

社会网络理论出发,用社会网络分析中的中心度分析衡量独立董事在整个上市公司所处的董事网络位置,进而研究不同网络位置的独立董事对所在公司投资决策的影响。通过2004-2009年的A股上市公司数据进行实证检验,我们发现,独立董事网络中心度越高,独立董事治理作用越好,表现为其所在公司的投资效率越高;在区分投资不足与投资过度之后可以发现,网络中心度高的独立董事既有助于缓解公司的投资不足,也有助于抑制投资过度;进一步地,在政府干预程度高的地区,与非国有上市公司相比,国有上市公司中独立董事网络中心度对投资效率的作用会减弱,但在政府干预程度低的地区没有显著差异。这些发现意味着,独立董事的网络位置是独立董事的重要特征,能够对独立董事参与公司决策产生重要影响,但其作用的发挥同时也会依赖于最终控制人的产权性质和所在地区政府干预水平。基于此,我们认为,董事的行为嵌入在网络中,社会网络分析可以为我国上市公司的董事特征及治理行为研究提供新的视角。

《《管理世界》2011年第7期 略有删节》

## 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

曾爱民 傅元略 魏志华

### 一、引言

本文的研究动机源于2007年由美国次贷危机所引发的全球性金融海啸所导致的全球经济动荡,在这个动荡的环境中许多行业出现大洗牌,大量企业破产倒闭或放弃原有的投资计划。Campello et al. (2010)通过对美国、欧洲和亚洲1050家公司的CFO调查发现,在这次金融危机中许多企业由于缺乏外部借款能力而不得不放弃有价值的投资机会,超过半数的回应者表示他们取消或者延期了原计划的投资。但与此同时,财务柔性充足的企业却能利用金融危机带来的“洗牌”机会,大量收购兼并缺乏柔性或破产的企业,化危机为机遇进一步发展壮大。在金融危机尚未远去的今天,这自然会引起我们的深刻反思,财务柔性水平的差异是否会影响企业在危机中的融资能力?即具有高财务柔性的企业在危机中是否具有更强的融资能力?企业通过不同财务政策所储备的不同形式的财务柔性,是否会影响企业在危机中的融资方式选择?

有关这些问题的回答,既需要理论上的思辨,更需有实证上的检验。根据Byoun (2011)的观点,财务柔性(financial flexibility)是企业及时调动财务资源以便预防或利用未来不确定性事件以实现企业价值最大化的能力。美国财务会计准则委员会(FASB, 1984)、DeAngelo and DeAngelo (2009)以及葛家澍和占美松(2008)等人也持类似观点,认为财务柔性是企业应对意外现金需求并把握意外有利投资机遇的能力。所以,财务柔性本质上是一种预防和利用能

力。一方面,财务柔性强的企业面临不利冲击时,应当具有更强的获取和调用财务资源的能力,不仅能够有效地免于陷入财务困境(Gamba and Triantis, 2008),还能更好地把握和利用冲击所带来的有利可图的投资机遇。而另一方面,缺乏财务柔性的企业则承担着投资机会丧失和投资扭曲的风险。值得注意的是,实践中不同财务柔性水平的企业面临不利冲击时是否确有不同的融资能力,则仍需实证检验提供相应证据。

对于企业应采用何种财务政策获取和保持财务柔性的研究,许多文献强调通过低财务杠杆政策获取负债融资柔性的重要性(比如Billett et al., 2007; Byoun, 2011; Goldstein et al., 2001; Poitevin, 1989),认为采取低财务杠杆政策的公司保留了未来通过提高杠杆比率,举借负债资金的能力。也有许多文献强调通过持有超额现金的方式获取现金柔性(比如Almeida et al., 2004; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Faulkender and Wang, 2006; Harford et al., 2008; Opler et al., 1999; Riddick and Whited, 2009),认为当外部资金无法获取或者获取成本高昂时,拥有大量现金的企业在面对增长机遇和(或)不利冲击时具有更大的现金柔性。最近,亦有研究重点关注两项财务政策的综合运用。比如, Bates et al. (2009)证明得出,随着经济环境风险的增加,企业应在持有高额现金的同时保持低水平的债务融资。进一步地,该文研究发现同时运用这两项财务政策能预先排除企业陷入财务困境或发生违约的可能性。Byoun (2007)发现小的成长性企业相对而言更倾向于拥有财务柔性,且这类企业会同时采用低负债和高现金持有的财务政策。现实中,有的企业以保持低负债水平获取负债融资柔性为主,有的企业则以持有高额现金获取现金柔性为主,也有的企业同时保持高负债融资柔性和高现金柔性。当遭遇金融危机的巨大冲击时,储备不同类型财务柔性的企业在融资方式选择上是否存在显著差异,则是另一个需要实证检验的问题。

据我们所知,探讨外部冲击、财务柔性以及公司财务政策三者关系的实证检验十分匮乏。因为有效的检验必须基于一个巨大的可观测的冲击事件,能同时对财务柔性和非柔性企业的现金流量或投资机会产生显著影响,遗憾的是这类冲击事件并非随处可见。Zingales (1998)选择了美国产业政策变化对运输行业所产生的冲击为研究事件,发现仅仅经营效率高并不能保证企业生存,只有兼备经营效率高和负债融资柔性充足(即采用低财务杠杆政策)的企业才能长期生存。而Arslan, Florackis和Ozkan (2011)则以东南亚金融危机对香港、印度尼西亚、马来西亚、韩国和泰国等五个国家和地区的冲击为研究事件,发现在危机前保持高负债融资柔性和高现金柔性的公司,在危机中能更为灵活地利用各种投资机会,并且在危机时期创造了更好的业绩。

