



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中央财经大学“211工程”三期资助项目

# 融资约束、现金持有与 现金价值

王彦超 / 著

RONGZI YUESHU XIANJIN CHIYOU YU  
XIANJIN JIAZHI

图书馆



经济科学出版社  
Economic Science Press

57.41  
28

中青年经济学家文库

中央财经大学“211工程”三期资助项目

# 融资约束、现金持有与 现金价值

王彦超 / 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

融资约束、现金持有与现金价值 / 王彦超著. —北京:  
经济科学出版社, 2010. 1

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8824 - 1

I. 融… II. 王… III. ①融资 - 研究 - 中国②现金管理 -  
研究 - 中国 IV. F832. 48 F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 211127 号

责任编辑: 侯加恒 莫霓舫

责任校对: 徐领弟 王苗苗

版式设计: 代小卫 齐杰

技术编辑: 王世伟

## 融资约束、现金持有与现金价值

王彦超 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

固安华明印刷厂印装

880 × 1230 32 开 8 印张 210000 字

2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8824 - 1 定价: 22. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序

现金持有及其价值是具有重要理论价值和实际意义的研究课题，该领域一直受到国内外学者的关注。较早的研究主要集中在现金持有或超额现金持有行为的影响因素方面。近期发表在 *Journal of Finance*、*Journal of Financial Economics* 等上的几篇文章则着重研究了现金持有的价值问题。王彦超博士的专著《融资约束、现金持有与现金价值》对以往有关现金持有的影响因素进行了概括和总结，从产权结构和金融市场等角度研究现金价值，同时针对目前现金价值的研究提出了一个系统的研究框架，专著拓展了以往有关现金持有的影响因素分析，丰富了国内外有关现金价值的研究。

专著主要研究了以下基本问题：为什么企业普遍地在内部持有现金？现金持有量有没有最优规模？超额持有现金会对现金的边际价值产生怎样的影响？哪些因素可以改善现金的边际价值？在现有研究成果的基础上，王彦超博士以沪深两市 A 股公司为研究对象，对上述问题进行了实证检验。在选择融资约束的替代变量时，没有沿用国外学者通常采用的公司治理和投资者保护环境视角来研究现金持有的价值问题，而是基于中国制度背景的观察，尝试采用产权性质、内部市场和外部市场的发达程度等几个角度衡量，这是一种创新。

《融资约束、现金持有与现金价值》以经验研究为基本方法，对研究问题进行了系统、全面的检验。专著整体框架清晰、结构紧凑、研究设计严谨、写作规范。在理论方面，该专著揭示了企业在内部持有现金的根本影响因素，丰富了国外关于现金持有与现金价值领域的研究，有利于人们更加深入地理解企业的现金持有行为及

其经济后果，也丰富了产权理论方面的研究。该专著从债务约束角度分析现金持有与现金价值之间的关系，加深了对金融市场与企业价值之间关系的认识，使我们更清晰地理解金融市场对公司价值的作用。该书也为国内对企业现金价值方面的研究提供了一定的参考。在实践方面，该专著在一定程度上可为投资者保护、公司治理及如何优化现有的资源配置效率提供了政策参考。

王彦超在中山大学会计学系攻读博士学位时，我是他的指导老师。在我的印象中，他是一位勤奋好学、刻苦钻研、积极上进的学生。读书期间在《经济研究》、《中国会计与财务研究》、《金融研究》等学术杂志上发表了多篇论文，并积极参加我主持的国家自然科学基金和国家社科基金等课题的研究，科研成绩比较突出。

