

# 货币政策、关系资本与企业货币资金持有<sup>\*</sup>

——来自中国上市公司的经验证据

李四海 宋献中 罗俊伟

**[摘要]**本文以2004~2011年沪深上市公司为样本,发现货币政策会显著影响企业的货币资金持有,尤其在货币政策紧缩时期,企业会更多地持有货币资金。同时货币政策对微观企业货币资金持有行为的影响会因企业关系资本而产生差异。国有产权企业相比于私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策宽松时更为明显;相比于具有政治关系的私有产权企业,那些不具有政治关系的私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策紧缩时更为显著。本文的研究结论支持了企业现金持有的预防性动机理论、代理理论以及自由现金流理论。

**关键词:** 货币政策 产权关系 政治关系 货币资金

**JEL 分类号:** E44 G33 M41

## 一、引言

货币资金是企业的“血液”。企业一旦陷入资金困境,很容易导致破产,很多大型的公司因为资金链断裂而轰然倒塌,因此,企业都会储存一定的资金以应对可能发生的状况。已有研究表明,影响企业货币资金持有的因素有很多,如公司的治理结构、企业的财务状况、企业所属行业特征等等。但是这些因素仅是从微观企业内部的层面来研究企业的货币资金持有,忽略了宏观层面(如经济政策)对微观企业货币资金持有行为的影响。学者研究发现,我国货币政策传导的主导途径是信贷渠道,国家的宏观货币政策通过银行的信贷政策调整而影响企业的融资行为,特别是在我国银行信贷融资在企业整体融资中起主导地位金融背景下,一旦宏观货币政策发生波动,将会明显地影响企业的外部融资能力,使得企业出于预防动机改变现金储备(祝继高和陆正飞,2009)。因此本文选择从宏观层次来研究货币政策对微观企业货币资金持有行为的影响。

我们利用银行家信心指数,研究了货币政策对企业货币资金持有水平的影响。同时我们考虑到由于中国的“关系型”社会背景,同样的宏观政策(货币政策)对不同微观主体的影响可能存在显著差异,而且这种差异可能不是基于市场原则,而是基于社会关系(如政治关系、产权归属关系)等非市场原则。如同样是紧缩的货币政策,那些拥有关系资本的主体可能凭借这种体制优势而获得更多的信贷资金,不同微观主体融资约束的差异可能会影响其货币资金持有的动机和持有的水平。因此我们在研究宏观政策(货币政策)对微观企业的影响时考虑了这种关系资本的调节作用。

我们的实证研究结果表明,企业货币资金的持有行为显著地受到宏观货币政策的影响,当货币政策紧缩时企业会更多地持有货币资金。同时我们的研究发现货币政策对微观企业货币资金持

<sup>\*</sup> 李四海,中南财经政法大学会计学院,副教授,经济学博士;宋献中,暨南大学教授,博士生导师;罗俊伟,贵州财经大学会计学院,硕士研究生。本文是国家自然科学基金资助项目“货币政策波动、信贷资源配置及其经济后果研究”(项目批准号:71272213)、国家自然科学基金资助项目“通货膨胀与企业行为:影响、作用机制及经济后果”(项目批准号:71472073)的阶段性成果,同时研究受中央高校基本科研业务费专项资金资助。

有行为的影响会因企业关系资本(产权关系与政治关系)而产生差异。具体而言,国有产权企业相比于私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策宽松时更为明显;在私有产权企业中,没有政治关系的企业相比于有政治关系的企业会更多地持有货币资金,而这在货币政策紧缩时更为明显。研究反映了在中国当前的制度背景下同样的宏观政策(货币政策)对微观主体的影响存在差异性,而这种差异性更多地是基于非市场原则,如基于关系(产权关系、政治关系等)原则。

本文研究的意义可能存在于:第一,部分弥补了目前研究微观企业行为的会计与财务学术界和研究宏观经济政策的经济学术界之间存在的疏离现象;第二,基于中国的社会背景,在宏观货币政策对微观企业货币资金持有行为的影响中考虑了关系资本(包括产权关系与政治关系)的调节作用,拓展了宏观经济政策对微观企业行为的影响的研究视野;第三,本文的研究支持并丰富了企业现金持有的预防性动机理论、代理理论以及自由现金流理论等,为我国宏观调控政策的选择以及对微观企业(国有产权企业)的监管提供了依据。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分是文献综述;第三部分是理论分析和研究假设;第四部分是研究设计;第五部分是实证结果及分析;最后是全文的总结。

