

房价、融资约束与企业现金持有行为

——基于财务柔性视角

黎精明(教授), 李欣

【摘要】采用2011~2016年我国制造业上市公司数据,从财务柔性视角研究融资约束下房价对企业现金持有行为的影响。结果发现:我国制造业上市公司存在较高的融资约束,高融资约束的核心表现是高现金—现金流敏感性,并且民营企业融资约束程度大于国有企业,中小企业融资约束程度大于规模以上企业;房价上涨能够显著降低制造业上市公司的现金—现金流敏感性,从而缓解企业融资约束;存在高融资约束的情景下,企业具有较强的现金—财务柔性敏感性,并且房价作为外生变量会增强这种敏感性。制造企业应根据内外部环境变化及时调整现金柔性储备,使现金效用最大化。

【关键词】融资约束; 现金—现金流敏感性; 现金—财务柔性敏感性; 房价

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)04-0009-7

一、引言

近十年国内房价飞涨的同时,土地、房租、用工成本也随之不断攀升,这使我国制造业之前所具有的低成本优势迅速消逝。高房价让很多实业选择“脱实向虚”。然而事件的影响往往具有两面性,高房价引起的房产价值上升也显著提升了企业通过抵押房产来获得债务融资的能力,这无疑有助于缓解企业的融资约束。既然如此,在制造企业融资难、融资贵问题日益凸显的当下,如果高房价能够显著缓解其融资约束,这或许能对企业生产活动产生一定的正向促进效应。

本文拟从微观层面探讨高房价对缓解制造企业融资约束所发挥的积极效应。鉴于企业融资约束的缓解会导致现金持有行为的变化,而财务柔性理论赋予了企业现金持有行为更多的解释,故本文将从财务柔性视角探讨房价变动对企业现金持有行为的影响,并试图为制造企业摆脱融资困境指明逆向思维方向。

二、理论分析与研究假设

(一) 现金持有与财务柔性储备

现金持有决策是公司理财的核心工作之一。有序融资理论认为,企业因信息不对称等原因产生了高额的外部融资成本,这会迫使其放弃某些净现值为正的投资项目,进而产生投资不足问题,这是融资约束的必然产物。而保证充足的现金储备是缓解此类融资约束的重要手段。Ferreira、Vilela^[1]认为,当企业面临外部融资困境时,缓解财务困境的主要方式便是储备充足的现金,因为预留充足的现金不仅能够弥补危机到来时的资金短缺,更能够保证投资项目的平稳推进,进而提升企业价值。顾乃康、孙进军^[2]和曾爱民等^[3]也认为,企业财务具有现金柔性,能减轻金融危机对其投资活动的冲击。通过研究危机后的企业现金持有行为发现,由于管理层风险厌恶感加深,经历危机之后的企业更倾向于放弃某些投资机会,转而提高现金柔性水平,以应对未来不确定性风险。这些研究表明,通过现金柔性储备来抵御危机

【基金项目】湖北省科技厅软科学研究基金项目(项目编号:2017ADC116)

具有可行性和有效性。

然而,即便是在融资约束背景下,企业的现金柔性储备也并非越多越好。现代企业权衡理论认为,企业应当以股东利益最大化为准则来持有现金,这就需要其在现金持有成本与现金柔性收益之间进行权衡。代理理论则认为,现金流赋予了管理者高度的自由与安全感,在信息不对称与利益驱使下,他们会背离股东意愿,利用自由现金流过度投资^[4],因此,从代理理论视角看,企业不应持有高额现金。财务柔性理论认为,保持适当的现金柔性不仅能帮助企业有效降低未来的不确定性,还能抓住更多有利的投资机会,进而实现企业价值最大化^[5]。

