

企业现金持有的主要影响因素 ——基于 A 股上市公司的实证研究

鲁欣怡 黄巍

(湖南大学, 湖南省, 长沙市, 410006)

摘要: 本文以我国 A 股上市公司作为研究对象, 利用 2003-2015 年企业公开披露的信息, 对企业的现金持有水平现状及其主要影响因素进行了分析。研究表明, 现金流量、股利分配、债务结构和股权集中度的增加都会导致现金持有水平显著增长, 而公司规模、资产负债率、资本支出的扩大会导致现金持有水平的降低; 在其他条件保持不变的情况下, 基于我国特有的制度背景, 非国有企业相对国有企业而言所持有的现金更多, 且两者受上述因素的影响程度有所不同; 金融危机后我国 A 股上市公司现金持有水平有所上升, 其中非国有企业现金持有水平增长幅度大于国有企业, 同时, 金融危机前后现金持有的主要影响因素也发生了变化, 可见其对企业现金持有量的决定机制产生了一定的影响。

关键词: 现金持有; 财务特征; 公司治理; 所有制; 金融危机

中图分类号: F8

文献标识码: A

一、引言

现金持有在公司运营发展过程中有着举足轻重的作用, 既是公司正常运转的基础, 也是未来投资的保障, 因此对于上市公司而言, 持有一定水平的现金是必要且有价值的, 然而, 持有过多或过少的现金对企业而言都是不利的, 资金短缺造成的运营不畅以及现金过多导致的低收益性, 都会影响企业的发展和成长, 因此企业需要制定合理的现金持有政策, 而其影响因素也因此具有理论和实证意义。

对现金持有的研究最早可追溯到凯恩斯, 其后随着研究的深入和拓展, 学者们将现金持有的动机归纳为三种, 即交易性动机、预防性动机和代理动机。基于此, 国内外学者对现金持有的影响因素进行了大量研究, 各国学者利用不同国家、地区不同时期的数据从多角度进行探究, 得出的结论不尽相同。我国在这方面的研究起步较晚, 而且我国的经济制度环境和国外有很大差别, 证券市场正处于发展的转轨时期, 投资者缺少足够的法律保护, 公司治理总体水平不高, 企业投资融资渠道不健全。同时, 上市公司的所有权性质也独具中国特色社会主义特色, 民营企业预算软约束的程度与国有企业存在差异, 因此, 国外的实证结果与我国实际情况并不一定相符, 以我国的制度为背景研究企业持有现金的相关问题具有重要的理论价值。

在考虑企业所有制带来的融资约束差异的同时, 我们还应关注金融危机对企业融资造成的影响。在金融危机以前, 上市公司凭借其规模和信用优势, 对外融资难度相对较低, 但经历金融危机之后, 整体外部融资成本和难度都大幅提升。在此前提下, 公司为维持正常经营活动, 往往会根据形势调整其现金持有政策, 因此, 企业在宏观经济环境变动导致融资难度提升的情况下会如何调整其现金持有量及相关政策具有一定理论研究意义。

本文旨在从企业财务特征、公司治理、所有制和金融危机等多角度探究现金持有的影响因素, 加深对现金持有的全面认识, 帮助企业在日常经营过程中加强现金持有管理, 从而提高运营效率。

二、文献回顾

企业财务特征方面, Opler 等 (1999) 利用 1971-1994 年期间美国上市公司的数据研究

企业现金持有的影响因素,并得到了支持权衡理论模型的证据。他们发现,具有较高成长性 or 现金流风险较大的公司,相对于非现金资产其更倾向于持有更多的现金,而大型企业或信用评级高的企业则普遍持有较少的现金,公司现金持有水平与未来投资机会、现金流不确定性、现金流量、信息不对称程度显著正相关,与公司规模显著负相关。辛宇、徐莉萍(2006)研究了 1999-2003 年期间中国上市公司现金持有水平的影响因素,结果表明,上市公司的现金持有水平与企业规模、财务杠杆比率负相关,与现金流量、资产周转率、投资机会、股利支付以及融资需求等因素正相关。杨兴全和孙杰(2006)发现,公司现金持有量与财务杠杆比率、净营运资本、银行负债呈负相关关系,而与投资机会呈正相关关系,与权衡理论、优序融资理论一致。

公司治理方面,Kusnadi(2003)通过研究 230 家新加坡上市公司来分析企业现金持有行为与公司治理机制之间的联系,结果显示,董事会规模与现金持有水平显著正相关,而非管理层的批量持股权与现金持有水平显著负相关。杨兴全和孙杰(2006)研究国内上市公司时发现,国有股、股东保护程度及董事会规模与现金持有量负相关,经营者持股比例与现金持有量正相关,股权集中度、领导权结构以及独立董事对公司现金持有量的影响并不显著。Harford 等(2008)研究发现,治理较差的公司比治理好的公司花费更多的现金,从而导致它们累积的现金相对较低。Bebchuck et al.(2000)认为,如果公司的控制权和现金流权分离程度较高,那么控股股东、管理者和中小股东之间则一定会存在利益冲突;当公司出现大量持有现金的情况时,中小股东难以对管理者提出要求让其减少现金持有,控股股东将能够从中获取更多私人利益。田笑丰和陈巧(2016)以 2009-2013 年中国沪深 A 股上市公司为样本,分析了董事会特征与现金持有的关系,研究表明董事会规模、独立董事比例与现金持有价值显著负相关;而董事会会议次数、董事会成员持股比例对现金持有简直并没有显著影响。喻彪和王祥兵(2017)采用 2009-2013 年我国 A 股民营上市公司的相关数据,实证检验了终极控股股东两权分离与公司现金持有水平及价值之间的关系,并进一步检验了这种关系是否会受到公司内部控制质量的影响,研究发现,终极控股股东两权分离程度越大,公司现金持有水平越低,现金持有价值也越低;两权分离对现金持有的影响与公司内部控制质量有关,内部控制质量的提高会显著降低两权分离对公司现金持有水平及价值的不良影响。

