



# 市场化进程、多元化经营 与公司现金持有

杨兴全, 曾春华

石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000

**摘要:** 公司多元化经营伴生的内部资本市场和代理成本是影响公司现金持有决策的重要因素, 转型经济的制度特征是公司实施多元化战略的主要背景。基于中国市场化进程, 将多元化经营与公司现金持有问题相结合进行创新研究具有重要的理论价值和应用价值, 以2004年至2009年的中国上市公司为样本, 基于市场化进程, 采用分组分析和多元回归方法, 实证检验多元化经营对公司现金持有水平和价值的影响。研究结果表明, 上市公司的多元化经营及其程度与公司的现金持有水平和价值显著负相关, 市场化进程的推进进一步强化了公司多元化经营程度与现金持有水平和价值的负相关性。研究结论不仅有利于正确认识中国多元化公司的现金持有行为, 而且有助于从现金持有水平及其价值的结果判断公司多元化经营的收益和成本以及市场化进程与内部资本市场的相互作用。

**关键词:** 市场化进程; 多元化经营; 现金持有水平; 现金持有价值; 内部资本市场

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-0334(2012)06-0043-12

## 1 引言

现金持有决策是公司财务决策的一项重要内容, 公司何以持有大量的现金和现金等价物以及持有现金的价值效应等问题日益受到国内外学者的关注, 并成为一研究热点。多元化经营是公司极其重要的战略选择, 随着公司多元化战略的兴起, 内部资本市场的效率以及因公司多元化而伴生的代理问题也已经成为国内外学术界的一个重要研究领域和热点, 在多元化经营背景下, 内部资本市场的资源配置效应以及代理问题必然影响公司现金持有的水平和价值。转型经济下的制度特征是影响公司多元化战略的重要因素, 考虑到转型国家的资本市场尚不发达、信息不对称严重以及公司外源融资成本较高等制度背景, 多元化公司内部资本市场便能成为不完善的外部资本市场的一种有效替代, 而在新兴资本市场国家会更具吸引力。与此同时, 转型国家市场化机制的严重不完善性以及偏弱的投资者法律保护

也会增加多元化公司的潜在代理成本。中国作为转型经济背景下的弱法制国家, 随着市场化进程的不断推进, 多元化经营公司内部资本市场效率和代理成本势必得以显著改善的同时, 内部资本市场的替代作用可能弱化, 进而也必然影响到多元化公司的现金持有水平和价值。因此, 结合中国市场化进程, 从上市公司的多元化经营及其程度的视角关注公司现金持有问题, 不仅有利于正确认识中国多元化公司的现金持有行为, 而且有助于从现金持有水平和价值的结果判断公司多元化经营的收益和成本以及市场化进程与内部资本市场的相互作用。

## 2 相关研究评述

国外学者主要基于信息不对称理论和代理理论围绕现金持有水平的影响因素和现金持有价值两大方面对公司现金持有问题展开研究。Opler等<sup>[1]</sup>为公司现金持有水平决定因素的研究提供了基本分析框

**收稿日期:** 2012-04-20 **修返日期:** 2012-07-30

**基金项目:** 国家自然科学基金(70962005); 国家社会科学基金(11XGL002); 教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-08-0919); 教育部人文社会科学研究项目(09YJA630103, 09XJC630014); 新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地项目(XJEDU020112A01)

**作者简介:** 杨兴全(1969-), 男, 甘肃古浪人, 毕业于中南财经政法大学, 获博士学位, 现为石河子大学经济与管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司财务和公司治理等。E-mail: xqy928@163.com

架,并为静态权衡模型提供实证支持。抵御融资约束和掠夺风险是现金持有的主要动机,面临融资约束的公司,其持有现金和现金流的敏感性较高,从而持有更多的现金<sup>[2-4]</sup>, Acharya等<sup>[5]</sup>、Haushalter等<sup>[6]</sup>和 Fresard<sup>[7]</sup>考察持有现金在风险管理和行业竞争中的显著功效。公司治理机制是影响现金持有水平的重要因素, Ozkan等<sup>[8]</sup>和 Guney等<sup>[9]</sup>的研究表明,管理者持股比例、股权集中度、大股东持股比例等微观治理机制显著影响公司的现金持有水平; Dittmar等<sup>[10]</sup>和 Ferreira等<sup>[11]</sup>检验跨国间制度环境和法制水平对公司现金持有水平的影响发现,对投资者法律保护程度较好的国家,公司的现金持有水平较低。

