

# 现金持有行为对企业信贷融资能力的影响

成 果,黄远里

(中山大学 国际商学院,广东 珠海 519082)

**[摘要]**从公司规模带来的代理成本的角度对现金持有行为与企业信贷融资能力的关系进行分析,结果显示:现金持有行为对于企业的信贷融资能力存在两个相反方向的作用,适当的现金持有量对企业获得银行信贷存在有利的影响,但是企业规模的扩大会提高信息不对称程度,增加监管成本,导致持有现金被滥用的概率升高,这样现金持有反而会对企业的信贷融资产生不利影响。就获取银行信贷来说,企业规模不是越大越好,而是存在一个最适合获得商业银行信贷的规模水平。

**[关键词]** 现金持有行为;代理成本;企业规模;信贷融资能力;产权性质;现金流量;现金持有量

**[中图分类号]** F830.5   **[文献标识码]** A   **[文章编号]** 1672-8750(2013)01-0031-09

## 一、引言

现金持有是指企业内部现金及现金等价物累计的存量。1936年 Keynes 提出了最大化股东价值的现金持有“交易成本动机”和“预防性动机”<sup>[1]</sup>。也就是说,现金持有作为企业内部储蓄的一种重要方式,不仅可以减少企业日常经营的交易成本,还可以用来处理各种紧急事件,包括增加流动性,更好地应对财务危机。商业银行在进行企业信贷决策时,流动性是企业财务状况的重要考核指标,而现金持有量的增加会提高企业的流动比率从而使企业更容易获得商业银行的青睐。从这个角度来说,现金持有行为有利于增强企业的银行信贷融资能力。然而,王彦超 2010 年指出在中国资本市场与法律制度监督机制不完善的情况下,过度的现金持有会增加代理成本。因为在监管缺位的情况下,管理层有动机去进行过度投资或奢侈消费来满足自身的需要,过度的现金持有为管理层“作案”提供了条件,银行作为债权人,会因为这种代理成本的存在而承受风险,所以过度的现金持有可能会削弱企业的银行信贷融资能力<sup>[2]</sup>。

## 二、文献综述与假设提出

### (一) 交易成本和流动性机制

连玉君发现,中国上市公司会在权衡现金持有利弊的基础上确定目标现金持有水平,而行业均值是一个重要的参考标准。在中国,资本市场不健全,股权融资和债务融资的交易成本偏高。同时,投资者和债务人的保护机制不完善,加上严重的信息不对称,投资者和债权人要求增加相应的风险溢价。因此,中国企业的外部融资成本较高。现金持有作为内部融资的重要来源,可以减少企业日常资本运营的交易成本,增加企业价值,减少债权人的风险。此外,现金及现金等价物是流动性资产的重要组成部分,可以用于应对紧急情况,保障企业短期偿债能力<sup>[3]</sup>。Robincheck 和 Myers 指出,即使财务风险最终可以避免,但是财务危机还是会给企业带来成本。对企业来说,处于财务危机时的资金周

**[收稿日期]** 2012-04-10

**[作者简介]** 成果(1973—),男,四川巴中人,中山大学国际商学院讲师,博士,主要研究方向为财务会计、财务管理;黄远里(1987—),男,广东陆丰人,中山大学国际商学院硕士生,主要研究方向为财务管理。

转困难就是成本。企业持有的现金可以通过增加流动性帮助企业资金的周转,减少财务危机的风险,避免作为债权人的商业银行利益受损<sup>[4]</sup>。Bates 等人发现,美国公司出于避免现金流不稳定的考虑,会增加现金持有量以防范风险<sup>[5]</sup>。Fresard 指出,公司持有现金能够增加在激烈竞争的产品市场中的竞争优势<sup>[6]</sup>。Chen 发现,相对于老牌公司,新兴的公司面对的投资机会更多,持有现金可以通过增加公司把握投资机会的能力而增加股东价值<sup>[7]</sup>。Lee 等人认为,公司持有有一定量的现金可以增加超额风险回报<sup>[8]</sup>。不论是从融资、投资还是经营效率的角度看,都有研究表明企业持有现金的行为存在积极的影响作用。既然持有现金有利于企业,那么也就有利于债权人顺利收回本金和利息。这样,适当的现金持有量有利于债权人,从而使企业更容易通过商业银行的信贷审批。因此,本文提出假设 1。

