

上市公司的现金持有： 预防性动机还是逐利性动机*

——基于货币供给的研究视角

张文君

[摘要]基于货币供给的研究视角,本文从静态和动态两个角度分析我国上市公司现金持有的动机。实证研究发现:基于货币供给视角,国有上市公司的现金持有具有逐利性动机;民营上市公司现金持有的预防性动机则不显著。该结论说明,我国近十年来充裕的货币供给导致融资约束机制甄别公司信贷资质的功能基本丧失,金融资源使用效率不高。为此,必须坚持“优化金融资源配置,用好增量、盘活存量”不动摇。

关键词:货币供给 逐利性动机 预防性动机 现金持有

JEL 分类号:G10 G30 G32

一、问题的提出

进入2013年的半年季,银行流动性突然告急。对此,国家依然强调要“优化金融资源配置,用好增量、盘活存量”。盘活存量的要求,使得我们必须以更加审慎的态度回顾近年来我国货币存量的形成以及对实体经济的影响。对此,本文基于上市公司的微观视角,考察货币供给对我国微观经济主体现金持有行为的影响,从而为“盘活存量”找到微观证据,并提出相关的政策建议。

货币政策是影响公司现金持有的主要政策性因素之一。货币政策通过货币渠道和信贷渠道对公司的经济活动产生影响,主要是通过提高(降低)公司的融资成本和限制(放宽)融资规模,通过公司的现金持有影响到企业的投资支出。Gailotti and Generale(2001)以1984~1999年的意大利公司为研究对象,发现货币政策主要通过影响公司资本成本影响投资,但是货币政策对公司现金流的影响也不可忽视。中国的融资环境与发达国家存在较大的差异,金融市场发展滞后,企业融资渠道缺乏。因此中国的银行业在经济中的作用要远远大于证券市场。而银行业又是极其容易受到政府调控和管制的行业,所以政府的货币政策对公司融资行为的影响是重大的(Allen et al.,2006)。

Baum et al.(2006)研究发现,当货币政策趋紧时,公司的外部融资成本提高,外部融资规模受到限制。此时,基于预防性动机,公司的现金持有水平显著提高。周铭山等(2012)以2002~2010年中国的上市公司为样本进行实证研究发现:国际金融危机后实施的宽松货币政策影响下,由于银行信贷流向更不均衡,国有上市公司获得了更多的外部现金流;与之形成鲜明对比的是,民营上市公司应对现金流动性变动的反应更强,融资约束程度进一步加剧。

与以往的文献比较,本文的贡献在于:(1)基于公司现金持有动机的角度分析近年来货币供给

* 张文君,厦门大学管理学院博士后,江西行政学院经济研究所,副研究员。本文得到国家自然科学基金项目(71172192)“基于现金资金循环的债权退出风险研究”的资助。

对微观经济主体的作用机制。从微观的角度来看,现金持有是公司流动性管理的结果;从宏观的角度来看,现金持有又是货币需求基于公司层面的体现。因此,研究货币供给对公司现金持有行为的影响,有利于更清晰的认识我国货币政策的实施效果。(2)以往对公司现金持有动机的研究,更多的是基于公司微观经济行为(Han and Qiu,2007;徐小君,2011)。较少文献基于宏观经济因素冲击视角考察我国公司的现金持有动机,具体到货币政策视角进行研究的文献就更少了。其中,祝继高和陆正飞(2009)、江龙和刘笑松(2010)虽然考察了货币政策视角下我国上市公司现金持有的动机,但是他们均以货币政策感受指数、银行贷款利率等作为货币政策的代理变量进行分析,并发现我国上市公司的现金持有普遍具有预防性动机。然而,由于我国的利率尚未完全市场化,银行信贷资金配置更多的是通过配给机制而非利率机制来实现,因此基于公司层面研究货币供给对货币需求(本文具体化为企业的现金持有)的影响也具有更现实的意义,更有利于我们对“盘活存量”的理解。对此,本文力求在这方面进行探索。

