

融资约束、现金持有行为与存货管理效率

——来自我国制造业上市公司的经验证据

刘树海¹(博士), 张俊民¹(博士生导师), 唐婧清²(博士)

【摘要】基于我国制造业上市公司2007~2016年的非平衡面板数据,检验融资约束下企业表现出的现金积累倾向,以及现金持有量对存货管理效率的提升作用。实证结果表明,融资约束下企业表现出更强的现金积累倾向,且现金持有量能够更大程度地促进存货管理效率的提升。由此得出结论:融资约束下保持较高的现金持有量具有更高的价值,可以更为有效地提升存货周转过程的通畅性,从而更大程度地提高存货管理效率。

【关键词】融资约束; 现金积累; 现金持有量; 存货管理; 存货周转

【中图分类号】F275.1 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)18-0052-7

一、引言

随着供给侧结构性改革的持续推进,我国制造业存在的大范围产能过剩问题逐渐凸显。由此导致的直接后果是:为数众多的制造企业面临严峻的形势,大量的流动资金被无效占用,致使经营活动由于缺少应有的活力而陷入僵局^[1]。在制造企业中,流动资金被占用的主要表现为存货积压。如果企业平时重视存货管理的效率,保持了较高的存货周转速度,则可有效地避免存货积压,从而减少流动资金的占用并增强企业的盈利能力^[2]。存货的周转需要一定的资金作支撑,因此企业的融资能力就会影响存货周转速度。随着产品市场竞争的加剧以及稳健货币政策的推行,制造企业的外部融资能力有所弱化,而对内部融资的依赖有所增加。这就意味着,新形势下现金持有量在更大程度上决定了企业的融资能力,从而对存货周转产生更为巨大的影响。厘清以上机理,有助于制造企业从现金持有的视角加强存货管理,由此提高产品的供给质量,并更好地适应现代化

经济体系。

在制造企业中,存货管理是生产管理的主要内容^[3],提高存货管理效率有着极为重要的战略意义。现有文献从多个角度探讨了提高存货管理效率的途径:①利用信息化手段。借助强大的信息技术手段,企业可以减少存货持有量,显著提高自身的存货管理效率^{[4][5]}。②提高客户集中度。实证研究表明,通过集中客户群体,企业可以有效地减少存货持有量以及存货周转天数,并且这种做法能够得到资本市场的认可^[6]。③强化供需关系。供需企业之间的密切合作减弱了企业持有存货的预防动机,由此可促使企业保持较低的存货持有量^{[7][8]}。④健全内部控制制度。与存货有关的重大内部控制缺陷将会系统地降低存货周转速度并产生更多的存货损失^[9]。健全与存货有关的内部控制制度能够显著地提高存货管理效率。⑤降低代理成本。代理成本的降低可以促使管理层采取更加有效的存货管理策略。实证研究表明,机构投资者通过监督管理层来发挥良好的治理作用,进而促使管理层提高存货管理效率^[10]。

【基金项目】天津市哲学社会科学规划基金项目“货币政策冲击、存货持有行为与企业投资效率”(项目编号:TJYY17-024)

除此之外,企业的存货管理活动还会受到融资能力的影响。然而,现有文献在研究企业的存货管理效率时,往往忽视了财务状况和融资问题^[11]。忽视融资能力对企业存货管理效率的影响,势必制约存货管理活动的开展。本文试图研究融资约束下现金持有行为对存货管理效率的影响,并在存货管理中加入融资因素,以期挖掘制造企业中现金持有的经济含义,并进一步推动存货管理活动的有效开展。

二、文献回顾与研究假设

(一) 融资约束下企业的现金积累倾向

融资优序理论认为,信息不对称产生了逆向选择,由此造成外部融资成本高于理论成本,从而迫使广大企业更多地依赖内部融资^[12]。学术研究中将企业面临的这种状况称为融资约束。融资约束致使企业的经济活动受到限制,从而严重降低了企业的经济效率。例如,在面临融资约束的情况下,企业的投资水平并非取决于投资机会,而是取决于内部现金流^[13],投资水平与投资机会的非同步性势必降低投资效率。企业可以采取有关措施来缓解融资约束,如:降低信息不对称程度^[14]、利用商业信用融资^[15]、获得关联方融资支持^[16]。

