

DYNAMIC ADJUSTMENT

OF FINANCIAL FLEXIBILITY—THE STUDY BASED
ON ENVIRONMENTAL UNCERTAINTY AND
MANAGERIAL OVERCONFIDENCE

财务柔性 动态调整

—— 基于环境不确定性、管理者过度自信的研究

许 诺 ◎ 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

DYNAMIC ADJUSTMENT
OF FINANCIAL FLEXIBILITY—THE STUDY BASED
ON ENVIRONMENTAL UNCERTAINTY AND
MANAGERIAL OVERCONFIDENCE

财务柔性 动态调整

—— 基于环境不确定性、管理者过度自信的研究

许 诺 ◎ 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

财务柔性动态调整——基于环境不确定性、管理者过度自信的研究/许诺著. —北京:
经济管理出版社, 2018. 8

ISBN 978 - 7 - 5096 - 6018 - 8

I. ①财… II. ①许… III. ①财务管理—研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 214108 号

组稿编辑: 杜 菲

责任编辑: 杜 菲

责任印制: 黄章平

责任校对: 王淑卿

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11.5

字 数: 175 千字

版 次: 2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 6018 - 8

定 价: 68.00 元



· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

企业的生存与发展与其所处的外部社会和经济环境有着密切的联系，特别是在全球一体化程度不断加深的今天，世界各国之间的贸易往来、经济交流更加地频繁和深入，全球经济正在逐步形成一个互相关联和协作的整体，任何国家的企业都很难在世界经济环境的影响下“独善其身”。然而，地缘政治冲突以及区域性的贸易金融摩擦依然为世界经济的发展带来不可预期的波动，经营环境的不确定性依然是企业在长期平稳发展过程中所需要面临的一项重大挑战。

在企业预防和适应经营环境变化的过程中，财务柔性能够为企业及时地提供财务资源上的保障，逐渐成为企业在应对环境波动风险时的一项重要手段和措施。财务柔性从本质上说是一种对环境变化的适应能力，当企业面临着外部环境的潜在风险，或者发现了可能的有利投资机会时，能够帮助企业及时地调动财务资源，以较低的成本调整企业自身的资金结构，实现最优化的投融资决策，进而保证企业的价值最大化。财务柔性的本原属性表明企业应当结合外部经营环境的不断变化对自身的财务柔性储备进行及时有效的调整。同时也说明结合环境不确定性这一重要的背景前提来研究财务柔性的动态调整问题已经成为财务柔性研究领域一个重要的理论研究方向。与此同时，企业所面临的环境不确定性程度依赖于企业管理者的分析和判断。行为金融学认为，在企业经营的过程中，企业管理者很难对每一项投融资决策都保持足够理性的分析和判断，企业管理者很有可能出现过度自信的情绪。作

为企业内部的一项重要特征因素，管理者过度自信会导致企业忽视对风险的防范，降低企业对环境不确定性的重视程度，从而对财务柔性的动态调整产生重要的影响。

据此，本书将环境不确定性和管理者过度自信纳入以财务柔性动态调整为核心的理论研究框架中来，以动态权衡理论作为核心，融入委托代理理论、财务权变理论以及过度自信理论，采用内外部因素结合的方法，对环境不确定性、管理者过度自信与财务柔性动态调整三者之间的影响关系进行了较为深入的分析 and 整理。

目 录

第一章 绪论	001
一、研究背景与问题提出	001
二、研究意义	007
三、概念界定	009
四、研究思路和方法	017
五、研究贡献和创新	021
第二章 文献综述	023
一、财务柔性研究的文献综述	023
二、环境不确定性对财务柔性影响的文献综述	037
三、管理者过度自信对财务柔性影响的文献综述	042
四、财务柔性动态调整研究的文献综述	045
五、文献述评	049
第三章 理论基础	051
一、权衡理论与财务柔性动态调整	051
二、委托代理理论与财务柔性动态调整	057

三、财务权变理论与财务柔性动态调整	061
四、过度自信理论与财务柔性动态调整	067
五、本章小结	072
第四章 财务柔性动态调整的实证检验	073
一、理论分析与研究假设	073
二、研究设计	079
三、实证结果分析	082
四、稳健性检验	086
五、本章小结	094
第五章 环境不确定性与财务柔性动态调整的实证研究	096
一、理论分析与研究假设	096
二、目标财务柔性指数构建	099
三、研究设计	110
四、实证结果分析	112
五、稳健性检验	122
六、本章小结	127
第六章 环境不确定性与管理者过度自信对财务柔性动态调整的影响 ...	129
一、理论分析与研究假设	129
二、研究设计	133
三、实证结果分析	136
四、稳健性检验	145
五、本章小结	149
第七章 研究结论与政策建议	151
一、研究结论	151