关于所有制、融资约束以及金融危机对现金持有的影响,Almeida 等(2004)以 1971-2000 年间美国 1,026 家制造业企业为样本,以融资约束程度为标准将该等企业分为两个子样本,分析了融资约束与非融资约束两类公司的现金持有对现金流量的敏感性差异,并探讨企业财务状况的影响程度,研究结果显示,存在融资约束的公司相对非融资约束的公司会持有更多的现金,而且在经济萧条时尤其如此,即对受融资约束制约的企业而言,从现金流储备现金的敏感性高,而非融资约束的公司则几乎没有变化。辛宇、徐莉萍(2006)在研究 1999-2003 年期间中国上市公司现金持有水平的影响因素时发现,对于控股股东性质不同的子样本来说,影响现金持有的因素之间存在着一些比较明显的差异。Song 和 Lee(2012)研究了亚洲金融危机对东亚八个国家(或地区)公司现金持有的影响,发现公司的现金水平并不取决于公司特征,而是由公司现金需求方程决定的,这意味着金融危机系统地改变了公司的现金持有政策。公司对现金流波动性的敏感性提高是解释其现金持有在后危机时代大幅增加的原因。

总体而言,国内外学者对现金持有的影响因素的分析和讨论经历了逐步全面化的推进过程。本文在已有文献的基础上,根据国内整体经济环境和上市公司具体特征,从企业财务状况、未来发展、股权结构等内部特征出发,同时考虑企业所有权性质及金融危机的外部影响,综合考量我国上市公司现金持有的影响因素。

三、理论基础和研究假设

企业运营需要现金作为支撑,作为现金持有的主要来源,现金流充足的企业,现金持有量也相对较多。现有文献通常利用经营活动产生的现金流量净额作为现金流量的衡量因素,

但投资活动和筹资活动产生的现金流同样会对企业现金持有量造成影响,所以本文提出假设认为现金流与企业现金持有之间存在正相关关系,并对比不同来源的现金流对现金持有量的影响。

假设 1: 企业现金流(经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金净流量)与现金持有正相关。

一般而言,未来发展能力强的企业面临现金短缺的机会成本和损失成本相对更高,但是持有现金的边际成本不变,所以成长性高的企业会倾向于持有更多的现金。有更好成长机会的公司,如果公司现金不能满足其投资需求,公司就不得不放弃这一有价值的机会,所以就应该持有更多的现金。投资机会较多的公司,其信息不对称程度较高,外部融资成本也随之提高。总之,公司价值的增加要依赖于盈利项目,如果没有足够的现金来满足,其成本是巨大的,所以我们预期企业未来表现与现金持有水平之间应该是一种正相关的关系,本文中以托宾 Q 和 Z 值衡量企业未来表现,托宾 Q 代表企业未来投资机会,而 Z 值则衡量了企业未来面临财务风险的可能性。

假设 2: 企业未来表现与现金持有正相关。

由于代理问题的存在,公司控制者决定现金持有水平可能会偏离企业最优现金持有水平,而将大量现金保留在公司内部服务于管理层的自身利益。当公司拥有较高治理水平时,代理冲突可以得到一定的缓解,从而可以在合理范围内降低现金持有水平。因此我们假设公司治理水平与现金持有具有负相关关系。本文采用实际控制人控制权和现金流权的分离程度(现金流权除以控制权)衡量企业治理水平,该项指标数值越大,表明实际控制人与少数股东之间的利益冲突越小,则治理水平越高,另外,股权集中程度、领导结构、董事会规模及独立董事比例也可以在一定程度上衡量公司治理水平。

假设 3: 公司治理水平与现金持有负相关。

不同所有制性质的企业在现金持有决策方面可能存在差异。对国有企业而言,其与国有商业银行之间的天然联系使其更容易获得以银行为主的债权人的支持。同时,国有企业能够获得更多的政府补贴来弥补经营过程中的现金流不足。因此,相对于非国有企业,国有企业的外部融资能力较强,所受到的融资约束较小,因而可以持有相对少的现金。

