

并购对价与融资方式决策研究丛书

公司现金持有及动态调整研究 ——基于并购交易视角

Research on Corporate Cash Holdings and Dynamic Adjustment
—Based on the Perspective of Mergers and Acquisitions

张芳芳 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



并购对价与融资方式决策研究丛书

公司现金持有及动态调整研究

——基于并购交易视角

Research on Corporate Cash Holdings and Dynamic Adjustment
—Based on the Perspective of Mergers and Acquisitions

张芳芳 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

公司现金持有及动态调整研究 / 张芳芳著. —大连: 东北财经大学出版社, 2017.6

(并购对价与融资方式决策研究丛书)

ISBN 978-7-5654-2769-5

I. 公… II. 张… III. 企业管理-现金管理-研究
IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 109696 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 201 千字 印张: 12.25 插页: 1

2017 年 6 月第 1 版

2017 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 徐 群

责任校对: 贝 元

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

定价: 42.00 元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

本书系国家自然科学基金项目
(71172120) 的重要成果之一，感谢国家
自然科学基金委员会的资助！

现金是流动性较强的资产，公司持有现金有利于其抓住良好的投资机会，同时也为其带来了巨大的潜在成本，如监管成本和代理成本等。公司现金持有量过低会增加公司的财务风险，而现金持有量过高则会降低公司的资金使用效率，甚至在一定程度上引发严重的代理问题。那么，公司究竟应该持有多少现金？公司是否存在目标现金持有量？目前已有的研究得出了不同的结论。现金持有的融资优序理论和代理理论认为，公司并不存在目标现金持有量。而现金持有的权衡理论从“股东财富最大化”角度出发，认为公司现金持有是在现金持有成本与收益之间权衡的基础上确定一个目标现金持有量，当实际现金持有量偏离该目标值时将进行调整。

公司是否存在目标现金持有量，一种最直接的检验方法是研究公司的现金持有量是否具有“均值回归”的特征及其动态调整行为；另一种方法是基于事件研究法，观察并购等投资事件对公司现金持有量的影响。并购需要强有力的资金支持，持有大量现金或拥有大量自由现金流的公司，在并购中会选择现金对价方式。另外，并购事件涉及庞大数量的交易金额，对并购后公司的现金持有量具有一定的调整作用。因此，并购将公司的投资行为与现金持有决策联系起来，成为研究公司现金持有量动态调整的“机会”事件。并购不仅是我国资本市场上最重要的社会资源重新

配置的手段之一，也是公司重要的投资行为。本书采用事件研究法，利用并购交易这一可观测的独特投资事件，研究公司目标现金持有量的存在性以及公司现金持有超额的经济后果，在理论层面和实践层面均具有重要的研究意义。本书在以下三方面进行了积极探索：

第一，从理论意义上来说，首先，本书通过分析主并公司现金持有量是否具有“均值回归”的特征、估计主并公司现金持有量的动态调整速度，以及分析并购前后主并公司现金持有量的特征和不同并购对价方式下主并公司现金持有量的特征，来检验公司是否存在目标现金持有量，为现金持有理论研究提供了新的研究视角和思路，扩展了现金持有理论的研究领域。其次，本书通过构建计量模型分别研究现金持有状况对并购决策、并购对价方式、并购绩效的影响，以及主并公司现金持有量动态调整速度的非对称性，不仅为研究公司现金持有超额的经济后果提供经验证据，也为检验现金持有超额公司的并购动因提供有力的佐证，丰富了并购动因理论的研究。

第二，从实践意义上来说，首先，本书从并购交易视角研究公司现金持有量的动态调整过程，引导公司从并购绩效的视角确定合理、科学的目标现金持有量，建立现金持有量动态调整机制，使公司的现金持有量能够灵活地适应外部资本市场的变化和公司内部投融资决策、运营活动的变化，从而降低公司的经营风险和财务风险，提高企业价值。其次，本书基于并购相关理论，利用并购交易数据研究公司现金持有超额的经济后果，有利于制定科学、有效、有针对性的政策以规范公司的现金持有行为，进而对公司现金的使用效率和企业价值的提高，乃至国民经济的持续、快速、协调、健康发展都具有重要的现实意义。

