

公司金融生态环境、盈余质量与现金持有

——来自中国 A 股市场的经验数据

罗劲博

(厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

[摘要] 从公司金融生态环境出发研究盈余质量与公司现金持有之间的关系,结果表明:如果公司处于金融业市场化和信贷资金分配市场化水平较高的地区,则公司的盈余质量越高,持有的现金就越少;信贷资金分配市场化水平对国有企业盈余质量与现金持有之间的关系无显著影响,但会使民营企业的盈余质量与现金持有负相关;对于政府干预程度较低地区的公司,盈余质量越高其所持有的现金越少,反之,盈余质量与现金持有之间无显著关系。

[关键词] 盈余质量;公司金融生态环境;现金持有;产权性质

[中图分类号] F832.5

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2013)10-0032-11

Corporate Financial Ecological Environment, the Earnings Quality and Corporate Cash Holdings

——Empirical Data from Chinese A-share Market

LUO Jing-bo

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Under the financial ecological environment angle of view, the article discusses the relationship between the quality and the company's cash holdings, the results show that as for the financial marketization and the marketization of credit capital allocation level that is higher than other, the higher the company's earnings quality, the less the cash holdings; however for the state-owned enterprises with marketization of credit capital allocation level, there is no significant relationship between earning quality and cash holdings, while in the private enterprise, there is negative relationship between earning quality and cash holdings, as for the degree of government intervention in the lower area of the company, the higher earnings quality, the less cash holdings, on the other hand, there is no significant relationship between the earning quality and cash holdings.

Key Words: earnings quality; corporate financial ecological environment; cash holdings; nature of property rights

一、引言

公司的现金持有量是公司投资、融资决策及日常运营中的重大问题之一,也是公司财务、会计研究领域的热点话题。经典的公司财务、会计理论表明,

高质量的会计盈余能有效地解决各类委托代理问题对公司价值所造成的侵害,并降低公司的信息不对称程度,增强公司的信息透明度,从而向债权人、股东等利益相关者传递积极的信号,有利于缓解公司

[收稿日期] 2013-09-16

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(70972112、70972113);教育部人文社科研究重点基地重大项目(10JJD630004、11JJD790006);国家软科学基金项目(2010GXSS5D221)

[作者简介] 罗劲博(1973-),男,陕西陇县人,厦门大学管理学院会计系教师,博士研究生,研究方向是公司财务、资本市场会计及公司治理。

的融资约束,减少公司的现金持有。然而,高质量的会计盈余信息只是降低公司现金持有的必要条件,而非充分条件。Laporta(2002)和Dittmar(2003)的研究表明,公司所处地区宏观层面的制度因素、治理因素和投资者保护程度等也会对公司的现金持有产生重要影响。现有研究主要从以下角度展开:Sun和Yung(2012)、向凯(2009)等的研究表明,相对于盈余质量低的公司,盈余质量高的公司在同等条件下可以减少现金持有量。黄静、张天西(2010)等认为,公司的现金持有量与政府与市场的关系、政府对企业的干预、法律制度环境、中介组织的发展等金融环境因素相关。杨兴全和张照南等(2010)认为,公司治理环境的改善有助于抑制公司的过度投资,从而增加了公司的现金持有。总之,现有研究,或者只从盈余质量的角度研究公司的现金持有,或者仅从公司的金融环境、外部制度环境分析公司的现金持有问题,或者只从公司的微观内部治理环境探讨公司的现金持有量。综合考虑公司的金融生态环境,分析公司的盈余质量对其现金持有的影响是现有研究未曾关注的盲点。

近年来,随着国际金融危机的爆发和欧债危机的持续加深,许多国际知名品牌的大公司相继倒闭和破产,国内也出现了由于借贷链条中断所造成的“借款跑路”现象,以及钢铁、水泥、重化工业等领域由于过度投资而导致的产能过剩问题。这些现象一方面表明全球金融生态环境的异化程度在不断加深,另一方面反映了公司的会计盈余质量与现金持有之间正常关系的脱节和扭曲。因而,研究公司金融生态环境下盈余质量与现金持有之间的关系既具有很强的理论价值,也具有很强的现实指导意义。

本文以中国上市公司2006~2009年A股上市公司为研究样本,从金融市场化程度、信贷资金分配市场化程度和政府对企业干预程度三个维度,分析了不同产权性质企业的银行信贷偏好问题,综合测度了公司的盈余质量如何影响公司的现金持有。研究发现:如果公司处于金融业市场化和信贷资金分配市场化水平较高的地区,则公司的盈余质量越高,持有的现金就越少;信贷资金分配市场化水平对国有企业盈余质量与现金持有之间的关系无显著影响,但会使民营企业的盈余质量与现金持有负相关;在政府干预程度较低的地区,公司盈余质量越高其所持有的现金越少,反之,盈余质量与现金持有之间无显著关系。

与现有研究相比,本文的贡献主要体现在以下三个方面:(1)利用金融生态环境这个概念研究公司盈余质量与现金持有之间的关系,为进一步理解和

挖掘公司现金持有的影响因素提供了新的证据,丰富和发展了相关的研究文献;(2)同时采用可操控性应计、盈余波动性和盈余平滑性等多种计量手段来评价公司盈余质量对公司现金持有的影响,从新的角度证实和强化了会计信息决策的有用性;(3)本文为重新认识公司现金持有的实质,解决制约企业发展的融资约束,评价政府干预、公司产权性质对公司现金持有的影响等问题提供了新的视角和思路。

二、理论基础与研究假设

2004年12月7日《金融时报》刊发了央行行长周小川的《完善法律制度,改进金融生态》一文,首次提出了“金融生态”的概念,将生态概念引入到金融领域。周小川(2011)提出金融生态是个多面体,它包括金融机构在地方的独立经营状况、不受地方政府行政干预的程度,体现为不良资产比例、贷款回收率等。李扬等(2005)认为金融生态环境指标是对一个地区法治环境、经济基础、金融发展、金融部门独立性、诚信文化、社会中介服务、政府公共服务、企业诚信和社会保障等因素的综合。本文基于以上学者的观点,并借鉴了樊纲、王小鲁(2010)的做法,以金融业市场化进程、信贷资金分配市场化、政府对企业的干预程度以及公司的产权性质分类来测度公司的金融生态环境。一个良性循环的金融生态系统会把较高盈余质量的信息传递给资金的供给者(银行等信贷机构),并且还会严格按照企业的经营规模和盈余前景以及银行的风险管控要求持有公司现金。如果这一机制能够良性运行,就有可能避免过度投资和公司高管滥用自由现金流现象的出现,有利于提高公司的治理水平,降低盈余操纵的发生概率,从而使得金融生态环境的效率和质量有显著的提高。