假设 4: 国有企业现金持有量小于非国有企业。

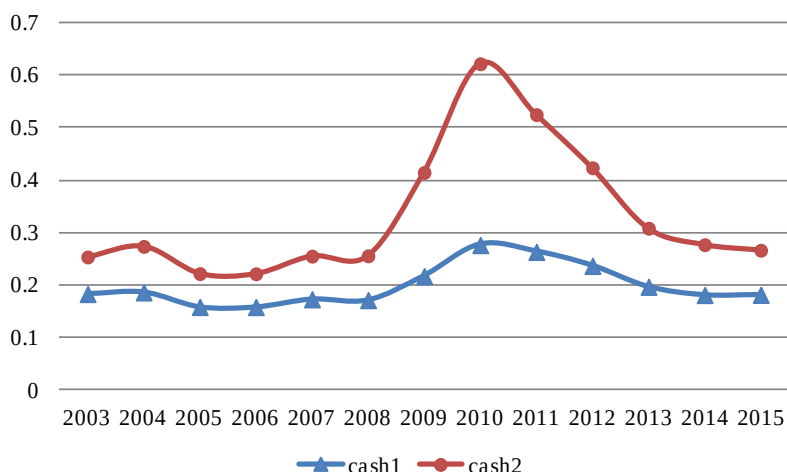


图 1. 现金持有年度平均值

图 1 展示了 2003-2015 年我国 A 股上市公司各年平均现金持有水平,其中 cash1 和 cash2 分别代表现金资产率和现金净资产率,可以看出两者均在 2008 年以后出现大幅增长,联系实际可预期金融危机发生前后企业现金持有水平会有明显的变化。金融危机发生后,由于资金紧张,再加上国内通货膨胀因素,大部分银行收紧银根,企业很难再像 2008 年之前那样

获得流动性上的支持，所以企业很有可能会现金短缺，容易陷入财务困境。因此，我们认为企业在金融危机下为避免金资金缺乏错失良好的投资机会，一般倾向愿意持有较高水平的现金，且基于金融危机前后外部融资环境的变化，企业会调整其现金持有策略。

假设 5：金融危机导致企业现金持有增加，且会对企业现金持有政策产生影响。

四、研究设计

（一）样本选取和数据来源

本文以 2003-2015 年 A 股上市公司为研究对象，从 CSMAR 数据库和 Wind 数据库获取相关数据，样本的筛选遵循以下原则：（1）剔除金融类上市公司；（2）剔除观测年度被 ST 和 *ST 的公司；（3）剔除总资产或所有者权益为负的公司；（4）剔除相关数据缺失的公司。论文通过缩尾处理（winsorize）的方法控制异常值的影响，对所有小于 1% 分位数（大于 99% 分位数）的变量，令其值分别等于 1% 分位数（99% 分位数）。全文采用 Stata12.0 和 Excel 进行数据处理。

（二）变量选取

本文结合经济现实和相关理论论述，选取企业所有制性质、企业经营、管理和发展等维度的代表性指标对企业现金持有量水平进行研究，并以金融危机为节点，考察了金融危机新形势下，企业现金持有水平及其主要影响因素的变化。具体变量定义如表 1 所示。

表 1. 变量定义表

变量	定义
cash1	现金资产率=现金及现金等价物 / 总资产
cash2	现金净资产率=现金及现金等价物 / （总资产—现金及现金等价物）
cf	现金流量=经营（投资、筹资）活动净现金流净额/总资产
Tobin's Q	托宾 Q=总资产的市场价值 / 总资产账面价值
zscore	Z 值=0.01（X1）+0.014（X2）+0.033（X3）+0.006（X4）+0.999（X5），其中 X1=营运资本/总资产，X2=累计留存收益/总资产，X3=息税前利润/总资产，X4=所有者权益的市场价值/总负债，X5=销售收入/总资产
sep	两权分离程度=实际控制人现金流权 / 实际控制人控制权
dirsize	董事会规模
indepratio	董事会中独立董事的比例=独立董事人数 / 董事会人数
ceodir	领导结构虚拟变量，ceodir=1 代表董事长和 CEO 为同一人，ceodir=0 代表董事长和 CEO 不是同一人
top10	前十大股东持股比例
size	公司规模=ln（总资产）
lev	资产负债率=负债总额 / 总资产账面价值
capex	资本费用率=资本费用/总资产
div	虚拟变量，div=1 代表发放股利，div=0 代表为发放股利
debtstr	负债结构=流动负债 / 负债总额
SOE	企业所有制虚拟变量，SOE=1 代表国有企业，SOE=0 代表非国有企业
FC	金融危机虚拟变量，FC=1 代表金融危机之后，FC=0 代表金融危机之前

（三）模型设计

本文在建立影响上市公司现金持有水平因素的基本模型基础上再来考察金融危机和企业所有制的影响。

首先建立以下基本模型 1：

$$\text{cash} = \beta_1 + \beta_2 \text{cf} + \beta_3 \text{Tobin's Q} + \beta_4 \text{zscore} + \beta_5 \text{sep} + \beta_6 \text{dirsize} + \beta_7 \text{indepratio} + \beta_8 \text{ceodir} + \beta_9 \text{top10} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{lev} + \beta_{12} \text{capex} + \beta_{13} \text{div} + \beta_{14} \text{debtstr} + \varepsilon$$

为分析企业所有制性质对上市公司现金持有量的影响,我们将样本总体按国有企业和非国有企业进行分类,分别研究企业所有制形式对企业现金持有的作用,引入 SOE 虚拟变量,当 SOE=1 时表明该企业为国有企业,当 SOE=0 时表明该企业为非国有企业。

