

北京市教委特色专业建设资助项目



首都经济贸易大学统计学前沿文库

公司治理与企业现金 持有的计量研究

GONGSI ZHILI YU QIYE XIANJIN
CHIYOU DE JILIANG YANJIU

张玉春 / 著



北京市教委特色专业建设资助项目

首都经济贸易大学统计学前沿文库

公司治理与企业现金 持有的计量研究

GONGSI ZHILI YU QIYE XIANJIN
CHIYOU DE JILIANG YANJIU

张玉春 / 著

首都经济贸易大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

公司治理与企业现金持有的计量研究/张玉春著. —北京:首都经济贸易大学出版社, 2010. 6

(首都经济贸易大学统计学前沿文库)

ISBN 978 - 7 - 5638 - 1797 - 9

I. ①公… II. ①张… III. ①股份有限公司—现金管理—研究—中国
IV. ①F279.24

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 030326 号

公司治理与企业现金持有的计量研究

张玉春 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmcb.com>
E - mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京永生印刷有限责任公司
开 本 787 毫米×960 毫米 1/16
字 数 211 千字
印 张 11
版 次 2010 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 1797 - 9/F · 1028
定 价 25.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

出版总序

社会发展离不开数据,而数据必须使用统计方法来加以分析。自威廉·配第《政治算术》始,历史上几乎每一次对社会经济发展的深刻理解都是建立在统计分析方法变革的基础上的。正是这种变革所提供的各种数据分析工具加深了人们对社会经济本质的理解,使得人们的认识能够还原真实世界并与之无限接近。统计学数百年的发展历经两次方法上的“革命”:从最初不完整的全面调查方法到大样本统计推断,是统计方法的第一次革命;以大样本统计推断方法为基础,进一步发展出小样本统计推断方法,是统计方法的第二次革命。这两次革命都是施于用样本数据推断总体特征这一思想,而抽样误差的干扰导致统计方法日益复杂,使其应用受到限制。目前,以数据挖掘方法为代表的统计学的第三次革命即将到来。数据挖掘是在继承已有统计理论的基础上,与计算机技术紧密结合,充分发挥计算机运算速度快、存储量大的特点,将统计方法从抽样推断向海量数据分析推进,是统计学、计算机技术、仿真计算、机器学习、人工智能甚至哲学思想相融合的新学科,体现了科学发展“螺旋式上升”的哲学内涵。

统计学的发展过程不只是方法上的创新过程,更是一个统计学应用领域不断拓展的过程。从宏观经济计量、宏观经济统计分析,到涵盖消费、收入分配、投资、对外贸易等领域的宏观经济统计专题分析、博弈论等传统经济统计学以及国民经济核算等,再到如今在金融统计、财政统计、精算与风险管理、管理统计或商务统计(含企业微观统计、微观金融、微观核算、微观经济计量等)、市场调查、数据挖掘、质量控制与试验设计等社会经济生活方方面面的广泛应用,统计学的思想和方法无处不绽放出闪耀的光芒,为引领人类社会朝着客观、公平、公正的方向发展提供了必不可少的工具,同时也

为政策制定和决策提供了广泛而坚实的数据基础。

首都经济贸易大学统计学院是全国首家将统计学和数学融合在一起的统计学院,注重从方法的深入研究和应用领域的积极开拓两个方面进行发展,是实现统计学全面而迅速地与国际实质性接轨的先行者。近年来,该学院不断吸收国外统计前沿思想的精髓,引进高端人才,加强国际交流与合作,产生了一大批具有重要价值的前沿成果。本套丛书就是从中挑选出来的优秀成果之一,充分展示了首都经济贸易大学统计学院当前的研究方向和科研实力。

本套丛书的执笔人均为首都经济贸易大学统计学院处于教学科研一线岗位的具有博士学位的青年教师,他们思维活跃,在充分掌握当代数理统计理论与方法的基础上,对实际问题展开了深入而具体的研究,在翔实的数据基础上,对社会经济生活发展的多方面提出了谏言。本套丛书的研究范围具体涵盖了收入分配、宏观经济分析、金融计量、金融数学、数理统计、市场调查、数据挖掘等方向的前沿内容。从这些著作当中,可以清晰地看到他们深厚的统计理论功底与解决实际应用问题的能力,从而为推动统计学真正与国际接轨和良好发展打下了坚实的学术基础。

