

SHANGSHI GONGSI
XIANJIN CHIYOU DONGJI
YU TOURONGZI
XINGWEI YANJIU

上市公司
现金持有动机
与投融资行为研究

张凤◎著



四川大学出版社

上市公司 现金持有动机 与投融资行为研究

张 凤◎著



四川大学出版社

责任编辑:汪 萍
责任校对:王 锋
封面设计:原谋设计工作室
责任印制:李 平

图书在版编目(CIP)数据

上市公司现金持有动机与投融资行为研究 / 张凤著.
—成都:四川大学出版社, 2010. 6
ISBN 978-7-5614-4871-7

I. ①上… II. ①张… III. ①上市公司—现金管理—
研究—中国②上市公司—投资—研究—中国③上市公司—
融资—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 097140 号

书名 上市公司现金持有动机与投融资行为研究

著 者 张 凤
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行 四川大学出版社
书 号 ISBN 978-7-5614-4871-7
印 刷 成都蜀通印务有限责任公司
成品尺寸 148 mm×210 mm
印 张 6. 625
字 数 174 千字
版 次 2010 年 6 月第 1 版
印 次 2010 年 6 月第 1 次印刷
定 价 14. 00 元

◆读者邮购本书,请与本社发行科
联系。电话:85408408/85401670/
85408023 邮政编码:610065

◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。

◆网址:www. scupress. com. cn

版权所有◆侵权必究

前 言

现金是公司中流动性最强的资产，同时也是获利最低的资产，在公司财务中起着重要的作用。持有现金主要有两个优点：一是可节省外部融资的交易成本，且不用为日常性的现金支付清算资产；二是可满足公司盈利性项目的投资需求和某些意外性支付。这就是 Keynes (1936) 提出的“交易成本动机”和“预防性动机”。同时，持有现金也存在两大缺陷：一是持有现金的低收益；二是由经理人、控股股东“自利动机”引起的现金持有代理成本。所以，公司的实际现金持有决策是大股东、中小股东、经理人等利益相关者利益较量的结果。

1994 年，标准普尔 500 家公司现金持有达到 7160 亿美元，其中福特、通用、IBM 的现金持有量分别为 138、107、105 亿美元^[78]。1998 年末，环球优势数据库 (Global Vantage Database) 报告世界性的大公司现金持有达到 1.5 万亿美元，相当于账面资产的 9%，净资产市值的 9% 以上^[28]。1994—2006 年，我国上市公司现金持有绝对量从 1.28 亿元人民币逐渐上升至 5.12 亿元人民币；现金持有相对量（现金持有绝对量与净资产之比）平均值为 22.08%，其中 1994 年为 15.49%，2000 年上升至 30.16%，随后下跌至 2003 年的 25.04%，2006 年的 17.98%。^① 我国上市公司现金持有绝对量虽无法与世界性的大公司相比拟，但现金持有相对量

^① 采用深圳国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 财务数据库——资产负债表年报中的货币资金这一指标，剔除所有金融类公司、ST、PT 公司以及年度资产负债率大于 1 的公司以后，以 1994—2006 年连续 4 年有数据的公司为样本计算得出。参见第二章。

比例却远远高于世界性的大公司。为什么世界范围内公司普遍持有大量的现金呢？

2004年7月20日，微软公司发布了一个公告：将在未来四年内以股利或股票红利的形式分配750亿美元给股东，其中包括2004年12月分配的每股3美元的特别红利（总量为320亿美元）。如此大规模的现金分配并不足为奇，原因在于：微软在过去的一年平均每月积累的资金为10亿美元，截至2004年7月22日的盈余报告现金持有达到600亿美元^[11]。微软公司储备现金以及随后的分配现金提出了财务文献中一个无法解决的难题——公司有无最优的现金持有量？现金持有过多会给公司带来什么样的问题？以前的研究对现金持有影响因素、现金持有与公司业绩的相关关系等进行考察，试图对以上问题作出解答。但是，众多的研究成果没有得到一致的结论。公司现金持有实际是大股东、经理人、中小股东利益较量的结果。公司制度背景以及财务状况、治理水平等不同，现金持有各异。所以，现金持有一直是国外财务学界的研究热点。

