

财务柔性、企业规模和企业价值的相关性

黎精明(教授), 王溶健

【摘要】提升企业价值是企业最基本的利益诉求。以2011~2015年为研究期间,深沪两市A股上市公司为样本,环境不确定性为基本视角,探究企业储备的财务柔性和企业规模与企业价值的相关性。研究发现:企业储备适量财务柔性可以提升其价值;不确定的环境会阻碍企业价值的提升,但这种负面影响可以通过储备相应的财务柔性来抑制或消除;企业追求规模效益,会对其价值提升产生阻碍作用,但储备财务柔性可以削弱该作用。

【关键词】财务柔性; 企业价值; 环境不确定性; 企业规模

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2017)23-0046-6

一、引言

当前经济仍然受2008年次贷危机的影响,处于复苏阶段,从2015年年初开始,国内经济开始转型,进入经济新常态,经济增长水平由高速增长转变为中高速增长,经济下行压力大,经济环境充满着较大的不确定性。企业战略发展面临危机,很多风险抵御能力弱的企业因无法承受当前经济环境的影响而出现大量不良资产,风险抵御能力强的企业却能实现“弯道超车”的跨越式发展。在这种充满不确定性的经济环境下,企业可以通过储备财务柔性,充分利用其“预防”和“利用”两大功能,既可以避免环境风险的不利冲击,又可以抓住有利机会,使得企业避免陷入财务危机。另外,现实中存在企业利用机会扩大规模时过度注重“量”而忽视“质”的现象,其集中表现就是企业通过减少财务柔性储备来实现规模扩张,应对财务柔性储备问题做更深入、辩证的研究。

鉴于此,本文拟研究财务柔性、企业规模和企业价值的相关性,以期了解财务柔性和企业规模对企业价值的影响,在此基础上,进一步研究财务柔性与企业规模的交互作用对企业价值的影响,以便为企业优化财务管理提供决策参考和智力支持。

二、理论分析及研究假设

(一)环境给定时财务柔性与企业价值的相关性
在众多的研究中,马春爱(2009)认为,根据财务

柔性的来源,持有大量现金会产生相应的机会成本和代理成本。保持低负债率虽然降低了企业的财务风险并且拥有提高负债率或者筹集资金的能力,但根据含所得税的MM理论,因举债而支付的利息可以抵税,因此举债越少,抵税收益就越小。但Byoun(2008)认为,企业可以在关键时刻利用财务柔性来帮助其实现企业价值最大化。由于存在信息不对称等因素,完美的资本市场在现实中并不存在,导致企业将面临融资约束,而存在严重融资约束的企业外部融资成本较大,通过自有资金解决融资问题便成为最佳选择,所以企业通过提高现金持有率来储备财务柔性,不仅能应对融资约束问题,而且还使得企业能及时把握好的投资机会。另外,尽管存在融资约束,但企业通过保持较低负债率,降低其经营风险,同样使得企业在未来不确定环境中拥有一定的外部融资能力,也是企业正常经营的保障和对机遇的把握能力。因而,企业可以利用财务柔性对未来不确定性因素的“预防”功能和在未来不确定环境中对投资机会的“利用”功能,提升企业投资效率,使得企业拥有实现价值最大化的能力,或者说可以提升企业价值。以此推断,尽管储备一定财务柔性会增加企业的机会成本和代理成本,但从发展战略层面来看,储备财务柔性可以帮助企业在不确定环境中渡过难关并把握投资机会,故本文提出以下假设:

假设1:财务柔性与企业价值呈正相关关系,并且显著相关。

（二）不确定环境中财务柔性和企业价值的关系

目前,我国经济正处于转型阶段,其中包括产业结构调整,经济环境的不确定性是这一阶段最主要的特征之一,其对各行各业的影响大同小异。从2008年次贷危机中就可以看出财务柔性在不确定环境中的重要性。企业所面临的环境不确定性来自微观环境和宏观环境,微观环境又分为企业自身和企业所在的行业。