然而,缓解融资约束最为有效的手段还是持有大量的现金。实证研究表明,现金对于受利融资约束的企业来说具有更高的价值^{[17][18]},其增持现金的动机也更为强烈^{[19][20]}。现金充当了企业内部融资的资金池,表现为企业中明显存在的现金积累—消耗现象^[21]。在内部现金流充裕时,企业将会增持现金;而在内部现金流匮乏时,企业将会减持现金,由此便可实现企业内部流动性资源的跨期配置。有关证据表明,融资约束企业利用现金实现了投资水平的平滑^{[22][23]}。鉴于现金具备以上作用,融资约束企业在内部现金流充裕时有动机积累更多的现金,以便在内部现金流匮乏时消耗更多的现金。根据以上讨论,本文提出了假设1。

假设1:融资约束下企业将会表现出更强的现金积累倾向。

(二) 融资约束下现金持有量对存货管理效率的影响

将企业的融资问题与经营问题协同考虑有助于提高其存货管理效率^[24]。现金是企业的重要融资来源,在产品市场中,更高的现金持有量有助于增强企业的竞争能力,从而减少其开展经营活动所遭遇的

阻力^{[25][26]}。更高的现金持有量能使企业承担更高的债权回收风险^[27],从而向客户提供更高的商业信用。实证研究表明,更高的现金持有量有助于维护企业与客户之间的关系^[28]。可见,持有更多现金有利于企业保持销售渠道的通畅,从而避免存货大量积压并提高存货的周转速度。

此外,企业持有现金还是一种对供应商的关系承诺。充裕的现金意味着强大的付款能力,企业的现金持有量越高,其与供应商之间的关系越稳定^[29],越容易获得商业信用^[30],其原材料的供应也就越有保障。在这种情况下,企业的存货持有量显著降低,存货管理效率显著提高。外部融资与现金之间存在替代性,即使现金持有量较低,非融资约束企业也能借助良好的外部融资能力来保持存货周转的通畅性,这种情况下现金对于存货周转的促进作用就会弱化。然而,融资约束企业难以借助外部融资来替代现金,此时更高的现金持有量可以更为有效地促进存货周转和提高存货管理效率。根据以上讨论,本文提出了假设2。

假设2:融资约束下企业保持较高的现金持有量将会更大程度地提高存货管理效率。

三、研究设计

(一) 模型设计

1. 现金积累倾向模型。本文使用现金—现金流敏感性来表示企业的现金积累倾向。有关模型的设计借鉴了Almeida et al.^[31]的做法,其表达式为:

$$Dcsh_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Icf_{i,t} + \beta_2 Fc_{i,t-1} + \beta_3 Fc_{i,t-1} \times Icf_{i,t} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 Siz_{i,t-1} + \beta_6 Cap_{i,t} + \beta_7 Acq_{i,t} + \beta_8 Dnwc_{i,t} + \beta_9 Dsd_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在式(1)中,现金调整量(Dcsh)对内部现金流(Icf)的偏导数即为企业的现金积累倾向。如果融资约束虚拟变量(Fc)与内部现金流(Icf)交互项的系数(β_3)显著大于0,则可认为融资约束企业相对非融资约束企业具有更强的现金积累倾向。也就是说,融资约束企业中现金发挥了更为重要的作用,企业有动机积累更多的现金。

