



首都经济贸易大学

Capital University of Economics and Business

硕士学位论文

Thesis for Degree of Master

论文题目： 公司治理与现金持有关系的统计分析

专 业： 统计学

学 号： 22009120543

作 者： 石燕

指导教师： 纪宏、阮敬

完成时间： 2012 年 2 月 16 日

首都经济贸易大学

硕士学位论文

THESIS OF MASTER DEGREE

论文题目：公司治理与现金持有关系的统计分析

院 系： 统计学院

专 业： 统计学

学 号： 22009120543

作 者： 石燕

指导教师： 纪宏、阮敬

完成日期： 2012 年 2 月 16 日

独 创 性 声 明

本人郑重声明：今所呈交的《公司治理与现金持有关系的统计分析》论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的科研成果。尽我所知，文中除了特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写的内容及科研成果，也不包含为获得首都经济贸易大学或其它教育机构的学位或证书所使用过的材料。

作者签名： 石燕

日期： 2012 年 5 月 24 日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解首都经济贸易大学有关保留、使用学位论文的有关规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅、借阅或网络索引；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采取影印、缩印或其它复制手段保存论文。（保密的论文在解密后应遵守此规定）

作者签名： 石燕 导师签名： 陈敬 日期： 2012 年 5 月 21 日

论文提要

本文采用理论与实证分析相结合的方法，对公司治理与企业现金持有的关系进行了深入的研究。以公司治理理论及公司现金持有的财务行为理论基础，以描述性统计及非平衡面板数据固定效应模型等为研究方法，分别从上市公司的现状、行业差异、股权结构、债权融资等方面，深入分析公司治理与企业现金持有量的关系，进而研究公司治理的有效性问题的。尤其重点分析研究股份制改革之后，中国上市公司现金持有行为与公司治理的关系变化。研究结论表明我国上市公司现金整体的持有水平是呈现上升趋势的，不同行业的现金持有是具有显著差异的，且企业现金持有行为具有一定的稳定性；股权结构及债权结构对公司的现金持有行为也是有一定影响的，如适当的股权集中度有利于公司现金持有量的减少，不同的股权构成也对其具有不同程度的影响，债权比例与公司现金持有量呈显著正相关关系，银行债务水平与公司现金持有量之间存在显著的负相关关系等。希望通过本文对公司治理与现金持有行为方面的研究，能够对中国上市公司的治理提出建设性的意见。

主题词： 公司治理 现金持有行为 股权结构 债权融资

Abstract

In this paper, a method of combining theoretical research and empirical analysis, in-depth research on the relationship between corporate governance and corporate cash holdings. The theory of corporate governance theory and corporate cash holdings of financial behavior based on descriptive statistics and non-balanced panel data fixed effects model for the study methods, respectively, from the status of listed companies, industry differences, equity structure, debt financing, etc. in-depth analysis of the relationship between corporate governance and corporate cash holdings, and then study the effectiveness of corporate governance issues. A particular focus on analysis of the relationship between changes in research joint-stock reform, cash holdings and corporate governance of listed companies in China. The study concluded that cash overall holdings in listed companies in China is on the rise, the cash holdings of the different industries is a significant difference, and corporate cash holdings behavior has a certain stability; ownership structure and debt structure of the company cash holdings behavior is also a certain influence, such as the appropriate equity concentration of corporate cash holdings decrease in the different shareholding structure with varying degrees of it, the debt ratio and corporate cash holdings was a significant positive significant negative relationship between the correlation between the level of bank debt and the company's cash holdings. Of corporate governance and cash holdings behavior, be able to put forward constructive views on the governance of Chinese listed companies.

Key Words: Corporate governance Cash holdings Ownership structure Debt financing

目 录

1	引言	6
1.1	研究背景与意义.....	6
1.2	文献综述	6
1.2.1	企业现金持有行为综述.....	7
1.2.2	公司治理理论与治理机制综述.....	8
1.3	研究内容	10
1.4	研究方法	11
2	企业现金持有的现状分析.....	11
2.1	现金持有的整体分析.....	12
2.2	现金持有的行业比较.....	13
2.3	现金持有的稳定性分析.....	15
3	股权结构与现金持有关系的实证检验.....	16
3.1	股权结构的公司治理效率分析.....	16
3.1.1	股权集中度的公司治理效率分析.....	17
3.1.2	内部人持股在公司治理中的作用及效率.....	18
3.1.3	股权持有者身份构成在公司治理中的作用及效率.....	19
3.1.4	外资股在公司治理中的作用及效率.....	21
3.2	股权结构与现金持有关系的理论分析及研究假设.....	22
3.2.1	我国上市公司股权结构的概况与特征.....	22
3.2.2	股权结构与现金持有关系的理论分析.....	23
3.2.3	关于股权结构与现金持有关系的研究假设.....	25
3.3	变量选择及样本数据说明.....	25
3.3.1	变量选择.....	25
3.3.2	样本数据说明.....	26
3.4	股权结构与现金持有关系的计量模型与实证检验.....	27
3.4.2	股权构成与现金持有关系的计量模型与实证检验.....	32
4	债权融资与现金持有关系的实证检验.....	34
4.1	债权融资的公司治理效率分析.....	35
4.2	债权融资与现金持有关系的理论分析及研究假设.....	36
4.2.1	中国上市公司债权融资结构的概况.....	36
4.2.2	债权融资与现金持有的理论分析.....	36
4.2.3	研究假设.....	38
4.3	变量选择及样本数据说明.....	38
4.3.1	变量选择.....	38
4.3.2	样本数据说明.....	39
4.4	债权融资与现金持有关系的实证检验.....	39
5	结论	41

1 引言

1.1 研究背景与意义

如今，公司治理问题对中国的发展起着非常重要的作用，其涉及的内容和影响都十分广泛。我国从开始试图引进公司治理的概念到现在时间还很短，发展的年头还不长，期间曾经遇到了很多的困难和艰辛。我们也曾经历了一些很初级的问题的争论，就像是小学生的讨论似的。经过这些年的发展，虽然我国在公司治理方面进步很快。但毕竟公司治理的概念是从国际上引进的，到目前为止，关于公司治理我们也还有许多剩余的问题尚未解决，需要我们进行深刻的研究，所以，我国对公司治理的认识和实践还需要经历一定的过程。

中国上市公司的公司治理问题一直是理论界和管理层最为关注的话题之一。我们一般认为，在现代公司治理的实践中，最基本同时也是最重要的问题就是如何监理有限的公司治理结构，因为有效的公司治理结构决定了上市公司质量的好坏。一般情况下，判断公司治理结构有效性的实践标准是公司是否具有一个长期稳定的红利发放制度。但是在我国来看，上市公司红利发放率很低，有的公司甚至连续几年不发放红利。所以，中国理论界只能更多的借助公司绩效指标对公司治理结构、治理机制的有效性进行实证检验。从理论上来看，这样的分析方法是没有任何问题的，绩效好的企业才有可能给投资者更大的回报，但是，考虑到目前中国上市公司财务信息失真比较严重，而且在公司提高虚假绩效的动机较强的前提下，本人认为公司绩效可能并不能真实的反映公司治理的效率。

有鉴于此，本人借鉴国外的最新研究成果，以现金持有理论为基础，以公司现金持有的财务行为为视角，从而来深入分析公司治理与企业财务决策的关系，进而研究公司治理的有效性。尤其重点分析研究股份制改革之后，中国上市公司现金持有行为与公司治理的关系变化。从逻辑上来分析，治理结构以及治理机制等因素是通过影响管理层与股东、大股东与中小股东之间的委托-代理关系影响公司管理层的动机和行为（包括现金持有动机和行为），进而对公司绩效发生作用的。在公司治理与现金流量方面进行讨论，取得进展，希望能对中国上市公司的工作提出建设性的意见。

1.2 文献综述

1.2.1 企业现金持有行为综述

企业持有大量现金的目的以及持有大量现金对企业行为的影响，都是早已经存在的问题，但是，关于现金持有的理论演绎及其实证检验一度是个未引起关注的研究领域。直到 20 世纪 90 年代以后，国外学者关于现金持有行为的研究及实证研究才开始

大量涌现，并产生了较为丰富的研究成果。但是与国外相比，国内只有少数学者对该问题进行了研究，而且研究方法和范围也比较单一。所以本节主要对国外学者的相关研究进行整理和回顾。

规模经济假说

Meltzer 等在借用规模经济理论的基础上，提出了关于现金持有的规模经济假说，即随着公司规模扩大，公司现金持有量在某一临界点上存在着规模效应。规模经济假说没有停留在一般均衡理论的分析上，而是把规模作为影响公司现金持有量的重要因素，从而引出了能被实证研究检验的规模因素假设。虽然它还没有严格的数理推导，但却开创了现金持有量实证研究的先河。

静态权衡模型

20 世纪 70 年代以后，罗比切克(Robichek,1967)和考斯(Kraus,1973)等提出的权衡理论逐步发展成形，权衡理论认为企业可以利用税收屏蔽的作用,通过增加债务来增加企业价值。但随着债务的上升,企业陷入财务困境的可能性也增加，甚至可能导致破产，如果企业破产，不可避免的会发生破产成本。即使不破产，但只要存在破产的可能，或者说只要企业陷入财务困境的概率上升，就会给企业带来额外的成本，这是制约企业增加借贷的一个重要因素，因此，企业在决定资本结构时，必须要权衡负债的避税效应和破产成本。现金持有量研究者在引入这种基本思想的基础上，建立了现金持有量静态权衡模型。该模型认为，持有现金也是有收益的，想要确定现金持有水平，必须在比较现金持有成本和收益的基础上进行权衡。根据该模型，公司是存在最佳现金持有量的。但是，这个模型只涉及到了有形成本，没有涉及信息不对称和委托-代理关系所引起的各种无形成本。

自由现金流量理论

詹森（1986）提出的自由现金流量假说也称为自由现金流量的代理成本理论，即融资结构会通过约束自由现金流积极影响，并影响量，减少经理人员可用于相机处理的现金流量，降低经理人员的控制权，对企业代理问题产生企业的价值。詹森认为，在企业产生大量自由现金流量时，管理者会更倾向于浪费行为和不明智的使用自由现金流量，进而导致投资边际效率降低，因此应该利用负债来降低代理成本。此后，国外很多学者从不同角度对这一理论进行了大量的实证研究，其结果也都证明了这一理论。由于代理成本是公司治理的函数，加上权衡公司治理的指标众多，影响现金持有的众多公司治理因素由此进入了实证检验的阶段，推动了现金持有实证研究的发展。

这些研究都试图确认企业现金持有的决定因素，或者对现金持有理论进行验证。从各类研究得到的结果来看，权衡理论得到了较多的支持，公司治理因素对企业现金持有行为的影响得到了越来越多的关注，并逐渐成为研究企业现金持有，尤其是研究不同国家企业现金持有差异的一个重要内容。

1.2.2 公司治理理论与治理机制综述

1.2.2.1 公司治理的内涵及理论基础

公司治理的英文是“corporate governance”，它是一个多角度多层次的概念，很难用简单术语来表达，这个概念最早出现在经济学文献中的时间是 1980 年代初期。对于公司治理这一问题的理解，可以从狭义和广义两个方面来看。狭义的公司治理，是所有对经营者的一种监督与制衡机制。也就是通过一种制度来合理配置所有者与经营者之间的权利和责任关系。公司治理的目标其实就是保证股东利益的最大化，并且防止经营者对所有主利益的背离。它的主要特点是通过股东大会、董事会、监事会以及管理层所构成的公司治理结构的内部治理。广义上的公司治理就不局限于股东对经营者的制衡，但是涉及到广泛的利害相关者，其中包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等，这些与公司有利害关系的集团。公司治理就是通过一套包括正式和非正式的、内部的和外部的制度以及机制来协调公司与所有利害相关者之间的一些利益关系，从而来保证公司决策的科学化，以最终维护公司方面的切实利益。在广义上，公司不仅仅是股东的公司，它更多的是一个利益共同体，公司的治理机制也就不仅局限于治理结构为基础的内部治理，而是利益相关者他们通过一系列的内部、外部机制来共同实施治理，治理目标也不仅仅是股东利益的最大化，而是保证公司决策的科学性，以此来对保证公司各方面的利益相关者们的利益最大化。

近 20 年来，学者们从不同角度对公司治理理论进行了研究，包括现代企业理论、制度经济学理论、信息经济学理论等，这些理论研究都奠定了公司治理的理论基础。其中具代表性的是委托代理理论和不完全契约理论，它们构成了公司治理理论的基石。

一、委托代理理论

委托代理理论其实是制度经济学契约理论之中最主要的内容之一，其主要研究的委托代理关系就是指一个或多个行为主体之间的契约，他们共同指定其他行为主体来为其服务，并且授予后者一定决策权利，而且根据后者提供的服务数量和质量来向他们支付相应的报酬。其实授权者就是委托人，而被授权者就是代理人。委托代理关系是起源于“专业化”的存在。当存在“专业化”的时候就可能出现代理人由于相对优势而代表委托人行动的关系。

现代意义上的委托代理概念最早是由罗斯提出的：“当事人双方中的代理人一方代表委托人一方的利益来行使某些决策权，此时代理关系就随之产生了。”委托代理理论其实就是从不同于传统微观经济学的角度来分析企业内部、企业之间的委托代理关系，它在解释一些组织现象时，优于一般的微观经济学。

委托代理的主要观点就是认为：委托代理关系是随着生产力大发展和规模化大生产的出现而产生的。它的原因一方面就是生产力发展使得分工进一步细化，权利的所

有者由于知识、能力和精力的原因不能行使所有的权利了；另一方面专业化分工产生了一大批具有专业知识的代理人，他们有精力、有能力代理行使好被委托的权利。但是在委托代理关系当中，由于委托人与代理人的效用函数不一样，委托人追求的是自己的财富更大，而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间最大化，这必然导致两者的利益冲突。在没有有效的制度安排下代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。而世界，不管是经济领域还是社会领域，都普遍存在委托代理关系。

二、不完全契约理论

不完全契约理论最早是由格罗斯曼和哈特、哈特和莫尔等人一起共同创立的。这个理论认为是由于人们的有限理性、信息不完全性以及交易事项等的不确定性，这就使得明确区分所有权力的成本很高，从而拟定完全契约就是不太可能的，所以不完全契约其实是经常存在的。不完全契约的存在就使得所有权不能像传统产权理论这样以资产这样通常的术语来界定。在契约当中，可预见、可实施的权利对资源配置其实并不是那么重要的，而关键是在契约中未提及的资产用法的控制权力，也就是剩余控制权。所以对于一项资产的所有者来说，最主要的是对该资产剩余权力的拥有。哈特等人将所有权定义为拥有剩余控制权或事后的控制决策权。也就是当契约不完全时，将剩余控制权配置给投资决策相对重要的一方是非常有效率的。他们曾进一步指出，剩余控制权就是直接来自于对物质资产的所有权。所以剩余控制权也就会自然地归非人力资本所拥有。在合同不完全时这种物质资本所有权就是权力的基础，并且对物质资产所有权的拥有就将会是导致对人力资本所有者的控制，所以企业其实就是由其所拥有或控制的非人力资本来进行规定的。非人力资本所有者他们拥有公司的所有权，从而他们也就直接掌握着公司治理的主控权，所以股东既是公司治理的主体，他们也是公司治理的受益者。

根据现代契约理论，企业实际上就是一组契约的集合，但契约又总是不完全的，所以在不完全契约的条件下，就会产生一个很重要的问题，即在发生契约未预期事件的情况下，由谁来行使决策权的问题。这实际上市公司治理的一个基本问题。

1.2.2.2 公司治理机制

在公司治理的实践过程中，公司治理制度其实是在不断完善的，从而形成了一个完整的、相互联系的公司治理体系。如果将公司治理机制按照功能来进行划分，根据实施治理机制具体的运作及操作方式的不同特点，可以得到以下四种主要的治理机制：

第一种就是激励机制，即如何维持委托人与代理人之间这种委托代理关系的动力。它实质上是委托人设计的一套有效的激励制度，从而使代理人能够自觉采取行为来实现委托人的效用最大化。也就是说要激励董事层和经理层通过努力来为企业创造价值，从而减少道德风险的这样一种机制。

第二种就是监督与制衡机制，这种监督机制分为内部监督机制及外部监督机制。内部监督机制就是指股东大会、董事会、监事会等监督机制；而外部监督机制指媒体、中介机构等的监督机制。所以监督与制衡就是通过对董事层和经理层的经营管理来进行监督和评价，从而建立起有效的并且能够相互制衡的一种内部权力机构的机制。

第三种就是决策机制，它也是公司治理机制中的核心，解决的主要问题就是公司权力在机构中如何进行科学、合理地分配，也就是合理配置与行使剩余的控制权。决策过程可分为决策准备、决策方案产生、决策的讨论以及最终决定这四个阶段。

第四种就是约束机制，也就是对代理人的行为来进行有效的约束和规范，使他们追求的利益与股东的利益保持一致性。可分为以下三种：公司控制权市场，指通过收集股权或投票代理权以此来取得对企业的控制，从而达到接管和更换不良管理层的目的。它作为一种外部的公司治理机制，对于管理者具有一定的约束作用，从而对促进公司的发展会有很大的促进作用；债权人治理机制，是指一种让债权人在公司治理中以债务作为约束，监督并且约束企业按债务契约的承诺，从而来保证债权人利益的治理制度；经理市场等约束机制，也就是指给具有专业知识及丰富经验的管理者自由流动和求职的市场，它的实质就是一个可实现经理人才资源优化配置的市场。

