

国有资本参股何以影响民营企业现金持有?*

——基于合作优势和竞争制衡的双重视角

曾敏¹ 李常青² 李宇坤³



(1. 中国社会科学院财经战略研究院,北京 100006;

2. 厦门大学管理学院,福建 厦门 361005;

3. 陕西师范大学国际商学院,陕西 西安 710119)

内容提要:基于“合作优势”和“竞争制衡”的双重视角,结合现金持有的“交易需求”“竞争效应”和“代理问题”假说,本文探讨了国有资本参股对于民营企业现金持有的影响。实证检验发现,国有资本参股可以显著提升民营企业的现金持有水平,该结论在经过一系列稳健性检验后仍然成立。机制分析发现,国有资本参股可以扩大民营企业的债务融资规模,进而使得后者有能力更多地增持现金以提升市场竞争力;国有资本参股可以缓解民营企业的“大股东-小股东”代理问题,抑制后者过度投资所造成的现金无谓耗散,继而增加现金持有水平。进一步研究发现,国有资本参股对现金持有的提升效应在处于竞争劣势的企业中更加显著,投资类股东参股对企业现金持有的提升作用更加显著,国有资本参股提升了企业的现金持有价值。本文拓展深化了股权结构领域的研究,丰富完善了“双向混改”的理论和对策研究,也印证了现金持有理论随着金融市场以及产品市场的发展在不断更新,新的理论具有更强的解释力。

关键词: 现金持有 混合所有制改革 反向混改 国有资本 异质性股东

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)04—0134—19

一、引言

股权结构是公司治理问题的逻辑起点,不同的股权结构意味着不同的代理问题和治理效应。在分散的股权结构下,由于所有权和经营权相分离,缺乏监督的经理人有动机谋求自身利益的最大化,由此产生“股东-经理人”代理问题(Jensen和Meckling,1976)^[1]。在集中的股权结构下,有别于中小股东的“搭便车”,大股东作为公司发展的最大受益者,有动机和能力抑制管理者的自利行为,进而有效解决“股东-经理人”代理问题(Shleifer和Vishny,1997)^[2]。但与此同时,缺乏监督的大股东同样有动机谋求私利,以牺牲中小股东为代价,通过“掏空”转移公司财富,由此产生“大股东-小股东”代理问题(Johnson等,2000)^[3]。“多个大股东”的股权结构作为相应的治理机制因此成为近年来的研究热点,“多个大股东”之间通过互相监督、有效制衡,可以有效缓解“一股独大”

收稿日期:2021-08-23

* 基金项目:国家自然科学基金重大项目“中国制度和文化背景下公司财务理论与实践研究”(71790601)。

作者简介:曾敏,女,助理研究员,管理学博士,博士后,研究领域为中国制度背景下的公司金融与公司治理,电子邮箱:encarolzheng@163.com;李常青,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域为资本市场中的会计与财务问题,电子邮箱:lichangqing68@126.com;李宇坤,男,助理研究员,管理学博士,研究领域为公司财务与公司治理,电子邮箱:liyukun2007@163.com。通讯作者:李宇坤。

所造成的“大股东 - 小股东”代理问题(Edmans 和 Manso,2011^[4];Jiang 等,2018^[5])。

关于股权结构,西方的文献几乎都聚焦在大小股东关系模式维度。在中国的制度背景下,关于股权结构的研究还可以进一步拓展至股东异质性维度上,国有和民营的区分是其典型代表。不同所有制股东拥有不同的资源禀赋和治理效应,国有股东拥有更好的社会地位和声誉、更高的制度规范性、更稳健的投资风格等,而民营股东具备与生俱来的市场化基因、高效的营运效率等。由此,一个有趣的问题便应运而生:当公司存在多个大股东且大股东之间存在异质性时,是否不仅可以发挥“股权制衡”的治理效应,还能产生资源禀赋“优势互补”的协同效应,进而带来“1 + 1 > 2”的良好效果?

十八大以来,推动“混合所有制改革”(后文简称“混改”)成为党中央国务院对新时期国资国企改革的新要求。“混合所有制”在微观企业层面上表现为“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合”^①的股权结构形式,混改的本质在于引入异质性的“大股东”(毛新述,2020)^[6]。党和政府希望通过异质性股东之间的“取长补短、相互促进”,最终实现“共同发展”的改革目标。具体在实现路径上,混合所有制改革既可以是“非公有资本参与国有企业”的“正向混改”,也可以是“国有资本以多种方式入股非国有企业”的“反向混改”。当前,关于混改的研究多集中于“正向混改”,学者们发现国有企业通过引入民营股东可以减少代理问题(Chen 等,2019)^[7]、优化现金持有(杨兴全和尹兴强,2018)^[8]、促进企业创新(秦华英,2018)^[9]、提高内部控制质量(刘运国等,2016)^[10]、改善公司绩效(郝阳和龚六堂,2017)^[11]、提升社会总福利(张伟和于良春,2019)^[12]等,这些丰硕的研究成果既深化了股权结构领域的理论研究,又为政策效应提供了实证证据以及进一步的对策建议。然而,与之形成鲜明对比的是,学界对于“反向混改”关注甚少,仅有几篇文献讨论过国有资本参股民营企业所带来的经济后果(罗宏和秦际栋,2019^[13];赵晓阳和衣长军,2021^[14];曾敏和何德旭,2021^[15])。很显然,理论研究的缺乏与国家“双向混改”的战略部署是不相匹配的。因此,考察国有资本参股如何影响民营企业就成为当前亟待解答的问题。

公司持有的现金不仅是流动资产的重要组成部分,更与融资、投资、股利三大财务政策密切相关,是企业最关键的财务决策之一。已有研究证实了公司的现金持有水平可能受到融资约束或代理问题的影响(Opler 等,1999^[16];Bates 等,2009^[17];Jensen,1986^[18];Harford 等,2008^[19])。而国有资本参股民营企业,在带来不同的资源禀赋的同时,还将改变后者股权结构,由此,民营企业基于融资约束或代理问题的现金持有水平将相应发生改变。那么,国有资本参股到底将如何影响民营企业的现金持有水平:是提升了现金持有还是降低了现金持有?具体作用机制是什么?弱化了融资约束还是改善了代理问题?本文利用2004—2019年沪深A股上市公司的十大股东数据,并与其他数据进行匹配,以实证检验上述问题。

本研究可能的贡献体现在如下几方面:(1)拓展并深化了关于股权结构的研究。现有关于股权结构的研究更多侧重于对股东相关关系模式的探讨,如“股东 - 经理人”(Jensen 和 Meckling,1976)^[1]、“大股东 - 小股东”(Johnson 等,2000)^[3]、“多个大股东互相制衡”(Edmans 和 Manso,2011)^[4]、“多个大股东合谋共赢”(Gomes 和 Novaes,2006)^[20]等,而对于股东之间的异质性关注不多,本文从异质性股东“合作优势”和“竞争制衡”的双重视角,探究了国有资本参股对于民营企业的影响,此举拓展并深化了关于股权结构的研究。(2)丰富并完善了“双向混改”的理论和对策研究。截至目前,关于混合所有制改革的文献绝大部分集中于国有企业引入民营资本的方向,较少文献讨论过反方向的国有资本参股民营企业。本文丰富并完善了“双向混改”的理论研

① 引自《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》(国发[2015]54号,简称《意见》),本文引述的其他政策同样引自《意见》。

