

DOI: 10.19361/j.er.2022.06.11

货币政策不确定性、 债务期限结构与企业现金持有

李小林 夏昌盛 司登奎*

摘要：本文利用2003—2020年我国非金融上市公司的年度财务数据，实证检验了货币政策不确定性对企业现金持有水平的影响。研究表明，货币政策不确定性上升会促使企业增加现金持有，而缩短的债务期限通过降低货币政策不确定性较高环境下企业的经营风险和代理成本，从而对企业高额现金持有的非效率行为产生治理效应。而且，这一治理效应在短期借款占比较低的企业中尤为明显，而当企业短期借款占比过高，即债务期限过短时，短期借款的潜在风险效应显现，治理效应则并不显著。此外，货币政策不确定性对企业现金持有的影响存在非对称性，当货币政策不确定性处于较高水平时，其对企业现金持有水平的影响更为凸显。本文证实了短期借款可纠正货币政策不确定性环境下微观企业的非效率财务决策，对提高市场资金配置效率具有一定启示。

关键词：货币政策不确定性；现金持有；债务期限结构；治理效应

中图分类号：F832

一、引言

西方财务理论认为，债务融资能够增强贷款银行对企业的专业化监督，限制企业管理层对现金流的自由裁量权，从而有助于减轻代理成本，改善企业内部治理。进一步就债务期限结构而言，与长期借款相比，短期借款给贷款人提供了有效监督企业的途径，能够在更大程度上缓解企业代理问题并缓解贷款人与企业之间的信息不对称问题。但回顾早期关于债务治理问题的研究，却发现整体上我国债务治理效应并不明显，其中最根本的制度原因在于预算软约束。然而，随着我国金融市场化改革的深层次推进以及产权制度与法律体系的日益完善，上述论断有待进一步检验。与此同时，步入新常态后，我国经济下行压力增大，流动性风险问题日益凸显，银行“惜贷”、“断贷”的现象屡见不鲜，导致部分企业陷入资金困境乃至破产危机。债务期限结构如何影响微观企业行为以及实体经济领域风险的问题再度引发关

* 李小林，中国海洋大学经济学院，邮政编码：266100，电子信箱：smileman2004@126.com；夏昌盛，财通证券研究所，邮政编码：100045，电子信箱：maxwell0524@126.com；司登奎（通讯作者），青岛大学经济学院，邮政编码：266075，电子信箱：sidkfinance@163.com。

本文得到国家社科基金一般项目“‘稳增长’和‘防风险’双目标下财政政策与货币政策跨周期协调机制研究”（项目编号：22BJL018）的资助。感谢匿名审稿专家提出的建设性修改建议，作者文责自负。

注。但是,已有研究更多从债务期限结构对微观企业投融资行为的影响等角度展开分析,较少探究其是否及如何影响企业现金配置行为,特别是鲜有研究将债务期限结构纳入到政策不确定性的分析框架下,以细致探讨货币政策不确定性和债务期限结构对企业现金持有的共同影响机理及效应。

企业的现金管理水平为何如此重要?2020年新冠疫情暴发对企业生存韧性提出极大考验,“现金为王”的战略思想不得不成为多数企业应对风险和不确定因素的保守选择,但这未必是最优解。由于信息不对称、金融摩擦等问题的存在,现金持有水平能够显著影响企业的资本成本与投融资能力。过度的现金持有意味着较高的机会成本,而且也为管理层肆意操纵提供了便利,最终可能降低企业资金使用效率,但同时现金储备不足引发的资金链断裂又是企业破产倒闭的重要诱因。因此,如何确定最优现金持有水平,保证自身正常营运的同时又不损失资金配置效率是当前实体企业面临的现实问题。一方面,既有研究从交易成本(Mulligan,1997)、预防性动机(Bates et al.,2009)、代理成本(Jensen,1986)等微观视角对企业现金持有的内在决定因素进行了细致探究。另一方面,企业是环境的产物,因而也有相关文献将视野扩展到宏观经济和外部环境层面,关注到宏观政策(陆正飞、韩非池,2013;Yang et al.,2017)、宏观政策不确定性(余靖雯等,2019)、营商“硬环境”(汪琼等,2020)等对企业现金持有的影响。研究发现,当货币政策宽松时,企业倾向于利用外部资金支持投资决策,减少现金持有规模,而当货币政策趋紧时,企业会出于预防性动机增加现金储备。由此,货币政策可通过调节货币供给的数量及成本影响企业资金使用效率,进而实现对企业投融资行为及经营绩效的微观传导。

宏观经济政策冲击兼具政策水平冲击和政策不确定性冲击成分(王立勇、王申令,2020)。由此,货币政策的实际传导效果很可能受到政策不确定性的影响。目前,货币政策不确定性对宏观经济的不利影响受到密切关注,但其如何影响微观企业行为尚缺乏充分的经验证据。理论上,在货币政策不确定性较高时期,一方面,投资者将难以判断政策导向,由此可能引发市场对经济形势的不确定性预期,进而导致金融机构与企业之间的信息不对称程度加深,从而使得信贷资金淤积在金融体系内部,恶化企业融资环境。另一方面,企业资产负债表加剧恶化的风险可能进一步促使金融机构减少贷款规模、提高贷款成本。何德旭等(2020)从企业资本结构动态调整的角度出发验证了这一机理过程,并得出了货币政策不确定性会通过影响银行信贷决策从而阻碍企业资本结构动态调整的结论。鉴于现金资产具有高度的灵活性和流动性,因此,有效的现金持有决策可以帮助企业缓冲和应对债务风险,谨防企业陷入流动性危机(王红建等,2014)。那么,现金持有是否可在一定程度上作为企业应对货币政策不确定性的缓冲机制?持有现金本质上是牺牲现有的投资机会,现金持有的过度增加即意味着资金配置效率降低,是经济非效率的根源之一(高敬忠等,2021)。货币政策不确定性上升是否会加剧企业持有高额现金的非效率行为?

与此同时,值得注意的是,倘若企业的短期借款占比较高,则可能使得企业必须接受来自银行的外部监督,从而有助于企业治理水平的向上分化(Datta et al.,2005)。特别是在货币政策不确定性较高时期,银行向借款企业施加约束和监督的意愿会明显增强。通过债务清偿和融资再谈判,短期借款为银行约束企业的机会主义行为提供了可能,这不仅能够一定程度上抑制企业在货币政策不确定性冲击下的非理性经营与财务决策,进而增加企业生产经营的稳健性,而且还有助于抑制管理者增加现金持有以谋取私人利益的代理动机。但是,

对于债务期限过短的企业而言,短期借款带来的偿债压力可能增加企业的流动性风险,进而促使企业增加现金持有。那么,短期借款占比的上升究竟怎样影响货币政策不确定性与企业现金持有的关系?在货币政策不确定性背景下,缩短的债务期限是否会通过发挥治理效应进而抑制企业持有高额现金的非效率行为,还是会引发流动性风险从而促使企业进一步提高现金持有水平?

