

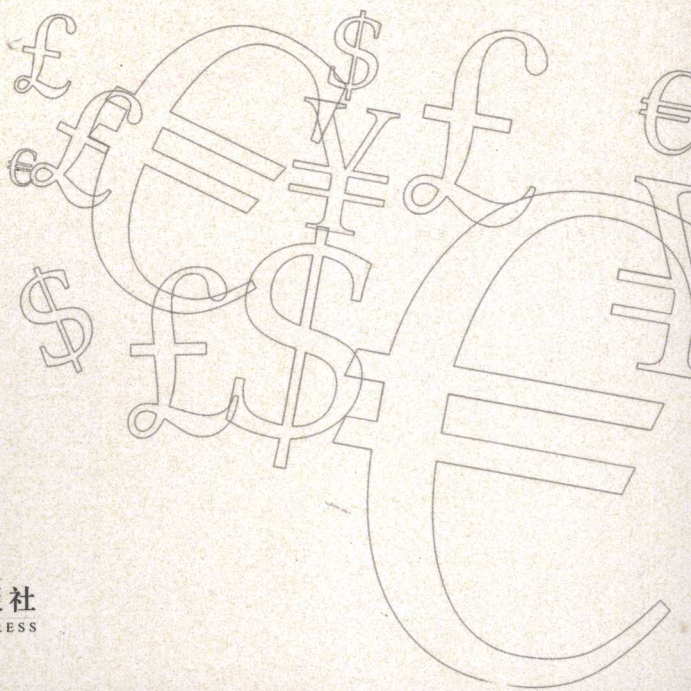
我国上市公司

现金持有行为研究

WOGUOSHANGSHIGONGSI

XIANJINCHITYOUXINGWEIYANJIU

杨兴全 张照南 吴昊旻 孙杰◎著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

我国上市公司

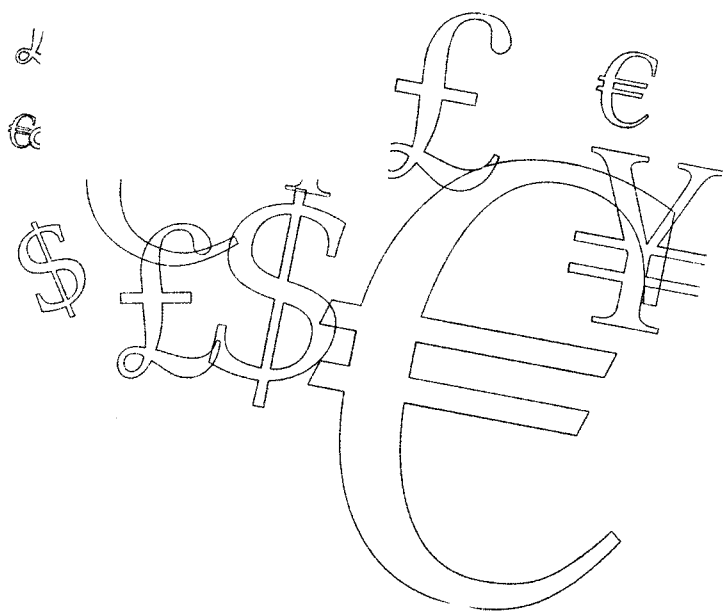
现金持有行为研究

WOGUOSHANGSHIGONGSI

XIANJINCHUYOUXINGWEIYANJIU

杨兴全 张照南 吴昊旻 孙杰◎著

石河子大学哲学社会科学优秀学术著作出版基金资助项目



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS
中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司现金持有行为研究/杨兴全, 张照南, 吴昊旻, 孙杰著. —广州: 暨南大学出版社, 2009. 12

ISBN 978 - 7 - 81135 - 409 - 6

I. 我… II. ①杨… ②张… ③吴… ④孙… III. 上市公司—
经济管理—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 195796 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85220693 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心