1.3 研究内容

目前，国内外学者对于公司治理的问题，主要有两种研究思路：第一种是研究分析如股权结构、债权比例和法律环境等影响和决定公司治理状态的基本因素；第二种是研究公司治理机制发挥的效用和运行效率状况。西方学者在研究公司治理与现金持有时，会选择将二者结合起来，分析各种影响和决定企业现金持有量得公司治理因素，例如从激励机制角度研究管理层持股对现金持有的影响，从监督与制衡机制角度研究股权集中度、控股或相对控股大股东的存在、董事会对现金持有的影响，从外部约束机制角度研究债权比例、债权人类型（银行）对现金持有的影响。

企业到底应该选择怎样的现金持有水平，这是一个看起来简单，实际隐藏着复杂经济关系的问题。之前的财务学者会从企业日常经营、投资需求中发现了持有现金的重要性，揭示了其对企业的资本收益、财务成本与持续经营的影响，从而形成了企业现金持有的交易成本模型。而后经济学家的进一步研究发现企业现金持有水平及其变化过程包含了更多的信息。从而使人们的研究重点转向了解释各种影响企业现金持有水平因素之间的经济关系以及这种关系背后的经济主体的行为等方面。从经济学的角度来分析，企业的现金持有水平并不是孤立存在的，它与资本市场的发育程度、企业产品市场行为、企业规模、盈利性、波动性、成长性等存在着复杂的经济关系，它们之间相互影响、相互作用。此外，企业的现金持有水平还有信号传递的作用，与企业的治理状况密切相关，并极富治理内涵。从中国的现状来看，中国资本市场的发展、上市公司的现金持有行为和公司治理等都需要从经济学的角度给出合理解释，因而，

本文主要从经济学的视角对中国上市公司现金持有与公司治理作出理论和实证方面的分析，并借鉴国外学者的分析思路，主要从现金持有的现状、股权结构、债权融资等几个层面研究中国上市公司现金持有与公司治理。

1.4 研究方法

本文将对中国上市公司现金持有与公司治理进行深入研究，其中将会采用理论与实证分析相结合的方法。具体采用的研究方法如下：

一、基于企业现金持有理论与公司治理理论的定性分析方法。将最新的现金持有理论与公司治理理论进行了回顾和总结，并将企业现金持有与公司治理相结合，以更广的视角来观察中国上市公司的现金持有行为。本文结合中国资本市场和上市公司治理的现状，研究现金持有的公司治理因素，如行业差异、股权结构、债权融资等，构建了企业现金持有的“行业差异、公司治理因素、宏观经济政策”的全方位分析框架。

二、基于面板数据多元线性回归分析的实证方法。首先对企业现金持有的行业差异进行描述性统计，并分析行业差异对企业现金持有有无影响，现金持有具有何种行业特征，以及这些特征对公司治理与现金持有的关系有何影响。在因素分析中，运用了非平衡面板数据固定效应模型的分析技术。本文所使用的数量分析方法是西方较为成熟的方法，经过实践应用和验证，使用这些方法对中国上市公司现金持有与公司治理的关系进行实证分析，可以有助于对比中外实证分析的结论。

总之，对于中国上市公司现金持有与公司治理这一较为复杂问题的研究，理论基础与实证检验分析工具这两者是缺一不可的，国内外大量的理论研究文献和分析工具，都为本文的研究提供了扎实的基础。

2 企业现金持有的现状分析

企业的现金持有行为不仅是综合反映了公司的财务战略以及经营战略，还与公司的治理状况和宏观制度环境等因素密切相关。现金持有行为带来的经济后果到底是“价值创造”，还是“价值毁灭”，这是投资者最为关心的事。

货币资金的质量高，流动性强，投资者就会对其产生一种偏爱。盈利可能只是纸上的富贵，对于公司的生存来说，现金和现金流状况远比会计盈利要重要得多。但是，作为一种资产，持有现金的收益相对要低很多，而且在公司拥有大量自由现金流的同时，就会有被管理层滥用的风险。因此，持有过高比例的现金对投资者来说也未必是件好事。

既然企业现金持有水平是一个非常重要的决策，那么我国上市公司现金持有水平究竟如何？在我国特殊制度背景和新兴资本市场的制度背景下，我国上市公司现金持有量又会呈现出怎样的特点？本节将从企业现金持有的整体状况、行业比较以及稳定

性三个方面对此问题展开深入研究。

2.1 现金持有的整体分析

首先对我国上市公司近十年整体现金持有水平进行描述性分析。本节使用来自沪、深两市的非金融上市公司的数据，选取了国内 A 股上市公司 2001 年—2010 年共 10 年的样本公司现金持有水平进行研究。为确保结果的准确性和客观性，在选择样本时遵循以下原则：（1）考虑到异常值的影响，将所有 ST、PT 公司排除在外，这些公司可能陷于财务状况异常的境况，或已经连续亏损两年，可能会使分析的结果造成偏差；（2）剔除了现金持有情况较为特殊的金融、保险业公司；（3）在数据处理上，对于资产负债表年末报表数据缺失的样本使用下一年的年初数据来替代，剔除掉无法进行以上操作的数据缺失样本；（4）为了避免新股数据不稳定，以及当年未上市公司数量对均值的影响，选取了 2001 年以前上市的 A 股公司为原始样本。

本文选取 CCER《一般上市公司(非金融类)财务数据库》中 2001—2010 年共 10 年的数据进行分析。为了更好的描述我国上市公司现金持有量水平，本节定义了现金持有绝对量和相对量指标。其中现金持有绝对量指标是用资产负债表中的“货币资金”与“短期投资”之和表示，记为 Cash；现金持有相对量指标采用了现金持有绝对量与总资产之比，记为 Cash/A。

表 2.1 我国上市公司 2001-2010 年期间现金持有水平

年度	2001	2002	2003	2004	2005
A 均值	23.41	27.63	31.75	35.42	41.39
Cash 均值	3.64	3.87	4.33	4.72	5.19
Cash/A 均值	15.54%	14.01%	13.64%	13.33%	12.54%
样本量	1131	1203	1256	1343	1408
年度	2006	2007	2008	2009	2010
A 均值	73.09	81.09	94.31	110.48	128.39
Cash 均值	9.14	11.12	13.22	15.98	18.21
Cash/A 均值	12.51%	13.71%	14.02%	14.46%	14.18%
样本量	1514	1610	1694	1842	2107

我国上市公司现金持有整体特征描述。表 2.1 列示了我国上市公司 2001-2010 年期间的现金持有水平情况，包括现金持有绝对值和相对水平。我国上市公司在 2001-2010 年平均持有的现金量高达 9.28 亿元人民币，现金持有相对量 Cash/A 的平均水平达到 13.73%。

从时间上来分析，我国上市公司 2001-2010 年度现金持有量呈逐年上升趋势，从 2001 年的 3.63 亿元上升至 2010 年的 18.21 亿元。现金持有相对量在 2001-2010 年的起伏略大：2001-2006 年现金持有比率下跌，现金持有绝对量占总资产的比例从 2001 年的 15.54% 下降至 2006 年的 12.51%；2007-2010 年现金持有比率呈上升态势，现金持有绝对量占总资产的比例从 2007 年的 13.71% 上升至 2010 年的 14.18%。

2.2 现金持有的行业比较

行业是指生产相似产品的企业所形成的一个具有相似特征的企业集合。在中国的上市公司中，企业的行业属性对现金持有的影响，现金持有具有怎样的行业特征，以及这些特征对于我们研究公司治理与现金持有关系有何影响。本节将对于这些问题进行深入研究，这同时也为后文进行实证分析中是否考虑行业影响提供支持。

样本数据同样也是使用来自沪、深两市的非金融上市公司的数据，选取了国内 A 股上市公司 2006 年—2010 年共 5 年的样本公司现金持有水平进行研究。为确保结果的准确性和客观性，在选择样本时遵循以下原则：（1）考虑到异常值的影响，将所有 ST、PT 公司排除在外，这些公司可能陷于财务状况异常的境况，或已经连续亏损两年，可能会使分析的结果造成偏差；（2）剔除了现金持有情况较为特殊的金融、保险业公司；（3）在数据处理上，对于资产负债表年末报表数据缺失的样本使用下一年的年初数据来替代，剔除掉无法进行以上操作的数据缺失样本。（4）为了避免新股数据不稳定，以及当年未上市公司数量对均值的影响，选取了 2006 年以前上市的 A 股公司为原始用本。

根据中国证监会公布的《上市公司行业分类指引》标准将上市公司进行行业划分。经过上述处理后，将选出符合要求的公司作为研究现金持有水平行业比较的样本，他们分属于 13 个行业门类。具体中国上市公司行业分布情况见表 2.2，其中列示了 13 个行业门类的公司数量，以及各公司数量所占百分比，从中可以看出所占比例最大的为第二产业，其中机械、设备、仪表行业公司数所占比例最大。

表 2.2 2010 年中国上市公司行业分布情况

代码	行业名称	公司数	百分比
A	农、林、牧、渔	52	2.19%
	第一产业合计	52	2.19%
B	采掘业	54	2.27%
C0	食品、饮料	89	3.75%
C1	纺织、服装、皮毛	82	3.45%
C2	木材、家具	12	0.51%
C3	造纸、印刷	43	1.81%

C4	石油、化学、塑胶、塑料	266	11.20%
C5	电子	132	5.56%
C6	金属、非金属	201	8.46%
C7	机械、设备、仪表	444	18.69%
C8	医药、生物制品	139	5.85%
C9	其他制造业	26	1.09%
D	电力、煤气及水的生产和供应	69	2.90%
E	建筑业	51	2.15%
	第二产业合计	1608	67.68%
F	交通运输、仓储	78	3.28%
G	信息技术	194	8.16%
H	批发和零售贸易	121	5.09%
I	金融、保险	37	1.56%
J	房地产	107	4.50%
K	社会服务业	71	2.99%
L	传播与文化产业	26	1.09%
M	综合类	82	3.45%
	第三产业合计	716	30.13%
	合计	2376	100

按照上述分类，表 2.3 列出了 2006-2010 年 5 年内各行业现金持有水平的具体数据，从中可以清楚地看出不同行业现金持有的分布情况及其变动趋势。从总体上来看，我国上市公司现金持有量成上升趋势。其中现金持有量最大的行业是公共事业，而且在这五年的涨幅也是最大的；现金持有量最小的行业是房地产业，近几年来增幅较大。总体来说，我国上市公司现金持有水平的行业特征还是比较明显的，而且变化较大。

表 2.3 2006-2010 年行业现金持有水平比较

行业代码	行业名称	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年	
		均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
A	农、林、牧、渔	10.68	0.34	3.74	0.36	3.34	0.22	3.42	0.37	4.48	0.41
B	采掘	10.81	0.39	15.50	0.37	18.39	0.29	18.81	0.33	38.91	0.29
C	制造业	10.68	0.26	13.06	0.31	14.36	0.32	25.25	0.21	48.50	0.27

D	电力、煤气及水的生产和供应	10.40	0.16	9.35	0.12	8.97	0.21	10.84	0.23	15.45	0.19
E	建筑业	12.39	0.24	14.57	0.21	15.78	0.48	22.95	0.31	30.08	0.22
F	交通运输、仓储	15.89	0.19	14.46	0.17	13.98	0.21	22.85	0.16	24.30	0.14
G	信息技术	23.18	0.30	27.02	0.25	28.86	0.46	84.96	0.18	136.74	0.75
H	批发和零售贸易	19.20	0.35	25.16	0.41	25.50	0.29	35.53	0.31	33.75	0.41
J	房地产	13.72	0.17	18.22	0.32	13.41	0.27	26.55	0.45	22.21	0.51
K	社会服务业	10.03	0.38	21.02	0.27	14.52	0.42	37.65	0.29	57.60	0.37
L	传播与文化产业	27.65	0.20	22.45	0.46	25.39	0.38	41.34	0.20	114.48	0.31
M	综合类	15.99	0.98	17.38	0.75	17.05	0.37	21.32	0.29	21.14	0.28

注：表中将上市公司分为 12 个行业大类，且均为剔除金融类公司及 ST、PT 类公司后的数据。

2.3 现金持有的稳定性分析

前面的分析已经说明我国上市公司的现金持有比例是偏高的，本节将要分析这种偏高是暂时性的还是持续性的，以此来进行对企业现金持有的稳定性研究。Opler 等人（1999）对美国上市公司研究表明，现金持有比率高的和持有比率低的公司，在持有现金的数额上都存在着一定的持续性，就是说公司持有的现金数额在一定时期内会保持一定的稳定性，从而反映了其现金持有政策具有一定的稳定性，不会在很短的时间内迅速变化。

结合上一节行业特征的研究，可以对企业现金持有行业特征的稳定性进行分析，图 2.1 中为 10 年中各行业门类现金持有量均值的折线图，通过观察各行业门类各年均值的变化，可以进行各行业门类现金持有比率的稳定性分析。从图 2.1 中可以看出，多数行业门类的现金持有量都表现出一定程度的上升趋势，个别行业如农林牧渔业表现出相当的稳定性，从 2006 年-2010 年几乎未变，这说明不同行业门类现金持有量的变化趋势是具有一定稳定性的。

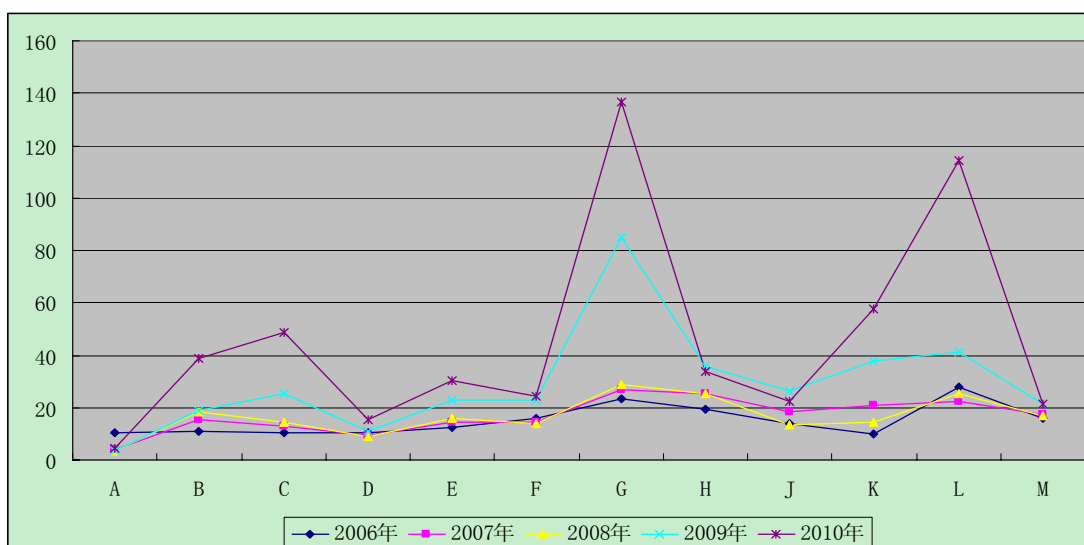


图 2.1 2006 至 2010 年各行业现金持有量均值变化

以上分析表明我国上市公司持有现金的数额和比例并不是暂时性的，而是一种具有持续性的行为，无论持有高现金额还是持有低现金额的公司，在连续的一定时间内，现金持有政策发生变化的情况较少，大部分的公司都保持了原有的现金持有政策。也就是说，持有高现额的公司在未来的几年之中，很有可能仍然是高现金持有公司；而持有低现金额的公司，在未来的几年之中，有很大可能性仍然是低现金持有的公司。企业现金持有具有稳定性。

3 股权结构与现金持有关系的实证检验

通过上一节的分析发现，不同的行业现金持有量存在较大差异，而且即使是同一行业内企业的现金持有量也有较大的差别。本节将对造成这种差别的原因从理论和实证方面加以深入分析。基于前面所诉的有关企业现金持有的有关理论，本节将从公司治理的角度研究股权结构在公司治理中的效应及其对企业现金持有的影响，并分析股权集中度和股权构成与企业现金持有水平之间的关系。

3.1 股权结构的公司治理效率分析

所谓股权结构，一般指公司不同性质的股份其在企业总股本中所占有的比例。若希望能够正确地理解股权结构与现金持有的关系，就需要对股权结构在公司理过程中的作用及其效率进行判断。一般我们认为股权结构是公司治理的基础，它对公司治理结构的组织形式、治理模式的选择还有公司治理的效率有着重要的影响，这种影响是通过对股权结构的选择和设计产生的，进而会对公司治理的各种机制产生影响。由于特定历史原因，中国上市公司的股权类型非常复杂。为了研究的简便，从不同的角度对中国上市公司股权结构进行了定义：（1）股权的流动性结构，即流通股与非流通股之间的比例结构关系。（2）股权持有者的身份结构，即国有股、法人股、内部人持股

以及社会公众股之间的比例。(3) 股权集中度, 即公司的股权被多少个股东所持有的一种集中程度。(4) 股权的市场分割结构。比如中国上市公司的股票通过按照发行对象及上市地区, 来进行分类, 可分为 A 股、B 股、H 股、N 股。由于这几类是分别在不同分割市场上来进行交易和认购, 所以把其之间的比例关系称为股权的市场分割结构。

对于股权结构对治理的作用, 最早对其进行研究的是 Berle 和 Means。而正式研究股权结构在公司治理中的作用, 还是从 Jensen 和 Meckling 等人开始的, 他们将股东主要分为两大类, 一类是公司内部股东, 主要指持有股票的董事会与公司其他高层经理层, 其管理公司并且对经营管理决策拥有投票权; 另一类就是公司的外部股东, 他们则没有管理投票权, 其认为内部股东持股比例的增加是有利于协调内部人与外部股东利益的, 所以他们在公司治理中是发挥着积极作用的。之后又有很多国外学者对股权结构在公司治理中的作用进行了更为深入的研究, 但这其中绝大多数的研究还是以美国的公司为背景的, 而且主要集中在对内部人持股对公司治理的作用的研究。近些年来, 也有不少中国学者对股权结构在中国上市公司治理中的作用进行了研究, 但研究也是主要集中在股权的持有者身份结构和股权集中度在公司治理中的作用及效率上。所以, 无论是国外还是中国的学者, 在对于股权结构的研究中, 都还没有取得一致的结论, 而且从企业财务决策性的角度来研究股权结构在公司治理中的效率的文献就更少了。相信通过本节的理论基础会给后面的研究提出理论框架。

