

# 公司投资与 营运资金策略

Corporate Investment  
and Working  
Capital Policies

罗琦著



科学出版社  
[www.sciencep.com](http://www.sciencep.com)

# 公司投资与营运资金策略

罗琦 著

科学出版社

北京

## 内 容 简 介

本书在信息不对称和委托代理理论的分析框架下探讨公司投资决策与营运资金策略,采用理论分析与实证检验相结合的方法,深入考察了公司内部资金与投资支出之间的关联性以及公司现金持有决策和商业信用政策,对公司投资行为、现金持有行为和商业信用动机进行了系统全面的研究。在理论分析和实证检验的基础上,本书提出了许多具有开创性和启发性的新观点,有利于读者深刻认识公司筹资、投资决策中所面临的信息不对称和代理冲突问题,对于促进公司金融领域的理论与实证研究将产生积极作用。同时,本书的研究成果对于促进中国资本市场发展和提高中国公司资金配置效率也具有重要的借鉴意义。

本书可供高等院校金融、财务管理专业的本科生、研究生使用,也可供从事公司财务管理理论研究与教学的工作者以及公司财务经理人员等参考使用。

### 图书在版编目(CIP)数据

---

公司投资与营运资金策略 / 罗琦著. —北京:科学出版社,2009  
ISBN 978-7-03-024881-7

I. 公… II. 罗… III. ①公司—投资 ②公司—资金管理 IV. F276.6  
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 105918 号

---

责任编辑:赵静荣 王伟娟/ 责任校对:陈玉凤  
责任印制:张克忠 / 封面设计:耕者设计工作室

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

双青印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

\*

2009年7月第 一 版 开本: B5 (720×1000)

2009年7月第一次印刷 印张: 11 3/4

印数: 1—2 000 字数: 200 000

定价: 32.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

本书受华中科技大学文科学术出版基金、教育部留学回国人员科研启动基金以及中国博士后科学基金资助出版。

## 前 言

早在 1999 年,我就考入华中科技大学(当时的华中理工大学)管理学院,在职攻读博士学位。当时国内证券市场经过了一些年的发展,上海、深圳两地证券交易所有数百家上市公司,但公司的财务数据却非常难以取得。而就在那个时候,华中科技大学对申请博士学位制定了严格的标准:必须在国际学术刊物上至少发表一篇论文。这条规定使得一些学科的博士研究生面临严峻挑战。我的博士研究课题为公司投资,但由于数据来源及研究方法等方面的限制,课题几乎处于停顿状态,因此,更不敢奢望在国际学术刊物上发表论文。

2002 年 10 月,我很幸运地被教育部公派到日本留学,开始在东京工业大学社会理工学研究科攻读博士学位。我到日本以后,很快就进入了课题研究,利用东京证券交易所上市企业数据构造样本,整日翻来覆去使用 EXCEL、ACCESS、SPSS 等工具处理数据。不知不觉、冬去春来、三年半载,我在国际学术刊物上发表了三篇论文,并且顺利通过博士论文答辩,圆满完成了在日本的留学任务,于 2006 年 3 月获得博士学位回国工作。

我留学日本期间所在的研究室每年都从数据公司购买各种数据,这些数据刻录在光盘上,使用起来非常方便。但光盘数据在中国显然是行不通的,因为当时盗版十分猖獗,数据公司出售光盘必遭厄运、无利可图。我从日本回国后,发现国内已有多家公司提供数据服务,这些公司几乎全部是采用释放 IP 地址、向客户终端发送数据的服务方式。而另外一些数据则是印刷出来,以年度报告形式提供的。年度报告是一本书,复制这样一本书比复制一张光盘要困难得多,这可以使数据提供方的利益得到一定的保障。我在感叹国内数据资讯业发展迅速的同时,也非常佩服国人的聪明才智!但这样一来,数据使用方的成本增加了,因为客户终端数据只能在固定场合使用,而年度报告书的数据需要花时间整理成电子版本,都不及使用光盘来得便利。

就在我完成博士论文答辩、结束在日本的学习之际,导师鼓励我沿着博士阶段的课题继续前行。回国以后,在好心朋友的指引下,我结合中国实际对课题开始了扩展和延伸,但这是一项艰巨的任务,也是一条漫长的道路,本书即是路途中的阶段性成果。

