

# 经济政策不确定性、现金持有水平与过度投资

张庆君, 李雨霏, 岳 媛

(天津财经大学 金融学院, 天津 300222)

**摘要:** 经济政策的运用必然存在不确定性, 而微观企业的行为会受到经济政策不确定性的影响。选取 2007 - 2015 年我国保险市场上 49 家寿险公司和 30 家财产险公司的年度数据为研究样本, 通过建立回归模型研究我国经济政策不确定性对保险公司现金持有水平的影响, 以及现金持有水平与过度投资之间的相关性。实证结果发现: 保险公司的现金持有水平与经济政策不确定性存在显著正相关, 即经济政策的不确定性越大, 保险公司现金持有水平越高; 而保险公司超额持有现金又会加剧过度投资, 且随保险企业资产规模不同, 其过度投资表现程度也不一样。保险企业应提升公司治理水平, 在现金管理和投资之间建立有效的动态机制, 以应对经济政策不确定性对保险企业带来的不利影响。

**关键词:** 经济政策不确定性; 现金持有水平; 过度投资

**中图分类号:** F842.5      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095 - 0098(2019) 02 - 0032 - 10

## 一、引言

一国的经济政策会受到国内外社会经济形势的影响, 面对复杂多变的经济形势, 政府会基于本国经济发展情况不断调整货币政策和财政政策等经济政策。与此同时, 微观企业也会受到经济政策频繁变动的影响, 经济政策的不确定性会深刻影响到微观企业的经营发展。尤其是 2008 年金融危机以后, 世界各国都出台多项刺激政策以应对金融危机对国内经济的冲击, 我国政府为实现调控经济的目的也实施了多项应对措施, 比如四万亿投资计划、宽松的货币政策等。在不断变动的宏观经济大环境下, 微观企业在经营、投资策略等方面也会随外部环境的变动而作出及时调整。保险业作为现代金融业的重要组成部分、资本市场的主要机构投资者和社会保障体系的重要参与方, 与国家宏观经济政策紧密相关。特别是当前我国经济处于供给侧结构性改革、经济由高速发展向高质量发展的转型阶段, 经济政策不确定性对保险企业现金持有量的影响不容忽视, 厘清其中的相关性, 有助于进一步帮助我们理解宏观经济环境对微观保险企业现金管理行为的影响。

现有对企业现金管理以及现金持有的研究大多集中在投资效率、公司治理、企业价值等方面(杨兴全等 2010<sup>[1]</sup>; 王彦超 2009<sup>[2]</sup>; 赵景涛等 2014<sup>[3]</sup>) , 但是, 这些文献仅关注到过量持有现金所引发的经济后果, 而缺乏对这些经济后果的辨析, 也没有对企业超额持有现金的原因进行更深层次研究。我国作为发展中国家, 由于企业融资难、融资贵的问题依然存在, 微观企业处于来自外部经济环境变化所造成的不确定性中, 而尤其经济政策的不确定性会对企业的现金管理造成显著影响<sup>[3]</sup>。此外, 现金持有水平不仅会影响到保险公司正常的经营活动, 还会对其投资行为带来影响。在不完全市场中存在信息不对称以及委托代理等问题, 由此引发的过度投资问题也一直是国内外学者关注的重点。

本文的主要工作在于运用 2007 年到 2015 年我国保险公司的面板数据, 根据我国经济政策特点引入核

收稿日期: 2018 - 11 - 12

基金项目: 国家社会科学基金项目“市场决定背景下金融资源错配的微观基础及治理机制研究”(15BJL028)

作者简介: 张庆君(1974 -), 男, 辽宁大连人, 教授, 博士生导师, 研究方向为金融理论与政策。

心变量以及能够体现我国保险公司特征的控制变量,通过固定效应模型分析经济政策不确定性对保险企业现金持有水平的影响,并检验保险公司是否存在超额现金持有和过度投资,探讨二者之间的关系。结果发现保险公司普遍存在超额现金持有和过度投资,经济政策不确定性的确会引发保险企业增加现金持有量,现金持有过多又会加剧保险企业过度投资。此外,基于保险企业的不同类型探究超额现金持有对过度投资的影响差异,结果发现这种影响在寿险公司和财产险公司中表现出异质性的特征。文章将理论分析与实证检验相结合,使研究结果更加符合我国保险公司的实际情况和制度背景,为深化保险企业改革,完善保险市场的运行机制提供借鉴。

