

企业现金持有行为对经济政策效果的影响研究

于欢

(南京大学商学院,江苏 南京 210093)

[摘要] 在跨期动态决策的框架下,企业会预期未来的融资约束而持有现金。而企业的现金持有行为却很大程度上削弱了本期宽松经济政策的效果,同时企业对于未来经济政策不确定的预期可能会产生“黄灯效应”,进而影响本期经济政策效果。本文的结论对于政府更有针对性地制定经济政策,提高政策效果有重要启示。

[关键词] 融资约束;不确定性;现金持有;经济政策

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2015.06.003

[中图分类号]F275.1 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2015)06-0022-04

一、引言

宏观经济政策与微观企业行为的研究逐渐引起学术界的关注(姜国华、饶品贵,2011)^[1]。宏观经济政策的目标要通过影响企业的微观行为来实现,微观企业行为对宏观经济政策的反应方式和强度决定了政策本身的实施效果。具有良好初衷的政策在缺乏对企业微观主体反应准确把握下,其结果可能背道而驰。因此,对微观个体,尤其是企业行为逻辑以及企业对宏观经济政策反应的深入探讨和准确把握,对于政策制定和实施的针对性、准确性及政策效果的恰当实现有重要意义。

现金和现金流管理是企业非常重要的一项财务政策,尤其在金融危机爆发后,大量企业因为现金流枯竭而出现破产清算的情况下,更是引起了理论和实务界的广泛关注和探讨(Bates et al.,2009;陆正飞、韩非池,2013)^{[2]-[4]}。近年来,在经济周期下行和结构重构的背景下,在国际学术界,财务柔性的概念被重新发掘并进行了深入的研究,被赋予了新的意义(DeAngelo and DeAngelo,2007;Arslan et al.,2014)^{[4]-[5]}。现金持有是财务柔性的重要方面,它表示了企业在面对未来融资约束和不确定性时的主

动性预防行为,使得企业能够在未来受到正或负向冲击时更好地调动资源(Gamba and Triantis,2008)^[6]。事实证明企业并不会在冲击发生时完全被动地应对,而是在预期的基础上采取主动措施,因此企业行为更多时候是动态、跨期的。从动态跨期的角度理解企业的现金持有行为,它代表了企业在更大时间和空间范围内配置资源的行为。尤其是当企业面临融资约束时,通过持有现金更好地平衡财务资源在不同时期的使用,最大化了企业价值。从另一个角度理解企业的现金持有行为,它表示了企业如何将资源在金融资产和实物资产间的分配。在企业特定时期既定的资源约束下,这二者是此消彼长的。显然在一个经济体中,典型企业的这种资产配置行为有深刻的宏观经济含义。

二、模型构建与应用:经济政策的效果分析

(一)模型假设

为建立本文的基本分析模型,做出如下基本假设:

1. 本文的研究设定了一个三阶段(0、1、2)分析模型,如图1所示。为分析简便暂不考虑折现。在t

[基金项目] 本文是教育部人文社会科学研究青年项目“中国居民财产性收入变动趋势及影响因素研究:基于家庭微观数据的视角”(项目编号:11YJC790280)的阶段性成果。

[作者简介] 于欢(1981-),男,山东台儿庄人,南京大学商学院博士研究生。主要研究方向:公司金融。

$=0, 1$ 时分别有投资机会 I_0 和 I_1 。投资的产出函数 $g(I_0), h(I_1)$ 为标准生产函数: $g'(\cdot), g''(\cdot) < 0$, $h'(\cdot) > 0, h''(\cdot) < 0$ 。

2. 设 $C(E, k)$ 为外部融资成本函数, 其中 E 为外部融资数量, k 为经济政策参数, 越大表示政策趋向紧缩, 反之则表示宽松。设 $E = 0$ 时, $C(E, k) = 0, C_E(E, k) = 0$; $E > 0$ 时, $C_E(E, k) > 0, C_k(E, k) > 0, C_{EE}(E, k) > 0, C_{Ek}(E, k) > 0$ 。

3. 企业在 $t = 0$ 时决定外部融资数额在当期投资和现金持有间的分配, 现金可用于 $t = 1$ 时的投资。借鉴 Almeida et al. (2011)^[7] 的研究将现金持有看成是一种安全投资, 假设其收益函数是线性的, 表示为 $(1 - \alpha)S$ 。系数 $0 < \alpha < 1$ 表示持有现金的成本, 包含了税收和流动性溢价等方面。小于 1 的系数也反映了现金投资的部分沉没性质。