书名定为《公司投资与营运资金策略》，因为它比较恰当地反映了书中所涉及的内容。在财务活动中，公司投资决策与营运资金策略分别是长、短期财务计划的内容，但从理论上讲，这二者之间存在必然的联系，这种联系产生的根源在于资本市场的信息不对称及公司内部的委托代理关系。本书的内容就是在信息不对称和委托代理理论的分析框架下展开的，依次对公司投资、现金持有量、商业信用的提供和使用进行分析和探讨。其中，现金持有决策和商业信用政策属于公司营运资金策略。需要加以说明的是，存货战略也属于公司营运资金策略，但本书内容不涉及公司存货战略。书中的第三、第八、第十一章是我在日本攻读博士学位期间所完成课题的一部分研究成果，内容涉及日本银企关系在公司投资与营运资金策略中所发挥的作用，对于构建中国特色的新型银企关系或许有一定的借鉴意义。

此外，我在给学生讲授公司财务课程的过程中，常常感到教科书没有在公司投资决策和营运资金策略的内容中体现公司财务理论的发展成果，在介绍公司投资策略时，基本上只是涉及以净现值为基础的资本预算方法，在介绍营运资金策略时同样是强调方法（现金管理方法、信用管理策略等），但实际上，自 20 世纪 70 年代以来，制度经济学，特别是信息经济学、契约理论及委托代理理论推动了公司财务领域内的研究的快速发展，如何体现这些最新的理论成果并迅速对其加以传播，本书在这方面也有意识地进行了一些探索。

由于水平所限，书中难免有一些错漏之处，恳请读者批评指正。

罗琦

2009 年 3 月

# 目 录

## 前言

<b>第一章 绪论</b> .....	1
第一节 研究问题的提出.....	1
第二节 研究主题及理论基础.....	3
第三节 研究视角与研究方法.....	9
第四节 主要内容与主要观点.....	11
参考文献.....	14
<b>第二章 内部资金与投资</b> .....	16
第一节 投资-现金流敏感度与融资约束.....	16
第二节 从投资-现金流敏感度到现金-现金流敏感度.....	23
第三节 投资-现金流敏感度综合分析框架.....	26
第四节 投资不足与过度投资的直接测度——兼评 Richardson(2006) 方法.....	31
参考文献.....	34
<b>第三章 银企关系与融资约束:日本的经验证据</b> .....	38
第一节 融资约束的检验方案.....	38
第二节 融资约束的实证结果.....	40
第三节 银企关系缓解融资约束的实证结果.....	44
第四节 结论及对中国的启示.....	47
参考文献.....	48
<b>第四章 中国公司投资-现金流敏感度的经验证据</b> .....	50
第一节 融资约束与过度投资的动因检验方案.....	50
第二节 融资约束与过度投资的假说分析.....	52
第三节 融资约束与过度投资的经验证据.....	54
第四节 进一步的证据及研究结论.....	59
参考文献.....	61

<b>第五章 公司现金持有行为研究评述</b> .....	63
第一节 公司现金持有量理论沿革 .....	63
第二节 现金持有量影响因素分析 .....	71
第三节 公司持有现金的效应分析 .....	79
参考文献 .....	87
<b>第六章 经济周期波动与公司现金持有量</b> .....	91
第一节 经济周期波动中的加速器效应 .....	91
第二节 经济周期波动与公司现金持有量:理论分析 .....	92
第三节 经济周期波动与公司现金持有量:经验证据 .....	94
第四节 进一步研究的展望 .....	99
参考文献 .....	101
<b>第七章 大股东控制与公司现金持有量:中国的经验证据</b> .....	103
第一节 大股东治理环境 .....	103
第二节 基于大股东行为的假说分析 .....	105
第三节 数据、样本及变量定义 .....	107
第四节 实证检验结果 .....	113
第五节 研究结论与研究展望 .....	118
参考文献 .....	119
<b>第八章 银企关系、现金持有量与公司价值:日本的经验证据</b> .....	121
第一节 公司现金持有量与代理冲突 .....	121
第二节 积极监督者与安定投资者的假说分析 .....	122
第三节 实证研究方法 & 检验结果 .....	124
第四节 结论及对银企关系治理作用的思考 .....	131
参考文献 .....	133
<b>第九章 商业信用动机分析</b> .....	134
第一节 商业信用理论沿革 .....	134
第二节 商业信用的经营性动机 .....	136
第三节 商业信用的融资性动机 .....	140
第四节 关于商业信用中行业效应的探讨 .....	145
参考文献 .....	146
<b>第十章 中国公司商业信用影响因素分析</b> .....	148
第一节 公司提供和使用商业信用的概况与基本特征 .....	148
第二节 影响商业信用的内部因素分析 .....	152



