

# 货币紧缩、现金锁定与现金持有价值

刘媛媛 钟覃琳

(厦门大学管理学院 361005 北京大学光华管理学院 100871)

**【摘要】**本文以资产负债表的“货币资金”项目和现金流量表补充资料的“现金”项目之差为切入点，从货币政策变化和企业产权性质视角研究了企业被锁定的限制性现金的宏观政策动因和微观经济后果。研究发现：货币政策紧缩引起了企业被锁定的限制性现金增加，这一现象在非国有企业表现得更为明显；同时，与不存在现金锁定的上市公司相比，现金锁定的上市公司其现金持有价值显著更低。本文的研究发现还直接地证实了限制性现金与企业的银行信用和商业信用有关，同时也间接地说明了现金持有的交易性和预防性动机，它有助于进一步理解银行和企业之间在风险转移和利益分享上的银企关系。

**【关键词】**货币政策；产权性质；现金锁定；现金持有价值

## 一、引言

现金是企业生存和发展的血液，而企业持有现金主要包括交易性动机、预防性动机、税收动机、和投机动机等 (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009)。其中交易性动机是指将非现金资产转换为现金会付出交易成本 (Mulligan, 1997)，因此公司会持有部分现金资产以满足日常交易的需要；而预防性动机即指持有现金可以帮助公司应对未来环境不确定性带来的紧急融资需求 (Han and Qiu, 2007; Duchin, 2010; Mclean, 2011)。两个动机均与现金的高流动性紧密相关；作为流动性最强的资产，现金应满足企业随时支取的需求。

然而，资产负债表中的“货币资金”项目并未剔除不能随时支取的存款，因而人们很容易将所有的“货币资金”都认为是流动资产。但其实不然，因为该类不能随时支取的存款在一定程度上已不再具有高流动性的性质。与资产负债表“货币资金”项目对应的是现金流量表补充资料中的“现金”项目，按现金流量表的编制要求，“现金”包括库存现金和可以随时支取的存款。该“现金”小于资产负债表“货币资金”项目的差额即是本文的研究主题，企业被锁定的限制性现金，简称“限制性现金”。

“限制性现金”主要包括：定期存款（如中国石化2014年报披露存于金融机构的定期存款为人民币7.45亿元）、银行借款质押（如海南航空2008年报披露以160,000千元的定期存款作为145,000千元短期借款的质押

物）、银行承兑汇票保证金（如双良节能2012年报披露的银行承兑汇票保证金为44,576,965.35元）、银行保函及信用证保证金（如双良节能2012年报披露的银行保函保证金为137,450,371.28元、信用证保证金为2,472,816.10元）、融资租赁保证金（如东江环保2014年报披露使用受限制的货币资金为3,451,118.87元，主要系其他货币资金中的履约保证金、租赁保证金）、黄金租赁保证金（如金叶珠宝2013年报披露其他货币资金中用于黄金租赁业务的保证金存款及定期存款质押金额为714,132,900.00元）等<sup>①</sup>。

过往研究发现，企业财务状况、公司治理、宏观经济与政策、法律制度等因素均不同程度地影响了企业的现金持有决策及其持有价值 (e. g. Mikkelsen and Partch, 2003; Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2006; 王红建等, 2014; 饶品贵和张会丽, 2015)。其中，在货币政策紧缩时，企业会持有更多的现金，以保持企业的流动性和支付能力，同时也抵御外部融资约束 (祝继高和陆正飞, 2009)。然而本文的研究对象——“限制性现金”，作为货币资金中的被锁定部分，无法发挥一般现金应有的随时支取功能，因而也无法达成一般现金的交易性和预防性目的。那企业因什么原因而（被）锁定现金呢？该现金锁定金额的变化有其外在的政策动因吗？企业的现金持有价值是否因而受到影响？这是一值得研究的话题。

本文以资产负债表的“货币资金”项目和现金流量表

<sup>①</sup> 此外，限制性现金还包括：按揭保证金和住房公积金专户资金等（如香溢融通2012年报披露：货币资金余额中包括存款保证金57,943,475.90元、按揭款保证金1,174,228.96元，和住房公积金专户资金897,198.36元），以及法院冻结资金（如ST锌业2013年报披露：其他货币资金中32,922,327.54元所有权受到限制，受限资金主要是法院冻结资金）。

