

金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为*

——来自中国上市公司的经验证据

□曾爱民 张纯 魏志华

摘要:以2007年爆发的全球性金融危机为外生冲击事件,本文考察了金融危机对不同财务柔性企业投资行为的影响。实证结果表明,与非财务柔性企业相比,财务柔性企业在金融危机时期的投资所受融资约束程度显著更轻,能在金融危机初期更大幅度地增加投资支出,并且这些新增投资能显著更好地改善企业在随后年度的财务业绩。这些证据表明,企业事前储备的财务柔性能有效增强其抵御不利冲击的能力。本文研究丰富了财务柔性与企业投资行为关系的理论,也对企业财务管理决策具有重要的实践指导意义。

关键词:金融危机 财务柔性 融资约束 投资能力 财务业绩

一、引言

始于2007年的全球性次贷金融危机虽发端于金融领域,但随着危机的蔓延和演化,全球经济全面陷入严重衰退,失业率急剧攀升,大量企业破产倒闭,世界各国实体经济遭受巨大冲击。比如^①,美国2009年申请破产的公司数量高达89402家,较此前1年增加38%。法国2009年亦有61595家公司进入破产管理或清算,比2008年增长11.4%。国内以浙江省为例,受金融危机影响,全省民营企业大量倒闭,2008年注销2.2万家,2009年仅1~9月份就注销2.17万家,创多年来新高。在金融危机肆虐全球的同时,对金融危机的研究也迅速成为学术界关注的重大热点问题。但有关研究主要从宏观金融视角探究金融危机的起因和传导机制,评估金融危机的影响,提出应对金融危机的政策建议或对政策效果进行评价等。鲜有文献从微观金融的视角探究金融危机的影响,即金融危机冲击对不同特征企业的影响是否相同?或者说不同企业应对金融危机的能力是否存在显著差异?本文以财务柔性理论为基础,意在探究金融危机冲击对不同财务柔性企业投资行为的影响差异,进而从微观层面上加深对金融危机冲击如何影响实体经济的认识和理解。

根据西方财务柔性理论,所谓财务柔性(Financial Flexibility)是指企业及时获取或调用财务资源,以便预防或利用不确定性事件,把握有价值的投资机遇,实现企业价值最大化的能力(Graham and Harvey, 2001; FASB, 2008; Byoun, 2011; DeAngelo and DeAngelo, 2009)。理论上,当遭遇意外重大不利冲击时,财务柔性强的企业应能更及时地调用和筹集财务资源,更好地预防外部冲击或利用不确定性事件带来的投资机会。以这次全球金融危机为冲击事件, Campello等(2010)对美洲、欧洲和亚洲1050个CFO调查发现,许多企业由于资金筹措困难而不得不放弃有价值的投资机会,超过半数参与调查的CFO表示他们取消或推迟了原定的投资计划。Duchin等(2010)亦发现,金融危机爆发后由于信贷标准提高、信用紧缩导致企

*本研究得到教育部人文社科青年项目(10YJC630015)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(批准号:10JJD630005)、浙江省自然科学基金面上项目(LY12G02018)、国家自然科学基金项目(71272011; 71102058)、浙江省社会科学重点研究基地重点课题(12JDZS02Z)、中国博士后科学基金资助项目(2012M520043)的资助。所有可能的错误均由作者承担。

业外部融资约束加剧,美国上市企业投资支出总体显著下降,但现金储备充裕的企业所受影响相对较小。Bancel 和 Mittoo(2011)通过对法国上市公司 CFO 调查和访谈发现,财务柔性强的企业在金融危机中的投资支出、销售收入、盈利能力和股利政策等所受冲击影响程度相对较轻。曾爱民等(2011)以我国内地上市公司为研究样本发现,财务柔性强的企业在金融危机中具有更强的资金筹集和调用能力,能更好地为其投资活动提供所需资金。

本文既与上述文献紧密关联,但又在研究内容和方法等方面有全新拓展和深化。比如,本文虽与曾爱民等(2011)采用了相同的财务柔性测度方法,但后者重点考察金融危机冲击下企业融资能力差异,本文则深入研究金融危机冲击下不同财务柔性企业的投资行为差异,二者综合完整地考察了我国内地上市企业在金融危机冲击下的融资和投资行为。同时,Campello 等(2010)及 Bancel 和 Mittoo(2011)以 CFO 对相关指标的自我评判(Self-report)作为企业财务柔性的度量标准,主要通过调研和访谈数据进行单变量分析和差异显著性检验得出研究结论。与之相比,本文则以上市企业公开的财务报表数据为基础构建财务柔性测度指标,并展开多元回归分析,避免了通过调研访谈获取数据存在的缺陷,也克服了前者单指标分析法的缺陷。此外,与 Duchin 等(2010)仅考察现金储备差异对企业在危机中的投资能力影响差异不同,本文同时研究了现金柔性、负债融资柔性及二者综合差异对企业在金融危机中投资支出所受融资约束程度、投资能力以及投资支出对企业随后年度财务业绩的影响差异,从而丰富了财务柔性与企业投资行为的相关研究文献。

本研究对多个相关领域均有所贡献。首先,2007 年全球金融危机爆发后,日益增多的文献集中从宏观视角探究金融危机成因、后果和对策。仅有少量研究关注金融危机对微观主体企业产生的实际影响。本文使用微观数据较为全面深入地研究了金融危机对企业投资行为的影响,有助于深化人们对该领域的认识和理解。其次,本文也对金融危机爆发后国际上日益受到重视的财务柔性理论研究有所贡献。根据财务柔性理论,企业获取和保持财务柔性的主要动机是增强企业应对不确定性事件带来的不利冲击的能力,充分把握事件带来的有

价值投资机会。与财务柔性理论预期相一致,本文研究发现,当遭遇全球金融危机这类重大不利冲击时,财务柔性强的企业在危机中的投资支出更少受到融资约束的困扰,表现出更强的投资能力,并且危机中的投资支出能显著改善企业随后年度财务业绩。这些发现支持了企业事先储备财务柔性能有效增强其应对不利冲击能力的观点,为财务柔性理论提供了支持性经验证据。再次,本文也对探究持有“超额”现金和保持“过低”负债的后果研究有所贡献。已有研究聚焦于考察正常经营(非金融危机)环境中持有超额现金或保持过低负债的“不好”一面,即企业管理层可能滥用现金引发委托代理问题(Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Harford, 1999; Harford et al., 2008; Pinkowitz et al., 2006)。但本文提供了“好”的证据,揭示了硬币的另一面——当遭受重大不利冲击时,企业持有超额现金或保持较低负债能有效增强企业抵御冲击和把握有利投资机遇的能力。最后,从企业财务管理实务视角来看,本文的研究发现对企业如何安排财务政策以获取和保持财务柔性决策具有重要的实践指导意义。

本文后续部分具体安排如下:第二部分首先在对相关理论和研究回顾的基础上提出财务柔性企业界定方法,进而提出本文研究假设;第三部分阐述本文的研究设计;第四部分报告实证检验的结果;第五部分总结相关结果并展开了适当讨论。

二、文献回顾与研究假设

(一)财务柔性企业界定

国外文献中有关财务柔性(Financial Flexibility)的研究都是从融资的视角出发,强调财务柔性是企业及时获取或调用财务资源,以便预防或利用不确定性事件,把握有价值投资机遇,实现企业价值最大化的能力(Byoun, 2011; DeAngelo and DeAngelo, 2009; Graham and Harvey, 2001)。根据财务柔性理论,企业获取财务柔性的途径主要有 3 种:(1)依靠内源资金,包括现金存量、经营现金流量,在不影响持续经营情况下的处置企业资产以及对支付政策的合理安排。(2)获取外源资金,包括企业所能筹集的权益资金、负债资金(包括银行借款、发行商业票据和企业债券等)。(3)经理层的管理技能。由于经营现金流量不确定性本身是财务柔性决策的前提条件²,

资产处置和权益资金筹集活动相对更少发生,而管理技能又相对难以量化。概括而言,已有文献对于如何获取和保持财务柔性的研究主要聚焦在现金政策、资本结构政策和支付政策等3个方面:(1)通过持有高额现金获取财务柔性。Myers和Majluf(1984)的融资优序理论认为公司持有大量现金能够有效避免在股价被低估时发行股票进行筹资,从而能够高柔性、低成本地为企业提供所需资金。Soenen(2003)则明确指出,现金储备能为企业创造相应的财务柔性和战略机会。在动荡的经营环境里,充足的现金有助于企业抓住有利的投资机会。(2)通过保持低财务杠杆获取财务柔性。Pinegar和Wilbricht(1989)、Graham和Harvey(2001)、Bancel和Mittoo(2004)以及Brounen等(2004)通过对美国和欧洲企业高管人员的调查研究均发现,公司高管在资本结构决策时所考虑的最重要的因素就是财务柔性。因为低财务杠杆政策能保持“可观的尚未使用的借款能力”(Modigliani and Miller, 1963),这使得企业能在投资机会降临时方便地进入资本市场融资。(3)通过选择合适的支付政策获取财务柔性。Oded(2012)构建分析模型表明,与现金股利相比,股票回购计划保留了在资金不足或者投资需要时取消回购的选择权,从而可以增强企业的财务柔性,避免投资不足。Lie(2005)则指出,企业亦可运用特殊股利政策,事前向投资者明确表明,相对于正常股利而言这些支付都只是暂时的,从而把财务柔性植入到支付政策中去。(4)通过同时运用多项财务政策获取财务柔性。DeAngelo和DeAngelo(2009)指出,企业应通过综合安排现金持有政策、支付政策和资本结构以获取财务柔性,以满足未来遭受不利冲击或偶遇有价值投资机会时所引发的非预期资金需求。