纪 宏

2009 年 11 月

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 现金持有概念的界定	3
1.3 文献综述	3
1.4 研究内容与研究框架	13
1.5 研究方法	17
1.6 本书的亮点	18
2 公司治理基本理论与治理机制	21
2.1 公司治理的内涵	21
2.2 公司治理的理论基础	24
2.3 公司治理机制	30
3 现金持有的行业差异分析	40
3.1 引言	40
3.2 上市公司行业分类	41
3.3 上市公司现金持有现状	44
3.4 我国上市公司现金持有的行业差异分析	46
3.5 实证研究结果	51
3.6 本章小结	56
4 股权结构与现金持有实证检验	58
4.1 股权结构的公司治理效率分析	58
4.2 研究背景、理论分析与研究假设	67
4.3 变量选择和样本数据说明	73

4.4	中国股权结构与现金持有关系的计量模型和实证检验	76
4.5	本章小结	85
5	董事会与现金持有实证检验	88
5.1	董事会的公司治理效率分析	88
5.2	研究背景、理论分析与研究假设	92
5.3	变量选择、样本数据说明和研究方法	96
5.4	中国董事会与现金持有关系的实证检验	99
5.5	本章小结	107
6	债权融资与现金持有实证检验	110
6.1	债权融资的公司治理效率分析	111
6.2	研究背景、理论分析与研究假设	114
6.3	变量选择和样本数据说明	123
6.4	中国债权治理与现金持有关系的计量模型与实证检验	125
6.5	本章小结	127
7	投资者保护与现金持有实证检验	129
7.1	投资者保护的公司治理效率分析	129
7.2	投资者法律保护程度的中外比较	131
7.3	中国投资者保护与现金持有关系的实证检验	139
7.4	本章小结	143
8	结论与建议	144
8.1	本书的主要结论	144
8.2	进一步完善中国上市公司治理的建议	146
8.3	本书存在的不足及展望	150
	参考文献	152
	后记	168

1 导 论

1.1 研究背景与意义

国内外已有的许多研究表明,如何回报投资者向来都是公司治理的核心问题,而回报中小投资者所采取的方式、态度与办法,都涉及如何对待和保护他们的利益这一核心问题。因此,保护中小投资者利益是上市公司乃至整个证券市场繁荣与发展的关键。可以说,股市繁荣的关键就在于有效地保护中小投资者。试想,如果中小投资者的利益得不到保护,公司内部人肆无忌惮地掠夺公司的利润,还有人愿意为这样的公司投资吗?如果没有人为公司投资,股票市场如何繁荣?但是,就是这样一个最基本的常识,在我们的市场中却屡屡出现与之相悖的情形。

在中国,资本市场已经发展了十几年。从上市公司的数量和融资规模来看,其成绩不小,但积累的问题也很多。通常,人们一碰到市场出现问题,就会强调市场的法制不健全,强调加强法制建设的重要性,强调政府对市场的监管或管制。这些说法当然没错,但却没有把握住中国证券市场的要害所在,没有去反思现行证券市场的制度安排是否能够有效地保护中小投资者的利益。如果不能保护中小投资者的利益,证券市场就不能长期稳定地发展,无论是国内还是国外。从安然事件以来,美国股市一直“跌跌不休”,其根本原因就在于上市公司以欺诈的方式掠夺中小投资者的财富,投资者对股市失去了信心。再看国内的形势,2001年以来中国股市基本上是“熊途漫漫”,政府虽多次出台了一系列利好政策,但投资者并不领情,股指也只是进一步而退两步,这是为什么呢?根本的原因还在于上市公司多以欺诈的方式掠夺中小投资者的财富,使得广大投资者对股市逐渐失去信心。