综上所述,企业理应具有一个相对合适的现金持有量,且现金持有量应具有一定波动性。事实上,企业现金持有量决策应当是一个以现金边际效用最大化为准则的动态调整过程,且其必然和企业所处内外部环境变化休戚相关。由此可以预期:①当外部环境变化难以预测且企业财务柔性水平较低时,企业会增加现金柔性储备以应对日后非预料资金流出,降低企业陷入财务困境的概率;当企业陷入财务困境的概率降至较低水平后,企业又会将现金持有增速放缓或减持一定量的现金以降低内部现金持有成本。②当外部环境变化可预测性增强且财务柔性水平较高时,企业会减持部分现金以降低现金持有成本。无论出现这其中的哪种情况,都意味着企业现金持有量会随着环境的变化而进行策略性调整,换言之,即企业当期的现金持有决策与其现有的财务柔性水平高度相关。企业财务柔性水平越高,其抵御外部环境不确定性风险的能力越强,增持1元现金带给企业的边际效用越少,企业越不愿意增持过多现金。这意味着,企业当期现金持有变化对企业已有的财务柔性储备存在着较强的敏感性,并且两者为负相关关系。据此,本文提出假设1:

假设1:企业当期现金持有变化与前期财务柔性储备负相关,即表现出较强的现金—财务柔性敏感性。

(二)房价与现金—现金流敏感性

房价对实体经济产生了两方面的影响:①抵押效应(或曰流动性效应),即房价上涨能够提高企业房产价值,从而提高其负债能力,缓解其面临的融资约束^[6]。国内外学者对此效应已经做了多角度探讨。Chaney等^[7]、曾海舰^[8]从微观角度解释了房价上涨对实体经济的影响,他们认为,房价通过抵押担保渠

道影响企业投资与负债,并且融资约束程度越高,投资对抵押品价值的敏感性越强。韩月明^[9]则基于财务柔性的理论视角探讨了企业房产价值对其现金持有行为的作用,高房产价值增强了企业的负债柔性,此时,企业通常会降低现金柔性储备以保证财务柔性总量的均衡。然而,房价上涨对企业的抵押效应并不都是正向的。吴意^[10]通过研究发现,尽管房价上涨缓解了企业融资约束,使得其新增投资增加,但同时企业房地产投资比例也将加大,投资结构变化所引发的过度投资问题将导致企业投资效率下降。②挤出效应(或曰杠杆效应),即因房地产业投资回报率提升而导致对其他产业的投资减少。但对于房地产业投资是否挤出实体经济投资的问题尚存在争论,例如,陆桂贤、许承明^[11]从宏观角度针对制造业的研究发现,房地产投资对制造业投资并不存在挤出效应,反而房地产温和增长能够促进制造业投资的增长;然而,张荣佳、顾振华^[12]从微观角度进行研究发现,正是因为房价上涨在民营企业中发挥了抵押效应,促进民营企业投资增长,致使资本品价格提升,进而缩小了国有企业的投资规模,这对国有企业确实存在挤出效应。基于国内外学者已有的研究成果,我们有理由相信房价上涨能够降低企业外部融资成本,进而达到缓解融资约束的作用。

连玉君^[13]等通过研究投资—现金流敏感性发现,该指标既可以反映公司所遭受的融资约束程度,也可以反映代理问题所导致的过度投资情况。然而,Almeida等^[14]认为,在衡量企业所面临的融资约束程度时,现金—现金流敏感性指标较投资—现金流敏感性指标更为科学。事实上,国内学界通常都是采用现金—现金流敏感性来衡量企业融资约束程度^[15-17]。

通过以上论述可以分析得出:房价上涨能够提高制造企业的房产价值,从而通过抵押担保渠道提高企业负债柔性,致使外部融资能力增强。此时,企业通常会降低现金柔性储备以保证其财务柔性储备维持在适当水平。因此,企业当期从内部现金流中预留的现金额度会大幅降低。换言之,房价上涨能够显著降低企业当期预留的现金对内部现金流量的依赖性,即现金—现金流敏感性,从而达到缓解企业融资约束的作用。

综合上述有关房价与现金—现金流敏感性的分析,本文提出假设2:

假设2:房价上涨能够降低企业现金—现金流

敏感性,进而达到缓解企业融资约束的作用。

(三)房价与现金—财务柔性敏感性

综合上述两方面的分析,可以进一步推断:房价变动也可能通过财务柔性储备间接影响企业现金持有行为。房价上涨能够提高企业通过抵押担保渠道进行融资的能力,从而缓解企业融资约束。随着外部融资约束程度的降低,其增持现金的效用也呈递减趋势。因此,鉴于现金的最高效用,企业会降低当期预留的现金额度,甚至减持已有的现金。而企业对现金持有量的调整主要基于两方面的考虑:其一是当期内部现金流,其二是现有的财务柔性水平。房价的上涨导致企业负债柔性的提高,进而影响企业现有的财务柔性水平。此时企业通常会分析自身财务柔性水平的变化,并以此对其现金持有量进行调整。随着企业负债柔性的不断提升,增持现金的效用将不断下降,企业根据已有的财务柔性水平降低的现金额度将加大。换言之,即房价上涨能够加深企业当期现金持有变化对已有财务柔性储备的敏感性,即现金—财务柔性敏感性。

据此,对于房价与现金—财务柔性敏感性,本文提出假设3:

假设3:房价上涨能够增强企业现金—财务柔性敏感性,即房价越高,企业当期现金持有变化对已有财务柔性储备越敏感。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2011~2016年沪、深两市的A股制造业上市公司为研究样本,并依次做出如下筛选:①删除在研究年度内的ST类上市公司;②剔除2010年及以后上市的公司样本,目的在于防止初上市的公司做出非成熟的财务决策对研究造成干扰;③剔除变量存在缺失值的样本;④剔除资产负债率大于1的公司(资不抵债的公司);⑤对主要变量进行Winsorize缩尾处理以排除异常值的影响。经过以上处理,最终得到4360个研究样本。其中,房价数据来自历年的《中国统计年鉴》,上市公司财务报表数据来自国泰安(CSMAR)数据库。数据处理采用Excel和stata 12.0软件。

(二)模型构建与变量设计

Almeida等^[14]提出以现金—现金流敏感性作为融资约束的代理变量,成功避免了以投资—现金流敏感性衡量融资约束的问题,在学术界得到较多认

可。本文借鉴这一经典模型,并为了避免托宾Q与内部现金流的内生性及其本身的衡量偏误,采用营业收入增长率Growth代替企业的投资机会与成长性。为验证假设1,引入前期财务柔性FF,理论模型如下:

$$\Delta\text{CASH}_{it}=\alpha_0+\beta_1\text{CF}_{it}+\beta_2\text{Growth}_{it}+\beta_3\text{EXPEN}_{it}+\beta_4\Delta\text{NWC}_{it}+\beta_5\Delta\text{SD}_{it}+\beta_6\text{size}_{it}+\beta_7\text{FF}_{it-1}+\mu_i+\tau_t+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

为验证假设2,在模型(1)的基础上,引入现金流量与房价的交互项CF×House。具体模型如下:

$$\Delta\text{CASH}_{it}=\alpha_0+\beta_1\text{CF}_{it}+\beta_2\text{Growth}_{it}+\beta_3\text{EXPEN}_{it}+\beta_4\Delta\text{NWC}_{it}+\beta_5\Delta\text{SD}_{it}+\beta_6\text{size}_{it}+\beta_7\text{FF}_{it-1}+\beta_8\text{CF}_{it}\times\text{House}_{it}+\mu_i+\tau_t+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

为验证假设3,在模型(1)的基础上,引入前期财务柔性及房价的交互项FF×House。具体的模型如下:

$$\Delta\text{CASH}_{it}=\alpha_0+\beta_1\text{CF}_{it}+\beta_2\text{Growth}_{it}+\beta_3\text{EXPEN}_{it}+\beta_4\Delta\text{NWC}_{it}+\beta_5\Delta\text{SD}_{it}+\beta_6\text{size}_{it}+\beta_7\text{FF}_{it-1}+\beta_8\text{FF}_{it-1}\times\text{House}_{it}+\mu_i+\tau_t+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中: ΔCASH_{it} 为i公司在t期的现金持有变化量, CF_{it} 为t期的内部现金流量, EXPEN_{it} 为资本性支出, ΔNWC_{it} 为非现金净营运资本变动, ΔSD_{it} 为短期借款的变动, size_{it} 为企业规模, μ_i 为不可观测的个体效应, τ_t 为时间效应, ε_{it} 为随机误差项。

