

学校编码: 10384
学号: 15320131152172

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

公司治理、超额现金与公司市场价值

Corporate Governance, Excess Cash and Market Value of
Company

韩 晨 皓

指导教师姓名: 赖小琼教授

专 业 名 称: 政治经济学

论文提交日期: 2016 年 2 月

论文答辩时间: 2016 年

学位授予日期: 2016 年

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 5 月

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

2008 年全球金融危机使企业家意识到持有现金的重要性，而现金持有带来的经济后果到底是“价值创造”还是“价值毁灭”，是值得研究的问题。本文以 2007 年前在 A 股挂牌交易的公司为样本，通过主成分分析法构建企业治理指数，并在借鉴已有公司持有现金影响因素模型的基础上，计算出样本公司超额持有现金水平。通过面板数据固定效应模型，研究超额现金与公司市场价值的关系，以及企业治理对上述二者关系的影响。

本文研究发现，公司超额持有现金数量与公司市场价值呈负相关关系，并且公司治理效力的提高将改善超额现金与公司市场价值的关系。这是因为，拥有高效的企业治理机制，经营者运用现金的行为在所有者和投资者的监督之下，能够提高持有资金的使用效率。另一方面，高效的企业治理机制解决了信息不对称问题，能够减小股东、投资者在投资企业时要求的风险折价，使企业市值不会被严重低估。

关键词：公司治理；超额现金；市场价值

Abstract

The occurrence of the financial crisis in 2008 made entrepreneurs aware of the importance of holding cash. It's a worth studying to answer the question that what is the economic consequence of the cash holdings: value creating or value destroying. This paper builds a corporate governance index by principal component analysis. On the basis the model that including the influencing factors of cash holdings, the excess cash holdings retained in the sample enterprise is calculated. Through the panel data fixed effect model, this paper makes a research of the relationship between the cash holdings and the market value of companies. More over, this paper analysis the role of the corporate governance on the relationship between the two variables.

This paper finds that, the amount of cash held by the company is negatively correlated with the market value of the company. And the improvement of the effectiveness of corporate governance will improve the relationship between excess cash and the market value of company. This is because, with efficient corporate governance mechanism, operators' behavior of using cash is under the supervision of the owners and investors. On the other hand, efficient corporate governance mechanism solves the problem of asymmetric information. It can reduce the shareholders and investors' risk discount in business investment, which makes the enterprise market value will not be serious low. Therefore, increase the market value internally retained funds. Finally, the article puts forward some constructive suggestions from three aspects, such as cash management, improving the governance mechanism and creating a good investment and financing environment.

Key words: Corporate Governance; Excess Cash; Market Value

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 第一章 绪论 | 1 |
| 1.1 选题背景与选题意义..... | 1 |
| 1.1.1 选题背景..... | 1 |
| 1.1.2 研究意义..... | 2 |
| 1.2 研究内容与方法..... | 2 |
| 1.2.1 研究内容..... | 2 |
| 1.2.2 基本方法..... | 3 |
| 1.3 创新与不足..... | 3 |
| 1.3.1 本文的创新..... | 3 |
| 1.3.2 本文的不足..... | 4 |
| 第二章 文献综述 | 5 |
| 2.1 公司持有现金的影响因素..... | 5 |
| 2.2 持有现金对公司市场价值的影响..... | 6 |
| 2.3 公司治理与持有现金产生的经济后果..... | 7 |
| 第三章 相关概念界定与理论基础 | 9 |
| 3.1 相关概念界定..... | 9 |
| 3.1.1 超额持有现金..... | 9 |
| 3.1.2 公司治理..... | 9 |
| 3.2 理论基础..... | 9 |
| 3.2.1 代理成本理论与自由现金流假说..... | 9 |
| 3.2.2 信息不对称与融资优序理论..... | 11 |
| 3.2.3 公司治理对持有现金经济后果的影响..... | 11 |
| 第四章 研究假设与模型设计 | 13 |
| 4.1 研究假设..... | 13 |
| 4.2 样本选取与模型设计..... | 14 |
| 4.2.1 数据来源和样本选取..... | 14 |
| 4.2.2 模型设计..... | 14 |
| 第五章 实证分析 | 20 |
| 5.1 公司治理水平的确定..... | 20 |
| 5.2 描述性统计分析..... | 23 |
| 5.2.1 超额持有现金的描述性统计分析..... | 23 |
| 5.2.2 模型各变量的描述性统计分析..... | 25 |
| 5.2.3 相关性检验..... | 25 |
| 5.3 实证回归结果及其分析..... | 26 |

