

# 利率市场化对现金持有价值的影响机理研究

——立足中小企业视角

王诗雨

(东南大学经济管理学院 南京 211189)

**【摘要】**党的十八届三中全会将利率市场化这一议题再次带入公众视野。一直以来,中小企业都由于其不同于大企业的特质而广受关注。本文就利率市场化对中小企业现金持有价值的影响机理进行了研究。研究发现,利率市场化通过产品市场竞争效应和资本市场价值效应,分别从竞争能力、投资机会和融资约束三条路径影响中小企业的现金持有价值,各条路径的影响效果不尽相同,随着利率市场化成熟度的不同,现金持有价值的变动方向也有所改变。

**【关键词】**利率市场化 中小企业 现金持有价值 影响机理

## 一、引言

我国利率市场化从20年前开始,1993年党的十四大确定了利率市场化改革的长远目标,2013年7月,我国利率市场化改革取得新的突破,贷款利率管制全面放开,同年11月,党的十八届三中全会在京召开,会议提出要加快推进利率市场化进程。利率市场化是金融自由化的重要一步,也是发挥市场对资本配置决定作用的重要保证。作为一项重大的宏观金融政策,利率市场化必然会对微观企业产生重大影响,关注和应对利率市场化是经济转轨时期企业持续健康发展的必由之路。

中小企业是国民经济的重要组成部分,并发挥着越来越举足轻重的作用,服务经济和知识经济的兴起、通信技术的发展和科技的创新、市场分工的不断细化为中小企业的发展提供了前所未有的契机。在奉行“现金为王”理念的后金融危机时代,中小企业的现金持有价值受到了理论界和实务界众多学者的关注。作为市场的一部分,中小企业将受到利率市场化大环境的影响,现金持有价值贯穿了企业的经营、投资、筹资活动,它的变动有何特殊之处?本文从我国的实际出发,立足中小企业视角、结合中小企业的特性,从影响机理的角度对利率市场化与现金持有价值的关系进行了讨论。

## 二、文献回顾

利率是资金的价格,只有在市场经济条件下,才能充分实现价格发现的功能。建立有效的市场利率体系,是引导资金合理流动,实现社会资源最优配置的必要条件。关于利率市场化的研究主要包括:①对利率市场化基准利率选取的研究,目前学界大致持两种看法,一种是选取银行间同业拆借利率作为基准利率,另一种是选取银行间

债券市场回购利率作为基准利率。②利率市场化与货币政策传导机制的关系研究,各学者对于我国利率市场化进行的理论分析得出利率市场化对于货币政策利率传导机制产生了优化作用,实证方面鲜有直接证明利率市场化对货币政策传导机制具有优化作用的研究,但是大量研究表明市场化之前,基准利率与货币供应量之间没有长期稳定的关系,利率在货币政策传导机制中出现梗阻效应。③利率市场化对宏观微观经济的影响,宏观方面主要是遵循传统凯恩斯主义观点和金融抑制金融深化理论进行的比较研究和实证研究,微观方面主要是关于利率市场化对企业融资问题影响的研究,对于这一问题,部分学者认为,利率市场化能够缓解企业的融资约束,另一部分则认为利率市场化短期内会造成新一轮的资源错配。

现金作为一种资产,获取和持有会产生成本,也会给企业带来收益,学界已从理论和实证两个方面,对决定企业现金持有价值的因素做出了丰富的研究。理论方面,主要包括对信息不对称理论的研究,对代理理论的研究,对权衡理论的研究,以及对融资优序理论的研究;实证方面,主要包括对上述理论的验证,对公司治理与现金持有价值关系的检验,对企业融资约束与现金持有价值关系的检验,对企业投资机会与现金持有价值关系的检验,以及对企业产品竞争和多元化经营与现金持有价值关系的检验。

随着对企业研究的不断深入,越来越多的学者开始关注宏观经济对微观企业的作用机制。其中包括宏观财政政策对企业的作用机制,金融发展和资本市场开放程度对企业融资约束的影响,市场透明度对企业面临的信息不对称问题的影响,经济周期与企业融资能力的关系