故而,与之相对应的财务柔性企业的界定方法也主要有3种:(1)单指标判断法。该方法仅依据企业单一财务指标值(如财务杠杆率或现金持有量)的高低判断企业的财务柔性强弱。例如,将财务杠杆率低于或现金持有量高于某一标准,如行业中位数、均值或企业目标值的企业判定为财务柔性企业。已有文献中, Marchica和Mura(2010)、Arslan等(2013)以及曾爱民等(2011)都曾使用单指标判定法研究企业财务柔性。(2)多指标结合法。根据DeAngelo和DeAngelo(2009)的观点,同时结合多项

财务指标(如财务杠杆率和现金持有量等)判断企业财务柔性的大小更加合理。Arslan等(2013)和曾爱民等(2011)便同时结合财务杠杆率和现金持有量两类指标判断企业财务柔性的大小,将同时保持高现金持有量和低财务杠杆的企业判定为高财务柔性企业,低现金持有量且高财务杠杆的企业判定为低财务柔性企业。(3)多指标综合法。这种方法同时考虑反映企业财务柔性状况的多项财务指标,分别对不同指标赋予不同权重算出一个综合得分,并据以判断企业财务柔性的强弱。譬如, Doidge等(2009)、Arslan等(2013)以及马春爱(2010)等都采用多指标综合法测度企业财务柔性。

由于特定的历史制度背景,我国企业的支付政策不仅相对单一而且也很难谈得上与财务柔性决策相结合(曾爱民, 2010),并且我国金融体系是名副其实的“银行主导型”,信贷资金是企业资金的主要来源^③。另外,虽然采用多指标综合法也能检验财务柔性企业与非柔性企业之间投资行为的差异,但却难以对不同类型财务柔性企业可能存在的投资行为差异做出更为具体的考察。所以借鉴Arslan等(2013)和曾爱民等(2011)的研究,本文仅从反映企业获取外部资金能力的负债融资柔性和反映企业调用内部资金能力的现金柔性两个方面,分别采用单指标判断法和多指标结合法来界定财务柔性企业,以期得出既有理论价值又更富有实践指导意义的研究成果。具体而言,在使用单指标判断法时,本文采用百分位判定法,分别以负债融资柔性或者现金柔性等单一指标作为财务柔性企业的判定指标。以负债融资柔性判定指标为例,本文将负债融资柔性处于总体分布中最高30%的样本企业判定为财务柔性企业。但为了体现出保持负债融资柔性是企业的一种财务政策,而不是偶然因素的影响,我们要求企业在危机前3年内都储备了高负债融资柔性,才被界定为财务柔性企业。由于本文旨在考察企业在危机前储备的财务柔性水平对危机时期企业投资行为的影响,因而无论采用哪种方法判定财务柔性企业,本文都仅根据企业危机前的财务柔性水平判定其在整个研究期间的财务柔性状况。借鉴Arslan等(2013)和曾爱民等(2011)本文将此次金融危机的危机前时期界定为2004-2006年,而危机时期则包括2007年和2008年^④。所以,

如果某一企业在危机前连续3年中负债融资柔性均属于样本公司中最高的30%之列,则该企业被判定为第一类财务柔性企业,即负债融资柔性(DF, Debt Financing Flexibility)企业,并将其余企业作为对照组(1)企业,以便进行比较分析。同理,当我们采用现金柔性作为财务柔性企业的判定指标时,如果某一企业在危机前连续3年中现金柔性位于样本企业中最高30%之列,则该企业被判定为第二类财务柔性企业,即现金柔性(CF, Cash Flexibility)企业,并将其余企业作为对照组(2)企业。

除了采用上述两项单指标界定财务柔性企业之外,我们还同时采用负债融资柔性指标和现金柔性指标相结合的方法,即多指标结合法来判定财务柔性企业。具体而言,如果某一企业在危机前连续3年中现金柔性和负债融资柔性均属于样本企业中最高30%之列,则该企业被判定为第三类财务柔性企业,即同时具有现金柔性和负债融资柔性(CDF)的企业,并将其余企业作为对照组(3)企业。

应该说明的是,我们与曾爱民等(2011)采用了相同的财务柔性测度方法,即:现金柔性=企业现金持有率-行业平均现金持有率,负债融资柔性=Max(0,行业平均负债比率-公司负债比率)。

(二)研究假设

企业投资所需资金主要有两个来源:一是内源资金,二是外源资金。企业内源资金多寡与企业的销售收入和盈利状况密切相关。当金融危机袭来之时,企业的业务量大幅下降,营业收入急剧减少,资金回笼困难,经营活动现金净流量显著减少。在内源资金短缺的情况下,企业投资所需资金就主要依靠从股票市场或银行信贷两条途径获取。金融危机全面爆发后,资本市场的流动性也遭遇严峻考验,比如,2008年我国A股市场面临着可能是有史以来最严峻的考验,管理层出台了一系列利好政策却依然难阻上证综指大幅下挫,股市资金规模大幅萎缩,企业通过发行股票筹集权益资金举步维艰。同时,由于信用风险不断加大,金融机构为最大限度地降低信用风险,金融信贷规模大幅收紧,使得企业从银行取得负债资金的难度加大。故而处于金融危机中的企业普遍资金入不敷出,投资活动支出显著受到融资约束的困扰。但根据财务柔性理论,当遭遇突然降临的重大不利冲击时,企业事先

储备的财务柔性(包括现金柔性、负债融资柔性和权益融资柔性等)能增强其筹集和调用财务资源的能力(Byoun, 2011; DeAngelo and DeAngelo, 2009; FASB, 2008; 曾爱民等, 2011)。鉴此,本文预期相对于非财务柔性企业而言,各类财务柔性企业在金融危机时期的投资支出应更少受到融资约束困扰。根据上述分析,我们提出以下研究假设。

假设1:在金融危机时期,相比对照组企业而言,财务柔性企业所受融资约束程度更轻。

如上所述,由于金融危机中的企业资金普遍入不敷出,部分企业更因此陷入财务危机甚或破产清算,投资规模总体显著下降。比如, Campello 等(2010)通过调查研究发现,由于金融危机时期外部资金筹措困难,超过半数被调查企业取消或推迟了原定投资计划。但危机又是与机遇相伴而生的,在金融危机导致企业营业收入大幅下降,内外源资金筹措困难的同时,也导致了危机时期资本性资产价格大幅下降,财务危机和破产企业价值大幅减损的局面;并且,由于本次危机为全球性金融危机,国际资产价格也因此出现了大幅度调整,不仅为资金充裕具有实力的企业带来了国内投资扩张的良好机遇,也为企业提供了国际战略选择的有利机会(Mitton, 2002; 中国社科院工经所, 2009)。同时,根据财务柔性理论,当重大不利冲击事件发生时,财务柔性企业具有更强的获取和调用财务资源的能力,不仅能够免于陷入财务困境(Gamba and Triantis, 2008),还能更好地把握冲击所带来的有利可图的投资机遇(DeAngelo and DeAngelo, 2009)。因此本文预期,当全球金融危机带来不利冲击也带来有利机遇的同时,财务柔性企业不仅能更好地抵御危机所带来的负面冲击,也应能更好地利用危机冲击所带来的有价值投资机会,实现更多投资或投资下降幅度更小。据此,本文提出如下研究假设。

假设2a:财务柔性企业在金融危机时期能比对照企业投资增幅更大,或减幅更小。

假设2b:财务柔性企业在金融危机时期比对照企业具有更高的投资支出。

从财务柔性定义可知,企业并不是为了增强财务柔性而增强财务柔性,企业增强财务柔性的最终目的是为了企业价值最大化(Byoun, 2011; DeAngelo and DeAngelo, 2009; Graham and Harvey,

2001)。因此,财务柔性的核心理念是一种权衡(Tradeoff)的理念,是在将资金用于当期使用还是作为财务柔性储备起来,以供未来使用之间的一种权衡(DeAngelo and DeAngelo, 2009; 曾爱民等, 2011)。若当期使用资金(包括企业持有的现金余额、通过举借负债或者发行权益证券等所能筹集到的资金)所能创造的边际价值小于未来使用的边际价值,则企业应将资金以财务柔性的形式储备起来,以增强企业未来的价值创造能力。因此,若财务柔性企业决定利用外生金融危机冲击所带来的投资机遇增加投资并取得发展时,说明在危机中增加投资所能创造的边际价值应该大于储备这些财务柔性以供未来期间使用的边际价值。根据财务柔性的权衡理念,本文预期财务柔性企业在金融危机时期的投资支出应能显著有效地提升企业未来期间的财务业绩^⑥。因此,本文提出如下研究假设。

假设3:财务柔性企业在金融危机时期的投资支出能更好地提升其随后年度财务业绩。

三、研究设计

(一)模型设定

1. 融资约束程度检验模型

本文分别从投资—现金流敏感性和现金—现金流敏感性两个方面对财务柔性企业在金融危机时期所受融资约束程度的研究假设1进行检验。

根据Fazzari等(1988)和Hubbard等(1995)以及Gilchrist和Himmelberg(1995)等经典文献的观点,在不完美市场上由于内、外源融资成本存在差异,融资约束企业的投资支出将显著依赖其内部现金流量。虽然在金融危机冲击之下,外源资金筹措更为困难,但相对于非财务柔性企业而言,财务柔性企业保持了更高的现金储备或更强的外源融资能力,因而投资支出对内部现金流量应更不敏感。故此,本文首先采用投资—现金流敏感度指标来比较财务柔性企业、非财务柔性企业投资活动所受融资约束程度差异。综合借鉴Vogt(1994)和Fazzari等(1988)的研究,本文构建了如下投资—现金流敏感性模型1。

$$Inv = f(Dummy, Dummy \times CashFlow, CashFlow, Control\ Variables) + \varepsilon \quad (1)$$

