

学校编码: 10384
学号: 17620061151346

分类号__密级__
UDC__

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

上市公司持有现金边际价值的实证研究

An Empirical Research on the Marginal Value of Cash
Holdings for the Listed Firms in China

王立平

指导教师姓名: 吴世农 教授

专业名称: 企业管理

论文提交日期: 2009年4月

论文答辩时间: 2009年 月

学位授予日期: 2009年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009年4月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

近十年来，国内外财务学界开始更加关注并深入研究企业现金持有（Corporate Cash Holdings）的问题。很多财务学者在这方面进行研究时，较为一致地将企业持有的现金定义为现金及其等价物总额。

目前，国内外的学者多从验证企业现金持有量的影响因素出发进行研究，但是，从股东角度对上市公司持有现金行为经济后果的研究成果则较少。对于股东来说，上市公司增持 1 元额外现金，市场价值增加多少（即现金的边际价值 Marginal Value of Cash 问题），哪些因素会影响现金的边际价值，这部分内容属于企业现金持有经济后果的一部份。本文从代理问题、信息不对称的理论角度出发，以 2002—2006 年沪深股市 A 股非金融类上市公司为样本，运用 OLS 回归方法研究了上市公司财务特征（已持有现金水平、财务杠杆程度、受融资约束程度、公司成长性水平）和公司治理水平是如何影响和决定现金边际价值的。

本文共由五部分构成，第一部分为研究概述，介绍了研究背景、意义及研究思路；第二部分对国内外相关文献进行评述；第三部分为研究设计，详细介绍了文章的理论分析、研究假设、研究方法和研究程序；第四部分为实证结果及其分析；第五部分为研究结论及讨论。

本文研究发现：（1）随着我国上市公司已持有现金水平、财务杠杆的提高，现金边际价值将会下降；（2）我国上市公司的平均现金边际价值仅为 0.705 元，显著低于其面值；（3）面临高融资约束的上市公司将比面临低融资约束的上市公司的现金边际价值更高；（4）上市公司的成长性差异和公司治理水平差异不会显著影响现金边际价值。上述发现表明：税收差异、自由现金流代理问题、股东与债权人之间的代理冲突和信息不对称问题会降低我国上市公司的现金边际价值；另外，可能是由于市场存在较重的投机因素，本文没有发现我国特定制度背景下公司治理水平差异对现金边际价值产生显著影响的证据，也没有发现“公司治理溢价”存在的证据。

关于现金持有影响公司价值的问题，目前存在基于信息不对称理论的正面价值论和基于代理理论的负面价值论两种观点。代理理论认为：因存在较严重的代理问题而产生的代理成本会使得公司持有的现金价值较低，即持有的现金会发生

折价，而本文的实证结论证明了代理理论的基本观点，为用代理理论解释我国上市公司现金持有行为提供了证据，但本文也同时发现信息不对称也是影响上市公司边际价值的一个重要因素；在实践意义方面，基于股东角度关于现金边际价值的一些发现，能指导上市公司更合理地持有和使用现金；有利于提高投资者的投资理性程度；为提高我国上市公司经营效率、公司治理水平和证券市场效率提供一些启示。

关键词： 公司财务特征； 公司治理； 现金边际价值

Abstract

For the past decade, domestic and foreign financial scholars have paid more attention to the enterprise cash holdings behavior; a great number of academic achievements on the listed companies' behavior of cash holdings have emerged. For the research of the revenues and costs of holding cash, more scholars at home and abroad study on the determinants of corporate cash holding, but studies on economic consequences of cash holdings from the perspective of shareholders are relatively rare. How much do shareholders value the extra yuan of corporate (that is, the Marginal Value of Cash), which factors will affect the marginal value of cash, both of which are parts of the economic consequences of corporate cash holdings. These Researches on the issue in China has just begun. In this paper, we take the pooled data of Chinese listed companies during 2002-2006 as samples, and use multiple linear regression OLS method to study how the corporate financial policy (the level of cash holding, leverage, financing constraints, growth) and the level of corporate governance to influence and determine the marginal value of cash.

