

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 27820141150159

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

人民币汇率波动与企业现金持有

——基于沪深A股的实证研究

RMB Exchange Rate Fluctuation and Corporate Cash Holdings:  
Firm-level Evidence from Chinese Shanghai and Shenzhen Stock  
Market

指导教师姓名: 屈文洲教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2017年 月

论文答辩时间: 2017年 月

学位授予日期: 2017年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2017年 月

人民币汇率波动与企业现金持有——基于沪深A股的实证研究

黄静怡

指导老师 屈文洲教授

厦门大学

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

现金是保证企业正常生产经营的“血液”。企业需要跟随内外部融资环境的变化将现金持有量维持在合理的水平，这也是影响企业生存发展的重要财务决策。国内外很多文献已经证明汇率波动对进出口商品价格具有显著的传导效应，能够影响进出口型企业的成本和收入，进而利用相关传导机制影响国内商品和资产价格的生成，最终影响其他非涉外企业。人民币汇率政策作为央行进行宏观经济调控的工具，人民币汇率波动必然会影响企业的外部融资环境，进而影响企业的现金持有。同时由于汇率波动作用于微观企业具有非对称效应，会导致对不同融资约束和不同成长性的企业的现金持有产生异质性影响。

本文研究的切入点是宏观汇率政策，样本数据来源于我国 2003-2015 年 A 股非金融类上市公司的季度财务报表。对人民币汇率波动的衡量主要借鉴 Kreinin (1977) 等人对汇率传导的定义，以国家外汇总局公布的每日人民币兑美元汇率牌价为基准，计算了 52 个季度的升值比率，并根据升值比率是否大于 1%，判断汇率政策的松紧程度。

本文通过研究，得到如下结论：当人民币兑美元升值缓慢或贬值时，有外汇交易的企业和无外汇交易的企业持有的现金均显著减少；当人民币兑美元升值缓慢或贬值时，高融资约束的企业持有的现金显著减少，低融资约束的企业持有的现金则变化不显著；当人民币兑美元升值缓慢或贬值时，高成长性企业持有的现金显著减少。本文的研究成果不仅为企业管理层根据人民币汇率波动及时做出合理的财务决策提供了管理建议，也为国家运用汇率政策调控微观经济实体提供了政策建议。

**关键词：**人民币汇率波动；融资约束；现金持有

## Abstract

Cash is the "blood" to guarantee the enterprise's normal production and business operation. Companies need to follow the changes of internal and external financing environment to maintain cash holdings at a reasonable level. This can also affect the important financial decisions of enterprise's survival and development. Many literatures at home and abroad have proved that the exchange rate fluctuation has significant contagion effect on the price of import and export commodities, which can affect the cost and income of import and export enterprises, then it can take advantage of the related transmission mechanism to affect the price of domestic goods and assets generated, ultimately affect other not foreign-related enterprises. The central bank use the exchange rate policy as the tool to control and adjust macroeconomic, the exchange rate fluctuations will inevitably affect the enterprise's external financing environment, which will then influence the corporate cash holdings. At the same time, due to the exchange rate fluctuations have asymmetric effect on the micro enterprises, which will lead to heterogeneity influence on cash holdings of corporates of different financing constraints and different growth.

The starting point of this study is based on the macro exchange rate policy, the sample data choose from 2003-2015 in China A-share non-financial listed company's quarterly financial statements. The measurement of the fluctuation of RMB exchange rate is mainly through using Kreinin's (1977) definition of exchange rate transmission, setting the standard as the daily RMB exchange rate against the dollar published by the State Administration of Foreign Exchange, and calculating the appreciation of 52 quarter ratio. According to the quarter ratio is whether greater than 1%, we can measure the degree of tightness of the exchange rate policy.

The results of this study found that: when the RMB exchange rate slowly appreciates or depreciates, the cash holdings will significantly decline for enterprises

with foreign exchange trading and enterprises with no foreign exchange trading; when the RMB exchange rate slowly appreciates or depreciates, the cash holdings will significantly decline for high financing constraint enterprises, while the cash holdings do not decline for low financing constraint enterprises; when the RMB exchange rate slowly appreciates or depreciates, the cash holdings will significantly decline for high growth enterprises. The conclusions of this study not only provide corporate management appropriate management advice to make reasonable financial decisions in time according to the fluctuation of RMB exchange rate, but also give the relevant state departments policy recommendations to control micro enterprises.