---

第三节	影响商业信用的外部因素分析·····	158
第四节	研究结论及实践意义·····	162
	参考文献·····	163
<b>第十一章</b>	<b>银企关系与商业信用:日本的经验与借鉴</b> ·····	<b>164</b>
第一节	商业信用与银行信用关系探讨·····	164
第二节	基于融资性动机的假说分析·····	165
第三节	日本银企关系影响商业信用的经验证据·····	167
第四节	对中国的借鉴意义·····	172
	参考文献·····	173
后记	·····	175

# 第一章 绪 论

投资项目决策是公司长期财务计划的重要内容,而营运资金策略在公司经营活动中属于短期财务决策。公司财务活动既包括长期投资项目上的资金配置,也包括资金在短期资产上的合理占用。公司长、短期财务决策之间存在紧密的联系,这种联系产生的根源在于资本市场信息不对称和公司内部的委托代理关系。在信息不对称和委托代理理论的分析框架下探讨公司投资决策与营运资金策略,对于提高公司资金配置效率具有重要的理论意义和实践意义。

## 第一节 研究问题的提出

如何有效率地分配资金,将有限的资源合理地配置到投资项目上,是公司财务理论中的一个基本问题。在 Modigliani 和 Miller (1958)所描述的完美、无摩擦的资本市场上,资金的自由流动使得经济中各个投资项目的资本边际产出趋于相等,从而实现了资金的最优配置。然而,在现实的经济环境中,完美资本市场的假设常常无法得到满足,诸多因素的影响使得资源最优配置的目标无法实现。在这些因素中,最典型、最为重要的即是信息不对称和委托代理问题。

Akerlof (1970)最早分析了旧车市场上的信息不对称所导致的逆向选择问题。Myers 和 Majluf (1984)进一步指出,资本市场上同样存在信息不对称:公司管理者了解有关公司经营情况和战略决策的详细信息,而外部投资者很难获得这些信息。由于外部投资者缺乏足够的信息区分绩优公司和绩差公司,而公司管理者一般会选择公司股价被高估时发行新股以维护现有股东的利益,这样市场就会将公司发行新股一概视为坏消息,外部投资者不愿意为新股发行支付合理的价格。这无疑会增加绩优公司外部融资的成本,使得这些公司的管理者选择放弃发行新股。

新股发行市场上的逆向选择问题同样存在于债券市场中:债务存在违约风险,公司管理者很清楚这一风险的大小,但债权人并不完全了解。在融资过程中,敢冒风险的公司一般会想方设法实现负债融资,而慎待风险的公司则有

可能放弃融资。在融资之后,借款公司如果发现还不起钱,冒险的动机就可能增强,这种行为被定义为道德风险。为了防范道德风险,债权人一开始就有可能拒绝提供资金。因此,正如 Stiglitz 和 Weiss (1981) 所指出的,无论逆向选择还是道德风险,都会导致信贷配给。

上面的讨论中尚未涉及公司管理者与股东之间的利益冲突,在分析信息不对称所导致的逆向选择和道德风险时,隐含了公司管理者为股东谋求最大利益的假设条件,即管理者与公司现有股东的利益是一致的(但不排除这两者与公司债权人之间存在利益冲突);或者,从另一个极端讲,公司管理者即所有者。然而,在现代公司制度下,公司管理者和所有者是分离的,股东作为公司的所有者并不直接参与公司的经营决策,公司掌控在管理者手中。公司管理者所追求的个人目标与股东的利益最大化目标并不完全一致,委托-代理关系导致了公司管理者与股东之间的利益冲突(Jensen and Meckling, 1976)。