时隔10年,由美国次贷危机所引发的全球性金融海啸,再次提供了一个检验企业事前财务柔性储备能否在不利冲击中增强企业的融资能力以更好地为其投资活动筹集所需资金的有利机遇。本文以余波未平的全球性金融危机对中国大陆上市企业的冲击为研究事件展开,主要对运用不同财务政策储备各类财务柔性的企业与对照组企业在金融危

机时期筹集和调用资金能力的差异进行实证考察。本文的研究贡献主要体现在以下几个方面：首先，本文首次通过多元回归分析实证研究了企业事前储备的财务柔性对其在不利冲击环境中融资行为的影响，丰富了财务柔性与企业融资行为关系的理论。与 Arslan et al. (2011) 在考察财务柔性不同企业的融资能力差异时仅通过描述性统计分析的方法不同，本文构建了三个多元回归模型用于实证分析，不仅从企业积极举债的视角考察企业的负债融资能力，同时也考察了现金柔性不同的企业在调用现金能力方面的差异，克服了 Arslan et al. (2011) 等仅使用单变量分析法的缺陷，增强了研究结论的科学性和可靠性。其次，本文研究发现储备不同类型财务柔性的企业在金融危机中会选择不同的融资方式，其中具有高现金柔性的企业能在危机中直接调用现金储备为其投资活动提供资金；保持高负债融资柔性的企业则更多通过举借负债资金的方式为其投资活动募集资金；而既拥有高现金柔性又拥有高负债融资柔性的企业则同时通过调用现金存量 and 举借负债资金的方式为其投资活动筹集资金。这些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。

本文后续部分安排如下：第二部分对财务柔性企业进行了界定，并提出研究假说；第三部分阐述本文的研究设计；第四部分报告实证检验结果；第五部分总结相关结果并展开了适当的讨论。

## 二、财务柔性企业界定与研究假说

### (一) 财务柔性企业的界定。

本文的研究是在将财务柔性企业与对照组企业比较分析的基础上展开的，所以首要的问题便是对财务柔性企业进行合理界定。到目前为止，主流文献对财务柔性企业的判断主要采用以下3种方法：(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、均值或企业目标值得企业判定为财务柔性企业。已有文献中，Mura and Marchica (2010) 以及 Arslan et al. (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 and DeAngelo (2009) 的观点，应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。Arslan et al. (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，该文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 et al. (2009)、Arslan et al. (2011) 以及马春爱 (2010) 等都曾采用多指标综合法测度企业财务柔性。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融资能力的差异，但却难以对不同类型财务柔性企业的具体融资方式选择做出合理的预期与判断。因而本研究将分别采用前两

种方法界定财务柔性企业，以便得出既具理论价值同时又更富有实践指导意义的研究成果。

在使用单指标判断法时，我们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。在具体判定时，我们采用百分位判定法。以负债融资柔性判定指标为例，我们首先根据企业的负债融资柔性对样本企业进行描述性统计分析，然后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三年内都储备了高负债融资柔性，才被界定为财务柔性企业。本文研究的样本期间包括2007年金融危机爆发前三年和危机中两年，即2004~2008年。借鉴 Arslan 等 (2011) 危机前时期包括三年时间段的标准，本文的危机前时期选择为2004~2006年，而2007和2008年则为危机时期。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融资行为的影响，因而无论采用哪种方法判定财务柔性企业，我们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。所以，如果某一企业在危机前连续三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三年中现金柔性位于样本企业中最高的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，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的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，对企业财务柔性进行测度时， $\text{现金柔性} = \text{企业现金持有率} - \text{行业现金持有率}$ ， $\text{负债融资柔性} = \text{Max}(0, \text{同行业的平均负债比率} - \text{公司的负债比率})$ 。

### (二) 研究假说。

众所周知，当金融危机爆发时企业资金链条将面临内、外两方面的冲击：一方面在内源资金方面，企业的业务量将大幅下降，营业收入急剧减少，资金回笼困难，经营活动现金流显著减少。另一方面在外源资金上，股票市值全面大幅跳水，股票发行困难或停止发行，权益资金难以为继；同时，金融机构资金紧张，银行贷款政策全面收紧，信贷标准提高，贷款数量下降，债务资金筹措也很困难。故而处于金融危机中的企业普遍资金入不敷出，部分企业陷入财务危机甚或破产清算，投资规模总体下降。但同时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，也为资金充裕的企业带来了全面扩张的良好机会。

如前所述，高负债融资柔性 (DF) 企业，在危机前一

直保持低财务杠杆政策,因而在危机时期银行信贷标准全面提高的情况下,相对于对照组(1)企业而言,财务柔性企业应具有更强的负债融资能力,能更多地举借负债资金为其投资活动筹集资金。因此,我们提出研究假说1a和1b。

假说1a:高负债融资柔性企业在危机时期比对照组企业能更多地举借负债资金。

假说1b:高负债融资柔性企业在危机时期比对照组企业能更多地使用负债资金为其投资活动提供所需资金。

而高现金柔性(CF)企业,由于在金融危机前坚持高现金持有的财务政策,拥有高额的现金储备,因而当金融危机降临时,相对于对照组(2)企业而言,高现金柔性企业可以直接调用其大量的现金储备为投资活动提供所需资金。故而,我们提出研究假说2。

假说2:高现金柔性企业在危机时期能够更多地调用现金储备为其投资活动提供所需资金。

对于同时拥有高现金柔性和负债融资柔性的第三类财务柔性企业(CDF)企业,由于在危机前同时通过保持低负债水平和高现金持有量储备财务柔性,因而在金融危机中,相对于对照组(3)企业而言,应该既具有更强的负债融资能力,可以举借到更多地债务资金,也可以直接调用其所储备的现金存量为企业投资活动提供所需资金。鉴此,我们提出研究假说3a和3b。

