

●当代中国中青年管理学者文库■

上市公司 现金持有行为研究

——基于成长性的视角

何志勇 / 著

BEHAVIOR ANALYSIS OF
CASH HOLDINGS IN LISTED COMPANIES
——IN THE PERSPECTIVE OF GROWTH



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

●当代中国中青年管理学者文库■

北京印刷学院会计硕士产学研联合培养研究生基地资助项目，项目编号：09000114/094

北印英才选拔与培养计划资助项目，项目编号：27170115004/035

上市公司 现金持有行为研究

——基于成长性的视角

何志勇 / 著

BEHAVIOR ANALYSIS OF
CASH HOLDINGS IN LISTED COMPANIES
——IN THE PERSPECTIVE OF GROWTH



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司现金持有行为研究——基于成长性的视角/何志勇著. —北京: 经济管理出版社, 2015.9

ISBN 978-7-5096-3891-0

I. ①上… II. ①何… III. ①上市公司—现金管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 175020 号

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 张 达

责任印制: 黄章平

责任校对: 王 森

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 10.5

字 数: 153 千字

版 次: 2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3891-0

定 价: 39.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

现金是公司中最具流动性的资产，它具有普遍的可接受性，可以立即有效地用来购买商品、劳务或偿还债务。同时，现金也是获利最差的资产。对于管理者而言，如何贯彻和落实现金的总量适度，适时调节和安全保障等管理原则，是一个极其重要的现实问题。而成长性作为企业竞争能力的表现，一直为企业所努力追求，并得到理论界的持续关注和研究。本书以企业成长性为研究视角，以现金持有水平为研究主线，在理论分析和文献回顾基础上，对现金持有水平的影响因素、现金持有量的动态调整和现金持有的价值效应三个方面进行了实证研究，对不同成长性上市公司的现金持有水平进行了理论解释。

本书的研究结论和创新主要有以下几点：

(1) 从一个新的视角，即企业成长性视角对我国上市公司现金持有水平进行了比较研究。现有的文献主要从国别、行业和环境等角度对上市公司的现金持有现状、动机和影响因素等进行实证研究，而较少围绕某一具体特征进行深入细致的研究。本书通过比较发现，企业成长性不同，其现金持有水平的影响因素、动态调整速度和形态以及边际市场价值与股东价值存在较大的差别。这从一新的角度丰富了企业成长理论的内涵，并有利于成长性企业更好地管理和使用现金。

(2) 对于企业成长性的判定，本书有别于现有文献中常见的使用销售收入、盈利能力、托宾 Q 等单个指标进行测度的方法，而是筛选出 435 家上市公司，并取得其 2007~2012 年中的 2610 个有效样本，选取衡量企业成长性的 12 项财务指标，运用主成分分析法构建了上市公



司成长性评价模型，并根据平均得分的高低将上市公司划分为高成长性与低成长性样本公司，从而使得研究基础和研究结果更加严谨可信。

(3) 在研究现金持有的影响因素时，本书发现公司财务特征是影响上市公司现金持有水平的重要因素，其对现金持有量的形成起到关键作用。对于所有样本公司而言，现金流量、现金替代物和资本性投资支出与现金持有水平正相关；而债务期限结构与其负相关，且相关性较为显著。企业规模、盈利能力在低成长性样本中与现金持有水平显著相关，但在高成长性样本中并不显著；相反，财务杠杆、现金股利支付在高成长性样本中与现金持有水平显著相关。此外，本书还分析了各个影响因素的相对重要性程度。财务杠杆和债务期限结构对高成长性样本公司现金持有水平影响程度较高，而现金替代物、盈利能力和企业规模对低成长性样本公司现金持有水平往往具有较大的影响。

(4) 通过对影响公司现金持有水平的财务特征进行逐步多元回归分析，本书估算出样本公司的目标现金持有量，并与实际现金持有量进行比较，从公司治理的角度对超额现金持有水平的影响因素进行了比较分析。实证发现，超额现金持有水平与公司治理变量在统计学意义上多不显著相关。在高成长性样本中，仅股权制衡度、外资控股股东性质与超额现金持有水平显著负相关；而在低成长性样本中，仅管理层持股比例这一变量与超额现金持有水平显著负相关，同时模型的整体解释能力很弱，这也说明了公司治理对超额现金持有水平并未产生直接影响。