等等,这些研究均证明,宏观经济会通过一定的路径和机制对微观企业产生作用,企业在各个方面的表现也必然会随着这种作用而发生变化。

在以往的研究中,虽然有关利率市场化、企业现金持有价值以及宏微观经济间影响机制的文献十分丰富,但是由于利率市场化这个概念在我国仅在九十年代兴起一时,一直到最近才再次受到关注,以致国内很少将对利率市场化的研究从金融领域延伸至实体经济领域,从宏观政策领域延伸至微观企业领域。同时我国学者对企业现金持有价值的研究大多关注于某个或某些因素的影响,很少进行全面的分析,主要采取的也是实证研究证明相关性的方法,在理论分析方面关注较少。因此,本文将利率市场化对微观企业的影响机理作为研究对象,并聚焦在中小企业的现金持有价值这一具体受体上,从产品市场上企业的经营活动和资本市场上企业的投融资活动两个角度分别研究了利率市场化对中小企业现金持有价值的影响机理。

### 三、总体分析框架

货币政策是国家对经济进行宏观调控的重要工具,其内容主要包括信贷政策、利率政策和汇率政策三大方面。利率市场化对货币政策最直接、最显著的影响表现在利率政策上。利率政策能否完成货币政策目标主要取决于两个因素,一是利率水平对资金供求的反映程度,二是利率政策传导效率的高低、传导过程是否受到阻滞。因此,本文从利率水平和传导效率两个方面来反映宏观货币政策的变动。

现金是企业流动性最强的资产,对企业现金持有价值的研究始于 Keynes,延续《通论》中的经典分析框架,本文将企业持有现金的动机分为交易动机、投资动机和预防动机;将企业的现金持有价值分为面值、收益和成本三部分,其中收益包括经营收益、投资收益、节省的短缺和破产成本,成本包括机会成本、转换成本和管理成本。由于本文主要研究的是宏观经济政策对企业现金持有价值的影响,在下文的分析中假设管理成本、转换成本和破产成本不变,并假设影响企业现金持有价值的企业内部因素不变。

中小企业是国民经济的重要组成部分,相对于大型企业而言,中小企业在市场中具有如下特征:一是大多处于市场化和竞争程度高的生活最终消费品行业;二是自身经营规模和资本规模较小,更重视经营,投资意识薄

弱,投资中战略投资比重较小,风险承受能力较弱,财务管理水平较低;三是受到较为严重的融资约束,信息不对称较为严重,但代理问题较大企业而言并不突出。鉴于以上的三个特征,在利率市场化的作用下,中小企业的现金持有价值的变动也显示出其特有的特征。

以上三点构成了本文的研究基础。从总体上看,本文以利率水平和传导效率两个方面为出发点,分析了利率政策的变动通过宏观产品市场的竞争效应和宏观资本市场的价值效应分别传导至中小企业经营活动和投融资活动的过程,进而讨论中小企业的现金持有价值的变动机理。具体思路如图1所示:

图1 总体分析框架

### 四、产品市场竞争效应对中小企业现金持有价值的影响机理

作为宏观货币政策的重要组成部分,利率政策通过三个传导过程作用于中小企业的现金持有价值,即从货币政策到宏观经济的宏观传导、从宏观经济到微观企业的宏微观间传导、从微观企业活动到企业现金持有价值的微观传导。在产品市场的竞争效应中,利率政策通过竞争能力路径对中小企业现金持有价值的影响机理如图2所示:

图2 产品市场上的三阶段传导

1. 经营收益下降、机会成本上升——短期价值下降。在我国,利率市场化后,政府管制下较低的利率水平短期内会出现一个较明显的上升过程,这种利率上升会通过央行基准利率由 SHIBOR 传导至货币市场,进而提高了银行等金融机构对借款资金的定价,消费者会更有意愿

将钱存入银行,产品市场可能出现缩水,从而完成了利率政策变化对实体经济的宏观传导;由于消费者的购买需求减少,在社会总供给不变的情况下,其议价能力就会提高。对于中小企业来说,它们的产品不如大企业的竞争力强,造成经济利润下降,一些中小企业被迫退出或放弃进入行业。行业的竞争程度下降,加剧了大企业垄断效应,单个企业产品所占的市场份额趋于稳定,宏观经济变动通过宏观间的传导影响了中小企业的营运活动。由于以上原因,中小企业会降低业务调整的意愿或没有进行业务调整的空间,持有现金所能创造的超额经营收益下降,而持有本可用于递减前更高收益经营活动的现金所产生的机会成本增加。收益的降低和成本的增加共同说明了竞争能力路径短期内会造成中小企业现金持有价值的下降,这就是企业营运活动影响其现金持有价值的微观传导。