任何有关信息不对称和代理问题的深入研究,都离不开对公司治理机制的评估。诚如 Shleifer 和 Vishny (1997) 所言,美国、日本、德国、英国等大多数发达国家的公司治理机制运作良好,而公司治理机制的作用在大多数欠发达国家都表现得很弱。不可否认的是,公司治理机制在缓和信息不对称和代理冲突问题上发挥着不可替代的作用。

即便是发达国家之间,公司治理结构也存在很大的差异。与美国相比,日本的金融机构更多地持有公司股票,而管理者持有本公司股票的多少却显得并不那么重要。日本公司治理的另一个显著特征是主银行扮演重要角色并且与其有业务往来的公司之间往往相互交叉持股,以维系银行与企业之间、企业与企业之间长期合作的业务伙伴关系。中国是世界上最大的发展中国家,正处于经济市场化进程中,金融市场不够发达,公司治理机制也不尽完善,法制环境对投资者利益提供的保护还很欠缺,但各个方面均在向成熟的市场经济转型。

本书内容即是在上述背景下对公司投资与营运资金策略进行的考察。公司管理者和外部投资者之间的信息不对称,公司在外部资本市场上融资时遭受约束,从而使投资支出依赖于内部资金,投资支出相对于内部资金的敏感程度反映了公司融资的约束程度。与此同时,自利的管理者也可能将自由现金流投资于净现值为负的项目以谋取私利(Jensen, 1986),因此,投资相对于内部资金的敏感度也可能反映了由代理冲突所导致的过度投资。并且,为了避免外部融资的高昂费用,公司倾向于选择持有现金以维持现金流减少时的投资支出。但在不完善的资本市场上,公司持有现金的代价可能也是很高的,因为现金往往被用于追求管理者的个人目标而并非是为了股东利益的最大化。

进一步而言,商业信用政策作为上、下游企业间的短期资金融通方式,成为化解企业融资过程中信息问题的一种有效途径。

## 第二节 研究主题及理论基础

### 一、研究主题

本书内容的逻辑可以按照另外一种方式来加以描述:在经济生活中,当企业面临不断增加的市场需求时,首先是通过银行贷款增加原材料购买、扩大产量满足市场需求;当市场需求持续扩大、超过企业生产能力时,企业通过扩大流动资产规模再也无法满足市场需求时,就需要进行投资、扩大生产规模。因此,企业发展和规模扩张的同时必然伴随着原材料、产成品、应收账款等营运资金规模的扩大。本书研究主题所涉及的内容即为公司投资和营运资金策略。

#### (一) 公司投资

从经济学的意义上讲,投资的概念是非常明确的,是指企业兴建厂房、购买机器设备等扩大生产经营能力的活动。显而易见,投资的主体是企业,即为公司投资(corporate investment)。公司投资构成社会总需求,直接导致资本品的产出增加,从而表现为国民收入的增长。在宏观经济学理论中,社会总需求由消费、投资、政府购买,以及净出口构成,其中投资的主要内容即指公司投资。

但是,宏观经济学中投资的内涵与公司投资又不完全一样,一个重要的区别在于宏观投资的概念中包含了存货投资。在国民收入的核算中,产品生产出来就计入当年产出,而不论其实现销售与否。在核算处理方法上,产成品存货假定为生产企业自身暂时的“购买”,是企业在存货上的一种投资。然而,公司投资是指实际发生的资本性支出,其内涵中不包括存货投资。在公司财务的内容中,存货(无论是原材料存货还是产成品存货,或者是半成品存货)是公司营运资金的重要构成部分。

因此,公司投资是指拥有实物性资产的活动。然而,公司往往也从事购买股票、债券等有价值证券的金融投资活动。基于本书的研究主题,必须要明确区分金融投资和实物投资。从经济学意义上讲,金融投资不是投资,而是储蓄。在银行存入一笔资金获取利息收入是储蓄,如果把这笔资金从银行取出来去买股票,则使储蓄方式发生了改变,并没有形成实物资产的投资。同样的道