**Key words:** RMB exchange rate fluctuation; Financing constraints; Cash holdings

# 目录

<b>第一章 绪论</b> .....	1
<b>第一节 研究背景</b> .....	1
<b>第二节 研究意义</b> .....	2
一、现实意义.....	2
二、理论意义.....	3
<b>第三节 研究方法</b> .....	3
<b>第四节 研究内容与框架</b> .....	4
<b>第五节 研究贡献与创新点</b> .....	6
一、研究贡献.....	6
二、研究创新点.....	6
<b>第二章 国内外文献综述</b> .....	7
<b>第一节 影响企业现金持有的相关因素</b> .....	7
一、微观因素.....	8
二、宏观因素.....	12
<b>第二节 汇率波动与企业现金持有</b> .....	14
<b>第三节 企业现金持有与融资约束</b> .....	15
<b>第四节 成长性与企业融资</b> .....	15
<b>第五节 文献评述</b> .....	16
<b>第三章 制度背景、理论分析和研究假设</b> .....	17
<b>第一节 汇率政策制度背景</b> .....	17
一、人民币汇率政策变革.....	17
二、人民币对外升值和贬值的主要原因.....	18
<b>第二节 人民币汇率波动与企业现金持有动机理论分析</b> .....	19
一、蒙代尔-弗莱明模型.....	19
二、汇率的价格传递理论.....	20
<b>第三节 人民币汇率波动对不同融资约束企业现金持有的影响</b> .....	22
<b>第四节 人民币汇率波动对不同成长性企业现金持有的影响</b> .....	24

<b>第四章 研究设计</b> .....	26
<b>第一节 样本选择和数据来源</b> .....	26
<b>第二节 关键变量及其度量</b> .....	26
一、被解释变量的选择及度量.....	26
二、解释变量的选择及度量.....	27
三、控制变量的选择及度量.....	28
<b>第三节 模型构建</b> .....	29
<b>第五章 实证分析</b> .....	31
<b>第一节 描述性统计</b> .....	31
<b>第二节 相关性检验</b> .....	32
<b>第三节 回归检验</b> .....	33
一、汇率波动对有无外汇交易企业现金持有影响的回归检验.....	33
二、汇率波动对不同融资约束企业现金持有影响的回归检验.....	35
三、汇率波动对不同成长性企业现金持有影响的回归检验.....	38
<b>第四节 稳健性检验</b> .....	40
<b>第五节 进一步检验</b> .....	45
<b>第六章 研究结论与启示</b> .....	47
<b>第一节 研究结论</b> .....	47
<b>第二节 政策建议</b> .....	47
一、企业自身角度.....	48
二、政府相关部门角度.....	48
<b>第三节 研究不足与后续研究方向</b> .....	49
一、研究不足.....	49
二、后续研究方向.....	49
<b>参考文献</b> .....	51
<b>修改说明</b> .....	56
<b>致谢</b> .....	58



# Contents

<b>Chapter1 Introduction</b> .....	1
<b>1.1 Research background</b> .....	1
<b>1.2 Research significance</b> .....	2
1.2.1 Practical significance .....	2
1.2.2 Theoretical significance.....	3
<b>1.3 Research method</b> .....	3
<b>1.4 Research content and frame</b> .....	4
<b>1.5 Research contributions and innovations</b> .....	6
1.5.1 Research contributions.....	6
1.5.2 Innovations .....	6
<b>Chapter2 Literature Review</b> .....	7
<b>2.1 Factors influencing the corporate cash holdings</b> .....	7
2.1.1 Micro factors.....	8
2.1.2 Macro factors .....	12
<b>2.2 Exchange rate fluctuation and corporate cash holdings</b> .....	14
<b>2.3 Corporate cash holdings and financing constraints</b> .....	15
<b>2.4 Growth and corporate finance</b> .....	15
<b>2.5 Comment of research literature</b> .....	16
<b>Chapter3 Institutional Background, theoretical analysis and research hypothesis</b> .....	17
<b>3.1 Institutional background of exchange rate policy</b> .....	17
3.1.1 RMB exchange rate policy reform.....	17
3.1.2 The reason of RMB exchange rate appreciation and depreciation .....	17
<b>3.2. Theory analysis of the RMB exchange rate fluctuation and corporate cash holdings</b> .....	19
3.2.1 Mundell-Fleming model.....	19
3.2.2 Exchange rate pass-through.....	20

