

经济周期、产业空间集聚与现金持有策略的价值效应^{*}

郑立东 程小可

〔摘 要〕宏观经济及产业环境是影响微观企业财务决策行为及其经济后果的重要因素。基于我国特殊制度情境,本文探讨了经济周期波动、产业空间集聚与制造业上市公司现金持有策略的价值效应。研究发现:(1)总体而言,采取比竞争对手持有更多现金的策略能够产生显著正的价值效应,且这种效应在产业空间集聚度较低的企业中体现得更为明显;(2)当宏观经济发展处于下行通道之时,低集聚企业现金持有策略的价值效应会进一步显著提升;(3)低集聚企业现金持有策略的价值效应会随着竞争对手融资约束程度的加剧而显著增强,且这种效应在经济发展收缩期体现得更为明显;(4)考虑产权性质后发现,其他因素保持不变,与国有企业相比,低集聚民营企业现金持有策略的价值效应更强。

关键词:经济周期 产业空间集聚 现金持有策略 价值效应

JEL 分类号:G10 G30 G32

一、引 言

作为区域经济增长的重要“驱动力”,产业空间集聚及其效应机制始终受到世界范围的广泛关注(Ellison and Glaeser,1997;Lu and Tao,2009)。特别是近年来新地理经济学的不断发展使得探讨产业空间集聚于微观实体的作用机制变得愈发重要(Long and Zhang,2012;王永进和盛丹,2013)。纵观国内外诸如底特律汽车工业城、德国斯图加特工具机制造城以及我国浙江和广东的各类特色工业园区和专业镇等产业集群区,不难发现它们的形成与发展在促进微观实体发展及区域经济增长的过程中无一例外地发挥着举足轻重的作用。诚然,产业的地理集中可以产生多方面的经济效益,如共同利用公共基础设施、信息沟通与共享、降低交易成本以及社会化资本网络的建立。现有研究也表明,“技术外部性”(Technology Externality)与“金融外部性”(Pecuniary Externality)是产业集聚形成的重要因素,同时也是促进微观实体发展及区域经济增长的主要动力(Li and Lu,2009;张文君,2012),特别是我国特殊的经济体制使得“金融外部性”成为大部分区域产业实现集聚的重要原因(唐松,2008),也成为影响宏观经济及微观实体发展的重要效应机制。其中,产业集聚“金融外部性”效应机制的重要体现之一便是其对微观实体融资行为的影响,原因是“金融外部性”促使集群企业相互之间不断建立紧密的社会化资本网络及相互信赖的声誉机制,这从一定程度上有助于降低企业的融资成本、拓宽融资渠道,并促进经济增长(盛丹和王永进,2013)

然而,虽然产业空间集聚于微观实体及宏观经济发展会产生积极影响,但现阶段我国大部分行业的集聚程度仍普遍较低,特别是作为产业集聚典型代表的制造业,其集聚的发展水平仍处于

^{*} 郑立东,北京交通大学经济管理学院,博士生;程小可,北京交通大学经济管理学院,教授,博士生导师,管理学博士。本文得到国家自然科学基金面上项目(项目编号:71272055)以及中央高校基本科研业务费项目(项目编号:B15JB00370)的资助。作者感谢匿名审稿人提出的宝贵意见,当然文责自负。

初级阶段(牛旻昱等,2014),这便可能使得那些低集聚企业无法享受产业集聚“金融外部性”所带来的融资收益,并且现阶段在我国以银行信贷为主要融资渠道的经济体制下,制造业企业与银行等金融机构之间较为严重的信息不对称问题可能会使其在发展过程中遭遇不同程度的融资约束问题,进而阻碍其持续发展。那么,企业若想在上述较为不利的外部环境下求得发展,须通过积极主动地调整自身行为,其中较为重要的一条途径便是采取积极的现金持有策略(杨兴全等,2014),原因是资本市场及金融市场的固有缺陷使得企业超额持现行为更具战略性(罗琦和张克中,2007),特别是随着企业融资约束程度的加剧,企业持有更多现金会对其价值产生显著的正向影响(Denis and Sibilkov,2010),并且这种影响亦会因企业所处宏观经济及产业环境的不同而表现出显著差异。近年来,随着宏观经济、产业组织与公司金融理论的不断融合,企业现金持有战略竞争及价值效应研究受到了广泛关注,这便使得基于产业空间集聚视角探讨我国特殊制度情境下企业现金持有策略的价值效应具有理论和逻辑上的一致性,也具有较强的理论和现实意义。本文正是基于此,探讨经济周期、产业空间集聚与制造业上市公司现金持有策略的价值效应,试图揭示出经济周期及产业空间集聚对企业现金持有策略价值效应的差异影响,以深入挖掘影响我国制造业企业现金持有价值效应的宏观经济及产业特征因素,为宏观经济政策、产业政策制定者及微观企业管理者提供可供参考的理论与实践依据。

本文对现有研究做出了如下补充性贡献:

(1)本文将产业经济学与公司财务学有机融合,拓展了产业组织与财务金融关系的研究范畴。现有产业集聚的相关研究大都探讨产业集聚的决定因素及其对宏观经济、区域经济等所产生的影响,鲜有涉及产业集聚与微观实体的交叉研究,本文通过构建反应产业空间集聚程度的EG指数及区位熵指数,考察不同产业空间集聚度下企业现金持有策略的价值效应,丰富了相关研究的经验证据。

(2)本文为新近宏观经济环境与微观企业行为关系的研究提供了新的经验证据。正如姜国华和饶品贵(2011)一文指出的,现有研究宏观经济环境对微观企业行为的文章尚属少见,但此研究问题往往不容忽视。基于经济周期视角研究企业现金持有行为,有助于我们更加深刻地理解中国特殊宏观经济环境下企业流动性管理行为及其所产生的经济后果,同时也为政府部门制定更为合理的宏观经济政策提供理论和实践依据。

(3)本文丰富了现金持有经济后果的经验证据。新近基于产业组织理论与现金持有行为的研究大都证实产品市场竞争会显著影响企业的现金持有决策及其经济后果,并且证实了现金持有具有战略竞争及价值效应(Haushalter et al.,2007;Fresard,2010)。本文正是基于此,考察经济周期及产业空间集聚对企业现金持有策略价值效应的影响,对现有研究进行了有益补充(黄建仁等,2010;杨兴全等,2014)。

二、理论分析与研究假设

(一)产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

产业空间集聚对微观实体发展及经济增长的作用机制体现在多个方面,包括集体学习、风险分散、相互信任和技术积累及创新溢出等福利效应。其中,较为重要且容易被忽视的效应机制便是“金融外部性”,而该效应机制却对微观实体及宏观经济的发展具有重要的作用,特别是随着新地理经济学的不断发展,产业集聚与微观实体互动关系研究的重要性日益凸显(唐松,2008)。通过梳理现有相关研究发现,产业集聚“金融外部性”作用于微观实体的一个重要方面便是对其融资的影响,如Ottati(1994)发现产业集聚下社会化资本网络的建立对企业融资行为起到了积极作用。盛丹