西方较为成熟的公司治理实践表明,一个国家或地区的法律体系对保

护投资者利益有重要的作用,不同的法律体系对投资者保护的差异性,决定了资本市场资源的配置效率及繁荣程度。因为从本质上看,证券是一种私人合同,它代表了上市公司对证券持有人的隐性负债,这种负债隐藏于标准化的、可转让的股票中。在股票中,债务关系是隐含的,“债权人”的权利要求显然要弱于正式而详细地列明权利与义务的一般合约。证券所隐含的许多权利实际上依赖于法律体系和政府监管条例来实现。甚至可以说,证券的价值由它们所隐含的法律权利和保障这些权利的司法体系共同决定。在某种情况下,证券的价值可能更多的是依赖于法律体系对投资者权利的保护程度和这种保护的有效性。可见,法律体系对投资者的保护十分重要。

但显而易见的是,中国的法律体系无论是从法律法规的完善程度还是从司法的效率来看,对投资者特别是中小投资者的保护都比较弱;当发生上市公司管理层或大股东通过不正当关联交易、资金挥霍、资产挪用等方式侵吞上市公司资产、损害中小投资者利益的现象时,法律的力量显得很微弱。也正因为如此,我国上市公司管理层或大股东肆意侵占上市公司资金、掏空上市公司利润的恶性案例屡屡发生,如猴王股份、三九医药等^①。因此,中国上市公司的公司治理问题一直是理论界和管理层最为关注的话题之一。一般认为,在现代公司治理实践中,最基本也最重要的问题是如何建立有效的公司治理结构。对上市公司来说,有效的公司治理结构决定了上市公司质量的好坏。但是,什么是有效的公司治理结构,它的机制、运作模式如何,我们又如何站在一个特定的经济环境和文化背景下去检验它的有效性?这些都是需要我们回答的问题。一般来讲,判断公司治理结构的有效性及对投资者保护的实践标准是公司是否具有一个长期稳定的红利发放制度,这是一种回报投资者的最好方式。但从我国多年的实践来看,上市公司红利发放率很低,有许多公司甚至连续几年不发放红利。因此,中国理论界往往更多的是借助公司绩效指标对公司治理结构、治理机制的有效性进行实证检验。从理论上讲,这种分析是没有问题的,绩效好的企业才有可能给予投资者更大的回报,但是,它是否就意味着对投资者的保护程度高呢?此外,在

① 严武:《公司股权结构与治理机制》,经济管理出版社,2004年版,第4页。

目前中国上市公司财务信息失真特别是在公司提高虚假绩效的动机较强的前提下,公司绩效可能并不能真实反映公司治理的效率。

有鉴于此,本书借鉴国外关于现金持有理论的最新研究成果,以公司现金持有的财务行为为视角,深入分析公司治理与企业财务决策的关系,进而研究公司治理的有效性问题的。从逻辑上分析,治理结构、治理机制等因素是通过影响管理层与股东、大股东与中小股东之间的委托—代理关系影响公司管理层的动机和行为(包括现金持有动机和行为),进而对公司绩效发生作用的。

1.2 现金持有概念的界定

根据会计准则的定义,现金有广义和狭义之分。狭义的现金是指企业库存现金以及可以随时用于支付的存款;而广义的现金除现金外,还包括现金等价物,即企业在一定时点上持有的期限短,流动性强,易于转换为已知金额现金,价值变动较小的投资。

国外学者的研究文献对“现金持有”一词有“cash holding”,“cash reserve”,“liquidity”和“cash and marketable security”等几种表示方法,这些词都可以用现金持有表达其概念内涵。本书中提到的“现金持有”就是指现金和现金等价物,具体包括企业库存现金、银行存款、银行汇票、本票和3个月以下的可变现证券等。