## 二、文献综述

目前文献关于现金持有的理论大体可以分为三类。第一类是动机理论。凯恩斯在其经典论著《就业、利息和货币通论》中提出,货币需求动机可以区分为交易动机、预防动机、投机动机(Keynes, 1936)。交易动机指“由个人或业务交易而引起的现金需要”而储存现金,由于现金等价物转化为现金的过程需要花费相关成本,因此,为满足企业日常的经营运作需要储存一定量的现金,减少相关的交易成本。预防性动机是指为了防止未来可能发生的现金流风险,抵御未来现金流可能出现短缺或者不确定变化。而投机动机则是指保留部分现金,在商业投资机会到来时抓住机会进行相关投资。在此基础上,凯恩斯提出交易成本模型,从边际成本概念出发,认为企业的现金持有量是由现金短缺的边际成本和持有现金的边际成本曲线所决定的。后续的 Baumol(1952)、Miller and Orr(1966)提出和修正了现金库存模型。

第二类是权衡理论。该理论的代表者是 Kraus and Lizenberger(1973),它认为现金持有可以同时带来收益和成本,现金持有的边际收益与边际成本的均衡点便是最佳现金持有量。权衡理论模型是在借鉴交易成本模型基础上对现金持有问题的深入研究,但是它没有将信息不对称、委托代理等问题纳入研究的范畴。

第三类是代理理论与自由现金流理论。上面的权衡理论提出企业持有现金应在现金持有收益与现金持有成本之间做出权衡,从而达到利益最大化的目的,该理论是从股东最大化目标来持有现金的,但在企业所有权与经营权分离的情况下,代理人并非总按照委托人的要求来行事,代理人即企业的管理层会偏好持有更多的资金来降低企业风险,从而巩固自己对企业的经营管理权。Jensen and Meckling(1976)从代理成本理论出发,提出自由现金流假说,即企业持有更多的现金为企业的管理层谋取更多私人利益。

根据现金持有的上述三种理论,学者们基于企业内部特征进行了多方面的实证研究。Opler 等(1999)通过对 1971~1994 年期间美国上市公司现金持有影响因素的研究,发现成长性强的公司、现金流量不稳定的公司以及小型公司倾向于持有更多的现金及现金等价物,而容易进入资本市场融资的企业、大型的企业通常持有较少的现金及现金等价物。Faulkender(2002)以美国 1993 年雇员在 500 人以下的小公司为样本,研究了美国小企业现金持有水平的影响因素,发现现金持有量与财务杠杆、公司成立年数、研发投入等正相关,而与规模、收入等负相关。Harford 等(2008)检验了现金持有与公司治理的关系,发现公司治理差的公司比治理好的公司现金持有水平更高。他们

发现,公司治理较差的公司,管理层往往容易将现金用于低效的并购等支出,导致较低的公司效益。Pinkowitz等(2006)采用价值回归模型,基于35个国家1988~1998年的数据研究现金持有量与公司价值之间的关系,发现投资者保护程度更强的国家,现金持有量与公司价值呈更显著正相关关系。

在国内学者的相关研究中,胡国柳和蒋永明(2005)发现企业规模与现金持有水平显著正相关,而现金等价物、财务杠杆以及公司年龄与现金持有量显著负相关。杨兴全和孙杰(2007)发现公司现金持有量在不同的行业中存在着显著差异,产品市场竞争强度与现金持有水平正相关。张人骥和刘春江(2005)从股权结构、股东保护程度的角度进行研究,发现现金持有量随股东保护程度的增强而降低。辛宇和徐莉萍(2006)从公司治理的视角进行研究,发现上市公司微观治理机制越好,其超额现金持有水平越低,即公司治理结构越好,现金持有水平就越合理。罗琦和许俏晖(2009)从大股东的视角进行研究,发现制度因素与大股东持股比例及大股东性质对现金持有具有显著的影响,大股东持股比例与现金持有有着正相关关系。孙进军和顾乃康(2010)从动态和静态两个维度来研究我国现金持有行为,静态实证结果证实了权衡理论与代理理论都能在一定程度上解释中国企业的现金持有行为,而动态实证结果显示中国上市公司的现金持有量具有均值回归的趋势。

通过上述文献回顾,可以发现已有的文献大都从企业内部特征的视角研究企业的货币资金持有行为,较少从宏观经济政策如货币政策的视角来研究其对微观企业的货币资金持有行为的影响,特别是在中国“关系型”社会背景下,同样的宏观政策(货币政策)对不同微观主体的影响可能存在显著差异,这种差异可能不是基于市场原则,而是基于社会关系等非市场原则,目前这方面基于中国制度背景的相关研究文献比较缺乏。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)货币政策与企业货币资金持有

