

通道业务监管提升了企业现金持有

杜善重 杨兴全 马连福*

摘要:本文以资管新规出台为背景探讨通道业务监管对企业现金持有的影响。研究发现,通道业务监管通过聚焦主业与去杠杆的公司治理效应提升现金持有;增持现金用于研发活动和股利发放实现二次配置;要素密集程度、成本转嫁能力和金融监管投入优化了通道业务监管与现金持有的关系。拓展性分析发现,高效内部资本市场与稳定现金流拓宽了通道业务监管下的现金获取渠道;规避型通道业务监管提升了现金持有。最后,通道业务监管提升了现金持有价值。

关键词:通道业务监管;现金持有;公司治理效应

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2025.01.12

一、引言

自 2008 年全球金融危机后,我国的影子银行规模随着宏观信贷激增而迅速扩张(彭俞超和何山,2020)。在上述背景下,金融监管有效与无效两种观点此消彼长(孙国峰和贾君怡,2015),这在一定程度上推动了我国金融市场中的资产管理业务迅速发展,从而导致商业银行通道业务^①(以下简称“通道业务”)愈发普遍。随着防范化解金融风险成为我国经济工作的重要任务,以通道业务为代表的资管业务受到了严格监管。具体来说,中国人民银行、原银监会、证监会、原保监会、外汇局等五部委于 2017 年 11 月 17 日联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(以下简称“资管新规”)并于 2018 年 4 月 27 日正式实施,成为我国资管行业的关键统一监管政策(李青原等,2022)。事实上,金融监管政策对国家经济活动的影响不仅体现在能否促进宏观经济的稳定增长,也体现在对于微观企业经营和发展的作用。

虽然部分研究已经从融资约束、资源配置、企业金融化等视角验证了资管新规对微观企业的影响(蒋敏等,2020;李青原等,2022;汤晟等,2024),但上述研究较少重点关注资管新规中通道业务监管所产生的经济效应,同时也较少从资金需求方(企业)角度来测度通道业务资金的使用情况。资管新规不仅包括去除资金池运作等规范性条款,还包括抑制

* 杜善重,中山大学国际金融学院、高级金融研究院;杨兴全,石河子大学经济与管理学院、公司治理与管理创新研究中心;马连福,南开大学中国公司治理研究院、商学院。通信作者及地址:杨兴全,新疆维吾尔自治区石河子市北四路 220 号石河子大学经济与管理学院,832000;电话:13565733296;E-mail:xqy928@163.com。作者感谢国家社会科学基金重大项目(24&ZD083)和国家自然科学基金项目(72172063、72372108)的资助,感谢匿名审稿人和主编的宝贵意见,文责自负。

^① 根据《商业银行并表管理与监管指引》(银监发[2014]54号),通道业务是指作为委托人的商业银行以自有资金或理财、委托贷款等其他资金,借助证券公司、信托公司、保险公司等银行集团内部或者外部第三方受托人作为通道,通过设立资管计划等形式以便于目标客户(包括需求方企业)通过通道资金持股方式进行融资的业务。

通道业务等监管性条款(彭俞超和何山,2020)。前者主要从资管产品的内部权益设计方面来规范资管业务,后者则主要致力于解决分业监管下标准差异催生的套利空间,通道业务监管正是后者的核心内容。与此同时,通道业务由供给方(商业银行)、通道方(非银行金融机构)和需求方(企业)共同组成,其中作为需求方的企业不仅是通道业务链条形成的关键诱因,而且也是通道资金的最终使用者,其财务决策往往决定了资金的具体去向和风险水平。因此,探究通道业务监管对微观企业财务决策的影响具有重要的理论与现实意义。

综观企业众多财务决策,现金持有决策作为重要且关键的基础性财务决策,在企业发展过程中发挥着关键作用(杨兴全和尹兴强,2018;熊凌云等,2020)。国内外学者已从微观企业特征、中观行业因素以及宏观制度环境等多个维度对现金持有影响因素展开了大量研究(Harford et al., 2008;杨兴全和尹兴强,2018)。由于宏观经济的发展与变化是微观层面企业个体行为的加总,现有研究也愈发重视宏观制度环境对于微观企业现金持有的影响(余靖雯等,2019),因而以通道业务监管这一金融监管政策作为宏观制度环境的切入点来探讨现金持有动机,能够帮助企业更好地应对外部环境的不确定性,从而适时有效地调整现金持有决策。基于此,本文探讨通道业务监管对于企业现金持有决策的影响,不仅能够厘清宏观金融监管政策对于微观企业财务决策的影响及作用机制,从而更加直接地检验金融强监管政策的有效性,还能够帮助企业权衡现金持有的收益和成本,从而优化现金持有水平。

综上,本文以2013—2020年沪深A股上市公司作为研究样本,以资管新规的出台作为准自然实验来检验通道业务监管对于企业现金持有的影响。研究发现,通道业务监管能够有效提升现金持有。机制检验发现,通道业务监管并未通过流动性约束效应而是通过聚焦主业与去杠杆的公司治理效应提升了现金持有。与此同时,通道业务监管背景下增持的现金被用于研发活动和股利发放从而实现了现金的二次合理配置。异质性分析发现,通道业务监管对于现金持有的促进作用在劳动密集型、成本转嫁能力和金融监管投入较低的企业中更显著。一方面,高效的内部资本市场与稳定的现金流进一步拓宽了通道业务监管背景下的现金获取渠道;另一方面,区分通道业务监管的类型后发现,相较于监管正当型通道业务,针对规避监管型通道业务的监管能够更有效地提升企业现金持有水平。最后,在通道业务监管的现实背景下,现金持有水平的提升能够带来企业价值的增长。