为考察金融危机前后,影响上市公司整体现金持有量的因素,我们引入代表金融危机发生与否的虚拟变量 FC:若 FC=1,表示数据来自金融危机之后,反之,若 FC=0,则表示数据来自金融危机之前,故得到模型 2:

$$\text{cash} = \beta_1 + \beta_2 \text{cf} + \beta_3 \text{Tobin's Q} + \beta_4 \text{zscore} + \beta_5 \text{sep} + \beta_6 \text{dirsize} + \beta_7 \text{indepratio} + \beta_8 \text{ceodir} + \beta_9 \text{top10} + \beta_{10} \text{size} + \beta_{11} \text{lev} + \beta_{12} \text{capex} + \beta_{13} \text{div} + \beta_{14} \text{debtstr} + \gamma_1 \text{SOE} + \delta_1 \text{FC} + \theta_1 \text{SOE} * \text{FC} + \varepsilon$$

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 为本文所用变量的描述性统计结果,从结果可以看出,现金是上市公司资产的重要组成部分,其占总资产的比例平均为 20.55%,占扣除现金及现金等价物后资产的比例平均为 35.33%。现金持有水平的平均值大于中位数,表明现金持有的截面分布呈右偏状态。三大来源现金流量均值与中位数相近,其中经营活动、融资活动产生的现金净流量均值为正,投资活动产生的现金净流量均值为负,与企业通过经营和融资获得其资金,而将其用于投资活动的事实相符;托宾 Q 用于衡量企业成长性,样本公司该指标平均值为 2.63,标准差 2.22,表明样本公司总体成长性较好,但由于各公司所处生命周期不同以及生产、经营活动不同等等差异,样本内各公司所体现出的成长性有较大的差异;两权分离程度平均值为 0.85,最小值为 0.18,即实际控制人现金流权比例为控制权比例的 18%,最大值为 1,即实际控制人控制的现金流全和控制权相等;董事长和总经理是否为同一人的哑变量平均值为 0.22,表明样本中 22%的公司两职合一,董事长和总理由一人兼任;前十大股东持股比例平均值为 58.73%,集权程度较高,前十大股东持有股权的比例超过一半,为保证中小股东的权益会

表 2. 描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
cash1	0.205495	0.158369	0.157140	0.012866	0.728241
cash2	0.353324	0.188169	0.594900	0.013034	2.679726
cfo	0.044311	0.044560	0.080852	-0.979566	0.251263
cfi	-0.067921	-0.052613	0.090423	-0.395760	0.140586
cff	0.047598	0.046469	0.147071	-0.173930	0.647758
Tobin's q	2.630665	1.984202	2.227177	0.912040	10.664254
zscore	7.764961	3.770500	15.547286	0.45	66.436
sep	0.849817	1	0.222912	0.18	1
dirsize	8.975090	9	1.843790	3	19
indepratio	0.366453	0.333333	0.053662	0	0.8
ceodir	0.222203	0	0.415739	0	1
top10	0.587264	0.6	0.156174	0.22	0.9846
size	21.777232	21.608259	1.238114	19.587211	26.508727
lev	0.437598	0.440928	0.208971	0.047080	0.864656
capex	0.060479	0.044102	0.057812	0	0.302813
ddiv	0.696468	1	0.459796	0	1
debtstr	0.835857	0.902959	0.181841	0.258014	1

对公司治理水平提出更高的要求；资产负债率平均值为 0.44，表明样本公司的资产中负债所占比重较大；资本支出平均值为 6.05%，说明样本上市公司每年资本支出占总资产的比重平均为 6.05%；股利分配哑变量平均值为 0.67，表明样本中超过 60%的企业支付了现金股利，说明证监会将现金股利作为再融资考虑因素之一的政策对上市公司现金股利分配的决策起到了较大的影响；债务结构平均值为 0.84，表明样本上市公司负债结构中短期债务占比超过 80%，比重较大，债务流动性较高，出现短期偿债风险的可能性较大。

（二）回归结果

本文主要从公司财务特征、未来发展和公司治理等方面对 2003-2015 年期间中国 A 股上市公司现金持有的主要影响因素进行探讨。表 3 中第（1）列反映了所有样本数据总体回归结果，从结果可以看出，公司财务特征方面，三大来源的现金流量均与现金持有显著正相关，表明现金流越多的企业，持有的现金越多，而且三种现金流来源中，经营活动现金流量净额的系数最大，可见公司现金持有量的主要来源为日常经营活动，且该项现金流具有可持续性，因此其对现金持有的影响相对更显著。企业规模与企业现金持有成负相关关系，表明公司规模越大，其资信用和社会认可度越高，因此可以在较短时间内筹集所需资金，因此企业规模与现金持有存在显著负相关，与部分现有文献分析相符。负债结构与现金持有呈现显著的正相关性，表明流动负债占总负债的比例越高，企业就需要保持越高的资金储备以应对临时偿债需要，若债务结构变动一个百分点，则现金持有将增加 0.115 个百分点，因此需要保持较多的现金持有量。现金股利哑变量的系数显著为正，表明分配现金股利的公司较之未分配现金股利的公司持有更多现金。

企业未来表现方面，托宾 Q 的系数为正，但数值较小且不显著；zscore 系数为正，其衡量的是企业的财务风险，分数越高则代表破产可能性越小，因此可以发现，企业现金持有随着未来财务表现稳定性的增加而增加。