二、理论分析与研究假设

(一)理论基础

公司现金持有行为的研究最早可以追溯到 Keynes(1936)的货币需求理论,但直到 20 世纪 70 年代,随着静态权衡模型的构建,现金持有才开始具有独立的研究意义。Opler et al.(1999)在总结已有文献的基础上,将现金持有的理论依据系统的归纳为权衡理论、啄食理论及代理成本理论。国内外的实证研究发现,权衡理论、啄食理论和代理成本理论均能够找到大量实证数据的支撑,因此没有哪一个理论能够完全独领现金持有研究领域。实践中,学者们多是根据研究对象的不同,运用相应的理论进行解释。对此,本文结合研究主题,拟采用权衡理论分析货币供给对公司现金持有的影响。这是因为,货币供给的变化是一个周期波动的过程,这种周期性波动成为了公司生存发展的一个外部冲击因素。货币供给主要是通过改变公司外部融资的成本与收益,影响到公司的融资行为,最终导致公司不同的现金持有决策。权衡理论认为,公司确定目标现金持有水平的依据在于持有成本与持有收益的权衡。在此基础上,公司确定一个现金持有目标值(静态权衡理论),并在偏离该目标值时进行调整(动态权衡理论)。因为权衡理论有利于解释宏观经济因素产生的现金持有成本、收益的变化,所以权衡理论关于货币供给对公司现金持有影响的解释相对比较清晰,也更具有说服力。

权衡理论认为:(1)现金持有是有收益的,现金持有的收益主要包括三个方面:一是有利于公司减少发生财务危机的可能性;二是有利于公司掌握未来不确定性的投资机会;三是有利于降低公司外部的融资成本与降低现有资产的清算风险。(2)现金持有是有成本的,主要包括持有成本和短缺成本。前者主要是指,公司持有现金的管理成本。后者主要是指在现金储备不足背景下发生的成本,主要包括因流动性短缺导致投资机会流失所产生的机会成本、资产变现的交易成本、削减股利或对财务合同进行重新谈判的成本等等。(3)公司现金持有是持有成本和持有收益进行权衡的结果。理论上而言,公司现金持有水平存在一个最优值。在该值上,现金持有的边际成本与边际收益相等。

(二)现金持有水平

基于静态权衡理论,货币供给可能对公司的现金持有行为产生两种大相径庭的影响,主要取决于预防性动机与逐利动机的相对强弱。预防性动机假说由 Keynes(1936)最早提出。他认为公司会提高货币储备以应对外部经济不确定性导致的破产风险。随后,Fazzari et al.(1988)从融资约束

的角度解释了公司现金持有的预防性动机。他认为,在资本市场不完美的情况下,公司内外部融资成本存在显著差异,可能因为无法支付过高的外部融资成本而导致融资不足。当货币供给减少时,信贷资金的可获得性降低,公司外部融资约束加剧。此时,基于预防性动机,公司往往会通过当期投资的减少和当期现金储备的增加,来提高流动性缓冲需求以应对外部信贷资金短缺导致的破产风险。简而言之,基于预防性动机,公司的现金持有水平与货币供给负相关。

对于我国的实际而言,研究企业的现金持有动机必须考虑到企业的异质性。最明显的例子就是不同产权性质的企业在市场中的融资能力存在巨大的差异。民营企业由于受制于信贷配给的影响,面临的融资约束程度更高,因此现金持有行为更多的表现为预防性动机。这主要有两个方面的制度原因:首先,我国民营企业的外部融资渠道大多为银行信贷。信贷本身的特性和信贷市场所固有的信息不全会导致逆向选择和道德风险问题。因此银行要同时使用利率机制和配给机制来鉴别谁是“优质的借款者”(Stiglitz and Weiss, 1981; Bester and Hellwig, 1987)。其次,我国的利率尚未完全市场化,银行信贷资金配置更多的是通过配给机制而非利率机制(叶康涛和祝继高, 2009)。而与国有企业相比,民营企业与银行间的信息不完全更严重,更容易受到银行信贷配给的约束。Brandt and Li(2003)利用在江苏和浙江两省的调查数据研究了当地民营企业的信贷情况,发现民营企业从银行获取借款的难度更大,同时获取借款的数额也更少,银行对民营企业往往适用更高的信用标准。何靖(2011)以我国 2004~2009 年的民营上市公司为样本研究发现,信贷配给机制的存在使得民营企业面临更严重的外部融资约束程度,从而导致民营企业必须持有大量的现金储备以预防可能的流动性冲击,即表现为显著的预防性动机。据此提出假设 1a。

假设 1a: 基于预防性动机, 民营上市公司现金持有水平与货币供给变化负相关。

逐利动机假说源于 Baumol(1952)提出的交易成本模型,并由 Miller and Orr(1966)发展,并完善。逐利性动机假设的理论基础在于现金持有的资产收益。诚如 Fazzari et al.(1988)认为的那样,保持充足的现金储备有利于缓解货币紧缩时期面临的融资约束,即可以降低现金持有的短缺成本。然而,持有大量的现金储备亦会导致管理成本的上升。在所有资产中,现金持有的回报率是最低的,持有比例过高会导致较高的机会成本进而降低公司的资产回报率。因此在保证充足支付水平的条件下,基于逐利性动机,管理者会大量减少现金储备,并且将现金投资到其他盈利性更强的项目中去。当管理者破产风险较小而短期投资机会较多、业绩压力较大时,逐利性动机将更明显(连玉君等, 2009)。

