

DOI:10.13230/j.cnki.jrsh.2018.06.010

经济政策不确定性对企业流动性管理的影响

张文君^{1,2}

(1.厦门大学管理学院,福建厦门361005;
2.江西行政学院经济研究所,江西南昌330003)

摘要:我国经济进入新常态后,大量调控政策的出台,使得人们越来越关注宏观经济政策在微观层面的传导机制,并期望基于此判断政策的实施效果。实证研究发现:基于预防性动机,经济政策不确定性越显著,融资约束企业的现金持有量越高;非融资约束企业现金持有量与经济政策不确定性的关系更复杂,只有在经济繁荣期才表现出投机性。因此,一方面,政府必须进一步坚持“宏观政策要稳”的方针,降低企业对政策不稳定性的预期;另一方面,企业也要实施积极的流动性管理措施,以应对经济政策的不确定性。

关键词:经济政策不稳定;流动管理;现金持有;融资约束

中图分类号:F275;812.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-680X(2018)06-0104-11

一、引言

进入经济新常态以来,在经济下行压力较大的背景下,国家不断出台各种政策“救市”。宏观方面的如积极的财政政策和适度宽松的货币政策,中观方面的如区域振兴计划、产业结构调整政策等,微观层面的如混合所有制改革等。上述各种经济政策的调整,既有预期内的也有超预期的。与此同时,大量企业流动性管理并未显著改善,仍然出现了企业主因陷入财务困境而“跑路”的现象。因此,经济政策的频繁调整对企业的流动性管理有无影响?在频繁出台政策支持实体经济的同时是否要注意到政策的稳定性?

传统的关于经济政策对企业流动性管理的影响,多集中于经济政策的本身(一阶矩),例如,财政政策、货币政策等。Yao and Roskelley(2012)^[1]针对美国的研究发现,货币政策波动对现金持有有着显著的正向影响,货币政策波动

收稿日期:2018-08-28

基金项目:中国博士后基金第55批面上项目(2014M551844);江西省哲学社会科学规划课题(14ZT28)。

作者简介:张文君(1977-),男,江西于都人,厦门大学管理学院博士后,江西行政学院经济研究所副研究员。

越大,意味着不确定性越强,企业不得不增加现金持有来应对这种不确定性。张文君(2015)^[2]针对中国的研究发现,财政政策对企业融资约束的影响存在挤入效应与挤出效应,并且因为企业的异质性表现出不同的效应。

相比于基于经济政策本身(一阶矩)的企业流动性管理研究,基于经济政策的不确定性(二阶矩)的企业流动性管理的研究相对比较匮乏。与经济政策的调整相比,经济政策的不确定性对企业流动性管理的影响更隐蔽,也更不容易引起政府的重视,但其对一国经济的影响不可忽视,很多经济学家甚至认为经济政策不确定性本身就是经济衰退的重要驱动力(Bloom, 2009)^[3]。与欧美国家更不同的是,由于我国实行单一政治体制,经济政策的调整无需在各个政治团体间进行“游说”或谈判,存在较低的调整成本,因此经济政策的改变较为普遍,甚至偶见“朝令夕改”。

对此,中央关于“供给侧结构性改革”政策的阐述中特别强调要坚持“宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底”的总体思路。宏观政策要“稳”,关键是要降低社会对宏观政策“不确定性”的预期。因此,理解经济政策的不确定性在企业微观层面的传导机制有利于为政策的制定提供理论基础。

本文的贡献在于:不局限于从某一项经济政策,而是从经济政策的不确定性来研究对企业流动性管理的影响,并且充分考虑到融资约束、经济周期波动等导致的异质性差异。本文的实证研究发现:基于企业的异质性,经济政策的不确定性影响的效果显著不同,这对提高政策制定者的决策效率以及改善企业的流动性管理具有一定的理论和现实意义。

二、制度背景与研究假设

对于政策不确定性如何影响企业流动性管理这一问题,必须考虑到企业的异质性。Almeida等(2004)^[4]的研究结果发现,企业之所以实施流动性管理,根源在于面临的外部融资约束。不同融资约束程度企业的流动性管理,受外界因素的影响也不同。因此,本文将融资约束作为企业异质性的一把“标尺”,考察政策不确定性对不同企业在微观层面的传导机制。