印 刷: 暨南大学印刷厂

开 本: 890mm × 1240mm 1/32

印 张: 4.875

字 数: 135 千

版 次: 2009 年 12 月第 1 版

印 次: 2009 年 12 月第 1 次

印 数: 1—2000 册

定 价: 12.50 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

目 录

第1章 导 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究文献综述	3
1.2.1 企业现金持有量影响因素的研究综述	3
1.2.2 企业持有现金与公司业绩和价值的相关性 研究	4
1.3 研究思路与主要创新	7
1.3.1 研究思路与内容	7
1.3.2 主要创新之处	9
第2章 企业现金持有量影响因素的实证研究	11
2.1 引言	11
2.2 公司特质性因素、公司治理结构与现金持有量	13
2.2.1 理论分析与研究假设	13
2.2.2 研究设计	19
2.2.3 回归结果与分析	22
2.2.4 本章结论	28
2.3 治理环境、控制权/现金流权分离与现金持有量	28

2.3.1	文献回顾与研究假设	28
2.3.2	研究设计	31
2.3.3	实证结果与分析	33
2.3.4	本章结论	40
 第3章 行业特征、产品市场竞争与公司现金持有量的实证研究		
3.1 理论分析与研究假设		
3.2 研究设计		
3.2.1	样本选择与数据来源	44
3.2.2	模型设计与变量定义	45
3.3 实证检验结果		
3.3.1	描述性统计	48
3.3.2	回归结果	52
3.3.3	稳定性检验	54
3.4 本章结论		
 第4章 融资约束、持有现金与公司投资的实证研究		
4.1 文献回顾		
4.2 理论分析与研究假设		
4.3 研究设计		
4.3.1	样本选择与数据来源	62
4.3.2	模型设计与变量定义	63
4.4 实证检验结果		
4.4.1	描述性统计	66
4.4.2	回归检验	67
4.5 本章结论		



第 5 章 制度背景、股权性质与公司持有现金价值的

实证研究	76
5.1 文献回顾	77
5.2 制度背景与研究假设	78
5.3 研究设计	82
5.3.1 样本选择与数据来源	82
5.3.2 模型设计与变量定义	83
5.4 实证检验结果	85
5.4.1 描述性统计	85
5.4.2 回归检验	87
5.4.3 稳定性检验	94
5.5 本章结论	97

第 6 章 治理环境、政府控制与公司持有现金价值的

实证研究	98
6.1 引言	98
6.2 文献回顾与研究假设	99
6.2.1 文献回顾	99
6.2.2 制度背景与研究假设	101
6.3 研究设计	104
6.3.1 样本选择与数据特征	104
6.3.2 模型设计与变量定义	104
6.4 实证检验结果	106
6.4.1 描述性统计	106
6.4.2 回归检验结果	108
6.4.3 基于超额持有现金的进一步检验	111
6.4.4 稳定性检验	114
6.5 本章结论	115



第7章 治理环境、超额持有现金与公司投资行为的	
实证研究	116
7.1 引言	116
7.2 文献回顾与研究假设	117
7.2.1 文献回顾	117
7.2.2 理论分析与研究假设	119
7.3 研究设计	121
7.3.1 样本选择与数据来源	121
7.3.2 模型设计与变量定义	122
7.4 实证检验结果	126
7.4.1 预期投资与预期现金持有模型的估计 与描述性统计	126
7.4.2 超额持有现金与过度投资的检验	130
7.4.3 公司治理环境对超额持有现金与过度 投资行为影响的检验	131
7.4.4 稳定性检验	133
7.5 本章结论	134
第8章 研究结论与启示	135
8.1 研究结论	136
8.1.1 公司持有现金的影响因素与动机	136
8.1.2 公司持有现金的经济后果	136
8.2 启示	137
参考文献	139
后 记	148

第 1 章 导 论

1.1 研究背景与意义

20 世纪 90 年代末以来，国外企业出现持有大量现金与现金等价物的现象。1998 年末，世界上最大公司持有超过 1.5 万亿美元的现金及有价证券，这些现金及有价证券的价值甚至占到公司资产账面价值的 9%，并且略微大于公司权益市场价值的 9%（Dittmar et al., 2003）。为什么企业持有大量的现金与现金等价物？高额持有现金对企业价值有何影响？这些问题逐步受到学者的关注而成为一个研究热点。现金持有行为不仅综合反映了公司的财务战略和经营战略，还与公司内部治理结构和外部制度环境因素密切相关。而现金持有带来的经济后果到底是“价值创造”还是“价值毁灭”，更是投资者最为关心的事。国外学者在主要从权衡理论、代理成本理论以及行业特征等视角研究公司现金持有量影响因素的同时，也结合公司财务特征、公司治理机制和投资