(5) 上市公司存在目标现金持有量，且其现金持有调整存在滞后性，呈现持续性单方向调整的特殊现象。本书在对 Opler 和 Ozkan 模型改进的基础上，构建了两个现金持有动态调整回归模型。采用 OLS 分析法，发现样本公司确实存在目标现金持有量。在调整速度上，高成长性样本公司现金持有动态调整速度为 0.356，要快于低成长性样本公司 (0.329)，但与资本市场较为发达的国外公司相比，调整速度偏慢，说明我国上市公司融资成本较高，资本配置不够及时有效。在调

整形态上，样本公司存在着一定的相似性，实际现金持有量处于最优值单侧上方，呈现持续性单方向调整的特殊现象。

(6) 上市公司现金持有的边际股东价值存在较大幅度的折价，远低于西方学者对发达国家公司现金持有的估值水平。高成长性样本公司单位现金资产的边际股东价值平均水平大约为 0.293 元，低成长性样本公司平均水平大约为 0.566 元，而发达国家公司现金持有的边际股东价值为 0.6~0.9 元。从融资约束角度进行分析，研究发现，与高成长性样本公司相比，低成长性样本公司固定资产投资支出更多地依赖于已有现金持有量而不是内部现金流量，且现金持有水平对固定资产投资支出的促进作用更为显著，这也间接证实了低成长性样本公司融资约束程度更高，现金持有对企业价值和股东价值的边际贡献更为显著。

本书基于成长性视角对上市公司现金持有水平的研究，可以进一步丰富我国特殊制度背景下的现金持有的研究成果，可以强化现金持有理论对企业成长的指导性意义。从实践意义来讲，本书所得出的不同成长性上市公司现金持有水平的研究结论，能够在一定程度上为公司利益相关者，包括股东、经理人、债权人和政府监管部门的决策提供一个新的思考角度，能够有助于我国公司治理制度的不断完善，能够让公司在不同的成长阶段更合理地持有和使用现金。

何志勇

2015 年 6 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题提出与研究意义	1
第二节 研究方法、内容及框架	5
一、研究方法	5
二、主要内容及研究框架	6
第三节 本书的创新之处	8
第二章 理论基础与文献综述	11
第一节 现金持有研究的理论基础	11
一、现金持有的权衡理论	11
二、现金持有的融资优序理论	13
三、现金持有的代理理论	14
第二节 现金持有实证研究文献综述	16
一、现金持有影响因素的实证研究	16
二、现金持有动态调整的实证研究	23
三、现金持有经济后果的实证研究	24
本章小结	28
第三章 上市公司成长性判定分析	29
第一节 企业成长性评价综述	29



一、企业成长性评价的理论基础	29
二、国外有关企业成长性评价的实证研究	34
三、国内有关企业成长性评价的实证研究	36
四、企业成长性评价指标和方法评述	38
第二节 基于主成分分析的成长性研究	40
一、样本的选择和数据来源	40
二、研究设计	41
三、主成分分析	42
本章小结	52
 第四章 公司财务特征与目标现金持有水平	 54
第一节 理论分析与预测	54
第二节 研究方法与数据	61
一、研究设计与变量定义	61
二、样本选取与数据来源	63
第三节 实证结果分析	64
一、现金持有水平的描述性统计分析	64
二、模型各变量的描述性统计和相关性分析	68
三、多元回归结果分析	75
四、稳健性检验	82
本章小结	83
 第五章 公司治理与超额现金持有水平	 84
第一节 理论分析与预测	84
第二节 研究方法与数据	90
一、研究设计与变量定义	90
二、样本选取与数据来源	91