从公司治理角度来看，前十大股东持股比例与现金持有呈显著的正相关关系，通常来说，股权集中度越高，大股东相应会拥有更多表决权，在一定程度上可监督管理层决策活动，但也存在为保护自身利益持有较多现金而损害中小股东利益的情况，本文研究结果显示当公司股权集中度较高时，管理层会倾向于持有更多现金。另外，当董事长和 CEO 为同一人时，企业现金持有量比两者非同一人担任时更高，主要系当董事长和 CEO 为同一人时，CEO 受到董事会监督和控制的程度较小，其通过将现金保留在公司进而为自己谋利的可能性相对较大。实际控制人控制权和现金流权的分离程度与现金持有量成显著负相关关系，表明当实际控制人与少数股东利益冲突较小时，企业可能会持有更少现金。董事会规模和独立董事比例与现金持有的关系均不显著。表 3 中第（2）列展示了加入了 SOE 虚拟变量后回归的结果，考虑了企业所有制对现金持有的影响，从以上结果可以看出，SOE 虚拟变量的系数为负，且在 10%水平上显著，表明当 SOE=1，即公司为国有企业时，其所持有的现金会少于非国有企业，其他影响因素的系数在数值、符号、显著性方面均未发生明显变化。

虽然列（2）的回归结果加入 SOE 虚拟变量对企业所有制对现金持有的影响进行考虑，但不足之处在于将国有企业和非国有企业其他各方面因素对现金持有的影响视为一致而未加以区分，结果可能存在一定的偏差。因此，为对不同所有制企业现金持有的影响因素有更清楚的认识，本文分别对国有企业和非国有企业子样本进行回归，结果如表 3 中第（3）（4）列所示。对比结果我们可以看出，国有企业和非国有企业大部分变量系数的符号和显著性基本相同，但企业规模和领导结构虚拟变量的显著性发生了变化。对于国有企业而言，企业规模与现金持有的相关性为负，领导结构虚拟变量与现金持有的相关性为正，但两者的影响作用均不显著，原因可能在于不同规模的国有企业均可或多或少地得到政府支持，所以规模对资金短缺程度以及进而对现金持有的影响并不大。

表 3. 全样本及按所有制分类回归结果

	全样本 (1)	全样本 (2)	国有企业 (3)	非国有企业 (4)
soe	-	-0.0099* (0.0059)	-	-
size	-0.00824*** (0.00267)	-0.00752*** (0.00263)	-0.00379 (0.00264)	-0.00927** (0.00439)
tobinsq	0.00284 (0.00692)	0.00730 (0.00747)	0.00457 (0.0109)	0.00796 (0.00898)
lev	-0.149*** (0.0313)	-0.148*** (0.0298)	-0.0779*** (0.0177)	-0.210*** (0.0458)
cfo	0.488*** (0.0427)	0.494*** (0.0418)	0.586*** (0.0435)	0.474*** (0.0409)
cfi	0.392*** (0.0676)	0.397*** (0.0629)	0.468*** (0.0455)	0.384*** (0.0681)
cff	0.452*** (0.0341)	0.451*** (0.0349)	0.553*** (0.0293)	0.412*** (0.0380)
capex	-0.200*** (0.0654)	-0.198*** (0.0613)	-0.213*** (0.0437)	-0.215** (0.0841)
ddiv	0.0237*** (0.00379)	0.0231*** (0.00347)	0.0198*** (0.00379)	0.0254*** (0.00475)
zscore	0.00480*** (0.000531)	0.00479*** (0.000522)	0.00558*** (0.000975)	0.00423*** (0.000451)
debtstr	0.114*** (0.00960)	0.112*** (0.00921)	0.143*** (0.0130)	0.0653*** (0.0144)
ceodir	0.0177*** (0.00486)	0.0159*** (0.00418)	0.00482 (0.00657)	0.0187*** (0.00433)
indepratio	0.0146 (0.0262)	0.0146 (0.0264)	0.0247 (0.0399)	-0.00987 (0.0354)
top10	0.0944*** (0.0203)	0.0905*** (0.0191)	0.0487*** (0.0156)	0.122*** (0.0252)
dirsize	0.000969 (0.00108)	0.00138 (0.000975)	0.00137 (0.00119)	0.00164 (0.00138)
sep	-0.0132*** (0.00332)	-0.0134*** (0.00332)	-0.00810*** (0.00247)	-0.0140*** (0.00359)
_cons	0.256*** (0.0643)	0.241*** (0.0729)	0.122 (0.0751)	0.309** (0.120)
Obs	17,583	17,583	7,606	9,977
R-square	0.489	0.489	0.364	0.523

注：***表示在 1%的水平下显著，**表示在 5%的水平下显著，*表示在 10%的水平下显著。

从对比系数大小方面来看，国有企业和非国有企业在现金流、资产负债率、负债结构、前十大股东持股比例等变量的系数相差较大，其中国有企业的现金持有水平受现金流（包括经营活动、投资活动以及筹资活动产生的现金流）和负债结构影响较大：现金流越多、流动负债占负债的比例越高，则企业现金持有量越大；而非国有企业的现金持有水平则主要受资产负债率以及前十大股东持股比例影响：企业资产负债率越低、股权集中度越高，则企业持有的现金持有水平越高。