二、政策建议·····	153
三、研究局限和展望·····	156
参考文献·····	159
后记·····	174

第一章 绪论

本章作为全书研究的开端，主要目的是对选题背景、研究意义、研究内容、研究方法以及可能的创新之处等内容进行综合的概括和阐述，构建出基本研究思路和框架，为本书后续研究的展开做出铺垫。

一、研究背景与问题提出

（一）选题背景

经济环境的波动一直是影响企业生产经营的一个重要因素，全球各国企业都在不同程度上受到了经济形势不断变化以及地缘政治冲突的双重冲击。从国际大环境来看，外部经营环境的高度不确定性导致很多大型企业出现了不同程度的财务危机，一些企业由于缺乏预警以及有效的防范手段和措施，难以组织起优势资源来扭转企业所面临的财务困境，不得不宣布破产倒闭。甚至一些主权国家如冰岛、希腊等国由于深陷债务危机而导致国家的整体经济遭受到了重创，陷入了前所未有的经济灾难之中。面对外部生产经营环境的剧烈波动，很多大型企业为了避免重蹈覆辙，防止企业自身再次陷入到破产倒闭的窘境，不得不根据环境的变化及时调整自身的

战略结构，重新规划企业的战略发展方向，更为谨慎地进行企业的投融资决策。与此同时，难民危机、恐怖袭击以及中东问题等一系列地缘政治冲突也为世界经济的高速发展蒙上了一层巨大的阴影。这些冲突不仅极大地破坏了经济发展成果，浪费了企业大量的人力物力资源，还会阻碍地区之间的经济交流，导致企业不得不重新进行战略规划，使企业多走了不少“弯路”。再把视角转回国内，随着我国政治经济地位的不断攀升，在经济全球化的今天，我国经济也难以“独善其身”。伴随着世界经济的不断融合，特别是我国在世界贸易组织中的地位以及扮演的角色越来越重要，使得我国企业的经济活动在不同程度上都会与世界其他经济组织的活动产生关联。更重要的是，随着我国市场化进程的不断加快以及一系列经济改革方案的出台，我国经济实行“走出去”的积极发展战略，这使得我国企业面对的不再是本国的消费市场，而是面向世界，同世界各国的企业进行贸易上的往来和经济上的交流。企业的经营范围和经营活动变得更大，竞争程度也更为激烈。与此同时，我国周边的地域摩擦也在不断加剧，这在无形中为地区的经济发展设置了贸易上的壁垒，给我国企业的投资选择和战略发展方向带来巨大的影响。由此可见，近几年国内外经济的发展形势存在着剧烈的波动，导致企业在生产经营过程中面临的最直接的问题就是环境的不确定性，企业很难在这个复杂的环境中准确地把握到经济形势的变化。

面对环境的不确定性，财务管理领域的相关理论研究也紧紧跟随着时代变迁的步伐，不断地进行着拓展和深化。柔性理论开始渗透到企业生产和管理的各个领域，并且逐渐替代传统的“刚性”思维，成为企业在进行生产经营决策时的一项重要理论指导。而将柔性理论应用于财务管理领域产生的财务柔性^①已经成为企业抵御风险和对抗环境不确定性的一项重要手段和方法，为企业的生产经营带来了较为直接和广泛的影响。

财务柔性研究作为企业资本结构领域一个新兴的研究方向，越来越受

① 英文释义为 Financial Flexibility，有学者也将其译为财务弹性。

到理论界与实务界的高度重视,研究的视角和方法也在不断创新和突破。从理论研究的角度来看,财务柔性从本质上说是一种对环境变化的适应能力,当企业面临着外部环境的潜在风险,或者发现了可能的有利投资机会时,财务柔性能够帮助企业及时地调动财务资源,以较低的成本调整企业自身的资金结构,实现最优化的投融资决策,进而保证了企业的价值最大化。财务柔性的本原属性表明,企业应当结合外部经营环境的不断变化对自身的财务柔性储备进行及时有效的调整。同时也说明,结合环境不确定性这一重要的背景前提来研究财务柔性的动态调整问题已经成为财务柔性研究领域的一个重要的理论研究方向。从指导企业经营发展的角度来看,Graham 和 Harvey (2001) 针对企业对财务柔性的重视程度这一问题进行了一次问卷调查,结果显示有 392 个美国上市公司的 CFO 认为企业在进行资本结构决策时,应当将财务柔性放在首要位置进行重点考虑。李悦 (2008) 在对我国上市公司融资渠道进行选择的调查过程中同样发现,我国上市公司的管理者在进行投融资决策时,会重点关注企业的现金流状况以及企业的剩余负债能力。这些调查的结果表明,在以企业价值最大化为目标的企业生产经营结构的调整过程中,财务柔性的价值被企业的管理者们不断认可,企业对于财务柔性的重视程度已经由被动的接受逐步转变成为主动的适应和调整,财务柔性的动态调整已经成为企业决策中的一个重点关注的问题。