第三节 实证结果分析	91
一、模型各变量的描述性统计和相关性分析	91
二、多元回归结果分析	95
本章小结	99
第六章 不同成长性上市公司现金持有动态调整行为比较	100
第一节 理论分析与预测	100
第二节 模型设计	101
一、现金持有动态调整速度模型	101
二、现金持有动态调整形态模型	102
第三节 实证结果分析	106
一、不同成长性上市公司现金持有动态调整速度比较	106
二、不同成长性上市公司现金持有动态调整形态比较	107
本章小结	109
第七章 不同成长性上市公司现金持有的价值效应比较	110
第一节 理论分析与预测	111
第二节 模型设计	114
一、现金持有的边际市场价值模型	114
二、现金持有的边际股东价值模型	117
第三节 实证结果分析	123
一、不同成长性上市公司现金持有的边际市场 价值比较	123
二、不同成长性上市公司现金持有的边际股东 价值比较	125
三、不同成长性上市公司现金持有的价值增强 路径比较	126
本章小结	129



第八章 研究结论与展望	131
第一节 本书的基本结论	131
第二节 研究启示和政策建议	133
第三节 研究局限和未来研究方向	135
参考文献	137
后 记	158

第一章 导 论

第一节 问题提出与研究意义

现金是公司中最具流动性的资产，它具有普遍的可接受性，可以立即有效地用来购买商品、劳务或偿还债务。同时，现金也是获利最差的资产。对于管理者而言，如何贯彻和落实现金的总量适度，适时调节和安全保障等管理原则，是一个极其重要的现实问题。自 2008 年全球金融危机以来，美国各大企业保有更多现金的意愿明显增强。根据《华尔街日报》的数据，美国资本规模最大的 500 家非金融性企业在 2008 年第二季度的现金及短期投资工具总价值为 8460 亿美元，占其总资产的比例为 7.9%，而在第三季度披露财报的 248 家美国大型企业中，其现金持有量在总资产中所占比重上升至平均 11.1% 的水平。

作为成长性较好的高科技行业，“现金为王”这一理念显得尤为突出。各大公司不断囤积资金，要么用于研发新技术，要么用于并购其他公司以弥补自身的产品空隙，进而获得更大竞争优势和更多经济利益。2011 年，美国科技博客网站 business insider 发表文章，指出了全球科技业界所持现金数量最多的十大公司。其中，中国移动居首，现金持有量为 445 亿美元；微软、思科和谷歌紧随其后，现金持有量分别为 413 亿美元、402 亿美元、350 亿美元；苹果以 270 亿美元屈居第



五。但短短的两年过后，苹果公司持有的现金总量达到了惊人的 1470 亿美元，约占美国非金融公司现金总量的 10%。

值得注意的是，这家市值高达 4160 亿美元、10 年年均每股收益增长率为 86%、年回报率为 54% 的明星企业，其巨额的现金储备却让它陷入了尴尬^①。苹果积累的现金远远超出了公司运营所需，并且有继续上涨的趋势，而其股价由 2012 年 9 月的 702 美元迅速跌至 2013 年 4 月的 400 美元以下。2013 年 2 月，CEO 蒂姆·库克在高盛集团（Goldman Sachs）的技术会议上说：“现金返还是眼下面临的棘手问题，关系到如何返还，以及返还多少。”

美国学者艾尔弗雷德·拉帕波特或许早已给出了答案。他在其总结的创造股东价值的若干原则中指出，当有价值意识的公司面临有限的价值创造机会时，应该将其所拥有的大量剩余现金通过分红和股票回购的方式返还给股东。这样做不仅可以提供给股东通过其他投资或途径获取更高收益的机会，而且可以抑制公司管理者滥用现金过度投资的冲动，在一定程度上减少有失明智和价格过高的收购，从而降低破坏公司价值的风险。

苹果公司或许可以向同为高成长性企业的微软公司学习，其从 2003 财年开始首次实行现金分红，同时继续执行股票回购计划。从 2002 年底到 2012 年，微软公司用于分红和股票回购的资金至少有 1850 亿美元。由于公司的股票数减少了 22%，因此每股收益上涨了 189%，同时股价年增长率为 12%^②。