为探究上述问题,本文利用2003—2020年沪深两市非金融上市公司的年度财务数据,实证检验了货币政策不确定性和债务期限结构对企业现金持有的影响效应及作用渠道。在理论层面,本文结合企业现金持有的权衡理论与代理理论,检验了缩短的债务期限在货币政策不确定性与企业现金持有的关系中究竟发挥的是“向下约束”还是“向上激励”的调节效应。研究表明,货币政策不确定性上升会促使企业增加现金持有,而缩短的债务期限有助于抑制货币政策不确定性较高环境下企业增加现金持有的非效率行为。在作用渠道上,缩短的债务期限可以通过降低货币政策不确定性环境下企业的经营风险和代理成本,从而对企业的现金持有行为起到显著的治理作用。进一步分析发现,这一治理效应在短期借款占比较低的企业中更为明显,而当企业债务期限过短时,短期借款的潜在流动性风险效应开始显现,短期借款占比上升对货币政策不确定性环境下企业现金持有行为的综合效应并不显著。此外,货币政策不确定性对企业现金持有行为的影响存在显著非对称性,当货币政策不确定性水平较高时,其对企业现金持有的影响尤为凸显。

与已有研究相比,本文的贡献与研究工作主要体现在:第一,不同于既有研究主要聚焦经济政策不确定性的整体效应,本文旨在厘清货币政策不确定性作用于微观企业现金持有行为的机理过程,不仅丰富了异质性经济政策不确定性的微观效应研究,而且在一定程度上解释了当前“现金为王”的观念重新回归的动因。第二,将债务期限结构引入货币政策不确定性向微观企业传导的机制与渠道分析,证实了短期借款的治理效应可以纠正货币政策不确定性环境下企业的非效率财务决策,对于“三期叠加”背景下合理引导微观企业财务决策、提高市场资金配置效率具有重要政策启示。第三,将债务期限结构的“治理效应”与“风险效应”以及不确定性环境下企业现金持有的“预防性动机”与“代理动机”置于同一分析框架下综合探讨,研究发现无论是出于预防性动机还是代理动机,货币政策不确定性上升均会促使企业增加现金持有,而缩短的债务期限有助于降低企业的经营风险和代理成本,削弱企业向上调整现金持有的预防性动机和代理动机。这一研究发现深化了有关现金持有动机的相关研究。

二、理论分析与研究假设

(一) 货币政策不确定性与企业现金持有行为

企业现金持有动机的理论主要包括权衡理论和代理理论。权衡理论认为,企业出于交易性动机和预防性动机而储备现金(Opler et al., 1999)。其中,交易性动机是指企业为满足正常生产与经营运转而持有一定量的现金资产,而预防性动机则是指企业为捕捉投资机会或者应对不利冲击而持有一定量的现金。通常来讲,当面临较高的外部融资成本或较大的未来现金流不确定性时,企业将具有更强的预防性动机^①,从而倾向于持有更多现金资产。

^①此处所述的预防性动机实际上也包含相关文献所提及的投机性动机。

代理理论认为,企业管理者很可能在不考虑股东利益的情况下,为实现在职消费、激励补偿或者过度投资等私人利益而持有更多现金,而非向股东支付股利。虽然企业的现金持有行为通常会受到多重动机的影响,但相关经验证据表明,对于融资约束和代理问题严重的企业而言,预防性动机和代理动机是促使企业持有高额现金的最主要因素(罗进辉等,2018)。

如上所述,理性的企业管理者会权衡成本与收益最终确定最优的现金持有水平。然而,微观主体的决策毫无疑问会受到宏观经济政策的影响,特别是在银行信贷占主导的融资环境下,货币政策的调整会显著影响企业的外部融资能力与市场信心。理论上,宽松的货币政策会放松融资约束,增强企业对未来经营能力、财务状况的信心,最终减少现金持有水平(陆正飞、韩非池,2013)。但现实情况中,企业现金持有水平在宽松货币环境下仍居高不下。货币政策传导的微观机制是货币政策传导有效性的本质问题。特别地,在货币政策传导机制发挥作用的过程中,因政策调整的方向、力度难以把控而带来的不确定性因素可能成为制约货币政策传导有效性的关键(何德旭等,2020)。作为不可避免的系统性风险,货币政策不确定性必然会对企业的现金持有决策产生重要影响。本文主要从以下两个渠道阐述货币政策不确定性对企业现金持有决策与行为的影响。

1. 经营风险渠道——预防性动机视角

货币政策不确定性水平的上升意味着货币政策调整的方向、力度与节奏的波动性增加,不利于市场主体形成稳定一致的合理预期。从银行部门看,银行的信贷决策在很大程度上依赖于对未来市场趋势的预期与研判,而货币政策不确定性上升会干扰银行对投资机会以及企业价值的预测和判断,由此制造贷款期望收益的噪音信号,导致银企间的信息不对称程度进一步加剧。同时,企业借款者的违约风险也会伴随货币政策环境的不确定性而上升。因此,银行部门最终可能选择缩减信贷规模,特别是风险贷款规模,或是提高贷款抵押条件和贷款成本,从而致使企业外部融资渠道收窄、外部融资成本上升(Alessandri and Bottero, 2020)。在这一情形下,企业的生产与投资成本提高,正常经营运转的难度增大。而从企业自身看,当货币政策不确定性增加时,企业可能推迟当前投资以获取更高的“等待”期权价值,由此企业的投资规模和潜在收益机会下降(刘贯春等,2019)。不断上升的货币政策不确定性还可能抑制总需求,特别是产品市场有效需求,致使企业主营实体投资业务的风险和不确定性增加,经营困难或破产风险进一步增加。考虑到现金资产具有高度的灵活性和流动性,此时企业将具有强烈的预防性动机持有高额现金以抵御货币政策不确定性增加带来的经营波动。

2. 代理成本渠道——代理动机视角

从广义上来说,企业的代理问题包括管理者与股东之间以及大股东与中小投资者之间的委托代理冲突,其中,前者为第一类代理问题,后者则为第二类代理问题。相对于股东和其他利益相关者而言,管理者更了解企业的实际经营状况和所面临的真实风险水平,因而也更加了解企业出于预防性动机应该持有的现金水平(罗琦、秦国楼,2009)。然而,在实际的经营过程中,管理者对企业现金持有量的关注可能并非出于防范风险,而是为了谋取私利。特别是在股东与管理者代理冲突较为严重的企业,管理者既有能力也有动力持有现金以实现在职消费、过度投资等目的,而非将现金支付给股东(司登奎等,2021)。而在货币政策不确定性较高的环境下,股东对管理者的监测难度进一步增加,同时管理者的机会主义行为被

股东发现的可能性也有所降低,由此可能导致第一类代理问题愈发严重(王红建等,2014;李凤羽、史永东,2016)。在这种情形下,企业管理者持有高额现金以维护和巩固控制权地位或者实现掏空企业等私利目的的代理动机更为强烈,而这亦是导致企业经济非效率的根源之一。

综上所述,无论是通过影响企业的预防性动机还是代理动机,货币政策不确定性的增加均可能促使企业提高现金持有水平。由此,本文提出如下待于检验的核心研究假设:

研究假设1:货币政策不确定性越高,企业向上调整现金持有的动机越强,其中,经营风险加剧和代理成本上升是潜在的作用渠道。

(二) 货币政策不确定性与企业现金持有行为:债务期限结构的作用

1. 短期借款的治理效应

事实上,缩短债务期限不仅是债务人的融资选择,更是债权人控制风险的一种自我保护方式和一类治理机制。债务期限结构的代理成本理论认为,缩短的债务期限有助于缓解企业所有权与控制权分离而导致的利益冲突,最终表现为股东与管理者之间代理成本的下降,即短期借款具有治理效应。就我国现实情况而言,银行出于信贷风险与绩效压力的考虑,更愿意向企业提供短期借款以控制违约风险。因此,短期借款的治理效应不可忽视。

