

从产品市场竞争视角论 现金持有经济后果的研究

王 勇(博士)

【摘要】当前,对现金持有经济后果的研究主要集中于现金持有的资本市场价值效应,而基于企业产品市场竞争视角的相关研究近期才开始得到关注。在系统回顾现金持有市场竞争效应发展动态的基础上,对现金持有市场竞争效应的存在性、作用机理及其价值贡献进行了梳理与述评。然后,将中国上市公司特殊的制度背景嵌入现金持有市场竞争效应问题的分析中,对现金持有市场竞争效应的未来研究进行了展望。

【关键词】 现金持有; 经济后果; 产品市场竞争

【中图分类号】 F275

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)24-0102-5

当前,大量实证研究致力于融资方式的选择如何影响企业产品市场行为,尤其是债务融资与企业竞争战略之间的联系。尽管众多的实证研究证实了企业融资政策与其产品市场竞争关系密切,但我们对此的认识依然不够全面,尤其是现有研究较少涉及现金持有是否影响以及如何影响企业的产出行为(Fresard,2010;Tilan Tang,2010)。直至近期,众多学者才开始关注企业现金持有对其产品市场竞争的影响,即现金持有市场竞争效应。简言之,现有的现金持有市场竞争效应研究主要涉及三个方面,具体如图1所示:

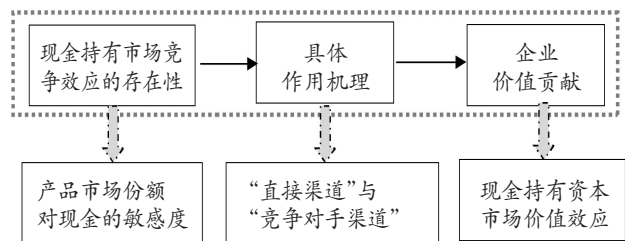


图1 现金持有市场竞争效应的研究框架

首先,现金持有市场竞争效应是否存在,通过企业产品市场份额的变化对现金持有的敏感度予以反映;其次,现金持有影响企业产品市场竞争优势的具体作用机制,即现金持有可通过“直接渠道”或是“竞争对手渠道”来提升企业的产品市场份额;再次,现金持有市场竞争效应的价值贡献,即现金持有所带来的市场份额能否有效提升企业的经营业绩和市值。

一、现金持有市场竞争效应存在性研究

现有的研究中,一方面,较为偏重负债融资对企业产品市场竞争的影响;另一方面,基于现金持有经济后果的研究视角,现有研究侧重于关注高现金持有引发的代理问题,即企业持有大量现金会促使管理者构建“企业帝国”,进行无效投资,以增加他们所控制的资源和权力,进而损害企业价值(Jensen,1986)。然而,无论是何种视角,有关企业现金持有影响其产品市场业绩的观点长期以来一直存在。

Tesler(1966)假定行业中存在着两个相互竞争的企业,其中一个企业希望在激烈的市场竞争中获得垄断利润。为了实现该目标,该企业就需要驱逐行业中的现有竞争对手,并阻止入侵行业的潜在竞争对手。此时,即将成为垄断者的企业可以采取两种策略:以合理价格并购竞争对手,或者采取掠夺式定价(Predatory prices)将竞争对手驱逐出该行业。如果前者发生,那么该企业依然可以采取掠夺式定价以降低收购价格。在采取掠夺式定价的过程中,企业的流动资产储备在使垄断信息变得可信以及压低并购价格方面发挥着重要的作用。

Benoit(1983)则构建了一个行业垄断者与潜在进入者之间的博弈模型,通过研究发现,如果潜在进入者存在着融资约束,则掠夺价格策略将被视为行业垄断者的最优策略,其足以阻止潜在竞争者的进入。在信息完全对称的情况下,该命题恒成立。

Bolton(1990)则提出了基于融资契约中代理问题的掠夺

【基金项目】 国家自然科学基金面上项目“CSR行为:模式选择、影响因素及对竞争优势的作用机理”(项目编号:71172080); 中央高校基本科研业务专项基金资助项目(项目编号:15CX04026B)

