

“一带一路”倡议实施与企业现金持有水平

曹越,曾丹,孙丽,郭天泉

(湖南大学工商管理学院,湖南长沙410006)

[摘要]“一带一路”倡议是加快国内改革和对外开放的助推器,对中国经济的可持续发展和企业投融资决策具有重大影响。从现金持有水平这一崭新视角切入,利用“一带一路”倡议实施提供的准自然实验,检验其微观经济效应。理论上,“一带一路”倡议的实施会加大企业所面临的经营风险和财务风险,而现金是企业抵御风险的重要工具。因此,企业可能会提高现金持有水平来抵御风险。以2011—2017年中国A股上市企业为样本的实证检验支持了上述理论预期。研究发现,“一带一路”倡议参与企业的现金持有水平显著提升,且该提升主要是通过增加企业的经营风险和财务风险达成的。进一步分析结果显示,“一带一路”倡议对参与企业现金持有水平的提升作用在非四大事务所审计和独立董事占比较低的企业中更加明显。同时研究发现,参与企业现金持有水平提升主要来源于外部借款和资产处置。研究拓展了“一带一路”倡议实施的经济后果分析,并丰富了企业现金持有水平的影响因素分析。

[关键词]“一带一路”倡议;现金持有水平;财务风险;经营风险;融资约束

[中图分类号]F230 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)03-0065-12

一、引言

为了应对经济进入“新常态”带来的挑战,习近平总书记于2013年提出共建“一带一路”倡议。截至2019年底,中国已经累计和136个国家以及30个国际组织签署了195份政府文件,参与“一带一路”倡议的国家已经遍布亚洲、非洲、欧洲、大洋洲和拉丁美洲等。在这期间,中国与“一带一路”沿线国家贸易额占外贸总额的比重逐年增加,从2013年的25%提升到2018年的27.4%。此外,中国还在沿线国家实施“幸福家园”“爱心助农”“康复助医”等项目各100个,帮助沿线国家与中国实现民心相通^①。

针对“一带一路”倡议的研究,学者主要集中讨论“一带一路”倡议的宏观和微观效应。在宏观效应层面,现有文献主要涉及“一带一路”倡议实施对国际产能合作^[1]、沿线国家的经济效应^[2-3]、中国经济效应^[4]和世界经济^[5-6]等方面的影响。研究表明,“一带一路”倡议实施促进了部分沿线国家的经济发展^[2]、帮助沿线国家提高非熟练劳动力的实际工资^[3]、提高资本市场信息效率^[4]、推进全球化^[5]以及推动全球价值链重构^[6];在微观效应层面,现有文献主要涉及企业投资^[7-8]及其风险^[9]、研发创新^[10]、企业升级^[11]和融资约束^[12]等方面。研究表明,对参与企业而言,“一带一路”倡议有助于增加企业的投资水平^[8]、降低投资风险^[9]、提高创新水平^[10]、促进产业升级^[11]和缓解融资约束^[12]。

“一带一路”倡议给企业带来重大机遇的同时也给企业带来了风险。“一带一路”项目沿途多为发展中国家、制度背景较为复杂而且国家间存在较大的文化差异,因而在“一带一路”倡议推进过程中参与的企业会面临更大的投资风险。此外,沿线国家付款能力和信用水平存在较大不确定性^[13],使得投资企业所承受的资金压力较大,同样会加大企业的风险。此时,企业会采取何种决策来应对这些风险呢?现金持有作为一种风险管理工具^[14],是企业应对风险、维持稳健运营的重要政策选项,那么,企业现金持有水平是否会受到参与“一带一路”项目建设的影

[收稿日期]2020-07-22

[基金项目]国家社会科学基金项目(20BGL071)

[作者简介]曹越(1981—),男,湖南常宁人,湖南大学工商管理学院教授,博士生导师,从事资本市场财税问题研究,E-mail:fengyun8415@126.com;曾丹(1997—),女,湖南株洲人,湖南大学工商管理学院硕士研究生,从事会计理论与实务研究;孙丽(1993—),女,安徽安庆人,湖南大学工商管理学院博士研究生,从事资本市场内部控制问题研究;郭天泉(1993—),男,江苏南京人,湖南大学工商管理博士研究生,从事公司财务研究。

①来源:<https://www.yidaiyilu.gov.cn/>。

已有关于现金持有水平影响因素的文献,主要是从政府行为^[15-16]、环境不确定性^[17-19]、内部控制^[20]、融资约束^[21-23]、行业竞争^[24]、产品市场竞争^[25]、破产成本^[26]、税收因素^[27]、投资者保护^[28]与代理问题^[30-31]等角度进行研究,且这些文献主要是基于预防动机和代理动机解释现金持有的原因。上述研究为本文奠定了重要基础,但学者尚未关注“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的影响。

基于此,本文围绕“一带一路”倡议实施与企业现金持有水平展开研究。首先,本文在理论分析部分梳理出“一带一路”倡议影响企业现金持有水平的理论逻辑;其次,本文以2011—2017年A股上市公司数据为样本,借助“一带一路”倡议形成的准自然实验制度背景,检验“一带一路”倡议对企业现金持有水平的影响。结果表明:“一带一路”倡议实施显著增加了参与企业的现金持有水平,在采用替换衡量指标、倾向得分匹配以及安慰剂检验等多种稳健性检验方法后,本文的结论依然成立。同时,本文验证了经营风险和财务风险是“一带一路”倡议实施影响企业现金持有水平的两条重要渠道机制。此外,基于内外部治理环境的分组检验结果显示,“一带一路”倡议对企业现金持有水平的提升作用在非国际四大审计的企业和独立董事占比较低的企业中更加明显。最后,本文检验了企业现金持有水平的增加主要来源于外部借款和资产处置。

本文可能有以下几方面的贡献:(1)在选题上,本文补充了政府行为与现金持有领域的文献,从现金持有维度拓展了“一带一路”倡议的微观经济效应研究。以往研究政府行为与现金持有的文献主要是从股权分置改革^[15]、国企混改^[16]、官员变迁^[19]、法律法规颁布实施^[32]以及货币政策改变^[33]等维度展开,本文从“一带一路”倡议实施这一角度补充了政府行为对现金持有水平影响的相关文献。同时,目前“一带一路”倡议的微观效应研究主要聚焦在投资水平(含研发投入)、投资风险和融资约束领域,本文从风险管理维度关注“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的影响,拓展了“一带一路”倡议的微观经济效应研究。(2)在内容上,本文首次阐述了“一带一路”倡议对参与企业现金持有水平的影响机理,同时分别从经营风险和财务风险维度出发,检验“一带一路”倡议提升参与企业现金持有水平的渠道机制,并从内部治理机制和外部治理机制探讨“一带一路”倡议对现金持有水平影响的差异性。这些理论分析和实证检验可以揭示“一带一路”倡议实施对企业现金持有决策产生影响的内在逻辑,并为实践层面推进“一带一路”倡议实施的配套措施完善提供参考。(3)在方法上,本文采用平行趋势检验、倾向性得分匹配、安慰剂检验以及剔除“营改增”可能产生的影响等多种方法来缓解可能存在的内生性问题,使得研究结论具有科学性。

本文其他部分的安排如下:第二部分为理论分析和研究假设的提出;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果以及分析;第五部分为拓展性研究;第六部分为进一步分析;第七部分为研究结论和政策建议。