和王永进(2013)发现产业集聚“金融外部性”的存在不仅能够降低企业的融资成本,还可以提高信贷资源的配置效率,进而成为产业集聚促进经济长远发展的重要途径,他们同时发现社会化资本网络、信任机制及声誉机制的存在也大大促进了产业集聚度较高企业之间的商业信用,并从一定程度上缓解了企业发展所面临的潜在融资约束。刘克和王岚(2010)也发现产业集聚能够显著提升企业的融资效率。由此可见,产业集聚对于微观实体的融资效率能够产生积极的作用。但是,现阶段我国绝大部分行业的集聚程度仍普遍较低,特别是作为产业集聚典型代表的制造业,其集聚发展仍然无法达到较高水平,这便使得那些产业空间集聚程度较低的企业可能无法享受产业集聚“金融外部性”在融资方面所带来的“福利效应”,而且现阶段在我国以银行信贷为最主要融资渠道的经济体制下,与银行等金融机构之间较为严重的信息不对称可能会使这类企业在发展过程中遭遇潜在的融资约束问题。

融资约束是影响企业现金持有行为及其经济后果的重要因素(Denis and Sibilkov, 2010),表明信息不对称与交易成本的存在使得企业外部融资成本往往较高,而当外部融资渠道受限且融资成本较高时,企业通过自身生产经营所积累的现金可以以较低的成本来满足企业生产经营所需,特别是当外部经济环境发生不利的剧烈变化导致企业融资约束加剧之时,企业便具有较大的动机通过囤积大量现金以发挥现金的对冲作用(Almeida et al., 2004)。Denis and Sibilkov(2010)发现现金持有策略能够显著增加企业价值,并且这种效应在融资约束企业中体现得更为明显。特别地,近年来随着产业组织理论与公司财务理论的不断融合,一些学者发现积极的现金持有策略不仅仅能够在遭遇不利外部环境冲击下起到对冲作用,而且还能够在产品市场竞争中体现出竞争效应,进而间接地促进企业价值的提升。如杨兴全等(2014)发现比竞争对手持有更多的现金能够提升企业产品市场份额,体现出显著的现金持有竞争效应,特别是在银根紧缩时,潜在的融资约束致使现金持有策略的竞争效应更为突显。Fresard(2010)、张会丽和吴有红(2012)等学者也证实了现金持有具有竞争效应,他们的研究结论均表明比竞争对手持有更多现金的企业更容易向竞争对手掠夺性攻势,并通过增加研发投入、改善营销模式、增加广告投入等方式来抢占市场份额,甚至可通过兼并竞争对手等方式来实现自身的不断发展壮大。据此,提出研究假设 1:

假设 1: 总体而言,采取比竞争对手持有更多现金的策略能够显著提升企业价值,并且这种效应在低集聚企业中体现得更为明显。

(二)经济周期、产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

企业的外部融资成本与经济周期波动紧密相关(罗琦和张克中, 2007),当处于经济发展扩张期时,企业经营顺利、订单饱满,能够在市场中赚取较高的利润,因此在向银行等金融机构申请贷款之时可凭借较好的经营业绩及发展能力来降低双方之间的信息不对称,进而提高获取低成本融资的可能;而与之相反的便是当处于经济发展收缩期之时,企业生产经营不畅,经营活动产生现金流的风险急剧升高,获取利润的能力降低,破产概率增大,由此导致其与金融机构之间的代理成本提高,削弱了其融资能力,并导致较为严重的融资约束。此时,在融资约束较为严重的情形下增持现金下可最大限度地满足必要的投资支出,体现出明显的对冲效应(Almeida et al., 2004),若此时企业在除了满足正常生产经营所必须的投资支出之外比竞争对手持有更多现金,其更有可能依靠超额持有的现金通过诸如改善生产经营条件、增加研发投入,甚至通过兼并竞争对手等来抢占市场份额,从而最大限度地避免经济发展不景气对企业产生的不利影响以及在发挥超额现金持有的战略竞争效应,进而提升企业价值。据此,结合研究假设 1,提出研究假设 2:

假设 2: 与经济发展扩张期相比,采取比竞争对手持有更多现金的策略所体现出的价值效应在经济发展收缩期更强,并且这种效应在低集聚企业中更为突显。

(三)考虑竞争对手融资约束的分析

现有研究表明,企业现金持有行为及其经济后果与其竞争对手的融资约束程度紧密相关(Fressard, 2010)。根据战略经济学理论,如果企业向市场所做出的承诺真实可信,则这种承诺便可以改变竞争对手的竞争策略,迫使其按照有利于承诺企业的行为方式行动。其中,企业超额持有现金作为一种向竞争对手发出潜在威胁的信号,具有这种承诺式的可信力(张会丽和吴有红, 2012),特别是当其竞争对手面临较为严重的融资约束,以及在经济萎缩、信贷条件趋紧等不利的外部经济环境冲击之时,如果此时比竞争对手持有更多现金的话,企业便可以迅速抓住出现的投资机会,甚至可以进一步通过改善经营条件、发起价格战、完善营销渠道等方式抢占更多的市场份额,提高经营业绩,并提升企业价值。由此,承前分析,如果企业现金持有策略的价值效应会随着其所处行业集聚程度的降低而提高的话,低集聚企业的现金持有价值会随着自身竞争对手融资约束的加剧而显著提高,并且这种效应在经济发展收缩期更为明显。据此,提出研究假设 3:

假设 3:低集聚企业现金持有策略的价值会随着竞争对手融资约束程度的加剧而显著提高,并且这种效应在经济发展收缩期更为明显。

(四)进一步考虑产权性质的分析

我国新兴加转轨特殊经济体制的一个重要体现便是以银行为主导的金融信贷体系成为绝大多数企业最主要的融资渠道,但是在申请与获取银行信贷的过程中,产权性质的不同会产生巨大差异,即政府对于国有企业的“父爱主义”使得其在获取融资方面享受着诸多“优惠”,而民营企业却在生产经营过程中普遍遭受“信贷歧视”,特别是当信贷条件变得更为苛刻之时(银根紧缩),民营企业的融资约束程度会变得更为严重(叶康涛和祝继高, 2009),致使企业利益相关者蒙受重大损失。此时,企业若持有大量的现金,那么现金的对冲作用便会突显,在满足正常投资需求之外,还会带来市场业绩的提升,并对市场价值产生积极影响。据此,本文认为当处于空间集聚度较低的行业时,与国有企业相比,民营企业持有更多的现金对企业价值的提升具有更为显著的影响,而在经济发展收缩导致企业融资约束加剧的情形下,现金持有策略的价值效应更强。据此,提出研究假设 4:

假设 4:其他因素保持不变,低集聚民营企业现金持有策略的价值效应更强。

三、研究设计

(一)主要变量定义

1.产业空间集聚。借鉴 Ellison and Glaeser(1997)的方法,本文采用修正的 EG 指数来衡量我国制造业产业集聚水平,以充分考虑产业的区域分布及企业规模因素对产业集聚产生的影响。

$$EG = \frac{\sum_i^N (s_i - x_i)^2 - (1 - \sum_i^N x_i^2) \sum_j^T z_j^2}{(1 - \sum_i^N x_i^2)(1 - \sum_j^T z_j^2)} \quad (1)$$

其中, s_i 代表地区 i 某产业的工业总产值占全国该产业工业总产值的比重; x_i 代表地区 i 的工业总产值占全国工业总产值的比重。 $\sum_j^T z_j^2$ 代表产业的赫芬达尔指数,由于我国并没有公布国有及规模以上非国有企业的数量,本文通过借鉴杨洪焦等(2008)的方法对赫芬达尔指数的计算方法进行了调整:即 $\sum_j^T z_j^2 = \sum_{j=1}^r \frac{1}{n_{ij}} \left[\frac{cz_{ij}}{cz_i} \right]^2$ 。其中, n_{ij} 为区域 j 中产业 i 的企业数量; $\frac{cz_{ij}}{cz_i}$ 为公式(1)的 s_i 。EG 指数

越大,说明该产业的空间集聚水平越高。

与此同时,为了最大限度地确保上市公司与 EG 指数计算得出的产业空间集聚度相匹配,本文还计算了区位熵指数(Haggett and Chorley, 1969),即 $LQ_{ij} = \frac{q_{ij}/q_j}{q_i/q}$ 。其中, LQ_{ij} 代表 j 地区 i 产业的

区位熵; q_{ij} 为 j 地区 i 产业的工业总产值; q_j 为 j 地区所有产业的工业总产值; q_i 为全国 i 产业全国工业总产值; q 为全国所有产业的工业总产值。当 $LQ_{ij} > 1$ 时,说明某产业的区域产业集聚程度较高,反之亦然。在此基础上,按如下方式进行处理:剔除处于产业空间集聚度较高但区位熵指数小于 1 的企业样本,同时剔除处于产业空间集聚度较低但区位熵指数大于 1 的样本^①。

2.经济周期。本文综合国内学者江龙和刘笑松(2011)以及陈武朝(2013)关于经济周期界定的方法并结合我国宏观经济发展情况,将 2001、2002、2008 及 2009 年定义为宏观经济发展收缩或恢复期,将 2003、2004、2005、2006、2007、2010、2011 年定义为宏观经济发展扩张或稳定期,以考察不同经济周期及产业空间集聚度下,企业现金持有策略价值效应的差异。

3.竞争对手融资约束程度。为了更为精准地考察企业现金持有策略所产生的价值效应,本文从另一个角度出发,以公司规模和 SA 指数为基础,通过借鉴 Fresard(2010)及杨兴全等(2014)的方法计算竞争对手融资约束程度,并考察其对企业现金持有策略价值效应的影响。其中:(1)公司规模。本文将与企业同行业的其他企业作为其竞争对手,并计算出该行业每年剔除企业自身后总资产的均值,然后将企业自身的资产规模减去该值,若结果大于 0,则说明企业竞争对手面临较为严重的融资约束。(2)SA 指数。借鉴 Hadlock and Pierce(2010)的方法,通过计算 $(-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age)$ 来衡量融资约束程度,其中 $Size$ 代表企业规模, Age 为企业年龄,该指数越小,企业的融资约束越严重。同样地,本文按照指标的(1)的方法,如果企业自身的 SA 指数大于剔除自身 SA 指数的均值,则说明企业的竞争对手面临较为严重的融资约束。

(二)实证检验模型

本文借鉴 Dittmar and Mahrt-Smith(2007)的方法,使用 Fama-French 经典的企业价值度量方法,构建了相应的现金持有价值回归模型。

$$\begin{aligned} MV_{i,t} = & a_0 + a_1 \times XCash_{i,t} + a_2 \times CFO_{i,t} + a_3 \times dCFO_{i,t} + a_4 \times dCFO_{i,t+1} + a_5 \times dNcash_{i,t} + a_6 \times dNcash_{i,t+1} + \\ & a_7 \times Inter_{i,t} + a_8 \times dInter_{i,t} + a_9 \times dInter_{i,t+1} + a_{10} \times Dv_{i,t} + a_{11} \times dDv_{i,t} + a_{12} \times dDv_{i,t+1} + a_{13} \times Inv_{i,t} + \\ & a_{14} \times dInv_{i,t} + a_{15} \times dInv_{i,t+1} + a_{16} \times dMv_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,为了避免行业因素所产生的潜在计量偏误,本文对所有变量进行了行业均值调整。主要变量定义如表 1 所示。

四、实证检验结果

(一)样本选取与数据来源

本文以 2001~2011 年深沪 A 股上市公司数据为研究对象,并按以下程序进行数据筛选:

1.由于金融行业的特殊性,我们首先剔除了行业代码为 I 的金融类公司样本;

^① 此处理的原因是 EG 指数衡量的是产业空间分布的总体状况,按照其大小来界定企业的产业集聚情况,很有可能出现产业集聚度与企业自身所处省份的产业分布状况不一致的情况,如某一企业所处行业的集聚度较高,但是其本身所处的省份却不在高集聚区内;或者是某企业所处行业的集聚度低,但是其本身所处省份的行业集聚度较高。因此在根据 EG 指数划分产业集聚度时,本文还计算了各省份、各行业的区位熵指数,该指数能从一定程度上衡量每个省份各行业的集聚程度和专业化水平,但是与 EG 指数相比,该指数并没有考虑企业规模差异对产业空间集聚所产生的影响,由此本文在计算 EG 指数确定基本的产业空间集聚情况的基础上,再辅以区位熵指数进一步处理,以最大限度地确保上市公司与其产业空间集聚度相匹配。

表 1 变量定义及计算

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业价值	Mv	(考虑非流通股的股权价值+债务价值)/总资产
自变量	现金持有策略	$XCash$	现金及现金等价物/总资产,并经行业均值调整
	现金流水平	CFO	经营活动产生的现金流/总资产
	非现金资产	$Ncash$	(总资产-现金)/总资产
	财务费用	$Inter$	财务费用/总资产
控制变量	股利支付水平	Dv	分配股利支付的现金/总资产
	资本投资水平	Inv	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+投资支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产以及其他长期资产收回的现金净额)/总资产

2.剔除 ST 类公司、净资产为负、销售增长率异常且数据不完整或数据存在差错的样本;

3.对所有连续变量逐年按上下 1%比例进行了 Winsorize 处理。研究数据主要来源于 CSMAR、CCER 数据库;产业空间集聚指数数据源于《中国工业经济统计年鉴》。