该专著是在其博士学位论文《融资约束、现金持有与现金价值》的基础上修改后完成的，作为阶段性的学术研究成果，肯定也存在不足和需要完善的地方，这有待读者的指正。

作为王彦超的导师，看到他取得的成绩，我很欣慰，同时也希望他始终保持谦虚谨慎的学习态度，在学术上再接再厉，勇攀高峰！

林 斌

2009年12月28日

## 摘 要

在不完全市场下，企业普遍存在内部持有和积累现金的现象。美国企业平均持有内部现金（现金及有价证券等）与资产的比例平均为 9% 左右（Kester, 1986; Kim et al., 1998; Dittmar et al., 2003）。1999~2003 年间，中国上市公司现金持有量与总资产比例平均为 14.3%（辛宇和徐莉萍, 2006）。本书研究发现，1999~2005 年间中国上市公司现金持有比例平均为 15.97% 左右。企业内部持有现金现象给理论和实务界带来了一系列研究问题：为什么企业普遍地存在内部持有现金的现象？现金持有量有没有最优规模？超额持有现金会对现金的边际价值产生怎样的影响？哪些因素可以改善现金的边际价值？

以往研究主要集中在现金持有量的影响因素上，从信息不对称和代理成本两个角度，经过对此类文献进行了概括与梳理后本书发现，大部分文献集中在现金持有的影响因素上，对超额现金持有的经济后果则缺乏更深入和全面的研究。通过借鉴 Dittmar 和 Mahrt-Smith (2007) 及 Faulkender 和 Wang (2006) 的研究方法，本书以 1999~2005 年沪深两市 A 股公司为研究对象，对现金持有的影响因素、现金持有的经济后果进行了研究，重点研究了超额现金持有的问题。

基于国外研究和中国制度背景的详细分析和考察，本书分析了融资约束对现金持有政策的根本性决定作用。由于信息不对称和代理问题的存在，企业内部持有现金，特别是超额持有现金时，会增加企业代理成本。作为非理性投资，过度投资是形成企业代理成本的一个重要原因。随后研究发现，超额持有现金与过度投资存在密

切关系。从另一个视角，本书采用现金价值模型衡量超额持有现金后的边际价值变化情况，以验证代理问题。随着企业内部不断增持现金，企业的过度投资发生的概率增加，最终导致内部现金的边际价值减少。尽管超额持有现金会导致代理成本增加，但在不同产权安排下的企业中，代理成本又存在很大差异。由于在不同产权安排下企业内部的代理冲突有所不同，影响了企业内部的代理成本的高低，从而导致内部现金的边际现金价值差异。研究结果发现：第一，相对集中的股权能够有效地改善现金的边际价值；第二，从产权性质方面分析，民营企业、中央政府所属企业的现金边际价值高于地方政府所属企业；第三，从债权人角度来看，银行信用不利于边际现金价值改善；但信息和控制优势使得商业信用有利于提高现金的边际价值。

上述结论说明，在中国，企业的融资约束问题是构成企业内部持有现金的一个重要因素。在金融市场不发达的情况下，企业融资方式受到限制，资金供给渠道受到约束，同时，弱法律保护环境增加了中小投资者的投资风险，投资者额外风险补偿增加了企业的融资成本。这必然会增加资金在外部市场和企业之间的交易成本，所以，企业会偏好以内部持有现金为一种重要的融资形式。虽然现金持有能够缓解企业面临的融资约束问题，但在企业内部过多持有现金会导致代理成本的增加，从而不利于股东财富最大化。合理的产权结构或治理结构可以有效地改善资源使用效率，减少代理成本。

为此，政府需要继续加大金融改革的力度和措施，进一步开放金融市场，尽快拓宽企业的融资渠道，尤其是为企业进行直接融资建立良好的制度、法制保障。同时，对于政府所属企业，特别是地方政府所属企业，中央政府需要从公共治理角度进一步解决各级政府的“权责利”问题，以形成更加彻底的“分权化”改革模式，从根本上解决不同级别政府所属企业的效率差异问题。