H<sub>1</sub>:适当的现金持有量有利于增加企业的银行信贷融资能力。

### (二) 现金持有对企业信贷融资能力的负面影响

Jensen 和 Meckling 指出,随着经营权和所有权的分离,经营者收益与其所承担的风险之间出现不对称,经营者有自利性动机去冒更大的风险来投资和经营项目,而将不必要的风险交给所有者承担,这就产生了代理成本。由于存在着监管成本、沟通成本,以及契约激励问题带来的效率损失,代理成本是难以避免的。监管成本是指股东和债权人监管经营者需要的成本,由于对经营者进行充分的监督是不可能的,因此监管成本的存在使经营者有机会违背所有者的利益满足自身利益,从而产生了代理成本。沟通成本是指所有者与经营者沟通存在的成本,由于不可能完全消除信息不对称,因此经营者决策时无法完全按所有者的目标做决定。契约激励问题带来效率损失是指签订约束和激励经营者行为的契约是存在成本的,制定出详细约束到每一个具体细节的契约条款是不可能的,这样就为经营者决策时不进行所有者效益最大化提供了可能性,从而产生相应的代理成本<sup>[9]</sup>。

广义的代理成本不仅包括所有者(股东和债权人)委托经营者产生的代理成本,还包括债权人与股东之间的代理成本。由于董事会拥有更多的影响公司经营决策的能力,因此可以将债权人视为委托人,股东视为受托人。由于债权人与股东的利益不一致,股东在影响公司经营决策时,并不会按最大化债权人利益的方式行事,从而带了债务的代理成本。

Jensen 认为,管理者有动机去扩大经营规模。公司持有现金越多,管理者拥有的权力越大。即使一个项目的投资净现值(NPV)小于0,管理者为了扩大经营规模以满足自身成就感,不管这个项目是否有损所有者利益,都会进行投资。中国的投资者保护机制很不完善,在制度不完善和监管缺位的情况下,管理层可能会追求自身利益而损害债权人利益<sup>[10]</sup>。王彦超发现,在监管不到位的情况下,现金持有行为会增加代理成本。因为企业的现金持有会通过增加管理层“作案”的概率而损害所有者的利益,从而不利于债权人<sup>[2]</sup>。

Jensen 和 Meckling 指出,股东持有者不需要承担低回报的全部成本,他们有动机采纳更加有风险的投资项目,这就无形中损害了债权人的利益<sup>[9]</sup>。Myers 认为,杠杆经营的企业的股东会投资不足,因为他们投资成果的一部分要分给债权人,股东与债权人之间的这种利益冲突会导致投资不足<sup>[11]</sup>。Manso 指出,股东与债权人之间的利益冲突会导致投资过度或投资不足,也就是说,债务融资会影响股东的投资决策,产生潜在的效率损失。这种效率损失可以称作债务的代理成本。现金持有行为会出现两种影响:一方面,使得股东和高管更容易进行高风险的投资而增加债务的代理成本,损害作为债权人的商业银行的利益;另一方面,未投资的现金持有量回报过低,也可以视作投资不足的表现。从这两个方面来说,现金持有行为加剧了债务的代理成本,从而对企业从商业银行获得信贷的能力产生负面影响<sup>[12]</sup>。

Ferreira 和 Vilela 的研究发现,在 EMU 国家中,现金持有量与企业的银行信贷借款额呈现负向的影响关系。出于预防性的考虑,银行会限制向其借款的公司持有过多现金。也就是说,现金持有行为会增加代理成本。为了防范公司做出不利于债权人自身的事,银行会有倾向挑选现金持有量较为合理的公司作为理想的信贷候选人,防范现金持有行为造成的过大代理成本。也就是说,超过合理水平的现金持有量会对企业获得银行信贷产生负面影响<sup>[13]</sup>。因此,本文提出假设 2。

H<sub>2</sub>:现金持有量对企业的银行贷款融资能力存在负向影响。

### (三) 企业规模与代理成本

在监管缺位的情况下,大企业的专业经理人制度使管理者与所有者相分离,而管理者与所有者的利益不一致会产生激励问题。在信息不对称的情况下,管理者有动机去违背所有者的利益去满足自身的需要。而随着企业规模的增加,信息不对称的程度会增加,监管成本也会上升。Cho Sunbin 发现,企业规模的增加有利有弊。企业规模扩大,经理人的作业分工更细,生产运营的效率会相应提高。然而,分工愈细,经理人的行为也就越难监管。这样,企业持有的现金就可能更容易被管理层滥用,增加代理成本,不利于作为债权人的商业银行<sup>[14]</sup>。Mans 发现,股东和债券人的利益不一致会产生投资的低效率,造成债务的代理成本。相对于小企业,大企业的大股东需要为低效率投资承担的成本更低,因此这些股东更加有动机去采纳风险过高的投资项目,带来过度投资,提高债务的代理成本。同时,现金持有行为使股东和高管更加容易进行过度投资,从而损害商业银行的利益。而当企业规模扩大时,企业要分配更多的成果给债权人,股东与债权人之间的利益冲突也会加剧,影响股东的投资决策,产生更多的效率损失,企业持有的现金无法被高效利用,从而提高债务的代理成本<sup>[12]</sup>。因此,本文提出假设 3。

