

中国博士后基金项目

宏观经济、融资约束与 流动性管理

HONGGUANJINGJI
RONGZIYUESHUYU
LIUDONGXINGGUANLI

张文君◎著



江西人民出版社
Jiangxi People's Publishing House
全国百佳出版社

中国博士后基金项目

HONGGUANJINGJI
RONGZIYUESHUYU
LIUDONGXINGGUANLI



宏观经济、融资约束与 流动性管理

张文君◎著



江西人民出版社
Jiangxi People's Publishing House
全国百佳出版社

图书在版编目(CIP)数据

宏观经济、融资约束与流动性管理 / 张文君著. —南昌: 江西人民出版社, 2018. 10

ISBN 978 - 7 - 210 - 10824 - 5

I. ①宏… II. ①张… III. ①宏观经济 - 经济政策 - 影响 - 公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F120 ②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 219343 号

宏观经济、融资约束与流动性管理

张文君 著

责任编辑:涂如兰

书籍设计:同异文化传媒

出版:江西人民出版社

发行:各地新华书店

地址:江西省南昌市三经路 47 号附 1 号

编辑部电话:0791 - 86898965

发行部电话:0791 - 86898815

邮编:330006

网址:www.jxpph.com

E-mail:jxpph@tom.com

2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

开本:787mm × 1092mm 1/16

印张:14

字数:230 千字

ISBN 978 - 7 - 210 - 10824 - 5

定价:36.00 元

承印厂:北京虎彩文化传播有限公司

赣版权登字—01—2018—781

版权所有 侵权必究

赣人版图书凡属印刷、装订错误,请随时向承印厂调换

自序

这是我作为经济学从业人员出版的第一本书。

人对待自己的“第一次”似乎都会很谨慎,总想尽可能做到十全十美,好让未来的征程能有一个闪亮的开始,亦或是一个美好的起点。因此,虽然书稿的大体轮廓在心中早已成形,但因为追求完美,这些年我仍然反复考究修改,最后才有了当下所呈现给诸位。

我的求学经历没有做到“从一而终”。大学学的财务学、硕士学的经济学、博士学的金融学、博士后研究的是管理学……多学科的背景,让我习惯以比较“混合”的视角去看待问题。本书的主题——“宏观经济对企业流动性管理的影响”就是在这一视角下展开的。

多年以前,在研读戴维·罗默(David Romer)的著作《高级宏观经济学》时,有一段话让我印象深刻,大致是说当代经济学的研究热点就是在寻找“宏观经济学微观基础”。这一视角下的研究成果不胜枚举,甚至于已经霸占了诺贝尔经济学奖的半壁江山。例如罗伯特·卢卡斯(Robert E. Lucas, Jr.)的理性预期理论、戴蒙德(Peter A. Diamond)的搜寻-匹配模型、基德兰德(F. E. Kydland)的真实经济周期理论等等。

宏观经济学在寻找微观基础的同时,公司金融学也在积极寻找宏观经济的传导机制。不禁让人感叹这真是一个“大一统”的世界。每个学科领域的学者大概都有一颗野心,希望把自己的触角伸到隔壁家去,从而形成一个新的体系,打造一个“新的江湖”。基于宏观经济视角的企业微观经济行为研究就在这一背景下逐渐形成,并成为了近年在公司金融领域的一个研究热点。研究“宏观经济因素对微观经济主体经济行为的影响”具有十分重要的现实意义。例如,进入经济发展新常态后,国家反复强调“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政

策要托底”。为什么在“微观政策要活”的前面要加上“宏观政策要稳”？又如，现实中为什么我们经常能看到一些盈利能力不错的大企业，突然间就因为经济周期的波动或国家宏观政策的调整而轰然倒塌？理顺从宏观经济到企业流动性管理的传导机制，有利于我们回答上述问题。这也是本书写作的动机所在。