理,投资者认购新股也是一种储蓄。只有当公司将发行股票所获得的资金用于购买机器设备、修建厂房,扩大生产,公司的这种行为才被界定为投资。在本书的概念中,公司短期性质地持有并买卖有价证券,被视为公司有效管理闲散资金的一种方式,属于公司的营运资金策略。而在公司投资的内涵中,没有短期的概念,投资都是具有长期性质的。

公司投资中包含两项特殊的内容:一是兼并(acquisitions),二是研究开发投资(R&D)。兼并和研发毫无疑问属于上面所讨论的公司投资范畴,但本书中并没有就这两种投资活动进行专门探讨。一般本书中所指的投资就是企业添置固定资产、修建厂房等资本性投资的内容。

## (二) 营运资金策略

通常所说的营运资金是指净营运资金,即公司一定时期的全部流动资产减去流动负债后的余额,这其实是狭义的营运资金概念。净营运资金数额的大小取决于企业一定时期的经营和财务状况,是判断和分析企业流动资金状况和财务风险的重要依据。但是,净营运资金是一个抽象的概念,并不指企业某项特定的资产或者负债。广义的营运资金即总营运资金,是指公司一定时期占用在流动资产上的全部资金,主要包括货币资金、短期有价证券投资、应收账款及存货。流动资产一般都在一年以内,属于短期资金。但是,只要公司存在,就总要有有一定数量的现金、应收账款和存货,也往往会存在一定的应付账款(如由于交易发生时间与付款时间存在差异)。

一种普遍的观点认为,净营运资金反映了企业的偿债能力,但事实并不完全如此。从实际情况来看,很多公司在净营运资金为正时,依然资金紧张;而有些公司在净营运资金为负时,却还是有充裕的资金可以使用的。实际生活中,净营运资金为正的企业常见,而企业净营运资金为零的情形少见。若净营运资金为负,企业营业循环就成了产生现金而不是耗费现金,多见于零售业、服务业、航空业、出版业。因此,净营运资金本身无所谓是正数好还是负数好,公司要结合所处行业的行业特点和自身经营特点,将流动资产和流动负债结合起来管理。

综上所述,公司营运资金策略其实包括营运资金的投资策略和筹资策略两个方面的内容。营运资金投资策略需要在风险和收益之间权衡,使公司在流动资产上的资金占用既能够维持正常的生产经营活动和偿还债务需要,又能够在风险容许的范围内尽可能多地实现收益。从具体的内容上看,营运资金投资策略主要可以分为现金持有策略、应收账款信用政策和存货战略。

在公司总资产既定的情况下,流动负债比例的增减将直接对公司的盈利能力和风险程度造成影响。与长期负债相比,短期流动性负债的成本相对较低,但还债的压力较大。如果公司大量使用短期债务,则要面临不断借新债还旧债的压力。通常公司流动负债比例提高,盈利增长,但风险同步增加。公司管理层需要在考虑短期资金成本的基础上,保证有畅通的筹措短期资金的渠道,以便满足公司的日常运作需求,即公司营运资金筹资策略。从具体内容上看,营运资金筹资策略包括短期自发性融资(如利用商业信用)和短期协议性融资(如短期银行借款、发行短期融资工具)。

本书探讨的营运资金策略集中于公司现金持有策略和商业信用政策,其中,关于商业信用政策的探讨包含商业信用的提供和使用两个方面。尽管存货的计价方法直接影响到企业利润水平,存货水平的确定(经济订货批量)也涉及企业资金占用问题,但存货的管理与控制更多地属于会计学或者生产运作管理领域,因此,本书中没有就存货战略作进一步的探讨。此外,本书关于营运资金筹资策略的讨论仅限于商业信用政策,并不涉及短期协议性融资。

## 二、相关的理论基础

### (一) 公司投资理论

一般认为,公司投资理论是继边际革命之后在新古典主义资本理论和厂商理论的基础上发展起来的。20世纪30年代,凯恩斯革命掀起了最优投资决策模型的研究热潮,进一步地,后凯恩斯主义宏观经济学在投资总量分析上取得了重大进展,这些都为公司投资理论的形成和飞速发展打下了坚实的基础。而现代公司投资行为理论的正式形成则是以Jorgenson(1963)这篇文献为标志的,这篇文献利用一个连续时间的动态优化模型对厂商的投资行为加以描述,在分析方法上同凯恩斯宏观投资理论存在较大差异。为了协调Jorgenson(1963)对厂商投资行为的微观分析同凯恩斯宏观投资总量分析上的差异,托宾(Tobin,1969)提出了Q理论,将厂商的投资看做是资本存量的市场价值与其重置成本之间比率(用Q表示)的函数。随后,Hayashi(1982)经过严密推导并予以实证检验,论证了托宾Q理论与Jorgenson(1963)厂商投资理论之间的逻辑一致性。这即是确定条件下“新古典主义厂商投资理论”发展的主线。

