

我国企业现金持有量研究现状与展望

张红艳

(北京交通大学经济管理学院 北京 100044)

【摘要】 本文在外国学者现有研究成果的基础上,总结、评述我国对企业现金持有量问题的研究现状,指出在研究领域、方法、深度方面存在的不足,进而提出在该领域的研究应该坚持“三个结合”的原则。

【关键词】 现金持有量 权衡理论 公司治理 相关因素

现金持有量问题是企业理财的一个重要研究课题。近年来,西方学者对此进行了大量的理论与实证研究,取得了丰富的研究成果。我国不少学者在这方面也做了大量的调查研究工作,取得了一定的研究成果。本文在阐述国外学者研究成果的基础上,总结我国学者在该领域的研究情况,进而提出我国在该领域研究时应该重点关注的问题和研究思路。

一、国外主要研究成果

1. 权衡理论与企业现金持有量。权衡理论认为公司在持有现金的成本与持有现金的收益之间进行权衡。影响企业现金持有量的因素主要有:从外部市场筹集资金的交易成本、投资机会、现金流量、现金流量的不确定性、现金替代物水平、企业的规模等。其中,从外部市场筹集资金的交易成本、投资机会、现金流量的不确定性等因素与企业的现金持有量呈正相关关系,其他因素与企业的现金持有量呈负相关关系。此外,财务杠杆对现金持有量也有一定程度的影响:一方面随着财务杠杆的增加,企业破产的可能性增大,破产成本增加,这会导致企业持有较多的现金;另一方面,财务杠杆反映了企业的偿债能力,企业的债务可以视为现金及现金等价物的一种替代品,因此,随着财务杠杆的增加,企业持有的现金量将降低。可见,在权衡模型下,现金持有量与财务杠杆的关系是不确定的,即它们既可能是正相关关系,也可能是负相关关系。

2. 信息不对称、优序融资理论与企业现金持有量。当企业与市场之间存在信息不对称的情况时,从外部投资者的角度来看,需要适当地将股票的价格打折才会确保他们没有以被高估的价格购进股票。从内部管理者的角度来看,这种折扣价格低估了企业股票的价值,这使得企业为了避免高昂的外部筹资成本,宁愿减少投资机会。在这种情况下,持有更多的现金来避免错失良机不失为明智之举。优序融资理论认为,企业偏好于内部融资,如果内部资金不足,则会偏好于债务融资。与权衡理论相反,优序融资理论认为企业并不存在最佳现金持有量,它仅仅是把现金视为留存收益与投资需求和偿债需求之间的一个调节器。权衡理论与优序融资理论中,同一个因素对现金持有量的影响方向并不完全一致。其中,企业规模、现金流量与现金持有量在权衡理论下负相关,而在优序融

资理论下则正相关,投资机会在两个模型下均与现金持有量正相关,在权衡理论下与现金持有量关系不确定的财务杠杆因素在优序融资理论下则与现金持有量负相关。

3. 公司治理结构与现金持有量。关于公司治理结构与现金持有量的研究主要集中于经营者持股比例、股权集中度与现金持有量关系的研究。在经营者与现金持有量关系的研究上,大量的文献都支持提高经营者持股比例可以协调其与股东之间的利益冲突,即运用激励机制发挥作用。然而,随着经营者持股比例的上升,外部投资者对管理当局的约束、监督将会越来越弱,此时,经营者将会选择持有更多的现金以追求私人利益,即侵害效应将会越来越明显。相对于股权分散的企业来讲,股权集中型企业对经理人员的监管更加有力,从而可以降低经营者的代理成本,因此,股权集中度与企业的现金持有量负相关。但同时,代理问题的另一种形式即大股东与小股东的利益冲突又可能导致大股东以牺牲小股东的利益为代价,通过持有大量的现金来满足自身的需要,因此,这又导致了股权集中度与企业的现金持有量正相关。

4. 制度环境与现金持有量。在制度环境这一范畴主要涉及了股东、债权人的保护程度与现金持有的关系,以及经济的不确定性、经济景气程度、税收等方面对现金持有量影响的研究。现有研究表明,国家对投资者的法律保护程度越高,股东和债权人的利益越能够得到保障,从而对代理人的约束也就越有效,相应的企业的现金持有量也就越低。