理论(a theory of Predation),并认为其是“财富效应”(the long purse)或“深口袋效应”(deep pocket)的掠夺理论的进一步拓展。与之相区别的是,后者通过掠夺行为来说服竞争对手继续待在行业中已无利可图,而前者则是让行业内的企业都明确继续待在行业中有利可图,但融资契约中的代理问题则可能会导致竞争对手的理性掠夺。具体来说,当企业经营业绩较差时,为防止借贷双方代理问题引发的资源转移问题,企业信贷方(投资者)会终止对该企业的信贷。因此,期初时,竞争者就可能采用价格战等方式进行理性掠夺(成为垄断者所带来的收益高于掠夺竞争策略所发生的成本),以降低企业的经营业绩,使得企业难以获得发展资金,进而在行业未成熟前就退出该市场。Bolton(1990)研究发现,产品市场成功的一个重要因素是公司投资在多大程度上依赖内部资金,对外部融资的依赖会使得企业面临被掠夺的风险。这与Gordon(1984)的研究结论相一致,即管理者之所以偏好企业内部资金,是因为其能够提升企业的产品市场竞争力。

先前的研究成果已经表明,企业现金持有对产品市场竞争行为存在直接或间接的影响,企业融资和产品市场行为间互动的实证研究主要聚焦于企业负债融资与其产品市场竞争间的互动。然而,近年来的研究从多个角度对此提出了质疑,进一步表明了现金持有在产品市场竞争中的潜在作用。

1. 企业内部资金和外部资金并不能完全替代。Modigliani et al. (1958)指出,如果不考虑代理问题与信息不对称问题,内部资金与外部资金的融资成本无差异。然而,正如Grossman et al. (1986)、Gertner et al. (1994)、Stein (1997)、Stein(2003)所指出的,由于信息不对称或激励和代理问题,内部资金与外部资金可能存在着融资成本差异。这些摩擦(信息不对称与代理问题)导致内部资金与外部资金不具备完全替代性。

更进一步,Acharya et al.(2007)基于对冲的视角设定,认为公司面临未来的投资机会时,可以选择两种财务政策为将来的投资机会获得融资:其一,增强公司财务流动性,提升现金持有水平;其二,降低债务比率,提高债务容量。研究发现,对于融资约束企业,当企业存在高对冲需求(投资机会与现金流相关性较弱)时,其更偏好持有现金而不是减少债务;当企业存在低对冲需求(投资机会与现金流相关性较强)时,其更偏好降低债务融资而非现金持有,即企业现金流与债务融资呈负相关关系。简言之,当面临不完善的资本市场以及现金流与投资机会跨期相关时,现金持有与债务并不等同,现金持有在企业融资决策中具有重要的独立功能。

2. Faulkender et al.(2006)研究发现,在其他条件相同的情况下,可以公开发行债券的企业负债比例更高。这表明企业的低负债并不意味着企业的负债能力较强,相反可能是企业负债饱和的一种信号。Lemmon et al.(2007)和Sufi(2009)

对此也予以认同。基于该研究,低负债似乎不能成为衡量企业财务优势的指标。因此,现金持有与债务对企业产品市场竞争(产出)的影响可能存在不同,内部资金可能对企业产品市场竞争具有积极的影响。

3. 直观上,现金持有与企业产品市场竞争可能存在重要的联系。近期众多研究证实,企业经营风险对现金持有水平具有显著的正向影响。鉴于产品市场主体之间的竞争博弈是行业风险的核心部分,因此,现金持有与企业产品市场竞争可能存在重要的联系。更为直接的是,Chevalier et al.(1996)在模型中设定“深口袋”企业可以通过降低价格,以牺牲短期利润来获取长期市场份额。总之,用于抢占产品市场份额的投资将影响到现金短缺企业继续留下参与竞争的相关决策,进而改变整个市场的竞争产出。

Fresard(2010)为现金持有市场竞争效应的存在提供了直接的经验证据。他以企业产品市场业绩(相对于行业内竞争对手的销售收入增长率)为被解释变量,研究发现企业现金持有对其产品市场经营业绩具有显著的正向影响。为了削弱二者之间的内生性,他以关税降低作为准自然实验条件,采用双重差分法对上述二者的因果关系进行了检验,证实了现金持有具有显著的市场竞争效应。进一步研究则发现:当行业内竞争对手财务状况较差(按照规模、年限、股利支付政策以及债券评级等变量划分)时,企业现金持有市场竞争效应更为显著;当企业处于集中度较低、经营相似度较高、企业间相互依赖度较高以及进口渗透率较高的行业时,企业现金持有市场竞争效应更为显著。

