

数智化时代下现金的角色转换

石昕 程六兵 刘峰

一、问题的提出：基于多案例的数据

微软公司于1986年在纳斯达克上市，之后的业绩逐步上升。但它的现金比例一直非常高，1986～2022年中有20年的现金及有价证券占总资产的比重超过50%，其余绝大多数年份的现金持有比例也超过30%。如果说微软公司是一个软件开发企业，对固定资产等经营性资产的要求不同于制造业的话，那么，苹果公司从创立之日起就是以计算机生产和销售为主，收入主要来自硬件销售，从早期的个人计算机到今天的智能手机、计算机、平板电脑等，但1998～2021年苹果公司的现金持有比例也持续超过50%，2016年现金持有比例攀升至73.86%，2017年现金持有量高达2 688.95亿美元。谷歌公司创立于1998年，2004年8月在纳斯达克上市后，公司年平均现金持有量超过50%，最高达到78.22%。

按照目前主流财务理论对现金作用的讨论，现金的主要作用包括预防性动机（避险）、交易性动机、代理成本动机等（Opler等，1999；葛瑶等，2022），上述公司高比例现金持有都超过了理论的预期值，对应有两种可能的结果：一是经营上，超额现金持有

不会带来规模的超速增长和利润的超额增加；二是股价反应上，基于有效市场假设，投资者应该能够“看穿”（see through）公司超额现金持有的可能负面效果，会给予超额现金持有以负面定价。但上述几个公司的业绩持续增长，且都能够适时地根据市场需求进入新领域，如苹果从电脑到iPod，再到iPhone、iWatch等。同时，资本市场对这些公司也给予了正面评价，它们在很长时期里都是美国资本市场上市公司里市值较高的公司。

我国市场上也存在高比例持有现金的上市公司，如华为、滴滴、小米，这三家公司的业务发展良好，规模不断扩张，且资本市场对其高额现金持有也没有负面评价。其中，华为公司为了能够保持行业领先地位且能够及时拓展新业务（如进入汽车领域），近几年每年研发支出超过千亿元人民币（2022年为1 615亿元），专利申请和授权量全球领先（2022年5 805件），这些都以其充足的现金储备为基础。

以上尽管只是个别企业的数据，但已有的文献（Bates等，2009；肖土盛等，2020）对大样本上市公司的描述性统计数据表明，持有高额、高比例现金具有普遍性。那么上市公司为什么要持有高额现金？可能的理论解释是什

么？与数智化时代有什么关系？

二、现金的意义：以小米公司为例

小米公司创立于2010年，2011年正式通过网络发售手机，2018年在香港联交所上市。小米公司最初以手机为其核心产品，但与之之前的手机企业路径不同，小米公司开发、销售手机都是基于互联网。特别是小米1开始的网络预售模式和网络发售影响极大，5分钟内30万部手机售罄。2014年小米手机位居当年国内智能手机市场占有率第一。

对一个成立4年就创下智能手机市场占有率全国第一的企业来说，小米公司能否成为像波士顿矩阵所定义的那种拥有“现金牛”状态的企业，持续享受市场受欢迎产品所带来的红利？回到工业化时代，当一家企业的某项产品获得市场占有率第一或在某个细分市场获得市场占有率第一的领先地位时，该企业能够享受一段市场竞争优势所带来的收益，比如20世纪80、90年代的长虹电视机（安静，1999）、格力空调（严昊晖和张龙逸，2021）等。而小米公司所处的市场环境是数智化时代，取得市场第一并不意味着企业就取得了波士顿矩阵所定义的“现金

