

宏观经济不确定性、 融资环境预期与企业杠杆*

顾 研 周强龙

【摘 要】宏观经济不确定性影响企业的融资环境预期,进而影响企业的杠杆决策。本文以 2001-2014 年我国 A 股上市公司为样本进行了实证研究,发现宏观经济的不确定性越大,企业对未来融资环境预期越差,企业的财务柔性价值越高,而财务柔性价值更高的企业会选择更低的(净)财务杠杆。此外,融资约束严重的企业对宏观经济不确定性的反应更强,但其降杠杆程度却低于融资约束较轻的企业;代理成本较高的企业对宏观经济不确定性的反应更弱,但其降杠杆程度却高于代理成本较低的企业。

关键词:宏观经济不确定性 融资环境预期 杠杆调整 财务柔性价值

JEL 分类号:E51 G32 G38

一、引 言

2008 年金融危机爆发以来,全球经济表现疲软,生产成本上升、投资回报率降低以及出口增速减缓,使我国经济在经历 30 多年高速增长后呈现出新常态,经济增速从高速转为中高速增长,产业结构面临优化升级,增长动力从要素投资驱动转向创新驱动。新常态下,我国宏观调控目标从总量增长转为结构性调整,微观企业对宏观经济的预期出现分化,如何应对宏观经济的不确定性成为企业决策的关键问题(刘海明和曹延求,2015)。

对宏观经济不确定性的研究,已有文献主要基于金融机构与企业间的信息不对称展开。当宏观经济不确定性增加时,企业未来投资收益的不确定性也相应增加,这加大了金融机构经理人评估项目收益和风险的难度。出于经理人的风险厌恶偏好,金融机构对企业的贷款决策将变得保守(Baum et al.,2009;邱兆祥和刘远亮,2010),企业能获得的信贷资金明显减少(刘海明和曹延求,2015),进而造成企业投资的规模和效率显著降低(Beaudy et al.,2001;王义中和宋敏,2014)。

然而,面对宏观经济不确定性的冲击,企业并不只是被动的接受者。事实上,如果预期到宏观经济环境的可能变化,企业会主动调整其经营和财务决策。一个有力的证据是,Bates et al.(2009)发现,美国工业企业从 1980-2006 年间平均的现金资产比率提高了 1 倍,以至于在样本期结束时平均意义上企业能以现金偿还所有负债。其原因是企业发现面临的现金流风险变得更高,而增持现金能提高企业规避风险的能力。

自 MM 定理提出后,企业如何在有摩擦的现实环境中制定财务政策,一直是公司金融领域关注的重要问题。近年来,Graham and Harvey(2001)、Bancel and Mittoo(2004)和 Brounen et al.(2006)

* 顾研,复旦大学经济学院博士后研究人员,经济学博士;周强龙,中国金融期货交易所研发部,经济学博士,复旦大学管理学院博士后研究人员。本文受到国家自然科学基金青年基金项目(71403238)、中国博士后科学基金面上资助项目(2017M610220)的资助,特此感谢,当然文责自负。

通过对众多企业的 CEO、CFO 调查发现,储备适当的未来融资能力(财务柔性)能提高企业应对外部风险的能力,及时把握潜在的投资机会,从而有利于企业的长期健康发展。

宏观经济的不确定性可能影响企业对未来融资环境的预期,促使企业主动调整其财务决策。但是,已有文献却鲜见对这一问题的讨论。因此,本文在 Gamba and Triantis(2008)、Rapp et al.(2014)等基础上,以财务柔性价值作为企业对未来融资环境预期的代理变量,详细考察宏观经济不确定性对企业融资环境预期的影响,以及预期变化如何影响企业的杠杆决策。本文可能的贡献主要有两点:

(1)宏观经济不确定性不仅会增加金融机构与企业间信息不对称程度,使企业从金融机构获得的贷款减少,还可能直接影响企业的融资环境预期,进而影响企业的财务(杠杆)决策。对此,本文以我国 A 股上市公司数据首次实证检验了宏观经济不确定性的企业预期机制,拓展了宏观经济不确定性对微观企业决策影响的研究。

(2)在此基础上,本文进一步探讨了融资约束和代理成本的影响。我们发现:融资约束严重的企业对宏观经济不确定性的反应更强,但其降杠杆程度却低于融资约束较轻的企业;代理成本高的企业对宏观经济不确定性的反应更弱,但其降杠杆程度却高于代理成本低的企业。该结果说明,在当前企业普遍面临去杠杆压力的背景下,宏观经济政策要考虑不同企业的差异,企业降杠杆的效率至关重要。

余文结构如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分为实证结果及分析;第五部分是进一步研究与稳健性检验;最后是结论,总结全文。

二、理论分析与研究假设

企业进行财务筹划时,如何预测未来宏观经济环境变化非常重要。相比经济上行的正向作用,经济下行对企业的负面冲击可能更为严重。这是因为,现代企业通过负债、股权等外部融资的占比往往很高,宏观经济负面冲击导致企业外部融资的代理成本提高。面对外部融资的减少,企业被迫削减投资支出,进而导致产出下降(Bernanke and Gertler,1989;Shi,2011)。

由于宏观经济冲击对企业的非对称性影响,当宏观经济的不确定性增加时,企业对未来宏观环境难以预测,此时,潜在的负面冲击成为企业财务决策关注的重点。由于现实金融市场的种种摩擦,企业在日常经营中一般会储备部分现金(Opler et al.,1999),甚至削减当前负债比例留待将来融资时使用(Marchica and Mura,2010)。企业储备的潜在融资能力通常被称为财务柔性(Graham and Harvey,2001),企业对未来融资环境的预期直接反映在其对财务柔性需求的变化。

储备充足的财务柔性可以提高企业应对风险的能力,这对于企业能否平稳度过金融危机尤为重要。Arslan et al.(2014)以 1068 家东亚企业为样本研究发现,1997 年亚洲金融危机前保持充足财务柔性的企业能更好地把握危机中的投资机会,其业绩表现也更好。曾爱民(2011,2013)以我国上市公司为样本研究发现,2008 年全球金融危机前保持充足财务柔性的企业,危机中能更有效调用储备资金以及增加负债融资,并通过更积极的投资策略显著提高了企业未来的经营绩效。

