

# 宏观经济风险影响公司现金持有量的机制与效果

王义中, 袁 珺

(浙江大学经济学院, 浙江 杭州 310027)

**摘 要:** 宏观经济风险对公司投融资行为有显著影响。本文以 2007~2015 年沪深两市 2291 家上市公司的非平衡面板数据为样本, 分析宏观经济风险影响公司现金持有量的机制, 并探究其影响效果。经验结果表明: 宏观经济风险显著影响上市公司现金持有量行为, 即宏观经济风险越大, 则公司持有现金越多, 反之亦然; 与国有企业相比, 非国有企业的现金持有行为对宏观经济风险更加敏感; 金融危机期间, 宏观经济风险对现金持有量产生负向影响。

**关键词:** 公司现金持有量; 宏观经济风险; 融资约束

**中图分类号:** F276.6      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2017)09-0056-09

## 一、引 言

众多文献证明, 宏观经济因素会显著影响公司投融资行为<sup>[1][2][3]</sup>。宏观经济风险会导致公司的业绩下降, 造成公司的现金流短缺<sup>[4]</sup>, 加大经营和财务风险。宏观经济波动让公司难以对未来经济发展做出判断, 公司会出于预防动机持有更多现金<sup>[5]</sup>。Arslan、Florackis 和 Ozkan (2006)<sup>[6]</sup>发现, 金融危机时期, 现金是公司抵御风险的有效工具。若管理者在高宏观经济风险时期制定合理的现金政策, 则能够保证公司有效应对各种挑战。因此, 探讨宏观经济风险对公司现金持有量的影响不仅有助于理解宏观因素作用于公司投融资行为的现金流渠道, 而且能够理解在不同宏观经济环境中的公司现金持有量行为。本文的贡献在于: 首次研究宏观经济风险影响公司现金持有量的机制及其效果; 区分金融危机与非金融危机时期, 国有企业与非国有企业, 讨论宏观经济风险影响公司现金持有量的异质性。

## 二、理论分析与研究假说

我国企业外部融资主要依靠国有银行<sup>[7]</sup>, 动荡宏观经济环境使得银行准确预测收益的能力大大削弱, 使其放贷行为更加保守<sup>[8]</sup>, 同时加剧了银行与公司之间的信息不对称程度, 导致公司融资难度增加和外部融资成本提高<sup>[9][10][11]</sup>。公司更多只能依靠内部融资, 而持有现金作为缓冲, 可以预防因资金短缺引起的一系列问题<sup>[12][13]</sup>。由此提出如下假说:

假说 1: 宏观经济风险越大, 公司现金持有量越多。反之, 越少。

然而, 公司现金持有量的增加并不意味着公司现金流会增加。宏观经济风险增大对公司流动性产生不利影响, 公司会调整现金持有比例来保持充足流动性<sup>[14]</sup>。宏观经济风险越大, 则未来经济不确定性程度越高, 王义中和宋敏 (2014)<sup>[3]</sup>认为这导致了公司外部需求下降以及经营活动产生的

收稿日期: 2017-04-24

基金项目: 浙江省哲学社会科学规划课题资助(11ZJQN037YB)

作者简介: 王义中(1978-), 男, 安徽安庆人, 浙江大学经济学院教授; 袁珺(1997-), 女, 安徽亳州人, 浙江大学经济学院学生。

现金流减少。由此提出如下假说：

假说 2：宏观经济风险越大，公司经营活动产生的现金流越小。反之，越大。

进一步考察企业性质的差异，相对于国有企业，非国有企业获得的银行贷款较少，债务期限结构更短<sup>[15]</sup>，所受融资约束较大。因而，非国有企业面临着更为严重的信贷歧视，更难获得银行信贷<sup>[16]</sup>。由此可以推断，国有企业与非国有企业在融资约束程度上的差异，使得两类不同企业的现金持有水平对宏观经济因素的敏感程度不同。融资约束越强的公司，其现金持有水平对宏观经济环境更敏感<sup>[17]</sup>。由此提出如下假说：