补充资料的“现金”项目之差为切入点,从货币政策变化和企业产权性质视角研究了企业被锁定的限制性现金的宏观政策动因和微观经济后果。研究发现:货币政策紧缩引起了企业被锁定的限制性现金增加,这一现象在非国有企业表现得更为明显;同时与不存在现金锁定的上市公司相比,现金锁定公司的现金持有价值显著更低。本文的研究发现还直接地证实了限制性现金与企业的银行信用和商业信用有关,同时也间接地说明了现金持有的交易性和预防性动机,它有助于进一步理解银行和企业之间在风险转移和利益分享上的银企关系。

本文可能的学术贡献主要包括:(1)区分了货币资金项目中的被锁定部分。关于企业现金持有动机的现有研究文献均忽略了资产负债表中“货币资金”项目里的被锁定部分,因而研究结果的可靠性存在一定疑惑,本文从限制性现金的视角出发为该类文献的进一步完善提供一定基础。(2)发现企业被锁定的限制性现金与货币政策紧缩正相关。过往的研究主要围绕企业现金持有和货币政策紧缩的关系而展开,而本文从企业被锁定的限制性现金视角出发,发现了二者的正相关关系,对上述文献进行了补充。(3)从限制性现金这一视角发现了我国银行的“信贷歧视”。过往关于银行信贷歧视的研究主要从银行的信贷业务,即对企业的长短期借款视角展开,而本文对上述文献的研究结论提供了新的证据。(4)发现企业被锁定的限制性现金对现金持有价值的负面影响。本文从现金功能受限视角研究限制性现金与现金持有价值的关系,是对过往文献的重要补充。

本文后续部分的安排如下:第二部分是文献回顾和研究假设,第三部分是样本选取与研究设计,第四部分是实证结果及稳健性检验,最后是研究结论。

## 二、文献回归与研究假设

企业被锁定的限制性现金是本文研究的核心主题。分析其构成,我们发现限制性现金可归为三类:(1)与企业银行信用有关的保证金,如银行借款保证金、融资租赁保证金、黄金租赁保证金和按揭保证金等,这类保证金直接与货币政策有关,因为在货币政策紧缩时,银行的存款准备金率提高、流动性降低、信贷资金规模减少、对企业信贷要求的条件提高,而保证金比例提高则是重要表现形式之一;(2)与企业商业信用有关的保证金,如银行承兑汇票保证金、银行保函及信用证保证金,这类保证金虽不直接涉及银行信贷,仅属于银行的表外业务,但由于货币政策紧缩时企业的流动性降低,作为担保方的银行,其担保业务的风险加大,因而保证金比例也会相应增加;(3)与企业信用无关的其他限制性现金,如定期存款和法院冻结资金,前者表明企业暂时的资金剩余,后者表明企业存在一定的债务纠纷或违法违规,与本文的研究主题无关。综上,限制性现金或现金锁定主要与企业的银行信用和商业

信用相关,而后两者均受宏观货币政策的影响(饶品贵和姜国华,2013a、2013b)。因此,现金锁定除与企业本身的特征(如企业产权性质、财务状况)相关外,还受货币政策影响,继而也会影响现金的持有价值。故本节的文献回顾主要从以下四个方面加以展开:

### (一) 文献回顾

#### 1. 货币紧缩与银行信用

我国货币政策的目的是保持货币币值稳定,并促进经济增长<sup>②</sup>。具体而言,即有效配置社会金融资源,提高微观企业的生产效率。经济学理论指出,货币政策主要通过利率、资产价格和信贷等传导机制来影响微观企业,特别是其投融资行为(Bernanke and Gertler, 1995)。

黄志忠和谢军(2013)发现宽松的货币政策会降低企业投资的内部现金流敏感性。同时,靳庆鲁等(2012)也发现宽松的货币政策减少民营企业的融资约束。由于信贷歧视以及货币政策信贷传导机制的存在,货币政策对不同产权性质的企业融资产生不同的影响。例如,陆正飞等(2009)发现在货币政策紧缩时期,民营上市公司的负债增长率相比国有企业明显下降。叶康涛和祝继高(2009)发现在银根紧缩阶段,企业信贷融资额大幅下降。而饶品贵和姜国华(2013a)研究发现非国有企业整体的经济效益更好却没有获得足够的信贷资金,说明我国银行体系的信贷资金配置没有达到最优。