货币政策会通过多种渠道来影响经济活动,主要包括货币渠道(利率、汇率和资产价格等)与信贷渠道。国内融资环境与国外有较大差异,企业融资渠道少,银行贷款是企业获得资金来源的主要途径。中国银行业在经济中发挥的作用远远高于证券市场(Allen et al., 2005),而银行业又是极易受政府管制和影响的行业,在国内企业融资渠道单一、银行信贷主导资源配置的金融背景下,货币政策通过银行的信贷政策调整直接影响企业的融资行为。当执行紧缩货币政策时,银行信贷供应量将会减少,迫使银行减少贷款,由于信贷融资难度的增加,企业会增加货币资金持有量以应对不确定的经济环境。所以如果货币政策从紧,从预防性动机出发,企业会更多地持有货币资金。

假设1:货币政策会影响企业的货币资金持有,货币政策紧缩时期企业会更多地持有货币资金。

#### (二)货币政策与企业货币资金持有:产权性质的影响

转轨经济背景下,由于制度缺陷、法律不健全等原因,私有产权企业在很多方面遭受制度和政策上的“歧视”,银行更“偏爱”国有企业(Gordon and Li, 2003)。虽然近几年政策向民营企业倾斜,但整体而言,私有企业和国有企业在融资等方面仍无法享受平等待遇。一方面政府为国有企业提供着一种隐性的担保(Faccio et al., 2006),当国有企业面临违约担保时,政府会出面帮其解决,因此违约风险低;另一方面,国有银行更容易获得国有企业的信息,信用评估成本低。同时在政府的干预与协调下,支配着我国当前金融体系的四大国有银行更容易把信贷资源配置给终极控制人同样为政府的国有企业。由于国有产权企业更容易通过融资渠道获得货币资金,从持有动机角度来看,国有产权企业应该会相对持有较少的货币资金。但是,国有产权是一种共有产权,所有者的缺



位导致国有企业的代理问题更为严重,已有的文献普遍认为国有产权性质的企业中管理层与所有者之间的代理问题更为突出,而根据前面的现金持有代理理论与自由现金流理论,我们认为国有产权企业由于代理问题的存在,其管理层基于私利的考虑(如在职消费、降低经营风险等)会更多地持有货币资金,而且这在货币政策宽松、外部融资约束减弱的背景下更为明显。

假设 2: 由于管理层代理问题的存在,国有产权企业相比于私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策宽松时更为明显。

### (三) 货币政策与企业货币资金持有: 政治关系的影响

当前中国经济处于转型时期,政策环境成为了影响私有产权生存与发展的重要因素。私有产权企业为了寻求正式制度缺失下的替代性保护机制,纷纷向政府靠拢,越来越多的民营企业积极地参与政治,成为各级人大、政协委员(Li et al., 2008)。众多的研究文献发现,私有产权企业通过各种途径与政府之间建立的政治关系是企业重要的社会资本,帮助企业以更低的成本获得更多更长期限的银行信贷资源,使其更容易获得相关的税收优惠以及土地、市场准入等稀缺资源,并且在特殊的时期,这种政治关系可以为私有产权企业提供隐形的政府担保。所以尽管在紧缩的货币政策下,由于信贷资源的减少,企业普遍面临融资难,但是与政府有政治关系的企业可以凭借这种关系获取相对多的信贷资源,而缺乏政治关系的私有产权企业可能面临更为严重的融资约束。从预防性动机来看,没有政治联系的企业为了面对市场的各种不确定因素,会持有更多的货币资金。

假设 3: 相比于有政治关系的私有产权企业,无政治关系的私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策紧缩时更为明显。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2004~2011 年间沪深证交所上市的企业为研究样本,采用年度数据<sup>①</sup>。我们根据以下原则对样本进行了处理:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除企业政治关系背景无法确定的样本;(3)剔除数据缺少以及数据极端异常的样本。最终得到的样本量为 8374 个。本文所使用的财务数据来自深圳国泰君安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库。在货币政策方面的相关数据当中,银行家信心指数来自于中国人民银行《全国银行家调查报告》,货币供应量数据来自中国人民银行网站,GDP 数据来自国家统计局网站,私有产权企业的政治关系数据来自企业年报以及互联网等。为了克服离群值的影响,我们对主要变量进行了 Winsorized 缩尾处理。

### (二) 样本选择与变量定义

为了检验前面的假设,我们设定了基本的回归方程:

$$CASH = \alpha + \beta_1 MP + \beta_2 CC + \beta_3 CPC + \beta_4 X + \beta_5 Industry + \beta_6 Year + \varepsilon$$