**2. 经营收益上升、机会成本下降——长期价值上升。**从长期来看,市场利率是市场供求双方达到均衡时确定的均衡利率,随着利率渠道阻滞的消失,利率正确且灵敏地反映资金均衡价格的功能将日益强化。储蓄和消费也将围绕均衡的资金价格上下波动,产品市场呈现出健康发展的态势,市场中企业的利润不必然会显著增加,但生产者剩余和消费者剩余总和会上升,即资源配置效率提高。众所周知,市场的竞争程度和资源配置效率成正比,因而产品市场的竞争程度会产生相应地提高。此时,中小企业在行业中的市场份额伸缩空间很大,短期中退出企业让出的市场空间又为留存下的中小企业提供了更多的竞争机会,它们有理由充分发挥自身快速反应、灵活调整的优势,加快业务调整创新的频率,以在竞争中获得更大的收益和更好的地位;中小企业所持有的交易性现金将可能为其创造出丰富的经营收益,此时,机会成本也会随着超额经营收益的递增而递减。因此从长期来看,利率市场化通过竞争能力路径提高了中小企业的现金持有价值。

### 五、资本市场价值效应对中小企业现金持有价值的影响机理

资本市场的价值效应分别从投资机会路径和融资约束路径影响中小企业的现金持有价值,其传导路径也分为宏观、宏微观、微观传导三个部分,具体如图3所示。

#### (一)投资机会路径对中小企业现金持有价值的影响

**1. 投资收益下降、机会成本上升——短期价值下降。**从短期来看,低利率刺激投资结束,贷款利率上升,投资

规模缩减,虽然社会资本的边际效率会在利率提高的压力下有所上升,但是在宏观传导层面投资效率“质”的上升远没有投资成本“量”的上升传导迅速。在宏微观间传导层面上,中小企业的投资能力和水平较低,难以在一时间提高投资效率,因而在高资金成本的作用下,它们进行投资的意愿会下降,同时与大型企业的并购型战略性投资不同,由于产品市场的缩水和政策性投资指引的减少,中小企业所偏好的日常收益性投资机会也相应减少。社会总体投资效率的提升难以弥补短期内中小企业现金持有投资效益的下降,而可用于递减前更高收益投资活动的现金机会成本却上升了,因此,投资机会路径通过微观传导使得中小企业的短期现金持有价值下降了。

**2. 投资收益上升、机会成本下降——长期价值上升。**从长期来看,贷款利率将趋于均衡,社会可贷资金的供给也会达到平衡。这时,虽然社会中的投资机会不一定会显著增加,但随着商品价格机制的配合,资金会流向效率更高和更需要资金的部门和企业。中小企业此时已逐步提高了投资水平,因而会成为投资质量提高的受益者,同时利率水平会更加迅速和准确地将政策信号传递给市场,这种信号对于中小企业和大型企业是相同的,换言之,更加通畅的政策传导渠道减弱了企业间的信息歧视。这样,中小企业能够更好地把握国家的政策导向,将资金投入政策倾斜的领域,以获得更高的收益;因此中小企业所持现金的预期投资收益也会提高,伴随着机会成本的下降,投资机会路径将会在长期促进中小企业现金持有价值的提升。

#### (二)融资约束路径对中小企业现金持有价值的影响

**1. 短缺成本上升、机会成本下降——短期价值上升。**从短期看,取消行政性利率限制后,储蓄存款逐渐实现竞争定价,这一信号传导至商业银行后,会在一定程度上抬高商业银行资金成本,宏观传导使得社会资本随着商业银行的偏好流向它们认为利险更加合算的大型企业。由于中小企业抵押物较少、信用等级较低、贷款风险较大,加之银行信用体系不完善,中小企业信息披露机制滞后,

图3 资本市场上的三阶段传导

共同加重了信息不对称的问题,Stigliz and Weiss认为信息不对称的存在是信贷配给存在的根本原因。由于信用风险提高,银行有通过利率高低来选择借款人的“逆向选择”动机,由于资金成本提高,企业管理层则有更加偏向高风险高回报投资项目的“逆向激励”动机,二者共同造成了本不显著的代理问题的恶化。宏观间的传导中出现了新一轮的信贷配给,在信息不对称效应和代理问题的共同作用下,中小企业的融资约束有所加深。在这种情况下,中小企业持有的预防性现金能够为企业节省的资金短缺成本提高,并使其更有能力使用所持现金从事净现值为正的投资经营活动,持有现金的机会成本也会下降。因而利率市场化初期,在融资约束路径微观传导的作用下,企业现金持有价值有所提高。

