

博士



# 上市公司 现金持有量研究

*Shangshi Gongsi  
Xianjin Chiyouliang Yanjiu*

吴荷青 ■ 著



西南财经大学出版社  
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫

博士



# 上市公司 现金持有量研究

*Shangshi Gongsi  
Xianjin Chiyouliang Yanjiu*

吴荷青 ■ 著

文庫



西南财经大学出版社  
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

上市公司现金持有量研究/吴荷青著. —成都:西南财经大学出版社, 2009. 11

ISBN 978 - 7 - 81138 - 575 - 5

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 200308 号

## 上市公司现金持有量研究

吴荷青 著

责任编辑:李玉斗 邹蕊

封面设计:大涛

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	<a href="http://www.bookcj.com">http://www.bookcj.com</a>
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	6.75
字 数	165 千字
版 次	2009 年 11 月第 1 版
印 次	2009 年 11 月第 1 次印刷
印 数	1—1000 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 81138 - 575 - 5
定 价	18.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

# 前 言

中国上市公司的现金持有量与国外上市公司相比，比例偏高，近年来这一现象不断引起学者的广泛关注。那么，我国上市公司的现金持有量是否真的偏高呢？其基本状况如何？又是哪些因素导致了这一现象呢？这一现象对于上市公司来说，是好，还是坏？正是这些问题引起了笔者的极大兴趣，并促使笔者对此问题进行深入研究。

通过对国内外相关文献的回顾与梳理，笔者发现，有关中国上市公司现金持有量的研究，主要集中于对现金持有量影响因素的研究，也有少量关于现金持有与公司价值关系的研究，但与国外研究相比，国内关于上市公司现金持有与公司价值关系的研究还处于起步阶段，这使我们对中国上市公司的现金持有状况缺乏一个全面而系统的了解。同时，已有研究也由于样本的不同以及研究方法的差异，得出的结论也不尽相同。因此，本书以上市公司现金持有量的基本状况、上市公司现金持有量的影响因素、持续性高现金持有与经营业绩的关系和高现金持

有与股权收购的关系四个主题展开研究，并从导论、现金持有量的理论阐述与文献综述、上市公司现金持有量的基本状况、上市公司现金持有量的影响因素分析、持续性现金持有与经营业绩、高现金持有与股权收购和研究结论与后续性研究这七章对中国上市公司的现金持有行为进行了较为全面、系统的分析。各章的主要内容如下：

第1章为导论。导论主要对本书的研究背景和目标、研究的理论意义与现实意义、研究内容与研究的基本框架、研究方法等进行了介绍。

第2章为现金持有量的理论阐述与文献综述。理论阐述部分详细介绍了与现金持有有关的各种理论，并为后面各章的分析奠定了理论基础；文献综述部分对国内外文献进行了详尽的回顾与梳理，在有效吸收与借鉴前人研究成果的同时，对其中存在的问题与不足进行了分析与总结，并在此基础上确立了本书的研究方向。

第3章对上市公司现金持有量的基本状况进行了描述，并勾勒出其基本的轮廓。

第4章研究与分析了影响上市公司现金持有量的众多因素，并采取层层推进的办法，从公司层面与公司治理结构两个方面对这一问题进行了深入、细致的研究。

第5章从高现金持有具有持续性这一新的视角入手，分析了持续性特征是否会对上市公司的经营业绩造成影响，并结合现金流向分析了导致这一结果的缘由。

第6章从现金持有这一新的角度切入，分析了高现金持有与股权收购之间的关系，从股权收购动机与股权收购业绩两个方面分析了现金持有状况的不同对公司股权收购行为的影响。

第7章对全书的研究结论进行了总结，提炼出了本研究的创新之处，同时，指出了研究中存在的一些问题与局限性，并

为后续研究指明了方向。

通过以上分析与研究，我们得出了一些有意义的研究结论：

(1) 上市公司存在目标现金持有量。历史数据表明，目标现金持有量存在向均值回归的特点。另外，上市公司现金持有量的行业分布与地区间分布并不均衡；上市公司的现金持有行为，无论是高现金持有，还是低现金持有，并不是一种暂时现象，而是具有一定的持续性特征。