这两个案例提出了财务文献中一些需要解决的难题——影响成长性上市公司现金持有水平的动机和因素有哪些？成长性上市公司有无目标现金持有量？现金持有过多会给成长性上市公司带来什么样的问

① 公司创始人及前 CEO 史蒂夫·乔布斯（Steve Jobs）在世时，公司一直凭借较低的固定收益回报率赚钱，而且坚决反对把现金交还股东处置，这一切使得公司的现金不断上升。此外，乔布斯也不喜欢股票回购和“愚蠢的收购”。

② 尽管公司每股收益增长迅速，但由于公司未能在 Windows 和 Offices 等原有产品基础上开发出受消费者关注的创新性新产品，公司发展前景变得扑朔迷离，股价因此也陷入停滞。



题? 现金持有与成长性上市公司绩效有怎样的内在关系? 等等。以前的研究对象较为宽泛, 往往从一国或某地区、行业出发, 研究其所有上市公司现金持有的影响因素及市场价值等问题, 缺少横向比较, 而且, 众多的研究成果没有得到较为一致的结论。实际上, 公司现金持有是大股东、经理人和中小股东利益较量的结果。公司成长性不同, 其财务状况及治理水平都不相同, 现金持有水平各异。

目前, 现金持有问题一直受到国内外财务学界研究的关注, 其内容包括理论和实证两方面。从两者的发展进程来看, 理论研究要先于实证研究, 但实证研究的发展势头更为迅猛。Opler 等 (1999) 最早对现金持有的影响因素进行了开创性的实证研究^①, 后来所涌现的大量研究成果都在此基础上传承、发展和创新。归纳来讲, 这些研究主要包括两部分: 一是关于现金持有水平影响因素的研究; 二是关于现金持有对企业绩效或价值的影响, 即现金持有经济后果的研究。在研究过程中, 两部分并不是截然分开, 而是相互紧密联系, 相互都有涉及。我国学者则是从 2005 年左右开始关注现金持有领域的实证研究^②, 研究重点主要侧重于现金持有影响因素, 而对现金持有市场价值的研究鲜有涉及。

目前, 国内关于现金持有问题的研究文献相对比较薄弱, 对此问题的研究不够深入; 尤其在在我国上市公司所面临的特殊制度背景下, 研究的广度和深度不够。从现状来看, 我国在公司治理效力和中小股东保护方面存在着以下几个特点: ①公司治理不够规范, 内外部存在程度较高的信息不对称, 加上资本市场发展的不完善, 造成公司外部

① Opler 等 (1999) 以美国 1971~1994 年上市公司的数据为研究对象, 对其现金持有量的决定因素进行了研究, 得出的结论是美国的上市公司存在目标现金持有量, 而且上市公司的现金持有量与企业规模、信用等级、是否支付现金股利、财务杠杆以及净营运资本与资产的比率负相关, 而与 M/B 比率、现金流量、现金流量的不确定性、财务困境成本正相关。

② 胡国柳等 (2005) 以 1998~2002 年的 79 家 B 股公司为样本, 通过多元线性回归分析, 得出现金替代物、杠杆比率和公司年龄与现金持有水平显著负相关, 企业规模与现金持有水平显著正相关的经验结论; 但增长机会、现金流、现金流变异性、银行债务、债务期限结构及股利支付哑变量与现金持有水平无关或相关性不显著。



融资成本增加，导致公司出于“交易成本动机”和“预防性动机”而高额持有现金；②股权高度集中，国有股“一股独大”，而所有者缺位严重，外部经理人市场尚未形成，公司经理人所面临的内外部约束较小，加上管理层持股比例不高，足以让经理人在现金持有决策和实际使用中产生“自利行为”；③上市公司普遍偏好股权融资，使得经理人在现金使用决策过程中拥有了更大的自主权和随意性，导致融通资金使用效率不高或大量闲置；④现有法律和制度体系对中小股东的利益保护较弱，为控股股东在现金持有决策和实际使用中的“自利行为”创造了条件。因此，必须将现金持有的影响因素及价值效应结合起来进行研究才具有更强的理论和现实意义。