1.3 文献综述

企业为什么持有大量现金?持有大量现金对企业的行为有什么影响?这些有趣的问题其实早已存在。但遗憾的是,关于现金持有的理论演绎及其实证检验一度是一个不太引人注目的研究领域。20世纪80年代融资优序理论和自由现金流量理论问世以后,关于企业现金持有行为的研究才开始受到人们关注。20世纪90年代以后,国外学者对企业现金持有的理论和实证研究大量涌现,并产生了丰富的研究成果。与国外相比,国内仅有少数学者对该问题进行了研究,并且研究方法和研究范围比较单一。本节主要就国外学者在该领域的研究进行系统的整理和回顾,希望能对国内学者的

研究起到参考作用。

1.3.1 理论研究回顾

有关现金持有问题的相关论述最早可以追溯到 1936 年 Keynes 的货币需求理论。他认为,企业持有现金主要有 3 个动机:交易动机、预防动机和投机动机。其中,交易动机是指由个人或业务交易引起的现金需要;预防动机是指为安全起见,把一部分资产以现金形式保存起来,以预防意外的货币需求;而投机动机则是指为了抓住投机机会而保留现金,即相信自己对未来行情的预测要比一般人准确。尽管凯恩斯的货币需求理论能部分解释企业的现金持有决策,但它毕竟论及的是宏观经济学的货币需求问题,因而还谈不上是真正的现金持有理论。以下按照相关理论提出的时间顺序及其发展逻辑,对它们进行回顾和分析。

1.3.1.1 交易成本模型

从 20 世纪 30 年代起,就有学者开始考虑企业是否存在最佳现金持有量的问题。Keynes 在借用边际成本概念的基础上,提出了最佳现金持有量由资金短缺的边际成本曲线与持有现金的边际成本曲线的交点所决定的交易成本模型。他认为,影响资金短缺及现金持有边际成本的因素包括:①外部融资交易成本;②通过出售资产、削减股息和重新谈判筹集资金的成本;③投资机会成本;④套期保值成本;⑤其他资产变现期限;⑥现金流的不确定性;⑦规模经济的缺失;⑧税收。企业持有的流动资产(主要指现金)将随着利率、期限结构、债务筹资成本、资产出售成本和套期保值风险的下降以及公司股息规模的缩小而减少。根据该理论模型,企业存在最佳现金持有量。

由于交易成本模型考虑了持有现金的众多边际成本与资金短缺的边际成本,因此,迄今为止,该模型仍是非常重要的现金持有理论模型。

1.3.1.2 现金库存模型

为了更加直观地反映企业的最佳现金持有量,Baumol 在借鉴最佳库存水平基本原理的基础上,提出了现金库存模型。Baumol 认为,作为一种特殊的交易媒介,现金通常会发生两类成本:一类是每次筹措资金发生的类似于

库存批次固定成本的经纪费,另一类是与持有现金相关且类似于库存管理变动成本的机会成本——利率。假定现金收入是连续的,且现金支付是非连续的,那么,要使持有现金的总成本最小化,便可以像最佳库存模型那样推导出最佳现金持有量公式。若放松现金支付非连续假设,且确定一部分现金用于投资,并假定经纪费用中有一些费用随现金投资和现金筹措额发生变化,那么,就能得出一个关注因素更为全面的最佳现金持有量公式。

鉴于 Baumol 的现金库存模型只考虑了批次固定经纪费和利率这些变动成本,而没有考虑因持有现金而损失的投资收益这一更重要的机会成本,以及现金流量与现金收支完全可以预测的假设过于苛刻的情况,Miller 与 Orr (1966)对 Baumol 的现金库存模型进行了扩展。他们假定:①持有现金的成本是所损失的投资收益;②现金流量波动不可预测;③现金收支数量不可预测且不规则;④现金与有价证券可以互换。基于以上假定,他们推导出了一个内含购买有价证券固定成本(包括手续费、过户费等)、现金持有量日标准差以及现金持有机会成本的最佳现金持有量公式。由于 Miller 与 Orr 考虑了更多的影响现金持有量的现实因素,因此,他们推导出的最佳现金持有量模型无疑更加贴近现实,具有更高的参考价值。