(一) 信贷资金分配市场化和金融业市场化的影响

高质量的财务报告可以减轻来自道德风险和逆向选择的与信息不对称相关的负面效应,因为不对称的财务信息会引起经济摩擦(Bushman和Smith, 2001; Verrecchia, 2001)。如果公司的盈余质量高,说明公司的财务信息被操纵和实施盈余管理的程度较低。对于投资者和债权人等利益相关者而言,财务报告的可信度就会大大增强,公司的预期现金流有可能会增加,使得出售股票或收回投资的概率显著降低。此外,盈余质量的提高也会明显降低公司的资本成本(Lambert等, 2006),减少由于投资者对公司的不信任而增加的额外成本,有利于保存和节约公司的现金流。公司的信息不对称程度与公司的现金持

有量有直接的关系(Garcia-Teruel 等,2009)相对于信息不对称程度不严重的公司而言,信息不对称程度较为严重的公司其管理者会持有更多的现金,而过度持有现金则会加剧代理问题的严重性,因为公司高管过度持有现金更容易出现“中饱私囊”的行为(Myers 和 Rajan,1998;Lie,2000)。

如果信息不对称程度和现金持有具有直接的关系,而盈余质量是决定信息不对称的主要因素,那么我们可以预计盈余质量越高的公司,持有的现金越少。良好的金融生态环境不仅能为企业扩大投资提供充足的资金,也能够有效降低企业发展当中的融资成本。我国金融业在向市场经济转轨的过程中,由于地区间资源禀赋、地理位置及国家政策存在差异,导致了金融发展水平也出现了较大的差异(樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2010)。公司所在地区的金融生态环境质量越高,金融业市场化和信贷分配市场化程度就会越高,市场信息的透明度也会越高,那么高盈余质量的公司很容易成为债权人互相“争抢”的对象,公司内源性现金流的持有就会明显降低。江伟(2010)认为,金融生态环境的改善有助于上市公司获得更多的长期债务融资,从而有利于增强公司的财务弹性,降低财务风险。另外,对于处于金融业市场化水平和信贷资金分配市场化水平较低地区的企业而言,具有良好的盈余质量,一方面表明公司自身的现金流再生能力很强;另一方面,如果公司想到外面融资,相对于市场化水平较高的地区,公司可选择的融资渠道和融资金额非常有限,并且融资成本也会很高。因而,公司只有保留较多的现金流,才有可能及时抓住有价值的投资机会,以避免投资不足现象的发生。基于以上分析,我们提出假设 1a 和 1b。

假设 1a:其他条件保持不变,如果公司处于金融业市场化和信贷资金分配市场化水平较高的地区,那么公司的盈余质量越高,持有的现金就越少。

假设 1b:其他条件保持不变,如果公司处于金融业市场化和信贷资金分配市场化水平较低的地区,那么公司的盈余质量越高,持有的现金就越多。

(二)基于公司产权差异的信贷资金分配市场化的影响

我国国有大银行普遍具有明显的偏好,偏好于向国有企业贷款而吝于向民营企业贷款。与民营企业相比,国有企业普遍存在着预算软约束问题(林毅夫和李志斌,2004),并且政府会通过银行贷款对国有企业进行必要的补贴(沈红波、廖冠民、曹军,2011)。由于国有企业占据了更多的垄断性行业和战略性新兴产业,并且背后有国家和政府的担保和支持,因而大多数国有企业“不差钱”。信贷资金分配市场化

对国有企业的融资规模和融资成本影响有限,导致了国有企业的现金持有与信贷资金分配市场化的相关性不大,因此,国有企业盈余质量的变化不会显著影响公司的现金持有水平。相反,对于民营企业而言,盈余质量高的企业会向包括银行在内的债权人和其他投资者释放出利好的消息,当公司需要向银行贷款时,众多的银行会捷足先登,上门服务。换言之,高盈余质量的民营企业由于具备了较强的议价能力和控制力,所以会选择贷款成本低、服务好且流动性比较充足的银行。同时,对于银行而言,通过向具有较高盈余质量和良好发展前景的民营企业发放贷款,能够提高银行贷款的综合收益,并有可能弥补由于向国有企业提供贴息贷款和其他政策性贷款所造成的损失,此时银行有很强的动机和愿意向盈余质量高的民营企业提供融资,因而,民营企业不大可能会持有较多的现金。基于以上分析,我们提出假设 2a 和 2b。

假设 2a:其他条件不变,国有企业所在地区的信贷资金分配市场化程度不会显著影响盈余质量与现金持有之间的关系。

假设 2b:其他条件不变,对于盈余质量较高的民营企业而言,信贷资金分配市场化程度的提高会使其现金持有显著降低。

(三)政府干预程度的影响

自从 1994 年以来,中国的财政分权制度改变了中央政府对地方政府的激励机制,从而使地方政府参与社会经济活动的经济行为发生了根本性改变(王文剑,2007)。所以,地方政府官员有较强的动机干预经济,使得地方经济发展的速度和质量在其任期内有一个明显的提高,以实现官员个人政绩最大化的目标,同时在我国比较特殊的国情和背景下,政府干预经济和企业也是政府及官员公共治理的需要。政府通过银行贷款、资本市场、财政补贴、税收优惠、政府订单以及干预企业并购、企业投资、企业具体经营等多种方式和途径,实现其干预企业的目的(杨力、夏德才,2012)。然而,地方政府对企业的干预,特别是对银行信贷的干预,不利于金融部门寻找有价值的公司,也有可能使银行贷款投向“苦乐不均”和“多寡不均”的现象频频出现,并出现较多的由于过度投资而带来的净现值为负的投资项目,更多的政府干预会抑制和阻碍银行对企业的监管职能,严重影响金融机构信贷资金的配置效率。同时,对于政府干预程度较高的地区企业,借此机会也可以获得更多的财政补贴和税收优惠(吴文峰,2009;余明贵,2009),其最终结果造成了公司盈余质量与现金持有关系的扭曲和异化。