This paper includes five parts. Part 1 introduces a research background, contents and significance, the framework of this paper, and finally pointed out the main innovation. Part 2 includes literature review concerning the cash holdings strategy, and discussed the research Status at home and abroad. Part 3 is about the research design, which describes details of the data sources and sample selection, the definition and calculation of research variables, theoretical analysis and research supposition, research procedures. The content of part 4 is description and analysis of the empirical results. Part 5 is the conclusion of the study and enlightenment in this paper, and puts forward the limitations of this study, makes recommendations on the improvement direction of follow-up studies.

In this paper, we found that: (1) The marginal value of cash is decreasing in the level of the firm's cash position; (2) An extra yuan of cash holdings is less valuable for shareholders in highly levered firms than in firms with low leverage; (3) For the

mean firm-year in the sample, the marginal value of cash is just ¥0.705; (4) An extra yuan of cash holdings is more valuable for shareholders in financially constrained firms; (5) The marginal value of cash of firms with high growth will not be significantly higher than firms' with low growth; (6) The quality of corporate governance did not significantly affect the marginal value of cash.

Thus, we argue that the corporate tax effects, free cash flow agency problem, the agency conflict between shareholders and creditors and information asymmetry will indeed lower the marginal value of cash holdings for the listed companies in China. In addition, we do not find the evidence of corporate governance quality having significantly impact on the marginal value of cash, and also do not find the evidence of "corporate governance premium", which may be due to investors' irrational investment behavior and the heavy speculation in Chinese stock market.

The impact of cash holdings on firm value, there are two opposite points of view, which are positive valuation theory based on the information symmetry and negative valuation theory based on the agent theory. Agency theory argues that: agency costs caused by the more serious agency problems will lower value of cash holdings, which means discount of the value of cash holdings will occur. And the empirical conclusions of this paper proves the basic viewpoint of agency theory, providing the evidence of explaining cash holdings action of listed companies in China with agency theory. However, this paper also found that information asymmetry is also an important factor which impacts the marginal value of cash holdings of listed companies. At the same time, some finds of the marginal value of cash based on the shareholders view will not only guide listed companies to hold and use cash more reasonably, but also lead investors to invest rationally; providing some inspiration for improving the operating efficiency of Chinese listed companies, corporate governance and efficiency in the securities market.

Key Words: Corporate Financial Characteristics; Corporate Governance; Marginal Value of Cash

目 录

第一部分 研究概述.....	1
一. 研究背景.....	1
二. 研究选题及意义.....	4
三. 研究思路和框架.....	6
第二部分 文献综述.....	9
一. 理论基础.....	9
二. 国外相关研究文献.....	14
三. 国内相关研究文献.....	20
第三部分 研究设计.....	25
一. 理论分析及研究假设.....	25
二. 相关变量定义及其度量.....	31
三. 研究样本与数据来源.....	34
四. 研究程序.....	35
第四部分 实证结果及其分析.....	38
一. 样本描述性统计及分析.....	38
二. 模型回归结果与分析.....	48
第五部分 研究结论与讨论.....	63
一. 研究结论.....	63
二. 研究启示.....	63
三. 研究局限性及后续研究方向.....	65
[参 考 文 献].....	67
致 谢.....	72

Contents

Part 1 Introduction	1
Section 1 Research Background and Incentive	1
Section 2 Research topics and Significance	4
Section 3 Research Method and Framework	6
Part 2 Literature Review	9
Section 1 Theoretical Foundation	9
Section 2 Related Research Literatures Abroad	14
Section 3 Related Research Literatures in China	20
Part 3 Research Hypothesis and Design	25
Section 1 Theoretical Analysis and Hypothesis	25
Section 2 Variable Definition and Measurement	31
Section 3 Sample Selecting and Data Source	34
Section 4 Research Procedure	35
Part 4 Empirical Results and Analysis.....	38
Section 1 Descriptive Statistics Results and Analysis	38
Section 2 Regression Results and Analysis.....	48
Part 5 Conclusions and Discussions.....	63
Section 1 Conclusions	63
Section 2 Policy Suggestions	63
Section 3 Limitations and Directions of Further Research	65
Reference	67
Acknowledgements.....	72

