

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

 全国博士后管理委员会资助项目

# 财务灵活性对上市公司 财务政策的影响机制研究

The Influential Mechanism of Financial Flexibility on  
Financial Policies of Listed Firms

张玮婷 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

# 财务灵活性对上市公司 财务政策的影响机制研究

The Influential Mechanism of Financial Flexibility on  
Financial Policies of Listed Firms

张玮婷 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

财务灵活性对上市公司财务政策的影响机制研究/张玮婷著. —北京: 经济管理出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4605 - 2

I. ①财… II. ①张… III. ①上市公司—财务管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 216496 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 侯春霞

责任印制: 司东翔

责任校对: 雨 千

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](http://www. E - mp. com. cn)

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 12

字 数: 193 千字

版 次: 2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4605 - 2

定 价: 78.00 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

# 第五批《中国社会科学博士后文库》 编委会及编辑部成员名单

## (一) 编委会

主任：王京清

副主任：马 援 张冠梓 俞家栋 夏文峰

秘书长：张国春 邱春雷 刘连军

成 员（按姓氏笔画排序）：

卜宪群	方 勇	王 巍	王利明	王国刚
王建朗	邓纯东	史 丹	刘 伟	刘丹青
孙壮志	朱光磊	吴白乙	吴振武	张 翼
张车伟	张世贤	张宇燕	张伯里	张星星
张顺洪	李 平	李 林	李永全	李向阳
李国强	杨 光	杨 忠	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	房 宁	罗卫东
郑秉文	赵天晓	赵剑英	高 洪	高培勇
曹卫东	曹宏举	黄 平	朝戈金	谢地坤
谢红星	谢寿光	谢维和	裴长洪	潘家华
冀祥德	魏后凯			

## (二) 编辑部（按姓氏笔画排序）：

主任：张国春（兼）

副主任：刘丹华 曲建君 李晓琳 陈 颖 薛万里

成 员：王 芳 王 琪 刘 杰 孙大伟 宋 娜

苑淑娅 姚冬梅 郝 丽 梅 枚 章 瑾

本书获国家自然科学基金项目“财务灵活性与公司财务政策选择”（项目编号：71472160）、国家自然科学基金项目“地域因素对上市公司财务决策的影响机制研究”（项目编号：71602120）资助。

# 序 言

博士后制度在我国落地生根已逾 30 年，已经成为国家人才体系建设中的重要一环。30 多年来，博士后制度对推动我国人事人才体制机制改革、促进科技创新和经济社会发展发挥了重要的作用，也培养了一批国家急需的高层次创新型人才。

自 1986 年 1 月开始招收第一名博士后研究人员起，截至目前，国家已累计招收 14 万余名博士后研究人员，已经出站的博士后大多成为各领域的科研骨干和学术带头人。其中，已有 50 余位博士后当选两院院士；众多博士后入选各类人才计划，其中，国家百千万人才工程年入选率达 34.36%，国家杰出青年科学基金入选率平均达 21.04%，教育部“长江学者”入选率平均达 10% 左右。

2015 年底，国务院办公厅出台《关于改革完善博士后制度的意见》，要求各地各部门各设站单位按照党中央、国务院决策部署，牢固树立并切实贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，深入实施创新驱动发展战略和人才优先发展战略，完善体制机制，健全服务体系，推动博士后事业科学发展。这为我国博士后事业的进一步发展指明了方向，也为哲学社会科学领域博士后工作提出了新的研究方向。

习近平总书记在 2016 年 5 月 17 日全国哲学社会科学工作座谈会上发表重要讲话指出：一个国家的发展水平，既取决于自然科学发展水平，也取决于哲学社会发展水平。一个没有发达

的自然科学的国家不可能走在世界前列，一个没有繁荣的哲学社会科学的国家也不可能走在世界前列。坚持和发展中国特色社会主义，需要不断在实践和理论上进行探索、用发展着的理论指导发展着的实践。在这个过程中，哲学社会科学具有不可替代的重要地位，哲学社会科学工作者具有不可替代的重要作用。这是党和国家领导人对包括哲学社会科学博士后在内的所有哲学社会科学领域的研究者、工作者提出的殷切希望！

中国社会科学院是中央直属的国家哲学社会科学研究机构，在哲学社会科学博士后工作领域处于领军地位。为充分调动哲学社会科学博士后研究人员科研创新的积极性，展示哲学社会科学领域博士后的优秀成果，提高我国哲学社会科学发展的整体水平，中国社会科学院和全国博士后管理委员会于2012年联合推出了《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》），每年在全国范围内择优出版博士后成果。经过多年的发展，《文库》已经成为集中、系统、全面反映我国哲学社会科学博士后优秀成果的高端学术平台，学术影响力和社会影响力逐年提高。