假说 3：与国有企业相比，非国有企业在宏观经济风险大时现金持有倾向更强。

### 三、数据和变量

#### （一）样本选择和数据来源

本文选择 2007 ~ 2015 年沪深两市上市公司为样本，并依据以下原则进行筛选：（1）剔除金融类和保险类公司；（2）剔除连续亏损的公司，即 ST 公司；（3）剔除数据缺失的公司。筛选后最终获得 2,291 家公司共 15,239 个观测值的非平衡面板数据。对所有公司层面的连续变量数据进行缩尾处理（Winsorize）消除异常值的影响，即把位于 1% 和 99% 分位数以外的数据用 1% 和 99% 分位数替换。本文所使用的财务数据来自国泰安 CSMAR 数据库，个股交易数据来自锐思 RESSET 数据库，宏观经济数据来自国际货币基金组织国际金融数据库。

#### （二）变量度量

##### 1. 宏观经济风险

参考既有文献，选取中国季度实际 GDP 变化率，运用广义自回归条件异方差模型即 GARCH (1, 1) 的条件方差度量宏观经济风险。

##### 2. 现金持有量

借鉴现有文献，使用货币资金和有色证券之和与总资产之比度量公司现金持有量<sup>[18]</sup>。

##### 3. 信息不对称

参考于蔚等 (2012)<sup>[19]</sup> 的方法，使用公司日个股交易数据，运用主成分分析方法，构建公司与外部投资者之间信息不对称程度的代理变量 ASY。ASY 越大，股票流动性越差，则信息不对称问题越严重。

##### 4. 控制变量

遵从现有文献的方法<sup>[20]</sup>，控制变量包括：现金流、托宾 Q、公司规模、净营运资本、短期负债和资产负债率。表 1 为所有变量的定义和计算方法。

表 1 变量定义

符号	含义	计算方法
Cashholdings	现金持有量	(货币资金 + 有色证券) / 总资产
MR	宏观经济风险	对季度实际 GDP 变化率运用 GARCH(1,1) 得到季度条件方差, 取均值得到的年度条件方差
ASY	信息不对称程度	以公司日个股交易数据衡量
cashflow	现金流	公司经营活动现金流量净额 / 总资产
q	托宾 Q	(总市值 + 总负债) / 总资产
size	公司规模	总资产取自然对数
nwc	净营运资本	(流动资产 - 流动负债 - 现金及现金等价物) / 总资产
shortdebt	短期负债	短期负债 / 总资产
leverage	资产负债率	总负债 / 总资产
crisis	金融危机	2007 ~ 2009 年为 1, 其余为 0
firm	个体效应	样本公司共 2,291 家

(三)描述性统计

表 2 为公司层面变量的描述性统计结果。由表 2 可知, 公司现金持有量的最小值为 0.0012, 而最大值为 0.6875, 说明不同公司的现金持有水平差距较大。信息不对称程度最小值为 -0.2329, 而最大值为 0.7846, 表明不同公司面临的逆向选择有较大差异。

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
Cashholdings	0.1770	0.1487	0.1323	0.6875	0.0012
ASY	-0.0354	0.1781	-0.0872	0.7846	-0.2329
cashflow	0.0358	0.0829	0.0336	0.2932	-0.2303
q	2.2288	2.0144	1.6376	11.691	0.2031
size	21.701	1.2394	21.544	25.467	19.070
nwc	0.0252	0.2208	0.0371	0.5477	-0.6432
shortdebt	0.1191	0.1223	0.0862	0.5431	0.0000
leverage	0.4225	0.2237	0.4163	0.9832	0.0202

(四)相关性分析

表 3 相关性分析显示, 变量之间的相关系数总体较小, 不存在多重共线性问题。宏观经济风险、信息不对称程度、公司现金流、托宾 Q 与公司现金持有量正相关, 而短期负债与公司资产负债率与公司现金持有量负相关。

表 3 相关性分析

变量	Cashholdings	MR	ASY	cashflow	q	size	nwc	shortdebt	leverage
Cashholdings	1.00								
MR	0.10	1.00							
ASY	0.26	0.05	1.00						
cashflow	0.10	-0.09	0.00	1.00					
q	0.23	-0.06	0.26	0.08	1.00				
size	-0.16	-0.16	-0.47	0.03	-0.46	1.00			
nwc	0.20	-0.06	0.12	-0.14	0.17	-0.08	1.00		
shortdebt	-0.33	0.01	-0.09	-0.13	-0.23	0.03	-0.46	1.00	
leverage	-0.39	-0.09	-0.25	-0.09	-0.34	0.38	-0.54	0.50	1.00