除房价、营业收入增长率、财务柔性与企业规模,所有变量均用期初总资产标准化处理。另外,本文以公司注册地址为标准匹配房屋销售价格指数。具体处理为:如果地址在某个省或自治区,则以该省或自治区的房屋销售价格指数为标准;如果地址在35个大中城市,则以35个大中城市的房屋销售价格指数为标准。模型中涉及的变量及其计量方法如表1所示。

根据理论推导,高融资约束企业因预防性动机,需要储备现金以应对融资困境,而低融资约束企业则没有这种需求。因此,高融资约束企业增加的现金额度理应对其现金流量具有高敏感性,或曰此类企业具有较高的现金—现金流敏感性,对于模型(1)而言,则意味着系数 $\beta_1>0$ 且显著。而非融资约束企业现金持有行为并不受现金流量的显著影响,所以,此类企业不会表现出较强的现金—现金流敏感性,即 β_1 不显著。如果模型(1)中系数 $\beta_7<0$ 且显著,则证明企业具有较高的现金—财务柔性敏感性,假设1得到验证。如果模型(2)中系数 $\beta_1>0$ 、 $\beta_8<0$ 且显著,则证明房价上涨能显著降低企业现金—现金流敏感

性,进而达到缓解融资约束的作用,反之,则假设2没能通过实证检验。如果模型(3)中系数 $\beta_7 < 0$ 、 $\beta_8 < 0$ 且显著,则证明房价上涨增强了企业现金—财务柔性敏感度,假设3得到验证,反之则意味着假设3未获得实际证据支持。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	计量方法
被解释变量	$\Delta CASH$	现金持有变化量	第t年末与上年末货币资金与短期投资的变化量($CASH_{it} - CASH_{it-1}$)/期初总资产
	CF	现金流量	第t年末经营活动产生的现金流量净额/期初总资产
	House	房价	以2010年为基期的房屋销售价格指数
解释变量	FF	财务柔性	现金柔性 CCF(企业现金比率-行业现金比率)+负债柔性 DF[Max(0,行业平均负债比率-企业负债比率)]
	Growth	营业收入增长率	第t年末与上年末营业收入变化量/上年末营业收入
	EXPEN	资本性支出	(第t年末购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金+购买或处置子、分公司支付的现金+权益性投资所支付的现金)/期初总资产
控制变量	ΔNWC	非现金净营运资本变动	第t年末与上年末(流动资产-流动负债-货币资金)的变化量/期初总资产
	ΔSD	短期借款变动	第t年末与上年末短期借款的变化量/期初总资产
	size	企业规模	第t年末总资产的自然对数

(三)样本分组方式

为进一步研究不同类型企业现金—现金流敏感性与现金—财务柔性敏感性的差异,并观察房价对

其影响程度的差异,本文将根据不同标准对样本企业进行分类,并据此做相应的对比分析。

目前对企业分类的主要依据有:①企业规模;②产权属性;③股利支付率;④KZ指数;⑤债务等级;⑥公司商业票据等级。由于在现有实证分析层面,公司债务等级、商业票据等级、KZ指数等分类标准较少被采用,结合研究预期,本文采用企业规模与产权属性作为样本企业分组的主要依据。在分组操作上,将企业规模在中位数以上者归为大规模企业,在中位数以下者归为中小企业。

就产权属性而言,国有企业因产权为国有,因此它会得到国家更多扶持,相较民营企业而言,其融资能力会更强,受到的融资约束也更小。就企业规模而言,中小规模相较于大规模企业而言风险更高,所以更难得到银行等金融机构的信任,故外部融资成本更高,受到的融资约束程度更大。鉴于此,有理由预见:国有企业样本组的现金—现金流敏感性系数 β_1 不显著,而民营企业样本组却高度显著且为正;中小企业样本组的 β_1 显著为正,而大规模企业样本组则不显著。