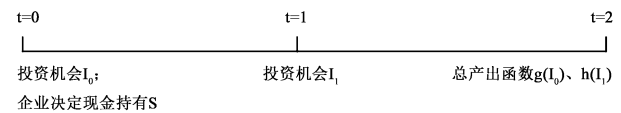


图1 公司财务决策示意图

(二) 基本模型建立

在以上模型假设下, 企业的基本问题为在给定产出函数及外部融资成本函数的情况下, 进行投资 (I_0, I_1) 和储蓄 (S) 的决策以最大化其目标函数:

$$\max_{I_0, I_1, S} \{ g(I_0) + h(I_1) + (1 - \alpha)S - C(E_0, k_0) - C(E_1, k_1) - I_0 - I_1 - S \} \quad (1)$$

式中: $E_0 = I_0 + S, E_1 = I_1 - (1 - \alpha)S$

分别对 I_0, I_1 和 S 求导, 得最优化一阶条件:

$$g'(I_0) = 1 + C_E(E_0, k_0) \quad (2)$$

$$h'(I_1) = 1 + C_E(E_1, k_1) \quad (3)$$

$$(1 - \alpha)C_E(E_1, k_1) = \alpha + C_E(E_0, k_0) \quad (4)$$

(2)、(3) 式表示了最优投资的一阶条件, 显然融资约束的存在, 使得企业不能够在一阶最优水平投资, 一阶最优水平的投资 (I^{FB}) 由 $g'(I_0^{FB}) =$ 和 $h'(I_1^{FB}) = 1$ 决定。(4) 为 $t = 0$ 时企业最优现金持有的一阶条件。在跨期动态的分析框架内, 企业要权衡资源在不同时期的使用, 才能实现价值的最大化。显然, 现金持有是实现企业财务资源跨期配置的重要工具和手段, 企业在当期持有多少现金的决策, 实际上就决定了企业要将多少资金配置到以后各期使用。从(4)中可以看出现金持有的收益是降低了 t

$= 0$ 时的外部融资成本, 而成本则包括增加了 $t = 0$ 时的外部融资成本和现金持有本身成本两部分, 二者在边际相等的条件下决定最优的现金持有数量。(4) 的左侧表示了企业现金持有边际收益, 右侧表示现金持有的边际成本。显然, 未来融资约束的存在使得企业的现金持有存在价值, 假设 $t = 1$ 时企业不存在任何融资约束, 则(4)式的左侧为零, 此时企业的现金持有也就没有必要。如图 2 所示:

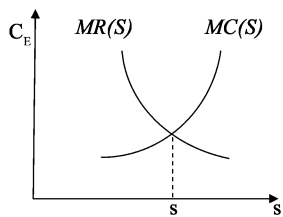


图2 最优现金持有示意图

(三) 应用: 经济政策效果分析

以上基本模型分析得到的基本结论是, 当企业进行跨期动态的最优化决策时, 融资约束会促使企业以现金的形式储蓄, 进行跨期的资源配置。那么我们下面要回答的是企业的这种行为会如何影响政府的经济政策实施效果。

对(4)式两侧同时对 k_0 求导, 可得:

$$\frac{dS}{dk_0} = - \frac{C_{Ek}(k_0)}{(1 - \alpha)^2 C_{EE}(k_1) + C_{EE}(k_0)} \quad (5)$$

显然 $dS/dk_0 < 0$, 意味着 0 时刻经济政策的宽松会促使现金持有的增加。当企业在 $t = 0$ 实施较为宽松的经济政策时, 表现为经济政策参数的减小。由外部融资成本函数的性质, 显然有(4)式右侧表示现金持有边际成本的式子 $C_E(E_0, k_0)$ 降低, 表现在图 2 中为边际成本曲线向右移动, 企业在 $t = 0$ 时的现金持有数量增加。而从(2)式中可以看出 $C_E(E_0, k_0)$ 的降低也同时增加了 0 时刻的投资水平。在 $t = 0$ 时刻有恒等式 $\Delta E_0 = \Delta S + \Delta I_0$, 因此宽松经济政策带来的增量外部融资并没有全部转化为当期的投资, 而是有一部分被企业以现金持有的形式储备起来用于下一期的投资。或者说, 企业对未来融资约束的预期促使企业将宽松经济政策下得到的部分资源配置到了金融资产上。从(3)式可以直观地看出, 现金持有的增加降低了 $t = 1$ 时的边际外部融资成本, 进而促进了未来投资增加。该结论意味着企业跨期配置财务资源的行为削弱了经济政策在当