#### 2. 货币紧缩与商业信用

针对货币政策实施引起的企业融资约束变化,企业采取了各种应对措施。如陆正飞和杨德明(2011)发现,在货币政策宽松期,商业信用的大量存在符合买方市场理论;在从紧时期,商业信用的替代性融资理论则占主导。饶品贵和姜国华(2013b)的研究表明:在货币政策紧缩期,非国有企业在银行信贷方面相对于国有企业受到的冲击更大,但企业采取了以商业信用替代银行信贷的融资方式来弥补资金供给缺口。而国外也有类似的研究。Kashyap et al. (1993)发现货币政策紧缩时期企业的银行借款出现明显下降,而同期替代银行借款的融资方式如短期融资券却出现显著的增长趋势。更为相关的是,Matteut et al. (2006)用英国制造业公司做研究样本,发现了与饶品贵和姜国华(2013b)类似的结论。

#### 3. 货币紧缩与现金持有

祝继高和陆正飞(2009)的研究发现:当货币政策趋于从紧时,外部融资约束增强,企业会提高现金持有水平,该结论支持了现金持有理论中的预防性动机和权衡理论。王先柱和刘洪玉(2011)针对房地产上市公司的研究也有类似结论,同时发现国有企业的现金持有水平受货币政策影响程度较小。进一步的,由于能够维持融资渠道、缓解融资约束,银行股权关联的上市公司和集团下属企业能够

<sup>②</sup> 见《中华人民共和国中国人民银行法》(1995)。

削弱紧缩性货币政策对现金持有水平的影响（陈栋和陈运森，2012；蔡卫星等，2013）。同样的，Yao and Roskelley（2012）通过研究货币政策对美国企业资产负债表的影响发现，1990年的货币政策对现金持有呈显著正向影响。

#### 4. 流动性需求与现金持有价值

影响现金持有价值的因素主要包括两方面。其一，当持有的现金能提高资产流动性，降低交易成本和缓解外部融资约束时，其市场价值将增加（Bates et al., 2009）；其二，当持有现金的代理成本过大时，其市场价值将降低（e. g. Dittmar and Mahrt-Smith, 2007；窦欢和陆正飞，2016）。过往文献发现融资约束企业所持有现金的市场价值相较非融资约束公司更高。其中，Faulkender and Wang（2006）发现公司现金持有的市场价值会随着公司杠杆上升、融资约束减少和更多发行股利而下降。Dennis and Sibilkov（2010）发现，融资约束公司持有更多现金能够带来更多投资，且持有价值也更高。类似的，陆正飞和韩非池（2013）指出，受到产业政策支持的企业将面临优良的投资机会，此时企业较多的现金储备将帮助其获得更多的竞争优势，因此现金的持有价值更高。而王红建等（2014）发现，当经济政策不确定性较低时，现金持有能应付由不确定性带来的经营风险和临时流动性不足，因此提升现金价值。

#### （二）研究假设

一方面，当面临紧缩的货币政策时，企业的银行融资难度加大。由于银行存款准备金率提高，其流动性降低，信贷资金规模也会相应减少。即使企业能从银行获得相同规模的信贷资金，但由于企业流动性降低增加了银行贷款的风险，银行贷款的标准也会随着货币政策的紧缩而提高（金鹏辉等，2014）。在此背景下银行会要求更多的保证金，从而增加了企业的限制性现金。

另一方面，根据货币紧缩的替代效应（陆正飞和杨德明，2011），银行贷款等表内业务在货币紧缩时必将萎缩，而银行在业绩层层考评的压力下会开拓更多的表外业务，如银行承兑汇票业务等。同时，当企业面对紧缩的货币政策时，其获取商业信用的难度也会加大，为降低商业信用的融资难度和融资成本（赊购比现购价格更高），同时也为了放大企业所持有现金的支付效应（银行承兑汇票保证金一般远小于企业可开具银行承兑汇票的金额），企业也乐于采用银行承兑汇票等信用增级后的商业信用，由此会进一步提高企业持有货币资金中的保证金比例。此外，随着货币政策紧缩后企业流动性的降低，银行所担保承兑汇票的风险也会加大，其要求的保证金比例也会上升。综上，本文首先提出以下待检验假设：