比较逐利性动机与预防性动机,可以发现:(1)预防性动机是为了应对未来经济不确定性导致的负面冲击,公司进行的被动预防性货币储备。货币供给增加时,外部融资约束降低,公司面临的破产风险较小,从而降低现金持有水平。货币供给减少时,外部融资约束增强,公司面临较大的破产风险,从而提高现金持有水平以应对经济的不确定性。因此,现金持有与货币供给变化负相关。(2)逐利性动机是公司为了抓住各种有利的投资机会而进行的主动投机性货币储备。货币供给增加时,融资成本较低,公司提高现金储备。货币供给减少时,融资成本较高,公司降低现金储备以减少现金持有的管理成本。因此,基于逐利性动机,现金持有水平与货币供给变化正相关。

对于我国的实际而言,国有企业长期以来保持较好的“银企”合作关系,有助于缓解融资过程中的信息不对称问题。同时由于政府支持形成的预算软约束(Kornai, 1986)也使得国有企业更容易获得银行贷款(郭丽虹和马文杰, 2009),因此国有企业的外源性融资成本更低,面临的短期投资机会较多,可能有较强的逐利性动机。对此,周铭山等(2012)基于现金-现金流敏感性模型,以 2002~2010 年我国的上市公司为样本实证研究发现,国有企业的融资约束程度显著低于民营企业;其中的原因在于银行信贷流向的不均衡,以及政府财政刺激使得国有企业获得了更多的外部现金

流等等。据此提出假设 1b：

假设 1b：基于逐利性动机，国有上市公司现金持有水平与货币供给变化正相关。

(三) 现金持有的动态调整

基于动态权衡理论，公司现金持有的现实水平通常偏离其目标值，从而不利于公司的自身价值最大化。所以在偏离目标值的情况下，虽然公司的现金持有调整存在一定的成本，它仍然具有向目标值进行动态调整的动机。根据动态权衡理论，现金持有动态调整的净收益决定了其向目标值进行调整的速度。

在 MM 理论定义的完美资本市场中，由于不存在调整成本，公司的现金持有量可以迅速调整至目标水平。与之形成鲜明对比的另一个极端例子是，当现金持有调整面临无限大的成本时，公司则不存在向目标水平进行调整的动机。在实际经营过程中，现金持有水平往往会偏离目标值，主要有两种情况：持有不足或持有过度。在不同的偏离状态下，现金持有的调整方式存在很大的差异。例如，当公司过度持有现金时，可以通过投资支出（包括兼并收购）、增加现金股利、提高经理薪酬，以及增加研发支出和广告支出等方式来降低现金持有水平。当现金持有不足时，一方面可以通过出售部分非核心资产或发行股票（如增发或配股）的方式“开源”，另一方面也可以降低现金股利、减少经理薪酬，或缩减研发和广告支出等方式来“节流”。当然，在调整过程中也可以采用上述方式的组合。

然而，在上述两种情况下，调整成本是不同的，这会导致公司现金持有动态调整行为具有显著的非对称性。相对而言，降低现金持有水平面临的成本更低一些，而增加现金持有的成本则较高，因此前者的调整速度更快一些。例如，中国上市公司的现金分红政策往往缺乏稳定性，且分红比例甚低。同时，上市公司的经理薪酬也具有非对称性，增加薪酬往往比较容易实现，而降低薪酬则比较困难（方军雄，2009）。虽然通过出售资产或发行股票等方式来提高现金持有，不存在上述问题，但由于在资产的转换过程中都必须支付固定成本（如评估费用、发行费用等），这会促使公司只有在偏离幅度较大的情况下才会采取这些调整方式，从而减缓了增加现金持有的调整速度。

综上所述，公司在现金持有过度 and 现金持有不足时面临的调整成本会有显著的差异。对此，成本的差异将导致公司现金持有水平的调整行为表现出明显的非对称性。主要表现为：当现金持有不足的时候，向目标值调整的成本较高，因此调整速度下降；当现金持有过度的时候，向目标值调整的成本较低，所以调整速度上升。因此，根据前文提出的假设 1a 可以推导出：在预防性动机下，货币供给增加会导致现金持有水平下降，表现为当期的现金持有过度，因此现金持有的调整速度上升。反之，在预防性动机下，货币供给减少会导致现金持有的调整速度下降。据此，得出假设 2a：

假设 2a：基于预防性动机，民营上市公司现金持有的调整速度与货币供给变化正相关。

同理，在逐利性动机下，货币供给增加会导致现金持有水平上升，表现为当期的现金持有不足，因此现金持有调整速度下降。反之，在货币供给减少时现金持有调整速度上升。据此提出假设 2b：