(一)政策不确定性对融资约束企业流动性管理的影响

融资约束是当前公司金融研究领域的热点之一。融资约束问题产生的根源在于公司内外部融资成本的差异。与MM理论假想的“完美”市场不同,现实世界存在的“摩擦”导致融资市场面临较显著的信息不对称。信息不对称提高了企业的外部融资成本。越是市场经济不完善的经济体,信息不对称的程度越高,企业面临的融资约束程度也越显著。对此,Fazzari等(1988)^[5]在其关于融资约束的一篇开创性文献中认为:在不完美的资本市场环境,由于存在融资约束,内外部融资成本的显著差异导致了企业的融资不足。

为了避免融资不足,融资约束企业基于预防性动机,倾向于实施相机抉择的流动性管理政策。Almeida等(2004)^[4]以美国上市公司为例,研究发现融资约束企业倾向于保留较高的现金储备以应对后续投资。Lins等(2010)^[6]、Campello等(2011)^[7]研究发现融资约束企业为了对冲现金流不确定性导致的财务危机而增加现金持有量。杨兴全等(2016)^[8]研究发现融资约束程度越高的成长性行业公司,持有的现金越多,并呈现出更为显著的竞争效应。总之,国内外大量文献研究均指出,基于预防性动机,融资约束企业倾向于保持较高的现金水平。因此,与非融资约束企业不同,融资约束企业面临政策不确定性时变得更加谨慎。在政策不确定性背景下,企业为了应对外部融资成本上升,基于预防性动机,储备现金的倾向表现得更加强烈,并往往通过提高现金持有水平以应对外部融资升水导致的融资不足。故提出假设:

假设1:面对政策的不确定性,融资约束企业倾向于采取更为保守的流动性管理行为。表现为:政策不确定性越显著,融资约束企业的现金持有量越高。

(二)政策不确定性对非融资约束企业流动性管理的影响

近年来,因国际金融危机对实体经济产生了巨大冲击,越来越多的文献开始关注宏观经济不确定性对企业流动性的影响(Bruneau等,2012^[9];梁玉红,2016^[10])。这些研究均发现:宏观经济环境的不确定性使企业对未来的预期更加谨慎,导致现金持有的预防性动机增强,并倾向于减少投资并增加现金储备。

宏观经济不确定性对流动性管理影响的研究结论对本文的研究对象具有一定的借鉴意义。从本质上说,持有高额的现金储备可以被视为企业经理人购买的一项期权,在经济衰退期下执行这一权利,能够换得企业的长远发展(Baum等,2006)^[11]。因此,宏观经济的不确定性导致企业的现金持有增加,更多的是因为对未来“经济衰退”可能性的担忧。这与经济周期波动对企业流动性管理影响的结论基本一致(江龙等,2010)^[12]。

然而,宏观经济不确定性与政策的不确定性不能完全等同。虽然政策不确定性会使企业对未来变得相对谨慎,具有提高现金储备的动机。但是,政策不确定性也可能使得企业变得更加激进。大量的实践证明,每当宏观经济“过热”或“过冷”的时候,我国的财政货币政策多会进行频繁的调整。例如,2008年突遇国际金融危机后,国家不仅推出4万亿救市计划,而且在产业政策、消费政策等方面都出现了频繁的调整,颁布了诸如战略新兴产业扶持政策、家电下乡补贴政策等。面对“过冷”的经济形势,旨在改变颓势的政策不确定性,不仅不会使得企业谨小慎微,反而有可能刺激企业寻找机会增加投资,从而进一步消耗现金储备水平。

考虑到融资约束的影响,我们认为上述判断仅对非融资约束企业成立。原因如前文所述,即非融资约束企业无需基于预防性动机储备现金。因此提出如

下假设:

假设 2:面对政策的不确定性,非融资约束企业冒险激进的投资倾向更显著,进而消耗了更多的现金储备。表现为:政策不确定性越显著,非融资约束企业的现金持有量越低。

三、研究设计

(一)样本选择

本文研究的样本数据来自于国泰安经济金融研究数据库,时间区间为 2003-2012 年。选择该样本的原因是:该时间段涵盖了党的“十六大”到党的“十八大”这一完整的政治周期,最大限度地排除了政治(换届)因素的影响,使我们对政策的关注点更多的集中于经济领域。同时,本文对公司样本的数据按以下要求进行了筛选:①2003 年 1 月 1 日以前以沪深股市上市且仅发行 A 股的非金融类公司,从而避免了 IPO 对当年财务数据的影响。②剔除了在样本期间内被 ST、并购或重组的公司,从而避免了重大财务行为的影响。③剔除资产负债率大于 100%的公司,即排除了资不抵债的研究样本。通过上述数据筛选工作,本文最终得到 7380 个平衡面板数据。在实证分析之前,为了消除异常值的影响,本文还对小于 1%和大于 99%的数据进行了缩尾处理。

(二)指标的选择

1. 政策不确定性

已有的大多数研究将政策不确定性等同于政治不确定性,因此变量多是以政府换届、官员变更等作为代理变量进行定义(Aisen and José Veiga, 2013)^[13]。然而,制度的变化毕竟不是常态,因此近年来越来越多的学者基于媒体关于税率、财政支出、货币政策等的报道,测度出政策不确定性的程度(Baker, 2013)^[14]。本文参照 Baker(2013)^[14]的方法,运用其构建的“经济政策不确定性指数”对我国的政策不确定性进行度量。该指数主要反映了媒体对于政策不确定性的报道,并通过统计当月报纸与杂志中讨论中国经济政策不确定性文章的数量进行量化。数据来源于“经济政策不确定性”网站。



图 1 经济政策不确定性指数波动(2003 年 1 月至 2012 年 12 月)

从图 1 可以发现,在经济相对繁荣期(2008 年前),经济政策比较稳定,经济相对衰退期(2008 年后)时的政策不确定性更显著。这进一步印证了我国经济政策出台更多的是为了“救市”,以期熨平经济波动导致的负面影响。

2. 融资约束

关于融资约束的度量标准,国内外学者莫衷一是,至今在公司金融领域尚未形成共识。自从 Fazzari 等(1988)^[14]正式定义了融资约束以来,许多学者分别运用不同的分类标准来衡量企业受融资约束的程度。这些分类标准大部分都涉及企业的特征,如股利支付情况、企业规模、企业发行债券的信用评级及企业年龄等(Hubbard, 1998)^[15]。但这些分类仅考虑了单个指标,所以很难准确地衡量企业整体的融资约束情况。后来,Lamont 等(2001)^[16]使用 Kaplan 和 Zingales(1997)^[17]的方法测度不同企业的融资约束并构造了 KZ 指数。根据同样的思路,Whited 和 Wu(2006)^[18]利用季度财务报表数据构造了 WW 指数。

然而,上述指数都存在一定的缺陷,因为这些指数都包含了很多具有内生性的金融变量,比如企业的杠杆水平、流动资金和股利支付情况等。这些变量与融资约束之间很可能是相互决定的关系,所以使用这些指数来衡量融资约束可能会有误导性。为了排除内生性的干扰,Hadlock 和 Pierce(2010)^[19]扩展了 Kaplan 和 Zingales(1997)^[17]的方法,他们首先按照每个企业的财务状况,将企业划分为五级融资约束的类型,然后利用 Ordered Probit 模型估计出 SA 值; $SA\ index = -0.737 * Size + 0.043 * Size^2 - 0.04 * Age$ 。与刘莉亚等(2015)^[20]计算 SA 指数的方法一样,本文直接借鉴 Hadlock 和 Pierce(2010)^[19]的上述公式,计算了企业样本期的 SA 指数分布情况,见表 1。

表 1 SA 指数分布表

SA 分位数	1%	5%	10%	25%	50%	75%	90%	95%	99%
分位数值	-3.902	-3.798	-3.743	-3.632	-3.506	-3.397	-3.260	-3.190	-3.024

本文选取 SA 指数作为衡量企业受融资约束程度的指标,由 SA 指数的分布可以看出,SA 指数为负且绝对值越大,说明企业受到的融资约束程度越严。借鉴鞠晓生等(2013)^[21]的经验方法,本文将融资约束程度按照 SA 指数的 25%、50%、75%分位数划分为四个等级,25%分位数以下定义为融资约束企业,75%分位数以上为非融资约束企业。为了保证结论不受指数构造的影响,本文也使用 KZ 指数(Lamont 等,2001)^[16]和 WW 指数(Whited 和 Wu,2006)^[18]做了稳健性检验。