模型1的因变量 Inv 为企业的投资支出,等于企业当期的资本性支出除以上期总资产。其中,资本

性支出等于固定资产、在建工程、工程物资、投资性房地产、生产性生物资产、油气资产、无形资产和开发支出的期末账面价值减去期初账面价值,加上当期固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧和资产减值准备以及无形资产摊销。解释变量包括 $Dummy$ 、 $CashFlow$ 和 $Dummy \times CashFlow$,其中 $Dummy$ 为财务柔性哑变量,即前文中分别构建的3个财务柔性哑变量 DFI 、 CF 和 CDF ,具体取值规则见表1。 $CashFlow$ 是企业经年末总资产标准化之后的经营活动现金净流量,若该变量的回归系数显著为正,表明对照组企业投资支出依赖于企业的内部现金流量,从而存在融资约束问题。 $Dummy \times CashFlow$ 是财务柔性哑变量(DFI 、 CF 或者 CDF)与企业经营活动现金净流量 $CashFlow$ 的交乘项,若该项回归系数显著为正,则说明相对于对照企业而言, DFI 、 CF 或 CDF 企业更大程度地受到了融资约束的困扰,反之则反是。研究假设1预期该交乘项系数显著为负,即财务柔性企业的投资支出所受融资约束程度更轻。

$Control\ Variables$ 为一系列的控制变量,包括Tobin Q 、企业规模、现金持有量、负债水平、股利支付以及企业上期投资支出等几个影响企业当期投资支出的主要变量。此外,我们还控制了企业最终控制人的性质、行业和年份等可能会影响企业投资支出的虚拟变量。各变量的具体定义及度量方法见表1。

虽然通过投资—现金流敏感性差异分析来判断企业所受融资约束程度得到了广泛实证证据的支持,但自从Kaplan和Zingales(1997)提出质疑以来,一系列理论和实证研究表明,该方法存在诸多缺陷(Alti, 2003; Cummins et al., 2006; 曾爱民、魏志华, 2013; 连玉君、程建, 2007)。因此,Almeida等(2004)另辟蹊径提出,从公司现金持有行为视角入手,通过分析现金—现金流敏感性来检验企业的融资约束程度。连玉君等(2008)通过实证分析表明,现金—现金流敏感性可以有效地度量我国企业所受融资约束的程度。并且,在金融危机冲击之下,企业需要在增加现金持有以增强进一步应对金融危机的能力,还是增加投资支出把握有价值的投资机遇之间进行取舍(Campello et al., 2011)。故而,融资约束程度高的企业会将更多的现金流量以现金持有的形式储备起来,以增强企业在危机中的生存能力,必然表现出更强的现金—现金流敏感性。

因此,为了增强研究结论的可靠性,本文借鉴 Almeida等(2004)和连玉君等(2008)的研究进一步构建了现金—现金流敏感性模型2。

$$\Delta Cash=f(Dummy, Dummy \times CashFlow, CashFlow, Control Variables)+\epsilon \quad (2)$$

其中模型2因变量 $\Delta Cash$ 为企业当年现金持有量的变动,根据Almeida等(2004)的融资约束理论,若自变量 $CashFlow$ 的回归系数显著为正,说明企业面临融资约束的困扰。且企业所受融资约束程度越大,为保证其安全度过金融危机所需储备的现金也越多,因而表现出更高的现金—现金流敏感性(即 $CashFlow$ 的回归系数越大)。 $Dummy \times CashFlow$ 是财务柔性哑变量(DFE 、 CF 或者 CDF)与企业经营活动现金流量 $CashFlow$ 的交乘项,若该项回归系数显著为正,则说明相对于对照企业而言,财务柔性企业更大程度地受到了融资约束的困扰。本文的研究假设1预期该交乘项系数显著为负,即财务柔性企业在金融危机中所受融资约束程度更轻。 $Control Variables$ 的选取与模型1相同。

2.投资增量模型和投资支出模型

为了检验假设2a是否成立,在模型1的基础上,我们构建了如下的投资增量模型3。

$$\Delta Inv=f(Dummy, Control Variables)+\epsilon \quad (3)$$

模型3的因变量 ΔInv 表示企业当期的投资增量,用以测度企业当期投资相比上期投资的增减幅

度,即: $\Delta Inv=Inv_t-Inv_{t-1}$,其中 Inv 为企业的投资支出,脚标 t 表示当期, $t-1$ 表示上期。自变量 $Dummy$ 为财务柔性哑变量 DFE 、 CF 和 CDF 。控制变量包括企业当期的经营活动现金流量和模型1中的全体控制变量。

为了检验假设2a的正确性,我们分别将财务柔性哑变量 DFE 、 CF 或 CDF 作为自变量引入投资增量模型3,若回归分析所得 DFE 、 CF 或 CDF 系数显著为正,则说明同等情况下财务柔性企业比对照组企业投资支出增幅更大或减幅更小^⑥,反之则反是。并据此对假设2a的正确性进行检验。

对假设2b的检验,本文采用大致相同的思路。首先,在模型1的基础上构建了如下的投资支出模型4。

$$Inv=f(Dummy, Control Variables)+\epsilon \quad (4)$$

与投资增量模型3不同的是,在投资支出模型4中,因变量 Inv 为企业的当期投资支出,故而若财务柔性哑变量 DFE 、 CF 或 CDF 的回归系数显著为正,则说明同等情况下财务柔性企业比对照组企业投资支出的规模更大,反之则反是。并据此对假设2b的正确性进行检验。

3.投资支出对企业财务业绩影响模型

为检验财务柔性企业在危机时期的投资支出对企业财务业绩影响的研究假设3,本文构建了如下业绩模型5:

$$Perf=f(Dummy, Dummy \times Inv, Inv, Control Variables)+\epsilon \quad (5)$$

模型5的因变量 $Perf$ 为企业财务业绩,本文采用总资产利润率(ROA)和净资产营业利润率($OROE$)两个财务业绩指标。之所以采用净资产营业利润率($OROE$)而没有采用净资产利润率(ROE),是由于后者存在更大的操纵空间,前者则重点考察企业营业利润情况,具有更高的可持续性和预测能力,也更能代表公司的经营业绩。自变量为财务柔性哑变量 $Dummy$ 、投资支出 Inv 以及财务柔性哑变量与投资支出的交乘项 $Dummy \times Inv$ 。显然,若交乘项的系数显著为正,则说明相对于对照企业而言,财务柔性企业在金融危机时期的投资支出能更好地提升企业的财务业绩。考虑到投资支出对企业业绩

表1 相关变量度量方法

变量名称	变量符号	变量计算
投资增量	ΔInv	当期投资支出-上期投资支出
投资支出	Inv	资本性支出/年初总资产
现金持有增量	$\Delta Cash$	当期现金持有量-上期现金持有量
现金持有量	$Cash$	现金及短期投资/年末总资产
净资产营业利润率	$OROE$	营业利润/平均股东权益合计
总资产净利润率	ROA	净利润/平均资产总额
现金流量	$CFlow$	经营活动现金净流量/年末总资产
托宾Q	$Tobin Q$	(流通股市价+非流通股账面价值+负债账面价值)/总资产账面价值
公司规模	$Size$	年末总资产的自然对数
负债率	LR	总负债/年末总资产
积极举债	ALR	(银行借款+应付债券)/年末总资产
双职是否合一	$Dual$	当董事长兼任总经理时取1,否则为0
股权集中度	$Herf5$	企业前五大股东持股比例的平方和
独立董事比例	$NEDPR$	独立董事人数/董事会总人数
最终控制人类型	$FCContr$	当国有企业控制时取1,否则为0
制度环境	$Inst$	樊纲等(2011)报告的各地区市场化进程指数
管制行业	$IndReg$	公司的证监会行业代码为B、C4、C6、D、F、G时取1,否则取0(夏立军、陈信元,2007)
股利	Div	年度现金股利/年末总资产
现金股利哑变量	$DivD$	当年发放现金股利的企业取1,不发放现金股利的企业取0
财务柔性哑变量(1)	DFE	高负债融资柔性企业取1,对照组(1)企业取0
财务柔性哑变量(2)	CF	高现金柔性企业取1,对照组(2)企业取0
财务柔性哑变量(3)	CDF	同时具有高现金柔性和负债融资柔性的企业取1,对照组(3)企业取0

的影响一般应有一定的滞后期,所以本文分别考察了企业在危机时期的投资支出对其随后一年和两年财务业绩的影响。

同时,模型中也尽量控制了其他一些已被证明能够影响企业绩效的主要相关因素,具体包括企业的股权集中度、董事长与总经理是否双职合一、独立董事比例、最终控制人的类型、制度环境、行业管制和企业规模等相关变量。有关变量的具体度量如表1所示。

(二)样本选取与数据来源

本研究的样本企业均从沪、深两市上市公司中选取。为了保证所选研究样本的有效性,本文遵循以下筛选原则:(1)考虑到金融类公司资本结构的特殊性,本文的研究按照国际惯例剔除金融类公司;(2)剔除处于*ST或者ST状态的T类上市公司,因为T类上市公司的重组、整合十分常见,其投、融资决策行为明显异于正常经营公司。(3)由于本文对财务柔性企业的界定是以企业2004~2006年的财务柔性水平为依据的,同时为了确保公司的财务决策行为相对成熟,故而剔除2003年及以后上市的公司;(4)为了保证企业具有相同的融资环境,本文剔除了同时发行A股和B股的公司;(5)剔除财务数据异常或指标缺失的公司,如剔除研究期间资产负债率超过100%的公司,剔除最终控制人不详的公司等。经过上述处理后得到928家公司,构成本研究的样本总体。