2. 存货管理效率模型。本文使用存货周转天数(Ivtd)作为存货管理效率的代理变量。为了减少实证检验中产生的内生性问题,本文在设计存货管理效率模型时各主要自变量的取值均滞后了一期。有关存货管理效率的具体模型如式(2)所示:

$$Ivtd_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fc_{i,t-1} + \beta_2 Csh_{i,t-1} + \beta_3 Fc_{i,t-1} \times$$

$$Csh_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Q_{i,t-1} + \beta_6 Ser_{i,t-1} + \beta_7 Ocf_{i,t-1} + \beta_8 Cap_{i,t-1} + \beta_9 Acq_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在式(2)中,如果融资约束虚拟变量(Fc)与现金持有量(Csh)交互项的系数(β_3)为负,则可认为相对于非融资约束企业,融资约束企业持有较多的现金可以更多地缩减存货周转天数,从而更大程度地提高存货管理效率。

(二)变量设计

本文使用两个指标来区分融资约束与非融资约束企业。首先,本文参照Whited、Wu^[32]的做法,计算出了企业的融资约束指数(WWI)。这一指数的计算方法如式(3)所示:

$$WWI_{i,t} = -0.091Icf_{i,t} - 0.062Divd_{i,t} + 0.021Ltd_{i,t} - 0.044Siz_{i,t} + 0.102Isg_{i,t} - 0.035Sg_{i,t} \quad (3)$$

在式(3)中:Icf表示内部现金流;Divd表示现金股利政策;Ltd表示长期负债;Siz表示企业规模;Isg表示行业销售增长率;Sg表示企业销售增长率。每年依据WWI对样本由小到大排序,前四分之三的样本归入非融资约束组,后四分之一的样本归入融资约束组。

其次,本文根据企业的现金股利政策对样本进行分组。如果企业派发了现金股利,则认为企业没有面临融资约束,否则认为企业面临融资约束。

本文根据以上两种方法分别定义了融资约束哑变量,符号分别为Fc_w和Fc_d。实证研究中所用到的主要变量在表1中进行了较为详细的说明。

(三)数据来源与描述性统计

本文实证研究所使用的数据均来自于CSMAR数据库,期间为2007~2016年。本文选取了相应期间制造业上市公司的有关数据,并进行了如下处理:①剔除上市不足1年的公司样本,以及当年处于ST状态的公司样本;②剔除数据存在异常或者数据残缺的公司样本;③对实证模型中所用到的所有连续变量进行了上下各0.5%的缩尾处理。最终,本文得到了2007~2016年期间1573家A股制造业上市公司的非平衡面板数据,样本总数为10706个。

根据得到的样本数据对实证模型中使用到的主要变量进行描述性统计,结果如表2所示。

由表2可知,经过缩尾处理后各主要变量均不存在异常值,其取值范围符合逻辑。这就说明数据处理过程是可靠的,可在这些数据的基础上对有关假设进行实证检验。

表1 主要变量的名称及定义

变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	现金调整量	Dcsh (期末现金余额-期初现金余额)/期初总资产
	存货周转天数	Ivtd 365/(总营业成本/平均存货余额)
解释变量	内部现金流	Icf (净利润+折旧和摊销)/期初总资产
	融资约束	Fc 表示融资约束状况的虚拟变量,实证检验中用Fc_w、Fc_d替代
	融资约束1	Fc_w 根据WWI确定,取值为1,表示企业面临融资约束,取值为0则表示企业未面临融资约束
	融资约束2	Fc_d 根据股利政策确定,取值为1,表示企业面临融资约束,取值为0则表示企业未面临融资约束
	现金持有量	Csh (货币资金余额+交易性金融资产余额)/总资产
控制变量	企业成长潜力	Q (股权市场价值+债权账面价值)/总资产
	企业规模	Siz 企业总资产的自然对数
	资本支出水平	Cap (购建长期资产支付的现金-处置长期资产收到的现金)/期初总资产
	购并支出水平	Acq (取得子公司和其他营业单位支付的现金-处置子公司和其他营业单位收到的现金)/期初总资产
	非现金营运资本增量	Dnwc 本期非现金营运资本增加额/期初总资产
	短期负债增量	Dsd 本期短期负债增加额/期初总资产
	企业上市年限	Age 企业上市年数的自然对数
	销售费用率	Ser 销售费用发生额/营业收入
	经营现金流	Ocf 经营现金流量净额/期初总资产