那么,在货币政策不确定性环境下,缩短的债务期限对企业现金持有行为是否具有治理作用?一方面,当货币政策不确定性上升时,银行的风险态度往往更加保守和审慎,对借款企业施加的外部约束与监督会明显增强,而这可能通过降低企业的经营风险对其增持现金的非效率行为产生治理效应。这是因为,短期借款合约的每一次达成与延续都需要银行与企业反复沟通、磋商,如此银行便能及时掌握企业生产经营状况,从而实现对企业经营状况的有效监控。同时,银行也可通过“停贷”、“断贷”等限制性措施,更加有效地监督企业的非理性经营决策,提高企业经营行为的稳健性(刘海明、李明明,2020)。此外,当货币政策不确定性增加导致企业面临长期融资困境时,短期借款的增加还可帮助企业扩大生产要素投入和产品市场份额,缓解企业经营困境。另一方面,短期借款还可能缓解货币政策不确定性环境下企业的代理冲突问题。面临货币政策不确定性的增加,企业管理者与股东之间的利益冲突将愈发凸显。如果管理层存在过度牟取私利的行为或产生严重资产替代问题而伤害到银行作为债权人的利益,银行可选择终止贷款或是在借款合约中增加更严格的限定性条款,以更加有效地抑制管理者在职挥霍、过度投资等代理成本,从而维护自身债权人利益。此外,短期借款利息和本金的偿还本身也会在较大程度上限制自利管理者的现金侵占行为。而一旦企业管理层占用自由现金流谋取私利的代理动机得以缓解,企业的非效率持有现金水平也将随之下降。基于此,本文认为,缩短的债务期限很可能通过降低货币政策不确定性较高环境下企业的经营风险和代理成本,削弱企业增加现金持有的预防性动机和代理动机,从而对企业现金持有产生“向下约束”的治理作用。

2. 短期借款的风险效应

短期借款具有偿还期限短的特点,缩短的债务期限即意味着企业债务偿还期限的短期化。因此,缩短的债务期限不仅可以发挥治理效应,还可能引发流动性风险。尤其是在货币政策不确定性较高的环境下,短期借款引发的流动性风险可能进一步增加银行“停贷”、“断贷”的可能性,使得企业陷入再融资困境,进一步加剧企业的经营风险。在这种情形下,企业

配置流动性资产以便于及时偿还债务或者避免陷入财务危机的预防性动机尤为强烈。由此,在货币政策不确定性上升时期,企业的现金资产与短期负债也可能存在更强的正相关关系。与此同时,在高度不确定性的货币政策环境中,考虑到债务期限过短很可能致使企业陷入流动性危机,因而管理者的保守性也会增强,从而可能持有大量现金以平滑企业财务风险。此外,由于产权制度安排、预算软约束、地方政府保护以及短期负债长期化现象的存在,短期债务的治理功能很可能被抑制或扭曲,过多的短期债务反而会增加企业的代理冲突成本(童盼,2005;廖义刚等,2009;郭泽光等,2015)。因此,缩短的债务期限亦有可能通过增加货币政策不确定性较高环境下企业的经营风险和代理成本,强化企业增加现金持有的预防性动机和代理动机,从而对企业现金持有产生“向上激励”的作用。鉴于此,本文提出如下竞争性假设:

研究假设 2a:短期借款发挥的治理效应超过风险效应,即缩短的债务期限对货币政策不确定性上升时期现金持有的向上调整具有显著的“向下约束”作用。

研究假设 2b:短期借款发挥的风险效应超过治理效应,即缩短的债务期限对货币政策不确定性上升时期现金持有的向上调整具有显著的“向上激励”作用。

三、研究设计

(一) 模型设定

为考察货币政策不确定性对企业现金持有水平的影响,参考王红建等(2014)、李凤羽和史永东(2016),本文建立如下基准计量模型(1):

$$Cash_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MPU_{t-1} + \alpha_2 Control + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1)式中:下标*i*和*t*分别表示企业个体和年份,*Cash*表示企业现金持有水平,*MPU*表示货币政策不确定性,*Control*为控制变量, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。考虑到货币政策不确定性的潜在时滞效应以及企业本期现金持有决策需要参考过往的信息集作出判断,因此,核心解释变量和控制变量均采用滞后一期值。此外,模型(1)还纳入个体固定效应 η_i ,以控制不随时间变化且不可观测的企业固有特征。值得说明的是,由于货币政策不确定性指标为时间序列,若纳入年份固定效应将会吸收该指标所有的解释力,因此,模型(1)中不控制年份固定效应,而是引入货币政策变量和经济增速以控制宏观层面因素对企业现金持有水平的影响。

结合前文理论分析可知,债务期限结构会影响货币政策不确定性与企业现金持有的关系。为检验债务期限结构的调节效应,我们提出如下计量模型(2):

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MPU_{t-1} + \beta_2 MPU_{t-1} \times STloan_{i,t-1} + \beta_3 STloan_{i,t-1} + \beta_4 Control + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2)式中:*STloan*表示企业债务期限结构,而 $MPU \times STloan$ 为货币政策不确定性与债务期限结构的交互项,以捕捉债务期限结构对货币政策不确定性与现金持有水平关系的潜在调节效应。模型(2)中主要解释变量与控制变量同样滞后一期。控制变量与模型(1)相一致。

(二) 变量定义

1. 企业现金持有水平

借鉴 Opler 等(1999)、王红建等(2014),本文采用现金及现金等价物之和/(总资产-现金及现金等价物之和)的值衡量企业的现金持有水平,记为*Cash*。

2. 货币政策不确定性

为更好地刻画货币政策立场的变化,参考王博等(2019)、何德旭等(2020),本文采用中国银行间市场7天期债券质押回购利率($R007$)的随机波动率作为货币政策不确定性的度量指标。由于 $R007$ 为日度数据,因此,本文基于随机波动率模型测算出日度频率的随机波动率后,再取其年度算术均值,作为度量我国年度货币政策不确定性的具体指标,记为 MPU 。作为最重要的目标市场利率之一, $R007$ 对央行公开市场操作利率的传导效率较高(Li et al., 2021),能够较为理想地反映央行的货币政策立场以及货币市场流动性状况,因而以其随机波动率来衡量货币政策不确定性具有较大的合理性。此外,Huang和Luk(2020)选取了与央行、货币政策以及不确定性相关的关键词进行文本分析,编制了中国货币政策不确定性指数。这一指数可较为细化和连续地刻画与货币政策相关的不确定性,因而亦得到学界的广泛使用(荆中博等, 2021)。鉴于此,在稳健性检验中,本文选用这一指数的年度算术平均值作为货币政策不确定性的替代性度量指标,以检验基准结论的稳健性。

3. 企业债务期限结构

参考刘海明和李明明(2020),本文采用短期借款占比衡量企业债务期限结构($STloan$),具体计算方式为:短期借款与一年内到期的长期借款之和除以总负债。该指标越大,意味着企业的短期借款占比越高,债务期限越短。