如同众多文献试图揭示债务对产品市场竞争的因果关系一样,现金持有影响产品市场竞争业绩的研究也面临着潜在因素所引发的内生性问题,即现金持有有可能导致企业产品市场竞争的变化,抑或预示着其产品市场竞争的变化。现有学者已尝试众多方法以缓解二者之间的内生性问题。多数情况下,学者们使用与企业投资机会相关性较弱的外生冲击以缓解该问题。

Blanchard et al.(1994)以与企业投资机会集无关的诉讼所引发的现金急剧下降的少量企业为样本对此展开分析。Rauh(2006)以强制缴纳养老金引发的内部资金变化冲击来识别二者之间的内生性问题。

另外,Lamont(1997)利用行业内多元化企业内部资本市场的产生,通过识别影响单个部门、外生于企业其他部门业绩的现金流冲击,以缓解上述二者之间的内生性问题。

Tilan Tang(2010)以烟草行业征税所引发的预期现金流下降作为准自然实验条件,研究发现烟草企业中非烟草部门的产出发生显著下降,非烟草部门竞争对手的收益显著上升。这意味着企业现金流对非烟草部门的产品市场竞争行为会产生重要影响。鉴于该冲击独立于企业中非烟草部门的投资机会,进而证实现金持有与产品市场竞争业绩之间存在着

□ 借鉴与参考

因果关系。

二、现金持有市场竞争效应的作用机理研究

基于现金持有市场竞争效应理论和经验研究,现金持有市场竞争效应的作用机理可以概括为“直接渠道”和“竞争对手渠道”,如图2所示。

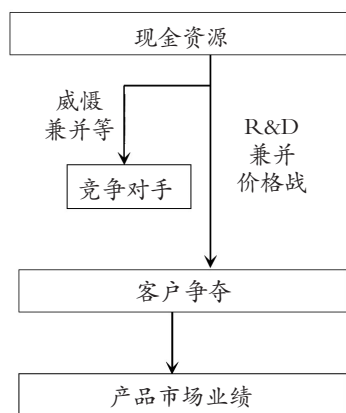


图2 现金持有市场竞争效应作用机理示意图

充裕的现金有助于缓解融资约束,抓住投资机会,为企业研发支出、厂址布局、营销网络、广告、并购等战略决策提供资金支持,进而帮助企业获得更高的市场份额。从竞争对手渠道来看(间接渠道),一方面,企业充裕的现金能够发出旨在改变现有竞争对手行为的威慑信号——当竞争对手进行潜在扩张时,现金充裕企业有能力进行反击,从而影响竞争对手的扩张决策和竞争行为,进而影响到企业在产品市场上的份额(刘志远等,2013);另一方面,如果行业潜在进入者面临着融资约束,来自现金充裕企业的竞争行为威胁将足以阻止潜在进入者进入,进而确保企业自身的市场份额(Benoit,1984)。

Duchinet et al.(2010)研究发现,当企业面临外部融资供给的负面影响时,公司的投资将出现大幅度的下降。现金储备则显著地降低了外部融资供给对企业投资行为的冲击。现金充裕企业持有股票组合的原始收益和超额收益较现金缺乏企业持有股票组合高出15%左右,进而表明财务流动性在金融危机时期对企业投资的影响具有价值提升作用。

Sokuet al.(2011)以扣除股利支付、净投资及其运营资本增加额后的净现金流为依据,将企业划分为内部融资依赖型与外部融资依赖型两类,研究发现,金融危机引发的“信贷紧缩”给这两类企业带来不一样的机遇,使得内部融资依赖型企业能够抑制外部融资依赖型企业竞争对手,进而占有更大的市场份额。

Enrique et al.(2010)则假定企业间进行专利竞赛(patent races),企业可以通过内部资金或外部资金为企业R&D提供资金支持。研究发现,处于均衡状态时,企业外部融资成本较高,企业创新活动的边际成本会随着企业R&D投资中外融入资本所占比例的增加而增加,使得均衡时的企业R&D

投资下降。这意味着在一个战略互动的市场竞争环境中,企业充裕的现金和较大的资产规模(企业可以通过资产抵押降低外部融资成本)是企业战略优势的重要来源。

Evgeny et al.(2015)分析发现,美国上市公司现金持有水平持续上升的现象主要是由创新型企业(innovating firms)引起的,即由R&D密集型企业导致。研究发现,企业竞争对手的R&D支出会随着企业现金持有水平和研发支出的增加而减少,并在竞争越激烈的产品市场中表现得越为显著,表明企业现金持有具有间接的“威慑效应”,抑制了竞争对手R&D研发支出,进而影响到其产品市场份额。