表1 小米公司2015~2022年现金余额、占比情况表 单位：百万元

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
现金及现金等价物	8 394.08	9 230.32	11 563.28	30 230.15	25 919.86	54 752.44	23 511.58	27 607.26
受限制现金	67.06	633.96	2 711.12	1 480.18	1 538.23	3 625.26	4 319.66	3 956.79
短期银行存款	739.36	440.16	225.15	1 365.99	21 523.04	17 598.95	31 041.13	29 874.71
长期银行存款					590.16	9 608.68	16 195.42	16 788.35
应收贷款 ¹	100.98	1 598.06	8 144.49	10 293.64	12 723.50	8 919.09	5 109.03	7 829.56
按公允价值计入损益的短期投资	789.94	3 437.54	4 488.08	6 648.53	16 463.39	22 376.39	29 311.85	9 845.91
按公允价值计入损益之长期投资 ²	3 026.96	3 302.69	5 764.53	5 215.90	4 778.26	10 619.79	12 312.62	10 283.62
按公允价值计入其他综合收益的短期投资						797.46	710.87	449.11
按公允价值计入其他综合收益的应收票据						200	14.03	40
按摊余成本计量的短期投资	1 629	80	800				15 959.92	
按摊余成本计量的长期投资						232.8	351.36	
现金合计	14 747.38	18 722.73	33 696.65	55 234.39	83 536.44	128 730.85	138 837.47	106 675.31
资产总额	39 136.54	50 765.60	89 869.76	145 227.95	183 629.21	253 679.82	292 891.87	273 507.21
现金/资产总额	37.68%	36.88%	37.49%	38.03%	45.49%	50.75%	47.40%	39.00%

注：本文对小米现金的分析按照其资产负债表及附注中披露的全部信息，将所有可以快速转换成现金的项目都视同现金。其中，所有长期投资都是持有的股票，可以在市场上随时变现部分。与小米公司自己所披露的现金在口径上不完全一致。1：应收贷款是小米集团对外发放的贷款，通常期限在12个月之内。这里给出的是扣除计提减值后的净值。2：小米年报附注将这部分区分为上市公司和非上市公司两部分披露。以2020年年报为例，“按公允价值计入损益之长期投资——权益投资”139.69亿元，上市部分106.20亿元，非上市部分33.49亿元。笔者将上市部分计入广义现金。其中，小米对外投资中还包括可转换可赎回优先股，但考虑到它转换成现金的难度，没有计入现金。

数据来源：小米发布的招股说明书和年度报告

牛”产品和地位。一方面，企业面临的竞争压力越来越大，即便是处于行业领先地位也不能保证其在未来一段时期里能够保持市场地位。实际也是如此。2016年之后，小米智能手机在我国市场的占有率一直在3~6名间波动。另一方面，数智化时代下企业面临的竞争压力除了来自同行外，还有来自同行外的企业或新进入的创业企业的冲击，如苹果从计算机行业切入手机领域，推出基于互联网的智能手机，给行业中的企业带来较大冲击。同时，随着技术创新频率加快，熊彼特所定义的“创造性毁灭”展现得更加明显，如手机的出现与普及淘汰了传呼机、固定电话等产品；智能手机的推出使得MP3音乐播放器、卡片式照相机等产品逐渐退出舞台。也正因如此，小米

公司在取得初步成功后朝着两个方向发展：一是逐步加大手机的研发投入，改变小米手机在市场上的定位，走向高端化道路；2015~2022年，小米公司研发投入增加了55倍。二是朝着其他多个领域发展，2021年3月，小米公司宣布进军汽车制造领域，这是小米公司的一个重大改变，需要重新搭建一套涵盖汽车的研发、设计、软件和系统开发、电池等环节的系统。

小米公司的发展是当前数智化环境下绝大部分企业所面临的共同局面：公司必须要持续地研发，不断巩固已有的竞争优势，并不断探索新的发展机会。相应地，公司不仅要在研发上持续投入，同时也要有充足的现金投入固定资产更新改造，或通过对外投资来形成新的生产能力。而这些都需要

公司拥有充足的现金。表1是小米公司的现金余额情况表。从表1可以看出，2015~2022年间，小米公司一直持有高额现金，平均余额为725.23亿元，现金在总资产中的平均占比为41.6%。小米公司充足的现金余额是实现其发展和战略转型的基础。

三、从“润滑剂”到“加速剂”：现金在再生产过程中作用的新定位

如果能够简单地将企业成功分为人的因素和物的因素，毫无疑问，人的因素要高于物的因素。在人的因素中，企业家又发挥着决定性的作用（张维迎，1995）。没有企业家和优秀管理者的管理智慧，所有的“物”——资产负债表左边所体现的全部资产——都是静态的物品，无法通过有效运转创造