# 目 录

<b>第一章 引 言</b> .....	( 1 )
第一节 研究动机 .....	( 1 )
第二节 研究框架 .....	( 4 )
第三节 主要研究结论与创新 .....	( 6 )
第四节 章节安排 .....	( 13 )
<b>第二章 文献综述</b> .....	( 17 )
第一节 信息不对称与现金持有 .....	( 17 )
第二节 代理问题与现金持有 .....	( 23 )
第三节 权衡理论与现金持有 .....	( 27 )
第四节 现金持有的经济后果与现金价值的改善 .....	( 32 )
<b>第三章 政府管制、资本市场与金融约束</b> .....	( 43 )
第一节 政府管制的动机及类型 .....	( 44 )
第二节 政府管制与资本市场发展 .....	( 50 )
第三节 政府控制、金融市场分割与金融约束 .....	( 74 )



<b>第四章 现金持有的基本分析</b> .....	( 78 )
第一节 金融约束与现金持有比例 .....	( 78 )
第二节 资产规模与现金持有比例 .....	( 81 )
第三节 其他因素与现金持有比例 .....	( 92 )
第四节 本章小结 .....	( 103 )
<b>第五章 融资约束与现金持有</b> .....	( 105 )
第一节 制度背景与理论分析 .....	( 105 )
第二节 研究设计 .....	( 110 )
第三节 实证结果 .....	( 114 )
第四节 本章小结 .....	( 123 )
<b>第六章 现金持有、代理成本与现金价值</b> .....	( 124 )
第一节 中国企业具有最优现金持有量吗 .....	( 124 )
第二节 超额现金持有与代理成本 .....	( 126 )
第三节 超额现金持有与现金价值 .....	( 143 )
第四节 本章小结 .....	( 155 )
<b>第七章 产权结构与现金价值</b> .....	( 156 )
第一节 制度背景与理论分析 .....	( 156 )
第二节 研究设计 .....	( 164 )
第三节 实证结果 .....	( 168 )
第四节 本章小结 .....	( 190 )

第八章 金融中介、非正规金融与现金价值 .....	(191)
第一节 制度背景与理论分析 .....	(191)
第二节 研究设计 .....	(199)
第三节 实证结果 .....	(203)
第四节 本章小结 .....	(215)
第九章 总结 .....	(216)
第一节 研究结论 .....	(216)
第二节 论文局限性与未来研究方向 .....	(219)
参考文献 .....	(222)
后记 .....	(240)

# 第一章

## 引 言

### 第一节

#### 研究动机

企业普遍存在内部持有和积累现金的现象。Kester (1986) 对美国 27 个行业 452 家企业研究发现, 1983 年企业平均持有内部现金 (现金及有价证券等) 与资产的比例平均为 8.6% 左右。Kim 等人 (1998) 通过对 1975 ~ 1994 年 915 家美国企业的研究发现, 现金持有量与资产比例平均为 8.1%。Dittmar 等人 (2003) 的研究表明, 截至 1998 年, 现金持有量与总资产的比例平均为 9%。辛宇和徐莉萍 (2006) 发现, 1999 ~ 2003 年, 中国上市公司现金持有量与总资产比例平均为 14.3%。企业内部持有现金现象给理论和实务界带来了一系列研究问题: 企业内部持有现金的根本决定因素是什么? 企业在内部大量持有现金会带来什么经济后果? 哪些治理因素可以抑制内部持有现金导致的不良经济后果, 从而提高内部现金的使用效率或提高现金的边际价值?

企业内部现金持有现象得到学术界的广泛关注, 关于持有现金的动机, 积累了大量研究成果。最早的研究文献可以追溯到 Keynes (1936), 该研究认为企业持有现金主要有三个动机: (1) 交易动机 (Transaction-Motive), 即需要流动性资产以满足个人或企业的日常交