在方程中 *CASH* 是被解释变量,表示企业的货币资金持有水平,具体是以货币资金年度均值除以资产总额来衡量,同时为了使数据更具有代表性,我们的被解释变量进一步采用了去除行业均值的货币资金持有水平(*DCASH*)。方程中解释变量 *MP* 是货币政策的衡量指标,我们采用三个指标来衡量。其中  $MP_1$  表示银行家信心指数,该指数是由中国人民银行与国家统计局共同完成的调查数据,我们用它来衡量货币政策的紧缩程度。该指数在祝继高和陆正飞(2009)、代光伦等

<sup>①</sup> 在一定的经济环境下,货币政策的调整具有一定的频率,因此选择以季度数据(或者以货币政策调整的时间点)来进行研究可能更能反映宏观货币政策对微观企业行为的影响,但是以季度数据来研究本文课题可能存在数据不匹配的问题:由于银行信贷前期合约的约束以及企业投资、营运的周期性,很难确定企业现金持有行为的变化是什么因素导致以及当季的货币政策调整会对后面什么时候的现金持有行为产生影响,而采用年度数据可以在很大程度上规避这一问题。

(2012)的研究中也得到了应用。 $MP_2$ 表示  $M_2$  发行量增长率与 GDP 增长率之差。GDP 增长率用于衡量经济发展需要的货币增速,  $M_2$  增长率反映的是货币的供应水平。二者之差越大, 则发行的货币超过经济发展所需要的货币越多, 当前的货币政策也就越宽松。 $MP_3$  是我们基于特定的货币政策与宏观经济环境定义的我国货币政策紧缩阶段的虚拟变量<sup>①</sup>。

本文对关系资本的定义区分为产权归属关系(CC)和政治关系。其中政治关系变量(CPC)主要考察董事长或者实际控制人的政治联系, 以其是否曾经或现在在人大、政协或者政府机关、金融机构任职来定义是否存在政治联系。有政治联系的企业定义虚拟变量为 1, 没有政治联系的企业为 0。 $X$  是由多个控制变量构成的向量, 我们控制了影响企业货币资金持有的一些因素: 企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、盈利能力(ROA)、成长性(Growth)、有形资产比(TANG)、第一大股东的持股比例(Sh1)等。此外, 我们还加入了行业和年度的虚拟变量, 控制不同行业和年份对企业货币资金持有水平的影响。本文各变量具体定义见表 1。

表 1 变量的定义

变 量	简 写	定 义
货币资金持有水平	CASH	$1/2 \times (\text{期初货币资金余额} + \text{期末货币资金余额}) / \text{期末资产总额}$
货币资金持有水平(去行业均值)	DCASH	去行业均值的货币资金持有水平
银行家信心指数	$MP_1$	《全国银行家问卷调查报告》中“银行家信心指数”
$M_2$ -GDP 增长率	$MP_2$	$M_2$ 增长率 - GDP 增长率
是否紧缩	$MP_3$	按照紧缩年度判断是否紧缩, 紧缩取 1, 否则取 0
产权性质	CC	虚拟变量, 如果是私有产权控股则为 1, 否则为 0
政治背景	CPC	虚拟变量, 董事长或实际控制人有政治联系时为 1, 反之为 0
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Lev	负债总额除以总资产
公司业绩	ROA	营业利润/资产总额
公司成长性	Growth	当年的营业收入/上一年的营业收入
有形资产比	TANG	有形资产总额/资产总额
第一大股东持股比例	Sh1	公司第一大股东持股比例
年份	Year	当处于该年份时为 1, 否则为 0
行业	Industry	当处于该行业时为 1, 否则为 0