5. 银企关系与现金持有量。一般认为,通过银行进行融资,在缓解代理冲突和信息不对称方面的问题时会更加有效。主要原因在于银行相对于其他的外部融资机构来说,在监督公司活动和收集、整理信息方面具有一定的比较优势。正因为如此,银行愿意向企业提供贷款这一事项就向外部传递了企业的正面信息。较好的银企关系使得投资者相信企业有着很好的信誉及偿债能力,从而给企业提供了外部融资的便利。因此,银行债务较多的企业将会持有较少的现金。但是,当银行对企业具有较大的影响力时,银行会有为了从企业获取租金或者降低其监督成本而诱导企业持有大量的现金的动机,这一现象在一些发达国家如日本较为明显。

二、我国的研究现状

1. 文献综述。我国学者对现金持有量的研究主要有：

彭桃英和周伟(2006)针对我国企业高额现金持有行为研究了代理理论与权衡理论的适用性,依据“如果出于代理问题而持有高额现金,代理问题严重的企业持有的现金会较多,而且高现金也会给企业带来不利影响;如果出于权衡理论持有高额现金,则企业中的代理问题并不影响其高现金的持有,并且高现金也不会给企业带来不利影响”理论,以CSMAR数据库174家在1998~2000年连续3年持有高额现金的上市公司作为研究样本,运用描述性统计、Logistic回归的研究方法,通过高额现金对企业业绩的影响以及企业如何使用现金等角度验证,得出权衡理论相对于代理理论更适合用来解释我国企业的高额现金持有行为的结论。

胡国柳和蒋永明(2005)以1997年12月31日以前在沪、深两地上市的B股公司为研究样本,通过建立以公司现金持有水平为被解释变量,以增长机会、现金流、现金流变异性、现金替代物、财务杠杆、银行债务、债务期限结构、企业规模、公司年龄、股利支付为解释变量,同时加入行业哑变量作为控制变量的基本计量模型,采用逐步回归的方式,得出了如下结论:企业规模与现金持有水平显著正相关;现金替代物、财务杠杆及公司年龄与现金持有水平显著负相关;没有证据显示增长机会、现金流、现金流变异性、银行债务、债务期限结构及股利支付是影响现金持有水平的重要因素。

胡国柳、刘宝劲和马克仁(2006)从管理者操控性代理成本的角度出发,研究了股权结构与企业现金持有水平之间的关系。其选取的样本由1997年以前在沪、深两地上市的非金融类A股公司组成。通过建立以企业现金持有水平为被解释变量,股权结构为解释变量,增长机会、现金流、现金流变异性、现金替代物、财务杠杆、银行债务、债务期限结构、企业规模、公司年龄、股利支付哑变量、行业哑变量作为控制变量的计量模型,用回归分析的方法推断出:经理人员持股比例、流通A股比例与企业现金持有水平呈显著正相关;法人股比例、股权集中度与企业现金持有水平呈显著负相关;第一大股东持股比例与企业现金持有水平正相关,但不显著;国有股比例与企业现金持有水平负相关,但极不显著。

杨兴全、孙杰(2006)以中国证监会网站披露的上市公司年报和1999年12月31日以前在沪、深两市发行A股的公司作为研究样本,通过建立以现金持有比例为被解释变量,以控股股东哑变量、法人股比例、国有股比例、流通股比例、经营者持股比例、董事会规模、外部董事比例、领导权结构哑变量为解释变量,以企业规模、财务杠杆、投资机会、现金流量、现金替代物、银行债务、股利支付哑变量为控制变量的多元回归模型,研究了公司治理机制对公司现金持有量的影响,得出国有股比例、法人股比例、A股比例与现金持有量正相关,控股股东、经营者持股比例、相关公司治理变量未对经营者持有现金的动机形成有效约束的结论,从而推断出公司治理机制并未对公司现金持有量形成显著影响。