易的需要；(2) 预防动机 (Precautionary-Motive)，防范未来风险和不确定性；(3) 投机性或前瞻性动机 (Speculative-Motive)，由于比市场更能洞察投资机会，企业内部持有流动性资产以便及时把握投资机会获取收益。特别是，现金短缺的边际成本越高，现金持有量越大 (Miller and Orr, 1966)。然而，持有现金是有成本的，即企业不能无限量持有流动性资产，现金持有规模需要在现金持有成本和基于现金持有动机带来的收益之间权衡 (Opler et al., 1999)。因此，研究现金持有政策、现金持有的影响因素及现金持有的经济后果具有重要的理论和现实意义。

关于现金持有政策的研究，尤其是在现金持有的决定因素方面积累了大量研究成果，主要结论归纳如下：(1) 公司规模与现金持有负相关。以公司资产的账面价值的自然对数作为公司从外部筹集资金难度的代理变量，通过对美国和英国上市公司研究表明，资产规模和现金持有量显著负相关 (Opler et al., 1999; Ozkan et al., 2004)；(2) 投资机会与现金持有正相关。公司拥有大量盈利的投资机会意味着公司一旦现金不足，将会失去很好的投资项目，也就意味着公司现金不足的机会成本比较大。因此，这类公司会持有较多的现金 (Ozkan et al., 2004; Opler et al., 1999)；(3) 现金周转速度与现金持有负相关。拥有较短的现金周转期的公司出现现金不足的几率比较低，相应的，这些公司可能会持有比较少的现金 (Kim et al., 1998)；(4) 现金流量的波动率与现金持有正相关。如果公司的现金流入和现金流出波动比较大，则意味着公司将不得不持有较多的现金来应对未来现金流的不确定性 (Ozkan et al., 2004; Opler et al., 1999)；(5) 公司透明度与现金持有显著负相关。在信息不对称的情况下，当公司现金不足的时候，即使面临具有较大盈利机会的项目，由于外部融资成本太大导致公司管理当局可能会选择放弃。因此，持有现金以预防这种情形的出现是提高公司价值的。而且信息不对称程度越严重的公司越愿意持有较多的现金 (Opler et al., 1999) 等。

信息不对称和道德风险导致资金的代理成本增加，投资收益和融资成本的权衡致使部分企业的投资无法达到最优规模，投资行为受到融资约束影响。融资约束（Financial Constraints）根源于市场不完美所导致的内部、外部资金的融资成本差异，如果市场是完美的，市场和企业内部的融资成本相等，企业不需要持有现金（Keynes, 1936; Modigliani and Miller, 1958）。所以，融资约束是决定企业内部持有现金最为基本的因素。

融资约束根源于市场的不完全，并且影响着公司的投资和融资行为。融资约束的存在使得企业投资受到内部资金和外部资金的共同影响，融资约束程度较大的企业更多地依靠内部资金，而融资约束相对较弱的企业，其投资行为不必依赖于内部资金（Fazzari et al., 1988）。Almeida 等人（2004）也发现，融资受到约束的企业现金持有量更多地依赖于内部现金流，而非融资约束企业则不存在这种依赖关系。融资约束的企业持有大量的内部资金可以避免企业投资不足，增加财务政策的灵活性，但也容易导致代理问题。

持有大量现金及其等价物会带来哪些经济后果？国外学者对此主要有两种观点：其一，认为管理者在公司内部聚集大量现金只是为了满足自己的私利，在公司内部积累大量现金后，管理者会将现金浪费掉，因此，公司持有大量现金对公司来说是一个价值毁灭而不是一个价值增长的行为（Jensen, 1986; Harford, 1999）。其二，由于从公司外部筹资需要大量的成本，而在公司内部积累现金可以免于从外部市场筹集资金的成本，因此持有大量现金是一个能够提高公司价值的行为，与股东的利益也是一致的（Miller and Orr, 1966）。最新的文献是 Dittmar 和 Mahrt-Smith（2007）及 Faulkender 和 Wang（2006）的研究，他们研究现金持有的边际价值递减问题，并分别从法律保护和公司治理角度研究了治理机制在改善现金价值方面的效果，研究认为公司治理可以改善现金持有的价值。