H<sub>3</sub>: 现金持有量对企业的银行信贷融资能力的负向作用随着企业规模的增加而增加。

### (四) 企业规模与企业的信贷融资能力

程书礼等人发现,随着资产负债率的提高,中国上市公司破产的压力呈上升的趋势,这种压力在一定的规模之下是可以消化的,中国上市公司规模与公司总债务融资之间的比重存在正相关关系,但是当资产负债率超过一定的限度时,规模对于这种压力的承担是有限的,规模同债务融资之间的关系变得不是那么敏感。也就是说,企业规模有助于企业消化财务危机的压力,有助于提高企业的银行信贷融资能力<sup>[15]</sup>。

但是,从假设 3 的理论分析可以看到,企业规模的增加还会加大债务的代理成本。当企业规模过大时,规模带来的债务代理成本可能超过规模消化财务风险压力的收益,这样反而不利于企业获得银行的信贷。因此,对于企业的银行信贷融资能力而言,企业规模并非越大越好。因此,本文提出假设 4。

H<sub>4</sub>: 企业规模对企业的银行信贷融资能力的影响是一个倒 U 型的关系,存在一个最适合获得商业银行信贷的企业规模水平。

### (五) 企业所有权性质与代理成本

企业的所有权性质会影响公司治理。在国有企业的体制下,企业所有人“缺失”导致监管不到位。那么,国有企业的管理层就更加容易滥用企业持有的现金,造成巨大的代理成本。黄邦根指出,国有企业的所有者是全民,政府代表全民监管企业,同时政府官员又往往牵涉到国有企业的管理,这导致国有企业的监管不到位。国有企业管理层的“职位消费”远远高于货币报酬,造成较高的委托代理成本。国有企业的现金持有容易被滥用,在豪华轿车、公款吃喝等损害所有者利益的奢侈消费上。因此,国有企业管理层的这种行为也会严重损害作为债权人的商业银行。而随着企业规模的增加,监管成本提升,企业持有现金的使用情况难以被有效监督,这使得现金持有行为反而对企业银行信贷融资造成不利影响。相对而言,民营企业的监管体制和薪酬激励到位,当公司规模增加,代理成本提升的速度会相对慢一些<sup>[16]</sup>。因此,本文提出假设 5。

H<sub>5</sub>: 相对于民营企业,国有企业的现金持有行为对银行信贷融资能力负向影响随企业规模增加而增加的速度更快。

## 三、研究设计

### (一) 数据来源和样本筛选

本文采用的面板数据来自于 CCER 和 GTA 这两个数据库,有 15659 家企业的财务数据,包括上市公司和非上市公司。本文对数据按照以下标准进行了筛选:(1) 不考虑金融类公司;(2) 剔除总负

债率大于1的公司;(3)剔除主营业务成长率大于1的公司。这样就删去3350个离群值。同时,为了消除离群值的影响,本文还用 Winsor 方法处理了各主要变量的数据,即用各主要变量数据的前后1%处的临界值代替前后1%的离群值。此外,在研究中还删除了主要变量有缺漏值的1230个样本。这样总共删去4580个样本,最后共剩余11079个观察值。数据分析过程运用 STATA11.0 软件处理完成。

### (二) 变量设计

#### 1. 被解释变量

本文的被解释变量是企业的银行信贷融资能力。在中国,存在着银行信贷配给,企业面临的融资约束现象很普遍。银行的信贷资金市场仍然是卖方市场,供小于求。企业负债中的银行借款部分更能反映企业的融资能力,而不是银行借贷的融资需求。因此,我们采用企业财务报表中银行借款与总资产的比率作为银行信贷融资能力的衡量指标,记作 *Banklev*。

#### 2. 解释变量

本文的解释变量是企业的现金持有行为。与企业的现金流动不一样,现金持有是指企业累计拥有的现金,是一种存量而不是流量。因此,本文采用企业财务报表中现金与现金等价物的累计存量来衡量,记作 *cashholding*。

