

货币政策、多元化经营与现金持有价值

——基于民营上市公司面板数据的实证分析

竺 印

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430074)

【摘要】 本文以 2003~2009 年我国民营 A 股上市公司作为研究样本,借鉴 Fama 和 French(1998)经典企业价值回归模型,实证分析了我国民营上市公司在国家货币政策宏观调控的背景下多元化经营对现金持有价值的影响,结果表明:多元化经营对民营企业现金超额持有行为具有溢价效应,尤其在货币政策紧缩时期由于多元化经营形成的内部资本市场可以很好地缓解融资约束,因而相较于货币政策宽松时期,紧缩时期多元化经营对现金持有价值的影响更为显著。

【关键词】 货币政策 多元化经营 现金持有价值 内部资本市场

一、研究背景

现金是企业重要的流动资产,是企业得以生存的“血液”。从现金的来源看,外部资本市场是企业资金来源的一条重要渠道,但受到国家宏观政策的影响。在当前全球金融泡沫的影响下,央行施行紧缩的货币政策,通过调整银根的紧缩程度,影响银行信贷规模,使企业面临不同程度的融资约束。由于我国长期以来对非国有经济的偏见,使得民营企业在获取政府支持方面一直处于劣势,它们不得不考虑现金的内部来源,通

费等 22 项。由于政府政策的支持,再加上政府对担保公司给小微型企业进行融资性担保也提供一定的风险补偿,各地都出台有相应的补偿机制,使得小微型企业的担保费用大大降低。比如广西壮族自治区对担保机构的补助额度做了如下规定:年平均贷款担保责任额达到本机构实收资本的 2 倍(含 2 倍)以上,按年均贷款担保责任额的 0.6% 给予担保风险补偿。北京海淀区也对担保机构的担保补助额度做了具体规定:担保公司为中小企业贷款提供担保业务单笔在 200 万元以下的补助其年度相应担保总额的 1%;单笔在 200 万~500 万元的补助其年度相应担保总额的 0.7%;单笔在 500 万元至 1 000 万元的补助其年度相应担保总额的 0.4%。这些措施既调动了担保公司的积极性,又促进了小微型企业的发展。

3. 银行的放款审批流程大大简化。由于银行将对小微型企业的贷款信用评估工作转嫁给了担保公司,因而不仅对小微型企业的信贷风险大大降低,而且放款审批流程也大大简化,从而使得双方的成本大为降低。

4. 发挥担保公司在风险控制中的积极作用。巴曙松在《金融机构的政府救助与监管声誉:一个理论框架和现实解释》中指出,强政府为了维护自己的监管声誉,往往不会对陷入危机的金融机构施以援手,这会大大提高政府的监管声誉,进而减少金融机构的逆向选择和道德风险;而弱政府往往会因为害怕金融机构的风险危及自身的稳定,会对金融机构施

以援手,结果就会大大降低政府的监管声誉,导致金融机构违规问题增加。目前,我国政府在金融监管方面处于弱势,监管声誉比较低,往往对金融机构的风险进行援助,显然这和我国的金融垄断是密不可分的。

因此,必须增强担保公司自身抵御风险的能力,发挥担保公司在新融资平台中控制风险的积极作用。与银行合作的担保公司应该为政策性担保公司或者实力雄厚的担保公司承担所有的风险,不能把风险转嫁给政府。当然,一旦出现系统性风险,向政府求援是必不可少的。在新五方联动的网络融资平台中,担保公司为小微型企业信用担保,其意义已远远超出了盈利的范畴,更多地是为了促进经济社会的发展,因为广大小微型企业是经济社会中最具活力的经济体,是促进经济社会和谐发展的主力军。因此,担保公司应该做大胆的尝试,在金融服务内容和方式上推陈出新,为小微型企业提供更好的融资服务,促使其更好更快地发展。