四、实证分析

(一)相关性分析

主要变量的相关性分析如表2所示。

由表2可见,现金持有变化量 $\Delta CASH$ 与各主要变量间均存在显著相关性,证明变量选取具有有效性。其中,与现金流量CF显著正相关,表明企业增持的现金显著依赖于经营现金流,现金流量越大,增持的现金越多;与前期财务柔性FF显著负相关,说明前期财务柔性水平越高,当期现金持有增量越少,

表2 变量相关系数

变量	$\Delta CASH_{it}$	CF_{it}	$House_{it}$	FF_{it-1}	$Growth_{it}$	$EXPEN_{it}$	ΔNWC_{it}	ΔSD_{it}	$size_{it}$
$\Delta CASH_{it}$	1	0.187***	0.0146	-0.267***	0.0685***	-0.0670***	-0.225***	0.0832***	0.114***
CF_{it}	0.226***	1	-0.0232	0.0895***	0.118***	0.169***	-0.103***	-0.190***	0.0773***
$House_{it}$	0.025*	0.035**	1	0.00930	0.0189	-0.0232	0.0277*	-0.0232	0.104***
FF_{it-1}	-0.237***	0.101***	-0.019	1	0.0972***	0.237***	0.133***	-0.00690	-0.331***
$Growth_{it}$	0.174***	0.085***	-0.042***	0.046***	1	0.216***	0.0441***	0.164***	0.0323**
$EXPEN_{it}$	0.073***	0.122***	0.039***	0.068***	0.156***	1	-0.0288*	0.185***	0.00910
ΔNWC_{it}	-0.088***	-0.061***	0.001	0.029*	-0.081***	-0.777***	1	-0.419***	-0.112***
ΔSD_{it}	0.148***	-0.187***	-0.062***	-0.001	0.286***	0.120***	-0.111***	1	0.0829***
$size_{it}$	0.109***	0.097***	0.123***	-0.318***	0.014	0.023	-0.036**	0.075***	1

注:左下部分表示Pearson相关系数,右上部分表示Spearman相关系数。***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

初步验证了假设1;与控制变量非现金净营运资本变动 ΔNWC 显著负相关,这在一定程度上说明现金持有与非现金营运资本支出之间具有替代关系。

(二)多元回归分析

考虑到可能存在的内生性问题,本文对所有解释变量进行了Hausman内生性检验,结果发现解释变量CF为内生变量。因而本文以CF的一阶和二阶滞后项作为工具变量,采用GMM估计模型。所有回归均控制了年度效应。对于按前述标准划分的四组样本,所有变量的方差膨胀因子(VIF)均小于10,均值(Mean VIF)均小于2,证明不存在多重共线性问题。具体回归结果如表3和表4所示。

由表3和表4可见,各主要变量均在一定水平上通过了显著性检验, R^2 均在0.3以上,证明各解释变量能较好地解释因变量的变动。由此可以得出如下结论:

1. 无论是国有企业还是民营企业,大企业还是中小企业,CF系数均为正,且在1%或5%的水平上通过了显著性检验,这说明企业增持的现金偏向于从内部现金流中抽取,证明制造业上市公司普遍受到了较高的融资约束。这与理论预期存在一定差异。笔者认为,导致这种现象的原因有三:

(1)我国金融市场正处于发展完善时期,此时金融资源配置存在较严重的“脱实向虚”现象。过去金融市场是以提供金融服务为核心,而现阶段因金融产品不断丰富,资金来源趋于多元化,资金成本持续攀升,以及负债端业务竞争趋于激烈等原因,金融机构淡化了为实体经济融资的宗旨转而以财富最优化为经营目标,这样的外部金融环境显然不利于制造业的发展。如此一来,面临外部融资困境,制造企业只能更多地从内部现金流中预留部分现金以应对不确定性危机,从而导致现金—现金流敏感性显著为正。