新古典主义厂商投资理论假定,无论是劳动市场、资本市场还是产品市场都是完美的,公司的投资行为仅仅取决于公司未来投资的盈利能力、资金使用

成本等技术要素,而与其他因素无关。投资主体的目标是实现价值最大化,最优资本存量取决于新增投资是否对公司价值发挥积极作用,公司投资决策遵循净现值(NPV)规则进行。然而,新古典主义厂商投资理论所假定的这些前置条件明显不同于现实的市场和公司环境,学者们根据现实世界的客观情况,将信息不对称、代理冲突等因素纳入公司投资行为研究框架中,逐步放宽假设条件,拓展了新古典主义厂商投资理论。融资约束理论放松了完美资本市场假设,从资金供求双方信息不对称的角度出发,认为外部资金和内部资金之间的成本差异导致融资约束。在考虑资本市场不完善的条件下,公司投资水平依赖于内部现金流并出现投资不足。进一步地,在委托-代理理论研究公司的管理者与股东之间、股东与债权人之间存在利益冲突的前提下,管理者出于“帝国建设”等自利的目的、股东出于转嫁风险等动机形成了过度投资或投资不足问题。

资本市场不完善、存在代理冲突的公司投资理论为我们把握现实生活中公司投资行为提供了良好的视角,需要指出的是,这些理论都隐含了管理者、投资者的理性及资本市场有效的假设。然而,行为公司财务研究的兴起和发展打破了股票价格自动收敛于本源价值的市场有效假设。行为公司财务的投资理论认为,即使不考虑信息不对称和代理冲突,管理者过度自信也可以与公司投资机会、内部现金流共同作用从而影响公司投资行为,并且市场非有效、投资者狂热情绪及其相互作用也都会对公司投资行为产生影响。

公司投资理论发展的另一个重要方面是不确定性被广泛地引入到了公司投资行为的分析之中,特别是进入20世纪90年代以后,西方学者基于实物期权理论对不确定性与公司投资之间关系的研究取得了比较大的进展。学者们认为,公司拥有是否投资于一个价值随机波动的项目的权利,当市场情况有利于投资时,公司才行使这一权利。因为不确定性提高了投资的期权价值,所以会对公司投资产生抑制作用。目前,关于不确定性下公司投资行为的深入研究正方兴未艾。

## (二) 公司现金持有量理论

凯恩斯(Keynes,1936)提出流动性需求动机,最早从理论上揭示了企业持有现金的动机和好处,而对现金持有成本的认识则经历了一个变化过程。早期的财务理论建立在管理者行为追求企业价值最大化的前提假设之上,认为持有现金的唯一成本就是相对于其他投资机会的低回报,即资金的机会成本。20世纪五六十年代,有学者在分析持有现金机会成本的基础上,对最佳

现金持有余额进行了探讨(Baumol,1952;Miller and Orr,1966)。这些分析都是以管理者追求公司价值最大化目标为前提条件的。

但事实上,管理者常常不以公司价值最大化作为决策依据,内部人控制企业相当普遍,管理者往往在公司内部积累过多的现金以增加自己的津贴、在职消费,以及其他控制权私利。并且,由于有充足的现金可以用于投资,管理者不必考虑从外部资本市场上筹集资金,因而无须向外提供有关企业投资项目的详细信息,进而可能从事一些有损股东利益的投资项目。资本市场信息不对称与代理成本理论进一步拓宽了对公司现金持有行为的分析视角。Opler等(1999)对美国公司现金持有量进行了全面、深入的考察,这篇标志性的文献掀起了对公司现金持有行为展开理论分析和实证考察的热潮,从此涌现出许多重要的研究成果。