3.1.1 股权集中度的公司治理效率分析

股权集中度对公司治理的作用主要表现在两个方面, 第一是对公司管理者的监管, 第二是对外部少数股东的侵占。从监管假设来看, 外部股东在他们所投资的企业存在重大利益时, 他们会非常密切地监督管理者, 从而来保证管理者无法进行有损股东利益的行为。所以认为增加外部股东的持股比例可能会减少代理冲突。Berle 和 Means 认为股权集中度与企业利益之间存在着正向线性关系, 这是因为股权分散会导致“搭便车”的问题, 从而造成难于对管理者的监督的情况。Shleifer 和 Vishny 认为外部股东减少了管理者的机会主义, 从而也就降低管理者与股东的直接代理冲突。此后又有学者发现了股权结构与企业价值的函数关系, 并证明了美国企业存在正的联系。大股东的存在是对管理者更好的监督并使企业有更好的业绩, 尤其是股权集中在机构投资者的时候。Shome 和 Singh 证明大宗收购的公告将会导致显著正的反常收益。除此之外, 他们的研究还表现出反常收益与代理成本的减少之间存在着正相关的关系。

而这种监管假设也受到了许多学者的质疑, 他们提出证据表明大股东存在对外分散股东从而进行掠夺的动机及能力。如 Pound 认为大股东很有可能是消极的投票者,

他们通过与内部人的一些谋略违背分散股东的最大利益。很多研究结果都显示股权集中度与企业价值以及收益率之间存在着显著的负相关关系。Shleifer 和 Vishny 认为某些国家的代理问题是来自于控制性股东与少数股东之间的冲突，但不全是管理者与分散的股东之间。这种情况使大量持股的代价是很高的，这是由于大股东可以有效率或无效率的方式使其它少数股东的财富进行再分配，其原因就在于大股东与少数股东的利益是不一致的。Faccio 和 Lang 也发现了侵占可能发生在大股东存在的企业，并且考虑到了监督与侵占的影响。

根据公司治理的重要性和实践意义，中国学者对于股权结构效应应有三种结论：一、股权集中度与公司业绩正相关（许小年和王燕，1998；张红军，2000；陈小悦和徐晓东，2003）；二、股权集中度与公司的业绩之间是基本无关或者相关性很不明显的（高明华，2001；于东智，2001；朱武祥和宋勇，2001）；三、股权集中度与公司业绩是呈非线性关系的（孙永祥和黄祖辉，1999）。

3.1.2 内部人持股在公司治理中的作用及效率

内部人持股对公司治理的作用其实主要的表现是在对公司管理者的激励方面，所说的激励作用可以从正反两个角度体现出来：利益收敛以及管理者职位固守的假说。Berle 和 Means 二人认为公司所有权和控制权的分离将会导致管理者和外部股东之间会存在着潜在的利益冲突。而后 Jensen 和 Meckling 根据代理理论的观点还提出了利益收敛假说，即认为管理者倾向根据他们自己的最大利益来对企业资源进行分配，这就有可能会使其与外部股东的利益相互冲突。但当管理者在企业的利益越大时，管理者就会越有可能存在使其利益与其余股东的利益协调一致的动机。所以当管理者股权比例增加的时候，管理者的利益与外部股东的利益可能会趋于一致，从而使得管理者与股东之间的利益冲突得以解决。

管理者的职位固守理论认为由于所有权与管理权的分离，将会导致管理者趋于非价值最大化的项目。而此项目只会利于企业销售增长和规模的扩大，但并不能使企业盈利能力得以提高。Fama 和 Jensen 的争论说显示即使对于低水平的内部股权，管理者缺乏个人动机，但市场监管也许仍然会迫使管理者追求价值的最大化。但当管理者拥有的公司股票占有很大比例时，就会得到更多的投票权和影响力，从而使得他的非利益最大化目标的得以实现，而不会危及到他们的职位和薪酬。这些观点便是管理者职位固守假设，即认为过多的内部股权对公司业绩具有非常消极的影响，这是因为内部股权比例过高，使得外部股东对他的监督更难实现。管理者职位固守的内部股权会在较高水平上发生，这就可以被看成没有完全独立于管理者的董事会所行成的后果。

由于利益收敛和管理者职位固守这两个假说的影响，很多学者们便会强调内部股

权与企业价值之间的非单调关系。有学者发现在董事股权比例低于 5% 或者高于 25% 时, 股权比例的增加将会更加协调管理者与股东的利益, 从而增加企业的价值。但当股权比例在 5% 到 25% 之间的时候, 股权的增加将会使管理者职位固守更为严重, 受到市场的监管也会减少, 从而会减少企业的价值。Wruck 等人的研究认为在管理者持有企业的股份比例在 5% 和 25% 之间时, 美国企业的管理者存在职位固守现象。

然而在中国, 关于内部人持股比例在公司治理中的作用和效率的研究还是很少的。在这方面进行研究的学者, 除了刘国良、王加胜(2000)认为内部人持股与公司业绩正相关外, 其它学者的研究结果认为内部人持股比例与公司业绩基本不相关。不过李增泉(2000)的研究发现内部人持股比例与公司业绩在建材和工程承包行业负相关。

3.1.3 股权持有者身份构成在公司治理中的作用及效率

国有股主要包括国家股和国有法人股, 它们对公司治理的影响是分为两方面的, 即消极方面和积极方面: 消极方面认为国有股在公司治理中是起着消极作用的。原因主要有: ①除了经济方面的目标外, 国有股股东还有他们的政治目标, 所以这就会导致对国有股权带来严重的政府行政方面的干预, 这就不利于资源利用的最优化配置。②国有股权较容易导致上市公司“内部人控制”的情况。由于控制权与剩余索取权的不匹配, 不能从公司治理的改善和企业业绩的提升中获取和努力水平相等的经济利益, 这就会导致其缺乏足够的动力去控制和监管公司的经理层, 便会使得经理层利用政府在产权上的控制, 从而形成事实上的“内部人控制”。而在另一方面, 由于国有股不能流通, 而只能协议转让, 但是协议转让的对象和条件都存在着严格的限制, 最终还必须要通过政府机关来进行审批, 这便会导致控制权市场、资本市场及经理层等中国公司的外部治理机制很难对公司内部人员来实施有效的监管, 这就加剧了中国上市公司的“内部人控制”。何浚的研究结果也证明国有股在公司中占的比例越大, 公司的内部人控制就会越严重; ③根据不完全合约理论, 某一方的权力越大, 其所承诺的就会越不可信。政府拥有的强大力量导致了其承诺的不可信性, 就会破坏政府的信用, 损害了公司管理层和普通职工的工作积极性; ④政府是拥有行政权力的, 它是市场规则的制定者及维护者, 他们作为股东参与市场, 相当于既当了“裁判”, 又当了“球员”, 这就会导致权力的滥用, 破坏了市场规则。与此对立的另一方面认为国家股在公司治理中是起着积极作用的, 其认为国有股股权是可以帮企业改善经营的主要有以下几方面: ①混合所有制公司中的政府是税收的征集者, 他们发挥大股东的作用, 从而监督公司管理人员, 以防止内部人控制现象产生。②国有股东可以保护公司不必受政府的过多干预。我国在转型经济中的存在着法律法规还不是很健全的情况, 公司的政府股东会有效预防一些不合理的法律纠纷, 甚至政府对公司的恶意掠夺。③国有股比例的提高可能会使企业得到政府的保护, 从而享受税收优惠的可能性会大幅上升。国外学

者对于国有股在公司治理中的作用及效率的实证研究目前也还尚未取得一致的结论。Boardman 和 Vining 发现了在西方国家的国有企业民营化之后，他们的经营业绩取得了显著的提高，所以非国有股权比国有股权更有效率。La Porta 和 Florencio 的研究表明墨西哥的国有企业在民营化后，主营收入在销售比重中是显著上升的，从而说明国有股权效率的较低。对于东欧的民营化企业的研究表明，在民营化后的公司国有股权对公司业绩有着正面的影响，而在没有被民营化的公司有着负面影响。而在此方面，中国学者的实证研究结论大致可以分为三类：如国有股与公司业绩负相关（许小年、王燕，1998；陈晓、江东，2000）；国有股与公司业绩相关性不显著（高明华，2001；陈小悦、徐晓东，2001；朱武祥、宋勇，2001），国有股对公司业绩有正面影响，但相关性不显著（张红军，2000；刘国亮、王加胜，2000；于东智，2001）。

中国上市公司的法人股可以将其分为发起法人股和募集法人股这两大类，其中的发起法人股还可以细分成为境内发起法人股、境外发起法人股。关于法人股东在公司治理过程中的作用及效率，中国很多学者更加认为其在公司治理的过程中是存在正向作用的，也就是积极的监督作用。法人进行股权投资的动机主要是获得投资收益、跨行业经营以及实现规模经济等。由于目前法人股尚不能在股票市场上进行自由的流通，从而上市公司的分红派息就成为了他们获得投资收益一种主要途径，这也就使得法人股东不会以投机来替代投资，他们会更希望进行长期投资。虽然很难在股票市场上自由转让股票影响股价而间接地影响公司经营，但他们有能力通过在股东大会上投票，在董事会中占有一定的地位，从而直接参与到公司的决策当中来。在国有股东不作为，而流通股东有倾向于“搭便车”的情况下，法人股东实际上就很有可能成为真正的经营者和内部人。有研究认为内部人持股对管理层具有激励作用，也就是法人股股东的持股比例越高，他们的利益与公司的利益就越趋于一致，所以越有动力去监督经营者，而且也更愿意去付出高的监督成本和激励成本。中国学者对这一问题上的实证研究结论大致可以分为三类：法人股与公司业绩正相关（陈晓、江东，2000；张红军，2000；于东智，2001）；法人股与公司业绩与公司业绩相关性不明显（高明华，2001；陈小悦、徐晓东，2001；朱武祥、宋勇，2001；刘国亮、王加胜，2000）；法人股与公司业绩呈非线性关系（许小年、王燕，1998；张红军，2000）。

国内外学术界普遍认为社会公众股在公司治理中的作用是消极的。首先，社会公众股在对公司管理层或内部人的直接监管方面存在着强烈的“搭便车”动机。Berle 和 Means 认为公司股权越分散，股东“搭便车”的动机也就会越强烈。原因是社会公众股由于受到个人财富的限制，只能持有上市公司股权较少的份额，在他积极监管的时候获得的收益也只能按其持股比例与他人分享，而监管的成本反而要由其个人来全部承担。所以他们就会对监管的成本和收益进行权衡，因而导致了社会公众股东“搭便车”的动机行为。其次，他们会通过“用脚投票”代替“用手投票”。当社会公众股股东利益

与管理者或大股东的利益发生冲突的时候，他们没有能力而且也缺乏的动机来通过公司的内部治理机制对管理层或大股东实施直接的监督，但他们可以在股票市场上抛售股票。当股票被大量抛售的时候，股票价值就会下跌。在存在完善的外部接管市场或公司控制权市场的情况下，当股票价格跌落到一定水平的时候，外部投资者认为公司股票价值被低估时，就会引发一场关于公司控制权的争夺。而当公司控制权易主时，原有的经理层一般会被更换。除了通过抛售股票表达自己的意见之外，社会公众股东还可以通过在资本市场上拒绝购买上市公司的股票来对上市公司的内部人施加影响。不过，在中国的资本市场上，由于国有股和法人股不能流通，经理人才市场或管理者劳动市场、资本市场及公司控制权市场发展非常缓慢，所以就难以发挥积极的作用。因此，社会公众股东难以利用“用脚投票”借助公司外部治理机制对公司内部人实施有效监督。对这个问题中国学者的实证研究结论大致可分为三类：流通股与公司业绩负相关（许小年、王燕，1998；陈小悦、徐晓东，2001；于东智，2001）；流通股与公司业绩基本不相关或相关性不显著（高明华，2001；朱武祥、宋勇，2001），流通股对公司业绩有正面影响（陈晓、江东，2000）。虽然研究结论不太一致，但从我们了解的研究成果来看，更多的研究是倾向于支持流通股对公司治理及效率存在消极影响的。

3.1.4 外资股在公司治理中的作用及效率

从股权的市场分割角度来看，外资股主要是包括 B 股和 H 股等。关于外资股在公司治理中的作用，中国学者主要有两种观点：积极监管和疏于监管。持积极监管态度的学者认为外资股对公司治理具有正向作用。相对于 A 股投资者而言，B 股投资者（国外投资者）可能会更加成熟，更关注企业的实际盈利能力，而不是账面盈利。另外，B 股需要采用国际会计准则，所以限制了 B 股上市公司盈余管理的能力。有研究表明在国内会计制度下产生的收益指标比国际会计准则下要高 20%-30%（Chen、Gul 和 Su, 1999）。另一方面，持疏于监管态度的学者认为外资股对公司治理具有反向作用。尽管 B 股 H 股等外资股都是可流通的股份，但由于股票市场的分割运作，使外资股股东在信息不对称条件下选择投资对象，并且中国政府通过行政力量向境外推出上市公司，投资者就可能会误以为境外上市公司具有政府信用，因而疏于对公司的监督管理；其次，由于国家对外资持股比例的限制，使 B 股的股东难以通过国际通行的收购兼并和股权收购等方式取得企业的控制权，所以影响了国外投资者的积极性；最后，中国上市公司信息披露不严，A 股市场与 B 股、H 股市场分割等，也阻碍了境外投资者积极参与公司治理。

在国内，关于这方面的实证研究还很少，据了解，目前还只有周业安（1999）和陈晓、江东（2000）在这方面作过有益的尝试。周业安（1999）认为 B 股和 H 股对净资产收益率有显著的负面影响。陈晓、江东（2000）发现 B 股的存在对 ROE 没有

显著影响，但对 OPE（相对主营业务利润率）却有正面影响。

3.2 股权结构与现金持有关系的理论分析及研究假设

3.2.1 我国上市公司股权结构的概况与特征

我国上市公司股权结构是按投资主题的所有制性质设计的，主要包括国有股、法人股、个人股和外资股等四种股权。作为一种制度安排，股权结构模式的选择是在特定制度供给下进行的，所以在不同的国家和不同的时期都具有着明显的差异。在我国公有制基础上惊醒的股份制改革是一项制度创新，背景、起点、制度环境都呈现出中国特色。从我国沪深两市的上市公司来说，尽管个股在股本规模、行业属性、股东数量、股权设置上都有很大差别，各有特色，但是从总体上来看，股权结构还是存在以下共同特征的：

一、股权结构复杂化。在我国对原国有企业进行公司化股份制改造的工程中，国家对股份公司的所有权按照所有者的性质划分为国有股、法人股和社会公众股。其中又有流通股和非流通股之分。

二、国有股股权在总股本中占有绝对优势。虽然国家股的比重有所下降，但是从单个股东来看，国家股仍然处于第一大股东的地位。

三、法人股股权在我国上市公司中有较高的比重，且呈现逐步上升并超过国家股的趋势，称为影响公司治理结构的一个非常重要的因素。因为我国国家股不能够上市流通，所以国家股只能通过协议受让方式转让给法人股东。同时，在上市公司资源相对稀缺的情况下，很多企业通过购买国有股权的方式“借壳上市”，导致法人股比重上升。

四、未流通股在公司总股本中占有很大的比重。由于我国上市公司绝大多数股份不能够流通，所以使得二级市场的股权流动对公司的制约弱化，公司的控制权被固化。

五、我国上市公司股权集中度高，第一大股东大多都是国有股股东，而且持股比例很高，远高于第二大股东的持股比例。这样高度集中的股权结构造成了我国上市公司大股东超强控制的现象。

表 3.1 我国上市公司股权结构概况

	2006 年 12 月 31 日		2007 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日		2009 年 12 月 31 日	
	股份总额 (亿股)	所占比例 (%)	股份总额 (亿股)	所占比例 (%)	股份总额 (亿股)	所占比例 (%)	股份总额 (亿股)	所占比例 (%)
1.未流通 股份	9240.02	72.25	12067.51	70.37	11935.15	62.75	6387.89	30.69
(1) 国家	3819.73	29.87	4988.58	29.09	6772.44	35.61	3624.72	17.42

股								
(2) 境内 法人股	3750.04	29.32	4897.57	28.56	3741.4	19.67	2002.46	9.62
(3) 外资 法人股	510.83	3.99	667.15	3.89	378	1.99	202.31	0.97
(4) 募集 法人股	756.87	5.92	988.47	5.76	73.14	0.38	39.15	0.19
(5) 内部 职工股	56.28	0.44	73.51	0.43	35.11	0.18	18.79	0.09
(6) 其他	346.27	2.71	452.23	2.64	935.06	4.92	500.46	2.40
2.流通股 份	3549.25	27.75	5083.68	29.64	7084.23	37.25	14422.44	69.30
(1) A 股	3215.54	25.14	4682.77	27.30	6696.76	35.21	13908.16	66.83
(2) B 股	228.96	1.79	250.87	1.46	268.21	1.41	271.48	1.30
(3) H 股	104.75	0.82	150.04	0.87	119.26	0.63	242.80	1.17
3.股份总 数	12788.74	100.00	17150.49	100.00	19019.38	100.00	20810.32	100.00