假设1：在货币紧缩时，企业被锁定的限制性现金比例提高。

由于我国信贷歧视的存在，在货币政策紧缩期，非国有企业银行信贷方面相对于国有企业受到的冲击更大（饶品贵和姜国华，2013a），其获取银行贷款的难度加大和成本增加。一方面表现为，非国有企业难以获得银行的表内贷款，因而会更多地采用不受货币政策紧缩限制、表外的银行承兑汇票等，虽该商业信用由银行的担保而信用增级，但银行锁定的保证金也会相应增加。另一方面，即使此时非国有企业也能从银行获得相同规模的银行贷款，但相比国有企业的利率会有一定的上浮，当达到一定的上线时（中国人民银行规定最多上浮30%），合法地提高贷款利率最有效的办法就是锁定更高比例的借款保证金，由此会进一步提高非国有企业持有货币资金中保证金的比例。综上，本文再提出以下待检验假设：

假设2：在货币紧缩时，非国有企业被锁定的限制性现金比例相对国有企业更高。

限制性现金本身是作为银行信用和商业信用的保证金而存在，能在货币紧缩时间间接地起到缓解企业融资约束的作用。但它作为货币资金中的被锁定部分，不具有一般现金应有的随时支取、高流动性的特征，因而既不能用于满足交易性动机的需要，也不能用于满足预防性动机的需要，从性质上讲它至少在短期内丧失了现金的功能。正如前人研究发现，当企业持有的现金没能发挥其功能，例如缓解融资约束时，它的市场价值将会下降（e. g. Faulkender and Wang, 2006）。另外，作为保证金存在的限制性现金，存放在银行虽然可以获得一定的存款利息收入，但其利率水平远低于银行贷款利率，也就是远低于资本成本。如果理性投资者能够认识到上市公司持有现金中不能随时支取的部分会损害其作为现金的交易和预防性目的，则会对相应货币资金这项资产给予明显的折价。由此，本文再提出以下待检验假设：

假设3：与不存在现金锁定现象的上市公司相比，现金锁定公司的现金持有价值显著更低。

### 三、样本选取与研究设计

#### （一）现金锁定的衡量

根据企业会计准则的相关规定<sup>③</sup>，资产负债表中的“货币资金”项目，需根据“库存现金”、“银行存款”和“其他货币资金”三个总账科目余额的合计数填列；而现金流量表中的“现金”，是指企业库存现金以及可以随时支取的存款（包括“其他货币资金”）。由此可见，资产负债表中的“货币资金”项目与现金流量表中的“现金”项目主要差别在于“不能随时支取的存款”，即本文研究的企业被锁定的限制性现金。为保证研究结果稳健，本文设定三个变量，分别是RC、RCash，和RCasset。首先，将限制性现金定义为“货币资金”减去“现金”期末余额

<sup>③</sup> 具体参见《企业会计准则第30号-财务报表列报》和《企业会计准则第31号-现金流量表》。

的差值④。RC为限制性现金的虚拟变量，当计算出的限制性现金为正时RC=1，当限制性现金为零时RC=0；RCcash为限制性现金除以货币资金；而RCasset为限制性现金除以期末总资产。

(二) 研究样本的选取

本文所有的财务数据和市场数据均来自国泰安数据库，企业产权性质来自色诺芬数据库。我国企业现金流量表直至1998年才正式使用，因此本文的样本区间为1998-2013年。我们选取全体A股上市公司，按研究惯例删除了金融类上市公司。在计算企业被锁定的限制性现金时，有极少量样本为负，我们将其作为异常值剔除。在剔除数据缺失的样本后，回归样本的最终观测数是20896公司年。为排除异常值对实证结果的影响，我们在1%水平上对所有连续变量进行了winsorize。