假设 2b：基于逐利性动机，国有上市公司现金持有的调整速度与货币供给变化负相关。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文的数据来自于国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)和 Wind 金融资讯数据库。样本区间为 2001~2010 年。选择该样本区间的原因在于：(1) 21 世纪的头十年是我国货币供给突飞猛进的

十年,货币存量从2001年初的12.74万亿元急剧上升到2010年的72.58万亿元。研究货币存量对我国企业的影响,最近这十年无法忽视。(2)该时段完整的包括了21世纪以来我国的第一个十年的经济发展状况,并且与我国政府的“十五”与“十一五”规划的划分口径一致,符合我国这样一个单一制国家擅长于宏观经济调控的现实。

样本筛选采取如下原则:(1)由于IPO对公司的现金持有具有较大的影响,本文的上市公司样本限定于2001年1月1日以前在沪深股市上市且仅发行A股的非金融类上市公司;(2)剔除资不抵债的上市公司,定义的标准为资产负债率大于100%;(3)由于公司的并购行为将影响融资约束和现金持有政策,因此剔除ST、兼并或重组的公司样本。通过上述的处理后,本文最终得到539家公司2001~2010年组成的平衡面板数据。在实证分析之前,针对模型的主要变量,对小于1%和大于99%的分位数均做了缩尾处理,目的在于克服样本离群值的影响。另外,为了进一步区分货币供给对不同融资约束程度公司现金持有动机的影响,本文根据控股股东性质把上市公司划分为国有控股与民营控股两类。

(二)变量定义与计算

在本文的样本区间内,货币供给增长率居于前三的年份是2003年、2009年和2010年。这三年货币供给增长率分别为19.57%、27.59%和19.72%,为历史最高时期,因此定义为货币宽松期。2004年、2006年和2007年三年的货币供给增长率分别为14.86%、15.68%、16.74%,为历史低谷期,因此定义为货币紧缩期。参考Opler et al.(1999)、Almeida et al.(2004)的模型设定,本文公司层面的变量包括现金流量、资本结构等。所有变量的定义和计算如表1所示。

表1 变量定义及计算

变量	含义	计算方法
<i>cash</i>	现金持有	(货币资金+短期投资)/总资产
<i>gm2</i>	货币供给增长	M2年度增长率
<i>cflow</i>	现金流量	经营活动现金流量净额/总资产
<i>lev</i>	资本结构	总负债/总资产
<i>slr</i>	债务期限结构	短期负债/总负债
<i>tobinq</i>	投资机会	(流通股股数×流通股年平均股价+非流通股股数×每股净资产+负债的账面价值)/总资产 ^a
<i>capex</i>	资本支出	(经营租赁所支付的现金+购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额)/总资产
<i>nwc</i>	现金替代物	(营运资本 ^b -货币资金-短期投资)/总资产
<i>tang</i>	资产结构	(固定资产+存货)/总资产

注:a 考虑到我国资本市场的特殊性,本文采用连玉君等(2010)所采用的方法测算公司的Tobin's Q值。总市值=总负债的账面价值+股票市场价值。流通股的市值=流通股年平均股价×流通股股本数。非流通股市值=每股净资产×股本数。负债的市值用账面价值代替,资产重置成本用总资产的账面价值代替。b 营运资本=流动资产-流动负债。

(三)模型设定

1.货币供给与现金持有水平

为了验证静态权衡理论的假设1a和1b,本文在借鉴Opler(1999)模型的基础上构建了基础

回归模型(1),然后引入货币供给增长率变量,构建了拓展回归模型(2)。

$$cash_{it} = \beta_0 + \beta_1 flow_{it} + \beta_2 lev_{it} + \beta_3 slr_{it} + \beta_4 tobinq_{it} + \beta_5 capex_{it} + \beta_6 nwc_{it} + \beta_7 tang_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

$$cash_{it} = \beta_0 + \beta_1 flow_{it} + \beta_2 lev_{it} + \beta_3 slr_{it} + \beta_4 tobinq_{it} + \beta_5 capex_{it} + \beta_6 nwc_{it} + \beta_7 tang_{it} + \beta_8 gm2_t + \eta_i + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

η_i 是个体效应的虚拟变量,用于反映公司特征的异质性; λ_t 是时间效应的虚拟变量; ε_{it} 是干扰项。在模型(1)的基础上加入货币供给变量 $gm2$ 形成了模型(2),以考察货币供给对现金持有的影响。本文所采用的样本期只有 10 年,为了避免与何靖(2010)类似的问题,本文不是根据宏观经济指标对样本进行分组,而是直接将货币供给指标“内化”到模型中进行估计,进而判断货币供给对公司现金持有的影响。