3. 变量定义

按 Almeida(2004)^[4]的模型设定,本文还选择了现金流量、投资机会、企业规模等企业微观层面的变量作为控制变量。所有指标的定义和计算方法如表 2 所示。

表 2 变量定义

经济含义	变量	计算方法
现金持有	cash	(短期投资+货币资金)÷资产总额
现金流量	flow	经营活动现金净流量÷资产总额
资本结构	lev	总负债÷总资产
债务期限结构	slr	短期负债÷负债总额
投资机会	tobinq	(流通股年平均股价×流通股股数+每股净资产×非流通股股数+负债的账面价值)÷资产总额
资本支出	capex	(经营租赁所支付的现金+购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额)÷总资产
现金替代物	nwc	(营运资本 ^① -货币资金-短期投资)÷总资产
资产结构	tang	(固定资产+存货)÷总资产
政策不确定性	pu	对政策不确定性指数取对数

注:①营运资本=流动资产-流动负债。

(三)模型的设定

为了验证前文的假设 1 和假设 2,基于 Opler(1999)^[22] 的现金持有模型(1),本文引入政策不确定性虚拟变量 pu,构建了拓展回归模型(2),以考察政策不确定性对现金持有的影响。另外,为了体现公司特征的异质性,模型引入反应个体效应的虚拟变量 η_i ;引入反应时间效应的虚拟变量 λ_t ; ε_{it} 是干扰项。

$$\text{cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{flow}_{it} + \beta_2 \text{lev}_{it} + \beta_3 \text{slr}_{it} + \beta_4 \text{tobinq}_{it} + \beta_5 \text{capex}_{it} + \beta_6 \text{nwc}_{it} + \beta_7 \text{tang}_{it} \quad (1)$$

$$\text{cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{flow}_{it} + \beta_2 \text{lev}_{it} + \beta_3 \text{slr}_{it} + \beta_4 \text{tobinq}_{it} + \beta_5 \text{capex}_{it} + \beta_6 \text{nwc}_{it} + \beta_7 \text{tang}_{it} + \beta_8 \text{pu}_{it} + \eta_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

为了比较不同政策不确定性背景下企业各微观经济变量间的差异,本文依据各年度政策不确定性指数的大小对样本区间进行分类,定义 2005、2006 和 2007 三年为政策稳定期,定义 2008、2011 和 2012 三年为政策不稳定期。描述性统计结果见表 3。可知,相对政策稳定期,政策不稳定期时融资约束企业的现金持有水平显著提高,具有预防性动机。由此初步验证了前文提出的假设 1。非融资约束的现金持有水平在不同时间的差异不显著,假设 2 未得到验证。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	融资约束分组	政策不稳定期		政策稳定期		统计分析	
		平均值	中位数	平均值	中位数	T 值	Z 值
cash	融资约束	0.169	0.148	0.151	0.129	3.649***	3.359***
	非融资约束	0.141	0.122	0.140	0.122	0.256	0.421
flow	融资约束	0.047	0.043	0.057	0.052	-2.711***	-3.057***
	非融资约束	0.051	0.050	0.072	0.073	-5.998***	-6.037***
lev	融资约束	0.439	0.445	0.455	0.457	-1.981**	-1.992**
	非融资约束	0.580	0.610	0.534	0.559	5.762***	6.002***
slr	融资约束	0.869	0.937	0.896	0.956	-3.550***	-3.569***
	非融资约束	0.739	0.757	0.800	0.856	-6.404***	-7.079***
tobinq	融资约束	1.711	1.547	1.545	1.239	4.874***	7.901***
	非融资约束	1.155	1.030	1.334	1.109	-7.150***	-6.373***
capex	融资约束	0.044	0.029	0.038	0.026	2.984***	2.484**
	非融资约束	0.059	0.047	0.061	0.045	-0.636	0.005
nwc	融资约束	0.142	0.135	0.107	0.101	3.429***	3.297***
	非融资约束	0.0590	0.033	0.046	0.026	1.365	1.279
tang	融资约束	0.429	0.419	0.461	0.459	-3.930***	-4.029***
	非融资约束	0.476	0.481	0.516	0.523	-4.721***	-4.521***