(2) 公司层面因素是影响上市公司现金持有量的重要因素，其对现金持有量的形成起着关键作用。公司规模、财务杠杆、现金替代物、资本性支出、银行债务、债务期限结构、公司年龄等都直接作用于现金持有量，但公司治理结构变量并不直接作用于现金持有量，而是通过公司的投资、融资与股利发放政策来间接影响现金持有量。

(3) 有证据表明，上市公司持续性持有高现金会对公司的经营业绩造成负面影响。这主要是因为上市公司将大部分资金用于经营活动，但主营业务收入的 growth 却不及非持续性持有高现金的公司。也就是说，持续性持有高现金的上市公司存在着资金浪费的现象，管理效率较低下，这可能是由于管理者滥用自由现金流量而造成的。

(4) 上市公司现金持有的多少还会对其股权收购行为产生一定影响，现金持有量的增加会在一定程度上诱发上市公司进行股权收购，但收购后的市场业绩与会计业绩均出现了下滑，和低现金持有公司相比，其下滑的速度快、幅度大。这从另一个角度为上市公司存在滥用自由现金流量的行为提供了经验证据。

与已有研究相比，本书的第一个创新在于，第一次对上市公司是否存在目标现金持有量进行了研究，我们从上市公司现金持有量的历史数据出发，采用回归分析的方法研究发现，上

市公司存在目标现金持有量。

第二个创新在于，在研究现金持有的影响因素时，重点分析了各个影响因素的相对重要性程度。现有的研究都只是分析了影响现金持有量的各种因素，而没有涉及这些因素的相对重要性。本书通过计算各个影响因素标准回归系数的方法，对它们的重要性程度进行了分析，通过分析发现，资本性支出、财务杠杆、现金替代物是三种最为重要的因素，对决定上市公司的现金持有量起着至关重要的作用。

第三个创新在于，首次从现金持有的持续性特征入手来研究现金持有与经营业绩之间的关系。已有的研究都是单纯对现金持有与经营业绩之间的关系进行研究，而没有考虑持续性特征会不会对两者之间的关系产生影响。

第四个创新在于，率先从现金持有的角度对上市公司的股权收购行为重新审视，采用 Logistic 回归分析的方法研究了现金持有是否会对公司的股权收购动机产生影响，又分别采用事件研究法与会计研究法分析了现金持有状况对股权收购业绩的影响。迄今为止，还没有论文或著作涉及这一角度。

本书对上市公司现金持有量的形成机理及经济后果进行了分析，但本书的部分探索仅仅是一个开始，期望通过本书的研究引起学者对该问题更加关注。由于本人知识水平有限，书中难免有不妥之处，期望各位读者批评指正。

吴荷青

2009 年 3 月 21 日于秀林园

# **Abstract**

Recently, the phenomenon that the ratio of cash reserves in listed companies in China is much higher than that in other countries has widely been discussed by the scholars. But, is that true? What are the fundamental characteristics of cash holdings in listed companies? What are the determinants of cash holdings? And can holding large cash reserves improve or hinder performance? I am interested in these issues very much and will study them elaborately.

After relative literature review at home and abroad, we find many researchers focus on the determinants of cash holdings in listed companies in China, and only a few study on the relationship of cash holdings and firm value, but compared to foreign research, we are in initial stage. So we have no general and systemic understanding of policies of cash holdings in listed companies, and prior researchers also draw different conclusions due to their adopting different methods and selecting different samples. Thus, this book makes a full analysis of



cash holdings in listed companies, including four topics and seven sections. Four topics are general information of cash holdings in listed companies, the determinants of cash reserves, the relation between persistent large cash reserves and operating performance, the relation between high cash reserves and stock acquisition. Seven sections include introduction, theoretical analysis and literature interview, general information of cash holdings in listed companies, the determinants of cash reserves, the relation between persistent large cash holdings and operating performance, the relation between high cash reserves and stock acquisition, conclusion and suggestions. They are organized as follows.

Chapter 1 is an introduction which expatiates the background and the purpose of the research, the theoretical and practical significance of this study and introduces the content, structure and research methods of this book.