(三) 回归模型的构建

为研究货币政策紧缩(假设1)和公司产权性质(假设2)与限制性现金之间的关系，我们建立了如下回归模型：

$$RC(RCcash, RCasset)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RR_t + \beta_2 NState_{i,t} + \beta_3 RR * NState_{i,t} + \text{Control Variables} + \text{Year Fixed Effects} + \text{Industry Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中RC, RCcash, 和RCasset的定义如前所示。当被解释变量为RC时，我们采用Probit模型估计；当被解释变量为RCcash和RCasset时，因为变量在0处左侧截取(left-censored)，我们采用Tobit模型进行估计⑤。解释变量RR为法定存款准备金率的年度加权平均值⑥，以此作为货币政策紧缩的衡量指标。根据假设1，我们预期模型(1)中β<sub>1</sub>显著为正。企业产权性质(NState)定义非国有企业为1，反之为0。根据假设2，我们预期交乘项RR\*Nstate的系数即模型(1)中β<sub>3</sub>显著为正。我们参考张会丽和吴有红(2014)的做法，在模型(1)中控制了企业规模(Size)、盈利水平(ROA)，以及成长机会(Growth)。同时，我们在回归模型中加入与限制性现金成因直接相关的三个变量，分别是银行借款(Loan)、应付票据(NotesPay)、长期应付款(LtPay)。另外，企业的现金锁定现象，除受货币政策影响外，也可能与宏观环境相关，因此我们在模型中进一步控制了GDP增长率(GDP-growth)⑦。模型(1)中对行业和年度效应加以控制。

为验证假设3，我们参考窦欢和陆正飞(2016)的做法，采用修正Fama and French(1998)的价值回归模型，具体如下：

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 RC_{i,t} + \beta_3 Cash * RC_{i,t} + \beta_4 dMV_{i,t+1} + \beta_5 dNca_{i,t} + \beta_6 dNca_{i,t+1} + \beta_7 Oi_{i,t} + \beta_8 dOi_{i,t} + \beta_9 dOi_{i,t+1} + \beta_{10} Fin_{i,t} + \beta_{11} dFin_{i,t} + \beta_{12} dFin_{i,t+1} + \beta_{13} Capexp_{i,t} + \beta_{14} dCapexp_{i,t} + \beta_{15} dCapexp_{i,t+1} + \beta_{16} Div_{i,t} + \beta_{17} dDiv_{i,t} + \beta_{18} dDiv_{i,t+1} + \text{Year Fixed Effects} + \text{Industry Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，因变量为市场价值(MV)。自变量为现金持有水平Cash(货币资金/总资产)、是否现金锁定(RC)，以及交乘项Cash\*RC。根据假设3，我们预期Cash\*RC的系数，即模型(2)中β<sub>3</sub>显著为正。其他控制变量有非现金资产(Nca)、营业利润(Oi)、财务费用率(Fin)、资本支出(Capexp)，以及现金股利(Div)；其中的dX<sub>i,t</sub>为当期变化值，dX<sub>i,t+1</sub>为下期变化值。模型(2)中对行业和年度效应加以控制；由于现金具有较强的固定效应，本文进一步采用固定效应回归模型；同时，为保证研究结论的稳健性，我们也采用混合面板回归模型和随机效应模型进行检验。本文所用到的变量定义和计算方法，具体见表1：

表1 主要变量定义及计算方法

变量	定义	计算方法
RC	现金锁定	货币资金减去现金期末余额的差值大于0时为1，反之为0
RCcash	现金锁定	(货币资金-现金期末余额)/货币资金
RCasset	现金锁定	(货币资金-现金期末余额)/总资产
MV	市场价值	(年末流通股市值+每股净资产*非流通股股数+负债)/总资产
RR	货币政策	法定存款准备金率的年度加权均值
NState	产权性质	虚拟变量，非国有企业设为1，反之为0
Size	企业规模	总资产取自然对数
ROA	盈利水平	净利润/总资产
Growth	成长机会	主营业务收入增长率
Loan	银行借款	(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款)/总资产
NotesPay	应付票据	应付票据/总资产
LtPay	长期应付款	长期应付款/总资产
GDPgrowth	GDP增长率	相对上一年GDP的增长率，*100

④ 根据定义，限制性现金的数值应该大于0(即存在“不能随时支取的存款”)，或者等于0(即没有“不能随时支取的存款”)，不应该小于0。然而，在24402个公司年的原始样本(全体A股非金融上市公司)中，有105个样本(占总样本的0.43%)限制性现金的计算值为负，我们将其当作异常值剔除；同时，为保证计算差值不是由于做账误差造成，我们将差值小于1000的样本(共39个公司年)，统一令为0。

