

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 32120091150598

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司现金持有与股权融资相关性研究

Chinese Listed Company's Cash Holdings and Share Issuance

吕程程

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2012 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

摘要

现金持有决策是一项重要的公司财务决策。Brealey 和 Myers (1996) 就认为, 公司现金持有决策是尚未解决的财务学界十大难题之一。近些年有大量的研究发现我国上市公司现金持有量不断提高。上市公司为何持有大量的现金? 高额的现金持有背后, 又是公司的哪些财务战略在支撑? 这些问题直接影响着上市公司的公司价值, 也引起了投资者和财务金融学者们的关注。

本文首先通过分析我国上市公司股权融资的现金留存现象, 提出了本文的研究主题。第二章对现金持有相关理论和市场择机假说的文献进行了系统回顾, 第三章分析了我国上市公司现金持有和现金留存行为的制度背景, 以及其它相关财务行为。第四到第六章以现金来源和现金留存的关系为基础, 从现金持有的预防性动机和公司的市场择机行为等两个视角出发, 进行实证分析。

从实证结果来看, 本文发现了股权融资的现金留存现象。在过去的几年中, 我国上市公司股权融资的现金留存倾向不断加重, 2004 年, 上市公司股权融资每获得 1 元钱平均有 0.399 元作为现金持有留存, 2004 年到 2011 年间, 我国上市公司股权融资的现金留存系数平均每年上升约 15%, 即使在股权融资完成后 3 年的时间内, 这一比率也平均保持在 0.47 左右的水平。然而针对其它现金来源, 例如内源性融资的经营现金流和外源性融资的债务融资等, 并没有发现这一现象。根据多元线性回归结果, 公司的预防性动机代理变量与公司的股权融资现金留存行为正相关, 我国上市公司的预防性动机能够较好地解释本文发现的股权融资的现金留存现象, 这意味着, 预防性动机高的公司也许会选择在市场时机好的时候, 进行股权融资并将现金留存下来以避免市场流动性紧缩时面对的高昂的融资成本, 实证结果也证明, 预防性动机是公司进行股权融资的重要原因。最后实证结果不能证明市场择机假说对于我国上市公司的股权融资现金留存行为具有解释力, 同时, 现金留存也不是公司进行股权融资的主要动机。

关键词: 现金持有; 股权融资; 预防性动机

ABSTRACT

Cash holding decision is an important financial decision. Brealey and Myers (1996) contend, the company's cash holdings decision is one of the top ten unsolved problems of financial academia. In recent years, a large number of studies have found that the level of cash holdings of listed companies in China continue to increase. Why do listed companies choose to hold such a lot of cash? Which corporate financial strategy can support such high cash holdings? These problems do not only directly affect the value of a listed company, also attract the attention of investors and Finance scholars.

The paper first, the phenomena of listed companies issuing shares for the purpose of cash savings in China, leads to the theme of this paper. Chapter two conducted a systematic review of the theoretical literature on cash holdings and the market timing hypothesis. Chapter three analyzes the system background of China's listed companies holding cash and saving cash, and the financial behavior of listed companies. Chapter four to seven are the main contents of this article, which focus on the two main lines of precautionary motive of holding cash and the company's market timing behavior, with the two perspectives from the sources of cash and cash saving to form the two research topics.

We find that the phenomenon that companies issue share for the purpose of cash saving. In the past few years, firms increasingly issue share for the purpose of cash saving, in 2004, 1.00 Yuan of issuance resulted in 0.399 Yuan of cash savings, from 2004 to 2011, China's listed company's cash savings coefficient of share issuance average increases about 15% every year, even within three years after share issuance, the rate had remained at the level of 0.47 or so. However, we don't find this phenomenon for other sources of cash, such as endogenous financing of operations cash flow and exogenous financing of debt issuance. In multiple linear regression, the company's proxy variable of the precautionary motive and the company's share issuance for cash savings behavior is significantly related, which means the precautionary motive of China's listed companies are better able to explain the

phenomenon of share issuance for cash savings, which also means that companies with high precautionary motive may issue shares to save cash when the market time is good, and survive from facing the high cost of financing and market liquidity crunch. The empirical results also prove that the precautionary motive is an important reason for companies to issue shares. In the end, the empirical test can't prove that the market timing hypothesis is able to explain the phenomenon that companies issue share for the purpose of cash saving. In addition, cash saving isn't the main motive for companies to issue shares.