而成长性作为企业竞争能力的表现，一直为企业所努力追求，并得到理论界的持续关注和研究。例如，早在 1934 年，Graham 就指出由于负债融资具有“税遁效应”，公司可通过高负债的投机性资本结构来实现高速增长。Smith 和 Warner (1979) 则指出负债融资会产生投资不足问题，进而会减缓公司的成长^①。从世界各国的经济发展进程来看，成长性企业对宏观经济有巨大的推动作用，同时对各国的资本市场和投资者都具有很大的吸引力。判断一个国家资本市场是否有效，一个重要的标准是它能否吸收到大量资本，并将其有效地配置到最具成长性、最有效益的企业中去；对于投资者而言，选择成长性企业无疑是实现自身财富增值的捷径；对于企业内部而言，根据企业的成长阶段制定不同的投融资政策也是公司管理者所必须要考虑的。但是，国内关于企业成长性的研究成果较少，更多地关注于管理问题而不是成长本身。此外，研究方法侧重于规范和定性分析，实证和定量分析较少。同时，从实践方面看，管理层和投资者并没有从根本上理解和重视企业的成长性，企业成长处于自发和失序的自然生长状态。因此，

^① Larry Lang 等 (1994) 在对财务杠杆、投资与公司成长的研究中发现，对于那些具有良好投资机会的公司而言，财务杠杆不会减缓公司的成长；但当公司的成长机会不被资本市场所发现，或者高负债所带来的风险和成本高于其成长机会的价值时，财务杠杆与公司的成长性负相关。



扶持并培育成长性企业，成为推动国民经济又好又快发展的关键。从这种意义上讲，如何加强企业成长性的研究显得十分必要和迫切。

从中国知网和万方数据库的搜索结果来看，有关公司成长性对现金持有水平影响的研究论文很少。而现金作为企业的一种重要资产，对公司生存与发展的重要意义，从“现金为王”这一说法中可见一斑。虽然有关现金持有的理论较多，但大量的文献侧重于公司治理影响因素的研究。诚然，公司治理是现代公司制企业的一个重要研究命题，会对公司的现金持有决策产生重大影响。但持续经营才是一个公司实现各种职能与目标的基础，因此，从成长性角度来关注公司的现金持有问题显得很有必要。

基于成长性和比较视角，作者对我国上市公司现金持有水平所进行的研究，希望可以进一步深化我国特殊制度背景下现金持有的研究成果，可以强化现金持有理论对企业成长的指导性意义。从实践意义来讲，本书所得出的不同成长性上市公司现金持有水平的研究结论，能够在一定程度上为公司股东、经理人、债权人和政府监管部门等利益相关者的决策提供参考，能够有助于我国公司治理结构和治理环境的不断改善，能够引导公司在不同的成长阶段合理有效地持有和使用现金。

第二节 研究方法、内容及框架

一、研究方法

本书以企业成长性为研究视角，以现金持有水平为研究主线，在理论分析和文献回顾基础上，对现金持有水平的影响因素、现金持有量的动态调整和现金持有的价值效应三个方面进行了实证研究，对不



同的研究结果进行了理论解释。主要的研究方法有如下两点：

(1) 比较研究。本书选取 435 家沪深 A 股非金融类上市公司在 2007~2012 年经营期间的数据为样本，运用三分法进行成长性分类，比较不同成长性上市公司在现金持有水平的影响因素、调整速度和形态以及市场价值和边际价值等方面的不同。

(2) 实证分析。采用主成分分析法构建上市公司成长性评价模型，通过描述性统计和相关性分析进行定性分析比较，以混合数据多元线性回归来进行定量比较分析。此外，本书注重静态与动态分析的结合。从静态的角度对上市公司现金持有水平的影响因素和市场价值进行了实证分析；从动态的角度对上市公司现金持有的跨期动态调整速度、形态以及边际价值进行了比较研究。

二、主要内容及研究框架

本书的研究框架如图 1-1 所示。

全书的主要内容安排如下：

第一章，导论。提出本书所要研究的主要问题及选题意义，指出本书的研究方法、主要内容及研究框架，并简略总结出本书的创新之处。

第二章，理论基础与文献综述。对现金持有的相关理论，包括权衡理论、融资优序理论和代理理论进行了阐述、归纳和总结，对现金持有影响因素、动态调整和经济后果的相关实证文献进行了整理与评述，为本书的后续研究奠定理论和实践研究基础。