然后我们按照前文所述的财务柔性企业和对照组企业的判定方法,从样本总体中分别按照不同的标准筛选出3种类型不同的财务柔性企业和相应的对照组企业,共得到6个子样本。其中,DFF组财务柔性企业167家共250

个企业年度观测值,对照组(1)企业761家共1455个企业年度观测值;CF组财务柔性企业136家共220个企业年度观测值,对照组(2)企业792家共1485个企业年度观测值;CDF组财务柔性企业51家共67个企业年度观测值,对照组(3)企业877家共1630个企业年度观测值。本文实证分析的财务数据和市场数据来源于锐思、CSMAR和wind金融证券数据库。为了控制极端值对回归结果的影响,本文对连续变量1%以下和99%以上分位数进行了缩尾处理(Winsorize)。数据分析处理主要使用Stata 11.2软件完成。

四、实证结果

(一)描述性统计

为初步考察各类财务柔性企业在不同时期的投资行为差异,表2报告了按不同财务柔性分组的公司主要特征变量在危机前和危机时期的均值以及跨期变动百分比,并采用t检验和Wilcoxon-Mann-Whitney检验判断了统计显著性。由于二

表2 各子样本变量均值、跨期变动百分比及差异显著性检验

样本分组		现金流量	投资	负债率	积极举债	现金持有	股利	托宾Q	规模
DFF组	危机前	0.069	0.069	0.262	0.146	0.191	0.022	1.275	20.514
	危机时期	0.055	0.106	0.318	0.165	0.189	0.016	2.068	21.504
	跨期变动	-20.29%	53.62%	21.37%	13.01%	-1.05%	-27.27%	62.20%	4.83%
	t检验	-2.980***	2.804***	6.867***	2.411***	-0.275	-3.959***	12.131***	10.763***
对照组(1)	危机前	0.061	0.1074	0.551	0.281	0.138	0.01	1.188	21.007
	危机时期	0.052	0.1031	0.549	0.267	0.139	0.009	1.716	21.879
	跨期变动	-14.75%	-4.00%	-0.36%	-4.98%	0.72%	-10.00%	44.44%	4.15%
	t检验	-3.265***	-1.754**	-0.463	-3.781***	0.602	-3.427***	26.367***	21.938***
DFF组 vs. 对照组(1)差异显著性t检验	危机前	1.624*	-4.122***	-27.421***	-10.515***	6.670***	8.240***	4.238***	-3.633***
	危机时期	0.372	0.045	-18.798***	-6.963***	5.763***	4.818***	5.499***	-3.955***
	跨期变动	-0.888	2.814***	6.118***	3.486***	-3.578***	-2.419**	3.935***	2.827***
	t检验								
CF组	危机前	0.083	0.0692	0.416	0.206	0.309	0.02	1.267	21.424
	危机时期	0.059	0.094	0.438	0.189	0.258	0.016	1.896	21.732
	跨期变动	-28.92%	35.84%	5.29%	-8.25%	-16.50%	-20.00%	49.64%	1.44%
	t检验	-3.633***	2.415***	2.313**	-2.131**	-5.465***	-2.872***	8.731***	9.066***
对照组(2)	危机前	0.059	0.105	0.51	0.272	0.123	0.011	1.195	21.492
	危机时期	0.052	0.0958	0.517	0.263	0.132	0.009	1.764	21.821
	跨期变动	-11.86%	-8.76%	1.37%	-3.31%	7.32%	-18.18%	47.62%	1.53%
	t检验	-3.042***	-1.778**	1.747**	-2.483***	3.475***	-4.312***	27.041***	22.519***
CF组 vs. 对照组(2)差异显著性t检验	危机前	4.132***	-3.424**	-5.804***	-4.519***	27.445***	5.437***	3.0623***	-1.701*
	危机时期	1.145	-0.897	-4.815***	-4.639***	14.050***	4.221***	1.788**	-0.818
	跨期变动	-3.590***	1.779**	2.070**	-0.123	-8.284***	-2.251**	0.948	0.393
	t检验								
CDF组	危机前	0.087	0.0637	0.223	0.114	0.34	0.03	1.265	21.17
	危机时期	0.064	0.098	0.282	0.128	0.284	0.022	1.997	21.476
	跨期变动	-26.44%	53.85%	26.46%	12.28%	-16.47%	-26.67%	57.87%	1.45%
	t检验	-2.740**	2.655***	3.794***	0.792	-3.094***	-2.964***	5.451***	6.752***
对照组(3)	危机前	0.061	0.104	0.513	0.269	0.137	0.012	1.201	21.5
	危机时期	0.052	0.0945	0.519	0.258	0.141	0.01	1.769	21.828
	跨期变动	-14.75%	-9.13%	1.17%	-4.09%	2.92%	-16.67%	47.29%	1.53%
	t检验	-3.727***	-2.094**	1.647**	-3.019***	1.548*	-4.449***	27.811***	23.439***
CDF组 vs. 对照组(3)差异显著性t检验	危机前	2.868**	-2.554***	-12.422***	-5.128***	16.207***	7.473***	1.759***	-2.223***
	危机时期	1.108	0.309	-9.759***	-3.945***	9.862***	5.082***	2.000**	-2.105**
	跨期变动	-1.824*	2.316***	2.498***	2.425**	-5.815***	-0.069	2.714***	-1.382
	t检验								

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

者的检验结果高度一致,因此表2中仅报告了t检验的有关结果。

首先,从危机前各类财务柔性企业及其对照组企业主要特征变量比较分析可以发现,无论按哪一类标准划分,危机前高财务柔性企业与对照企业相比都具有较小的规模、较大的成长机会(托宾Q)和相对较小的投资支出,但拥有较高的经营现金净流量,并能支付较高的现金股利,尤其是保持着相对较高的现金余额和较低的负债比率(即储备了较高的现金柔性和负债融资柔性),且所有这些差异都具有统计上的显著性(绝大多数在1%水平上显著),这些发现与赵蒲和孙爱英(2004)、Arslan等(2013)以及曾爱民(2010)的发现一致。

为对部分研究假设进行初步探究,我们进一步对危机时期各类企业的投资行为展开具体分析。虽然受到金融危机影响,无论是各类财务柔性企业还是各自的对照组企业,金融危机时期的现金流量均出现显著大幅下降,其中各类财务柔性企业的下降尤为显著,降幅均超过了20%,并且CF组比对照组(2)和CDF组比对照组(3)分别在1%和10%统计显著性水平上下降幅度更大。但值得注意的是,与研究假设2a的预期基本一致,各类财务柔性企业都大幅提高了其投资支出水平,增幅最小的CF企业也显著达到了35.84%,增幅最大的CDF企业则高达53.85%。相反,同期的对照企业在现金流量降幅更小的情况下,投资支出都呈现出不同幅度的下降,对照组(1)、(2)和(3)分别在5%统计显著性水平上下降4%、8.76%和9.13%。这些发现初步支持了研究假设1,表明当置身金融危机冲击之下时,各类财务柔性企业的投资支出更少受其内部现金流量的制约,也即具有更低的投资—现金流敏感性,更少受到融资约束的困扰^⑦。另外,进一步考察各类企业在金融危机前和金融危机时期现金比率跨期变动情况可发现,对照组(2)和(3)企业的现金持有分别在1%和10%显著性水平上增加7.32%和2.92%,说明这些企业为了增强应对危机的能力和减少未来投资扭曲的风险而增强其现金柔性,但与此同时,CF和CDF企业现金持有却在1%显著性水平上分别下降了16.5%和16.47%。据此可初步判断,财务柔性企业在金融危机时期应具有更低的现金—现金流敏感性,这从另一角度支持了财务柔性企业

所受融资约束程度更轻的假设1。

(二)多元回归分析

为了弥补描述性统计中单变量分析的缺陷,在这部分,本文利用多元回归分析进一步检验各研究假设是否成立。本文研究样本的数据类型为面板数据,实证分析通常采用混合最小二乘(Pooled OLS)、固定效应(FE)和随机效应(RE)等3种模型。但在通过回归模型3和4检验假设2a和2b时,只能在混合最小二乘和随机效应模型之间进行优选^⑧。针对回归模型3和4的LM检验结果表明混合最小二乘模型相对更优;对于回归模型1、2和回归模型5,有关面板数据的F检验、LM检验、Hausman检验结果表明数据适合固定效应模型;同时为了控制异方差和序列自相关的影响,本文采用修正异方差和自相关的广义最小二乘(GLS)法进行估计。具体结果分别如表3~表5所示。

1.企业融资约束程度分析

本文分别从投资—现金流敏感性和现金—现金流敏感性两个角度考察了企业在金融危机时期所受融资约束状况,具体结果如表3。

由表3Panel A可见,Model 1~3所有 $CFlow_t$ 的回归系数均在1%显著性水平上为正。根据Fazzari等(1988)等的投资—现金流敏感性理论,该结果表明在金融危机时期非财务柔性企业面临融资约束的困扰,故而投资支出显著依赖于内部经营现金流量。但进一步考察财务柔性哑变量与现金流量的交乘项时发现,Model 1~3中所有交乘项系数均在1%水平上显著为负,这说明三类财务柔性企业相比于各自对照组更少受到融资约束的影响。这与Arslan等(2013)的发现基本一致,也与前文描述性统计发现相一致,实证结果支持了研究假设1。