Baum和Ozkan(2006)从企业自身风险和宏观经济风险的层面进行研究,发现环境不确定性越大,企业的现金持有水平越高。Ferreira和Vilela(2004)在研究中发现,在不确定事件发生时,企业储备的财务柔性可以帮助企业渡过财务危机或者减少企业的损失,能保证企业的稳定经营,并以此增加企业价值。Cummins(2004)同样发现,在不确定环境中,企业会持有一定的现金以应对融资需求,环境的不确定性与企业持有现金的水平存在一定的关系。企业会根据对未来环境风险的预测来储备适量的财务柔性,未来不确定性越大,企业储备的财务柔性就会越多。一方面是防止企业因受到不确定环境的冲击而陷入财务危机,进而尽可能地减少企业损失;另一方面,风险与机遇共存的环境中,由于存在融资约束,企业能提高其把握投资机会的能力。据此,本文推断,在面对不确定环境时,企业可以通过储备适量财务柔性以应对风险,并且有助于提升企业价值,故本文提出以下假设:

假设2:在不确定环境中,财务柔性与企业价值呈正相关关系,并且环境的不确定性越大,财务柔性与企业价值的相关性越强。

（三）企业规模对财务柔性和企业价值的影响

刘明旭(2014)在分析融资约束和财务柔性关系时发现,在不确定环境中,相对小规模企业而言,大规模企业具有更强的融资能力,财务柔性的水平更低。换言之,大规模企业本身具有应对环境风险的能力,不需要储备较多财务柔性来增强企业的未来融资能力。相反,小规模企业对机会的把握能力相对较弱,由于信息不对称、资产小、融资成本较高等因素,没有迅速抓住机会的能力,小规模企业更需要储备一定财务柔性以增强企业抵御风险的能力。但王满(2015)在研究财务柔性和企业价值的关系时发现,企业的规模越大,对企业价值提升的阻碍作用越大。企业在扩大规模时,更多地关注规模的扩大,忽略了投资效益,形成规模递减效应,即企业的经济效益增量小于企业规模的增量,在这种情况下,不仅威胁企

业未来发展,而且阻碍企业价值的提升,主要表现在两个方面:一方面,企业的资源分配效率低;另一方面,企业通过举债作为扩大规模的资本,增加了企业的经营风险。据此,本文推断,尽管大规模企业可以利用其优势进行融资以应对风险,但盲目的投资以及负债率的提高有可能使企业处于“亚健康”状态,不利于企业价值的提升,因而大规模企业仍需要储备一定财务柔性以降低风险。据此,本文提出以下假设:

假设3:企业规模越大,储备财务柔性越有助于企业价值的提升。

三、研究设计

（一）样本选择

本文以深沪两市A股上市公司2010~2015年的数据为样本,进行实证研究。为了避免对相关性的影响,对数据进行了以下筛选:①根据资产结构的不同,剔除金融行业的上市公司;②剔除2010~2015年期间被执行ST或*ST的上市公司;③剔除数据不完整以及数据异常的上市公司。经过以上步骤的筛选,得到2010~2015年间5125个数据观测值,并且剔除两端1%极端值以减小极端值对相关性的影响。本文样本数据均来自国泰安数据库,用Excel对数据进行收集和处理,再用SPSS 19进行描述性分析、相关性分析和多元回归分析。

（二）研究模型及变量设计

1. 被解释变量。在企业战略发展中,其目的是可持续发展并实现企业价值最大化,在企业价值的研究中,衡量企业价值的指标有:净资产收益率(ROE)、市净率、经济增加值(EVA)、Tobins'Q值。由于Tobins'Q值能客观地反映企业价值,因而被学者广泛采用。笔者在本文中亦采用Tobins'Q值衡量企业价值。

2. 解释变量。衡量财务柔性的水平,本文采用曾爱民、傅元略和魏志华(2011)的做法,认为财务柔性包括现金柔性和负债柔性,即财务柔性=负债柔性+现金柔性。其中,负债柔性=同行业的平均负债水平-企业负债水平,现金柔性=企业现金持有水平-同行业平均现金持有水平。根据财务柔性的属性,企业一般都会预先储备财务柔性,这样才能充分体现财务柔性应对环境不确定性的功能,因此,本文采用前一期年末数据作为财务柔性的衡量标准。

企业发展所处的环境包括自身风险、所在行业风险、整个宏观环境的不确定,因而对于环境不确定

性的衡量,本文借鉴万良勇、饶静(2013)的方法,即从企业、行业、宏观三个层次来衡量环境的不确定性,其中企业不确定性的衡量标准是近三年净利润率的标准差/均值,行业不确定性衡量标准是行业内各企业不确定性的均值,宏观层面不确定性由每年的CPI的方差衡量。对企业规模的衡量,一般是采用年末总资产的自然对数