究,此外,也对于当下正处于战略节点的国资国企改革具有重要的政策意义。(3)拓展了企业现金持有的相关假设,早期理论主张现金持有是公司出于融资约束下的无奈之举(Miller和Orr,1966)^[21],新的文献转而强调现金持有是公司为了提升竞争力的主动为之(Bates等,2009^[17];Fresard,2010^[22];Begenau和Palazzo,2021^[23])。本文证实了国有资本参股的民营企业愿意更多地持有现金,这意味着较之“交易需求”理论,“竞争效应”理论可以更多地解释当下A股上市公司的现金持有倾向,印证了现金持有理论随着金融市场以及产品市场的发展在不断更新,新的理论具有更强的解释力。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

大量的文献证明了合理的现金持有有助于企业应对外部融资约束以及宏观环境不确定性等因素带来的负面影响,从而有利于捕捉投资机会和提升公司价值(Fresard,2010^[22];张会丽和吴有红,2012^[24];Begenau和Palazzo,2021^[23])。但也有不少文献从代理问题角度阐释现金持有的负面效应,认为内部人有动机持有大量现金以获取在职消费(Jensen,1986)^[18]或利用超额现金发起非效率投资(Harford等,2008)^[19]等。两种截然相反的效应使得投资者对于企业的现金持有倍加关注,学者们对此也展开了大量有益的探索,先后提出了“交易动机”(Miller和Orr,1966)^[21]、“代理问题”(Jensen,1986)^[18]、“预防动机”(Opler等,1999^[16];Bates等,2009^[17])、“竞争效应”(Fresard,2010^[22];陆正飞和韩非池,2013^[25])等几种主要假说。

“交易需求”“预防动机”“竞争效应”都与企业融资紧密关联。“交易需求”假说指的是当公司内部资金不足时需要对外筹措资金,但无论是向资本市场融资还是变现既有资产,都面临着信息不对称以及相应的交易成本,因此,为避免频繁地进行融资以及由此产生的交易成本,公司尤其是面临融资约束的公司,有动机持有充足的现金以满足交易需求(Miller和Orr,1966)^[21]。“预防动机”假说认为,公司持有现金是出于未雨绸缪的预防考虑,充裕的现金持有可以帮助公司及时有效地面对各种可能出现的风险危机(Opler等,1999^[16];Bates等,2009^[17])。这种“预防动机”之后被引申为“竞争效应”,充裕的现金持有可以帮助公司快速地捕捉市场投资机会,阻止新的竞争对手进入或迫使既有的竞争对手退出,从而有力地支撑公司的市场战略,最终帮助公司获得更大的市场份额(Fresard,2010)^[22]。

另一脉现金持有理论可以纳入“代理问题”的框架下。Jensen(1986)^[18]提出自由现金流代理成本假说,在股权分散的情况下,“股东-经理人”之间存在代理问题,而现金是最易于被经理人挥霍的资产,因此,后者倾向于留存较多的现金以实现在职消费、“帝国建设”等私人利益。当股权结构从分散转向集中后,大股东的存在可以有效地约束经理人的自利行为。Nikolov和Whited(2014)^[26]证实了经理人的在职消费行为对于公司的现金持有水平具有显著正向的影响,但提高大股东的持股比例有助于抑制这种在职消费行为。李思飞和卢闯(2018)^[27]同样发现,当家族成员参与到企业管理中时,有助于缓解“股东-经理人”代理问题,进而降低企业的现金持有水平。然而,大股东在对“股东-经理人”代理问题发挥积极治理效应的同时,其自身同样会因为缺乏监督,从而导致新的“大股东-小股东”代理问题(Johnson等,2000)^[3]。由于现金等流动资产相对于固定资产更容易被转移和随意使用,因此成为控股股东侵占中小股东利益的主要手段(Jiang等,2010)^[28]。控股股东往往先让公司持有超额现金,再伺机而动,通过过度投资等后续操作获得控制权私利。许多文献证实了“大股东-小股东”代理问题越严重,公司的现金持有水平相应越高,现金的持有价值相应越低(罗琦和胡志强,2011^[29];Jeban等,2019^[30])。

2. 研究假设

国有资本参股将对民营企业的现金持有水平产生较大影响。一方面,金融机构会基于所有权性质而对民营企业进行“信贷歧视”(Brandt 和 Li,2003)^[31]。国有股东相比于民营股东,具有更高的声誉、更低的信用风险,随着国有资本的进入,其带来的声誉加持可能弱化民营企业的融资约束,继而改变源于交易动机或竞争效应的现金持有水平。另一方面,中国上市公司的股权结构高度集中,是典型的以控股股东为主的所有权结构。控股股东由于缺乏有效的内外部约束,有动机侵害中小股东利益以满足自己的控制权私利(郑国坚等,2013)^[32]。国有资本的进入,改变了公司“一股独大”的股权结构,有望以“其他大股东”身份制衡“控股股东”,约束其损害公司价值的行为,继而改变源于代理问题的现金持有水平。

(1)合作优势效应:国有资本参股通过缓解民营企业的融资约束从而影响后者的现金持有水平。中国的民营企业普遍面临不同程度的融资约束,获得外部融资的难度大、金额少,受到严重的信贷歧视(Brandt 和 Li,2003)^[31],更多的资金资源流向国有企业。究其原因,国有企业的实际控制人为中央政府或地方政府,而民营企业的实际控制人为自然人,较之后者,前者拥有更高的信用和声誉。一个典型的事实是,在世界范围内,政府的债务评级整体高于普通企业的债务评级,在中国的制度背景下也是如此,债务人更愿意对国有企业配给信贷资源,给予其更大的债务融资规模,更低的债务融资价格(Bai 等,2006)^[33]。当民营企业获得国有资本的参股后,相当于与政府建立了“共生关系”(宋增基等,2014)^[34],这种“共生关系”将大大提升民营企业的声誉,从而有助于其获得更多的外部融资。已有大量研究证实了存在政治关联的民营企业受到更少的融资约束(毛新述和周小伟,2015)^[35],那么,较之与政府官员建立私人关系或企业家个人参政的政治关联效应,国有资本参股所带来的声誉提升更加可靠和持久(姚梅洁等,2019)^[36],对于民营企业债务融资规模的扩张效果理应更好。因此,结合现金持有的“交易需求”假说,国有资本参股有望通过缓解民营企业的融资约束,从而降低后者的现金持有水平。根据“交易需求”假说,公司持有现金的动机是为避免频繁地进行外部融资而带来的交易成本;那么,当公司获得融资便利,交易成本大大降低时,就不再有必要大量持有现金。基于该理论,Meggison 等(2014)^[37]发现国有企业在民营化的过程中,国有股权的降低显著提升了公司的现金持有水平。相应地,本文推断,受到国资参股的民营企业会因为国有股权的增加,融资约束得到缓解,继而降低公司的现金持有水平。

但是,国有资本参股在缓解民营企业的融资约束情况下,也可能提升后者的现金持有水平。根据“竞争效应”假说,充裕的现金持有可以帮助公司快速地捕捉投资机会,击败交易对手,从而在市场竞争中赢得先机(Fresard,2010)^[22]。此外,充足的现金持有还可以帮助公司升级生产设备,扩大研发支出,支撑广告投放,招聘高端人才,拓展上下游供应商等。因此,无论是在激烈的市场竞争中,还是在平稳的日常经营中,充裕的现金持有都对公司的锐意进取及稳定发展具有战略意义,公司的高额现金持有正在成为普遍趋势(Graham 和 Leary,2018^[38];汪琼等,2020^[39])。那么,既然现金持有存在这么多的好处,那么为什么不是每家公司都大量持有现金呢?究其原因,恐非不愿为之,乃无力为之。公司的每一个行为都是基于成本和收益两相权衡后做出的最优选择,现金持有也不例外。公司通过考量现金持有的边际成本与边际价值,最后将实际持有量维持在最佳平衡点附近。普遍面临融资约束的民营企业大量持有现金并不现实,低水平现金持有成为融资困境下的被迫选择。当国有资本参股后,民营企业有望获得更多的债务融资,由此,提升现金持有以增加市场竞争力成为可能。本文推断,引入国有股东的民营企业会因融资约束得到缓解而增加现金持有水平。