图 1 简单描述了样本期间公司现金持有水平与宏观经济风险之间的关系。如图 1 所示, 当宏观经济风险变大, 公司现金持有量呈增加趋势; 当宏观经济风险变小, 公司现金持有量呈减小趋势。这种趋势初步支持了理论假设。

另外, 以宏观经济风险的均值为界, 将样本分为高/低宏观经济风险组, 对公司现金持有量进行了平均值和中位数检验。其中, 均值检验对应的是 T 检验结果, 中值对应的是 Wilcoxon 检验结果。根据表 4, 高宏观经济风险时期, 公司现金持有量均值比低宏观经济风险时期高出 0.037, 并在 1% 的水平上显著; 而公司现金持有量的中位数则高出低宏观经济风险时期 0.0627, 并且在 1% 的水平上显著。该结论表明, 宏观经济风险不同时, 上市公司的现金持有量存在显著差异。

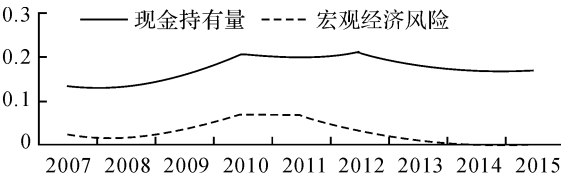


图 1 现金持有情况和宏观经济风险对照图

表 4 均值检验与中值检验

变量	均值			p-value(2-tailed)
	高宏观经济风险组	低宏观经济风险组	两者之差	
现金持有量	0.198	0.161	-0.036635	0.0000
变量	中值			p-value(2-tailed)
	高宏观经济风险组	低宏观经济风险组	两者之差	
现金持有量	0.173	0.110	-0.06272	0.0000

#### 四、回归结果及分析

##### (一) 宏观经济风险对公司现金持有量的影响

借鉴 Becker and Ivashina(2013)<sup>[21]</sup>、Erel et al. (2012)<sup>[1]</sup>、Ariccia et al. (2017)<sup>[22]</sup>等文献,当回归模型含有宏观时间序列变量,由于时间固定效应会吸收并削弱变量的解释力,所以在回归模型中未控制时间固定效应,只控制了公司效应,并对回归系数的标准误进行公司层面的聚类调整<sup>[23]</sup>。本文将计量模型设计如下:

$$Cashholdings_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MR_{i,t} + \beta_2 cashflow_{i,t} + \beta_3 q_{i,t} + \beta_4 size_{i,t} + \beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 shortdebt_{i,t} + \beta_7 leverage_{i,t} + firm_i + \varepsilon_{i,t}$$

表5为具体的回归结果。模型(1)为宏观经济风险对公司现金持有量的单独影响,模型(2)是同时考虑其他控制变量对公司现金持有量的共同影响。结果表明,宏观经济风险的回归系数显著为正,说明高宏观经济风险会导致公司现金持有量增加,反之则会减少现金持有量。该结论与假说1一致。

表 5 宏观经济风险对现金持有量的影响  
(被解释变量: 现金持有量)

变量	模型(1)	模型(2)
MR	0.075 *** (14.34)	0.079 *** (15.85)
cashflow		0.076 *** (5.03)
q		0.003 *** (2.75)
size		0.022 *** (7.57)
nwc		-0.084 *** (-6.19)
shortdebt		-0.180 *** (-9.12)
leverage		-0.138 *** (-8.78)
Constant	0.157 *** (107.86)	-0.259 *** (-4.11)
公司效应	控制	控制
样本量	15,239	15,239
调整后 R <sup>2</sup>	0.0378	0.0919
F	205.7	72.02

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示t值在1%、5%和10%的显著性水平。下同。

表 6 信息不对称程度对现金持有量的影响  
(被解释变量: 现金持有量)

变量	模型(3)	模型(4)
MR	0.096 *** (18.43)	0.101 *** (19.75)
ASY	-0.051 *** (-4.27)	0.003 (0.26)
ASY × MR	0.487 *** (15.53)	0.429 *** (13.88)
cashflow		0.090 *** (6.09)
q		0.005 *** (4.30)
size		0.030 *** (9.04)
nwc		-0.080 *** (-6.10)
shortdebt		-0.160 *** (-8.43)
leverage		-0.140 *** (-9.20)
Constant	0.153 *** (101.86)	-0.435 *** (-6.10)
公司效应	控制	控制
样本量	15,239	15,239
调整后 R <sup>2</sup>	0.0549	0.116
F	84.19	70.25