3. 控制变量。为了更准确地分析企业价值和财务柔性之间的关系,分别从企业发展能力角度和企业治理角度引入控制变量,以减少其他因素对企业价值的影响。企业未来发展前景对企业价值会有一定影响,就企业发展能力而言,营业收入增长率(Growth)反映企业营业状况的变动趋势,能够体现企业的发展前景,由此,本文引入营业收入增长率作为控制变量;企业治理亦会对企业价值产生影响,股东和独立董事对企业的治理起决定性的作用,然而股权集中度决定了股东对企业的控制程度;另外,独立董事对企业内部控制也起着关键性的作用。因而,本文引入前5位股东股权集中度(Herf5)和独立董事比例(DIR)作为控制变量。在我国,有国企和非国企之分,性质不同,为区分国企和非国企,引入控股股东性质(Fcont)作为控制变量。

综上,本文所有变量定义及计算方法如表1所示。

表1 变量定义及计算方法

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	Tobins'Q	企业价值	(流通股股数×流通股价格+非流通股股数×每股净资产+负债账面价值)/总资产账面价值
	FF	财务柔性	现金持有水平=年末持有现金/年末总资产;负债水平=年末资产负债率
解释变量	UM	宏观不确定性	各月CPI指数方差
	UI	行业不确定性	行业内各企业近三年净利润率的离差率均值
	UF	企业不确定性	企业近三年净利润率离差率
	LnFix	企业规模	企业年末总资产的自然对数
控制变量	Growth	营业收入增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	Herf5	前5位股东股权集中度	前5位股东持股数/总股数
	DIR	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
	Fcont	控股股东性质	控股股东性质属国有取1,否则取0

4. 模型设计。本文借鉴王满(2015)分析财务柔性与企业价值的关系模型,建立以下模型:

$$\text{Tobins'Q} = c + \alpha_1 \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{LnFix}_{i,t} + \alpha_3 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_4 \text{Herf5}_{i,t} + \alpha_5 \text{DIR}_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Tobins'Q} = c + \alpha_1 \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{UM}_{i,t} + \alpha_3 \text{UI}_{i,t} + \alpha_4 \text{UF}_{i,t} + \alpha_5 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_6 \text{UM}_{i,t} \times \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{UI}_{i,t} \times \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_8 \text{UF}_{i,t} \times \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_9 \text{Herf5}_{i,t} + \alpha_{10} \text{DIR}_{i,t} + \alpha_{11} \text{Fcont}_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{Tobins'Q} = c + \alpha_1 \text{LnFix}_{i,t} + \alpha_2 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_3 \text{LnFix}_{i,t} \times \text{FF}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{Herf5}_{i,t} + \alpha_5 \text{DIR}_{i,t} + \alpha_6 \text{Fcont}_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

对模型进行多元回归分析时,模型(1)用于检验假设1,若 α_1 为正数,则证明假设1成立,说明财务柔性与企业价值正相关,即储备财务柔性越大,企业价值越大;模型(2)用于检验假设2,若 α_2 为正,则证明假设2成立,说明环境不确定性越大,增加财务柔性越能增加企业价值;模型(3)用于验证假设3,若 α_3 为负,则假设3成立,说明企业规模越大,储备财务柔性越有助于企业价值的提升。

四、实证分析

(一)描述性统计

本文对总样本进行描述性统计,具体结果如表2所示:

表2 总样本描述性统计

	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	样本量
Tobins'Q	2.218	1.573	19.593	0.295	2.165	5215
FF	0.013	-0.013	1.378	-2.074	0.293	5215
UM	0.330	0.171	0.714	0.074	0.259	5215
UF	0.269	0.302	10.777	-10.938	1.491	5215
UI	0.265	0.263	1.476	-1.176	0.156	5215
LnFix	21.928	21.839	26.426	17.663	1.167	5215
DIR	0.370	0.333	0.667	0.182	0.053	5215
Growth	0.310	0.095	81.895	-0.959	2.407	5215
Herf5	0.168	0.137	0.800	0.000	0.123	5215

