值的稳健性检验

	规模		红利率		国有股比例	
	受约束	非受约束	受约束	非受约束	受约束	非受约束
ΔC_t	1.1677** (2.1769)	2.1615*** (5.0564)	1.6123*** (5.1532)	1.6607*** (3.4965)	1.5271*** (4.4765)	1.6582*** (5.5258)
C_{t-1}	0.2967*** (2.9814)	0.3667*** (7.0834)	0.4403*** (9.4598)	0.5463*** (8.3320)	0.3964*** (7.3085)	0.2438*** (7.3401)
L_t	-0.4743*** (-7.9610)	-0.5867*** (-9.8032)	-0.5303*** (-13.5566)	-0.5657*** (-8.5197)	-0.4881*** (-8.1808)	-0.4563*** (-16.9629)
$C_{t-1} \times \Delta C_t$	-3.0326*** (-3.1395)	-0.6753 (-1.6223)	-0.9998** (-2.4975)	-1.2936** (-2.1057)	-1.2588*** (-3.5034)	-0.9050*** (-3.5937)
$L_t \times \Delta C_t$	-1.1529* (-1.7629)	-2.2552*** (-4.2520)	-1.6816*** (-4.1155)	-2.3735*** (-3.6400)	-1.3497*** (-2.8136)	-1.9894*** (-6.8936)
$\sigma_{f,t}^2$	0.0855*** (6.5170)	0.1362*** (13.6428)	0.0812*** (9.4956)	0.1487*** (14.0422)	0.1869*** (17.7146)	0.0491*** (8.2277)
$\sigma_{f,t}^2 \times \Delta C_t$	0.6802*** (3.0904)	0.1959** (2.4011)	0.4032*** (3.8555)	0.5338*** (4.5650)	0.2836*** (3.1423)	0.5011*** (6.6219)
$\sigma_{M,t}^2$	0.7490*** (5.3624)	0.3729*** (3.2849)	0.4469*** (5.3368)	0.3563*** (3.1026)	-1.0590*** (-7.1900)	1.4184*** (24.7185)
$\sigma_{M,t}^2 \times \Delta C_t$	0.2139 (0.0645)	-4.7933*** (-2.7024)	-1.0848 (-0.6360)	-2.7193 (-1.4056)	-0.6648 (-0.3962)	-3.2507** (-2.0214)
cons	-0.1701*** (-4.6686)	-0.1072*** (-3.0253)	-0.0969*** (-4.1142)	-0.2689*** (-8.2271)	0.0458 (1.3263)	-0.2602*** (-16.3873)
N	1 298	1 388	2 856	1 312	1 711	3 830
Adj-R ²	0.296	0.435	0.260	0.444	0.433	0.401
现金价值	1.2630	0.5403	1.0261	0.8778	0.9342	0.8014

注：*，**，*** 分别表示在 10%，5%，1% 的统计水平下显著。

七、结 论

本文通过全面考察中国深、沪两市 A 股上市公司，系统、深入地研究了公司治理水平和不确定性与现金持有价值的关系问题，通过投资者对企业流动性的价值评估，揭示我国资本市场的投资效率。研究结论是：

第一，通过构建衡量公司内部、外部治理机制综合水平的指标体系，突破现有相关研究仅仅关注内部治理机制的研究框架，结合不确定性研究公司治理的综合水平与现金价值的关系。证实治理水平与不确定性对现金价值具有显著影响。

第二，高治理效率公司的现金价值高于低治理效率公司的现金价值。低治理效率下的代理成本问题违背股东价值最大化目标，使投资者权益受损，因此，投资者愿为治理良好公司的流动性支付溢价。

第三，公司层面不确定性与宏观经济不确定性的共同作用对现金价值产生正向影响。说明在不确定性增强的环境中，现金缓冲可以保证企业在不通

过获取外部资本市场融资的情况下进行投资,从而避免由于交易成本和信息不对称所带来的高昂融资成本,导致现金持有的收益超过成本。

第四,与信息不对称模型相一致,本文发现受到融资约束的公司比不受融资约束公司的现金价值高。

综上所述,对于公司治理水平与不确定性对现金价值影响效力的解读,应当深入到中国经济体制改革进程中现存的一些问题,诸如外部环境中法律和监管力量的缺失,尚未形成的经理人市场所导致的代理成本对企业内外部治理机制的破坏,信息效率低所造成的对企业融资行为的过度约束等。应当看到,随着中国经济的发展模式进入历史进程的新阶段,自主创新、品牌拓展和核心竞争力提升正在成为普遍处于二次创业阶段的中国企业的发展主题,加强与完善企业的治理机制提升企业全面风险管理的控制力,畅通企业融资渠道以提高企业的风险应对能力,对企业价值提升具有重要意义。