(2)竞争制衡效应:国有资本参股通过降低民营企业的“大股东-小股东”代理问题从而影响

后者的现金持有水平。中国上市公司的股权结构高度集中,是典型的以控股股东为主的所有权结构(李常青等,2021)^[40],中小投资者保护相对困难(Allen等,2005)^[41]。在缺乏内部外有效约束的环境下,控股股东侵害中小股东利益的情况屡见不鲜。为此,“多个大股东”作为相应的治理机制成为近年来的研究热点。所谓“多个大股东”,是有别于“股权完全分散”和“单一控股股东”的股权结构形式,指的是公司存在多个持股10%以上^①的股东。既有文献发现“多个大股东”之间可能存在两种相反的关系模式:一是多个大股东之间进行“互相监督”,进而有效抑制彼此基于私利损害公司价值的行为(Laeven和Levine,2008^[43];Edmans和Manso,2011^[4]);二是多个大股东之间可能由于各自的持股比例尚无法完全控制公司,继而有动机进行“合谋”,通过联盟的方式获取控制权,侵害中小股东利益(Gomes和Novaes,2006)^[20]。

具体到国有资本参股民营企业上,国有股东和民营股东之间会存在怎样的关系模式?就中国的实际情况来看,国有企业兼顾“国家公共性”和“企业盈利性”(Bai等,2006)^[33],而民营企业“企业盈利性”动机更强,不同的利益诉求使得国有股东和民营股东之间难以进行“合谋”,更可能表现为“互相监督”的制衡动机。进一步地,国有大股东除有“动机”对民营控股股东进行监督外,是否具备相应的“能力”对其进行监督?作为持股10%以上的大股东,它们可以在股东大会以及董事会上积极发声,行使股东权利保障自身利益(Jiang等,2018)^[5];它们还可以采用退出威胁的方式(姜付秀等,2015)^[46],因为国有股东减持股票会向外界传递非常负面的信号,导致公司股价下跌(Calomiris等,2010)^[47]以及债务融资成本攀升。民营控股股东忌惮国有股东消极退出所带来的不良影响,对“掏空”行为也应当有所收敛。

因此,结合现金持有的“代理问题”假说,国有资本参股就可能通过降低民营企业的“大股东-小股东”代理问题,从而改变后者的现金持有水平。在中国民营企业一股独大的现实背景下,控股股东和经理人往往处于利益一致,甚至是二职合一的状态,因此,从本质上而言,民营企业的“股东-经理人”代理问题仍属于“大股东-小股东”代理问题。当国有资本参股民营企业后,国有股东可以通过积极的“监督”和消极的“退出威胁”对民营控股股东形成有效制衡,进而抑制后者“掏空”公司的行为,缓解“大股东-小股东”代理问题。Jiang等(2018)^[5]利用中国A股上市公司数据证实了多个大股东的存在可以通过约束控股股东继而显著减少公司的过度投资。那么,进一步具体到现金持有上,根据现金持有的“耗散假说”(杨兴全和尹兴强,2018)^[8],过度投资的减少,降低了现金的无谓耗散,节约下来的资金将提升公司整体的现金持有水平。当然,也可能存在另一种相反的情况,在过度投资被抑制的同时,内部人大量持有现金的动机随之减少,继而公司整体的现金持有水平降低。

综合上述分析,本文提出如下一对竞争性假设:

H_0 :国有资本参股可以显著提升民营企业的现金持有水平。

H_1 :国有资本参股可以显著降低民营企业的现金持有水平。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

2003年10月,党的十六届三中全会讨论通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出“大力发展国有资本、集体资本和非公资本等参股的混合所有制经济”,并在同年3月成立国有资产监督管理委员会(以下简称“国资委”),国资国企改革进入新阶段。此

^① 文献普遍按照持股10%的标准来界定“大股东”(La Porta等,1999^[42];Laeven和Levine,2008^[43];姜付秀等,2018^[44]),也有部分文献按照持股5%的标准界定“大股东”(Bharath等,2013)^[45]。

外,2004 年及以后的年报中股东性质信息更完善(郝阳和龚六堂,2017)^[11],因此,本文选取 2004—2019 年间沪深两市 A 股上市公司的年度数据为初始样本,并根据研究的需要进行了如下处理:(1)因研究主题是国有资本持股民营企业,仅保留上市时控股股东股权性质为民营的样本,形成 2004—2019 年间的非平衡面板数据;(2)剔除了国资入主后控制权变更的样本;(3)为避免 IPO 对现金持有造成的干扰(Graham 和 Leary,2018)^[38],剔除上市不满 3 年的样本;(4)按照研究惯例,剔除金融行业样本;(5)剔除主要变量数据缺失的样本。经过上述筛选过程,本文最终获得 13165 个观测值。为避免极端值影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 分位的缩尾处理。

数据来源方面,股东性质数据手工收集于年报和互联网上的前十大股东信息。具体而言:首先对年报中披露的十大股东信息进行手工收集,年报准确披露了股东性质时,按照年报信息进行处理;年报未披露股东性质,仅标注为“法人股”或者“流通 A 股”等情况时,从企查查、天眼查网站进行查找,追溯其终极控制人,并根据终极控制人进行产权性质的判断。公司的终极控制人数据取自中国经济金融数据库系统(CCER)中的“上市公司治理结构”数据,其他数据来源于国泰安数据库(CSMAR)中的“公司研究系列”数据。

2. 变量说明

(1)被解释变量:现金持有(Cashhld)。遵照已有研究大部分文献的做法(Opler 等,1999^[16];陆正飞和韩非池,2013^[25];杨兴全和尹兴强,2018^[8]),本文采用(货币资金 + 交易性金融资产^①)/(总资产 - 现金及现金等价物)来度量现金持有(Cashhld1)。为提升结论的信效度,在主检验中还参照Harford(2008)^[19]的做法,采用(货币资金 + 交易性金融资产)/(总资产)来度量现金持有(Cashhld2)。

(2)解释变量:国有大股东参股(Dsoe)。为更好地检验国有大股东的治理效用^②,本文遵照已有研究的做法(La Porta 等,1999^[42];Laeven 和 Levine,2008^[43];姜付秀等,2018^[44]),采用持股 10% 的阈值来定义国有大股东参股,并设置相应的虚拟变量(Dsoe)。同样,为提升结论的信效度,在主检验中,本文还采用国有大股东持股比例的连续变量(Soeshare)来度量国有大股东参股。

(3)控制变量:参考现有文献,本文在模型中加入了一系列可能影响现金持有的控制变量,包括公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(ROA)、经营性现金流(Cfo)、营运资本(Nwc)、资本支出(Capex)、企业上市年龄(Age)、成长性(Growth)以及第一大股东持股比例(First)、独董比例(IndepDir)等,同时还控制了年度固定效应以及公司所处的行业固定效应。

具体的变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名	变量含义	度量方式
被解释变量	Cashhld1	现金持有	(货币资金 + 交易性金融资产)/(总资产 - 现金及现金等价物)
	Cashhld2	现金持有	(货币资金 + 交易性金融资产)/总资产
解释变量	Dsoe	是否存在国有大股东	国有第一大股东 ^③ 的持股比例达到 10%,取值为 1;没有国有股东时取值为 0
	Soeshare	国有大股东持股比例	前十大股东中,国有股东的累计持股比例