资料来源：中国证券监督管理委员会年报，并经过整理而成。

3.2.2 股权结构与现金持有关系的理论分析

股权结构主要包括股权构成和股权集中度，也就是质和量两个方面。所以，本节在分析股权结果对公司现金持有量的影响的时候，也是从这两个方面展开。因为在理论上股权结构与促进公司经营运作的治理机制存在着某种相关关系，而现金持有量又是公司理财决策过程中非常重要的内容，所以股权结构与公司现金持有量之间应该也存在着相关关系，股权结构是影响公司现金持有量的重要因素。

先来进行对股权集中度与现金持有量关系的分析。由于存在监督成本以及“搭便车”的可能性，股权的分散化对于股东行使管理层的监督和约束权力并无好处。在股权相对分散时，中小股东会考虑到个人承担对企业进行监督的成本较大，而收益又会被所有股东所分享，所以他们会采取“搭便车”的行为。从而股东们就缺乏对公司经营者的监控动力和能力，只会在公司经营不善的信息传播出来后选择抛售公司的股票。所以增强股东的监控动力需要提高大股东的持股比例，从而使股权相对集中。相应的就可以认为公司现金持有量将会随着股权集中度的提高而下降。但当代公司治理的观点认为，公司治理的研究重点不应该只局限在股东和经理层之间的代理问题，更多的应该是去关注大小股东之间的利益冲突和代理问题。因为在公司决策中，控股股东的

目标会更占优势，他们可能会利用选票优势把公司变成实现自身利益的工具，而不顾全体股东利益，甚至损害中小股东利益。我国上市公司就存在着“一股独大”的现象，造成了公司制定的一些决策优先考虑大股东的利益，而置中小股东的利益于不顾。在这种情况下，公司的内部管理层或控股股东就可能有动机和能力去增加他们控制的资金总量，并以中小股东的利益为代价去消耗公司的财富，这其中的办法之一就是持有大量的现金。

再来进行股权结构与现金持有量关系的分析。股权构成反映了各个不同性质的股东集团各自的持股比例，这是股权结构质的体现。不同类型的股权对应不同的利益主体，而不同的利益主体对公司治理的参与和影响程度也不相同，它的行为取向和目标将对公司现金持有量产生一定的影响。

一、国家股与现金持有量的关系分析。国家股就是有权来代表国家投资部门以国有资产向公司投资而形成的股份。国家股东自身的目标其实并不明确，主要是由于他们要兼顾社会利益和经济利益。而且国家股股东会存在代理问题，所有权就有可能被严重弱化。首先，国家股股东在监督过程中所带有的行政色彩将会导致对企业的过多干预，特别是当行政目标与所有者目标发生冲突的时候，很有可能会因为行政目标的要求而使所有者的权益受到侵害。另外，国家股股东与企业之间的委托代理关系是比较不规范、而且违背市场原则的。按照现代企业理论来看，委托人因为出资而对企业的行为承担一定风险，因为承担风险而对企业经营者具有监督权。而国家股股东自身存在着不同于国家这个最终所有者利益的独立利益，而且这些机构又是以国家所有者全权代表的身份出现，所有这些机构的领导人就会有可能利用他们所掌握的控制权来谋求自身利益。同时，因为在总体上国家股份比重较大，又不能够在证券市场上进行自由流通，加上国家股股东的政治背景，就使得其他股东难以对其形成有效的制衡，也不可能通过代理权竞争市场和接管市场等外部约束机制对其“内部人控制”形成有效约束。所以国家股权比例可能与公司的现金持有量之间存在正相关关系。

二、法人股与现金持有量的关系分析。法人股即法人以其依法可支配的资产向公司投资而形成的股份，可以将其进一步分为国有法人股、非国有法人股。目前，法人股东的国有成分仍然是占有优势地位的。对于国有法人股股东来说，其受益者的利益不是明确的，从而有可能会对其治理作用产生消极影响。对过往经验的分析也说明了法人股股东在公司治理中的正面效应是要大于其负面效应的。所以，法人股权比例可能会与公司的现金持有量之间呈负相关关系。

三、流通股与现金持有量。理论上来看，流通股对上市公司治理的作用是通过股票市场的价格信号和接管控制功能实现的。但我国流通股股东主要是自然人，虽然他们出于自身利益最大化的目标而具有监督管理层行为的动机，但是随着公司规模以及股东分布地理范围的扩大，个人股东日趋零散化，他们大多会采取“搭便车”的行为来

减少代理成本，或者采用“用脚投票”的方式来制约公司管理层的行为。同时，我国证券市场的特殊性也使得流通股股东参与公司治理的兴致不大，这是因为：①流通股股东缺乏对市场全面分析和判断的能力，导致他们只对短期利得感兴趣，从较强的投机行为就可以看出；②流通股股东的实力一般较弱，现行法规也限制了个人股东的持股比例，注定了流通股股东就是小股东，持有较小的份额，由于这样的监督成本和收益之间不成比例，所以他们存在严重的“搭便车”行为。因此，他们发挥的治理作用很小。他们在对公司治理行为表示不满时，会通过“用脚投票”的方式对公司的高层管理者产生一定的威慑作用。因此，在现行的制度框架下，流通股比例与公司现金持有量之间可能存在微弱的负相关关系。

3.2.3 关于股权结构与现金持有关系的研究假设

根据以上分析，本节提出以下五点研究假设：

假设 1：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，股权集中度与现金持有量显著负相关（这是基于股权集中度有利于减少管理层与股东利益冲突的假设）。

假设 2：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，股权集中度与现金持有量显著正相关（这是基于代理冲突主要表现为大股东与中小股东之间的冲突的假设）。

假设 3：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，国家股比例与现金持有量显著正相关

假设 4：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，法人股比例与现金持有量显著负相关

假设 5：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，流通股比例与现金持有量微弱负相关

3.3 变量选择及样本数据说明

3.3.1 变量选择

现金及其等价物持有量的替代变量（CASH）。以现金和现金等价物与在总资产中扣除现金和现金等价物后的净资产的比率表示现金持有量，因为净资产更能体现出企业现金的来源，所以采用这种方法。

股权集中度变量。本节选择具有综合性和代表性的指标 CR 指数，即公司前 n 个大股东持股比例之和，作为股权集中度的指标。具体来说，是选择第一大股东持股比例 CR1 和前五大股东持股比例 CR5 指数来作为股权集中度的代表变量。为了检验“一股独大”对股权结构与公司现金持有量关系的影响，还选取了上市公司第一大股东与其他四大股东持股比例之比 Z4 指数。另外，选取了 Herf5 指数，即前五大股东持股比例的平方和，作为检验股权集中度和公司现金持有量关系的补充指标。

股权构成变量。以 GJG 代表国家股占全部股本数的比值，FRG 代表法人股占全

部股本数的比值，TCIR 代表可流通总股数占全部股本数的比值，ACIR 代表可流通 A 股占全部股本数的比值。

控制变量。即根据企业现金持有的交易成本模型及信息不对称理论对企业现金持有具有重要影响的一些财务变量，主要包括：

（1）现金流量（CFLOW）。就是用企业当年取得的净利润以及当年发生的折旧、资产摊销（其中包括无形资产和其他资产的摊销）之和与净资产的比率来表示的。

（2）现金替代物（CSUBS）。即用净营运资本减去现金及其等价物的余额与净资产的比率来代表。

（3）资本结构（CSTRU）。一般是用企业年末负债总额所占年末资产总额的比重来表示的。

（4）银行债务水平（BDEPT）。以企业短期借款科目和长期借款科目的年末余额之和与企业全部负债总额之比来表示企业的银行债务水平。

（5）负债结构（DSTRU）。这个反映企业负债内部构成情况的变量，使用企业当年流动负债的总额与全部债务额的比值来表示企业的债务结构。

（6）是否支付股利哑变量（DIVDUMMY）。使用一个现金股利支付的虚拟变量，如果企业当年支付现金股利，则该变量取值为 1，否则取 0。

（7）企业所属行业哑变量（AGR）。使用企业所属行业的虚拟变量，来研究行业差异的影响，其中 AGR1 至 AGR21 分别表示第二章表 2.2 中所列的行业 A 至 M，若企业属于此行业则该变量取值为 1，否则取 0。

（8）企业规模（SIZE）。用 SIZE 代表企业规模，利用企业资产总额的自然对数作为公司规模的替代变量。

（9）成长能力（GROW）。以企业主营业务收入增长率来表示企业的成长能力。

3.3.2 样本数据说明

在模型分析中，本节使用的是来自沪、深两市的非金融上市公司的数据，选取了国内 A 股上市公司 2006 年—2010 年共 5 年的公司样本。这样选择是为了获得足够的样本点。为确保样本的准确性和客观性，在选择样本时遵循以下原则：（1）考虑到异常值的影响，将所有 ST、PT 公司排除在外，这些公司可能陷于财务状况异常的境况，或已经连续亏损两年，可能会使分析的结果造成偏差；（2）剔除了现金持有情况较为特殊的金融、保险业公司；（3）在数据处理上，对于资产负债表年末报表数据缺失的样本使用下一年的年初数据来替代，剔除掉无法进行以上操作的数据缺失样本。

3.4 股权结构与现金持有关系的计量模型与实证检验

本节将分两步进行实证研究，首先将在不区分股权构成类型的情况下来分析股权集中度与公司现金持有量的关系；然后将分析股权构成与公司现金持有量的关系，即分别分析国家股、法人股、流通股与公司现金持有量的关系。

3.4.1 股权集中度与现金持有关系的计量模型与实证检验

通过非平衡数据模型 3.1 对股权集中度与公司现金持有量的关系进行检验。利用非平衡数据的固定影响变截距模型（截面固定和时间变化）对模型 4.1 进行检验。

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR5_{it} + \beta_2 CR1_{it} + \beta_3 Herf5_{it} + \beta_4 Z_{it} + \beta_5 CFLOW_{it} + \beta_6 CSUBS_{it} + \beta_7 CSTRU_{it} + \beta_8 BDEPT_{it} + \beta_9 DSTRU_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} GROW_{it} + \beta_{12} DIVDUMMY_{it} + \sum_{K=1}^{21} \delta_K AGR_{it} + \alpha_t + \mu_{it} \quad (3.1)$$

将各股权集中度替代变量同时引入一个回归方程，有可能会产生多重共线性，同时可能会大大减少有效样本点数。所以分别将各股权集中度变量引入模型 3.1 进行检验，从而得到表 3.2 所示的 4 组回归结果。

表 3.2 模型 3.1 的回归结果

自变量	结果 1	结果 2	结果 3	结果 4
C	-0.298(-2.84 ^{***})	-0.152(-1.87 [*])	-0.305(-4.12 ^{**})	-0.301(-3.09 ^{***})
CR5	-0.014(0.82)			
CR1		0.035(1.63 [*])		
Herf5			0.023(0.72)	
ZINDEX				0.003(1.93 ^{**})
CFLOW	0.135(6.81 ^{***})	0.146(12.70 ^{***})	0.096(7.27 ^{***})	0.096(7.20 ^{***})
CSUBS	0.558(50.91 ^{***})	0.540(48.89 ^{***})	0.558(50.91 ^{***})	0.558(50.90 ^{***})
CSTRU	0.409(30.75 ^{***})	0.486(40.41 ^{***})	0.409(30.75 ^{***})	0.410(30.78 ^{***})
BDEPT	-0.059(-4.57 ^{***})	-0.069(-5.34 ^{***})	-0.058(-4.52 ^{***})	-0.056(-4.40 ^{***})
DSTRU	0.250(13.37 ^{***})	0.262(13.86 ^{***})	0.250(13.39 ^{***})	0.249(13.33 ^{***})
DIVDUMMY	0.043(4.68 ^{***})	0.045(4.82 ^{***})	0.042(4.65 ^{***})	0.042(4.61 ^{***})
SIZE	-0.002(0.87)	-0.006(-1.73 [*])	-0.003(-0.91)	-0.004(-1.24)
GROW	0.000(0.32)	0.000(0.11)	0.000(0.15)	0.000(0.29)
AGR1	0.100(1.59)	-0.065(-1.93 [*])	0.101(1.62)	0.099(1.58)
AGR2	0.104(1.57)	-0.068(-1.75 [*])	0.109(1.67 [*])	0.105(1.61)
AGR3	0.105(1.70 [*])	-0.059(1.91 [*])	0.110(1.79 [*])	0.106(1.72 [*])

AGR4	0.071(1.14)	-0.095(-3.01 ^{***})	0.075(1.22)	0.071(1.16)
AGR6	0.124(1.93 [*])	-0.060(-1.71 [*])	0.128(2.02 ^{**})	0.123(1.94 [*])
AGR7	0.126(2.01 ^{**})	-0.047(-1.57 ^{**})	0.128(2.11 ^{**})	0.124(2.03 ^{**})
AGR8	0.083(1.32)	-0.083(-2.54 ^{**})	0.086(1.39)	0.082(1.33)
AGR9	0.070(1.14)	-0.108(-3.58 ^{***})	0.072(1.18)	0.067(1.10)
AGR10	0.069(1.13)	-0.105(-3.59 ^{***})	0.071(1.18)	0.067(1.11)
AGR11	0.109(1.77 [*])	-0.057(-1.88 [*])	0.113(1.85 [*])	0.110(1.80 [*])
AGR12	0.195(2.99 ^{***})	0.002(0.07)	0.192(2.98 ^{***})	0.188(2.90 ^{***})
AGR13	0.171(2.74 ^{***})	0.005(0.15)	0.174(2.82 ^{***})	0.172(2.78 ^{***})
AGR14	0.009(0.14)	-0.169(-4.70 ^{***})	0.012(0.19)	0.007(0.12)
AGR15	0.226(3.62 ^{***})	0.062(1.92 [*])	0.227(3.68 ^{***})	0.225(3.63 ^{***})
AGR16	0.141(2.29 ^{**})	-0.024(-0.79)	0.144(2.36 ^{**})	0.142(2.33 ^{**})
AGR17	0.140(2.28 ^{**})	-0.033(-1.08)	0.145(2.38 ^{**})	0.142(2.33 ^{**})
AGR18	-0.047(-0.76)	-0.214(-6.85 ^{***})	-0.044(-0.72)	-0.047(-0.77)
AGR19	0.190(3.03 ^{***})	0.026(0.78)	0.194(3.13 ^{***})	0.191(3.08 ^{***})
AGR20	0.253(3.77 ^{***})	0.091(2.21 ^{**})	0.261(3.91 ^{***})	0.256(3.83 ^{***})
AGR21	0.071(0.25)	-0.100(-3.29 ^{***})	0.074(1.22)	0.073(1.20)
_01--C	0.0123	0.0138	0.0124	0.118
_02--C	0.0134	0.0127	0.0137	0.0135
_03--C	-0.0005	-0.0022	-0.0005	-0.0002
_04--C	-0.0332	-0.0316	-0.0337	-0.0331
调整后的 R ²	0.4359	0.4713	0.4632	0.5210
F 检验值	112.38	110.24	119.24	109.35
D.W	1.97	2.13	1.89	1.91
样本量 n	4016	4025	4027	4018

注：*，**，***分别表示在 0.1，0.05，0.01 的显著性水平下显著。

表 3.2 表明模型检验结果 1 到结果 4 的 R² 均在 0.47 以上，拟合优度水平相对较高，F 检验值在 110 以上，统计上显著。所以模型 3.1 有较好的解释能力。从回归结果来看，前 5 大股东持股比例之和与公司现金持有量呈反向变动关系，但不是十分显著；第一大股东持股比例与公司现金持有在 0.1 的显著性水平呈正相关关系，这表明增加第一大股东的持股比例不利于公司现金持有量的减少，但增加后几大股东的持股比例会有利于公司现金持有量的减少。结果 4 验证了前面的推断，第一大股东与后四大股东持股比例的比值越大，公司现金持有量就会越高，说明第一大股东与后四大股东所持股比例的差距越小，就会越有利于公司现金持有量的减少，克服了股权过于集中带来的代理问题。

基于以上分析,可以得出两点结论:适当的股权集中度有利于公司现金持有量的减少,第一大股东的持股比例越高,公司现金持有量会越大;而在第一大股东与其他大股东持股比例相差不是很大时,第一大股东的持有比例上升会对公司现金持有量的减少有一定促进作用。这也就进一步证明在我国上市公司培育大股东之间相互制衡的结果很有必要。

股权集中度与公司现金持有量之间的关系可能不是线性的,有可能存在非线性关系,所以,要在模型 3.1 的基础上加入 CR1, CR5, Herf5, ZINDEX 的高次项进行回归,从而检验股权集中度与公司现金持有量之间是否存在着非线性关系。回归结果见表 3.3。