现金库存模型不再拘泥于经济学中的边际成本概念,而是借鉴最佳库存原理,重点关注与现金相关的固定成本和变动成本,并采用数理逻辑推理的方法计算出公司的最佳现金持有量,其科学性毋庸置疑。但是,由于其假设比较严格,它们所预计的最佳现金持有量难免会与现实脱节。此外,现金库存模型忽视了影响现金持有的其他重要因素,如公司规模、财务杠杆和现金流量特征等具体因素,因而无法为现金持有决定因素的实证检验提供相应的预测支持。

1.3.1.3 规模经济假说

交易成本模型和最佳现金库存模型都没有论述公司规模对现金持有水平的影响,这为其后的理论发展留出了空间。通过观察,Meltzer 等(1963)在借用规模经济理论的基础上,提出了关于现金持有的规模经济假说:随着公司规模的扩大,公司现金持有量在某一临界点上存在着规模效应。

与交易成本模型和现金库存模型相比,规模经济假说没有停留在一般

均衡理论的分析上,而是把规模作为影响公司现金持有量的重要因素,由此引出了能为实证研究所检验的规模因素假设。所以,尽管它不像现金库存模型那样有严格的数理推导,但却开创了现金持有量实证研究的先河。

1.3.1.4 静态权衡模型

20 世纪 70 年代以后,Kraus 和 Lizenberger(1973)等提出的权衡理论逐步发展成形。现金持有量研究者在引入其基本思想的基础上,建立了现金持有量静态权衡模型。该模型认为,持有现金也有收益,要确定现金持有水平,必须在比较现金持有成本和收益的基础上进行权衡。其后,不同的学者对现金持有成本与收益的内涵与形式作出了各自的阐释,推动了该模型的发展。Opler 等(1999)认为,持有现金的成本是这些资产较低的回报率和相应的税收待遇,而持有现金的收益则包括:①筹资交易成本的节约;②不必处理资产和进行支付所得的收益;③能运用流动资产为投资和其他业务提供资金的收益(在其他资金来源不可得或过度昂贵时更是如此)。Ferreira 与 Vilela(2004)认为,现金持有的收益包括降低财务困境出现概率的收益、在财务约束下仍能坚持财务政策的收益和外部资金筹措成本或现有资产变现成本最小化的收益。持有现金的主要成本是投资于流动资产的机会成本。根据该模型,公司存在最佳现金持有量。

其实,只要与交易成本模型进行比较就可以发现,静态权衡模型闪烁着交易成本模型的理论光辉。比如,交易成本模型中的现金短缺成本实际上构成了静态权衡模型中持有现金的一种收益。当然,静态权衡模型对其他现金持有收益作了更详细的分析,这加快了现金持有量决定因素的扩容速度。当然,该模型也存在缺陷,它只涉及有形成本,而没有关注信息不对称和委托—代理关系所引起的各种无形成本。

1.3.1.5 融资优序理论

信息不对称是一种社会常态,必然会导致各种无形成本。为此,Myers 和 Majluf(1984)提出了融资优序理论。该理论认为,为使不对称信息成本和其他融资成本最小化,公司融资存在最优顺序,即内源融资(留存收益)、债务融资、股权融资。根据其内在逻辑,现金是留存收益与投资需求之间的一种缓冲。当经营性现金流量足以为新的投资提供资金时,公司会偿还债务,

或者积累资金;当留存收益不足以支撑当前的投资时,公司将使用手头现金,或者根据需要发行债券。由此可见,融资优序理论不是一种专门的现金持有理论,但为解释公司现金持有量提供了一个全新的视角。按照该理论,公司不存在最优现金持有水平。

1.3.1.6 自由现金流量理论

在信息不对称的前提下,代理人未必总会按照委托人利益最大化的目标来经营,代理成本因此而产生。为此,Jensen(1986)从股东和经理人之间的代理成本出发,提出了解释代理人现金持有动机的自由现金流量理论。Jensen指出,在所有权与经营权分离的前提下,经理人会利用其剩余控制权持有多于公司实际需要的现金,目的是增加自己的津贴、在职消费及其他控制权私利;或寻求过度并购,以营造自己的企业帝国。由于有充足的现金可以用于投资,经理不必从公司外部筹措资金,因而无须向资本市场提供有关公司投资项目的详细信息,进而可能投资那些损害股东利益的项目。