目前国内对现金持有研究的文献相对较为薄弱，有必要对此问题进行深入研究；同时，我国上市公司面临特殊的制度背景：一是公司信息不对称程度较高、资本市场发展尚不完善，导致公司外部融资成本增加，促使公司增加“交易成本动机”和“预防性动机”现金持有量；二是股权高度集中，国有股处于控股地位，所有者严重缺位^[113,127]，经理人市场尚未形成，公司经理人内外部约束较小，而经理人股权持有比例较小，这足以增强经理人在现金持有和现金使用上的“自利行为”；三是上市公司普遍存在股权融资偏好，同时将融资资金大量闲置^[101,106,119]，这也给经理人随意处置现金带来更大的便利；四是对中小股东保护较弱，为控股股东在现金持有和现金使用上的“自利行为”创造了条件^[116,129,136]。将现金持有动机、现金持有对投融资行为的影响相结合进行研究，具有较强的理论和现实意义。

本书立足于我国上市公司现金持有现状以及制度背景，以连续

4年或6年以上有数据的1998—2006年深沪上市公司为研究样本，运用分组回归、分位数回归等多种统计方法，实证研究了以下四个问题：①公司现金持有的交易成本动机、预防性动机和“经理人或控股股东利益”的自利性动机是否同时存在。②不同的财务背景和治理背景以及现金持有量公司，现金持有动机的表现是否存在强弱差异。③由现金持有三大动机共同决定的现金持有量，尤其是现金持有过量值对公司投资及投资效率的影响，是支持自由现金流的“过度投资”假说还是融资顺序理论的“有效投资”假说。④现金持有过量公司与现金持有不足公司相比是否存在融资时机选择偏好强弱差异。在此基础上提出了相应的政策建议。

本书共7章。

第一章“绪论”对现金持有理论研究和实证研究的文献作了简单概述，在此基础上对既存文献作了简要评述，并提出本书的研究问题。

第二章分析我国上市公司现金持有现状和制度背景。对比我国上市公司与其他国家公司现金持有量差异；对现金持有行业和时间差异进行均值比较。探讨我国上市公司面临的制度背景对现金持有动机及投融资决策的可能影响。

第三章从现金持有的动机入手，分析我国上市公司为什么会持有大量现金；影响现金持有的交易成本动机以及预防性动机、自利动机是否同时存在。实证发现：我国上市公司现金持有的“交易成本动机”、“预防性动机”、“自利动机”同时存在，其中自利动机包括经理人和控股股东的自利动机；动机的强弱表现上，交易成本动机最强，预防性动机其次，自利动机最弱。①公司成长性、现金流量、股利支付等“预防性动机”代理变量与现金持有呈显著正相关关系；公司杠杆、营运资本、资本支出等“交易成本动机”代理变量与现金持有呈显著负相关关系。②以股权集中度、经理人持股比例、股权性质、董事会构成等作为“自利动机”代理变量时，股权集中度与现金持有量的关系尤为突出，且呈三次曲线关系。在股权

集中度较低和较高区域，随着股权增加，控股股东对经理人自利行为的约束增强，现金持有随之下降；在股权集中度中间区域，随着股权增加，控股股东利益侵占效应明显，现金持有随之增加。③以各代理变量对现金持有决策的解释能力（即调整 R^2 ）作为现金持有动机表现强弱的判别标准，发现我国上市公司交易成本动机强于预防性动机，而自利动机又相对更弱。

第四章运用分组回归和分位数回归等方法，分析不同的治理和财务背景下现金持有动机强弱表现差异；以及不同现金持有量分位数区间，代表公司现金持有动机的财务特征变量和治理特征变量对现金持有决策的影响差异。实证发现不同财务背景和治理背景下，现金持有动机强弱表现不同。①通过公司规模以及股利支付将样本分为融资约束和非融资约束型公司，实证发现融资约束型公司现金持有预防性动机和交易成本动机均强于非融资约束型公司；融资约束型公司和非融资约束型公司现金持有交易成本动机均强于预防性动机。②运用主成分分析法构建了公司综合性治理指标 Gindex，引入虚拟变量构建回归模型，实证分析得出公司治理水平较高时，现金持有自利动机较弱；公司治理水平较低时，现金持有自利动机较强。③运用分位数回归分析进行反向推论，发现在现金持有量不同的分位数区间，现金持有动机的各代理变量对现金持有的影响强弱不同。

第五章分析不同现金持有动机共同影响形成的现金持有量对投资行为的影响。一是对比现金持有过量公司与现金持有不足公司，超额现金对投资的影响以及在此影响下的投资效率；二是分析现金持有过量公司，过量值对投资行为以及相应投资效率的影响；三是分析暂时性和持续性现金持有过量公司，过量值对投资行为以及相应投资效率的影响差异。实证发现现金持有不同的公司，超额现金影响下的投资行为表现不同且相应的投资效率普遍较低。①现金持有过量与不足公司相比，现金持有过量增加，固定资产投资、长期投资随之增加；短期投资随之减少。现金持有过量公司业绩好于现