这个选题在我心里已经酝酿了近十年之久，2008年爆发的国际金融危机给了我最初的灵感。研读案例时，当我发现面对国际金融危机，大量看似风光的企业在一夜之间销声匿迹，我便萌生出研究“宏观经济对企业流动性管理影响”的念头。时光荏苒，一转眼就过去了十年。在这十年中，我围绕此选题做了大量研究，相关的研究成果发表在《金融评论》、《财经科学》、《中央财经大学学报》、《现代财经》等数十种 CSSCI 核心刊物上，这期间我经历了博士学习和博士后研究。今年年初，基于此得到的启发，我向全国哲学社会科学规划办申报了国家社会科学基金项目。刚刚得到的消息，该项目成功立项。这让我激动不已。

人生有几个十年呢？谨以此书纪念我芳华不再的十年，也为我下一个十年研究的开启点燃希望。

张文君
2018 年酷暑

目 录

1. 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 基本框架与研究思路	4
1.2.1 基本框架	4
1.2.2 研究思路	6
1.3 研究方法	8
1.4 本书的创新之处与不足	9
2. 文献综述	12
2.1 公司流动性管理的主要理论	12
2.1.1 权衡理论	13
2.1.2 优序融资理论	16
2.1.3 融资约束理论	18
2.1.4 委托代理理论	21
2.1.5 理论的比较	24
2.2 公司流动性管理的实证研究	26
2.2.1 基于微观经济因素的实证研究	27
2.2.2 基于中观经济因素的实证研究	28
2.2.3 基于宏观经济因素的实证研究	30
2.2.4 基于动态视角的实证研究	32
2.3 本章小结	36

3. 宏观经济对现金持有量影响的理论分析	38
3.1 宏观经济政策影响微观企业行为的过程与机制	38
3.2 经济周期与宏观经济政策	40
3.2.1 经济周期	40
3.2.2 财政政策	43
3.2.3 货币政策	45
3.3 宏观经济对企业流动性管理影响的理论分析	49
3.3.1 经济周期对现金持有量影响的理论分析	49
3.3.2 财政政策对企业流动性管理影响的理论分析	51
3.3.3 货币政策对流动性管理影响的理论分析	52
3.4 我国宏观经济政策发展历史分析	53
3.4.1 我国财政政策实践概况	54
3.4.2 我国货币政策实践概况	57
3.5 本章小结	59
4. 融资约束与流动性管理	61
4.1 引言	61
4.2 评价融资约束的模型选择	62
4.2.1 投资-现金流敏感性模型	62
4.2.2 现金-现金流敏感性模型	65
4.3 评价融资约束程度的指标选择	66
4.3.1 融资约束的单变量评价指标	67
4.3.2 融资约束的多变量评价指标	68
4.3.3 本书拟选择的评价指标	68
4.4 评价融资约束程度的研究设计	70
4.5 融资约束程度的实证分析	74
4.5.1 研究样本与代理变量	74
4.5.2 门槛值测算	75
4.5.3 回归结果	78
4.5.4 稳健性检验	80
4.5.5 融资约束的稳健性检验指标:SA 指数	81

4.6 本章小结	82
5. 宏观经济与融资约束	83
5.1 引言	83
5.2 宏观经济影响融资约束的作用机理	84
5.2.1 经济增长影响融资约束	85
5.2.2 货币政策影响融资约束	86
5.2.3 财政政策影响融资约束	87
5.3 研究设计	90
5.3.1 样本选取与数据来源	90
5.3.2 变量定义与计算	90
5.3.3 模型设定	93
5.4 实证分析	94
5.4.1 经济增长与融资约束	94
5.4.2 货币政策与融资约束	96
5.4.3 财政政策与融资约束	98
5.4.4 结果分析	100
5.4.5 稳健性检验	102
5.5 本章小结	102
6. 宏观经济与流动性管理的现金持有	103
6.1 引言	103
6.2 宏观经济影响现金持有的作用机理	104
6.2.1 现金持有的理论依据	104
6.2.2 假设的提出	105
6.3 动态最优化数理模型证明	110
6.4 实证分析	113
6.4.1 样本选取与数据来源	113
6.4.2 变量定义与模型设定	114
6.4.3 描述性统计	118
6.4.4 经济增长与现金持有	121