二、理论分析与研究假设

“一带一路”倡议实施虽然可以提高企业的创新水平、促进企业投资以及缓解融资约束,但是也会给企业带来风险。现金是企业应对风险、确保稳健经营的重要工具。因而,本文预期“一带一路”倡议实施对参与企业的现金持有决策具有重要影响。

(一)“一带一路”倡议实施与参与企业的现金持有水平正相关

“一带一路”倡议的实施增加了参与企业面临的风险,而现金是企业应对风险的重要管理工具^[14],因此参与企业可能会提高现金持有水平。本文认为,参与“一带一路”倡议项目增加了企业所面临的经营风险,理由如下:一是“一带一路”倡议沿途国家多为发展中国家,而发展中国家制度环境的复杂性和不确定性会导致参与企业面临更大的制度风险^[34],当存在较大的制度风险时,会导致参与企业面临被迫停工停产、款项无法收回、固定成本居高不下、经营陷入困境等问题,这会增加经营现金流量的不确定性,增大参与企业的经营风险;二是“一带一路”倡议沿途国家间存在较大的文化差异,企业面临的文化风险较大^[35]。当参与企业未能妥善处理文化之间的差异或者未能较好地融合到当地的文化时,在这些国家和地区经营的企业将面临市场份额受限、经营环境不确定性提高以及安全性风险提高等不利影响,这会增加参与企业未来现金流量的不确定性,从而增大经营风险;三是“一带一路”倡议沿途国家企业的付款能力和信用水平存在不确定性^[13],不确定性的增加会提升参与企业面临的经营风险。上述分析表明,“一带一路”倡议实施增加了参与企业的经营风险。当经营风险加大时,企业会提高现金持有水平^[18-19]。

同时,参与“一带一路”倡议项目也会使得企业面临更大的财务风险,原因如下:一是“一带一路”建设项目

具有投资量大、投资回收期长以及短期收益不确定性较高等特点^[13,36],这会增加企业的现金流短缺风险。当参与企业的预期收益无法按期收回时,企业就需要增加额外负债融资来满足资金缺口,这迫使企业调整资本结构从而增大了财务风险;二是“一带一路”倡议实施增加了参与企业的投资需求^[8],相应地也会增加参与企业的融资需求。而国家推进“一带一路”倡议顺利实施的金融支持缓解了参与企业面临的融资约束,这使得参与企业的借款难度降低。巨大的投资需求引发的融资需求,加之融资约束降低和融资成本下降,使得参与企业为了获取投资机会而大量负债融资。大额负债融资的利息支出增大了参与企业面临的财务风险。上述分析表明,“一带一路”倡议实施增大了参与企业的财务风险。当财务风险加大时,企业会提高现金持有水平以应对可能的资金短缺和债务违约引发的损失。

上述基于风险视角的分析表明,参与“一带一路”倡议项目会给企业带来较大的经营风险和财务风险,企业会提高现金持有水平来应对这些风险,即“一带一路”倡议实施与参与企业的现金持有水平正相关。

(二)“一带一路”倡议实施与参与企业的现金持有水平负相关

“一带一路”倡议缓解了参与企业的融资约束,可能降低现金持有水平。现金是收益率极低的资产,且容易引发机会主义行为以及被管理层侵占和挪用。在保障企业能够应对各种经营风险的前提下,企业的现金持有水平越低,资产收益率越高。充沛的现金流是企业实施投资活动和研发活动的重要基础^[18]。“一带一路”倡议在推进过程中得到了各级政府、税务机关、各类金融机构和组织的积极响应:财政部加大对重点产业的扶持力度以及完善相关专项资金使用方式;证监会、银监会等部门则积极引导证券、信贷等资金投向“一带一路”建设^[37];国家税务总局及各级税务机关推出税收服务“一带一路”重大举措,涉及签订避免双重征税协定、发布沿线国家和地区投资税收指南以及印发“走出去”税收指引,这为参与企业掌握经营地税收政策、控制税收风险、享受相关税收优惠政策和节省现金流奠定了重要基础。国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行三大政策性银行与国有大型商业银行等多家金融机构都在“一带一路”沿线国家和地区设立代表处、分行机构,加大对“一带一路”倡议参与企业的信贷支持,特别是重点扶持行业(如交通基础设施、钢铁、建材等)的融资支持力度^[12]。除了信贷支持,银行还对“一带一路”参与企业提供绿色审批、低融资成本等支持,缓解资金短缺风险。同时,证券交易所也通过发行“一带一路”主题债券支持“一带一路”倡议参与企业利用债券市场获取融资,中国外汇储备、中国进出口银行和国家开发银行等共同出资设立丝路基金,为“一带一路”倡议实施寻找投资机会和提供投融资服务。总之,上述举措有助于参与企业获得更多的财政资金^[38]、更多的税收优惠^[39]以及更多的外源融资和更低的融资成本^[12],这就有效缓解了参与企业的融资约束程度^[40-41]。参与企业融资约束得到切实缓解意味着其在短期内可以筹集“一带一路”倡议投资项目的资金,这样参与企业就会减少现金持有水平来提高收益率^[21]。因此,“一带一路”倡议实施通过缓解参与企业的融资约束而降低了现金持有水平。

综上所述,对参与企业而言,“一带一路”倡议实施既可能增加其现金持有水平,也可能降低其现金持有水平。据此,本文提出如下竞争性假设。

假设 1:“一带一路”倡议实施与参与企业的现金持有水平正相关。

假设 2:“一带一路”倡议实施与参与企业的现金持有水平负相关。

三、研究设计

(一)模型设定与变量定义

有关“一带一路”倡议对企业产生经济效应的文献主要是采用双重差分法检验^[8,10,12],因此本文利用双重差分模型研究“一带一路”倡议对参与企业现金持有水平的影响。同时,本文沿用徐思等^[12]关于“一带一路”参与企业的识别方法,根据企业是否属于同花顺的“一带一路”概念模板来划分企业是否受到了“一带一路”倡议的影响,如果企业属于“一带一路”概念模块,将其认定为参与企业。

本文的检验模型如下所示:

$$Cashhold_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \gamma Controls_{it} + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 、 t 分别表示企业 i 和第 t 年; $Cashhold$ 为模型的被解释变量,用来衡量企业的现金持有水平。针对现

金持有水平的度量主要有三种:一是采用现金及现金等价物与期末总资产之比^[21,42,44];二是采用现金及现金等价物除以非现金资产^[14,21,45];三是采用货币资金加短期投资除以期末总资产之和^[20,33,46]。由于我国在2007年前现金流量表中还未引入“现金及现金等价物”这一项目,因而本文采用“货币资金加短期投资”替代“现金及现金等价物”。考虑到本文样本区间企业年报中已经包含“现金及现金等价物”报表项目,本文选用“现金及现金等价物除以期末总资产”衡量现金持有水平,另外,稳健性检验采用“现金及现金等价物除以非现金总资产”作为替代检验指标。

Treat 为虚拟变量,表示企业是否属于“一带一路”倡议参与企业。参考徐思等^[12]的做法,本文将“一带一路”概念板块中的企业定义为“一带一路”倡议参与企业,取值为1,其他企业取值为0;*Post* 为虚拟变量,鉴于“一带一路”倡议在2013年下半年提出,2013年企业受该倡议的影响较小,本文将2014年及以后取值为1,2013年及以前取值为0。*Treat × Post* 是 *Treat* 与 *Post* 的交乘项,衡量的是与非参与企业相比,“一带一路”倡议实施使得参与企业现金持有水平的变化程度。若“一带一路”倡议实施提升了参与企业的现金持有水平,那么 *Treat × Post* 的回归系数应该显著为正;反之,若“一带一路”倡议实施降低了参与企业的现金持有水平,那么 *Treat × Post* 的回归系数应该显著为负。