① “交易性金融资产”2007 年以前用“短期投资”指标替代。

② 部分研究以国有企业的股东中一旦出现民营资本、外资资本即定义为混改(陈林和唐杨柳,2014)^[48]。但在许多公司中,这种异质性股东的持股比例非常低,无法承担起混合所有制改革中“转换经营机制、优化公司治理”的战略重任。因此,将一旦出现异质性股东就定义为混改的行为,存在一定的度量误差。

③ 参考郝阳和龚六堂(2017)^[11]的做法,本文将第一大股东定义为经过一致行动人持股合并计算的股东集团。

续表 1

变量类型	变量名	变量含义	度量方式
公司特征 控制变量	<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	杠杆率	总负债/总资产
	<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/总资产
	<i>Cfo</i>	经营性现金流	经营性现金流/总资产
	<i>Nwc</i>	营运资本	净营运资本/总资产
	<i>Capex</i>	资本支出	(购建固定资产、无形资产与其他长期资产所支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 - 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额)/非现金资产
	<i>Age</i>	企业上市年龄	上市的年限
	<i>Growth</i>	成长性	销售增长率
公司治理 控制变量	<i>First</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
	<i>IndepDir</i>	独立董事比例	独立董事数量/全部董事数量

3. 模型设定

为检验国有资本参股对民营企业现金持有的影响,本文构造以下 OLS 回归模型:

$$Cashhld_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Dsoe_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标 i 代表公司, t 代表年份。被解释变量 *Cashhld* 为公司现金持有水平,采用两个测度指标,包括 *Cashhld1* 和 *Cashhld2*。解释变量为国有资本参股情况,采用两个测度指标,包括国有资本是否参股 10% 以上的虚拟变量 *Dsoe* 以及国有资产参股比例的连续变量 *Soeshare*。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计。*Cashhld1* 的平均值为 0.3042,中位数是 0.1914,平均值大于中位数,说明现金持有量在上市公司群体中分布不均,少数的头部企业持有大量现金;*Dsoe* 的均值为 0.0468,说明样本中有 4.68% 的观测值存在国有大股东,整体而言,国有资本参股民营企业的样本比例不是很高;其他变量的均值与主流文献相符。此外,相关系数表^①显示,*Dsoe* 与 *Cashhld* 呈现正相关关系,但不显著,各变量之间相关系数均小于 0.6。

表 2 主要变量描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测值
<i>Cashhld1</i>	0.3042	0.1914	0.3441	0.0155	2.1062	13165
<i>Cashhld2</i>	0.1986	0.1606	0.1404	0.0054	0.7079	13165
<i>Dsoe</i>	0.0468	0.0000	0.2113	0.0000	1.0000	9908
<i>Soeshare</i>	0.0115	0.0000	0.0299	0.0000	0.1803	13165
<i>Size</i>	21.6757	21.5826	1.0351	19.5381	24.8398	13165
<i>Lev</i>	0.3813	0.3702	0.1937	0.0490	0.8672	13165

① 限于篇幅,相关系数表未在正文中列示,备案。

续表 2

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测值
<i>ROA</i>	0.0385	0.0415	0.0690	-0.3292	0.1950	13165
<i>Cfo</i>	0.0595	0.0526	0.0999	-0.2140	0.4185	13165
<i>Nwc</i>	0.1002	0.1039	0.2371	-0.5777	0.6468	13165
<i>Capex</i>	0.0717	0.0521	0.0665	0.0004	0.3149	13165
<i>Age</i>	14.9888	15.0000	5.6007	4.0000	30.0000	13165
<i>Growth</i>	0.2093	0.1413	0.4317	-0.5944	2.7920	13165
<i>First</i>	0.3219	0.3000	0.1359	0.0841	0.6936	13165
<i>IndepDir</i>	0.3764	0.3333	0.0524	0.3333	0.5714	13165

2. 主检验结果与分析

为检验国有资本参股对民营企业现金持有的影响,本文对模型(1)进行回归估计。表3列示了主检验的回归结果,列(1)~列(4)的系数均为正,且至少在5%水平下显著,这说明国有资本参股可以有效提升民营企业的现金持有水平。经济意义方面,以列(1)为例,*Dsoe*的系数为0.0482,这意味着较之不存在国有大股东的民营企业,存在国有大股东的民营企业现金持有水平提高15.84%(0.0482/0.3042)。

表 3 国有资本参股与民营企业现金持有

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld2</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld2</i>
<i>Dsoe</i>	0.0482*** (3.5085)	0.0179*** (3.3653)		
<i>Soeshare</i>			0.1975** (2.3685)	0.0737** (2.2762)
<i>Size</i>	-0.0152*** (-3.9531)	-0.0065*** (-4.2145)	-0.0153*** (-4.5069)	-0.0060*** (-4.5228)
<i>Lev</i>	-0.7656*** (-25.9370)	-0.3142*** (-28.4208)	-0.7257*** (-28.6646)	-0.3043*** (-31.9457)
<i>ROA</i>	0.0119 (0.2144)	0.0934*** (4.1968)	0.0723 (1.5356)	0.1042*** (5.4754)
<i>Cfo</i>	0.9697*** (18.6203)	0.3403*** (20.0890)	0.8617*** (18.7687)	0.3149*** (20.8438)
<i>Nwc</i>	-0.2502*** (-9.8973)	-0.0990*** (-11.1875)	-0.2799*** (-12.6661)	-0.1094*** (-14.2231)
<i>Capex</i>	0.0558 (0.9949)	0.0396* (1.9108)	0.0739 (1.5089)	0.0528*** (2.8810)
<i>Age</i>	-0.0011* (-1.8598)	-0.0003 (-1.0612)	-0.0007 (-1.3906)	-0.0001 (-0.5718)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld2</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld2</i>
<i>Growth</i>	-0.0126 (-1.6420)	-0.0066** (-2.1530)	-0.0063 (-0.9072)	-0.0034 (-1.2454)
<i>IndepDir</i>	0.1496*** (6.7445)	0.0603*** (6.7749)	0.1491*** (8.0260)	0.0628*** (8.2782)
<i>First</i>	-0.0854 (-1.5772)	-0.0105 (-0.4853)	-0.1086** (-2.3268)	-0.0283 (-1.4912)
常数项	0.7387*** (8.4586)	0.3624*** (10.2476)	0.7383*** (9.6676)	0.3546*** (11.6366)
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9908	9908	13165	13165
R ²	0.3815	0.3986	0.3575	0.3756

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著;括号内为稳健标准误 *t* 值,下同

3. 内生性及稳健性检验

(1) Heckman 二阶段检验。关于混合所有制改革的研究,因果关系确立的最大障碍之一为是否存在样本自选择问题。也许正是因为某些民营企业的现金较充裕,国有资本才选择进入,而非因为国有资本持股之后,才提升了公司的现金持有水平。为解决样本自选择问题,本文采用 Heckman 二阶段法,先对国有资本参股民营企业的影响因素进行分析之后,再对国有资本参股民营企业的经济后果进行判断。根据现有研究的发现,所在地区产权保护差、契约精神差的民营企业更有可能实施国有化(李文贵和余明桂,2017)^[49]。为此,本文在既有控制变量的基础上,进一步加入所在地区产权保护情况、所在地区契约精神情况等变量研究国有资本持股民营企业的影响因素。产权保护和契约精神数据来源于樊纲编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中“政府与市场关系评分”以及“市场中介组织的发育和法律制度环境评分”。二阶段回归结果如表 4 所示,列(2)和列(3)的结果显示,在考虑了国有资本参股民营企业的影响因素后,国资参股依旧显著增加了公司的现金持有水平,结论保持稳健。此外,就 IMR 系数的显著性来看,本文也不存在明显的样本自选择偏差问题。

