

现金持有量对上市公司价值影响的实证分析

汪东红 王海刚

(西安微电子技术研究所 西安 710054 陕西省移动通信有限责任公司 西安 710054)

【摘要】本文以2003~2006年我国上市公司为样本研究了现金持有量对公司价值的影响。研究表明,现金持有量与公司价值之间呈倒U型关系。当现金持有量处于较低水平时,增加现金持有量有助于提升公司价值;当现金持有量达到一定水平后,代理问题出现,导致公司价值下降。

【关键词】上市公司 现金持有量 公司价值

一、引言

现代资本市场的迅速发展,使得企业财务管理的目标由追求利润最大化、所有者财富最大化转变为追求企业价值最大化。有关企业价值的影响因素也日渐成为国内外学者研究的重点。

近年来,国外一些学者对现金持有量与企业价值的关系进行了研究。Mikelson和Partch(1999)以1986~1991年现金持有比率为25%的89家上市公司为样本,以其1992~1996年的经营业绩为研究对象。研究发现,现金持有量高的公司的经营业绩大大好于对照组公司的经营业绩。

Opler等(1999)通过研究发现,成长性较高、风险较高、规模较小的公司持有较多现金;规模较大、信用等级较高的公司持有较少的现金。而且,公司主要将超额现金用于掩饰损失,而不是用于新项目投资。这表明公司持有现金的预防性动机特别强烈。

Harford(1999)研究发现,现金充裕的公司比其他公司更可能发生价值递减的并购行为,主要反映为并购宣告引起的股价下跌和并购后公司运营业绩的下滑。

陈雪峰、翁君奕(2002)以1999年实施配股的上市公司为样本,分析了上市公司配股后现金的持有状况、持有形式及配股前后公司经营业绩的变化。他们发现在配股当年,公司配股所得现金多以货币资金和短期投资的形式存在,次年投入使用,但有26%的公司变更投资项目。公司在配股当年的经营业绩较前一年显著下降,在现金投入使用的当年,业绩较前一年无明显变化,但在现金投入使用的下一年,经营业绩显著下滑;而且通过横截面研究发现,在现金较为充裕的公司中现金持有量越高的公司业绩越差。

国外学术界从多角度对公司现金持有量展开了研究,形成了许多有价值的研究成果。国内虽已有学者开展了公司现金持有量影响因素的研究工作,但对现金持有量与公司价值的关系缺乏深入的研究。由于发达国家在资本结构等方面与我国相比存在巨大差异,因此利用我国上市公司数据进行有

关实证检验具有重要意义。基于此,本文以我国上市公司为样本,试图探究现金持有量与公司价值之间的关系。本文的研究将为上市公司利益相关者的决策提供新的思路,对上市公司合理安排其现金持有量以使公司价值最大化具有一定的理论指导意义。

二、研究设计

1. 研究假设。资本市场上信息不对称的存在使得外部融资成本大于内部融资成本,Myers和Majluf(1984)认为由于信息不对称造成的融资限制,驱使公司需要持有较多流动资产以应对未来的投资需求。公司使用内部资金有助于降低融资成本,从而提升公司价值。由于证券市场的不可预测性因素太多,因此除非是紧急状况,否则公司一般会偏好内部融资。Jensen和Meckling(1976)的自由现金流量理论认为,股东和经理人之间代理问题的存在会使经理人具有利用其控制权持有多于公司实际需要的现金,目的是增加自己的津贴、在职消费及其他控制权私利。Harford(1999)的研究表明,公司若保留太多的现金,则可能引发经理人严重的代理问题,使公司价值降低。由此,本文提出研究假设:我国上市公司现金持有量与公司价值呈倒U型关系。