① 亚洲金融危机后中国开始长达 7 年的通货紧缩, 为了治理通货紧缩, 中国人民银行在 2004 年之前一直实施相对宽松的货币政策。2004 年为了抑制前期投资增长过快的势头, 中国人民银行开始执行稳健的货币政策, 具体表现为: 2004 年 4 月 25 日上调存款金融机构准备金率、中国人民银行对金融机构的再贷款利率和再贴现利率, 2004 年 10 月 29 日上调金融机构存贷款基准利率。2005 年 3 月 17 日中国人民银行下调金融机构的超额存款准备金率, 2005 年 7 月 21 日中国人民银行开始实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2005 年是货币政策相对平稳的一年。2006 年中国人民银行三次上调金融机构存款准备金率, 同时两次上调金融机构贷款基准利率, 这些证据表明 2006 年是货币政策从紧的一年。2007 年中国人民银行四次上调金融机构存款准备金率, 并先后五次上调金融机构存贷款基准利率, 因此 2007 年是我国货币政策从紧的一年。2008 年美国次贷危机导致的全球金融危机蔓延加深, 中国人民银行及时调整了货币政策的方向、重点和力度, 实行适度宽松的货币政策, 五次下调存贷基准利率, 四次下调存款准备金率, 明确取消对金融机构信贷规划的硬约束, 加大了金融支持经济发展的力度。而到 2010 年四季度, 为了控制通货膨胀, 抑制货币信贷的快速增长, 中国人民银行 2 次上调存贷款利率, 3 次上调存款准备金率。截至 2011 年底, 在中国经济增速明显下滑, 通胀率又连创新高的复杂背景下, 货币政策按照总体稳健、调节有度、结构优化的目标, 由 2008 年起实施的适度宽松正式转变为稳健型的货币政策。鉴于上述理由, 本文将 2004、2006、2007、2011 年定义为货币政策紧缩年度。

### (三)描述性统计

由表 2 的描述性统计结果可以看出,平均而言,样本公司持有的货币资金占期末总资产的比率为 0.21,表明我国上市公司的货币资金持有比率非常高,现金资产超过全部资产的五分之一,而国外的研究发现英国上市公司的货币资金持有水平约为 9.9%、西班牙上市公司的货币资金持有水平约为 7.14%,这种差异反映我国上市公司更偏好持有较多的货币资金,这可能与我国的融资环境有关。同时货币资金持有水平标准差为 0.17,表明我国不同公司的货币资金持有水平有较大的差异。从表 2 我们也可以发现国有产权控股企业在我国上市公司中占 58%,国有经济在整个社会经济中占主导地位;私有产权企业中有 41%的企业具有政治关系,反映了我国企业政治参与程度比较高。样本公司资产负债率比重为 50%,反映了我国上市公司较高的负债比率,财务风险比较高。第一大股东持股比例为 36.55%,说明我国一股独大现象仍然比较严重。总体而言本文的研究样本较好地代表了我国上市公司的整体状况。

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CASH</i>	0.21	0.17	0.01	0.16	0.78
<i>DCASH</i>	0.00	0.15	-0.27	-0.03	0.49
<i>MP<sub>1</sub></i>	49.59	11.83	34.63	47.78	75.53
<i>MP<sub>2</sub></i>	0.09	0.05	0.04	0.07	0.18
<i>MP<sub>3</sub></i>	0.41	0.49	0	0	1
<i>CC</i>	0.42	0.49	0	0	1
<i>CPC</i>	0.41	0.49	0	0	1
<i>Size</i>	21.58	1.33	18.35	21.44	25.65
<i>Lev</i>	0.50	0.31	0.04	0.49	2.26
<i>ROA</i>	0.04	0.09	-0.39	0.04	0.25
<i>Growth</i>	0.26	0.77	-0.83	0.15	6.06
<i>TANG</i>	0.42	0.20	0.01	0.41	0.86
<i>Shl</i>	36.55	15.65	8.52	34.54	77.02

## 五、实证结果与分析

### (一)货币政策波动与企业货币资金持有

我们首先研究了货币政策对微观企业货币资金持有行为的影响,表 3 是回归结果。回归模型(1)、(2)、(3)中分别选取了银行家信心指数、 $M_2$ -GDP 增长率、是否紧缩作为衡量宏观货币政策的指标,从表 3 的回归结果可以看出,采用公司实际的货币资金持有水平作为被解释变量,三种指标均显示,宏观的货币政策会显著影响企业的货币资金持有水平:在货币政策紧缩时期,由于信贷融资难度的增加,企业会增加货币资金持有量以应对不确定的经济环境。表 3 的实证结果支持了假设 1。从控制变量的回归结果来看,企业的盈利能力越强,持有的货币资金水平越高,反映企业盈利能力强,流动性资金更为充裕;有形资产比重越高的企业,由于其为债务融资提供实物担保或抵押的能力比较强,从而更容易获得银行借款,所以其货币资金持有水平相对要低;第一大股东持股比例越高,企业的货币资金持有越多,这可能与大股东的掏空行为有关(罗琦和许俏晖,2009)。

### (二)产权性质与企业货币资金持有

表 4 是产权性质对企业货币资金持有行为影响的回归结果。表 4 的结果显示,不同产权性质企业的货币资金持有水平存在显著差异。无论是以货币资金持有水平还是去除行业均值的货币资