#### 3. 控制变量

(1) 企业规模。随着企业规模的扩大,运营管理的分工更加细化,信息不对称更加严重,所有者对管理层的监管成本增加。本文采用企业财务报表中企业的总资产进行衡量,记作 *size*。根据 Cho Sunbin 的研究<sup>[14]</sup>,企业规模增加带来的详细分工会增加代理成本,从而不利于所有者监管。所以,我们预期被解释变量 *Banklev* 与企业规模 *size* 的相关系数是负的。但是,企业规模 *size* 对被解释变量 *Banklev* 的影响是复杂的。公司规模应该存在一个合理的水平,在达到这个合理水平之前,公司规模应该能提高企业实力,有利于企业获得商业银行的青睐,当超过合理水平时,企业规模就会带来过高的代理成本从而不利于获得银行信贷。这样,企业规模 *size* 对被解释变量 *Banklev* 的作用应该是倒 U 型的。在构建模型时,应该考虑非线性模型,因此,本文加入了 *size* 的平方项。在考虑非线性关系后,预期 *size* 的平方与被解释变量 *Banklev* 的系数会变正,而 *size* 与被解释变量 *Banklev* 的系数预期会呈现负相关关系。除此以外,本文还考虑了企业规模与现金持有量的交叉作用。本文要考察随着企业规模的变化,现金持有量对企业银行信贷融资能力的影响是如何变化的,所以,模型中加入了企业规模与现金持有量的交叉项,即 *cashholding* × *size*。这一交叉项的引入对研究视角的打开起到至关重要的作用。在模型构建完成后,本文会通过模型的求导变形进行详细说明。

(2) 投资行为。企业的投资行为是银行在信贷审批时的重要参考指标,会影响企业的信贷融资能力。本文采用企业财务报表中的企业的投资占支出的比重——投资支出率进行衡量,记作 *invt*。投资占支出的比重可以视为企业未来增长的工具变量。因为企业投资越多,未来增长的机会可能就越多。因此,预期投资率越高,获得银行信贷的可能性就越大。也就是说,被解释变量 *Banklev* 与投资率 *invt* 的相关系数预期是正的。

(3) 负债行为。企业的负债行为会影响到作为债权人的商业银行。企业的短期负债行为和长期负债行为可以分别采用债务期限结构中的短债比率和长债比率进行衡量,分别记作 *slr* 和 *llr*。短期负债会降低企业的流动比率和速动比率,从而减少短期偿债能力,危及银行的利益。因此,被解释变量 *Banklev* 与短期负债率 *slr* 之间的相关系数预期是负的。但是,长期负债率并不会影响到企业短期债务偿还能力,相对于短期负债率而言,给企业带来的财务危机风险相对低一些。同时,对银行债权人而言,长期负债率会是一种正面信号,即其他的债权人相信企业的长期运营能力,愿意将长期信用给企业。因此,预期被解释变量 *Banklev* 与长期负债率 *llr* 是正的相关关系。

(4) 现金流。企业的现金流入不仅反映企业经营收入的管理效率,而且会通过影响现金持有量

来影响债权人的利益。所以商业银行在信贷审批时也会参考现金流指标,本文把它记作 *cashflow*。根据 Kim 等人的研究,现金流可以视为现金持有量的一种替代物<sup>[17]</sup>,因此,被解释变量 *Banklev* 与现金流 *cashflow* 的相关系数和 *Banklev* 与 *cashholding* 的相关系数应该是同向的。

(5) 管理成本。企业的管理成本是企业经营管理效率的重要衡量指标,为银行在信贷审批时提供管理层考评的参考信息。本文采用财务报表中的企业管理费用与营业收入的比重来衡量管理成本,记作 *ac*。对企业的价值而言,企业的管理成本有一个合理的水平。管理成本太低,说明企业在管理方面的投入不到位。管理成本过高,说明企业在管理方面的成本和效率上做得不好。只有达到合理的管理成本,商业银行才会青睐企业。也就是说,管理成本 *ac* 对被解释变量 *Banklev* 的影响是倒 U 型的非线性关系,在构建模型时应该考虑平方项。因此,预期管理成本 *ac* 与被解释变量 *Banklev* 的系数是正的,而 *ac* 的平方项与被解释变量 *Banklev* 的系数是负的。

(6) 商业信用。石晓军指出,商业信用与银行信用之间的替代关系在中国是成立的<sup>[18]</sup>。本文采用财务报表中的应付账款与应收账款之差与主营业务收入的比率来衡量,记作 *prsale\_net*。根据石晓军的研究,商业信用与银行信用之间呈现替代关系,我们预期被解释变量 *Banklev* 与 *prsale\_net* 的相关系数是负的。但是,商业信用与银行信用的关系也可能会呈现非线性的,因此在模型中可以考虑加入平方项。由于商业信用与银行信用之间呈现替代关系,所以预期被解释变量 *Banklev* 与 *prsale\_net* 平方项的回归系数也是负的。

(7) 企业性质虚拟变量。不同性质的企业,内部控制的完善程度不同,对高管的监管程度也不一样。相对于民企,国企的内部控制漏洞较多。黄邦根指出,国企的委托代理成本较高<sup>[16]</sup>。因此,不同性质的企业,现金持有量对企业银行信贷融资能力的边际作用受企业规模的影响也不一样<sup>[19]</sup>。本文建立企业所有权性质虚拟变量,如果企业属于国企,则虚拟变量为 0,如果企业属于民企,则虚拟变量为 1,企业所有权性质虚拟变量记作 *finalcontrol*。本文还考虑了企业性质虚拟变量和企业规模、现金持有量的交叉项,在模型中引入了虚拟变量和企业规模与现金持有量的交叉项 *finalcontrol × size × cashholding*。