通过表2可以看出,我国上市公司的Tobins'Q值均值为2.218,大于零,并且大于中位数1.573,说明上市公司基本上实现了公司增值的目标;上市公司财务柔性FF均值为0.013,中位数为-0.013,表明上市公司财务柔性平均储备不够,受到的重视仍然不够;从股权集中度的角度来看,其均值为0.168,中位数为0.137,表明大部分上市公司前5位股东股权集中度比较低,有利于公司的经营和管理。

表 3

总样本相关性分析

	Tobins'Q	DIR	LnFix	Growth	Herf5	UM	UF	UI	FF
Tobins'Q	1								
DIR	0.086***	1							
LnFix	-0.471***	-0.028**	1						
Growth	0.048**	0.015	0.001	1					
Herf5	-0.088***	-0.009	0.237***	0.012	1				
UM	-0.236***	-0.048***	-0.138***	0.010	0.036***	1			
UF	-0.064***	-0.028**	0.083***	0.003	0.026*	0.022	1		
UI	-0.042***	0.005	-0.030**	0.029**	0.021	0.196***	0.104***	1	
FF	0.241***	0.013	-0.319***	-0.015	0.078***	0.036***	0.031**	0.012	1

注: *、**和***和分别表示在 10%、5%和 1%(双侧)的水平上显著相关。下同。

(二)相关性分析

表 3 报告了各模型中主要变量间的相关性系数。从表 3 可以看出,企业价值 Tobins'Q 值与其他变量均存在显著相关性,且与财务柔性 FF 显著正相关,初步验证了假设 1;与企业规模 LnFix 显著负相关,说明企业规模越大,越不利于提升企业价值;与宏观不确定性 UM、公司不确定性 UF 和行业不确定性 UI 均显著负相关,表明环境风险越大,对提升企业价值的阻碍作用越大,上市公司对风险的预防和投资机会的把握能力有待提升。

另外,财务柔性 FF 与企业规模 LnFix 显著负相关,表明企业规模越大,对财务柔性的重视程度越低;与宏观不确定性 UM 和企业不确定性 UF 显著正相关,和行业不确定性 UI 没有显著相关性,表明宏观环境和公司环境的不确定性会促使公司储备财务柔性来应对风险。

(三)多元回归分析

在以上分析基础上,结合模型(1)~(3)对总体样本进行多元回归分析,以验证所提出的假设。分析结果如表 4 所示。

从模型(1)的回归结果可以看出,验证模型拟合程度的 R^2 为 0.239、 $Adj.R^2$ 为 0.238、F 值为 326.644,并且在 1%的水平上显著,说明模型(1)中各解释变量和控制变量能较好地反映被解释变量的变动;同时模型(1)中的膨胀因子 VIF 小于 10,说明解释变量和控制变量间不存在共线性问题。在模型(1)中,财务柔性 FF 的回归系数为 0.741,且在 1%的水平上(双侧)显著,说明企业价值 Tobins'Q 与财务柔性 FF 正相关,即企业可以

表 4 环境不确定性、企业规模、财务柔性和企业价值关系的回归结果

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	系数	VIF	系数	VIF	系数	VIF
C	18.930*** (0.000)		2.129*** (0.000)		18.867*** (0.000)	
FF	0.741*** (0.000)	1.146	-2.967*** (0.000)	5.183		
UM			-1.953*** (0.000)	1.048		
UF			-0.096*** (0.000)	1.100		
UI			0.076*** (0.673)	1.053		
FF×UM			2.939*** (0.000)	3.252		
FF×UF			0.016 (0.807)	1.110		
FF×UI			0.098 (0.869)	3.836		
LnFix	-0.814*** (0.000)	1.207			-0.811*** (0.000)	1.218
FF×LnFix					0.035*** (0.000)	1.155
Growth	0.044*** (0.000)	1.001	0.048*** (0.000)	1.003	0.044*** (0.000)	1.001
Herf5	0.144 (0.517)	1.090	-1.534*** (0.000)	1.024	0.144 (0.517)	1.090
DIR	2.953*** (0.000)	1.001	2.725*** (0.000)	1.005	2.958*** (0.000)	1.001
Fcont	控制		控制		控制	
R^2	0.239		0.155		0.239	
$Adj.R^2$	0.238		0.153		0.238	
F 值	326.644***		86.557***		326.858***	
N	5214		5214		5214	