## 二、研究综述与研究假设

### (一) 经济政策不确定性与现金持有水平

企业的现金管理行为会受到宏观经济政策及其自身行业特征的影响,经济政策的不确定性会影响微观企业财务决策,这是因为经济政策的变化会增加企业管理层对未来财务决策的不确定性,而在我国社会经济的改革探索进程中,这种不确定性又会被进一步放大,加剧企业未来现金流的不确定性(郑立东等,2014)<sup>[4]</sup>。根据Gulen和Ion(2016)对经济政策不确定性的定义,经济政策不确定性是指经济主体无法确切预知政府是否、何时以及如何改变现行经济政策<sup>[5]</sup>。我国现今正处于经济转型、宏观政策频繁调整的大环境,企业经营环境复杂。凯恩斯早在货币理论中提出流动性偏好的预防性动机,当外部环境不稳定时,企业为预防意外支出而倾向于持有更多的货币以应对可能出现的流动性短缺,因而偏好持有更多的现金。国外学者基于此进行了大量研究,发现当政府频繁干预经济,调整经济政策时,其引发的不确定性导致企业现金流波动幅度变大,公司管理者为应对未来现金流的不确定性,会尽可能多的持有现金资产,增加现金配置,导致企业出现现金超额持有的现象(Bloom et al., 2009)<sup>[6]</sup>。经济政策不确定性会导致企业融资成本上升,受到融资约束的企业会倾向内部融资,即倾向于持有更多的现金(Opler et al., 1999<sup>[7]</sup>; Alemida et al., 2004<sup>[8]</sup>; Pastor and Veronesi, 2011<sup>[9]</sup>)。国内学者也发现政策不确定性与企业流动性资产水平呈现显著正相关关系(申慧慧等,2012<sup>[10]</sup>; 张文君等,2014<sup>[11]</sup>; 王红建等,2014<sup>[12]</sup>)。国内外大部分研究中的微观企业都是上市公司,但保险企业大部分并未上市,而其作为金融市场的中流砥柱,在近几年经济结构转型中起到重要作用。所以我们需要研究当宏观政策波动较大时,经济政策环境的不稳定是否会对保险企业造成影响?因此,我们提出研究假设1:

H1: 经济政策的不确定性越大,保险公司现金持有水平越高,以此应对经济政策的波动。

### (二) 现金持有水平和过度投资

过度投资是企业实际投资没有达到最优投资水平的一种行为,企业投资偏离了其预期的正常投资范围,出现投资过多或者投资不足的现象。现金持有水平不仅对公司整体的财务稳定性起到至关重要的作用,也深刻影响着企业的投资行为。一方面,当保险公司持有较少现金时,会面临补偿风险和投资不足;另一方面,保险公司持有超额现金时,又会出现过度持有债券或者过度股权投资等问题。现实中资本市场总是不完美,信息不对称(Myers et al., 1984)和代理问题普遍存在,市场上资金流动风险和交易成本影响着企业的外部融资成本,企业从外界融资的成本越高,就越倾向于内部融资。当企业内部拥有大量现金资产时,就会引发企业内部代理问题,过度投资就是其中最重要的问题之一。信息的不对称和契约的不完备,股东不能对管理层的行为后果承担风险,管理者可能通过持有现金来为自己牟利(Michael C. Jensen, 1986)<sup>[13]</sup>。Malmendier(2005)通过实证研究发现超额现金持有会致使管理者过度投资<sup>[14]</sup>。Recharadson(2006)进一步验证了超额现金持有与过度投资之间的相关性,认为两者存在正相关关系,即超额现金持有会导致过度投资<sup>[15]</sup>。Saleh-nezhad等(2016)对在2009-2013年期间德黑兰证券交易所上市的142家公司进行了调查,发现现金持有与投资的现金流量敏感性具有显著的关系,且与融资成本存在显著负相关<sup>[16]</sup>。Gianni La Cava等(2016)的研究发现,公司持有超额现金意味着更多的投资机会<sup>[17]</sup>。林钟高等(2016)分析验证了在上市公司中现金持有水平与过度投资的关系<sup>[18]</sup>。

国内外许多学者也针对保险公司现金管理和投资进行了进一步的实证分析,Colquitt等(1999)对美国

产险公司现金持有量的影响因素进行了讨论<sup>[19]</sup>。赵桂芹(2007)通过2001-2003年的数据对比了寿险和财产险公司现金持有量的影响因素<sup>[20]</sup>。任燕燕等(2009)对2001-2006年27家财产险公司进行实证分析,分别指出了影响中资保险公司和合资保险公司现金持有量的因素<sup>[21]</sup>。赵景涛等(2014)对2006-2012年34家寿险企业进行分析,研究了寿险企业超额持有现金、过度投资以及二者之间的关系<sup>[3]</sup>。据此我们提出研究假设2:

H2: 当保险公司持有过多现金时,基于资金成本的考量,管理层会倾向于增加投资,从而造成企业过度投资的问题。

### 三、变量选取与研究设计

#### (一) 样本数据来源

本文以我国2007-2015年保险市场上79家保险公司年度面板数据作为样本进行实证研究。相关数据来源于2007-2015年《中国保险年鉴》、国泰安数据库以及国家统计局官网,经济政策不确定性指数来自斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济政策不确定指数,并对其进行几何平均得到年度数据。此外,根据需要剔除了不完整和时间不连续的企业数据,由于本文采用的部分数据变量需要用滞后一期的变量,故剔除了当年新上市或者退市的企业,最后得到具备完整数据的寿险公司样本49个,财产险公司样本30个。

#### (二) 模型说明与变量定义

##### 1. 现金持有量回归模型

本文根据Opler的现金持有模型,加入了经济政策不确定性这一关键指标,提出模型(1)。其中考虑到本期的经营决策往往需要借助上一期信息作出判断,同时可以削弱潜在的内生性问题,故取滞后一期值进行回归,并用该模型的残差项测定超额现金持有,记为 $OverCH_{it}$ 。另外,通过固定模型来控制其它未进入模型的因素,如企业的成立年限、上市与否以及地区因素,具体设定如下:

$$CH_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{it-1} + \beta_2 LIQ_{it-1} + \beta_3 ALR_{it-1} + \beta_4 PMR_{it-1} + \beta_5 CH_{it-1} + \beta_6 RSR_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

##### 2. 超额现金持有水平与过度投资

本文根据模型(2)研究保险公司超额现金持有对过度投资的影响,在实证分析时将原始数据中 $OverCH_{it}$ 和 $OverINV_{it}$ 为负值的样本删除,以剔除现金持有量不足和投资不足的样本:

$$OverINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OverCH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_4 OverCH_{it} * SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_4 PMR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表1 变量名称与变量符号

变量符号	变量名称	说明
CH	现金持有量	i公司第t期期末现金除以期末总资产的比例并求对数。
EPU	经济政策不确定性	采用斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济政策不确定指数衡量我国经济政策的不确定性。
LIQ	流动资产率	i公司第t-1期期末的短期投资资产(不含现金)除以第t期期末总资产的商。
ALR	资产负债率	即当期期末总负债除以当期期末总资产。
PMR	保费率	i公司的当期保费收入取对数。
RSR	再保险率	i公司当期分出保费除以保费收入与分保业务收入之和。
OverINV	过度投资	模型3估计值与真实值的残差。
OverCH	超额现金持有	模型1估计值与真实值的残差。
SIZE	企业规模	i公司第t期的期末总资产,并对其取自然对数。
ROA	净资产回报率	i公司第t期的期末税前利润除以期末总资产。
LEV	权益乘数	i公司第t期的权益乘数,当期期末总资产除以期末所有者权益,并求对数。

其中 $OverCH_{it}$ 是模型(1)的残差估计值; $OverINV_{it}$ 表示保险公司的过度投资值。由于很难直接观测,所以本文通过借鉴Richardson(2006)的研究方法,并结合赵景涛等(2014)及董理等(2016)的研究,用回归模型(3)的残差项来测定保险公司过度投资的程度,记为 $OverINV_{it}$ ,其他未进入模型的因素可以通过固定效应模型进行控制,具体设定如下:

$$\Delta INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 \Delta INV_{it-1} + \beta_5 CH_{it-1} + \beta_6 PMR_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中  $\Delta INV_{it}$  为投资率变化值,用第  $t$  期期末投资总额除以第  $t-1$  期期末总资产即为第  $t$  期投资率,再用第  $t$  期的投资率减去第  $t-1$  期的投资率;  $LEV_{it-1}$  是权益乘数,用上一期期末总资产除以期末所有者权益并求对数;  $SIZE_{it-1}$  是企业规模,用期末总资产取自然对数。从理论上讲,资产规模越大,企业对现金持有量的需求就越小。由于本文采用投资与资产的比率来衡量投资扭曲,因此要考虑投资增速与资产规模增速的差异;  $ROA_{it-1}$  是净资产回报率,用期末税前利润除以期末总资产来说明企业总资产盈利能力。

### (三) 描述性分析

表2列示了模型(1)主要变量描述统计结果。保险公司现金持有的均值(0.134)大于中位数(0.073),表明我国保险公司整体呈现较高的现金持有水平,较为符合我国的实际情况。另外,经济政策不确定性指数、流动性资产率、资产负债率、保费率、企业规模以及权益乘数等的均值与中位数基本一致,可认为均呈现正态分布。