第三章，上市公司成长性判定分析。通过对企业成长性评价的理论基础和实证研究的评述，基于研究目的，筛选出 435 家上市公司，并取得其 2007~2012 年中的 2610 个有效样本，选取了衡量企业成长性的 12 项财务指标，运用主成分分析法构建了上市公司成长性评价模型，并根据平均得分的高低将上市公司划分为高成长性与低成长性样本公司。

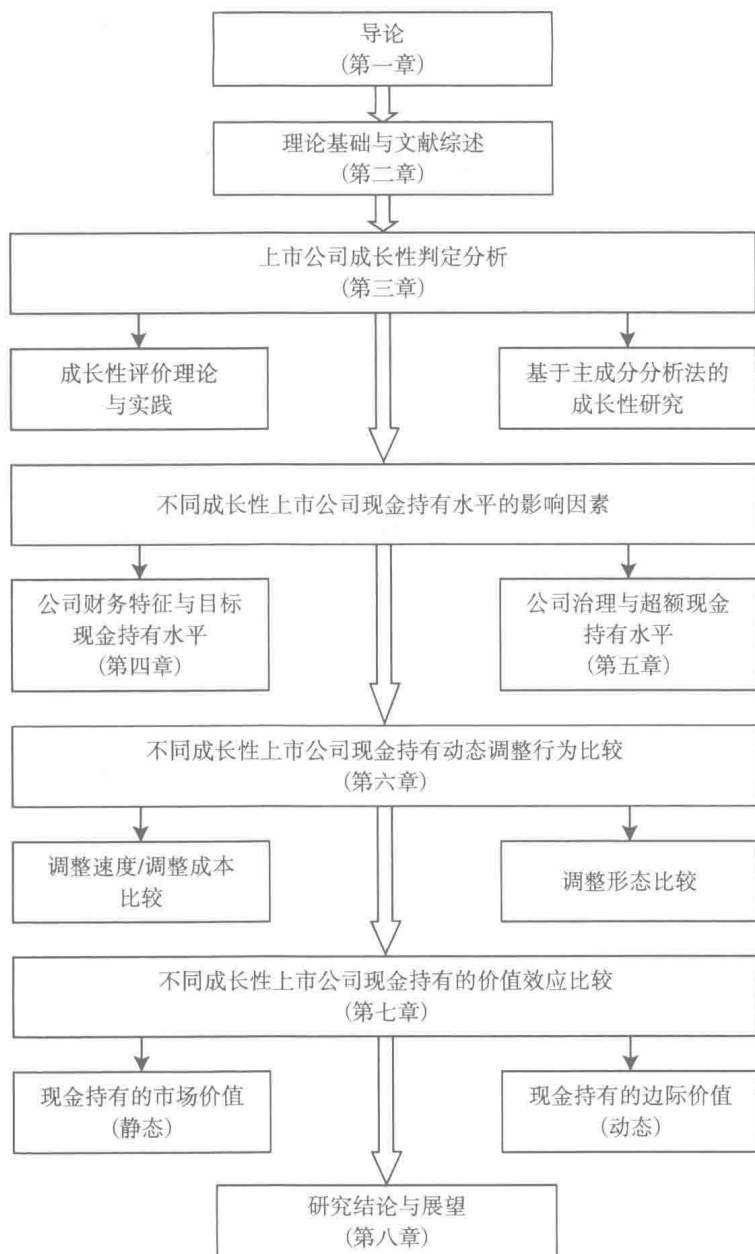


图 1-1 研究思路与框架结构

第四章，公司财务特征与目标现金持有水平。从公司财务特征角度，根据权衡理论和融资优序理论，对现金持有水平的影响因素进行了理论分析，并以不同成长性上市公司为比较对象，从实证的角度检验了两种理论的适用性，并试图找出支持哪种理论更具解释力的证据。