(二) 现金持有水平与政策不确定性

对模型(1)和模型(2)分别进行回归,结果见表4。其中,模型(1)回归结果①的现金流量、资本结构、债务期限结构等控制变量的系数完全符合 Opler (1999)^[22] 的预期。本文重点关注的是政策不确定性对现金持有的影响,因此 pu 是主要的解释变量。模型(2)的回归结果②、③和④显示,政策不确定性对不同样本企业现金持有的影响不同,所以前文基于融资约束程度不同提出不同的研究假设是必要的。

表 4 回归结果:现金持有与政策不确定性

变量	全样本		融资约束	非融资约束
	①	②	③	④
flow	0.258*** (20.05)	0.258*** (19.98)	0.245*** (10.25)	0.298*** (14.16)
lev	-0.0234** (-2.55)	-0.0227** (-2.45)	-0.0230 (-1.36)	0.0135 (0.89)
slr	0.0480*** (7.50)	0.0475*** (7.38)	0.0595*** (4.87)	0.0322*** (3.04)
tobinq	0.00320** (2.46)	0.00327** (2.50)	0.00508** (2.57)	0.00222 (0.81)
capex	-0.148*** (-8.03)	-0.149*** (-8.05)	-0.123*** (-3.46)	-0.200*** (-6.92)
nwc	0.0901*** (11.89)	0.0905*** (11.91)	0.0738*** (5.38)	0.106*** (8.47)

经济政策不确定性对企业流动性管理的影响

tang	-0.248*** (-34.58)	-0.249*** (-34.24)	-0.259*** (-19.29)	-0.236*** (-19.89)
pu		-0.00109 (-0.66)	0.00780** (2.55)	-0.00472* (-1.74)
常数项	0.223*** (23.43)	0.231*** (14.86)	0.154*** (5.40)	0.247*** (9.53)
F	294.5	257.8	82.60	91.05
Adj-R ²	0.237	0.237	0.231	0.248

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

回归结果②说明,全样本企业的 pu 系数为负但不显著,但是分样本回归结果③显示融资约束企业的 pu 系数显著为正。这说明融资约束企业随着经济政策不确定性增强,现金持有的水平也越高,即面对政策的不确定性,融资约束企业倾向于采取更为保守的流动性管理行为。因此,假设 1 得到验证。

与回归结果③不同,回归结果④显示非融资约束企业的 pu 系数为负。这说明政策不确定性越显著,非融资约束企业的现金持有量越低。但上述结果只是在10%的水平下显著,因此假设 2 不能得到充分的验证。

(三)进一步分析:考虑经济周期的影响

表 4 的回归结果显示,不同融资约束程度的企业,现金持有与政策不确定性的关系也不同。那么再进一步的细分,如果经济环境发生变化,上述结论是否会发生改变呢?假设 1 和假设 2 是否能得到验证呢?为此,本文以 2008 年国际金融危机爆发为界,将前四年定义为繁荣期,后四年定义为衰退期,分别对模型(2)进行回归后得到表 5。

表 5 回归结果:不同经济周期的比较

变量	全样本		融资约束		非融资约束	
	繁荣期	衰退期	繁荣期	衰退期	繁荣期	衰退期
	①	②	③	④	⑤	⑥
flow	0.193*** (11.79)	0.231*** (12.74)	0.207*** (6.58)	0.170*** (5.21)	0.219*** (8.47)	0.287*** (9.22)
lev	-0.0549*** (-3.67)	-0.0582*** (-3.57)	-0.0611** (-2.27)	-0.0655** (-2.17)	-0.0236 (-0.96)	-0.0265 (-0.94)
slr	0.00234 (0.25)	0.0430*** (4.32)	-0.0151 (-0.85)	0.0504** (2.57)	0.0330** (2.22)	0.0318* (1.92)
tobinq	0.000911 (0.42)	- 0.00689*** (-3.62)	0.00243 (0.69)	-0.00689** (-2.30)	0.00223 (0.52)	-0.000936 (-0.26)
capex	-0.238*** (-8.69)	-0.165*** (-6.43)	-0.218*** (-4.21)	-0.102** (-2.07)	-0.286*** (-6.66)	-0.266*** (-6.37)
nwc	0.0132 (1.19)	0.00946 (0.80)	0.0176 (0.87)	-0.0474** (-2.23)	0.0287 (1.53)	0.0570*** (2.88)