Controls 为控制变量,借鉴现有文献^[14,20,31,44],本文设置如下控制变量:一是财务特征层面的控制变量,包括企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、资产收益率(*Roa*)、是否亏损(*Loss*)、市值账面比(*Mb*)、营业收入增长率(*Growth*)、净营运资本(*Nwc*)和资本支出(*Capx*);二是治理特征层面的控制变量,包括独立董事占董事会的比例(*Inratio*)、董事长和总经理是否两职合一(*Dual*)、第一大股东持股比例(*Top1*)和产权性质(*Soe*)。具体变量的定义参见表1。

(二) 样本和数据

鉴于“一带一路”概念板块中的企业大多数来自于A股市场,本文的研究对象限定为中国A股上市公司数据。已有关于“一带一路”倡议文献的研究区间有2013—2016年^[8]、2011—2016年^[12]和2012—2017年^[10-11]等,本文将政策发生年份设定为2014年,考虑到双重差分模型一般要求前后四期数据以及现有文献的做法,本文将样本区间限定为2011—2017年。同时,本文对样本进行如下筛选:(1)剔除金融类上市公司,因为金融业及其会计准则具有特殊性;(2)剔除ST、*ST的公司样本,因为这类公司财务特征异常,可能对结果产生不利影响;(3)剔除资产负债率大于1的样本公司,因为资不抵债公司更可能发生异常财务行为;(4)剔除关键变量数据缺失的样本。最终本文得到14324个“公司-年度”数据观测值。上述筛选程序与现有文献保持一致^[29,31]。此外,为了避免极端值的影响,本文对所有连续变量在上下1%分位进行了Winsorize处理。“一带一路”倡议参与企业的数据来自于同花顺(iFind)数据库,其他数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

未报告(有需要,可向作者索取)的描述统计结果显示:*Cashhold* 的均值为0.1659,表明平均而言企业现金持有占总资产的比重为16.59%;最大值为0.6373、最小值为0.1303,表明不同企业间的现金持有水平差异较大。*Treat* 的均值为0.0748,说明“一带一路”参与企业仅占样本企业数量的7.48%,这与现有文献类同。其他变量与现有文献基本一致,不再赘述。

表1 变量定义

被解释变量	<i>Cashhold</i>	现金及现金等价物/期末总资产
主要解释变量	<i>Treat</i>	同花顺中“一带一路”概念板块中的上市公司则取值为1,否则为0
	<i>Post</i>	2014年及之后年度取值为1,否则为0
控制变量	<i>Size</i>	企业期末总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	期末总负债/期末总资产
	<i>Top1</i>	第一大股东的持股比例
	<i>Roa</i>	净利润/期末总资产
	<i>Loss</i>	企业当期亏损则取值为1,否则为0
	<i>Inratio</i>	独立董事人数/董事总人数
	<i>Dual</i>	董事长和总理由同一人担任则取值为1,否则取值为0
	<i>Mb</i>	(股权市值+净债务市值)/期末账面总资产
	<i>Growth</i>	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	<i>Nwc</i>	净营运资本/期末总资产
	<i>Capx</i>	(构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金)/期末总资产
	<i>Soe</i>	国有企业则取值为1,否则取值为0

(二)“一带一路”倡议实施与企业现金持有水平

表2列示了模型(1)的回归结果。表2的结果由四部分构成:第(1)列仅加入解释变量,采用OLS回归,结果显示, $Treat \times Post$ 的系数显著为正,说明“一带一路”倡议实施对参与企业的现金持有水平具有显著的提升作用;第(2)列加入所有控制变量,仍采用OLS回归,结果显示, $Treat \times Post$ 的系数依然显著为正;第(3)列改用固定效应模型,结果显示, $Treat \times Post$ 的系数仍然显著为正;第(4)列在第(2)列的基础上对标准误采用“企业-年度”两个层面的Cluster调整,结果显示, $Treat \times Post$ 的回归系数依然在1%的水平上显著为正。上述结果表明,与非参与企业相比,“一带一路”倡议实施使得参与企业的现金持有水平显著提升。从回归结果的经济意义来看,第(4)列中 $Treat \times Post$ 的回归系数为0.0167,说明与非参与企业相比,“一带一路”倡议实施使得参与企业的现金持有水平增加0.0167个单位,这相当于现金持有水平平均值的10.07%,具有显著的经济效果。上述结果支持了假设1。

(三)稳健性检验

为确保本文结论的可靠性,本文进行了如下几项稳健性测试。

1. 平行趋势检验

双重差分模型适用的前提条件是在政策实施之前,参与企业而非参与企业具有相同的趋势。于是本文构建实证模型(2)来检验平行趋势是否得到满足。考虑到2013年下半年正式提出的“一带一路”倡议在当年已有部分影响,故本文以2012年为基期。 Pre_1_{it} 表示在“一带一路”倡议实施前1年的虚拟变量, $After_1_{it}$ 表示在倡议实施后1年的虚拟变量, $Current_{it}$ 表示在倡议实施当年(2014年)的虚拟变量。其他虚拟变量定义方法依此类推。表3列示了平行趋势检验结果。结果显示:在“一带一路”倡议实施之前,回归系数均不显著,说明“一带一路”倡议实施前参与企业而非参与企业满足平行趋势假设;在“一带一路”倡议实施当年及以后年份,回归系数均显著为正且逐步增大,说明“一带一路”倡议实施对参与企业的现金持有水平显著的提升作用,且提升作用随着时间推移越来越明显。

$$Cashhold_{it} = \beta_0 + \beta_1 Post_{it} + \beta_2 Treat_{it} \times Pre_3_{it} + \beta_3 Treat_{it} \times Pre_1_{it} + \beta_4 Treat_{it} \times Current_{it} + \beta_5 Treat_{it} \times After_1_{it} + \beta_6 Treat_{it} \times After_2_{it} + \beta_7 Treat_{it} \times After_3_{it} + \gamma Controls_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

2. 更换现金持有水平度量方式

借鉴 Opler 等^[21]的做法,本文采用“现金及现金等价物/(期末总资产 - 现金及现金等价物)”度量现金持有水平。参照基准回归模型的估计方法,回归结果列示于表4第(1)列至第(4)列。结果显示, $Treat \times Post$ 的系数均显著为正,表明本文结论仍然成立。