### (三) 模型设计

根据上面的变量设计,我们构建出研究的模型。

$$\begin{aligned} Banklev_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 cashholding_{i,t-1} + \beta_2 cashflow_{i,t-1} + \beta_3 size_{i,t} \times cashholding_{i,t-1} + \beta_4 invt_{i,t-1} + \beta_5 llr_{i,t-1} \\ & + \beta_6 slr_{i,t-1} + \beta_7 size_{i,t} + \beta_8 size_{i,t}^2 + \beta_9 ac_{i,t-1} + \beta_{10} ac_{i,t-1}^2 + \beta_{11} prsale\_net_{i,t-1} + \beta_{12} prsale\_net_{i,t-1}^2 + \beta_{13} finalcontrol_{i,t} \\ & + \beta_{14} size_{i,t} \times cashholding_{i,t-1} \times finalcontrol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

模型关注的变量系数是  $\beta_1$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_7$ 、 $\beta_8$ 、 $\beta_{13}$  和  $\beta_{14}$ 。系数  $\beta_1$  考察的是现金持有对银行信贷融资能力的影响,系数  $\beta_7$ 、 $\beta_8$  可以用来分析公司规模对企业银行信贷融资的影响方式。模型最为重要的系数是  $\beta_3$  和  $\beta_{14}$ ,因为系数  $\beta_3$  可以分析公司规模是如何影响现金持有量对企业银行信贷融资能力边际作用的。

为了更好地看清楚公司规模如何影响现金持有量对企业银行信贷融资能力的边际作用,暂时不考虑三阶交乘项,可以将公式(1)的两边同时对 *cashholding* 求偏导,得到公式(2)。

$$\frac{\partial Banklev}{\partial cashholding} = \beta_1 + \beta_3 size \quad (2)$$

显然,公司规模因素的存在会改变现金持有行为对银行信贷融资能力的边际作用。如果系数  $\beta_3$  为负,说明公司规模的存在减少了现金持有量对银行信贷融资能力的正向边际作用,而且公司规模越大,这种正向边际作用的减少量越大。系数  $\beta_{14}$  可以用来分析不同性质企业的公司规模影响现金持有量对企业银行信贷融资能力边际作用的程度。为了看清楚这种企业性质因素的影响,可以将公式(1)两边同时对 *cashholding* 求偏导,得到公式(3)。

$$\frac{\partial Banklev}{\partial cashholding} = \beta_1 + (\beta_3 + \beta_{14} finalcontrol) \times size \quad (3)$$

如果  $\beta_3$  显著为负,说明公司规模的存在减少了现金持有量对银行信贷融资能力的正向边际作用,那么,当  $\beta_{14}$  显著为正时,说明在民营企业,监管机制较完善,公司规模带来的代理成本有所减少。

#### 四、实证结果分析

本文采用固定效应模型和稳健标准误检验相结合的方法来对模型进行回归分析。

##### (一) 变量的描述性统计

本文对主要变量进行了描述性统计,结果如表 1 所示。

从表 1 可以看出,用 win-  
sor 方法处理后的主要变量最  
大值和最小值都较为合理,不  
存在严重的离群值。以变量  
*Banklev* 为例,最小值大于零,  
说明企业的银行信贷融资能力  
至少不为负,最大值小于 1,说  
明不存在超常的银行信贷融资  
能力的企业样本。同时,各主  
要变量的样本分布较为合理。  
以变量 *Banklev* 为例,25% 分位

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量	最小值	最大值	50%分位数	25%分位数	75%分位数
<i>Banklev</i>	0	0.838	0.22	0.113	0.327
<i>cashflow</i>	-0.214	0.277	0.046	0.006	0.091
<i>cashholding</i>	0.002	0.551	0.119	0.067	0.194
<i>inv</i>	0	0.302	0.041	0.015	0.086
<i>llr</i>	0	0.714	0.06	0.002	0.196
<i>slr</i>	0.274	1	0.927	0.789	0.992
<i>size</i>	18.7	23.995	21.079	20.526	21.756
<i>ac</i>	0.007	2.19	0.076	0.046	0.123
<i>prsale_net</i>	-5.928	1.368	-0.087	-0.303	0.011

数 0.113、75% 分位数 0.327 和 50% 分位数 0.22 有较强的区分度,说明样本分布合理,样本变量围绕中位数以一定的方差进行波动,适合做回归分析。