表2 主要变量描述统计

	均值	中位数	标准差	25%	75%
CH	0.134	0.073	0.175	0.036	0.134
EPU	4.848	4.817	0.360	4.594	5.140
LIQ	0.072	0.024	0.13	0	0.080
ALR	0.726	0.820	0.250	0.629	0.902
PMR	7.383	7.372	2.6	5.894	8.683
RSR	0.235	0.047	0.873	0.0159	0.185
SIZE	8.886	8.517	2.218	7.187	10.092
ROA	-0.045	-0.001	1.048	-0.039	0.015
LEV	1.674	1.685	0.924	0.967	2.311

保险公司根据保险标的不同分为寿险公司和财产险公司,由于其业务性质不同,对准备金提取和精算等方面的要求都存在差异,这使得寿险公司和财产险公司对资本和投资的要求也有所区别。因此,我们在描述统计和实证分析中对寿险公司和财产险公司分别进行探讨,发现两者之间的异同,进而有针对性地提出意见和建议。

表3是根据模型(1)测算出的超额现金持有( $OverCH_{it}$ )的均值按年度进行统计的结果。总体来看保险企业的现金持有水平都呈现出明显的周期性,超额持有现金和现金不足的情况同时存在,但走势基本保持一致。区别在于财产险公司近年现金持有水平逐渐增加,而寿险公司的现金持有水平呈现下降的趋势。但从整体情况来看,超额持有现金的保险公司数量多于现金不足的保险公司数量。

表3 超额现金持有描述统计

年份	寿险公司		财产险公司	
	样本量	均值	样本量	均值
2007	35	0.2158	21	0.5064
2008	42	-0.0212	23	-0.1932
2009	35	0.2092	27	0.3030
2010	44	0.2821	27	0.0718
2011	44	-0.0099	29	-0.2376
2012	46	0.1182	29	0.0159
2013	47	-0.2398	29	-0.2158
2014	41	-0.4910	28	-0.1298

赵景涛等(2014)的研究发现中资寿险企业的超额持有现金比例较外(合)资寿险企业高。因此,对财产险企业也进行了分类统计分析,讨论这一现象是否同样出现在财产险公司。从表4我们可以看出财产险企业同时存在超额现金持有和现金不足的问题,相比较超额现金持有情况更明显。其中,中资19家公司中就有11家超额持有现金,而11家外(合)资财产险公司中只有4家存在超额现金持有情况,这与寿险企业的情况相同,说明无论是寿险还是财产险企业,有外资参股的保险企业其超额现金持有的现象会相对缓和。

表 4 财产险公司超额现金持有统计描述

公司	属性	均值	公司	属性	均值
安邦财产	中资	0.6531	永诚财产	中资	-0.0324
安诚财产	中资	-0.1975	中银保险	中资	0.2620
安信农业	中资	-0.2880	华农财产	中资	0.0487
渤海财产	中资	0.0133	安华农业	中资	0.5184
中国大地	中资	-0.0910	爱和谊日生同和	外资	-0.4068
都邦财产	中资	-0.2076	安联财产	外资	-0.3256
华安财产	中资	-0.0965	东京海	外资	0.3041
民安财产	中资	0.2088	利宝保险	外资	-0.0807
中国平安	中资	0.0644	美亚财产	外资	0.2780
中国人寿产险	中资	0.0445	三井住友	外资	-0.2942
中国太平洋	中资	-0.0915	中航三星	外资	-0.5125
天安财产	中资	0.0653	现代财产	外资	-0.0241
阳光财产	中资	-0.3016	三星财产	外资	0.1581
阳光农业	中资	0.5876	中航安盟	外资	0.1173
永安财产	中资	0.0314	日本财产	外资	-0.1133
中资企业中超额持有现金比例: 11/19			外(合)资企业中超额持有现金比例: 4/11		

表 5 给出了基于模型(3)得到的对寿险公司和财产险公司过度投资额的描述性统计分析结果。我们可以看出寿险公司和财产险公司的过度投资额变化都呈现出围绕平衡点的波动状态。寿险公司的浮动更大,其中 2007-2008 年以及 2011-2012 年间出现超额投资,2009-2010 年和 2012-2014 年间呈现出投资不足,2014 年基本回调,投资水平逐渐平稳,这说明寿险公司在不断地调整投资水平以避免过度偏离,意味着企业内在制度在投资方面起到了良好的监督管理作用。财产险公司在 2007-2008 年和 2010-2011 年间出现过度投资,其余年间投资出现不足,2013 年开始回升,但目前仍处于投资不足水平。总体上寿险公司和财产险公司的波动水平一致,并且都出现了明显的过度投资问题。