现金流、托宾 Q、公司规模对公司现金持有量的影响均显著为正。公司会从经营活动产生的现金流中节省出现金,因此现金流对公司现金持有量有积极影响。托宾 Q 代表公司的成长机会,其值较大的公司更需要持有现金。而净营运资本、短期负债和资产负债率对公司现金持有量的影响显著为负。因为净营运资本可以被看作是现金的替代物<sup>[24]</sup>,作为公司的可用资源与现金产生竞争关系<sup>[25]</sup>。资产负债率高的公司往往需要支付更多利息,公司现金持有量因而减少<sup>[26]</sup>。

## (二)宏观经济风险影响公司现金持有量的作用机制

由假说 1,宏观经济风险增加会提高资本市场的信息不对称程度,影响公司外部融资成本,进而影响到公司的现金持有行为。由表 6 经验结果可知,ASY × MR 的回归系数显著为正,说明当宏观经济风险越大时,信息不对称程度越高的公司,越倾向于积累现金流以应对不确定性。

## (三)区分金融危机与非金融危机的影响

接下来考虑区分不同的样本时期,宏观经济风险对公司现金持有量的影响。定义 2007 年至 2009 年为金融危机时期<sup>[27]</sup>。回归结果如表 7 所示,发现非金融危机时期,宏观经济风险越大,公司现金持有量越多。而金融危机时期,宏观经济风险对公司现金持有量影响显著为负,即宏观经济风险增大,则公司现金持有量反而减少。

进一步理解表 7 中金融危机期间,宏观经济风险越大则公司现金持有量反而增多的回归结果。我们在表 8 中考虑宏观经济风险对现金流影响而不是对现金持有量的影响。由表 8 可知,宏观经济风险的回归系数显著为负(模型(7)和(8)),说明宏观经济风险增加会导致公司现金流减少。该结论与研究假说 2 一致。进一步区分金融危机时期(模型(9)和(10)),发现宏观经济风险对公司现金流的影响在金融危机时期与非金融危机时期均显著。而且在金融危机期间,回归系数为 -0.045,明显小于非金融危机时期的 -0.033,这说明在金融危机期间,宏观经济风险对公司现金流的负向影响更大。

表 7 区分金融危机期间的影响(被解释变量:现金持有量)

变量	总体回归	金融危机时期	非金融危机时期
	模型(2)	模型(5)	模型(6)
MR	0.079 *** (15.85)	-0.067 *** (-4.16)	0.110 *** (16.71)
cashflo	0.076 *** (5.03)	0.065 *** (3.39)	0.094 *** (4.88)
q	0.003 *** (2.75)	0.009 *** (6.77)	0.000 (0.26)
size	0.022 *** (7.57)	0.061 *** (6.65)	0.050 *** (10.23)
nc	-0.084 *** (-6.19)	-0.152 *** (-5.03)	-0.076 *** (-5.04)
shortdebt	-0.180 *** (-9.12)	-0.083 ** (-2.43)	-0.249 *** (-9.77)
leverage	-0.138 *** (-8.78)	-0.124 *** (-4.08)	-0.141 *** (-7.41)
Constant	-0.259 *** (-4.11)	-1.105 *** (-5.77)	-0.842 *** (-8.03)
公司效应	控制	控制	控制
样本量	15,239	3,695	11,544
调整后 R <sup>2</sup>	0.0919	0.0887	0.122
F	72.02	16.12	72.79

表 8 宏观经济风险对公司现金流的影响(被解释变量:现金流)

变量	总体回归		金融危机时期	非金融危机时期
	模型(7)	模型(8)	模型(9)	模型(10)
MR	-0.029 *** (-10.87)	-0.043 *** (-14.86)	-0.045 ** (-2.24)	-0.033 *** (-9.20)
q		0.001 (0.96)	0.002 (1.05)	0.001 (0.93)
size		-0.006 *** (-3.46)	-0.007 (-0.62)	-0.000 (-0.14)
nwc		-0.133 *** (-16.62)	-0.311 *** (-11.94)	-0.129 *** (-14.06)
shortdebt		-0.173 *** (-13.19)	-0.319 *** (-7.75)	-0.187 *** (-11.80)
leverage		-0.022 ** (-2.46)	-0.092 *** (-3.05)	-0.013 (-1.21)
Constant	0.044 *** (59.97)	0.209 *** (5.74)	0.270 (1.20)	0.081 (1.41)
公司效应	控制	控制	控制	控制
样本量	15,239	15,239	3,695	11,544
调整后 R <sup>2</sup>	0.0110	0.0757	0.117	0.0798
F	118.2	77.87	28.81	59.73