本文贡献如下。首先,从微观企业财务决策视角评估宏观金融监管政策,为解决金融监管有效观和无效观存在的争议提供了理论依据。本文从微观企业现金持有这一重要财务决策入手来检验宏观通道业务监管的实施效果,发现通道业务监管不仅能够促使企业通过聚焦主业和去杠杆来优化现金持有水平,还能够实现现金持有价值的提升。这不仅丰富了中国情境下金融监管有效性的相关研究,同时也从微观企业层面为进一步理解中国金融监管的内在逻辑提供了一定的理论依据。其次,本文将研究对象聚焦于资管新规实施下的通道业务资金需求方(企业),丰富了金融强监管政策的微观经济效应研究。区别于现有研究主要从资金的供给方(商业银行)和通道方(非银行金融机构)探讨资管新规的微观经济后果,本文尝试从微观企业层面检验反映资管新规监管性特征的通道业务监

管所产生的经济效应。这不仅直接地检验了作为通道业务链条中关键一环的需求方企业在通道业务监管中的作用,同时也拓展了如何将金融监管政策体现于微观企业层面的研究思路。最后,基于金融强监管的现实背景,丰富了企业现金持有的宏观政策影响因素研究。企业增持现金不仅出于公司财务与治理需求,也会受到宏观政策影响。本文基于我国金融强监管的现实背景,检验了通道业务监管对于现金持有决策、配置、渠道、价值等多个维度的影响,不仅从加强和完善现代金融监管的角度丰富了宏观政策层面的现金持有影响因素研究,同时也有利于从微观企业现金管理活动的维度检验我国金融监管政策的实践成果。

二、理论逻辑

在资管新规出台前,银行表外理财等通道业务资金可以较容易地以股权形式进入企业设立的结构化融资主体,从而形成了企业的名股实债融资,满足企业的投资需求并降低企业报表所呈现的账面杠杆率(许晓芳等,2020a)。随着资管新规政策的出台^①,通道业务受到了严格监管,不仅使得企业难以通过设立结构化融资主体将通道业务资金设计为股权资金(许晓芳等,2021),而且也大规模降低了影子银行业务(蒋敏等,2020;李青原等,2022)。由此可见,虽然资管新规监管的对象为通道业务资金,但作为通道资金需求方的企业不仅是通道业务链条形成的关键诱因,而且也是通道资金的最终使用者,这导致通道业务监管能够直接影响企业现金持有决策。

在完美的资本市场中,企业不需要持有现金等流动资产。然而我国外部资本市场并不完善,这导致预防性动机和代理动机成为影响我国企业持现水平的最主要因素(熊凌云等,2020)。一方面,由于我国外部融资市场并不发达(郭瑾等,2017),通道业务监管可能会加剧企业面临的融资约束问题。这会导致出现“银行体系内流动性增加,实体经济流动性下降”的流动性分层现象(蒋敏等,2020),从而强化了流动性约束效应,促使企业出于预防性动机而持有有一定数量的现金。另一方面,通道业务监管致力于解决由通道业务导致的规避投资范围与杠杆约束等问题。在通道业务监管前,通道资金通常以股权形式进入企业设立的结构化融资主体参与经营决策,从而便于企业过度投资与杠杆操纵(许晓芳等,2021)。在实施通道业务监管后,作为资金需求方的企业会在很大程度上受到影响,从而有助于规范企业的投资范围与财务杠杆,助力企业优化现金持有,这在一定程度上改变了企业通过降低现金持有水平以规避现金持有代理动机的既定认知。基于此,本文结合通道业务监管的核心内容与现金持有的内在动机,将通道业务监管影响现金持有的机制总结为流动性约束效应与公司治理效应,在此基础上分析通道业务监管如何影响现金持有水平。

基于流动性约束效应的分析。由于我国资本市场并不完善,企业可能倾向于通过影子银行等非正式渠道进行融资,这导致企业面临较低的流动性约束(Allen et al., 2019),

^① 制度背景详细内容见附录I。限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

从而弱化了现金持有的预防性动机。随着资管新规的出台,通道业务受到抑制,影子银行融资规模大幅降低,导致企业融资渠道减少、融资成本上升(彭俞超和何山,2020),在一定程度上强化了企业面临的流动性约束问题。一方面,从融资渠道视角来说,通道业务监管打破了原有的资金供需平衡,提高了投资者的准入门槛(李青原等,2022)。在金融发展水平没有明显提高的情况下,影子银行规模萎缩减少了企业资金来源,强化了企业的融资约束(蒋敏等,2020)。另一方面,从融资成本视角来说,通道业务监管使得影子银行规模收缩,导致资本市场资金供给水平下降,从而提升了企业融资成本。同时,通道业务监管不仅延长了金融机构表外资金投资期限,从而倒逼金融机构要求更高的收益,进而提升了企业的融资成本,而且使得金融机构通过表内资产来承接表外资产,从而挤占表内资产的信贷投放规模,提高了市场的整体融资成本(彭俞超和何山,2020;李青原等,2022)。随着通道业务监管强化了流动性约束效应,企业为避免因募集不到足够资金而错失投资机会,或者预防发生潜在财务危机等原因,其会提前预留一定数量的现金以备未来所需(杨兴全和尹兴强,2018)。此外,依据融资优序理论,企业内部融资受限较少,并且内部融资成本通常低于外部融资成本(Opler et al., 1999)。因此,基于上述分析,本文认为在通道业务监管强化流动性约束的前提下,企业将留存现金以预防和缓解未来可能面临的资金不足问题。