表 3.3 模型 3.1 中引入高次项的回归结果

自变量	结果 1	结果 2	结果 3	结果 4	结果 5
C	-0.152	0.081(0.53)	0.162(-0.71 [*])	-0.310(-2.12 ^{***})	-0.298(-0.21 ^{***})
CR5	-0.461(-3.65 ^{***})	-2.162(-5.47 ^{***})			
CR5 ²	0.401(3.63 ^{***})	3.574(4.97 ^{***})			
CR5 ³		-1.870(-3.52 ^{***})			
CR1			0.114(0.29)		
CR1 ²			0.027(0.36)		
ZINDEX				0.014(0.97)	
ZINDEX ²				0.000(-0.84)	
HERF5					0.031 (1.09)
HERF5 ²					0.000 (1.17)
CFLOW	0.094(7.02 ^{***})	0.095(7.13 ^{***})	0.137(12.66 ^{***})	0.096 (7.20 ^{***})	0.095 (7.10 ^{***})
CSUBS	0.561(51.08 ^{***})	0.558(50.91 ^{***})	0.540(48.87 ^{***})	0.558 (50.91)	0.558 (50.91)
CSTRU	0.410 (30.82 ^{***})	0.408 (30.75 ^{***})	0.486 (40.40 ^{***})	0.410 (30.79 ^{***})	0.409 (30.75 ^{***})
BDEPT	-0.056 (-4.39 ^{***})	-0.055 (-4.30 ^{***})	-0.069 (-5.33 ^{***})	-0.056 (-4.40 ^{***})	-0.056 (-4.36 ^{***})
DSTRU	0.251 (13.47 ^{***})	0.249 (13.38 ^{***})	0.263 (13.86 ^{***})	0.249 (13.34 ^{***})	0.250 (13.38 ^{***})
DIVDUMMY	0.043(4.69 ^{***})	0.043 (4.67 ^{***})	0.045 (4.82 ^{***})	0.042 (4.59 ^{***})	0.042 (4.60 ^{***})
SIZE	-0.005 (-1.62)	-0.003 (-0.96)	-0.006 (1.74 [*])	-0.004 (-1.27)	-0.004 (-1.10)
GROW	0.000 (0.23)	0.000 (0.32)	0.000 (0.04)	0.000 (0.32)	0.000 (0.28)
AGR1	0.096 (1.54)	-2.082 (-5.56 ^{***})	-0.065 (-1.93 [*])	0.100 (1.60)	0.100 (1.60)
AGR2	0.102 (1.56)	3.604 (5.12 ^{***})	-0.068 (-1.75 [*])	0.107 (1.63)	0.106 (1.62)
AGR3	0.105 (1.72 [*])	-1.979 (-4.62 ^{***})	-0.059 (-1.90 [*])	0.107 (1.74 [*])	0.108 (1.75 [*])
AGR4	0.071 (1.16)	0.094 (1.51)	-0.095 (-3.00 ^{***})	0.073 (1.18)	0.073 (1.19)
AGR6	0.124 (1.95 [*])	0.106 (1.62)	-0.060 (-1.70 [*])	0.124 (1.95 [*])	0.127 (1.99 ^{**})
AGR7	0.125 (2.06 ^{**})	0.102 (1.66 [*])	-0.047 (-1.56)	0.125 (2.05 ^{**})	0.126 (2.08 ^{**})

AGR8	0.084 (-1.36)	0.069 (1.13)	-0.082 (-2.53 ^{**})	0.084 (1.35)	0.085 (1.37)
AGR9	0.068 (1.13)	0.122 (1.93 [*])	-0.108 (-3.58 ^{***})	0.068 (1.12)	0.069 (1.14)
AGR10	0.066 (1.10)	0.124 (2.04 ^{**})	-0.105 (-3.57 ^{***})	0.068 (1.13)	0.069 (1.15)
AGR11	0.107 (1.76 [*])	0.081 (1.31)	-0.057 (-1.88 [*])	0.111 (1.82 [*])	0.112 (1.83 [*])
AGR12	0.189 (2.92 ^{***})	0.067 (1.10)	0.003 (0.08)	0.189 (2.92 ^{***})	0.190 (2.94 ^{***})
AGR13	0.171 (2.76 ^{***})	0.066 (1.309)	0.005 (0.16)	0.173 (2.79 ^{***})	0.173 (2.80 ^{***})
AGR14	0.009 (0.15)	0.107 (1.76)	-0.169 (-4.70 ^{***})	0.009 (0.13)	0.009 (0.15)
AGR15	0.222 (3.59 ^{***})	0.186 (2.88)	0.062 (1.92 [*])	0.226 (3.65 ^{***})	0.226 (3.65 ^{***})
AGR16	0.137 (2.24 ^{**})	0.166 (2.70 ^{***})	-0.024 (-0.79)	0.143 (2.34 ^{**})	0.143 (2.35 ^{**})
AGR17	0.139 (2.28 ^{**})	0.004 (0.06)	-0.032 (1.08)	0.143 (2.34 ^{**})	0.145 (2.37 ^{**})
AGR18	-0.052 (-0.85)	0.222 (3.60 ^{***})	-0.214 (-6.87 ^{***})	-0.046 (-0.76)	-0.045 (-0.73)
AGR19	0.189 (3.05 ^{***})	0.136 (2.24 ^{**})	0.026 (0.80)	0.192 (3.09 ^{***})	0.193 (3.10 ^{***})
AGR20	0.257 (3.85 ^{***})	0.140 (2.31 ^{**})	0.091 (2.22 ^{**})	0.257 (3.85 ^{***})	0.259 (3.88 ^{***})
AGR21	0.064 (1.05)	-0.056 (-0.92)	-0.100 (-3.29 ^{***})	0.074 (1.22)	0.075 (1.22)
_01--C	0.0120	0.0123	0.0138	0.0117	0.0121
_02--C	0.0138	0.0138	0.0127	0.0134	0.0136
_03--C	-0.0002	-0.0003	-0.0022	-0.0001	-0.0003
_04--C	-0.0337	-0.0339	-0.0316	-0.0331	-0.0334
调整后的 R ²	0.4791	0.4902	0.4670	0.4875	0.4823
F 检验值	114.11	116.10	105.88	113.72	113.59
D.W	1.97	1.98	2.02	1.97	1.97
样本量 n	4007	4007	4039	4008	4007

注：*，**，***分别表示在 0.1，0.05, 0.01 的显著性水平下显著。

表 3.3 中非线性回归的结果说明股权集中度 CR1，Herf5，ZINDEX 与公司现金持有量的二次曲线关系不显著，但前 5 大股东持股比例 CR5 与公司现金持有量存在显著的非线性关系。便分别对其二次项、三次项、四次项进行回归，结果说明其回归系数在 0.01 的水平下与现金持有量存在着显著的相关关系，且三次多项式调整后的拟合优度更高，所以使用结果 2 来分析前 5 大股东持股比例与公司现金持有量的非线性关系。从 CR5 多项式的系数符号可以看出公司现金持有量随前五大股东持股比例的变化规律为先下降后上升在下降的过程，存在两个转折点与一个拐点，说明在一个相对较低水平区域内，以前五大股东持股比例表示的股权集中度与公司现金持有量呈 U 型关系；而在相对较高水平的区域内，该股权集中度与公司现金持有量呈倒 U 型关系。

另外，检验结果还表明财务控制变量对公司现金持有量得影响是很稳定的。其中，现金流量、现金替代物、资本结构、流动负债结构的比重、是否支付股利等与公司现

金持有量显著正相关；公司成长能力与公司现金持有量无关系；公司规模与公司现金持有量负相关，但不显著，所以现金持有量的规模效应在我国上市公司未得到经验支持。

此外，很多行业虚拟变量在统计上也是显著的，所以不同行业的股权集中度与公司现金持有量的关系是存在差别的，而且这种行业差别的影响应该引起重视。不同年度的差异也是稳定的，表明不同年度的宏观综合因素对公司现金持有量也具有一定的影响。

3.4.2 股权构成与现金持有关系的计量模型与实证检验

设计模型 3.2 对股权构成与公司现金持有量的关系进行检验。同上节相同，所构造的模型也是非平衡数据的固定影响变截距模型（截面固定和时间变化）。

$$\begin{aligned}
 CASH_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GJG_{it} + \beta_2 FRG_{it} + \beta_3 TCIRCU5_{it} + \beta_4 CFLOW_{it} + \\
 & \beta_5 CSUBS_{it} + \beta_6 CSTRU_{it} + \beta_7 BDEPT_{it} + \beta_8 DSTRU_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} GROW_{it} + \\
 & \beta_{11} DIVDUMMY_{it} + \sum_{K=1}^{21} \delta_K AGR_{it} + \alpha_t + \mu_{it}
 \end{aligned}
 \tag{3.2}$$

同样，若将各股权构成变量同时引入回归方程，有可能会产生多重共线性，同时可能会大大减少有效样本点数。所以分别将各股权集中度变量引入模型 3.2 进行检验，从而得到表 3.4 所示的 4 组回归结果。

表 3.4 模型 3.2 的回归结果

自变量	预期方向	结果 1	结果 2	结果 3	结果 4
C		-0.029(-0.25)	-0.209(-2.39 ^{**})	-0.326(-3.42 ^{**})	-0.367(-3.83 ^{***})
GJG	+	0.012(0.41)			
GRG	-		-0.021(0.87)		
TCIR	-			0.079(3.28 ^{**})	
ACIR	-				0.106(2.77 ^{***})
CFLOW		0.121(6.54 ^{***})	0.108(7.70 ^{***})	0.102(7.66 ^{***})	0.104(7.76 ^{***})
CSUBS		0.480(24.02 ^{***})	0.568(49.23 ^{***})	0.559(51.15 ^{***})	0.558(50.98 ^{***})
CSTRU		0.443(18.06 ^{***})	0.399(28.96 ^{***})	0.411(30.91 ^{***})	0.412(30.96)
BDEPT		-0.064(-3.36 ^{***})	-0.045(-3.27 ^{***})	-0.061(-4.76 ^{***})	-0.060(-4.72)
DSTRU		0.212(7.69 ^{***})	0.253(12.62 ^{***})	0.249(13.38 ^{***})	0.252(13.55)
DIVDUMMY		0.081(5.40 ^{***})	0.041(4.25 ^{***})	0.044(4.82 ^{***})	0.043(4.70)
SIZE		-0.011(-2.35 ^{**})	-0.003(-0.81)	-0.004(-1.32)	-0.002(-0.66)
GROW		0.004(0.86)	0.000(0.64)	0.000(0.23)	0.000(0.22)

AGR1		-0.028 (-0.36)	-0.012(-0.36)	0.106(1.70 [*])	0.106(1.69)
AGR2		-0.124 (-1.50)	0.000(-0.01)	0.117(1.79 [*])	0.116(1.78 [*])
AGR3		0.034 (0.47)	0.000(0.01)	0.114(1.86 [*])	0.114(1.86 [*])
AGR4		-0.009 (-0.12)	-0.035(-1.14)	0.081(1.32)	0.083(1.35)
AGR6		0.017 (0.22)	0.024(0.68)	0.131(2.06 ^{**})	0.131(2.06 ^{**})
AGR7		0.009 (0.13)	0.017(0.60)	0.133(2.19 ^{**})	0.133(2.19 ^{**})
AGR8		0.022 (0.29)	-0.031(-0.95)	0.091(1.46)	0.92(1.48)
AGR9		-0.034 (-0.47)	-0.040(-1.35)	0.07891.28)	0.78(1.28)
AGR10		-0.019 (-0.26)	-0.042(-1.47)	0.074(1.22)	0.76(1.26)
AGR11		-0.012 (-0.17)	0.005(0.17)	0.116(1.90 [*])	0.116(1.90 [*])
AGR12		0.077 (0.98)	0.086(2.32 ^{**})	0.197(3.05 ^{***})	0.198(3.07 ^{***})
AGR13		0.071 (0.97)	0.063(2.01 ^{**})	0.183(2.95 ^{***})	0.181(2.93 ^{***})
AGR14		-0.018 (-0.23)	-0.102(-2.78 ^{***})	0.021(0.32)	0.017(0.27)
AGR15		0.116 (1.56)	0.107(3.38 ^{***})	0.234(3.78)	0.235(3.79 ^{***})
AGR16		-0.005 (-0.06)	0.025(0.83)	0.146(2.39)	0.146(2.40 ^{**})
AGR17		0.052 (0.071)	0.032(1.05)	0.147(2.42 ^{**})	0.147(2.40 ^{**})
AGR18		-0.139 (-1.88 [*])	-0.169(-5.43 ^{***})	-0.042(-0.69)	-0.042(-0.68)
AGR19		0.120 (1.57)	0.076(2.35 ^{**})	0.200(3.22 ^{***})	0.202(3.26 ^{***})
AGR20		0.061 (0.65)	0.158(3.86 ^{***})	0.270(4.04 ^{***})	0.270(4.05 ^{***})
AGR21		-0.045 (-0.60)	-0.051(-1.69 [*])	0.075(1.23)	0.075(1.22)
_01--C		0.0136	0.131	0.012549	0.0128
_02--C		0.0119	0.0137	0.014122	0.0142
_03--C		-0.0035	-0.0013	-0.00076	-0.0010
_04--C		-0.0403	-0.0320	-0.03431	-0.0345
调整后的 R ²		0.4021	0.4872	0.4705	0.4837
F 检验值		29.03	110.03	109.34	119.18
D.W		2.11	2.09	2.13	2.27
样本量 n		3384	3561	4021	4021

注：*，**，***分别表示在 0.1，0.05,0.01 的显著性水平下显著。

从表 3.4 的回归结果中可以看出国家股比例与公司现金持有量之间存在负相关关系，但很不显著；法人股比例与公司现金持有量之间存在负相关关系，也不显著；但流通股比例、流通 A 股的比例与公司现金持有量之间存在正相关关系。这说明作为广大中小股东的流通股份在我国上市公司的治理中是消极的作用。

为了检验是否存在非线性关系，在模型 3.2 中引入股权构成的二次项和三次项进行检验，检验的结果如表 3.5 所示。

表 3.5 模型 3.2 中引入高次项的回归结果

自变量	结果 1	结果 2	结果 3	结果 4	结果 5
C	-0.231 (-2.63 ^{**})	-0.206 (-1.89 [*])	-0.462 (-4.16 ^{***})	-0.247 (-3.58 ^{**})	-0.472 (-3.51 ^{**})
FRG	0.103 (1.25 [*])				
FRG ²	-0.126 (-2.08 [*])				
TCIR		-0.316 (-4.52 ^{***})	1.243 (4.43 ^{***})		
TCIR ²		0.480 (4.57 ^{***})	-2.862 (-4.45 ^{***})		
TCIR ³			2.139 (5.52 ^{***})		
ACIR				-0.230 (-3.51 ^{***})	0.380 (3.27 ^{***})
ACIR ²				0.363 (4.43 ^{***})	-1.682 (-4.13 ^{***})
ACIR ³					1.515 (6.29 ^{***})
CFLOW	0.111(7.89 ^{***})	0.100 (7.55 ^{***})	0.104 (7.84 ^{***})	0.101 (7.54 ^{***})	0.104 (7.78 ^{***})
CSUBS	0.568(49.19 ^{***})	0.560 (51.34 ^{***})	0.558 (51.25 ^{***})	0.561 (51.32 ^{***})	0.558 (51.14 ^{***})
CSTRU	0.400(29.01 ^{***})	0.409 (30.83 ^{***})	0.407 (30.73 ^{***})	0.410 (30.91 ^{***})	0.407 (30.76 ^{***})
BDEPT	-0.047(-3.44 ^{***})	-0.057 (-4.44 ^{***})	-0.059 (-4.67 ^{***})	-0.060 (-4.69 ^{***})	-0.056 (-4.43 ^{***})
DSTRU	0.251(12.54 ^{***})	0.248 (13.37 ^{***})	0.248 (13.37 ^{***})	0.248 (13.36 ^{***})	0.250 (13.49 ^{***})
DIVDUMMY	0.041 (4.31 ^{***})	0.043 (4.74 ^{***})	0.041 (4.57 ^{***})	0.044 (4.85 ^{***})	0.041 (4.48 ^{***})
SIZE	-0.002 (-0.68)	-0.006 (-1.80 [*])	-0.003 (-1.06)	-0.006 (-1.67 [*])	-0.003 (-0.95)
GROW	0.000 (0.62)	0.000 (0.32)	0.000 (0.32)	0.000 (0.28)	0.000 (0.34)
AGR1	-0.013 (-0.40)	0.101 (1.61)	0.102 (1.64)	0.103 (1.65 [*])	0.098 (1.58)
AGR2	-0.001 (-0.02)	0.112 (1.71 [*])	0.107 (1.64)	0.113 (1.73 [*])	0.107 (1.64)
AGR3	-0.001 (-0.02)	0.109 (1.77 [*])	0.110 (1.81 [*])	0.111 (1.82 [*])	0.107 (1.25 [*])
AGR4	-0.036 (-1.16)	0.074 (1.21)	0.078 (1.27)	0.079(7.29)	0.073 (1.19)
AGR6	0.023 (0.65)	0.126 (1.99 [*])	0.129 (2.05 ^{**})	0.129 (2.04 ^{**})	0.126 (1.99 ^{**})
AGR7	0.016 (0.56)	0.126 (2.09 ^{**})	0.128 (2.13 ^{**})	0.129 (2.13 ^{**})	0.125 (2.08 ^{**})
AGR8	-0.033 (-1.02)	0.084 (1.35)	0.085 (1.38)	0.089 (1.44)	0.082 (1.33)
AGR9	-0.040 (-1.37)	0.071 (1.17)	0.073 (1.21)	0.075 (1.24)	0.068 (1.13)
AGR10	-0.043 (-1.50)	0.068 (1.13)	0.072 (1.19)	0.072 (1.19)	0.068 (1.13)
AGR11	0.004 (0.13)	0.108 (1.77 [*])	0.112 (1.85 [*])	0.111 (1.83 [*])	0.108 (1.78 [*])
AGR12	0.086 (2.31 ^{**})	0.190 (2.95 ^{***})	0.191 (2.98 ^{***})	0.195 (3.02 ^{***})	0.188 (2.93 ^{***})
AGR13	0.063 (2.01 ^{**})	0.173 (2.80 ^{***})	0.176 (2.86 ^{***})	0.178 (2.88 ^{***})	0.169 (2.75 ^{***})
AGR14	-0.101 (-2.75 ^{***})	0.015 (0.24)	0.013 (0.21)	0.019 (0.30)	0.009 (0.14)
AGR15	0.105 (3.31 ^{***})	0.226 (3.67 ^{***})	0.227 (3.70 ^{***})	0.230 (3.73 ^{***})	0.223 (3.63 ^{***})
AGR16	0.023 (0.77)	0.137 (2.24 ^{**})	0.138 (2.28 ^{**})	0.139 (2.27 ^{**})	0.134 (2.21 ^{**})
AGR17	0.030 (1.01)	0.141 (2.31 ^{**})	0.146 (2.41 ^{**})	0.143 (2.35 ^{**})	0.141 (2.33 ^{**})