者法律保护,从超额持有现金对公司业绩的影响,以及公司持有现金的价值等方面研究公司持有现金的经济后果。国外研究公司现金持有的主要文献在 20 世纪 90 年代中后期才开始不断出现,而其中研究发展中国家和转型经济国家的公司现金持有问题的文献更少,就如 Kusnadi (2005) 所说:“目前研究公司现金持有的文献并不多,而真正关注亚洲公司的现金持有的研究更是凤毛麟角。”

首先,由于我国的经济与制度环境与国外有很大差别,我国证券市场的发展正处于转轨时期,投资者受法律保护程度偏低,公司治理总体水平不高,内部人控制严重,资本市场还不完善,企业投融资渠道还不健全,各地区的市场化进程存在一定差异,同时,上市公司的所有权安排也具有中国特色。将国外的实证结论直接移植到国内缺乏说服力。然而,国外的研究成果无疑为研究我国上市公司现金持有问题提供了一定的理论基础与研究方法,以我国的制度为背景研究企业持有现金的相关问题具有重要的理论价值。其次,股东与管理层、控股股东与中小股东之间的双重代理问题对企业价值产生何种影响以及如何采取应对措施是公司治理的核心问题。当前我国学术界对公司治理机制的实证研究大多是从公司绩效的视角来进行分析的,然而目前我国上市公司的盈余管理和利益操纵行为使得绩效指标的可信度不高。因此,从现金持有量的角度来研究我国上市公司治理状况更具科学性和有效性,为研究我国上市公司的治理问题提供了一个新的视角。最后,现金作为一种最容易受到侵占的资产,在我国被挪用、被侵占的报道不时见诸报端,那么,我国上市公司持有现金的影响因素是否与基于西方发达资本市场的理论预期相符?公司持有现金与其投资行为和资金支出特征有何关系?高额持有现金公司是否存在过度投资行为?公司持有现金的市场价值是否高于其账面价值?我国市场化进程与公司的所有权安排的制度背景对现金持有的经济后果有何影响?对以上问题的研究,有利于我们



正确认识我国上市公司的现金持有行为，进而有针对性地制定出科学合理的政策以规范公司现金持有行为，提高资金使用效率。这对于提高公司价值，乃至我国经济的协调发展具有重要的现实意义。

1.2 研究文献综述

国外学者主要从现金持有量的影响因素及其经济后果两个方面研究公司持有现金的基本问题。

1.2.1 企业现金持有量影响因素的研究综述

国外学者主要从权衡理论、优序融资理论、代理成本理论以及行业特征等视角研究公司现金持有量的影响因素。

Kim et al. (1998) 以美国制造企业为样本研究发现，外部融资成本较高，盈余波动大以及资产回报低的公司持有较高的流动性资产。Opler et al. (1999) 以美国上市公司为样本研究发现，企业存在最优的现金持有余额，投资机会和现金流量的变动性与企业的现金持有量正相关，企业规模和信用等级与现金持有量负相关。总体而言，他们为现金持有量的权衡模型提供了经验证据。Pinkowitz 和 Williamson (2001) 实证研究了美国、德国和日本企业的现金持有量，除得出与 Opler et al. (1999) 相似的结论外，他们还发现，银行的垄断权力对企业的现金持有量具有重要影响。Faulkender (2002) 以美国的小企业为样本实证研究发现，管理者持股比例与企业的现金持有量显著负相关，而且当大股东比例增加时，现金持有量会有所下降。Ozkan A. 和 Ozkan N. (2004) 实证研究了企业股权结构对现金持有量的影响，结果发现，当经营者持股比例达到 24% 时，企业的现金持有量开始



下降；当持股比例达到 64% 时，企业的现金持有量开始上升。这一结论为企业现金持有量与经营者持股比例的非单调关系提供了经验证据。Guney et al. (2007) 以日本、法国、德国、英国等国的企业为样本研究发现，股权集中度与现金持有水平负相关，这可能是由于大股东的存在导致企业外部融资成本减少。Kusnadi (2005) 以新加坡上市公司为样本实证研究发现，董事会规模与现金持有水平显著正相关，而非管理层的批量持股权与现金持有水平显著负相关。Dittmar et al. (2003) 以 45 个国家的公司为样本实证研究发现，股东保护较弱的国家，企业持有的现金较高，即使资本市场相当发达，企业也持有较多的现金，Pinkowitz et al. (2004) 以 35 个国家的公司为样本得出相似的研究结论。Ferreira 和 Vilela (2004)，Guney et al. (2007) 的实证研究，除了考虑股东权利的法律保护外，还考虑了债权人权利的法律保护与执法质量。结果发现，在对投资者利益保护程度较高的国家中，企业持有较少的现金。Haushalter et al. (2007) 从产品市场特征的视角实证研究发现，公司的现金持有量与公司产品市场的竞争程度正相关，产品的行业特征是影响公司现金持有量的一个重要因素。