下一步，做好哲学社会科学博士后工作，做好《文库》工作，要认真学习领会习近平总书记系列重要讲话精神，自觉肩负起新的时代使命，锐意创新、发奋进取。为此，需做到：

第一，始终坚持马克思主义的指导地位。哲学社会科学研究离不开正确的世界观、方法论的指导。习近平总书记深刻指出：坚持以马克思主义为指导，是当代中国哲学社会科学区别于其他哲学社会科学的根本标志，必须旗帜鲜明加以坚持。马克思主义揭示了事物的本质、内在联系及发展规律，是“伟大的认识工具”，是人们观察世界、分析问题的有力思想武器。马克思主义尽管诞生在一个半多世纪之前，但在当今时代，马克思主义与新的时代实践结合起来，愈来愈显示出更加强大的生命力。哲学社会科学博士后研究人员应该更加自觉地坚持马克思主义在科研工作

中的指导地位，继续推进马克思主义中国化、时代化、大众化，继续发展 21 世纪马克思主义、当代中国马克思主义。要继续把《文库》建设成为马克思主义中国化最新理论成果宣传、展示、交流的平台，为中国特色社会主义建设提供强有力的理论支撑。

第二，逐步树立智库意识和品牌意识。哲学社会科学肩负着回答时代命题、规划未来道路的使命。当前中央对哲学社会科学愈发重视，尤其是提出要发挥哲学社会科学在治国理政、提高改革决策水平、推进国家治理体系和治理能力现代化中的作用。从 2015 年开始，中央已启动了国家高端智库的建设，这对哲学社会科学博士后工作提出了更高的针对性要求，也为哲学社会科学博士后研究提供了更为广阔的应用空间。《文库》依托中国社会科学院，面向全国哲学社会科学领域博士后科研流动站、工作站的博士后征集优秀成果，入选出版的著作也代表了哲学社会科学博士后最高的学术研究水平。因此，要善于把中国社会科学院服务党和国家决策的大智库功能与《文库》的小智库功能结合起来，进而以智库意识推动品牌意识建设，最终树立《文库》的智库意识和品牌意识。

第三，积极推动中国特色哲学社会科学学术体系和话语体系建设。改革开放 30 多年来，我国在经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设各个领域都取得了举世瞩目的成就，比历史上任何时期都更接近中华民族伟大复兴的目标。但正如习近平总书记所指出的那样：在解读中国实践、构建中国理论上，我们应该最有发言权，但实际上我国哲学社会科学在国际上的声音还比较小，还处于有理说不出、说了传不开的境地。这里问题的实质，就是中国特色、中国特质的哲学社会科学学术体系和话语体系的缺失和建设问题。具有中国特色、中国特质的学术体系和话语体系必然是由具有中国特色、中国特质的概念、范畴和学科等组成。这一切不是凭空想象得来的，而是在中



国化的马克思主义指导下，在参考我们民族特质、历史智慧的基础上再创造出来的。在这一过程中，积极吸纳儒、释、道、墨、名、法、农、杂、兵等各家学说的精髓，无疑是保持中国特色、中国特质的重要保证。换言之，不能站在历史、文化虚无主义立场搞研究。要通过《文库》积极引导哲学社会科学博士后研究人员：一方面，要积极吸收古今中外各种学术资源，坚持古为今用、洋为中用。另一方面，要以中国自己的实践为研究定位，围绕中国自己的问题，坚持问题导向，努力探索具备中国特色、中国特质的概念、范畴与理论体系，在体现继承性和民族性，体现原创性和时代性，体现系统性和专业性方面，不断加强和深化中国特色学术体系和话语体系建设。

新形势下，我国哲学社会科学地位更加重要、任务更加繁重。衷心希望广大哲学社会科学博士后工作者和博士后们，以《文库》系列著作的出版为契机，以习近平总书记在全国哲学社会科学座谈会上的讲话为根本遵循，将自身的研究工作与时代的需求结合起来，将自身的研究工作与国家和人民的召唤结合起来，以深厚的学识修养赢得尊重，以高尚的人格魅力引领风气，在为祖国、为人民立德立功立言中，在实现中华民族伟大复兴中国梦征程中，成就自我、实现价值。

是为序。

王康

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2016年12月1日

## 摘 要

以 Graham 和 Harvey (2001) 为代表的西方学者进行的问卷调查结果表明,在公司财务实践中,财务灵活性原则是高管们制定财务决策时的经验法则。财务灵活性在财务实践中的重要性已经获得了西方国家财务高管们的一致认同。然而,财务灵活性在公司财务决策中的作用机制仍不明晰。相较西方成熟的资本市场而言,我国资本市场尚不完善,资本市场的不完备以及制度环境的约束使得财务灵活性在我国公司财务决策中的作用更为凸显。然而,我国学者对财务灵活性如何影响公司财务决策的研究却相当匮乏。因此,如何厘清实践中财务灵活性对公司财务政策的影响机制,并对其进行系统性研究,以及如何将这一影响机制纳入财务理论的研究框架,成为公司财务研究中亟待解决的问题。