AGR18	-0.170 (-5.48 ^{***})	-0.052 (-0.84)	-0.049 (-0.80)	-0.049/ (-0.80)	-0.052 (-0.85)
AGR19	0.075 (2.32 ^{**})	0.193 (3.11)	0.196 (3.16 ^{***})	0.196 (3.16 ^{***})	0.192 (3.10 ^{***})
AGR20	0.157 (3.83 ^{***})	0.258 (3.87 ^{***})	0.266 (4.01 ^{***})	0.262 (3.93 ^{***})	0.260 (3.91 ^{***})
AGR21	-0.054 (1.77 [*])	0.6031 (0.99)	0.062 (1.04)	0.063 (1.03)	0.056 (0.92)
_01--C	0.013695	0.011744	0.0122	0.0122	0.118
_02--C	0.013995	0.014028	0.0139	0.141	0.0139
_03--C	-0.00156	-0.00043	-0.0007	-0.0005	-0.0005
_04--C	-0.03268	-0.03362	-0.0337	-0.0342	-0.0334
调整后的 R ²	0.4804	0.4748	0.4873	0.4819	0.4827
F 检验值	106.27	109.64	114.98	120.62	118.28
D.W	2.31	2.02	2.05	2.10	2.16
样本量 n	3560	4022	4022	4020	4020

注：*，**，***分别表示在 0.1，0.05，0.01 的显著性水平下显著。

从非线性回归的结果可以看出，国家股比例与公司现金持有量之间不存在非线性关系，这表明国家股对公司现金持有量的机会没有影响，这也进一步证明了国家股在我国上市公司治理中的不作为性，当前国家控股公司更应注重培育多个大股东的相互制衡机制；法人股比例与公司现金持有量之间存在着二次非线性相关关系，但这种关系有着一个先升后降的规律，当法人股持股比例达到一定程度后，会对减少公司现金持有量有着积极地作用，同时这也支持了一些国外的理论假设，即当法人股比例较小时，法人股东与外部股东的目标不一致时，法人股东会对经理层施压来进行不利于外部股东的经营活动，而随着其股权比例的增加，他们与外部股东的目标会趋于一致，从而缓解公司治理中的代理冲突；流通股比例、流通 A 股的比例与公司现金持有量之间存在着三次非线性相关关系，可以看出流通股东与现金持有量的关系并不是简单的正向、负向关系，即在不同的流通股持股的比例下，其对公司治理的效应是不同的，这也证实了我国中小股东的短期投资心理，及“搭便车”现象在我国上市公司治理的普遍性，同时进一步证实了我国目前比较薄弱的流通股，在公司治理的实践中很难发挥积极有效的作用。

此外，财务控制变量对公司现金持有量的影响与在股权集中度与公司现金持有量关系时基本一致，还是比较稳定的，只是公司现金持有量的规模效应在我国上市公司中的影响还是没有得到经验支持。

4 债权融资与现金持有关系的实证检验

企业的融资结构是由企业采用各种筹资方式筹资而形成的，企业典型的融资方式有股权融资和债务融资。股权融资是指企业的股东愿意让出部分企业所有权，通过企业增资的方式引进新的股东的融资方式。债权融资是指企业通过借钱的方式进行融资，债权融资所获得的资金，企业首先要承担资金的利息，另外在借款到期后要向债权人偿还资金的本金。采用不同的融资方式就会有不同的融资结构，不同的资本来源其风险与成本不同，从而对企业产生的影响和约束也不同。融资结构对公司治理有着重要的影响已成为共识。融资结构通过公司治理在企业委托人（股东和债权人）与代理人（内部经营管理者）之间形成有效的激励约束机制，解决相关人的利益冲突，最大限度地提高企业的市场价值。

国外有关现金持有的经验分析证明，融资结果中的债券融资比例对企业的现金持有量有着显著的影响。本节将主要研究，作为公司治理约束机制中非常重要的债权人治理机制与现金持有存在怎样的关系，中国特殊的资本市场以及上市公司的特殊融资偏好是通过何种因素来影响现金持有行为的。

4.1 债权融资的公司治理效率分析

债权人和企业之间存在着契约关系，债权人要承担本息到期无法收回的风险，所以，债权人需要在公司治理中对公司进行监督，而且在非常情况下拥有控制权。和股权融资相比，债权融资在公司治理方面也有着独特的作用。

债务对企业来说是一把双刃剑，企业利用负债，是因为负债可以便财富从债权人向所有者转移；但另一方面，债务契约是对企业经营者的“硬约束”，负债使管理者受到诸如预算约束、补偿要求和操作规则等限制管理者的行为。所以适度的负债有助于缓解公司内部各种利益相关者的利益冲突，可以有利于激励、约束经理人员，克服代理问题，并实现控制权的重新安排。债券的治理效率主要是通过下列机制实现的。

一、负债的激励机制。在成本相等且排他的投资机会中，每个投资机会都意味着未来的一个随机汇报，如果这两个机会又是对数正太分布且预期总回报相等，分布差别仅限于方差不同，假定方案一的方差小于方案二的方差且总市场价值相同。如果公司选择投资机会，然后又能以债务或股权的形式出售部分或全部对于结果的索取权，那么这两个投资机会一样。但是，如果他们采取先借债再投资最后出售股权索取权的方式的话，那么这两个投资机会就不会相同。因为通过许诺投资于低方差项目，发行债券，然后却做高方差项目，可以把财富从债权人转移到股权持有者的手中。通过这种方式，企业可以利用负债节省现有现金流，但又可以利用负债来满足各类经营所产生的新的现金流的需要，一举数得的方式是每个企业经营者都渴望的。

二、负债的约束作用。债务具有监督和保证作用，债权人可以通过一系列手段防止损失的发生，但相应的就会带来监控成本，并且在债券发行中，会限制涉及红利等方面的管理决策。企业若不及时清偿债务或违反相应破产条例就会破产，破产意味着索取权的丧失，其余的损失就是有债权人负担。从实际角度出发，每一个企业经营者都不希望公司走入破产程序，所以这就要求每一个企业到期必须清偿债务，或者说股

东们会以此为契机极大限度的约束经理人对于各类现金流的使用，因为经理人对于现金流的滥用带来的后果是不可想象的。管理者的工作也会随着破产被债权人终止，从而杜绝了各类利益的产生。可以看出，每一个债权人渴望利润，但必须约束经理人的系列行为，所以负债的约束作用满足了他们这种基本需要，又解决了经理人利用现金流进行各种私人行为的现象的发生。

通过上述分析，负债契约对经营者有着约束作用，但是在债务内部，银行债务和企业债券对经营者的约束程度是有差别的，原因在于它们对经营者的约束不同。企业债券使经理人面对众多分散的债权，在企业陷入财务困境时，与债权人协商延期或减债的成本是非常高甚至不可行的。目前，隐含债务在我国上市公司的债务中占主导地位。银行债权的治理效应是以主银行的股东身份作为支撑的，在我国，银行商业化进程未完成，国有银行受制于政府，国有银行与国有上市公司产权主体有统一性，而且银行不能持有上市公司的股份，监督就只能以外部监督为主，所以国有商业银行在公司治理中的作用非常消极的，当企业面临财务危机时，通常都能使债务展期甚至债务减免。

4.2 债权融资与现金持有关系的理论分析及研究假设

4.2.1 中国上市公司债权融资结构的概况

中国企业债权融资模式大致经历了计划经济体制下财政主导型的融资模式、转轨经济体制下银行主导型的融资模式和市场经济体制下融资方式多元化模式三个阶段。而中国上市公司资本结构的变化趋势则具有以下几个特点：第一、上市公司的资产负债率要比同期的国有企业低的多；第二、上市公司的资产负债率和流动负债比率之间有着非常强烈的相关性,它们的走势基本相同；而长期负债比率的走势则异于两者,处于稳定小幅波动状态；第三、中国上市公司资本结构经历了先快速下降后缓慢回升的变化趋势,这清晰的反映了证券市场的筹资额和相应的政策法规对公司资本结构的影响。

4.2.2 债权融资与现金持有的理论分析

西方学者普遍认为债权融资对公司治理具有正面效应，认为增加负债将会有利于降低股东与经理人员之间的代理成本，进而可以降低公司的现金持有量。本节将把债权融资对公司现金持有的影响分为股权结构效应和自由现金流效应两个传导机制来进行分析。

一、债权融资的股权结构效应

债权融资的股权结构效应起初是指在其他条件不变时，因为公司负债量的变化而引起股权结构的变化，从而使不同股权结构所发挥的公司治理效应。负债率提高能够优化股权结构，减少股东与管理层之间的代理成本，主要表现在降低企业管理层持有

大量自由现金的动机，以减少企业现金持有的数量

二、债权融资的自由现金流效应

根据 Jensen(1986)的定义，如果一个项目的净现值为正是来源于相应成本贴现的话，则这个项目就是值得投资；如果投资现金量大于持有现金量，则超出的部分就是自由现金流。现金流的出现使得股东与经理人在红利政策上的出现明显利益冲突。经理希望这些现金尽可能的用于其私人利益，或者进行再投资，通过以上这种方式才能最直接最有效的实现经理人的个人效用最大化，但是这样的话就会非常显著的降低资金使用效率，由此产生代理成本。

从一般角度来讲，经理人拥有大量现金流理应付出现金，来增加红利或者再购买股份，通过以上这两种方式来提高公司效益，为股东带来利润。但是，经理如果从私人利益最大化出发，不会将全部现金流用于上述用途，将绝大部分或者全部的现金流都用于其私人用途的话，公司效益下降、利润下降，所以红利在未来可能被减少，减少的原因也直接来源于经理人一系列私人行为。经理人的这种举动虽然满足了其个人私欲，但是也直接带来了一系列负面效果，其中股价的大幅下跌就是对红利减少现象的一种最有利的说明，红利的直接减少也使得股东遭受股价下跌所带来的损失。当然这也在一定程度上限制了经理私人利益最大化的举动，因为他们要保证公司起码的利润。

最直接最有效解决以上问题的方式就是负债，正如 Jensen(1986)提出的那样，债务要求企业现金支付，相应的就会减少经理人的私人使用，私人使用的减少也就会相应的抑制一系列投机或者私人行为。Jensen 将这些效果称为负债所产生的“控制假设”。对于经理人来说，经理人能够如实支付未来现金流承诺最好的印证就是直接增加公司负债，负债的增加一方面可以限制经理人的私人使用，一方面也能解决公司日常经营活动所需要的现金流。其行之有效的根本原因是因为到期还本付息是法律法规强制规定的，经理人必须履行。这样的话，负债所带来的各种现金流可以替代红利分配，这样也就满足了股东对公司效益最大化的需要。债务替换股票的话，经理必须保证支付未来现金流，而红利增长则无法实现。这样做的话，当经理无法履行支付利息以及本金时，公司有可能会破产。负债可以减少自由现金流的代理成本，也可能会减少花在经理的私人利益或者被低效使用的现金流。

所以，在企业投资总额固定，企业管理层投入到企业中的股权资金同样固定的情形下，引入负债是降低企业对股权资金需要的一种比较有效的方式，间接提高管理层的持股比例，使得管理层和股东目标函数趋向一致，从而有效地缓解股东和管理层直接的一系列冲突。负债的持续增加，管理层的持股比例也同样增加，这样的话，缓和效应就会越突出。以上解释主要是从激励的方面出发作出的。除此以外，负债的存在也会对管理层的行为产生各种各样的约束，也可以祈祷缓和冲突和降低股权代理成本

的作用，具体的传导机制主要包括：负债的存在使得企业会面对还本付息的压力，可以降低企业自由现金的数量，制约企业管理层对企业自由现金流量的滥用；负债的存在也会使企业面临破产的可能，而破产会给企业管理层带来很大的效用损失。所以，管理层通常都是“破产厌恶型”的。为了尽可能的避免破产，在有负债的情况下，企业管理者一般会更加努力地工作。负债的存在还会约束管理层通过“过度投资”来打造“企业帝国”的倾向，因为盲目追求规模可能会导致企业现金流的不足，使得企业直接面临财务危机。理性的企业管理层会最大可能的避免这种情况的发生。从上述分析可以看出，负债可以从激励与约束的角度来“修正”企业管理层的一系列行为，缓和股东和企业管理层的一些冲突，最大可能的降低股东代理成本。这就是所有权与控制权相分离的企业引入负债的主要缘由。

4.2.3 研究假设

假设 1：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，债权比例与公司现金持有量负相关。

假设 2：在其他影响公司现金持有量的因素不变时，银行债务水平与公司现金持有量负相关。

4.3 变量选择及样本数据说明

4.3.1 变量选择

现金及其等价物持有量的替代变量（CASH）。以现金和现金等价物与在总资产中扣除现金和现金等价物后的净资产的比率表示现金持有量，因为净资产更能体现出企业现金的来源，所以采用这种方法。

债权比例变量（CSTRU）。用企业年末负债总额占年末资产总额的比重来表示。

银行债务水平（BDEPT）。用企业短期借款科目和长期借款科目的年末余额之和与企业全部负债总额之比来表示。

控制变量。即根据企业现金持有的交易成本模型及信息不对称理论对企业现金持有具有重要影响的一些财务变量，主要包括：

（1）现金流量（CFLOW）。以企业当年取得的净利润及当年发生的折旧、资产摊销（包括无形资产和其他资产的摊销）之和与净资产的比率来表示。

（2）现金替代物（CSUBS）。用净营运资本减去现金及其等价物的余额与净资产的比率来代表。

（3）是否支付股利哑变量（DIVDUMMY）。使用一个现金股利支付的虚拟变量，如果企业当年支付现金股利，则该变量取值为 1，否则取 0。

（4）企业所属行业哑变量（AGR）。使用企业所属行业的虚拟变量，来研究行业差异的影响，其中 AGR1 至 AGR21 分别表示第二章表 2.2 中所列的行业 A 至 M，若企业

属于此行业则该变量取值为 1，否则取 0。

(5) 企业规模 (SIZE)。用 SIZE 代表企业规模，利用企业资产总额的自然对数作为公司规模的替代变量。

(6) 成长能力 (GROW)。以企业主营业务收入增长率来表示企业的成长能力。

4.3.2 样本数据说明

在模型分析中，本节使用的是来自沪、深两市的非金融上市公司的数据，选取了国内 A 股上市公司 2006 年—2010 年共 5 年的公司样本。这样选择是为了获得足够的样本点。为确保样本的准确性和客观性，在选择样本时遵循以下原则：(1) 考虑到异常值的影响，将所有 ST、PT 公司排除在外，这些公司可能陷于财务状况异常的境况，或已经连续亏损两年，可能会使分析的结果造成偏差；(2) 剔除了现金持有情况较为特殊的金融、保险业公司；(3) 在数据处理上，对于资产负债表年末报表数据缺失的样本使用下一年的年初数据来替代，剔除掉无法进行以上操作的数据缺失样本。

4.4 债权融资与现金持有关系的实证检验

通过设计模型 4.1 对债权融资与现金持有关系进行实证检验。首先分析债权比例与公司现金持有量的关系；其次分析银行债务水平与公司现金持有量的关系。

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSTRU_{it} + \beta_2 BDEPT_{it} + \beta_3 CSUBS_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 DIVDUMMY_{it} + \sum_{K=1}^{20} \delta_K AGR_{it} + \alpha_i + \mu_i \quad (4.1)$$

模型 4.1 为平衡数据模型，利用非平衡数据非平衡数据的固定影响变截距模型(截面固定和时间变化)对模型 4.1 进行了检验。为了研究债权比例、银行债务水平与公司现金持有量之间可能存在的非线性关系，在线性回归的基础上，对债权比例、银行债务水平的二次项分别进行回归检验，得到了 4 组回归结构，详见表 4.1 中的结果 1 至结果 4。

表 4.1 债券治理与公司现金持有量关系的实证检验结果

自变量	结果 1	结果 2	结果 3	结果 4
C	0.583(7.12 ^{***})	0.465(7.39 ^{***})	0.608(8.21 ^{***})	0.680(8.54 [*])
CSTRU	0.031(2.56 ^{**})	-0.014(-8.50 ^{***})		
CSTRU ²		0.106(14.28 ^{***})		
BDEPT	-0.059(-4.57 ^{***})		-0.174(-11.85 ^{***})	-0.674(-13.66 ^{***})
BDEPT ²				0.598(10.60 ^{**})
CFLOW	0.062(4.75 ^{***})	0.096(7.40 ^{***})	0.037(3.32 ^{***})	0.032(2.92 ^{***})
GSUBS	0.149(23.09 ^{***})	0.154(24.18 ^{***})	0.136(23.32 ^{***})	0.128(22.18 ^{***})