1.2.2 企业持有现金与公司业绩和价值的相关性研究

国外学者在研究现金持有量影响因素的基础上，开始主要从信息不对称与代理人问题两个视角关注公司的现金持有价值，分别形成了公司现金持有市场价值较高观与公司现金持有市场价值较低观。由于信息不对称与交易成本的存在，公司从外部融资的成本较高，公司内部积累的现金因能减少公司的外部融资成本而符合股东价值最大化的理财目标 (Myers & Majluf, 1984)，高成长企业因信息不对称问题更严重或投资不足成本更高而持有现金的价值较高。Mikkelson 和 Partch (2003) 研究发现，与相同行



业和相当规模的企业相比,持续高额持有现金的企业经营业绩更高。同时发现,高额持有现金的企业具有规模较小、资产增长快、研发费用支出较多、较少利用债务融资以及企业资产的市场价值与账面价值之比较高等特征。他们的基本结论是,企业持续持有高额现金是最优的策略,高额持有现金策略在没有降低经营业绩的情况下支持了企业的成长。Almeida et al. (2004) 以美国制造企业为样本,将企业分为融资约束型公司与非融资约束型公司,分析了现金持有量对现金流量的敏感性差异以及企业的财务状况对它的影响程度。结果发现,与非融资约束型公司相比,融资约束型公司从实现的现金流入量中储备的现金较多,而且在经济萧条时储备更多的现金。Pinkowitz 和 Williamson (2005) 研究公司持有现金的市场价值发现,公司的成长机会对现金持有的市场价值具有影响,而公司的融资机会对现金持有价值没产生影响。Faulkender 和 Wang (2006) 结合公司的财务政策特征研究了公司持有现金的价值。结果表明,公司持有现金的边际价值随企业现金持有量的增多、财务杠杆的升高而降低,随公司融资约束的增加而提高。Jensen (1986) 提出的自由现金流假说认为,公司持有大量现金时,管理者更可能倾向于对净现值为负的项目进行过度投资或更容易偷窃现金,这些行为是以牺牲股东利益为代价或消费更多的额外津贴来增加私人利益的。Blanchard et al. (1994) 研究发现,美国 11 家收到巨额现金赔偿的企业选择保留现金或从事一些低价值的投资活动。Harford (1999) 通过研究企业的并购政策与现金持有量之间的关系发现,现金持有量较高的企业更有可能实施并购,而且实施的并购都是有损股东财富的多元化并购。Couderc (2004) 利用加拿大、法国、德国、英国和美国的公司数据进行研究发现,过多的现金持有会降低公司的经营绩效。Pinkowitz et al. (2006) 以 35 个国家的公司为样本研究了公司现金持有量与公司价值的相关性,结果表明,与投资者保护较好的国家相比,投资者保护较差的国家现金持有量与公司价



值的相关性很弱, 现金持有的价值较低。Dittmar 和 Mahrt-Smith (2007) 从公司治理机制的视角研究了公司持有现金对公司价值的影响, 研究发现, 公司治理机制失效的公司持有现金的市场价值相当低, 公司治理机制失效的公司因浪费大量的现金资源而降低了公司的价值。Kalcheva 和 Lins (2007) 从国家的股东保护程度与公司管理者的代理人问题两个层面考察公司持有现金对公司价值的影响, 他们研究发现, 在国家对股东保护较弱的条件下, 当拥有控制权的管理者持有较高额现金时, 公司的价值较低, 当拥有控制权的管理者支付股利时, 公司的价值较高; 当国家对股东的保护较好时, 职位稳固的 (entrenched) 管理者持有的现金与公司价值无关。他们的结论为在缺乏强有力的外部股东保护时公司管理者的代理人问题和高额现金的同时存在与公司价值负相关的观点提供了证据。