金持有水平作为被解释的变量,产权性质变量对企业的货币资金持有行为均具有显著的负向影响,也就是相比于私有产权企业,国有产权企业会持有更多的货币资金。这种结果在一定程度上支持了现金持有的代理理论,与假设2的预期相一致。

表3 货币政策波动与企业货币资金持有水平的相关性

	(1)CASH	(2)CASH	(3)CASH
<i>MP</i> <sub>1</sub>	-0.001***(-12.80)		
<i>MP</i> <sub>2</sub>		-0.067**(-2.44)	
<i>MP</i> <sub>3</sub>			0.058*** (3.60)
<i>Size</i>	-0.000(-0.16)	-0.002(-1.62)	-0.000(-0.10)
<i>Lev</i>	-0.076***(-14.60)	-0.073***(-13.98)	-0.076***(-9.42)
<i>ROA</i>	0.138*** (7.34)	0.133*** (6.99)	0.139*** (5.82)
<i>Growth</i>	-0.000(-0.29)	-0.002(-0.99)	-0.000(-0.22)
<i>TANG</i>	-0.268***(-36.44)	-0.258***(-34.99)	-0.270***(-29.99)
<i>Shl</i>	0.000*** (5.14)	0.000*** (5.48)	0.000*** (4.97)
<i>Intercept</i>	0.265*** (8.58)	0.234*** (7.51)	0.211*** (5.58)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
Adj.R <sup>2</sup>	0.228	0.213	0.229
Observations	8374	8374	8374

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。下表同。

表4 产权性质与企业货币资金持有水平的相关性

	(1)CASH	(2)DCASH
<i>CC</i>	-0.018***(-3.13)	-0.013**(-2.24)
<i>Size</i>	-0.006**(-2.18)	-0.004(-1.59)
<i>Lev</i>	-0.044***(-6.07)	-0.037***(-4.93)
<i>ROA</i>	0.112*** (6.78)	0.088*** (5.12)
<i>Growth</i>	0.003*** (2.68)	0.002* (1.89)
<i>TANG</i>	-0.323***(-36.64)	-0.293***(-31.86)
<i>Shl</i>	-0.000(-0.93)	0.000(0.04)
<i>Intercept</i>	0.522*** (9.31)	0.261*** (4.47)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
Adj.R <sup>2</sup>	0.226	0.240
Observations	8347	8347

### (三)政治关系与私有产权企业货币资金持有

表5反映了私有产权企业政治关系对企业货币资金持有行为的影响。结果显示:在私有产权上市公司中,企业具有的政治关系会显著降低企业的货币资金持有,后者无论是以货币资金持有水平还是去除行业均值的货币资金持有水平来衡量都是如此。这一结论表明,由于拥有政治联系的私有产权企业相比较于无政治联系的私有产权企业具有融资的便利性,更容易获得信贷资源,不需要持有过多的货币资金以预防各种不确定性,而没有政治联系的私有产权企业则会持有更多的货币资金以更好地应对经营中的各种不确定性。这同假设3的预期是一致的。

表 5 私有产权企业政治关系与货币资金持有水平的相关性

	(1)CASH	(2)DCASH
<i>CPC</i>	-0.009*(-1.66)	-0.010*(-1.93)
<i>Size</i>	-0.007*(-1.68)	-0.034***(-8.52)
<i>Lev</i>	-0.024**(-2.16)	-0.036***(-3.13)
<i>ROA</i>	0.064**(2.30)	0.035(1.21)
<i>Growth</i>	0.005**(2.42)	0.004*(1.82)
<i>TANG</i>	-0.311***(-19.35)	-0.283***(-16.74)
<i>Shl</i>	0.000(0.79)	0.002*** (4.63)
<i>Intercept</i>	0.485*** (3.98)	0.782*** (9.47)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
Adj.R <sup>2</sup>	0.192	0.148
Observations	3139	3139

## (四)货币政策波动与企业货币资金持有：关系资本的影响

在前面的研究中我们发现宏观货币政策与企业的产权性质、政治关系对企业货币资金的持有行为具有显著的影响。在此我们进一步探究货币政策对企业货币资金持有行为的影响在不同产权性质以及具有政治关系与否的企业组中是否存在差异。我们首先考察了不同货币政策下企业产权性质对货币资金持有行为的影响,具体检验的结果见表 6。在货币政策紧缩时期,由于信贷资源的减少,国有产权企业与私有产权企业都可能面临不同程度的融资约束,从预防性动机来看,其都会持有更多货币资金以应对不确定,因此其货币资金持有水平不存在显著的差异。而当货币政策处于宽松时期,国有产权企业与私有产权企业面临较小的融资约束,此时私有产权企业可能会减少货币资金的持有,因为在宽松的货币政策下,信贷融资的便利性使得企业没有过多持有货币资金的预防动机,但是对于国有产权企业而言,根据现金持有代理理论与自由现金流理论,管理层可能基于私利持有更多的货币资金,并且这种现金持有的代理行为在外部融资约束小,融资更便利的