管理者作为企业组织领导的权利核心,既是战略布局的规划者,也是组织决策的制定者,同时还要对企业的经营发展承担相对应的责任。因此,企业管理者的行为必然会对企业的经营成果和财务管理状况产生重大的实质性影响,而企业管理者的行为在一定程度上会受到其心理特征因素的左右。Duncan (1972) 依托信息基础理论,对管理者的行为与环境不确定性之间的关系进行了较为深入的阐述。他认为,由于人们在信息获取渠道、信息获取方式以及获取来源方面受到很多不可控因素的干扰,导致人们很难全面地获取和接受所有的内外部环境信息,不完全和不充分的信息造成了企业的环境不确定性。Duncan (1972) 同时指出,企业的管理者对

环境复杂性的主观判断和反应会在一定程度上决定企业面临的环境不确定性。企业的管理者由于无法时刻保持清醒的认识和理性的逻辑思维模式,很难对企业外部复杂的生产经营环境进行全面深入的分析和判断,而企业管理者制订的战略决策方案最终来源于其对外部环境所蕴含的机遇和挑战的主观认识。不全面的信息引导了企业管理者的决策,导致决策的结果与实际情况产生偏离。由此可见,相对于环境本身,企业管理者对环境变化的主观判断显得更为重要。过度自信的管理者由于在对环境不确定性的判断和理解上显著区别于理性的管理者,因此管理者过度自信在一定程度上会直接影响到环境不确定性对企业财务柔性动态调整的方式和速度。

综上所述,在经济全球化的今天,环境不确定性是这一时期的重要特征,企业的财务柔性应当根据环境的不断变化进行及时有效的调整。而在财务柔性动态调整的过程中,由于企业管理者对外部环境不确定性的判断和分析能力又会受到其心理特征因素的显著影响,因此,本书选择环境不确定性和管理者过度自信作为影响企业决策的内外部主要因素,研究和探讨财务柔性的动态调整。

(二) 问题提出

西方学者对于财务柔性的研究起步较早,并且取得了一系列较为丰硕的研究成果。无论是对财务柔性的定义、财务柔性的影响因素,还是对财务柔性的度量、财务柔性的经济后果都进行了深入的挖掘和探索,并且形成了较为成熟的观点和理论支撑。虽然理论成果较为丰富,但是这些观点在理论界并没有达成统一的共识,财务柔性的研究并没有形成较为系统和完整的理论研究框架。而我国的财务柔性研究尚处于起步阶段,相关问题的理论研究还相对滞后,但是我国学者针对财务柔性这一概念也展开了较为深入的、富有层次的研究,并且获得了较为丰富的理论研究成果。

在将财务柔性这一概念引入到我国时,我国的研究者主要将研究的重点放在了对财务柔性的定义以及财务柔性的影响因素等问题的诠释和解答上。这些研究结论虽然能够在理论上对财务柔性有一个较为全面和深入的

概括和总结,但是在指导我国企业实践和应用财务柔性方面则显得较为薄弱,缺乏一定的实践性。伴随着经济形势的不断变化以及研究内容的不断拓展,我国学者将财务柔性研究的侧重点放在了其对企业经济后果的影响上。众多学者在研究财务柔性与企业价值的过程中发现,相比于财务柔性水平较低的企业,前期储备了大量财务柔性的企业在筹资能力方面具备显著的优势。具体而言,企业在生产和经营的过程中很有可能受到融资约束的制约以及贸易摩擦的冲击,在这种情况下财务柔性可以帮助企业及时地调度资金,以较低的交易成本获得资金上的补充,有效地化解企业可能面临的财务风险,避免企业价值的下降。同时,在针对财务柔性与企业投资的研究中,我国学者也发现财务柔性水平较高的企业,在资金流动性方面能够得到有效的保障。当出现有价值的投资机会时,企业可以迅速做出反应,集中优势资源抓住这些机会,进而提高了企业的价值。这些研究结论虽然极大地丰富了财务柔性的理论研究成果,肯定了财务柔性的作用,但是这些结论大多是从静态的角度来研究财务柔性问题,而以动态的视角来研究财务柔性的文献则相对较少。