国外学者对企业现金持有量影响因素的研究文献相对丰富, 结论基本认为企业存在最优现金持有量, 投资者受法律保护程度越高, 企业的现金持有量就越低, 这一观点得到普遍支持。但由于研究设计的差异, 在经营者持股比例、股权集中度、董事会特征与企业现金持有量之间的关系等方面尚未取得一致性结论, 需要进一步探讨。企业持有现金的市场价值是目前国外研究的重点, 依据不同的理论形成两种截然相反的观点, 研究文献从主要以美国公司为对象发展到对国际背景下多个国家公司的比较研究。相对来说, 国外针对现金持有量与公司投资行为关系的研究内容较少, 此外, 国外学者目前还没有将现金持有量、财务保守行为与风险管理结合起来更全面地研究公司持有现金与公司价值的相关性。

我国学者在梳理国外文献的基础上, 也对我国上市公司现金持有量的影响因素进行了初步研究。张人骥和刘春江 (2005) 研究了股东保护与现金持有量之间的关系, 彭桃英和周伟 (2006) 对我国上市公司高额现金持有动因进行了研究, 辛宇和徐莉萍



(2006)研究了公司治理机制对上市公司超额现金持有水平的影响,杨兴全和孙杰(2007)研究了公司的特质性因素与公司治理因素对现金持有量的影响。然而,对公司持有现金的经济后果的研究国内文献几乎没有涉及,因此,加强我国上市公司现金持有经济后果的研究就成为政府部门与学术界的重要课题。

1.3 研究思路与主要创新

1.3.1 研究思路与内容

本书通过梳理国外文献,在运用我国上市公司的财务报表数据、股票交易数据及其他相关数据研究我国上市公司持有现金影响因素的基础上,进一步检验公司持有现金的经济后果,最后得出研究结论与启示(研究内容之间的逻辑关系如图1-1所示)。具体来讲,本书研究的主要内容有:

第1章“导论”。该章主要阐述了本书的研究背景、目的和意义,简要综述了国内外研究文献,概述了本书的研究思路和内容,并指出了本书研究的创新之处。

第2章“企业现金持有量影响因素的实证研究”。该章从公司特质性因素、公司治理结构以及公司治理环境方面对现金持有量的影响因素进行全面研究。研究表明,优序融资理论和权衡理论得到了经验部分支持;国有股、董事会规模与现金持有量负相关;经营者持股与现金持有量正相关;股权集中度、独立董事以及领导权结构并未对公司现金持有量产生显著影响;治理环境与现金持有量正相关;控制权/现金流权偏离度与现金持有量显著负相关,治理环境的改善有助于减轻这种负向影响。

第3章“行业特征、产品市场竞争与公司现金持有量的实证研究”。该章对行业特征与产品市场竞争对公司现金持有量的影响进行了检验。通过描述统计与回归检验发现,我国上市公司持

有现金在行业之间存在明显差异,产品市场竞争和产品的独特性程度与公司现金持有量正相关,说明产品市场竞争激烈、产品独特性程度高的公司持有更多现金,以保护其在产品市场中的竞争优势,规避经营风险。

第4章“融资约束、持有现金与公司投资的实证研究”。该章从我国市场化进程与公司最终控制人性质的制度背景出发,在研究我国上市公司融资约束的基础上,考察了公司持有现金的对冲效应。研究表明,我国所在地区市场化进程较慢的公司与非国有公司存在融资约束。进一步分析发现,公司持有现金具有一定的对冲效应,而且这种对冲效应在融资约束公司中更重要。

第5章“制度背景、股权性质与公司持有现金价值的实证研究”。该章借鉴 Fama 和 French (1998) 经典企业价值回归模型的思想,实证分析了我国上市公司持有现金的市场价值。结果表明,就我国上市公司整体而言,公司持有现金的价值小于账面价值。进一步研究表明,国有控股公司持有的现金价值低于非国有控股公司。从公司持有现金价值的视角进一步说明我国投资者受法律保护程度偏低,上市公司中代理问题严重。

第6章“治理环境、政府控制与公司持有现金价值的实证研究”。该章从终极控制权的角度实证研究了治理环境、政府控制与公司持有现金价值的关系。研究表明,在其他条件相同的情况下,治理环境越好,公司持有现金的价值越高;上市公司的政府控制性质降低了持有现金的价值;相对于非政府控制上市公司来说,在政府控制的公司中,治理环境对公司持有现金价值的正向作用较弱。