DIVDUMMY	0.063(5.28 ^{***})	0.053(4.51 ^{***})	0.055(4.75 ^{***})	0.051(4.41 ^{***})
SIZE	-0.019(-4.91 ^{***})	-0.016(-4.14 ^{***})	-0.018(-4.66 ^{***})	-0.016(-4.16 ^{***})
GROW	0.000(0.41)	0.000(0.69)	0.000(0.38)	0.000(0.51)
AGR1	0.003(0.11)	0.002(0.11)	0.010(0.43)	0.007(0.30)
AGR2	-0.031(-0.97)	-0.065(-1.95 [*])	-0.063(-1.88 [*])	-0.060(-1.82 [*])
AGR3	-0.005(-0.22)	-0.019(-1.01)	-0.016(-0.85)	-0.022(-1.19)
AGR4	-0.030(-1.51)	-0.037(-1.94 [*])	-0.031(-1.58)	-0.028(-1.48)
AGR6	-0.107(-4.40)	-0.122(-1.64)	-0.111(-1.48)	-0.153(-2.06 ^{**})
AGR7	-0.054(-1.94 [*])	-0.045(-1.66 [*])	-0.036(-1.30)	-0.034(-1.27)
AGR8	-0.015(-0.95)	-0.024(-1.61)	-0.008(-0.54)	-0.008(-0.51)
AGR9	0.012(0.53)	-0.004(-0.19)	-0.003(-0.18)	
AGR10	-0.062 (-3.84 ^{***})	-0.071 (-4.53 ^{***})	-0.059 (-3.73 ^{***})	-0.052 (-3.30 ^{***})
AGR11	0.007 (0.53)	-0.002 (-0.17)	-0.013 (-0.91)	-0.004 (-0.31)
AGR12	0.012 (0.77)	0.008 (0.45)	0.010 (0.59)	0.016 (0.95)
AGR13	0.057 (1.81 [*])	0.033 (1.07)	0.068 (2.21 ^{**})	0.055 (1.81 [*])
AGR14	-0.037 (-1.84 [*])	-0.058 (-2.89 ^{***})	-0.036 (-1.81 [*])	-0.037 (-1.89 [*])
AGR15	-0.048 (1.62)	-0.044 (-1.52)	-0.066 (-2.29 ^{**})	-0.063 (-2.22 ^{**})
AGR16	0.026 (1.22)	0.003 (0.16)	0.018 (0.90)	0.004 (0.19)
AGR17	0.125 (7.16 ^{***})	0.121 (7.10 ^{***})	0.113 (6.59 ^{***})	0.116 (6.85 ^{**})
AGR18	0.025 (1.52)	0.027 (1.66 [*])	0.014 (0.83)	0.021 (1.29)
AGR19	-0.064 (-3.38 ^{***})	-0.059 (-3.21 ^{***})	-0.068 (-3.66 ^{***})	-0.062 (-3.37 ^{***})
AGR20	0.001 (0.03)	0.017 (0.78 ^{**})	-0.006 (-0.26)	-0.004 (-0.20)
AGR21	0.107 (2.83 ^{***})	0.095 (2.57 ^{**})	0.106 (2.84 ^{***})	0.092 (2.49 ^{**})
_01--C	0.012	0.011	0.014	0.016
_02--C	0.006	0.005	0.006	0.006
_03--C	-0.005	-0.003	-0.005	-0.006
_04--C	-0.017	-0.017	-0.020	-0.020
调整后的 R ²	0.1938	0.2420	0.2487	0.2453
F 检验值	35.336	43.879	41.108	44.294
D.W	1.94	1.94	1.94	1.92
样本量 n	4140	4140	4140	4140

注：*，**，***分别表示在 0.1，0.05，0.01 的显著性水平下显著。

结果 1 和结果 2 可以看出在其他因素不变的情况下，债权比例的一次项和二次项与现金持有量的回归系数均是显著的，且一次项的系数为正，虽然结果 2 表明存在一定的非单调二次曲线关系，但从回归系数值和债权比例平均达到 40% 以上的现状来

看,可以认为它与结果 1 表明的二者之间存在正相关的结论基本是一致的。这说明债权在中国上市公司治理中并没有发挥应有的作用,如果没有严格的破产机制和程序,债务约束力就是不够强的,债权治理机制也就难发挥作用了,结果也表明债权融资的公司治理理论在中国上市公司目前并不是十分适用。

结果 3 和结果 4 中银行负债水平的一次项和二次项回归结果,表明银行债务水平与公司现金持有量之间存在显著的负相关关系,即公司现金持有量随银行负债水平的提高而减少。可以认为银行在企业经营过程中发挥着重要的作用,对上市公司的监督能力也比较强。但是,银行债务水平高可以被认为是企业与银行之间有着良好的合作关系,企业需要资金时,可以得到银行的支持且成本较低,因而企业不必持有过多现金,二者之间存在替代关系,希望以后能进一步区分二者存在负相关关系的具体原因。

5 结论

本文研究了中国上市公司治理与现金持有的关系。首先,对企业现金持有理论及公司治理的理论机制进行了整理与回顾。随后,采用理论与实证相结合的方法分别展开论述:通过描述性统计对企业现金持有的现状进行分析,这也为研究公司治理与现金持有时引入行业变量进行实证研究提供经验支持;分别从股权结构、债权融资等方面来研究企业现金持有行为的公司治理因素。

本文第二节对企业现金持有水平的现状进行了整体分析、行业比较,并对其现金持有量的稳定性进行了分析,得出的结论为我国上市公司现金整体的持有水平是呈现上升趋势的,上市公司不同行业的现金持有时具有显著差异的,并且不同行业上市公司持有现金的数额和比例并不是暂时性的,而是一种具有持续性的行为,无论持有高现金额还是持有低现金额的公司,在连续的一定时间内,现金持有政策发生变化的情况较少,大部分的公司都保持了原有的现金持有政策。也就是说,持有高现金额的公司未来的几年之中,很有可能仍然是高现金持有公司;而持有低现金额的公司,在未来的几年之中,有很大可能性仍然是低现金持有的公司,即企业现金持有行为具有稳定性。

本文第三节对股权结构与现金持有关系的检验结果,表明适当的股权集中度有利于公司现金持有量的减少,第一大股东的持股比例越高,公司现金持有量就会越大;而在第一大股东与其他大股东持股比例相差不是很大时,第一大股东的持有比例上升会对公司现金持有量的减少有一定促进作用。这也就进一步证明在我国上市公司培育大股东之间相互制衡的结果很有必要的。国家股比例与公司现金持有量之间不存在非线性关系,这表明国家股对公司现金持有量的机会没有影响,这也进一步证明了国家股在我国上市公司治理中的不作为性,当前国家控股公司更应注重培育多个大股东的相互制衡机制;法人股比例与公司现金持有量之间存在着二次非线性相关关系,但这

种关系有着一个先升后降的规律，当法人股持股比例达到一定程度后，会对减少公司现金持有量有着积极地作用，所以在当前我国上市公司“一股独大”的格局下，大幅提高法人股持股比例应该成为公司治理中重要的内容；流通股比例、流通 A 股的比例与公司现金持有量之间存在着三次非线性相关关系，可以看出流通股东与现金持有量的关系并不是简单的正向、负向关系，即在不同的流通股持股的比例下，其对公司治理的效应是不同的，这也证实了我国中小股东的短期投资心理，及“搭便车”现象在我国上市公司治理的普遍性，同时进一步证实了我国目前比较薄弱的流通股，在公司治理的实践中很难发挥积极有效的作用。

第三节对债权融资与公司现金持有关系的检验结果，表明融资结构中债权比例与公司现金持有量呈显著正相关关系，这可能由于债权在中国上市公司治理中并没有发挥应有的作用，没有严格的破产机制和程序，债务约束力就是不够强的，债权治理机制也就难发挥作用了，结果也表明债权融资的公司治理理论在中国上市公司目前并不是十分适用。银行债务水平与公司现金持有量之间存在显著的负相关关系，即公司现金持有量随银行负债水平的提高而减少。可以认为银行在企业经营过程中发挥着重要的作用，对上市公司的监督能力也比较强。但是，银行债务水平高可以被认为是企业与银行之间有着良好的合作关系，企业需要资金时，可以得到银行的支持且成本较低，因而企业不必持有过多现金，二者之间存在替代关系，希望以后能进一步区分二者存在负相关关系的具体原因。

参考文献

- [1] Opler, T. C., Titman. Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 2008 (36): 11-32
- [2] Faulkender. Cash holdings among small business. Washington University Louis, Working Papers, 2008
- [3] Hart. Management and ownership effect. *Strategic Management Journal*, 2009(19):133-153
- [4] Harris. Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance*, 2007(29)
- [5] Guney. Additional International Evidence on Corporate Cash holdings, University of Surrey, 2009
- [6] Harfold. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 2009(24):197-204
- [7] Meltzer. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *The Economic Journal*, 2010(17):55-60
- [8] Pratt, John. Do persistent large cash reserves hinder performance?. Harcourt Brace, 2009. 12
- [9] Vishny. Large shareholders and corporate control. *Political Economy*, 2010(22)
- [10] Shleifer. Politicians and firms. *Quarterly Journal of Finance*, 2008(2)3-15
- [11] Wruck. A Survey of Corporate Governance. *Financial Management*, 2007, 24(5):7-13
- [12] White. Equity ownership concentration and firm value. *Journal of Finance*, 2007, 34
- [13] Williamson. The governance of contractual relations. *Strategic Management*. 2006(21):75-79
- [14] Whited, T. Evidence from panel data. *Econometrica*, 2010(34)233-262
- [15] Seonen, Luc. Cash holding: a mixed blessing?. *Corporate Finance*, 2006, (Sep.)55-58
- [16] Titman. Transaction-cost economics. *Journal of Law and Economics*, 2008(17):231-243
- [17] Rechner, D. R. Large shareholders and corporate control. *The Structure of Business*, 2009(47):157-180
- [18] 陈晓. 股权结构与公司治理效率: 中国上市公司的实证分析. *经济研究*, 2007 (8) 27-34
- [19] 江东. 公司业绩与行业竞争性分析. *管理世界*. 2008(11):109-124
- [20] 董红华. 上市公司债权治理效率的实证分析. *上海经济研究*, 2010, 7:37-40
- [21] 胡懿. 中国证券监督管理委员会年报. 中国财政经济出版社, 2011, 7 :90~92
- [22] 刘彦文, 张晓红. 公司治理. 清华大学出版社, 2010, 6 :37~40
- [23] 孔永祥. 上市公司的股权结构与绩效. *经济研究*, 2010, 10 :18~21
- [24] 吴荷青. 上市公司现金持有量研究. 西南财经大学出版社, 2009, 11 :32~34

- [25] 杨兴全, 张照南. 我国上市公司现金持有行为研究. 暨南大学出版社, 2009, 12 :21~25
- [26] 高明华. 公司治理的理论研究及实证分析. 北京科学出版社, 2008, 11 :31~37
- [27] 王兴国. 股权结构与公司管理行为研究. 中国人民大学出版社, 2008.
- [28] 沈明. 中国资本市场前沿理论研究. 经济理论与管理出版社, 2010, 5:41-46
- [29] 刘国梁. 债权融资与上市公司的可持续发展. 金融研究, 2010, 7:21-25
- [30] 刘小玄. 公司治理理论与实务分析. 上海人民出版社, 2009
- [31] 钱影. 企业的治理结构改革和融资结构改革. 证券市场导报, 2008 (2)
- [32] 吴东林. 股权结构与公司绩效的关系研究. 中国工业经济出版社, 2009: 80-87
- [33] 张红军. 企业资本结构理论研究. 北京大学出版社, 2009:90-94
- [34] 赵海峰. 上市公司行业分类手册. 中国经济出版社, 2008-2010
- [35] 郑亮. 股权结构与公司治理分析. 证券市场导报, 2010: 56-62
- [36] 朱珍. 公司治理与中国国有企业改革, 经济研究, 2010 (8): 20-25
- [37] 史东辉. 转轨经济中的所有权与竞争, 世界经济, 2009 (12): 37-40
- [38] 田志龙. 所有权与公司治理机制研究, 企业经济出版社, 2008:56-60
- [39] 孙永祥. 第一大股东对公司治理的影响分析, 中国工业经济, 2009 (1): 80-84
- [40] 夏林. 我国上市公司股东大会的功能分析, 中国工业经济, 2009 (5): 24-29
- [41] 严冬全. 我国上市公司融资结构的治理效应, 中国发展出版社, 2010:40-43
- [42] 刘小安. 债权融资与我国上市公司的可持续发展, 社会科学文献出版社, 2009:39-45



首都经济贸易大学

Capital University of Economics and Business

硕士学位论文摘要

Abstract of Thesis of Degree of Master

论文题目： 公司治理与现金持有关系的统计分析

专 业： 统计学

学 号： 22009120543

作 者： 石燕

指导教师： 纪宏、阮敬

完成时间： 2012 年 2 月 16 日

首都经济贸易大学

Capital University of Economics and Business

硕士学位论文摘要

ABSTRACT

论文题目：公司治理与现金持有关系的统计分析

院 系： 统计学院

专 业： 统计学

学 号： 22009120543

作 者： 石燕

指导教师： 纪宏、阮敬

完成日期： 2012 年 2 月 16 日

1 研究背景与意义

中国上市公司的公司治理问题一直是理论界和管理层最为关注的话题之一。我们一般认为,在现代公司治理的实践中,最基本同时也是最重要的问题就是如何监理有效的公司治理结构,因为有效的公司治理结构决定了上市公司质量的好坏。一般情况下,判断公司治理结构有效性的实践标准是公司是否具有一个长期稳定的红利发放制度。但是在我国来看,上市公司红利发放率很低,有的公司甚至连续几年不发放红利。所以,中国理论界只能更多的借助公司绩效指标对公司治理结构、治理机制的有效性进行实证检验。从理论上来看,这样的分析方法是没有任何问题的,绩效好的企业才有可能给投资者更大的回报,但是,考虑到目前中国上市公司财务信息失真比较严重,而且在公司提高虚假绩效的动机较强的前提下,本人认为公司绩效可能并不能真实的反映公司治理的效率。

有鉴于此,本人借鉴国内外的最新研究成果,以现金持有理论为基础,以公司现金持有的财务行为为视角,从而来深入分析公司治理与企业财务决策的关系,进而研究公司治理的有效性问题。尤其重点分析研究股份制改革之后,中国上市公司现金持有行为与公司治理的关系变化。从逻辑上来分析,治理结构以及治理机制等因素是通过影响管理层与股东、大股东与中小股东之间的委托-代理关系影响公司管理层的动机和行为(包括现金持有动机和行为),进而对公司绩效发生作用的。在公司治理与现金流量方面进行讨论,取得进展,希望能对中国上市公司的工作提出建设性的意见。

2 研究内容

目前,国内外学者对于公司治理的问题,主要有两种研究思路:第一种是研究分析如股权结构、债权比例和法律环境等影响和决定公司治理状态的基本因素;第二种是研究公司治理机制发挥的效用和运行效率状况。西方学者在研究公司治理与现金持有时,会选择将二者结合起来,分析各种影响和决定企业现金持有量得公司治理因素,例如从激励机制角度研究管理层持股对现金持有的影响,从监督与制衡机制角度研究股权集中度、控股或相对控股大股东的存在、董事会对现金持有的影响,从外部约束机制角度研究债权比例、债权人类型(银行)对现金持有的影响。

企业到底应该选择怎样的现金持有水平,这是一个看起来简单,实际隐藏着复杂经济关系的问题。之前的财务学者会从企业日常经营、投资需求中发现了持有现金的重要性,揭示了其对企业的资本收益、财务成本与持续经营的影响,从而形成了企业现金持有的交易成本模型。而后经济学家的进一步研究发现企业现金持有水平及其变化过程包含了更多的信息。从而使人们的研究重点转向了解释各种影响企业现金持有水平因素之间的经济关系以及这种关系背后的经济主体的行为等方面。从经济学的角

度来分析,企业的现金持有水平并不是孤立存在的,它与资本市场的发育程度、企业产品市场行为、企业规模、盈利性、波动性、成长性等存在着复杂的经济关系,它们之间相互影响、相互作用。此外,企业的现金持有水平还有信号传递的作用,与企业的治理状况密切相关,并极富治理内涵。从中国的现状来看,中国资本市场的发展、上市公司的现金持有行为和公司治理等都需要从经济学的角度给出合理解释,因而,本文主要从经济学的视角对中国上市公司现金持有与公司治理作出理论和实证方面的分析,并借鉴国外学者的分析思路,主要从现金持有的现状、股权结构、债权融资等几个层面研究中国上市公司现金持有与公司治理。

3 研究方法

本文将对中国上市公司现金持有与公司治理进行深入研究,其中将会采用理论研究与实证分析相结合的方法。具体采用的研究方法如下:

一、基于企业现金持有理论与公司治理理论的定性分析方法。将最新的现金持有理论与公司治理理论进行了回顾和总结,并将企业现金持有与公司治理相结合,以更广的视角来观察中国上市公司的现金持有行为。本文结合中国资本市场和上市公司治理的现状,研究现金持有的公司治理因素,如行业差异、股权结构、债权融资等,构建了企业现金持有的“行业差异、公司治理因素、宏观经济政策”的全方位分析框架。

二、基于面板数据多元线性回归分析的实证方法。首先对企业现金持有的行业差异进行描述性统计,并分析行业差异对企业现金持有有无影响,现金持有具有何种行业特征,以及这些特征对公司治理与现金持有的关系有何影响。在因素分析中,运用了非平衡面板数据固定效应模型的分析技术。本文所使用的数量分析方法是西方较为成熟的方法,经过实践应用和验证,使用这些方法对中国上市公司现金持有与公司治理的关系进行实证分析,可以有助于对比中外实证分析的结论。

总之,对于中国上市公司现金持有与公司治理这一较为复杂问题的研究,理论研究基础与实证检验分析工具这两者是缺一不可的,国内外大量的理论研究文献和分析工具,都为本文的研究提供了扎实的基础。

4 主要内容及结论

本文研究了中国上市公司治理与现金持有的关系。首先,对企业现金持有理论及公司治理的理论机制进行了整理与回顾。随后,采用理论与实证相结合的方法分别展开论述:通过描述性统计对企业现金持有的现状进行分析,这也为研究公司治理与现金持有时引入行业变量进行实证研究提供经验支持;分别从股权结构、债权融资等方面来研究企业现金持有行为的公司治理因素。