##### (二) 相关关系分析

本文所选主要变量的相关关系如表 2 所示。

表 2 相关系数表

	<i>Banklev</i>	<i>cashflow</i>	<i>cashholding</i>	<i>inv</i>	<i>llr</i>	<i>slr</i>	<i>size</i>	<i>ac</i>	<i>prsale_net</i>
<i>Banklev</i>	1								
<i>cashflow</i>	-0.192***	1							
<i>cashholding</i>	-0.315***	0.179***	1						
<i>inv</i>	0.045***	0.242***	-0.008	1					
<i>llr</i>	0.295***	0.056***	-0.162***	0.281**	1				
<i>slr</i>	-0.265***	-0.056***	0.164***	-0.264***	-0.965***	1			
<i>size</i>	0.119***	0.153***	-0.019*	0.145***	0.289***	-0.279***	1		
<i>ac</i>	0.076***	-0.175***	-0.134***	-0.134***	-0.061***	0.035***	-0.245***	1	
<i>prsale_net</i>	-0.122***	0.233***	0.172***	0.171***	0.059***	-0.049***	0.243***	-0.575***	1

注: \* 表示在 10% 的水平上显著, \*\* 表示在 5% 的水平上显著, \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著。

从表 2 可以看出,与我们的预期一致,被解释变量 *Banklev* 与公司规模 *size* 的相关系数是负的,*Banklev* 与投资率 *inv* 的相关系数是正的,*Banklev* 与 *slr* 的相关系数是负的,而 *Banklev* 与 *llr* 的相关系数是正的,*Banklev* 与现金流的 *cashflow* 相关系数和 *Banklev* 与 *cashholding* 的相关系数方向都是负的,*Banklev* 与管理成本 *ac* 的系数是正的,*Banklev* 与 *prsale\_net* 的相关系数是负的。

##### (三) 回归分析

###### 1. 对 $H_1$ 的检验结果

通过对模型的全样本分析,可以得出表 3。根据模型的稳健性检验结果,系数  $\beta_1$  显著为正,说明适当的现金持有量确实有利于增加企业的银行信贷融资能力,假设 1 得到了验证。

2. 对 H<sub>2</sub> 的检验结果

不论是普通 OLS 回归还是稳健性检验,系数 β<sub>3</sub> 都显著为负。为了清楚地了解系数 β<sub>3</sub> 的含义,可以回到模型的求偏导分析。

在公式(3)中,  $\frac{\partial Banklev}{\partial cashholding} = \beta_1 + (\beta_3 + \beta_{14}finalcontrol) \times size$ 。

由于在稳健性检验中,β<sub>14</sub> 的系数不显著,可以将其视为零。于是公式(3) 可以视同为公式(2),即:

$$\frac{\partial Banklev}{\partial cashholding} = \beta_1 + \beta_3 \cdot size。$$

因为系数 β<sub>1</sub> 显著为正,系数 β<sub>3</sub> 显著为负,size 为整数,所以公式 2 存在着  $\frac{\partial Banklev}{\partial cashholding} < 0$  的情况。

这样,就验证了假设 2 的成立。当企业规模过大时,现金持有量的增加反而有害于企业的银行信贷融资能力。

3. 对 H<sub>3</sub> 的检验结果

由 H<sub>2</sub> 检验结果分析的过程,可以知道公式(2)是符合实证分析结果的。

显著为正的系数 β<sub>1</sub> 可以理解为适当持有的现金持有量对企业银行信贷融资能力产生的正向作用,而显著为负的 β<sub>3</sub>size(系数 β<sub>3</sub> 显著为负,size 大于零)可以理解为现金持有行为通过公司规模扩张带来的代理成本,而这是对企业的银行信贷融资能力产生负向作用的。随着公司规模增加,现金持有行为对企业银行信贷融资能力的负向作用就越强。这一结果在验证了 H<sub>3</sub> 的同时,还揭示了现金持有行为对企业的银行信贷融资能力同时存在正向作用和负向作用,而负向作用是由企业规模增加、监管成本上升带来的代理成本导致的。

4. 对 H<sub>4</sub> 的检验结果

由表 3 可以看出,不论是普通 OLS 回归还是稳健性检验,系数 β<sub>7</sub> 都显著为正,系数 β<sub>8</sub> 都显著为负,所以企业规模对企业银行信贷融资能力存在一个倒 U 型的关系。这样,假设 4 得到了验证。也就是说,对于企业获得银行信贷融资而言,企业规模存在一个合理的水平,在到达这个合理的企业规模之前,规模越大越容易获得银行的信贷;超过了这个合理水平,由于规模增大提升了监管成本,代理成本上升,反而不利于企业获得银行的信贷。

5. 对 H<sub>5</sub> 的检验结果

在普通的 OLS 回归中,系数 β<sub>14</sub> 显著为正。为了更清楚地看出系数 β<sub>14</sub> 的含义,本文再回到模型的偏导分析得出的公式(3)。