6.4.5 货币政策与现金持有	122
6.4.6 财政政策与现金持有	125
6.4.7 结果分析	126
6.4.8 稳健性检验	128
6.5 本章小结	129
7. 宏观经济与流动性管理的动态调整	130
7.1 引言	130
7.2 宏观经济影响现金持有动态调整的机理	131
7.2.1 现金持有动态调整的理论基础	131
7.2.2 假设的提出	133
7.3 现金持有动态调整的模型设定	136
7.4 实证分析	139
7.4.1 样本选取与数据来源	139
7.4.2 变量定义与模型设定	140
7.4.3 描述性统计与均值回归	143
7.4.4 经济增长与现金持有调整	144
7.4.5 货币政策与现金持有调整	147
7.4.6 财政政策与现金持有调整	149
7.4.7 结果分析	151
7.4.8 稳健性检验	153
7.5 本章小结	154
8. 一个例证:货币政策冲击与房地产上市公司的流动性管理	155
8.1 引言	155
8.2 房地产上市公司的现金持有动机	156
8.2.1 房地产公司流动性管理的重要性	156
8.2.2 预防性动机与投机性动机	157
8.3 实证分析	160
8.3.1 样本选取与变量定义	160
8.3.2 模型设定	162

8.3.3 面板矩估计	162
8.3.4 面板误差项方差分解	164
8.3.5 冲击反应图	165
8.3.6 稳健性检验	166
8.4 本章小结	166
9. 一个例证:经济周期波动与交通运输企业的流动性管理	168
9.1 引言	168
9.2 交通运输企业流动性管理与经济周期	169
9.3 实证分析	170
9.3.1 样本选取与数据来源	170
9.3.2 变量定义与模型设定	170
9.3.3 描述性统计分析	172
9.3.4 经济周期与交通运输企业的融资约束	173
9.3.5 经济周期与交通运输企业的现金持有	174
9.4 结论	176
10. 经济政策不确定性对企业流动性管理的影响	178
10.1 引言	178
10.2 政策不确定性影响企业的现金持有	179
10.3 实证分析	181
10.3.1 样本选择	181
10.3.2 变量定义	181
10.3.3 模型的设定	183
10.3.4 描述性统计分析	183
10.3.5 现金持有水平与政策不确定性	184
10.3.6 进一步分析:考虑经济周期的影响	186
10.4 本章小结	187
11. 结论、政策建议与研究展望	189
11.1 研究结论	189

11.2 政策建议	191
11.3 研究展望	193
参考文献	198
后记	212

1.

导论

1.1 问题的提出

企业如何筹集与管理经营所需要的资金？企业应该如何管理经营所需的资金？什么因素影响这些决策？这些决策如何影响企业的其它方面？长期以来，这些重要问题指引着学者们的研究方向。现金作为公司财务的“缓冲器”，连接了融资、投资、股利分配三大公司财务决策。因此，公司的流动性管理问题一度被认为非常复杂，

在 Modigliani 和 Miller(1958)定义的完美资本市场环境中，内源性资金和外源性资金可以完全替代，所以公司如何进行流动性管理是不重要的，因为公司的流动性管理与公司自身的市场价值无关(Opler 等,1999)。然而，现实世界中普遍存在的“摩擦”，使得 Modigliani and Miller(1958)定义的完美资本市场环境仅存在于理论的假想当中。Keynes(1936)关于经济主体货币需求的理论的研究一般被认为是公司流动性管理最早的系统性研究文献。随后，Jensen 和 Meckling(1976)、Myers 和 Majluf(1984)、Myers(1984)等人都在该领域进行了系统性的研究，其成果均具有划时代的意义。基于前人的相关研究成果，Kim 等(1998)、Opler 等(1999)将公司流动性管理的理论依据系统的归纳为权衡理论、优序融资理论(啄食理论)及委托代理理论(代理成本理论)。

随着“融资约束”问题系统性研究(Fazzari、Hubbard 和 Petersen,1988)的逐渐深入，越来越多的学者开始从融资约束的角度来解释公司流动性管理的行为动机。Hubbard(1988)认为，为了预防未来经济不确定性导致的投资不足与破