传统的学科导向型的理论研究范式将财务学的几个研究领域,如资本结构、现金持有量和股利政策等割裂开来分别研究,我们对于财务实践中公司如何在财务政策之间进行权衡和取舍还了解不多。财务灵活性作为公司统筹制定财务政策时考虑的首要原则,以此为研究切入点有助于我们将公司三方面的财务政策作为一个相互关联、相互制衡的整体,以研究公司高管在财务政策之间如何权衡与取舍,为研究公司财务政策提供一种更贴近实际、问题导向型的研究范式。

本书以财务灵活性作为研究视角,从财务灵活性的定义入手,系统地研究了财务灵活性对我国上市公司财务决策的影响机制。首先,本书分别探讨了财务灵活性对我国上市公司资本结构政策、现金持有政策以及股利政策等各个单项财务政策的影响机理。从

理论上说，财务灵活性是公司为了把握未来投资机会以及应对未预期的环境变化，通过有效调配其财务资源，以实现公司价值最大化的能力。根据财务灵活性原则，财务灵活性价值高的公司将倾向于保留自身财务灵活性，以应对外部环境变化。本书的研究结果表明，剩余举债能力和现金是财务灵活性的两大来源。财务灵活性边际价值高的公司，倾向于保持较低的杠杆水平，以保留剩余举债能力，同时倾向于持有较多的现金，以及选择较低的现金股利发放水平，采用股票股利来替代现金股利。实证结果支持财务灵活性假设。

不仅如此，财务灵活性之所以有价值，是由于它能使公司更好地应对外界融资环境带来的消极影响。因此，本书进一步通过选取公司所面临的三种外部融资环境变量，包括资本市场政策、信贷环境变化以及地域环境因素等，重点考察在面临不同的融资环境时，公司如何根据财务灵活性原则进行财务政策的权衡和取舍，力图打开公司财务决策这一“黑箱”，厘清财务灵活性影响公司财务决策以适应外部环境变化的内在机制。其中，我国特有的半强制分红政策要求公司在进行权益再融资时需要达到一定的分红标准，这意味着公司需要在未来权益融资可得资金和股利决策之间进行权衡。研究表明，财务灵活性边际价值高的公司更倾向于采取股利迎合策略，即通过多发放股利来获得股权再融资的资格。这一实证证据表明在进行融资决策和股利决策的过程中，公司将融资决策的重要性置于股利决策之上。全球金融危机为背景的研究结果表明，融资约束公司动用剩余举债能力来提高现金持有量是在财务灵活性原则下进行权衡决策的结果，这说明公司将现金持有决策置于融资决策之上。最后，以更为普适的地域因素作为外部融资约束变量考察后发现，公司的股利政策符合“结果模型”，地处偏远的公司会减少现金股利的发放以保持财务灵活性，说明股利政策是公司财务决策的最后一环。这些结果均表明公司根据财务灵活性原则在财务政策之间进行权衡来应对外部融资环境的变动，克服外部融资约束，最终使公司达到最优财务灵活性水平。

总体而言，财务灵活性是我国上市公司财务决策中重要的影

响因素，运用财务灵活性原则可以更好地理解公司财务决策的内在机理。

**关键词：**财务灵活性；资本结构政策；现金持有量政策；股利政策；融资约束

# Abstract

Survey evidence provided by Graham and Harvey (2001) and other scholars have demonstrated that the principle of financial flexibility is considered as “Rule of Thumb” in financial decisions by financial executives. The importance of financial flexibility in financial practices has been agreed by financial executives in Developed countries. However, researchers still have not reached the agreement on the influential mechanism of financial flexibility on financial policies. Compared to developed countries, Chinese capital market is still improving. Financial flexibility is thus more valuable and more important for Chinese listed firms. However, it is still lack of systematic research on financial flexibility. In conclusion, identify the influential mechanism of financial flexibility on financial policies, conduct systematic research on it, and incorporate financial flexibility into corporate finance theories, is necessary and urgent in financial studies.

Traditional principle – oriented theoretical research method always takes several research topics as separate parts, like capital structure, cash holdings and dividend policy, which makes us know little about how firms trade off with different financial policies. Financial flexibility principle is the prior rule in financial decisions, which makes it easier to research on financial policies as a whole from the perspective of financial flexibility. It also provides a more realistic and problem – oriented research view.