第三，从实证研究层面上来说，首先，与以往研究不同，本书通过构建公司现金持有量均值回归模型和现金持有量动态调整模型，以及描述性统计分析并购前后主并公司现金持有量的特征和不同并购对价方式下主并公司现金持有量的特征三种方法相结合的方式，来检验公司目标现金持有量的存在性，使研究结论更直观且更具有说服力。其次，以往学者对于公司现金持有超额的经济后果的研究多从公司现金持有状况对公司业绩的影响等单一角度展开，而本书采用事件研究法，利用公司并购交易这一可观

序 言

测的独特投资事件，基于并购相关理论对公司现金持有超额的经济后果展开多角度研究，使论证更加严密。

本书可以作为财经类院校高年级本科生、学术型和专业学位研究生以及博士生的课外阅读材料使用；同时，相信本书对致力于中国公司财务与并购重组问题的学者、政府相关职能部门、上市公司董事会和高级管理人员都会有较多的启发。

刘淑莲

2017年1月

自2008年金融危机以来，全球大批企业因资金链断裂而面临破产清算。金融危机在给大批企业造成负面影响的同时，也为一些持有充裕现金的企业带来了对外投资、抢占市场的良机。例如，金融危机爆发以来，持有充裕现金的中国公司不仅掀起了海外并购浪潮，在国内并购市场也进行着日趋活跃的并购活动。“现金为王”成为金融危机和危机后企业的生存法则。现金是流动性较强的资产，公司持有现金有利于其抓住良好的投资机会，但同时，也为其带来了巨大的潜在成本，如监管成本和代理成本等。那么，公司究竟应该持有多少现金？公司是否存在目标现金持有量？

并购需要强有力的资金支持，持有大量现金或拥有大量自由现金流的公司并购中会选择现金对价方式（Jensen, 1986; Martin, 1996）。另外，并购事件涉及庞大数量的交易金额，对并购后公司的现金持有量具有一定的调整作用。因此，并购将公司的投资行为与现金持有决策联系起来，成为研究公司现金持有量动态调整的“机会”事件。本书采用事件研究法，利用并购交易这一可观测的独特投资事件，研究公司目标现金持有量的存在性以及公司现金持有超额的经济后果，在理论层面和实践层面均具有重要的研究意义。

具体而言，本书试图回答以下两个问题：

- (1) 公司是否存在目标现金持有量？

(2) 公司现金持有超额会产生什么经济后果?

为了回答上述问题,本书遵循了以下研究思路:在提出问题和对相关文献及理论基础进行回顾之后,首先,从时间特征、行业特征和产权特征三个维度对并购事件、并购对价方式和并购标的进行描述性统计分析,为后面章节的实证研究奠定数据分析基础。其次,采用事件研究法,利用并购交易这一可观测的独特投资事件,通过构建公司现金持有量均值回归模型和现金持有量动态调整模型,以及描述性统计分析并购前后主并公司现金持有量的特征和不同并购对价方式下主并公司现金持有量的特征三种方法,研究公司目标现金持有量的存在性和现金持有量的动态调整。接着,分别从并购决策、并购对价方式和并购绩效三个角度研究公司现金持有超额的经济后果,并为分析现金持有超额公司的并购动因提供经验证据。为了增强上述三个角度研究结果的稳健性,本书进一步从主并公司现金持有量动态调整速度的非对称性角度为研究公司现金持有超额的经济后果和分析现金持有超额公司的并购动因提供更可靠的经验证据。最后,对主要研究结论进行了总结、归纳,并对后续研究方向进行了展望。

本书主要包括三大部分:

第1~3章是本书的研究基础部分。其中,第1章是绪论,包括本书的选题背景、研究意义、相关概念界定、研究目标、研究思路、研究内容、研究方法和研究创新等内容;第2章是理论基础与文献回顾,分别从现金持有的动机、现金持有的动态调整、现金持有的价值效应、并购动因理论和现金持有与公司并购的关系五个层面梳理并阐述了国内外相关研究成果及相关理论,并对文献中的共识观点、分歧以及不足进行了归纳和总结,明确本书的研究方向和研究重点;第3章是并购事件特征分析,根据搜集和整理的我国上市公司并购事件的详细数据资料,从时间特征、行业特征和产权特征三个维度对并购事件、并购对价方式和并购标的进行描述性统计分析,为后面章节的实证研究奠定数据分析基础。