表 4. 金融危机前后各因素 t 检验结果

	总样本			国有企业			非国有企业		
	危机前	危机后	差异	危机前	危机后	差异	危机前	危机后	差异
cash1	0.1695	0.2183	0.0488***	0.1621	0.1708	0.0087***	0.1799	0.2471	0.0672***
cash2	0.2462	0.3914	0.1451***	0.2284	0.2532	0.0248***	0.2715	0.4753	0.2037***
size	21.4619	21.8893	0.4273***	21.7177	22.5144	0.7967***	21.0987	21.5097	0.4110***
tobin's q	2.8260	2.0810	-0.7450***	2.1711	1.9788	-0.1922***	3.2236	2.2261	-0.9975***
lev	0.4844	0.4210	-0.0634***	0.4908	0.5112	0.0204***	0.4753	0.3662	-0.1091***
cfo	0.0539	0.0409	-0.0130***	0.0607	0.0463	-0.0144***	0.0443	0.0377	-0.0066***
cfi	-0.0688	-0.0654	0.0034***	-0.0666	-0.0529	0.0136***	-0.0785	-0.0637	0.0148***
cff	0.0544	0.0284	-0.0260***	0.0214	0.0198	-0.0016**	0.0745	0.0407	-0.0338***
capex	0.0677	0.0579	-0.0098***	0.0699	0.0523	-0.0175***	0.0646	0.0613	-0.0033***
ddiv	0.5798	0.7379	0.1581***	0.6030	0.6968	0.0938***	0.5470	0.7629	0.2159***
zscore	4.5806	8.8965	4.3159***	4.1450	4.6931	0.5480***	5.1992	11.4487	6.2495***
debtstr	0.8537	0.8295	-0.0242***	0.8306	0.7752	-0.0554***	0.8866	0.8625	-0.0241***
ceodir	0.1369	0.2525	0.1156***	0.0946	0.0959	0.0013*	0.1969	0.3476	0.1508***
indepratio	0.3532	0.3712	0.0180***	0.3501	0.3679	0.0178***	0.3576	0.3732	0.0155***
top10	0.5776	0.5907	0.0131***	0.5801	0.5709	-0.0093***	0.5740	0.6027	0.0287***
dirsize	9.4633	8.8016	-0.6618***	9.8022	9.4077	-0.3945***	8.9822	8.4336	-0.5486***
sep	0.8339	0.8555	0.0215***	0.9017	0.8838	-0.0180***	0.7376	0.8383	0.1007***

注：***表示在 1%的置信水平下拒绝原假设，**表示在 5%的置信水平下拒绝原假设，*表示在 10%的置信水平下拒绝原假设。

本文对样本企业金融危机前后各因素的均值进行 t 检验，结果如表 4 所示，可以发现，国有企业现金资产率在金融危机后仅增长 0.87 个百分点，现金净资产率在金融危机后仅上升 2.48 个百分点，而非国有企业两项指标分别上升 6.72 个百分点和 20.37 个百分点，幅度远远大于国有企业，这说明非国有企业可能由于受制于流动性风险和融资约束，因而具有更强的现金的预防性动机。

通过进一步分析可以发现：（1）虽然国有企业和非国有企业负债结构均有所变化，但非国有企业的资产负债率下降幅度较大，而国有企业的资产负债率有所上升，这说明国有企业有便利的银行融资渠道，因此现金持有的预防性动机较弱，金融危机后现金持有量上升幅度较小；（2）非国有企业金融危机后资产规模增长较少，现金股利支付比例较多，这些都促使其提升现金持有水平上升。以上说明，金融危机后，非国有企业的现金持有量上升幅度较大与资产规模增长较少、资产负债率下降幅度较大有关。

为了检验金融危机对中国上市公司现金持有的影响，本文加入金融危机虚拟变量（FC），2008 以前该值为 0，否则为 1。

表 5 为模型 2 回归结果，其中第（1）列对加入 SOE、FC 两个虚拟变量以及交叉项 SOE*FC 的模型进行回归，其中 SOE 系数为负并在 10%的水平上显著，即国有企业持有现金相对较少，而 FC 系数为正且在 1%水平上显著则表明金融危机后（FC=1）企业的现金持有水平会有所提升，交叉项 SOE*FC 系数为负。与表 3 中总样本回归的结果一样，表 5（1）中未考虑企业不同所有制和金融危机前后可能对各因素影响程度的作用，因此本文对总样本进行细分，划分为国有企业金融危机前、国有企业金融危机后、非国有企业金融危机前和非国有企业金融危机后四个子样本分别进行回归，结果分别如表 5 中（2）（3）（4）（5）列所示。

根据回归结果可以看出，企业规模对现金持有的影响变化较大，对于国有企业而言，金融危机前企业规模在 5%显著水平上对现金持有具有负方向的影响，而金融危机后其显著性降低；相反，对于非国有企业，企业规模在金融危机前对现金持有的影响并不显著，而在

