

政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性

——来自后金融危机时期的经验证据

陈志斌, 范圣然

(东南大学 经济管理学院, 江苏 南京 210093)

[摘要]在中国式经济增长进程中,政府作为“幕后推手”日益引发各界关注。政府的质量取决于政府所提出的制度安排,而企业行为是对政府所制定的制度的反应。本文以2009—2011年我国上市公司经验数据为样本,检验政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性间的关系。实证结果发现,随着政府质量的提升,企业运用内部现金流积累现金的倾向减弱,表现为现金—现金流敏感性降低。同时发现,这种变化在不同市场化程度地区的企业中会呈现不同的特征。具体而言,伴随政府质量的提升,市场化程度较低地区的企业受惠于制度环境的优化,其现金—现金流敏感性显著降低,而市场化程度较高地区的企业这一变化并不明显。本文为解释地方政府推出制度优化经济环境的微观机制提供了经验证据。

[关键词]政府质量;市场化程度;现金—现金流敏感性;企业融资;制度环境;金融危机;现金流管理;公司财务
[中图分类号]F235.19 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)02-0052-09

一、引言

金融危机后,随着投资人的撤资和信贷市场“惜贷”情况的加剧,企业的外部融资活动变得举步维艰。在企业面临外部融资困境时,通过留存内部现金流以备未来之需的倾向越发明显,即企业的现金—现金流敏感性更显著^[1]。至此,现金—现金流敏感性问题作为考察融资约束环境下,企业内部现金流管理活动的关键问题受到学者们的广泛关注。然而,现有关于现金—现金流敏感性问题的大都集中在公司层面,缺乏对外部宏观政策因素的考虑,更忽视了新兴市场经济体中政府所扮演的关键性作用角色^[2]。事实上,政府通过税收、监管等制度来影响和控制着企业的各项经济活动,在这种情况下,政府的质量已然成为影响企业现金—现金流敏感性的一个重要因素。具体而言,政府质量作用于政府所制定的宏观经济政策等制度,从而导致微观企业融资渠道、融资成本等发生相应的变化,使企业面临的融资约束会有所不同,进而促使企业经营活动现金流管理进行适当改变,从而带来企业现金—现金流敏感性的变化。这正恰如金融危机爆发后,我国政府推出“四万亿”救市措施,通过给市场注入大量流动性资金,有效缓解了企业“预防性动机”的资金压力,从而带来企业现金—现金流敏感性的变动。由此,给我们带来一个问题是在金融危机冲击后随着政府质量的变动会给企业现金—现金流敏感性造成何种影响。同时,我国地区间市场化程度差异的现实背景,决定着市场化程度下政府质量对企业现金—现金流敏感性作用效力所产生的影响不可被忽视。鉴于此,本文将以后金融危机时期的政府质量为出发点,结合我国地区市场化差异的现实背景,实证分析市场化差异视角下政府质量、市场化程度与企业现金—现金流敏感性间的关系。

作为新兴市场国家中最大的经济体,我国区域发展不平衡及特殊的制度环境为本文检验政府质量、

[收稿日期]2014-03-31

[基金项目]国家自然科学基金项目(70972039,71202106,71172064)

[作者简介]陈志斌(1965—),男,江苏泰州人,东南大学经济管理学院副院长,财务与会计系主任,教授,博士生导师,从事公司财务、内部控制、政府会计研究;范圣然(1989—),男,安徽全椒人,东南大学经济管理学院博士研究生,从事现金流管理研究。

市场化程度和现金—现金流敏感性间的关系提供了难得的经验数据。一方面,中国各地区的“产业梯度转移”模式造成了地区间市场成熟度的差异;另一方面,我国正处于行政分权、财政分权的转轨时期,各级地方政府都积极参与到经济改革发展的进程中去。因此,基于政府质量转变的关键时期,结合我国的经济改革背景来考察政府质量对微观企业现金—现金流敏感性的影响具有一定的研究价值。

本文对现有研究的贡献在于:首先,本文基于政府质量层面,探讨其如何对微观企业现金—现金流敏感性产生影响,从微观视角揭示了政府质量影响公司现金流决策的作用机制,丰富了现有政府质量对企业行为的研究文献;其次,本文的分析充分考虑了我国各地区间的差异,针对相同制度背景下不同地区政府质量及市场成熟度的比较分析,有助于更好地立足我国的制度环境,理解地区间企业经营活动现金流管理对宏观政府质量敏感性的困惑,为国家在不同地区制定和运用政府制度来调控微观企业经营活动现金流管理提供政策启示。