基于公司治理效应的分析。现金作为一种流动性强且易被掏空的资源极易受到“柔性假说”和“耗散假说”下公司内部人代理行为的影响(Harford et al., 2008)。一方面,在面临过度投资等即期现金耗散行为与未来随意支用现金进行配置跨期决策时,“柔性假说”下的自利高管或控股股东更偏好未来现金流的灵活性且倾向于在企业产生超额现金流时选择即期存储大量现金(杨兴全等,2020)。另一方面,“耗散假说”下管理层可以通过并购、过度投资等方式扩大企业规模(杨兴全和尹兴强,2018),进而快速耗散即期现金而非持有现金以用于未来投资。在中国上市公司内部治理机制和外部投资者保护水平亟待完善的背景下,相较现金持有的“柔性假说”,“耗散假说”体现得更为突出(杨兴全等,2020)。由于通道业务监管规定金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道业务,这直接制约了需求方企业的投资范围与杠杆操纵等行为,减少了管理层现金耗散行为。因此,基于现金持有的“耗散假说”,通道业务监管能够影响企业投资范围并强化杠杆约束以产生公司治理效应,从而影响现金持有。

一方面,从投资范围来看,在企业可以借助通道业务融资的背景下,其不需要在具体投向和财务指标等方面满足银行贷款等正规融资方式的要求(许晓芳等,2020b),这导致管理层出于追求自身利益最大化而强化规模扩张行为,从而造成企业偏离主业的现象(杨兴全等,2018)。随着通道业务监管明确规定不得提供规避投资范围的通道业务,这在一定程度上能够减少银行资金流向企业的非效率投资项目(彭俞超和何山,2020;李青原等,2022),从而促使管理层将重心聚焦核心主业。聚焦主业不仅减少了企业借助不同部门实现现金调配的机会,从而提升了企业对于现金的需求程度(杨兴全等,2018),而且也使得企业难以通过出售非核心资产的内源融资渠道来获取资金,从而提升了现金持有的边际价值。另一方面,从杠杆约束来看,通道业务融资使得企业可以通过名股实债等形式实现杠杆操纵(许晓芳等,2020b),从而提升了企业面临的杠杆风险。具体而言,虽然通道业务

能够帮助企业进行杠杆操纵来粉饰报表(许晓芳等,2021),但也会加剧企业的过度投资行为(彭俞超和何山,2020),导致过度负债问题(周茜等,2020),从而提升了企业的显性债务水平。同时,在通道业务监管前,非金融企业通过名股实债等形式来掩盖较高的杠杆风险(许晓芳等,2020b),从而形成隐性债务,加剧系统性金融风险(李晓溪等,2023)。对显性债务而言,通道业务监管使得企业难以借助通道业务融资来粉饰过度负债,从而优化了企业的资本结构(周茜等,2020),实现了显性债务的去杠杆任务。对隐性债务而言,通道业务监管使得银行表外理财受到严格监管,导致金融机构无法为其他金融机构的资产管理产品提供规避杠杆约束等监管要求的通道服务(彭俞超和何山,2020)。这避免了企业通过设立结构化融资主体来获取名股实债融资行为(许晓芳等,2021),实现了隐性债务的去杠杆任务。企业在去杠杆后,管理层能更加准确地认知企业财务状况和恰当判断企业财务风险,从而有效捕捉投资机会(许晓芳等,2021)。在面临较多投资机会时,企业为避免错失投资机会会持有更多的现金(Opler et al., 1999;周茜等,2020)。因此,基于上述分析,本文认为通道业务监管能够发挥公司治理效应,具体表现为促使企业聚焦主业并实现去杠杆任务,从而使企业通过高持现以解决现金持有代理动机下的“耗散假说”。

综上,本文认为,一方面,通道业务监管能够产生流动性约束效应,不仅减少了企业的融资渠道,而且提高了市场的整体融资成本,从而促使企业通过高持现的方式以满足未来资金需求。另一方面,通道业务监管能够发挥公司治理效应,不仅减少了银行资金流向企业非效率投资项目,促使企业聚焦主业,而且避免企业通过名股实债等形式进行杠杆操纵,从而促使企业储备更多的现金,这有效降低了“耗散假说”下现金资源配置可能诱发的代理成本,在遏制现金无效浪费行为的同时,亦能提升现金的利用效率与价值,从而使得现金持有的边际收益高于其边际成本。基于此,本文提出核心理论逻辑:随着资管新规的出台,通道业务监管强度不断提高,促使企业现金持有水平不断提升。

三、研究设计

(一) 数据来源

本文以2013—2020年沪深A股上市公司为研究样本。资管新规征求意见稿的出台日期为2017年11月17日,本文以政策出台的前四年2013—2016年和后四年2017—2020年作为观测窗口。这不仅保证了观测样本的充裕,还能避免因时间窗口过宽导致引入其他相关政策冲击的混淆效应。通道业务持股数据以CSMAR数据库的前十大股东类型为依托并通过手工整理识别,企业数据源于CSMAR数据库,宏观数据源于各省统计年鉴。本文对原始数据进行了如下处理:剔除ST、*ST公司;剔除较多缺失值和资不抵债的公司;剔除金融与保险类公司;对连续变量在1%分位缩尾处理。

(二) 模型设定与变量定义

为了检验核心理论逻辑是否成立,本文建立了模型(1)。*Cash*为现金持有,*PostTreat*为双重差分交互项,*Control*为控制变量,*Firm*和*Year*为公司和年度固定效应。若 α_1 显

著为正,说明核心理论逻辑成立。

$$Cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PostTreat_{it} + \sum \alpha_i Control_{it} + Firm + Year + \epsilon. \quad (1)$$

现金持有。参考现有研究(Opler et al., 1999; 余靖雯等, 2019), 本文采用(货币资金+交易性金融资产)/(总资产-现金及现金等价物)衡量现金持有。

通道业务监管。本文采用资管新规出台前(2016年及以前)企业是否被通道资金持股来定义处理组和对照组。在资管新规出台前, 银行表外理财资金可以较容易地以股权形式进入企业设立的结构化融资主体, 从而形成名股实债融资, 降低企业报表呈现的账面杠杆率(许晓芳等, 2021)。由此可见, 通道资金持股在很大程度上是一种“名义上为股, 实质上为债”的融资方。因此, 本文将存在基金专户理财、信托资产管理、资产管理计划等通道资金持股的企业定义为处理组, $Treat$ 记为 1; 将不存在通道资金持股的企业定义为对照组, $Treat$ 记为 0。 $Post$ 为时间虚拟变量, 若观测值落在资管新规出台后(2017—2020), $Post$ 记为 1, 否则为 0。^①