第7章“治理环境、超额持有现金与公司投资行为的实证研究”。该章以 2002—2006 年非金融行业的上市公司为样本,考察公司超额持有现金是否导致过度投资,进而检验公司治理环境的改善能否抑制超额持有现金导致的过度投资行为。结果发现,公司超额持有现金导致了过度投资行为,公司治理环境的改善有利

于抑制公司超额持有现金导致的过度投资行为。

第8章“研究结论与启示”。

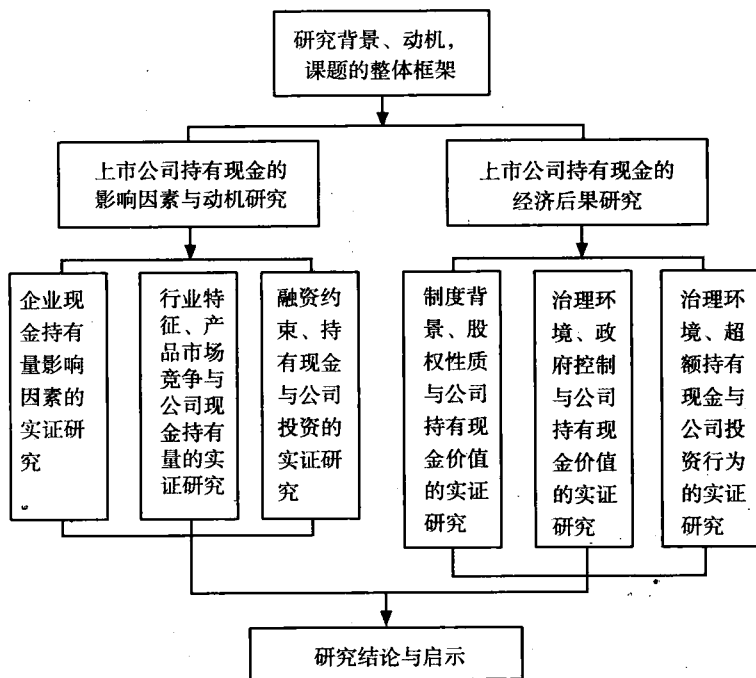


图 1-1 研究内容之间的逻辑关系

1.3.2 主要创新之处

(1) 借鉴国外的理论分析与研究方法，在检验我国上市公司特质性因素对现金持有量影响的基础上，进一步检验了公司微观治理机制与公司治理环境对现金持有量的影响，使公司现金持有量的影响因素得到了较为全面的检验。

(2) 国内已有的实证研究文献几乎还未涉及行业特征与产品市场竞争对公司现金持有量影响的实证研究，本书从产品市场竞



争与融资约束两个视角研究了公司持有现金所具有的对冲作用。研究发现,行业竞争激烈的公司采取持有较多现金的财务保守行为,以避免市场竞争中的经营风险,融资约束越严重的公司,持有现金所具有的对冲作用越显著。

(3) 国内直接研究公司持有现金的市场价值的文献还较少。我国上市公司持有现金的市场价值是否高于其账面价值?公司所有权安排对现金持有市场价值有何影响?现有研究几乎还未涉及这些方面,本书结合我国投资者保护与公司最终控制人性质的制度背景,研究了我国上市公司持有现金的市场价值。结果表明,我国上市公司持有现金的市场价值低于其账面价值,国有控股公司持有现金的市场价值更低。

(4) 公司治理环境是解决代理问题,进而影响公司治理效率的基础性因素。我国作为处于转轨时期的新型市场经济国家,在我国市场化进程不断推进的过程中存在着地区间治理环境不平衡特征。影响上市公司现金持有价值的具体行为在上市公司所处地区间是否存在差异,也就是说,公司治理环境的改善是否有利于抑制降低公司持有现金价值的行为,已有文献对此尚未展开研究。本书从公司持有现金价值,以及超额持有现金与公司过度投资行为的关系两个方面检验了公司治理环境的改善对公司持有现金经济后果的影响。

(5) 在研究过程中控制现金持有量与财务杠杆、资本性支出等变量的内生性对检验结果的影响,持续动态地分析现金持有量,克服公司暂时性的现金持有对研究结果的影响,全面考虑研究方法对结果的影响。