由此看来,自由现金流量理论是一种专门解释公司现金持有量为什么大于其投资项目资金需求的理论。它的最大贡献在于,把一种无形但极为重要的代理成本引入现金持有决定因素模型。由于代理成本是公司治理的函数,加上衡量公司治理的指标众多,影响现金持有的众多公司治理因素由此进入了实证检验的视野,并推动了现金持有实证研究的蓬勃发展。

1.3.1.7 制度环境说

如果将信息不对称和代理成本继续引申,并将影响公司现金流量的因素(如税收、金融市场发展水平等)纳入现金持有决策模型,那么就不难发现,一个国家的制度背景及其市场环境会对公司的现金持有水平产生重要影响:①法律制度对股东和债权人的保护程度直接影响公司的财务政策;②相关法律制度的健全程度会通过公司治理来影响持有现金的代理成本;③金融市场发展程度和税收安排也会通过公司层面的因素来影响公司的现金持有水平。严格地说,制度环境说还称不上理论,但制度与环境变量的丰富性及其对现金持有水平的直接或间接影响,导致现金持有理论进一步丰富,并由此催生出更多的实证研究成果。这是一个不争的事实。

总体而言,交易成本模型、现金库存模型、规模经济假说、静态权衡模型

以及融资优序理论主要关注公司层面的影响因素,自由现金流量理论引出了现金持有的公司治理因素,而制度环境说则对制度环境层面的影响因素给予了特别的关注。它们从不同角度阐释了企业现金持有量/比例的影响因素,形成了各具特色的三大类因素。

1.3.2 实证研究

现代实证研究大多从不同的角度证实或证伪某种理论观点,并围绕相应的主要方面进行检验,最终获得相应的经验证据。根据上述现金持有理论的演进顺序与脉络,以下从公司层面因素、公司治理因素、公司层面加公司治理因素以及制度环境因素这四条主线出发,分别对相关实证研究成果进行归纳和评述。

1.3.2.1 公司层面因素的实证检验

前面已经提到,规模经济假说开创了现金持有实证研究的先河。学者们从关注收入规模、资产规模对现金持有量的影响逐步过渡到注意公司层面的其他因素对现金持有比率的影响。有关公司层面因素的实证检验(参见表 1.1)凸显出以下特点:①决定现金持有水平的公司层面因素逐步增加。Meltzer(1963),Frazer(1964),Vogel 和 Maddala(1967),Mulligan 主要探讨了公司收入规模的影响,其他研究者如 John(1993),Kim 等(1998),Opler 等(1999)从考察公司层面因素逐步扩展到市净率、盈利波动性、现金流波动、财务困境成本和债务期限等众多因素;②研究范围则从非金融企业扩展到金融企业(Colquitt,1999),从一般公司扩展到中小企业(Faulkender,2002);③国别研究不断推陈出新(Kusnadi,2003)。其结果是,公司层面的各种影响因素及其相关关系逐步得到了比较全面的展现。

1.3.2.2 公司治理因素的实证检验

代理成本的概念,特别是自由现金流量理论的提出,直接导致公司治理实证研究的兴起。公司治理因素对现金持有的影响自 Harford(1998)起引起了理论界的关注。其中,控制权竞争、代理权竞争、银行垄断、股东(债权人)保护以及公司治理结构等因素对现金持有量的影响相继进入了现金持有实证研究的视野(参见表 1.2)。由于不同国家的公司治理、法律制度各不相