为了能更全面和正确地考察企业所受融资约束程度,表3Panel B进一步报告了现金—现金流敏感性的回归结果。与描述性统计发现一致,表3Panel B的Model 4~6中所有回归模型中 $CFlow_t$ 的系数均在1%水平上显著为正,并且回归系数大小都在0.2左右,说明各类对照组企业每增加1元经营现金净流量,会将其中约1/5的部分用来增加现金储备。根据Almeida等(2004)的现金—现金流敏感性理论,这表明各对照组企业在危机时期显著受到融资约束的制约。但进一步考察财务柔性哑变量

表3 投资—现金流敏感性和现金—现金流敏感性回归分析结果

Panel A 投资—现金流敏感性				Panel B 现金—现金流敏感性			
因变量:	DF标准	CF标准	CDF标准	因变量:	DF标准	CF标准	CDF标准
$Inv_{i,t}$	Model 1	Model 2	Model 3	$\Delta Cash_{i,t}$	Model 4	Model 5	Model 6
DFF	0.0120*** (0.0035)			DFF	-0.0040* (0.0023)		
$DFF \times CFlow_{i,t}$	-0.194*** (0.0351)			$DFF \times CFlow_{i,t}$	-0.0748*** (0.0209)		
CF		0.006 (0.0041)		CF		-0.0584*** (0.0032)	
$CF \times CFlow_{i,t}$		-0.0885*** (0.0335)		$CF \times CFlow_{i,t}$		-0.0652** (0.0277)	
CDF			0.0265*** (0.0087)	CDF			-0.0333*** (0.0054)
$CDF \times CFlow_{i,t}$			-0.0186*** (0.0054)	$CDF \times CFlow_{i,t}$			-0.0165*** (0.0025)
$CFlow_{i,t}$	0.206*** (0.0146)	0.206*** (0.0135)	0.205*** (0.0131)	$CFlow_{i,t}$	0.207*** (0.0069)	0.186*** (0.0075)	0.204*** (0.0067)
$TobinQ_{i,t}$	-0.0015 (0.0014)	-0.0027* (0.00142)	-0.0012 (0.00132)	$TobinQ_{i,t}$	-0.0015** (0.0007)	-0.0034*** (0.00081)	-0.0021*** (0.00059)
$Size_{i,t}$	0.0352*** (0.00149)	0.0366*** (0.00154)	0.0368*** (0.0015)	$Size_{i,t}$	-0.0042*** (0.00071)	-0.0064*** (0.00068)	-0.0053*** (0.00063)
$Cash_{i,t}$	-0.147*** (0.0102)	-0.158*** (0.0123)	-0.149*** (0.0107)	$Cash_{i,t}$	0.270*** (0.0104)	0.380*** (0.0107)	0.301*** (0.0101)
$FContr_{i,t}$	-0.0065*** (0.00225)	-0.0069*** (0.00227)	-0.0074*** (0.00223)	$FContr_{i,t}$	-0.00087 (0.00132)	-0.00198* (0.00114)	-0.00065 (0.0012)
$LR_{i,t-1}$	-0.123*** (0.0089)	-0.127*** (0.0076)	-0.118*** (0.0075)	$LR_{i,t-1}$	0.0346*** (0.0046)	0.0380*** (0.0038)	0.0301*** (0.0043)
$Inv_{i,t-1}$	0.101*** (0.0125)	0.0898*** (0.0126)	0.0941*** (0.0125)	$Inv_{i,t-1}$	-0.0562*** (0.0052)	-0.0518*** (0.0047)	-0.0558*** (0.0048)
$DivD_{i,t-1}$	-0.316*** (0.0683)	-0.458*** (0.0663)	-0.417*** (0.0629)	$DivD_{i,t-1}$	-0.0094*** (0.0012)	-0.0073*** (0.0011)	-0.0084*** (0.0012)
$Con_{i,t}$	-0.617*** (0.024)	-0.615*** (0.026)	-0.629*** (0.024)	$Con_{i,t}$	7.570*** (2.288)	13.20*** (1.927)	8.914*** (2.108)
$Ind_{i,t}$	Yes	Yes	Yes	$Ind_{i,t}$	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	$Year$	Yes	Yes	Yes
N	1705	1705	1705	N	1705	1705	1705
F	4126.21***	5713.28***	4849.95***	F	5061.86***	5300.40***	9003.82***

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;回归系数下括号内为GLS估计的标准差(Standard Errors)。

与现金流量的交乘项发现,除Model 5在5%水平上显著之外,Model 4和Model 6的交乘项系数均在1%水平上显著为负,说明三类财务柔性企业相对更少受到融资约束的影响。并且,Model 4~6中 DFF 、 CF 和 CDF 的系数均显著为负,说明三类财务柔性企业在危机时期的现金持有量增幅均比对照企业显著更低。显见,表3Panel B的多元回归分析结果同样有力地支持了研究假设1。

综合表3Panel A和Panel B可见,多元回归分析结果支持了研究假设1,表明相对于各对照组企业而言,财务柔性企业在金融危机时期更少受到融资约束的困扰。那么,这些融资约束程度存在显著差异的两类企业在金融危机中的投资能力是否也存在显著差异则是本文进一步探究的问题。

2. 企业投资能力分析

描述性统计表明,一方面,在对照组企业投资支出均不同幅度下降的同时,各类财务柔性企业不同幅度增加了各自投资支出, DFF 、 CF 和 CDF 企业的

投资增量(跨期变动)分别在1%、5%和1%显著性水平上大于各对照组企业,初步支持了研究假设2a。但另一方面,各类财务柔性企业与对照组在危机时期的投资规模并无显著差异,从而初步否定了研究假设2b。为进一步检验假设2a和2b,本文对此展开多元回归分析,具体结果如表4所示。

考察表4Panel A有关投资增量的回归结果可见,Model 1~3显示所有财务柔性哑变量的系数都在1%显著性水平上为正,说明各类财务柔性企业相比对照组企业在金融危机时期投资增幅显著更大,实证结果有力地支持了研究假设2a。但进一步考察表4Panel B中有关投资规模的回归结果时发现,Model 4和Model 6中 DFF 和 CDF 的回归系数虽各有正负,但均不具有统计显著性;Model 5中财务柔性哑变量的回归系数却在10%显著性水平上为负,表明 CF 企业在危机时期投资规模比对照组企业(2)相对较小。显然,与描述性统计的发现一致,表4

中Panel B的证据并没有支持研究假设2b。

对于表4中Panel B和Panel A看似矛盾的结果,本文做如下解释:一方面,由于本文样本期间属于全球金融危机不断深化而前途尚不明朗阶段,所以财务柔性企业可能尚心存疑虑,担心危机进一步恶化,故不愿倾全力增加投资支出,意图继续保持适度财务柔性。正如表2描述性统计所显示,即便在金融危机时期大幅增加投资支出之后,三类财务柔性企业仍在1%显著水平上均保持了比对照企业更高的现金持有比率和更低的积极举债和负债率。这与Graham(2001)的研究发现有些类似,他发现企业不仅使用财务柔性(即所储备的负债融资能力)进行未来的扩张和购并,甚至在扩张之后仍保留着可观的未使用柔性。

另一方面,如表4Panel B所示,所有回归模型中上期投资 $Inv_{i,t-1}$ 的回归系数显著为正,表明企业当期投资与上期投资显著相关,在一定程度上是上期投资的一种延续,即后续投资。由表2的描述性统

表 4 企业投资增量和投资规模回归分析结果

Panel A 投资增量				Panel B 投资规模			
因变量:	DF 标准	CF 标准	CDF 标准	因变量:	DF 标准	CF 标准	CDF 标准
ΔInv_t	Model 1	Model 2	Model 3	Inv_t	Model 4	Model 5	Model 6
<i>DF</i>	0.0353*** (0.00340)			<i>DF</i>	-7.16E-05 (0.00057)		
<i>CF</i>		0.0101*** (0.00320)		<i>CF</i>		-0.00085* (0.00045)	
<i>CDF</i>			0.0301*** (0.00560)	<i>CDF</i>			0.00055 (0.00061)
Inv_{t-1}	-0.941*** (0.01110)	-0.939*** (0.01210)	-0.953*** (0.01050)	Inv_{t-1}	0.0980*** (0.01260)	0.0903*** (0.01260)	0.0933*** (0.01250)
<i>CFlow_t</i>	0.157*** (0.01080)	0.170*** (0.01150)	0.172*** (0.01060)	<i>CFlow_t</i>	0.168*** (0.01380)	0.184*** (0.01330)	0.171*** (0.01370)
<i>TobinQ_t</i>	-0.0003 (0.00124)	-0.00084 (0.00116)	-0.00035 (0.00117)	<i>TobinQ_t</i>	-0.00356 (0.00319)	0.00428* (0.00240)	0.00473** (0.00241)
<i>Size_t</i>	0.0310*** (0.00120)	0.0311*** (0.00120)	0.0335*** (0.00110)	<i>Size_t</i>	0.0350*** (0.00150)	0.0368*** (0.00155)	0.0358*** (0.00152)
<i>Cash_t</i>	-0.156*** (0.01130)	-0.176*** (0.01150)	-0.191*** (0.00940)	<i>Cash_t</i>	-0.149*** (0.01040)	-0.170*** (0.01170)	-0.159*** (0.01120)
<i>FContr_t</i>	-0.00822*** (0.00206)	-0.0106*** (0.00204)	-0.0117*** (0.00201)	<i>FContr_t</i>	-0.0053** (0.00216)	-0.0052** (0.00210)	-0.0055** (0.00218)
<i>LR_t</i>	0.0790*** (0.00670)	0.0240*** (0.00550)	0.0421*** (0.00530)	<i>LR_{t-1}</i>	-0.123*** (0.00890)	-0.129*** (0.00770)	-0.118*** (0.00780)
<i>DivD_t</i>	0.0208*** (0.00210)	0.0168*** (0.00200)	0.0172*** (0.00190)	<i>DivD_{t-1}</i>	-0.391*** (0.06500)	-0.491*** (0.06560)	-0.416*** (0.06620)
<i>Con_t</i>	-0.647*** (0.02500)	-0.603*** (0.02500)	-0.662*** (0.02300)	<i>Con_t</i>	-0.599*** (0.03100)	-0.629*** (0.03200)	-0.616*** (0.03100)
<i>Ind_t</i>	Yes	Yes	Yes	<i>Ind_t</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1705	1705	1705	<i>N</i>	1705	1705	1705
<i>F</i>	2117.79***	2403.94***	2096.74***	<i>F</i>	4198.69***	4971.84***	4291.04***