对于政府干预程度较低地区的企业而言,当地市场的规范程度、投资者保护、企业决策的自由度等都会处于较高水平,银行内部的监控措施和制度也会更加完善,企业的融资及投资活动会更多依据市场运行法则和成本效益原则来权衡,盈余质量较好的企业,通常会成为银行等信贷机构的优质目标客户。由于该地区盈余质量较高的公司具有充足的信贷融资渠道,所以公司的现金持有会处于一个较低的水平。基于以上分析,我们提出假设 3a 和 3b。

假设 3a:其他条件不变,如果企业处于政府干预程度较低的地区,则盈余质量越高的企业其所持有的现金就越少。

假设 3b:其他条件不变,如果企业处于政府干预程度较高的地区,则企业盈余质量的高低与其所持有的现金无明显关系。

三、研究设计

(一)模型设计与变量定义

$$ECASH = \beta_0 + \beta_1 EQ + \beta_2 EQ * FINAMARK + \beta_3 CAPEA + \beta_4 CASHA + \beta_5 LNTA + \beta_6 LEV + \beta_7 NWCA + \beta_8 TOBIN + \beta_9 SALGROW + \mu_i \quad (1)$$

$$ECASH = \beta_0 + \beta_1 EQ + \beta_2 EQ * CREDIMARK + \beta_3 CAPEA + \beta_4 CASHA + \beta_5 LNTA + \beta_6 LEV + \beta_7 NWCA + \beta_8 TOBIN + \beta_9 SALGROW + \mu_i \quad (2)$$

$$ECASH = \beta_0 + \beta_1 EQ + \beta_2 EQ * GONINTERV + \beta_3 CAPEA + \beta_4 CASHA + \beta_5 LNTA + \beta_6 LEV + \beta_7 NWCA + \beta_8 TOBIN + \beta_9 SALGROW + \mu_i \quad (3)$$

其中,ECASH 代表公司的现金持有;EQ 代表公司的盈余质量,如果系数为负,表明盈余质量越差的公司持有的现金越多;FINAMARK、CREDIMARK 和 GONINTERV 分别代表着金融市场化程度、信贷资金分配的市场化程度和减少政府干预的程度。

被解释变量 ECASH,参照了 Opler 等(1999)和连玉君、苏治(2008)的做法,采用现金及现金等价物的总额来衡量,并用总资产进行了平减处理。对于解释变量 EQ,本文应用三种方法来度量,即可操控性应计、盈余的波动性和利润的平滑性。

(1)采用了扩展的 Jones 模型来计算。

$$TA_{it}/ASSET_{it-1} = \beta_1 * 1/ASSET_{it-1} + \beta_2 * \Delta REV/ASSET_{it-1} + \beta_3 * PPE/ASSET_{it-1} + \mu_i \quad (4)$$

将模型(4)估计的系数代入模型(5),计算出正常应计为:

$$NORMAC = \beta_1 * 1/ASSET_{it-1} + \beta_2 * \Delta REV/ASSET_{it-1} + \beta_3 * PPE/ASSET_{it-1} + \mu_i \quad (5)$$

其中,总应计(TA)=流动资产的变化-流动负债的变化-经营现金净流量的变化+短期负债的变换-当年的折旧及摊销;ASSET_{t-1}代表上年资产总额;

ΔREV 代表相邻两年销售收入的变化;PPE 代表固定资产的总额。模型(4)估计的总应计减去模型(5)的正常应计后,即 TA-NORMAC,所获得的差值则为绝对异常应计,被称为可操控性应计(DA),该值越大,表明盈余质量越低。

(2)本文参考 Sun 和 Yung(2012)的做法,计算了连续四年利润的标准差,标准差越大就表明盈余质量越低。

(3)在稳健性检验阶段,本文应用利润的平滑性来度量盈余质量,该指标的计算借鉴了 Leuz 等(2003)以及 Gaioa 和 Raposo(2011)的做法,具体计算公式为:平滑度=净利润的标准差/经营活动现金净流量的标准差,净利润和经营活动现金净流量在计算中都采用资产总额进行了平减。平滑度小于 1,表明经营活动现金净流量比净利润的波动更大,意味着管理层对利润进行了平滑处理,而该平滑度的值越大,表明利润没有被平滑和操控的可能性就越大,因而盈余质量就会越高。

对于金融生态环境变量,本文基于樊纲、王小鲁(2010)的方法,通过减少政府对企业干预程度、金融业市场化程度、信贷资金分配市场化程度三个指标进行衡量,并结合企业的产权性质来综合测度公司的金融生态环境。减少政府对企业的干预程度的值越高,表明政府对企业的干预程度越低;金融业市场化程度指标的值越高,表明金融企业的市场化综合水平越高;信贷资金分配市场化则衡量了金融企业的信贷投放行为是否完全按照市场规律运作,是否按照风险、增长潜力等标准去投放贷款,该指标越高,说明银行的贷款越透明、越科学。

控制变量中,(1)公司的现金流(CASH),其值越大则现金的持有量也越大,表明相对于外部融资,公司的管理层更偏好于内部融资(Opler 等,1999);(2)净营运资本(NWCA),该变量可以控制其他流动资产对现金的替代(Ozkan 和 Ozkan,2004);(3)资本性支出(CAPEA),其值越高则公司保留的现金越多;(4)资产负债率(LEV),增加公司的负债率意味着公司现金持有量的降低;(5)公司的增长机会(TOBIN),有较多增长机会的公司会保持一定的现金持有,以满足其流动性的需求;(6)销售增长(SALEGROW),该变量从业务的运营角度来衡量公司的增长机会;(7)公司规模(LNTA)。

表 1 变量的定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量的计算
被解释变量	现金持有	ECASH	年末现金及现金等价物/总资产

(续表1)