第一部分 研究概述

一. 研究背景

进入 2003 年，美国软件巨头微软公司每个季度的产品销售现金收入都有 30 亿美元之多，但在公司现金储备不断增加的同时，微软的股价却一直徘徊不前，股东们对此非常不满。为了减少目前高达 460 亿美元的现金储备量，微软正在考虑一项为其股东派息 100 亿美元的计划。有分析家认为，微软之所以之前一直保留较多的现金储备，一方面是为了应对潜在的反垄断诉讼赔偿金，另一方面，美国多年来一直对企业和个人征收双重股息税，导致企业派息积极性不高。布什政府的减税计划通过后，公司股息税大幅度减少，同时，随着一系列针对微软的反垄断诉讼相继达成和解，微软也没有必要保留过多的现金储备。因而投资者为了自己的利益开始向管理层施压^①。

另一互联网企业巨头谷歌公司的创始人当初曾表示，谷歌将不会遵循华尔街的游戏规则，这主要体现在不给股东现金分红。但是股东愿意放弃现金分红是因为资本收益是他们最为看重的。然而谷歌的股价似乎并没有股东预期那么理想。

在市场境况好的时候，谷歌愿意将其盈利的一部分投向一些新领域，为未来的增长做储备。但往往在新业务的商业化遇挫之后，谷歌放缓了一些业务的发展力度，比如撤下了广播与平面媒体广告。然而谷歌手头的现金却一点儿没有减少，去年谷歌的净利润达 42 亿美元，占全部收入的 19%。谷歌的现金储备达 87 亿美元，而两年前还是 35 亿美元。谷歌在拥有如此巨额现金的同时，在研发领域却开始收缩，那么不分红的理由何在？最后的结果只能是，投资者不愿再跟谷歌费口舌，他们完全可以转投另外的科技公司，比如微软和苹果。再加上谷歌不愿意回购股票，因此股东有可能抛售股票使未来谷歌的股价进一步受挫^②。

这些全球实力顶尖的跨国公司持有的现金资产如此之高，那么中国的上市公司是否也存在类似情况呢？如图 1 所示，从 2002 年到 2008 年中期，中国 A 股上市公司现金及其等价物期末余额不断增加，但是国泰君安 2008 年中期研究报

^① 案例资料来源：新华网：《现金储备增加股价徘徊不前 微软考虑派息》，

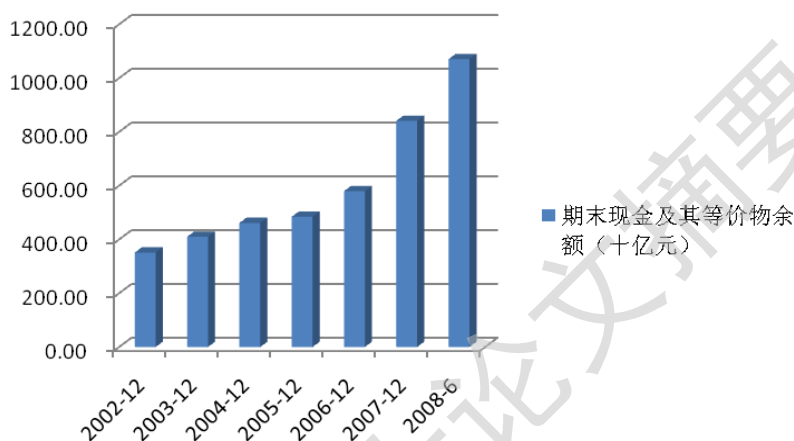
http://news.xinhuanet.com/world/2003-07/07/content_956863.htm，2003 年 7 月 7 日，本文略有改动。