Key words: cash savings; share issuance; precautionary motives

目录

第一章 导论	1
1.1 研究背景和问题提出	1
1.2 研究内容和基本框架	3
第二章 理论基础与文献综述	4
2.1 现金持有研究的理论基础	4
2.2 市场择机假说	7
2.3 国外实证研究文献综述	8
2.4 国内实证研究文献综述	12
2.5 小结与评述	16
第三章 我国制度背景和公司行为分析	17
3.1 我国资本市场的特点与问题	17
3.2 上市公司融资政策分析	20
3.3 上市公司财务行为特征	22
第四章 现金留存水平分析	27
4.1 样本、主要变量	27
4.2 现金来源和使用情况	28
4.3 现金留存的持续性	34
第五章 预防性动机与股权融资现金留存现象	37
5.1 引言	37
5.2 研究假设	37
5.3 变量选取和定义	39
5.4 回归模型	39
5.5 预防性动机和股权融资行为	41
第六章 市场择机假说与股权融资现金留存现象	43
6.1 引言	43
6.2 研究假设	43
6.3 变量选取和定义	44
6.4 回归模型	45
6.5 现金留存与股权融资行为	47
第七章 研究结论与展望	50
7.1 研究结论	50
7.2 本文的贡献	50
7.3 研究启示	51
7.4 研究局限和未来研究方向	52

致 谢.....53

参考文献54

厦门大学博硕士论文摘要库

Table of Contents

Chapter 1	Introduction	1
1.1	Research Background and Presentation of the issue	1
1.2	Contents and Frameworks of the Research	3
Chapter 2	Literature Review	4
2.1	Basic Theories of Cash Holdings	4
2.2	Market Timing Hypothesis	7
2.3	Abroad Empirical Research Literature Review	8
2.4	Domestic Empirical Research Literature Review	12
2.5	Summary and Comment	16
Chapter 3	Chinese Institutional Background and Firm Behavior	
	Analysis	17
3.1	Characteristics and problems of Chinese capital market	17
3.2	Financial Strategy Analysis of Listed Companies	20
3.3	Financial Behavioral Characteristics of Listed Companies	22
Chapter 4	Cash Savings Analysis	27
4.1	Samples and the Main Variables	27
4.2	Sources and Uses of Cash	28
4.3	Persistence of cash Savings	34
Chapter 5	Precautionary Motivate and Share Issuance Cash Saving	
	Phenomenon	37
5.1	Introduction	37
5.2	Hypothesis	37
5.3	Variable Selected and Defined	39
5.4	Regression Model	39
5.5	Precautionary Motivate and Share Issuance	41
Chapter 6	Market Timing Hypothesis and Share Issuance Cash	
	Saving Phenomenon	43
6.1	Introduction	43
6.2	Hypothesis	43
6.3	Variable Selected and Defined	44
6.4	Regression Model	45
6.5	Cash Savings and Share Issuance	47
Chapter 7	Conclusions and Outlook	50

7.1 Conclusions	50
7.2 Contribution of the study	50
7.3 Research Revelation	51
7.4 Study Limitations and Future Research Directions	52
Acknowledgements	53
References	54

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

从 1999 年到 2011 年我国上市公司现金持有量一直在增加, 每年新增现金持有量从占前一年总资产的 4.27% 上升至占前一年总资产的 10.17%。上市公司为什么持有大量的现金, 这些现金的来源是什么, 内源性融资和外源性融资对于现金持有量的影响都是怎样的? 金融财务学家们从不同的角度深入考察了公司现金持有政策及其影响因素, 并取得了较为丰富的研究成果。本文在借鉴前人研究成果的基础上, 从我国上市公司现金持有来源的角度出发深入研究了上市公司内源性融资和外源性融资分别对公司现金持有量的影响, 并充分检验了预防性动机和市场择机假说对于现金留存行为的解释力, 丰富了现金持有和股权融资两个领域的研究内容。