假说3a:同时具有高现金柔性和负债融资柔性的企业在危机时期能够比对照组企业更多地举借负债资金。

假说3b:同时具有高现金柔性和负债融资柔性的企业

在危机时期能够同时通过举借负债资金和直接调用现金储备为其投资活动提供所需资金。

### 三、研究设计

(一)模型设定。

1. 负债融资模型。

为了检验假说1a和3a的正确性,综合考虑影响企业负债融资的各种可能因素之后,我们构建了如下的负债融资模型1。

$$\Delta ALR=f(\text{Dummy, Control Variables})+\varepsilon \quad (1)$$

因变量 $\Delta ALR$ 表示企业的积极举债增量。由于企业的负债增加可能源于被动负债,如因经营活动形成的应付、应交款项等,即企业可能因偿付能力过低而导致负债被动增加。所以,本文采用积极举债增量来衡量企业的主动举债能力,即: $\Delta ALR=ALR_t-ALR_{t-1}$ ,其中 $ALR$ 为企业积极举债比率等于企业的银行借款(包括短期和长期借款)加上应付债券除以期末总资产,脚标 $t$ 表示当期, $t-1$ 表示上期。自变量 $\text{Dummy}$ 为财务柔性哑变量,本文分别构建了3个财务柔性哑变量:DFF、CF和CDF。 $\text{Control Variables}$ 为一系列的控制变量,包括企业的现金流量、Tobin Q、现金持有量、企业规模以及企业投资等几个影响企业资本结构决策的主要变量;同时,我们还控制了企业所在行业竞争程度、经营现金流量的不确定性以及企业最终控制人的性质等可能会影响企业财务柔性决策的重要因素。此外,我们还控制了年份与行业虚拟变量,下同。各变量的具体测度如表1所示。

表1 相关变量度量方法

变量名称	变量符号	变量计算
新增积极举债	$\Delta ALR$	当期积极举债比率-上期积极举债比率
投资	Inv	资本性支出/年初总资产
现金流量	CFlow	经营活动现金净流量/年末总资产
托宾Q	TobinQ	(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
现金	Cash	现金及短期投资/年末总资产
营业收入增长率	GROR	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
股利	Div	年度现金股利/年末总资产
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
赫芬达尔指数	HHI	$\sum (y_i/\sum y_i)^2$ , 其中 $y_i$ 表示行业内企业 $i$ 某一年度的主营业务收入
经营不确定性	VF	经营活动现金流量5年滚动标准差/经营活动现金流量5年滚动均值
积极举债	ALR	(银行借款+应付债券)/年末总资产
不确定性哑变量	DVF	危机前三年中经营活动现金流量的变异系数均高于样本企业中位数的企业取值为1,其余企业取值为0
行业竞争性哑变量	DHHI	当企业所属行业的HHI指数在危机前三年中均小于全部行业中位数的企业取值为1,其余企业取值为0
央企哑变量	FContr1	中央企业取1,否则取0
地方国企哑变量	FContr2	地方国有企业取1,否则取0
财务柔性哑变量(1)	DFF	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

对于假说 1a 和 3a 的检验, 我们分别将财务柔性哑变量 DFF 或 CDF 作为自变量引入负债融资模型 1, 若回归分析所得 DFF 或 CDF 系数显著为正, 则说明同等情况下财务柔性企业能更多地举借负债资金, 反之则反是, 并据此对假说 1a 和 3a 的正确性进行检验。

### 2. 投资对企业新增负债的影响模型。

为了检验研究假说 1b 和 3b 的正确性。我们构建了回归模型 2。

$$\Delta ALR = f(\text{Investment, Dummy} \times \text{Investment, Control Variables}) + \varepsilon \quad (2)$$

与模型 1 相同, 因变量为企业新增积极举债  $\Delta ALR$ 。解释变量包括 Investment 和  $\text{Dummy} \times \text{Investment}$ , 其中 Investment 是企业当期的投资支出, 我们预期该变量的回归系数为正, 即企业所举借的负债资金将会随着投资支出而增加。 $\text{Dummy} \times \text{Investment}$  是财务柔性哑变量 DFF 或者 CDF 与企业当期投资支出 Investment 的交乘项, 若该项的回归系数显著为正, 则说明相对于对照企业而言, DFF 或 CDF 企业更多地使用了负债为其当期投资支出提供所需资金。控制变量的选取同模型 1。

### 3. 投资对企业现金持有量的影响模型。

为了检验假说 3 的正确性, 我们构建了回归模型 3。

$$\text{CashHoldings} = f(\text{Investment, Dummy} \times \text{Investment, Control Variables}) + \varepsilon \quad (3)$$

因变量为企业现金持有量, 解释变量包括 Investment 和  $\text{Dummy} \times \text{Investment}$ 。其中 Investment 为企业当期的投资支出, 我们预期该变量的回归系数为负, 即企业会调用其现金储备为投资活动提供资金。 $\text{Dummy} \times \text{Investment}$  是哑变量 CF 或 CDF 与企业当期的投资支出 Investment 的交乘项, 若该项的回归系数显著为负, 则说明相对于对照组企业而言, CF 或 CDF 企业使用了更多地现金储备为其当期投资支出提供资金。此外, 控制变量 Control Variables 的选取与模型 1 基本相同。

### (二) 样本选取与数据来源。

本研究的样本期间为 2004~2008 年, 样本企业均从沪、

深两市上市公司中选取, 上市公司名录来源于 wind 金融证券数据库。为了保证所选样本的研究有效性, 我们遵循以下筛选原则: (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) 公司应有较长的上市年限, 以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, 我们剔除了同时发行 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。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三种不同类型的财务柔性企业和相应的对照组企业, 共得到六个子样本。其中, DFF 组财务柔性企业 167 家共 618 个企业年度观测值, 对照组 (1) 企业 761 家共 3 594 个企业年度观测值; CF 组财务柔性企业 136 家共 544 个企业年度观测值, 对照组 (2) 企业 792 家共 3 668 个企业年度观测值; CDF 组财务柔性企业 51 家共 165 个企业年度观测值, 对照组 (3) 企业 877 家共 4 047 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 CSMAR 和 wind 金融证券数据库, 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。