注:***, **, *分别表示在 1%、5%、10%水平上显著;回归系数下括号内为 GLS 估计的标准差(Standard Errors)。

计结果可知,各对照组企业上期投资规模不同程度的显著更大,所以虽然在危机时期投资支出已显著下降的情况下,仍维持在了相对较高的水平。相反,各类财务柔性企业由于上期投资相对较少,故而在金融危机中大幅增加投资支出后仍未超过对照企业的投资规模^⑧。

3. 投资支出对企业财务业绩影响分析

尽管前文证据表明财务柔性企业在金融危机时期的投资支出所受融资约束程度更轻,能在危机中更大幅度地增加投资支出。但我们所观察到的现象可能是遗漏变量和测量误差所致,也可能存在其他替代性的理论解释。因此,我们有必要对企业危机时期投资支出对企业财务业绩的影响做更进一步的分析和检验。如果财务柔性企业在危机时期的投资支出确实是对有价值投资机会的及时把握,那么企业把握投资机会能力的差异最终应体现在企业财务业绩上,故而本文对财务柔性企业和对照组企业在危机时期的投资支出将如何影响其随

后年度的财务业绩展开了进一步研究。

由于投资支出对企业财务业绩影响应有一定滞后期,所以我们在回归模型的解释变量中所引入的分别是滞后一期和滞后两期的投资变量,以分别检验企业在危机中的投资支出对其随后 1 年和随后两年财务业绩的影响。并且,与前文研究企业融资约束程度和投资能力差异的样本期间不同,这里对企业财务业绩考察时点分别做了延后 1 年和延后两年的处理,即对企业财务业绩的考察期间分别为 2008~2009 年和 2009~2010 年,以分别考察危机时期(2007 年和 2008 年)企业投资支出对其随后 1 年和 2 年财务业绩的影响。回归分析结果如表 5。

首先,考察表 5 Panel A 中有关企业危机时期投资支出对随后 1 年财务业绩的影响结果可知,虽然 Model 1~6 中所有财务柔性哑变量 *DF*、*CF* 和 *CDF* 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明各类财务柔性企业相比于对照组企业有显著更好的 *ROA* 和 *OROE* 业绩;但 Model 1~3 中各财务柔性哑变量与滞后一期投资支出的交乘项系数并无任何一项显著为正(虽然 Model 1 的交乘项系数为正,但

并不显著),甚至 Model 3 的交乘项系数在 10% 水平上显著为负。说明财务柔性企业在危机时期的投资支出对随后 1 年 *ROA* 业绩的提升作用并不显著。但 Model 4~5 的交乘项系数分别在 5%、1% 和 10% 水平上显著为正,表明相比对照组企业,财务柔性企业在危机时期的投资支出能显著更好地改善企业随后 1 年的 *OROE* 业绩指标。进一步考察表 5 Panel B 中投资支出对企业随后第 2 年度财务业绩的影响发现, Model 7~12 所有财务柔性哑变量与滞后两期投资的交乘项系数均在不同显著性水平上为正,表明财务柔性企业在危机时期的投资支出能显著提升其在投资后第 2 年的财务业绩(包括 *ROA* 和 *OROE*)。显然,总体而言,表 5 的实证证据较好地支持了本文的研究假设 3。

但必须指出的是,在表 5 Panel A 的 6 个回归 Model 中, Inv_{t-1} 的回归系数全部为负,并且除 Model 2 和 Model 3 之外,其他 4 个 Model 中的系数分别在 1% 和 10% 水平上显著,表明对照组企业在金融危机

时期的投资支出不但不能提升反而有损于企业下一年度财务业绩的提升。且更为明显的是,在表5 Panel B的6个回归Model中,有4个 Inv_{t-2} 的回归系数均在1%水平上显著为负,另两个分别在5%和10%水平上显著,说明所有对照组企业在危机时期的投资支出都显著负面影响了随后第2年的财务业绩。但相比而言,财务柔性企业的投资支出不仅没有损害反而有助于提升公司的未来业绩,表现为表5 Panel B的实证结果中所有模型的财务柔性哑变量与现金流量的交乘项的回归系数都显著为正且绝对值超过了 Inv_{t-1} 的回归系数(除了Model 10)。本文对此作如下解释,与各类财务柔性企业不同,对照组企业在危机时期的投资支出并不是对金融危机所带来有利投资机会的及时把握,而主要是上期投资的一种被动和被迫延续^①。因此当金融危机降临,上期投资所预期的经营环境已发生显著不利改

变甚至完全恶化的情况下,企业仍被动或勉强完成前期项目的后续投资,这难免会对企业随后年度财务业绩产生显著负面影响。

4. 稳健性检验

(1) 财务柔性企业界定的稳健性检验。在判定财务柔性企业时,虽然本文采用百分位法增强了研究的客观性,但亦存在着判定阈值选择是否准确的问题。Minton和Wruck(2001)以及赵蒲和孙爱英(2004)均采用20%的分位数作为财务保守企业(即本研究中的高负债融资柔性企业,DFE企业)的判定阈值,而Arslan等(2013)的研究则选用了50%分位数。显然,不同的判定阈值会得到不同的财务柔性企业子样本,判定阈值越高财务柔性组样本量越大,而对照组样本量则相应减小,可能会导致不同的分析结果。为此,本文分别采用20%、30%、40%和50%作为判定阈值,结果发现前3个阈值都能得