1.1 研究背景和问题提出

本文的主要研究题目是股权融资的现金留存现象。在过去的几年中, 我国上市公司股权融资的现金留存倾向不断加重, 2004 年, 上市公司股权融资每获得 1 元钱平均有 0.399 元作为现金持有留存, 此后几年时间内, 这一比率不断攀升, 到 2011 年, 上市公司股权融资每获得 1 元钱平均留存 0.867 元作为现金持有, 即使在股权融资完成后 3 年的时间内, 这一比率也平均保持在 0.47 左右的水平。难道上市公司进行股权融资的主要目的就是不断提高自身的现金持有量么? 这样高的留存比率并未出现在其它现金来源上, 例如内源性融资的经营现金流和外源性融资的债务融资等。

对于这种现象的一种解释就是现金持有的预防性动机。现金持有的预防性动机研究可以追溯到 1936 年的 Keynes, 它的含义是具有价值大于零的投资机会和不稳定经营现金流的公司会因为预防性动机提高自身的现金持有量。因为如果此类公司的现金储备不足就有可能不得不放弃有价值的投资机会。换言之, 此类公司可以等待时机尽力进行股权融资为其未来的现金需求做准备。然而, Huberman 和 Halka(1999), Chordia, Roll, 和 Subrahmanyam(2001), Hasbrouck 和 Seppi(2001), 以及 Acharya 和 Pedersen(2005) 的研究证明, 对于单支股票和股票市场整体, 流动性都在随时变化。对于想要进行股权融资的公司来说发行时机

有好有坏。正如美国辉瑞公司的主计长 Richard Passov 所形容的那样，“历史在被不断的重演，不同的时机之下，外源性融资有时会极端昂贵，有时又会不可思议的便宜”。(Passov, 2003, p. 120)。这样的真理同样被付诸铅字，“市场的流动性随时可能消失，这对于投资者来说是最大的风险来源”取自 Acharya 和 Pedrsen (2005), 1999 期《经济学人》，9 月 23 日刊。因此，对于未来会需要外源性融资的公司也许会选择在市场时机好的时候，进行股权融资并将现金留存下来以避免市场流动性紧缩时面对的高昂的融资成本。

股权融资现金留存现象的另一种解释就是市场择机假说。Loughran 和 Ritter(1995, 1997), Spiess 和 Affleck-Graves(1995), 以及 Baker 和 Wurgler(2000, 2002)认为，公司进行股权融资的决策是由股价被高估所驱动的。而 Blanchard, Rhee, 和 Summers(1993), Loughran 和 Ritter(1997), 以及 DeAngelo, DeAngelo, 和 Stulz(2010)则认为，由于市场择机而进行的股权融资行为会造成大量现金留存，原因如下，假设当时的背景是，股价被高估，公司因此而进行股权融资，也许同一时间刚好有净现值大于零的投资项目有资金需求，但是平均来讲，这种可能性毕竟有限，因此势必会造成大量的股权融资额作为现金持有留存在公司中。

基于以上假设，西方国家财务金融学者们开始进行相关研究(David, 2011)，西方国家的资本市场较为发达而考察资本市场发展有限的发展中国家的相关研究还未出现。另一方面，大量研究表明，我国资本市场发展不完善，市场流动性风险较高，上市公司的预防性动机可能更强烈，同时我国上市公司还存在股权融资偏好，公司的市场择机行为也更显著。

因此，在预防动机更强烈，市场择机行为显著的中国，上市公司将如何制定其现金持有政策，这种现金持有政策将对公司的股权融资现金留存倾向产生何种影响？资本市场发展的迟缓是否会加剧这些问题？利用资本市场欠发达国家的公司数据对这些问题进行深入研究就变得十分重要。基于这种考虑，本文将我国上市公司作为研究对象，集中考察预防性动机和市场择机假说对于我国上市公司这一财务行为的影响作用，并更进一步为公司进行股权融资行为的原因提供另一个视角的解释。

1.2 研究内容和基本框架

本文主要利用中国上市公司的数据实证检验现金来源与公司现金持有量之间的关系，以及预防性动机和市场择机假说对其的解释力。全文的基本框架为：

第一章介绍本文的研究主题、研究内容和基本框架。

第二章对于公司现金持有政策和市场择机假说两个领域的研究文献进行了综述，其中涵盖了现金持有的动机理论、权衡理论、代理理论和优序融资理论以及股权融资的市场择机假说等五个方面的文献内容。