为了能细致的考察各类财务柔性企业在危机时期的不同表现, 我们在表 2 中按不同的财务柔性组和对照组报告了主要公司特征变量在危机前和危机时期的均值, 以及从危机前到危机时期的跨期变动百分比, 并采用 t 检验和 Wilcoxon-Mann-Whitney 检验判断了统计显著性。由于 t 检验和 Wilcoxon-Mann-Whitney 检验的结果高度一致, 因此表 2 中仅报告了 t 检验的有关结果。

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	规模
DFF组	危机前	0.069	0.019	0.262	0.146	0.191	20.514
	危机时期	0.055	0.053	0.318	0.165	0.189	21.504
	跨期变动	-20.29%	178.95%	21.37%	13.01%	-1.05%	4.83%
	t检验	-2.980***	2.236**	6.867***	2.411***	-0.275	10.763***
对照组 (1)	危机前	0.061	0.062	0.551	0.281	0.138	21.007
	危机时期	0.052	0.046	0.549	0.267	0.139	21.879
	跨期变动	-14.75%	-25.81%	-0.36%	-4.98%	0.72%	4.15%
	t检验	-3.265***	-2.259**	-0.463	-3.781***	0.602	21.938***
DFF组 vs. 对照组 (1) 差异显著性 t 检验	危机前	1.624*	-4.148***	-27.421***	-10.515***	6.670***	-3.633***
	危机时期	0.372	0.505	-18.798***	-6.963***	5.763***	-3.955***
	跨期变动	-0.888	2.732***	6.118***	3.486***	-3.578***	2.827***
	t检验						
CF组	危机前	0.083	0.031	0.416	0.206	0.309	21.424
	危机时期	0.059	0.032	0.438	0.189	0.258	21.732
	跨期变动	-28.92%	3.23%	5.29%	-8.25%	-16.50%	1.44%
	t检验	-3.633***	0.125	2.313**	-2.131**	-5.465***	9.066***

续表

对照组 (2)	危机前	0.059	0.057	0.510	0.272	0.123	21.492
	危机时期	0.052	0.050	0.517	0.263	0.132	21.821
	跨期变动	-11.86%	-12.28%	1.37%	-3.31%	7.32%	1.53%
	t检验	-3.042***	-0.997	1.747**	-2.483***	3.475***	22.519***
CF组 vs. 对照组 (2) 差异显著性t检验	危机前	4.132***	-2.181**	-5.804***	-4.519***	27.445***	-1.701*
	危机时期	1.145	-1.128	-4.185***	-4.639***	14.050***	-0.818
	跨期变动	-3.590***	1.904*	2.070**	-0.123	-8.284***	0.393
CDF组	危机前	0.087	0.016	0.223	0.114	0.340	21.170
	危机时期	0.064	0.044	0.282	0.128	0.284	21.476
	跨期变动	-26.44%	175.00%	26.46%	12.28%	-16.47%	1.45%
	t检验	-2.740**	2.030**	3.794***	0.792	-3.094***	6.752***
对照组 (3)	危机前	0.061	0.056	0.513	0.269	0.137	21.5
	危机时期	0.052	0.048	0.519	0.258	0.141	21.828
	跨期变动	-14.75%	-14.29%	1.17%	-4.09%	2.92%	1.53%
	t检验	-3.727***	-1.197	1.647**	-3.019***	1.548*	23.439***
DDF组 vs. 对照组 (3) 差异显著性t检验	危机前	2.868**	-2.153**	-12.422***	-5.128***	16.207***	-2.223***
	危机时期	1.108	-0.161	-9.759***	-3.945***	9.862***	-2.105**
	跨期变动	-1.824*	2.666***	2.498***	2.425**	-5.815***	-1.382

注: \*\*\*, \*\*, \*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

首先,我们考察 Panel A 中的负债率指标可知,在对照组企业积极举债比率显著下降 4.98% 的情况下(显著性水平为 1%),高负债融资柔性(DFF)企业的积极举债比率却在 1% 显著水平上增加了 13.01%;同时,对照组企业资产负债率下降 0.36%,而 DFF 企业资产负债率显著上升 21.37%,表明 DFF 企业在危机时期比对照组具有更强的负债融资能力,使用了更多负债资金,结果初步支持了研究假说 1a。进一步考察 DFF 组的现金持有量发现,危机时期 DFF 企业的现金持有量仅下降 1.05%,且并不显著,说明 DFF 企业无法在危机时期大量调用其现金储备。但 Panel B 中的高现金柔性(CF)企业则面临一种截然相反的情形,除了能大幅调用其在危机前储备的高额现金之外(现金储备下降 16.50%),企业难以显著提高其负债水平,其中积极举债比率甚至不升反降,降幅达 8.25%,说明现金柔性企业难以在危机中通过举借负债方式获取所需资金。

当我们对同时拥有高现金柔性和负债融资柔性的 CDF 企业考察时发现,在 CDF 企业的负债率增加 26.46% 的同时,虽然积极举债比率也增加了 12.28%,但却并不显著。说明该组企业的负债似乎主要是由被动负债引起的,因而统计结果并未提供 CDF 企业更多地使用负债资金的有力证据,也即研究假说 3a 没有得到初步的支持。但进一步检查 CDF 组的现金持有量可发现,该组企业的现金比率大幅降低了 16.47%,几乎达到 CF 组的 16.50%,说明该组企业在运用其外部负债融资能力之前优先使用了内部现金储备,也在一定程度上说明了同时拥有负债和现金柔性的企业可以同时运用两种柔性为企业提提供所需资金。