表 4 Heckman 二阶段

变量	(1)	(2)	(3)
	第一阶段	第二阶段	第二阶段
	国资持股民企	现金持有	现金持有
<i>Marketindex</i>	-0.0346** (-2.2255)		
<i>Legalindex</i>	-0.0224*** (-3.6457)		
<i>Dsoe</i>		0.0734*** (3.3920)	

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)
	第一阶段	第二阶段	第二阶段
	国资持股民企	现金持有	现金持有
<i>Soeshare</i>			0.7495*** (2.8145)
常数项	0.2000 (0.3017)	1.1304*** (3.5048)	1.0973*** (3.3716)
IMR		-0.0494 (-0.5127)	-0.0598 (-0.6178)
控制变量	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是
观测值	8639	8639	8639

(2)解释变量滞后一期。为避免国有资本参股与民营企业现金持有之间互为因果的内生性问题,本文采用滞后一期的解释变量,对模型(1)进行重新回归,结果如表5列(1)所示。

表 5 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>
	解释变量滞后一期	2007年以后样本	PSM样本	公司层面聚类
<i>Dsoe</i> ^①	0.0338*** (2.6469)	0.0500*** (3.3227)	0.0594*** (2.9393)	0.0482** (2.1367)
常数项	0.7229*** (8.4693)	0.7138*** (7.9146)	1.3009*** (5.8826)	0.7003*** (5.2614)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	10072	9512	1042	9908
R ²	0.3813	0.3834	0.4284	0.3815

(3)更换样本区间。由于我国在2007年开始执行新的会计准则,为避免新旧会计准则造成的口径不一致而带来的对回归结果的干扰,在稳健性检验中,本文仅保留2007年及以后的样本,对模型(1)进行重新回归,结果如表5列(2)所示。

(4)倾向性得分匹配。为缩小处理组和对照组之间的观测值差异,本文应用倾向得分匹配(PSM)方法,采用一对一最近邻匹配的方式,为存在国资大股东的民营企业寻找最为匹配的没有国资大股东的民营企业对照组。匹配变量包括公司的规模、杠杆率、盈利情况、现金流情况、营运资本、资本支出、上市年龄、第一大股东持股比例、所在行业等。匹配之后的样本回归结果如表5列(3)所示。

(5)更加稳健的标准误。为克服潜在的自相关和异方差等问题对结果造成的干扰,本文对回

① 解释变量为 *Soeshare* 的回归结果与 *Dsoe* 的结果基本保持一致,限于篇幅,未在正文中列示,备索。表7同。

归进行公司层面的聚类调整(Petersen,2009)^[50],结果如表5列(4)所示。

表5的各列结果显示,使用以上方法,研究结论保持不变。

4. 国有资本参股与民营企业现金持有:机制检验

在理论分析部分,本文阐述了国有资本参股对民营企业现金持有的影响可能来源于“合作优势效应”,也可能来源于“竞争制衡效应”。若存在“合作优势”,那么由于国资的声誉加持,民营企业将获得更多的债务融资,进而影响企业的现金持有水平;若存在“竞争制衡”,那么由于国资大股东对民营控股股东的制衡效用,公司的过度投资状况将得到有效抑制,进而影响公司的现金持有水平。本文采用中介效应模型进行机制验证,具体如下:

$$Cashhld_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Dsoe_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Mv_{i,t} = \alpha_1 + \beta_2 Dsoe_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Cashhld_{i,t} = \alpha_2 + \beta_3 Dsoe_{i,t} + \beta_4 Mv_{i,t} + \gamma Control_{i,t} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, Mv 为中介变量,包括债务融资规模($Debt$)和过度投资情况($OverInvest$),即国有资本参股是否通过扩大债务融资规模继而增加了公司的现金持有,以及国有资本参股是否通过缓解过度投资继而增加了公司的现金持有。本文采用长短期总负债来度量债务融资规模($Debt$),其中短期负债包括资产负债表中的短期借款和一年内到期的非流动负债,长期负债包括长期借款、应付债券和长期应付款。此外,本文采用Richardson(2006)^[51]的方法计算过度投资情况($OverInvest$)。具体而言,本文通过模型(5)估计公司正常的投资水平,进而计算模型残差,残差为正代表过度投资($OverInvest$),残差为负代表投资不足。

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,被解释变量为公司第 t 年的新增投资支出($Invest$),计算方法为(固定资产+在建工程+工程物资+长期投资+无形资产)的净增加额/年初总资产;解释变量为滞后一期的托宾 Q ($TobinQ$)、杠杆率(Lev)、货币现金持有量($Cash$)、公司年龄(Age)、公司规模($Size$)以及年股票收益率(Ret),最后还控制了年度固定效应和公司所处的行业固定效应。”

模型(2)的回归结果已在表3中列示,模型(3)和模型(4)的结果如表6所示。表6的A栏列示了扩大债务融资规模的中介效应结果。列(1)和列(2)显示,国有资本参股的系数显著为正,说明国有资本参股提升了民营企业的债务融资规模;列(3)和列(4)显示, $Debt$ 的系数显著为正,说明国有资本参股通过扩大债务融资规模,继而提升了公司的现金持有水平,“合作优势”假说得到验证。表6的B栏列示了降低过度投资的中介效应结果。列(1)和列(2)显示,国有资本参股的系数显著为负,说明国有资本参股降低了民营企业的过度投资情况;列(3)和列(4)显示, $OverInvest$ 的系数显著为负,说明过度投资的情况会降低公司的现金持有,因而国有资本参股通过抑制过度投资,继而提升了公司的现金持有水平,“竞争制衡”假说得到验证。

表6 机制检验

A 栏:扩大债务融资规模的中介效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Debt$	$Debt$	$Cashhld1$	$Cashhld1$
$Dsoe$	0.0262*** (2.9984)		0.0492*** (3.2246)	
$Soeshare$		0.1444*** (2.9991)		0.3576*** (4.0680)

续表 6

A 栏:扩大债务融资规模的中介效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>
<i>Debt</i>			0.1594*** (4.9400)	0.1298*** (4.9521)
常数项	-1.1528*** (-17.2166)	-1.0460*** (-17.9561)	0.8671*** (7.3385)	0.8430*** (8.2179)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	6382	8228	5400	6948
R ²	0.4762	0.4653	0.5475	0.5246

B 栏:降低过度投资的中介效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OverInvest</i>	<i>OverInvest</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>
<i>Dsoe</i>	-0.0128** (-2.2139)		0.0223 (1.2447)	
<i>Soeshare</i>		-0.0811*** (-2.7612)		0.1314 (1.2024)
<i>OverInvest</i>			-0.3714*** (-7.0950)	-0.3484*** (-7.7976)
常数项	-0.0572 (-1.5049)	-0.0546* (-1.7141)	0.3315*** (2.9392)	0.2436*** (2.6529)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	3027	4088	3027	4088
R ²	0.2865	0.2822	0.2874	0.2865

五、进一步分析

1. “交易需求”还是“竞争效益”?