于东智等(2006)从公司治理的角度出发,以1997年12

月31日以前上市的719家A股公司为研究样本,以1998~2002年5个年度作为研究区间,使用平行数据的固定效应模型技术对建立的以现金持有比例为被解释变量,董事会规模、独立董事哑变量、领导权结构、股权结构、银行债务为解释变量,企业规模、财务杠杆、现金流量、现金替代物、股利支付、债务结构、成长性为控制变量的模型,研究了企业现金持有量的经验决定因素。结果表明:国家股比例、法人股比例与现金持有量显著负相关;债务期限结构并没有对企业现金持有量产生影响;现金替代物与现金持有量显著正相关。

章晓霞、吴冲锋(2006)从公司所受到的融资约束角度出发,采用2000~2004年全部非金融类A股上市公司的年报数据作为研究样本,使用现金一现金流敏感度作为检验指标,在“对于融资约束公司来说,其现金一现金流敏感度显著为正;而对于融资不受约束公司来说,其现金一现金流敏感度显著为零”的理论假说下,研究了我国上市公司的现金持有策略。实证结果发现:按照通常的融资约束分类标准,融资受约束和不进行融资公司的现金持有政策并没有显著的差异。

辛宇、徐莉萍(2006)以南开大学公司治理评价课题组对433个公司研究的数据为样本,使用描述性统计、回归分析的方法,实证研究了公司治理与超额现金持有的关系,结论表明上市公司的微观治理机制越好,其超额现金持有水平(即偏离正常现金持有水平的程度)越小,即在治理机制好的上市公司中,其现金持有水平更加合理,更能符合正常生产经营的需要,出现现金冗余和现金短缺的可能性都比较小。

张人骥、刘春江(2005)选取了991个沪、深上市A股公司2000年度年报作为研究样本,使用描述性统计、横截面回归分析,得出结论:我国基于股权结构的股东保护存在较大差异;我国上市公司的现金持有量较高,现金管理效率较低;股东保护与企业的现金持有量存在负的线性关系。

2. 主要的研究结论。根据以上8篇研究文献的研究成果,笔者以公司治理因素和非公司治理因素与现金持有量的关系为标准进行了分类,主要有以下两类。

(1)公司治理因素与现金持有量的相关性(见表1)。

表1 公司治理因素与现金持有量的关系

文献编号 影响因素	①	②	③	④	⑤
股权集中度	(+)		(-)		
经理人持股比例			(+)	*	(-)
流通A股比例			(+)	(+)	(-)
法人股比例			(-)	(+)	(+)
第一大股东比例			(+)*		(+)*
国有股比例			(-)**	(-)	(-)
董事会规模			*		(-)*
外部董事比例			*		
领导权结构			*		#
独立董事比例					-
可流通外资股比例					(-)

注:a.文献编号:①彭桃英和周伟(2006);②胡国柳和蒋永明(2005);③胡国柳、刘宝劲和马庆仁(2006);④杨兴全、孙杰(2006);⑤于东智等(2006);⑥章晓霞、吴冲锋(2006);⑦辛宇、徐莉萍(2006);⑧张人骥、刘春江(2005)。

b. (+)代表影响因素与现金持有正相关;(-)代表负相关;-代表不相关;*代表关系不显著;#代表关系不稳定;(+)*代表正相关但关系不显著;(-)*代表负相关但关系不显著;(-)**代表负相关但关系极不显著;-#代表不相关且关系不显著;(+)#代表正相关但关系不稳定;(-)#代表负相关但关系不稳定。

c. 文献①中使用的是高额现金持有的计量标准:在文献中将1998~2000年连续3年货币资金/总资产比例大于10%的样本公司定义为高额现金持有公司。

(2)其他影响因素与现金持有量的相关性(见表2)。

表2 非公司治理因素与现金持有量的关系

文献编号 影响因素	①	②	③	④	⑤	⑧
企业规模	*	(+)				
盈利能力	(+)					
成长性	(+)	*			(+)*	
财务杠杆	(-)	(-)		(-)	(+)	
银行债务		*		(-)	(-)#	
债务的期限结构		*			-#	
公司年龄		(-)				
股利支付		*		(+)	(+)#	
总资产					-#	
股东保护程度						(-)
现金流		*			(+)	
现金流变异性		*				
现金替代物		(-)		(-)	(+)	