## (二)多元回归分析。

本文采用面板数据利用多元回归分析检验各研究假说的正确性。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)3种模型。但在通过回归模型 1 检验假说 1a 和假说 3a 时,只能在混合最小二乘和随机效应模型之间进行优选。针对回归模型 1 的 LM 检验结果表明危机前随机效应模型最优,而在危机时期则混合最小二乘模型相对更优;对于回归模型 2 和回归模型 3,相关面板数据的 F 经验、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,我们采用修正异方差和自相关的广义最小二乘(GLS)法进行估计(覃家琦,2010)。具体结果分别如表 3、表 4 和表 5 所示。

### 1. 财务柔性与企业负债融资能力分析。

由表 3 中 Panel A 危机前时期的 model (1) 和 model (3) 可见,哑变量 DFF 和 CDF 的回归系数分别在 1% 和 5% 水平上显著为负。上述回归结果说明,危机前这两类柔性企业相对更不愿意举借负债资金,故而能保持较低的负债水平,储备较高的负债融资柔性。但 Panel B 中的危机时期则出现了一种截然相反的情形,从 model (4) 到 model (6) 所有的财务柔性哑变量回归系数全部为正,且 DFF 在 1% 水平上显著,CDF 在 10% 水平上显著。该实证结果显示,这两类柔性企业在危机时期都比对照企业显著更多地举借了负债资金,因而回归分析结果支持了研究假说 1a 和假说 3a。

而且,我们再细致比较分析各财务柔性哑变量危机前和危机时期的回归系数可知,CF 企业在危机前和危机中都没有显著地比对照组更少或更多地利用负债资金,说明该类企业将主要依靠现金持有储备财务柔性。而 DFF 哑变量的回归系数绝对值在危机前和危机中都是最大的,并且在统计上也最为显著,说明该类企业在危机前就最大程度地保留了负债融资能力,因而也能在危机时期最大程度地举借债务。CDF 的回归系数无论是从经济意义上还是统计意义上而言,在危机前和危机中都居于中等地位,这显示由于这类企业不仅通

过负债融资能力储备了柔性,同时也通过积累现金增强了柔性,故而在危机中亦可同时通过两种途径获取所需资金,而

不像DFF组和CF组仅能通过单一途径获得资金。这些分析都将在随后的实证结果中进一步得到证实。

表3 企业积极举债回归分析结果

因变量 $\Delta ALR_t$	Panel A 危机前时期 (2004~2006)			Panel B 危机时期 (2007~2008)		
	DFF标准	CF标准	CDF标准	DFF标准	CF标准	CDF标准
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
ALR <sub>t</sub>	0.282*** (0.0102)	0.295*** (0.0101)	0.292*** (0.0101)	0.322*** (0.00770)	0.322*** (0.00804)	0.322*** (0.00801)
LR <sub>t-1</sub>	-0.269*** (0.00835)	-0.241*** (0.00773)	-0.241*** (0.00772)	-0.197*** (0.00760)	-0.211*** (0.00712)	-0.208*** (0.00718)
Inv <sub>t</sub>	0.0751*** (0.00706)	0.0778*** (0.00721)	0.0775*** (0.00721)	0.0400*** (0.00731)	0.0379*** (0.00739)	0.0391*** (0.00737)
CFlow <sub>t-1</sub>	0.0897*** (0.0132)	0.0955*** (0.0135)	0.0973*** (0.0135)	0.0208 (0.0127)	0.0187 (0.0132)	0.0244* (0.0129)
TobinQ <sub>t-1</sub>	-0.0160*** (0.00456)	-0.0154*** (0.00457)	-0.0152*** (0.00460)	-0.00127 (0.00106)	-0.00186 (0.00125)	-0.00135 (0.00120)
Cash <sub>t-1</sub>	0.0198** (0.00971)	0.0218* (0.0117)	0.0359*** (0.00989)	0.0720*** (0.00972)	0.0844*** (0.0124)	0.0756*** (0.0104)
Size <sub>t-1</sub>	-0.00324*** (0.00102)	-0.00330*** (0.00103)	-0.00346*** (0.00104)	0.00645*** (0.000692)	0.00617*** (0.000771)	0.00646*** (0.000763)
DVF	0.00585*** (0.00177)	0.00722*** (0.00175)	0.00672*** (0.00174)	0.000893 (0.00168)	-0.000503 (0.00178)	0.000294 (0.00176)
DHHI	0.0111*** (0.00244)	0.00966*** (0.00242)	0.00973*** (0.00240)	0.00567** (0.00231)	0.00823*** (0.00270)	0.00739*** (0.00269)
FContr1	0.0145*** (0.00249)	0.0140*** (0.00252)	0.0142*** (0.00251)	0.0129*** (0.00252)	0.0131*** (0.00261)	0.0129*** (0.00257)
FContr2	0.0108*** (0.00202)	0.0107*** (0.00201)	0.0106*** (0.00199)	0.00603*** (0.00187)	0.00668*** (0.00205)	0.00628*** (0.00202)
DFF	-0.0212*** (0.00251)			0.0110*** (0.00217)		
CF		-0.00352 (0.00297)			0.000206 (0.00249)	
CDF			-0.0107** (0.00462)			0.00594* (0.00308)
Intercept	5.302** (2.070)	7.349*** (2.100)	6.943*** (2.095)	-22.03*** (3.081)	-23.32*** (3.429)	-22.18*** (3.457)
Ind.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F	1911.61***	1742.40***	1759.14***	2816.94***	2649.74***	2546.20***
N	2 507	2 507	2 507	1 705	1 705	1 705