公司的融资便利得到提升后,根据“交易需求”假说,公司不再需要持有那么多的现金,继而会降低现金持有水平;而根据“竞争效应”假说,公司有能力持有更多的现金以提升市场竞争力,因而会增加现金持有水平。主检验和机制检验的解释变量系数方向支持“竞争效应”假说,本文进一步进行公司层面的异质性分析,以证实“竞争效应”的存在。

本文按照产品市场竞争优势以及是否处于高科技行业对国资参股影响企业现金持有进行分组检验,这是因为,处于产品市场竞争劣势以及处于高科技行业(Booth和Zhou,2013)^[52]的企业,更有可能出于“竞争效应”增持现金。具体度量上,本文以主营业务收入年度行业中位数为标准,将

样本分为竞争优势组和竞争劣势组;依据经济合作与发展组织(OECD)的标准^①,将样本分为高科技行业组和非高科技行业组,继而利用分组样本对模型(1)进行重新回归。结果如表7所示。表7的列(1)显示,在竞争劣势组中,国资参股显著提升了公司的现金持有水平;列(2)显示,在竞争优势组中,国资参股亦提升了公司的现金持有水平,但系数值和显著性较之列(1)的结果要低很多。本文进一步采用似无相关模型(Greene,2012)^[53]进行组间系数检验,结果显示二者之间的差异在5%水平下显著。同样地,表7的列(3)显示,在高科技行业组里,国资参股显著提升了公司的现金持有水平;而列(4)显示,在非高科技行业组里,国资参股的系数不显著,二者的组间系数差异检验没有通过。这就意味着,至少在处于竞争劣势的子样本里,国有资本参股对提升公司的现金持有起到了更加显著的作用,证实了现金持有的“竞争效应”是成立的,即公司出于提升竞争力的动机,储备了更多的现金。

表7 公司层面的异质性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>
	竞争劣势组	竞争优势组	高科技行业	非高科技行业
<i>Dsoe</i>	0.0932*** (3.6429)	0.0337* (1.8747)	0.0522*** (2.6777)	0.0317 (1.4484)
常数项	0.5791** (2.3810)	0.2295 (1.5700)	1.2190*** (8.0107)	0.5000*** (2.8647)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	4966	3528	5913	2581
R ²	0.4217	0.3003	0.4138	0.2126
组间系数P值	0.038**		0.459	

2. 投资类国有股东与实业类国有股东的比较

关于股东的异质性,除了可以在企业性质这个维度进行定义外,还可以进行其他维度的界定,比如:专业投资者和其他投资者。本文讨论投资类国有股东和实业类国有股东对民营企业现金持有的不同影响。本文预期,投资类股东参股会对民营企业的现金持有带来更加显著的影响,原因在于:相比于实业类股东,专业的投资类股东参股的企业可能更多,具备更丰富的经验,更有能力完善参股企业的公司治理体系(吴超鹏等,2012)^[54],监督控股股东的自利行为,继而影响基于“代理问题”的现金持有;相比于实业类股东,投资类股东往往在市场上更加活跃,与其他投资机构、商业银行等因业务合作保持有密切的关系往来,因而有助于参股企业接触到更多的资金资源(Hochberg等,2007)^[55],继而影响基于“交易需求”和“竞争效应”的现金持有。

本文设定虚拟变量 *Dinvest1* 表示是否为投资类国有股东,公司名称中含有“投资”或经营范围主要是“投资”取值为1,实业类国有股东取值为0。此外,在正文的样本选择中,本文按照研究惯例剔除了国有银行、国有资产管理公司等金融行业股东的观测值;为更好地检验投资类国有股东的作用,本文将国有银行、国有资产管理公司等金融行业股东的观测值重新纳入投资类国有股东的范畴,设定为 *Dinvest2*。本文使用这些变量取代主检验中的解释变量对模型(1)进

① 本文将计算机相关行业、电子行业、信息技术行业、生物制药行业以及通信行业定义为高科技行业。

行重新回归,结果如表 8 所示。无论是 *Dinvest1* 还是 *Dinvest2*,系数都至少在 10% 水平下显著为正,这意味着,较之实业类股东,投资类国有股东参股对于企业的现金持有水平存在更加积极的影响。

表 8 不同类型国有资本的异质性检验

变量	(1)	(2)
	<i>Cashhld1</i>	<i>Cashhld1</i>
<i>Dinvest1</i>	0.0347 ** (2.5699)	
<i>Dinvest2</i>		0.0185 * (1.7581)
常数项	1.0933 *** (5.1788)	0.2547 ** (2.1384)
控制变量	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是
观测值	3205	3821
R ²	0.2807	0.3264

3. 现金持有价值

国有资本参股可以显著提升民营企业的现金持有,那么,这些现金持有是否有助于增加公司价值?为此,本文进一步检验国有资本参股对于民营企业现金持有价值的影响。本节采用托宾 Q 来衡量公司价值, $TobinQ = (\text{流通股份数} \times \text{流通股价格} + \text{非流通股份数} \times \text{每股净资产} + \text{总负债}) / \text{总资产}$ 。解释变量方面,除了主检验中采用到的 *Dsoe* 和 *Soeshare*,本文还采用了更加丰富的国有资本参股度量方式,包括以 5% 为阈值 (Bharath 等,2013)^[45] 定义国资是否参股的虚拟变量 (*Dsoe5*),以及采用经一致行动人加总后的第一大有股东持股比例的连续变量 (*Soelargest*)。回归结果如表 9 所示。列(2)、列(3)和列(4)显示,国有资本参股与现金持有的交乘项系数都为正,且至少在 10% 水平下显著,列(1)中的交乘项系数显著性稍弱一些,大约在 20% 水平下显著。整体而言,表 9 的结果意味着,国有资本参股不仅提升了民营企业的现金持有水平,还提升了民营企业的现金持有价值。

表 9 国有资本参股对现金持有价值的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>
<i>Dsoe</i>	-0.0670 (-1.0196)			
<i>Dsoe</i> × <i>Cashhld1</i>	0.2373 (1.3836)			
<i>Soeshare</i>		0.0753 (0.1701)		
<i>Soeshare</i> × <i>Cashhld1</i>		2.5793 ** (2.0966)		

续表 9

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>	<i>TobinQ</i>
<i>Dsoe5</i>			0.0032 (0.0557)	
<i>Dsoe5</i> × <i>Cashhld1</i>			0.3490* (1.9194)	
<i>Soelargest</i>				0.0183 (0.0368)
<i>Soelargest</i> × <i>Cashhld1</i>				2.5032* (1.7118)
<i>Cashhld</i>	-0.0901* (-1.8351)	0.0311 (0.6204)	-0.0990** (-2.0130)	0.0356 (0.7127)
常数项	11.9230*** (28.7288)	11.8775*** (33.7660)	11.5351*** (27.8341)	11.8764*** (33.7620)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9676	12866	10149	12866
R ²	0.3715	0.3703	0.3672	0.3700

六、结论和讨论

1. 结论

本文立足于中国国情,基于“合作优势”和“竞争制衡”的双重视角,结合现金持有的“交易需求”“竞争效应”和“代理问题”假说,探讨了国有资本参股对于民营企业现金持有水平的可能影响;并在此基础上,以2004—2019年中国A股上市公司为研究样本进行了实证分析,得到如下主要结论:第一,国有资本参股可以显著提升民营企业的现金持有水平,该结论在经过 Heckman 二阶段检验、PSM、更换样本区间等一系列内生性和稳健性测试后仍然成立。第二,国有资本参股通过扩大民营企业的债务融资规模,使得企业有更强的能力增持现金以提升市场竞争力,还通过缓解民营企业的“大股东-小股东”代理问题抑制公司过度投资所造成的现金无谓耗散,进而提高了现金持有水平。第三,国有资本参股对于现金持有水平的提升作用在处于竞争劣势的企业中更加显著,这验证了“竞争效应”假说。关于现金持有,早期的理论主张现金持有是公司出于融资约束下的无奈之举(Miller和Orr,1966)^[21],新的文献转而强调现金持有是公司提升竞争力的主动为之(Fresard,2010^[22];Begenau和Palazzo,2021^[23])。本文证实了较之“交易需求”理论,“竞争效应”理论可以更多地解释当下A股上市公司的现金持有倾向,说明现金持有理论随着金融市场以及产品市场的发展在不断更新,新的理论具有更强的解释力。第四,国有资本参股民营企业提升了现金持有水平,提升了公司价值,国有资本参股民营企业通过“合作优势”和“竞争制衡”双管齐下地改善了后者的财务行为及公司绩效,有效地实现了“两种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展”的混合所有制改革政策初衷。