(二)描述性统计

为了反映企业实际财务特征状况,本文列示了未经调整的变量描述性统计结果:产业空间集聚指数的均值(中位数)为 0.018(0.023),说明现阶段我国制造业空间集聚仍处于较低水平;现金持有的均值(中位数)为 0.133(0.111),较为符合我国企业实际情况。

表 2 主要变量描述性统计

	均值	中位数	标准差	25%分位数	75%分位数	样本量
EG	0.018	0.023	0.028	0.009	0.030	4165
$Cash$	0.133	0.111	0.090	0.068	0.177	4165
Mv	1.455	1.249	0.542	1.045	1.681	4165
CFO	0.050	0.048	0.056	0.010	0.091	4165
$Ncash$	0.009	0.006	0.075	-0.026	0.041	4165
$Inter$	0.012	0.012	0.009	0.006	0.019	4165
Dv	0.024	0.023	0.118	0.015	0.323	4165
Inv	0.078	0.062	0.004	0.029	0.118	4165

表 3 列示了分年度、分行业的产业集聚指数与现金持有水平的描述性统计结果:(1)只有少数行业实现了高度集聚(如化学纤维制造业、计算机及通讯设备制造业等);(2)企业现金持有水平均较高,并且绝大多数企业在经济发展收缩期的现金持有水平高于经济发展扩张期,这说明出于预防性动机,当宏观经济发展处于下行通道之时,企业会相应地储备更多的现金,以应对外部不利经济环境对企业经营发展产生的潜在不利影响。

(三)实证检验结果

1.产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

表 4 报告了产业空间集聚与现金持有策略价值效应的回归结果。我们发现总体样本中,比竞争对手持有更多的现金能够显著提高企业价值。同时,根据 Ellison and Glaeser(1997)的方法,本文

表 3 产业空间集聚指数与现金持有水平的分组描述性统计

均值	2001~2002 年		2003~2007 年		2008~2009 年		2010~2011 年	
	EG 指数	现金	EG 指数	现金	EG 指数	现金	EG 指数	现金
C13 农副产品加工	0.034	0.176	0.045	0.133	0.033	0.111	0.026	0.111
C14 食品制造	0.011	0.187	0.021	0.129	0.023	0.117	0.019	0.123
C15 酒、饮料等制造	0.014	0.167	0.018	0.111	0.026	0.133	0.028	0.138
C17 纺织	0.037	0.148	0.044	0.119	0.041	0.093	0.033	0.120
C18/C19 纺织服装、服饰	0.000	0.000	0.028	0.204	0.026	0.159	0.023	0.102
C22 造纸及纸制品	0.009	0.137	0.016	0.081	0.012	0.079	0.010	0.080
C25 石油、炼焦及核燃料	0.030	0.096	0.029	0.094	0.024	0.099	0.018	0.066
C26 化学原料及化学制品	0.007	0.149	0.007	0.128	0.010	0.121	0.010	0.113
C27 医药制造	0.009	0.184	0.009	0.147	0.008	0.151	0.007	0.152
C28 化学纤维制造业	0.058	0.082	0.133	0.106	0.166	0.106	0.177	0.117
C30 非金属矿物制品	0.006	0.013	0.013	0.103	0.014	0.129	0.013	0.115
C31 黑色金属冶炼及压延	0.035	0.110	0.036	0.093	0.035	0.060	0.032	0.049
C32 有色金属冶炼及压延	0.021	0.117	0.019	0.129	0.018	0.103	0.019	0.117
C33 金属制品业	0.015	0.280	0.015	0.182	0.013	0.196	0.012	0.165
C34 通用设备制造业	0.027	0.145	0.021	0.137	0.016	0.131	0.015	0.122
C35 专用设备制造业	0.023	0.202	0.010	0.160	0.008	0.136	0.010	0.118
C36/C37 交通运输设备制造	0.029	0.171	0.021	0.134	0.013	0.140	0.013	0.128
C38 电气机械及器材制造	0.018	0.160	0.022	0.150	0.019	0.134	0.022	0.126
C39 计算机、通信设备制造	0.068	0.192	0.077	0.160	0.086	0.145	0.085	0.142
C40 仪器仪表制造	0.057	0.169	0.053	0.156	0.041	0.115	0.051	0.167
全部行业	0.027	0.160	0.031	0.132	0.031	0.126	0.030	0.124

注：行业分类参照《上市公司行业分类指引(2012)》，同时与国民经济行业分类与代码行业进行对接与整合。

将 EG 指数大于 0.05 的样本划定为高集聚组,将 EG 指数小于 0.02 的样本划定为低集聚组,考察不同产业空间集聚度下,企业现金持有策略的价值效应是否具有显著差异。回归结果表明,与高集聚企业相比,低集聚企业现金持有价值更高,这说明由于企业所处行业的空间布局较为分散,使其难以通过集聚实现规模经济以及共享产业集聚所带来的“金融外部性”收益,同时由于制造业企业与银行等金融机构间的信息不对称程度较高会导致不同程度的融资约束问题,使得比竞争对手持有更多的现金更具价值效应。

2.经济周期、产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

表 5 报告了经济周期,产业空间集聚与现金持有策略价值效应的回归结果:总体样本中,企业现金持有策略的价值效应在经济发展收缩期更强,说明经济收缩提高了企业的外部融资成本,此时比竞争对手持有更多的现金对于提升企业价值而言更具积极作用。进一步根据产业空间集聚度划分样本后发现,低集聚企业现金持有策略的价值效应更为明显,说明受不利的宏观经济环境及行业自身集聚程度对企业融资渠道及融资能力产生的双重不利影响,持有更多的现金对于提升企业的价值具有更为显著的战略意义。

表 4 产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

Mv	全样本		产业空间集聚度高		产业空间集聚度低	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值	回归系数	t 值
$XCash_{i,t}$	1.466***	(4.980)	0.326	(0.226)	1.637***	(4.827)
$CFO_{i,t}$	0.551*	(1.733)	1.085	(1.057)	0.854**	(1.996)
$dCFO_{i,t}$	-0.130	(-0.461)	0.535	(0.560)	-0.325	(-0.756)
$dCFO_{i,t+1}$	0.124	(0.586)	-0.284	(-0.585)	0.037	(0.109)
$dNcash_{i,t}$	0.554***	(4.125)	0.375	(0.630)	0.680***	(4.059)
$dNcash_{i,t+1}$	-0.479***	(-3.181)	-0.910*	(-1.725)	-0.402**	(-2.113)
$Inter_{i,t}$	-3.149	(-1.218)	-10.154	(-1.150)	-3.894	(-1.197)
$dInter_{i,t}$	-1.985	(-0.894)	15.501*	(1.951)	-1.719	(-0.597)
$dInter_{i,t+1}$	-6.934***	(-2.826)	13.200*	(1.814)	-9.577***	(-3.129)
$Dv_{i,t}$	2.605	(1.400)	10.392	(1.295)	0.970	(0.418)
$dDv_{i,t}$	-0.480	(-0.446)	-2.439	(-0.548)	0.563	(0.399)
$dDv_{i,t+1}$	1.940	(1.462)	-0.921	(-0.182)	1.958	(1.231)
$Inv_{i,t}$	-1.277***	(-3.792)	-1.035	(-0.916)	-1.568***	(-3.684)
$dInv_{i,t}$	0.403**	(2.190)	0.910	(1.478)	0.546**	(2.227)
$dInv_{i,t+1}$	-0.172	(-0.775)	0.995	(1.348)	-0.218	(-0.729)
$dMv_{i,t+1}$	-0.553***	(-17.298)	-0.526***	(-4.665)	-0.494***	(-12.523)
$_cons$	-0.015	(-0.765)	-0.002	(-0.026)	-0.004	(-0.161)
Obs.	4165		384		2591	
Adj-R ²	0.161		0.135		0.146	
Chow's Test					75.555(0.000)	