解释变量	可操控性应计	DA	利用扩展的 Jone 模型计算
	盈余的波动性	VE	年末利润的标准差
	盈余的平滑性	ES	年末净利润的标准差 / 年末经营现金净流量的标准差
	信贷资金分配市场化	CREDIMARK	信贷资金分配市场化指数
	金融市场发展水平	FINANMARK	金融业市场化发展水平指数
	减少政府的干预程度	GOVINTERV	减少政府对企业的干预程度指数
控制变量	公司的现金流	CASH	经营活动现金净流量/总资产
	公司的增长机会	TOBIN	公司的市场价值/公司的账面价值
	公司的资本性支出	CAPEA	(支付的与固定资产的购进及建设有关的现金)/总资产
	净营运资本	NWCA	(流动资产-流动负债-现金及现金等价物)/总资产
	公司的规模	LNTA	公司年末资产总额的自然对数
	公司的负债率	LEV	年末公司的负债总额/年末公司的资产总额
	公司的销售增长	SALEGROW	(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入

(二) 数据来源与样本选择

本研究选择了中国 A 股市场 2006~2009 年上市公司的数据, 涉及 13 个行业 1 027 家上市公司, 样本公司数据来自国泰安数据库, 金融生态环境指数来自樊纲、王小鲁(2010) 主编的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》。样本在选择过程中做了以下处理 (1) 删除了 ST、PT 公司的数据 (2) 删除了中小板、创业板和同时发行 H 股和 B 股的公司 (3) 删除了关键变量数据缺失的公司 (4) 删除了资产负债率大于 1 的公司 (5) 删除了当年 IPO 的公司或 SEO 的公司以及所有金融类公司 (6) 删除了产权性质不清楚和公司注册地不详的公司, 以保证每个公司都有对应的金融生态环境指数。最后获得有效观测值为 3 646 个, 并对所有样本在 1% 的水平上进行了缩尾处理, 使用的统计软件为 stata11.0。

四、实证结果

(一) 描述性统计

首先从表 2 所选取样本的年度分布来看, 2006 年到 2009 年分别有 224、238、271 和 294 个观测值,

各年之间样本量的变化不大, 但呈逐年递增趋势, 这与上市公司的规模逐渐扩大和我国 GDP 逐年增长的总趋势基本一致。另外, 从样本的行业分布来看, 证监会所颁布的行业门类大部分都有所涉及, 数量最多的前三个二级行业分别是机械设备、化工、金属加工业, 数量分别是 150、102 和 89, 符合我国上市公司的总体特征。

表 2 样本的行业及年度分布

行业	年度				
	2006	2007	2008	2009	合计
农、林	4	7	6	5	23
采掘业	3	7	10	7	27
食品业	10	9	11	11	41
纺织业	11	10	7	3	31
服装、纺织	13	14	9	8	44
家具、造纸	5	9	6	3	23
化工	25	33	23	21	102
电子制造	3	5	13	17	38
金属加工	25	16	26	32	89
机械设备	41	34	33	42	150
生物、医药	10	11	24	25	70
其他制造	1	1	2	4	8
制造小计	132	132	147	163	574
电力、能源	15	9	7	14	45
建筑业	2	9	11	14	25
运输仓储	11	12	15	8	46
信息技术	12	10	18	19	59
批发零售	16	11	17	23	67
房地产	17	18	10	21	66
社会服务	3	6	10	13	32
传播与文化	1	2	3	2	8
综合类	8	15	23	9	55
合计	224	238	271	294	1 027

其次, 从表 3 研究样本的基本统计量来看, 公司现金持有的中位数为 0.115, 均值为 0.150, 表明不同公司的现金持有量比较稳定和均衡, 也说明样本的分布区间比较接近。可操控性应计的均值为 -0.454 6, 标准差为 2.623, 中位数为 0。盈余波动性的均值为 0.370, 标准差为 1.84, 中位数为 0.03, 说明不同类型的盈余质量分布差异明显。减少政府对企业的干预程度的均值为 5.59, 标准差为 2.9, 中位数为 5.51。金融业市场化程度的均值为 9.06, 标准差为 1.69, 中位数为 9.44。信贷资金分配市场化程度的均值为 10.88, 标准差为 2.53, 中位数为 11.24。这三个指标的标准差较大, 说明各地区金融生态环境差异较大。

表 3 主要变量的基本统计量

变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
LNTA	3646	21.59	1.190	14.16	20.78	21.46	22.25	28
NWCA	3646	0.0700	1.750	-123.0	-0.0600	0.0900	0.260	0.910
CAPEA	3646	0.0600	0.0600	0	0.0200	0.0400	0.0900	0.520
ECASH	3646	0.150	0.120	-0.140	0.0700	0.1150	0.200	0.870
CASH	3646	0.0600	0.100	-2.520	0.0100	0.0600	0.100	1.070
SALGROW	3646	0.580	2.460	-3.920	-0.0200	0.0700	0.380	19.07
GOVINTERV	3646	5.590	2.900	-12.95	3.930	5.510	7.200	12.67
FINAMARK	3646	9.060	1.690	4.560	7.710	9.440	10.28	12.84
CREDIMARK	3646	10.88	2.530	2.920	9.460	11.24	13.06	14.65
LEV	3646	0.540	0.760	0.0200	0.370	0.510	0.640	1.24
DA	3646	-0.454	2.623	-0.00645	-0.760	0	0.250	0.547
VE	3646	0.370	1.84	0	0.0100	0.0300	0.0500	0.426
TOBIN	3646	1.335	0.134	0.034	1.14	1.364	1.598	3.562

(二) 变量的相关系数

从表 4 的相关系数来看,可控性应计与现金持有的相关系数为 0.43 且显著,盈余波动性与现金持有的相关系数为 0.22 且显著,初步说明盈余质量越低的公司持有的现金越多。衡量市场化进程指数

的三个变量与公司现金持有正相关但不显著,说明市场化进程本身可能对公司的现金持有不会有直接影响。控制变量之间的相关系数大部分都在 0.5 以下,说明所选变量的自相关问题不严重,并且能从不同角度控制对解释变量的影响。