金持有不足公司，但现金持有过量值影响下长短期投资、固定资产投资效率相对现金持有不足公司效率较低。②现金持有过量样本，现金持有过量值与长期投资显著正相关，与短期投资显著负相关；但是在现金持有过量值影响下的投资行为对公司业绩无贡献，存在过度投资的现象。③暂时性与持续性现金持有过量公司相比，持续过量公司的长期投资能力随过量值增加而增加，短期投资随过量值增加而减少；暂时性过量公司的固定资产投资能力随过量值增加而下降。其中，暂时性过量公司，固定资产投资随现金持有过量的增加而减少，长期投资与现金持有过量呈显著正相关关系，短期投资量与现金持有过量值无系统相关性；持续两年或三年现金持有过量公司，现金持有过量值对固定资产投资无系统相关性，现金持有过量值与长期投资呈显著正相关关系，与短期投资呈显著负相关关系。④无论是暂时性过量的公司还是持续性过量的公司，现金持有过量值与公司业绩无系统相关关系或呈显著负相关关系，过量现金持有对公司业绩提升无贡献，过量现金持有的投资使用效率低下，过量现金的投资使用行为普遍存在过度投资现象。

第六章将公司成长性、现金持有量与公司融资时机决策相结合，以公司前三年净利润平均增长率代表成长性；以公司股权市值与账面价值之比衡量股价偏离度；实证分析公司现金持有量是否能发挥其预防性动机的作用，选择较好的融资时机，从而避免较高的融资成本，现金持有量的多少是否会影响公司融资时机选择偏好强弱，并对比分析现金持有过量公司和现金持有不足公司，超额现金持有量以及在不同成长性约束下的超额现金持有量对融资时机偏好的影响差异。发现：①无论是现金持有过量公司还是现金持有不足公司均存在明显的融资时机偏好，现金持有过量公司的融资时机偏好强于现金持有不足公司；②无论是高成长性公司还是低成长性公司均有显著的融资时机偏好，高成长或低成长性公司中的现金持有过量公司的融资时机偏好强于现金持有不足公司；③现金持有过量公司中高成长性公司的融资时机偏好显著强于低成长性公司，现金

持有不足公司中高成长性公司的融资时机偏好显著低于低成长性公司。

第七章“结束语”，总结了前述实证分析结果，并对完善公司现金持有决策以及现金持有的投资使用决策，如何有效地将现金持有与公司融资时机选择相结合，作出更为理性的现金持有与投融资行为等提出了自己的看法。

公司现金持有与投融资行为是一个内涵广泛且具现实和理论意义的研究课题，本书所做的研究仅是对公司现金持有与投融资行为问题的初步的、探索性的研究。而且限于资料的可得性以及受研究手段与方法的限制，本书的某些观点可能不尽完善，敬请各位读者批评指正！

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 现金持有理论研究文献概述	(2)
一、现金持有的权衡理论	(3)
二、现金持有的融资顺序理论	(5)
三、现金持有的代理理论	(6)
第二节 现金持有实证研究的文献概述	(8)
一、现金持有的影响因素	(8)
二、现金持有动机的实证研究	(14)
三、现金持有与公司业绩的相关性研究	(20)
第三节 文献评述及问题提出	(21)
一、文献评述	(21)
二、研究问题的提出	(23)
三、本书结构与主要内容	(23)
第二章 上市公司现金持有现状及制度背景分析	(25)
第一节 研究背景与研究方法设计	(25)
一、研究背景	(25)
二、样本、变量以及方法说明	(26)
第二节 现金持有量的跨国比较	(28)
第三节 我国上市公司现金持有的时间与行业特征分析	(29)

一、现金持有量的时间特征分析·····	(29)
二、现金持有量的行业特征分析·····	(32)
三、不同年度不同行业现金持有量的行业与时间差异分析 ·····	(36)
第四节 现金持有时间差异与行业差异的成因分析 ·····	(44)
一、现金持有时间差异的宏观因素分析·····	(44)
二、现金持有行业差异的财务特征因素分析·····	(45)
第五节 我国上市公司现金持有动机的制度背景分析 ·····	(50)
一、资本市场发展不完善与现金持有动机分析·····	(50)
二、上市公司股权结构不合理与现金持有动机分析 ·····	(52)
三、经理人股权激励和约束机制不健全与现金持有自利 动机分析·····	(53)
本章小结 ·····	(54)
第三章 上市公司现金持有动机实证分析 ·····	(56)
第一节 上市公司现金持有交易成本动机与预防性动机分析 ·····	(56)
一、研究背景·····	(56)
二、研究假设的提出·····	(58)
三、数据选取与方法说明·····	(60)
四、实证结果分析·····	(64)
第二节 所有权结构与现金持有自利动机分析 ·····	(70)
一、研究背景·····	(70)
二、研究假设的提出·····	(71)
三、样本选择、变量选取与定义·····	(75)
四、实证结果分析·····	(76)
第三节 董事会结构与现金持有自利动机分析 ·····	(85)