## (四) 区分国有与非国有企业的影响

根据表 9 的回归结果, 国有企业组与非国有企业的宏观经济风险变量的系数均显著为正, 但国有企业样本中宏观经济风险变量的回归系数为 0.013, 远小于非国有企业的 0.130, 说明与国有企业相比, 非国有企业的现金持有量受宏观经济风险的影响更大。该结论与研究假说 3 一致。

## (五) 宏观经济风险对现金持有量变化量的影响

遵从 Almeida et al. (2004)<sup>[20]</sup> 的现金 - 现金流敏感性模型, 进一步探究宏观经济波动对公司现金持有量变化量的影响。由表 10, 宏观经济风险变量的回归系数显著为正, 说明宏观经济风险越大, 则公司现金持有量变动也越大。

表 9 宏观经济风险影响公司类型的异质性  
(被解释变量: 现金持有量)

变量	总体回归 模型(1)	国有企业 模型(11)	非国有企业 模型(12)
MR	0.079 *** (15.85)	0.013 ** (2.34)	0.130 *** (17.12)
cashflow	0.076 *** (5.03)	0.129 *** (6.24)	0.071 *** (3.27)
q	0.003 *** (2.75)	0.010 *** (4.81)	0.001 (0.43)
size	0.022 *** (7.57)	0.031 *** (8.08)	0.023 *** (5.80)
nwc	-0.084 *** (-6.19)	-0.062 *** (-3.61)	-0.101 *** (-5.04)
shortdebt	-0.180 *** (-9.12)	-0.065 *** (-2.86)	-0.243 *** (-7.70)
leverage	-0.138 *** (-8.78)	-0.062 *** (-3.22)	-0.216 *** (-9.12)
Constant	-0.259 *** (-4.11)	-0.523 *** (-6.49)	-0.216 ** (-2.54)
公司效应	控制	控制	控制
样本量	15,239	6,780	8,459
调整后 R <sup>2</sup>	0.0919	0.0630	0.176
F	72.02	23.27	80.80

表 10 宏观经济风险对现金持有量变化量的影响  
(被解释变量: 现金持有量变化量)

变量	模型(13)	模型(14)
MR	1.137 *** (10.50)	1.360 *** (10.76)
cashflow		2.101 *** (3.19)
q		0.076 ** (2.20)
size		0.195 ** (2.22)
nwc		-0.184 (-0.40)
shortdebt		-1.727 ** (-2.19)
leverage		0.006 (0.01)
Constant	0.517 *** (17.22)	-3.818 ** (-2.05)
公司效应	控制	控制
样本值	15,239	15,239
调整后 R <sup>2</sup>	0.00682	0.0112
F	110.2	23.41

## 五、稳健性检验

## (一) 度量变量方式的变化

## 1. 解释变量变化

采用中国月度 CPI 变化率的条件方差的年度均值作为解释变量, 度量宏观经济风险, 由表 11 的模型 15, 宏观经济风险变量的系数为 0.137, 符号与正文中的一致。

## 2. 被解释变量变化

以现金及现金等价物除以总资产减去现金及现金等价物的差<sup>[28]</sup>作为被解释变量, 表 11 模型 (16) 宏观经济风险变量的回归系数为 0.190, 与基准回归基本一致。

表 11 现金持有量模型稳健性检验结果(被解释变量: 现金持有量)