更高的价值。

在给定人的因素不变的情况下,物的因素在企业经营或企业再生产过程中的作用和重要性程度会因为社会环境的转换而改变。比如,在传统的农业社会,社会产出主要来自土地,土地是社会再生产过程中的“发动机”,土地是财富之母(威廉·配第);当人类社会进入工业化时代,社会进一步发展、科学技术对社会再生产的作用不断提升,科学技术是第一生产力,物化资产的作用在下降;随着人类社会进入数智化时代,信息成为社会再生产过程中的一个重要因素,土地在社会再生产过程中的作用进一步下降,对基于互联网架构的平台公司来说,连办公场所都可以虚拟化,土地的作用几乎可以忽略。换个视角,信息对人类社会的重要性一直都在,但信息对再生产的重要性随着数智化时代的到来而不断提升,对互联网平台类企业来说,信息是最重要的生产要素之一。

回到本文所关注的再生产过程中现金的作用问题。社会经济发展模式不同,现金在其中的作用也不同。相应地,现金管理策略也会发生改变。无论是预防性动机还是交易性动机、代理成本动机等,都是将现金放在企业再生产过程的辅助位置,现金是企业再生产过程中的“血液”或“润滑剂”,它的作用是帮助企业再生产过程更加顺畅。传统制造业环境下,企业运行对现金的需求与“血液”极为相似:现金存量不足,会导致企业运行不畅甚至死亡;保有能够满足正常运行所需的现金并留有余地,有助于企业提高财务弹性、抵御风险;但超额现金持有、特别是大比例超额现金持有,并不是一种对企业价值有益的管理策略,甚至可能降低公司价值,不能被认为是



图 / 视觉中国

一种理性、正常的财务策略,这也是Jensen (1986)“自由现金流”假说的现实基础。20世纪80年代美国很多上市公司采用股份回购、特别股利等方式,将“多余”的现金返还给股东(Michacly和 Moin, 2021),就是这一理论指引的产物。

数智化改变了社会经济运行的逻辑,也重新定义了商业模式与商业运行的底层逻辑,改变了各要素在社会再生产中的地位、作用和排序。现金不再仅仅是一种“血液”或“润滑剂”,而是从配角、辅助作用转向主角、主导作用。与“润滑剂”相对应,本文借鉴化学上的术语,用“加速剂”来形容数智化社会经济发展模式下现金的作用。“加速剂”是指能够加快化学反应发生的液态或固体,它的工作原理类似于“催化剂”,但之所以选择使用“加速剂”一词是基于两点考虑:

第一,催化剂只是加快化学反应的速率,但反应的结果不变,而“加速剂”并不必然包括这种结果,它也有可能导致负面结果的发生。

第二,“加速剂”一词与“润滑剂”可以较好地对应,直观反映出现金在企业再生产过程中的作用。具体到企

业再生产的循环过程中,传统制造业环境下现金作为“润滑剂”,发挥的是辅助作用,过量的现金容易导致企业运行方向失控;数智化环境下现金是“加速剂”,不仅能够保证企业再生产过程运行顺畅,还能够帮助企业在竞争压力的环境下加大创新研发的力度(邢毅等, 2022),并适时采纳新的生产模式或进入新的领域,以保证企业拥有持续的竞争力。

换言之,在传统工业制造时代,企业的生产、经营活动一旦确定,会在一个相对较长的时期里保持稳定,现金是企业经营活动的“润滑剂”,保证企业的经营活动有序、顺畅运行即可。数智化时代,面对不断转换的市场需求,企业要能够及时调整、抓住市场持续变化的需求,这就需要企业拥有充足的现金。没有现金,企业不能组织有效的研究与开发活动,不能根据市场需求及时调整企业的发展方向、重建企业的供应链系统等,企业就会在不断变化的市场环境中逐步甚至迅速丧失竞争力,并被市场所淘汰。因此,现金不再仅仅是企业经营活动的“润滑剂”,而是成为企业经营活动的“加速剂”,具体表现在:

第一,数智化时代产品市场信息更加透明,竞争加剧(陈德球和胡晴,2022),由此产生两方面后果:一方面,企业为了保持竞争优势或跳跃到新的市场,需保留更多现金用于研发、转型升级等。另一方面,对于拟进入新领域的企业,则面临各项高成本的生产要素,包括资金、人工、设备等,需大量现金作为保障,如小米公司进军造车行业。

第二,数智化催生新的商业模式且新的商业模式易被模仿(刘峰等,2023)。新的商业模式需推广、扩张,吸引客户及其他参与方,此时现金是推广速度的重要保障,也是后续潜在竞争者需要迈过的篱笆,如滴滴打车快速占领国内市场。

第三,数智化时代人才竞争更加激烈。传统的制造业中机器、设备等固定资产是企业价值的主要决定因素,规模越大,产量越多,收入就越高。固定资产的特点是一次性投入,后续通过累计折旧计入产品成本,而累计折旧属于非现金支出,使得企业在固定资产的生命期内不需要长期保留大量现金。在数智化时代,固定资产的作用下降,人的作用增强,尤其是高端人才的竞争加大,而支付高额薪酬是人才竞争的主要手段,此时高额持有现金是加速获得高端人才的保障。

第四,数智化时代现金的融资能力增强。随着互联网、智能手机的广泛应用,数据、信息成为企业重要资产(张新民和金瑛,2022)。这些新出现的资产难以估值、计量、在表内呈现,且原有资产的价值相对在下降,使得企业进行外部融资的交易成本提高。此时,大量持有现金是传递企业获利能力的信号,也是未来偿还债务的保障,从而增强企业的融资能力。

正因为现金角色的这种转变,可以更好地解释为什么企业持有越来越多的现金而资本市场没有给予负面评价。

以上只是基于多个案例的一种猜测或假设,需要更加严谨的理论讨论和经验证据的支持。未来的研究可以从多个方向展开,如关于现金信息与公司价值、现金信息与公司新业务、现金信息与公司发展速度等。既然现金的角色是“加速剂”,在让公司收入增长更快、增加收益等的同时,也存在让公司面临更大风险的可能,其中的调节性因素就是企业家能力、公司治理等,也因此会提出新的研究课题。进一步,最优现金持有量概念需要重新被认识,相应地,现金管理政策或策略也需要作出相应调整。

(本文系国家自然科学基金重点项目“数智时代的企业投融资与风险管理”<72232007>的阶段性研究成果)

(作者单位:山东财经大学 中国海洋大学 厦门大学会计发展研究中心)

责任编辑 任宇欣

主要参考文献

- [1] 安静.思考长虹[J].企业研究,1999,(4):31-33.
- [2] 陈德球,胡晴.数字经济时代下的公司治理研究:范式创新与实践前沿[J].管理世界,2022,38(6):213-240.
- [3] 葛瑶,沈哲,李海丽.公司现金持有研究综述[J].当代会计评论,2022,15(1):55-73.
- [4] 刘峰,刘桑田,孟庆玺.数智化与商业模式:从功能价值到情绪价值——以东方甄选“小作文”事件为例[J].财会月刊,2024,45(5):18-23.

[5] 肖土盛,孙瑞琦,袁淳.新冠肺炎疫情冲击下企业现金持有的预防价值研究[J].经济管理,2020,42(4):175-191.

[6] 邢毅,桂黄宝,李翔.技术创新、现金持有及其经济后果——基于预防性动机与代理动机的双重视角[J].技术经济与管理研究,2022,(12):17-22.

[7] 严昊晖,张龙逸.格力电器发展驱动因素分析[J].中国市场,2021,(8):7-12.

[8] 张维迎.企业的企业家:契约理论[M].上海:上海人民出版社,1995.

[9] 张新民,金瑛.资产负债表重构:基于数字经济时代企业行为的研究[J].管理世界,2022,38(9):157-175.

[10] Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do U.S. Firms hold so much more cash than they used to? [J]. The Journal of Finance, 2009, 64(5): 1985-2021.

[11] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American economic review, 1986, 76(2): 323-329.

[12] Opler T, Pinkowitz L, Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52: 3-46.

[13] Michaely R, Moin A. Disappearing and reappearing dividends[J]. Journal of Financial Economics, 2022, 143(1): 207-226.