一、董事会结构与经理人现金持有自利动机假设·····	(85)
二、董事会结构变量的选取与定义·····	(86)
三、董事会与现金持有自利动机的实证结果分析·····	(87)
第四节 现金持有三大动机的总体表现分析·····	(90)
本章小结·····	(94)
第四章 现金持有动机强弱表现的实证分析·····	(95)
第一节 现金持有动机强弱表现的研究背景·····	(95)
第二节 融资约束对现金持有动机强弱影响的实证分析 ·····	(96)
一、融资约束与现金持有动机强弱的研究假设·····	(96)
二、融资约束界定与模型设计·····	(97)
三、融资约束与非融资约束型公司现金持有动机强弱对比 分析·····	(99)
第三节 公司治理水平对现金持有动机强弱影响的实证分析 ·····	(105)
一、治理水平高低与现金持有动机强弱的研究假设 ·····	(105)
二、综合治理水平 Gindex 的构建与回归模型的设计 ·····	(106)
三、不同治理水平现金持有动机强弱的实证结果分析 ·····	(110)
第四节 不同现金持有区间与现金持有动机强弱的实证分析 ·····	(112)
一、不同现金持有量与现金持有动机强弱的研究假设 ·····	(112)
二、不同现金持有分布与分位数回归·····	(112)
三、在不同现金持有分布下现金持有动机的强弱分析 ·····	(113)
本章小结·····	(118)

第五章 现金持有量对公司投资行为的影响分析	(120)
第一节 现金持有过量与不足对投资行为及动机的影响分析	
.....	(120)
一、研究背景.....	(120)
二、现金持有过量与不足公司的投资行为研究假设	(122)
三、数据选取及方法说明.....	(123)
四、公司目标现金持有及现金持有过量与否判定.....	(127)
五、现金持有量过量与否对投资行为与动机的影响分析	
.....	(132)
第二节 现金持有过量对投资行为及动机的影响分析	(138)
一、现金持有过量多少与投资行为假设.....	(138)
二、分析方法说明.....	(139)
三、现金持有过量对投资行为的影响.....	(139)
四、现金持有过量对投资动机的影响.....	(141)
第三节 持续性与暂时性现金持有过量对公司投资行为与	
动机的影响分析	(143)
一、持续性与暂时性现金持有过量公司的投资行为假设	
.....	(143)
二、分析方法说明.....	(144)
三、公司暂时性或持续性现金过量对投资行为的影响分析	
.....	(145)
本章小结	(150)
第六章 现金持有量对融资时机偏好的影响	(152)
第一节 超额现金持有量对融资时机偏好的影响	(152)
一、引言.....	(152)
二、研究假设.....	(154)

三、分析方法与数据说明·····	(155)
四、实证结果分析·····	(160)
第二节 成长性约束下的现金持有量对融资时机偏好的影响分析·····	(163)
一、研究假设·····	(164)
二、分析方法与数据说明·····	(165)
三、成长性约束下的现金持有量与融资时机偏好实证分析·····	(166)
第三节 现金持有过量与不足公司的成长性对融资时机偏好的影响分析·····	(168)
一、研究假设·····	(168)
二、分析方法与数据说明·····	(169)
三、现金持有过量(不足)公司成长性高低与融资时机偏好的实证分析·····	(172)
本章小结·····	(174)
第七章 结束语·····	(175)
参考文献·····	(180)
后 记·····	(194)

第一章 绪 论

现金是公司中流动性最强的资产，同时也是获利最低的资产。无论是世界性的大公司还是我国的上市公司，均普遍持有大量现金。1994年，标准普尔500家公司现金持有达到7160亿美元，其中福特、通用、IBM的现金持有量分别为138、107、105亿美元。1998年末，环球优势数据库（Global Vantage Database）报告世界性的大公司现金持有达到1.5万亿美元，相当于账面资产的9%，净资产市值的9%以上。我国上市公司相对其他国家现金持有比例更高。1994—2006年，我国上市公司现金持有绝对量从1.28亿元人民币逐渐上升至5.12亿元人民币；现金持有相对量（现金持有绝对量与净资产之比）平均值为22.08%，其中1994年为15.49%，2000年上升至30.16%，随后下跌至2003年的25.04%，2006年的17.98%。^①为什么世界范围内公司普遍持有大量的现金？公司有无最优的现金持有量？现金持有过多会给公司带来什么样的问题？以前的研究对现金持有影响因素、现金持有与公司业绩的相关关系等进行考察，试图对以上问题作出解答。但是，众多的研究成果没有得到一致的结论。公司现金持有实际是大股东、经理人、中小股东利益较量的结果。公司股东希望通过现金持有有效地抓住有利的投资机会，同时将超过净现值大于零的投资项目所需的资金以“股利”的形式发放给自己，实现自身利益的最