变量	以 GDP 得出 MR	以 CPI 得出 MR	现金持有量 = 现金及现金等价物/(总资产 - 现金及现金等价物)
	模型(1)	模型(15)	模型(16)
MR_ cpi		0.137 *** (12.44)	
MR	0.079 *** (15.85)		0.190 *** (14.96)
cashflow	0.076 *** (5.03)	0.040 *** (2.66)	-0.163 *** (-5.27)
q	0.003 *** (2.75)	0.004 *** (3.30)	0.002 (0.99)
size	0.022 *** (7.57)	0.025 *** (7.76)	0.003 (0.47)
nwc	-0.084 *** (-6.19)	-0.095 *** (-6.87)	-0.102 *** (-4.47)
shortdebt	-0.180 *** (-9.12)	-0.203 *** (-10.28)	-0.242 *** (-6.46)
leverage	-0.138 *** (-8.78)	-0.153 *** (-9.81)	-0.141 *** (-5.11)
Constant	-0.259 *** (-4.11)	-0.329 *** (-4.72)	0.219 * (1.83)
公司效应	控制	控制	控制
样本量	15,239	15,239	15,239
调整后 R <sup>2</sup>	0.0919	0.0735	0.0589
F	72.02	57.55	42.03

## (二) 样本区间的变化

将样本区间扩展至 1998 第 1 季度至 2015 年第 4 季度, 表 12 为具体的回归结果。表 12 显示, 各变量的回归系数没有明显变化, 宏观经济风险对公司现金持有量具有显著的影响, 当宏观经济风险增大, 公司现金持有水平提高。结论与基准回归结果保持一致。

表 12 1998~2015 年宏观经济风险与现金持有量  
实证结果(被解释变量: 现金持有量)

变量	模型(17)	模型(18)
MR	0.056 *** (11.54)	0.050 *** (10.74)
cashflow		0.122 *** (9.74)
q		0.007 *** (7.98)
size		0.003 (1.61)
nwc		-0.056 *** (-5.60)
shortdebt		-0.114 *** (-7.69)
leverage		-0.125 *** (-10.93)
Constant	0.152 *** (114.95)	0.141 *** (3.57)
公司效应	控制	控制
样本量	23,703	23,703
调整后 R <sup>2</sup>	0.0139	0.0782
F	133.1	104.6

表 13 内生性稳健性检验结果  
(被解释变量: 现金持有量)

变量	模型(19)	模型(20)
MR_ us	0.074 *** (8.06)	0.035 *** (4.30)
cashflow		0.081 *** (5.77)
q		0.007 *** (11.27)
size		0.001 (0.63)
nwc		-0.026 *** (-3.94)
shortdebt		-0.214 *** (-19.41)
leverage		-0.190 *** (-26.92)
Constant	0.157 *** (55.79)	0.240 *** (9.55)
样本量	15,239	15,239
调整后 R <sup>2</sup>	0.00824	0.195
F	65.03	515.5

注: ( ) 内为 Z 值, \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

### (三) 内生性问题

参考王义中和宋敏(2014)<sup>[13]</sup>的方法解决内生性问题。采用滞后 1 期的美国宏观经济风险作为工具变量,运用两阶段最小二乘法(2SLS)进行回归。表 13 的经验结果显示,各变量的回归系数没有出现明显变化。

## 六、总结性评论

本文以我国 2007~2015 年沪深两市上市公司为样本,探讨宏观经济风险影响公司现金持有量的机制及其效果,区分金融危机和企业性质,讨论影响的异质性,并对结果进行稳健性检验。主要研究结论是:宏观经济风险越大,公司现金持有量越多,而宏观经济风险越小,公司现金持有量越少;在金融危机时期,公司经营受到不利影响,导致现金流减少,进而使该时期宏观经济风险对公司现金持有量影响为负,而在非金融危机时期,宏观经济风险对公司现金持有量影响依然为正;宏观经济风险对融资约束程度高的非国有企业的现金持有行为影响更大,而对融资约束程度低的国有企业影响较小。

由上述结论得出一些政策内涵:首先,非国有企业的融资约束程度更高,因而其现金持有行为更容易受宏观经济风险的影响。因此,应进一步完善制度建设,为非国有企业融资创造更好的制度环境。其次,在宏观经济动荡较大时期,扩张货币政策并不能有效地促进私人企业投资,因为企业更倾向于积累现金来应对未来的不确定性,增加的现金流入并不能使企业产生更多的投资需求。因此,在宏观经济风险较大时期,积极财政政策如减免税收、增加政府投资等,更有可能刺激有效投资需求。