参考以往研究, 从企业特征、公司治理、宏观经济三方面选取控制变量。企业特征变量包括企业规模($Size$)、财务杠杆(Lev)、成长性($Growth$)、上市时间(Age)、盈利能力(ROA)、资本投资($Capex$)、营运资本(Nwc)、经营现金流(CF); 公司治理变量包括机构投资者($Inst$)、董事会规模($Board$)、两职合一($Dual$)、企业性质(SOE); 宏观经济变量包括地区 GDP(GDP)和地区信贷($Bankcredit$)。^②

四、实证分析

(一) 基本回归

表 1 汇报了通道业务监管与企业现金持有的回归结果。由列(1)可见, 加入企业特征控制变量后, $PostTreat$ 系数显著为正; 从经济显著性来看, $PostTreat$ 的边际效应为 0.035, 能够解释现金持有样本均值的 13.21%。由列(2)可见, 加入企业特征和公司治理控制变量后, $PostTreat$ 系数显著为正; 从经济显著性来看, $PostTreat$ 的边际效应为 0.034, 能够解释现金持有样本均值的 12.83%。由列(3)可见, 加入全部控制变量后, $PostTreat$ 系数仍显著为正; 从经济显著性来看, $PostTreat$ 的边际效应为 0.033, 能够解释现金持有样本均值的 12.45%。综上, 表 1 的结果验证了本文核心理论逻辑, 即随着资管新规出台, 通道业务监管强度不断提高, 促使企业现金持有水平不断提升。

表 1 通道业务监管与企业现金持有

	(1)	(2)	(3)
$PostTreat$	0.035***	0.034***	0.033***
	(4.34)	(4.23)	(4.17)

① 通道业务监管详细界定方法见附录 II。

② 变量定义与描述性统计见附录 III。

(续表)

	(1)	(2)	(3)
企业特征控制变量	是	是	是
公司治理控制变量	否	是	是
宏观经济控制变量	否	否	是
<i>Firm & Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	21 615	21 615	21 615
Adj. <i>R</i> ²	0.197	0.197	0.198

注：括号内数值为异方差和公司聚类调整的 *t* 统计量；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的统计水平下显著；下同。

（二）平行趋势检验

由于双重差分模型的重要适用前提在于要求处理组与对照组满足平行趋势假设，因此本文借鉴 Mullainathan and Bertrand(2003)的研究，在回归中加入各时点虚拟变量与 *Treat* 的交乘项，若政策实施前的交乘项系数不显著，则表明存在平行趋势。本文以事件发生前一年为基期，为避免共线性问题，本文剔除了基准组进行平行趋势检验。基于此，本文将政策当年记为 *Current*，2013 年记为 *Pre4*，2018 年记为 *Post1*，其余年份以此类推。平行趋势检验结果如附表 A1 所示，在政策实施前，*Treat* × *Pre4*、*Treat* × *Pre3*、*Treat* × *Pre2* 系数并不显著，说明处理组与对照组不存在显著差异；在政策实施后，*Treat* × *Current*、*Treat* × *Post1*、*Treat* × *Post2*、*Treat* × *Post3* 系数均显著为正，说明满足平行趋势假设。

（三）稳健性检验

1. 倾向得分匹配

由于双重差分模型要求处理组和对照组的选择是随机的，因此本文采用倾向得分匹配法以降低处理组企业与对照组企业之间可能存在的特征差异影响。具体来说，本文以模型(1)中的关键控制变量作为匹配变量进行 Logit 估计并计算得分，按照最近邻匹配原则，以 1:1 配对比例对处理组企业和对照组企业匹配后回归，结论保持不变。^①

2. 安慰剂检验

为排除其他不可观测变量的影响，本文对现金持有进行了 1 000 次安慰剂检验。结果发现，模拟解释变量回归系数的 *T* 值均未达到或超过真实解释变量系数的 *T* 值，并且这些 *T* 值基本均分布在 0 附近，即对应的回归系数在统计上不显著。由此可见，本文结果并非由不可观测因素导致，说明研究结论稳健。^②

3. 更换现金持有的测度方法

为了保障结论稳健，本文还更换了现金持有的测度方法。一方面，本文对现金持有进

① 结果见附录 IV 的表 IV 1 和表 IV 2。

② 结果见附录 IV 的图 IV 1。

行了年度和行业均值调整;另一方面,本文参考杨兴全等(2020)的研究,采用现金及现金等价物与总资产之比衡量现金持有,结果均保持不变。^①

4. 排除其他干扰的影响

(1) 排除政策缓冲期影响。由于相关部门在综合考虑诸多因素后延长了资管新规过渡期,因此为了避免该因素可能的干扰,本文将研究期限界定在2014—2019年并重新回归,结果保持不变。(2) 排除政策当年影响。由于资管新规在2017年出台,因此为了避免可能存在的测量误差,本文将2017年数据剔除后重新回归,结果依旧保持不变。(3) 排除其他可能性解释。我国自2015年开始大力推进供给侧结构性改革,政府相继出台了一系列宏观经济调控政策(刘贯春等,2021),从而可能对现金持有产生影响。为排除潜在影响,本文参考刘贯春等(2021)的研究,一方面,构建了供给侧结构性改革虚拟变量 $Post2015$,并将其与处理变量的交互项 $Post2015Treat$ 放入模型(1)回归;另一方面,直接剔除2015年样本后回归,结果均保持不变。^②