<b>3.3. Exchange rate fluctuation and corporate cash holdings of different financing constrains</b> .....	22
<b>3.4 Exchange rate fluctuation and corporate cash holdings of different growth</b> .....	24
<b>Chapter4 Empirical Analysis Design</b> .....	26
<b>4.1 Data</b> .....	26
<b>4.2 Variable definition</b> .....	26
4.2.1 Explained variables .....	26
4.2.2 Explanatory variables.....	27
4.2.3 Control variables .....	28
<b>4.3 Model design</b> .....	29
<b>Chapter5 Empirical Results and Analysis</b> .....	31
<b>5.1 Descriptive statistics</b> .....	31
<b>5.2 Correlation tests</b> .....	32
<b>5.3 Regression tests</b> .....	33
5.3.1 Relation between exchange rate fluctuation and cash holdings of foreign-related enterprises and not foreign-related enterprises .....	33
5.3.2 Relation between exchange rate fluctuation and cash holdings of enterprises of different financing constraints .....	35
5.3.3 Relation between exchange rate fluctuation and cash holdings of enterprises of different growth .....	38
<b>5.4 Robust tests</b> .....	40
<b>5.5 Further test</b> .....	45
<b>Chapter6 Research Conclusions and Perspectives</b> .....	47
<b>6.1 Conclusions</b> .....	47
<b>6.2 Recommendations</b> .....	47
6.2.1 For enterprises .....	48
6.2.2 For relevant government department.....	48
<b>6.3 Limitations and perspectives</b> .....	49

6.3.1 Limitations .....	49
6.3.2 Perspectives.....	49
<b>Reference</b> .....	51
<b>Revision</b> .....	56
<b>Acknowledgement</b> .....	56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景

汇率政策是国家重要的宏观经济政策之一，不仅是国家维持经济增长、控制通货膨胀的重要工具，也能利用本国货币汇率的升降来控制进出口及资本流动以达到国际收支平衡。在 2013 年之后，我国在出口和货物贸易方面均已居世界第一，因此汇率政策在我国经济发展中扮演着越来越重要的角色。

改革开放前，我国主要实行美元为中心的固定汇率制度。随着 1973 年布雷顿森林体系的彻底解体，我国采取的汇率政策主要是钉住加权的“一篮子”货币，而只有在我国外贸的计价货币中所占比例较高的外币才能被选用为“篮”中货币。

从 1973 年至 1991 年的十余年中，人民币汇率政策的特点表现为以下几方面：一是贸易外汇内部结算价与公布牌价并存的双重汇率体制和官方汇率与市场汇率并存的多重汇率体制均被实施过；二是基于人民币官方汇率的调整机制，推行过如钉住一篮子货币的小幅逐步调整方式以及一次性大幅调整的方式，这些尝试都是实施人民币有管理的浮动汇率制度的基础；三是逐步完善了市场汇率的机制；四是市场汇率的调节作用越来越重要。从 1994 年 1 月 1 日起，我国人民币汇率并轨，开始实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度，这是建国以来我国人民币汇率制度方面最重大的改革。

自 2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。随后开始推进人民币汇率形成机制市场化改革。首先是不断扩大市场价和中间价的波动区间。银行间市场人民币兑美元的浮动区间由 0.3% 扩大到 2%。2014 年银行结售汇市场挂牌汇率完全自由；其次是中间价形成中的市场化程度不断加深。2005 年 7 月中间价开始由上一交易日的收盘价形成。2006 年 1 月央行开始推行询价和做市商制度，开市前外汇交易中心先向做市商询价，当日中间价由去掉最高和最低后得到的加权平均价形成。

2008 年爆发全球性金融危机后，国际市场汇率波动巨大，为保证经济的稳定，将汇率维持在相对稳定的水平，在这一特殊时期人民币兑美元的汇率在长达两年的时间内被我国固定在 6.82 左右。

随着宏观经济逐渐好转，我国在 2010 年重新启动了汇率改革。这次汇率改革的目标是将人民币汇率机制转变为“市场供求所决定的弹性汇率机制”。

为了增强人民币兑美元汇率中间价的市场化和基准度，中国人民银行于 2015 年 8 月发表了《关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》，宣布自 2015 年 8 月 11 日起，在每日银行间外汇市场开盘前，做市商在参考上日银行间外汇市场收盘汇率的基础上，还需要在向中国外汇交易中心提供中间价报价的时候综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币的汇率变化。

随着经济全球化的不断深入，微观企业不再是一个单独的个体，而是可以参与全球经济的个体。作为宏观经济的主要调控工具，汇率政策的调整势必会影响微观企业的财务行为。而作为影响企业生存发展的重要因素，企业的现金持有水平也会受到影响。