⑤ 由于现金具有较强的固定效应，本文进一步采用线性回归的固定效应模型，发现结果不受模型设定的影响。

⑥ 由于中国的货币政策调整时间短，因此我们用每个月的法定存款准备金率计算出其年度加权平均值。

⑦ 感谢匿名审稿人的宝贵建议。

续表

变量	定义	计算方法
Cash	现金	货币资金/总资产
Nca	非现金资产	(总资产-货币资金)/总资产
Oi	营业利润率	营业利润/总资产
Fin	财务费用率	财务费用/总资产
Capexp	资本支出	(购建固定资产、无形资产与其他长期资产所支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/总资产
Div	现金股利	上市公司分配股利支付的现金/总资产

#### 四、实证结果与稳健性检验

##### (一) 描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。由表2可知, RC的均值为0.385, 表示有38.5%的公司年, 其资产负债表的“货币资金”项目金额大于现金流量表补充资料的“现金”项目金额, 说明限制性现金的存在范围较广; 此外, RCcash和RCasset的均值分别为0.067和0.011, 表明限制性现金占货币资金和资产总额的比例分别为6.7%和1.1%, 其金额较大。从总体上讲: 限制性现金有深入研究

的必要。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
RC	20896	0.385	0.487	0.000	0.000	1.000
RCcash	20896	0.067	0.153	0.000	0.000	0.778
RCasset	20896	0.011	0.028	0.000	0.000	0.182
RR	20896	0.134	0.059	0.060	0.158	0.208
NState	20896	0.385	0.487	0.000	0.000	1.000
MV	20896	1.668	1.023	0.666	1.338	7.044

##### (二) 相关性检验

表3是主要研究变量的相关性检验结果。由表3可知, RR与RC、RCcash和RCasset的相关系数均显著为正, 初步证明了前述假设1成立; 另NState与RC、RCcash和RCasset的相关系数也显著为正, 表明非国有企业更可能被锁定现金或被锁定更多的现金, 验证了非国有企业面临的信贷歧视; 同时, RC、RCcash和RCasset与MV的相关系数均显著为负, 表明现金锁定的企业其市值更低。类似的, 图1也表明存款准备金率(RR)与限制性现金(RCasset)之间存在正相关关系<sup>⑧</sup>, 而二者在时间上的变化趋势基本一致。

表3 主要变量相关性分析

	RC	RCcash	RCasset	RR	NState	MV
RC	1.000	0.559***	0.476***	0.480***	0.177***	-0.060***
RCcash	0.962***	1.000	0.842***	0.229***	0.116***	-0.067***
RCasset	0.961***	0.991***	1.000	0.215***	0.122***	-0.047***
RR	0.460***	0.429***	0.434***	1.000	0.279***	0.163***
NState	0.177***	0.174***	0.184***	0.275***	1.000	0.156***
MV	-0.061***	-0.075***	-0.066***	0.084***	0.141***	1.000

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。左下角(右下角)为spearman(pearson)相关性检验。

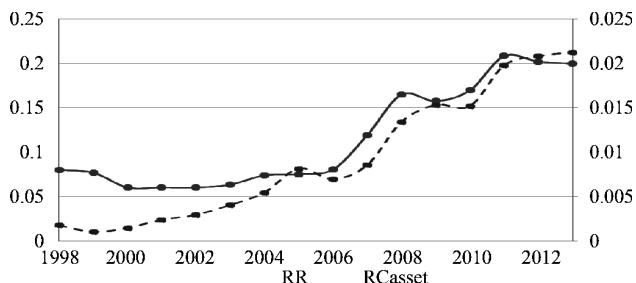


图1 存款准备金率与限制性现金 (RCasset 年度均值)

##### (三) 多变量回归

表4是假设1和假设2的回归检验结果。由表4的回归结果可知, 无论是当期还是下一期, 也无论是RC、RCcash还是RCasset, RR的回归系数均显著为正, 说明在货币紧缩时企业被锁定的限制性现金比例提高, 即支持假设1; 而RR\*NState的系数均显著为正, 说明在货币紧缩时, 非国有企业被锁定的限制性现金比例相对国有企业更高, 即支持假设2。

此外, 由表4的回归结果我们还发现Loan、NotesPay和LiPay的回归系数均显著为正, 表明企业的限制性现金主要与企业的银行信用和商业信用有关。同时, 本文在控制上述变量影响的情况下, 前述假设1和假设2仍然成立,