第4~8章是本书的主体部分,采用事件研究法,利用并购交易这一可观测的独特投资事件研究公司目标现金持有量的存在性以及公司现金持有超额的经济后果。根据本书的研究目标和研究思路,这一部分主要包括以下两个方面的内容:一是第4章采用事件研究法,利用并购交易这一可观

测的独特投资事件, 研究公司目标现金持有量的存在性和现金持有量的动态调整。二是第5~8章, 这四章是从并购交易的视角研究公司现金持有超额的经济后果。其中, 第5章实证检验了公司现金持有状况对并购决策的影响, 从并购决策的角度研究公司现金持有超额的经济后果; 第6章实证检验了公司现金持有状况对并购对价方式选择的影响, 从并购对价方式选择的角度研究公司现金持有超额的经济后果; 第7章实证检验了公司现金持有状况对并购绩效的影响, 从并购绩效的角度研究公司现金持有超额的经济后果; 第8章从主并公司现金持有量动态调整速度非对称性的角度研究公司现金持有超额的经济后果。

第9章是本书的结论部分, 总结归纳了本书的主要研究结论, 提出相关的政策建议, 并指出研究中存在的不足和局限性, 将其作为以后研究的方向和重点。

本书的主要研究结论如下:

(1) 本书借鉴 Opler et al. (1999) 现金持有量均值回归模型来分析主并公司现金持有量的动态调整行为, 研究结论表明主并公司的现金持有量具有“均值回归”的特征, 意味着主并公司会将现金持有量控制在一个相对稳定的范围内, 为目标现金持有量的存在性检验提供初步分析; 在现金持有量的均值回归假设得到验证的前提下, 本书进一步构建现金持有量动态调整模型估计主并公司现金持有量动态调整速度, 并对并购前后主并公司现金持有量的特征和不同并购对价方式下主并公司现金持有量的特征进行描述性统计分析。实证结果表明公司存在目标现金持有量, 且会利用并购交易这一机会, 积极地调整公司的现金持有量, 以缩小与目标现金持有量的差距。

(2) 本书通过构建 Logit 回归模型研究现金持有状况对并购决策的影响, 从并购决策的角度研究公司现金持有超额的经济后果, 并得到以下主要结论: 相对于现金持有不足公司, 现金持有超额公司更可能发动并购; 高管持股比例小于等于 25% 的现金持有超额上市公司更可能发动并购, 表明现金持有超额公司更可能存在代理问题。

(3) 本书通过构建 Logit 回归模型研究现金持有状况对并购对价方式选择的影响, 从并购对价方式选择的角度研究公司现金持有超额的经济后

果,并得到以下主要结论:主并公司现金持有率对并购对价方式选择的影响不显著,而相对于现金持有不足的主并公司,现金持有超额主并公司更倾向于选择现金作为并购对价方式。研究结论表明,主并公司因自身的现金需求不同会间接影响到并购对价方式的选择,且现金持有超额主并公司在并购对价方式选择中更可能存在代理问题。

(4) 本书通过构建混合 OLS 模型研究现金持有状况对短期并购绩效和长期并购绩效的影响,从并购绩效的角度研究公司现金持有超额的经济后果,并得到以下主要结论:由于投资者认知能力和关注度有限,对短期内市场关于主并公司现金持有状况对并购绩效的影响并没有做出及时、有效的反应,因此,主并公司的现金持有状况与短期并购绩效不存在显著关系;现金持有超额主并公司的现金持有量与长期并购绩效显著负相关;现金持有不足主并公司的现金持有量与长期并购绩效不存在显著关系。实证结果支持现金持有超额公司并购的代理动因,表明从长期来看,现金持有超额公司更可能进行减少企业价值的并购交易,公司的超额现金持有具有负面价值效应。