表2 主要变量的描述性统计

变量	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
Dcsh	-0.273	0.979	0.028	0.007	0.138
Icf	-0.174	0.478	0.077	0.067	0.076
Fc_w	0.000	1.000	0.250	0.000	0.433
Fc_d	0.000	1.000	0.515	1.000	0.500
Q	0.882	14.630	2.688	2.114	1.924
Siz	19.296	25.677	21.904	21.766	1.161
Cap	-0.071	0.458	0.065	0.044	0.071
Acq	-0.121	0.315	0.005	0.000	0.037
Dnwc	-0.582	0.495	0.000	0.002	0.126
Dsd	-0.314	1.718	0.070	0.038	0.195
Ivtd	8.530	700.731	102.767	73.979	96.544
Csh	0.010	0.617	0.174	0.144	0.118
Age	0.000	3.146	2.071	2.260	0.759
Ser	0.000	0.471	0.064	0.040	0.078
Ocf	-0.211	0.283	0.046	0.044	0.072

四、实证结果与分析

(一)有关融资约束影响现金积累倾向的检验

依据式(1)进行回归,所得的结果如表3所示。由表3可知,内部现金流(Icf)的系数显著为正,说明企业将会依据内部现金流的多寡而积累现金,也即企业具有显著的现金积累倾向。此外,融资约束与内部现金流交互项($Fc \times Icf$)的系数显著为正,这就意味着相对于非融资约束企业,融资约束企业表现出了更强的现金积累倾向,假设1得到了支持。其原因在于,融资约束企业的资金供应更加依赖于内部融资。在内部现金流充裕的情况下,融资约束企业将会更多地积累现金,以增强对于未来现金流减少的预防能力。而在内部现金流呈现负值的情况下,融资约束企业将会更大程度地降低现金持有量,通过消耗现金的方式来为各种活动提供资金保障。由此造成的结果是,相对于非融资约束企业,融资约束企业表现出更高的现金—现金流敏感性,也即具有更强的现金积累倾向。

(二)有关现金持有量影响存货管理效率的检验

依据式(2)进行回归分析,以考察现金持有量对存货管理效率的影响,结果如表4所示。由表4可知,融资约束与现金持有量交互项($Fc \times Csh$)的系数显著为负,说明对于融资约束企业而言,持有现金可以有效减少存货周转天数,即能够更大程度地提高存货管理效率,假设2得到了支持。其原因在于,较高的现金持有量提升了制造企业的资金供应能力,使其可以更为灵活地开展经营活动,包括对自身存货的管理。

从采购视角来看,更高的现金持有量意味着企业获取原材料的能力增强,从而无须保留过多的原材料作为缓冲。从销售视角来看,更高的现金持有量意味着企业对外提供商业信用的能力增强。在买方市场的背景下,向客户提供更多的赊销有助于制造企业快速地消除多余的库存,从而促进存货管理效率的提高。在面临融资约束的情况下,企业难以借助外部融资能力来实现高现金持有量的上述作用,于是现金能够发挥的作用就会更为显著。可见,在我国制造企业中,持有现金有效地发挥了缓解融资压力、畅通经营过程的职能,由此更大程度地提高了融资约束企业的存货管理效率。