4. 控制变量

参考王红建等(2014)、李凤羽和史永东(2016)、高敬忠等(2021),本文选取如下控制变量:(1)企业规模($Size$),以企业总资产的自然对数表示;(2)投资支出率(Inv),以企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以总资产表示;(3)资产负债率(Lev),以总负债与总资产之比表示;(4)企业年龄(Age),采用企业年龄加1的自然对数表示;(5)资产收益率(Roa),即净利润与总资产之比;(6)成长机会($Tobinq$),以总资产市场价值与总资产账面价值的比值表示,反映企业成长机会;(7)经营性净现金流(Cfo),采用经营性净现金流与总资产之比表示;(8)股权集中度($Top10$),以前十大股东持股比例表示;(9)货币供应量($M2$),以广义货币供给量的年度同比增速表示;(10)经济增速(GDP),以国内生产总值的年度同比增速表示。

(三) 数据来源与描述性统计

本文选取2003—2020年我国沪深A股上市公司的年度财务数据作为研究样本,并剔除金融和保险业、ST和*ST、上市短于三年的企业以及主要变量观测值缺失的样本。企业财务数据来源于CSMAR数据库, $R007$ 、货币供应量和经济增速数据来自于WIND数据库。为消除异常值的影响,本文对企业层面的连续变量进行上下1%的Winsorize处理。经过上述处理后,共保留25 299个企业-年度层面的观测值。

表1报告了主要变量的描述性统计结果。上市企业现金持有水平 $Cash$ 的均值0.251大于中位数0.149,标准差为0.317,且从25%—75%的分位看,现金持有水平由0.082上升到0.279,隐含着企业部门现金持有水平的波动率相对较大、个体差异明显。货币政策不确定性 MPU 的均值为0.808,标准差为0.402,表明样本期内我国的确面临一定程度的货币政策不确定性。债务期限结构 $STloan$ 的均值为0.250,中位数为0.226,说明部分上市企业的短期借款占比相对较高。此外,控制变量的分布与已有文献基本一致,表明本文的样本选取具有一定合理性。

表 1 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	P10	P25	中位数	P75	P90	最大值
Cash	0.251	0.317	0.012	0.046	0.082	0.149	0.279	0.541	2.015
MPU	0.808	0.402	0.246	0.263	0.525	0.761	1.050	1.479	1.578
STloan	0.250	0.200	0	0	0.074	0.226	0.389	0.535	0.769
Size	22.030	1.319	19.559	20.515	21.074	21.845	22.779	23.820	26.074
Invt	0.056	0.052	0	0.006	0.017	0.040	0.078	0.128	0.248
Lev	0.440	0.197	0.051	0.171	0.289	0.441	0.589	0.701	0.868
Age	2.629	0.481	0	1.946	2.398	2.708	2.944	3.178	4.127
Roa	0.050	0.040	0.002	0.008	0.020	0.041	0.068	0.102	0.205
Tobinq	1.895	1.155	0.876	1.040	1.187	1.507	2.141	3.177	7.848
Cfo	0.051	0.072	-0.160	-0.032	0.012	0.050	0.092	0.138	0.260
Top10	0.598	0.153	0.237	0.385	0.492	0.610	0.712	0.779	0.944
M2	0.136	0.047	0.081	0.081	0.101	0.133	0.167	0.196	0.285
GDP	0.080	0.026	0.023	0.060	0.068	0.074	0.097	0.114	0.142

四、实证结果分析

(一) 货币政策不确定性与企业现金持有的基准回归结果

表 2 列示了货币政策不确定性与企业现金持有水平的基准回归结果。

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
MPU	0.017*** (4.642)	0.020*** (5.346)	0.026*** (7.035)	0.021*** (5.771)	0.023*** (6.298)
Size		-0.041*** (-10.450)	-0.008 (-1.518)	-0.002 (-0.362)	-0.008 (-1.526)
Invt		-0.459*** (-11.302)	-0.532*** (-12.664)	-0.568*** (-13.962)	-0.593*** (-14.458)
Lev			-0.264*** (-12.616)	-0.273*** (-12.433)	-0.262*** (-12.061)
Age			-0.089*** (-7.026)	-0.074*** (-6.041)	-0.043*** (-3.229)
Roa				0.772*** (9.613)	0.578*** (7.384)
Tobinq				-0.011*** (-3.323)	-0.008*** (-2.608)
Cfo					0.230*** (8.865)
Top10					0.225*** (8.943)
M2	0.766*** (15.771)	0.603*** (12.018)	0.505*** (10.553)	0.427*** (8.564)	0.411*** (8.306)
GDP	0.715*** (7.190)	0.104 (0.862)	-0.278** (-2.150)	-0.172 (-1.419)	-0.076 (-0.626)
常数项	0.045*** (4.321)	1.048*** (11.111)	0.707*** (7.270)	0.524*** (5.721)	0.418*** (4.633)
个体固定效应	是	是	是	是	是
Adj.R ²	0.056	0.075	0.100	0.112	0.124
观测值	25 299	25 295	25 289	24 518	24 495

注：括号内为 robust 调整后的 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。下同。

表2中,列(1)为仅控制宏观变量的回归结果,列(2)—(5)为逐步加入企业层面控制变量的回归结果,所有回归均控制个体固定效应并进行稳健标准误调整。容易看出,货币政策不确定性 MPU 的回归系数均在1%的水平下显著为正。这与研究假设1的预期相符,即当货币政策不确定性增加时,企业倾向于提高现金持有水平。经济意义上,具体观察列(5)结果可知,货币政策不确定性水平每上升1个单位,企业现金持有水平增加0.023个单位,相当于样本均值的9.163%(0.023/0.251)。该结果无论从统计意义上,还是从经济意义上看均尤为显著。

(二) 债务期限结构:治理效应还是风险效应

向企业提供贷款是银行参与企业微观治理、约束企业机会主义行为的重要方式(Datta et al., 2005; 刘海明、李明明, 2020)。那么,企业债务期限缩短究竟是有助于缓解政策不确定性环境下企业持有大量现金这一非效率行为,还是会迫使企业在流动性风险的压力下进一步“向上调整”现金持有量?为验证这一问题,本文进一步对模型(2)进行回归,回归结果列示于表3列(1)—(5)。不难发现,无论是否加入企业层面控制变量,货币政策不确定性 MPU 的系数始终显著为正,而其与债务期限结构的交互项 $MPU \times STloan$ 的系数则始终显著为负。这意味着,企业的债务期限越短,货币政策不确定性对企业现金持有量的冲击程度越小。这一实证结果支持了研究假设2a,拒绝了研究假设2b,即短期借款发挥的治理效应超过风险效应,短期借款占比上升总体上有助于在货币政策不确定性环境下抑制企业大量持有现金的行为。

