

# 影响我国公司现金持有水平的因素分析

刘冬荣(博士生导师) 沈茂荣

(中南大学商学院 长沙 410083)

**【摘要】** 本文以现金持有的静态权衡理论、融资优序理论和代理成本理论为基础,分析了公司规模等财务特征因素和股权结构等公司治理因素对我国公司现金持有水平的影响。

**【关键词】** 现金持有水平 公司规模 股权结构

现金管理是公司理财的一个重要方面,现金兼具高流动性和低收益性的双重特征,现金持有水平综合反映了公司的财务经营战略和治理状况。基于经济学和财务理论,西方学者已经提出了三种主流理论(即静态权衡理论、融资优序理论和代理成本理论)来解释现金持有行为,但是由于不同国家存在不同的资本市场和不同的公司治理结构,各个国家的现金持有行为存在较大的差异,目前还没有一种解释现金持有行为的理论得到公认。相对于国外丰富的研究成果,我国学者针对现金持有水平的研究较少。因此,进一步系统地分析影响我国公司现金持有水平的因素具有较大的理论和实际意义。

## 一、影响因素

有关现金持有的三种主流理论中,静态权衡理论和融资优序理论实质上都是从企业价值最大化的角度出发权衡成本和收益之后做出理性选择。尽管随着研究的不断深入,成本和收益的具体内涵发生了变化,甚至发展到战略的高度,但是实质上都是基于财务因素做出的选择。而对于代理成本理论,从管理层对股东的代理发展到大股东对小股东的代理直至考虑宏观制度对现金持有水平的影响,实质上都是公司治理因素对现金持有水平产生了影响。因此从根源上讲,影响我国公司现金持有水平的因素在理论上只有两种,即财务特征因素和公司治理因素。

### 1. 财务特征因素对现金持有水平的影响。

(1)公司规模与现金持有水平。交易成本理论和信息不对称理论认为,与规模较大的公司相比,规模较小的公司面临更多的借款限制,其信息不对称程度较高,进入长期负债市场有一定的困难,从而导致较高的外部融资成本;规模较大的公司更可能进行多元化的投资,面临财务困境的可能性较小,而规模较小的公司处于财务困境时更容易被清算,所以规模较小的公司将持有更多的现金以避免发生财务危机;此外,规模较大的公司的现金管理存在规模效应。从以上三个角度预期,现金持有水平与公司规模负相关。管理者操控性代理成本理论认为,公司规模越大,公司管理者的行为越难被观察到,管理者越有动机为操控支出而持有更多的现金,由此预期现金持有水平与公司规模正相关。胡国柳等以1997年12月31日之前

在沪深两市上市的非金融类A股和B股公司的1998~2002年的观测值为样本进行实证研究,结果表明:我国公司规模与公司现金持有水平显著正相关。从一定意义上来说,公司规模越大,成功的机会越多,净现金流量越大,储备的现金就越多。

(2)财务杠杆系数与现金持有水平。交易成本理论从财务杠杆系数可以充当企业债务融资能力的替代变量的意义上预期财务杠杆系数应与企业现金持有水平负相关。同时,从财务杠杆系数与财务困境成本正相关的角度预期财务杠杆系数与现金持有水平负相关。而信息不对称模型和管理者操控性代理成本模型都预期现金持有水平与财务杠杆系数负相关,但是也有学者认为较高的债务水平可能增大企业出现财务危机和破产的可能性,因此财务杠杆系数高的企业可能持有较多的现金。就我国的实际情况来说,企业面临的首要问题就是资金缺乏,当已经有了很高的资产负债率,再次使用债务融资有一定的难度时,它们就竭力上市进行股权融资,取得的资金很快用于弥补资金缺口,保留较少的现金。胡国柳等通过实证研究表明,我国的财务杠杆系数与现金持有水平显著负相关。张人骥、彭桃英等也得出了相同的研究结论。

(3)现金流量与现金持有水平。交易成本理论从现金流量与现金之间的替代效应角度指出二者正相关,而信息不对称理论则从信息不对称与融资成本的关系角度指出二者负相关。胡国柳等的实证研究结果表明,我国上市公司现金流量与现金持有水平无关或者相关性不显著,从而既不支持交易成本理论也不支持信息不对称理论。胡国柳等在相关的研究中还发现,内部现金流量与公司资本支出正相关,因此内部现金流量越大,公司投资也越多,从而导致现金流量与现金持有水平之间没有显著的统计关系。另外,现金流量的变异性也是一个相关因素。现金净流量大并不意味着现金流量的稳定性高。现金流量与现金流量的波动性之间的不确定关系也使得现金流量与现金持有水平之间存在不确定性。

(4)公司的成长性与现金持有水平。交易成本理论从成长机会与投资机会的丧失成本、财务困境成本及破产成本之间可能存在的正相关关系的角度出发,预期现金持有水平与公司的成长性正相关。信息不对称理论、代理成本理论等也均认

为,公司的成长性与现金持有水平之间存在显著的正相关关系。但是,管理者操控性代理成本理论预期,现金持有水平与公司的成长性负相关。

公司处于不同的时期,有不同的投资需要,因此要求不同的现金持有水平。相对来说,处于成长期的公司更不愿意陷入财务困境而丧失良好的投资机会,而且会尽量避免因信息不对称而支付高昂的外部融资成本,所以会自己保留尽可能多的现金。程建伟等(2007)以2000~2005年沪深两市的586家A股上市公司为样本,根据成长性细分之后,发现成长性为现金持有水平决定性因素中很重要的一个因素,总体上来讲,成长性越好,公司价值越大,从而越应该持有更多的现金。