注:邹检验公式为 $Chow's F = [(SSR_T - SSR_1 - SSR_2)/17] / [(SSR_1 + SSR_2)/4131]$ 。其中: SSR_T 总体样本回归的残差平方和; SSR_1 和 SSR_2 表示高集聚与低集聚样本回归的残差平方和。括号内所有 t 值均经过 Cluster 调整。下同。

3. 考虑竞争对手融资约束的分析

如表 6 所示,本文报告了基于产业空间集聚度较低样本,并考虑竞争对手融资约束程度的结果。我们发现,在未考虑经济周期因素的情形下,当企业竞争对手面临较为严重的融资约束时,持有比竞争对手更多的现金能够提高提升企业价值。在考虑经济周期因素的情形下,当经济收缩时,比竞争对手持有更多的现金可在竞争对手面临较为严重的融资约束时更为显著地提升企业价值。研究结论表明,现金持有策略的价值效应除受企业所处产业环境及自身特征影响外,宏观经济环境亦是不容忽视的重要因素。

4. 进一步考虑产权性质的分析

进一步,如表 7 所示,本文报告了基于产业空间集聚度较低样本,并考虑产权性质因素后的分析结果。我们发现,未考虑经济周期因素情形下,与国有企业相比,民营企业现金持有策略的价值效应更强,这说明由于我国特殊的制度环境,民营企业普遍遭受“信贷歧视”,融资渠道的狭窄以及高昂的外部融资成本常使企业通过内源融资来满足发展需求(叶康涛和祝继高,2009),这便使得持有更多的现金会比融资约束程度相对较低的国有企业更具价值;考虑经济周期因素后,我们发

表 5 经济周期、产业空间集聚与现金持有策略的价值效应

Mv	全样本		产业空间集聚度高		产业空间集聚度低	
	经济扩张期	经济收缩期	经济扩张期	经济收缩期	经济扩张期	经济收缩期
$XCash_{i,t}$	1.176*** (3.891)	2.050*** (5.558)	0.064 (0.057)	0.120 (0.109)	1.421*** (3.948)	2.136*** (4.856)
$CFO_{i,t}$	0.841** (2.408)	-0.054 (-0.117)	1.692 (1.558)	0.535 (0.367)	1.005** (2.231)	0.440 (0.638)
$dCFO_{i,t}$	-0.360 (-1.049)	0.316 (0.574)	-0.372 (-0.238)	0.221 (0.134)	-0.407 (-0.752)	0.046 (0.060)
$dCFO_{i,t+1}$	0.215 (0.784)	0.053 (0.116)	0.308 (0.283)	0.145 (0.123)	0.079 (0.172)	-0.038 (-0.059)
$dNcash_{i,t}$	0.310** (1.986)	0.919*** (3.551)	-0.048 (-0.103)	0.732 (0.522)	0.348 (1.588)	1.273*** (3.775)
$dNcash_{i,t+1}$	-0.443** (-2.480)	-0.550* (-1.898)	-0.169 (-0.289)	-1.448** (-2.016)	-0.464* (-1.951)	-0.325 (-0.810)
$Inter_{i,t}$	-4.010 (-1.539)	-1.020 (-0.313)	-10.402 (-1.156)	-17.399 (-1.421)	-5.312* (-1.745)	-0.155 (-0.035)
$dInter_{i,t}$	-2.619 (-0.868)	0.279 (0.072)	20.800* (1.885)	12.147 (0.762)	-2.311 (-0.633)	0.900 (0.167)
$dInter_{i,t+1}$	-7.074** (-2.487)	-4.822 (-1.029)	8.755 (0.893)	12.445 (0.741)	-9.286*** (-2.619)	-6.755 (-1.038)
$Dv_{i,t}$	2.741 (1.425)	2.841 (1.127)	8.534 (0.998)	16.652** (2.060)	1.863 (0.791)	-0.911 (-0.266)
$dDv_{i,t}$	-2.047 (-1.464)	1.529 (0.808)	-9.903* (-1.760)	8.332 (1.195)	-0.674 (-0.368)	2.592 (0.973)
$dDv_{i,t+1}$	0.522 (0.352)	4.420* (1.711)	-7.659 (-1.488)	14.148* (1.749)	1.063 (0.574)	3.095 (0.939)
$Inv_{i,t}$	-1.208*** (-3.519)	-1.489*** (-3.047)	-0.991 (-0.880)	-1.621 (-1.237)	-1.444*** (-3.319)	-1.860*** (-2.768)
$dInv_{i,t}$	0.360 (1.577)	0.461 (1.429)	0.860 (1.297)	1.009 (1.067)	0.619** (2.070)	0.335 (0.735)
$dInv_{i,t+1}$	-0.020 (-0.081)	-0.451 (-1.078)	0.438 (0.542)	1.273 (0.970)	0.075 (0.227)	-0.815 (-1.386)
$dMv_{i,t+1}$	-0.590*** (-12.561)	-0.504*** (-11.332)	-0.629*** (-4.470)	-0.350** (-2.058)	-0.544*** (-9.565)	-0.430*** (-7.110)
$_cons$	-0.011 (-0.613)	-0.020 (-0.842)	0.016 (0.231)	-0.022 (-0.254)	-0.002 (-0.097)	-0.007 (-0.208)
Obs.	2772	1393	253	131	1805	786
Adj-R ²	0.164	0.162	0.175	0.077	0.158	0.129
Chow's Test	1.795(0.000)		1.167(0.000)		1.815(0.000)	