不过,企业保持财务柔性要承担额外的成本,将现有部分融资能力储存起来供将来使用,这意味着企业需要削减当前部分投资和生产性支出,它很可能影响企业当前的绩效。只有当储备财务柔性的潜在价值超过相关资源当前使用的价值,企业才有动机提高财务柔性储备。因此,企业保持怎样的财务柔性水平,取决于其对财务柔性边际价值的判断。当宏观经济不确定性增加时,企业对未来融资环境的预期变差,这使企业有动机提高当前财务柔性储备,反映为企业财务柔性价值提高。鉴于此,我们提出本文的假设 1:

H1:宏观经济不确定性的程度越高,企业的财务柔性价值越高,反之亦然。

经典的MM定理指出,基于理想资本市场无摩擦的假设,选择不同的资本结构水平不影响企业价值(Modigliani and Miller,1958)。但是,企业在现实中往往面临资本税负、融资约束、破产成本等金融摩擦因素,这使企业需要仔细权衡债务融资的利弊,并据此确定最优资本结构水平(黄继承等,2014)。对外部融资依赖度的不断上升,使得资本结构已经成为现代企业财务决策的主要问题之一。

为解释企业的资本结构决策,前期文献提出了诸如权衡定理、代理理论、优序融资理论等一系列理论,但这些理论的预期与现实之间存在着不小的差距(Daniel et al.,2010;Byoun,2011)。对此,DeAngelo and DeAngelo(2007)指出,对财务柔性问题的忽视可能是这种差距产生的主要原因。现实中企业出于保持财务柔性的需要,其对资本结构的选择会更加保守(Fama and French,2001)。

从已有文献来看,Killi et al.(2011)和Rapp et al.(2014)基于美国企业数据的研究发现,更高财务柔性价值的企业往往具有更低的资本结构水平。与西方发达国家相比,我国的金融市场体系还很不完善,企业获得外部融资的渠道较少且难度更大,保持财务柔性对我国企业的持续健康经营有更重要的价值(顾研,2016)。这也意味着对于我国企业来说,财务柔性价值对企业财务决策的影响可能更为显著。因此,当宏观经济不确定性上升使得企业对未来融资环境的预期变差,具体反映为企业的财务柔性价值升高时,企业的财务决策会倾向降低财务杠杆比例。考虑到现金对企业持续经营的保障能力最好,财务柔性价值对企业净负债的影响可能会更显著。鉴于此,我们提出本文的假设2:

H2:企业的财务柔性价值越高,其财务杠杆(净杠杆)比例越低,反之亦然。

三、研究设计

(一)样本数据

本文选取2001-2014年我国A股上市公司为样本,依据研究惯例剔除金融行业、被特别处理(ST,PT)企业、同时发行B或H股企业、资产负债率大于1、主营业务收入为负以及数据缺失的企业样本。宏观经济数据来自国家统计局数据库和中国人民银行网站,企业层面数据来自CSMAR数据库。为排除极端值影响,本文对企业层面的连续变量在1%和99%水平上做Winsor缩尾处理。

(二)主要变量测度

1.宏观经济不确定性

对于宏观经济不确定性的测度,早期文献主要使用宏观经济变量的标准差作为替代指标(Driver and Moreton,1991)。但是,近期文献认为,条件方差由于包含了相应的历史信息,其测度结果可能比无条件方差更理想(Baum et al.,2006;Talavera et al.,2012;王义中和宋敏,2014)。因此,遵从既有相关文献的研究,本文采用GARCH(1,1)模型计算宏观经济变量的条件方差,以此度量宏观经济不确定性。模型具体如下:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \sum_{i=1}^n y_{t-i} + e_t \quad (1)$$

$$\sigma_t^2 = \omega_0 + \omega_1 e_{t-1}^2 + \omega_2 \sigma_{t-1}^2 \quad (2)$$

其中, y_t 是宏观经济变量的对数一阶差分, e_t 是误差项, σ_t^2 是通过GARCH(1,1)模型估计得到误差项的条件方差。对得到的月度或季度条件方差,本文用取平均值的方式得到年度条件方差(Yoon and Ratti,2011;Kang et al.,2013)。对于具体宏观经济变量的选择,参考Baum et al.(2006)、Talavera et al.(2012)、Kang et al.(2013)以及王义中和宋敏(2014)等研究,本文选择GDP(季度)、

CPI(月度)、M2(月度)和利率^①(月度)分别计算,所得宏观经济不确定性指标依此记为 Vol_GDP 、 Vol_CPI 、 Vol_M2 和 Vol_Int 。本文的实证研究基于这 4 个指标同时进行,从而提高实证结果的稳健性。

2. 财务柔性价值

根据 Gamba and Triantis (2008) 的理论模型,企业的盈利能力、成长潜力、现金持有成本、外部融资环境和资产可逆性等特征会影响企业增持超额现金的价值,后者体现企业的财务柔性价值。因此,借鉴 Killi et al. (2011)、Rapp et al. (2014) 等研究,我们构建如下模型测度企业的财务柔性价值:

$$\begin{aligned} Return_Ab_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_Ab_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 \Delta Earning_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 PV_{i,t} \\ & + \beta_6 Tang_{i,t} + \beta_7 \Delta Cash_Ab_{i,t} \times Growth_{i,t} + \beta_8 \Delta Cash_Ab_{i,t} \times \Delta Earning_{i,t} \\ & + \beta_9 \Delta Cash_Ab_{i,t} \times OCF_{i,t} + \beta_{10} \Delta Cash_Ab_{i,t} \times PV_{i,t} + \beta_{11} \Delta Cash_Ab_{i,t} \times Tang_{i,t} \\ & + \beta_{12} \Delta NA_{i,t} + \beta_{13} \Delta RD_{i,t} + \beta_{14} \Delta Intexp_{i,t} + \beta_{15} \Delta Div_{i,t} + \beta_{16} Cash_{i,t} \\ & + \beta_{17} Lev_{i,t} + \beta_{18} NF_{i,t} + \beta_{19} Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

其中, $Return_Ab$ 为企业的年化超额收益率,基于 Fama and French (1993) 三因子模型算出的月度超额回报率加总得到。 $\Delta Cash_Ab$ 为超额现金变动,由实际现金变动减去预期现金变动得到,其中预期现金变动通过回归现金变动与托宾 Q、支付股利后利润和企业规模得到 (Almeida et al., 2004)。