表 5.模型 2 回归结果

	总样本 (1)	国有企业		非国有企业	
		危机前 (2)	危机后 (3)	危机前 (4)	危机后 (5)
SOE	-0.00312* (0.00189)	-	-	-	-
FC	0.0551*** (0.0158)	-	-	-	-
SOE*FC	-0.00629* (0.00371)	-	-	-	-
size	-0.0103*** (0.00237)	-0.00928** (0.00374)	-0.00149 (0.00300)	-0.000836 (0.00453)	-0.0124*** (0.00424)
Tobin's q	0.00680 (0.00721)	-0.00478 (0.0134)	0.00922 (0.0123)	0.000128 (0.0112)	0.00801 (0.0102)
lev	-0.140*** (0.0280)	-0.0805*** (0.0233)	-0.0822*** (0.0203)	-0.127*** (0.0219)	-0.213*** (0.0525)
cfo	0.501*** (0.0338)	0.625*** (0.0619)	0.559*** (0.0485)	0.491*** (0.0625)	0.480*** (0.0293)
cfi	0.381*** (0.0609)	0.465*** (0.0922)	0.459*** (0.0497)	0.364*** (0.0672)	0.359*** (0.0684)
cff	0.436*** (0.0358)	0.567*** (0.0380)	0.529*** (0.0385)	0.470*** (0.0505)	0.368*** (0.0404)
capex	-0.204*** (0.0606)	-0.200** (0.0853)	-0.244*** (0.0420)	-0.235*** (0.0690)	-0.279*** (0.0904)
ddiv	0.0219*** (0.00330)	0.0245*** (0.00514)	0.0170*** (0.00398)	0.0320*** (0.00689)	0.0196*** (0.00450)
zscore	0.00476*** (0.000520)	0.00474*** (0.00165)	0.00578*** (0.00101)	0.00376*** (0.00108)	0.00401*** (0.000471)
debtstr	0.114*** (0.00913)	0.119*** (0.0132)	0.155*** (0.0140)	0.111*** (0.0233)	0.0525*** (0.0150)
ceodir	0.0147*** (0.00400)	-0.00186 (0.00903)	0.00995 (0.00662)	0.0120 (0.00743)	0.0185*** (0.00446)
indepratio	0.00654 (0.0266)	-0.0594 (0.0666)	0.0417 (0.0422)	0.0777 (0.0672)	-0.0343 (0.0366)
top10	0.0981*** (0.0197)	0.0366** (0.0186)	0.0533*** (0.0205)	0.0962*** (0.0219)	0.128*** (0.0305)
dirsize	0.00174* (0.000970)	0.000271 (0.00133)	0.00199 (0.00138)	-0.000850 (0.00219)	0.00213 (0.00156)
sep	-0.0149*** (0.00282)	-0.00659* (0.00397)	-0.00848*** (0.00281)	-0.00187 (0.00273)	-0.0142*** (0.00357)
_cons	0.766** (0.339)	0.326*** (0.0840)	0.0158 (0.0796)	0.0938 (0.113)	0.269** (0.122)
Observations	17,583	2,705	4,901	1,905	8,072
R-squared	0.499	0.359	0.378	0.472	0.542

注：***表示在 1%的水平下显著，**表示在 5%的水平下显著，*表示在 10%的水平下显著。

金融危机爆发后其对企业现金持有的影响作用在 1%水平上显著。三大不同来源的现金流对现金持有均有显著的正向影响,考虑金融危机因素后发现,金融危机后其系数均小于金融危机前,可见,金融危机后各来源的现金流对现金持有的影响程度有所降低。财务杠杆对现金持有的影响在金融危机前后未发生实质性变化,但其绝对值均有所上升,说明其在金融危机后对现金持有的影响程度提高。托宾 Q 对企业现金持有的影响不显著,从 Z 值的系数可以看出,财务风险低的公司现金持有量较大,与啄食理论相符,且金融危机后其系数有所提高,说明其企业现金持有量决策中扮演着愈加重要的角色。公司治理方面,董事会中独立董事占和董事会规模在四个子样本中均不显著;对国有企业和非国有企业两个子样本而言,控制权和现金流量权的分离程度,即控股股东与少数股东利益冲突大小,在金融危机后显著性增加。另外,由于截距可以表示企业对现金持有量的需求大小(Bates 等, 2009),这说明金融危机后企业对现金的需求增加,

综合以上分析可知,金融危机后现金持有量明显提高主要原因有两个:其一,金融危机带来宏观不确定性,进而导致企业的现金需求曲线上升,即增加对现金的需求;其二,金融危机后企业的融资约束增强,尤其是对非国有企业而言,外部融资难度进一步提高,资产负债率有所降低,出于预防性动机,企业往往会选择提高现金持有量以应对不时之需。

六、结论

本文对我国上市企业的发展情况以及目前现金持有水平现状进行了基本的描述性统计分析,在对以往文献的总结和分析基础之上,总结归纳出影响我国上市公司现金持有的主要因素,最后选取主要指标进行实证研究分析,以我国 A 股上市公司作为研究对象,利用企业公开披露的信息,对企业的现金持有水平现状进行了分析。通过实证分析得出了如下结论:

(1) 本文较为全面的分析了现金持有水平影响的内部因素,主要从企业财务层面与公司治理层面两方面出发进行了分析与验证。影响显著的指标主要包括公司规模、资产负债率、现金流量、资本支出、股利分配、zscore、债务结构、两权分离程度以及股权集中度(前十大股东持股比例)。其中现金流量、股利分配、债务结构和股权集中度的增加都会导致现金持有水平显著增长,而公司规模、资产负债率、资本支出和两权分离程度的扩大会导致现金持有水平的降低。