以援手,结果就会大大降低政府的监管声誉,导致金融机构违规问题增加。目前,我国政府在金融监管方面处于弱势,监管声誉比较低,往往对金融机构的风险进行援助,显然这和我国的金融垄断是密不可分的。

因此,必须增强担保公司自身抵御风险的能力,发挥担保公司在新融资平台中控制风险的积极作用。与银行合作的担保公司应该为政策性担保公司或者实力雄厚的担保公司承担所有的风险,不能把风险转嫁给政府。当然,一旦出现系统性风险,向政府求援是必不可少的。在新五方联动的网络融资平台中,担保公司为小微型企业信用担保,其意义已远远超出了盈利的范畴,更多地是为了促进经济社会的发展,因为广大小微型企业是经济社会中最具活力的经济体,是促进经济社会和谐发展的主力军。因此,担保公司应该做大胆的尝试,在金融服务内容和方式上推陈出新,为小微型企业提供更好的融资服务,促使其更好更快地发展。

主要参考文献

1. 巴曙松,陈华良.金融机构的政府救助与监管声誉:一个理论框架和现实解释.河南金融管理干部学院学报,2005;2
2. 李红杰,李文升.构建中小企业投融资平台设想.当代金融家,2011;1
3. 杨俊龙,孙韦,许旻佳.安徽融资平台体系建设研究.江淮论坛,2010;5

因为:一方面,内部资本市场通过持有现金,可以缓解外部融资约束,提升企业现金持有价值;另一方面,丰裕的内部资金,也可能导致严重的代理问题,如过度投资,从而减损现金持有价值。本文借鉴 Fama 和 French 经典企业价值回归模型,实证分析了我国民营上市公司在国家宏观货币政策调控的背景下,实行多元化经营对现金持有价值的影响。

二、提出研究假设

1. 多元化经营与内部资本市场。有研究认为,多元化经营为企业构建了一个庞大的内部资本市场,相比专业化企业更能够利用净现值为正的投资机会,可缓解外部融资约束,从而有效解决企业投资不足问题。同时,由于内部资本市场使得企业降低了对外部资本市场的依赖,因而能有效替代不完善的外部资本市场。但也有研究认为,多元化经营形成的内部资本市场也可能加大企业代理问题,增加代理成本。由于内部资本市场为企业创造了较多可供使用的资金,因而企业会选择一些净现值为负的投资项目,从而对企业效益产生负面影响。可见研究中对多元化经营的经济后果存在较大争议。

2. 融资约束、代理问题与现金持有价值。本文认为,研究者之所以对多元化经营的价值存在较大的争议,是因为已有研究没有深入考虑到影响多元化经营发挥效用的货币政策因素,而货币政策对企业经济活动有明显的影响,货币政策紧缩时会加大外部融资约束,货币政策宽松时会降低融资约束。因此本文的研究将货币政策紧缩程度这个外部因素引入,作为度量外部融资约束的代理变量。国内外研究大多已证实,在面临融资约束的情况下,企业的现金持有价值会较高。企业持有高额现金能够支持企业成长,减少企业外部融资的成本。Faulkender 和 Wang(2006)等结合公司的财务特征研究了现金持有价值,结果表明当企业更容易进入资本市场融资时,企业所增持的现金的边际价值将递减,表明融资约束型公司所持有的现金具有更高的市场价值。按照上述研究结论,在货币政策紧缩时,多元化经营形成的内部资本市场使企业可以通过内部资金供给,缓解外部融资约束,故本文提出假设一:

H1: 货币政策紧缩时,多元化经营下的内部资本市场可以缓解外部融资约束,会显著增加现金持有价值。

基于代理问题对公司现金持有价值进行研究的多以公司治理为切入点,探讨代理动机下现金持有的价值。Dittmar 和 Mahrt-Smith(2007)研究了公司治理与现金持有价值的关系,研究表明当赋予管理者较多自由处置权时,公司现金持有价值会下降。公司治理机制的作用不在于减少现金的积累,而在于其防止现金被滥用,较好的公司治理机制能够提升公司持有现金的价值。因此,在货币政策宽松时,多元化经营形成的内部资本市场也可能因为内部丰裕的现金,使企业出现更为严重的代理问题,故本文提出假设二:

H2: 货币政策宽松时,多元化经营下的内部资本市场会带来较严重的代理问题,会显著降低现金持有价值。

三、样本选择与数据来源

1. 样本选择。本文以 2003~2009 年沪深 A 股市场所有民营上市公司为研究样本,但剔除下列样本:①中小板和创业

板上市公司;②金融保险业上市公司;③当年被证监会特别处理的上市公司;④当年 IPO 上市公司;⑤数据缺失的上市公司。经上述筛选后,得出最终样本量为 1 780 个。

2. 数据来源。本文主要采用了三方面的数据,其来源是:

①多元化经营数据来源于 Wind 金融数据库;②财务数据来自 CSMAR 数据库;③货币政策相关数据摘自中国人民银行的各年度《中国货币政策执行报告》。

四、研究设计

1. 货币政策的测度。在我国,单独考虑某一指标,实际上很难判断货币政策究竟是紧缩还是宽松。本文借鉴吴晓灵(2009)估算货币政策的指标方法,采用 MP (MP=M2 增长率-GDP 增长率-CPI 增长率) 这个指标来估算货币政策。如果该指标值偏大,则表示货币政策偏于宽松;反之,则表示货币政策偏于紧缩。在研究的 2003~2009 年期间,MP 分别为 8.4、0.6、4.5、2.7、-2.3、2.3、19.3。本文选择三个 MP 较大的年份,即 2003 年、2005 年、2009 年,作为货币政策宽松期;其余四个 MP 较小的年份作为货币政策紧缩期。

2. 多元化经营的测度。本文涉及的多元化经营程度采用收入 Herfindahl 指数(HHI)来衡量。该指数的计算公式为: $HHI = \sum p_i^2$, 其中 p_i 为 i 行业收入占总收入的比重。企业多元化程度越高,HHI 指数就越低,当企业专业化经营时,该指数为 1。该指数比行业数更准确地衡量了企业的多元化程度。在回归模型中我们采用哑变量 $DIV_{i,t}$ 加入模型,当 HHI 指数小于样本中位数时, $DIV_{i,t}$ 取 1,反之则取零。

3. 模型选择。为说明多元化经营内部资本市场所带来代理问题的折价效应以及缓解外部融资约束的溢价效应,我们将重点考虑超额现金持有。超额现金持有是企业正常经营所需现金之外的额外现金持有量,对探讨现金持有预防动机抑或代理动机有更大的作用。本文借鉴 Fama 和 French(1998)的价值评估模型,并进行适当修正,得出以下模型:

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EX - Cash_{i,t} + \beta_2 DIV_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} \times EX - Cash_{i,t} + \beta_4 E_{i,t} + \beta_5 dE_{i,t} + \beta_6 dE_{i,t+1} + \beta_7 D_{i,t} + \beta_8 dD_{i,t} + \beta_9 dD_{i,t+1} + \beta_{10} I_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t} + \beta_{12} dI_{i,t+1} + \beta_{13} dNA_{i,t} + \beta_{14} dNA_{i,t+1} + \beta_{15} CAPEX_{i,t} + \beta_{16} dCAPEX_{i,t} + \beta_{17} dCAPEX_{i,t+1} + \beta_{18} MV_{i,t+1} + \sum Year + Firm Fixed Effect + \varepsilon_{i,t}$$