表 6 考虑竞争对手融资约束的分析

<i>Mv</i>	未考虑经济周期				经济发展收缩期			
	融资约束 (<i>Size</i>)		融资约束 (<i>SA</i> 指数)		融资约束 (<i>Size</i>)		融资约束 (<i>SA</i> 指数)	
	高约束	低约束	高约束	低约束	高约束	低约束	高约束	低约束
<i>XCash_{i,t}</i>	1.956*** (3.808)	0.804* (1.958)	1.401*** (3.567)	0.837* (1.736)	1.985** (2.453)	0.999* (1.874)	1.857*** (3.792)	0.552 (0.931)
<i>CFO_{i,t}</i>	1.293** (2.225)	1.164** (2.408)	1.182** (2.354)	1.288** (2.488)	1.208 (1.127)	1.182 (1.489)	0.366 (0.438)	1.556* (1.860)
<i>dCFO_{i,t}</i>	-0.027 (-0.049)	-0.857 (-1.634)	0.108 (0.225)	-1.303** (-2.045)	-1.548 (-1.274)	-0.166 (-0.185)	-0.631 (-0.680)	0.128 (0.118)
<i>dCFO_{i,t+1}</i>	-0.342 (-0.635)	0.217 (0.527)	-0.360 (-0.854)	0.503 (0.961)	1.087 (0.876)	-0.431 (-0.597)	0.727 (0.908)	-0.565 (-0.627)
<i>dNcash_{i,t}</i>	0.844*** (2.863)	0.277 (1.381)	0.750*** (3.221)	0.220 (0.982)	1.235* (1.900)	0.689* (1.680)	1.451*** (2.840)	0.385 (0.893)
<i>dNcash_{i,t+1}</i>	-0.016 (-0.060)	-0.352 (-1.523)	-0.385* (-1.795)	-0.249 (-0.937)	0.910 (1.520)	-0.591 (-1.309)	0.211 (0.480)	-0.378 (-0.750)
<i>Inter_{i,t}</i>	-7.929** (-2.071)	-5.280 (-1.383)	-7.653** (-2.333)	-4.051 (-0.927)	-15.215*** (-3.024)	-0.427 (-0.087)	-9.776** (-2.101)	-0.239 (-0.044)
<i>dInter_{i,t}</i>	-2.052 (-0.419)	-2.527 (-0.771)	-1.652 (-0.434)	-2.618 (-0.703)	3.432 (0.448)	-1.823 (-0.303)	4.182 (0.652)	-1.940 (-0.271)
<i>dInter_{i,t+1}</i>	-11.847*** (-2.716)	-11.143*** (-3.067)	-11.607*** (-3.270)	-7.229* (-1.761)	-16.208** (-2.019)	-10.558 (-1.471)	-14.913** (-1.981)	-1.611 (-0.201)
<i>Dv_{i,t}</i>	8.684** (2.354)	1.637 (0.603)	8.585*** (3.032)	3.297 (1.044)	10.909*** (2.793)	-1.408 (-0.358)	11.142*** (3.271)	1.637 (0.356)
<i>dDv_{i,t}</i>	-2.459 (-1.028)	1.060 (0.655)	-0.357 (-0.190)	-1.979 (-1.031)	5.062 (1.311)	1.942 (0.688)	6.093* (1.928)	-3.676 (-1.135)
<i>dDv_{i,t+1}</i>	3.885 (1.383)	3.553* (1.949)	5.485** (2.533)	3.570* (1.676)	13.406*** (3.318)	2.684 (0.724)	12.861*** (3.116)	1.387 (0.329)
<i>Inv_{i,t}</i>	-0.626 (-0.991)	-1.381*** (-2.813)	-0.531 (-1.057)	-1.113* (-1.946)	0.076 (0.085)	-1.742** (-2.337)	0.247 (0.339)	-1.227 (-1.490)
<i>dInv_{i,t}</i>	0.875** (2.541)	0.376 (1.307)	0.409 (1.473)	0.235 (0.676)	0.536 (0.895)	0.092 (0.173)	0.046 (0.100)	0.018 (0.029)
<i>dInv_{i,t+1}</i>	0.260 (0.501)	-0.218 (-0.666)	0.392 (1.034)	-0.298 (-0.781)	-0.019 (-0.026)	-0.967 (-1.491)	0.206 (0.345)	-0.937 (-1.215)
<i>dMv_{i,t+1}</i>	-0.617*** (-11.140)	-0.424*** (-9.648)	-0.611*** (-11.838)	-0.364*** (-7.559)	-0.433*** (-4.409)	-0.377*** (-5.976)	-0.457*** (-6.190)	-0.333*** (-4.850)
<i>_cons</i>	-0.281*** (-8.004)	0.113*** (4.272)	-0.235*** (-8.265)	0.202*** (6.756)	-0.437*** (-9.740)	0.160*** (4.838)	-0.335*** (-9.151)	0.284*** (7.909)
Obs.	751	1840	1219	1372	222	564	367	419
Adj-R ²	0.276	0.111	0.243	0.091	0.315	0.086	0.262	0.059
Chow's Test	17.771 (0.000)		25.451 (0.000)		37.487 (0.000)		52.694 (0.000)	