表 6 货币政策与企业货币资金持有：产权性质的影响

	非紧缩年度		紧缩年度	
	CASH	DCASH	CASH	DCASH
<i>CC</i>	-0.026***(-3.13)	-0.022**(-2.51)	-0.016(-1.55)	-0.011(-1.02)
<i>Size</i>	0.000(0.04)	0.002(0.50)	-0.010**(-2.42)	-0.007(-1.61)
<i>Lev</i>	-0.047***(-3.96)	-0.036***(-2.89)	-0.018(-1.43)	-0.015(-1.13)
<i>ROA</i>	0.067*** (3.17)	0.060*** (2.70)	0.219*** (5.81)	0.161*** (4.03)
<i>Growth</i>	0.003*(1.78)	0.002(1.35)	0.007*** (2.95)	0.005** (2.17)
<i>TANG</i>	-0.358***(-27.24)	-0.322***(-23.17)	-0.267***(-16.70)	-0.239***(-14.12)
<i>Shl</i>	-0.001***(-2.60)	-0.000(-1.37)	0.000(1.26)	0.000(1.22)
<i>Intercept</i>	0.384*** (4.32)	0.141(1.50)	0.552*** (6.20)	0.269*** (2.85)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R <sup>2</sup>	0.236	0.256	0.222	0.261
Observations	4857	4857	3490	3490



时候更为明显。所以表6的检验结果显示,在货币政策宽松时期,国有产权企业相比于私有产权企业会显著地更多持有货币资金,而在货币政策紧缩时期,其二者货币资金持有行为并不存在显著差异,这其中的原因与国有产权企业存在更为严重的管理层代理问题有着密切联系。

接下来我们进一步考虑不同货币政策下私有产权企业政治联系对货币资金持有行为的影响,具体检验的结果见表7。结果显示,在货币政策紧缩时期,是否具有政治关系对私有产权企业货币政策持有行为具有显著的负向影响(回归结果接近10%的显著性水平),即具有政治关系的企业会显著地更少持有货币资金。这其中的原因在于,当货币政策紧缩时,由于信贷资源减少,私有产权企业面临较大的融资约束,但是在中国当前的制度背景下,那些有政治关系的企业能够凭借密切的政府关系获得稀缺的信贷资源,在一定程度上缓解企业面临的融资约束,因此从预防性动机来分析,其持有货币资金的水平要低于那些没有政治关系而面临更严重融资约束的企业。而当货币政策放开时,由于银行可信贷资源的增加,私有产权企业面临的融资约束缓解,在融资相对便利的环境下,政治关系在企业融资中的边际效用可能会下降,因此在货币政策宽松时期,是否具有政治关系的私有产权企业在面临融资约束的差异上会显著低于货币政策紧缩时期,所以基于预防动机的货币资金持有水平在货币政策宽松时期的差异也会显著低于货币政策紧缩时期的差异。这与假设3的分析相一致。

表7 货币政策与企业货币资金持有:政治关系的影响

	非紧缩年度		紧缩年度	
	CASH	DCASH	CASH	DCASH
<i>CPC</i>	-0.001(-0.23)	-0.007(-1.01)	-0.017*(-1.65)	-0.016(-1.49)
<i>Size</i>	0.010(1.32)	-0.030***(-4.05)	-0.025***(-3.39)	-0.039***(-5.91)
<i>Lev</i>	-0.026(-1.35)	-0.048**(-2.33)	-0.017(-0.87)	-0.028(-1.32)
<i>ROA</i>	0.063*(1.76)	0.013(0.33)	0.244*** (3.53)	0.191*** (2.62)
<i>Growth</i>	-0.001(-0.33)	-0.002(-0.73)	0.014*** (3.55)	0.013*** (3.15)
<i>TANG</i>	-0.357***(-14.52)	-0.301***(-11.14)	-0.236***(-7.65)	-0.216***(-6.62)
<i>Shl</i>	-0.000(-0.55)	0.002*** (2.80)	0.001*(1.87)	0.002*** (2.90)
<i>Intercept</i>	0.223 (1.30)	0.720*** (4.56)	0.813*** (4.43)	0.839*** (6.20)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R <sup>2</sup>	0.221	0.126	0.241	0.212
Observations	1804	1804	1335	1335