二、文献回顾及其述评

在考察政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性这一问题时,现有文献主要可以分为两大类:政府质量的传导机制与现金—现金流敏感性的相关文献;市场化程度及现金—现金流敏感性内在联系的相关文献。

(一) 政府质量的传导机制与现金—现金流敏感性

政府质量即衡量政府的理性、效率性和自律性的尺度,主要体现在维护社会法律秩序、保持经济发展稳定以及公开公平的税收体制和规制管理的制度框架^[3]。具体来说,政府质量可划分为政府技术质量和政府民主质量两大类^[4],其中,政府技术质量涵盖政府行政效率、法治水平和控腐力度等;政府民主质量主要涉及民意满意程度。早期研究者多选用政府腐败程度来度量政府质量^[5]。随后,世界银行发布了世界治理指数并初步提供了较为全面的政府质量度量指标,此外,自由之家(Freedom House)发布的公民自由和政治权利指数,以及哥德堡大学政府质量研究中心发布的公正性指数,也都为政府质量的度量提供了参考。目前学术界基于政府质量视角对企业行为的影响研究,主要聚焦在政府质量所产生的“帮助之手”和“掠夺之手”两种同时存在的效应。

首先,政府掌握着重要的经济资源,获得政府支持的企业则获得了竞争优势。Kanack 和 Keefer 基于世界价值调查(World Value Survey)中有关 29 个市场经济国家的数据研究发现,政府对社会资本的支持会带来公共信任的提升,从而降低交易成本,帮助企业获取外部资本,使得这些地区企业的现金—现金流敏感性系数发生显著降低^[6]。这也为新制度经济学中诺斯的“制度至关重要(Institution Matters)”假说提供了实证检验,即政府质量的提升会显示出更好的“制度”、更高效的产权保护以及最低的资源扭曲配置行为,进而降低企业的融资约束程度^[7-8]。我国学者也得出类似的研究结论。孙铮采用构建的政府干预指数研究政府干预对地区企业债务结构的影响时发现,政府的有效干预会带来本地区企业融资成本的降低^[9]。究其原因发现,正是由于政府质量和政府规模的提升,给该地区企业创造了宽松的融资环境^[10]。因此,这些地区的企业大都呈现出低水平的现金持有^[11],这也间接支持了地方政府对企业“帮助之手”的假说。

其次,政府有动机利用企业资源来实现其政治任务,即通过行政审批、税收及生产资源分配等手段给企业嫁接社会负担^[2]。Shleifer 和 Vishny 验证了政府“掠夺之手”的存在,认为转型经济国家中的上市公司存在的过度投资行为在很大程度上是源于当地政府政绩的驱使^[12],这在短期内可能会增加本地就业、增强社会服务功能,但对于上市公司自身而言会给其未来经济效益带来负面影响^[13]。我国学者的研究结论同样也支持这一观点。陈抗等认为伴随分税制改革,我国的财政资源迅速地向预算外甚至体制外流失,贪腐情况不断恶化,地方政府的“帮助之手”有向“掠夺之手”的明显转变趋势^[14]。正是通过扩大企业“控制性资源”和转移企业“控制性资源”两个循环阶段的交替运作^[15],从

而实现地方政府“政治企业家”的目标,这种各级政府、地方官员将政治绩效内部化到当地企业的行为,极大地提升了过度投资企业的比例,产能过剩的情况(LED、光伏、船舶等行业)时有发生。

(二) 市场化程度及现金—现金流敏感性

市场化程度反映着我国由计划经济向市场经济转变的程度,由一系列经济、法律、社会及政治体制综合出的指标集构成,通常基于政府与市场关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度、市场中介组织发育程度和法律制度等五个维度共25个具体指标度量得出^[16]。然而,对于我国不同地区的企业而言,国家层面的大制度环境虽然相同,但所处地区市场化程度的不同兼并造成的地区间法治水平、产权保护程度等存在的差异^[17],由此,导致不同地区的企业会表现出不同的行为特征。学者们纷纷基于市场化程度差异来考察其对地区企业行为的影响。

我国市场化发展的相对滞后、企业破产制度的缺失以及投资者保护机制的薄弱,使得银行更倾向于发放短期贷款以控制贷款风险^[18]。但是随着公司所处地区市场化程度的提高,银行债务治理的效用会更加显著^[19],体现为伴随着市场化程度的提高,地区企业的长期贷款比例会有所提升,相应的短期贷款比例会有所下降。不同的是,肖作平研究我国中、东、西部三个地区企业债务结构时发现,中部地区的企业较东部和西部地区企业的长期债务比例更高^[20],这正是由于该地区企业中长期负债替代了短期负债所导致,而上述差异主要归因于政府对企业干预的作用^[9]。