## 第二节 研究意义

### 一、现实意义

“现金为王”，现金是保证企业正常生产经营的“血液”，企业需要跟随内外部融资环境的变化维持合理的现金持有水平，这也是影响企业生存发展的重要财务决策。国内外很多文献已经证明汇率波动对进出口商品价格具有显著的传导效应，能够对进出口型企业的成本和收入造成影响，进而可以利用相关传导机制影响国内商品和资产价格生成，最终影响其他非涉外企业。人民币汇率政策作为央行为达到经济目标运用汇率手段对经济进行干预的措施，其波动与变化必然显著影响企业的外部融资环境。随着外部融资环境的变化，企业的筹资、融资、经营决策必然会根据人民币汇率波动进行相应调整。因此，宏观的人民币汇率波动也会影响微观企业的经营成果和财务状况。本文从人民币汇率波动的角度出发，对人民币汇率波动、融资约束、成长性和企业现金持有之间关系的现实意义主要体现在以下几点：

首先，以宏观视角研究人民币汇率波动与微观企业现金持有之间的联动关系，能够从一定的深度和高度来探究处于动态宏观经济环境下微观企业的现金决策与其盈余之间的关系。其次，对人民币汇率波动进行深入分析，有助于微观企业

预测未来的投入和产出，能够对企业的财务预算有一定的借鉴意义。最后，本文结合企业微观层面的融资约束和成长性进一步研究，验证了人民币汇率波动对不同融资约束和不同成长性企业的影响不同。

## 二、理论意义

企业现金持有一直是学术界的热点话题，国内外关于企业现金持有的研究极为丰富，但大多数集中于企业的资本结构、经营性现金流、股利支付率、研发支出、公司规模等企业微观指标。实际上，影响企业现金持有的因素复杂多样，从宏观角度来研究企业现金持有水平不失为一个新的研究角度。国内外相关文献主要从货币政策、通货膨胀、信贷政策、投资者保护程度等宏观视角对企业现金持有水平进行研究，少有学者基于人民币汇率波动对企业现金持有进行研究。

综上所述，本文将人民币汇率波动作为宏观影响因素引入企业现金持有的模型，一方面能够丰富现金持有的相关理论研究，另一方面也能够为企业管理层在人民币汇率波动时，如何结合自身实际情况，确定适合本企业的现金持有水平，预防企业现金流断裂，起到了一定的指导作用。

## 第三节 研究方法

本文主要研究人民币汇率波动对企业现金持有的影响。为了更充分的支持本文的结论，本文先采用了文献分析法，了解与本研究相关的研究成果和发展现状，在当前研究的基础上，结合其他学者的研究方法和研究成果确定本文的研究方向；同时利用定性分析、统计分析法描述本文研究的内容，对文章的可行性进行分析；最终利用实证研究的方法来设计和探究本文所研究的问题，通过大量经验数据的支撑，验证本文的假设。

文献分析法。本文通过查阅相关文献，对其他学者的研究成果进行归纳和分析，了解国内外关于汇率波动、融资约束、成长性以及企业现金持有相关研究的发展现状，并对汇率传导机制和企业现金持有的研究成果进行整理归纳，基于此提出本文的研究方向。

统计分析法。本文在实证研究部分，利用 CSMAR 数据库、WIND 数据库和国家外汇管理局的公开信息全面搜集 2003-2015 年间人民币汇率波动、企业各项

财务指标等统计数据，构建人民币汇率波动和企业现金持有的衡量指标，将这些经过计算整理的指标进行描述性统计，最终用于研究对象的相关性，来验证本文提出的假设和模型是否成立。

实证研究法。本文通过梳理相关文献，利用计算整理的的数据样本，构建适用于本文研究方向的模型。利用模型来实证检验人民币汇率波动对有外汇交易和无外汇交易企业现金持有的影响，并进一步结合企业自身特征，探究了不同融资约束和不同成长性的企业在面对人民币汇率波动时企业现金持有的变动情况。

#### 第四节 研究内容与框架

本文共设置了六个章节分析所要研究的问题，具体结构安排如下：

第一章，绪论。本文从论题的研究背景、现实意义和理论意义出发阐述了论文的选题依据，然后介绍了本文的研究方法、研究技术路径和研究内容和框架，最后阐述了本文的研究贡献及可能的创新点。

第二章，文献综述。本文主要从影响企业现金持有的宏微观因素、汇率政策与企业现金持有、企业现金持有与融资约束、成长性与企业融资四个方面对与本文研究主题相关的国内外文献进行归纳和总结。

第三章，制度背景、理论分析和研究假设。本文首先从汇率政策近十几年的改革阐述了研究假设所依赖的制度背景。然后从人民币汇率波动与企业现金持有动机、人民币汇率波动对不同融资约束企业现金持有的影响、人民币汇率波动对不同成长性企业现金持有三个方面分别进行理论分析并提出研究假设。