Chapter 2 introduces elaborately several different theories about cash holdings and provides the theoretical basis for the following chapters. Then it makes a full literature review and establishes a basis for future research through generalizing some existing problems in their studies, based on the learning and absorbing the predecessors' research achievements.

Chapter 3 describes the general information of cash holdings in listed companies.

Chapter 4 investigates the determinants of cash reserves in two respects of firm - specific characteristics and corporation governance mechanism.

Chapter 5 analyzes the influence of persistent large cash reserves on operating performance, and identifies possible causes

through analyzing cash outflows.

Chapter 6 examines the relation of large cash reserves and stock acquisition from a new angle of view of cash holdings, and then continues to investigate the influences of high cash holdings on the motive and performance of stock acquisition.

Chapter 7 concludes the book, points out the contribution and some defects, and then gives some suggestions for future research.

Based on the analysis stated above, we draw some meaningful conclusions. They go as follows.

Listed companies have target cash levels, and the historical data say that cash holdings revert to the mean. There is an unbalanced distribution of cash reserves in different regions and different industries. Both high cash reserves and low cash reserves are not temporary, but persistent.

The influence of firm - specific characteristics on cash holdings is a very important determinant, the size of firm, leverage, cash substitutions, bank debt, maturity of debt and age of firms have a direct effect on cash reserves. But corporation governance mechanism has an indirect effect on them through the policies of investment, financing and dividend payment.

The fact has been proved that persistent high cash reserves can destroy operating performance of firms. One explanation lies on the fact that operating activities use more cash in firms with high cash reserves than in those with low cash reserves, but their growth of operating income is lower. In other words, funds are wasted because of poor management efficiency in firms with high cash reserves, that is to say, free cash flow can probably be wasted by managers in these firms just as free cash flow proposition says.

The impact of corporation cash holdings on stock acquisition has

been tested. The increase of cash reserves can induce firms to engage in stock acquisition, but both market performance and operating performance drops after acquisition, sharper and faster in firms with high cash levels than in those with low cash levels, which supports the fact that the managers can possibly abuse free cash flow in these firms.

Compared with the existing research, our first innovation is testing whether listed companies have target cash level or not for the first time. The answer is yes after a study on cash reserves is carried out in regression method, based on the historical data.

Investigating the relative importance of many determinants of cash balances for the first time is the second innovation of this book. The existing research only examines the determinants of cash balances, but never involves the relative importance of them. We find that capital expenditures, leverage and cash substitutions are the most important ones among all the factors, which have the most impact on cash balances of firms.

The third innovation is examining the relation between persistent high cash reserves and operating performance for the first time. The topic is never involved in the existing study, which only investigate the relation between cash reserves and operating performance, but not from the angle of persistence of high cash levels.

Another innovation is analyzing the stock acquisition by listed companies in terms of their different cash levels for the first time. We investigate the impact of different cash levels on motive of the stock acquisition in Logistic regression method and examine the effect of cash levels on the performance after the acquisition in both event study and accounting study methods, which is never involved in any article or books until now.

——上  
——市  
——公  
——司  
——现  
——金  
——持  
——有  
——量  
——研  
——究

# 目 录

## 第1章 导论 1

- 1.1 问题的提出 2
  - 1.1.1 研究背景 2
  - 1.1.2 相关概念的界定 3
  - 1.1.3 本书的研究视角 6
- 1.2 研究的目标与意义 9
  - 1.2.1 研究目标 9
  - 1.2.2 研究意义 9
- 1.3 研究的内容与方法 11
  - 1.3.1 研究内容与研究的基本框架 11
  - 1.3.2 研究方法 15
- 1.4 小结 15

## 第2章 现金持有量的理论阐述与文献综述 17

- 2.1 理论阐述 18

- 2.1.1 现金持有动机的理论阐述 18
- 2.1.2 现金持有水平与使用方式的理论阐述 20
- 2.2 文献综述 26
  - 2.2.1 国外文献综述 26
  - 2.2.2 国内文献综述 38
- 2.3 本章小结 46