综上文獻所述,我们可以发现,现有关于政府质量的文献大都基于政府“帮助之手”和“掠夺之手”两种同时存在的效应与企业行为的研究。基于政府质量视角出发,经过相关传导渠道并作用于微观企业现金—现金流敏感性的形成和影响的研究并不多见。同时,市场化程度作为企业决策的环境基础,在已有关于其与企业行为的关系研究中,学者们都认为政府的关键性作用不可被忽视^[2,9]。

三、理论分析与假设提出

(一) 政府质量与现金—现金流敏感性

理论上,企业在完美资本市场中其外部融资摩擦被消除,市场配置资源的基础性调节作用得以有效发挥,因此,企业无须持有过多现金以满足“预防性动机”的需要。而“预防性动机”认为企业持有现金或等价物以防可能发生的来自外部资本风险的冲击,而该动机在外部融资约束越严重时会更加明显^[21]。此后的研究都得出相同的结论:融资约束环境下的企业会通过经营活动现金流储存充足的现金及等价物以备未来更好的投资需求,从而表现出较高的现金—现金流敏感性水平^[1,22-23]。

我国资本市场发展相对滞后,其中市场产权保护程度、投资者保护制度、会计信息披露质量和政府的质量等均落后于La Porta研究的大多数国家^[24-25]。因此,在政府质量较低的情况下,即在政府显示出“掠夺之手”的效应时,政府的腐败、效率等要素都会增加企业所面临的侵占风险,面对政府的侵占风险,企业内部人通过持有现金的“预防性动机”来抵御这种风险冲击的动机变得更加强烈^[24]。而随着政府质量的不断提升,政府通过产权保护和法律体系的加强,构建起市场内经济主体间的信任关系,从而降低交易成本,有助于提升地区金融信贷资源的合理分配,使得企业的融资约束得到一定程度的缓解。当企业所在地政府质量不断提升后,即在政府“帮助之手”的作用下,企业面临的融资约束力会降低,由此,从内部现金流中积累现金以满足未来需要的依赖度减弱,表现为企业的现金—现金流敏感性呈下降趋势。基于上述分析,提出本文的第一个研究假设。

假设1:政府质量与企业现金—现金流敏感性负相关。

(二) 市场化程度对政府质量、现金—现金流敏感性的影响

在市场经济体制下形成的主流财务理论都是基于良好的产权保护、高度市场化等潜在假设为前提。随着市场经济体制的不断完善,市场的基础性资源配置作用会更加地明显,企业的融资行为也会由此做出相应调整。经验研究结果显示:在规避企业融资风险、缓解企业融资约束等方面市场化程度

对企业融资活动具有积极的推进作用^[26]。现阶段,我国市场化进程虽已取得很大成功,但由于采用“产业梯度转移”模式及地区间在资源禀赋、制度环境等方面存在的自身差异,使得部分地区较早地接触到国外资本、参与市场竞争,基于价值规律的经济活动较为活跃,最终形成了东部优于中部、中部优于西部的市场化程度差异现实^[16]。

如上所述,市场的不发达及产权的弱保护会直接影响到企业契约的签订、造成市场交易成本的提高^[27],即处于市场化程度低地区的企业会面临更为严重的融资困境:一方面,较低的市场化程度意味着政府对企业经济活动的更多干预及法律制度对企业保护机制的失效^[28],因此,处于这些地区的企业更容易因政府的干预或制度的变更而面临未来的不确定性;另一方面,较低的市场化程度意味着对投资者的弱保护^[29],信贷市场投资者为了规避风险而收紧信贷规模,迫使企业在外部市场融资时面临更高的融资约束。因此,低市场化程度地区的企业相较于高市场化程度地区的企业而言面临更为严重的融资约束。而伴随政府质量的提升,政府往往寄希望于信贷政策倾斜来提升低市场化程度地区的经济增长,以实现区域经济均衡发展的战略目标^[30],恰如我国采取的一系列贫困地区金融帮扶政策,使得该地区企业的外部融资较以往更为便捷。因此,随着政府质量的不断优化,对于低市场化程度地区企业而言,从经营活动现金流中积累现金及等价物以满足未来需要的动机会显著降低,即表现为企业现金—现金流敏感性降低更明显。与之相对的是高市场化程度地区的企业原本所面临的融资约束程度相对较低^[31],即使政府质量的提升带来信贷规模的增加,其融资约束的缓解相较于低市场化地区的企业而言也并不明显。基于上述分析,我们提出本文的第二个研究假设。