^② 案例资料来源：人民网：《谷歌，为何不给股东分红？》，

<http://it.people.com.cn/GB/42891/42895/8850448.html>，2009 年 2 月 23 日，本文略有改动。

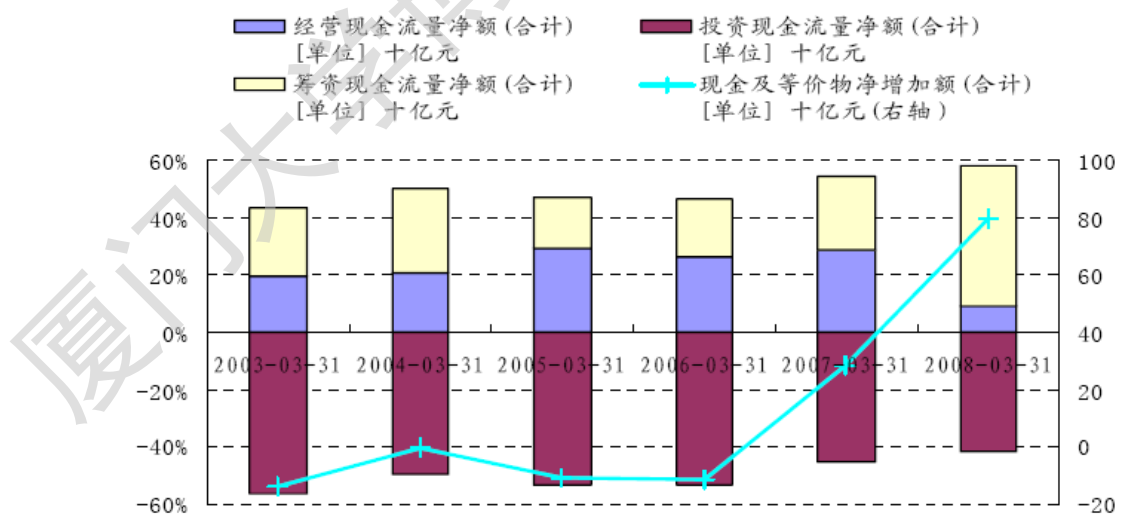
告^[1]显示，如图 2，从 2004 年到 2008 年一季度，表面看来公司现金流充裕，财务状况良好，然而上市公司现金流的结构发生了较大变化。近几年高速的现金总量增长主要来自筹资性现金流的大幅贡献，而经营性现金流增幅并不稳定，并且在 2007 年一季度后急剧减少，对现金总量的贡献幅度剧减^①。

图 1：近 7 年来上市公司期末现金及其等价物余额统计



资料来源：锐思数据库，样本中剔除了金融类、当年上市、中石油及非正常交易的 A 股上市公司。

图 2：我国上市公司现金流总量及构成



数据来源：Wind，国泰君安研究所；样本为扣除 2008 年一季度新上市公司、金融类公司和中石油后的全部 A 股公司。

^① 国泰君安证券：《上市公司 08 年一季度现金流分析》，2008 年 6 月 2 日，本文略有改动。

2007年第四季度，美国次贷危机全面爆发，之后迅速恶化成金融风暴，重创全球实体经济，中国企业也难以独善其身。所以，中国上市公司在其经营活动中，尤其在复杂的经济局势下如何合理地持有和运用现金资产对于其生存和发展至关重要。

每次遇到危机，现金都成为企业生存的必需品，这主要是因为现金流动性最强，可以随时调动，无论是维持现状还是寻机扩张，都能立即投入。因此，市场低迷时企业界流行的观点是，没有利润企业仍然可能生存，但没有现金，企业一定会死亡。