经济政策不确定性对企业流动性管理的影响

tang	-0.285*** (-24.85)	-0.238*** (-20.65)	-0.326*** (-15.04)	-0.249*** (-11.13)	-0.245*** (-13.26)	-0.231*** (-12.37)
pu	-0.0122*** (-4.14)	0.0370*** (6.99)	-0.00123 (-0.20)	0.0562*** (5.76)	-0.0159*** (-3.72)	0.0129 (1.52)
常数项	0.404*** (14.53)	0.00904 (0.22)	0.351*** (6.18)	-0.121 (-1.62)	0.371*** (8.85)	0.155** (2.31)
F	118.7	102.4	41.80	31.45	42.28	37.49
Adj-R ²	0.244	0.218	0.255	0.205	0.257	0.235

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

从表5的全样本回归结果①来看,经济繁荣期,政策不确定性越强,全样本企业的现金持有水平越低,表现出了很强的投机性动机。该回归结果与假设2部分一致,也就是说在经济繁荣期,全样本企业都体现出了非融资约束企业的特征。这从另一个角度说明了在经济繁荣期,企业的外部融资环境得到了改善,外部融资成本降低,导致企业储备现金用于预防不确定性的需求减弱。

然而,再对样本按融资约束程度不同进行分组后,上述结论有一定的改变。一方面,回归结果③显示在繁荣期,融资约束企业 pu 的系数虽然为负但不显著,即投机性动机不显著。另一方面,回归结果⑤显示在繁荣期,非融资约束企业政策不确定性越强,企业的现金持有水平越低,表现出了很强的投机性动机。该回归结果与假设2完全一致。

与上述经济繁荣期回归结果形成鲜明对比的是经济衰退期。回归结果②显示,在经济衰退期企业的现金持有具有很强的预防性动机。但是再按融资约束程度分组后,只有融资约束组企业在经济衰退期(回归结果④)pu 的系数显著为正,表现出很强的预防性动机。该回归结果与假设1完全一致。

五、结论与政策建议

本文在企业现金持有模型基础上加入了政策不确定性虚拟变量,考察了企业现金持有与政策不确定性间的关系。实证研究发现,融资约束企业的现金持有预防性动机强烈,即经济政策不确定越强烈,融资约束企业的现金持有水平越高,用以应对外部环境的现金储备越丰裕。假设1得到了验证。但假设2未得到完全验证。当引入经济周期这一中间变量后,结果有所调整,研究显示当且仅当在经济繁荣期,非融资约束企业的现金持有才体现出投资性动机,即只有此时经济政策不确定性越强烈,非融资约束企业的现金持有水平才越低,冒险激进的投资倾向才可能出现,进而消耗了更多的现金储备。因此,假设2仅在经济繁荣期才能得到验证。

为什么分组分时期的回归结果会得出迥异的研究结果呢?这正好从侧面回答了政策不确定性对我国企业现金持有行为影响的作用机制,并为“宏观政策要稳”找到了微观证据:①面对政策不确定性,融资约束企业的流动性管理更加

保守,倾向于保持更多的现金储备以应对外部融资成本升水。尤其在经济衰退期,融资约束企业的这一特征更明显。这与我们近期观察到的现实也相符,如随着经济进入调整期后,一方面宏观经济政策频繁调整,另一方面融资约束企业的投资变得越来越保守,即所谓的“国进民退”。^②面对政策的不确定性,非融资约束企业并没有一直表现出冒进的流动性管理倾向,也就是说政策不确定性并没有像我们预期的那样为企业提供“乱中取胜”的机会。只有在经济繁荣期,经济政策的不稳定才会为非融资约束企业实施冒进的流动性管理提供机会。