(2) 在其他条件保持不变的情况下,基于我国特有的制度背景,国有企业和非国有企业现金持有水平的影响因素略有不同,相对国有企业而言,非国有企业受持有的现金更多,且两者受上述因素的影响程度有所不同。

(3) 金融危机前后,我国 A 股上市公司现金持有量及其影响因素有所变化。现金持有量方面,非国有企业现金持有水平增长幅度比国有企业大,一方面是由于宏观经济的不确定性导致企业对现金的需求增大,另一方面由于企业的负债率降低,特别是非国有企业收到融资约束的影响,出于预防性动机增加现金持有量。而金融危机前后现金持有影响因素也发生了变化,如企业规模、所有权和控制权的分离程度等,这两个变量的显著性在金融危机前后发生了明显的变化,可见金融危机对企业现金持有量的决定机制产生了一定的影响。

参考文献

- [1] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4): 1777-1804.

- [2] Bates, T. W., K. M. Kahle, and Stulz R. Why do US Firms Hold so Much More Cash than They Used to?[J] Journal of Finance, 2009,5:1985-2001.
- [3] Bebchuk L A, Kraakman R, Triantis G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights[M]. University of Chicago Press, 2000: 295-318.
- [4] Gao H, Harford J, Li K. Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 623-639.
- [5] Harford J, Mansi S A, Maxwell W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US[M]. Springer Berlin Heidelberg, 2012: 107-138.
- [6] Kalcheva I, Lins K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20(4): 1087-1112.
- [7] Kusnadi Y. Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms[J]. 2003: 12-55.
- [8] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of financial economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [9] Ozkan A, Ozkan N. 2004. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies[J]. Journal of Banking & Finance, 28: 2103-2134.
- [10] Song K R, Lee Y. Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012, 47(03): 617-641.
- [11] Uyar A, Kuzey C. Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey[J]. Applied Economics, 2014, 46(9): 1035-1048.
- [12] 陈翩翩. 我国上市公司现金持有量的影响因素研究[D]. 厦门大学, 2014.
- [13] 程建伟, 周伟贤. 上市公司现金持有: 权衡理论还是啄食理论[J]. 中国工业经济, 2008 (4).
- [14] 傅亚男. 我国上市公司股权集中度与现金持有的关系研究[J]. 金融经济: 下半月, 2016 (12): 67-69.
- [15] 郭立勃. 浅析金融危机对企业现金持有水平的影响[J]. 商, 2013 (3): 103-103.
- [16] 胡国柳, 王化成. 上市公司现金持有影响因素的实证研究[J]. 东南大学学报 (哲学社会科学版), 2007, 9(2): 57-64.
- [17] 江龙, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司现金持有行为研究[J]. 会计研究, 2011, 9: 40-46.
- [18] 马军生. 我国上市公司现金持有的影响因素和市场价值[D]. 复旦大学, 2007.
- [19] 田笑丰, 陈巧. 董事会特征对现金持有价值的影响研究[J]. 财会通讯, 2016, 12: 012.
- [20] 王福胜, 宋海旭. 终极控制人, 多元化战略与现金持有水平[J]. 管理世界, 2012 (7): 124-136.
- [21] 王星懿, 方霞. 财务风险与现金持有: 基于制造业上市公司的实证分析[J]. 上海经济研究, 2010 (4): 23-30.
- [22] 王彦超. 融资约束, 现金持有与过度投资[J]. 金融研究, 2009 (7): 121-133.
- [23] 辛宇, 徐莉萍. 上市公司现金持有水平的影响因素: 财务特征, 股权结构及治理环境[J]. 中国会计评论, 2006, 4(2): 307-320.
- [24] 徐健, 郭婧. 金融危机下企业现金持有策略特征及其对业绩的影响——基于中小板上市公司的实证研究[J]. 财会通讯: 综合 (下), 2011 (3).
- [25] 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[J]. 商业经济与管理, 2006, 2006(10): 75-80.
- [16] 喻彪, 王祥兵. 内部控制, 两权分离与公司现金持有——基于民营上市公司的经验证据[J]. 财会月刊 (下), 2017 (1): 13-19.
- [27] 张名誉, 李志军. 金融危机冲击与企业现金持有的动态调整[J]. 经济问题, 2011 (8): 55-58.

[28] 祝继高, 陆正飞. 货币政策, 企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界, 2009 (3): 152-158.

The Main Determinants of Cash Holding ——Evidence from A-share listed companies

LU Xinyi HUANG Wei

(Hunan University, Changsha / Hunan, 410006)

Abstract: This study examines A-share listed firms' cash holding conditions and determinants by using publicly disclosed information from 2003 to 2015. The main conclusions include: increases in cash flow, dividend distribution, the proportion of current debt and the concentration of shareholding will result in higher cash holding, while firm size leverage and capital expenditure will have opposite effects on cash holding. With other conditions unchanged, considering the special institution background, non state-owned firms prefer to hold more cash and are more easily to be affected by above-mentioned factors than state owned firms. After financial crisis, Chinese public companies rises their cash holding level and the increase in cash holding of non state-owned firms are larger than state-owned firms. Meanwhile, the determinants of cash holding also change, which indicates that financial crisis affects the cash holding determining mechanism.

Keywords: cash holding; financial characteristics; company governance; ownership; financial crisis