

学校编码: 10384  
学 号: 15620131152150

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 专 业 学 位 论 文

# 指数成分股调整对企业现金持有的影响

Changes in Cash holdings around the Index additions

陈鹤

指导教师(校内): 黄娟娟 副教授

指导教师(校外): 杨伟 博士

专 业 名 称: 保 险 硕 士

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 4 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

金融学和财务管理理论认为,企业股票价格的变动会引起企业现金流和企业市场价值的变化。而对于上市公司股票被调入资本市场指数成分股是否会影响企业内部治理和外部价值这个问题,就目前已有学者的探讨而言,仍未有明确的结论。国外有学者提出,股票被调入指数成分股这一事件,会由于“声誉效应”和基金增持股份等原因,对企业内部治理产生一定的影响,甚至会影响企业的外部价值。本文将在此理论基础上进行实证检验。为此,本文选取了沪深 300 指数成分股作为研究对象,以沪深 300 指数发布日起(2005 年 4 月)至 2014 年所有调整进入沪深 300 指数的企业为样本,采用面板数据模型,分析了企业股票调入股指对企业现金持有和企业市场价值的影响,并从企业经营波动、基金持股行为、企业治理三个方面分析了可能的影响原因。

实证结果表明:第一,调入指数成分股能显著降低企业的现金持有水平;第二,调入指数成分股事件对于非国有企业的影响程度要大于国有企业,对于高融资约束组公司的影响程度大于低融资约束组公司;第三,企业经营波动的降低和企业股权制衡的改善是导致企业调入指数系统后现金持有水平降低的两个重要原因;第四,企业进入沪深 300 指数系统能显著地提高企业单位现金持有的市场价值。

根据本文的研究结论,在目前资本市场信息不完全对称的前提下,被调入指数系统已成为外部投资者、金融机构等衡量企业经营好坏的方法之一。为此企业管理者应该更加注重企业的经营稳健性,加强公司治理,做到无违规、不欺骗,公开公平公正。

**关键词:** 指数调整; 现金持有; 公司治理

## Abstract

According to the finance and financial management theory, enterprise stock price changes can cause the change of the enterprise cash flow and market value. But for the problem whether transferring listed companies stock to the capital market index will affect the enterprise internal management and external value, the scholars have studied so far but still no definite conclusion. Foreign scholars put forward that, after the stock is transferred to the index, it will produce certain effect to the enterprise internal governance even the external value of the enterprise due to "reputation effect" and the fund stake. Based on the theory, this paper selects data for empirical testing. Therefore, the paper chooses the Shanghai and Shenzhen 300 index constituent stock as the research object, selecting companies adjusted into the Shanghai and Shenzhen 300 index from Shanghai and Shenzhen 300 index release date (April 2005) to 2014 as sample. By using panel data model, we analyze the impact on corporate cash holdings and the market value of transferring enterprise stock into index, and also possible influence mechanism from the fluctuation of enterprise management, fund shares behavior and business management.

The empirical results show that: first, transferred to index can significantly reduce the enterprise's cash levels; Second, the event of transferred to index has greater influence on the non-state-owned enterprises than the state-owned enterprises and greater influence on high financing constraints companies than the low group; Third, the decrease of business fluctuations and the improvement of enterprise ownership balance are two important factors leading to enterprise cash levels reduction after transferred to index; Fourth, the enterprise entering into the Shanghai and Shenzhen 300 index system can significantly improve the market value of the enterprise unit cash holdings.

According to the research conclusion of this article, in the current capital market under the premise of incomplete information symmetry, transferred to index system has become a channel through which the external investors and financial institutions can

grasp the situations of enterprise management. For this purpose, enterprise managers should pay more attention to the enterprise management robustness, strengthen corporate governance and achieve no irregularities, no cheating, open and fair and impartial.

**Keywords:** Index adjustment; Cash holdings; Corporate Governance

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义与研究方法	3
1.3 研究内容和研究框架	3
1.4 研究主要贡献	5
第二章 文献综述	7
2.1 指数效应相关文献综述	7
2.2 现金持有量影响因素相关文献综述	9
2.3 现金持有价值相关文献综述	12
第三章 理论依据与研究假设	14
3.1 理论依据	14
3.2 研究假设	19
第四章 指数成分股调整对企业现金持有的影响	21
4.1 模型构建	21
4.2 变量选取和数据来源	22
4.3 变量的初步统计分析	25
4.4 多元线性回归分析	28
4.5 进一步分析与讨论	35
第五章 指数成分股调整对企业现金持有市场价值的影响	38
5.1 模型的建立	38
5.2 变量的定义	38
5.3 变量的描述性统计	39
5.4 多元线性回归分析	40
第六章 结论	45
6.1 研究结论和意义	45
6.2 研究的不足和未来的改进	46
参考文献	47
致谢	51



# Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	1
<b>1.1 Topics Background and Issues</b> .....	1
<b>1.2 Research Significance and Methods</b> .....	3
<b>1.3 Arrangement and Framework</b> .....	3
<b>1.4 Innovations of Reaserch</b> .....	5
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	7
<b>2.1 Index Effect Related</b> .....	7
<b>2.2 Cash Holdings Related</b> .....	9
<b>2.3 Value of Cash Holdings Related</b> .....	12
<b>Chapter 3 Theoretical Analysis and Research Assumptions</b> .....	14
<b>3.1 Theoretical Analysis</b> .....	14
<b>3.2 Research Assumptions</b> .....	19
<b>Chapter 4 The Effects of Index adjustment on Corporate Cash Holdings</b> .....	21
<b>4.1 Model Building</b> .....	21
<b>4.2 Variables Selection and Data Sources</b> .....	22
<b>4.3 Preliminary Statistical Analysis on Variables</b> .....	25
<b>4.4 Regression Results and Analysis of Models</b> .....	28
<b>4.5 Follow up Study</b> .....	35
<b>Chapter 5 The Effects of the Index adjustment on the Market Value of Corporate Cash Holdings</b> .....	38
<b>5.1 Model Bulding</b> .....	38
<b>5.2 Definition of Variables</b> .....	38
<b>5.3 Descriptive Statistics of Variables</b> .....	40
<b>5.4 Regression Results and Analysis of Models</b> .....	40
<b>Chapter 6 Conclusion</b> .....	45
<b>6.1 Research Conclusion and Significance</b> .....	45
<b>6.2 Study Limitations and Future Improvements</b> .....	46
<b>Reference</b> .....	47
<b>Acknowledgements</b> .....	51

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景

资本市场编制股票价格指数可以快速反映股票市场总体运行情况,并进一步体现“股市是经济的晴雨表”的发现功能。从实际情况来看,由于上市股票数越来越多,而单只股票价格因为各自企业的经营状况、外部投资者的预期判断、行业发展、宏观经济等有不同的趋势,因此编制能反映整体的价格指数能对投资者的投资决策起到一定的指导作用。

然而,一个指数的成分股并不是始终不变的,为了保证指数编制的科学和合理,同时为了确保各成分指数始终具有投资标杆和样本代表性的作用,指数管理委员会对每种成分指数进行跟踪研究,并定期或者临时的对其进行调整(沪深300指数即规定半年调整一次成分股)。那么一只股票进入指数成分股是否会对该公司的股票价格、公司财务状况,乃至公司的经营战略产生影响呢?本文将重点研究这个问题。

大量学者的研究表明,资本市场的敏感性导致了当一只股票被调入一个被投资者看重的指数时,将产生一些“无形”的效应,如股票被调入后,外界认为这是该公司财务状况趋势向好,会导致其市值增加的表现,因此会导致预期正效应,使得投资者纷纷买入股票,提升股价。而股价升高后,会使得大股东套现补充企业资金需求,最终对企业绩效存在正效应。

国外关于标准普尔500指数的研究表明当公司被调整进入指数成分股后,公司的公司股票价格、公司财务状况都会产生较大变化。Shleifer (1986), Brealey (2000), Wayne (2002)认为当企业在被调整进入指数后,其股价在公告日之后会出现显著的正的收益率。William (2006)研究发现,企业被调整进入指数后会变得更受关注,股票流动性的增加会降低交易成本,从而使得公司的股价上升。

与此同时,Chen (2004)通过研究提出,被调入指数成分股的公司会变得更加知名,因此公司持有现金的预防性动机会下降。这些更加知名的公司可以很容易通过融资获得外部资本,因此企业持有超额现金的需求会下降,持有现金将会变得相对成本较高。由于代理冲突问题,企业持有现金也会变得比较昂贵。为了

避免这些成本的产生，企业在调入指数成分股后通常会减少现金的持有。

Brisker 和 Colak (2011) 也得到了类似的结论。他们通过研究发现，当股票被调整进入标准普尔 500 指数以后，在一年内企业的现金持有水平均值下降了 32%。他们认为这是因为企业在被调入指数后声誉变得更加良好，企业信息变得更加透明，从而企业的融资约束会下降，获得外部资本的难度降低。持有现金的预防性动机导致企业的现金持有会下降。同时，企业在入选指数后，由于其发展进入相对成熟期，所以投资机会集会减小，这将导致其面临着下降的投资机会和资本费用，因此企业对现金的需求同样也会下降。

这种因指数成分股调整带来的外部环境效应可能是投资者的投资效应所致，导致调入的企业有正效应，调出的企业有负效应。但是，由这种“被动”的投资效应是否会带来“主观”经营效应，即成分股指数调整是否会影响公司的财务决策还需要进一步的研究。