表 7 进一步考虑产权性质的分析

<i>Mv</i>	未考虑经济周期		经济发展收缩期					
			全样本		高融资约束(<i>Size</i>)		高融资约束(<i>SA</i> 指数)	
	国有	民营	国有	民营	国有	民营	国有	民营
<i>XCash</i> _{<i>i,t</i>}	1.421*** (5.975)	1.918*** (3.844)	1.775*** (4.540)	2.889*** (3.093)	1.217 (1.024)	2.382* (1.773)	1.507** (2.290)	2.815** (2.358)
<i>CFO</i> _{<i>i,t</i>}	1.005*** (2.832)	1.187 (1.406)	0.845 (1.376)	-0.468 (-0.329)	3.003*** (2.666)	-2.925 (-1.519)	1.557* (1.903)	-3.715* (-1.835)
<i>dCFO</i> _{<i>i,t</i>}	-0.407 (-0.547)	-0.120 (-0.068)	-0.341 (-0.333)	2.764 (0.969)	-1.423 (-0.959)	-7.574 (-1.346)	-0.974 (-0.815)	1.053 (0.290)
<i>dCFO</i> _{<i>i,t+1</i>}	0.079 (0.117)	-0.481 (-0.294)	-0.065 (-0.072)	-1.772 (-0.689)	0.337 (0.239)	7.880* (1.936)	0.400 (0.394)	1.642 (0.528)
<i>dNcash</i> _{<i>i,t</i>}	0.348 (1.474)	0.622 (0.621)	1.362*** (3.676)	1.389* (1.744)	1.969*** (2.759)	-0.790 (-0.558)	1.475*** (2.769)	1.640 (1.125)
<i>dNcash</i> _{<i>i,t+1</i>}	-0.464* (-1.959)	-0.691 (-1.586)	-0.086 (-0.192)	-0.859 (-0.835)	1.225** (1.996)	0.488 (0.297)	0.176 (0.363)	0.339 (0.300)
<i>Inter</i> _{<i>i,t</i>}	-5.312*** (-2.671)	4.899 (1.344)	-4.398 (-1.153)	9.326 (1.183)	-17.589*** (-3.071)	-7.152 (-0.494)	-12.425*** (-2.860)	-3.823 (-0.333)
<i>dInter</i> _{<i>i,t</i>}	-2.311 (-0.640)	0.238 (0.033)	2.631 (0.428)	-9.479 (-0.611)	7.463 (0.909)	18.407 (0.625)	4.312 (0.638)	0.910 (0.045)
<i>dInter</i> _{<i>i,t+1</i>}	-9.286*** (-2.623)	-9.871 (-1.293)	-13.411** (-1.997)	2.942 (0.185)	-21.057** (-2.410)	8.171 (0.325)	-20.140*** (-2.644)	11.147 (0.464)
<i>Dv</i> _{<i>i,t</i>}	1.863 (1.206)	-2.011 (-0.679)	-1.293 (-0.408)	-3.761 (-0.639)	9.030** (2.315)	16.467* (1.874)	9.161** (2.560)	13.617** (2.361)
<i>dDv</i> _{<i>i,t</i>}	-0.674 (-0.377)	-2.580 (-0.739)	0.449 (0.159)	9.904 (1.422)	4.864 (1.333)	5.284 (0.424)	5.141* (1.654)	4.970 (0.557)
<i>dDv</i> _{<i>i,t+1</i>}	1.063 (0.587)	-1.452 (-0.432)	0.680 (0.193)	6.822 (0.947)	13.860*** (2.688)	12.433 (0.940)	11.206** (2.464)	11.590 (1.347)
<i>Inv</i> _{<i>i,t</i>}	-1.444*** (-4.623)	-1.522** (-2.360)	-1.902*** (-3.258)	-2.229* (-1.721)	-0.208 (-0.260)	-0.590 (-0.305)	0.261 (0.402)	-1.555 (-0.800)
<i>dInv</i> _{<i>i,t</i>}	0.619** (2.032)	0.491 (0.842)	0.185 (0.380)	0.716 (0.678)	0.786 (1.117)	-0.471 (-0.335)	0.196 (0.366)	-0.511 (-0.373)
<i>dInv</i> _{<i>i,t+1</i>}	0.075 (0.242)	-0.492 (-0.773)	-0.685 (-1.030)	-1.468 (-1.055)	0.227 (0.301)	-3.829 (-1.472)	0.432 (0.726)	-1.941 (-0.976)
<i>dMv</i> _{<i>i,t+1</i>}	-0.544*** (-8.826)	-0.323*** (-3.664)	-0.466*** (-6.869)	-0.335*** (-2.675)	-0.468*** (-4.025)	-0.550** (-2.327)	-0.490*** (-5.395)	-0.509*** (-2.836)
<i>_cons</i>	-0.002 (-0.174)	0.089*** (3.160)	-0.038 (-1.605)	0.080 (1.299)	-0.447*** (-11.008)	-0.401*** (-3.995)	-0.351*** (-11.266)	-0.235*** (-2.612)
Obs.	1805	578	623	163	235	41	302	65
Adj-R ²	0.158	0.071	0.152	0.044	0.311	0.287	0.302	0.235
Chow's Test	3.675(0.000)		4.189(0.000)		1.466(0.000)		1.905(0.000)	

现当经济发展处于下行通道之时,无论是国有还是民营企业,其现金持有策略的边际价值均比未考虑经济周期因素时高,而且民营企业现金持有策略的价值效应更强,说明经济收缩在加剧了民营企业外部融资约束严重程度的同时,也使得持有更多的现金变得更具价值效应。

(四)稳健性检验

基于以上分析,本文进一步进行了如下稳健性检验。

第一,使用基尼系数作为产业空间集聚的替代指标。其中, $Gini = \sum_i^N (s_i - x_i)^2$, $Gini$ 代表空间基尼系数, s_i 代表地区 i 某产业的工业总产值占全国该产业工业总产值的比重; x_i 代表地区 i 的工业总产值占全国工业总产值的比重。与 EG 指数类似,本文将空间基尼指数大于 0.05 的样本定义为高集聚组,将空间基尼系数小于 0.02 的样本定义为低集聚组。

第二,以(货币资金+短期投资)/总资产作为现金持有量的替代指标,其中 2007 年后的短期投资为交易性金融资产。

第三,由于产品市场业绩会直接影响到企业价值,故此借鉴 Fresard(2010)的方法,通过检验现金持有的产品市场竞争效应来验证上文研究结论的可靠性。

$$Zgrowth_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Zcash_{i,t-1} + \alpha_2 \times Size_{i,t-1} + \alpha_3 \times Lev_{i,t-1} + \alpha_4 \times Lev_{i,t-2} + \alpha_5 \times Sc_{i,t-1} + \alpha_6 \times Sc_{i,t-2} + \alpha_7 \times Inv_{i,t-1} + \alpha_8 \times Inv_{i,t-2} + \alpha_9 \times Zgrowth_{i,t-1} + \alpha_{10} \times Zgrowth_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Zgrowth$ 为(企业销售增长率-行业平均销售增长率)/行业营业收入增长率的标准差; $Zcash$ 为(企业现金持有-行业平均现金持有)/每年每个行业现金持有的标准差; $Size$ 为总资产自然对数; Lev 为资产负债率; Sc 为销售费用/营业收入; Inv 为(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+投资支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产以及其他长期资产收回的现金净额)/总资产。

本文以上文研究假设 1 为例,报告了相应的回归结果,如表 8 所示。可以看出无论是使用空间基尼系数还是改变现金持有水平的度量方法,现金持有策略的价值效应均在低集聚企业中体现得更为明显;同时,从稳健性检验(3)的结果中,我们发现战略性持有现金能够带来市场业绩的显著提升,并且这种效应在低集聚企业中更为突出,这也从一定程度上支持了上文的研究结论。

五、研究结论与启示

本文系统考察了经济周期、产业空间集聚与制造业上市公司现金持有策略的价值效应。研究发现:(1)总体而言,采取比同行业竞争对手持有更多现金的策略能够显著提升企业的价值,而且与高集聚企业相比,低集聚企业现金持有策略的价值效应更强;(2)考虑经济周期因素后发现,总体样本中,企业现金持有策略的价值效应在经济收缩期更强,而当企业处于空间集聚度较低的行业时,其现金持有策略的价值效应会进一步显著提升;(3)基于低集聚企业样本并根据竞争对手融资约束程度细分样本后发现,当竞争对手面临较为严重的融资约束之时,企业持有更多的现金能够显著提升其自身价值,并且当经济发展处于下行通道之时,这种效应更为明显;(4)考虑产权性质因素后发现,当处于空间集聚度较低的行业时,相较于国有企业,民营企业具有更强的现金持有价值效应,且这种效应在经济发展收缩期更为明显。进一步根据竞争对手融资约束程度细分样本后发现,当经济发展收缩之时,竞争对手面临较为严重融资约束的民营企业的现金持有价值均比国有企业更高。