我们用利润增长 ($Growth$)、销售额增长 ($\Delta Earning$)、经营性现金流 (OCF)、股价波动标准差 (PV) 和有形资产占比 ($Tang$) 分别表示企业的盈利能力、成长潜力、现金持有成本、外部融资环境和资产可逆性,通过它们与超额现金变动交互得到其对财务柔性价值的边际影响。具体的变量 (包括控制变量) 定义见附表 1。

将盈利能力等因素与超额现金变动的交互部分,以及超额现金变动本身的回归系数加总,我们得到企业的财务柔性价值 ($VOFF$),具体公式如下:

$$VOFF_{i,t} = \beta_1 + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 \Delta Earning_{i,t} + \beta_9 OCF_{i,t} + \beta_{10} PV_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} \quad (4)$$

$VOFF$ 数值越高,表示企业的财务柔性价值越高,反之亦然。

(三) 模型设定

为检验本文提出的假设 1,我们构建如下模型:

$$VOFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Vol_t + \sum \beta_k X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,被解释变量为企业的财务柔性价值 $VOFF$ 。解释变量为宏观经济不确定性 Vol ,包括基于 GDP、CPI、M2 和利率数据得到的 4 个指标: Vol_GDP 、 Vol_CPI 、 Vol_M2 和 Vol_Int 。控制变量 X 包括融资约束 (FC)、企业规模 ($Size$)、盈利能力 (ROA)、成长性 ($Growth$)、有形资产占比 ($Tang$) 和杠杆比率 (Lev)。其中,融资约束采用 SA 指数进行度量,其数值越高表示融资约束程度越严重 (鞠晓生等, 2013)。

考虑到可能存在的内生性问题,回归控制变量均采用滞后一期数据 (王义中等, 2015)。根据本文假设 1 的预期,模型 (5) 的宏观经济不确定性 (Vol) 系数 β_1 显著为正。

接着,我们检验本文提出的假设 2,具体采用如下模型:

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VOFF_{i,t-1} + \sum \beta_k X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$NetLev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VOFF_{i,t-1} + \sum \beta_k X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,被解释变量为企业的总杠杆 (Lev) 和净杠杆 ($NetLev$),这里我们同时采用账面杠杆率和市值杠杆率进行度量;解释变量为期初财务柔性价值 $VOFF$,借鉴王义中等 (2015) 的做法,我们还将模

^① 由于 SHIBOR 数据 2006 年 10 月以后才正式发布,因此本文使用我国银行间同业拆借利率进行计算。

型(5)估计出的财务柔性价值拟合值作为解释变量进行回归^①;控制变量 X 包括融资约束 (FC)、企业规模 ($Size$)、盈利能力 (ROA)、成长性 ($Growth$)、有形资产占比 ($Tang$) 和行业杠杆比率 ($IndLev$)。

与模型(5)类似,这里的控制变量也采用滞后一期数据。根据本文假设 2 的预期,模型(6)和(7)的财务柔性价值 ($VOFF$) 系数 β_1 显著为正。

(四) 主要变量描述统计

表 1 描述了本文主要变量的描述统计结果。可以看到,财务柔性价值的均值为 0.1167,并且超过 75% 的样本的财务柔性价值为正,表明我国上市公司对财务柔性普遍存在正的需求。账面总杠杆和账面净杠杆的均值分别为 0.4494 和 0.2250,市值总杠杆和市值净杠杆的均值分别为 0.2661 和 0.1568。与欧美发达国家相比,我国上市公司的市值杠杆率明显低于账面杠杆率,一定程度上是因为我国资本市场的企业估值普遍较高。宏观经济不确定性指标中,利率条件方差的数值最大,均值为 0.0477;其次是 GDP 条件方差,均值为 0.0124;而 CPI 和 M2 的条件方差数值很小,均值仅为 $4.4e^{-5}$ 和 $3.2e^{-4}$,这一结果与 Talavera et al.(2012) 基本一致。

表 1 主要变量描述统计

| Variable | Mean | SD | 1stQuantile | Median | 3rdQuantile |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| $VOFF$ | 0.1167 | 0.1984 | 0.0009 | 0.0838 | 0.1939 |
| $bLev$ | 0.4494 | 0.2073 | 0.2908 | 0.4561 | 0.6104 |
| $mLev$ | 0.2661 | 0.1908 | 0.1090 | 0.2232 | 0.3923 |
| $bNetLev$ | 0.2250 | 0.3591 | 0.0348 | 0.2840 | 0.4808 |
| $mNetLev$ | 0.1568 | 0.2235 | 0.0129 | 0.1328 | 0.2996 |
| Vol_GDP | 0.0124 | 0.0019 | 0.0109 | 0.0119 | 0.0128 |
| Vol_CPI | $4.4e^{-5}$ | $5.8e^{-6}$ | $4.0e^{-5}$ | $4.4e^{-5}$ | $4.8e^{-5}$ |
| Vol_M2 | $3.2e^{-4}$ | $4.2e^{-5}$ | $3.1e^{-4}$ | $3.1e^{-4}$ | $3.3e^{-4}$ |
| Vol_Int | 0.0477 | 0.0288 | 0.0086 | 0.0550 | 0.0968 |
| FC | 3.7853 | 1.2450 | 2.9619 | 3.6090 | 4.4098 |
| $Size$ | 21.520 | 1.1266 | 20.744 | 21.382 | 22.145 |
| ROA | 0.0369 | 0.0537 | 0.0136 | 0.0356 | 0.0627 |
| $Growth$ | 0.1417 | 0.3298 | -0.0054 | 0.1285 | 0.2711 |
| $Tang$ | 0.2561 | 0.1756 | 0.1191 | 0.2242 | 0.3655 |
| $Indlev$ | 0.4513 | 0.1042 | 0.3819 | 0.4356 | 0.5134 |

四、实证结果及分析

(一) 宏观经济不确定性与融资环境预期

为检验宏观经济不确定性对企业融资环境预期的影响,表 2 描述了模型(5)的回归结果。从中可以看到,各宏观经济不确定性变量 (Vol_GDP 、 Vol_CPI 、 Vol_M2 和 Vol_Int) 的回归系数均为正,