表5 金融危机时期投资支出对企业后期业绩影响回归分析结果

变量	Panel A 投资后第1年的企业业绩						变量	Panel B 投资后第2年的企业业绩					
	总资产净利润率(ROA)			净资产营业利润率(OROE)				总资产净利润率(ROA)			净资产营业利润率(OROE)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6		Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
<i>DFE</i>	0.0069*** (0.00130)			0.0048* (0.00260)			<i>DFE</i>	0.0052*** (0.00094)			-0.0035* (0.00200)		
<i>DFE</i> × <i>Inv_{t-1}</i>	0.0058 (0.00620)			0.0018** (0.00720)			<i>DFE</i> × <i>Inv_{t-2}</i>	0.0143* (0.00820)			0.0049** (0.00250)		
<i>CF</i>		0.0118*** (0.00160)			0.0094*** (0.00360)		<i>CF</i>		0.0107*** (0.00150)			0.0037* (0.00200)	
<i>CF</i> × <i>Inv_{t-1}</i>		-0.0094 (0.00900)			0.0763*** (0.01790)		<i>CF</i> × <i>Inv_{t-2}</i>		0.00604** (0.00270)			0.0571*** (0.00760)	
<i>CDF</i>			0.0180*** (0.00260)			0.0245*** (0.00460)	<i>CDF</i>			0.0188*** (0.00240)			0.00593* (0.00340)
<i>CDF</i> × <i>Inv_{t-1}</i>			-0.0292* (0.01630)			0.0110* (0.00590)	<i>CDF</i> × <i>Inv_{t-2}</i>			0.0151** (0.00610)			0.0563** (0.02870)
<i>Inv_{t-1}</i>	-0.0085* (0.00510)	-0.0302 (0.01940)	-0.0065 (0.00330)	-0.0095*** (0.00290)	-0.0056* (0.00310)	-0.0069* (0.00370)	<i>Inv_{t-2}</i>	-0.0066** (0.00290)	-0.0048* (0.00250)	-0.0085*** (0.00300)	-0.0312*** (0.00780)	-0.0377*** (0.00750)	-0.0332*** (0.00720)
<i>TobinQ_t</i>	0.0124*** (0.00076)	0.0118*** (0.00069)	0.0119*** (0.00076)	0.0224*** (0.00129)	0.0224*** (0.00122)	0.0206*** (0.00085)	<i>TobinQ_t</i>	0.0073*** (0.00041)	0.0075*** (0.00041)	0.0072*** (0.00043)	0.0133*** (0.00106)	0.0134*** (0.00115)	0.0136*** (0.00114)
<i>Herf5_t</i>	0.0192*** (0.00440)	0.0248*** (0.00470)	0.0240*** (0.00430)	0.0614*** (0.01080)	0.0692*** (0.00860)	0.0645*** (0.00870)	<i>Herf5_t</i>	0.0068 (0.00420)	0.0126*** (0.00460)	0.0117*** (0.00450)	0.0643*** (0.01160)	0.0578*** (0.01040)	0.0628*** (0.01050)
<i>NEDPR_t</i>	-0.0661*** (0.01030)	-0.0633*** (0.01020)	-0.0649*** (0.01050)	-0.168*** (0.02390)	-0.149*** (0.02480)	-0.164*** (0.02380)	<i>NEDPR_t</i>	-0.0485*** (0.00690)	-0.0406*** (0.00610)	-0.0423*** (0.00690)	-0.115*** (0.01690)	-0.139*** (0.02050)	-0.139*** (0.02080)
<i>Inst_t</i>	7.10E-05 (0.00021)	0.00052*** (0.00019)	0.00027 (0.00019)	0.0024*** (0.00050)	0.0016*** (0.00053)	0.0024*** (0.00045)	<i>Inst_t</i>	0.00027* (0.00015)	0.00027* (0.00017)	0.00037** (0.00018)	0.00099*** (0.00038)	0.00092** (0.00040)	0.0011*** (0.00041)
<i>Dual_t</i>	0.0079*** (0.00140)	0.0077*** (0.00130)	0.0074*** (0.00120)	0.0160*** (0.00280)	0.0163*** (0.00220)	0.0149*** (0.00210)	<i>Dual_t</i>	0.00588*** (0.00120)	0.00603*** (0.00130)	0.00562*** (0.00130)	0.00339 (0.00320)	0.00447 (0.00340)	0.0035 (0.00340)
<i>FContr_t</i>	-0.0111*** (0.00099)	-0.0115*** (0.00089)	-0.0119*** (0.00088)	-0.0394*** (0.00258)	-0.0399*** (0.00253)	-0.0408*** (0.00239)	<i>FContr_t</i>	-0.0085*** (0.00079)	-0.0083*** (0.00086)	-0.0092*** (0.00090)	-0.0315*** (0.00220)	-0.0318*** (0.00249)	-0.0324*** (0.00250)
<i>Size_t</i>	0.0107*** (0.00048)	0.0105*** (0.00042)	0.0108*** (0.00044)	0.0407*** (0.00137)	0.0391*** (0.00124)	0.0403*** (0.00118)	<i>Size_t</i>	0.0106*** (0.00050)	0.0109*** (0.00051)	0.0107*** (0.00053)	0.0417*** (0.00147)	0.0418*** (0.00147)	0.0417*** (0.00148)
<i>DivD_t</i>	0.0439*** (0.00097)	0.0439*** (0.00091)	0.0436*** (0.00091)	0.0982*** (0.00220)	0.0966*** (0.00225)	0.0990*** (0.00203)	<i>DivD_t</i>	0.0390*** (0.00075)	0.0363*** (0.00091)	0.0363*** (0.00091)	0.0829*** (0.00221)	0.0821*** (0.00223)	0.0820*** (0.00225)
<i>IndReg_t</i>	0.0035 (0.00290)	-0.00033 (0.00300)	0.0018 (0.00300)	-0.0203*** (0.00710)	-0.0261*** (0.00680)	-0.0245*** (0.00670)	<i>IndReg_t</i>	-0.0024 (0.00190)	-0.0015 (0.00290)	-0.0035* (0.00200)	-0.0317*** (0.00690)	-0.0338*** (0.00650)	-0.0333*** (0.00650)
<i>Con_t</i>	-0.213*** (0.01100)	-0.206*** (0.00990)	-0.210*** (0.01030)	-0.828*** (0.03020)	-0.792*** (0.02720)	-0.816*** (0.02540)	<i>Con_t</i>	-0.211*** (0.01150)	-0.223*** (0.01140)	-0.215*** (0.01210)	-0.829*** (0.03150)	-0.822*** (0.03260)	-0.823*** (0.03260)
<i>Ind. Year</i>	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	<i>Ind. Year</i>	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes	Yes Yes
<i>N</i>	1705	1705	1705	1705	1705	1705	<i>N</i>	1705	1705	1705	1705	1705	1705
<i>F</i>	6027.56***	7099.85***	6336.60***	7643.46***	6901.57***	6981.10***	<i>F</i>	5906.42***	7928.26***	5957.61***	7946.44***	8729.74***	8950.12***

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;回归系数下括号内为GLS估计的标准差(Standard Errors)。

出本质上一致的研究结论,所以我们仅报告了以30%为判定阈值的研究结果。

(2)对照企业选择标准的稳健性检验。与财务柔性企业判定阈值选择紧密相关的另一个问题则是对照组企业的选择问题。Minton和Wruck(2001)以及赵蒲和孙爱英(2004)都是将负债率最低的20%企业界定为财务柔性企业,将其余80%企业作为对照组企业。Arslan等(2013)则将负债率低于或(和)现金持有率高于50%分位数的企业界定为财务柔性企业,将其余的50%企业作为对照组企业。本文采用了与上述研究相似的分组方法,在将负债融资柔性或(和)现金柔性最高的30%企业界定为财务柔性企业的基础上,将其余70%企业作为对照组企业。这种分组方法的优点是研究中囊括了所有符合样本筛选条件的企业,研究结论具有较强的外部效度。但同时,由于70%的对照组企业分布更分散,可能存在较严重的样本选择和样本偏差问题。所以,为了增强研究结论的稳健性,我们另外还仅以负债融资柔性或(和)现金柔性最低的30%企业作为各类对照组企业,重复了前面所有回归分析,各主要变量的实证结果高度一致。

由于本文意在探究财务柔性不同的企业在金融危机冲击下的投资行为差异,所以上述两种对照企业选择方法都仅以财务柔性差异作为唯一标准。但事实上财务柔性企业与对照组企业除了在财务柔性相关变量方面的差异之外,在企业特征等方面也存在较大差异。为了控制两类企业特征差异对实证结果可能产生的影响,我们对每一财务柔性企业在相同行业中寻找企业规模和现金流量最为接近的对照组企业作为配对样本。采用配对的方法重新进行了相关研究,所得到的实证结果高度一致。

(3)样本期间选择的稳健性检验。首先,由于我国政府在2009~2010年间实施了4万亿元经济刺激计划,成功地推动我国经济从金融危机中率先复苏。但危机中政府的经济刺激计划必将在很大程度上扭曲企业在金融危机中的融、投资行为。基于这方面的考虑,为了能够更为“真实”地反映企业在金融危机中的融、投资行为,本文仅选用了经济刺激计划之前的危机时期(即2007年和2008年),作为金融危机时期。但事实上,全球经济直到2009年年底才企稳回升,2010年开始进入后金融危机时代,

因而2009年仍为全球金融危机时期。所以,为了完整地检验我国企业在整个金融危机时期的投资行为,我们将危机时期的样本期间由2007~2008年扩展到2007~2009年,并重新进行了前文的各类回归,但实证结果并无实质性差异。其次,虽然美国次贷危机从2007年下半年开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场,但直到2008年才蔓延为全球性金融危机并对中国经济产生显著影响。因此为了检验金融危机对我国经济影响最为深重的两年中企业的投资行为,我们剔除了2007年这过渡性的一年,分别将2004~2006年界定为危机前时期,2008~2009年界定为金融危机时期,并重新进行了前文的各类回归。研究显示,实证结果仍然高度一致。

(4)企业财务业绩差异稳健性检验。与前文探究投资支出(规模)对企业财务业绩影响的分析思路类似,考虑到如果财务柔性企业在危机中的增量投资是对金融危机所带来的有价值投资机会的更好把握,则财务柔性企业在危机时期的增量投资应该比非财务柔性企业能更为显著地提升企业随后年度的增量业绩。我们分析了企业在危机时期的增量投资对其随后两年增量业绩影响,发现财务柔性企业在金融危机时期的增量投资确实能够显著更好地提升企业在随后两年中的财务业绩,实证结果与投资支出(规模)对企业财务业绩影响高度一致。

五、结论与讨论

2007年爆发的全球金融危机及其带来的全面衰退使各国企业经历了一段艰难的历程,但也提供了一次检验企业财务柔性如何增强其抵御不利冲击能力的良好机会。本文研究了金融危机前通过不同财务政策获取不同类型财务柔性的企业和对照组企业在金融危机时期投资行为的差异及其对公司绩效的影响,实证结果表明:(1)无论使用投资—现金流敏感性还是现金—现金流敏感性指标度量融资约束程度,我们都发现高财务柔性企业在金融危机时期更少受到融资约束的困扰;(2)拥有高财务柔性的企业能在金融危机时期更好地把握投资机会,更大幅度地增加投资支出;并且(3)高财务柔性企业在金融危机时期的投资支出能显著改善企业在随后两年的财务业绩。这些研究发现较好地支持了下述观点,即当遭遇意外重大不利冲击而面临现金流量短

缺时,企业事前储备的财务柔性能较好地缓解企业所受的融资约束,增强企业在不利冲击中把握投资机会的能力,并进而显著提升企业的财务业绩。

本文证据亦表明,企业储备内部资金的现金柔性和获取外源资金的负债融资柔性在金融危机冲击下均能有效地缓解企业所受融资约束程度,减轻金融危机对企业投资活动的冲击,这与 Campello 等(2011, 2010)关于金融危机中企业内部流动性(liquidity)和外部流动性具有替代性的发现相一致,也支持了曾爱民等(2011)关于金融危机中各类财务柔性企业具有更强的资金筹集和调用能力,能更好地为其投资支出提供所需资金的观点。

本文的研究具有重要的理论与现实意义。一方面,与 Harford 等(2003)和 Arslan 等(2013)发现财务柔性可以有效地缓解外部环境变化对企业投资冲击的证据相一致,本文研究表明财务柔性企业能更好地抵御金融危机的不利冲击,更有效地把握危机中的投资机会,并更好地提升企业未来期间的财务业绩。显然,这间接支持了 Gamba 和 Triantis(2008)关于财务柔性能增强企业价值的理论观点。另一方面,本文研究发现对企业财务管理实务亦具有重要实践指导意义。虽然本文是以偶发性的金融危机为冲击事件展开研究的,但在当今风云变幻的经济全球化时代,即便在非金融危机时期,企业经营环境(如劳动力市场、原材料市场、产品市场或者金融市场等)的不确定性正日益增强。复杂多样的不确定性既可能带给企业巨大的负面冲击,也可能带给企业有价值的投资机遇。因此,我国企业也必须把保持适度的财务柔性作为财务决策的一个重要考虑因素,以增强企业对无法预知的内外部环境变化和决策结果本身不确定性的反应和预防能力,才能更好地实现企业价值最大化的目标。