### **第3章 上市公司现金持有量的基本状况 47**

- 3.1 现金持有量的时间序列特征 48
  - 3.1.1 现金持有量的基本特征 48
  - 3.1.2 目标现金持有量 52
- 3.2 现金持有量的行业分布 57
- 3.3 现金持有量的地区分布 61
- 3.4 现金持有量的持续性 63
- 3.5 本章小结 68

### **第4章 上市公司现金持有量的影响因素分析 71**

- 4.1 公司层面因素 72
  - 4.1.1 文献综述 72
  - 4.1.2 理论分析与经验假说 73
  - 4.1.3 研究设计 77
  - 4.1.4 样本与数据来源 79
  - 4.1.5 实证结果分析 80
  - 4.1.6 结论与政策建议 93
- 4.2 公司治理结构因素 94
  - 4.2.1 文献综述 95
  - 4.2.2 理论分析与研究假说 95

- 4.2.3 研究设计 99
- 4.2.4 样本与数据来源 101
- 4.2.5 实证结果分析 101
- 4.2.6 结论与政策建议 106
- 4.3 本章小结 108

## 第5章 持续性高现金持有与经营业绩 109

- 5.1 文献回顾 110
- 5.2 理论分析与研究假设 112
- 5.3 研究设计 113
  - 5.3.1 经营业绩的衡量 113
  - 5.3.2 样本与数据来源 114
  - 5.3.3 经营业绩综合得分的计算 114
- 5.4 实证结果分析 117
  - 5.4.1 单变量分析 117
  - 5.4.2 控制现金持有倾向后的经营业绩比较 119
  - 5.4.3 多元回归分析 123
- 5.5 现金流向分析 131
- 5.6 本章小结 135

## 第6章 高现金持有与股权收购 137

- 6.1 高现金持有与股权收购动因 138
  - 6.1.1 文献回顾 138
  - 6.1.2 理论分析与研究假设 140
  - 6.1.3 研究设计与样本选择 141
  - 6.1.4 实证结果分析 145
  - 6.1.5 研究结论 155

## 6.2 高现金持有与股权收购绩效 155

### 6.2.1 理论分析与研究假说 155

### 6.2.2 研究方法 with 样本选择 156

### 6.2.3 实证结果分析 159

### 6.2.4 研究结论与政策建议 173

## 6.3 本章小结 175

# 第7章 研究结论与后续性研究 177

## 7.1 主要研究结论 178

## 7.2 研究特色与主要贡献 180

## 7.3 研究的局限性 182

## 7.4 后续性研究 184

# 参考文献 186

# 后记 199

# 第 1 章 导 论



本章主要介绍研究的背景与动机，研究的目标、意义以及方法。本书的研究背景是从理论意义与现实意义两个方面阐述对上市公司现金持有量进行研究的必要性；本书的研究目标是对我国上市公司的现金持有状况、现金持有量的决定因素、过量现金持有是否提升了公司价值、管理者如何使用过量现金等问题进行回答，在此基础上对我国公司的现金管理行为进行评价，并尝试给出一些有益的政策建议；研究方法部分则对本书拟采用的研究方法进行了概括介绍。

## 1.1 问题的提出

### 1.1.1 研究背景

Brealey 和 Myers (2000) 曾指出，公司持有流动性资产的价值，乃是财务领域中十个尚未解决的问题之一。这一问题近年来引起了国内外学者的极大兴趣与关注。人们普遍看到一个有趣的现象：各国上市公司通常持有较高比例的现金，这一比例远远超过了它们的正常需要量。如 Kim (1998) 的研究表明，美国公司的现金持有比例为 8.1%，Ozkan (2004) 的研究表明英国公司的现金持有比例为 9.9%，彭桃英、周伟 (2006) 的研究表明中国上市公司在 2000—2003 年的现金持有比例更是高达 18.9%。现金是一个低收益的资产，会给企业带来很大的机会成本，如果公司中存在着较严重的代理问题时，还可能被管理者滥用；同时，现金在满足公司经营以及投资所需之后，剩余的现金就应该分配给股东，但现实情况却并非如此，许多公司手中持有大量现金，在没有 NPV 为正的投资项目的情况下，也没有将其分配给股东。