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。

另外,从控制变量的情况来看,企业新增积极举债与企业上期的负债水平(LR)显著负相关,说明上期负债水平较高的企业更难进一步获得负债资金。规模(Size)越大的企业在危机前时期更少积极举债,但在危机中大企业却展示出更强的积极举债能力。虽然无论在危机前还是危机时期央企(FContr1)与地方国企(FContr2)都比民营企业具有显著更强的积极举债能力,但在危机时期央企(FContr1)的回归系数约为地方国企(FContr2)的两倍,展示出了更强的积极举债能力。DHHI显著为正,表明产业集中度高的行业中企业更少积极举债,一方面可能是由于这些行业中厂商能够赚取较为丰厚的垄断利润,从而具有较强的内源融资能力;另一方面,产业集中度高的行业由于常常只有若干个寡头,

因而彼此之间的策略行为比较敏感,可能由于对将来价格战的准备而有意识地降低企业举债(赵蒲和孙爱英,2004)。此外,对于经营现金流波动性(DVF)越大的企业在危机前更多举债的发现与曾爱民(2010)的实证结果一致,表明波动性越大的企业更不愿意储备负债融资柔性。而危机前时期TobinQ的系数显著为负,表明成长性越大的企业为了保持较高的财务柔性而在危机前更少举借负债资金。

最后,回归结果还表明企业的新增负债量与当期投资显著正相关,说明投资越多的企业可能需要更多的负债资金为其投资支出提供资金。但柔性企业是否会比对照组企业更多地使用负债资金为其投资活动提供资金,即研究假说1b和假说3b是否正确?我们进一步通过多元回归分析进行检验,具体结果见表4。

表4 企业投资支出对积极举债影响回归分析结果

因变量 $\Delta ALR_t$	Panel A. 危机前时期 (2004~2006)			Panel B. 危机时期 (2007~2008)		
	DFF标准	CF标准	CDF标准	DFF标准	CF标准	CDF标准
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
$ALR_t$	0.292*** (0.0101)	0.295*** (0.0101)	0.294*** (0.0100)	0.319*** (0.00787)	0.320*** (0.00780)	0.320*** (0.00790)
$Lev_{t-1}$	-0.242*** (0.00768)	-0.240*** (0.00772)	-0.241*** (0.00771)	-0.206*** (0.00690)	-0.209*** (0.00664)	-0.210*** (0.00689)
$Inv_t$	0.0847*** (0.00759)	0.0770*** (0.00756)	0.0779*** (0.00721)	0.0357*** (0.00767)	0.0350*** (0.00765)	0.0377*** (0.00741)
$DFF \times Inv_t$	-0.0893*** (0.0148)			0.131*** (0.0290)		
$CF \times Inv_t$		0.000197 (0.0212)			0.135 (0.1019)	
$CDF \times Inv_t$			-0.117** (0.0502)			0.140*** (0.0471)
$CFlow_{t-1}$	0.101*** (0.0133)	0.0963*** (0.0135)	0.0976*** (0.0134)	0.0153 (0.0128)	0.0136 (0.0129)	0.0190 (0.0128)
$TobinQ_{t-1}$	-0.0161*** (0.00451)	-0.0150*** (0.00460)	-0.0154*** (0.00456)	-0.00141 (0.00116)	-0.00190* (0.00114)	-0.00177 (0.00119)
$Cash_{t-1}$	0.0317*** (0.00939)	0.0306*** (0.00959)	0.0330*** (0.00955)	0.0743*** (0.00991)	0.0604*** (0.00939)	0.0724*** (0.00999)
$Size_{t-1}$	-0.00341*** (0.00103)	-0.00333*** (0.00103)	-0.00338*** (0.00103)	0.00636*** (0.000687)	0.00651*** (0.000753)	0.00641*** (0.000755)
DVF	0.00665*** (0.00173)	0.00689*** (0.00174)	0.00695*** (0.00172)	-5.11e-0.5 (0.00173)	-0.000582 (0.00173)	-0.000546 (0.00174)
DHHI	0.00963*** (0.00234)	0.00906*** (0.00238)	0.00926*** (0.00236)	0.00737*** (0.00269)	0.00806*** (0.00266)	0.00781*** (0.00267)
FContr1	0.0132*** (0.00252)	0.0135*** (0.00249)	0.0137*** (0.00249)	0.0114*** (0.00251)	0.0136*** (0.00254)	0.0120*** (0.00257)
FContr2	0.0104*** (0.00197)	0.0102*** (0.00198)	0.0104*** (0.00198)	0.00553*** (0.00193)	0.00679*** (0.00198)	0.00590*** (0.00201)
Intercept	7.566*** (2.013)	7.099*** (2.049)	7.053*** (2.084)	-22.42*** (3.330)	-23.71*** (3.294)	-23.00*** (3.462)
Ind.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F	1837.20***	1754.79***	1759.72***	2753.59***	3003.07***	2572.81***
N	2507	2507	2507	1705	1705	1705

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。

表4报告了企业投资支出对其举债增量影响的回归分析结果。首先考察Panel A危机前时期3个模型中财务柔性哑变量与当期投资支出的交乘项回归系数可知，DFF和CDF的交乘项系数均显著为负，说明这两类财务柔性企业在危机前比对照企业更少通过积极举债的方式为其投资活动筹集所需资金。进而考察Panel B危机时期的回归结果发现，DFF和CDF交乘项的回归系数均显著为正，说明与对照企业相比，这两类企业都能在危机时期更多地通过积极举债为其投资活动提供所需资金。因而，表4的实证结果支持了研究假说1b和假说3b。

至于CF企业与DFF和CDF企业相比，则完全是一个另

类。具体来说，CF企业在危机前、中的交乘项系数都为正，但却都不显著，说明该类企业危机前并未比对照组企业更少的举借负债资金为其投资活动募集资金，在危机时期也并不比其对照组企业更多地为投资支出举借负债资金。那么CF企业的投资支出所依赖的主要资金来源又是什么呢？答案显然是其危机前所大量积累的现金，这正是研究假说2所陈述的观点。

2. 企业投资支出与现金持有量分析。

为了检验研究假说2，即拥有高现金柔性的企业能否更多地调用现金存量为其投资活动提供资金，本文进一步采用多元回归分析检验了企业投资支出对其现金持有量的影响，实证结果见表5。