2. 政策启示

本文的研究具有如下几点政策启示:(1)国有资本参股民营企业的“反向混改”可成为实现国家经济治理目标的有效手段。进入“新常态”阶段后,中国增速放缓,挑战增加,结构性改革迫在眉睫。如何构建更具活力和效益的微观市场主体,成为当下理论界和实务界面临的最重要问题。本文的研究证实了,国有资本参股民营企业,不仅可以通过自身更好的社会地位、声誉以及更强的资源获取能力,实现国有股东和民营股东“合作优势”的协同效应,还可以通过“积极监督”和“消极退出”约束民营控股股东的自利行为,实现“竞争制衡”的治理效应。这意味着,在中国既有的政治经济体系下,在民营企业同时存在融资困境和“大股东-小股东”代理问题的现实背景下,由国有资本参股民营企业的“反向混改”可成为实现国家经济治理目标的有效手段,其对于进一步做优做活国有经济和民营经济,构建更具活力和效益的微观市场主体具有重大意义。(2)推动国有资本进入民营企业尤其是增量国有资本进入民营企业,对于进一步放大国有资本功能、完善民营上市公司治理具有重要的现实意义。本文的研究还证实了,较之实业类国有股东,投资类国有股东参股对于民营企业现金持有水平的提升作用更加显著。这一结论与理论研究中关于专业投资机构有能力完善参股企业的公司治理体系(吴超鹏等,2012)^[54],有能力使得参股企业接触到更多的资金资源(Hochberg等,2007)^[55]保持了一致。这个结果为国家目前正在陆续组建的“国有资本投资公司”“国有资本运营公司”,即国有资本授权经营体制的改革提供了理论依据。此外,与之密切相关的一个问题是,当下“国资国企改革”的政策更多地侧重于针对“存量”国有资产建立监管体系,有关部门努力通过从“管资产”到“管资本”,实现监管理念、重点、方式等多方位的转变。本文建议相关部门在考虑如何进行“存量”国有资产监管的基础上,可以更多地进行“增量”国有资本的优化布局,通过国有资本新进入优质民营企业,以二者之间的“相互促进、共同发展”,最终实现整个社会的资本配置效率和经济循环效率的提升。(3)应进一步加大对民营企业的融资支持,国有资本参股民营企业提供声誉背书不失为一剂良药。当下,中国的经济早已告别短缺时代,市场竞争日趋激烈。与之相伴随的是,不时出现的价格战。在这样的一个大环境下,低现金持有的企业很容易陷入财务困境,而高现金持有的企业才有可能随时应对市场的不利冲击。本文的研究为此提供了相应的经验证据,证明了民营企业在得到融资便利后,愿意更多地提升现金持有水平以提升市场竞争力。这反向说明了“融资难、融资贵”依然是提升民营企业有效发展的掣肘因素。由此,政府部门应当致力于多措并举地改善民营企业的融资环境,比如,通过国有资本参股民营企业提升后者的声誉,设立专门服务于中小企业的金融机构,创新金融产品将中小企业的贷款依据从抵押物转向现金流等。

3. 研究展望

尽管本文为探寻国有资本参股民营企业的经济后果做了大量努力,但仍不可避免地存在一些研究局限性,有待未来进一步优化。第一,研究方法的局限。受限于样本数量,本文没有采用DID研究模型,在主回归中仅使用了OLS模型。没有采用DID模型的主要原因在于“反向混改”刚刚处于起步阶段,2004—2019年期间国有资本以持股5%及以上大股东身份新进入民营企业的观测值仅有100个左右,剔除掉上市3年以内的民营企业,观测值就仅剩70个左右,其中还有一半的观测值国资进入的年份为2019年,再剔除掉这部分样本,观测值就只剩下不到30个,样本数量太少以致无法开展有效的DID研究。后续随着时间的推进,样本数量增多之后可以采用DID模型,以此更好地捕捉国资进入的动态变化,使得研究结论更加丰富和稳健。第二,研究内容的拓展。本研究的主要解释变量为民营企业中存在持股5%或10%以上的国资大股东,相应的对照组为没有任何国资参股的民营企业,即研究的核心内容为存在国资大股东和不存在国资大股东的不同影响。后续可以以民营参股股东为对照组,研究国资大股东参股和民营大股东

参股的不同影响。此外,还可以研究一个国有大股东和多个国有大股东的不同影响等。第三,研究角度的拓展。本文主要研究了国有资本参股对于民营上市公司的影响,未来还可以对国有股东派驻的董事和高管数据进行手工收集,研究董事会结构或高管人员结构对民营上市公司的影响。

参考文献

- [1] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of The Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 - 360.
- [2] Shleifer, A., and R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52, (2): 737 - 783.
- [3] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 90, (2): 22 - 27.
- [4] Edmans, A., and G. Manso. Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24, (7): 2395 - 2428.
- [5] Jiang, F., W. Cai, X. Wang, and B. Zhu. Multiple Large Shareholders and Corporate Investment: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50, (6): 66 - 83.
- [6] 毛新述. 国有企业混合所有制改革: 现状与理论探讨[J]. *北京工商大学学报*, 2020, (3): 21 - 28.
- [7] Chen, F., N. Huyghebaert, S. Lin, and L. Wang. Do Multiple Large Shareholders Reduce Agency Problems in State-controlled Listed Firms? Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, (57): 1 - 21.
- [8] 杨兴全, 尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有? [J]. *北京: 管理世界*, 2018, (11): 93 - 107.
- [9] 秦华英. 混合所有制改革影响国有企业创新的机制分析[J]. *北京: 管理世界*, 2018, (7): 174 - 175.
- [10] 刘运国, 郑巧, 蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗? ——来自国有上市公司的经验证据[J]. *北京: 会计研究*, 2016, (11): 61 - 68, 96.
- [11] 郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. *北京: 经济研究*, 2017, (3): 122 - 135.
- [12] 张伟, 于长春. 创新驱动发展战略下的国有企业改革路径选择研究[J]. *北京: 经济研究*, 2019, (10): 74 - 88.
- [13] 罗宏, 秦际栋. 国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J]. *北京: 中国工业经济*, 2019, (7): 174 - 192.
- [14] 赵晓阳, 衣长军. 国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚? ——兼论亲清政商关系的调节作用[J]. *北京: 经济管理*, 2021, (7): 61 - 74.
- [15] 曾敏, 何德旭. 商业信用理论的再辨析——以国有资本持股民营企业为视角[J]. *成都: 经济学家*, 2021, (10): 23 - 31.
- [16] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52, (1): 3 - 46.
- [17] Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. Why Do U. S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (5): 1985 - 2021.
- [18] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-Overs[J]. *American Economic Review*, 1986, 76, (2): 323 - 329.
- [19] Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87, (3): 535 - 555.
- [20] Gomes, A., and W. Novaes. Sharing of Control Versus Monitoring[R]. *PIER Working Paper*, 2006.
- [21] Miller, M. H., and D. Orr. A Model of the Demand for Money by Firms[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1966, 80, (3): 413 - 435.
- [22] Fresard, L. Financial Strength and Product Market Behavior[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65, (3): 1097 - 1122.
- [23] Begenau, J., and B. Palazzo. Firm Selection and Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 139, (3): 697 - 718.
- [24] 张会丽, 吴有红. 超额现金持有水平与产品市场竞争优势——来自中国上市公司的经验证据[J]. *北京: 金融研究*, 2012, (2): 183 - 195.
- [25] 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? ——基于产品市场和资本市场两重角度的研究[J]. *北京: 管理世界*, 2013, (6): 43 - 60.
- [26] Nikolov, B., and T. M. Whited. Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69, (5): 1883 - 1921.
- [27] 李思飞, 卢闯. 家族参与管理、家族控制与现金持有水平[J]. *北京: 中央财经大学学报*, 2018, (5): 46 - 58.