(2)我国制造业尚未充分适应经济发展新常态。新常态下制造业增速放缓,企业效益下滑,外部信贷机构出于风险防控考虑会抽贷、压贷,制造企业自身

表3 样本按产权属性分组的回归结果

变量	国有企业			民营企业		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
CF_{it}	0.165** (2.067)	0.202** (2.230)	0.165** (2.083)	0.335*** (3.100)	0.347*** (3.088)	0.335*** (3.107)
$CF_{it} \times House_{it}$		-0.598** (-2.146)			-0.378** (-2.178)	
$FF_{it-1} \times House_{it}$			-0.125** (-2.273)			-0.168** (-2.330)
FF_{it-1}	-0.106*** (-6.411)	-0.107*** (-6.490)	-0.116*** (-6.004)	-0.145*** (-9.861)	-0.144*** (-9.906)	-0.150*** (-9.510)
$Growth_{it}$	0.078*** (5.449)	0.078*** (5.485)	0.078*** (5.439)	0.040*** (3.560)	0.041*** (3.653)	0.040*** (3.572)
$EXPEN_{it}$	0.023 (1.314)	0.023 (1.323)	0.021 (1.338)	-0.022* (-1.784)	-0.020* (-1.700)	-0.022* (-1.776)
ΔNWC_{it}	-0.069** (-1.981)	-0.075** (-2.193)	-0.069** (-1.983)	-0.088*** (-2.582)	-0.092*** (-2.760)	-0.087** (-2.572)
ΔSD_{it}	0.066 (1.151)	0.057 (1.005)	0.066 (1.152)	0.176*** (3.081)	0.165*** (2.961)	0.177*** (3.089)
$size_{it}$	-0.002 (-1.430)	-0.003 (-1.534)	-0.002 (-1.422)	-0.008*** (-2.764)	-0.008*** (-2.680)	-0.008*** (-2.744)
Constant	0.022 (0.587)	0.025 (0.656)	0.022 (0.586)	0.163** (2.447)	0.154** (2.343)	0.161** (2.428)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1572	1572	1572	1916	1916	1916
R^2	0.313	0.316	0.332	0.348	0.350	0.347

注:括号内为T值,下同。

发展也随之受到较强的融资约束,因而其会依托内部现金流量增加现金储备以满足预期投资需求。

(3)管理者牟取控制权私利。大型企业和管理层的控制和约束相对困难,加之国有企业所有者缺位,结果导致这两类企业管理层监督相对弱化,从而给予管理者在现金管理方面更多的自主权,此时,管理者具有强烈动机增持现金以谋求自身利益^[16]。

2. 国有企业融资约束程度低于民营企业,中小企业融资约束程度高于大型企业。具体表现为国有企业现金—现金流敏感性系数为0.165,民营企业为0.335,中小型企业为0.374,大企业为0.206,且在1%或5%的水平上显著,这与本文的理论预期和研究假设一致。

3. 四组样本中 FF_{it-1} 系数均在1%的水平上显著为负,说明当期现金持有行为受到前期财务柔性储备的显著影响,即前期财务柔性水平越高,企业当期越不愿意持有过多现金,甚至会减持一定量现金,即企业具有高度的现金—财务柔性敏感性,假设1得到验证。从分类样本来看,民营企业的现金—财务