This book systematically researches on the influential mechanism of financial flexibility on financial policies from the perspective of financial

flexibility. At first, empirical studies are conducted to discuss separated influence of financial flexibility on capital structure, cash holdings and dividend policy respectively. From the definition, we can consider that financial flexibility is the ability of firms optimizing its resources allocation to mitigate negative influence from the changes of external environment, and to maximize value of firm. According to Financial Flexibility Hypothesis, firms with higher marginal value of financial flexibility are more intended to reserve financial flexibility, which can be got from debt capacity and cash holdings. Empirical results in this book have shown that firms with high marginal value of financial flexibility tend to keep low level of capital structure, reserve debt capacity, while keeping high level of cash holding and low dividends. Those empirical evidences all support Financial Flexibility Hypothesis well.

The value of financial flexibility is due to its influence to minimize negative effect of external financing environment. Hence, this book not only systematically researches on the influential mechanism of financial flexibility on financial policies, but also focuses on how financial decisions are affected by financial flexibility when facing different external financing environment, including capital market policy, loan market changes and location factor, trying to find out the interior mechanism of financial policies.

The research under the background of Semi - mandatory Dividend Paying Policy shows that firms with higher marginal value of financial flexibility are more intended to take catering strategy in their dividend policy. This empirical evidence shows that executives consider financing decisions as more important than dividend decisions. When looking at the choice between debt capacity and cash holdings under the background of global financial crisis, it is found that financial - constrained firms are more intended to use debt capacity to increase cash holdings. This evidence is considered to support the view that cash holdings policy is prior to capital structure decisions. At last, this book also uses location to proxy for external financial constraint, while researching on how

different locations influence firms financial policies. Results support that firms dividend behavior can be explained by “Outcome Model” rather than “Substitute Model” . Firms in remote places tend to decrease dividend payout to keep financial flexibility, implying that dividend policy is the result of other financial policies. These research results all imply that financing environment influences financial policy through financial flexibility. Firms use the principle of financial flexibility to trade off among financial policies when responding to external financing environment, to overcome financial constraint, and finally reach optimal financial flexibility.

In all, financial flexibility is an important factor in financial decisions of Chinese listed firms. We can understand the essential mechanism of financial decisions better by using the principle of financial flexibility.

**Key Words:** Financial Flexibility; Capital Structure Policy; Cash Holding Policy; Dividend Policy; Financial Constraint

# 目 录

第一章 引 言 .....	1
第一节 研究背景和动机 .....	1
一、财务灵活性内涵与价值的理论研究 .....	2
二、财务灵活性对公司财务政策的影响研究 .....	3
第二节 研究内容和篇章结构 .....	6
一、财务灵活性对公司财务政策的影响机制研究 .....	6
二、外部融资环境下财务灵活性对公司财务政策的影响 机制研究 .....	8
第三节 理论贡献和研究意义 .....	11
一、研究意义 .....	12
二、理论贡献 .....	13
第二章 理论分析与文献综述 .....	15
第一节 财务灵活性的定义与度量 .....	15
一、财务灵活性的定义 .....	15
二、财务灵活性的度量 .....	17
第二节 财务灵活性对公司资本结构政策的影响研究 .....	21
一、传统的资本结构理论受到的挑战与财务灵活性的 提出 .....	21
二、财务灵活性对公司资本结构的影响研究 .....	27
第三节 财务灵活性对公司现金持有政策的影响研究 .....	30
第四节 财务灵活性对公司股利政策的影响研究 .....	33
第五节 文献总结和评述 .....	36



<b>第三章 财务灵活性对公司财务政策的影响机理</b> .....	39
<b>第一节 研究背景</b> .....	39
<b>第二节 理论分析与研究假设</b> .....	43
<b>第三节 实证研究设计</b> .....	46
一、数据来源和样本选取 .....	46
二、变量定义与计算 .....	46
三、实证模型 .....	51
四、描述性统计结果 .....	54
<b>第四节 实证结果与分析</b> .....	55
一、财务灵活性与公司资本结构决策 .....	55
二、财务灵活性与现金持有决策 .....	61
三、财务灵活性与公司股利政策 .....	62
<b>第五节 研究结论</b> .....	65
<b>第四章 财务灵活性对公司财务政策的影响：基于半强制     分红政策的实证检验</b> .....	69
<b>第一节 研究背景</b> .....	69
<b>第二节 理论分析与研究假设</b> .....	75
一、股利迎合策略的决策机制 .....	75
二、半强制分红政策效果评价 .....	76
<b>第三节 实证研究设计</b> .....	79
一、数据来源和样本选取 .....	79
二、变量定义与计算 .....	79
三、实证模型 .....	87
四、描述性统计结果 .....	88
<b>第四节 实证结果与分析</b> .....	89
一、股利迎合策略与财务灵活性 .....	89
二、股权再融资行为与财务灵活性 .....	92
三、股权再融资行为、股利迎合策略与公司业绩水平 .....	94
<b>第五节 研究结论</b> .....	97