(三)稳健性检验

1. 融资约束影响现金积累倾向的稳健性检验。

表3 融资约束对现金积累倾向的影响

Dcsh	Fc=Fc_w		Fc=Fc_d	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cons	-0.047 (-1.265)	-0.037 (-1.137)	-0.061* (-1.690)	-0.060* (-1.932)
Icf	0.528*** (10.433)	0.418*** (11.544)	0.511*** (9.958)	0.433*** (10.621)
Fc ₋₁	0.009 (1.528)	0.014*** (2.951)	0.018*** (3.645)	0.023*** (5.531)
Fc ₋₁ ×Icf	0.462*** (5.108)	0.251*** (3.475)	0.317*** (4.359)	0.130** (2.351)
Q ₋₁	0.004* (1.932)	0.004** (2.311)	0.006*** (3.613)	0.005*** (3.805)
Siz ₋₁	0.002 (0.926)	0.001 (0.672)	0.000 (0.028)	0.000 (0.034)
Cap		-0.056 (-1.569)		-0.072** (-2.225)
Acq		-0.119 (-1.586)		-0.132* (-1.877)
Dnwc		-0.081*** (-3.360)		-0.078*** (-3.451)
Dsd		0.254*** (13.229)		0.258*** (14.264)
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7425	7425	8979	8979
R ²	0.179	0.316	0.169	0.305

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著,括号内为t值,经过了企业聚类的异方差调整。下同。

为了减少实证设计和实证结果的偶然性所造成的误导,本文针对有关假设进行了稳健性检验。本部分对假设1进行了稳健性检验。本文在式(1)的基础上进行了有关调整,这些调整包括三个方面:①参考Almeida et al.^[31]的做法,将企业的内部现金流剔除谨慎性投资得到自由现金流,并且只使用自由现金流大于零的公司样本进行检验,以更为准确地考察企业的现金积累行为。②企业成长潜力(Q)的计算考虑了股票的市场价值,然而股票市场的年度波动性削弱了这一指标的代表性。为此,本文将企业成长潜力对年份哑变量进行回归,并在稳健性检验中使用了剔除年份效应的企业成长潜力变量,这一变量用Q₋₁表示。③企业固有的特征将会影响其内部现金流,同时也会影响现金持有行为,由此可能产生较为严重的内生性问题。为此,在稳健性检验中考虑了固定效应,以剔除企业固有特征产生的影响。基于调整后的式(1)进行面板数据回归,回归时考虑了企业的

表 4 现金持有量对存货管理效率的影响

Ivtd	Fc=Fc_w		Fc=Fc_d	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cons	132.514*** (13.028)	143.892*** (6.624)	135.015*** (14.358)	131.541*** (6.325)
Fc ₋₁	21.851** (2.126)	18.314* (1.946)	5.507 (0.913)	10.467* (1.732)
Csh ₋₁	-27.920 (-1.374)	-63.758*** (-3.465)	-39.312** (-2.126)	-62.884*** (-3.745)
Fc ₋₁ × Csh ₋₁	-114.747*** (-2.642)	-96.917** (-2.496)	-60.288** (-2.296)	-65.039*** (-2.818)
Age ₋₁	-7.556** (-2.339)	-8.401*** (-2.683)	-6.874*** (-2.585)	-7.493*** (-3.029)
Q ₋₁	2.098* (1.871)	1.987* (1.657)	2.278** (2.279)	1.995* (1.924)
Ser ₋₁	116.472*** (3.135)	6.507 (0.149)	117.419*** (3.263)	18.887 (0.459)
Ocf ₋₁	-243.907*** (-8.226)	-245.711*** (-8.667)	-248.038*** (-8.923)	-244.951*** (-9.094)
Cap ₋₁	-187.967*** (-5.976)	-141.162*** (-4.646)	-193.212*** (-6.692)	-146.203*** (-5.296)
Acq ₋₁	-56.878 (-0.909)	-51.680 (-0.895)	-90.894 (-1.510)	-74.841 (-1.357)
行业效应	No	Yes	No	Yes
年份效应	No	Yes	No	Yes
N	7425	7425	8979	8979
R ²	0.066	0.175	0.065	0.172

固定效应,结果如表 5 所示。由回归结果可知,融资约束与内部现金流交互项(Fc×Icf)的系数仍然显著为正,再次说明融资约束企业将会表现出更强的现金积累倾向,假设 1 再次得到支持。