虽然在面对危机时,财务柔性的预防和利用属性能够帮助企业渡过难关,提升企业的价值。但是危机并不是企业经营的常态环境,一旦企业过渡到相对正常的生产经营周期时,过高的财务柔性储备是否还能够继续为企业带来价值上的增值? Clark (2010) 研究认为,企业在财务柔性的储备过程中,不仅会提升企业的价值,同时也会产生一定的储备成本,削弱财务柔性的价值增量。据此,他提出了边际财务柔性价值的概念,即每增加一单位的财务柔性所带来的权益价值的增加。也就是说,当企业财务柔性价值处于某一水平时,增加边际财务柔性所带来的权益会越来越小,边际财务柔性价值会越来越小,而边际财务柔性成本则会越来越大,企业会逐步调整直至两者相等(黄永华, 2014)。企业财务柔性的储备主要来源于超额现金持有和剩余举债能力,但这两种方式都会给企业造成大量的代理成本,危害到企业的价值。因此财务柔性的储备是不是越多越好? 企业的财务柔性储备是否存在着一个目标? 如果企业存在目标财务柔性,企业的

财务柔性储备是否会向着目标方向进行调整？本书试图针对这些问题进行更为深入的研究和探讨。

财务柔性作为企业应对环境不确定性的一种适应能力，要求企业的财务柔性储备要根据生产经营环境的变化进行及时的调整。因此，财务柔性的作用一方面体现在储备上，而另一方面则体现在它的调整上。只有在调整的过程中，财务柔性的作用才能得到最大程度上的发挥。如果财务柔性存在调整，那么企业的内外部因素又会对这种调整产生怎样的影响？从外部环境的角度来看，财务柔性的储备从本质上说是企业为了应对经营环境中的不确定性，如果环境的变化是可以被准确预测的，那么企业储备的财务柔性将不具备任何价值可言（Bounie, 2011）。为了更好地适应环境的变化，最大限度地发挥财务柔性的预防和利用属性，企业会针对环境的变化如何调整自身的财务柔性储备？如果环境不确定性的程度加大，企业是否会加快财务柔性的调整速度？从企业内部经营的角度来看，财务柔性的储备并没有一个严格的规定和标准，储备的水平在一定程度上依赖于企业管理者对环境变化的判断程度。行为金融学认为，企业的管理者不能够时刻从理性的角度出发来安排企业的生产经营决策，企业的管理者容易产生过度自信的心理特征偏差，进而影响到其对周围环境的判断能力。如果管理者过度自信，忽视了企业经营环境的变化，或者是对这种变化带来的后果估计不足，又会给财务柔性的调整带来什么样的影响？这些问题同样值得我们进行更为深入的研究。

财务柔性的研究虽然在国内外都取得了较为丰硕的研究成果，但是这些研究大多是从静态的视角来关注财务柔性，很少有学者用动态的视角来研究财务柔性。因此，企业是否存在目标财务柔性？财务柔性又是否存在动态上的调整？如果财务柔性存在动态调整，那么环境不确定性和管理者过度自信这些内外部因素又会对这一调整产生怎样的影响？针对以上问题，本书以财务柔性的动态调整为核心，将环境不确定性与管理者过度自信纳入到同一个研究框架中来，对三者之间的关系进行了较为深入的分析 and 探索。

二、研究意义

虽然国内外学者对于财务柔性进行了多方面、多角度的深入研究和探索,但是这些研究大多是从静态的角度来看待财务柔性问题。财务柔性是企业对环境变化做出及时反应的一种适应能力,同时也是企业进行资本结构调整的一种方式 and 手段。财务柔性的作用不仅体现在储备上,同时还体现在对财务柔性的主动调整上。只有在调整的过程中,财务柔性的作用才能够被最大限度地激发出来。本书研究的一个重点就是希望构建一个财务柔性的动态研究框架,对财务柔性的动态调整行为进行进一步的探索。