注:括号内表示 t 值。

通过提升较大财务柔性储备来提升企业价值。尽管持有现金会增加代理成本和机会成本,保持较低负债率并不能满足股东风险经营的意愿,但分析结果表明,储备财务柔性在未来经营中不仅可以弥补因储备财务柔性而付出的代价,而且还能使企业具备实现企业价值最大化的能力,验证了假设1。企业规模LnFix的回归系数为-0.814,且在1%的水平上(双侧)显著,说明企业价值Tobins'Q与企业规模显著负相关,表明我国上市公司存在盲目追求规模效益而忽略投资效益的现象,即扩大企业规模会阻碍企业提升企业价值。控制变量中,独立董事比例DIR的回归系数为2.953,且在1%的水平上(双侧)显著,说明企业价值Tobins'Q与独立董事比例显著正相关,即企业可以通过提高独立董事比例来提升企业价值。

从模型(2)的回归结果可以看出,验证模型拟合程度的 R^2 为0.155、Adj. R^2 为0.153、F值为86.557,并且在1%的水平上(双侧)显著,说明模型(2)中各解释变量和控制变量能较好地反映被解释变量的变动;同时模型(2)中的膨胀因子VIF均小于10,说明解释变量和控制变量间不存在共线性问题。在模型(2)中,宏观不确定性UM和企业不确定性UF的回归系数分别为-1.953和-0.096,且在1%的水平上(双侧)显著,说明它们与企业价值Tobins'Q显著负相关,即宏观环境和企业自身环境的不确定性对企业存在威胁,究其原因,可能是企业不重视财务柔性储备,使得企业风险抵御、把握机会和融资的能力变弱;财务柔性、宏观不确定性、公司不确定性和行业不确定性的交乘项FF×UM、FF×UF和FF×UI的回归系数中,只有FF×UM的回归系数为2.939,且在1%的水平上(双侧)显著,说明FF×UM与企业价值Tobins'Q显著正相关,即在宏观环境存在较大不确定性时,企业可以通过储备财务柔性增强企业预防风险和把握投资机会的能力,以提升企业价值,验证了假设2;另外也说明企业可以通过其他方式来应对行业环境和公司环境的不确定性,比如提升经营管理绩效、提高生产效率等。

此分析结果表明,环境的不确定性对企业价值的提升有消极作用,但企业应对宏观环境和微观环境的策略不同,其原因在于相对微观环境而言,宏观环境的不确定性更难预测与把握,而且宏观环境的变化对企业的发展有巨大的冲击力,会波及整个价值链。因而,通过储备财务柔性来保证企业的“血液”——现金的正常循环,不仅可以保障企业的正常

经营,还能够减少宏观环境不确定性的不利影响和价值链中其他企业的冲击。对于微观环境,即行业环境和企业自身环境的不确定性,可以通过历史数据进行预测,也是企业制定发展战略的重要依据,因而企业通过储备财务柔性以应对微观环境的不确定性代价太大,更多的是从战略管理层面着手,应对行业和企业自身环境的变化。

从模型(3)的回归结果可以看出,验证模型拟合程度的 R^2 为0.239、Adj. R^2 为0.238、F值为326.858,并且在1%的水平上(双侧)显著,说明模型(3)中各解释变量和控制变量能较好地反映被解释变量的变动;同时模型(3)中的膨胀因子VIF均小于10,说明解释变量和控制变量间不存在共线性问题。在模型(3)中,财务柔性与企业规模的交乘项FF×LnFix的回归系数为0.035,且在1%的水平上(双侧)显著,说明其与企业价值Tobins'Q显著正相关,即企业在扩大规模的同时,可以储备财务柔性以减弱企业规模的扩大对提升企业价值的阻碍作用,假设3成立。也表明了风险与机会并存的环境中,尽管较大的企业规模可以抵御一定的风险,但由于其缺乏灵活性,对环境变化的应变能力较差,在变化的环境中,企业就会错失良好的机会,因而储备一定的财务柔性,可以提升企业把握投资机会的能力。另外,企业储备财务柔性会产生机会成本和代理成本,为了弥补成本,企业会提高投资效率,以期实现企业规模递增效应,即利润的增长大于企业规模的增长,最终实现企业价值最大化。