2. 货币供给与现金持有动态调整

为了验证动态权衡理论的假设 2a 和 2b,本文在 Ozkan et al.(2004)部分调整模型的基础上,参考 Garcia-Teruel and Martinez-Solano(2009)的研究方法,采用模型(3)来分析公司现金持有的动态调整行为:

$$cash_{i,t} = (1-\delta)cash_{i,t-1} + \alpha \Delta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

$X_{i,t}$ 是拟合出目标现金持有水平的向量。参考大多数文献,向量 $X_{i,t}$ 包括现金流量($flow$)、资本结构(lev)、债务支出(slr)、投资机会($tobinq$)、资本支出($capex$)、现金替代物(nwc)、资产结构($tang$)等公司特征的指标。为了考察货币供给对现金持有调整速度的影响,本文在(3)式右边加入当期货币供给增长率 $gm2_t$ 和滞后一期现金持有 $cash_{i,t-1}$ 的交互项 $gm2_t \cdot cash_{i,t-1}$,得到扩展的整体部分调整模型如(4)。这时公司现金持有调整系数的求解仍然是用 1 减变量 $cash_{i,t-1}$ 的回归系数。因此调整系数 $\delta' = 1 - [(1-\delta) + \eta \times gm2_t] = \delta - \eta \times gm2_t$ 。由于 $gm2_t$ 一般情况下为正,如果 η 的符号为正,则说明现金持有调整速度会随货币供给的增加而降低。

$$cash_{i,t} = (1-\delta)cash_{i,t-1} + \alpha \Delta X_{i,t} + \eta gm2_t \cdot cash_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}。 \quad (4)$$

根据本文的研究目的,在模型(4)的所有待估系数中,重点关注 $gm2_t$ 与 $cash_{i,t-1}$ 交乘项的系数 η 。原假设为 $\eta=0$,即现金持有调整是一个固定值,即公司现金持有的调整不受货币供给的影响。然而,必须强调的是,公司现金持有调整速度不变并不等同于公司不调整现金持有水平。因为还受变量 $cash_{i,t-1}$ 的系数 $(1-\delta)$ 显著性的影响。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

表 2 是不同货币政策背景下各主要变量的描述性统计结果。可以发现,相对货币紧缩期,国有上市公司在货币宽松期的现金持有水平显著提高,具有逐利性动机。由此初步验证了本文提出的研究假设 1b。民营上市公司的现金持有在货币宽松期有增加,体现了一定的逐利性动机,但不显著。进一步的,比较国有控股与民营上市公司后可以发现,后者的现金持有水平要高于前者,又说明民营上市公司的现金持有具有一定的预防性动机,初步验证了假设 1a。总之,民营上市公司的现金持有动机显得要复杂得多。

(二)现金持有水平的回归分析

为了考察货币供给对现金持有水平的影响,对模型(1)和(2)进行回归分析。回归结果见表 3。现金流量、资本结构等控制变量的回归结果均符合已有文献的预期(Opler et al., 1999)。 $gm2$ 是本文重点关注的解释变量。回归结果②说明,民营上市公司的 $gm2$ 的系数虽为负但不显著,因此假设 1a 不能得到验证。回归结果④说明,国有上市公司的 $gm2$ 的系数显著为正,因此假设 1b 得到

表2 主要变量的描述性统计(不同货币政策环境比较)

变量	融资约束分组	货币宽松期		货币紧缩期		统计分析	
		平均值	中位数	平均值	中位数	T值	Z值
<i>cash</i>	国有控股	0.144	0.129	0.125	0.107	5.91***	6.009***
	民营控股	0.213	0.198	0.192	0.170	1.866*	1.187*
<i>cflow</i>	国有控股	0.046	0.044	0.051	0.050	-1.604*	-1.830*
	民营控股	0.081	0.077	0.072	0.072	1.478*	1.439
<i>lev</i>	国有控股	0.547	0.546	0.549	0.556	-0.319	-0.463
	民营控股	0.352	0.337	0.345	0.335	0.608	0.461
<i>slr</i>	国有控股	0.817	0.875	0.853	0.913	-5.141***	-4.856***
	民营控股	0.870	0.954	0.871	0.960	-0.135	-1.253
<i>tobinq</i>	国有控股	1.849	1.548	1.480	1.210	11.06***	13.76***
	民营控股	2.084	1.700	1.580	1.226	6.753***	7.922***
<i>capex</i>	国有控股	0.048	0.032	0.047	0.031	0.346	0.674
	民营控股	0.051	0.034	0.053	0.033	-0.481	0.005
<i>nwc</i>	国有控股	-0.080	-0.078	-0.091	-0.089	1.584*	1.586
	民营控股	0.009	-0.001	0.012	0.001	-0.231	-0.116
<i>tang</i>	国有控股	0.456	0.454	0.480	0.476	-3.670***	-3.61***
	民营控股	0.450	0.439	0.480	0.472	-2.29**	-2.32**