(一) 理论意义

环境不确定性是企业储备财务柔性的一项重要因素,如果环境的变化可以被准确预期,那么财务柔性的价值也就不再具有任何意义。与此同时,企业所面临的环境不确定性的程度依赖于企业管理者的分析和判断。行为金融学认为在企业经营过程中,企业的管理者很难对每一项投融资决策都保持足够理性的分析和判断,企业的管理者很有可能出现过度自信的情绪。作为企业内部的一项重要特征因素,管理者过度自信会导致企业忽视对风险的防范,降低企业对环境不确定性的重视程度,从而对财务柔性的动态调整产生重要的影响。据此,本书试图将环境不确定性和管理者过度自信纳入到以财务柔性动态调整为核心的理论研究框架中来,采用内外部因素结合的方法,综合考量三者之间的关系和影响。

从理论层面来看,本书的研究意义主要有三点:一是丰富了财务柔性的研究视角。国内外学者对财务柔性相关问题展开了多方面的研究,但是现有文献大多是以静态的视角来研究财务柔性问题。本书从动态的视角出

发,对财务柔性的动态调整问题进行了较为深入的理论分析和探索,丰富了财务柔性的研究视角。二是完善和补充了财务柔性动态调整的研究框架。基于动态调整的逻辑研究框架,财务柔性动态调整的前提和基础是企业存在目标财务柔性。但现有的研究文献并没有针对这一问题形成明确和统一的研究结论。本书从财务柔性的缓冲效应和代理冲突两方面对企业目标财务柔性的存在性问题进行了较为深入的理论分析和探索,完善和补充了财务柔性动态调整的研究框架。三是将行为金融学的相关理论引入到财务柔性的动态调整研究框架中。本书在财务柔性的动态调整研究过程中,引入行为金融学的相关理论,将管理者过度自信纳入到财务柔性的动态研究框架中来,深入分析和探索了管理者心理特征因素对财务柔性动态调整产生的影响,为财务柔性的动态调整研究提供一个全新的研究方向。

（二）实践价值

在企业预防和适应经营环境变化的过程中,财务柔性能够为企业及时地提供财务资源上的保障。伴随着财务柔性研究的不断深入和发展,企业对财务柔性的重视程度也在不断提高。财务柔性不但可以帮助企业对未来的不利冲击进行事前预防,同时还可以兼顾到企业的投资决策,使企业有能力主动寻找那些稍纵即逝的有利投资机会。财务柔性的预防和利用属性能够有效地帮助企业实现资本结构上的及时调整以及财务资源上的合理分配和补充,最大限度地提升企业的价值,保证企业的长远可持续发展。虽然财务柔性可以为企业在生产经营的过程中提供诸多优势保障,但是,财务柔性并不能够一劳永逸地帮助企业规避财务决策上的所有风险。高额的现金持有以及剩余举债能力是企业储备财务柔性的两个重要来源,但是这两种方式都会给企业带来严重的代理问题。企业的管理者很有可能会从获取个人利益的角度出发,在企业战略制定和投资决策的选择上出现背离公司价值最大化目标的自利行为,而高额的财务柔性储备又恰恰会为这种自利行为提供更为广阔的选择空间,因此在企业储备财务柔性的过程中同样不能够忽视其产生的代理问题。

从实践层面来看,本书的实践价值主要有两点:一是在增强我国企业储备财务柔性意识的同时,引入适度储备财务柔性的理念。财务柔性是企业财务管理领域的一项重要战略决策。在不确定性加剧、竞争激烈的市场经济大环境下,企业的管理者需要清楚地认识到财务柔性的价值以及它能给企业带来的战略性作用。与此同时,在现实经济活动中,企业储备的财务柔性在积极发挥作用的同时,也不可避免地会产生一定的成本和问题。鉴于我国企业对于财务柔性储备的意识正在不断地加强和提高,本书试图通过研究财务柔性的动态调整问题,在能够使企业重视财务柔性储备作用的同时,也能够避免企业盲目地追求财务柔性的储备水平,帮助企业建立适度储备财务柔性的理念。二是为我国企业财务柔性的利用提供可操作的分析框架。本书在肯定了财务柔性动态调整给企业带来的价值效应之后,进一步深入挖掘了企业内外部因素对财务柔性动态调整的影响。将环境不确定性与管理者过度自信纳入到财务柔性的动态调整框架中来,希望能够帮助企业正确地引导财务柔性的应用,提高企业在应对经营环境变化方面的财务能力,同时也为企业财务柔性的利用提供可操作的分析框架和经验上的支持。

三、概念界定

(一) 财务柔性

国内外学者针对财务柔性的概念进行了深入的研究,并且取得较为丰富的成果。由于学者们对财务柔性的理解以及研究的侧重点略有不同,所以对于如何定义财务柔性也产生了一系列不同的观点,这使得财务柔性的定义在理论上并没有形成统一的、具有说服力的标准。财务柔性的定义仍