表3 货币政策不确定性、债务期限结构与企业现金持有的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
<i>MPU</i>	0.051 *** (7.011)	0.050 *** (6.911)	0.054 *** (7.641)	0.051 *** (7.522)	0.053 *** (7.925)
<i>MPU</i> × <i>STloan</i>	-0.150 *** (-7.508)	-0.135 *** (-6.780)	-0.125 *** (-6.431)	-0.131 *** (-7.236)	-0.133 *** (-7.414)
<i>STloan</i>	-0.045 ** (-2.291)	-0.062 *** (-3.140)	-0.034 * (-1.718)	-0.022 (-1.167)	-0.007 (-0.398)
<i>Size</i>		-0.040 *** (-10.366)	-0.010 * (-1.935)	-0.004 (-0.795)	-0.009 * (-1.928)
<i>Inv</i>		-0.471 *** (-11.663)	-0.544 *** (-12.993)	-0.575 *** (-14.240)	-0.599 *** (-14.710)
<i>Lev</i>			-0.212 *** (-9.986)	-0.230 *** (-10.523)	-0.222 *** (-10.239)
<i>Age</i>			-0.092 *** (-7.342)	-0.075 *** (-6.191)	-0.043 *** (-3.301)
<i>Roa</i>				0.685 *** (8.655)	0.517 *** (6.667)
<i>Tobinq</i>				-0.011 *** (-3.528)	-0.009 *** (-2.776)
<i>Cfo</i>					0.196 *** (7.724)
<i>Top10</i>					0.223 *** (8.934)
<i>M2</i>	0.773 *** (15.903)	0.615 *** (12.235)	0.505 *** (10.517)	0.430 *** (8.645)	0.420 *** (8.470)
<i>GDP</i>	0.887 *** (8.987)	0.305 ** (2.559)	-0.177 (-1.376)	-0.055 (-0.454)	0.027 (0.225)
常数项	0.044 *** (3.654)	1.024 *** (10.945)	0.737 *** (7.551)	0.555 *** (6.027)	0.446 *** (4.904)
个体固定效应	是	是	是	是	是
Adj. R^2	0.074	0.093	0.112	0.123	0.134
观测值	25 299	25 295	25 289	24 518	24 495

(三) 作用渠道探讨

结合前文理论分析可知,货币政策不确定性和债务期限结构很可能通过经营风险渠道和代理成本渠道,对现金持有的预防性动机和代理动机产生影响。为此,本文将对这两种可能的作用渠道加以验证。

1. 经营风险渠道

遵循 Wang 等(2022),本文采用企业资产回报率(Roa)的三期滚动标准差作为经营风险的代理变量,并定义经营风险指示变量 $LRisk$,当企业经营风险高于行业年度中位数时取值为1,否则为0。在此基础上,借鉴江艇(2022)提出的作用渠道检验思路,在模型(2)中,引入货币政策不确定性和经营风险指示变量的交互项 $MPU \times LRisk$,以及二者与债务期限结构的交互项 $MPU \times STloan \times LRisk$,并同时控制三者的其他两两之间的交互项,对经营风险渠道加以检验。估计结果见表4列(1)。容易看出, MPU 和 $MPU \times LRisk$ 的系数显著为正,而 $MPU \times STloan$ 和 $MPU \times STloan \times LRisk$ 的系数显著为负。这一结果说明,货币政策不确定性和债务期限结构对现金持有的影响在经营风险水平不同的组间存在显著差异。对经营风险较高企业而言,货币政策不确定性对现金持有的影响更大,而此时债务期限结构的治理效应亦更为明显。这意味着,货币政策不确定性通过加剧经营风险从而促使企业增加现金持有,而较高的短期借款占比能够在货币政策不确定性较高的环境下降低企业经营风险,从而削弱企业持有现金的预防性动机,最终抑制企业增持现金。这是因为,当货币政策不确定性上升时,金融机构通过缩短债务期限控制风险的偏好有所提升,由此很可能致使企业陷入长期融资困境。短期借款的增加不仅有助于企业扩大生产要素投入和产品市场份额,还能够通过外部债权人监督机制和内部偿债期限短期化,约束企业管理者的非理性生产经营与投资决策,从而改善企业经营绩效,缓解财务困境,并抑制企业现金持有向上调整。至此,货币政策不确定性和债务期限结构影响企业现金持有的经营风险渠道得以证实。

2. 代理成本渠道

倘若货币政策不确定性和债务期限结构通过代理成本渠道影响企业的现金持有行为,则这一影响应该对代理冲突严重的企业更为凸显。因此,为验证代理成本渠道是否成立,本文采用企业管理费用与主营业务收入的比值衡量代理成本。该指标越大,表示企业的第一类代理成本越高。在此基础上,以该指标的行业年度中位数为界,定义代理成本指示变量 Adm ,当企业代理成本高于中位数时取值为1,否则为0。最后,在模型(2)中引入货币政策不确定性和代理成本的交互项 $MPU \times Adm$,以及二者与债务期限结构的交互项 $MPU \times STloan \times Adm$,对代理成本渠道加以实证检验。如表4列(2)的结果所示, $MPU \times Adm$ 的系数显著为正,而 $MPU \times STloan \times Adm$ 的系数显著为负,说明货币政策不确定性上升会在更大程度上促使代理问题严重的企业提高现金持有水平,而缩短的债务期限亦能在这类企业中发挥更强的治理效应,通过缓解企业管理者与股东之间的代理冲突,削弱管理者现金持有的代理动机,从而对货币政策不确定性较高时期企业的现金增持行为起到显著的“向下约束”作用。这是因为,当货币政策不确定性上升时,银行通过短期借款向企业施加的外部治理功能增强,进而能够有效抑制管理者自利行为的发生,监督管理层对企业现金的侵占行为。此外,短期借款发挥的治理效应在一定程度上缓解了银企间的信息不对称,银行可以通过对短期借款的“停贷”、“断贷”或是施加更为严格的限制性条款等操作来约束企业的非理性财务决策。由此,缩短的债务期限通过缓解股东与管理者之间的代理冲突,从而降低货币政策不确定性增

加对企业资金配置行为不利冲击的作用渠道得以验证。

表 4 货币政策不确定性、债务期限结构与企业现金持有的作用渠道检验

	(1)	(2)
	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
	经营风险渠道	代理成本渠道
<i>MPU</i>	0.028 *** (3.605)	0.024 *** (3.521)
<i>MPU</i> × <i>STloan</i>	-0.076 *** (-3.629)	-0.088 *** (-4.337)
<i>MPU</i> × <i>LRisk</i>	0.051 *** (3.792)	
<i>MPU</i> × <i>STloan</i> × <i>LRisk</i>	-0.116 *** (-3.218)	
<i>MPU</i> × <i>Adm</i>		0.033 *** (4.612)
<i>MPU</i> × <i>STloan</i> × <i>Adm</i>		-0.053 ** (-2.270)
<i>STloan</i> × <i>LRisk</i>	0.050 (1.566)	
<i>STloan</i> × <i>Adm</i>		-0.042 ** (-2.452)
<i>STloan</i>	-0.033 (-1.575)	0.037 * (1.739)
<i>LRisk</i>	-0.015 (-1.282)	
<i>Adm</i>		0.122 *** (2.936)
常数项	0.452 *** (4.966)	0.195 * (1.927)
控制变量	是	是
个体固定效应	是	是
<i>Adj. R</i> ²	0.136	0.155
观测值	24 495	23 536

(四) 稳健性检验

1. 替换核心变量的度量方式

为保证基准回归结果的稳健性,本文进一步采用 Huang 和 Luk(2020)基于文本分析法编制的中国货币政策不确定性指数的年度均值作为货币政策不确定性的替代指标,记为 *MPU1*。同时,对于债务期限结构,本文采用流动负债与一年内到期的非流动负债之和除以当期总资产的比值重新加以度量,并表示为 *STloan1*。为充分论证货币政策不确定性和债务期限结构对企业非效率现金持有行为的影响,本文还借鉴罗进辉等(2018),采用实际现金持有水平与回归得到的预期现金持有水平^①之差(*Extra_Cash*)作为企业现金持有的替代变量,以突出“过度持有”的特征。表 5 列(1)—(3)汇报了模型(2)在替换上述三个核心变量(货币政策不确定性、债务期限结构与现金持有)之后的回归结果。结果显示,货币政策不确定性的系数仍显著为正,而其与债务期限结构交互项的系数仍显著为负,再次验证了缩短的债务期限可纠正货币政策不确定性环境下企业的非效率现金决策。