表 5 OverINV<sub>it</sub>描述统计

年份	寿险公司		财产险公司	
	样本量	均值	样本量	均值
2007	35	0.0499	21	0.0150
2008	42	0.0131	23	0.0766
2009	34	-0.0968	27	-0.0163
2010	44	-0.0056	27	0.0125
2011	44	0.0334	29	0.0179
2012	45	0.0001	29	-0.0232
2013	47	-0.0016	29	-0.0374
2014	40	-0.0014	28	-0.0263

#### 四、实证结果分析

##### (一) 经济政策不确定性与现金持有水平

表 6 是保险公司按照模型(1)进行回归的结果。总体来看保险公司的当期现金持有水平较上一期的经济政策不确定性之间存在显著正相关关系,这表明经济政策不确定性越大,保险公司的流动资产配置越高,其现金持有水平越高,说明现金持有水平确实受到经济政策不确定性的影响。经济政策不确定性越大,保险公司现金持有越高,符合我们提出的第一个假设。

同时,我们又进一步对寿险公司和财产险公司的现金持有水平进行分类分析。发现寿险公司除经济政策不确定性指数外,前期的资产负债率、保费率、现金持有量都与当期现金持有水平显著相关。而流动资产率虽不显著相关,但符号为正,即上一期流动资产率的增加会引起寿险公司当期现金持有率的提高,说明流

动性资产的非现金和银行存款部分目前还不能充分替代现金,并且当期的现金水平还会参照上一期现金持有状况;此外资产负债率系数为负,这说明寿险公司资产负债率越高,外部监督程度越高,公司下期将选择持有较少的现金,这是因为这些企业可采取借债来获得资金。

财产险公司除经济政策不确定性指数以外,只有上一期保费率、现金持有水平和再保险率与当期现金持有水平显著相关。流动资产率对财产险公司的影响与预测一致,说明财产险公司的资产流动性更好;保费率与现金持有水平显著负相关,这意味着上一期的保险业务开展越好,当期就会提取更多的资金作为准备金,当期现金持有水平就会因此降低。

表6 模型(1)的实证结果

变量	总体	寿险公司	财产险公司
	回归结果(1)	回归结果(2)	回归结果(3)
$EPU_{it-1}$	0.0004*** (0.000)	0.0003** (0.0001)	0.0007** (0.0002)
$LIQ_{it-1}$	0.1947 (0.2798)	0.4327 (0.2943)	-1.4756 (0.9074)
$ALR_{it-1}$	-0.3939 0.2897	-1.0722** (0.3807)	0.4832 (0.3635)
$PRM_{it-1}$	-0.1676*** (0.0365)	-0.1047** (0.0441)	-0.2922*** (0.0632)
$C_{it-1}$	0.2834*** (0.0455)	0.2107*** (0.0619)	0.3726*** (0.6062)
$RSR_{it-1}$	-1.1155** (0.0504)	-0.0761 (0.0503)	-0.6640** (0.2201)
截距	-1.9947*** (0.6368)	-3.0406*** (0.7796)	0.4489 (1.2241)
固定效应	控制	控制	控制
F检验	20.69***	13.69***	9.41***
样本数	561	328	206
$R^2$	0.4650	0.4003	0.6291

注:\*\*\*、\*\*、\*表示1%、5%、10%以上的显著水平。下同

## (二) 超额现金持有与过度投资

表7所示是模型(2)的实证分析结果。在剔除了现金持有量不足和投资不足的样本数据之后,实证结果发现超额现金持有能够显著影响企业的过度投资,并且与企业规模的相关性较高,说明对保险公司而言,如果企业规模越大,公司超额持有现金水平越高,公司过度投资的问题就会越严重。

从寿险公司来看,寿险公司超额现金持有、企业规模和保费率都显著影响公司的投资情况,并且公司规模较大,超额现金持有会导致管理层进行过度投资,加剧该企业过度投资现象。而保费率会反向影响过度投资,这可能是因为当保费率较低时,公司会倾向于减少承保,增加投资来获得利润。

从财产险公司来看,超额现金持有不能显著影响企业过度投资,这可能是因为财产险市场的发展较慢,相比于寿险市场还不够完善,企业的投资行为与现金管理行为的联动性不强,当现金持有水平发生变动时,并不能及时地反映到企业的投资行为中。不过,企业规模以及净资产回报率均与过度投资有显著正相关关系。说明在财产险公司样本中,若公司规模较大,超额现金持有会加重该企业过度投资现象,这与寿险公司相同。并且上期的资产回报率越大,在盈利的驱使下管理者越会增加下期的投资,最终导致企业的过度投资现象。