^① 采用深圳国泰安信息技术有限公司的CSMAR财务数据库——资产负债表年报中的货币资金这一指标，剔除所有金融类公司、ST、PT公司以及年度资产负债率大于1的公司以后计算得出。参见第二章。

大化；公司经理人为了最大化自身利益，避免资本市场的监督约束，增加自身的控制权，具有强烈的现金持有偏好，并将现金用于“增加自身津贴、在职消费”或做出使公司价值下跌的投资决策等。公司经理人的现金持有决策以及公司现金持有使用决策是否与最大化股东利益相一致，以及利益较量下的现金持有量对公司投资和经营业绩的影响如何？公司制度背景以及财务状况、治理水平等不同，现金持有动机、现金持有的投资使用以及现金持有对融资行为的影响等的表现各异。所以，现金持有的影响因素以及现金持有量对公司投资行为的影响一直是国外财务学界的研究热点。

第一节 现金持有理论研究文献概述

现金持有量是指持有的现款和流通票据以及可市场化的证券，包括库存现金、银行存款、银行本票和银行汇票等。它能满足公司日常经营以及紧急情况的需要，在公司的投融资决策中占有重要位置。现金管理的根本目标是在保证企业高效、高质地开展经营活动时，尽可能地保持最低现金持有量。

Modigliani 和 Miller (1958) 将现金视为净现值为 0 的投资，在信息对称、无交易成本和税收等完善的资本市场条件下，公司不必持有大量现金^[70]。因为公司可以用合理的价格从资本市场上取得所有 $NPV > 0$ 所需的投资资金，内部资金与外部资金可实现完美替代。事实上，资本市场是非完善的，公司内部资金与外部资金并不能实现完美替代，公司规模、所处行业、盈利能力等因素共同影响着公司现金持有量^[11]。

基于“最大化公司价值”这一假设基础，是否存在最佳现金持有量并无一致答案。依据 Baumol (1952)、Miller 和 Orr (1966) 等建立的现金持有的存货模型、随机分析模型，现金持有的权衡理论认为公司现金持有是由现金持有成本和收益二者相权衡的结果，存在最优的现金持有量^[9,69,94]。相反，依据 Myers 和 Majluf

(1984)的啄食顺序理论,公司不存在最优的现金持有量^[75]。然而,依据 Jensen (1976)、Jensen 和 Meckling (1986)的自由现金流和代理理论的观点,在所有权与经营权高度分离的现代企业制度下,股东、经理人之间存在严重的利益冲突。经理人行为并不是追求“股东利益最大化”,而是追求“私人利益最大化”。公司实际现金持有量与预计量存在偏差,并没有持有最大化股东价值的现金量^[51-52]。本节将现有研究成果归结如下:

一、现金持有的权衡理论

现金持有的权衡理论假设公司管理层是以股东利益最大化为原则,公司现金持有是由现金持有成本和收益二者相权衡的结果,应当处在现金持有的边际收益和边际成本相等的水平上,“存在最优的现金持有量”。

早期对最佳现金持有量的研究,主要集中考虑交易成本动机的因素。以 Baumol (1952)、Tobin (1956)的交易成本模型为代表。Baumol (1952)假设公司的支出率不变,计划期内未发生现金收入,且不考虑公司为降低现金短缺风险的安全库存现金量。现金持有量增加,交易成本随之下降,机会成本随之增加。当机会成本与交易成本和最小时,公司现金持有量最佳,即

$$\text{最佳现金持有量 } Z^* = \sqrt{\frac{2TF}{K}}$$

式中, T 表示计划期内交易所需的现金总量;

F 表示出售证券的交易成本;

K 表示持有现金的机会成本^[9]。

1956年 Tobin 在 Baumol (1952)交易成本需求模型基础上,引入利率对现金持有量的影响^[93]。随后的几十年里,众多学者对 Baumol-Tobin 模型进行了进一步的模型改进和实证分析。

Meltzer (1963)提出了一个建立在企业总资产上的货币需求模型。Meltzer 认为在各种金融资产收益以及风险程度和企业的风