| | |
|----------------------------|-----------|
| 5.4 稳健性检验..... | 29 |
| 第六章 研究结论与政策建议..... | 31 |
| 6.1 研究结论..... | 31 |
| 6.2 政策建议..... | 32 |
| 6.2.1 企业注重现金管理，做好现金预算..... | 32 |
| 6.2.2 完善治理机制..... | 32 |
| 附录..... | 34 |
| 参考文献..... | 35 |

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter1 Introduction | 1 |
| 1.1 Background and Significance | 1 |
| 1.1.1 Background | 1 |
| 1.1.2 Significance..... | 2 |
| 1.2 Research Ideas and Basic Methods | 2 |
| 1.2.1 Research Ideas..... | 2 |
| 1.2.2 Basic Methods..... | 3 |
| 1.3 Innovation and Insufficient | 3 |
| 1.3.1 Innovation | 3 |
| 1.3.2 Insufficient | 4 |
| Chapter2 Literature Review | 5 |
| 2.1 The Factors Affecting the Amount of Cash Holding | 5 |
| 2.2 The Influence of Holding Cash on the Market Value of Company | 6 |
| 2.3 The Effect of Corporate Governance on the Value of Cash Holdings | 7 |
| Chapter3 Basic Theory and Related Definition | 9 |
| 3.1 Related Definition | 9 |
| 3.1.1 Excess Cash Holding..... | 9 |
| 3.1.2 Corporate Governance..... | 9 |
| 3.2 Basic Theory | 9 |
| 3.2.1 Agency Cost Hypothesis..... | 9 |
| 3.2.2 The Information Asymmetry and Pecking Order Theory..... | 11 |
| 3.2.3 The Influence of Corporate Governance on the Value of Cash | 11 |
| Chapter4 Research Design | 13 |
| 4.1 Research Hypothesis | 13 |
| 4.2 Model Design and Variable description | 14 |
| 4.2.1 Data Sources and Sample Selection..... | 14 |
| 4.2.2 Model Design..... | 14 |
| Chapter5 Exemplified Analysis | 20 |
| 5.1 Calculate the Level of Corporate Governance | 20 |
| 5.2 Descriptive Statistical Analysis of Regression Variables | 23 |
| 5.2.1 Descriptive Statistical Analysis of Excess Cash Holdings | 23 |
| 5.2.2 Descriptive Statistics Analysis of the Variables of the Mode II | 25 |
| 5.2.3 Correlation test | 25 |
| 5.3 The Results of Empirical Analysis | 26 |

| | |
|---|----|
| 5.4 Robustness check | 29 |
| Chapter 6 The Research Conclusion and Policy Recommendation | |
| | 31 |
| 6.1 The Research Conclusion | 31 |
| 6.2 Policy Recommendations..... | 32 |
| 6.2.1 Companies Focus on Cash Management | 32 |
| 6.2.2 Improve Government Governance | 32 |
| Attachment | 34 |
| References | 35 |

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 选题背景与选题意义

1.1.1 选题背景

现金是企业的血液，是企业价值创造和价值衡量的基础。2008 年金融危机爆发后，全球一大批企业濒临破产，即使像通用汽车公司这样的超大型企业也难摆脱经济危机带来的畏惧，造成这种现象最根本的原因就是公司持有的现金不足，使得危机来临时，在外部融资受到约束的情况下，公司没有足够的资金来应对突发状况。同时，在全球经济处于低谷期间，不少中国公司对海外低价优质的公司进行大规模的并购，持有较多现金的公司在金融危机期间，可以充分挖掘低估高质量的公司进行投资，为公司扩大经营、提升市场地位提供了机会。基于此，分析公司持有现金行为具有重要的研究意义。