2. 现金持有量影响存货管理效率的稳健性检验。本部分将对假设 2 进行稳健性检验。本文在式(2)的基础上对实证模型做出了三个方面的调整:①更改被解释变量。基本检验中在计算存货周转天数时只考虑了年初和年末的存货余额。实际上,存货余额在一年中的各个季度末差异较大,只是使用年初和年末的存货数据来计算存货周转天数不够准确。为此,本文基于各个季度末的存货余额重新计算存货周转天数,并将存货周转天数的自然对数作为存货管理效率的代理变量,这里称为存货周转期,表示为 Livtd。②增加控制变量。企业中存在的代理成本可能影响现金持有量,也可能影响存货管理效率,由此产生内生性问题。为了更为准确地考察现金持有量与存货管理效率之间的关系,本文进一步增加

表 5 融资约束对现金积累倾向的影响(稳健性检验)

Dcsh	Fc=Fc_w		Fc=Fc_d	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cons	1.310*** (8.631)	0.789*** (5.381)	1.184*** (9.233)	0.703*** (5.652)
Icf	1.143*** (24.822)	0.937*** (19.823)	1.052*** (24.207)	0.894*** (20.280)
Fc ₋₁	0.003 (0.356)	0.009 (1.164)	0.002 (0.299)	0.013** (2.192)
Fc ₋₁ ×Icf	0.265*** (4.062)	0.166*** (2.634)	0.269*** (5.169)	0.118** (2.354)
Q ₋₁	0.003* (1.688)	0.004** (2.473)	0.005*** (3.061)	0.006*** (3.855)
Siz ₋₁	-0.064*** (-9.831)	-0.040*** (-6.363)	-0.060*** (-10.773)	-0.037*** (-6.968)
Cap		-0.091*** (-2.892)		-0.084*** (-3.106)
Acq		-0.161*** (-3.559)		-0.107** (-2.567)
Dnwc		-0.136*** (-8.751)		-0.138*** (-9.741)
Dsd		0.169*** (14.142)		0.165*** (15.007)
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
企业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6571	6571	7918	7918
R ²	0.268	0.342	0.257	0.327

了能够反映代理冲突的变量,包括产权性质、第一大股东持股比例及管理费用率等。③调整实证方法。本文在假设 2 的稳健性检验中预期采用分位数回归法。基于调整后的式(2),使用分位数回归法进行回归分析,其结果如表 6 所示。由回归结果可知,对于融资约束企业而言,现金持有量更大程度地减少了存货周转时间,即更为显著地提高了存货管理效率,假设 2 再次得到支持。由此可见,本文的实证结果是稳健的,可为有关结论提供经验支持。

五、结论与建议

现金是企业内部重要的资金来源,可为各项经济活动的顺利开展提供资金保障。相比非融资约束企业,融资约束企业表现出更强的现金积累倾向,即融资约束企业的现金持有量将随着内部现金流的变化而做出更大幅度的调整。其机理在于,现金持有量的调整发挥了企业内部流动性资源的跨期配置职能。对于融资约束企业而言,由于难以从外部得到所

表 6 现金持有量对存货管理效率的影响(稳健性检验)