表5 企业投资支出对现金持有量影响回归分析结果

因变量Cash <sub>t</sub>	Panel A 危机前时期 (2004~2006)			Panel B 危机时期 (2007~2008)		
	DFF标准	CF标准	CDF标准	DFF标准	CF标准	CDF标准
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)

续表

Inv <sub>t</sub>	-0.0399*** (0.00330)	-0.0466*** (0.00358)	-0.0442*** (0.00351)	-0.0212*** (0.00503)	-0.0158*** (0.00464)	-0.0191*** (0.00474)
DFF×Inv <sub>t</sub>	-0.0399*** (0.00884)			0.00420 (0.0117)		
CF×Inv <sub>t</sub>		0.134*** (0.0384)			-0.184*** (0.0212)	
CDF×Inv <sub>t</sub>			0.00630* (0.00378)			-0.256*** (0.0492)
CFlow <sub>t-1</sub>	0.0311*** (0.00886)	0.0274*** (0.00900)	0.0274*** (0.00899)	-0.00707 (0.00862)	-0.00544 (0.00855)	-0.00713 (0.00826)
TobinQ <sub>t-1</sub>	0.00737*** (0.00259)	0.00739*** (0.00248)	0.00733*** (0.00258)	0.000375 (0.00116)	0.00116 (0.00114)	0.000383 (0.00116)
Lev <sub>t-1</sub>	-0.00657** (0.00334)	-0.00622* (0.00334)	-0.00544 (0.00333)	0.00148 (0.00380)	5.21e-07 (0.00340)	6.17e-05 (0.00344)
Cash <sub>t-1</sub>	0.696*** (0.00752)	0.685*** (0.00716)	0.688*** (0.00703)	0.725*** (0.0101)	0.734*** (0.00894)	0.735*** (0.00981)
Size <sub>t-1</sub>	0.00160** (0.000714)	0.00178** (0.000737)	0.00159** (0.000730)	-0.000495 (0.000580)	-0.000428 (0.000555)	-0.000658 (0.000561)
DVF	-0.00245* (0.00127)	-0.00242* (0.00127)	-0.00220* (0.00127)	-2.84e-05 (0.00116)	0.000201 (0.00115)	0.000193 (0.00114)
DHHI	0.00317** (0.00158)	0.00286* (0.00159)	0.00281* (0.00158)	0.00275 (0.00183)	0.00222 (0.00182)	0.00248 (0.00182)
FContr1	-0.00219 (0.00159)	-0.00259 (0.00158)	-0.00317** (0.00158)	0.0110*** (0.00140)	0.0113*** (0.00131)	0.0116*** (0.00118)
FContr2	0.00601*** (0.00130)	0.00613*** (0.00133)	0.00601*** (0.00131)	0.00589*** (0.00123)	0.00573*** (0.00116)	0.00587*** (0.00119)
Intercept	-3.003** (1.318)	-3.014** (1.323)	-3.296** (1.331)	12.79*** (2.377)	15.33*** (2.258)	15.06*** (2.089)
Ind.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F	4 157.60***	4 599.43***	4 318.64***	9 946.36***	9 209.24***	9 814.73***
N	2 507	2 507	2 507	1 705	1 705	1 705

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。

当我们首先考察当期投资支出(即Inv<sub>t</sub>)的回归系数时发现,无论在危机前还是危机中,回归系数都显著为负,表明无论在危机前还是危机中,所有企业的现金持有量都会随着当期投资支出的增加而显著减少,也即说明企业会使用其现金存量作为投资活动提供所需资金。但检验具有不同财务柔性的企业是否在调用了现金储备满足其投资活动资金需求方面有所差异,则需要考察三个财务柔性哑变量与当期投资支出交乘项的回归系数情况。在Panel A危机前时期的model(1)到model(3)中,除了DFF与投资支出的交乘项系数显著为负之外,CF和CDF与投资支出的交乘项系数均显著为正,表明这两类财务柔性企业在危机前比对照企业显著更少使用现金存量为其投资活动提供资金,储备了更高的现金柔性,为其在危机中更多地调用现金提供了可能。进一步考察Panel B危机时期的三个财务柔性哑变量与当期投资的交乘项回归系数可见,除DFF交乘项的系数虽然为正但不显著外,CF和CDF的交乘项系数都在1%水平上显著为负,说明这两类企业在危机时期都比其对照组企业更多地调用了现金储备为其投资活动提供所需资金。显然,多元回归分析的结果支持了研究假说2和假说3b。

此外,考察各回归模型中的有关控制变量可知,企业上期的现金持有量(Cash)的回归系数无论在危机前还是危机中都显著为正,说明企业上期持有的现金越多,则当前的现金持有也就越多。度量企业成长性的TobinQ和度量行业竞争程度的哑变量DHHI在危机前均与企业的现金水平显著正相关,说明成长性越好和竞争越激烈的行业中的企业偏爱持有更多地现金。

至此,我们综合前面的实证结果发现,财务柔性储备的确会影响上市公司在金融危机期间的融资行为。危机前主要通过保留负债融资能力储备财务柔性的高负债融资柔性(DFF)企业,在危机中可以更多地通过积极举债筹集所需资金,并能更多地使用负债资金为其投资活动提供资金。而在危机前主要通过积累现金的方式储备财务柔性的高现金柔性(CF)企业,则在危机中能够更多地通过调用现金储备满足其投资活动资金需求。在危机前同时通过保留负债融资能力和增加现金持有量获得财务柔性的CDF企业,能够在危机中同时通过增加负债和调用手头现金两种方式为其投资活动提供资金。概言之,前文的实证检验结果较好地支持了本文的各研究假说。