在现代企业经营中，公司需要经过科学的分析对公司持有现金数量做出预算。如果企业持有过少的资金，则无法满足公司扩大经营的需要或者在危机出现时不能使公司平稳发展。而如果公司拥有大量的流动性资产，则由于委托代理问题的存在，使得公司高级管理人员会将现金等短期资产投资到净现值较低甚至为负的项目中去，造成过度投资。所以，公司正常经营需要持有一定量的现金，同时在提高资金周转率的同时尽可能地减少现金的持有，减少现金持有的机会成本，从而使公司能够达到持有现金利益最大化。因此，企业内部持有现金带来一系列问题值得学者研究：是哪些因素决定一家公司持有现金及现金等价物的数量？同时企业持有较多的流动性资产会产生什么经济后果？

我国资本市场经历了多年的快速发展，各行业都有优秀的上市公司让股东获得了价值投资收益，上市公司数量和市值都形成一定的规模，但是金融市场也存在许多问题有待解决。每年都有上市公司欺诈股东的现象，公司管理人员于中小股东利益不顾，尽各种可能实现自己财富的最大化。种种恶意的行为出现的原因在于我国法律制度不健全，在于我国公司内部治理机制不完善。针对保护中小股东及投资人的利益，我国法律在法律制定、实施效率上都存在一定的改进空间，法律的力量很微弱，让上市公司高级管理人员有了可乘之机，管理者通过不正当交易、虚假交易以及私自挪用现金等方式，对公司持有的流动性资产和其他资产进行恶意占有。同时，上市公司内部的治理机制不健全，使得公司所有人无法对

实际管理人的行为实施有效的监督，公司经营不透明，资金运作无章可循，使得投资者大大降低对公司的估值。因此，如何提高现金持有效率也成为企业面临的颇为现实而又亟待解决的问题。

1.1.2 研究意义

相对于国外大量丰富的文献而言，我国学者关于公司留有资金的分析较少，并且大部分在企业留有流动性资产的影响变量和保留在企业内部产生的经济后果内容上。随着我国企业委托代理问题的出现以及股权分置改革，公司治理在当代公司运营中的重要性凸显，公司治理如何有利于企业价值提升值得学者关注，从治理机制角度研究企业流动性资产持有的经济后果具有一定的学术价值。本文以微观角度分析企业留有流动资金与企业市值的关系以及治理机制在留存的超额现金的市场价值中的意义，能对发展企业治理机制提供建议支持。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文在国内外已有公司持有现金决策的研究基础上，以上海交易所和深圳证券交易所 2007 年之前挂牌上市的公司财务数据和相关公司治理数据为样本，构建 A 股挂牌公司治理指标，计算挂牌公司超额持有流动资金的数量，运用面板数据固定效应模型，研究企业超额留存流动资金对企业价值的作用以及治理机制对上述关系的影响。最后从面板数据回归结果中得到启示，提出关于中国上市公司治理机制以及公司营运资金有效利用的建议。本文内容具体如下：

第一章，绪论。提出本文写作的创作背景，阐明本文创作的研究意义，其次介绍本文主要内容、研究方法以及文章内容结构，最后针对已有研究文献指出本文的创新之处。

第二章，文献综述。文献综述围绕本文的研究内容，以公司持有现金研究为侧重点，分为公司持有现金的影响因素、持有现金对公司市场价值的影响以及公司治理与持有现金产生的经济后果三部分内容，每部分均包含国外文献综述和国内文献综述，将已有研究成果尽可能地描述出来，并对已有文献进行述评。

第三章，相关概念界定与理论基础。首先对本文中超额持有现金和公司治理这两个概念作了解释，然后指出公司持有现金价值效应的相关理论，并根据已有的对公司治理的研究，总结出公司治理影响流动性资产与公司市场价值关系的机