Livtd	Fc=Fc_w		Fc=Fc_d	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cons	4.746*** (85.606)	4.444*** (58.149)	4.709*** (98.210)	4.375*** (34.693)
Fc ₋₁	0.070 (1.523)	0.055 (1.306)	0.000 (0.006)	0.054 (1.379)
Csh ₋₁	-0.152 (-1.453)	-0.377*** (-4.308)	-0.244** (-2.575)	-0.368*** (-2.589)
Fc ₋₁ × Csh ₋₁	-0.690*** (-2.987)	-0.765*** (-3.635)	-0.536*** (-3.349)	-0.605*** (-3.179)
Age ₋₁	-0.177*** (-11.371)	-0.156*** (-8.978)	-0.141*** (-11.190)	-0.119*** (-4.655)
Q ₋₁	-0.005 (-0.972)	0.006 (0.913)	-0.000 (-0.052)	0.002 (0.189)
Ser ₋₁	-0.492*** (-3.649)	-0.452*** (-3.517)	-0.422*** (-3.309)	-0.441* (-1.902)
Ocf ₋₁	-1.953*** (-12.765)	-1.631*** (-10.898)	-1.948*** (-14.156)	-1.498*** (-7.563)
Cap ₋₁	-0.930*** (-5.168)	-0.573*** (-3.180)	-0.996*** (-6.002)	-0.617*** (-2.765)
Acq ₋₁	-0.518 (-1.212)	-0.665* (-1.783)	-0.475 (-1.310)	-0.465 (-1.212)
Soe ₋₁	0.021 (1.033)	0.032 (1.432)	0.022 (1.198)	0.017 (0.393)
Fst ₋₁	-0.192*** (-2.962)	-0.277*** (-4.725)	-0.205*** (-3.641)	-0.220** (-2.111)
Mer ₋₁	3.012*** (14.906)	3.500*** (14.475)	2.921*** (16.545)	3.355*** (9.867)
行业效应	No	Yes	No	Yes
年份效应	No	Yes	No	Yes
N	7425	7425	8979	8979
R ²	0.101	0.245	0.098	0.235

需资金,其对内部流动性跨期配置的要求更为迫切。在内部现金流充裕时,融资约束企业将会更大程度地增持现金,以期为将来的经营活动提供更多的资金保障。更高的现金持有量有利于企业获得稳定的原材料供应,并增强其对外提供商业信用的能力,由此可以保持存货周转过程的通畅性以及更高的存货管理效率。对于面临融资约束的制造企业而言,由于难以借助外部融资来发挥现金所具有的这些作用,于是现金对于经营活动的推动作用就会更显著,现金持有量将对存货管理效率产生更为显著的提高作用。

然而,企业在利用现金推动经营活动时,也应当考虑持有现金带来的成本:第一,持有现金会带来代理成本。过高的现金持有量将会引发管理层的浪费行为,例如管理层过度投资的风险会增加。第二,持

有现金会使企业承担通货膨胀风险。在通货膨胀较为严重的情况下,持有现金将会导致股东的实际财富大幅缩水。第三,持有现金需要承担机会成本。不论是通过银行借款还是通过股票发行来获得现金,都会产生较高的资本成本。由此,企业在利用现金提高存货管理效率时,应当权衡有关的成本与收益。追求存货管理的绝对效率未必能够实现股东财富的最大化,企业还可寻求其他途径来提高存货管理效率。例如,通过建立完备的信息系统,提高信息传输的效率来消除冗余库存;建立长期稳定的供应链体系,发挥与其他企业之间的协同效应;健全有关存货的内部控制制度等。制造企业只有从自身实际出发,将各种措施有机结合,才能经济有效地提高自身的存货管理效率。

主要参考文献:

- [1] 国家行政学院经济学教研部. 中国供给侧结构性改革[M]. 北京:人民出版社,2016:134~135.
- [2] 程晓华. 制造业库存控制技巧[M]. 北京:中国财富出版社,2016:2~7.
- [3] 小林俊一. 精益制造009:库存管理[M]. 北京:东方出版社,2012:26.
- [4] Mishra S., Modi S. B., Animesh A.. The relationship between information technology capability, inventory efficiency, and shareholder wealth: A firm-level empirical analysis[J]. Journal of Operations Management, 2013(6):298~312.
- [5] 尹铁岩,何明钰. 以信息化促进制造业企业去库存的对策[J]. 经济纵横,2016(8):86~89.
- [6] Ak B. K., Patatoukas P. N.. Customer-base concentration and inventory efficiencies: Evidence from the manufacturing sector[J]. Production and Operations Management, 2016(2):258~272.
- [7] Huang J., Xue S., Hong Y.. Vertical integration and inventory management efficiency[J]. China Accounting and Finance Review, 2014(4):25~48.
- [8] Comez-Dolgan N., Tanyeri B.. Inventory performance with pooling: Evidence form mergers and acquisitions[J]. International Journal of Production Economics, 2015(10):331~339.
- [9] Feng M., Li C., McVay S. E., et al.. Does ineffective internal control over financial reporting affect a firm's operations? Evidence from firms'