在传统的现金持有理论分析中,企业持有现金的动机被划分为交易性动机、预防性动机和投机性动机三种。管理者谋取自身利益的动机往往使得企业持有超过实际所需要的现金,这被称为企业持有现金的代理动机。目前在公司财务领域,学者们对公司现金持有行为的研究主要集中于探讨持有现金的预防性动机和代理动机,这两方面的理论基础直接关联于资本市场信息不对称和公司内部各种代理冲突,有机地形成了现金持有量与公司价值之间的内在逻辑关系。此外,还有学者进一步提出并考察了企业持有现金的避税动机(Foley et al.,2007)与战略动机(Baskin,1987;Haushalter et al.,2007)。

### (三) 商业信用理论

商业信用是一个古老而又历久弥新的课题,商业信用理论可以追溯到18世纪英国经济学家亚当·斯密(Adam Smith)关于银行发放商业贷款的论述。商业贷款理论认为,银行经营管理必须保持资产的充分流动性,以便随时满足意想不到的提存需要。基于这一理论,银行只适宜给企业发放短期自偿性贷款:企业货物销售后、货款收回来之前,通过向银行申请贷款购买原材料组织生产,货款收回来之后用于偿还银行贷款。在这个过程中,企业销售货物采用了赊销,即向购货企业提供了商业信用。商业贷款理论又称真实票据理论,在实务中,往往要求企业拿到银行申请贴现的票据,具有真实的交易背景,就是基于该理论。

商业信用具有顺经济周期的特点:在经济繁荣时期,企业购销两旺,商业信用的数额大,企业从银行贷款数额增加,这导致货币供给增加,总需求进一步扩张;而在经济萧条时期,企业从银行贷款数额减少,货币供给减少,总需求



萎缩。可见,商业信用随着经济周期变化而自动收缩,学者们很早就注意到商业信用在货币政策传导中扮演的重要角色。

随着研究的深入,学者们进一步探讨了公司提供和使用商业信用的各种影响因素,以及公司提供和使用商业信用的成本及收益,并在此基础上逐步形成了商业信用的经营性动机理论、融资性动机理论等,而这已经成为公司财务研究领域商业信用理论的根基。

传统意义上商业信用与银行信用、国家信用、消费信用并称社会信用的四种基本形式。目前越来越多的学者将商业信用置于整个社会信用体系的视角,结合制度环境特点,尤其是经济转型特征探讨商业信用的发展与经济增长之间的关系,理论成果不断丰富,研究进展呈现欣欣向荣之势。

#### (四) 代理理论

公司是由股东、债权人、管理者等利益相关者组成的利益共同体,但其中任何一方都存在牺牲他方利益而谋求自身利益的倾向。Jensen 和 Meckling (1976) 基于信息经济学中典型的道德风险问题,提出了股东与债权人之间、管理者与股东之间的代理冲突问题。首先,股东和债权人之间经常会出现利益冲突,如一方面债权人希望有更多现金保留在公司里,这样有利于公司保持足够的清偿能力偿还债权人,而股东更期待将剩余的现金作为股利进行发放。另一方面,股东存在偏好风险和过度投资的倾向,如果将公司资产投资于高风险项目,在成功的情况下股东获得所有超额收益,但若失败则需要由债权人来分担恶果。

其次是管理者和股东之间的代理问题。尽管当股东与债权人发生利益冲突时,管理者会站在股东一方,但在其他情况下管理者往往也会侵害股东利益而追求自身利益的最大化。当公司拥有充裕现金时,管理者更容易谋求自身利益,如管理者可以享受更多的在职消费、投资净现值为负的项目(Jensen, 1986)等。

除了上述股东与债权人之间、管理者与股东之间的代理问题之外,在大股东与中小股东之间也存在代理冲突,这表现在大股东能够利用对公司的控制权获取不为中小股东所共享的控制权利益。Shleifer 和 Vishny (1997) 指出,在股权集中的公司中,控股股东对中小股东的利益侵占是主要的代理问题。目前学者们倾向于将管理者与股东之间的代理问题称为第一类代理问题,而将大股东与中小股东之间的代理问题称为第二类代理问题。

还有一种关于代理成本的分析与 Myers 和 Majluf (1984) 提出的企业价