从国外文献来看，大部分研究集中在现金持有的影响因素方面，直到近期，现金持有对现金的边际价值才受到关注，但尚有诸多问题有待进一步发展和完善。从国内文献来看，鲜有成果涉及现金持有的边际价值问题。

本书主要以国外研究成果为基础，结合中国制度背景，对国内、外有关研究进行概括，并作进一步的拓展。在弥补国内研究不足的同时，本书也是对国外该领域研究的重要补充和完善。

## 第二节

### 研究框架

图 1-1 是本书的研究框架。基本思路是以现金持有的影响因素为研究出发点，通过分析中国企业的现金持有行为，以判断是否存在一个最佳现金持有量。与国外研究类似，结果发现中国企业存在一个最佳的现金持有规模。既然存在最佳现金持有规模，那么超额持有现金又会带来怎样的经济后果？本书研究了超额持有现金导致的代理成本及现金持有的边际价值问题，并且引入股东和债权人治理因素，分析了他们对现金边际价值的影响。

具体来说，从政府管制或干预资本市场发展说起，阐述中国资本市场发展的制度性缺陷及其对企业融资行为的影响。基本结论是金融发展缺乏自由化，体现到微观层面就是企业面临的融资渠道狭窄，资金的外部来源难以保障，企业面临较严重的融资约束问题。随着中国改革开放政策的逐渐推行，各地区的市场化和金融市场改革存在很大差异，对于处在不同地区的企业及企业自身特征的差异都会影响到企业的融资约束程度。对于融资约束程度较高的企业，其对内部资金的依赖程度会较大，内部现金持有量会系统性地依靠内部现金流，即从内部现金流中储备现金等流动性资产。

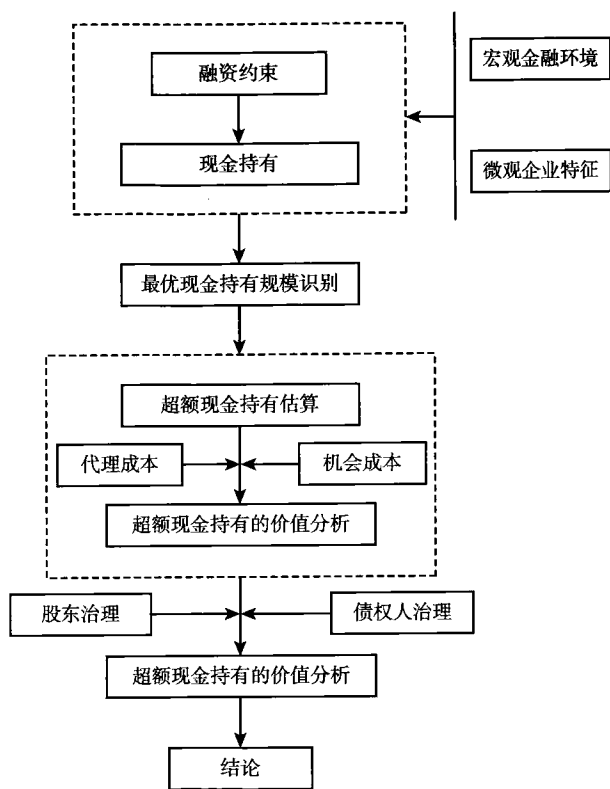


图 1-1 研究框架

如果企业融资是无约束的，企业不需要对外部融资成本进行权衡<sup>①</sup>，那么企业内部的现金持有量就是随机的，而且不会存在最佳持有量问题，无论企业持有多少现金并不会影响到股东财富最大化。在企业普遍存在融资约束的情况下，就需要对外部融资成本进行权衡，并通过内部持有现金来调节总体的融资成本。所以，企业