^① 这一做法类似于两阶段最小二乘估计:考虑到宏观经济不确定性的外生性和企业财务柔性价值的内生性,将模型(5)作为两阶段最小二乘估计的第一阶段,模型(6)和(7)作为第二阶段。

且都在1%水平上显著。也就是说,当宏观经济不确定性的程度增大时,企业对未来融资环境的预期变差,具体表现为财务柔性价值显著提高,这与假设1的预期完全一致。控制变量中,融资约束 *FC*、经营绩效 *ROA*、成长能力 *Growth* 和有形资产占比 *Tang* 的回归系数基本显著为正,而企业规模 *Size* 的回归系数基本显著为负,表明规模小、盈利强、高成长、有形资产占比高以及面临融资约束的企业财务柔性价值更高,这与 Kill et al.(2011)、Rapp et al.(2014)的结论一致。

财务柔性价值体现企业对保持财务柔性的价值评判。通常来说,企业的真实财务柔性水平与其对财务柔性需求的差距越大,其财务柔性的价值越高。然而,企业因缺乏财务柔性而承担的风险成本却呈现非线性增长。这意味着,对于较缺乏财务柔性的企业,其对宏观经济不确定性的反应可能更为敏感。对此,我们以上年财务柔性价值的行业中位数为分界点,将样本划分为低价值不敏感组和高价值敏感组,分别检验宏观经济不确定性的影响。

表2 宏观经济不确定性对财务柔性价值的影响

| | (1) <i>VOFF</i> | (2) <i>VOFF</i> | (3) <i>VOFF</i> | (4) <i>VOFF</i> |
|---------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| <i>Vol_GDP</i> | 26.373 *** (0.917) | | | |
| <i>Vol_CPI</i> | | 3680.2 *** (233.1) | | |
| <i>Vol_M2</i> | | | 566.52 *** (35.06) | |
| <i>Vol_Int</i> | | | | 1.8005 *** (0.072) |
| <i>FC</i> | 0.1442 *** (0.016) | 0.0219 (0.017) | 0.1203 *** (0.016) | 0.2997 *** (0.021) |
| <i>Size</i> | -0.1122 *** (0.015) | 0.0078 (0.017) | -0.1042 *** (0.016) | -0.3102 *** (0.020) |
| <i>ROA</i> | 1.5687 *** (0.042) | 1.6229 *** (0.045) | 1.6713 *** (0.046) | 1.5733 *** (0.043) |
| <i>Growth</i> | 0.0174 *** (0.004) | 0.0143 *** (0.004) | 0.0155 *** (0.005) | 0.0105 ** (0.005) |
| <i>Tang</i> | 0.1537 *** (0.018) | 0.1634 *** (0.019) | 0.1741 *** (0.019) | 0.1823 *** (0.019) |
| <i>Lev</i> | -0.0452 ** (0.018) | 0.0117 (0.019) | 0.0230 (0.019) | -0.0125 (0.019) |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.2729 | 0.1870 | 0.1874 | 0.2305 |
| <i>Observations</i> | 15385 | 15385 | 15385 | 15385 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表 3 报告了宏观经济不确定性对两组样本的财务柔性价值的影响。从中可以看到,无论是对财务柔性价值变化敏感样本还是不敏感样本,GDP、CPI、M2 以及利率条件方差的回归系数均显著为正。也就是说,对于两类样本,宏观经济不确定性的增加都会使企业的财务柔性价值提高。

但是,比较 A 栏和 B 栏对应各列的回归系数,可以看到,低价值不敏感样本组的回归系数明显小于高价值敏感样本组的回归系数,显著性水平上前者也明显低于后者。这说明宏观经济不确定性对企业财务柔性价值的影响在高价值敏感组样本中更显著,即宏观经济不确定性对企业财务柔性价值的影响存在非对称效应。

表 3 宏观经济不确定性对财务柔性价值的非对称影响

| <i>Panel. A</i> 低价值不敏感样本组 | | | | |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> |
| <i>Vol_GDP</i> | 18.408 *** (0.844) | | | |
| <i>Vol_CPI</i> | | 2969.0 *** (285.5) | | |
| <i>Vol_M2</i> | | | 190.97 *** (40.35) | |
| <i>Vol_Int</i> | | | | 1.1669 *** (0.075) |
| <i>OtherVariables</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.2345 | 0.1696 | 0.1566 | 0.1952 |
| <i>Observations</i> | 7671 | 7671 | 7671 | 7671 |
| <i>Panel. B</i> 高价值敏感样本组 | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> |
| <i>Vol_GDP</i> | 30.826 *** (1.331) | | | |
| <i>Vol_CPI</i> | | 3118.4 *** (378.1) | | |
| <i>Vol_M2</i> | | | 735.95 *** (58.02) | |
| <i>Vol_Int</i> | | | | 2.0767 *** (0.110) |
| <i>OtherVariables</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.3316 | 0.2270 | 0.2370 | 0.2717 |
| <i>Observations</i> | 7714 | 7714 | 7714 | 7714 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著,*表示 10% 水平显著。

(二) 融资环境预期与企业杠杆决策

企业的融资环境预期直接反映在其财务柔性价值上,后者则进一步影响企业的杠杆决策。对此,表4报告了财务柔性价值对企业总杠杆的回归结果。可以看到,财务柔性价值(*VOFF*)对企业的账面总杠杆(*bLev*)和市值总杠杆(*mLev*)回归系数均为负,且在1%水平上显著。基于模型(5)得到的各财务柔性价值拟合变量(*VOFFpre1*、*VOFFpre2*、*VOFFpre3*和*VOFFpre4*)对账面总杠杆和市值总杠杆的回归系数也显著为负。由此可见,随着财务柔性价值的提高,企业会降低负债比例。