表 4 主要变量的皮尔逊相关系数矩阵

	LNTA	NWCA	CAPEA	ECASH	CASH	SALGROW	GOVINTERV	FINAMARK	CREDIMARK	LEV	DA	VE
LNTA	1											
NWCA	0.087***	1										
CAPEA	0.172***	-0.0210	1									
ECASH	-0.116***	0.048***	-0.073***	1								
CASH	0.093***	0.375***	0.157***	0.179***	1							
SALGROW	0.308***	0.00600	0.041**	0.0230	0.042***	1						
GOVINTERV	0.031**	0.0110	-0.029**	0.0220	0.00900	0.0220	1					
FINAMARK	0.102***	0.00600	0	0.0190	0.00500	-0.0220	0.427***	1				
CREDIMARK	0.088***	0.0120	0.0120	0.030*	-0.00300	-0.029*	0.098***	0.335***	1			
LEV	-0.085***	-0.492***	-0.00900	-0.0160	-0.400***	0.0060	-0.0100	-0.00200	-0.0060	1		
DA	0.107***	0.182***	0.00400	0.430***	0.425***	0.0040	0	0.00300	0.0110	-0.483**	1	
VE	-0.121***	-0.623***	0.00600	0.220***	-0.314***	-0.0070	-0.025*	0.00900	0.00600	0.431***	-0.509***	1

注:***、**、* 分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著,下同。

(三) 多元回归结果

1. 信贷资金分配市场化和金融业市场化的影响。表 5 显示了在考虑信贷资金分配市场化因素后,可操控性应计和利润波动性对公司现金持有的影响。在回归时以该指标的中位数为基准点,高于基准点定义为高信贷资金分配市场化,低于基准点定义为低信贷资金分配市场化,并在两种盈余质量的代理指标下分析回归结果。模型 1 至模型 4 为高信贷资金分配市场化样本,模型 5 至模型 8 为低信贷资金分配市场化样本。模型 1 的结果显示,可操控性应计的估计系数为 0.000 224,且高度显著,说明盈余质量越好的公司持有的现金越少。模型 2 加入了可操

控性应计与信贷资金分配市场化程度的交乘项,估计系数为 0.007 39,表明在信贷资金分配市场化程度高的地区,由于信息的透明度较高,盈余质量越好的公司越容易从外部筹集资金,因此公司的现金持有量会较少。模型 3 以盈余的波动性作为盈余质量的代理变量,估计系数为 0.006 63。模型 4 加入了交乘项,其估计系数为 0.304,且在 1%的水平高度显著,并且也大于不考虑交乘项的估计系数。模型 6 交乘项的估计系数为-0.008 75,且在 5%的水平上显著,大于不考虑交互项的系数。模型 8 的交乘项估计系数为-0.784,且在 5%的水平上显著,也明显大于不考虑交乘性的系数。这表明在信贷资金分配市场

化较低的地区,由于该地区的公司外部融资渠道较少以及外部融资成本较高,因此,盈余质量越好的公

司持有的现金越多,假设1得到了显著支持。

表5 信贷资金分配市场化对现金持有的影响

变量	信贷资金分配市场化程度高				信贷资金分配市场化程度低			
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
截距项	0.168*** (4.089)	0.173*** (4.224)	0.124*** (3.123)	0.117*** (3.045)	-0.0242 (-0.389)	-0.0185 (-0.298)	-0.0201 (-0.325)	-0.00728 (-0.117)
DA	0.000224*** (11.55)	0.00126** (2.401)			-2.17e-05** (2.574)	-0.00341** (-2.342)		
DA * CREDIMARK		0.00739* (1.649)				-0.00875** (-2.357)		
VE			0.00663*** (17.98)	0.100*** (12.10)			-0.00980*** (-2.647)	-0.253* (-1.997)
VE * CREDIMARK				0.304*** (12.91)				-0.784** (2.595)
CAPEA	-0.00652 (-0.183)	-0.00169 (-0.0470)	0.0182 (0.531)	-0.00406 (-0.122)	-0.0637 (-1.312)	-0.0652 (-1.347)	-0.0631 (-1.299)	-0.0603 (-1.242)
CASH	0.303*** (13.05)	0.305*** (13.11)	0.287*** (12.85)	0.307*** (14.15)	0.284*** (9.375)	0.283*** (9.363)	0.282*** (9.363)	0.282*** (9.359)
LNTA	-0.00701*** (-3.723)	-0.00734*** (-3.900)	-0.00317* (-1.732)	-0.00170 (-0.957)	0.00172 (0.614)	0.00195 (0.699)	0.00156 (0.563)	0.000889 (0.317)
LEV	0.128*** (11.21)	0.131*** (11.44)	0.0553*** (4.534)	0.0137 (1.118)	0.135*** (9.999)	0.119*** (7.886)	0.133*** (9.783)	0.138*** (9.892)
SALGROW	0.000612 (0.717)	0.000591 (0.693)	0.000704 (0.861)	0.000723 (0.914)	-0.000968 (-0.800)	-0.000870 (-0.720)	-0.000917 (-0.754)	-0.000882 (-0.726)
NWCA	0.219*** (21.23)	0.219*** (21.27)	0.238*** (23.80)	0.254*** (26.02)	0.228*** (16.69)	0.227*** (16.67)	0.229*** (16.72)	0.229*** (16.70)
TOBIN	0.0139*** (7.884)	0.0139*** (7.915)	0.0111*** (6.538)	0.00853*** (5.144)	0.0141*** (6.140)	0.0129*** (5.465)	0.0142*** (6.115)	0.0144*** (6.203)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2391	2391	2391	2391	1255	1255	1255	1255
Adjusted R-squared	0.264	0.266	0.317	0.361	0.262	0.265	0.263	0.264
F	108.8	97.02	140.8	152.0	56.05	50.62	56.91	50.91