假设2:在政府质量趋于上升时,市场化程度较低地区的企业现金—现金流敏感性会显著下降,而市场化程度高地区的企业这一效应不明显。

四、研究设计

(一) 研究样本和数据来源

鉴于本文主要基于金融危机冲击后政府质量对企业的影响研究,故选择后金融危机时期的起点2009年为样本初始年份,并结合市场化等相关指标的可获得性,故选择2009—2011年沪深两市A股上市公司作为研究样本,并按照公司所在地的省份进行数据归集处理。本文对所获数据按所在地进行划分后并做出如下筛选:(1)在样本公司行业选择中剔除金融类公司,由于该行业内公司数据的波动和不稳定性,会对整体结果的稳定性产生影响;(2)对数据有缺失的样本公司进行剔除。最终得到30个省际面板数据组,共1613家样本公司,并对连续变量进行了1%和99%分位数上Winsorize处理。上市公司财务数据来自国泰安CSMAR数据库,政府质量相关变量取值于世界经济论坛(WEF)发布的《全球竞争力报告》、我国最高人民检察院发布的《中国检察年鉴》及《中国统计年鉴》,市场化程度数据取自于樊纲编写的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011报告》。

(二) 变量设定

1. 被解释变量

本文基于Almeida提出的用于检验融资约束的现金—现金流敏感性模型(1)^[1],同样使用现金持有量的变动($\Delta Cash$)作为模型(2)的被解释变量。

$$\Delta Cash_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Cashflow_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $\Delta Cash_{it}$ 表示公司*i*在*t*年度的现金持有变化量,采用公司现金持有量在本年度与上一年度间的变化量来度量。

2. 解释变量

根据研究需要,我们选择现金流量(Cashflow)和政府质量(QOG)作为解释变量。(1)现金流量(Cashflow)。根据Almeida提出的基准模型^[1],采用公司经营活动产生的现金流量净额来度量。(2)

政府质量(QoG)。对政府质量的度量是本文实证研究的前提,纵观已有关于政府质量的度量研究,陈德球等构建出目前最为完善的基于我国制度背景下的政府质量度量指标体系,并且已得到相关研究的借鉴使用^[11,32]。他们参照世界银行发布的《政府治理、投资环境及和谐社会——中国 120 个城市竞争力调查》选用政府干预程度、对法院的信心、政府规模和产权保护四个维度来度量政府质量。

政府质量各度量指标的数据来源大致如下:政府的干预程度(QoG_gov)采用构成市场化指数的政府干预程度指数^[9];对法院的信心(QoG_court)借鉴吴一平的做法^[10],用以衡量企业对法律执行力度的信心,取值于《中国检察年鉴》中分省的百万人口腐败案件数量替代;政府规模(QoG_sg)采用政府财政收入和雇员人数^[33],取值于《中国统计年鉴》;产权保护指数(QoG_pr)取值于世界经济论坛(WEF)发布的《全球竞争力报告》一级指标“制度”下所设 1.02 项二级指标“产权保护数值”^[34]。继而,我们将各子指标进行标准化处理,对于正向度量政府质量的指标按公式 $(X_i - X_{\min}) / (X_{\max} - X_{\min})$ 标准化;反向度量政府质量的指标按公式标准化。借鉴 Francis 等计算综合指标的方法^[35],本文将四个变量的平均数构建综合政府质量(QoG)变量,具体计算公式: $QoG = (QoG_gov + QoG_court + QoG_sg + QoG_pr) / 4$ 。该指标值越大表示政府质量越好,政府质量指数描述性统计如表 1 所示,政府质量最小值 0.143、最大值 0.922,说明我国各省份的政府质量间存在着明显差异。

3. 控制变量

建立在以往研究的基础上^[13,29],我们控制了以下变量:SIZE 定义为公司总资产的对数、Lev 定义为公司资产与负债的比率、Debt 定义为长期负债与总负债的比率、Capex 定义为固定(无形)资产及其他长期资产的支出额,行业 IND 和年份 YEAR 也控制在模型(2)中。具体变量的度量如表 2 所示。

表 1 政府质量指数描述性统计表

变量	最小值	最大值	均值	标准差
QoG_gov	0.117	0.907	0.574	0.164
QoG_court	0.153	0.856	0.517	0.201
QoG_sg	0.399	0.921	0.657	0.147
QoG_pr	0.063	0.950	0.578	0.233
QoG	0.143	0.945	0.581	0.201