4. 变量定义。因变量 $MV_{i,t}$ 表示第 t 期期末公司市值;自变量 $EX - Cash_{i,t}$ 表示第 t 期期末超额现金持有量,为现金最佳持有量估计方程的残差部分;自变量 $DIV_{i,t}$ 表示第 t 期多元化的虚拟变量;控制变量 $dX_{i,t}$ 、 $dX_{i,t-1}$ 分别表示第 t 期 X 与第 $t-1$ 期 X 的差额和第 $t+1$ 期 X 与第 t 期 X 的差额; $dX_{i,t}$ 表示第 $t+1$ 期 X 与第 t 期 X 的差额; $E_{i,t}$ 为第 t 期净利润; $D_{i,t}$ 表示第 t 期普通股股利; $I_{i,t}$ 表示第 t 期利息支出; $NA_{i,t}$ 表示第 t 期期末非现金资产; $MV_{i,t+1}$ 表示公司第 $t+1$ 期市场价值。所有变量都以本期期末非现金资产账面价值 $NA_{i,t}$ 进行标准化处理。

为检验假设 1 和假设 2,我们根据上述 MP 值的大小,将 7 年的数据分为两组,即货币政策宽松组和货币政策紧缩组,并关注交乘项的显著性及其符号。上述超额现金为企业实际

现金持有量与正常现金持有量之间的差额,本文借鉴 OPSW (1999)现金持有量决定因素模型,进行修正后予以估计现金最佳持有量,残差部分为超额现金持有量,基于本文研究目的考虑,剔除了超额现金持有量为负数的样本。

$$\ln(\text{Cash}_{i,t}/\text{NA}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{NA}_{i,t}) + \beta_2 \text{FCF}_{i,t}/\text{NA}_{i,t} + \beta_3 \text{NWC}_{i,t}/\text{NA}_{i,t} + \beta_4 \text{MV}_{i,t}/\text{NA}_{i,t} + \beta_5 \text{CAPEX}_{i,t}/\text{NA}_{i,t} + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} + \beta_7 \text{Dividend}_{i,t}/\text{NA}_{i,t} + \gamma \text{Year} + \lambda \text{Ind} + \varepsilon_{i,t}$$

上式中:因变量 Cash_{i,t} 为公司期末的现金持有量,以期末现金及交易性金融资产之和表示;自变量 FCF_{i,t} 为公司自由现金流量,以净利润与折旧与摊销之和表示;NWC_{i,t} 为公司净营运资本;MV_{i,t} 为公司市场价值;CAPEX_{i,t} 为公司资本性支出,以购建固定资产、无形资产以及其他长期资产所支付的现金表示;LEV_{i,t} 为公司的资产负债率;Dividend_{i,t} 为公司股利支付哑变量,支付股利取 1,否则取 0;NA_{i,t} 为公司本期期末非现金资产的账面价值。

五、实证检验结果

1. 最佳现金持有量方程回归结果。通常,可采用 OLS 混合回归模型、面板模型下的固定效应回归(FE)和随机效应回归(RE)这三种方法对样本最佳现金持有量进行回归检验,本文选择了 FE 固定效应回归模型,通过 F 检验和 LM 检验,结果与其他两种方法的结果基本一致。具体见表 1:

表 1 最佳现金持有量回归结果

	OLS	FE	RE
Ln(NA _{i,t})	-0.026 6 (2.691 2)***	-0.080 6 (4.824 2)***	-0.073 2 (6.094 8)***
FCF _{i,t} /NA _{i,t}	1.831 3 (15.759 1)***	1.168 3 (11.764 4)***	1.326 3 (13.861 8)***
NWC _{i,t} /NA _{i,t}	-0.680 0 (14.029 0)***	-1.221 4 (21.297 8)***	-0.974 4 (19.678 6)***
MV _{i,t} /NA _{i,t}	0.093 8 (12.609 1)***	0.057 7 (10.353 2)***	0.069 2 (12.995 4)***
CAPEX _{i,t} /NA _{i,t}	0.315 3 (2.222 9)**	0.585 8 (4.651 2)***	0.498 0 (4.144 6)***
LEV _{i,t}	-1.543 0 (26.173 3)***	-1.935 8 (26.067 0)***	-1.814 2 (28.630 1)***
Dividend _{i,t} /NA _{i,t}	0.226 7 (10.699 5)***	0.034 9 (1.744 1)*	0.090 3 (4.751 0)***
Constant	-1.203 1 (5.594 5)***	0.375 6 (1.075 5)	0.128 6 (0.510 7)
F statistic	108.7	235.7	107.8
Adj.R ²	0.29	0.30	0.28