He Zhaozhao(2015)研究指出,企业现金持有具有战略性动机,即通过现金进行人力资本投资,或者通过现金高薪掠夺竞争对手的核心人才,以获取市场竞争优势。他以美国不完全竞争法作为劳动力市场竞争中的准自然事件,发现该法律的通过弱化了劳动力市场的竞争,使得企业现金持有水平大幅下降,从而证实了上述观点。

Joseph Calandro(2015)研究指出,现金持有可以避免外部经济环境恶化引发的企业破产风险,防止企业成为“被迫出售者”(forced seller),同时使竞争对手成为“被迫出售者”。

与Benoit(1984)理论中企业自身现金持有的“深口袋”效应不同的是,Xavier et al.(2011)以法国制造业企业集团为样本,分析企业集团现金持有是否对其成员企业具有“深口袋”效应,进而抑制成员企业所在行业的潜在竞争者进入。实证结果表明,制造行业的进入比例与行业内现有企业所属企业集团的现金持有呈负相关关系,表明企业集团所持现金对于其所属的成员企业而言具有“深口袋”效应,可以抑制成员企业所在行业的潜在竞争者的进入。与现金持有市场竞争效应经验研究相一致,这种企业集团的“深口袋”效应对行业进入的负向影响在融资约束和对外融资依赖程度较高的行业内表现得更为显著。

综上所述,现有的实证研究基本证实了“直接渠道”和“竞争对手渠道”的存在性,揭示了现金持有影响企业产品市场竞争行为的具体作用机理。

三、现金持有市场竞争效应与资本市场价值效应一致性的研究

现金持有具有显著的市场竞争效应,这意味着单位现金持有能够带来显著的产品市场份额增加。接下来的一个问题就是,现金持有所带来的市场份额增加是否能够有效提升企业的经营业绩和市场价值呢?Fresard(2010)以市账比和总资产报酬率作为企业价值和经营业绩的替代变量,研究发现,企业现金持有对市账比和总资产报酬率具有显著的正向影响,表明企业现金持有通过市场竞争效应的发挥,提升了企业的经营业绩和资本市场价值。

Nhan Le(2011)认为,Fresard(2010)没有提供“现金较少企业投资的下降是否会导致其业绩发生下降”的证据。Nhan

Le(2011)实证考察了在企业发生一次突然的业绩下滑后,企业超额现金对企业复苏的影响。结果显示,超额现金持有对企业复苏具有负面影响。这种负面影响在业绩下滑前期并没有发生。进一步分析显示,现金持有较少的企业显著削减了其资产规模,而现金持有较多的企业则未这样做。这说明过度的现金持有会降低对管理者的约束力,使其偏好“无为生活”(例如避免采取对公司业绩恢复具有重要作用的大幅裁员措施)。但是,这种不利影响在那些面临产品市场竞争和融资约束的企业中得到了减轻。他将企业业绩进一步分为边际利润和资产周转,研究发现二者业绩产生差异的主要原因在于资产周转。相比现金充裕企业,现金较少企业显著改善其资产周转,在危机发生时大大缩减其经营活动规模;而现金充裕企业则未如此,虽然企业销售规模在增长,但企业的总资产规模增长更快,使得其资产周转并未得到改善,该迹象表明企业可能发生了过度投资(销售收入和资产规模在增长,但企业的盈利能力却在下降)。

由上述分析可知,国外对于现金持有市场竞争效应能否提升企业价值还存在一定的争议。

四、国内现金持有市场竞争效应的研究

在中国经济正处于转型期的环境下,众多行业进入的壁垒逐步消除(尤其是制造业),行业的产品市场竞争日趋激烈。充裕的现金可以赋予企业更强的把握投资机会的能力,提前完成企业的战略布局。同时,相比国外成熟的多层次资本市场体系,中国上市公司的融资渠道较为单一,银行贷款是其主要的融资来源,而银行业的信贷规模又极易受到宏观调控政策的影响。当经济周期和宏观调控政策发生急剧变化时,企业现金持有可以产生更为积极的市场竞争效应,提升与强化企业的产品市场竞争优势(张会丽等,2012)。近期国内多个经验研究表明,现金持有具有显著的市场竞争效应。