### 3. 稳健性检验。



(1) 财务柔性企业判定阈值 (threshold) 的稳健性检验。

在判定财务柔性企业时, Minton and Wruck (2001)、赵蒲和孙爱英 (2004) 均采用 20% 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, DFF 企业) 的判定阈值, 而 Arslan et al. (2011) 的研究则选用了 50% 分位数。为此, 我们分别采用 20%、30%、40% 和 50% 作为判定阈值, 重新分类并进行了前面所有的回归分析, 发现前三个阈值能得出本质上一致的研究结论。

(2) 样本期间选择的稳健性检验。

我国政府在 2009 到 2010 年间实施了四万亿经济刺激计划, 这必将会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, 本文仅选用经济刺激计划之前的危机时期, 即 2007 年和 2008 年, 作为样本期间的危机时期。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, 重新进行了前文的各类回归, 实证结果没有实质性差异。

(3) 内生性的稳健性检验。

为了控制和考察企业当期投资对新增举债的影响, 本文模型 1 和 2 均同时包括了企业新增积极举债 (被解释变量) 与当期投资 (解释变量) 两个变量。事实上除了当期投资对企业新增积极举债的促进效应 (interacting effect) 之外, 也可能存在新增积极举债对当期投资的反馈效应 (feedback effect)。如果这样, 那么新增举债与当期投资之间存在内生性进而将导致原估计有误。Julio and Chabela (2004) 的研究表明, 控制内生性问题的最好方法是使用工具变量或设定方程组模型。因此, 本文采用引进工具变量的方法以检验和控制变量间可能的内生性问题。在工具变量的选择上, 我们选取企业上期投资作为其当期投资的工具变量, 主要基于以下两个方面的考虑 (曾爱民, 2010): 第一, 企业上期的投资支出对其当期投资具有显著重大的影响, 因为企业的投资支出具有一定的延续性, 下期投资在很大程度上是上期投资的一种后续投资。第二, 企业上期投资对其当期新增积极举债没有直接重大影响。引入工具变量后, 无论是 Wu-Hausman F 检验还是 Durbin-Wu-Hausman chi-sq 检验, 最小的 P 值都大于 0.46, 表明企业新增积极举债和当期投资之间没有内生性问题。因此, 本文的实证结果不存在内生性影响的问题。

## 五、结论与讨论

本文以 2007 年爆发的全球性金融危机为背景, 研究了金融危机前企业通过不同财务政策所获取不同类型的财务柔性对企业在金融危机时期融资决策行为的影响。实证结果表明: (1) 高负债融资柔性企业在危机中可以更多地通过积极举债方式筹集所需资金, 并能更多地使用负债资金为其投资活动提供所需资金; (2) 拥有高现金柔性的企业, 在危机时期能够更多地通过调用现金储备满足其投资活动资金需求; (3) 同时具有高现金柔性和高负债融资柔性的企业, 能够在危机中同时通过增加负债和调用现金储备两种方式为其投资活动提

供资金。这些研究发现较好地支持了上述观点, 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的为其有价值的投资机会提供所需资金。

本文的研究结论具有广泛的理论和实践意义。虽然本文是以刚结束的金融危机为冲击事件展开研究的, 但事实上, 在当今风云变幻的经济全球化时代, 企业经常面临着内、外部经营环境和经营决策本身的不确定性。复杂多样的不确定性既可能带给企业巨大的负面冲击 (如劳动力市场、原材料市场、产品市场或者金融市场的冲击等), 也可能带给企业有价值的投资机遇。无论企业遭遇的是不利冲击还是有价值的投资机会, 都会导致突发性的资金需求。因此只有在事先财务政策安排时储备了适度财务柔性的企业, 才能在不确定性事件发生或者事件偏离预期时拥有更强的资金筹集或调用能力, 或者避免企业陷入财务危机甚至破产倒闭的境地, 或者保证企业更好地把握有价值的投资机会, 从而实现企业价值最大化的目标。

但值得注意的是, 虽然本文的实证结果表明, 在面临金融危机冲击时, 同时拥有高现金柔性和高负债融资柔性的企业具有更大融资灵活性。但这并非说明企业财务柔性越高越好, 因为财务柔性理论的核心思想是一种权衡的思想, 是在将资金当期使用还是保留至未来期间使用之间的一种权衡。当企业保持最优财务柔性水平时, 意味着当前使用资金与未来使用资金所能创造的边际价值刚好相等。因为如果当期使用资金创造的边际价值大于未来使用的边际价值, 则企业应当期使用这部分资金。反之, 则企业应将该部分资金以财务柔性的形式储备起来以供未来使用。因此如果企业当期保持了过高或过低的财务柔性, 则意味企业财务政策的安排已经存在失误, 同时企业价值也实际上已经遭受减损。所以, 如何选择合适的财务政策以获取和保持适度的财务柔性不仅是一个仍需进一步研究的重要理论问题, 更是后金融危机时代企业财务管理实践中的一个重要实务问题, 是理论界和实务界仍需共同努力探究解决的一项关键性课题。

(《金融研究》2011 年第 10 期 略有删节)

## 高管权力与企业薪酬变动的非对称性

方军雄

### 一、引言

随着中国企业薪酬制度改革的启动和深入, 原有平均主义为特征的薪酬制度日益被基于经营绩效的薪酬制度所替代, 尤其在市场化程度较高的上市公司当中, 富有活力的市场化薪酬制度开始逐渐成为其良好公司治理的一个部分 (李维安和张国萍, 2005; 方军雄, 2009a; 辛清泉和谭伟强, 2009)。不过, 随之衍生的企业内部高级管理人员 (以下简称“高管”) 与普通员工之间薪酬差距逐渐不断扩大的现象 (林泽炎, 2004), 引起了社会公众和政府部门的关注。随着 2008 年全球性金融危机的深化、蔓延, 上市公司过大的薪酬差距更是成为公众抨击的对象, 更为严格的针对企业高管