(5) 本书通过构建现金持有量动态调整模型实证研究现金持有超额主并公司与现金持有不足主并公司的现金持有量动态调整速度的差异,进一步从主并公司现金持有量动态调整速度非对称性的角度研究公司现金持有超额的经济后果。研究表明,现金持有超额主并公司的现金持有量动态调整速度快于现金持有不足主并公司的现金持有量动态调整速度。这一结果可以从两个方面进行分析:一是当公司持有超额现金时,管理者为了谋取个人私利,增加对超额现金的控制,会利用并购交易这一机会,在并购支付中及并购整合期内加速对超额现金的使用,更加迅速地调整其现金持有量;二是公司管理者为了保护自身职位的安全,倾向于尽快地使用手中的超额现金,减少公司的现金持有量,以避免引发控制权的争夺。研究结果进一步佐证了现金持有超额公司的并购代理动因,表明现金持有超额公司的高管更可能做出减少企业价值的投资决策,因此,公司的超额现金持有具有负面价值效应。

本书具有以下四个方面的特点:

一是研究视角具有一定的新意。本书采用事件研究法,利用并购交易

这一可观测的独特投资事件，来检验公司是否存在目标现金持有量，为现金持有理论研究提供了新的研究视角和思路，在理论层面和实践层面均具有重要的研究意义。

二是研究内容丰富。本书系统研究了公司目标现金持有量的存在性和现金持有量的动态调整，并从并购决策、并购对价方式选择、并购绩效和主并公司现金持有量动态调整速度的非对称性等角度研究公司现金持有超额的经济后果，并为分析现金持有超额公司的并购动因提供经验证据。研究内容紧密围绕研究目标展开，资料数据翔实，研究内容之间具有较强的逻辑性。

三是研究过程规范。本书采用规范研究和实证研究相结合的方法进行研究，研究过程符合学术界的主流研究范式。在理论基础和文献回顾部分主要采用规范研究方法展开研究，在经验检验部分主要采用描述性统计、相关性分析、回归分析、稳健性检验等一系列方法进行研究。对于现金持有量、并购绩效等重要变量都采用了不同的衡量方法以保证研究结论的稳健性。

四是研究结论具有一定的启发性。本书通过系统、细致的实证研究，得到一些重要的研究结论：公司存在目标现金持有量，且会利用并购交易这一机会，积极地调整公司的现金持有量，以缩小与目标现金持有量的差距；相对于现金持有不足公司，现金持有超额公司更可能发动并购，且在并购交易中更倾向于选择现金作为并购对价方式；现金持有超额公司更可能进行减少企业价值的并购交易等。这些结论不仅丰富了现金持有理论、现金持有超额的经济后果的研究，对于企业来说也具有重要的借鉴意义。

作者

2017年2月

第1章 绪 论/1

- 1.1 选题背景与研究意义/1
- 1.2 相关概念的界定/5
- 1.3 研究目标与研究思路/11
- 1.4 研究内容与研究方法/13
- 1.5 研究创新/19

第2章 理论基础与文献回顾/20

- 2.1 现金持有的动机分析/20
- 2.2 现金持有的动态调整/26
- 2.3 现金持有的价值效应/34
- 2.4 公司并购动因理论/41
- 2.5 现金持有与公司并购/47
- 2.6 文献述评/50

第3章 并购事件特征分析/53

- 3.1 时间特征/54
- 3.2 行业特征/58
- 3.3 产权特征/63
- 3.4 本章小结/66

第4章 目标现金持有量存在性检验:并购交易视角/67

- 4.1 理论分析与研究假设/68
- 4.2 研究设计及实证结果分析/69
- 4.3 并购前后主并公司现金持有量特征分析/87
- 4.4 不同并购对价方式下主并公司现金持有量特征分析/89