本文主要研究的是股票调入指数系统后对公司现金持有的影响分析。理论上调入指数会通过两个方面影响企业资金持有行为：一是成为指数成分股会给企业带来良好的声誉效应，如沪深 300 指数被看做是我国资本市场上最重要的指数，其成分股通常会被归为蓝筹股，调整进入指数是对企业业绩以及行业地位的积极肯定，使得企业资金需求发生改变；二是当企业被调整进入指数成分股后，跟踪指数基金会进行相应的调仓而带来股份增持、同时机构投资者和分析师及媒体会给予该企业更多的关注，也会间接影响企业的财务状况。

本文以沪深 300 指数成分股上市公司作为研究对象。该指数是我国股票市场的核心指数，横跨沪深两市，一直以来反映了我国股票市场的综合走势。调入沪深 300 指数的股票企业也代表了其市值大、流动性好，公司经营状况良好、最近一年无重大违法违规事件、财务报告无重大问题；股票价格无明显异常波动或市场操纵，因此新调入的企业给外界传递了一个良性信号。本文首先研究成分股调整对上市公司企业现金持有水平的影响，并进行了稳健性检验；其次对这个影响的路径机制进行分析，给出了合理的解释；最后研究了成分股调整对整体企业价值以及企业单位现金持有的市场价值的影响。

## 1.2 研究意义与研究方法

### 1.2.1 研究意义

本文通过结合指数成分股调整和企业融资约束来研究企业的现金持有状况及企业的现金持有价值，其研究意义主要表现在：

关于企业现金持有的研究，国内外学者已经进行过大量的研究。笔者发现过去的研究较少的考虑到公司被调整进入指数成分股这一突发事件对于公司的现金持有状况及现金持有价值的影响，本文的实证分析为这一领域的理论支撑和实践性带来了一定的参考意义。

同时，关于指数成分股调整的研究，国内外学者过去的研究主要集中在探索指数成分股调整对于公司股价的影响，较少考虑其对于公司财务政策及公司治理方面的影响，本文对这一领域做出了相应的补充，重点研究当公司被调整进入成分股以后，企业的现金持有水平以及企业现金持有的市场价值的变化情况。

### 1.2.2 研究方法

第一是理论分析法。本文回顾了指数效应理论、现金持有理论及融资约束理论，并就成分股调整、企业现金持有水平及企业现金持有价值等相关文献进行了总结评述。建立起了调入成分股指数、融资约束与企业现金持有水平的理论架构，在评价、归纳前人的研究成果的基础之上，提出研究假设，确定量化指标。

第二是实证分析法。本文根据理论研究所构建的框架，从 2005 年到 2014 年被调整进入过沪深 300 指数的公司中筛选出符合标准的样本，对样本的相关指标进行描述性统计分析。再运用多元线性回归模型对调入成分股指数、企业现金持有与企业现金持有价值三者之间的关系进行了深入的研究。最后，提出研究不足及未来的改进之处。

## 1.3 研究内容和研究框架

### 1.3.1 研究内容

本文主要依托于股票指数成分股调整效应和企业现金持有理论，在已有相关

理论和前人研究的基础上,运用我国的沪深 300 指数成分股上市公司样本,通过面板数据模型,实证分析了被调整进入指数成分股对企业现金持有的影响,并用不同的指标进行了稳健性检验;其次,从企业经营波动,股权制衡和基金持股三个角度对该影响机制进行了进一步的分析,并给出了合理性解释。同时进一步研究了被调整进入指数成分股对企业现金持有市场价值的影响。最后根据研究结论给出了相关建议。

### 1.3.2 研究框架

第一章是绪论。本部分重点介绍了研究背景和问题的提出、研究方法和研究意义、研究内容以及研究框架和本文的创新性。

第二章是文献综述。本部分从指数效应研究、公司现金持有理论研究以及公司现金持有价值三个方面对国内外的文献进行了梳理并作出了相应的评述。

第三章是理论依据和研究假设。本部分主要回顾了指数效应的相关理论、公司现金持有的相关理论以及指数调整对公司现金持有影响的相关理论,并在总结和评价前人研究成果的基础上做出了相应的研究假设。

第四章是实证分析的第一部分。本部分研究了指数成分股调整对企业现金持有的影响,主要分析过程有以下步骤:第一,对研究样本进行了描述性统计;第二,用基于事件分析法的配对样本 T 检验对被调入沪深 300 指数成分股的企业现金持有水平前与后水平是否存在显著差异进行分析,将企业股票调入指数成分股的年份设定为  $t=0$ , 设定  $t \in [-3, 3]$  的研究样本,结果显示企业在调整进入沪深 300 指数后现金持有水平呈下降趋势,平均现金持有水平降低了;第三,采用面板模型下的固定效应回归检验调入指数事件对企业的现金影响状况,研究结果表明企业的现金持有量在调入指数后显著下降;第四,将样本分为高融资约束组和低融资约束组样本,国企和非国企组样本,分别检验了调入指数事件对其现金持有的影响状况;第五,从企业经营波动,股权制衡和基金持股三个角度对调入指数成分股对企业现金持有的影响原因进行了分析,并给出了合理性解释。