五、机制检验与进一步研究

(一) 机制检验

1. 流动性约束效应

本文从融资渠道与融资成本视角来探讨通道业务监管的流动性约束效应。在融资渠道方面,流动性约束效应表现为企业面临严重的融资约束(刘贯春等,2021),本文以模型(2)计算的现金-现金流敏感性衡量融资约束,若 θ_2 显著为正,说明融资约束严重。银行贷款是我国企业正式融资的重要渠道(郭瑾等,2017),本文采用(短期借款+长期借款+一年内到期长期负债)/期末总资产衡量银行贷款($Bankloan$)。

$$\begin{aligned} \Delta Cash_{it} = & \theta_0 + \theta_1 PostTreat_{i,t-1} + \theta_2 PostTreat_{i,t-1} \times CF_{it} \\ & + \sum \theta_i Control_{it} + Firm + Year + \varepsilon. \end{aligned} \quad (2)$$

结果如表2列(1)—(2)所示, θ_2 和 $PostTreat$ 系数均不显著,说明通道业务监管并未影响融资约束和银行贷款。根据权衡理论,公司会根据现金持有成本与收益确定现金持有的目标存量,并在实际持有现金偏离目标时进行调整(张启望和黄速建,2019)。因此,鉴于现金高流动性特征,本文还需要从流量视角检验通道业务监管是否影响现金持有动态变化。同时,列(1) $PostTreat$ 系数显著为负,说明的确需要检验通道业务监管对现金持有流量的影响。当 $\Delta Cash > 0$ 时, $DCash$ 记为1,表明现金持有呈增长趋势;否则为0,表明现金持有呈减少趋势。如表2列(3)所示, $PostTreat$ 系数并不显著,说明通道业务监管并未影响现金持有流量。原因可能在于现金持有的二次配置,即增持的现金被企业用于投资活动(熊凌云等,2020)。

同时,根据替代性融资理论,商业信用与银行贷款存在互为替代关系(陈胜蓝和马慧,

^① 结果见附录IV的表IV2。

^② 结果见附录IV的表IV3。

2018)。由于前文已发现通道业务监管并未影响融资约束和银行贷款,因此需要进一步验证商业信用是否呈现增长趋势。参考陈胜蓝和马慧(2018)的研究,本文采用(应付账款+应付票据+预收款项)/营业收入衡量商业信用 *Trade*。由表 2 列(4)可见,*PostTreat* 系数不显著,说明通道业务监管未影响商业信用。

在债务融资成本 *DC* 测度方面,本文参考李青原等(2022)的研究,采用企业利息支出与长短期负债平均值之比衡量。由表 2 列(5)所示,*PostTreat* 系数不显著,说明通道业务监管未影响债务融资成本。综上,流动性约束效应并不成立。

2. 公司治理效应

在聚焦主业测度方面,本文参考杨兴全等(2018)的研究,计算各行业营业收入的赫芬达尔指数 *Divhhi*, *Divhhi* 越大,表明聚焦主业程度越高。在显性杠杆测度方面,本文参考周茜等(2020)的研究,借助企业实际负债率与目标负债率计算企业是否过度负债 *Ex-Lev*。在隐性杠杆测度方面,本文参考李晓溪等(2023)的研究,采用企业异常利息支出与真实有息负债利息率之比计算名股实债金额 *DSN*。由表 2 列(6)可见,*PostTreat* 系数显著为正,说明通道业务监管促使企业聚焦主业。由表 2 列(7)—(8)可见,*PostTreat* 系数均显著为负,说明通道业务监管降低了显性和隐性债务。综上,公司治理效应成立。^①

表 2 机制检验

	流动性约束效应					公司治理效应		
	$\Delta Cash$	<i>Bankloan</i>	<i>DCash</i>	<i>Trade</i>	<i>DC</i>	<i>Divhhi</i>	<i>Ex-Lev</i>	<i>DSN</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PostTreat</i>	-0.046*** (-6.51)	-0.004 (-1.04)	-0.019 (-0.25)	0.009 (1.05)	-0.001 (-0.54)	0.012* (1.78)	-0.221*** (-3.09)	-0.013* (-1.68)
<i>PostTreat</i> × <i>CF</i>	-0.018 (-0.39)							
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Firm & Year</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	17 895	13 241	17 895	21 615	18 288	21 017	17 831	17 715
Adj. <i>R</i> ² / <i>Pseudo</i> , <i>R</i> ²	0.149	0.460	0.149	0.051	0.016	0.057	0.053	0.014

(二) 通道业务监管下增持现金的二次配置

虽然通道业务监管提升了现金持有,但高持现又意味着低收益,从而会恶化代理问题。与此同时,本文在流动性约束效应部分发现通道业务监管并未影响现金持有的增长趋势,说明企业并未将现金进行大规模留存。因此,当企业的留存现金还有剩余时,将其用于价值创造活动以实现增持现金的二次合理配置,这是否是更好的选择?在价值创造活动选择方面,本文结合 2023 年中央金融工作会议关于金融创新和以人民为中心的价值取向等内容,从研发活动与股利发放来检验通道业务监管下增持现金的二次配置。

^① 公司治理效应变量详细测度见附录 V。

本文借鉴杨兴全和尹兴强(2018)的研究,通过模型(3)估计超额持现水平(残差 $Resid$)。

$$Cash_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Size_{it} + \gamma_2 Lev_{it} + \gamma_3 Growth_{it} + \gamma_4 Age_{it} + \gamma_5 ROA_{it} + \gamma_6 Capex_{it} + \gamma_7 Nwc_{it} + \gamma_8 CF_{it} + \gamma_9 Board_{it} + \gamma_{10} Dual_{it} + Firm + Year + \epsilon. \quad (3)$$