产风险,融资约束公司倾向于保存足够的现金持有量(liquidity buffer),即存在“流动性缓冲”动机。Almeida等(2004)针对美国上市公司实证研究发现,一方面,融资约束公司基于预防性动机,倾向于将大量的现金流保留在公司内部,最终表现为较高的现金持有量。另一方面,非融资约束公司的现金储备动机则不强。融资约束理论为公司流动性管理提供了新的理论基石。

现有文献主要从微观、中观、宏观三个层面考察公司流动性管理行为的影响因素。微观层面的因素主要有公司财务特征和公司治理结构。前者主要包括公司规模、成长机会、现金流波动性、现金流量、股利支付、资产负债率等。后者主要包括董事会特征、股权结构等。中观层面的因素主要有公司治理环境和行业竞争。宏观层面的因素主要有经济周期与制度环境等。运用微观层面数据来研究企业的经济行为,可能会面临两个问题:一方面,公司微观层面的变量之间常常存在交互作用并导致内生性,而且微观层面的自变量通常也容易被遗漏或出现计算偏误,最终可能导致实证模型的估计系数出现偏误(Frank和Goyal,2008)。二是公司财务领域的“宏观经济研究与微观企业行为研究的割裂”(姜国华和饶品贵,2011)导致我们无法理解从宏观经济政策到经济产出的传导机制。如果仅仅从微观企业行为出发,研究企业行为和企业产出的关系,就会忽略对微观企业行为有重大影响的宏观经济政策环境,不利于基于微观企业的行为来更好的理解宏观经济的运行机制。

基于上述原因,部分文献开始将研究的视野从公司微观层面拓展到宏观层面,考察宏观经济因素对公司资本结构(Baum等,2011)、公司投资(Kellogg,2010)、银行借款(Baum等,2002)等微观经济行为的影响。在公司流动性管理方面,Dittmar等(2003)考察了不同国家的制度环境对公司现金持有的影响,Almeida等(2004)考察了经济周期对不同融资约束公司现金持有行为的影响,Chen和Mahajan(2010)发现诸如经济增长率、银行贷款利率、通货膨胀率和政府预算赤字等外生经济因素对公司的现金持有行为均具有显著的影响。

目前关于宏观经济因素对公司流动性管理的影响,国内的研究还不多见。大多数文献还只是在实证模型中加入年度虚拟变量用以控制宏观经济因素影响。虽然有部分研究开始关注宏观经济对上市公司流动性管理的影响,但是研究的内容还不够广泛和深入,更多的注意力还是放在现金持有水平如何受经济波动的影响上。如罗琦和张克中(2007)认为,当企业预期到未来没有能力对冲现金储备不足带来的风险时,出于预防性动机,企业会在当期减少投资、增加

现金持有量以应对经济衰退带来的不确定性。江龙和刘笑松(2011)实证研究发现在经济衰退期,与非融资约束公司相比,融资约束公司具有更高的现金积累倾向。总之,目前国内关于经济波动与相应的经济政策如何系统性的影响公司流动性管理,并从融资约束、现金持有、动态调整等多个角度进行研究的文献尚不多见。对此,本书力求在这一方面实现突破。

从宏观经济视角考察公司流动性管理,不仅具有上述的理论意义,还有一定的现实意义。一方面,现金是公司的“血液”,一旦出现流动性短缺,公司将面临着破产的可能性。从长期来看,盈利能力和债务偿还能力的下降,都有可能增加公司面临被清算破产的风险。从短期来看,非预期的债务清偿也容易导致公司的流动性短缺风险(胡援成,2010)。另一方面,充足的流动性有利于企业把握住适当的投资机会。当前,我国上市公司具有较多的成长性机会。公司成长性机会与公司的投资机会正相关,因此较高的公司成长性机会衍生了较大的现金需求。然而,公司保持高额的现金储备,必然要承担过高的现金持有成本,甚至大量的现金资产有可能被内部管理层用于在职消费和过度投资。因此,公司的流动性管理行为与公司的投资支出密切相关。流动性管理应该是公司财务活动必须重点考虑的制约因素。因此,了解宏观经济对公司流动性管理的作用机制,对如何更有效的进行公司流动性管理具有一定的借鉴意义。