- inventory management[J]. *The Accounting Review*, 2015(2): 529~557.
- [10] Ameer R.. The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2010(2-3): 126~143.
- [11] Gong X., Chao X., Simchi-Levi D.. Dynamic inventory control with limited capital and short-term financing[J]. *Naval Research Logistics*, 2014(3): 184~201.
- [12] Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984(2): 187~221.
- [13] Fazzari S. M., Hubbard R. G., Peterson B. C., et al.. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1): 141~206.
- [14] Garcia-Teruel P. J., Martinez-Solano P., Sanchez-Ballesta J. P.. The role of accruals quality in the access to bank debt[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014(10): 186~193.
- [15] 饶品贵, 姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. *经济研究*, 2013(1): 68~82.
- [16] 贺勇, 何红渠. 民营企业集团、控股股东支持与R&D投资——融资约束情境下的调节作用与中介作用[J]. *科学学与科学技术管理*, 2014(3): 86~98.
- [17] 刘树海, 唐婧清, 白仲林. 会计信息质量、融资约束与现金持有价值——基于门槛回归的经验证据[J]. *统计与信息论坛*, 2015(7): 77~83.
- [18] 唐婧清, 刘树海, 张俊民. 大股东治理体制对现金持有价值的影响——基于“掏空”与“支持”双重动机视角[J]. *管理评论*, 2016(7): 53~65.
- [19] Sun Z., Wang Y.. Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2015(56): 175~186.
- [20] Lopez-Garcia J., Sogorb-Mira F.. Financial constraints and cash-cash flow sensitivity[J]. *Applied Economics*, 2015(10): 1037~1049.
- [21] 张西征, 刘志远. 企业现金持有水平调整为何呈现不完全性[J]. *南开管理评论*, 2016(2): 100~113.
- [22] 刘端, 彭媛, 罗勇等. 现金持有在企业投资支出中的平滑作用——基于融资约束的视角[J]. *中国管理科学*, 2015(1): 10~16.
- [23] 杨兴全, 李万利, 韩建强. 产品市场竞争与现金持有创新平滑效应——基于融资约束和产权性质视角的实证研究[J]. *软科学*, 2016(5): 82~86.
- [24] Hu Q.. Inventory management and debt maturity structure[J]. *Production and Operations Management*, 2017(10): 1819~1838.
- [25] Alimov A.. Product market competition and the value of corporate cash: Evidence from trade liberalization[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014(2): 122~139.
- [26] 杨兴全, 齐云飞, 曾义. 融资约束、资本投资与公司现金持有竞争效应[J]. *审计与经济研究*, 2015(3): 30~38.
- [27] Seifert B., Gonenc H.. Creditor rights, country governance, and corporate cash holdings[J]. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2016(1): 65~90.
- [28] 赵秀云, 鲍群. 供应商与客户关系是否影响企业现金持有水平——基于制造业上市公司面板数据的实证分析[J]. *江西财经大学学报*, 2014(5): 41~48.
- [29] 王勇, 刘志远. 供应商关系与企业现金持有——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2016(1): 83~91.
- [30] Kling G., Paul S. Y., Gonis E.. Cash holding, trade credit and access to short-term bank finance[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2014(3): 123~131.
- [31] Almeida H., Campello M., Weisbach M. S.. The cash flow sensitivity of cash[J]. *The Journal of Finance*, 2004(4): 1777~1804.
- [32] Whited T. M., Wu G.. Financial constraints risk[J]. *Review of Financial Studies*, 2006(2): 531~559.
- 作者单位:** 1. 天津财经大学会计学院, 天津 300222; 2. 天津商业大学会计学院, 天津 300134