第五章是实证分析的第二部分。本部分研究了指数成分股调整对企业现金持有市场价值的影响,主要通过面板模型下的固定效应回归检验了调入指数事件对公司现金持有价值的影响状况,结果表明单位现金持有的市场价值在企业被调入

指数后显著提高。

第六章为结论。本部分通过前文的研究得出了相应的研究结论，并且分析了研究的现实意义。本部分同时还指出了研究的不足之处以及未来可能存在的改进空间。

本文研究框架见图 1-1。

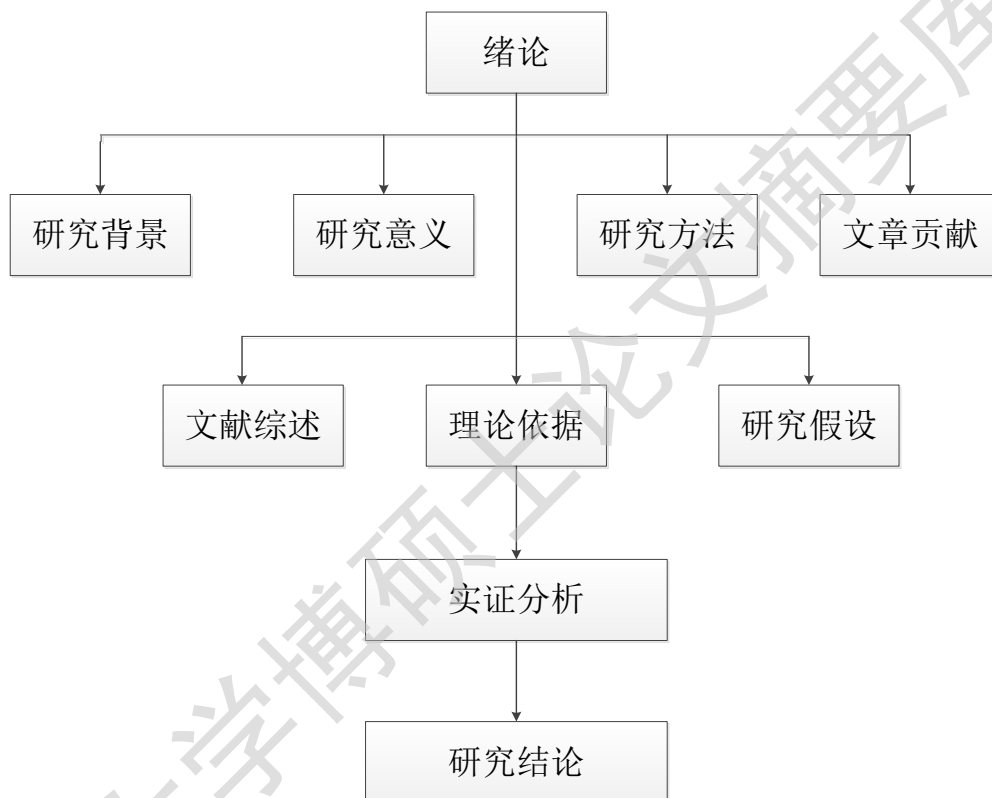


图 1-1 文章研究框架

#### 1.4 研究主要贡献

本文在国内外学者相关研究的基础之上，依托于股票指数成分股调整效应和企业现金持有理论，实证分析了被调整进入指数成分股对企业现金持有水平及单位现金持有市场价值的影响。对于指数效应的研究有助于我们深入理解指数调整对于企业的全面影响，而对企业经营的不确定性、基金持股行为与公司治理三项影响机制的分析有助于市场在完善资本市场指数建设的过程中优化机构投资者的治理机制，对我国企业深入的公司治理改革以及整个资本市场的发展有着重要

的意义。

与前人的研究相比，本文主要有以下贡献：

一是本文拓展了指数成分股调整与公司现金持有水平及公司现金持有价值三者关系方面的研究。在国内外文献中，关于这方面的研究尚不成熟，现有的指数调整研究重点关注的是其对于股价的影响，而较少有关注其对于公司现金持有以及现金价值的影响，本文重点研究了指数成分股调整与公司现金持有，现金持有市场价值之间的关系，弥补现有文献的不足。

二是本文从企业经营波动，股权制衡和基金持股三个方面对调入指数成分股这一事件对企业现金持有的影响原因进行了分析，角度较为新颖。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.