期的影响,而其政策效果可能会通过企业的现金持有行为延续到以后各期逐渐显然出来。

下面分析企业对未来经济政策不确定性的预期如何影响经济政策效果的实现。假设企业站在0时刻进行投资、储蓄决策时,并不能确切地知道1时刻的经济政策状况,而是预期 $t=1$ 时以 p 的概率取 k_1^H ,以 $1-p$ 的概率取 k_1^L , $k_1^H > k_1^L$ 。那么我们需要讨论企业对未来经济政策的不确定性预期,如何影响本期经济政策的效果。 $t=0$ 时刻经济政策变化对现金持有决策的影响(5)式重新表达为:

$$\frac{dS}{dk_0} = - \frac{C_{Ek}(k_0)}{(1-\alpha)^2[pC_{EE}(k_1^H) + (1-p)C_{EE}(k_1^L)] + C_{EE}(k_0)} \quad (6)$$

在函数 C_{EE} 关于二阶导数大于零的假定下,根据詹森不等式(Jenson's inequality)可得不等式: $pC_{EE}(k_1^H) + (1-p)C_{EE}(k_1^L) > C_{EE}(k_1)$ 。(6)式与(5)式都表示0时刻经济政策对企业储蓄行为影响,而(6)式描述了企业对未来经济政策出现了不确定性预期时,0时经济政策所引起的现金持有决策变化情况。显然在预期未来经济政策不确定性时,绝对值 $|dS/dk_0|$ 下降。这意味着在 $t=0$ 时面临外部宽松的经济政策,企业同样还会增加现金持有($dS/dk_0 < 0$),将部分财务资源配置到以后各期使用。但与对未来经济政策的确定性预期相比,企业储蓄的动机减弱,反而会将更多的资源放在本期使用。一般认为宏观经济波动或政策的不确定性会促使企业出于预防性动机更多地持有现金,而本文的理论分析却得出了相反的结论,未来政策不确定性的预期降低了企业的储蓄动机。其理由可能存在于未来经济政策紧缩造成企业资金紧张,融资约束增大,而这种资金短缺的威胁降低了企业时间选择权的价值,从而鼓励企业加快投资。也就是说对未来经济政策不确定性的预期并没有促使企业更加“谨慎”,而是鼓励了某种程度上的“激进”行为。本文的结论与Boyle and Guthrie(2003)^[8]的研究一致,他们也发现在企业面临融资约束的情况下,未来资金短缺的可能性鼓励了企业加速投资,甚至可能会超过最优水平。实际上,在某种程度上企业的这种

行为也是一种“黄灯效应”。在公共交通管理中“黄灯”的存在其本意是为了进行风险提示,给决策一定的适应空间,降低事故发生的可能性。而“黄灯”的存在反而可能会激励冒险行为,加速冒险行为的出现。这种符合我们每一个人生活经验的行为逻辑在经济活动中同样存在,沈坤荣(2004)^[9]发现中央政府为了给不断升温的宏观经济降温,从而实现经济“软着陆”,会不断地进行温和的经济政策“微调”。但温和的“微调”反而得到了逆向效果,加速了经济过热的到来。其背后的逻辑就在于地方政府对未来中央政府经济政策紧缩的预期,使其在“红灯”亮起来之前,猛踩投资扩张“油门”。对企业来说,在投资时机的选择上,企业预期到未来由于经济政策紧缩造成的资金紧张,有可能减少储蓄,尽可能地抓住现在的投资时机窗口,将更多的资源配置到现在。