表2 “一带一路”倡议实施与企业现金持有水平

	(1) OLS	(2) OLS	(3) FE	(4) 双 Cluster 调整
$Treat \times Post$	0.0224*** (3.4164)	0.0167*** (3.2129)	0.0139*** (2.8170)	0.0167*** (6.4091)
$Treat$	-0.0337*** (-3.6824)	-0.0137* (-1.9177)		-0.0137** (-2.0344)
$Post$	-0.0449*** (-17.5901)	-0.0308*** (-13.0813)	-0.0398*** (-9.0348)	-0.0308*** (-3.8392)
$Size$		-0.0020 (-1.1333)	0.0016 (0.4187)	-0.0020 (-0.9852)
Lev		-0.0097 (-0.8035)	0.0628*** (3.8988)	-0.0097 (-0.4451)
$Top1$		0.0001 (1.4740)	0.0002 (0.9168)	0.0001 (1.5964)
Roa		0.3007*** (6.9713)	0.0953** (2.5640)	0.3007*** (4.9829)
$Loss$		0.0278*** (5.9458)	0.0098*** (2.9963)	0.0278*** (4.4039)
$Inratio$		0.0214 (0.8434)	-0.0056 (-0.2141)	0.0214 (0.9089)
$Dual$		0.0033 (0.9587)	0.0080** (2.2886)	0.0033 (0.8187)
Mb		-0.0028 (-1.3559)	-0.0063*** (-3.3337)	-0.0028 (-0.8887)
$Growth$		-0.0029 (-1.5673)	-0.0004 (-0.2269)	-0.0029 (-1.5174)
Nwc		0.2886*** (29.7653)	0.4110*** (31.8070)	0.2886*** (13.6759)
$Capx$		0.0287 (1.2804)	-0.0481** (-2.2004)	0.0287 (1.2340)
Soe		0.0204*** (5.6498)	-0.0080 (-0.8178)	0.0204*** (5.1837)
$-cons$	0.1766*** (16.3987)	0.1301*** (3.2629)	-0.0159 (-0.1920)	0.1301*** (2.7762)
行业/年度	控制	控制	不控制	控制
N	14324	14324	14324	14324
Adj-R ²	0.1113	0.4312	0.4013	0.4312
F	29.3573	80.3611	59.1452	215.8973

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平显著;括号内为t值;前3列结果的标准误是在企业层面调整的聚类稳健标准误,第4列结果的标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

表3 平行趋势检验

变量	系数	T值	变量	系数
$Treat \times Pre_3$	0.0036	(0.4999)	$Controls$	控制
$Treat \times Pre_1$	0.0119	(1.4791)	$Year$	控制
$Treat \times Current$	0.0176**	(2.1809)	Fe	控制
$Treat \times After_1$	0.0188**	(2.2391)	Adj-R ²	0.2577
$Treat \times After_2$	0.0193**	(2.3466)	F	318.8497
$Treat \times After_3$	0.0237***	(2.7691)	N	14324

注:***、**、*分别对应1%、5%、10%的显著性水平;括号内为t值。

3. 更换“一带一路”参与企业划分方式

借鉴已有文献^[11],本文将“一带一路”倡议参与企业与非参与企业的划分标准设定为企业对外投资的目标国是否属于“一带一路”沿线国家,若属于,将其归类为“一带一路”倡议实施参与企业,反之,则为非参与企业。表4第(5)列回归结果显示, $Treat \times Post$ 仍显著为正,本文结论依然成立。

4. 安慰剂检验

为了控制参与企业和非参与企业在“一带一路”倡议实施前个体特征差异与时间差异对结果的影响,以及排除模型中难以观测到的遗漏变量对结论的影响,本文借鉴徐思等^[12]的做法,构造虚拟的“一带一路”倡议实施年份进行安慰剂检验:将倡议实施年份分别设置为2012年、2013年、2014年、2015年和2016年,且样本区间包含倡议年份的前后各一年。表5前5列结果显示, $Treat \times Post$ 的系数在以2012年、2015年和2016年作为倡议实施的年份均不显著,而在以2013年和2014年作为倡议实施年份显著为正。2013年回归结果显著,可能的原因在于:“一带一路”倡议在2013年下半年正式提出,参与企业或许已经根据预期提前对现金持有水平进行了调整。上述安慰剂检验的结果表明,确实是“一带一路”倡议的实施提高了参与企业的现金持有水平。

5. 剔除倡议发生当年的数据

一般来说,政策冲击发生在年度中期会掺杂政策前后期的影响。为了排除这一影响,本文借鉴王跃堂等^[47]和刘行等^[48]做法,把2013年的数据从样本中予以剔除再进行回归。表5第(6)列的结果显示, $Treat \times Post$ 的系数显著为正,本文结论仍成立。

6. 倾向性得分匹配加双重差分检验(PSM + DID)

为了消除可能存在的选择性偏误引发的内生性问题,本文参照杨兴全等^[16]的做法,采用倾向性得分匹配和双重差分(PSM + DID)相结合的方法重新对模型(1)进行回归。首先,本文以控制变量作为匹配变量,采用“最近邻匹配”(1:1和1:4匹配)、“半径匹配”和“核匹配”三类匹配方法。未报告的两组匹配结果显示,匹配后参与企业和非参与企业之间的协变量偏差显著降低,在5%的置信水平上均不存在差异,而且匹配后大多数变量的标准化偏差小于10%,表明匹配后满足平衡假定。其次,本文对匹配后的样本重新进行了回归,结果见表6第(1)列至第(4)列。结果显示,不论哪种匹配方法, $Treat \times Post$ 的系数均显著为正,结论依然成立。

7. 剔除2012年“营改增”试点政策的影响

自2012年1月1日起,上海市的交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点;2012年8月1日至12月1日,“营改增”试点地区扩增到全国10个省市。已有文献表明,“营改增”可以通过减少经营活动现金流出量而降低企业现金持有量,最终弱化企业的“现金-现金流敏感性”^[49-50]。虽然双重差分可以消除时间和地区维度因素的影响,但“营改增”是分时段和分地区逐步推进的,该方法无法完全消除两类差异对结果产生的干扰^[11]。因此,为了消除“营改增”可能对本文结论产生的干扰,借鉴王桂军和卢潇潇^[11]的做法,本文剔除

表4 替换指标的稳健性检验

	替换现金持有水平度量指标				替换解释变量
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OLS	OLS	FE	双 Cluster	双 Cluster
$Treat \times Post$	0.0567 *** (3.9523)	0.0454 *** (3.6654)	0.0381 *** (3.3431)	0.0454 *** (3.3294)	0.0257 *** (3.1664)
$Treat$	-0.0722 *** (3.6789)	-0.0319 ** (1.9677)		-0.0319 * (1.6726)	-0.0233 * (-1.9331)
$Post$	-0.1015 *** (16.6363)	-0.0705 *** (12.4050)	-0.0961 *** (9.1055)	-0.0705 *** (3.3943)	-0.0691 *** (-3.4737)
Controls	不控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.2608 *** (13.0408)	0.2432 *** (2.7742)	-0.0962 (0.5009)	0.2432 ** (2.2658)	0.2391 *** (2.2624)
行业/年度	控制	控制	不控制	控制	控制
N	14324	14324	14324	14324	14324
Adj-R ²	0.1067	0.3759	0.3490	0.3759	0.3757
F	22.5927	44.6339	32.4279	112.1760	112.1689

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平显著;括号内为t值。前3列结果的标准误是在企业层面调整的聚类稳健标准误,第4列结果的标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

表5 安慰剂检验和剔除政策剔除当年数据的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2011—2013 2012	2012—2014 2013	2013—2015 2014	2014—2016 2015	2015—2017 2016	删除倡议提出当年数据
$Treat \times Post$	0.0029 (0.6860)	0.0171 *** (3.0917)	0.0098 *** (3.9762)	0.0013 (0.5720)	0.0040 (1.6074)	0.0205 *** (9.1442)
$Treat$	-0.0086 ** (-2.0136)	-0.0147 *** (-2.7860)	-0.0087 * (-1.8130)	-0.0024 (-0.5053)	-0.0051 (-1.2729)	-0.0182 *** (-3.0474)
$Post$	-0.0191 ** (-2.1312)	-0.0278 *** (-4.4535)	-0.0156 *** (-21.1275)	0.0013 ** (1.9613)	-0.0012 (-0.4382)	-0.0407 *** (-9.4429)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.2255 *** (4.1554)	0.2426 *** (6.4070)	0.1528 *** (3.1248)	0.1014 * (1.7488)	0.0293 (0.5394)	0.1164 *** (2.5973)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5983	6330	6480	6619	6216	12178
Adj-R ²	0.5200	0.4674	0.4045	0.3480	0.3214	0.4298