注: * 数值均保留到小数点后三位。

(三) 模型建立

为了验证本文所提出的两个研究假设,我们以 Almeida 现金—现金流敏感性模型为基准^[1],提出如下的扩展模型(2)。

$$\Delta Cash_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Cashflow_{it} + \beta_2 QoG_{it} + \beta_3 QoG_{it} \times Cashflow_{it} + \beta_4 SIZE_{it-1} - \beta_5 Lev_{it-1} + \beta_6 Debt_{it-1} + \beta_7 Capex_{it-1} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表 2 回归模型变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	$\Delta Cash$	现金持有差额	公司 i 在 t 时期与 t-1 时期现金持有量的差额
	QoG	政府质量	政府效率和产权保护构成的综合指标
解释变量	Cashflow	现金流量	公司 i 在 t 时期经营活动产生的现金流量净额
	MAR	市场化程度	以樊纲 ^[20,1] 编写的《市场化指数》各省份市场化进程为替代变量
控制变量	SIZE	公司规模	公司年末总资产的对数
	Lev	财务杠杆	资产与负债的比率
	Debt	长期负债比例	长期负债与总负债比率
	Capex	资本性支出	当期构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金
	IND	行业虚拟	剔除金融类企业后,分成 20 个行业
	YEAR	年份虚拟	年度虚拟变量

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

我们首先对全样本进行了描述性统计汇总如下页表 3 所示,从各变量统计量来看,各地区企业总

体的现金持有变化量(ΔCash)相差不明显,但存在一部分可能由于地区间市场环境差异造成现金持有量的波动。各地区政府质量(QoG)整体维持较高水平,部分地区政府质量水平亟待提高。变量的标准差都较小,样本数据整体分布较为均匀。

(二) 相关性 Pearson 检验

各变量间的 Pearson 相关系数如表 4 所示,现金持有变化量(ΔCash)与现金流量(Cashflow)、公司规模(Size)显著正相关,但与政府质量(QoG)并无相关关系。从表 4 可以看出,绝大多数的变量间不存在相关性。本文计算出各变量的方差膨胀

因子,最大值为 3.65,远低于 10,因而,模型选用的变量间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 描述性统计汇总表

变量	观测值	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
ΔCash	4839	0.231	1.537	1.005	-3.898	19.238
Cashflow	4839	0.332	0.163	0.883	-3.09	9.45
QoG	4839	0.580	0.572	0.201	0.143	0.945
Size	4839	21.542	21.47	1.237	15.418	25.648
Lev	4839	0.609	0.558	1.609	0.001	1.408
Debt	4839	0.822	0.875	0.196	0.025	0.987
Capex	4839	1.756	0.023	0.883	-0.035	0.326

表 4 相关性检验汇总表

变量	ΔCash	Cashflow	QoG	Size	Lev	Debt	Capex
ΔCash	1						
Cashflow	0.420 **	1					
QoG	-0.013	-0.024	1				
Size	0.316 **	0.459 **	-0.038	1			
Lev	0.003	-0.017	0.037	-0.166 **	1		
Debt	-0.066	-0.079	-0.034	-0.316 **	-0.081 *	1	
Capex	0.114 *	0.459 **	-0.042	0.657 **	-0.019	-0.361 **	1

注: *、**、*** 分别代表在 0.1、0.05 和 0.01 水平(双侧)上显著相关。

(三) 模型回归分析

表 5 报告了以市场化程度划分样本后分别得出的回归结果,参考 Dittmar 划分金融市场发达程度的做法^[29],按照樊纲《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 报告》里各省份市场化程度的排名顺序,最终确认高市场化程度地区(浙江、江苏、上海、北京等)和低市场化程度地区(湖南、河北、甘肃等)子样本。回归模型的全样本调整 R^2 为 0.245, F 值为 76.865;高市场化样本的调整 R^2 为 0.219, F 值为 49.296;低市场化样本的调整 R^2 为 0.438, F 值为 46.225。整体表明回归模型与所有样本数据的拟合优度较高。

从全样本回归结果可以发现,现金流量(Cashflow)在 1% 水平上显著为正,交叉项 $\text{QoG} \times \text{Cashflow}$ 在 1% 水平上显著负相关,说明在较高政府质量的地区中,企业利用内部现金流积累现金的倾向会降低,融资约束得以缓解。即伴随地区政府质量的上升,企业的现金—现金流敏感性会下降,由此,假设 1 得

表 5 模型回归结果表

变量	ΔCash 全样本	ΔCash 高市场化样本	ΔCash 低市场化样本
Cashflow	0.949 *** (8.014)	0.743 ** (2.530)	1.392 *** (7.197)
QoG	-0.197 * (-1.406)	-0.192 * (-0.386)	0.074 * (0.420)
$\text{QoG} \times \text{Cashflow}$	-0.647 *** (-4.02)	-0.410 (-0.959)	-1.460 *** (-3.192)
Size	0.257 *** (10.077)	0.277 *** (8.735)	0.207 *** (5.935)
Lev	0.029 * (1.949)	0.030 * (1.83)	0.132 * (1.457)
Debt	-0.210 * (-1.877)	-0.229 * (-1.928)	-0.068 (-0.006)
Capex	-0.106 *** (-10.015)	-0.098 *** (-7.972)	-0.137 *** (-7.542)
常数项	-5.203 *** (-9.141)	-5.686 *** (-7.446)	-4.410 *** (-5.674)
IND	control	control	control
Year	control	control	control
观测值	4839	3618	1221
调整的 R^2	0.245	0.219	0.438
F 值	76.865	49.296	46.225