本文进一步构建了模型(4),若 μ_3 显著为正,则说明通道业务监管促使企业将超额现金用于研发活动与股利发放。本文将研发投入和股利分配进行提前一期处理以避免反向因果问题。

$$RD_{i,t+1}/Div_{i,t+1} = \mu_0 + \mu_1 PostTreat_{it} + \mu_2 Resid_{it} + \mu_3 PostTreat_{it} \times Resid_{it} + \sum \mu_i Control_{it} + Firm + Year + \epsilon. \quad (4)$$

结果如表3所示, μ_3 均显著为正,说明通道业务监管促使企业将留存现金用于研发活动与股利发放以实现现金二次配置。

表3 增持现金二次配置检验

	研发活动(RD)	股利发放(Div)
	(1)	(2)
<i>PostTreat</i>	-0.001 (-0.91)	-0.010 (-1.36)
<i>Resid</i>	-0.315 (-1.06)	-3.912 (-1.36)
<i>PostTreat</i> × <i>Resid</i>	0.004* (1.80)	0.050** (2.44)
控制变量	是	是
<i>Firm</i> & <i>Year</i>	是	是
N	17 895	16 531
Adj. R^2	0.014	0.041

(三) 异质性分析

1. 要素密集程度

根据要素禀赋理论,企业可以按自身对某项要素的需求程度和比较优势细分为劳动密集型和资本密集型(刘贯春等,2021)。由于资本密集型企业面临较多投资机会,这会强化企业现金需求(Opler et al., 1999),从而替代通道业务监管的现金持有提升作用。劳动密集型企业更注重劳动力投入,其对现金的需求相对较低。然而长期低持现又会导致企业错失发展机会,通道业务监管能够发挥治理效应以优化劳动密集型企业现金持有。基于此,相较资本密集型企业,通道业务监管有效提升了劳动密集型企业现金持有。本文以固定资产净值与就业人数对数之比度量要素密集程度,高于中位数为资本密集型企业,否则为劳动密集型企业。结果如附表A2列(1)–(2)所示,支持了上述分析。

2. 成本转嫁能力

资管新规一步到位的监管方式存在一定经济成本(彭俞超和何山,2020),企业可能会

借助上下游转嫁成本方式以缓解该经济成本(胡珺等,2020)。当成本转嫁能力较高时,企业在供应链中占据主导地位,其可以通过谈判来降低成本或提高售价(胡珺等,2020),这替代了通道业务监管的治理效应。当成本转嫁能力较低时,企业对供应商与客户的依存度更高,稳定供应链的丧失会引发大量转移成本。这促使企业倾向借助通道业务监管的治理效应,从而提升现金持有。基于此,相较于高成本转嫁能力企业,通道业务监管有效提升了低成本转嫁能力企业的现金持有。本文以企业对客户与供应商的集中度衡量成本转嫁能力,高于中位数为成本转嫁能力较低组,否则为能力较高组,结果如附表 A2 列(3)—(4)所示,支持了上述分析。

3. 金融监管投入

地区金融监管投入反映了地区金融行业发展的规范化程度。在金融监管投入较多地区,通道业务监管政策能更有效地推进,企业会主动完善内部治理机制以优化财务决策。在金融监管投入较少地区,由于需要兼顾统一监管与区域重点监管(李青原等,2022),因而通道业务监管更有利于引导企业聚焦主业和去杠杆,从而提升现金持有。基于此,相较于金融监管投入较高地区的企业,通道业务监管有效提升了金融监管投入较低地区企业的现金持有。本文以地区金融监管支出中位数将企业划分为高、低金融监管投入组,结果如附表 A2 列(5)—(6)所示,支持了上述分析。

(四) 拓展性分析

1. 通道业务监管背景下现金获取渠道

区别于流动性管理的思路,本文认为可以结合通道业务监管的治理效应拓宽现金获取渠道。一方面,聚焦主业避免了企业盲目扩张而带来的代理冲突,从而提升了内部资本市场配置有效性(杨兴全等,2018)。另一方面,去杠杆减少了杠杆操纵空间,使管理层更准确地认知企业现金流风险(许晓芳等,2021)。由此可见,高效的内部资本市场和稳定的现金流可能是通道业务监管背景下现金获取的重要渠道。

(1) 内部资本市场效率。上市公司现金主要由其下级子公司分散持有,该行为易导致集团公司整体非效率投资行为(汤晟等,2024)。如附图 A1 所示,样本区间内上市公司及其子公司现金持有呈同步变化趋势,并且在通道业务监管实施后,二者均呈波动上升趋势。因此,要保证内部资本市场运作效率以拓宽现金获取渠道,就需要母公司依据权威强化财务资源的集中配置(张会丽和吴有红,2011)。通道业务监管促使企业聚焦主业,避免了盲目扩张行为,从而提升了内部资本市场效率。基于此,当内部资本市场效率较高时,通道业务监管能更有效提升现金持有,从而拓宽现金获取渠道。参考张会丽和吴有红(2011)的研究,本文以适度配置情形下子公司持现比率残差衡量内部资本市场效率^①,当残差 >0 时,表明内部资本市场效率较低;当残差 ≤ 0 时,表明内部资本市场效率较高。结果如附表 A3 列(1)—(2)所示,支持了上述分析。

(2) 现金流风险。稳定的现金流是帮助企业抵御现金流风险的关键(姜付秀等,2009)。虽然较高的现金流不确定性会提升现金持有,但也会降低企业投资动机(Opler

^① 详细测度见附录 VI。

et al.,1999)。因此,当企业需要将现金用于投资时,稳定的现金流十分关键。通道业务监管的去杠杆效应帮助管理层准确认知企业财务状况,提升了其对于稳定现金流的需求程度。基于此,当现金流风险较低时,通道业务监管能更有效提升现金持有,从而拓宽现金获取渠道。参考姜付秀等(2009)的研究,本文采用财务困境 Z 指数衡量现金流风险。^① 当 $Z > 2.675$ 时,现金流风险较低;当 $Z \leq 2.675$ 时,现金流风险较高。结果如附表 A3 列(3)—(4)所示,支持了上述分析。