注:T值为独立样本t-检验统计量;Z值为Wilcoxon秩和检验统计量;***、**和*分别表示样本组间差异在0.01、0.05和0.1水平上显著,双尾检验。

表3 回归结果:货币供给与现金持有

	民营控股		国有控股	
	①	②	③	④
<i>cflow</i>	0.212*** (6.43)	0.218*** (6.61)	0.137*** (8.81)	0.118*** (7.56)
<i>lev</i>	-0.236*** (-7.89)	-0.272*** (-9.49)	-0.124*** (-8.81)	-0.149*** (-10.81)
<i>slr</i>	-0.0757*** (-4.15)	-0.0781*** (-4.27)	-0.0504*** (-5.03)	-0.0486*** (-4.80)
<i>tobinq</i>	0.0146*** (3.71)	0.0101*** (3.35)	-0.000652 (-0.31)	-4.41e-05 (-0.03)
<i>capex</i>	-0.301*** (-7.50)	-0.288*** (-7.16)	-0.122*** (-5.69)	-0.114*** (-5.22)
<i>nwc</i>	-0.322*** (-11.79)	-0.335*** (-12.32)	-0.131*** (-11.12)	-0.124*** (-10.36)
<i>tang</i>	-0.293*** (-13.85)	-0.293*** (-14.02)	-0.172*** (-17.36)	-0.187*** (-18.81)
<i>gm2</i>		-0.0811 (-1.27)		0.105*** (3.52)
时间效应	控制		控制	
个体效应	控制	控制	控制	控制
常数项	0.483*** (19.80)	0.503*** (18.97)	0.334*** (24.80)	0.316*** (21.90)
F	49.40	88.71	62.40	97.58
Adj-R ²	0.424	0.411	0.210	0.181

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

了验证。综上所述,基于货币供给视角,国有上市公司的现金持有具有显著的逐利性动机。民营上市公司的现金持有的预防性动机不显著。

(三)现金持有动态调整的回归分析

模型(4)的自变量里引入了因变量的滞后一期,因此是一个动态面板模型。对于动态面板模型而言,基于 OLS 的估计量上偏于 $cash_{i,t-1}$ 系数的真实值;基于固定效应的估计量则下偏于 $cash_{i,t-1}$ 系数的真实值(Roodman,2009)。因此,基于上述两个估计量可以确定 $cash_{i,t-1}$ 系数真实值的大致区间。为此,本文分别采用 OLS 和固定效应方法估计了模型(4),发现系统 GMM 方法估计出的 $cash_{i,t-1}$ 系数都介于 OLS 和固定效应估计量之间(限于篇幅,本文仅列举了固定效应方法的回归结果)。

表 4 呈现了相关模型的回归结果。其中回归结果①和③是基于固定效应方法对模型(4)进行的估计。回归结果②和④是基于系统 GMM 方法对模型(4)进行的估计。从表(4)来看,所有模型 $cash_{i,t-1}$ 的系数均显著为正。而且,系统 GMM 估计方法下,Sargan 的 p 值检验都不能拒绝“不存在过度识别”的原假设;所有模型的 AR(2)的 p 值检验都不能拒绝“不存在二阶序列”的原假设。回归结果②和④的检验结果显示,使用系统 GMM 方法估计模型(4)是有效的。

表 4 回归结果:货币供给与现金持有动态调整

变量	民营控股		国有控股	
	①	②	③	④
	固定效应	系统 GMM	固定效应	系统 GMM
$cash_{t-1}$	0.403*** (8.82)	0.410*** (7.69)	0.209*** (8.26)	0.215*** (4.96)
$cflow$	0.361*** (11.53)	0.345*** (10.55)	0.211*** (14.86)	0.232*** (11.73)
lev	-0.200*** (-7.25)	-0.104*** (-4.26)	-0.0570*** (-4.37)	-0.0401*** (-3.03)
slr	-0.0760*** (-4.47)	-0.0189 (-1.26)	-0.0447*** (-4.75)	-0.0114 (-1.23)
$tobinq$	0.00505* (1.94)	0.00386 (1.35)	0.000393 (0.29)	-0.00239 (-1.48)
$capex$	-0.355*** (-9.03)	-0.431*** (-10.03)	-0.200*** (-10.01)	-0.226*** (-9.00)
nwc	-0.260*** (-10.14)	-0.156*** (-6.16)	-0.0972*** (-8.80)	-0.0591*** (-5.82)
$tang$	-0.202*** (-10.20)	-0.233*** (-12.10)	-0.125*** (-13.40)	-0.138*** (-14.29)
$gm2_cash_{t-1}$	-0.253 (-1.18)	-0.00230 (-0.01)	0.843*** (5.01)	0.976*** (5.33)
常数项	0.343*** (14.31)	0.272*** (10.93)	0.192*** (14.77)	0.175*** (11.34)
Adj-R ²	0.539		0.350	
F	111.5		190.2	
AR(2)P 值	0.952		0.603	
Sargan p 值	0.634		0.552	