### 参考文献:

- [1] Erel I., Julio B., Kim W., et al. Macroeconomic Conditions and Capital Raising [J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(2): 341-376.
- [2] Gulen H., Ion M. Policy Uncertainty and Corporate Investment [J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2016.
- [3] 王义中, 宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资 [J]. *经济研究*, 2014, (2): 4-17.
- [4] 马永强, 孟子平. 金融危机冲击、企业风险缓冲与政府政策选择 [J]. *会计研究*, 2009, (7): 52-58, 98.
- [5] Keynes J. M. *General Theory of Employment, Interest, and Money* [J]. *Limnology & Oceanography*, 1936, 48(4): 1624-1632.
- [6] Özgür Arslan, Florackis C., Ozkan A. The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market [J]. *Emerging Markets Review*, 2006, 7(4): 320-338.
- [7] 栾天虹, 何靖. 高管政治关联与企业现金持有: “扶持”还是“掠夺”? ——基于不同产权视角的研究 [J]. *商业经济与管理*, 2013, (6): 68-76.
- [8] Baum C. F., Caglayan M., Ozkan N. The Second Moments Matter: The Impact of Macroeconomic Uncertainty on the Allocation of Loanable Funds [J]. *Economics Letters*, 2002, 102(2): 87-89.
- [9] Dierkens N. Information Asymmetry and Equity Issues [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1991, 26(2): 181-199.
- [10] Easley D., O'Hara M. Information and Cost of Capital [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1553-1583.
- [11] Wittenberg-Moerman R. The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2008, 46(2-3): 240-260.
- [12] Campello M., Graham J. R., Harvey C. R. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 97(3): 470-487.
- [13] 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.
- [14] Talavera O., Baum C., Caglayan M., Stephan A. Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity [A]. In: *Money Macro and Finance Research Group, Money Macro and Finance* [C]. Money Macro and Finance Research Group, 2005.
- [15] 方军雄. 民营上市公司, 真的面临银行贷款歧视吗? [J]. *管理世界*, 2010, (11): 123-131.



- [16] 饶品贵, 姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究 [J]. 经济研究, 2013, (1): 68-82.
- [17] 顾乃康, 万小勇, 陈辉. 宏观经济条件、融资约束与现金持有水平 [J]. 中大管理研究, 2010, (4): 33-53.
- [18] Kim C. S., Mauer D. C., Sherman A. E. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998, 33(3): 335-359.
- [19] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应 [J]. 经济研究, 2012, (9): 125-139.
- [20] Almeida H., Campello M., Weisbach M. S. The Cash Flow Sensitivity of Cash [J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [21] Bo B., Ivashina V. Cyclicalities of Credit Supply: Firm Level Evidence [J]. Journal of Monetary Economics, 2013, 62(1): 76-93.
- [22] Dell'Ariccia G., Laeven L., Suarez G. A. Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States [J]. The Journal of Finance, 2017, 72(2): 613-654.
- [23] 李文贵, 邵毅平. 高管的银行背景、所有权性质与企业现金持有决策 [J]. 财经论丛, 2016, (4): 72-80.
- [24] Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. M., et al. The Determinants and Implications of Cash Holdings [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [25] Fazzari S. M., Petersen B. C. Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints [J]. RAND Journal of Economics, 1993, 24(3): 328-342.
- [26] Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [27] 刘星, 张超, 辛清泉. 融资约束还是需求冲击? ——金融危机期间中国上市公司资本投资研究 [J]. 金融研究, 2016, (11): 80-95.
- [28] Dittmar A., Mahrt-Smith J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 83(3): 599-634.

## The Effects and Mechanism of the Impact of Macroeconomic Risk on Corporate Cash Holdings

WANG Yizhong, YUAN Jun

(School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

**Abstract:** Macroeconomic risk has significant impacts on corporate investment and financing. We choose 2, 291 listed corporations' unbalanced panel data from 2007 to 2015 as sample to analyze the mechanism of the impact of macroeconomic risk and make a probe into its effects. The empirical results show that the larger the macroeconomic risk is, the more corporate cash holdings are; and vice versa. What's more, compared with the state-owned enterprises, the corporate cash holdings of the non-SOEs are more sensitive to the macroeconomic risk. However, during the financial crisis, macroeconomic risk negatively influences the corporate cash holdings.

**Key words:** Corporate Cash Holdings; Macroeconomic Risk; Financing Constraints

(责任编辑: 原 蕴)