注:括号里为t检验值,所有t统计量都经过了White调整。

接下来,考虑金融业市场化程度如何影响盈余质量与公司现金持有之间的关系。依据金融市场化程度指数中位数的大小,将高于该值的样本称为高金融市场化组(模型1到模型4),将低于该值的样本称为低金融市场化组(模型5到模型8),结果见表6。在8个模型中,在不考虑金融业市场化程度时,可操控应计的估计系数分别是0.000213和-2.79e-05,相应的盈余波动性的估计系数分别是0.00657和-0.0124。在考虑了金融业市场化程度后,可操控性应计的估计系数分别是0.00965和-0.00977,盈余波动性的估计系数则为0.496和-0.684,且均高度显著,各交乘项的估计系数大于不考虑金融业市场化因素时估计系数的50%以上。

这表明,在金融业市场化程度较高的地区,盈余质量越高的公司持有的现金越少,而在金融业市场化程度较低的地区,盈余质量越高的公司持有的现金越多。原因在于,在金融业市场化程度较高的地区,经营质量好的公司在面对众多的信贷机构时,对信贷资金的需求量和贷款成本会有很强的议价能力和话语权,所以公司内部保留的现金持有量会大大降低;在金融业市场化程度较低的地区,即使盈余质量高的公司也会面临有限的外部融资渠道和高昂的融资成本,因而,为了不丧失有利的投资机会,增强公司的财务弹性,公司必然会保留较多的内部现金持有,假设1依然得到支持。

表 6 金融业市场化程度对现金持有的影响

变量	金融业市场化程度高				金融业市场化程度低			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
截距项	0.150*** (3.555)	0.155*** (3.667)	0.113*** (2.766)	0.107*** (2.716)	0.00178 (0.0308)	0.0161 (0.280)	0.00534 (0.0933)	0.0267 (0.460)
DA	0.000213*** (10.75)	0.000815*** (6.521)			-2.79e-05*** (-3.578)	-0.00526*** (-4.400)		
DA * CREDIMARK		0.00965* (1.955)				-0.00977*** (-4.423)		
VE			0.00657*** (17.08)	0.102*** (11.93)			-0.0124*** (-3.627)	-0.362** (-5.177)
VE * CREDIMARK				0.496*** (12.71)				-0.684** (-4.252)
CAPEA	-0.0360 (-0.963)	-0.0309 (-0.820)	-0.00778 (-0.216)	-0.0304 (-0.865)	-0.0279 (-0.612)	-0.0325 (-0.718)	-0.0288 (-0.633)	-0.0262 (-0.577)
CASH	0.299*** (12.82)	0.300*** (12.83)	0.289*** (12.81)	0.313*** (14.30)	0.325*** (10.87)	0.323*** (10.87)	0.323*** (10.86)	0.326*** (10.97)
LNTA	-0.00572*** (-2.991)	-0.00599*** (-3.130)	-0.00229 (-1.223)	-0.000825 (-0.455)	-4.77e-05 (-0.0181)	1.53e-05 (0.00585)	-0.000161 (-0.0615)	-0.00128 (-0.484)
LEV	0.118*** (10.63)	0.120*** (10.75)	0.0481*** (4.001)	0.00469 (0.385)	0.154*** (11.15)	0.130*** (8.766)	0.151*** (10.93)	0.159*** (11.17)
SALGROW	0.000765 (0.891)	0.000751 (0.875)	0.000732 (0.885)	0.000705 (0.882)	-0.000830 (-0.757)	-0.000676 (-0.620)	-0.000780 (-0.710)	-0.000797 (-0.726)
NWCA	0.204*** (20.22)	0.204*** (20.26)	0.228*** (23.01)	0.246*** (25.43)	0.250*** (18.17)	0.249*** (18.18)	0.251*** (18.19)	0.252*** (18.26)
TOBIN	0.0135***	0.0135***	0.0101***	0.00702***	0.0131***	0.0120***	0.0132***	0.0135***
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2260	2260	2260	2260	1386	1386	1386	1386
Adjusted R-squared	0.254	0.254	0.305	0.351	0.278	0.288	0.279	0.281
F	97.52	86.61	125.9	137.4	67.86	63.31	68.89	61.97

注 同表 5。

2. 基于公司产权性质的信贷资金分配市场化的影响。我国信贷市场最明显的特征就是 与公司产权性质相关的信贷偏好与信贷歧视非常普遍。单纯通过优化外部金融生态环境来提高公司盈余质量以及降低资本成本 作用并不明显。只有从公司产权性质等内部机制和外部环境两个方面入手,才能提高上市公司的盈余质量,优化资源配置效率(王永杰, 2011)。表 7 将所有公司按照产权归属划分为国有企业与民营企业,考察了信贷资金分配市场化对盈余质量与现金持有量关系的影响差异。从模型 1 到模型 4 国有组的回归结果来看,无论是可操控性应计和盈余波动的单独回归系数,还是与信贷资金分配

市场化程度的交乘项系数,都不显著,表明国有企业的贷款与其盈余质量的相关性较弱,即使考虑了各地区信贷资金分配市场化的因素,这种结果依然不会变化。然而,从模型 5 到模型 8 民营组的回归结果可以看出,民营企业的现金持有会随着盈余质量的提高而明显降低。在模型 6 中,可操控性应计的系数为 0.000 989,而交乘项的系数则为 0.002 07,且在 1%的水平上显著,后者远远大于前者。进一步在模型 8 中,盈余波动的估计系数为 0.038 4,该模型交乘项的估计系数则为 0.074 5,说明信贷资金分配市场化程度的提高,会使盈余质量好的民营企业持有更少的现金,假设 2 得到支持。

表 7 公司产权性质对现金持有的影响

变量	国有组				民营组			
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
截距项	0.116*** (3.154)	0.119*** (3.222)	0.125*** (3.363)	0.130*** (3.493)	0.230*** (3.033)	0.0948 (1.259)	0.0289 (0.426)	-0.0329 (-0.481)
DA	0.000352 (0.731)	-0.000768 (-0.292)			1.77e-07* (1.825)	0.000989*** (8.626)		

(续表7)