参 考 文 献

- [1] Acharya, V., H. Almeida, and M. Campello, "Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies", *Journal of Financial Intermediation*, 2007, 16(4), 515—554.
- [2] Allen, F., J. Qian, and M. Qian, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), 57—116.
- [3] Almeida, H., M. Campello, and S. Michael, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, 2004, 59(4), 1777—1804.
- [4] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜,“中国上市公司治理结构的实证研究”,《经济研究》,2005年第2期,第81—91页。
- [5] Bain, J., "Economies of Scale, Concentration and the Condition of Entry in Twenty Manufacturing Industries", *American Economic Review*, 1954, 44(2), 15—39.
- [6] Baskin, J., "Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power", *Review of Economics and Statistics*, 1987, 69(2), 312—319.
- [7] Bates, T., K. Kahle, and R. Stulz, "Why Do U. S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?" Working Paper, Fisher College of Business, 2008.
- [8] Baum, C., M. Caglayan, N. Ozkan, and O. Talavera, "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firms' Demand for Liquidity", *Review of Financial Economics*, 2006, 15(4), 289—304.
- [9] Baum, C., M. Caglayan, A. Stephan, and O. Talavera, "Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity", *Economic Modelling*, 2008, 25(5), 833—849.
- [10] Berger, P., E. Ofek, and D. Yermack, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, 1997, 52(4), 1411—1438.
- [11] Berle, A., and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- [12] Bertrand, M., and S. Mullainathan, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5), 1043—1075.

- [13] Bhaduri, S., "Investment, Financial Constraints and Financial Liberalization: Some Stylized Facts from a Developing Economy, India", *Journal of Asian Economics*, 2005, 16(4), 704—718.
- [14] Blanchard, O., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "What Do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics*, 1994, 36(3), 337—360.
- [15] Bo, H., and R. Lensink, "Is the Investment-Uncertainty Relationship Nonlinear? An Empirical Analysis for the Netherlands", *Economica*, 2005, 72(286), 307—331.
- [16] Bolton, P., and D. Scharfstein, "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review*, 1990, 80(1), 93—106.
- [17] Byrne, J., and E. Davis, "Investment and Uncertainty in the G7", Discussion Paper, National Institute of Economic Research, 2002.
- [18] 陈冬华、陈信元、万华林, "国有企业中的薪酬管制与在职消费", 《经济研究》, 2005 年第 2 期, 第 92—101 页。
- [19] 陈晓、王琨, "关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据", 《经济研究》, 2005 年第 4 期, 第 77—128 页。
- [20] Cummins, J., and I. Nyman, "Optimal Investment with Fixed Financing Costs", *Finance Research Letters*, 2004, 1(4), 226—235.
- [21] Daniel, K., and S. Titman, "Evidence on the Characteristics of Cross-Sectional Variation in Common Stock Returns", *Journal of Finance*, 1997, 52(1), 1—34.
- [22] Denis, D., and J. McConnell, "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1), 1—36.
- [23] Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3), 599—634.
- [24] Driver, C., P. Temple, and G. Urga, "Profitability, Capacity, and Uncertainty: A Model of UK Manufacturing Investment", *Oxford Economic Papers*, 2005, 57(1), 120—141.
- [25] Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 1984, 74(4), 650—659.
- [26] Fama, E., and K. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1), 3—56.
- [27] Fama, E., and K. French, "Taxes, Financing Decisions and Firm Value", *Journal of Finance*, 1998, 53(3), 819—843.
- [28] Fama, E., and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2), 301—325.
- [29] Faulkender, M., and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", *Journal of Finance*, 2006, 61(4), 1957—1990.
- [30] Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Paper on Economic Activity*, 1988, 19(1), 141—195.
- [31] Froot, K., D. Scharfstein, and J. Stein, "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies", *Journal of Finance*, 1993, 48(5), 1629—1658.
- [32] Gilchrist, S., and C. Himmelberg, "Evidence on the Role of Cash Flow for Investment", *Journal of Monetary Economics*, 1995, 36(3), 541—572.
- [33] Graham, J., and C. Harvey, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(2), 187—243.
- [34] Grinblatt, M., and T. Moskowitz, "Predicting Stock Price Movements from Past Returns: The Role of Consistency and Tax-Loss Selling", *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(3), 541—579.