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值;标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

2012年率先实施“营改增”省市对应的样本数据,再运行模型(1)。表6第(5)列的回归结果显示,剔除“营改增”的影响后, $Treat \times Post$ 的系数显著为正,说明“一带一路”倡议实施显著提升了参与企业的现金持有水平。该结论与前文保持一致。

五、拓展性研究

前面的回归分析验证了“一带一路”倡议实施确实会提高参与企业的现金持有水平。那么,“一带一路”倡议实施是如何影响现金持有水平的?在理论分析部分,本文提到了“一带一路”倡议实施会增加参与企业所面临的风险,从而会提升其现金持有水平。因此,本文尝试从企业经营风险和财务风险两个渠道来检验“一带一路”倡议实施与现金持有水平之间的关系,从而揭示“一带一路”倡议实施影响参与企业现金持有水平的作用路径。

(一) 企业经营风险

前文已述,“一带一路”倡议沿途国家多为发展中国家,这些国家在经济、制度和文化上均存在较大风险,而在这些国家经营的企业面临着较大的经营风险。基于“信用风险传染”效应^[51],“一带一路”倡议实施参与企业会受到供应链上这些所在国合作企业风险的“传染”影响,经营风险也会加大^[52]。此外,“一带一路”倡议沿线国家合作企业付款能力和信用水平有待考察,这也会加大参与企业所面临的经营风险。已有研究发现,经营风险越高,企业的现金持有水平也会越高^[53]。因此,“一带一路”倡议实施可能会通过增大参与企业所面临的经营风险进而提高其现金持有水平。

参考 John 等^[54]和 Boubakri 等^[55]方法,本文采用一段时期内的 ROA 的标准差来衡量企业的经营风险。计算公式如下:

$$Risk_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (Adj_ROA_{it} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj_ROA_{it})^2} \quad (3)$$

$$其中, Adj_ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{kt}}{ASSET_{kt}} \quad (4)$$

ROA 用“息税前利润除以期末总资产”来衡量, Adj_ROA 是指经行业调整以后的 ROA ,本文采用的计算期间为5年($t-3, t+1$)。 $Risk$ 越大,代表企业的经营风险越大。借鉴罗党论等^[56]的研究,本文选取了资产规模($Size$)、资产负债率(Lev)、企业性质(Soe)、第一大股东持股比例($Top1$)、账面市值比(Mb)、企业成长指标($Tobinq$)、企业上市年限(Age)以及净资产收益率(Roe)作为控制变量。

借鉴温忠麟^[57]等的做法,本文在模型(2)的基础上建立如下递归模型来验证中介效应。

$$Risk_{it} = \theta_0 + \theta_1 Treat_{it} + \theta_2 Post_{it} + \theta_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \gamma Controls_{it} + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Cashhold_{it} = \rho_0 + \rho_1 Treat_{it} + \rho_2 Post_{it} + \rho_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \rho_4 Risk_{it} + \gamma Controls_{it} + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

检验步骤如下:本文首先估计模型(2),如果 β_3 显著为正,则说明“一带一路”倡议实施确实提高了参与企业的现金持有水平;其次估计模型(5)和模型(6),如果 θ_3 和 ρ_4 显著为正,则说明“一带一路”倡议通过增加参与企业的经营风险而提高了现金持有水平。表7列示了中介效应的检验结果:第(1)列结果显示, $Treat \times Post$ 的系数 θ_3 显著为正,说明“一带一路”倡议实施增加了参与企业的经营风险;第(2)列结果显示, $Treat \times Post$ 的系数 ρ_3 以及 $Risk$ 的系数 ρ_4 均显著为正,表明经营风险发挥了部分中介作用,即“一带一路”倡议实施通过增大参与企业的经营风险从而提升了其现金持有水平。

(二) 企业财务风险

企业的财务风险会受企业所处的外部经营环境和内部经营环境的不确定性等因素的影响^[58]。前文已述,

表6 倾向性得分加双重差分检验以及剔除“营改增”影响

	PSM + DID 检验				剔除营改增影响
	1:1最近邻匹配	1:4最近邻匹配	半径匹配	核匹配	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Treat \times Post$	0.0112 ** (2.5652)	0.0146 *** (9.2342)	0.0153 *** (5.5374)	0.0147 *** (4.7719)	0.0205 *** (9.1442)
$Treat$	-0.0153 ** (-2.4154)	-0.0125 ** (-1.9991)	-0.0159 ** (-2.4082)	-0.0138 ** (-2.0390)	-0.0182 *** (-3.0474)
$Post$	-0.0261 *** (-3.5062)	-0.0285 *** (-3.2095)	-0.0314 *** (-3.9029)	-0.0311 *** (-3.8533)	-0.0407 *** (-9.4429)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.2027 *** (2.7822)	0.1263 *** (2.6726)	0.1252 *** (2.6357)	0.1204 ** (2.5632)	0.1167 ** (2.2922)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制
N	1849	3668	13327	13500	12199
Adj-R ²	0.3926	0.3706	0.4232	0.4219	0.4389
F	25.3058	43.8858	208.0697	209.1899	189.8015

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值;标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

“一带一路”项目具有投资量大、投资回收期长以及短期收益不确定性较高等特点,这会增加参与企业面临的现金流短缺风险,应对该风险的负债融资增大了参与企业的财务风险。同时,“一带一路”倡议实施使得参与企业的投资增加^[8],更低的贷款利率^[12]促使参与企业大量负债融资,增大了企业面临的财务风险。因此,“一带一路”倡议实施可能会通过增大参与企业的财务风险进而提高其现金持有水平。

借鉴于富生等^[58]和翟胜宝等^[59]的做法,本文使用Z指数(Z-score)来衡量企业的财务风险,计算公式如下:

$$Z\text{-score} = 0.012 \times \text{Netcp} \times 100/\text{Asset} + 0.014 \times \text{Retearning} \times 100/\text{Asset} + 0.033 \times \text{EBIT} \times 100/\text{Asset} + 0.060 \times \text{Ev} \times 100/\text{Debt} + 0.999 \times \text{Income} \times 100/\text{Asset} \quad (7)$$

为了便于解释,本文将上述Z指数取相反数。Z指数越大,企业的财务风险越大。借鉴罗党论等^[56]的做法,本文选取了资产规模(Size)、资产负债率(Lev)、企业性质(Soe)、第一大股东持股比例(Top1)、账面市值比(Mb)、企业成长指标(Tobinq)、企业上市年限(Age)以及总资产收益率(Roa)作为控制变量。

同样借鉴温忠麟^[57]等的做法,本文在模型(2)的基础上建立如下模型来验证中介效应。

$$Z\text{-score}_{it} = \theta_0 + \varphi_1 \text{Treat}_{it} + \varphi_2 \text{Post}_{it} + \varphi_3 \text{Treat}_{it} \times \text{Post}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$\text{Cashhold}_{it} = \omega_0 + \omega_1 \text{Treat}_{it} + \omega_2 \text{Post}_{it} + \omega_3 \text{Treat}_{it} \times \text{Post}_{it} + \omega_4 Z\text{-score}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