2. 样本选取。本文以会计研究数据库(CSMAR DATABASE)中的2003~2006年度沪、深两市上市公司年度财务报告的相关数据为样本进行实证研究。根据研究需要,笔者对上市公司进行了如下筛选:考虑到金融行业融资结构的特殊性,剔除金融类上市公司;为了使样本公司的数据具有可比性,剔除2003年后新上市的公司;为了避免异常值的影响,剔除了样本区间财务状况异常的ST和PT类上市公司;剔除了一些相关数据不全的公司。筛选后的样本公司共1126家。

3. 分析方法、变量含义及描述。本文以公司价值为被解释变量,为验证现金持有量(CASH/NA)与公司价值之间的非单调关系,在回归方程中引入(CASH/NA)²作为解释变量。又由于公司的其他特性也会影响到企业的现金持有决策,因此回归方程中引入了诸如财务杠杆、公司规模等控制变量以

控制这些因素对现金持有量的影响。

本文选取市净率(MBR)来衡量公司价值。MBR表示公司股东权益的市场价值与账面价值的比率,等于公司发行在外的股份总数乘以公司股票年末最后一个交易日收盘价的积再除以该年年末公司股东权益的账面价值。本文为了排除随机因素对股价的干扰,选取的价格是每年年底前7个交易日的收盘价平均值。

借鉴国内外学者的研究结论,选择现金流比例(CFLOW)、现金流变异性(CFVOLAT)、财务杠杆(FLEV)、企业规模(LNA)作为模型的控制变量。现金流量的波动性,显示公司不同现金持有量带来的不确定性。当现金流量波动较大时,潜在地增加了公司放弃投资机会和面临财务困境的可能性。CFVOLAT反映公司未来现金短缺风险。FLEV表示公司债务融资的能力。考虑规模变量主要是因为规模越大的企业越有可能实现规模经济,并能够进入许多资本密集型产业。此外,在我国目前环境下,规模大的企业较易成为政策倾斜的对象。本文以年末总资产的自然对数作为公司规模的控制变量。

表1 相关变量含义及描述

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 定义描述及计量 |
|------|-----------|---------|---|
| 因变量 | 公司价值(市净率) | MBR | MBR表示公司股东权益的市场价值与账面价值的比率 |
| 自变量 | 现金持有量 | CASH/NA | CASH/NA表示货币资金及短期投资与净资产之比。净资产为总资产扣除现金及现金等价物(短期投资)的余额 |
| 控制变量 | 现金流比例 | CFLOW | CFLOW=(净利润+折旧+无形资产及其他资产摊销)/总资产 |
| | 现金流变异性 | CFVOLAT | CFVOLAT=现金流标准差/总资产 |
| | 财务杠杆 | FLEV | FLEV=总负债的账面价值/总资产的账面价值 |
| | 企业规模 | LNA | LNA=LN(总资产) |

本文通过以下回归模型进行分析:

$$MBR = \beta_0 + \beta_1 CASH/NA + \beta_2 (CASH/NA)^2 + \beta_3 CFLOW + \beta_4 CFVOLAT + \beta_5 FLEV + \beta_6 LNA + \varepsilon$$

其中, β_0 为常数项, β_j 为回归系数($j=1,2,\dots,6$), ε 表示残差项。

三、实证结果及分析

1. 样本统计性描述。

表2 变量的统计性描述

| 变量 | Mean | 25th Percentile | Median | 75th Percentile | Min | Max | Std.D |
|---------|--------|-----------------|--------|-----------------|---------|---------|-------|
| MBR | 2.13 | 1.38 | 2.36 | 3.78 | 1 | 4.5 | 0.543 |
| CASH/NA | 18.42% | 6.96% | 13.92% | 20.88% | 0.02% | 155.82% | 2.171 |
| CFLOW | 6.79% | 3.74% | 7.48% | 11.32% | -15.77% | 14.62% | 0.419 |
| CFVOLAT | 9.1% | 3.71% | 7.4% | 10.23% | 4.7% | 11.3% | 1.654 |
| FLEV | 46.67% | 22.76% | 45.53% | 68.29% | 1.26% | 98.97% | 0.574 |
| LNA | 11.66 | 5.78 | 11.60 | 13.68 | 9.35 | 15.18 | 0.630 |