表 3 全样本模型分析的结果

因变量 Banklevt	(1) 普通 OLS	(2) 稳健性检验
<i>cashholding</i> <sub>t-1</sub>	0.233 (0.86)	1.008** (2.72)
<i>cashflow</i> <sub>t-1</sub>	-0.283*** (-15.57)	-0.143*** (-9.07)
<i>size</i> × <i>cashholding</i> <sub>t-1</sub>	-0.0254* (-1.97)	-0.0525** (-2.98)
<i>inv</i> <sub>t-1</sub>	0.161*** (7.30)	0.166*** (7.15)
<i>ll</i> <sub>t-1</sub>	0.401*** (12.63)	0.257*** (7.02)
<i>sl</i> <sub>t-1</sub>	0.262*** (8.45)	0.206*** (5.86)
<i>size</i> <sub>t</sub>	0.453*** (10.29)	0.431*** (4.04)
<i>size</i> <sub>t</sub> <sup>2</sup>	-0.0101*** (-9.86)	-0.00834*** (-3.38)
<i>ac</i> <sub>t-1</sub>	0.0279 (1.39)	0.113*** (4.01)
<i>ac</i> <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>	-0.0160 (-1.36)	-0.0418* (-2.47)
<i>prsale_net</i> <sub>t-1</sub>	-0.0397*** (-7.64)	-0.0291*** (-3.98)
<i>prsale_net</i> <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>	-0.00611*** (-4.77)	-0.00438* (-2.37)
<i>finalcontrol</i> <sub>t</sub>	0.00420 (1.82)	-0.00244 (-0.88)
<i>finalcontrol</i> <sub>t</sub> × <i>size</i> <sub>t</sub> × <i>cashholding</i> <sub>t-1</sub>	0.00123* (2.32)	0.000525 (0.95)
常数项	-5.073*** (-10.74)	-5.370*** (-4.67)
样本数	9955	9955
R <sup>2</sup>	0.174	0.144

注:(1)稳健性检验,就是将模型采用固定效应模型回归方法重新回归,并采用稳健标准误来检验各回归系数的显著性程度;(2)\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%水平上显著,括号中为t值。

当企业属于民营企业时,  $finalcontrol$  等于 1, 当企业属于国有企业时,  $finalcontrol$  等于 0。在普通 OLS 回归中, 由于系数  $\beta_3$  显著为负, 系数  $\beta_{14}$  显著为正, 说明在民营企业中, 现金持有行为对于企业银行信贷融资能力的负向作用大小随公司规模增加而增加的速度要相对国有企业慢一些, 这验证了假设 5。然而在稳健性检验当中, 虽然系数  $\beta_{14}$  依然为正, 但是不显著。也就是说, 假设 5 没有通过稳健性检验。

(四) 内生性问题的检验与处理

在本文的模型中, 被解释变量银行信贷融资能力的衡量指标是企业财务报表中银行借款与总资产的比率, 记作  $Banklev$ 。解释变量现金持有行为的衡量指标采用企业财务报表中现金与现金等价物的累计存量的一期滞后变量来衡量, 记作  $cashholding_{t-1}$ 。虽然本研究在模型构建中为了避免内生性问题, 已采用滞后一期的解释变量  $cashholding_{t-1}$  作为自变量, 但是根据 Hausman 检验, 笔者以二期和三期的现金持有滞后变量作为工具变量进行内生性检验时, 发现仍然有内生性问题。

为了验证研究实证结果的严谨性, 本文采用 GMM 方法来估计模型, 以三期滞后的现金持有量作为工具变量, 以减缓内生性问题。根据前文的模型回归结果的稳健性检验, 系数  $\beta_{13}$  和  $\beta_{14}$  不显著,  $H_5$  无法通过稳健性检验, 因此内生性检验时不需要考虑  $finalcontrol_t$  和  $finalcontrol_t \times size_t \times cashholding_{t-1}$  这两项。采用 GMM 估计方法的结果如表 4 所示。

如表 4 所示, 采用现金持有量的三期滞后变量进行 GMM 估计后, 系数  $\beta_3$  依然显著为负, 说明  $H_2$  和  $H_3$  依然能得到验证。系数  $\beta_7$  依然显著为正, 系数  $\beta_8$  依然显著为负, 说明  $H_4$  依然能得到验证。

五、结论

近年来, 现金持有行为是金融研究与公司治理研究的热点话题。本文选择了现金持有行为与企业的银行信贷融资能力的关系这一个视角, 从公司规模带来的代理成本的角度深入探讨了现金持有行为对企业融资能力的影响。