同,国别研究及跨国比较研究构成了围绕这一主线开展的实证研究的一大特色,它们一起从不同角度证明了公司治理因素对公司现金持有水平的重要影响。

表 1.1 公司层面的实证研究

研究者及年份	样本	方法	结论
John(1993)	以《财富》500强企业 1979 ~ 1981 年 223 家公司为样本	多元线性回归分析	现金持有比率与相关因素的关系为:托宾 Q(+),平均研发支出/资本支出(+),平均广告支出/资本支出(+),破产哑变量(+)
Mulligan(1997)	以 Compustat 数据库 1961 ~ 1992 年 1.2 万家公司为样本	横截面分析,普通最小二乘法	不管是行业内部还是跨行业,样本公司现金持有量都存在规模经济
Kim 等(1998)	以美国公司为样本	横截面回归,横截面加时间序列分析	现金持有比率与相关变量的关系为:规模(-),成长机会(+),盈利波动(+);得出了支持静态均衡模型的证据
Colquitt(1999)	以保险公司为样本	多元回归模型	现金持有比率与相关因素关系:规模(-)、现金流波动(+),债务久期(-),财务杠杆(-),投资机会(+);支持静态权衡模型
Opler 等(1999)	以美国上市公司为样本	时序分析,规定效应回归技术	现金持有比率与相关因素关系为:规模(-),净营运资本/资产(-),成长机会(+),现金流波动(+);得出了支持静态权衡模型和目标调整模型的证据

资料来源:根据相关文献整理而成。

注:“+”、“-”分别表示正相关和负相关,“+/-”表示既可能正相关也可能负相关。下同。

表 1.2 公司治理因素的实证研究

研究者及年份	样本	方法	结论
Harford(1998)	以现金充足的企业为样本	多元回归技术	现金充足的企业更可能倾向于兼并,支持自由现金流量理论的代理成本观点
Pinkowitz and Williamson(2001)	以日本公司为样本	横截面加时序分析	银行的垄断势力导致日本企业现金持有水平较美国 and 德国高出许多
Pinkowitz(2004)	以被敌意收购的公司为样本	Logistic 回归	成为接管目标的可能性与公司现金持有水平显著负相关

续表

研究者及年份	样本	方法	结论
Kalcheva 和 Lins (2004)	以 31 个国家 5 000 家企业为样本	多元回归技术	现金持有比率与相关因素的关系为:企业规模(+),销售增长(+),董事权利制衡指数(-),结论是家族企业现金持有水平较高,管理层控制的企业现金持有水平也高,特别对于那些外部股东保护程度较小的企业,这种关系更强

资料来源:根据相关文献整理而成。

1.3.2.3 公司治理因素加公司层面因素的实证检验

公司治理因素与公司层面因素各有其着力点,它们从不同的方面影响公司现金持有水平。随着实证研究方法的完善和数据来源的丰富,国外不少学者开始将影响现金持有的公司治理因素和公司层面因素综合在一起进行系统的实证检验(参见表 1.3)。小公司样本研究(Faulkender,2002)和国别研究(Kusnadi,2003)成为该领域研究的一个新特点。

表 1.3 公司治理因素加公司层面因素的实证检验

研究者及年份	样本	方法	结论
Faulkender (2002)	以 1991 年美国小企业的调查数据为样本	多元回归技术、敏感性和稳定性检验	现金持有比率与相关因素的关系为:财务杠杆(+),公司成立年限(+),规模(-),第一大股东持股比例(-)。结论支持财务困境成本越高、信息不对称越严重、财务杠杆越大的企业,其现金持有量越多
Kusnadi (2003)	以新加坡 230 家上市公司为样本	多元回归技术	现金持有比率与相关因素的关系为:董事会规模(+),非管理层持股(-),成长机会(+),资本性支出(+),结论支持现金持有的公司治理因素
Dittmar 等 (2003)	以 45 个国家的 11 591 家公司为样本	多元回归技术	股东保护程度与现金持有水平显著负相关,此外,与其他影响因素的关系为:规模(-),成长机会(+),盈利能力(+),净运营资本(-),现金流波动性(+)
Ozkan and Ozkan (2004)	以英国公司为样本	面板数据和 GMM 回归技术	现金持有与管理层所有权呈非单调 U 形关系,而董事会构成、最终控制人的存在与现金持有水平无关,与其他因素的关系如下:成长机会(+),现金流量(+),财务杠杆(-),银行负债(-)。控股股东对现金持有量有重要影响