诸如经济增长、货币政策和财政政策等宏观因素导致的外部冲击,对于公司的流动性管理而言,作用和地位显著。2009年美国产品与质量中心(APQC)一项针对公司流动资金管理的调研研究结果显示,近90%的被调查公司都通过增加现金持有量、加强流动性资金管理等手段来更为有效地应对国际金融危机。Campello等(2010)通过对美国、欧洲和亚洲1050家公司的CFO调查发现,起源于2007年的美国次贷危机导致了大量的企业由于流动性缺乏而放弃原有的投资计划,其中过半数的受采访者表示他们取消或延期了原计划的投资。陈志斌等(2010)认为,2008年国际金融危机导致的系统性风险是贝尔斯登、雷曼兄弟等投资银行经营失败的主要因素之一。实际上,任何公司都不能游离于宏观经济环境之外而生存在“真空”中,公司的流动性管理必受到外部宏观经济因素的影响。如今,国际宏观经济环境发生日新月异的变化,随着外部经济环境的变化,公司的流动性管理行为是否会发生相应的调整?如果答案是肯定的,那么我国上市公司的流动性管理行为调整又呈现出什么样的特征?上述问题是我国政界、理论界和实务界、以及广大投资者聚集的热点问题之一。

因此,本书的研究对于完善我国资本市场,对政府、企业和以及广大投资者的决策具有基础和实践性的意义。

1.2 基本框架与研究思路

1.2.1 基本框架

本书共有十一章,主要可分为五个板块:(1)第一章、第二章和第三章为全文的第一个板块。主要对全文的理论基础、基本框架、研究思路、研究方法、文献综述和创新点以及研究不足进行概括,并简要分析宏观经济波动以及相应的经济调控政策如何通过融资约束影响公司的流动性管理,凸现了本书的现实意义。(2)第四章与第五章为第二个板块。核心是“融资约束”,主要分析融资约束指标的选择、融资约束与公司流动性管理、宏观经济因素与融资约束的关系,从而更加清晰论述了“宏观经济——融资约束——流动性管理”的传导机制的形成,为后文的公司基于宏观经济视角下的流动性管理行为解释了“为什么”的问题。(3)第六章、第七章为第三个板块,主要分析了为了应对宏观经济波动,公司流动性管理的途径选择,从而提供了“怎么办”的答案。其中第六章从静态权衡的角度,第七章从动态权衡的角度进行了解释。(4)第八、第九、第十章属于本书的补充研究部分。这三个部分运用的实证研究方法还是前六、第七章的方法,但是对研究样本和解释变量进行了扩充。其中,第八章是基于房地产上市公司上市公司的样本,对弱融资约束公司如何应对货币政策冲击进行了专门的分析。第九章是基于交通运输业上市公司的样本,对周期性行业企业的流动性管理如何受经济周期波动影响进行了专门的分析。第十章是基于经济政策的不确定性(二阶矩)来研究企业流动性管理的特征。(5)第十一章为本书的总结部分,在归纳全文研究结论的基础上提出政策建议和研究展望。

第一章是本书的导论部分,首先阐述了本书研究的理论意义与实践意义,然后对基本框架、研究思路、研究方法进行了归纳,最后对本书可能的创新点与不足进行了简要概述。第二章对本书相关的国内外文献进行了回顾:(1)对于公司流动性管理的理论基础进行了综述。包括权衡理论、优序融资理论、委托代理理论和融资约束理论。在比较上述理论的基础上,结合研究主题确定了本

书的理论依据。(2)对国内外关于公司流动性管理的微观、中观和宏观层面的相关文献进行了综述,分析近年来关于公司流动性管理在研究视角上的新趋势。第三章为本书的理论总论部分,分析宏观经济是如何影响企业的流动性管理的。主要从四个方面展开,首先就宏观经济对微观企业的影响过程和机制进行讨论,再从财政政策和货币政策两个方面对宏观经济政策进行评述,然后从这两个方面就宏观经济政策对企业现金持有量的影响进行理论分析,最后简单回顾我国改革开放以来的宏观经济政策发展历程和变化作为后续研究的铺垫。