注:同表1的附注a、b、c。

文献⑤的股利支付为现金股利。

三、我国研究存在的不足

1. 研究范围狭窄。这主要反映在以下方面:①缺乏对信息不对称、优序融资理论的适用性的验证性研究。从文献的回顾中可以看出,我国学者对于现金持有量的研究所使用的模型主要集中于权衡理论及公司治理层面,而对于信息不对称、优序融资理论则很少触及。②在经济转型的过渡时期,制度的变迁必定对企业产生深刻的影响,自然对企业现金持有量也会产生相应的影响,而我们现有的研究对制度环境与现金持有量的关系及其影响极少关注。③没有涉及行业的特性与共性、经济周期等对现金持有量的影响的研究。④针对银企关系的研究有所欠缺。

目前,我国正处于国有商业银行的股份制改革阶段,几大国有商业银行已陆续上市。随着我国国有商业银行股份制改革的推进,银企之间的关系将发生怎样的变化,我国上市公司的现金持有决策将会出现怎样的变化,公司的现金持有量将

会随着银企关系的转变呈现怎样的变化特征等,这些均是值得我们深入研究的问题。

2. 研究方法单一。目前,国内学者使用的研究方法主要集中于简单的回归技术的应用,对于涉及多因素的、更为严谨的回归技术的应用则很少触及。同时,对于学科之间的方法、模型的交叉应用也很少涉及。

3. 研究深度尚浅。这主要是两个方面:①对于国内外不同经济、政治环境下的比较研究较少涉及。②未涉及各影响因素影响程度大小的研究。在现金持有量的众多影响因素中,哪些是主要的影响因素,哪些是次要的影响因素,各因素之间是否存在相互的作用,这些问题均未涉及。

四、研究方向——三个结合

1. 理论的扩展与实证的推进相结合。我国是转轨经济国家,在管理规则、法律制度、市场成熟度等方面都存在较大的缺陷,这些环境因素的不完善将会对公司的现金持有决策产生重大的影响,在今后的研究中要注重结合我国的国情,对已有的现金持有决策因素模型进行有效的扩展,以利于丰富现金持有理论的构建,完善其经济假设。同时,也要注重实证的跟进,现金持有理论的演进及其累积效应直接导致现金持有决定因素的快速扩充,为实证研究提供大量的研究空间,实证研究成果又为现金持有决定因素模型的完善提供严谨的理论支持。只有做到两者相互促进,共同发展,才能真正推进我国在现金持有研究领域的发展。

2. 国内的个性探索与国际的共性研究相结合。国际比较既可以揭示各国现金持有影响因素及各自发展情况之间的差异,同时又可以归纳出不同国家之间的共同之处,从而抽象出共同的规律,为各国针对具体国情的研究提供指引,推进各国的具体研究。国内学者具有自己特色的研究可以为我国经济的持续、健康、稳定发展提供理论指引与实证支持,同时也可以为国际的比较研究提供资料,促进国际上对该理论的进一步深入研究。为了在这方面取得更好的成果,我们在今后的研究中既要大胆地引进国外的先进研究方法,借鉴已有的研究成果;同时,还要注重分析我国的特定情况,具体情况具体分析,做到引进与自创相结合,借鉴与探索齐发展。

3. 单一因素主导效应的研究与多因素作用机制的研究相结合。单一元素对现金持有量的影响程度如何,哪些因素起主导作用,哪些因素起次要作用,弄清这些问题对我国现金持有量进行有针对性的研究具有重要的意义。在深入研究单一元素影响作用的同时,要注重研究各个因素之间的相互作用关系。另外,不同的研究模型之间能否互相验证等问题也是值得我们在今后的研究中去探索的。

主要参考文献

1. 毕重林,朱国泓.西方现金持有理论演进及其经验研究综述.外国经济与管理,2006;8
2. 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
3. 陈阳光.国外公司现金持有行为的研究综述.华东经济管理,2006;9