2. 短缺成本下降、机会成本上升——长期价值下降。从长期看,随着商业银行利率风险控制能力和对利率市场化适应程度的提高,为了提高利润会结束暂时性的保值避险经营策略,转而进行长期稳定的增值活动。它们有必要完善信用制度以更加了解中小企业,而中小企业为了获得贷款也有动机完善信息披露制度,在双方的努力下,银企间的信息不对称将逐步减轻。从传导效率方面说,利率信号效应的增强,减少了宏观经济信号与中小企业间的信息壁垒,减少了中小企业与市场间的信息不对称。在代理问题上,由于银行获取中小企业客户群以获取利润的目标和企业管理层获得融资的目标相一致,因此二者利益得到调和。由于信息披露透明度的提高,股权代理问题受到抑制,这就分别从激励和监督两个方面降低了中小企业代理问题。由于融资能力的提高,中小企业持有预防性现金所能节省的短缺成本减少,若将现金用于合理的投资经营活动可能会获得更大的收益。因此,利率市场化成熟之后,在融资约束路径的作用下,中小企业所持有的现金将出现“贬值”。

## 六、利率市场化对中小企业现金持有价值影响的综合分析

我们可以看出,在利率市场化的进程中,竞争能力路径、投资机会路径和融资约束路径对中小企业现金持有价值分别产生了不同的影响。如下表所示,其中ST(Short-term)表示短期影响,LT(Long-term)表示长期影响。

市场效应	路 径	收 益	成 本	现金持有价值		
产品市场 竞争效应	竞争能 力路径	经营 收益	ST ↓	机会成本	ST ↑	ST ↓
			LT ↑		LT ↓	LT ↑
资本市场 价值效应	投资机 会路径	投资 收益	ST ↓	机会成本	ST ↑	ST ↓
			LT ↑		LT ↓	LT ↑
	融资约 束路径	短缺 成本	ST ↑	机会成本	ST ↓	ST ↑
			LT ↓		LT ↑	LT ↓

可以看出,利率市场化的不同时期中,在产品市场上通过产品竞争效应对中小企业现金持有价值产生影响的同时,资本市场通过价值效应对其现金持有价值产生了两种反向的影响。由于三条路径所产生的影响并不是同向的,所以无法确定最后所形成的综合影响结果究竟是使得中小企业的现金持有价值提升抑或下降。事实上,由于一个企业的现金持有价值是由内外部环境和现金持有量共同作用的,因此要分析最终影响结果还要结合每个企业外部环境和内部实力的个性特征,以及企业的战略目标、财务管理目标、现金持有等进行具体分析。

## 七、总结和建议

针对文中分析的问题,在经营方面,中小企业需要寻找大企业品牌较弱的市场空间,避免遭受垄断和歧视,突出经营特色,明确战略地位,在竞争市场上获取优势;投资方面,中小企业应当提高投资水平,加强投资管理,密切关注宏观经济政策,更加重视战略性投资;筹资方面,中小企业应完善信息披露机制,提高会计信息质量,完善企业治理问题,减少融资过程中的信息不对称和代理问题。同时,中小企业需要从总体上把握自身的外部环境和内部实力,认清自身的战略目标和财务管理目标,这样才能使所持有现金为企业发展创造最大价值。

本文的不足之处在于,一是没有考虑通胀因素,没有考虑信贷市场与证券市场、企业外部环境与内部环境的交互影响,而这些均有可能扭曲理论上的影响机制;二是采用规范研究的方法,所得出的结论尚待接受实证的检验,所依据的某些推导关系在实证领域还存在着争议。

由于中国同业拆借市场不断壮大,以银行间同业拆借利率为基准利率的呼声越来越高,因此本文假设SHIBOR为金融市场中的基础性传导介质。

【注】本文系国家自然科学基金项目“企业现金流价值创造与风险显现嬗变机理研究”(编号:70972039)的阶段性成果。

## 主要参考文献

1. 王志栋.中国货币市场基准利率选择的实证研究.投资研究,2012;1
2. 庄东.利率市场化下信贷配给和中小企业融资问题探讨.现代商业,2008;18
3. 何东,王红林.利率双轨制与中国货币政策实施.金融研究,2011;12
4. 解川波,尹志超.利率市场化与利率风险管理.成都:西南财经大学出版社,2006
5. 齐向荣.利率市场化背景下的利率风险防范机制.财会月刊,2013;20
6. 李海洋,马江.我国中小企业融资困境及对策.财会月刊,2006;2