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 置信度水平上显著(下同)。

2. 超额现金持有价值回归结果。表 2 中第一列为对全样本的回归,结果显示交乘项显著为正,表明多元化经营具有内部资本市场优势,能够显著提高现金持有的价值,证实了多元化经营的溢价效应。第二列和第三列是按照货币政策紧缩程度对各年度进行分组回归得出的结果。紧缩组回归结果仍然显示交乘项显著为正,进一步证实了多元化的溢价效应,并表

明多元化经营在货币政策紧缩时期可以充分发挥其内部资本市场优势,具有缓解外部融资约束的作用,因而可以显著提升现金持有的价值,假设一得到验证。而宽松组的回归结果显示,交乘项并不显著,而且其他的控制变量也多为不显著,说明在货币政策宽松的年度,由于外部融资的便利性,企业内部资本市场发挥的作用较小,但是没有证实多元化经营会在外部融资约束较小时会带来更为严重的代理问题,说明民营企业具有较灵活的经营机制。

表 2 超额现金持有价值回归结果

	全样本	紧缩组	宽松组
EX-Cash _{i,t}	0.974 6 (1.743 2)*	-1.648 8 (2.308 8)**	-1.002 4 (1.382 3)
DIV	-0.801 3 (2.611 6)***	-0.410 0 (1.237 7)	-0.506 2 (1.868 9)*
EX-Cash _{i,t} · DIV	3.917 3 (6.132 4)***	1.738 4 (2.061 0)**	0.978 3 (1.098 4)
E _{i,t}	16.640 2 (18.893 7)***	25.050 1 (29.464 3)***	0.985 5 (0.916 4)
D _{i,t}	-14.319 2 (1.847 4)*	-29.734 8 (3.381 1)***	7.016 8 (0.807 0)
I _{i,t}	-46.288 1 (9.407 5)***	37.970 9 (4.869 7)***	-0.443 3 (0.084 3)
CAPEX _{i,t}	-10.852 7 (4.428 9)***	-5.570 4 (2.197 9)***	2.161 2 (1.045 8)
dMV _{i,t+1}	0.413 4 (19.858 3)***	-0.305 1 (12.780 5)***	0.354 0 (5.362 5)***
Constant	3.394 0 (10.620 0)***	-2.096 4 (4.877 5)***	2.710 0 (8.957 5)***
F statistic	11 086.7	3 197.0	14 450.7
Adj. R ²	0.59	0.58	0.59

注:限于篇幅,此表仅列出了主要控制变量的回归结果。

六、研究结论

本文利用 2003~2009 年期间沪深两市 A 股市场上民营企业的财务数据,借鉴 Fama 和 French(1998)经典企业价值回归模型,实证检验了多元化经营在货币政策的影响下与现金持有价值之间的关系。实证结果表明,多元化经营从整体水平而言可以增强企业的现金持有价值,即具有溢价效应;而在货币政策紧缩时期,多元化经营的内部资本市场可以很好地缓解民营企业面临的融资约束,显著增加公司现金持有价值。而在货币政策宽松的年度,内部资本市场的效应并不明显,但也未得到代理问题加剧的证据。

主要参考文献

1. 杨兴全,张照南.制度背景、股权性质与公司持有现金价值.经济研究,2008;12
2. 祝继高,陆正飞.货币政策、企业成长与现金持有水平变化.管理世界,2009;3
3. Jensen M. C., Meckling W.. Theory of Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. Journal of Financial Economics, 1976;7