①企业的预期现金持有水平由实际现金持有对企业规模、现金流、净营运资本、销售收入增长率、资本支出、财务杠杆及股利发放等主要影响因素回归得到。感兴趣的读者,可向作者索取该回归结果。

表 5 稳健性检验:替换核心变量度量方式

	(1)	(2)	(3)
	Cash	Cash	Extra_Cash
MPU1	0.092 *** (13.159)		
MPU1×STloan	-0.119 *** (-7.065)		
MPU		0.092 *** (7.846)	0.030 *** (5.512)
MPU×STloan1		-0.194 *** (-7.263)	
MPU×STloan			-0.075 *** (-5.363)
STloan	0.040 * (1.702)		0.023 * (1.666)
STloan1		0.154 *** (5.804)	
常数项	0.542 *** (6.049)	0.295 *** (3.147)	0.402 *** (5.845)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
Adj.R ²	0.155	0.120	0.066
观测值	24 495	21 839	24 453

2. 剔除金融危机冲击

前文的回归分析并未考虑其他与货币政策不确定性相关的同期冲击,如 2008—2009 年国际金融危机,这可能导致本文实证结果受到遗漏变量偏差的影响。为控制这一问题,参考 Cui 等(2018)的研究方法,本文构建了三个金融危机虚拟变量,具体度量方式为:将 2007—2008 年、2008 年以及 2008—2009 年分别取值为 1,其余年份为 0,并分别以 *Crisis1*、*Crisis2* 和 *Crisis3* 表示,以充分控制危机演进的不同阶段对实证结果的潜在影响。随后,在模型(2)中逐一加入货币政策不确定性、债务期限结构与三种金融危机虚拟变量的交互项以重新进行参数估计。如表 6 列(1)—(3)的结果所示,三种情形下 MPU 的系数仍显著为正,而交互项 MPU×STloan 的系数仍显著为负,与基准回归结论相一致,表明本文的主要发现并非源于金融危机冲击。

表 6 稳健性检验:剔除金融危机冲击

	(1)	(2)	(3)
	Cash	Cash	Cash
MPU	0.054 *** (7.993)	0.062 *** (8.887)	0.050 *** (7.048)
MPU×STloan	-0.134 *** (-7.431)	-0.147 *** (-7.786)	-0.119 *** (-6.490)
MPU×Crisis1	0.017 (1.443)		
MPU×STloan×Crisis1	-0.034 (-1.295)		
MPU×Crisis2		0.137 *** (5.962)	
MPU×STloan×Crisis2		-0.244 *** (-4.394)	
MPU×Crisis3			0.011 (0.930)
MPU×STloan×Crisis3			-0.061 ** (-2.525)

续表 6 稳健性检验:剔除金融危机冲击

	(1)	(2)	(3)
	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
<i>STloan</i>	-0.005 (-0.263)	0.009 (0.453)	-0.013 (-0.687)
常数项	0.456 *** (4.862)	0.393 *** (4.273)	0.446 *** (4.816)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
Adj. R^2	0.133	0.135	0.133
观测值	24 499	24 499	24 499

3. 可能的内生性问题

遗漏变量引起的内生性问题可能对回归结果造成干扰,因此,本文着重考虑了各省份金融机制贷款余额与 GDP 比值(*Fin*)和财政政策不确定性(*FPU*),以期剔除各地区金融发展状况及其他类型政策不确定性对货币政策不确定性、债务期限结构和企业现金持有水平可能造成的共同影响。其中,财政政策不确定性由 Huang 和 Luk(2020)编制的中国财政政策不确定性指数加以度量。回归结果列示于表 7 列(1)和(2)。不难发现,在逐步加入两个可能的遗漏变量后,本文的核心结论并未发生实质性变化。

对于仍可能因遗漏变量、反向因果而存在的内生性问题,本文进一步采用工具变量法进行估计。一方面,考虑到中国与 G7 国家的货币政策及其调整存在一定联动性,并且 G7 国家的货币政策不确定性可能通过贸易渠道和汇率渠道影响中国货币政策不确定性,因此,本文采用 G7 国家的加权平均货币政策不确定性(*MPU_IV*)作为我国货币政策不确定性的工具变量,具体度量方式为:先估计出 G7 国家的 3 月期银行间市场利率随机波动率,再以中国对这些国家的进出口总额占比作为权重,计算出加权平均利率随机波动率。另一方面,尽管我国实体企业的债务期限结构在相当程度上取决于金融部门的风险偏好和市场势力,但企业债务期限结构仍可能受到其自身现金决策的影响。鉴于此,本文采取同一省份内其他地级市企业的债务期限结构均值(*STloan_IV*)作为本文债务期限结构的工具变量。从相关性看,相同省份企业面临的区域经济与金融发展水平相近,因而借贷条件具有相似性。从排他性看,相同省份其他地级市企业的债务期限结构不会直接影响本地企业的现金决策,满足外生性要求。在此基础上,进一步将上述两个工具变量的交互项作为 $MPU \times STloan$ 的工具变量,并对模型(2)进行两阶段最小二乘(TSLS)估计。最后,值得说明的是,考虑到部分上市公司存在跨国商务活动,因此,这类公司的财务决策通常会包括对国际金融风险的预估和应对。这就可能使得 G7 国家的加权平均货币政策不确定性这一工具变量无法完全满足排他性要求。对此,本文进一步将开展海外业务的上市公司样本从总样本中剔除,并采用剩余的子样本进行估计。为节省篇幅,表 7 列(3)和(4)仅汇报了第二阶段的回归结果,其中,列(4)为剔除涉外企业之后的子样本估计结果。经检验,无论是否剔除涉外企业样本,第一阶段 F 统计量远高于临界值,拒绝存在弱工具变量问题的原假设^①,而第二阶段主要解释变量

①采用剔除涉外企业之后的子样本对工具变量与三个内生解释变量(即货币政策不确定性、债务期限结构及二者的交互项)进行第一阶段估计时, F 统计量分别为 1541.97、121.80 和 361.02,远高于临界值 10,同时 Anderson LM 统计量为 139.76,在 1%的水平上显著。限于篇幅,正文中未报告第一阶段 F 统计量的结果。感兴趣的读者,可向作者索取。

MPU 的系数仍显著为正,交互项 *MPU*×*STloan* 的系数仍显著为负,与基准回归结果依然保持一致。

表 7 稳健性检验:控制遗漏变量与工具变量法

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
	控制遗漏变量		IV-TSLS 估计(第二阶段)	
<i>MPU</i>	0.055 *** (8.218)	0.019 *** (3.184)	0.168 *** (3.860)	0.164 *** (3.366)
<i>MPU</i> × <i>STloan</i>	-0.131 *** (-7.316)	-0.118 *** (-6.721)	-0.421 ** (-2.432)	-0.400 ** (-2.137)
<i>STloan</i>	-0.010 (-0.556)	-0.011 (-0.598)	0.361 ** (1.989)	0.407 ** (2.129)
<i>Fin</i>	0.040 *** (3.191)	0.084 *** (6.442)		
<i>FPU</i>		0.091 *** (18.176)		
常数项	0.427 *** (4.671)	0.537 *** (6.036)		
控制变量	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是
剔除涉外企业	否	否	否	是
Adj. <i>R</i> ²	0.134	0.161	0.106	0.112
观测值	24 404	24 404	24 350	17 021