**2. 公司治理因素对现金持有水平的影响。**交易成本、信息不对称和代理问题在现实经济生活中无处不在,当外在的客观环境无法更好地得到改善,我们可以通过完善公司内部的股权制衡机制来降低风险和提高效率,而这是公司治理所要解决的问题。

(1)股权结构与现金持有水平。公司的股权结构是指公司股东的构成,包括股东的类型及各类股东持股所占比例、股票的集中或分散程度、股东的稳定性、高层管理者的持股比例等。我国境内上市公司的股权结构主要包括国有股股东、法人股股东、社会公众股股东。

众所周知,我国的上市公司大都转型于国有企业,国有股比例相对较大,而存在国有股的公司由于委托代理链条较长,使得国有股的管理者缺少本位利益的驱动。经营者往往追求短期业绩表现而忽略公司的长远利益,从而有可能出现将手中的现金盲目进行投资的情况。而当真正出现了财务困境而无法解决时,经营者又会千方百计地取得国家财政的支持,这使得国有股的比重越大,公司持有的现金可能越少。于东智、胡国柳等的实证研究结果也表明,国有股的比例与现金持有水平负相关。

法人股股东对公司现金持有水平的影响体现在:由于法人股股东持股比例大,会更加关注公司的长期经营发展,法人股股东有动力也有能力去实现对公司经理人的监督,为了避免丧失有利的投资机会,法人股股东往往会要求经理人持有更多的现金。所以,法人股的比例和现金持有水平正相关。有学者的实证研究也支持这一观点。当然,也可能由于法人股股东持股比例大产生控股股东与小股东之间的代理问题,但是从现金持有的角度尚未得到实证研究的支持。

国有股股东和法人股股东在绝大多数公司中占有绝对优势,使得社会公众股股东在这些公司的董事会和监事会中没有地位,他们在公司治理中发挥的作用也是微弱的。社会公众股股东不仅在对公司管理层或内部人的直接监管方面存在强烈的“搭便车”动机,而且经常以“用脚投票”代替“用手投票”,这种行为也不利于公司治理。据计算,我国股票持有的平均期限只有1~2个月,而在美国是18个月,这足以说明我国公司的小股东缺少监督公司经营的动力,而是有很强的投机性。但是当微小的力量集合在一起的时候也会对公司治理产生一定的积极作用,所以当社会公众股股东的持股比例较高时,就会要

求现金持有量的相对增加。于东智、杨兴全、孙杰的实证研究得出了现金持有量与社会公众股比例正相关的结论。

(2)独立董事与现金持有水平。于东智等(2006)的实证研究结果表明,独立董事与现金持有水平无统计意义上的相关性。这说明从普遍意义上来看,独立董事显然没有发挥遏制经理人与大股东企图侵蚀中小股东利益的作用。建立独立董事制度的初衷是制衡内部董事,监督和约束公司的决策者和经营者并制约大股东的操纵行为,最大限度地保护中小股东乃至整个公司的利益。但是就我国的现实情况来看,独立董事基本上仅仅是听取、审议公司的年度财务报告以及在公司做出重大决策时发表意见,真正的决策者依然是第一大股东,独立董事并没有发挥其应有的作用,仅仅只是充当顾问的角色。因此,积极完善独立董事制度,使独立董事名副其实是十分必要的。

影响现金持有水平的因素除了以上几个主要的方面,还包括现金股利、资本结构、投融资水平等财务特征因素以及董事会规模、股东保护程度等公司治理因素,限于篇幅,在此不再一一陈述。此外,张如云、赵研(2007)依据中国证监会的行业分类标准,以我国A股上市公司2002~2004年的数据为基础,实证检验了上市公司现金持有水平的行业特征,结果表明:行业因素是影响上市公司现金持有水平的重要因素之一,不同行业的上市公司的现金持有水平存在显著差异,而同一行业的上市公司的现金持有水平的差异并不明显。

## 二、结论

公司现金持有决策实际上是公司股东、经理人等利益相关者相互博弈的结果,是公司财务特点、公司治理结构、宏观经济波动等多重因素共同作用的产物。从我国的实际研究情况来看,在财务特征因素方面,公司规模、公司的成长性与公司现金持有水平正相关,主要是因为规模大和处在成长期的公司的投资机会相对较多,会持有相对多的现金以避免投资不足;而财务杠杆系数与现金持有水平负相关,因为高资产负债率的公司进一步融资的成本相对较高,取得的资金一方面用于前期负债和利息的偿还,另一方面还要用于投资和周转,现金余额较少,从而进入资金短缺的恶性循环;现金流量与现金持有水平的关系并不明显。从而,从公司治理的角度来说,法人股比例和社会公众股比例与现金持有水平正相关,国有股比例与现金持有水平负相关,独立董事与现金持有水平无统计意义上的相关性。这从现金持有水平的角度折射了我国的公司治理依然存在不足之处。强调股权制衡的重要性、使独立董事切实发挥其应有的作用、健全国有股管理者的长期激励机制等都是公司治理进一步完善的方向。

### 主要参考文献

1. 彭桃英,周伟.中国上市公司高额现金持有动因研究——代理理论抑或权衡理论.会计研究,2006;5
2. 杨兴全,孙杰.公司治理机制对公司现金持有量的影响——来自我国上市公司的经验证据.商业经济与管理,2006;10
3. 程建伟,周伟贤.上市公司现金持有:权衡理论还是啄食理论.中国工业经济,2007;4