刘端等(2011)实证考察了融资约束因素与企业对冲需求对现金持有市场竞争效应的调节作用。研究发现,相比融资约束程度较小和对冲需求较低的企业,融资约束程度较大和对冲需求较高企业的现金持有市场竞争效应更为显著。

孙进军等(2012)研究发现,就平均效应而言,现金持有具有显著的市场竞争效应,且在垄断性较高与财务状况较差的行业中表现得更为显著;就区间效应而言,现金持有市场竞争效应随着现金持有水平的增加呈现出递增的趋势。更进一步研究发现,“区间效应”的递增趋势主要由现金持有引发了投资增加,且最终提升了企业价值。

张会丽等(2012)以行业均值调整后的主营业务毛利率作为企业产品市场竞争业绩的替代变量,研究发现超额现金持有水平与产品市场业绩呈倒U型关系,且相比民营企业,国有企业严重的代理问题导致更早出现了超额现金持有对其产品市场业绩影响的拐点。

刘志远等(2013)则基于行业竞争对手的视角,研究证

实,企业竞争对手的现金持有具有显著的“威慑效应”,部分通过抑制企业投资支出的中介渠道进而显著负向影响企业的产品市场业绩;更进一步,在更为纯净的专业化经营企业样本中,竞争对手现金持有“威慑效应”更为显著;多元化经营弱化了竞争对手现金持有的威慑效应,使得其对企业投资的抑制作用下降,进而降低了其对企业产品市场业绩的负向影响。

陆正飞等(2013)基于产品市场和资本市场两个角度,实证考察了宏观经济政策对中国上市公司现金持有的产品市场竞争效应与资本市场价值效应的影响。研究结果显示,相比未受到产业政策鼓励发展的企业,受到产业政策鼓励发展的企业其现金持有市场竞争效应更为显著,且处于产业政策支持行业中的企业现金持有带来的资本市场价值增长效应更为显著。进一步研究显示,相比短期的宏观经济刺激计划,长期性的宏观经济政策不仅同样显著影响企业现金持有的市场竞争效应,而且对现金持有资本市场价值效应的正向影响更为显著;现金持有资本市场的价值效应来自现金持有的市场竞争效应。

杨兴全和吴昊旻(2015)研究发现,公司现金持有部分通过资本投资的中介渠道发挥市场竞争效应,尤其在治理水平较高的公司中表现得更为显著,且在现金持有发挥市场竞争效应的过程中,公司治理水平与治理环境之间表现为互补关系。杨兴全、齐云飞和曾义(2015)进一步研究发现,上述作用机理在高融资约束、民营以及金融发展水平较低地区的企业中表现得更为显著。

王勇等(2015)放开现有研究中隐含的行业内企业专业化经营的同质假定,考察多元化经营战略特征对企业现金持有市场竞争效应的影响,发现多元化经营企业的现金持有市场竞争效应更为显著,但对企业经营业绩贡献偏弱,即现金持有市场竞争效应与其价值效应并不完全一致。

刘端等(2015)研究发现,企业现金持有对其相对价格变动幅度具有反向作用,即企业现金持有有助于更大幅度地调整其产品相对价格,尤其是处于经济衰退时期,通过相对价格变化可为企业带来更为显著的市场竞争优势。王勇(2015)研究发现,供应商关系竞争环境下,现金持有市场竞争效应被弱化,尤其在法制环境较差区域和非国有企业中表现得更为显著。

由上述分析可知,国内相关研究已经就现金持有竞争效应的存在性、作用机理及其影响因素进行了深刻的探讨,与国外研究结论基本一致,但涉及现金持有市场竞争效应的提升能否提升企业的经营业绩,相关结论并不一致。

五、现金持有市场竞争效应的研究展望

由前文分析可知,现有的研究成果已经为企业现金持有市场竞争效应研究奠定了坚实的基础。基于此,结合我国的相关制度背景,笔者认为今后的拓展分析可以从以下几个方

□ 借鉴与参考

面着手:

首先,产业组织理论认为,企业的产品市场业绩是供应商、客户、替代品竞争者、潜在进入者与现有竞争者五种力量共同作用的结果(M. Porter, 1998)。现有的研究普遍关注现金资源通过“直接渠道”以及“竞争对手渠道”发挥竞争效应。现实中,随着中国市场化改革的推进,企业之间的竞争已转化为企业各自所依赖的供应链间的竞争。这种情形下,企业现金资源禀赋是否会影响其与上下游的供应商与客户间的博弈关系,进而作用于其产品市场竞争呢?鉴于国有企业的市场垄断地位及其政府背景优势,上述影响在国有控股与非国有控股企业中的表现是否存在差异呢?