现金是企业在金融危机下御寒的“棉衣”，也是未来扩张的“武器”。现在，无论是主动防御还是被动跟风，中国企业正忙着囤积现金。万科的王石、淘宝的马云、中远的魏家福、华为的任正非、联想的杨元庆，他们统领的企业都正不约而同地为现金流而战斗。

“无论市场好与坏，我们始终相信现金为王。”中国远洋董事会秘书张永坚说。中国远洋目前已经储备了接近360亿元的现金，运费回收率超过90%，远高于行业平均水平。

世界四大评级机构之一的Bill-Snyde董事总经理及大中华区总监多弗费尔普斯指出：对于实体企业，在金融风暴下，必须挖掘现金，留住现金，用好现金。手段就是及时回款，保证稳定的现金流。

很多企业还停止了对外投资或谨慎地进行投资，以减少现金消耗。马云旗下的阿里巴巴尽管已有20多亿美元的现金储备，但为了“过冬”，还是从今年年初开始拿掉了所有的投资项目。国务院国资委主任李荣融也提醒大型央企高管：现在不要盲目并购，留着现金，好好挑选值得投资的公司，今年或许有很多好的企业值得投资，但是明年会更多^①。

所以此时，上市公司手中持有的现金头寸多少正在成为许多投资者挑选股票的一个指标。在经济低迷期的市场环境下，投资者安全至上的策略，导致他们会选择更具有安全效应的股票。

越来越多的机构研究报告中，都会将上市公司的财务稳健性作为一个重要的指标进行评判。拥有现金优势的公司无疑在行业调整中占据了优势地位。另外，

^① 案例资料来源：经济观察网：《为现金而战》，
<http://www.eeo.com.cn/eeo/jjgcb/2008/11/24/121295.shtml>，2008年11月21日，本文略有改动。

在处处都是业绩下滑预警的情况下，寻找高现金和良好现金流的股票，有可能从分红角度让投资者获取心理上的保障和安慰^①。

公司所持有的现金^②（即现金及其等价物总额）是企业的重要流动资产之一，现金持有决策是公司的一项重要财务决策。Brealey 和 Myers（1996）^[2]认为，如何决定公司的现金持有量是财务学界尚未解决的十大难题之一。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，还与公司治理状况和宏观制度环境因素密切相关。

一方面，在市场好的时期公司账面现金过多，投资相对不足，会被认为是不思进取，有一定现金储备的公司（如上述微软和谷歌）会面临股东的压力。同时，公司持有现金也是有成本的，因为与其他资产相比，企业的现金资产是一项不能带来足够价值的资产。不仅如此，现金资产还是一种更能被代理人自由处置和更易被侵占的资产，即不恰当地持有现金可能会损害企业的价值。

另一方面，公司通过持有现金，不需全部借助于外部资本市场就可以满足投资支出的需要，避免了外部融资时发生的交易成本和权益发行时的信息不对称成本，而且当企业遇到市场低迷或经济危机、金融危机时，能够更好地规避风险，提升财务稳健程度，进而可以增加企业价值。

所以，如果企业为满足较高的成长机会或者避免风险而持有更多的现金，那么在股东看来，企业所持的现金可能就是更有价值的；如果管理者可能因为代理冲突而持有更多的现金，那么在股东看来，企业所持现金的价值可能就较小。现金持有带来的经济后果到底是“价值创造”（即正面价值）还是“价值毁灭”（即负面价值），才是股东最为关心的焦点。因而，从股东角度研究上市公司增持额外现金产生的现金边际价值，有着特别重要的理论和现实意义。

二. 研究选题及意义

企业所持有的现金，即为现金及现金等价物的总额，本文正是在这一定义的基础上进行研究。

^① 案例资料来源：经济观察网：《A股投谁：现金充足公司》，

<http://www.eeo.com.cn/eeo/jjgcb/2008/11/24/121296.shtml>，2008年11月21日，本文略有改动。

^② 本文所论述的现金持有量，除特殊说明外，皆指现金及现金等价物总量，不按其经营、投资、和筹资来源细分。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts 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 for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库