注: *、**、*** 分部代表在 0.1、0.05 和 0.01 水平(双侧)上显著相关。括号内为异方差调整后的 T 值。

以验证。为了验证假设 2 的结论,本文分别对高市场化样本和低市场化样本进行回归对比发现,相同的是现金流量(Cashflow)都分别在 5% 和 1% 水平上呈显著正相关关系;不同的是交叉项 QoG × Cashflow 在低市场化样本中呈显著负相关关系,而在高市场化样本中虽也呈现负相关关系,但在统计学意义上结果并不显著。说明随着政府质量的不断提升,相对高市场化地区企业而言,存在于低市场化地区企业利用内部现金流积累现金的这一倾向将更显著,融资约束的缓解效力更高,即表现为随着政府质量的提高,会带来低市场化地区企业现金—现金流敏感性的显著下降,而这一效应在高市场化地区企业中表现得不明显,由此,假设 2 得以验证。

(四) 稳健性检验

1. 为检验本文实证结果的稳健与否,我们借鉴章贵桥等的方法采用替换现金流量(Cashflow)度量的方法^[36],用净利润和当期折旧之和来替代度量 Cashflow 指标,并对全样本按照市场化程度进行了子样本划分,分别进行回归结果如表 6 所示。

从表 6 可以看出,全样本现金流量(Cashflow)在 1% 水平上显著正相关,交叉项 QoG × Cashflow 显著性水平下降但依然在 5% 水平上呈显著负相关,假设 1 结论依然真实可靠。在子样本回归结果中,现金流量(Cashflow)分别在 5% 和 1% 水平上显著正相关,交叉项 QoG × Cashflow 在低市场化样本回归中显著性有所降低,在 5% 水平上显著负相关,但并不影响实证结论,假设 2 结论依然得到可靠验证。

2. 为进一步验证本文实证结果稳健与否,我们采用扩大样本的方法对研究结论进行再检验,鉴于我国从 2007 年起启用新会计准则,为了保持公司财务数据的核算口径一致,本文将扩充 2007 年、2008 年两年数据样本使得全样本涵盖了 2007—2011 年样本数据。实证回归结果如表 7 所示。

从表 7 可以看出,全样本现金流量(Cashflow)在 1% 水平上显著正相关,交叉项 QoG × Cashflow 在 10% 水平上呈显著负相关,同时对比子样本可以发现,交叉项 QoG × Cashflow 在低市场化样本中 10% 水平显著,而在高市场化样本中不显著。因此,扩充样本后的实证检验依然验证了本文的主要研

表 6 稳健性测试结果表

变量	ΔCash 全样本	ΔCash 高市场化样本	ΔCash 低市场化样本
Cashflow	0.920 *** (9.551)	1.649 ** (3.384)	1.399 *** (7.406)
QoG	-0.187 * (-0.736)	-0.105 (-1.087)	0.074 (0.067)
QoG × Cashflow	-0.612 ** (-4.707)	-1.611 (-1.859)	-1.456 ** (-3.359)
Size	0.262 *** (10.365)	0.343 *** (9.457)	0.208 *** (5.907)
Lev	0.029 ** (2.054)	0.029 * (2.942)	0.131 * (1.982)
Debt	0.472 *** (5.983)	0.485 *** (6.504)	0.484 (0.397)
Capex	-0.108 *** (-10.007)	-0.072 *** (-6.279)	-0.137 *** (-7.170)
常数项	-5.356 *** (-9.451)	-7.736 *** (-12.018)	-4.423 *** (-5.641)
IND	control	control	control
Year	control	control	control
观测值	4839	3618	1221
调整的 R ²	0.246	0.220	0.438
F 值	75.963	48.853	45.136