⑧ 存款准备金率与限制性现金(RCcash 年度均值)之间的关系与之类似, 限于篇幅未报告。

进一步说明当货币政策紧缩时,企业获取相同规模的贷款或银行承兑汇票,银行会锁定企业更多的保证金。另外,其他控制变量的回归系数表明上市公司规模(Size)越大限制性现金越多,由于交易性动机中规模经济的存在,大公司通常只需持有较少的流动资金(Mulligan, 1997),因

此能够锁定更多的限制性现金以获取银行和商业信用;ROA(盈利能力)的回归系数为负,表明银行会要求盈利能力差的企业锁定更多的现金以作保证;而GDP增长率(growth)与限制性现金显著负相关,表明当宏观经济环境较差时,企业锁定更多现金,与预期相符。

表4 货币政策、企业性质对限制性现金的影响(假设1&2)

DV =	当期			下一期		
	RC	RCcash	RCasset	RC	RCcash	RCasset
RR	13.208*** (7.60)	2.634*** (6.30)	0.452*** (5.91)	13.387*** (7.85)	2.632*** (6.32)	0.446*** (6.00)
NState	-0.054 (-0.84)	0.001 (0.05)	-0.001 (-0.52)	0.008 (0.12)	0.012 (0.80)	0.002 (0.62)
RR *NState	2.197*** (5.49)	0.407*** (4.52)	0.086*** (5.14)	1.765*** (4.18)	0.346*** (3.63)	0.062*** (3.65)
Size	0.241*** (22.88)	0.035*** (15.25)	0.006*** (14.45)	0.222*** (19.52)	0.032*** (12.86)	0.005*** (11.97)
ROA	-0.316* (-1.95)	-0.209*** (-5.77)	-0.008 (-1.23)	0.104 (0.60)	-0.121*** (-3.05)	0.001 (0.12)
Growth	-0.022 (-1.32)	-0.003 (-0.85)	-0.001 (-1.42)	-0.027 (-1.53)	-0.002 (-0.43)	-0.000 (-0.66)
Loan	0.428*** (6.15)	0.199*** (12.92)	0.022*** (7.75)	0.444*** (6.07)	0.196*** (11.81)	0.022*** (7.52)
NotesPay	3.822*** (17.61)	1.549*** (34.42)	0.301*** (36.47)	3.599*** (15.59)	1.419*** (28.90)	0.268*** (30.89)
LiPay	1.491** (2.01)	0.608*** (3.77)	0.063** (2.11)	1.383* (1.76)	0.652*** (3.71)	0.068** (2.18)
GDPgrowth	-1.600*** (-3.90)	-0.280*** (-3.42)	-0.030** (-2.03)	-0.127*** (-4.47)	-0.021*** (-3.63)	-0.003*** (-2.66)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	20,896	20,896	20,896	17,922	17,922	17,922
Pseudo R-squared	0.258	0.360	-0.602	0.239	0.323	-0.497

注:括号内的数值为z值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。

表5是假设3的回归检验结果。由表5的回归结果可知,无论采用何种回归模型的设定,交乘项Cash\*RC回归系数均显著为负,表明与不存在现金锁定现象的上市公司相比,现金锁定公司的现金持有价值显著更低,即支持假设3。其中,Cash的系数为0.923<sup>⑨</sup>,表明上市公司持有1元现金的价值为0.923元;而Cash\*RC的系数为-0.212,表明现金锁定的上市公司持有1元现金的价值为0.711(0.923-0.212),显著低于无现金锁定的企业<sup>⑩</sup>。

(四) 稳健性检验

为了保证本文研究结论的可靠性,我们对本章的实证

结果进行了进一步检验,具体如下:(1)参照靳庆鲁等(2012)的做法,使用广义货币供给量M2增长率来衡量货币政策的紧缩程度,假设1和2的回归结果不受影响;(2)参考陆正飞和杨德明(2011)的方法,采用MP(MP=M2增长率-GDP增长率-CPI增长率)这个指标来估算货币政策,由此本文将2000、2004、2006-08、2011-13年定义为货币政策紧缩年度,假设1和2的回归结果无变化;(3)由于中国的货币政策调整时间短,我们采用季度数据进行稳健性检验,假设1和2的回归结果无实质影响;(4)

