

文|鎧

编辑|刺猬

预防性储蓄理论

预防性储蓄理论的定义是预防性储蓄是额外储蓄，企图应对未来收入的不确定性。

企业作为社会型独立法人组织，其发展中的决策由自然人决定。因此，预防性储蓄理论适用于企业法人组织。

该理论认为，当不确定性增加或潜在现金流短缺风险较大时，企业越不可能按照随机游走运用现金流，而是根据当前经营情况有效配置资金。

研究指出，代理人在未持有或少量持有企业股份的情况下，只能按其所持有股份来获取相对应的剩余索取权。

且代理人承担了与其所持有股份比例不相匹配的企业经营风险，再加上二者利益目标的差别，故而出现委托代理问题。

具体到企业投资，在两权分离情形下，管理者为追求利益最大化，或许会采取偏离企业价值最大化的决策，比如过度投机的非效率投资行为。

由于投资者承担了较高的资金损失风险，相应会提高资金供给价格。因此，当企业外部融资成本高于内部，便产生融资约束问题。

融资约束理论可以从广义和狭义两方面理解。广义层面指资本市场存在信息不对称和道德风险，导致相较于内部，企业外部融资成本更高。

狭义层面指企业无法从资本市场获得生产经营所需资金，因而面临融资约束问题。融资优序理论指出，企业在融资时有优先顺序，依次是内部融资、债务融资和权益融资。

因此，企业在获取经营所需资金时会优先使用内部资金。企业内部资金通常指货币

资金，但金融资产流动性强和调整成本低的特点同样可以作为企业内部资金来源。

企业通过这种激励方式，使高管与其风险共担和利润共享。高管就会倾向以股东利益最大化为原则经营企业，减少短视行为。

原因在于，当企业实施股权激励，股票升值产生的价差将提升高管薪金，此举将高管和企业长期经营业绩关联。

缓解委托代理所产生的利益冲突问题，促使管理者和所有者利益一致，使得管理者在提升企业价值的同时也可达成自身效益最大化。

预防性储蓄对技术创新提供流动性支持

对于企业技术创新来说，企业技术创新的资金投入多来源于企业内部，但内部资金链易断裂、不稳定和资金有限等特点在一定程度上制约企业的研发投入；

其次，企业通过金融资产配置所带来的短期高回报可以改善企业当期现金流和业绩水平。且业绩水平的改善能够吸引更多外部投资者，降低其外部资金获取成本。

因此，企业出于预防性储蓄动机的金融资产配置将发挥“蓄水池”作用，为企业技术创新活动提供流动性支持。

委托代理下管理者投资决策倾向短期套利

具体到企业金融资产配置方面，委托代理问题表现为管理者在被赋予经营权后，为追求自身薪酬待遇或是为使企业经营业绩在短期内有明显提高。

而当金融资产配置出现亏损，管理者将以市场风险等因素为借口，从而减少对自身利益的损害。

由此可看出，在委托代理问题下，相比于风险高、回报慢和周期长的技术创新投资

，管理者更倾向于在短期内提高企业业绩和自身薪酬待遇，从而在投资决策时偏向增持金融资产。

因此，委托代理问题使管理者更易出于投机套利动机而配置金融资产。

投机套利对技术创新形成资源挤占效应

首先，从研发投入方面来看。委托代理问题下管理者投资倾向短期套利，再加上资本自身的逐利特性，企业的投资决策倾向于配置金融资产。

若企业基于投机套利动机而持有较多金融资产，金融资产的账面价值则存在因市场波动而带来的潜在风险，降低其债务偿还力。

在我国，企业外部融资方式中银行信贷举足轻重。因此，若企业金融资产持有比例较高，其潜在的账面资产价值风险会影响银行的信贷决策，银行在贷款时会变得更加保守和谨慎。

为降低信贷风险，银行将加强对于贷款的筛选，在一定程度上提高信贷价格或减少信贷投放，这将使企业面临较高的融资成本，即融资约束变大。

而融资约束困境则会进一步影响企业主营业务发展和技术创新投入，最终对技术创新产出形成挤占效应。

因此，股权激励可使管理者和所有者利益趋于一致，前者会更加看重企业的研发活动，并在投资决策中重视企业技术创新的研发投入，从而降低出于投机套利动机而配置的金融资产比例。

且管理者持有的股份越多，其越有动力加大对于企业固定资产和技术创新的投入。因此，股权激励机制促使管理者加大研发投入。