对于预期经济政策不确定性对企业现金持有等财务行为的影响,本文的研究认为企业对于政策不确定性的预期使其担心未来资金短缺,从而降低资源在现金等金融资产上配置。Riddick and Whited(2009)^[10]的研究从现金-现金流敏感性的角度也发现了负的现金-现金流敏感性,即不确定性导致企业从现金流中保留更少的现金,提高了当期投资。而有些研究则认为不确定性可能会促使企业行为更加谨慎,提高现金持有,给投资带来消极影响(Han and Qiu, 2007; Opler et al., 1999; 金雪军等, 2014)^{[11]~[13]}。我们可以将本文的结论,即政策不确定性会促使企业将更少的资源配置到金融资产上,从而降低企业现金持有的动力称之为政策不确定性的“黄灯效应”,而将不确定性导致企业出于预防需求更多的现金持有,减少投资的行为称为“谨慎效应”。这两种效应对企业行为的不同影响可能同时存在,但具体企业的行为表现为哪一种为主可能取决于对企业行为逻辑、风险偏好等因素的设定,并同时受到企业面临具体经济环境的影响。企业的行为是复杂的,受到自身不同行为动机与外部环境的影响。这两种效应之间也可能存在着相互影响,企业间的相互学习或模仿效应(沈坤荣,2004)^[10],以及伴随新信息的不断出现与确认都会重塑着企业的行为。

三、结论与启示

在企业跨期动态财务决策的框架下,企业会预期未来可能的融资约束,并通过持有现金这种财务资源储备的形式缓解融资约束的影响,以实现企业价值的最大化。现金持有就成为企业在不同时期分配财务资源的手段,其价值就在于能够缓解未来时期的融资约束,降低外部融资成本。而企业的这种价值最大化行为却在一定程度上削弱了宏观经济政策的效果,因为在现金持有的动机下,企业只将经济政策宽松给企业所带来增量资金中的部分配置在了投资等实物资产上,而通过现金持有影响了企业以后各期的财务状况及行为表现。同时,本文的分析发现,企业预期未来经济政策的不确定性并没有进一步促进企业的谨慎性行为,在同样的宽松经济政策下,反而降低了企业现金持有的动机,我们把这种效应称之为宏观经济政策不确定性的“黄灯效应”,说明当期经济政策的实施效果同样受到企业关于未来经济政策预期的影响。本文的研究结论对提高经济政策的准确性和针对性有重要启示,同时,对企业关于未来经济政策不确定性预期的管理,对更恰当地引导企业行为有重要意义。

参考文献:

[1] 饶品贵、姜国华. 宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J]. 会计研究, 2011, (03): 9-18

[2] Bates T. W., K. M. Kahle, R. E. Stulz. Why do firms hold so much cash than They Used To [J]. Journal of Finance, 2009, 64(5): 1985-2021.

[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?——基于产品市场与资本市场两重视角的研究[J]. 管理世界, 2013, (06): 43-60

[4] DEANELO H., L DEANELO. Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility[R]. Working Paper of University of Southern California, 2007.

[5] Arslan - Ayaydin, et al. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2014, 42(2): 211-250.

[6] Gamba A., A. Triantis. The value of financial flexibility [J]. The Journal of Finance, 2008, 63(5): 2263-2296.

[7] Almeida H., M. Campello, M. S. Weisbach. Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(3): 675-693.

[8] Boyle G. W., G. A. Guthrie, Investment, uncertainty, and liquidity[J]. Journal of Finance, 2003, 58(5): 2143-2166.

[9] 沈坤荣. 新一轮中国经济波动中的“黄灯效应”[J]. 现代经济探讨, 2004, (09): 7-8

[10] RIDDICK L. A., T M WHITED. The corporate propensity to save[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(4): 1729-1766.

[11] HAN S, J QIU. Corporate precautionary cash holdings [J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13(1): 43-57.

[12] Opler T. et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1): 3-46.

[13] 金雪军、钟意、王义军. 政策不确定性的宏观经济后果[J]. 经济理论与经济管理, 2014, (02): 17-26.

(责任编辑:刘 军)

Study of Impact of Cash Holding on the Effects of Economic Policy

YU Huan

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: In the framework of intertemporal dynamic decision, the enterprises expect future financial constraints and hold cash. And this behavior would greatly weaken the effects of the proactive economic policies in this period. At the same time, the enterprise's expectation of uncertainty for the future economic policy would yield "yellow light effect", and then influences the effects of this period's economic policy. The conclusion of this paper has important enlightenment for the government to make appropriate policies and improve policy effects.

Key Words: Finance constraints; Uncertainty; Cash holdings; Economic policy