表 4 样本按企业规模分组的回归结果

变量	中小企业			大企业		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
CF _{it}	0.374*** (3.337)	0.415*** (3.480)	0.379*** (3.385)	0.206*** (2.831)	0.227*** (2.868)	0.208*** (2.859)
CF _{it} × House _{it}		-0.740*** (-3.514)			-0.366** (-2.233)	
FF _{it-1} × House _{it}			-0.174*** (-3.374)			-0.145*** (-2.834)
FF _{it-1}	-0.151*** (-10.050)	-0.151*** (-10.170)	-0.156*** (-9.753)	-0.117*** (-6.759)	-0.117*** (-6.792)	-0.123*** (-6.684)
Growth _{it}	0.045*** (3.247)	0.046*** (3.477)	0.045*** (3.224)	0.063*** (5.542)	0.064*** (5.604)	0.063*** (5.550)
EXPEN _{it}	0.006 (0.347)	0.007 (0.395)	0.006 (0.330)	-0.013 (-1.235)	-0.012 (-1.198)	-0.013 (-1.255)
ΔNWC _{it}	-0.099*** (-2.715)	-0.103*** (-2.926)	-0.098*** (-2.711)	-0.050* (-1.648)	-0.054* (-1.792)	-0.049 (-1.605)
ΔSD _{it}	0.124* (1.880)	0.109* (1.699)	0.127* (1.932)	0.153*** (3.264)	0.146*** (3.174)	0.156*** (3.316)
size _{it}	-0.014** (-2.193)	-0.014** (-2.375)	-0.014** (-2.188)	-0.000 (-0.165)	-0.000 (-0.193)	-0.000 (-0.103)
Constant	0.288** (2.159)	0.295** (2.327)	0.285** (2.152)	-0.032 (-0.752)	-0.032 (-0.746)	-0.034 (-0.790)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1561	1561	1561	1927	1927	1927
R ²	0.321	0.327	0.324	0.377	0.378	0.400

柔性敏感性要显著高于国有企业，中小企业的现金—财务柔性敏感性要显著高于大企业。导致这种现象的原因在于：

(1) 民营企业与中小企业因规模扩张、成长性等因素，往往需要投入大量资金以保证企业的可持续发展，所以当期现金持有决策对已有财务柔性储备更为敏感，降低当期预留现金的幅度也相应更大。

(2) 由于国有企业与大规模企业中委托代理问题更为严重，导致管理层有强烈动机增持现金以谋取私利，其倾向于持有高额现金并关注现金的效用，因此国有企业相对中小企业与民营企业而言减少当期预留现金的幅度更小。

4. 中小企业和大企业的房价指数与内部现金流的交互项系数分别在 1% 和 5% 的水平上显著为负，说明房价上涨有利于企业脱离对内部现金流量的依赖，对企业预留现金的行为起到反向作用，进而说明房价上涨降低了现金—现金流敏感性，对企业融资约束有缓解作用，假设 2 得到验证。

5. 四类分组样本中滞后期 FF 与房价指数的交

互项系数在 1% 或 5% 的水平上显著为负，说明房价这一外部因素增强了企业当期现金持有变化对财务柔性储备的敏感性。其内在逻辑在于：房价上涨提高了企业房产价值，从而提高了其债务融资能力，降低了融资约束，故企业在考虑现金柔性储备时更加看重增持现金带来的效用。由于每增加 1 元现金的边际效用越来越少，因此，其更愿意大幅降低当期预留的现金额度。

(三) 稳健性检验

为保证实证结论的可靠性，本文以同基期商业营业用房价格指数作为房屋销售价格指数的替代变量，用剩余负债能力作为衡量企业财务柔性的指标，即财务柔性 FF = 预期财务杠杆 - 实际财务杠杆，重新进行回归分析也得出了与上述实证检验相似的结果，这一定程度地说明前述结论具有稳健性。

五、总结

(一) 研究结论

我国制造业上市公司普遍具有较高的融资约束。其中，中小企业融资约束程度高于大规模企业，民营企业融资约束程度高于国有企业。中小企业因自身规模的局限制约了发展，增加了企业未来经营风险，造成信息高度不对称，导致其外部融资渠道受阻，而民营企业本身也面临较高的融资约束。基于正在发展完善的金融环境及经济新常态的客观现实，我国制造企业正面临转型升级难题，并处于融资困境。

制造企业以生产经营性房产居多，而房价的上涨将大幅提升企业的可抵押房产价值，这为制造企业融资约束的缓解提供了契机。企业可抵押房产价值的上升将拓宽其外部融资渠道，提高企业剩余负债能力，从而降低企业现金持有对内部现金流的依赖程度，即降低了现金—现金流敏感性。

即便是在融资约束情景下，制造企业也同样具有显著的现金—财务柔性敏感性。这从侧面证明企业当期的现金持有决策不仅与当期经营活动和投资活动有关，还与已有财务柔性储备密切相关。这说