第三章分析中国上市公司现金持有和现金留存的制度背景以及相关上市公司的财务行为，阐述中国资本市场存在的问题和特点，以及上市公司的融资政策和各种财务行为对公司现金留存的影响。

第四章利用中国上市公司 1999 年至 2011 年的财务数据，采用多元回归模型拟合出各个现金来源的现金留存系数，并各个现金来源的平均现金流入水平及其对于现金持有量的贡献，并进行简单的评价。

第五章利用中国上市公司 1999 年至 2011 年的财务数据构建多元回归模型，分别采用 4 组代理变量考察预防性动机对于股权融资现金留存现象的解释力，并检验了预防性动机与上市公司股权融资行为之间的关系。

第六章利用中国上市公司 1999 年至 2011 年的财务数据构建多元回归模型，分别采用 4 组代理变量考察市场择机假说对于股权融资现金留存现象的解释力，并检验了现金留存现象与上市公司股权融资行为之间的关系。

第七章是本文结论总结和研究展望。总结本文的研究结果，归纳研究中的局限性，并提出下一步研究展望。

第二章 理论基础与文献综述

最早对现金持有量的理论探讨始于 Keynes (1936) 的货币需求理论并由此派生出现金持有量的动机理论。进入 20 世纪 50 年代, 财务金融学家们继续进行理论剖析, 提出了交易成本模型和传统权衡理论, 并建立了主要的 Baumol 模型 (Baumol, 1952), Miller-Orr 模型 (Miller 和 Orr, 1966) 等, 相关的实证研究较少。

20 世纪 80 年代随着公司治理理论的快速发展, 优序融资理论和代理理论相继问世, 公司现金持有量的影响因素、现金持有量与公司治理的相关性及公司持有现金的价值等实证研究课题均引起众多财务金融学家的关注, 此后的研究主要以实证检验为主并涌现出大量的研究成果。

目前看来, 实证研究集中于现金持有量的影响因素研究、企业持有现金的市场价值、现金持有量和经营绩效的关系研究等方面, 本章将从现金持有量相关的理论研究和实证检验等两个方面对以往的相关文献进行回顾。

2.1 现金持有研究的理论基础

强式有效的资本市场不存在交易成本, 信息完全对称, 企业的外部市场筹资成本为零, 因此在完美资本市场中现金被视为净现值为零的投资 (Modigliani 和 Miller, 1958), 公司则没有必要持有现金。然而, 在现实世界中完美的资本市场是不存在的, 信息不对称、交易成本、税收和代理成本等因素使得现金成为公司最重要的资产。现金持有政策的主要发展出现了以下三种主要的理论解释:

2.1.1 现金持有动机理论

依据 Keynes 于 1936 年在著作《货币、就业与利息通论》一书中提出的货币需求理论, 交易性动机 (transaction motive)、预防性动机 (precautionary motive) 和投机性动机 (speculative motive) 是企业持有现金的三种重要动机。其中, 交易性动机是指“由企业或其业务交易引起的现金需求”; 预防性动机是指具有潜在投资机会的公司会在经营状况良好时提高现金储备, 以避免因为现金不足错失净现值大于零的投资机会或者经营状况不良时现金不足的情况; 而投机性动机则是指公司为了不放过由于经济波动而产生的投机机会持有现金作为准

备的动机。

过去，交易性动机是现金持有动机理论研究的主要关注对象。Miller 和 Orr(1966)认为公司为获得现金而付出的交易成本会促使公司留存更多的流动性资产（包括现金本身）。Myers 和 Majluf(1984)也认为信息不对称造成了外源性融资成本高于内源融资，为保持财务弹性以应对未来可能出现的净现值大于零的投资机会，企业就有必要持有有一定数量的现金。

最近，对现金持有量的研究重心转移到了预防性动机这一现金持有理论课题上。实证研究着重检验了现金持有量与融资约束、现金流波动性等的相关关系，也测试了现金持有量与融资约束的相关性对公司投资行为产生的影响作用。实证研究结果证明，在现实世界的资本市场中，存在融资约束的公司无法充分对冲现金流的风险，因此就有必要留存一定数量的现金，以预防未来的不时之需。