表4 财务柔性价值对企业总杠杆的影响

| Panel. A 被解释变量为账面总杠杆(<i>bLev</i>) | | | | | |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>VOFF</i> | -0.0785*** (0.007) | | | | |
| <i>VOFFpre1</i> | | -0.2504*** (0.018) | | | |
| <i>VOFFpre2</i> | | | -0.2168*** (0.018) | | |
| <i>VOFFpre3</i> | | | | -0.1975*** (0.017) | |
| <i>VOFFpre4</i> | | | | | -0.2013*** (0.017) |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R-squared</i> | 0.2951 | 0.2005 | 0.1945 | 0.1920 | 0.1928 |
| <i>Observations</i> | 15284 | 13377 | 13377 | 13377 | 13377 |
| Panel. B 被解释变量为市值总杠杆(<i>mLev</i>) | | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>VOFF</i> | -0.0695*** (0.006) | | | | |
| <i>VOFFpre1</i> | | -0.1775*** (0.014) | | | |
| <i>VOFFpre2</i> | | | -0.1620*** (0.014) | | |
| <i>VOFFpre3</i> | | | | -0.1528*** (0.013) | |
| <i>VOFFpre4</i> | | | | | -0.1540*** (0.013) |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R-squared</i> | 0.4901 | 0.5105 | 0.5091 | 0.5086 | 0.5087 |
| <i>Observations</i> | 15289 | 13377 | 13377 | 13377 | 13377 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表 5 进一步报告了财务柔性价值对企业净杠杆的回归结果。可以看到,财务柔性价值 (VOFF) 对企业账面净杠杆 (*bLev*) 和市值净杠杆 (*mLev*) 回归系数也都为负,且在 1% 水平上显著。并且基于模型 (5) 得到的各财务柔性价值拟合变量对账面净杠杆和市值净杠杆的回归系数也显著为负。因此,随着财务柔性价值的提高,企业不仅降低了总杠杆比率,其净杠杆比率也显著减少。

表 5 财务柔性价值对企业净杠杆的影响

| Panel. A 被解释变量为账面净杠杆 (<i>bNetLev</i>) | | | | | |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| VOFF | -0.0972 *** (0.015) | | | | |
| VOFFpre1 | | -0.3272 *** (0.032) | | | |
| VOFFpre2 | | | -0.2974 *** (0.032) | | |
| VOFFpre3 | | | | -0.2720 *** (0.031) | |
| VOFFpre4 | | | | | -0.2760 *** (0.031) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R-squared | 0.2523 | 0.2662 | 0.2641 | 0.2627 | 0.2631 |
| Observations | 15285 | 13373 | 13373 | 13373 | 13373 |
| Panel. B 被解释变量为市值净杠杆 (<i>mNetLev</i>) | | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| VOFF | -0.0734 *** (0.009) | | | | |
| VOFFpre1 | | -0.2032 *** (0.018) | | | |
| VOFFpre2 | | | -0.1882 *** (0.018) | | |
| VOFFpre3 | | | | -0.1745 *** (0.017) | |
| VOFFpre4 | | | | | -0.1765 *** (0.017) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R-squared | 0.3713 | 0.3846 | 0.3834 | 0.3827 | 0.3829 |
| Observations | 15285 | 13373 | 13373 | 13373 | 13373 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著,*表示 10% 水平显著。

财务柔性价值对企业杠杆回归的结果说明,对融资环境预期的变差将导致企业降低其实际负债比率。更低的负债比率提高了企业短期内动员资金的能力,从而降低了潜在外部冲击对企业的负面影响。因此,企业根据其对融资环境的预期,及时调整相应的财务决策,以利于自身经营的健康稳健。

五、进一步研究及稳健性检验

(一) 融资约束的影响

已有文献表明,融资约束是影响企业杠杆率的重要因素之一(于蔚等,2012;常亮和连玉君,2013;潜力和胡援成,2015)。这里我们进一步考察对于面临融资约束程度不同的企业,宏观经济不确定性对其融资环境预期以及杠杆率的影响。表6报告了宏观经济不确定性对不同融资约束企业财务柔性价值的影响。可以看到,宏观经济不确定性与融资约束交互项的系数基本显著为正,说明企业面临的融资约束越严重,宏观经济不确定性对其财务柔性价值的正向影响越显著。

表6 宏观经济不确定性对财务柔性价值的影响(考虑融资约束)

| | (1) <i>VOFF</i> | (2) <i>VOFF</i> | (3) <i>VOFF</i> | (4) <i>VOFF</i> |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
| <i>Vol_GDP * FC</i> | 7.3947*** (0.801) | | | |
| <i>Vol_CPI * FC</i> | | 1291.4*** (189.2) | | |
| <i>Vol_M2 * FC</i> | | | 183.40*** (28.99) | |
| <i>Vol_Int * FC</i> | | | | 0.0347 (0.051) |
| <i>OtherVariables</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.2843 | 0.1902 | 0.1896 | 0.2305 |
| <i>Observations</i> | 15385 | 15385 | 15385 | 15385 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表7报告了财务柔性价值对不同融资约束企业杠杆率的影响。可以看到,财务柔性价值与融资约束交互项的系数基本显著为正,说明对于融资约束越严重的企业,财务柔性价值对企业杠杆率的负向作用越弱。

综合表6和7的实证结果,我们发现企业面临的融资约束越严重,其对宏观经济不确定性越敏感,具体体现为财务柔性价值的变化更显著;但是,对于同样程度的财务柔性价值提高,有融资约束企业降杠杆的幅度却显著低于无融资约束企业。这可能是因为,有融资约束企业本身获得资金的难度更大。一方面,这使得企业对宏观经济的不确定性更为敏感;另一方面,融资能力的欠缺使其通过偿还债务或发行股权等方式降杠杆的难度更大。因此,在面临复杂难测的宏观经济环境时,有

融资约束企业尽管主观上有更强烈的降杠杆动机,但客观条件的限制使其往往难以实现降杠杆的战略目标。

表 7 财务柔性价值对企业杠杆的影响(考虑融资约束)

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | <i>bLev</i> | <i>mLev</i> | <i>bNetLev</i> | <i>mNetLev</i> |
| <i>VOFF * FC</i> | 0.0171 *** (0.005) | 0.0131 *** (0.004) | 0.0280 ** (0.011) | 0.0099 (0.006) |
| <i>VOFF</i> | -0.1471 *** (0.022) | -0.1222 *** (0.017) | -0.2098 *** (0.046) | -0.1133 *** (0.026) |
| <i>OtherVariables</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.1943 | 0.4907 | 0.2535 | 0.3715 |
| <i>Observations</i> | 15289 | 15289 | 15285 | 15285 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著,*表示 10% 水平显著。