因此,我们得到第二个假设的验证,即对于保险公司来说,当企业规模较大,并存在超额现金持有现象时,该公司会出现过度投资的问题。

表 7 模型(2)的实证结果

变量	总体	寿险公司	财产险公司
	回归结果(1)	回归结果(2)	回归结果(3)
OverCH <sub>it</sub>	0.0409*** (0.0115)	0.0518*** (0.1559)	0.0490 (0.0301)
LEV <sub>it</sub>	-0.0059 (0.0097)	0.0072 (0.0125)	0.0412** (0.8296)
SIZE <sub>it</sub>	0.0039 (0.0069)	0.0186** (0.0093)	0.0104 (5.2388)
OverCH <sub>it</sub> × SIZE <sub>it</sub>	0.0154*** (0.0046)	0.0122** (0.0061)	0.0280** (0.0090)
ROA <sub>it</sub>	0.0415 (0.1397)	-0.0171 (0.0449)	0.3327* (0.1788)
PRM <sub>it</sub>	-0.0037 (0.0056)	-0.0134* (0.0071)	-0.0121 (0.0121)
截距	-0.0027 (0.0301)	-3.4794 (2.6446)	-0.0378 (0.0569)
固定效应	控制	控制	控制
样本数	531	320	188
F 检验	3.45	32.31	7.91
R <sup>2</sup>	0.1966	0.1435	0.4387

## (三) 稳定性检验

为了检验实证分析结果的稳健性,我们进一步采用面板分位数回归进行检验,分位数分别取0.1、0.25、0.75、0.9这四个分位点,检验结果如表8、表9所示,面板分位数的检验结果基本反映了表6和表7回归的基础情况。可以看出经济政策不确定性越小,对保险公司现金持有水平的影响越不显著;而经济政策不确定性越大,保险公司持有更多现金的现象就越明显。而且当企业规模越大,企业超额持有现金越多,越容易导致过度投资。因此证明模型(1)是稳健的。

从表8可以看出,在各个四分位点上,超额现金持有、企业规模交叉项系数和显著性与模型(2)中实证结果基本相同,说明上文中模型(2)的结果具有稳健性,规模较大的保险公司若持有过多的现金,就会导致管理层进行频繁投资,从而加剧企业的过度投资。

表 8 模型(1)分位数回归检验结果

变量	[0 0.1]	[0.1 0.25]	[0.25 0.75]	[0.75 0.9]
EPU <sub>it-1</sub>	-0.0001 (0.0000)	0.0001 (0.0000)	0.0002* (0.0001)	0.0007** (0.0003)
LIQ <sub>it-1</sub>	-0.2550 (-0.29)	0.0440 (0.12)	-0.5540* (-1.92)	0.1920 (0.31)
ALR <sub>it-1</sub>	-0.9049** (-2.82)	-1.0975*** (-4.61)	-0.4562* (-1.66)	-0.4720 (-1.15)
PRM <sub>it-1</sub>	0.0160 (0.75)	-0.0053 (-0.25)	-0.0588*** (-4.3)	-0.1171*** (-5.7)
C <sub>it-1</sub>	0.5023*** (7.07)	0.5447*** (10.57)	0.6476*** (13.59)	0.6254*** (16.63)
RSR <sub>it-1</sub>	-0.0754 (-1.03)	-0.0414 (-0.65)	-0.1524** (-2.68)	-0.1974** (-2.84)
截距	4.3305** (1.98)	2.6630 (1.10)	2.9348** (2.09)	5.4681** (2.08)

注:0.1、0.25、0.75、0.9为四个分位点,t()里为t值。下同

表 9 模型(2)分位数回归检验结果

变量	[0 0.1]	[0.1 0.25]	[0.25 0.75]	[0.75 0.9]
OverCH <sub>it</sub>	0.0479*** (4.56)	0.0450** (2.7)	0.0252* (1.76)	0.0491 (1.12)
LEV <sub>it</sub>	0.0071 (0.53)	0.0055 (0.62)	-0.0093 (-1.24)	0.1920 (0.31)
SIZE <sub>it</sub>	-0.0129 (-0.47)	-0.0011 (-0.61)	-0.0054 (-0.70)	0.0052 (0.28)
OverCH <sub>it</sub> * SIZE <sub>it</sub>	0.0203** (2.18)	0.0128*** (4.44)	0.0201*** (3.84)	0.0240** (2.06)
ROA <sub>it</sub>	0.3557 (1.11)	0.1130 (0.71)	0.0105 (0.04)	-0.0129 (-0.06)
PRM <sub>it</sub>	0.0169 (0.74)	0.0066 (0.53)	-0.0039 (-0.46)	-0.0194 (-1.11)
截距	-0.1383** (-2.04)	-0.1079*** (-4.73)	0.1518*** (5.57)	0.2363** (3.00)