4.1 企业现金持有的现状分析

企业的现金持有行为不仅是综合反映了公司的财务战略以及经营战略，还与公司的治理状况和宏观制度环境等因素密切相关。现金持有行为带来的经济后果到底是“价值创造”，还是“价值毁灭”，这是投资者最为关心的事。货币资金的质量高，流动性强，投资者就会对其产生一种偏爱。盈利可能只是纸上的富贵，对于公司的生存来说，现金和现金流状况远比会计盈利要重要得多。但是，作为一种资产，持有现金的收益相对要低很多，而且在公司拥有大量自由现金流的同时，就会有被管理层滥用的风险。因此，持有过高比例的现金对投资者来说也未必是件好事。

既然企业现金持有水平是一个非常重要的决策，那么我国上市公司现金持有水平究竟如何？在我国特殊制度背景和新兴资本市场的制度背景下，我国上市公司现金持有量又会呈现出怎样的特点？本文将从企业现金持有的整体状况、行业比较以及稳定性三个方面对此问题展开深入研究。

本文对企业现金持有水平的现状进行了整体分析、行业比较，并对其现金持有量的稳定性进行了分析，得出的结论为我国上市公司现金整体的持有水平是呈现上升趋势的，上市公司不同行业的现金持有时具有显著差异的，并且不同行业上市公司持有现金的数额和比例并不是暂时性的，而是一种具有持续性的行为，无论持有高现金额还是持有低现金额的公司，在连续的一定时间内，现金持有政策发生变化的情况较少，大部分的公司都保持了原有的现金持有政策。也就是说，持有高现金额的公司在今后的几年之中，很有可能仍然是高现金持有公司；而持有低现金额的公司，在今后的几年之中，有很大可能性仍然是低现金持有的公司，即企业现金持有行为具有稳定性。

4.2 股权结构与现金持有关系的实证检验

股权结构主要包括股权构成和股权集中度，也就是质和量两个方面。所以，本节在分析股权结构对公司现金持有量的影响的时候，也是从这两个方面展开。因为在理论上股权结构与促进公司经营运作的治理机制存在着某种相关关系，而现金持有量又是公司理财决策过程中非常重要的内容，所以股权结构与公司现金持有量之间应该也存在着相关关系，股权结构是影响公司现金持有量的重要因素。

本文对股权结构与现金持有关系的检验结果，表明适当的股权集中度有利于公司现金持有量的减少，第一大股东的持股比例越高，公司现金持有量就会越大；而在第一大股东与其他大股东持股比例相差不是很大时，第一大股东的持有比例上升会对公司现金持有量的减少有一定促进作用。这也就进一步证明在我国上市公司培育大股东之间相互制衡的结果很有必要的。国家股比例与公司现金持有量之间不存在非线性关系，这表明国家股对公司现金持有量的机会没有影响，这也进一步证明了国家股在我

国上市公司治理中的不作为性,当前国家控股公司更应注重培育多个大股东的相互制衡机制;法人股比例与公司现金持有量之间存在着二次非线性相关关系,但这种关系有着一个先升后降的规律,当法人股持股比例达到一定程度后,会对减少公司现金持有量有着积极地作用,所以在当前我国上市公司“一股独大”的格局下,大幅提高法人股持股比例应该成为公司治理中重要的内容;流通股比例、流通A股的比例与公司现金持有量之间存在着三次非线性相关关系,可以看出流通股东与现金持有量的关系并不是简单的正向、负向关系,即在不同的流通股持股的比例下,其对公司治理的效应是不同的,这也证实了我国中小股东的短期投资心理,及“搭便车”现象在我国上市公司治理的普遍性,同时进一步证实了我国目前比较薄弱的流通股,在公司治理的实践中很难发挥积极有效的作用。

4.3 债权融资与现金持有关系的实证检验

西方学者普遍认为债权融资对公司治理具有正面效应,认为增加负债将会有利于降低股东与经理人员之间的代理成本,进而可以降低公司的现金持有量。本文将把债权融资对公司现金持有的影响分为股权结构效应和自由现金流效应两个传导机制来进行分析。

本文对债权融资与公司现金持有关系的检验结果,表明融资结构中债权比例与公司现金持有量呈显著正相关关系,这可能由于债权在中国上市公司治理中并没有发挥应有的作用,没有严格的破产机制和程序,债务约束力就是不够强的,债权治理机制也就难发挥作用了,结果也表明债权融资的公司治理理论在中国上市公司目前并不是十分适用。银行债务水平与公司现金持有量之间存在显著的负相关关系,即公司现金持有量随银行负债水平的提高而减少。可以认为银行在企业经营过程中发挥着重要的作用,对上市公司的监督能力也比较强。但是,银行债务水平高可以被认为是企业与银行之间有着良好的合作关系,企业需要资金时,可以得到银行的支持且成本较低,因而企业不必持有过多现金,二者之间存在替代关系,希望以后能进一步区分二者存在负相关关系的具体原因。

5 建议

我国目前处与市场经济体制的初级阶段,法律体系还不够健全,我国应进一步完善法律环境,提高执法效率。基于目前的情况来看,我国上市公司不应该盲目采用分散化的股权结构,因为一定程度的股权集中对企业减少现金持有量有利,并且应积极培育法人股东,建立大股东相互制衡的股权结构。将目前“一股独大”的股权结构向股权适度集中、多个大股东相互制衡的股权结构转变

6 研究局限性及展望

本文从公司现金持有行为的角度研究公司治理与现金持有,希望能为我国研究上市公司治理问题提供一个新的视角。由于本人的能力有限,本文还存在尚需进一步完善的地方,主要包括:

第一,本文对股权结构、债权融资与企业现金持有水平的关系进行了理论分析和实证检验,并得出了结论,但是未能对这种结果背后深层次的原因进行解释。

第二,关于企业到底是否存在一个最佳的现金持有量,以及最佳现金持有量到底是多少且如何才能确定,这对于深入研究公司治理的问题有很重要的现实意义,这些问题本文还未能解决。

上述问题都将成为企业现金持有与公司治理关系研究的新课题,也将是本人今后研究所努力的方向。

1 Background and significance

Corporation governance of Chinese listed companies has been one of the most talked about theorists and management. We generally believe that, in the modern corporate governance practice, the most basic and most important question is how the Commissioner of effective corporate governance structure, because effective corporate governance structure determines the quality of listed companies is good or bad. Under normal circumstances, determine the effectiveness of corporate governance practice standard is whether the company has a long-term stable dividend payment system. However, in our view, the low dividend payout ratio of listed companies, some companies for several years even without bonuses. Therefore, the Chinese theoretical circles more with the corporate performance indicators to an empirical test of the effectiveness of the corporate governance structure, governance mechanisms. Theoretically, this analysis method is no problem, and performance enterprises with good will it be possible to give investors a greater return, but, taking into account the financial information of listed companies in China distortion is more serious, and in the company to improve the false performance strong motivation of the premise, I think that corporate performance may not truly reflect the efficiency of corporate governance.

In view of this, I draw on the latest research results at home and abroad, holding cash in theory, based on the perspective of the cash holdings of financial behavior, which in-depth analysis of the relationship between corporate governance and corporate financial decisions, to study corporate governance validity. Especially study the relationship between cash holdings and corporate governance of listed companies in China after joint-stock reform. Up from the logical analysis of the governance structure and governance mechanism is commissioned by affecting the management and shareholders, large shareholders and minority shareholders - agency relationship affect the company's management, motivation and behavior (including cash held by the motives and behavior), and thus play a role in the company's performance. Discuss corporate governance and cash flow, progress and hope to put forward constructive views on the work of the Chinese listed companies.

2 Main content

At present, domestic and foreign scholars of corporate governance problem, there are two research ideas: the first is the basic factors of the analysis, such as ownership structure, debt ratio and the legal environment impacts and the state of the corporate governance of the decision; The second is a research company governance mechanisms, effectiveness and operational efficiency conditions. Western scholars in the study of corporate governance and cash holdings, will choose to combine the two, analysis of corporate governance factors influence and determine the corporate cash holdings may, for example, from the perspective of incentives managerial ownership on cash holdings impact from the perspective of oversight and checks and balances equity concentration, the presence of the controlling or relatively controlling shareholders, the Board held on cash, debt ratio of from the perspective of an external constraint mechanism, the type of creditor (bank) on

cash held .

Enterprises should choose in the end how the level of cash holdings, this is a seemingly simple, actually hides the complexity of economic relations. Financial scholars from the enterprise day-to-day operations, investment demand, cash holdings, revealing the importance of its corporate capital gains, financial costs and continuing impact on the operation, thus forming a transaction cost model of corporate cash holdings . Then further study of the economists found that corporate cash holdings and its changes contain more information. So that people will focus on the economic factors explain the influence of corporate cash holdings, and this relationship behind the behavior of economic agents. From an economic perspective to analyze the level of cash holdings not exist in isolation, and capital market development degree, enterprise product market behavior, firm size, profitability, volatility, and growth there is a complex economic relations, their mutual influence and interaction. In addition, the level of the cash holdings has a signal transduction, and the corporate governance of closely related and highly governance connotation. From the current situation of China's capital market development in China, the listed company's cash holdings and corporate governance and so need to give a reasonable explanation from the perspective of economics, thus, mainly from the perspective of economics of China's listed companies cash Holders of the theoretical and empirical analysis of corporate governance, and to learn from the analysis of ideas of foreign scholars, mainly from the status of cash holdings, equity structure, debt financing, several levels of cash holdings and corporate governance of listed companies in China.

3 Research Methods

This article will China's listed companies cash holdings and corporate governance in-depth study, which will adopt the method of combining theoretical research and empirical analysis. Specific approach to the study are as follows:

A qualitative analysis of the theory and corporate governance theory, based on corporate cash holdings. Of cash held by the latest theory and company governance theory were reviewed and summarized, and corporate cash holdings and corporate governance is the combination of a broader perspective to observe the cash holdings of Chinese listed companies. In this paper, the status of the Chinese capital market and listed companies' governance research cash holdings of corporate governance factors such as industry differences, ownership structure, debt financing, building corporate cash holdings "industry differences, corporate governance factors, macroeconomic policy the full range of analytical framework.

Second, empirical method of multiple linear regression analysis based on panel data. Industry differences in corporate cash holdings, descriptive statistics, and to analyze whether the impact of industry differences on corporate cash holdings and cash holdings with what industry characteristics as well as the relationship of these characteristics on corporate governance and cash held in place. In the factor analysis, the use of unbalanced panel data fixed effects model analysis techniques. The quantitative analysis of this method is the more mature Western methods, practical application and validation of these methods to an empirical analysis of the relationship between cash holdings and corporate

governance of listed companies in China, you can contribute to the conclusions of the comparison of Chinese and foreign empirical analysis.

In short, cash holdings and corporate governance of listed companies in China are more complex issues, theoretical foundation and empirical test tools both of which are indispensable at home and abroad a number of theoretical literature and analysis tools for This study provides a solid foundation.

4 Main contents and conclusions

The article studied the relationship between of the held by the Governance and cash of the listed companies in China. First of all, organize and review the theoretical mechanisms of corporate cash holdings of the theory and corporate governance. Subsequently, the combination of use of theoretical and empirical methods were discussed: descriptive statistics to analyze the status of corporate cash holdings, this empirical study provides empirical support to the introduction of industry variables in the study of corporate governance and cash holdings; Study the behavior of corporate governance factors of corporate cash holdings based on ownership structure, debt financing.

4.1 Corporate cash holdings analysis

Corporate cash holdings behavior is not only a comprehensive reflection of the company's financial strategy and business strategy, is also closely related with the corporate governance situation and the macroeconomic and institutional environment factors. Holding cash in the language of the economic consequences in the end "value creation", or "value destruction", which investors are most concerned on. Currency funds high quality, liquidity, and investors will have a preference. Earnings may be just paper wealth for the company's survival, cash and cash flow than accounting profit much more important. However, as an asset, the benefits of holding cash is relatively much lower, but the company has a large free cash flow at the same time, there will be a risk of abuse by management. Therefore, holding a too high proportion of cash to investors is not necessarily a good thing.

Since corporate cash holdings is a very important decision-making, then how China's listed companies cash holdings? Special institutional background in China and emerging capital markets, institutional context of China's listed companies cash holdings will also show how the characteristics? This article from the overall state of corporate cash holdings, industry comparisons and stability of the three issue further.

Overall analysis of the status quo of corporate cash holdings, industry, and the stability of cash holdings analysis, concluded an upward trend for the overall holdings of listed companies in China cash still hold the cash holdings of listed companies in different sectors, with significant differences, and the amount and proportion of different industries listed companies hold cash is not temporary, but a persistent behavior, whether it holds a high amount of cash fewer companies have a low amount of cash in the continuous certain period of time, the cash holdings policy change, most companies have maintained the original holding cash in the policy. In other words, hold high the amount of the company

into the next few years, most likely is still high cash holdings company; low amount of cash held company into the next few years, very The possibility remains that companies with low cash holdings, corporate cash holdings behavior stability.

4.2 Ownership Structure and the relationship between cash holdings empirical test

Ownership structure, including the shareholding structure and ownership concentration, that is, qualitative and quantitative aspects. Therefore, this section when analysis the impact of ownership structure on corporate cash holdings, but also from the two commence. Because there is some kind of relationship, in theory, ownership structure and governance mechanisms to promote the operation of the company and cash holdings is a very important element in the company's financial decision-making process, ownership structure and corporate cash holdings should there is correlation between the ownership structure is an important factor of the company's cash holdings.

On ownership structure and cash holdings of the relationship between test results, indicating that the appropriate concentration of ownership is conducive to the reduction of the company's cash holdings, the higher the stake of the largest shareholder of the company's cash holdings will be the raised on; not vary that much in the largest shareholder and other shareholders stake, the largest shareholder holds risen would be the company's cash holdings reduce a certain role. This will further prove that it is necessary to cultivate mutual checks and balances between the largest shareholder in China's listed companies results. Does not exist non-linear relationship between the proportion of state shares and corporate cash holdings, which indicates that the state shares has no effect on the company's cash holdings the opportunity, this is further evidence that the state shares in the governance of listed companies in China as a sexual current state holding companies should pay attention to nurturing a number of large shareholders of mutual checks and balances; the existence of the second non-linear relationship between the proportion of the company's cash holdings of corporate shares, but this relationship has a first and then down the law when the ownership of corporate shares reached a certain level, will reduce the company's cash holdings have actively role, so a substantial increase in the shareholding ratio of legal person shares in listed companies in China due to the dominance "pattern, corporate governance important content; cubic nonlinear relationship between the proportion of tradable shares, the proportion of tradable A shares and the company's cash holdings, we can see the relationship between tradable shareholders and cash holdings is not a simple forward negative relationship, that is in a different proportion of tradable shares held, and its effect on corporate governance is different, which also confirmed the

short-term investments of minority shareholders, psychological, and "free rider" phenomenon governance of Listed Companies in China universality, and further confirms the relatively weak-tradable shares, difficult to play a positive and effective role in the practice of corporate governance.

4.3 Empirical test of the relationship between debt financing and cash holdings

Western scholars generally believe that debt financing has a positive effect on corporate governance, that the increase in liabilities will help to reduce agency costs between shareholders and managers, in turn, can reduce a company's cash holdings. This article will debt financing on the company's cash holdings are divided into the effect of ownership structure and free cash flow effects of two conduction mechanisms to analyze.

In this paper the test results on the relationship of debt financing and cash holdings, that the financing structure of the debt ratio and corporate cash holdings showed a significant positive correlation, this may be due to the claims and did not play its due role in the governance of listed companies in China, strict bankruptcy mechanisms and procedures, debt binding is not strong enough, creditor governance mechanisms also difficult to play a role, the results also show that debt financing of corporate governance theory is not very applicable to listed companies in China. Significant negative correlation between the level of bank debt and corporate cash holdings, the company's cash holdings decrease with the increase of bank debt levels. That banks play an important role in the business process and supervision of listed companies is also relatively strong. However, the high level of bank debt can be considered to have a good relationship of cooperation between enterprises and banks, enterprises need funds, you can get the support of the bank's lower cost, so companies do not have to hold too much cash, between the two alternative relations and hopes to be able to further distinguish between two specific reasons for the negative correlation.

5 Proposed

China Office and the initial stage of the market economic system, legal system is not perfect, the country should further improve the legal environment, improve the efficiency of law enforcement. Based on the current situation, China's listed companies should not blindly adopt the decentralized ownership structure, a certain degree of ownership concentration on companies to reduce cash holdings, and should actively cultivate corporate shareholders, the establishment of large shareholder ownership structure of checks and balance. The current due to the dominance of the equity structure to equity moderate concentration, changes in ownership structure of checks and balances of multiple large shareholders

6 Limitations and Prospects

Held point of view of corporate governance and cash from the company's cash holding behavior, hoping to provide a new perspective on governance issues of listed companies in China. Due to my limited capacity, there needs to be further improved, including:

First, the ownership structure, debt financing and the level of corporate cash holdings of the theoretical analysis and empirical test, and came to the conclusion, but failed to explain the deeper reason behind this result.

Second, on enterprises in the end the existence of cash holdings, as well as the best cash holdings in the end is how much and how to determine a very important practical significance for the in-depth study of corporate governance issues, these issues this article also failed to resolve.

The above issues will become a new topic of corporate cash holdings and corporate governance relations, will also be the direction of I Institute of efforts in the future.



首都经济贸易大学
Capital University of Economics and Business

硕士学位论文摘要

Abstract of Thesis of Degree of Master



首都经济贸易大学
Capital University of Economics and Business

硕士学位论文

Thesis for Degree of Master