## 六、研究结论

以往文献主要从微观企业内部的层面来研究企业的货币资金持有,忽略了宏观层面(如经济政策)对微观企业货币资金持有行为的影响。本文选择以2004~2011年间沪深证券交易所上市公司为研究样本,从宏观层次来研究货币政策对微观企业货币资金持有行为的影响。研究结果发现:货币政策会显著影响企业的货币资金持有。货币政策紧缩时期,基于预防动机企业会更多地持有货币资金。同时本文结合了中国制度背景,考虑了关系资本对企业货币资金持有的影响。从产权关系出发,研究发现,国有产权企业相比于私有产权企业会更多地持有货币资金,并且在货币政策宽松时更为明显;从私有产权政治关系出发,相比于具有政治关系的私有产权企业,那些不具有政治关系的私有产权企业基于预防性动机的需要,会更多地持有货币资金,并且在货币政策紧缩时

更为显著。本文的研究结果证实了宏观的货币政策对微观的企业货币资金持有行为会有显著的影响,同时在中国的制度背景下,这种影响受到了非市场因素的调节,如产权关系、政治关系等。本文的研究结果支持了企业现金持有的预防性动机理论、代理理论以及自由现金流理论等。

本文的研究具有如下政策含义。第一,中国的“关系型”社会现实。同样的宏观政策(货币政策)对不同微观主体的影响可能存在显著差异,而且这种差异可能不是基于市场原则,而是基于社会关系(如政治关系、产权归属关系)等非市场原则,因此政策制定当局应当充分考虑这种非市场原则对宏观政策执行效果的冲击。第二,国有产权企业存在的管理层与所有者之间的代理问题导致企业行为的非理性,影响了企业的效率,如何改善这种代理冲突是监管当局需要考虑的现实问题。在我国制度不够完善的情况下,民营企业通过政治联系这种隐性“契约”,可以获取相应资源,对促进民营企业的发展有一定的作用,但完善相关的市场制度,保护产权,为企业发展营造一个更良好的市场环境显得更为重要。

企业的现金持有行为不仅受自身基本面以及行业特征的影响,同时也会受到外界宏观经济政策与经济环境的影响,本文主要从宏观经济政策(货币政策)角度研究企业现金持有行为,而对于宏观环境可能引发的投机机会等方面因素,需要我们后续进行研究。

#### 参考文献

- 代光伦、邓建平、曾勇(2012):《货币政策、政府控制与企业现金持有水平的变化》,《投资研究》,第11期。
- 胡国柳、蒋永明(2005):《现金持有决策的影响因素——来自B股公司的经验证据》,《湖南大学学报(社会科学版)》,第6期。
- 罗琦、许俏晖(2009):《大股东控制影响公司现金持有量的实证分析》,《统计研究》,第11期。
- 孙进军、顾乃康(2010):《公司特征、股权结构与现金持有量》,《广东金融学院学报》,第2期。
- 辛宇、徐莉萍(2006):《公司治理机制与超额现金持有水平》,《管理世界》,第5期。
- 杨兴全、孙杰(2007):《企业现金持有量影响因素的实证研究——来自中国上市公司的经验证据》,《南开管理评论》,第6期。
- 张人骥、刘春江(2005):《股权结构、股东保护与上市公司现金持有量》,《财贸经济》,第2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., J. Qian and M. Qian (2005): “Law, Finance and Economics Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, 57–116.
- Baumol, W. (1952): “The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach”, *Quarterly Journal of Economics*, 66, 545–556.
- Faccio, M., R. Masulis and J. McConnell (2006): “Political Connections and Corporate Bailouts”, *Journal of Finance*, 61, 2597–2635.
- Faulkender, M. (2002): “Cash Holdings among Small Business”, SSRN Working Papers, Washington University, St. Louis.
- Gordon, R. and W. Li (2003): “Government as a Discriminating Monopolist in the Financial Market: The Case of China”, *Journal of Public Economics*, 87, 283–312.
- Harford, J., S. Mansi and W. Maxwell (2008): “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US”, *Journal of Financial Economics*, 87, 535–555.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Keynes, J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Kraus, A. and R. Litzenberger (1973): “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *Journal of Finance*, 28, 911–922.
- Li, H., L. Meng, Q. Wang and L. Zhou (2008): “Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms”, *Journal of Development Economics*, 87, 283–299.
- Miller, M. and D. Orr (1966): “A Model of the Demand for Money by Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 80, 413–35.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson (1999): “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Pinkowitz, L., R. Stulz and R. Williamson (2006): “Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis”, *Journal of Finance*, 51, 2725–2751.

(责任编辑:程 炼)