## 五、结论与建议

本文通过选取 2007-2015 年间我国 49 家寿险企业和 30 家财产险企业的相关数据,对保险公司的现金持有水平是否会受到经济政策不确定性的影响,以及保险公司超额现金持有与过度投资之间的相关性进行了实证研究。实证结果说明保险公司普遍存在超额现金持有和过度投资的问题,国家经济政策不确定性与保险公司现金持有水平显著正相关,经济政策不确定性越大,保险企业的现金持有水平越高。而超额现金持有又会引发过度投资问题的出现,这是因为公司较高的现金持有水平会增加企业代理成本,而代理问题主要表现为过度投资。但这一现象在财产险企业中并不明显。

另外,我们分析了现金持有水平的影响因素,发现寿险企业与财产险企业各有差异。寿险企业现金持有水平主要受到上一期保费率、现金持有量以及资产负债率的影响;而财产险企业的主要影响因素是上一期的保费率、现金持有水平和再保险率。总体来说,近年来财产险企业超额现金持有水平高于寿险企业;无论是财产险还是寿险企业,有外资参股的保险企业其超额现金持有的问题均有所缓和;同时由于保险企业的内部监管,寿险公司和财产险公司的过度投资问题从 2011 年开始逐渐得到缓解;超额现金持有与过度投资之间的相关关系在规模较大的寿险企业中呈正向显著,这说明寿险企业规模越大,超额现金持有确实会进一步加剧寿险企业过度投资的现象。通过本文实证研究得知经济政策不确定性的确会显著影响保险公司的现金持有水平,而持有过多流动资产又会导致企业过度投资。这符合国外学者认为经济政策不确定性上升会促进企业进行投资的观点(Oi, 1961<sup>[22]</sup>; Hartman, 1972<sup>[23]</sup>; Abel and Blanchard, 1986<sup>[24]</sup>)。本文以现金持有水平论证了这一观点,同时由于寿险和财产险企业的资金来源和构成存在很大差异,寿险和财产险企业的投资策略、精算以及责任准备金的提取亦不相同。

当前,我国经济政策会随着国内外经济环境的变化而不断做出调整,所以保险企业在经营管理中会面临着诸多的经济政策不确定性。保险企业为应对经济政策的不确定性调整现金的持有水平是必要的。但是超额的现金持有不利于提高保险资金使用效率,不利于促进保险资金服务实体。此外,我国保险市场发展还不均衡,财产险企业竞争激烈,内部管控机制还不够健全,企业现金管理并不能和企业投资之间建立强连带效应。所以,我国还需要进一步完善保险市场,建立多层次的保险市场体系,来满足不同保险需求者的市场需求。同时保险企业也应继续完善自身建设,提升公司治理水平,改进内部管控机制,使得保险企业现金管理和投资之间建立有效的动态机制,以应对经济政策不确定性对保险企业带来的影响。再有,在进行保险投资时,其投资方式、构成、收益与风险都应该区别对待。比如对于寿险公司强调保险资金的长期性,其资金适合投资于抵押贷款这类期限较长又稳定的业务。保险公司还应该控制其资金的投资结构和比例,保险资金投资要与实体经济挂钩,切实服务于实体经济。随着国家进一步拓宽保险投资渠道的利好政策的出台,保险公司应顺势而为,不能把投资目光仅局限于国内,而应放眼于全球范围去谋求经济收益。