第四章，研究设计。本章介绍了本文样本选择和数据来源、关键变量及其度量以及模型的构建。

第五章，实证分析。本章根据上一章设计的实证模型对提出的假设进行实证研究。通过描述性统计、相关性检验、回归检验对样本数据进行分析，最后通过替换关键变量、考虑异方差和划分时间窗口等方法进行了稳健性检验。

第六章，研究结论与启示。本章对前文的研究成果进行了相应总结，并从企业自身角度和政府相关部门的角度提出了一些政策建议。最后阐述了本文研究中的不足之处，并展望了未来可能的研究方向。

本文的研究内容框架图如下图 1-2 所示。

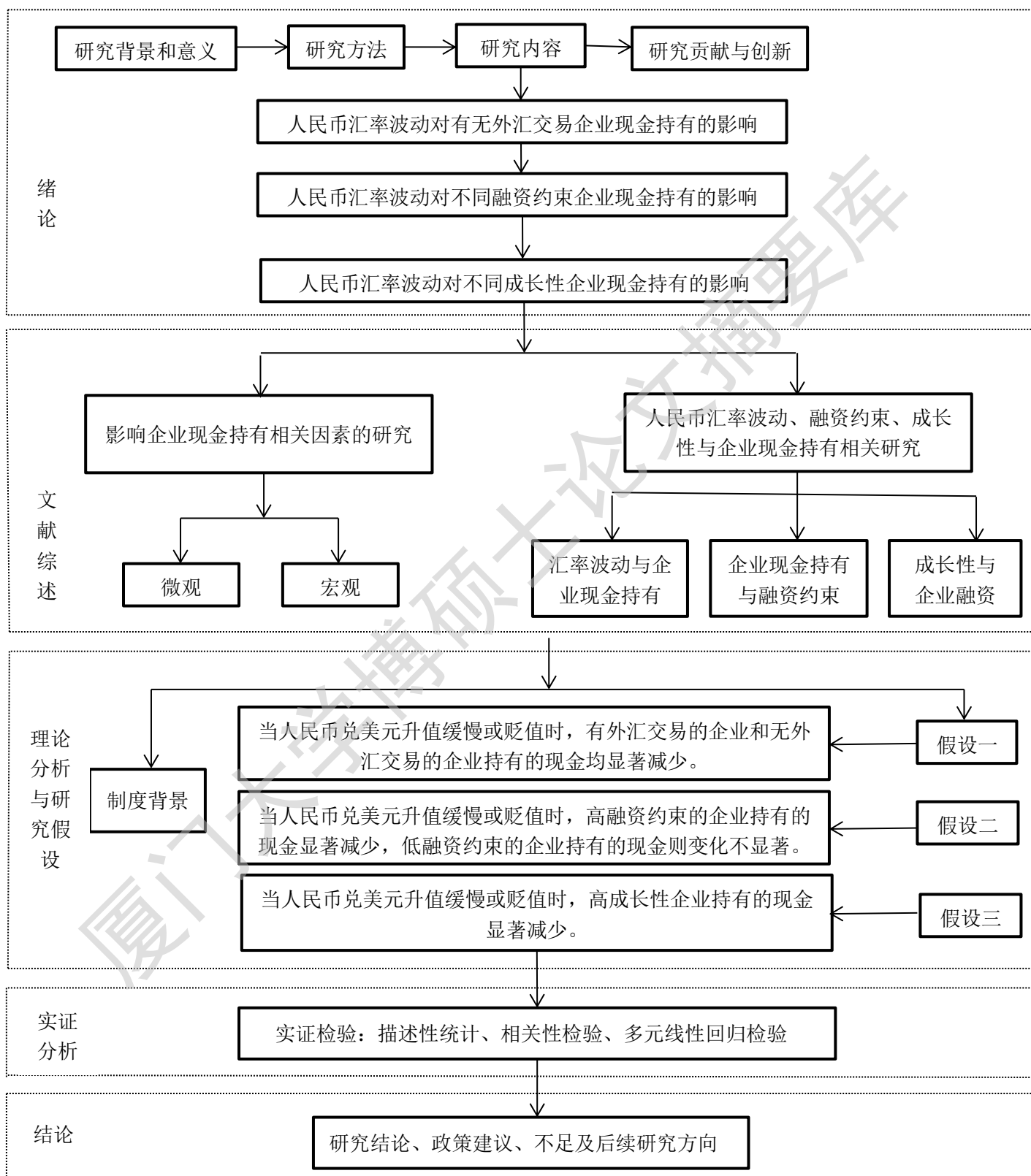


图 1-2 研究内容框架图



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库