2. 差异化通道业务监管的影响

通道业务可以进一步划分为规避监管型和正当型,前者被明确禁止,后者则被允许存在(彭俞超和何山,2020)。对规避监管型通道业务进行监管能更有效地发挥治理效应,从而提升现金持有。由于正当型通道业务设立的原因在于相关法律规范或不合理的市场准入等监管要求,因而对其监管可能难以发挥治理效应以影响现金持有。基于此,本文分别检验两类通道业务监管如何影响现金持有。

根据原银保监会 2022 年发布的《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知(征求意见稿)》,本文以信托资产管理计划、借助基金专户理财和资产管理计划等其他通道业务的信托资金来区分通道业务类型。当企业被非信托资金持股时,该业务为正当型通道业务并赋值为 1,其余为 0;当企业被信托资金持股时,该业务为规避监管型通道业务并赋值为 1,其余为 0。如表 4 列(1)—(2)所示,正当型通道业务监管并未影响现金持有;规避监管型通道业务监管显著提升了现金持有。由于现实中通过信托公司开展通道业务的数量庞大,可能导致规避型通道业务占比较高而影响结论。因此,本文仅针对正当型通道业务监管进行回归。如表 4 列(3)所示,剔除规避型通道业务监管后,正当型通道业务监管亦能提升现金持有,结论稳健。

表 4 通道业务监管差异化检验

	正当型 (1)	规避监管型 (2)	排除干扰 (3)
<i>PostTreat</i>	-0.000 (-0.01)	0.026*** (4.03)	0.024** (2.30)
控制变量	是	是	是
<i>Firm & Year</i>	是	是	是
<i>N</i>	21 615	21 615	11 335
Adj. R^2	0.196	0.197	0.216

3. 经济后果检验

在通道业务监管背景下,本文检验现金持有增长能否助力企业提升价值。参考相关研究(Faulkender and Wang, 2006;汪琼等,2020),本文使用公司每单位现金持有量变化对股票超额回报率的影响来测度现金持有价值,并构建如下模型:

^① Z 指数 = $1.2 \times [(\text{流动资产} - \text{流动负债}) / \text{总资产}] + 1.4 \times (\text{未分配利润} / \text{总资产}) + 3.3 \times (\text{息税前利润} / \text{总资产}) + 0.6 \times (\text{净资产市场价值} / \text{总负债}) + 1.0 \times (\text{营业收入} / \text{总资产})$ 。

$$\begin{aligned}
 RETM_{it} = & \sigma_0 + \sigma_1 \Delta C_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_2 \Delta NA_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_3 \Delta RI_{it} / M_{i,t-1} \\
 & + \sigma_4 \Delta I_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_5 \Delta D_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_6 Lev_{it} + \sigma_7 \Delta NF_{it} / M_{i,t-1} \\
 & + \sigma_8 Lev_{it} \times \Delta C_{it} / M_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon, \quad (5)
 \end{aligned}$$

其中, $RETM$ 为个股股票超额回报率, C 为现金持有量; NA 为总资产与现金持有量的差; RI 为研发投入; I 为利息费用; D 为股利; NF 为股权融资净额; M 为市场价值; σ_1 为每单位现金持有量变化对股票超额回报率的影响, 若 σ_1 显著为正(负), 表示现金持有价值大于(小于)0。

参考 Faulkender and Wang(2006)的研究, 本文采用市场调整法计算股票超额回报率($RETM$)。基于中国上市公司年报披露时间的考虑, $RETM$ 计算期间为当年 5 月 1 日到下一年 4 月 30 日, 具体如模型(6)所示。

$$RETM_{it} = \left\{ \prod_{j=(t,5)}^{j=(t+1,4)} (R_{ij} + 1) - 1 \right\} - \left\{ \prod_{j=(t,5)}^{j=(t+1,4)} [(RM_{ij} + 1) - 1] \right\}, \quad (6)$$

其中, R_{ij} 为企业 i 在 j 月考虑现金红利再投资的月个股回报率; RM_{ij} 为企业 i 所属的证券交易所分市场在 j 月的市场报酬率。

参考汪琼等(2020)研究, 本文在模型(5)的基础上加入通道业务监管与现金持有变动的交互项以检验现金持有价值。

$$\begin{aligned}
 RETM_{it} = & \sigma_0 + \sigma_1 \Delta C_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_2 PostTreat_{it} \times \Delta C_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_3 \Delta NA_{it} / M_{i,t-1} \\
 & + \sigma_4 \Delta RI_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_5 \Delta I_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_6 \Delta D_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_7 Lev_{it} \\
 & + \sigma_8 \Delta NF_{it} / M_{i,t-1} + \sigma_9 Lev_{it} \times \Delta C_{it} / M_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon. \quad (7)
 \end{aligned}$$

模型(7)中, 若 σ_2 显著为正(负), 说明通道业务监管提升(降低)了现金持有价值。结果如附表 A4 所示, σ_1 和 σ_2 均显著为正, 说明现金持有价值大于 0, 并且通道业务监管显著提升了现金持有价值。Faulkender and Wang(2006)认为在现金持有融资约束框架下, 现金持有价值随公司融资约束的缓解而提升。相较于该观点, 本文发现 σ_9 并不显著, 说明负债水平未显著影响现金持有价值, 这与流动性约束效应不成立的结论匹配。