制，奠定本文的理论基石。

第四章，研究假设与模型设计。本章在了解已有研究成果的基础上，根据相关基础理论的具体内容，做出本文的两个关键假设。本章对选取样本和关键变量的定义作了说明，参照其他学者的研究成果，设计出研究超额持有现金对公司市场价值影响的模型。

第五章，实证分析。根据第三章关于公司治理概念的界定以及学者对公司治理因素的研究，利用主成分分析法计算出样本公司的内部治理水平。将治理效力与超额现金数量导入模型进行面板数据固定效应分析，检验本文的两个假设。

第六章，研究结论及政策建议。根据实证分析的结果总结本文的结论，从持有现金的经济效用的角度，对公司内部治理机制的建设、政府降低融资成本以及财务人员做好现金预算等方面，给予建设性的建议。

1.2.2 基本方法

为了对公司现金持有的经济后果进行研究分析，本文采用理论分析与实证研究相结合的基本研究方法。首先，研读国内外已有的研究理论和实证文献，整理并分析文献综述和理论基础，确定计量分析的模型框架与主成分分析的主要指标变量。其次，通过锐思数据库搜集整理上市公司财务数据和公司治理相关变量数据，计算出样本公司的公司治理效力和超额持有现金水平。最后，通过对样本进行描述性分析和面板数据固定效应回归，检验本文所提出的假设，总结实证过程得出的结论。

1.3 创新与不足

1.3.1 本文的创新

首先，国内已有的文献中大多数研究公司持有现金的影响因素以及经济后果，而研究公司治理层面对公司持有现金经济后果的影响的学术文献比较少，本文通过在模型中加入公司治理指标变量，将公司治理、超额现金与公司市场价值三者结合起来，在一定程度上，丰富了国内企业管理的研究内容。

其次，本文构建了一个企业治理指标指数分析治理机制对保留的超额现金市场价值的作用，以一个相对完善系统的思路丰富了管理机制对超额流动性资产价值作用的分析。国内现有的关于公司治理对持有现金经济后果影响的研究，大多数只选取个别的公司治理特征变量，如董事会构成、高级管理人员薪酬等，只选

取单独的变量进行分析难免会有所缺陷，造成结论不完整确实有效性。

最后，国内关于公司持有现金经济后果的研究中，普遍采用现金和现金等价物以及短期投资等广义上的现金作为变量，部分使用现金的二次方作为解释变量。本文选取企业超额留存资金作为核心变量，从另一角度阐释了流动性资产对企业整体市场价格的影响。

1.3.2 本文的不足

第一，在对变量数值进行搜集的过程中，考虑数据获取的难易程度，文章中企业治理指数的构建侧重研究了公司内部的因素，而公司外部因素（如地区市场化程度、行业政策）和中国特有的因素没有纳入考虑范围，造成治理效力指标只反映企业自身管理机制的建设情况，可能会对研究结论的准确性产生一定的影响。