为进一步处理内生性问题,本文借鉴双重差分模型的思想重新设定模型。从实际情况看,我国不同时期的货币政策不确定性水平分化明显。其中,2008 年国际金融危机爆发后,我国货币政策不确定性显著攀升,至 2011 年达到样本期内的峰值,而后自 2012 年起开始逐渐回落。鉴于此,本文将 2012 年作为货币政策不确定性下降的政策冲击时点,并将该事件视为现金持有水平的外生冲击。在具体模型设定上,本文将非国有企业作为处理组,国有企业作为对照组,目的在于使处理组比对照组更多地受到货币政策不确定性的冲击。平行趋势检验结果在 5% 的显著性水平上拒绝处理组与控制组不存在平行趋势的原假设,满足双重差分模型设定的前提条件。本文的双重差分模型设定如下:

$$Cash_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Treat_i \times Post_{t-1} + \gamma_2 Treat_i \times Post_{t-1} \times STloan_{i,t-1} + \gamma_3 STloan_{i,t-1} + \gamma_4 Control + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(3) 式中: *Treat* 为虚拟变量,即企业若为处理组,取值为 1,否则为 0, *Post* 是时间虚拟变量,2012 年以前取值为 0,2012 年及以后取值为 1。考虑到货币政策不确定性冲击对企业现金持有的影响可能具有滞后性,模型(3)中纳入 *Post* 的滞后一期值。控制变量 *Control* 与基准模型(1)的设定一致。此外,模型(3)同时纳入个体和年份固定效应。

表 8 列(1)报告了模型(3)的回归结果。容易看出, *Treat*×*Post* 的系数显著为负, *Treat*×*Post*×*STloan* 的系数显著为正。这一结果表明,在受到货币政策不确定性下降的冲击之后,处理组企业的现金持有水平相对于对照组企业显著降低,而缩短的债务期限仍表现出较为显著的反向调节效应,由此前文的核心研究假设 1 和假设 2a 再次得证。本文还基于 Bootstrap 方法对样本随机抽样 1 000 次重新进行估计,如表 8 列(2)结果所示,本文核心研究结论仍

保持不变。

表 8 稳健性检验:双重差分估计

	(1)	(2)
	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.139 * (-11.398)	-0.139 *** (-15.584)
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>STloan</i>	0.216 *** (8.910)	0.216 *** (10.767)
<i>STloan</i>	-0.158 *** (-10.112)	-0.158 *** (-13.775)
常数项	1.674 *** (11.782)	1.674 *** (17.149)
控制变量	是	是
个体效应	是	是
时间效应	是	是
Adj. <i>R</i> ²	0.175	0.175
观测值	24 499	24 499

五、进一步分析

正如前文对研究假设 2b 的理论分析指出,债务期限过短势必会造成企业债务偿还期限趋于短期化,容易引发严重的流动性风险。前文的实证分析虽然从整体上证实了缩短的债务期限对货币政策不确定性较高环境下的企业现金持有行为具有治理效应,即短期借款的治理效应整体上超过了风险效应,但这一结论在债务期限偏短的上市企业中是否也成立?换言之,对于债务期限偏短的上市企业而言,治理效应是否仍为主导效应?此外,微观主体对不同水平的政策不确定性的感知亦可能存在显著差异。当货币政策不确定性水平较高时,企业倾向于表现出过度持有现金的反应,反之,则有可能反应不足。简而言之,货币政策不确定性对企业现金持有水平的影响可能存在非对称性。

为验证上述猜想,本文以企业债务期限结构的中位数为界,将样本划分为短期借款占比较低和较高的两组。同时,以货币政策不确定性 *MPU* 的四分位数为依据,将货币政策不确定性低于四分之一分位的年份划分为低货币政策不确定性样本时期,将高于四分之三分位的年份划归为高货币政策不确定性样本时期。在此基础上,本文对模型(2)展开分组回归,同时对组间系数差异进行了检验,回归及检验结果列示于表 9。从列(1)和(2)的结果不难看出,在依据债务期限结构进行分组回归时,*MPU*×*STloan* 的系数在短期借款占比较低的组中显著为负,而在短期借款占比较高的组中虽为负,却并不显著。该结果在一定程度上表明,在短期借款占比较低的企业中,短期借款的治理效应更为明显,而当企业的短期借款占比上升,即债务期限更加短期化时,短期借款的潜在风险效应凸显,从而导致其对企业现金持有的综合效应并不显著。这一实证发现从企业现金持有的观察角度,提供了债务期限结构对企业资金配置行为具有异质性影响的经验证据。而从列(3)和(4)的结果来看,在依据货币政策不确定性进行的分组回归中,*MPU* 的系数在高货币政策不确定性时期显著为正,而在低货币政策不确定性时期并不显著,证实了企业的现金持有决策更可能对较高水平的货币政策不确定性做出应对,即货币政策不确定性对企业现金持有的影响存在显著的非对

称性。

表 9 货币政策不确定性、债务期限结构与企业现金持有的进一步分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Cash	Cash	Cash	Cash
	短期借款占比低	短期借款占比高	货币政策不确定性低	货币政策不确定性高
MPU	0.064 *** (6.197)	0.011 (1.187)	0.000 (0.003)	0.921 *** (15.794)
MPU×STloan	-0.487 *** (-6.287)	-0.020 (-0.788)	-0.055 (-0.901)	-0.869 *** (-5.402)
STloan	0.117 (1.476)	0.006 (0.239)	-0.028 (-0.988)	1.194 *** (5.079)
常数项	0.249 (1.525)	0.478 *** (5.011)	1.125 *** (10.779)	0.249 (1.041)
控制变量	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是
Adj.R ²	0.163	0.087	0.104	0.212
观测值	12 268	12 268	7 152	5 534
经验 p 值	$p(MPU \times STloan^{(1)} - MPU \times STloan^{(2)}) = 0.000$		$p(MPU^{(3)} - MPU^{(4)}) = 0.000$	

注：本表在汇报组间系数差异检验的经验 p 值时，上标(1)——(4)分别对应列(1)——(4)的分组估计。

六、研究结论

作为重要的宏观经济政策之一，货币政策在维持市场流动性充裕、引导企业财务决策以及推动经济增长方面发挥着至关重要的作用。但是，频繁的政策调整带来的不确定性很可能影响货币政策的微观传导效力，对企业的财务决策和投融资行为带来潜在重要影响。本文利用 2003—2020 年沪深两市非金融上市公司的财务数据，实证检验了货币政策不确定性对企业现金持有水平的影响，并且重点探讨了债务期限结构对这一影响的调节效应。研究表明，货币政策不确定性上升会增强企业现金持有水平向上调整的趋势，而缩短的债务期限对这一调整趋势具有显著的治理作用。为排除核心变量的度量误差以及内生性问题的干扰而进行的稳健性检验依然支持这一结论。在作用渠道上，缩短的债务期限正是通过降低货币政策不确定性较高环境下企业的经营风险与代理成本，削弱企业增加现金持有的预防性动机和代理动机，从而对企业现金持有发挥出治理效应。而且，这一治理效应在不同债务期限结构的企业和不同水平的货币政策不确定性情境下具有显著异质性。当企业短期借款占比相对较低时，短期借款对企业现金持有能够产生显著的治理效应，而当企业短期借款占比过高，即债务期限过短时，短期借款的潜在风险效应显现，而治理效应则不显著。此外，当货币政策不确定性处于较高水平时，货币政策不确定性对企业现金持有的影响尤为明显。本文的研究结论证实了缩短的债务期限具有显著的治理效应，可纠正货币政策不确定性引发的企业非效率财务决策。