(四) 稳健性检验

为了保证文中假设及结论的准确性,本文除了以Tobins'Q值衡量企业价值,还采用上市公司年平均股值来衡量企业价值,并且采用张长城(2015)提出的以现金周转期和有息负债率来替代现金持有率和资产负债率,其中现金周转期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数;有息负债率即有息负债占总负债的比率,其验证结果一致,说明前述回归结论是稳健的。

五、结论与启示

本文通过相关性分析和多元回归分析研究了环境不确定性、企业规模、财务柔性与企业价值的关系,结果表明:①在企业的发展中,储备一定的财务柔性有利于企业应对环境风险,并且能保持一定的融资能力以把握不确定环境中的机会,最终达到提升企业价值的目标;②企业所面临环境的不确定性

越大,越对提升企业价值存在阻碍作用,说明企业对风险的预测和预防机制不够成熟,并且缺乏对机会的把握,受环境影响较大;③企业在追求规模效益的同时,忽略了固定资产投资的效率,不仅没有提升企业价值,反而对企业价值产生阻碍作用,其原因可能在于扩大规模而负债累累,资产负债率偏高;④在对环境风险性预测的基础之上,储备合适的财务柔性可以增强企业的风险预防能力和把握机遇的能力,以提升企业价值;⑤企业在追求规模效益的同时,要注重投资效率与效益的平衡,并且储备适量的财务柔性以提高企业关键时刻的融资能力,抵御风险并且把握机会。

本文研究结果可以为我国上市公司在应对环境不确定性冲击以及财务政策优化选择方面提供以下启示:①企业不能盲目地储备财务柔性,否则会因占用资金过多、代理成本上升、低负债率而导致资金周转效率低,大大降低企业的经营管理效率。②在宏观环境、行业环境和企业环境的不确定性中,宏观环境的不确定性对企业的影响更大,因而应储备合适的财务柔性以应对宏观环境的不确定性。另外,企业可以通过企业合并等来应对行业风险,并且在企业内部制定与企业发展相适应的绩效管理体系统,以提升企业经营管理效率。③企业追求规模效应时,要保障合适的财务柔性,保证在健康的资金周转的基础之上保持一定的现金持有率,并且在保障正常投资的基础上保持较低的负债率,特别是有息负债率。

本文研究也存在以下不足:①模型中衡量企业价值、财务柔性以及环境不确定性的指标是否具有说服力,需要进一步验证;②以金融行业以外的上市公司为研究对象,没有进行分类,而对于不同行业,公司结构、国家政策等可能不一样,对结果可能会产生一定影响。

鉴于此,后续研究方向主要有:①比较并论证各项指标的衡量标准,使其具有代表性,完善研究模型;②对不同行业进行类别分析,提高结论的可靠性;③对国有和非国有上市公司分别进行分析,使得

结论更加完善。

主要参考文献:

马春爱. 中国上市公司资本结构调整行为研究:一个财务弹性的视角[J]. 财经论丛,2009(6).

Baum C. M., Ozkan N.. The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-financial Firms' Demand for Liquidity [J]. Review of Financial Economics,2006(4).

Ferreira M. A., Vilela A. S.. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from Emu Countries [J]. European Financial Management,2004(2).

刘明旭,向显湖. 环境不确定性、企业特征与财务柔性[J]. 宏观经济研究,2014(4).

王满. 环境不确定性、财务柔性与企业价值[J]. 财经问题研究,2015(6).

曾爱民,傅元略,魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备和公司融资行为[J]. 金融研究,2011(10).

万良勇,饶静. 不确定性、金融危机冲击与现金持有价值[J]. 江西财经大学学报,2013(5).

张长城. 经济发展新常态、财务柔性与企业财务柔性管理[J]. 宏观经济研究,2015(9).

韩鹏. 基于财务弹性指数的最佳现金持有量测度[J]. 财会月刊,2014(5).

王满,许诺. 融资约束、财务柔性与企业投资不足[J]. 财经问题研究,2016(9).

王家庭,赵亮. 我国上市公司的融资约束及其影响因素的实证分析[J]. 产业经济研究,2014(3).

王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究,2013(7).

黄世忠. 财务弹性与企业投资的关系研究[J]. 管理评论,2013(6).

魏锋,刘星. 融资约束、不确定性对公司投资行为的影响[J]. 经济科学,2014(2).

作者单位: 武汉科技大学管理学院, 武汉 430081