六、政策含义

本文研究结论的政策含义具体包括以下内容。第一, 本文研究结果表明, 在强化金融监管的现实背景下, 通道业务监管能够促使企业通过聚焦主业与去杠杆的公司治理效应提升现金持有, 并最终实现了现金持有价值的增长, 这意味着通道业务监管在优化企业财务决策方面能够发挥积极效应, 增强了对于宏观金融监管政策影响微观企业财务决策的内在机制与经济后果的理解。第二, 通道业务监管下增持的现金被用于研发活动与股利发放从而实现了现金的二次合理配置, 同时高效的内部资本市场与稳定的现金流又拓宽了企业的现金持有获取渠道, 这形成了金融监管背景下企业现金的良性循环, 在一定程度上验证了金融监管有效观。第三, 要素密集程度、成本转嫁能力和金融监管投入在优化通道业务监管下的现金持有也发挥着重要作用, 因此在面临通道业务监管的情形下, 企业可以结合内外部相关因素对现金持有进行动态调整。最后, 本文发现不同类型的通道业务监管会对现金持有产生差异化的影响。这不仅为企业在面临不同类型通道业务监管时如

何调整自身财务决策提供了相关参考,同时也为监管部门如何更有效地实现监管提供了一定的思路。

参考文献

- [1] Allen, F., Y. Qian, G. Tu, and F. Yu, "Entrusted Loans: A Close Look at China's Shadow Banking System", *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(1), 18-41.
- [2] 陈胜蓝、马慧,“贷款可获得性与公司商业信用——中国利率市场化改革的准自然实验证据”,《管理世界》,2018年第11期,第108—120+149页。
- [3] Faulkender, M., and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", *Journal of Finance*, 2006, 61(4), 1957-1990.
- [4] 郭瑾、刘志远、彭涛,“银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制?”,《会计研究》,2017年第2期,第42—48+96页。
- [5] Harford, J., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell, "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3), 535-555.
- [6] 胡珺、黄楠、沈洪涛,“市场激励型环境规制可以推动企业技术创新吗?——基于中国碳排放权交易机制的自然实验”,《金融研究》,2020年第1期,第171—189页。
- [7] 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东,“管理者过度自信、企业扩张与财务困境”,《经济研究》,2009年第1期,第131—143页。
- [8] 蒋敏、周炜、宋杨,“影子银行、《资管新规》和企业融资”,《国际金融研究》,2020年第12期,第63—72页。
- [9] 李青原、陈世来、陈昊,“金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据”,《经济研究》,2022年第1期,第137—154页。
- [10] 李晓溪、饶品贵、岳衡,“银行竞争与企业杠杆操纵”,《经济研究》,2023年第5期,第172—189页。
- [11] 刘贯春、叶永卫、张军,“社会保险缴费、企业流动性约束与稳就业——基于《社会保险法》实施的准自然实验”,《中国工业经济》,2021年第5期,第152—169页。
- [12] Mullainathan, S., and M. Bertrand, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Control", *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5), 1043-1075.
- [13] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1), 3-46.
- [14] 彭俞超、何山,“资管新规、影子银行与经济高质量发展”,《世界经济》,2020年第1期,第47—69页。
- [15] 孙国峰、贾君怡,“中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角”,《中国社会科学》,2015年第11期,第92—110+207页。
- [16] 汤晨、饶品贵、李晓溪,“金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置——来自资管新规的经验证据”,《中国工业经济》,2024年第1期,第131—149页。
- [17] 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”,《会计研究》,2020年第4期,第88—99页。
- [18] 熊凌云、蒋尧明、连立帅、杨李娟,“控股股东杠杆增持与企业现金持有”,《中国工业经济》,2020年第8期,第137—155页。
- [19] 许晓芳、陈素云、陆正飞,“杠杆操纵:不为盈余的盈余管理动机”,《会计研究》,2021年第5期,第55—66页。
- [20] 许晓芳、陆正飞、汤泰昉,“我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究”,《管理科学学报》,2020a年第7期,第1—26页。
- [21] 许晓芳、周茜、陆正飞,“过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据”,《经济研究》,2020b年第8期,第89—104页。

- [22] 杨兴全、杨征、陈飞,“业绩考核制度如何影响央企现金持有? ——基于《考核办法》第三次修订的准自然实验”,《经济管理》,2020年第5期,第140—157页。
- [23] 杨兴全、尹兴强,“国企混改如何影响公司现金持有?”,《管理世界》,2018年第11期,第93—107页。
- [24] 杨兴全、尹兴强、孟庆玺,“谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业?”,《经济研究》,2018年第9期,第133—150页。
- [25] 余靖雯、郭凯明、龚六堂,“宏观政策不确定性与企业现金持有”,《经济学》(季刊),2019年第3期,第987—1010页。
- [26] 张会丽、吴有红,“企业集团财务资源配置、集中程度与经营绩效——基于现金在上市公司及其整体子公司间分布的研究”,《管理世界》,2011年第2期,第100—108页。
- [27] 张启望、黄速建,“企业隐性软实力能够改善流动性限制吗?”,《管理世界》,2019年第11期,第144—157+228+232页。
- [28] 周茜、许晓芳、陆正飞,“去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?”,《管理世界》,2020年第8期,第127—148页。

Passageway Business Regulation Improves Corporate Cash Holdings

DU Shanzhong

(Sun Yat-sen University)

YANG Xingquan*

(Shihezi University)

MA Lianfu

(Nankai University)

Abstract: Under the introduction of “New Rules on Asset Management”, we discuss the impact of passageway business regulation on cash holdings. Passageway business regulation improves cash holdings through focusing on main business and deleveraging. The increased cash is used for R&D activities and dividend distribution to realize the second allocation. Factor intensity, cost transfer ability and financial supervision investment optimize the relationship between passageway business regulation and cash holdings. The efficient internal capital market and stable cash flow broaden the cash acquisition channels. The evasive passageway business regulation improves cash holdings. Finally, passageway business regulation improves the value of cash holdings.

Keywords: passageway business regulation; cash holdings; corporate governance effect

JEL Classification: G32, G34, M40

* Corresponding Author: YANG Xingquan, School of Economics and Management, Research Center of Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, No. 220 Beisi Road, Shihezi, Xinjiang 832000, China; Tel: 86-13565733296; E-mail: xqy928@163.com.