注:(1)***、**和*分别表示1%、5%和10%水平上显著;(2)GMM估计的所有参数估计值均为两阶段异方差和序列相关稳健性GMM估计量,括号中为t值;(3)AR(2)p值为对一阶差分后的残差进行二阶序列相关检验得到的p值;(4)Sargan p值表示对工具变量的合理性进行过度识别检验得到的Sargan统计量对应的p值。

表 4 的回归结果表明,货币供给对现金持有动态调整的影响,因为公司的异质性而不同。回归结果②显示 $gm2_cash_{i,t-1}$ 的系数 η 虽然为负,但是不显著。因此其调整速度为 $\delta'=\delta$ 。由此可见,对于民营上市公司,现金持有调整速度与货币供给无关,这与表 3 关于民营上市公司现金持有水平

的回归结果是一致的。进一步说明,民营上市公司现金持有的预防性动机不显著。回归结果④速度 $=0.785-0.976 \times gm2_t$,从而说明国有上市公司的现金持有调整速度随货币供给的增加而下降,具有逐利性动机。该结论验证了假设 2b。再比较不同性质公司的现金持有调整速度,可以发现,民营上市公司现金持有调整速度更快。

本文基于静态权衡理论和动态权衡理论构建模型,实证研究发现:我国的民营上市公司现金持有的预防性动机,在货币供给冲击的视角下被弱化,并变得不显著。这与以往的大多数文献的研究结论相左。我们认为,根本的原因在于研究视角的不同。何靖(2011)实证研究发现民营上市公司基于信贷配给约束下的预防性动机持有高额现金,但是他衡量外部冲击的变量选择的是基于CPI月度数据构建的宏观经济波动性。因此其研究结论证明的是在宏观经济不确定性视角下,我国的民营上市公司现金持有具有预防性动机。梁权熙等(2012)采用宏观经济景气领先指数作为宏观经济不确定性的代理变量,也得出类似的结论。实际上,当我们转换视角,基于货币供给视角来考察民营上市公司的现金持有动机的时候,预防性动机则可能不一定显著。这是因为,近年来我国货币供给大增的现状使得民营上市公司的流动性相对充裕,因此现金持有水平的变化受货币供给的影响甚微。因此,本文的实证研究结论不能支持假设 1a 和 2a。

进一步的,本文实证研究发现,国有上市公司现金持有水平与货币供给正相关,意味着国有上市公司表现出更多的逐利性动机特征。对此,祝继高和陆正飞(2009)基于货币政策感受指数研究发现,我国上市公司全样本的现金持有行为对于货币紧缩具有预防性动机。然而遗憾的是,他们的研究没有考虑到公司的异质性。事实上,由于国有上市公司具有破产风险较小、外部融资约束较弱、短期投资机会较多等优势,现金持有行为与民营上市公司可能有显著差异,即更多的表现为逐利性动机。因此,本文的实证研究结论支持了假设 1b 和 2b。

五、结论与政策建议

目前已有文献研究发现,基于宏观经济因素的视角,公司现金持有表现出一定的预防性动机。尤其是民营上市公司,经济衰退期现金持有水平显著提高,以应对宏观经济环境不确定性导致的融资升水。然而,本文基于货币供给的视角研究发现,民营上市公司的预防性动机不明显。不仅如此,国有上市公司反而更多的体现了逐利性动机。与已有文献基于经济增长视角分析得出的结论大相径庭。

为什么基于经济增长和基于货币供给视角来分析公司现金持有动机,会得出迥异的研究结论?我们认为,这正好从侧面回答了货币供给对我国公司现金持有行为影响的作用机制,并为“盘活存量”找到了微观证据:(1)由于货币供给十分充裕,民营上市公司的外部融资约束受货币供给的影响甚微,从而无需为应对货币紧缩时期的融资升水进行预防性储备。(2)国有上市公司由于破产风险较小,货币供给充足而短期投资机会较多,逐利性动机更明显。这既影响了货币的使用效率,又降低了经济的运行质量,为经济的长期可持续发展埋下了隐患。