检验原理同上文的经营风险,不再赘述。表7列示了财务风险中介效应的检验结果:第(3)列结果显示, $\text{Treat} \times \text{Post}$ 的系数 ψ_3 显著为正,说明“一带一路”倡议实施增加了参与企业的财务风险;第(4)列结果显示, $\text{Treat} \times \text{Post}$ 的系数 ω_3 以及 $Z\text{-score}$ 的系数 ω_4 均显著为正,表明财务风险发挥了部分中介作用。即“一带一路”倡议实施通过增大参与企业的财务风险进而提升了其现金持有水平。

六、进一步分析

前文主要从风险视角分析和检验了“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的影响。那么,“一带一路”倡议实施提升参与企业现金持有水平是否存在异质性呢? 本文将在企业现金持有风险动机的基础上引入代理动机展开进一步分析。中国资本市场投资者保护程度偏低,上市企业普遍存在管理层挥霍现金损害股东利益以及大股东掏空现金损害小股东利益的双重代理问题。现金是企业内部没有特定用途、流动性最强以及最容易被侵占的资产,企业内部保留大量的现金资产更容易产生管理层的过度投资、更多的在职消费、更高的薪酬、企业帝国建造、滥用资金以及大股东违规占用、掏空企业资金、关联交易输送企业利益以及掠夺性财务活动转移企业资产等两类代理问题。而严重的代理问题往往会导致企业面临更大的风险:一方面,管理层过度投资、构建企业帝国、更多的在职消费和更高的薪酬会增加企业的固定费用,从而加大企业的经营杠杆进而增加企业所面临的经营风险;另一方面,大股东滥用资金、违规占用资金以及掠夺性融资会导致企业面临更大的财务风险。简而言之,代理问题越严重,企业所面临的风险越大。

因此,现金持有的风险动机与代理动机紧密相连。良好的内外部监督既可以有效缓解现金持有的代理问题,也可以实现现金持有的风险管理目标。因此,本文预期,相比于内外部监督较好的企业而言,内外部治理较差时“一带一路”倡议对参与企业现金持有水平的正向影响会更强。基于此,本文将考察是否由四大会计事务所审计和独立董事占比对“一带一路”倡议实施与参与企业现金持有水平关系的影响。

表7 经营风险和财务风险中介效应

	(1) Risk	(2) Cashhold	(3) Z-score	(4) Cashhold
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0072 * (1.9189)	0.0057 ** (2.4587)	0.4893 ** (2.4228)	0.0163 *** (6.2861)
<i>Treat</i>	-0.0029 (-0.7869)	-0.0042 (-0.6737)	7.6882 *** (3.3143)	-0.0142 ** (-2.1594)
<i>Post</i>	-0.0086 *** (-4.3483)	-0.0155 *** (-6.2765)	7.8906 *** (4.9943)	-0.0302 *** (-4.0647)
<i>Risk</i>		0.1022 *** (2.9689)		
<i>Z-score</i>				0.0001 ** (2.3499)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	0.1109 *** (8.8984)	0.0935 ** (2.0969)	-31.1865 * (-1.7100)	0.1310 *** (2.8744)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
N	12165	12165	14067	14067
Adj-R ²	0.1348	0.3528	0.2832	0.4223
F	42.7214	132.2741	192.9425	201.7509

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值;标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

(一) 外部审计质量

高质量的外部审计能够有效识别管理层的机会主义行为和大股东的掏空行为,同时降低企业信息披露的不对称性。作为最容易被盗用和侵占的流动性资产,现金属于注册会计师在审计时予以重点关注的资产,重要性水平和审计程序要求更为严格。高质量的外部审计会约束管理层的现金侵占行为,抑制大股东的掏空行为。为了提高企业的盈利水平,管理层往往会将多余的现金用于生产和投资等生产性领域,降低现金持有水平。反之,外部审计质量差为管理层侵占现金和大股东掏空企业现金提供了机会,管理层可能会提高企业的现金持有水平。因此,本文预期,当外部审计质量较差时,“一带一路”倡议对于参与企业现金持有水平的提升作用会更明显。借鉴郑国坚等^[60]的做法,本文采用当年对企业审计的会计师事务所是否属于国际四大会计师事务所来衡量公司的外部审计质量(*Big4*),当企业当年由国际四大会计师事务所审计时,*Big4*取值为1,否则取值为0。分组回归结果列于表8第(1)列和第(2)列。结果显示,只有在企业的审计机构为非四大时,“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的影响才显著为正,说明“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的提升作用仅在审计质量较差的企业中显著。

(二) 独立董事占比

作为重要的企业内部治理机制,独立董事一方面可以监督管理层是否勤勉履行工作职责,另一方面可以防范大股东侵害中小股东的权益。现金最容易被用来满足管理层的在职消费和企业帝国建造等私利行为^[31]。有效的内部治理机制能够缓解管理层的自利行为,而失效的内部治理机制将为管理层侵占现金和大股东占用、掏空资金提供机会,管理层可能提高企业的现金持有水平。因此,本文预期,“一带一路”倡议实施对于参与企业现金持有水平的提升作用在独立董事占比少的企业中更加显著。借鉴姜付秀等^[61]的做法,本文设置独立董事占比的虚拟变量(*Indn*):高于独立董事占比年度行业中位数的企业取值为1,即独立董事占比较高的企业;否则取值为0,即独立董事占比较低的企业。分组回归结果见表8第(3)列、第(4)列,结果显示:在独立董事占比较高的组别中,*Treat × Post*的系数在10%水平上显著为正;在独立董事占比较低的组别中,*Treat × Post*的系数在5%水平上显著为正。经过1000次的Bootstrap自抽样组间系数差异检验,结果显示两组系数差异为0.008,*p*值为0.088,说明组间系数差异在10%水平上显著。上述结果说明,“一带一路”倡议对参与企业现金持有水平的提升作用在独立董事占比较低的企业中更显著。

(三) 现金来源分析

面临“一带一路”倡议带来的投资机会,企业是如何通过调整自身的财务政策在资产流动性和资产投资机会之间进行抉择呢?如前文所述,“一带一路”倡议通过增加企业所面临的风险进而提高企业的现金持有量,然而企业如果要抓住“一带一路”倡议所带来的投资机会,就需要将更多的资金配置在投资上^[62]。一般而言,现金的来源渠道主要有三种:经营活动产生的现金流、投资活动产生的现金流和筹资活动产生的现金流。其中,经营活动中企业主要是通过销售商品和提供劳务来获得现金流入;投资活动中企业主要是收回投资或者是处置固定资产、无形资产等来获得现金流入;融资活动中企业主要是通过借款来取得资金。据此,本文设置如下模型(10)来探寻企业增加现金持有量的来源:

$$CashFrom_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 Treat_{it} \times Post_{it} + \gamma Controls_{it} + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

其中,*CashFrom*表示增加现金的可能来源,包括现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”“收回投资所收到的现金”“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额”以及“取得借款收到的现金”,上述变量均除以年末总资产予以标准化处理,控制变量在模型(1)的基础上删除了*Capx*(构建固定资产、无形