## 参考文献:

- [1] 杨兴全, 张照南, 吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2010(5): 61-69.
- [2] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009(7): 121-133.
- [3] 赵景涛, 刘忠轶, 刘佳诚. 超额现金持有、过度投资与代理成本——来自我国 2006~2012 年寿险公司的经验数据[J]. 保险研究, 2014(9): 94-104.
- [4] 郑立东, 程小可, 姚立杰. 经济政策不确定性、行业周期性与现金持有动态调整[J]. 中央财经大学学报, 2014(12): 68-78.
- [5] Gulen H and M. Ion. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2016, 29(3): 523-564.
- [6] Bloom N. The Impact of Uncertainty Shocks[J]. Econometrica, 2009, 77(3): 623-685.
- [7] Opler T, Pinkowitz L, Stulza R, et al. The determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [8] Almeida H, Campello M, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [9] Pastor L, P. Veronesi. Political Uncertainty and Risk Premia[R]. NBER Working Paper, 2011.
- [10] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012(7): 113-126.
- [11] 张文君, 田存志, 詹学斯. 经济周期波动视阈下现金持有的动态调整——基于面板 VAR 的实证研究[J]. 湖南财政经济学院学报, 2014(12): 3-16.
- [12] 王红建, 李青原, 邢斐. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J]. 金融研究, 2014(9): 53-68.
- [13] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [14] Malmendier U, Geoffrey T. CEO overconfidence and Corporate Investment[J]. Journal of Finance, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [15] Recharson. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(11): 159-189.
- [16] Salehnezhad S. H., Keramatollah V. A., Sarafraz, Rostami H., Hasan. Investigating The Relationship Between Cash Assets, Sensitivity of Investment Flows and Financing Costs of Listed Companies In Tehran Stock Exchange[J]. International Journal of Business and Technopreneurship, 2016(6): 55-67.
- [17] Gianni La Cava and Callan Windsor. Why Do Companies Hold Cash? [R]. RBA Research Discussion Paper, 2016.
- [18] 林钟高, 陈曦. 现金持有水平、内部控制缺陷与过度投资[J]. 财经科学, 2016(11): 114-124.
- [19] Colquitt L. L., Sommer D. W. and Godwin N. H. Determinants of Cash Holdings by Property-Liability Insurers[J]. Journal of Risk and Insurance, 1999(66): 401-415.
- [20] 赵桂芹. 中国保险公司现金持有量的影响因素分析[J]. 经济评论, 2007(4): 105-110.
- [21] 任燕燕, 张晓, 郭金龙. 非寿险公司偿付能力额度和现金管理的研究[J]. 保险研究, 2009(5): 34-41.
- [22] Oi W. Y. The Desirability of Price Instability under Perfect Competition[J]. Econometrica, 1961, 29(1): 58-64.
- [23] Hartman R. The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment[J]. Journal of Economic Theory, 1972, 5(2): 258-266.
- [24] Abel A. B. and Blanchard O. J.. Investment and sales: Some Empirical Evidence[R]. NBER Working Paper, 1986.

## Economic Policy Uncertainty ,Cash Holding Level and Over – Investment

ZHANG Qingjun , LI Yufei , YUE Yuan

( School of Finance ,Tianjin University of Finance and Economics ,Tianjin 300222 ,China)

**Abstract:** There must be uncertainty in the application of economic policies ,and the behavior of micro enterprises is influenced by economic policy uncertainty. This article selects the insurance company in China from 2007 to 2015 as research samples ,including 49 life insurance companies and 30 property insurance companies; and it establishes regression model to study the influence of economic policy uncertainty on cash holding level of insurance companies ,as well as the correlation between cash holdings and overinvestment. The empirical results found that: there is a significant positive correlation between the cash holding level of insurance companies and the uncertainty of economic policy ,that is ,the higher the uncertainty of economic policy ,the higher the level of cash held by insurance companies; the excess cash held by insurance companies will aggravate the overinvestment ,in addition ,the degree of over – investment performance of insurance companies varies with the asset scale. Insurance enterprises should improve the level of corporate governance; establish an effective dynamic mechanism between cash management and investment ,in order to cope with the adverse impact of economic policy uncertainty on insurance enterprises.

**Key words:** economic policy uncertainty; cash holding level; over – investment

( 责任编辑: 张秋虹)

( 上接第 31 页)

## Research on the Modes and Paths of Private Enterprises Participating in Poverty Alleviation

LIU Shanqing<sup>a ,b</sup> , LIU Mengyi<sup>a ,c</sup>

( a. Research Institute of Soviet revitalization; b. School of Business;

c. School of Marxism ,Jiangxi Normal University ,Nanchang ,Jiangxi 330022 ,China)

**Abstract:** The central government encourages private enterprises to participate in poverty alleviation ,which has opened up a significant academic research field for the academic community. In this paper ,the stakeholder theory is used to summarize the main modes of poverty alleviation of private enterprises into two types: government – led enterprises’ participation mode and private – led enterprises’ participation mode. The two modes of poverty alleviation adopt the top – down ,from the outside to the inside ,one – way ,export way. At present ,both models are confronted with the dilemma of poverty alleviation ,which is reflected in two aspects: on the one hand ,insufficient resources are invested in poverty alleviation ,and on the other hand ,insufficient revenue sharing in poverty alleviation. This shows that poverty alleviation requires new ideas and models ,and in particular ,the transformation of poverty alleviation strategies from sports – oriented and export – oriented to institutional and interactive poverty alleviation.

**Key words:** poverty alleviation; private enterprises; modes and paths of poverty alleviation

( 责任编辑: 沈 五)