第四章与第五章是本书实证分析的基础。(1)比较国内外常用的融资约束评价指标,基于面板门槛回归模型,结合我国资本市场特征,精选出符合我国国情的融资约束评价指标,并基于该指标将上市公司分类为强融资约束公司与弱融资约束。为全文后续的实证研究提供了一把标尺。(2)考察了“宏观经济——融资约束——流动性管理”传导机制的前半段。通过引入融资约束作为中间变量,为全文考察“宏观经济是如何通过融资约束对公司的流动性管理产生影响”这一主题奠定了基础。

第六章、第七章是本书实证分析的重点,主要以我国的上市公司为样本,以近十年的宏观经济环境为分析背景,考察我国上市公司流动性管理的两种主要途径:(1)流动性管理的现金持有。比较经济繁荣期与衰退期的现金持有水平的差异,证明上市公司的预防性动机。基于 Almeida 等(2004)的现金——现金流敏感性模型,比较经济增长、货币政策与财政政策对不同融资约束公司流动性管理的影响。同时,本部分构建一个公司产出最大化的动态最优化模型:以现金持有为控制变量,以资本支出为状态变量构建一个 Hamilton 函数,证明公司流动性管理跨期选择的合理性。(2)流动性管理的动态调整。用两种方法分析公司现金持有动态调整的特征:构建均值回归模型(Opler,1999)和部分调整模型(Ozkan 和 Ozkan,2004)。基于均值回归模型的实证研究发现,系统性的因素导致公司进行现金资产水平的调整不会大幅度的偏离目标值,我国的上市公司存在最佳的目标现金持有水平。基于部分调整模型的实证研究发现,经济增长、货币政策与财政政策对我国不同融资约束程度上市公司的现金持有动态调整影响不同。

第八章既是对第六、第七章的一个补充,又是对全文研究方法在实践运用中的一个举例。首先,本书第六、第七章的实证研究发现,弱融资约束公司的流动性管理与货币供给间的关系更多的体现了投机性动机,而不是预防性动机。

该结论成为了这两章实证研究结论中的一个“异类”(大多数情况下公司是基于预防性动机进行流动性管理)。对此,第八章运用面板 VAR 模型进行专门的实证检验,并进行理论分析。其次,第八章提供了一种基于房地产上市公司流动性管理视角来检验货币政策对房地产市场作用有效性的方法,从而为如何将全文的理论研究成果运用到实践中去,提供了一个例证。

第九章是对经济周期波动如何影响周期性行业的一个例证。以我国交通运输业的上市公司为例,分析经济周期波动对公司流动性管理的影响机理。既有利于我们更好的理解“宏观经济因素——企业微观财务行为”在交通运输行业的这一传导机制,又为政府部门、交通运输企业等如何有效的应对宏观经济冲击提供决策的依据。

第十章的研究与前几章比较,在解释变量上做了重大的改进。本章不再选择经济周期、财政政策和货币政策做为宏观经济的解释变量,而是基于经济政策的不确定性来研究企业流动性管理的行为特征。相比于基于经济政策本身(一阶矩)的企业流动性管理研究,基于经济政策的不确定性(二阶矩)的企业流动性管理的研究相对比较匮乏。与经济政策的调整相比,经济政策的不确定性对于企业流动性管理的影响更隐蔽,也更不容易引起政府的足够重视,但其对一国经济的影响程度不可忽视。本章不仅对此问题进行了研究,而且引入了经济周期、融资约束等中间变量,做了更深入的分析,同时解读了“宏观经济要稳”这一政策的背后机理。

第十一章是本书的总结部分,对本书的政策建议、研究成果和未来研究的展望进行了分析。本书研究框架如图 1-1 所示。

1.2.2 研究思路

宏观经济与公司流动性管理间的关系是本书研究的研究主题。围绕该主题,本书设计了一个“宏观经济——融资约束——流动性管理”的研究框架。围绕该框架,本书实证研究部分主要从六个方面进行研究:

(1)比较投资—现金流敏感性模型与现金——现金流敏感性模型,并基于门槛面板回归模型通过测算公司现金—现金流敏感性系数将全样本划分为强融资约束公司与弱融资约束公司,经实证检验后得到本书关于“融资约束——流动性管理”的结论(见本书的第四章)。

(2)基于权衡理论,就经济增长、货币供给与财政支出分析宏观经济因素