4.5 本章小结/92

第5章 公司现金持有超额的经济后果研究:并购决策角度/93

5.1 理论分析与研究假设/93

5.2 研究设计/95

5.3 实证结果分析/98

5.4 稳健性检验/104

5.5 本章小结/105

第6章 公司现金持有超额的经济后果研究:并购对价方式选择角度/106

6.1 理论分析与研究假设/107

6.2 研究设计/109

6.3 实证结果分析/113

6.4 稳健性检验/117

6.5 本章小结/119

第7章 公司现金持有超额的经济后果研究:并购绩效角度/120

7.1 理论分析与研究假设/120

7.2 研究设计/121

7.3 实证结果分析/128

7.4 本章小结/137

第8章 公司现金持有超额的经济后果研究:主并公司现金持有量动态调整速度非对称性角度/138

8.1 理论分析与研究假设/138

8.2 研究设计/140

8.3 实证结果分析/141

8.4 稳健性检验/150

8.5 本章小结/153

第9章 研究结论、政策建议及未来展望/155

9.1 研究结论/155

9.2 政策建议/158

9.3 研究不足与未来展望/161

主要参考文献/162

索 引/177

后 记/179

作为本书的开篇部分，本章主要针对选题背景、研究意义、相关概念的界定、研究目标、研究思路、研究内容、研究方法和研究创新等内容进行阐述，从而展示了本书写作的构思、框架结构和研究方法。本章的具体内容安排如下：1.1 节为选题背景与研究意义；1.2 节为相关概念的界定；1.3 节为研究目标与研究思路；1.4 节为研究内容与研究方法；1.5 节为研究创新。

1.1 选题背景与研究意义

自 2008 年金融危机以来，全球大批企业因资金链断裂而面临破产清算，包括美国汽车业三大巨头——通用、福特和克莱斯勒在内的大型企业集团也面临着因资金短缺而带来的困境。“现金为王”成为金融危机和危机后企业的生存法则，国内外企业的总资产中现金所占的比重日益提高。据彭博社报道，2015 年 3 月，全日本公司的现金及存款总额上升 3.6%，达到 241 万亿日元（约合 1.96 万亿美元），创历史新高，日本企业的现金囤积量已经连续 26 个季度处于上涨态势。就国内而言，据作者统计，截至 2014 年 12 月 31 日，我国上市公司有近 1/6 的账面资产以现金的形式存在。因此，研究当今环境下公司现金持有及其经济后果越发具有重要的理

论意义和现实意义。

金融危机在给大批企业造成负面影响的同时，也为一些持有充裕现金的企业带来了对外投资、抢占市场的良机。例如，金融危机爆发以来，持有充裕现金的中国公司掀起了海外并购浪潮，根据普华永道发布《企业并购回顾与前瞻报告》（2009年、2010年）的统计数据，2009年中国海外并购交易达144宗，交易金额超过300亿美元，创下历史纪录，而2010年中国海外并购交易达188宗，较2009年增长30%，交易金额增加到380亿美元，再次刷新纪录。在金融危机期间，中国公司不仅在海外并购上屡创纪录，境内并购市场也趋于活跃，据投中集团2010年中国并购市场统计分析报告显示，2010年中国企业境内完成并购交易达1713宗，环比增长31.16%，披露交易金额达502.12亿美元，环比增长23.87%。

2

现金是流动性较强的资产，公司持有现金有利于其抓住投资机会的同时，也为其带来了巨大的潜在成本，如监管成本和代理成本等。公司现金持有量过低会增加公司的财务风险，而现金持有量过高则会降低公司的资金使用效率，甚至在一定程度上引发严重的代理问题。那么，公司究竟应该持有多少现金？公司是否存在目标现金持有量？目前已有的研究得出了不同的结论。现金持有的融资优序理论和代理理论认为，公司并不存在目标现金持有量（Myers 和 Majluf, 1984; Jensen, 1986）。而现金持有的权衡理论从“股东财富最大化”角度出发，认为公司现金持有是在现金持有成本与收益之间权衡的基础上确定一个目标现金持有量，当实际现金持有量偏离该目标值时将进行调整。

公司是否存在目标现金持有量，一种最直接的检验方法是研究公司的现金持有量是否具有“均值回归”的特征及其动态调整行为；另一种方法是基于事件研究法，观察并购等投资事件对公司现金持有量的影响。并购需要强有力的资金支持，持有大量现金或拥有大量自由现金流的公司并购中会选择现金对价方式（Jensen, 1986; Martin, 1996）。另外，并购事件涉及大量的交易金额，对并购后公司的现金持有量具有一定的调整作用。因此，并购将公司的投资行为与现金持有决策联系起来，成为研究公司现金持有量动态调整的“机会”事件。

并购不仅是我国资本市场上最重要的社会资源重新配置的手段之一