本文研究发现: (1) 对中国企业来说, 现金持有行为对于企业的银行信贷融资能力存在两个相反方向的作用。适当的现金持有量有助于增强银行信贷融资能力。但是, 随着企业规模的增大, 信息不对称加剧、监管成本提高, 现金持有行为的代理成本上升, 现金持有行为反而会对企业的银行信贷融资产生负面影响。(2) 对于商业银行来说, 债务人的企业规模并不是越大越好。在商业银行看来, 企业规模有一个适当的水平。在达到这个适当规模之前, 企业规模的增加有助于企业通过信贷审批; 超过这个规模之后, 企业规模的变大反而会加剧信息不对称问题, 提高监管成本, 从而削弱企业的银行信贷融资能力。

参考文献:

[1] Keynes J M. The general theory of employment, interest and money[M]. New York: Harcourt, Brace and Company, 1936.  
 [2] 王彦超. 融资约束、现金持有与现金价值[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.

表 4 GMM 估计的结果

因变量 $Banklev_t$	GMM 估计结果
$cashholding_{t-1}$	OMITTED
$cashflow_{t-1}$	-0.310 *** (-12.98)
$size_t \times cashholding_{t-1}$	-0.0146 *** (-17.29)
$inv_{t-1}$	0.352 *** (10.68)
$llr_{t-1}$	0.373 *** (13.13)
$slr_{t-1}$	0.225 *** (8.34)
$size_t$	0.548 *** (9.68)
$size_t^2$	-0.0125 *** (-9.55)
$ac_{t-1}$	-0.0584 * (-2.02)
$ac_{t-1}^2$	0.00832 (0.48)
$prsale\_net_{t-1}$	-0.0721 *** (-9.42)
$prsale\_net_{t-1}^2$	-0.0110 *** (-5.43)
常数项	-5.992 *** (-9.80)
样本数	6663
$R^2$	0.174

注: \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著, 括号中为 t 值。

- [3] 连玉君,刘醒云,苏治. 现金持有的行业特征: 差异性与收敛性[J]. 会计研究, 2011(7): 66-67.
- [4] Robichek A, Myers C S. Conceptual problems in the use of risk-adjusted discount rates [J]. The Journal of Finance, 1966, 21: 727-730.
- [5] Bates T W. Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to? [J]. The Journal of Finance, 2009, 64: 1985-2021.
- [6] Fresard L. Financial strength and product market behavior: the real effects of corporate cash holdings [J]. The Journal of Finance, 2010, 65: 1097-1122.
- [7] Chen Yennru. Corporate overnance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms [J]. Corporate Governance, 2008, 16: 430-442.
- [8] Lee E, Powl R. Excess cash holdings and shareholder value [J]. Accounting and Finance, 2011, 51: 549-574.
- [9] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305-360.
- [10] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review, 1986, 76: 323-329.
- [11] Myers C S. Determinants of corporate borrowings [J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147-175.
- [12] Manso G. Investment reversibility and agency cost of debt [J]. The Econometric Society, 2008, 76: 437-442.
- [13] Ferreira A M, Vilela S A. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries [J]. European Financial Management, 2004, 10: 295-319.
- [14] Cho Sungbin. Specialization, agency cost and firm size [C]. Far Eastern Meetings from Econometric Society, 2004, No. 705.
- [15] 程书礼, 周勤, 徐捷. 中国上市公司规模与债务融资关系的实证研究 [J]. 金融研究, 2006(8): 41-55.
- [16] 黄邦根, 周泽炯. 国有企业委托代理成本的成因和对策 [J]. 当代经济研究, 2000(3): 26-28.
- [17] Kim C S, Mauer D, Sherman A. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative analysis, 1998, 33: 305-334.
- [18] 石晓军, 张顺明, 李杰. 商业信用对信贷政策的抵消作用是反周期的吗? 来自中国的证据 [J]. 经济学(季刊), 2009(1): 213-236.
- [19] 杨兴全, 张照南. 治理环境、控制权与现金流权分离及现金持有量——我国民营上市公司的实证研究 [J]. 审计与经济研究, 2010(1): 66-72.

[责任编辑: 杨凤春]

## The Influence of Cash Holdings on Enterprises' Financing Ability

CHENG Guo, HUANG Yuan-li

**Abstract:** Agency cost brought from the firm size is chosen as an angle to analyze the relationship between cash-holding behavior and the enterprise's financing ability from banks. The results show that cash-holding behavior has two opposite-direction influence on enterprise's financing from banks. Proper amount of cash holdings can help enterprises get loans from banks. However, as the firm size increases, so does the information asymmetry, which will lead to the high monitor cost and cash abuse. In this sense, cash holding will have negative influence on the enterprise's financing from banks. As for the access to bank credit, enterprise scale is not the bigger the better, but there exists a most suitable size for the commercial bank credit.

**Key Words:** cash holding behavior; agency cost; firm size; the ability of financing; the nature of property rights; cash flow; cash holdings