(作者单位:曾爱民,浙江工商大学财务与会计学院;张纯,上海财经大学会计与财务研究院;魏志华,厦门大学经济学院;责任编辑:尚增健)

注释

①美国的数据源自 Automated Access to Court Electronic Records 的统计数据;法国的数据源自信息机构 Altares 的统计数据;浙江省的数据源自浙江省工商局的统计数据。

②即企业的财务柔性决策需建立在对企业经营现金流量预测分析的基础上,经营现金流量不确定性越大的企业往往需要获取和保持更高的财务柔性,反之则反是。

③根据中共中央政策研究室的统计,2008年前后我国企

业从银行贷款间接融资比重约占 85%,而股票、债券等直接融资形式仅占 15%。

④虽然直到 2009 年年底全球经济才开始企稳回升,但由于我国政府在 2009~2010 年间实施 4 万亿元经济刺激计划,这必将会在很大程度上扭曲企业正常情况下在金融危机中的融、投资行为,所以从这个角度来看,本文仅研究经济刺激计划实施之前的时期,从而更为“真实”地反映企业的融、投资行为。

⑤之所以说企业财务业绩而不说企业市场业绩(企业价值提升状况),是由于以市场业绩评价企业投资行为对股票市场的有效性要求较高,加之金融危机时期企业市场业绩变动剧烈并受大小非减持等其他重大因素影响,难以对企业投资及时有效地做出反应,因此本研究仅以财务业绩作为企业投资行为增值性的间接判断指标。

⑥至于究竟是投资增幅更大还是减幅更小还须结合描述性统计数据进行分析,仅根据多元回归分析结果是难以准确判断的。

⑦虽然有关企业危机中投资支出的资金来源(融资)问题并不是本文研究主题所关切的问题,但从表 2 的描述性统计中亦可发现,与曾爱民等(2011)的已有研究发现相一致,危机前储备了高负债融资柔性的 DFF 企业能在危机时期具有更强的外源负债融资能力(积极举债和负债比率均显著增加);而危机前储备了高现金柔性的 CF 和 CDF 企业可以直接调用其现金储备为投资活动提供所需资金(现金比率显著下降)。

⑧由于财务柔性哑变量(DFF、CF 和 CDF)是根据企业危机前的财务柔性状况界定,并在整个样本期间内保持不变,因此若采用固定效应模型则财务柔性哑变量将被囊括在个体效应之中,而无法考察财务柔性企业与对照企业之间投资增量和投资支出的差异。

⑨但我们未报告的研究结果显示,随着金融危机持续时间延长,当分别采用 2007~2009 年和 2008~2009 年作为金融危机样本期间时,由于对照组企业投资支出持续大幅下降,财务柔性企业的投资逐渐赶上了对照组企业(财务柔性企业的投资支出后期亦呈下降趋势,但降幅相对更少)。

⑩我们未报告的按各类财务柔性企业与对照组企业分组回归分析的结果表明,各类对照企业的当期投资仅与上期投资显著相关,而与托宾 Q 并无显著相关关系,说明其投资支出更大意义上只是上期投资的延续,而不是对金融危机中投资机会(用托宾 Q 衡量)的及时把握,在一定程度上是一种“欲罢不能”。而各类财务柔性企业在危机时期的投资既与上期投资显著相关,也与托宾 Q 显著相关,说明财务柔性企业的当期投资不仅是上期投资的简单延续,更是对危机中投资机会的及时把握。

参考文献

- (1) Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. S., 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, Vol. 59, No.4, pp. 1777~1804.
- (2) Altı, A., 2003, "How Sensitive Is Investment to Cash Flow When Financing Is Frictionless?", *Journal of Finance*, Vol. 58, No.2, pp. 707~722.
- (3) Arslan, Ö., Florackis, C., Ozkan, A., 2013, "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from East Asian Firms", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Forthcoming.
- (4) Bancel, F., Mittoo, U. R., 2004, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", *Financial Management*, Vol. 33, No.4, pp. 103~132.
- (5) Bancel, F., Mittoo, U. R., 2011, "Financial Flexibility

and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol.7, No. 2, pp. 179~216.

(6) Brounen, D., de Jong, A., Koedijk, K., 2004, “Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice”, *Financial Management*, Vol.33, No.4, pp. 71~101.

(7) Byoun, S., 2011, “Financial Flexibility and Capital Structure Decision”, SSRN eLibrary.

(8) Campello, M. et al., 2011, “Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis”, *The Review of Financial Studies*, Vol.24, No. 6, pp. 1944~1979.

(9) Campello, M., Graham, J. R., Harvey, C. R., 2010, “The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No.3, pp. 470~487.

(10) Cummins, J. G., Hassett, K. A., Oliner, S., 2006, “Investment Behaviour, Observable Expectations and Internal Funds”, *American Economic Review*, Vol. 96, No.3, pp. 796~810.

(11) DeAngelo, H., DeAngelo, L., 2009, “Capital Structure, Payout Policy and Financial Flexibility”, University of Southern California, Working Paper.

(12) Dittmar, A., Maht-Smith, J., 2007, “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No.3, pp. 599~634.

(13) Doidge, C. et al., 2009, “Private Benefits of Control, Ownership and the Cross-Listing Decision”, *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 1, pp. 425~466.

(14) Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B. A., 2010, “Costly External Finance, Corporate Investment and the Subprime Mortgage Credit Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No.3, pp. 418~435.

(15) FASB, 2008, “Preliminary Views on Financial Statement Presentation”, Discussion Paper.

(16) Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1, pp. 141~195.

(17) Gamba, A., Triantis, A., 2008, “The Value of Financial Flexibility”, *Journal of Finance*, Vol.63, No.5, pp. 2263~2296.

(18) Gilchrist, S., Himmelberg, C. P., 1995, “Evidence on the Role of Cash Flow for Investment”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.36, No.3, pp.541~572.

(19) Graham, J. R., Harvey, C. R., 2001, “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No.2~3, pp. 187~243.

(20) Harford, J., 1999, “Corporate Cash Reserves and Acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol.54, No.6, pp. 1969~1997.

(21) Harford, J., Mansi, S. A., Maxwell, W. F., 2008, “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the Us”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No.3, pp. 535~555.

(22) Harford, J., Mikkelsen, W., Partch, M. M., 2003, “The Effect of Cash Reserves on Corporate Investment and Performance in Industry Downturns”, University of Washington, Working Paper.

(23) Hubbard, R. G., Kashyap, A. K., Whited, T. M., 1995, “Internal Finance and Firm Investment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.27, pp. 683~701.

(24) Kaplan, S. N., Zingales, L., 1997, “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, No.1, pp. 169~215.

(25) Lie, E., 2005, “Financial Flexibility, Performance and the Corporate Payout Choice”, *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, pp. 1~23.

(26) Marchica, M.-T., Mura, R., 2010, “Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity”, *Financial Management*, Vol.39, No.4, pp. 1339~1365.

(27) Minton, B. A., Wruck, K. H., 2001, “Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms”, SSRN eLibrary.

(28) Mitton, T., 2002, “A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, No.64, pp. 215~241.

(29) Modigliani, F., Miller, M. H., 1963, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review*, Vol.53, No.3, pp. 433~443.

(30) Myers, S. C., Majluf, N. S., 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No.2, pp. 187~221.

(31) Oded, J., 2012, “Payout Policy, Financial Flexibility and Agency Costs of Free Cash Flow”, SSRN eLibrary.

(32) Pinegar, J. M., Wilbricht, L., 1989, “What Managers Think of Capital Structure—Theory – a Survey”, *Financial Management*, Vol.18, No.4, pp. 82~91.

(33) Pinkowitz, L., Stulz, R. M., Williamson, R., 2006, “Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?”, *Journal of Finance*, Vol.61, pp. 2725~2751.

(34) Soenen, L., 2003, “Cash Holdings: A Mixed Blessing?”, *AFP Exchange*, Vol.23, No.5, pp. 54~57.

(35) Vogt, S., C., 1994, “The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms”, *Financial Management*, Vol.23, No.2, pp. 3~20.

(36) 连玉君、程建：《投资—现金流敏感性：融资约束还是代理成本》，《财经研究》，2007年第2期。

(37) 连玉君、苏治、丁志国：《现金—现金流敏感性能检验融资约束假说吗？》，《统计研究》，2008年第10期。

(38) 马春爱：《企业财务弹性指数的构建及实证分析》，《系统工程》，2010年第10期。

(39) 曾爱民：《财务柔性与企业投融资行为研究》，厦门大学博士论文，2010年。

(40) 曾爱民、傅元略、魏志华：《金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据》，《金融研究》，2011年第10期。

(41) 曾爱民、魏志华：《融资约束、财务柔性和企业投资—现金流敏感性——理论分析及来自中国上市公司的经验证据》，上海财经大学工作论文，2013年。

(42) 赵蒲、孙爱英：《财务保守行为：基于中国上市公司的实证研究》，《管理世界》，2004年第11期。

(43) 中国社会科学院工业经济研究所：《国际金融危机冲击下中国工业的反应》，《中国工业经济》，2009年第4期。