表2的数据显示,各变量的中位值和平均值大致相当,这说明变量是符合统计分布的,而且分布比较均匀。我国上市公司现金持有比率平均值为18.42%,中位值为13.92%,这说明我

国上市公司现金持有水平较高。现金持有量的标准差为2.171,说明我国上市公司之间的现金持有量差异较大。公司价值指标MBR的最小值1与最大值4.5之间有较大差异,说明我国上市公司之间的公司价值存在一定的差异。

2. 回归结果分析。

表3 统计回归结果

| 回归系数 | 结果① | 结果② |
|------------------------|------------------|------------------|
| 常数项 | -2.54(-3.936) | -2.06(-1.986) |
| CASH/NA | 0.168(4.462)** | 0.254(5.246)** |
| (CASH/NA) ² | | -0.276(-8.048)** |
| CFLOW | 0.238(3.368)** | 0.051(18.45)** |
| CFVOLAT | -0.233(-2.435)** | -0.182(-3.245)** |
| FLEV | -0.238(-3.368)** | -0.051(-18.45)** |
| LNA | 0.243(3.218)** | 0.151(8.45)** |
| 调整R ² | 0.193 | 0.325 |
| F值 | 39.382*** | 29.201*** |
| D-W检验 | 1.921 | 1.938 |

注:表中括号的数值为回归系数的T检验统计量P值,**、***分别表示在5%、10%的水平上显著。

表3中回归结果①显示,对总体研究样本而言现金持有量与公司价值在5%的显著性水平上呈正相关关系,支持信息不对称情况下增加现金持有量有助于提升公司价值的观点。回归结果②则显示,现金持有量与公司价值在5%的显著性水平上呈正相关关系,现金持有量的平方与公司价值在5%的显著性水平上呈负相关关系。

实证结果为本文提出的研究假设提供了支持,现金持有量与公司价值之间呈倒U型关系,当现金持有水平较低时,随着现金持有量的增加,公司价值有所上升;当其超过一定水平后,随着现金持有量的继续升高,自由现金流量假说下的代理问题出现,使得公司价值有所下降。由回归结果①、②可以看出,我国上市公司现金持有量对公司价值的影响是非线性的,即对我国上市公司整体而言,信息不对称和代理问题共存,但信息不对称问题相对比较严重,研究最终的结果支持了信息不对称情况下增加企业现金持有量有助于提升公司价值的观点。

我国上市公司的借款主要来自银行,而银行和企业之间存在信息不对称,即企业在对投资收益与风险的认知方面具有信息优势。信息不对称的存在使得银行管理者和信贷人员承担着较大的贷款风险,如果贷款不能按期收回,有关人员要承担直接责任。因此银行在选取贷款对象时非常谨慎,并且限制贷款的规模以降低风险。在证券市场上,由于信息不对称的存在,外部投资者可能无法对公司质量做出正确的判断。结果新股东在购买股票时,会暗中要求一个额外的费用,以补偿柠檬问题带来的损失。这个费用会增加高质量公司管理者所面临的权益融资成本,而这个成本必定高于现在股东所面临的内部融资的成本。新旧股东之间的信息不对称,使得股权融资成本偏高,最终使得公司在证券市场融资受限。因此,公

会计信息可靠性测度模型研究

沈星元 邓田生(教授)

(衡阳师范学院 湖南衡阳 421008 中南大学商学院 长沙 410083)

【摘要】 本文对会计信息可靠性的内涵进行了深入探析,并在评价现有会计信息可靠性测度模型的基础上,利用统计学方法构建了用途更广、更加科学的测度模型,以比较不同信息项目的可靠性程度。