第二，文章对于公司微观层面持有现金以及对公司市场价值影响的研究中，引入了较多的财务指标作为控制变量，从公司财务管理理论看，各个财务指标之间有一定的关联。

第三，本文选取 2008-2013 年非金融类上市公司的数据作为样本，企业数目有限，时间跨度短，回归结果的准确性和可靠性有待证实。

第二章 文献综述

2.1 公司持有现金的影响因素

公司持有现金的研究是公司理财领域的热门话题，主要分析公司现金持有规模受哪些因素影响。Yanchao Wan 等（2014）通过研究发现，在宏观层面上，企业往往会根据通货膨胀下的购买力变动调整现金持有政策，现金持有量与 CPI 存在有显著负相关。胡国柳等人（2007）从公司股本出发，研究公司股本结构（法人股、国有股各自比例）、股本分散程度以及股份特征（管理人员拥有股本数量、流通股与限制股所占比例）等指标对公司持有流动性的影响。研究发现，限售股所占股份越低、董事监事等人员持有股份越高，企业持有的流动性越大。国家是否控股或者拥有股份多少对公司留有资金的数量无影响。第二大到第十大股东持有股票数量越多，公司持有的流动性数量越多。作者最后指出，公司治理机制完善程度，对公司股本特征对持有流动性数量的影响，具有很大的管理效力。王化成等人（2007）从公司财务管理出发，研究公司成长性、负债特征以及波动特征对公司持有流动性数量的影响。研究发现，公司主营业务增长程度越快，发展迅速，总公允价值越大，企业保有的流动资金越多。公司利息支出与保佑流动性资产金额显著正相关。公司经营活动现金流的波动率越大，公司维护业务经营稳定性，将保有大量的流动资金。对于公司的负债特征，作者发现公司负债越多，其持有的现金水平越低，但是债务期限结构和银行等金融机构为公司的借款对公司的流动性水平没有显著影响。

针对公司外部环境的影响，连玉君等人（2010）从上市公司是否具有融资约束特征出发，研究公司持有现金并改变持有现金数量的行为。研究发现，具有融资约束的公司，当拥有良好的投资机会时，公司无法从外部获得融资，只能依靠自身持有的现金。所以，具有融资约束的公司，倾向于持有较高水平的现金或现金等价物，使得公司拥有投资较高经济价值的项目的选择权。刘醒云等人（2011）以我国不同的行业为样本，分析上市公司持有流动性的数量在不同行业具有多大差异。研究发现，通过对上市公司 5 年的持续观测，不同行业持有现金的水平具有明显的区别，公司流动资产与非流动资产的比率、产品销售环境以及产品利润

率都对不同行业流动性数量的差异产生一定的影响。

2.2 持有现金对公司市场价值的影响

随着研究的深入，公司内部留有现金的使用效率引起学者的重视。Morris (1983) 试图将现金流与资本资产定价模型联系起来，他论证了现金如何影响企业的系统性风险。现金太少可能增加企业系统性风险，增加现金可以帮助减少不确定性，代价是减少了生产性投资。因此，当企业现金流持有的边际成本等于投资于生产性资本资产的价值时，现金流水平最优。Bhattacharya 和 Gallinger (1991) 通过对 M-M 模型的一个改进模式计量，指出企业价值、持有现金、资产结构三者的相互联系。结果显示，为了提升企业资产价格最高，能导出保有流动资金的最佳数值，使企业价值最大化的有效资产特征与流动资产持有水平明显有联系，流动资金保有金额对企业价值产生一定的影响。Jenson (1986) 认为由于所有权与管理权分离带来委托代理问题，企业在满足必要投资所需的现金之外的自由现金流，会给高级管理人员带来追求剩余价值的动机，将自由现金流投资到一些经济效益低于公司资本报酬率的项目中，对于股东来说，每单位流动性财产的估值就会小于 1 美元。

Lang 等人 (1991) 在自由现金流理论的基础上进一步研究，作者认为托宾 Q 较大的企业更可能拥有经济效益为正的项目，这就需要公司持有较多的流动性资产，并且高额持有现金的公司有更多的机会收购其他企业，会增加股东财富和市值，而托宾 Q 的值较低的企业，由于公司自身发展和外部环境的限制，面临的净现值较高的项目较少。如果企业不是选择把企业内部多余现金支付给股东而是选择并购，那么自由现金流的代理成本较大，从而降低企业价值。Howard et al. (2014) 研究超额现金持有对公司市场价值的影响以及其与融资约束、公司成长性、现金流的不确定性、产品市场竞争和公司治理的关系，结果发现现金持有对公司市场价值的经济效应随着现金持有量和负债率的增多而递减，而在更多融资约束、更高成长性、面对现金流的不确定性更大时现金持有的经济效应更高。

国内部分学者也对公司持有现金的经济效应做了相关研究。况学文等人 (2009) 通过建立反映公司外部融资约束的指数，从融资约束理论视角出发，研究企业持有流动性资产的市场价值。分析指出，对于从外界容易获取资金的企业而言，难以获得外部资金的企业所持有的流动性资产的市场价值较大。同时，作

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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 for delivery details.