表8 进一步分析检验

	外部审计质量		独立董事占比	
	<i>Big4</i> = 1	<i>Big4</i> = 0	<i>Indn</i> = 1	<i>Indn</i> = 0
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat × Post</i>	-0.0035 (-0.3206)	0.0147 *** (8.0238)	0.0117 * (1.7626)	0.0193 *** (4.4975)
<i>Treat</i>	-0.0213 * (-1.7767)	-0.0083 (-1.1679)	-0.0015 (-0.1455)	-0.0215 *** (-3.2072)
<i>Post</i>	-0.0027 (-0.5821)	-0.0316 *** (-3.5883)	-0.0295 *** (-3.3131)	-0.0313 *** (-4.2195)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	0.0262 (0.2847)	0.1681 *** (3.2468)	0.1296 ** (2.4543)	0.1523 * (1.7315)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
N	739	11863	6566	7758
Adj-R ²	0.4570	0.4420	0.4433	0.4255
F	17.8359	195.2161	104.8660	116.1905

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值;标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金)/期末总资产)这一变量,因为与解释变量“处置固定资产、无形资产和其他长期资产”高度共线性。回归结果如表9所示。结果显示,第(3)列和第(4)列的系数显著为正,第(1)列系数不显著,第(2)列系数显著为负。上述结果说明,“一带一路”倡议参与企业主要是通过取得借款以及变卖部分资产等行为来增加现金持有水平。该结果可能的解释是:(1)由于金融机构积极地响应国家提出来的“一带一路”倡议,企业会更加容易地取得借款^[37]; (2)为了更好地参与“一带一路”项目建设,企业可能会淘汰掉一些收益不佳的项目和资产,进而留存资金以满足未来投资需求。

表9 现金来源分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	销售商品、提供劳务收到的现金	收回投资所收到的现金	处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	取得借款收到的现金
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0015 (0.2861)	-0.0239 *** (-2.6225)	0.0003 * (1.7560)	0.0075 *** -2.6736
<i>Treat</i>	-0.1056 *** (-4.4965)	-0.0036 (-0.4960)	-0.0005 ** (-1.9980)	-0.0208 ** (-2.1712)
<i>Post</i>	-0.0681 *** (-5.3821)	0.0698 *** (3.8250)	-0.0002 (-0.9416)	-0.0162 *** (-5.3764)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	0.2675 (1.4078)	-0.0279 (-0.3470)	0.0209 *** (5.3016)	0.1268 * (1.7114)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
N	12711	12711	12711	12711
Adj-R ²	0.2794	0.0829	0.0415	0.3888

注:***、**和*表示系数在1%、5%和10%水平上显著;括号内为t值;标准误是经企业-年度双调整的稳健标准误。

七、研究结论与政策建议

作为中国与世界各国构建人类命运共同体的伟大实践,共建“一带一路”是中国打造全方位开放格局和开放型经济的重要选择,已成为中国新一轮改革开放的重要标志。“一带一路”倡议参与企业能否据此调整自身的资产结构、优化现金持有水平和提高资产的盈利水平,关系到共建“一带一路”能否取得实质性进展。本文以“一带一路”倡议实施提供的准自然实验为制度背景,采用2011—2017年A股上市企业数据,从风险管理视角阐述“一带一路”倡议实施影响参与企业现金持有水平的逻辑机理,并运用双重差分模型提供经验证据。研究发现:(1)“一带一路”倡议实施显著提升了参与企业的现金持有水平,在进行替换变量指标、安慰剂检验、倾向性得分匹配以及剔除其他政策影响等稳健性检验后,这一结论仍然成立;(2)企业经营风险和财务风险是“一带一路”倡议实施提升参与企业现金持有水平的两个重要渠道机制,即“一带一路”倡议实施通过增大参与企业所面临的经营风险和财务风险进而提高其现金持有水平;(3)“一带一路”倡议实施对参与企业现金持有水平的提升作用主要存在于审计质量比较差的企业以及独立董事占比较低的企业中,说明“一带一路”倡议实施提升参与企业的现金持有水平在内外部治理环境较差的企业中更加明显。(4)经过对现金来源进行分析,本文发现“一带一路”倡议的参与企业的增加的现金主要是通过外部借款以及资产处置获得的。本文的研究拓展了“一带一路”倡议微观经济后果研究,同时也丰富了现金持有水平的影响因素文献。

本文的结果表明,“一带一路”倡议参与企业通过增大经营风险和财务风险提升了现金持有水平,说明现金是企业抵御风险的重要工具。尽管较高的现金持有水平可以抵御风险、增加流动性,但会降低企业的盈利能力并引发管理层的机会主义行为。因此,降低现金持有水平和满足“一带一路”倡议参与企业的投资需求是需要妥善处理的重大问题。具体建议如下:一是各级政府、税务机关、金融机构和组织需要为“一带一路”倡议参与企业提供包括资金在内的多维支持,不仅要降低参与企业的融资约束,还需要提供包括沿线国家会计规则、税务风险、法律风险、文化习俗和交易习惯等在内的多维板块知识结构、防范建议和操作指南,切实控制参与企业的经营风险和财务风险,进而降低现金持有水平,提高盈利能力,为“一带一路”倡议的顺利实施提供坚实的微观基础。二是“一带一路”倡议参与企业需要完善内外部治理环境,包括聘请“四大”等高质量的审计机构、提高独立董事占比等,以便于企业获得融资支持,增加风险抵御能力,从而降低现金持有水平。

受限于数据的可获得性,本文无法对理论分析部分中涉及的制度差异以及文化差异引发的风险予以量化处理,从而未能对这一分析提供经验证据支持。本文的结果表明,“一带一路”倡议实施显著增加了参与企业的现金持有水平。那么,“一带一路”倡议实施对参与的避税程度、投资效率、盈余管理等与本文紧密相关的主题值得未来展开研究。

参考文献:

- [1] 赵东麒, 桑百川. “一带一路”倡议下的国际产能合作——基于产业国际竞争力的实证分析[J]. 国际贸易问题, 2016(10): 3-14.
- [2] Fallon T. The new silk road: Xi Jinping's grand strategy for Eurasia[J]. American Foreign Policy Interests, 2015, 37(3): 140-147.
- [3] 王原雪, 张晓磊, 张二震. “一带一路”倡议的泛区域脱贫效应——基于GTAP的模拟分析[J]. 财经研究, 2020(3): 80-93.
- [4] 朱杰. “一带一路”倡议与资本市场信息效率[J]. 经济管理, 2019(9): 38-56.
- [5] 林毅夫. 中国“一带一路”倡议对世界的影响[J]. 探索与争鸣, 2018(1): 30-33.
- [6] 戴翔, 宋婕. “一带一路”有助于中国重构全球价值链吗? [J]. 世界经济研究, 2019(11): 108-121.
- [7] 蒋冠宏. 中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J]. 中国工业经济, 2017(9): 119-136.
- [8] 陈胜蓝, 刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议? ——基于准自然实验的经验研究[J]. 财经研究, 2018(4): 20-33.
- [9] 孙焱林, 覃飞. “一带一路”倡议降低了企业对外直接投资风险吗[J]. 国际贸易问题, 2018(8): 66-79.
- [10] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议可以促进中国企业创新吗? [J]. 财经研究, 2019(1): 19-34.
- [11] 王桂军, 卢潇潇. “一带一路”倡议与中国企业升级[J]. 中国工业经济, 2019(3): 43-61.
- [12] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2019(7): 155-173.
- [13] 李笑影, 李玲芳. 互联网背景下应对“一带一路”贸易风险的机制设计研究[J]. 中国工业经济, 2018(12): 97-114.
- [14] 杨兴全, 齐云飞, 吴昊旻. 行业成长性影响公司现金持有吗? [J]. 管理世界, 2016(1): 153-169.
- [15] 姜英兵, 于彬彬. 股权分置改革影响控股股东的现金持有偏好吗? [J]. 会计研究, 2013(4): 58-65.
- [16] 杨兴全, 尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有? [J]. 管理世界, 2018, 34(11): 93-107.
- [17] Han S, Qiu J. Corporate precautionary cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13(1): 43-57.
- [18] 王红建, 李青原, 邢斐. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J]. 金融研究, 2014(9): 53-68.
- [19] 姜彭, 王文忠, 雷光勇. 政治冲击、不确定性与企业现金持有[J]. 南开管理评论, 2015(4): 130-138.
- [20] 张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究, 2014(3): 71-78.
- [21] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [22] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009(7): 121-133.
- [23] Choosik L, Heungju P. Financial constraints, board governance standards, and corporate cash holdings [J]. Review of Financial Economics, 2016, 28.
- [24] Haushalter D, Klasa S, Maxwell W F. The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(3): 797-825.
- [25] 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]. 金融研究, 2012(2): 183-195.
- [26] John T A. Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress [J]. Financial Management, 1993, 22(3): 91-100.
- [27] Foley C F, Hartzell J C, Titman S, et al. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(3): 579-607.
- [28] Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. Do Firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? [J]. Nber Working Papers, 2004.
- [29] 罗琦, 秦国楼. 投资者保护与公司现金持有[J]. 金融研究, 2009(10): 162-178.
- [30] Jensen Gao H, Harford J, Li K. Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 623-639.
- [31] 冯志华. 现金持有、公司治理与代理成本——基于产权的调节效应[J]. 经济管理, 2017(8): 159-176.
- [32] 钱雪松, 唐英伦, 方胜. 担保物权制度改革降低了企业债务融资成本吗? ——来自中国《物权法》自然实验的经验证据[J]. 金融研究, 2019(7): 115-134.
- [33] 祝继高, 陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界, 2009(3): 152-158.
- [34] 张宁宁, 张宏, 杨勃. “一带一路”沿线国家制度风险与企业海外市场进入模式选择: 基于中国装备制造业上市公司的实证分析[J]. 世界经济研究, 2019(10): 119-133+136.
- [35] 邓玲, 王芳. “一带一路”建设的文化风险及其应对策略[J]. 广西社会科学, 2018(1): 194-197.
- [36] 卢伟, 李大伟. “一带一路”背景下大国崛起的差异化发展策略[J]. 中国软科学, 2016(10): 11-19.
- [37] 贾儒楠, 韦娜. 金融支持“一带一路”建设的现状、问题与建议[J]. 国际贸易, 2016(5): 43-47.
- [38] 王克敏, 刘静, 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界, 2017(3): 113-124.
- [39] 杨兴全, 张丽平, 吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. 南开管理评论, 2014(2): 34-45.
- [40] 王敏, 柴青山, 王勇, 等. “一带一路”战略实施与国际金融支持战略构想[J]. 国际贸易, 2015(4): 35-44.
- [41] 张红力. 金融引领与“一带一路” [J]. 金融论坛, 2015(4): 8-14.
- [42] Kalcheva I, Lins K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems [J]. The Review of Financial Studies, 2007, 20(4): 1087-1112.
- [43] 熊凌云, 蒋尧明, 连立帅, 等. 控股股东杠杆增持与企业现金持有[J]. 中国工业经济, 2020(8): 137-155.
- [44] 刘端, 王竹青. 不同市场竞争条件下客户关系集中度对企业现金持有的影响——基于中国制造业上市公司的实证 [J]. 管理评论, 2017(4): 181-195.

- [45]辛宇,徐莉萍.公司治理机制与超额现金持有水平[J].管理世界,2006(5):136-141.
- [46]张光利,钱先航,许进.经济政策不确定性能够影响企业现金持有行为吗?[J].管理评论,2017(9):15-27.
- [47]王跃堂,王亮亮,彭洋.产权性质、债务税盾与资本结构[J].经济研究,2010(9):122-136.
- [48]刘行,叶康涛,陆正飞.加速折旧政策与企业投资——基于“准自然实验”的经验证据[J].经济学(季刊),2019(1):213-234.
- [49]乔睿蕾,陈良华.“营改增”对现金—现金流敏感性的影响——基于分层线性模型(HLM)的检验[J].华东经济管理,2016(12):163-169.
- [50]乔睿蕾,陈良华.税负转嫁能力对“营改增”政策效应的影响——基于现金—现金流敏感性视角的检验[J].中国工业经济,2017(6):117-135.
- [51]Bastos R,Pindado J.Trade credit during a financial crisis:A panel data analysis[J].Journal of Business Research,2013,66(5):614-620.
- [52]王贞洁,王竹泉.经济危机、信用风险传染与营运资金融资结构——基于外向型电子信息产业上市公司的实证研究[J].中国工业经济,2013(11):122-134.
- [53]Bates T W,Kahle K M,Stulz R M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? [J]. The Journal of Finance,2009,64(5):1985-2021.
- [54]John K,Litov L,Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. The journal of finance,2008,63(4):1679-1728.
- [55]Boubakri N,Cosset J C,Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking:Evidence from privatization[J]. Journal of Financial Economics,2013,108(3):641-658.
- [56]罗党论,廖俊平,王珏.地方官员变更与企业风险——基于中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2016(5):130-142.
- [57]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614-620.
- [58]于富生,张敏,姜付秀,任梦杰.公司治理影响公司财务风险吗?[J].会计研究,2008(10):52-59.
- [59]翟胜宝,张胜,谢露,郑洁.银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据[J].管理世界,2014(4):53-59.
- [60]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].管理世界,2013(5):157-168.
- [61]姜付秀,蔡欣妮,朱冰.多个大股东与股价崩盘风险[J].会计研究,2018(1):68-74.
- [62]王大树,郑明堃,赵文凯.“一带一路”倡议与人民币国际化[J].扬州大学学报(人文社会科学版),2019(6):64-75.

[责任编辑:杨志辉]

Implementation of the “One Belt One Road” Initiative and Corporate Cash Holdings

CAO Yue, ZENG Dan, SUN Li, GUO Tianxiao

(School of Business Administration, Hunan University, Changsha 410006, China)

Abstract: The “Belt and Road” initiative is a booster for accelerating domestic reforms and opening to the outside world, which has a major impact on the sustainable development of the Chinese economy and corporate investment and financing decisions. This article cuts in from a new perspective of cash holding level, and uses the quasi-natural experiment provided by the “Belt and Road” initiative to test its microeconomic effects. In theory, the implementation of the “Belt and Road” initiative will increase the operational and financial risks faced by enterprises, and cash is an important tool for enterprises to resist risks. Therefore, companies may increase their cash holdings to resist risks. An empirical test using Chinese A-share listed companies from 2011 to 2017 as a sample supports the above theoretical expectations. The study found that the implementation of the “Belt and Road” initiative has increased the level of cash holdings of enterprises, that is, the cash holdings of participating enterprises of the “Belt and Road” initiative have increased significantly, and this increase was mainly achieved by increasing the company’s operating and financial risks. Further analysis shows that the “Belt and Road” initiative’s role in improving the cash holdings of participating companies is even more pronounced in companies that are not audited by ‘big 4’ firms and have relatively low independent directors. At the same time, this paper finds that the improvement of cash holding level of participating enterprises mainly comes from external borrowing and asset disposal. This paper expands the research on the economic consequences of the implementation of the “Belt and Road” initiative and enriches the analysis of the influencing factors of corporate cash holdings.

Key Words: the “Belt and Road” initiative; cash holdings; financial risk; business risk; financing constraints