2.1.2 权衡理论

现金持有量的传统权衡理论同样始于 Keynes(1936)，套用边际成本的概念他提出了迄今为止仍然非常重要的现金持有理论模型——交易成本模型。依据该理论模型，影响现金持有决策的边际成本的因素包括：(1)外部融资费用；(2)通过减少股息、出售资产和进行谈判筹集资金的成本；(3)机会成本；(4)套期保值费用；(5)其他资产变现费用；(6)现金流的不确定性风险；(7)规模经济的损失；(8)税收等。因此，依据该理论模型，公司存在最佳现金持有量，现金不足造成的边际成本曲线和持有现金形成的边际成本曲线的交点即为最佳现金持有量点，单纯从图形上分析，最佳现金持有量点会随着以上各种成本的减少而下移。

到了 20 世纪 50 年代，Baumol(1952)依据 Keynes 的交易成本理论模型提出了将现金最佳持有量具体化的现金库存模型。现金库存模型只考虑了每次筹措现金产生的类似于固定批次经纪费的融资成本和持有现金产生的利率等变动机会成本，而没有考虑因持有现金而损失的投资收益这一更重要的机会成本，Miller 和 Orr 等人(1966)对现金库存模型进行了扩展并推导出最佳现金持有量模型。

在此基础上，Kraus 和 Litzenberger(1973)提出了权衡理论(Tradeoff Theory)。权衡理论认为持有现金同样能产生收益，具体收益主要包括：(1)公司发生财务困境几率的减少；(2)融资约束的公司仍能进行有价值的投资；(3)外部融资费用的减少与现有资产清算费用的节省；(4)能及时运用现金资产的利益。

在公司管理层是以股东价值最大化为原则的假设前提下，公司通过权衡现金持有成本和现金持有收益来确定现金的最佳持有量，当持有现金的边际收益和边际成本相等时持有的现金则达到最佳持有量。

2. 1. 3 代理理论

权衡理论假设管理者坚持以股东价值最大化的原则，关注持有现金得到的收益和产生的成本之间的平衡以判断公司是否偏离了现金最佳持有量。但是在现实世界中，管理者并不是一直坚持维护股东价值最大化的，管理者有增加私人利益，影响股东价值的自利行为。代理理论则可以从管理者自利行为的角度，解释为什么公司持有的现金偏离了权衡理论定义的最佳现金持有量。一般假设认为管理层偏好持有更多的现金，因为持有的现金越多，公司现金流风险越低和管理层的控制权也随之扩大，这样会导致管理层将预防性动机看得过重。因此，代理理论认为代理成本的存在会导致公司现金持有量可能高于权衡理论讨论的最佳持有量。

Jensen 和 Meckling (1976) 提出的委托代理理论认为股东与管理层之间存在代理问题，管理层配置公司资源（例如现金资源）时会考虑优化个人效用，从而使公司的行为偏离股东价值最大化的目标，代理成本也因此而产生。

依据股东和管理层之间存在代理成本的研究思路，Jensen (1986) 随后提出了能够解释管理层现金持有偏好的自由现金流量理论 (Free Cash Flow Theory)，他认为公司持有超额现金不能使股东价值最大化，只是为了满足公司管理者的个人利益。Jensen 的自由现金流量理论分析了公司管理层的超额持有现金偏好的动机，即在两权分离的背景下管理层会滥用其控制权超额持有现金，其动机可能是为了优化自己的激励和报酬、降低财务危机风险、增加在职消费、获取其他控制权私利等。

如果公司持有超额的现金，即使管理者造成了经营困境，公司也不会因为现金流紧张而出现财务危机，因此管理者的职位也会更安全。当经营现金流不足时，管理层为了持有较多的现金可能会放弃一些净现值大于零的项目投资，当经营现金流充足时，前期积累的过多现金也可能促使管理者进行过度投资，而这些行为造成的成本不利于实现股东价值最大化。值得注意的是，持有现金偏好、在职消费、投资不足或过度投资等行为效果相叠加，代理问题的存在并不一定引起现金持有量过高。

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.

厦门大学博硕士论文摘要库