基于上述理论与实证研究结论，本文提出如下政策建议：第一，在经济增长面临下行压力的现实背景下，货币政策要做到行稳致远，谨慎规划调整幅度和频率，并充分考虑实体企业的策略性应对。特别地，央行要增强沟通力度和有效性，充分发挥在引导市场预期中的重

要作用,以使微观企业充分理解货币政策的导向与意涵。第二,可尝试以减轻企业代理问题为突破口,探求下调企业非效率现金持有的最优解。为此,就企业自身而言,要建立有效的治理结构,明确内部人职责,完善有效的激励、监督与制衡机制,实现管理层与股东以及其他利益相关者之间的制衡,增强资金利用效率,避免过度现金挥霍。第三,充分认识到债务期限结构在货币政策传导过程中所发挥的治理效应,一味强调“应续尽续、无还本续贷”并不利于改善信贷资源的配置效率。考虑到企业成长过程中的异质性特征,银行要具体根据企业经营能力、财务质量等因素制定贷款数额、期限和利率。与此同时,信贷资源应尽可能向财务状况良好、发展潜力优质的企业倾斜,避免针对这类企业大规模的抽贷、断贷。第四,为充分发挥债权人在监督现金侵占行为、提高企业资金使用效率等方面的积极治理作用,可适度鼓励优质企业开展市场化“债转股”,加速市场化改革进程,把握好“稳增长”和“防风险”的有效平衡,增强商业银行治理效应,推进现代企业制度建设,提高企业治理质量。

参考文献:

- 1.高敬忠、王天雨、王英允,2021:《经济政策不确定性与“双高现象”》,《外国经济与管理》第1期。
- 2.郭泽光、敖小波、吴秋生,2015:《内部治理、内部控制与债务契约治理——基于A股上市公司的经验证据》,《南开管理评论》第1期。
- 3.何德旭、张雪兰、王朝阳、包慧娜,2020:《货币政策不确定性、银行信贷与企业资本结构动态调整》,《经济管理》第7期。
- 4.江艇,2022:《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》第5期。
- 5.荆中博、王羚睿、方意,2021:《经济政策不确定性上升会促进中国房地产企业投资吗?——来自中国A股上市公司的经验分析》,《国际金融研究》第2期。
- 6.李凤羽、史永东,2016:《经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《管理科学学报》第6期。
- 7.廖义刚、张玲、谢盛纹,2009:《杠杆治理、独立审计与代理成本》,《经济评论》第6期。
- 8.刘贯春、段玉柱、刘媛媛,2019:《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》,《经济研究》第8期。
- 9.刘海明、李明明,2020:《货币政策对微观企业的经济效应再检验——基于债务期限结构视角的研究》,《经济研究》第2期。
- 10.陆正飞、韩非池,2013:《宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究》,《管理世界》第6期。
- 11.罗进辉、李小荣、向元高,2018:《媒体报道与公司的超额现金持有水平》,《管理科学学报》第7期。
- 12.罗琦、秦国楼,2009:《投资者保护与公司现金持有》,《金融研究》第10期。
- 13.童盼,2005:《负债期限结构与企业投资规模——来自中国A股上市公司的经验研究》,《经济科学》第5期。
- 14.司登奎、李小林、赵仲匡,2021:《非金融企业影子银行化与股价崩盘风险》,《中国工业经济》第6期。
- 15.汪琼、李栋栋、王克敏,2020:《营商“硬环境”与公司现金持有:基于市场竞争和投资机会的研究》,《会计研究》第4期。
- 16.王博、李力、郝大鹏,2019:《货币政策不确定性、违约风险与宏观经济波动》,《经济研究》第3期。
- 17.王红建、李青原、邢斐,2014:《经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值》,《金融研究》第9期。
- 18.王立勇、王申令,2020:《货币政策不确定性研究进展》,《经济学动态》第6期。
- 19.余靖雯、郭凯明、龚六堂,2019:《宏观政策不确定性与企业现金持有》,《经济学(季刊)》第18卷第3期。
- 20.Alessandri, P., and M. Bottero. 2020. “Bank Lending in Uncertain Times.” *European Economic Review* 128: 103503.
- 21.Bates, T., M. Kahle, and R. Stulz, 2009. “Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?” *The Journal of Finance* 64: 1985–2021.

- 22.Cui, C., K. John, and J. Pang. 2018. "Employment Protection and Corporate Cash Holdings: Evidence from China's Labor Contract Law." *Journal of Banking & Finance* 92: 182–194.
- 23.Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman. 2005. "Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt." *The Journal of Finance* 60(5): 2333–2350.
- 24.Huang, Y., and P. Luk. 2020. "Measuring Economic Policy Uncertainty in China." *China Economic Review* 59: 101367.
- 25.Jensen, M. C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- 26.Li, X. L., D. K. Si, and X. Ge. 2021. "China's Interest Rate Pass-through after the Interest Rate Liberalization: Evidence from a Nonlinear Autoregressive Distributed Lag Model." *International Review of Economics & Finance* 73: 257–274.
- 27.Mulligan, C. 1997. "Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms." *Journal of Political Economy* 105: 1061–1079.
- 28.Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 52(1): 3–46.
- 29.Wang, N. C., D. K. Si, and C. F. Dong. 2022. "Social Insurance Burden and Corporate Environmental Performance: Evidence from China." *Sustainability* 14(19): 12104.
- 30.Yang, X., L. Han, W. Li, X. Yin, and L. Tian. 2017. "Monetary Policy, Cash Holding and Corporate Investment: Evidence from China." *China Economic Review* 46: 110–122.

Monetary Policy Uncertainty, Debt Maturity Structure and Corporate Cash Holdings

Li Xiaolin¹, Xia Changsheng² and Si Dengkui³

(1: School of Economics, Ocean University of China;

2: Research Institute for Caitong Securities; 3: School of Economics, Qingdao University)

Abstract: Based on the annually financial data of non-financial listed firms from 2003 to 2020 in China, this paper empirically investigates the impact of monetary policy uncertainty on corporate cash holdings. The results show that the rise of monetary policy uncertainty will enhance the upward adjustment trend of corporate cash holdings, and shorter debt maturity can govern the inefficient behavior of high-amount cash holding of firms by reducing their operating risks and agency costs under the context of high monetary policy uncertainty. Further analysis suggests that such governance effect is prominent in firms with lower proportion of short-term loans. When the proportion of short-term loans is too high, i.e., the debt maturity is too short, the potential risk effect of short-term loans emerges, while the governance effect turns to be insignificant. In addition, the impact of monetary policy uncertainty on corporate cash holdings is significantly asymmetric. When the monetary policy uncertainty stays at a high level, the impact of monetary policy uncertainty on corporate cash holdings is particularly manifest. This paper confirms that debt maturity structure can correct the deviation of financial decision-making of firms caused by monetary policy uncertainty. We provide certain enlightenment for improving the efficiency of market capital allocation.

Keywords: Monetary Policy Uncertainty, Cash Holdings, Debt Maturity Structure, Governance Effect

JEL Classification: E52, G30, G21

(责任编辑:赵锐、彭爽)