【关键词】 会计信息 可靠性 可靠性测度模型

可靠性与相关性是会计信息质量的两大基本特征,构建数学模型对会计信息可靠性程度进行定量分析至少有三重大意义:①在宏观层面上可以用来评价我国新实施的企业会计准则是否使会计信息质量得到显著提高;②在中观层面上可以用来分析现行会计信息系统的稳定性程度;③在微观层面上,可以评价某企业整张报表的可靠性程度及报表中某个项目数据的真实性、可靠性程度,也可以将报表中几个项目数据的可靠性程度进行比较,从而有利于决策者根据所用项目数据的可靠性程度对决策结果进行更加准确的估计,也有助于审计人员在审计中对可靠性程度低的项目给予更多的关注,并进行重点审计从而提高审计效率。

现有大多数文献主要从定性角度对会计信息可靠性进行分析,从定量角度对会计信息可靠性进行分析的文献很少。陈美华博士、会计学家井尻雄士和朱迪克对该问题进行过定量研究,提出了会计信息可靠性测度指标,但他们的指标应用范围较窄并且建立的模型存在一些不足。本文尝试建立一个不仅可以用于单一信息项目的可靠性测度,而且可以用于不同公司管理者在面临信贷市场以及证券市场上的信息不对称问题时,会选择持有较多的现金以抓住较好的投资机会。

当上市公司的现金持有量达到一定水平后,现金持有量的继续增加将导致代理问题。当公司中保留过多的现金时,经理人基于自利动机,除了接受一些净现值为正的投资方案外,还会将多余的资金投资于净现值为负的投资方案,或从事一些能增加自己的津贴、在职消费及其他控制权私利的活动,从而导致公司价值下降。

四、结论及建议

本文主要研究了我国上市公司现金持有量与公司价值之间的关系,实证结果表明我国上市公司的现金持有量与公司价值之间呈倒U型关系。当现金持有量水平较低时,随着现金持有量的增加,公司价值有所上升;当其超过一定水平后,随着现金持有量的增加,代理问题出现,使得公司价值有所下降。信贷市场及资本市场的信息不对称以及公司经理人的代理问题导致了两者之间的非线性关系。基于以上分析,本文提

项目信息的可靠性比较的数学模型。

一、现有会计信息可靠性测度模型评价

关于会计信息可靠性测度模型的研究,目前主要有两种具有代表性的衡量模型。

1. 井尻雄士和朱迪克提出的模型。他们用多次独立计量得出数据的离散程度来衡量会计信息可靠性,具体模型为:

$$V = \sum (x_i - \bar{x})^2 / n$$

上式中,V代表可靠性,V值越小越可靠;n代表重复计量次数; x_i 代表第i次计量值; \bar{x} 代表多次计量结果的期望值。

由以上模型可知,他们对会计信息可靠性内涵的理解有失偏颇,没有从会计目标出发,将会计信息的可靠性与会计信息的真实性相混淆,他们衡量会计信息的可靠性的做法有两大不足:①他们建立模型的目的原本是对会计信息的可靠性进行测度,实质上却在对会计信息真实性或会计信息程序与方法体系的稳定性进行测度;②其建立的测度指标本身存在缺陷。他们设计的独立计量次数带有随意性,没有科学依据;没有用样本均值代替总体均值的置信度;没有用测度指标对

出以下建议:

1. 上市公司要加强现金管理,提高现金使用效率。公司可依据过去及当前的财务特征、行业和时间的影响,确立目标现金持有量,避免公司现金持有过量或不足,进而有效避免公司资金的闲置、投资过度或投资不足。

2. 发展经理人市场,建立经理人约束机制。增加经理人的持股比例,加强对经理人的激励,促使经理人在现金持有和使用决策上选择使股东利益最大化的措施。

主要参考文献

1. 杨兴全,孙杰.企业现金持有量:文献综述与启示.当代财经,2006;9

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. 翁君奕,陈雪峰.配股公司现金持有与经营业绩.决策借鉴,2002;4