(二)代理成本的影响

股东与管理层之间的委托代理问题也是影响企业财务决策的一个重要因素(张兆国等,2008;肖泽忠和邹宏,2008;李云鹤,2014),这里我们以管理费用率作为代理变量考察代理成本的影响(李云鹤,2014)。表 8 报告了宏观经济不确定性对不同代理成本企业财务柔性价值的影响。可以看到,宏观经济不确定性与代理成本交互项的回归系数基本显著为负,说明企业的代理成本越高,对于宏观经济不确定性越不敏感。

表 8 宏观经济不确定性对财务柔性价值的影响(考虑代理成本)

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------------|------------------------|-------------------|--------------------|------------------------|
| | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> | <i>VOFF</i> |
| <i>Vol_GDP * Cost</i> | -43.583 *** (8.818) | | | |
| <i>Vol_CPI * Cost</i> | | -3201.5 (2388) | | |
| <i>Vol_M2 * Cost</i> | | | -458.15 (414.5) | |
| <i>Vol_Int * Cost</i> | | | | -2.8123 *** (0.559) |
| <i>OtherVariables</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>FirmFE</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>R-squared</i> | 0.2753 | 0.1887 | 0.1888 | 0.2333 |
| <i>Observations</i> | 15378 | 15378 | 15378 | 15378 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著,*表示 10% 水平显著。

表9进一步报告了财务柔性价值对不同代理成本企业杠杆率的影响。可以看到,财务柔性价值与代理成本交互项的回归系数显著为负,说明对于代理成本越高的企业,财务柔性价值对企业杠杆率的负向作用越显著。

综合表8和9的实证结果,我们发现企业的代理问题越严重,其对宏观经济不确定性越不敏感;但是,对于同样程度的财务柔性价值,代理问题越严重的企业降杠杆的幅度越大。对于前者,企业的代理问题越严重,管理层对外部风险的敏感程度越差,从而导致对于宏观经济不确定性的上升,企业对融资环境预期的调整较慢;对于后者,代理问题越严重的企业在面临同样预期时,其降杠杆的幅度反而更大,这可能是由于提供债务融资的债权人对债务公司管理层的监督更为严格(Leung and Yong, 2002; 肖泽忠和邹宏, 2008),而具有更少约束条件的股权融资方式更符合我国上市公司管理层的利益偏好(Gao, 2000)。因此,代理问题严重的企业尽管对复杂宏观环境的变化较不敏感,但出于管理层自身的利益需要,这类企业对降杠杆反而更加积极。

表9 财务柔性价值对企业杠杆的影响(考虑代理成本)

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | <i>bLev</i> | <i>mLev</i> | <i>bNetLev</i> | <i>mNetLev</i> |
| <i>VOFF * Cost</i> | -0.1598 *** (0.062) | -0.0990 ** (0.040) | -0.3097 *** (0.105) | -0.1820 *** (0.059) |
| <i>VOFF</i> | -0.0627 *** (0.010) | -0.0611 *** (0.007) | -0.0646 *** (0.020) | -0.0551 *** (0.012) |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R-squared</i> | 0.1962 | 0.4950 | 0.2531 | 0.3724 |
| <i>Observations</i> | 15282 | 15282 | 15278 | 15278 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

(三)稳健性检验

对本文的实证结果,我们进行了如下稳健性检验:

1. 行政垄断抑制产业内竞争,导致行业内资源配置效率低下(于良春和张伟, 2010)。参考李增福等(2012)的研究,我们剔除电力(D)、电信(G)、石油(C4)和铁路(F)等存在严重行政垄断的行业样本,重新进行实证检验(见表10),研究结论保持不变。

2. 对于宏观经济不确定性指标,本文同时采用了4种定义以保证结果的稳健性。这里我们进一步基于样本中位数构建财务柔性价值(*VOFF*)的虚拟变量,并重新对实证部分进行检验(见表11),其中对模型(5)采用面板Logit方法回归,研究结论保持不变。

3. 企业调整未来杠杆的预期可能影响其当前的财务柔性价值,考虑到这一可能的内生性问题,我们基于模型(5)回归得到财务柔性价值预测值,并以滞后一期预测值作为工具变量,对模型(6)重新检验(见表12),结论仍然保持不变。

4. 在检验宏观经济不确定性对财务柔性价值影响的非对称效应时,本文采用了分组回归比较系数差异。这里我们在模型(5)中直接加入宏观经济不确定性与是否敏感企业的交互项进行回归,结果显示交互项系数均显著为正(见表13),说明宏观经济不确定性影响的非对称效应稳健。

表 10 稳健性检验(剔除行政垄断行业)

| Panel. A 宏观不确定性对财务柔性价值的影响 | | | | |
|---------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | VOFF | VOFF | VOFF | VOFF |
| Vol_GDP | 26.583 *** (1.065) | | | |
| Vol_CPI | | 3937.3 *** (273.3) | | |
| Vol_M2 | | | 520.21 *** (39.48) | |
| Vol_Int | | | | 1.8022 *** (0.086) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R-squared | 0.2690 | 0.1845 | 0.1805 | 0.2254 |
| Observations | 11629 | 11629 | 11629 | 11629 |
| Panel. B 财务柔性价值对企业杠杆的影响 | | | | |
| | bLev | mLev | bNetLev | mNetLev |
| VOFF | -0.0749 *** (0.008) | -0.0730 *** (0.007) | -0.1073 *** (0.016) | -0.0818 *** (0.010) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R-squared | 0.1818 | 0.5069 | 0.2393 | 0.3724 |
| Observations | 11552 | 11552 | 11549 | 11549 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表 11 稳健性检验(虚拟变量回归)

| Panel. A 宏观不确定性对财务柔性价值的影响 | | | | |
|---------------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| | VOFF* | VOFF* | VOFF* | VOFF* |
| Vol_GDP | 300.27 *** (10.625) | | | |
| Vol_CPI | | 34392 *** (3622) | | |
| Vol_M2 | | | 6779.6 *** (561.8) | |
| Vol_Int | | | | 22.518 *** (0.930) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| LR-statistics | 1706.9 *** | 923.55 *** | 981.36 *** | 1459.4 *** |
| Observations | 14041 | 14041 | 14041 | 14041 |