注: *、**、*** 分部代表在 0.1、0.05 和 0.01 水平(双侧)上显著相关。括号内为异方差调整后的 T 值。

表 7 稳健性测试结果表

变量	ΔCash 全样本	ΔCash 高市场化样本	ΔCash 低市场化样本
Cashflow	0.926 *** (8.053)	1.751 ** (6.796)	1.044 *** (4.481)
QoG	-0.089 * (-1.736)	-0.283 (-1.084)	0.350 (1.057)
QoG × Cashflow	-0.615 * (-4.129)	-1.601 (-1.849)	-1.396 * (-2.769)
Size	0.309 *** (13.199)	0.343 *** (12.499)	0.216 *** (5.004)
Lev	0.038 ** (2.845)	0.041 * (2.942)	0.094 (0.890)
Debt	0.472 *** (3.983)	0.485 *** (3.504)	0.483 * (0.029)
Capex	-0.062 *** (-6.179)	-0.071 *** (-6.299)	-0.028 (-1.323)
常数项	-6.865 *** (-13.158)	-7.726 *** (-12.028)	-4.768 *** (-5.041)
IND	control	control	control
Year	control	control	control
观测值	7930	5940	1990
调整的 R ²	0.246	0.359	0.238
F 值	75.036	94.703	18.213

注: *、**、*** 分部代表在 0.1、0.05 和 0.01 水平(双侧)上显著相关。括号内为异方差调整后的 T 值。

究结论,这也进一步延伸了本文结论的普遍性。

六、研究结论

转轨经济中的我国地方政府在地区经济增长中扮演着重要角色,市场化进程带来的分权化改革给予了地方政府更多的公共治理职责,积极参与并协调地区经济增长成为地方政府解决公共治理困境的现实选择。本文选择2009—2011年我国A股上市公司经验数据为样本,检验政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性间的关系。研究结果表明:(1)政府质量的提升会带来企业现金—现金流敏感性的下降,表现为企业融资约束得以缓解,也说明政府在地区经济增长中较为成功地扮演了“帮助之手”的角色;(2)政府质量和企业现金—现金流敏感性间的关系与地区市场化程度特征有关。当政府质量提升时,对于低市场化程度地区的企业而言其融资约束缓解更有效,具体表现为低市场化程度地区企业现金—现金流敏感性下降更显著。

基于以上研究,我们认为在中国式经济增长进程中,政府不断推出制度优化经济环境,极大地促进了企业发展并以此拉动地方经济的增长。然而,在不同市场环境下政府的制度效力却呈现出显著的差异,对政府制度的滞后反应在一定程度上也扭曲了经济优化机制。对此,第一,要继续深化市场经济体制改革,不断转变政府职能,对于经济发达地区应降低对市场的干预,充分发挥市场对资源的基础性调节作用;对于经济欠发达地区仍需发挥政府“帮助之手”的作用。第二,逐步加强立法和执法力度,营造良好的法律环境,一方面可以提升产权保护水平从而改善企业金融生态环境;另一方面可以提高企业与政府(官员)间的寻租成本,让政府制度更加贴合经济发展的现实需求从而确保政府质量的高效,防止腐败行为的发生。

本文的研究样本区间仅为2009—2011年,研究结论仍需在更长时间窗口内进行检验。此外,本文的理论分析仍需进一步深化,研究方法也有待进一步完善,这也正是我们未来的研究方向。通过借鉴和吸收地方政府学、制度经济学、新公共管理学、企业能力理论等学说,深入剖析政府质量本质特征,探寻更加科学有效的政府质量度量方法。系统研究政府质量作用机理,在更长时间窗口验证政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性间的逻辑作用机理。

参考文献:

- [1] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1777 - 1804.
- [2] Fan J P H, John Wei K C, Xinzhong Xu. Corporate finance & governance in emerging markets: a selective review & an agenda for future research[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(4): 207 - 214.
- [3] 李晓. 经济发展与政府质量[J]. *吉林大学社会科学学报*, 1996(1): 42 - 49.
- [4] 张克中, 何凌云. 政府质量与国民幸福: 文献回顾与评论[J]. *国外社会科学*, 2012(7): 4 - 10.
- [5] Charron N, Lapuente V. Does democracy produce quality of government? [J]. *European Journal of Political Research*, 2000, 49(2): 443 - 444.
- [6] Kanack S, Keefer P. Institutions & Economic performance: cross-country tests using alternative institutional measures[J]. *Economics & Politics*, 1995(7): 207 - 227.
- [7] Rigobon R, Rodrik D. Rule of law, democracy, openness & income: estimating the interrelationships[J]. *Economics of Transition*, 2005(13): 533 - 564.
- [8] Fabro G, Aixal J. Economics growth & institutional quality: global & income-level analysis[J]. *Journal of Economic Issues*, 2009, 43(8): 997 - 1023.
- [9] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J]. *经济研究*, 2005(5): 52 - 63.
- [10] 吴一平. 政府规模、政府质量与经济绩效: 中国经验[J]. *社会科学战线*, 2010(3): 36 - 46.
- [11] 陈德球, 李思飞, 王丛. 政府质量、终极产权与公司现金持有[J]. *管理世界*, 2011(11): 127 - 141.
- [12] Shleifer A, Vishny R. Politicians & firms[J]. *Journal of Economics*, 1994, 109(9): 995 - 1025.
- [13] Carilli A M. Sheltering Corporate assets from political extraction[R]. Working Paper, 2010.