其次,多元化经营战略与现金持有市场竞争效应。在我国制度环境下,管理者普遍具有强烈的“做大”动机,尤其希望通过多元化经营以实现企业的“做大做强”。尽管刘志远等(2013)与王勇等(2015)已开展相关的研究,但值得进一步思考的是,企业实施多元化经营战略时,可以选择相关多元化经营和非相关多元化经营。相比前者,后者的投资机会和现金流的相关性更弱,互补效应更强(Almeida et al., 2001)。遵循上述研究逻辑,如果多元化经营战略特征对现金持有“战略效应”产生重要影响,是否在不同类型的多元化经营战略中的表现有所差别呢?具体机理又是什么?该影响又会如何影响现金持有的资本市场价值效应呢?

最后,集团内部资本市场与现金持有市场竞争效应。在我国当前的制度背景下,普遍存在着以控股股东为权力中心,以及其控制的其他企业与上市公司之间所形成的企业集团内部资本市场,可称之为“集团内部资本市场”。构建以控股股东为权力中心的内部资本市场,一方面可以利用内部资本市场中不同企业间稳定的交易关系,缓解外部市场不发达引起交易成本提高的压力;另一方面由于内部各企业具有独立法人资格和独立行为能力,又可以弱化因集团规模过大而可能导致的管理失效。在发展中国家,它们被认为是用来代替不发达的市场和制度的一种组织结构(Aoki, 1990; Khanna et al., 1997; 毛蕴诗, 2000)。

Xavier et al.(2011)以法国制造业企业集团为样本,研究发现企业集团现金持有对其成员企业具有“深口袋”效应,进而抑制成员企业所在行业的潜在竞争者的进入。在中国集团内部资本市场中,集团内部资本市场的现金持有是否具有同样的“威慑效应”呢?在对企业产品市场业绩的影响过程中,其与集团所属的企业现金持有是替代关系还是互补关系呢?我国企业国有控股的制度环境特征是否又会对其产生重要的调节作用呢?

综上所述,这些方面的研究不仅有利于深入理解现金持有的经济后果及其具体作用机理,同时还可以为理解多元化与集团内部资本市场拓展新的视角,从而丰富我国制度环境下的相关研究。

主要参考文献:

Titman S.. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984(13).

Brander J. A., Lewis T. R.. Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect[J]. American Economic Review, 1986(76).

Stein, Jeremy C.. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources Journal of Finance, 1997(52).

Fesard L.. Financial Strength and Product Market Behaviors: The Real Effects of Corporate Cash Holdings [J]. Journal of Finance, 2010(3).

Bates, Thomas, Kathleen Kahle, Rene Stulz. Why Do U. S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to? [J]. Journal of Finance, 2009(64).

刘志远,王勇,靳光辉. 现金持有在产品市场竞争中的威慑效应——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 系统工程, 2013(2).

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).

刘端,周有德,陈收,王欢. 基于融资受限和对冲需求的企业现金持有政策在产品市场竞争中的作用[J]. 系统工程, 2011(2).

孙进军,顾乃康. 现金持有量决策具有战略效应吗?——基于现金持有量的平均效应与区间效应的研究[J]. 商业经济与管理, 2012(3).

陆正飞,韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究[J]. 管理世界, 2013(6).

杨兴全,吴昊旻,曾义. 公司治理与现金持有竞争效应——基于资本投资中介效应的实证研究[J]. 中国工业经济, 2015(1).

杨兴全,齐云飞,曾义. 融资约束、资本投资与公司现金持有竞争效应[J]. 审计与经济研究, 2015(3).

王勇,刘志远,靳光辉. 多元化经营与现金持有“竞争效应”——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 管理评论, 2015(1).

刘端,薛静芸. 经济周期波动视角下现金持有在企业产品市场定价中的竞争效应研究[J]. 中国管理科学, 2015(9).

王勇,刘志远,赵振智. 制度环境、供应商关系与现金持有市场竞争效应——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 财经论丛, 2015(8).

作者单位: 中国石油大学(华东)经济管理学院, 青岛266555