明,企业现金持有量并非越多越好,企业最优财务柔性储备应以现金增量的边际效用最大化为决策准则。④房价上涨作为外部冲击还将通过对已有财务柔性储备的调整间接影响企业的现金持有行为,即房价上涨将增强企业当期现金变化对已有财务柔性储备的敏感性。这也从侧面说明企业的最优财务柔性水平并非一个固定值,它应当是考虑现金效用最大化与内外部环境后的一个波动区间。

(二)研究启示

政府应积极完善外部资本市场,为制造企业提供一个公开、公平、高效的投融资市场和制度完善的融资平台。

房价变动可经由企业房产价值变动影响其外部融资能力,近年来由于国家对房价进行了强力宏观调控,去库存、抑制房地产市场泡沫等相关政策有效遏制了房价暴涨,此前过多流向房地产市场的资金最近转而流向实体经济,目前房价趋于稳定,这意味着此后房价对高融资约束企业的抵押担保效应将大打折扣。因此,建议政府和控制房价的同时积极为制造企业开拓并完善外部融资渠道,只有这两方面同时发力,才能避免出现控制房价的同时削弱制造企业融资能力的现象。制造企业应根据内外部环境变化及时调整现金柔性储备,使现金效用最大化。

(三)研究展望

本文研究的局限性及后续研究方向在于:未能给出制造企业最优财务柔性储备的决策准则,这是后续有待深化研究之处;现金—现金流敏感性与现金—财务柔性敏感性指标仅能从“量”的角度反映企业现金持有行为的变化,如何从“时机”角度描述企业现金持有行为尚待进一步思考。

主要参考文献:

- [1] Ferreira M. A., Vilela A. S.. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries[J]. *European Financial Management*, 2004(2): 295~319.
- [2] 顾乃康,孙进军. 融资约束、现金流风险与现金持有的预防性动机[J]. *商业经济与管理*, 2009(4): 28~32.
- [3] 曾爱民,张纯,魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为[J]. *管理世界*, 2013(4):

107~120.

- [4] Jensen M. C.. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986(2): 232~329.
- [5] Byoun S.. Financial Flexibility, Leverage and Firm Size[R]. Waco: Report for Hankamer School of Business at Baylor University, 2008.
- [6] 余静文,谭静. 房价、流动性效应与企业融资约束[J]. *产业经济研究*, 2015(4): 91~101.
- [7] Chaney Thomas, David Sraer, David Tihsmar. The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment[J]. *American Economic Review*, 2010(102): 238~240.
- [8] 曾海舰. 房产价值与公司投融资变动——抵押担保渠道效应的中国经验证据[J]. *管理世界*, 2012(5): 125~135.
- [9] 韩月明. 房产价值与企业现金持有行为研究[D]. 杭州:浙江工商大学, 2015.
- [10] 吴意. 房产抵押价值与公司投资——基于中国上市公司的实证研究[D]. 广州:暨南大学, 2016.
- [11] 陆桂贤,许承明. 房地产投资挤出了制造业投资吗?——基于外部融资视角[J]. *学海*, 2017(4): 109~114.
- [12] 张荣佳,顾振华. 房价上涨对企业投资的“抵押效应”和“挤出效应”——来自中国上市公司的证据[J]. *企业经济*, 2017(8): 170~178.
- [13] 连玉君. 投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本?[J]. *财经研究*, 2007(2): 37~46.
- [14] Almeida H., Campello M., Weisbach M.. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. *Journal of Finance*, 2004(4): 1777~1804.
- [15] 李慧. 外部冲击、融资约束与企业的现金—现金流敏感性[J]. *金融论坛*, 2013(4): 74~79.
- [16] 王艳林,祁怀锦,邹燕. 金融发展、融资约束与现金—现金流敏感性[J]. *上海金融*, 2012(3): 10~14.
- [17] 章贵桥,陈志红. 宏观货币政策、融资约束与现金—现金流敏感性[J]. *金融经济研究*, 2013(3): 44~54.

作者单位:武汉科技大学管理学院,武汉 430065