- [28] Jiang, G., C. M. Lee, and H. Yue. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98, (1): 1 – 20.
- [29] 罗琦, 胡志强. 控股股东道德风险与公司现金策略 [J]. 北京: 经济研究, 2011, (2): 125 – 137.
- [30] Jebran, K., S. Chen, and M. Z. Taunic. Principal-Principal Conflicts and Corporate Cash Holdings: Evidence from China [J]. *Research in International Business and Finance*, 2019, (49): 55 – 70.
- [31] Brandt, L., and H. Li. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31, (3): 387 – 413.
- [32] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据 [J]. 北京: 管理世界, 2013, (5): 157 – 168.
- [33] Bai, C. E., J. Y. Lu, and Z. G. Tao. The Multitask Theory of State Enterprise reform: Empirical Evidence from China [J]. *American Economic Review*, 2006, 96, (2): 353 – 357.
- [34] 宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 国有股权、民营企业参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据 [J]. 北京: 金融研究, 2014, (12): 133 – 147.
- [35] 毛新述, 周小伟. 政治关联与公开债务融资 [J]. 北京: 会计研究, 2015, (6): 26 – 33, 96.
- [36] 姚梅洁, 宋增基, 张宗益. 制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据 [J]. 北京: 管理世界, 2019, (1): 158 – 173.
- [37] Megginson, W. L., B. Ullah, and Z. Wei. State Ownership, Soft-Budget Constraints and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms [J]. *Journal of Banking Finance*, 2014, 48, (2): 276 – 291.
- [38] Graham, J. R., and M. T. Leary. The Evolution of Corporate Cash [J]. *The Review of Financial Studies*, 2018, 11, (31): 4288 – 4344.
- [39] 汪琼, 李栋栋, 王克敏. 营商“硬环境”与公司现金持有: 基于市场竞争和投资机会的研究 [J]. 北京: 会计研究, 2020, (4): 88 – 99.
- [40] 李常青, 曾敏, 陈泽艺. 大股东会支持上市公司吗? ——基于大股东股权质押的视角 [J]. 厦门大学学报, 2021, (4): 71 – 84.
- [41] Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance and Economic Growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, (1): 57 – 116.
- [42] La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54, (2): 471 – 517.
- [43] Laeven, L., and R. Levine. Complex Ownership Structures and Corporate Valuations [J]. *The Review of Financial Studies*, 2008, 21, (2): 579 – 604.
- [44] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险 [J]. 北京: 会计研究, 2018, (1): 68 – 74.
- [45] Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar. Exit as Governance: An Empirical Analysis [J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68, (6): 2515 – 2547.
- [46] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 北京: 管理世界, 2015, (5): 147 – 159.
- [47] Calomiris, C. W., R. Fisman, and Y. Wang. Profiting from Government Stakes in a Command Economy: Evidence from Chinese Asset Sales [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96, (3): 399 – 412.
- [48] 陈林, 唐杨柳. 混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究 [J]. 成都: 经济学家, 2014, (11): 13 – 23.
- [49] 李文贵, 余明桂. 产权保护与民营企业国有化 [J]. 北京: 经济学 (季刊), 2017, (4): 109 – 134.
- [50] Petersen, M. A. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22, (1): 435 – 480.
- [51] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, (11): 159 – 189.
- [52] Booth, L., and J. Zhou. Increase in Cash Holdings: Pervasive or Sector-Specific? [J]. *Frontiers in Finance and Economics*, 2013, 10, (2): 1 – 30.
- [53] Greene, W. H. *Econometric Analysis* [M]. Harlow: Pearson, 2012.
- [54] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (1): 105 – 119.
- [55] Hochberg, Y. V., A. Ljungqvist, and Y. Lu. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62, (1): 251 – 301.

How does the State-Owned Capital Shareholder Affect the Cash Holding of Private Enterprises? Based on the Dual Perspective of “Cooperative Advantages” and “Competitive Balances”

ZENG Min¹, LI Chang-qing², LI Yu-kun³

(1. National Academy of Economic Strategy, CASS, Beijing, 100006, China;

2. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China;

3. International Business School, Shanxi Normal University, Xi'an, Shanxi, 710119, China)

Abstract: Based on dual perspectives of “cooperative advantages” and “competitive balances” as well as the classical theory of cash holding, this study proposes the competing hypotheses to explore how the state-owned capital shareholder affects the cash holding of private enterprises with a sample of A-share listed firms from 2004 to 2019. The research finds that state-owned capital shareholder can significantly enhance the cash holding of private enterprises. The conclusion still holds after a series of robustness test. The specific mechanism is that the state-owned capital shareholder expands the debt financing scale of private enterprises so that the latter have the ability to increase cash holding to enhance market competitiveness; In addition, the state-owned capital shareholder also alleviates the agency problem of “principal-principal” in private enterprises, restrains the unnecessary dissipation of cash caused by the over-investment, and thus increases the cash holdings. This means that the influence of state-owned capital shareholder on private enterprises not only realizes the synergistic effect of “cooperative advantages”, but also realizes the governance effect of “competitive balances”.

Further research shows that the effect of state-owned capital shareholder on cash holdings is more significant in enterprises at a competitive disadvantage, which verifies the “competition effect” hypothesis. In addition, compared with industrial shareholders, investment shareholders play a more significant role in enhancing corporate cash holding. This conclusion is consistent with the theory that professional investment institutions have the ability to improve the corporate governance of shareholding enterprises and to access more capital resources. It also provides theoretical basis and empirical evidence for the reform of state-owned capital authorized management system. Finally, state-owned capital shareholder enhances firm value by increasing cash holdings. This shows that state-owned capital's participation in private enterprises improves the firm's financial behavior and firm value through “cooperative advantages” and “competitive balances”, and effectively realizes the original intention of the mixed ownership reform policy of “two types capital learn from each other, promote each other and develop together”.

This study has the following contributions: (1) Expanding and deepening the research on ownership structure. Existing research on ownership structure focus more on relationship between shareholders, but pay less attention to heterogeneity of shareholders. This study explores the influence of state-owned capital shareholder on private enterprises from the perspective of “cooperative advantages” and “competitive balances”, which expands and deepens the research on ownership structure. (2) Enriching and improving the theoretical research on “two-way mixed ownership reform”. Up to now, almost all the literature on mixed ownership reform focus on the introduction of privately owned capital into state-owned enterprises, and only few literatures discuss state-owned capital's participation in private enterprises. The lack of theoretical research does not match the strategic deployment of “two-way mixed ownership reform”. This study enriches and improves the theoretical research, and also has important policy significance for the state-owned capital reform. (3) Proving that the cash holding theory is constantly updated with the development of financial market and product market. Compared with the “transactional demand” theory, the “competition effect” theory can better explain the current cash holding tendency of A-share listed firms.

Key Words: cash holding; mixed ownership reform; inverse reform; state-owned capital; shareholder heterogeneity

JEL Classification: G32, G34, P20

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.04.008

(责任编辑:李先军)