- [35] 郭丽虹、马文杰,“融资约束与企业投资——现金流量敏感度的再检验:来自中国上市公司的证据”,《世界经济》,2009年第2期,第77—87页。
- [36] Han, S., and J. Qiu, “Corporate Precautionary Cash Holdings”, *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(1), 43—57.
- [37] Harford, J., “Corporate Cash Reserves and Acquisitions”, *Journal of Finance*, 1999, 54(6), 1969—1997.
- [38] Hart, O., and J. Moore, “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management”, *American Economic Review*, 1995, 85(3), 567—585.
- [39] Haushalter, D., S. Klasa, and F. Maxwell, “The Influence of Product Market Dynamics on a Firm’s Cash Holdings and Hedging Behavior”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(3), 797—825.
- [40] Hicks, S., *Value and Capital*. Oxford: Clarendon Press, 1946.
- [41] Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—360.
- [42] Jensen, M., “The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, 76(2), 323—329.
- [43] 姜付秀、刘志彪,“行业特征、资本结构与产品市场竞争”,《管理世界》,2005年第10期,第74—81页。
- [44] 江伟、李斌,“制度环境、国有产权与银行差别贷款”,《金融研究》,2006年第11期,第116—126页。
- [45] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 2000, 90(2), 22—27.
- [46] Kalcheva, I., and K. Lins, “International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems”, *Review of Financial Studies*, 2007, 20(4), 1087—1112.
- [47] Keynes, J., *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: McMillan, 1936.
- [48] Knight, F., *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago: University of Chicago Press, 1921.
- [49] Korajczyk, R., and A. Levy, “Capital Structure Choice: Macro Economic Conditions and Financial Constraints”, *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(1), 75—109.
- [50] Lee, H., “The Impact of Uncertainty on Investment: Empirical Evidence from Manufacturing Firms in Korea”, Working Paper, Korea Development Institute, 2005.
- [51] 李增泉、孙铮、王志伟,“‘掏空’与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据”,《会计研究》,2004年第12期,第3—14页。
- [52] 连玉君、苏治,“融资约束、不确定性与上市公司投资效率”,《管理评论》,2009年第21卷第1期,第19—26页。
- [53] 刘醒云、陈平,“中国上市公司长期高额现金持有的动机研究”,《南方经济》,2008年第11期,第50—60页。
- [54] 罗琦、张克中,“经济周期波动与企业现金持有行为关联性探析”,《财贸经济》,2007年第10期,第79—82页。
- [55] Luo, Q., and T. Hachiya, “Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan”, *Review of Pacific Financial Markets and Policies*, 2005, 8(4), 613—636.
- [56] Merton, R., “Theory of Rational Option Pricing”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1973, 4(1), 141—183.
- [57] Minton, B., and C. Schrand, “The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing”, *Journal of Financial Economics*, 1999, 54(3), 423—460.

- [58] Modigliani, F., and M. Miller, "Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958, 48(3), 261—297.
- [59] Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2), 147—175.
- [60] Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing Decisions When Firm Have Investment Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2), 187—221.
- [61] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1), 3—46.
- [62] Pinkowitz, L., and R. Williamson, "What Is the Market Value of a Dollar of Corporate Cash?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, 19(3), 74—81.
- [63] 沈艺峰、况学文、聂亚娟, "终极控股股东超额控制与现金持有量价值的实证研究", 《南开管理评论》, 2008 年第 11 卷第 1 期, 第 15—23 页。
- [64] Shleifer, A., and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 1997, 52(2), 737—783.
- [65] Soenen, L., "Cash Holdings; a Mixed Blessing?" *AFP Exchange*, 2003, 23(5), 54—57.
- [66] Stulz, R., "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1), 3—27.
- [67] 孙永祥、黄祖辉, "上市公司的股权结构与绩效", 《经济研究》, 1999 年第 12 期, 第 23—30 页。
- [68] Telser, L., "Cutthroat Competition and the Long Purse", *Journal of Law and Economics*, 1966, 9(1), 259—272.
- [69] 王俊秋、张奇峰, "法律环境, 金字塔结构与家族企业的掏空行为", 《财贸研究》, 2007 年第 5 期, 第 97—104 页。
- [70] 魏锋、刘星, "融资约束、不确定性对公司投资行为的影响", 《经济科学》, 2004 年第 2 期, 第 35—43 页。
- [71] 吴晓求、应展宇, "资本结构与激励机制: 理论与中国实证", 《管理世界》, 2003 年第 6 期, 第 5—14 页。
- [72] 徐晓东、陈小悦, "第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析", 《经济研究》, 2003 年第 2 期, 第 64—74 页。
- [73] 杨兴全、张照南, "制度背景、股权性质与公司持有现金价值", 《经济研究》, 2008 年第 12 期, 第 111—123 页。
- [74] 张国萍、徐碧琳, "公司治理评价中经理层评价指标体系设置研究", 《南开管理评论》, 2003 年第 6 卷第 3 期, 第 21—22 页。

Corporate Governance, Uncertainty and Cash Value

LIYAN HAN BOYAN LIU

(Beihang University)

Abstract In this paper we construct a comprehensive indicator system of corporate governance to investigate investor's valuation on corporate's cash holdings. We found that cash holdings in a well-governed firm is higher than that in a poor-governed firm and investors tend to pay liquidity premium to better corporate governance. Cash holdings is higher in financially constrained firms due to its buffering function. Our findings suggest that optimizing governance mechanism and improving financing channels can effectively reduce a firm's cash holdings, and thus enhance its risk management under uncertainty.

JEL Classification G31, G32, G33