- [14]陈抗, Arye L. 财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手[J]. 经济学(季刊), 2002(1):111-130.
- [15]周春梅. 国有上市公司投资行为异化: 过度投资抑或投资不足——基于政府干预角度的实证研究[J]. 宏观经济研究, 2011(11): 57-62.
- [16]樊纲, 王小鲁, 张立文, 朱恒鹏. 中国各地区市场化相对进程报告[J]. 经济研究, 2003(3):9-18.
- [17]樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年度报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [18]徐斌. 央行信贷支农政策在基层传导的障碍及疏通途径[J]. 广西金融研究, 2004(7):13-14.
- [19]唐松. 区域经济发展中的协调问题研究: 一个文献述评[J]. 广东金融学院学报, 2007(1):91-96.
- [20]肖作平. 债务期限结构和区域因素——来自中国上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2007(11):43-50.
- [21]Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to? [J]. Journal of Finance, 2009, 64(6):1985-2021.
- [22]Han S J, Qiu J P. Corporate precautionary cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance, 2005(13):43-57.
- [23]李金, 李仕明, 严整. 融资约束与现金—现金流敏感性——来自国内 A 股上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2007(3):53-57.
- [24]Allen F, Qian M J. Law, finance & economic growth in China[J]. Journal of Finance, 2005, 77(7):57-116.
- [25]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Law & finance[J]. Journal of Political Economics, 1998, 106(8):1113-1155.
- [26]徐玉德, 洪金明. 制度环境、信息披露质量与银行债务融资约束——来自深市 A 股上市公司的经验证据[C]. 中国会计学会第八届全国信息化年会论文集, 2009:457-470.
- [27]夏立军, 方秩强. 政府控制、治理环境与公司价值[J]. 经济研究, 2005(5):40-51.
- [28]顾乃康, 孙进军. 区域市场化进程的差异对我国上市公司现金持有量的影响研究[J]. 管理评论, 2009(7):10-17.
- [29]Dittmar A, Maht-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(2):111-133.
- [30]孙兴全. 论我国区域经济均衡发展的公共财政政策选择[J]. 武汉大学学报, 2005(3):318-323.
- [31]朱红军, 陈继云, 喻立勇. 中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效[J]. 管理世界, 2006(4):115-129.
- [32]陈刚. 政府如何能够让人幸福? ——政府质量影响居民幸福感的实证研究[J]. 管理世界, 2012(8):55-67.
- [33]周黎安, 陶婧. 政府规模、市场化与地区腐败问题研究[J]. 经济研究, 2009(1):58-69.
- [34]詹映. 我国产权保护水平的实证研究——国际比较与适度性评判[J]. 科学学研究, 2013(9):1347-1354.
- [35]Francis, LaFond J R, Olsson P. Cost of equity and earnings attributes[J]. The Accounting Review, 2004(4):967-1010.
- [36]章贵桥, 陈志斌. 货币政策、预算软约束与现金—现金流敏感性[J]. 山西财经大学学报, 2013(8):42-54.

[责任编辑:高婷]

Government Quality, Marketization Degree and Cash—Cash Flow Sensitivity

CHEN Zhibin, FAN Shengran

(School of Economics & Management, Southeast University, Nanjing 210093, China)

Abstract: In the process of economic growth of China mode, the government acted as an invisibility driving force which has increasingly attracted attention from all walks of life. The quality of government is decided by the institutional arrangements announced by governments, meanwhile the behavior of enterprises is a reaction to the governmental institutions. This paper examines the internal factors of government quality, marketization degree and cash-cash flow sensitivity by the information of Chinese public companies during 2009—2011. The empirical results show that with the improvement of government quality, the enterprises take a tendency of using cash flow to save account and weaken the cash-cash flow sensitivity. Meanwhile such changes exhibit different characteristics in the different market-based degree area. Specifically, the cash-cash flow sensitivity of higher market-based enterprises diminishes significantly during the improvement of government quality, whereas it doesn't diminish significantly for lower market-based enterprises. This paper provided some experimental evidence to explain the micro-mechanism of local government refinements to optimize the general economic environment.

Key Words: government quality; marketization degree; cash-cash flow sensitivity; enterprise financing; institutional environment; financial crisis; cash flow management; corporate finance