本文的研究结论具有一定的实践意义。首先,对于政策制定者而言,必须坚持“宏观政策要稳”的方针不动摇。当前我国进入了经济发展新常态,如果因为经济指标的短期调整而频繁改变既有政策,就有可能造成市场扭曲,影响企业的预期并使之倾向于采取保守的流动性管理措施。这对通过提高民间投资,激活市场来推动经济转型升级是极为不利的。为此,必须减少政府调控政策的多变性,稳定市场预期,为企业投资、产业升级和深化改革创造稳定的外部环境。其次,对于企业来说,保持充分的财务弹性,实施稳健的流动性管理行为具有十分重要的现实意义。尤其是当前进入经济调整期,面对纷繁复杂的国内外经济形势,国家宏观政策短期内还面临调整的压力。对此,企业在实施兼并、收购,实现企业扩张的同时,更要注意加强企业的流动性管理,切忌简单冒进。

参考文献:

- [1] Yao H., Roskelley K. The Impact of Monetary Policy on the Corporate Balance Sheet [C]. Midwest Finance Association 2012 Annual Meeting Paper.
- [2] 张文君. 积极的财政政策缓解了企业的融资约束吗[J]. 中央财经大学学报. 2015(10).
- [3] Bloom N., Floetotto M., Jaimovich N., et al. Really Uncertain Business Cycles [R]. National Bureau of Economic Research, 2012.
- [4] Almeida H., M. Campello, M. Weisbach. Corporate Financial and Investment Policies When Future Financing is Not Frictionless [J]. Journal of Corporate Finance, 2004(4).
- [5] Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen. Financing Constraints and Corporate Investment [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1).
- [6] Lins K., Servaes H., Tufano P. What Drives Corporate Liquidity? A International Survey of Cash Savings and Lines of Credit [J]. Journal of Financial Economics, 2010, (98).
- [7] Campello M., Giambona E., Graham J.R., Harvey C.R.. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis [J]. Review of Financial Studies, 2011(24).
- [8] 杨兴全, 齐云飞, 吴昊昊. 行业成长性影响公司现金持有吗? [J]. 管理世界. 2016(1).
- [9] Bruneau C., O. Bandt, W. Amri. Macroeconomic Fluctuations and Corporate Financial Fragility [J]. Journal of Financial Stability, 2012(8).
- [10] 梁玉红. 欠发达地区战略性新兴产业融资创新研究 [J]. 地方治理研究. 2016(4).
- [11] Baum C.F., M. Caglayan, N. Ozkan. The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-financial Firms Demand for Liquidity [J]. Review of Financial Economics, 2006(15).
- [12] 江龙, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司现金持有行为研究 [J]. 会计研究, 2010(9).

- [13] Aisen A, Veiga F. J. How does Political Instability Affect Economic Growth?[J]. European Journal of Political Economy, 2013(29).
- [14] Baker S. R., Bloom N., Davis S. J.. Measuring economic policy uncertainty[J]. Chicago Booth Research Paper, 2013(12-02).
- [15] Hubbard R. Capital-Market Imperfections and Investment[J]. Journal of Economic Literature, 1988(36).
- [16] Lamont O., P. Christopher, S.R. Jesus. Financial Constraints and Stock Returns [J]. Review of Financial Studies, 2001(2).
- [17] Kaplan S. N, Zingales L.. Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, (1).
- [18] Whited T. M., Wu G. J.. Financial Constraints Risk[J]. The Review of Financial Studies, 2006(2).
- [19] Hadlock C. J., Pierce J. R.. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. The Review of Financial Studies. 2010(5).
- [20] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 程天笑. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗? ——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究, 2015(8).
- [21] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013(1).
- [22] Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999(1).

Impact of Economic Policy Uncertainty on Firm's Liquidity Management

ZHANG Wenjun

Abstract: As the promulgation of macroeconomic policy, the micro-foundation of transmission mechanism attracts more and more attention since Chinese economic growth goes into the “new normal”. The implementation effect is expected to be estimated as well. Empirical study finds out: Based on precautionary motive, the financing constraints firms would reserve more cash when uncertainty is high. The relationship between uncertainty and non-financing constraints firms' cash-holding is more complex. Their speculation motive appears only during the boom. Therefore, one hand, stable macro-economic policy should be implemented to reduce firms' uncertainty expectations by government; on the other hand, positive liquidity management measures should be taken to deal with the economic uncertainty by firms.

Key words: Economic policy uncertainty; Liquidity management; Cash-holding; Financing constraints

(责任编辑:晨曦)