续表

Panel. B 财务柔性价值对企业财务决策的影响

| | <i>bLev</i> | <i>mLev</i> | <i>bNetLev</i> | <i>mNetLev</i> |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>VOFF</i> * | -0.0180*** (0.002) | -0.0153*** (0.002) | -0.0203*** (0.004) | -0.0149*** (0.003) |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R-squared</i> | 0.1838 | 0.4857 | 0.2519 | 0.3673 |
| <i>Observations</i> | 15783 | 15783 | 15779 | 15779 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表 12 稳健性检验(工具变量回归)

Panel. A 财务柔性价值对企业总杠杆的影响

| | <i>bLev</i> | | <i>mLev</i> | |
|-----------------------|----------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|
| | <i>First</i> | <i>Second</i> | <i>First</i> | <i>Second</i> |
| <i>VOFF</i> | | -0.7202*** (0.067) | | -0.3710*** (0.050) |
| <i>VOFFpre1</i> | 0.2912*** (0.021) | | 0.2912 (0.021) | |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Observations</i> | 10913 | 10913 | 10913 | 10913 |

Panel. B 财务柔性价值对企业净杠杆的影响

| | <i>bLev</i> | | <i>mLev</i> | |
|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | <i>First</i> | <i>Second</i> | <i>First</i> | <i>Second</i> |
| <i>VOFF</i> | | -1.1137*** (0.113) | | -0.5765*** (0.069) |
| <i>VOFFpre1</i> | 0.2914*** (0.021) | | 0.2914*** (0.021) | |
| <i>OtherVariables</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>FirmFE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Observations</i> | 10910 | 10910 | 10910 | 10910 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示1%水平显著,**表示5%水平显著,*表示10%水平显著。

表 13 稳健性检验(交互项回归)

| Model | VOFF | VOFF | VOFF | VOFF |
|----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Vol_GDP * H | 14.178 *** (1.653) | | | |
| Vol_CPI * H | | 1298.5 *** (407.4) | | |
| Vol_M2 * H | | | 261.13 *** (68.39) | |
| Vol_Int * H | | | | 0.6022 *** (0.113) |
| OtherVariables | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| FirmFE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R-squared | 0.2825 | 0.1906 | 0.1916 | 0.2389 |
| Observations | 15385 | 15385 | 15385 | 15385 |

注:括号内为稳健型标准误;***表示 1% 水平显著,**表示 5% 水平显著,*表示 10% 水平显著。

六、结论

宏观经济不确定性直接影响企业的融资环境预期,进而影响企业的杠杆决策。本文以 2001-2014 年中国上市公司数据进行了研究,实证结果显示:宏观经济的不确定性越大,企业对未来融资环境预期越差,反映为企业的财务柔性价值提高;而更高的财务柔性价值使企业选择更低的财务杠杆。此外,融资约束严重的企业对宏观经济不确定性的反应更强,但其降杠杆程度却低于融资约束较轻的企业;高代理成本的企业对宏观经济不确定性的反应更弱,但其降杠杆程度却高于低代理成本的企业。

本文的研究结果表明,面对宏观经济不确定性的上升,企业主观上有更强的降杠杆动机,但具体降杠杆的程度和效率却存在差异。这意味着对于企业的降杠杆问题,需要考虑不同企业的特征差异,企业降杠杆的效率才是关键。一方面,有些企业本身有降杠杆需求,但客观条件的限制使其短期内实现目标有很大难度;另一方面,有些企业本身降杠杆需求一般,但管理层可能利用宏观降杠杆压力,在降杠杆的过程中满足自身利益诉求。对于前者,政府在制定政策时应适当调高对其高杠杆的容忍度,甚至创造一些条件促进这类企业降杠杆;对于后者,防止企业管理层借降杠杆之势侵占股东利益,加强公司治理和投资者保护,有利于企业的长期发展。

参考文献

- 常亮、连玉君(2013):《融资约束与资本结构的非对称调整——基于动态门限模型的经验证据》,《财贸研究》,第 2 期。
黄继承、朱冰、向东(2014):《法制环境与资本结构动态调整》,《管理世界》,第 5 期。
顾研(2016):《信贷供给、财务柔性价值与所有制歧视》,《财贸研究》,第 5 期。
鞠晓生、卢荻、虞义华(2013):《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》,《经济研究》,第 1 期。
李云鹤(2014):《公司过度投资于管理者代理还是过度自信》,《世界经济》,第 12 期。
李增福、顾研、连玉君(2012):《税率变动、破产成本与资本结构非对称调整》,《金融研究》,第 5 期。
刘海明、曹延求(2015):《宏观经济不确定性、政府干预与信贷资源配置》,《经济管理》,第 6 期。
潜力、胡援成(2015):《经济周期、融资约束与资本结构的非线性调整》,《世界经济》,第 12 期。