以上研究结论表明,基于产业空间集聚视角并结合经济周期研究企业现金持有策略的价值效应,有利于我们更加深刻地理解我国特殊经济体制下经济周期波动及产业环境于微观企业财务决

表 8 稳健性检验

稳健性检验(1)	全样本		产业空间集聚度高		产业空间集聚度低		Chow's Test
	回归系数	t 值	回归系数	t 值	回归系数	t 值	
$XCash_{i,t}$	1.466***	(4.980)	0.208	(0.203)	1.561***	(4.685)	64.644 (0.000)
样本量	4165		382		2704		
Adj-R ²	0.161		0.135		0.142		
稳健性检验(2)	全样本		产业空间集聚度高		产业空间集聚度低		Chow's Test
	回归系数	t 值	回归系数	t 值	回归系数	t 值	
$X_2Cash_{i,t}(EG)$	1.216***	(4.718)	0.326	(0.326)	1.458***	(4.623)	74.246 (0.000)
Obs.	4165		384		2591		
Adj-R ²	0.157		0.135		0.143		
$X_2Cash_{i,t}(Gini)$	1.216***	(4.718)	0.337	(0.338)	1.368***	(4.407)	63.329 (0.000)
Obs.	4165		382		2704		
Adj-R ²	0.157		0.136		0.139		
稳健性检验(3)	全样本		产业空间集聚度高		产业空间集聚度低		Chow's Test
	回归系数	t 值	回归系数	t 值	回归系数	t 值	
$ZCash_{i,t}(EG)$	0.019***	(2.581)	0.012	(0.459)	0.021**	(2.317)	20.376 (0.000)
Obs.	3651		352		2286		
Adj-R ²	0.060		0.034		0.063		
$ZCash_{i,t}(Gini)$	0.019***	(2.581)	0.007	(0.268)	0.022**	(2.391)	19.539 (0.000)
Obs.	3651		350		2380		
Adj-R ²	0.060		0.032		0.063		

策行为的影响机制及作用机理,从而为政府制定更为合理的宏观经济政策及产业政策提供了理论和实践依据。本文认为,对于政府来讲,应进一步完善金融信贷体制,弥补金融市场固有缺陷,特别是在经济发展处于下行通道之时,更应对企业的融资环境予以重点关注,防止出现经济大起大落的情况;同时,政府还应进一步通过调整、完善产业政策来提升制造业的空间集聚程度,以不断降低企业的生产经营成本、完善企业间的信息沟通机制,使企业可利用产业集聚所产生的“金融外部性”来拓宽企业融资渠道、降低融资成本,促进企业的长远可持续发展。对于微观实体来讲,企业应实时关注“经济大气候”及自身所处行业发展的瞬息变化,充分理解宏观经济及产业环境的变化对其自身生产经营及融资环境所产生的影响,并通过自身积极能动的调整(如实施积极的现金持有策略等)来应对不断变化的外部环境,以实现长远可持续发展。

参考文献

- 陈武朝(2013):《经济周期、行业周期性与盈余管理程度——来自中国上市公司的经验证据》,《南开管理评论》,第3期。
- 黄建仁、苏欣玫、黄健铭(2010):《高管人员薪酬、自由现金流量对公司风险承担之影响》,《科学决策》,第7期。
- 江龙、刘笑松(2008):《经济周期波动与上市公司现金持有行为研究》,《会计研究》,第9期。

- 姜国华、饶品贵(2011):《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》,《会计研究》,第 3 期。
- 刘克、王岚(2010):《产业集群中中小企业外部融资效率研究:制度理论的视角》,《当代经济科学》,第 3 期。
- 罗琦、张克中(2007):《经济周期波动于企业现金持有行为关联性探析》,《财贸经济》,第 10 期。
- 牛旻昱、钟坚、钟无涯(2014):《行政垄断、市场配置与中部地区制造业地理集中》,《当代财经》,第 3 期。
- 盛丹、王永进(2013b):《产业集聚、信贷资源配置效率与企业的融资成本——来自世界银行调查数据和中国工业企业数据的证据》,《管理世界》,第 6 期。
- 唐松(2008):《区域产业集聚的金融外部性与品牌扩散效应研究》,《广东金融学院学报》,第 7 期。
- 王永进、盛丹(2013a):《地理集聚会促进企业间商业信用吗》,《管理世界》,第 1 期。
- 杨洪洪、孙林岩、吴安波(2008):《中国制造业聚集度的变动趋势及其影响因素研究》,《中国工业经济》,第 4 期。
- 杨兴全、曾义、吴旻昱(2014):《货币政策、信贷歧视与公司现金持有竞争效应》,《财经研究》,第 2 期。
- 叶康涛、祝继高(2009):《银根紧缩与信贷资源配置》,《管理世界》,第 1 期。
- 张会丽、吴有红(2012):《超额现金持有水平与产品市场竞争优势——来自中国上市公司的经验证据》,《金融研究》,第 2 期。
- 张文君(2012):《产业集聚的外部性与企业融资行为》,《上海经济研究》,第 6 期。
- 张文君(2014):《现金持有与宏观经济因素的传导机制——兼对现金持有理论的一个综述》,《金融评论》,第 3 期。
- Almeida, H., M. Campello and N. Weisbach (2004): “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of Finance*, 6, 1777–1804.
- Denis, D. and V. Sibilkov (2010): “Financial Constraints, Investment and the Value of Cash Holdings”, *Review of Financial Studies*, 1, 247–269.
- Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith (2007): “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 3, 599–634.
- Ellison, G. and E. Glaeser (1997): “Geographic Concentration in U.S. Manufacturing Industries A Dartboard Approach”, *Journal of Political Economy*, 5, 887–927.
- Fresard, L. (2010): “Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effect of Corporate Cash Holdings”, *Journal of Finance*, 3, 1097–1122.
- Hadlock, C. and J. Pierce (2010): “New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index”, *Review of Financial Studies*, 5, 1909–1940.
- Haggett, P. and R. Chorley (1969): *Network Analysis in Geography*, London Arnold Press.
- Hausalter, D. and S. Klasab (2007): “Maxwell, W.F.. The Influence of Product Market Dynamics on a Firm’s Cash Holdings and Hedging Behavior”, *Journal of Financial Economics*, 84, 797–825.
- Li, B. and Y. Lu (2009): “Geographic Concentration and Vertical Disintegration: Evidence from China”, *Journal of Urban Economics*, 65, 294–304.
- Long, C. and X. Zhang (2012): “Patterns of Industrialization: Concentration, Specialization and Clusters”, *China Economic Review*, 3, 593–612.
- Lu, J. and Z. Tao (2009): “Trends and Determinants of China’s Industrial Agglomeration”, *Journal of Urban Economics*, 2, 167–180.
- Otatti, D. (1994): “Interlinking Transaction and Credit in the Industrial District”, *Cambridge Journal of Economics*, 6, 529–546.

(责任编辑:周莉萍)