DA* FINANMARK		0.000116 (0.435)				0.00207*** (8.647)		
VE			-0.0222 (-0.916)	-0.134 (-0.912)			0.00329*** (11.36)	0.0384*** (4.804)
VE * FINANMARK				0.0120 (0.768)				0.0745*** (5.218)
CAPEA	-0.0714** (-2.358)	-0.0683** (-2.239)	-0.0725** (-2.385)	-0.0685** (-2.237)	0.188*** (3.052)	0.123** (2.043)	0.158*** (2.705)	0.126** (2.185)
CASH	0.308*** (14.57)	0.308*** (14.55)	0.305*** (14.37)	0.304*** (14.32)	0.216*** (6.677)	0.248*** (7.832)	0.254*** (8.379)	0.265*** (8.813)
LNTA	-0.00218 (-1.299)	-0.00234 (-1.388)	-0.00247 (-1.460)	-0.00274 (-1.616)	-0.0101*** (-2.836)	-0.00401 (-1.136)	-0.00106 (-0.325)	0.00154 (0.474)
LEV	0.0573*** (4.868)	0.0585*** (4.957)	0.0552*** (4.672)	0.0562*** (4.752)	0.142*** (9.370)	0.119*** (7.944)	0.104*** (7.068)	0.102*** (6.974)
SALGROW	0.000160 (0.241)	0.000159 (0.240)	0.000215 (0.323)	0.000235 (0.354)	0.00144 (0.786)	0.000877 (0.494)	0.000685 (0.395)	0.000385 (0.225)
NWCA	0.267*** (28.00)	0.267*** (28.03)	0.268*** (27.88)	0.268*** (27.92)	0.172*** (11.10)	0.181*** (12.05)	0.195*** (13.39)	0.195*** (13.56)
TOBIN	0.00713*** (4.019)	0.00720*** (4.051)	0.0071*** (3.970)	0.0071*** (3.965)	0.00713*** (3.434)	0.0149*** (6.758)	0.0175*** (13.77)	0.0216*** (14.55)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2444	2444	2444	2444	1202	1202	1202	1202
Adjusted R-squared	0.345	0.345	0.347	0.346	0.155	0.206	0.241	0.259
F	162.1	143.8	164.0	145.5	28.07	34.92	48.45	47.11

注:同表5。

3. 政府对企业干预程度的影响。现有研究表明,政府对企业的干预行为表现为三种可能性,即“无为之手”、“援助之手”和“掠夺之手(杨力、夏德才,2012)。从表8的结果来看,对于政府干预程度较高地区的企业,公司的盈余质量与现金持有没有显著的影响关系,无论是模型1的可操控性系数、模型3的盈余波动性系数、模型4的盈余波动性系数,还是政府干预程度与盈余质量的交乘项系数,都不显著,表明在政府干预程度较高的地区,公司的盈余质量与现金持有之间没有显著关系。然而,对于政府干预程度较低地区的公司而言,模型6和模型8交乘项

的估计系数分别是0.00531和0.0161,并且两个系数都分别大于不考虑减少政府干预程度项的估计系数(0.00165、0.00563)50%以上。这说明,在政府干预程度较低的地区,如果可操控性应计和盈余波动性较小,那么具有较高盈余质量的公司就会持有较少的现金,原因在于政府干预程度的降低,有利于银行按照成本效益和风险可控原则向那些盈余质量高的企业优先提供贷款,这些公司因此会拥有多元化的可选择的融资渠道。所以,在政府干预程度较低的地区,盈余质量越好的公司持有的现金越少,从而支持了假设3。

表8 政府干预程度对现金持有的影响

变量	政府干预程度较高				政府干预程度较低			
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
截距项	-0.0131 (-1.214)	-0.0142 (-0.873)	-0.0114 (-1.042)	-0.0132 (-0.483)	0.221*** (3.056)	0.215*** (8.735)	0.181*** (6.415)	0.182*** (8.961)
DA	0.000197 (1.250)	0.000181 (0.09)			0.000237*** (7.384)	0.00165*** (8.853)		
DA * GOVINTERV		0.0001 (0.746)				0.00531** (4.168)		
VE			0.0255 (0.090)	0.170 (0.981)			0.00355*** (14.061)	0.00563*** (8.920)
VE * GOVINTERV				0.0185 (1.314)				0.0161** (13.276)

(续表8)

CAPEA	-0.0615* (-1.843)	-0.0614* (-1.905)	-0.0632* (-1.881)	-0.0639* (-1.924)	0.0114 (1.343)	0.0110 (0.945)	0.0349 (0.786)	0.0347 (1.470)
CASH	0.304*** (4.021)	0.305*** (3.795)	0.305*** (6.482)	0.307*** (8.040)	0.278*** (7.751)	0.279*** (4.146)	0.274*** (3.173)	0.274*** (9.561)
LNTA	0.00440** (2.039)	0.00445** (1.953)	0.00432** (1.856)	0.00444** (1.810)	-0.0101*** (-4.985)	-0.00986*** (-3.774)	-0.00796*** (-4.192)	-0.00800*** (-6.273)
SALGROW	-0.000178 (-0.990)	-0.000160 (-1.206)	-0.000202 (-1.364)	-0.000251 (-1.295)	-0.000256 (-1.430)	-0.000302 (-1.181)	-0.000300 (-0.575)	-0.000298 (-1.209)
NWCA	0.227*** (3.446)	0.227*** (3.681)	0.226*** (2.970)	0.227*** (4.863)	0.240*** (7.056)	0.242*** (5.364)	0.251*** (5.778)	0.251*** (6.321)
LEV	0.00349 (1.314)	0.00356 (0.950)	0.00518 (0.883)	0.00426 (1.260)	0.175*** (6.727)	0.177*** (4.836)	0.154*** (3.291)	0.155*** (4.994)
TOBIN	0.0110*** (7.639)	0.0110*** (3.296)	0.0113*** (4.780)	0.0109*** (3.251)	0.00930*** (6.207)	0.00931*** (3.565)	0.00995*** (4.172)	0.00998*** (2.993)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1889	1889	1889	1889	1757	1757	1757	1757
Adjusted R-squared	0.33	0.33	0.33	0.33	0.24	0.24	0.26	0.26
F	115.3	102.5	115.1	102.8	67.69	60.52	77.16	68.55