本文的研究结论具有一定的实践意义。首先,对于政策制定者而言,必须坚持“优化金融资源配置,用好增量、盘活存量”的政策不动摇。虽然融资约束机制的存在制约了公司的发展。但是一定程度的融资约束亦可以有效的甄别公司的信贷资质,提高资金的使用效率。本文的实证研究却发现,近十年来充裕的货币供给导致融资约束机制甄别公司信贷资质的功能基本丧失。为此,必须改变过去“货币超发”的做法,优化金融资源配置。其次,对于公司而言,必须对国家适时调整货币政策具有前瞻性的举措。“用好增量,盘活存量”毫无疑问将会成为今后很长一段时期内我国货币政

策的主线。因此,一方面,对于民营上市公司,在货币宽松期必须实施稳健的流动性管理行为,保持充分的财务弹性,以应对货币紧缩时期的外部融资升水。另一方面,对于国有上市公司,可以更加灵活的安排流动性管理政策,以适时的把握投资机会。例如宽松货币政策下,由于现金持有成本降低,可以增加流动性储备,以便在经济衰退期适时的实施公司兼并、收购,从而以较低的成本实现企业扩张等等。

参考文献

- 方军雄(2007):《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》,第12期。
- 郭丽虹、马文杰(2009):《融资约束与企业投资-现金流量敏感度的再检验》,《世界经济》,第2期。
- 何靖(2011):《信贷配给、流动性冲击和民营企业现金持有》,《南方经济》,第9期。
- 江龙、刘笑松(2010):《经济周期波动与上市公司现金持有行为研究》,《会计研究》,第9期。
- 连玉君、常亮、苏治(2009):《供需不确定性、市场竞争与现金持有》,《南方经济》,第1期。
- 梁权熙、田存志、詹学斯(2012):《宏观经济不确定性、融资约束与公司现金持有行为》,《南方经济》,第4期。
- 徐小君(2011):《公司现金持有:交易需求还是预防性储蓄》,《南方经济》,第8期。
- 赵岩(2013):《企业社会资本、融资约束与投资-现金流敏感性研究》,《湖南财政经济学院学报》,第4期。
- 周铭山、任哲、李涛(2012):《产权性质、融资约束与现金调整:兼论货币政策的有效性》,《国际金融研究》,第6期。
- 祝继高、陆正飞(2009):《货币政策、企业成长与现金持有水平变化》,《管理世界》,第3期。
- Allen, F., E. Carletti and R. Marquez (2006): "Credit Market Competition and Capital Regulation", Federal Reserve Bank of New York, Staff Working Paper.
- Almeida, H., M. Campello and M. Weisbach (2004): "Corporate Financial and Investment Policies When Future Financing is Not Frictionless", *Journal of Corporate Finance*, 4, 279-290.
- Baum, C., M. Caglayan, N. Ozkan and O. Talavera (2006): "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firm's Demand for Liquidity", *Review of Financial Economics*, 5, 132-156.
- Baumol, W. (1952): "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach", *Quarterly Journal of Economics*, 1, 56-65.
- Bester, H. and M. Hellwig (1987): "Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing: An Overview of the Issues, in: G. Banberg and K. Spreemann (eds.)", *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer Verlag, Berlin, 135-166.
- Brandt, L. and H. Li (2003): "Bank Discrimination In Transition Economies: Ideology, Information Or Incentives", *Journal of Comparative Economics*, 3, 311-333.
- Fazzari, S., R. Hubbard and B. Petersen (1988): "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 67-78.
- Gailotti, E. and A. Generale (2001): "Does Monetary Policy have Asymmetric Effects? A Look at the Investment Decisions of Italian Firms", Working Paper, European Central Bank.
- Garica-Teruel, P., P. Martinez-Solano and J. Sanchez-Ballesta (2009): "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", *Accounting and Finance*, 1, 98-111.
- Han, S., J. and P. Qiu (2005): "The Impact of Cash Flow Volatility and Financial Constraints on Cash Holdings", Working Paper, McMaster University.
- Kornai, J., E. Maskin and G. Roland (2003): "Understanding the Soft Budget Constraint", *Journal of Economic Literature*, 4, 231-245.
- Kynes, J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press.
- Miller, M. and D. Orr (1966): "A Model of The Demand for Money By Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 8, 455-478.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson (1999): "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 1, 100-122.
- Ozkan, A. and N. Ozkan (2004): "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking and Finance*, 8, 411-433.
- Roodman, D. (2009): "How to Do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata", *Journal of Econometrics*, 1, 86-136.
- Stiglitz, J. and A. Weiss (1981): "Credit Rationing in Market with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, 393-410.

(责任编辑:周莉萍)