顾研、周强龙:宏观经济不确定性、融资环境预期与企业杠杆

- 邱兆祥、刘远亮(2010):《宏观经济不确定性与银行资产组合行为:1995-2009》,《金融研究》,第11期。
- 王义中、陈丽芳、宋敏(2015):《中国信贷周期的实际效果:基于公司层面的经验证据》,《经济研究》,第1期。
- 王义中、宋敏(2014):《宏观经济不确定性、资金需求与公司投资》,《经济研究》,第2期。
- 肖泽忠、邹宏(2008):《中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好》,《经济研究》,第6期。
- 于良春、张伟(2010):《中国行业性行政垄断的强度与效率损失研究》,《经济研究》,第3期。
- 于蔚、金祥荣、钱彦敏(2012):《宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整》,《世界经济》,第3期。
- 曾爱民、傅元略、魏志华(2011):《金融危机冲击、财务柔性储备与企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据》,《金融研究》,第10期。
- 曾爱民、张纯、魏志华(2013):《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》,《管理世界》,第4期。
- 张兆国、何威风、闫炳乾(2008):《资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据》,《南开管理评论》,第11期。
- Almeida, H., M. Campello and M. Weisbach (2004): "The Cash-Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Arslan, Ö., C. Florakis and A. Ozkan (2014): "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from Financial Crises", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42, 211-250.
- Bancel, F. and U. Mittoo (2004): "Cross-Country Determinates of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", *Financial Management*, 33, 103-132.
- Bates, T., K. Kahle and R. Stulz (2009) "Why Do U. S Firms Hold So Much More Cash than They Used to?", *Journal of Finance*, 64, 1985-2021.
- Baum, C., M. Caglayan, N. Ozkan. and O. Talavera (2006): "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-financial Firms' Demand for Liquidity", *Review of Financial Economics*, 15, 289-304.
- Baum, C., M. Caglayan and N. Ozkan (2009): "The Second Moments Matter: The Impact of Macroeconomic Uncertainty on the Allocation of Loanable Funds", *Economics Letters*, 102, 87-89.
- Beaudry, P., M. Caglayan and F. Schiantarelli (2001): "Monetary Instability, the Predictability of Prices and the Allocation of Investment: An Empirical Investigation Using U. K. Panel Data", *American Economic Review*, 91, 648-662.
- Bernanke, B. and M. Gertler (1989): "Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuation", *American Economic Review*, 79, 14-31.
- Brounen, D., A. Jong and K. Koedijk (2006): "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 30, 1409-1442.
- Byoun, S. (2011): "Financial Flexibility and Capital Structure Decision", Working Paper, Baylor University.
- Daniel, N., D. Denis and L. Naveen (2010): "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls", Working Paper, Drexel University.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (2007): "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility", Working Paper, University of Southern California.
- Driver, C. and D. Moreton (1991): "The Influence of Uncertainty on Aggregate Spending", *Economic Journal*, 101, 1452-1459.
- Fama, E. and K. French (1993): "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks", *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fama, E. and K. French (2001): "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 67-79.
- Gamba, A. and A. Triantis (2008): "The Value of Financial Flexibility", *Journal of Finance*, 63, 2263-2296.
- Gao, X. (2000): "Property Rights Efficiency and Market Efficiency: Perspective of Preference for Equity Refinancing", *Investment Studies*, 8, 23-26.
- Graham, J. and C. Harvey (2001): "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Killi, A., M. Rapp and T. Schmid (2011): "Can Financial Flexibility Explain the Debt Conservation Puzzle? Cross-Country Evidence from Listed Firms", Working Paper, Technische Universität München.
- Leung, M. and T. Young (2002): "China's Entry to the WTO: Managerial Implications for Foreign Banks", *Managerial and Decision Economics*, 23, 1-8.
- Marchica, M. and R. Mura (2010): "Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity", *Financial Management*, 39, 1339-1365.
- Modigliani, F. and M. Miller (1958): "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", *American Economic*

Review, 48, 261-297.

Opler, T., L. Pinkowitz and R. Stulz (1999): "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.

Rapp, M., T. Schmid and D. Urban (2014): "The Value of Financial Flexibility and Corporate Financial Policy", *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302.

Shi, S. (2011): "Liquidity, Assets and Business Cycles", Working Paper, University of Toronto.

Talavera, O., A. Tsapin and O. Zhodud (2012): "Macroeconomic Uncertainty and Bank Lending: The Case of Ukraine", *Economic System*, 36, 279-293.

附表 1 变量定义

| Panel. A 测度财务柔性价值所用变量 | |
|-----------------------|--|
| <i>Return_Ab</i> | 年化超额回报率,由三因子模型计算的月度超额回报率加总得到 |
| $\Delta Cash_Ab$ | 预期外现金变动,由实际现金变动减去预期现金变动得到 |
| <i>Growth</i> | 营业收入增长率,本期与上期营业收入自然对数之差 |
| $\Delta Earning$ | 息税前利润变动/期初总资产,息税前利润 = 净利润 + 所得税支出 + 利息支出 |
| <i>OCF</i> | 经营性现金流/期初总资产,经营活动产生的现金流量净额 |
| <i>PV</i> | 股票价格波动率,此前两年股票月度收盘价的标准差 |
| <i>Tang</i> | 有形资产占比,固定资产与当期总资产之比 |
| ΔNA | 净资产变动/期初总资产,净资产 = 总资产 - 持有现金 |
| ΔRD | 研发支出变动/期初总资产,由于缺少 2008 年以前的研发支出科目,因此我们使用管理费用作为研发支出的替代指标 |
| $\Delta Intexp$ | 利息支出变动/期初总资产,利息支出 = 财务费用 + 汇兑收益 + 利息收入 |
| ΔDiv | 股利支付变动/期初总资产,股利支付 = 每股股利支付率 * 流通股数 |
| <i>Cash</i> | 持有现金/期初总资产,持有现金为现金及现金等价物余额 |
| <i>Lev</i> | 资产负债率,总负债除以总资产 |
| <i>NF</i> | 融资性现金流/期初总资产,融资性现金流为融资活动产生的现金流量净额 |
| Panel. B 回归用到的其他变量 | |
| <i>VOFF</i> | 财务柔性价值,基于文中的模型(1)和(2)计算 |
| <i>Vol_GDP</i> | 宏观不确定性指标 1,由季度 GDP 的条件方差取年度平均 |
| <i>Vol_CPI</i> | 宏观不确定性指标 2,由月度 CPI 的条件方差取年度平均 |
| <i>Vol_M2</i> | 宏观不确定性指标 3,由月度 M2 的条件方差取年度平均 |
| <i>Vol_Int</i> | 宏观不确定性指标 4,由月度银行间同业拆借利率的条件方差取年度平均 |
| <i>bLev</i> | 账面总杠杆率,总负债/账面总资产 |
| <i>mLev</i> | 市值总杠杆率,总负债/市值总资产 |
| <i>bNetLev</i> | 账面净杠杆率,净负债/账面总资产,净负债 = 总负债 - 持有现金 |
| <i>mNetLev</i> | 市值净杠杆率,净负债/市值总资产,净负债 = 总负债 - 持有现金 |
| <i>FC</i> | 融资约束,SA 指数 = $-0.737 * Size' + 0.043 * Size'^2 - 0.040 * Age$,其中 $Size'$ 为通胀调整后的企业规模, Age 为企业上市年龄 |
| <i>Size</i> | 企业规模,总资产的自然对数 |
| <i>IndLev</i> | 行业杠杆比率,企业所在行业每年财务杠杆的中位数 |

(责任编辑:程 炼)