注：同表5。

五、稳健性检验

首先，以利润的平滑度作为盈余质量的代理变量，并考虑了信贷资金分配市场化和金融业市场化程度两个金融生态环境指标。进一步，按照两个指标的中位数分成高信贷资金分配市场化组、高金融业市场化组与低信贷资金分配市场化组、低金融业市场化组，分析利润平滑度作为盈余质量的代理变量对公司现金持有的影响，结果依然得到了支持。接着，把减少政府对企业的干预程度指标按其中位数分成高低两个组，考察利润平滑度对公司现金持有的影响，结论与前文一致。此外，删掉了除制造业以外的其他行业的样本，单独按照上述方法进行回归检验，结果依然没有变化。最后，对国有与民营两类企业按照信贷分配市场化程度的中位数分成高低两个组进行回归，结论与前文的回归结果一致。

六、结论与启示

公司的现金持有量是公司投资、融资决策及日常运营中的重大问题之一，也是公司财务、会计研究领域的热点话题。现有研究主要集中在三个角度：(1)通过盈余质量研究公司的现金持有；(2)从公司的金融环境、外部制度环境分析公司的现金持有；(3)从公司的微观内部治理环境探讨公司的现金持有。然而，已有研究很少从公司金融生态的视角出发

探讨公司盈余质量与现金持有的关系。在现实背景下，随着国际金融危机的持续加深，国内资金借贷市场的“跑路潮”和水泥、钢铁等行业的过度投资现象频频出现，使得研究公司盈余质量与现金持有之间的关系具有较强的现实价值。本文以中国2006~2009年A股上市公司为研究样本，结果发现：如果公司处于金融业市场化和信贷资金分配市场化水平较高的地区，那么公司的盈余质量越高，持有的现金就越少；信贷资金分配市场化水平对国有企业盈余质量与现金持有之间的关系无显著影响，但会使民营企业的盈余质量与现金持有负相关；如果公司处于政府干预程度较低的地区，那么公司的盈余质量越高其所持有的现金越少，反之，盈余质量与现金持有之间无显著关系。

本文的研究结论在一定程度上丰富和发展了公司现金持有的相关理论文献，并为在实践中分析和解决公司的现金持有问题提供了新的证据，为进一步解决公司的融资约束和选择公司的流动性政策提供了方向和思路。此外，有助于加深金融生态环境、公司盈余质量对公司现金持有影响机理的认识和理解，从而提高公司的投资效率、降低公司的代理成本和融资成本提供了借鉴和参考。

[参考文献]

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. Journal of Finance, 2002(57): 1147-1170.
- [2] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International Corporate Governance and Corporate Cash Holding [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003(38): 111-134.

- [3] Sun Q ,K Yung ,H Rahman.Earnings Quality and Corporate Cash Holdings[J] . Accounting & Finance 2012(52) 543-571.
- [4] 向 凯.盈余质量与公司现金持有——来自我国证券市场的经验证据[J].中央财经大学学报 2009(7) :79-85.
- [5] 黄 静 ,张天西.治理环境与上市公司现金持有量的关系研究[J].工业工程与管理 2009(5) :84-89.
- [6] 杨兴全 ,张照南 ,吴昊旻.治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J].南开管理评论 2010(5) :61-69.
- [7] 周小川.城镇化及融资问题[J].比较 2011(55) :16-35.
- [8] 李 扬 ,王国刚 ,刘煜辉.中国城市金融生态环境评价[M].北京 :人民出版社 2005.
- [9] 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2009年报告[M].北京 :经济科学出版社 2010.
- [10] Bushman R ,A Smith.Financial Accounting Information and Corporate Governance [J].Journal of Accounting and Economics 2001(31) 237-333.
- [11] Verrecchia.Essays on Disclosure [J] .Journal of Accounting and Economics 2001(32) 91-180.
- [12] Lam bert R ,C Leuz ,R E Verrecchia.Accounting Information , Disclosure , and the Cost of Capital[R].Working Paper ,SSRN Working Paper Series 2006.
- [13] Garcia-Teruel P ,J P Martinez-Solano ,J P Sanchez-Ballesta.Accruals Quality and Corporate Cash Holdings[J].Accounting & Finance 2009(49) 95-115.
- [14] Myers S C ,R G Rajan.The Paradox of Liquidity[J].Quarterly Journal of Economics ,1998(113) :733-771.
- [15] Lie E.Excess Funds and Agency Problems :An Empirical Study of Incremental Cash Distributions [J].The Review of Financial Studies 2006(113) 219-248.
- [16] 江 伟.法制环境、金融发展与企业长期债务融资[J].金融研究 2010(3) 50-57.
- [17] 林毅夫 ,李志斌.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究 2004(2) :17-27.
- [18] 沈红波 ,廖冠民 ,曹 军.金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J].中国工业经济 2011(6) :120-129.
- [19] 王文剑 ,仇建涛 ,覃成林.财政分权、地方政府竞争与FDI的增长效应[J].管理世界 2007(3) :13-22.
- [20] 杨 力 ,夏德才.“扶持之手”还是“掠夺之手” 政府干预与企业政治关联文献综述[J].学海 2012(3) :69-74.
- [21] 吴文锋 ,吴冲锋 ,芮 萌.中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J].管理世界 2009(3) :134-142.
- [22] 余明桂 ,回雅甫 ,潘红波.政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J].经济研究 2010(3) :65-77.
- [23] Opler T ,L Pinkowitz ,R Stulz ,R Williamson.The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings [J].Journal of Financial Economics ,1999(52) 3-46.
- [24] 连玉君 ,苏 治.上市公司现金持有 :静态权衡还是动态权衡[J].世界经济 2008(10) 84-96.
- [25] Leuz C ,D Nanda ,P Wysocki.Investor Protection and Earnings Management : An International Comparison [J].Journal of Financial Economics 2003(69) 505-527.
- [26] Gaioa C ,C Raposo.Earnings Quality and Firm Valuation :International Evidence [J].Accounting and Finance 2011(51) :467-499.
- [27] Ozkan A ,N Ozkan.Corporate Cash Holdings :An Empirical Investigation of UK Companies [J].Journal of Banking and Finance 2004(28) 2103-2134.
- [28] 王永杰.金融生态环境、盈余质量对企业资本成本影响的实证分析[J].云南财经大学学报 2011(6) :95-104.

[责任编辑：李 莉]