⑨ 经Breusch and Pagan的LM检验和Hausman检验,应采用面板固定效应模型。

⑩ 我们将样本按照产权性质分组,检验限制性现金和现金持有价值的关系,但受模型设定的影响,结果(未报告)并不稳健。

2007年我国企业会计准则变革对财务报表的编制产生了重大影响,为此我们将样本分为1998-2006和2007-2013年进行回归。除1998-2006年分样本假设3的检验变量的系数不显著外,假设1-3的回归结果无变化。

表5 限制性现金与现金持有价值(假设3)

DV =	MV		
	混合	随机效应	固定效应
Cash <sub>i,t</sub>	0.776*** (8.88)	0.819*** (9.17)	0.923*** (9.19)
RC <sub>i,t</sub>	-0.289*** (-11.47)	-0.161*** (-7.00)	-0.138*** (-5.69)
Cash * RC <sub>i,t</sub>	-0.199* (-1.69)	-0.323*** (-3.04)	-0.212* (-1.81)
Control Variables	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	NO
Firm FE	NO	NO	YES
Observations	15,188	15,188	15,188
R-squared	0.388		0.513
Number of Firms		2,076	2,076

注:括号内的数值为t值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。

### 五、研究结论

通过前述的实证检验,本文研究发现:货币政策紧缩引起了企业被锁定的限制性现金增加,这一现象在非国有企业表现得更为明显;与不存在现金锁定的上市公司相比,现金锁定公司的现金持有价值显著更低。本文的研究结果还直接验证限制性现金与企业的银行信用和商业信用有关。上述研究结论支持了现金持有的交易性和预防性动机,它有助于进一步理解银行和企业之间在风险转移和利益分享上的银企关系。

限制性现金不是单独存在的,它往往与企业的银行信用和商业信用有关,这些银行信用和商业信用的增加是否会提高企业价值?是否会抵充现金锁定带来的现金资产估值降低?这是一个值得进一步研究的话题,也是本文有待拓展的新研究方向。

## Monetary Tightening, Restricted Cash, and Value of Cash Holding

Liu Yuanyuan & Zhong Qinlin

**Abstract:** We define “Restricted Cash” as the difference between “Cash” in balance sheet and the “Cash” in notes to cash flow statement. According to China Enterprise Accounting Standards, this difference is the bank deposits that cannot be withdrawn at any time. We focus on this “Restricted Cash” (RC), and find that corporates increase holding of RC in response to monetary tightening policy. This phenomenon is more pronounced for non-state-owned companies. We also show that investors value cash in RC firms substantially less than they do in non-RC firms. Our results explore the determinants and consequences of Restricted Cash.

**Key words:** monetary policy; nature of ownership; restricted cash; cash holding value

### 主要参考文献

- 靳庆鲁,孔祥,侯青川. 2012. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值. *经济研究*, 5: 96~106
- 陆正飞,杨德明. 2011. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场?. *管理世界*, 4: 6~14+45
- 陆正飞,祝继高,樊铮. 2009. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失. *金融研究*, 8: 124~136
- 饶品贵,姜国华. 2013a. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩. *管理世界*, 3: 12~22
- 饶品贵,姜国华. 2013b. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究. *经济研究*, 1: 68~82
- 叶康涛,祝继高. 2009. 银根紧缩与信贷资源配置. *管理世界*, 1: 22~28
- 祝继高,陆正飞. 2009. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化. *管理世界*, 3: 152~158
- Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. 2009. Why do U. S. Firms Hold so Much More Cash Than They Used to? *Journal of Finance*, 64: 1985~2021
- Dittmar, A., and J. Maht-Smith. 2007. Corporate Governance and the Value of Cash. *Journal of Financial Economics*, 83 (3): 599~634
- Faulkender, M., and R. Wang. 2006. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance*, 61: 1957~90
- Kashyap, A. K., J. C. Stein, and D. W. Wilcox. 1993. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. *The American Economic Review*, 83 (1): 78~98
- Mateut, S., S. Bougheas, and P. Mizen. 2006. Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission. *European Economic Review*, 50 (3): 603~629
- Mulligan, C. B. 1997. Scale Economies, the Value of Time and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms. *Journal of Political Economy*, 105: 1061~1079
- Opler, T. L., R. S. Pinkowits, and R. Williamson. 1990. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 53 (1): 3~46
- Yao, H., and K. Rockelley. 2012. The Impact of Monetary Policy on the Corporate Balance Sheet. *Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*.