<sup>①</sup> 在融资无约束的情况下，企业的外部融资成本是无差别的，且与融资额度的大小、融资项目、融资方等无关。

存在一个最佳现金持有量。通过对中国上市公司现金持有量一阶自回归模型的估计，本书支持这一结论：中国企业存在一个最佳现金持有量。在对最佳现金持有量估算的基础上，重点分析了超额持有现金导致的代理问题，并以过度投资为例分析了超额现金持有与代理成本的密切关系，结合现金价值模型，发现超额持有现金容易导致代理成本提高，同时伴随着现金边际价值的减少。

在超额持有现金的情况下，由于代理问题的存在降低了内部持有现金的边际价值。对于不同的股权结构和债权人类型，企业内部的代理冲突会存在差异。因此，在上述研究基础上，分别引入股权结构和债权人类型两个因素，分析了不同产权结构与债权人类型对现金的边际价值的影响。

### 第三节

#### 主要研究结论与创新

本书首先基于 Almeida 等人（2004）的研究，针对中国的制度背景提出一个新的融资约束分析框架，以考察融资约束与现金持有（Cash Holdings）的关系，并进一步考察不同融资约束程度下，超额持有现金所导致的代理问题。

关于融资约束的计量问题，目前缺乏一致的结论，比较常见的方法是考察现金流与投资之间的关系（Lamont, 1997; Peek and Rosengren, 1997; Lang et al., 1996; Fazzari et al., 1988）。然而，这一方法受到 Kaplan 和 Zingales（1997, 2000）及 Cleary（1999）的质疑，他们认为投资与现金流的关系不能反映融资约束程度，而 Gomes（2001）和 Altı（2003）则从理论上证明了投资与现金流的敏感性与融资约束没有必然联系。对这一方法质疑的根本在于，现金流本身已经包含了投资的信息，所以二者之间存在关系是必然的，但不能反映融资约束程度。鉴于此，Almeida 等人（2004）构建了一个新的模型，该模型通过考察融资约束和融资需求之间的关



系，来反映融资约束对企业行为的影响，融资约束强的公司对内部资金需求更强烈，即会系统性地从现金流中保留资金。

本书借鉴 Almeida 等人的研究方法，分析和研究了融资约束与现金持有的关联。针对中国的制度背景，本书认为企业规模、是否为集团公司、终极控制人性质、外部和内部市场发达程度等会影响企业的融资约束程度。在分组后，分别考察不同融资约束程度下现金流与现金持有量之间的关系。结果发现，整体而言，在融资约束较大的企业中，现金持有量系统性地依靠企业内部的现金流。

不同以往的研究，在融资约束的分组方面，本书没有按照股利支付率 (Payout Rate)、债券评级 (Debt Rating)、商业票据评级 (Commercial Paper Rating)、KZ 指数 (Kaplan and Zingales Index) 等来衡量融资约束的大小，这些划分标准在发达资本市场国家较为常见 (Fazzari et al., 1988; Almeida et al., 2004; Whited, 1992; Gilchrist and Himmelberg, 1995; Calomiris et al., 1995; Kaplan and Zingales, 1997; Lamont et al., 2001)。因为中国股利支付是非连续的，且往往是为了达到进一步融资条件而做出，这不同于发达市场的股利支付规律。而且，中国也没有发达的债券市场和评级机制等。所以，上述标准不适合划分中国企业的融资约束程度，根据中国特殊的制度背景，本书给出了一个尝试性的分析框架。

同时，本章研究也是对现金持有量的影响因素领域研究的重要补充。已有研究成果发现，产权结构、公司治理、投资者保护、公司透明度等因素会影响企业的现金持有水平 (Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003; Huang and Zhang, 2007; 辛宇和徐莉萍, 2006)。然而，这些因素并不是最基本的决定因素，因为这些因素会影响信息不对称和道德风险，从而影响企业面临的融资约束程度，融资约束会导致内部、外部融资成本差异，从而会影响企业内部增持现金，即融资约束是决定企业内部持有现金的最根本原因。

上述研究发现融资约束程度较高的企业系统性地从内部现金流