几乎在研究现金持有水平影响因素的同时,国外学者也开始关注公司现金持有的价值效应。由于信息不对称和交易成本的存在,公司内部积累的现金能减少其外源融资成本,符合股东价值最大化的理财目标。因此,持续高额持有现金是公司的最优政策,高额持有现金政策可在未降低经营业绩的情况下支持企业的成长<sup>[12]</sup>。Pinkowitz等<sup>[13]</sup>的研究表明,公司持有现金的市值存在显著的公司/行业差异,现金流波动较大、成长机会较多以及软件和医药行业的公司,其现金持有的市场价值较高; Faulkender等<sup>[14]</sup>结合公司财务特征考察现金持有价值的研究表明,存在融资约束或外部融资成本较高的公司,其持有现金的边际价值较高; Denis等<sup>[15]</sup>研究发现,公司较高的现金持有水平与融资约束和非融资约束公司的投资水平正相关,但融资约束公司的投资边际价值更大。根据自由现金流假说,公司持有大量现金时,又为管理者追求私利的机会主义行为提供了条件,现金更容易被滥用<sup>[16-17]</sup>。公司治理的低效甚至失效将导致现金持有水平较高的公司更有可能实施有损股东财富的多元化并购<sup>[18]</sup>,频繁的并购和高额但低效的资本性支出(而 R&D 投入较少)会浪费大量的现金资源而势必降低公司现金持有的价值<sup>[19-20]</sup>。Pinkowitz等<sup>[21]</sup>、Kalcheva等<sup>[22]</sup>和 Drobetz等<sup>[23]</sup>基于跨国样本的比较研究表明,投资者保护较弱、管理者代理问题严重和信息不对称严重的国家,公司持有现金的价值较低; Frésard等<sup>[24]</sup>研究发现,因为美国强有力的法律规则、信息披露要求和非正式监督压力的显著治理效应,在美国和本国双重上市的公司,其超额现金持有的价值比只在本国上市的公司更高。国外学者最近开始关注多元化经营战略对公司现金持有水平与价值的影响。Subramaniam等<sup>[25]</sup>和 Duchin<sup>[26]</sup>的检验结果表明,多元化经营公司的现金持有水平显著低于非多元化公司,多元化经营程度和内部资本市场效率与公司持有现金水平负相关; Tong<sup>[27]</sup>研究发现,多元化公司持有现金价值较低,多元化程度与公司现金持有价值负相关,治理水平较低的多元化公司现金持有价值相对更低。基于国外研究成果并结合中国的制度背景,中国学者也关注公司现金持有水平的决定因素和价值,然而基于多元化经营视角进行公司现金持有水平和价值的研究

还很稀缺。袁淳等<sup>[28]</sup>结合大股东持股比例检验多元化经营对现金持有价值的影响,但尚未涉及现金持有水平,也未考虑市场化进程这一对多元化经营效率具有重要影响的制度背景。

国外基于多元化经营视角关注公司现金持有问题的研究刚刚起步,现有少量研究仍局限于资本市场发达国家,还缺少针对新兴市场国家的相关研究,作为主要的新兴转型经济国家,以中国上市公司为对象研究多元化经营对公司现金持有水平和价值的影响,是对现有研究的进一步丰富和补充;紧密结合中国市场化进程时间维度整体推进而区域层面又存在不平衡的制度背景展开研究,使本研究在具有理论价值的同时更凸显现实意义。本研究利用樊纲等<sup>[29]</sup>编制的中国各地区市场化进程数据,以2004年至2009年的中国上市公司为样本,对市场化进程、多元化经营和公司现金持有进行实证研究。相对于已有研究,本研究将多元化经营与公司现金持有问题相结合,既是基于多元化经营战略视角对中国上市公司现金持有问题的创新研究,又可以通过现金持有考察多元化经营对公司价值的影响,这种基于互动视角的研究是对多元化经营“溢价观”和“折价观”的有益补充。

### 3 理论分析和研究假设

由于资本市场的不完美,持有现金会给公司带来收益和成本,故需在比较现金持有成本和收益的基础上进行权衡,以确定最优现金持有水平。从权衡理论角度看,多元化经营公司由于内部资本市场的存在,与专业化经营公司相比,面临的代理成本和融资需求不同,他们持有现金的边际成本和边际收益也会产生不同的变化。首先,多元化公司大多由多个不完全相关的分部构成,对于不同分部而言,他们所面临的投资机会在时间和空间上也具有一定的多样性和不同步性,不同分部的投资机会之间和现金流间不完全相关,现金持有充裕而缺少投资机会的分部其现金可以满足拥有投资机会而现金持有短缺的分部的资金需求,减少多元化公司对现金持有的需求。多元化公司可以将内部资本市场上不完全相关的现金流进行整合,提高公司整体的财务协同效应,降低公司陷入财务困境的可能性。因此,不同分部投资机会和现金流的互补性以及多元化产生的内部资本市场成为公司抵御融资约束和掠夺风险的自然屏障,多元化经营成为现金持有的部分替代,降低了公司持有现金的边际收益。第二,多元化经营公司的规模一般较大,当面临融资需求时,可通过低成本出售部分非核心资产获取现金,这种内源融资的渠道能为公司节约外部融资成本,从而进一步降低持有现金的边际收益。第三,多元化经营公司降低现金持有边际收益的同时,也可能因公司多元化伴生的代理问题而降低其现金持有的边际价值。由于多元化经营公司建立了一个内部资本市场,可能缓解外部融资约束,能够实施更多净现值为正的投资

机会而克服投资不足<sup>[30]</sup>,并可通过“挑选优胜者”行为将有限的资本分配到边际收益最高的部门<sup>[31]</sup>。然而,多元化经营可能伴生的代理冲突<sup>[16,30]</sup>、交叉补贴<sup>[32]</sup>和寻租行为<sup>[33]</sup>又会使内部资本市场资源配置失效而降低现金持有的价值。出于对以上代理问题导致的现金边际成本的预防,多元化经营的公司也可能倾向于持有较低的现金持有水平。

转型经济下的制度特征是影响公司多元化战略的重要因素,考虑到转型国家的资本市场尚不发达、信息不对称严重、投资者法律保护较弱和公司外源融资成本较高等制度背景,多元化公司内部资本市场便能成为不完善的外部资本市场的一种有效替代而在新兴资本市场国家更具吸引力。然而,这些国家市场化机制的严重不完善性和偏弱的投资者法律保护也会增加多元化公司的潜在代理成本。许多证据显示,在新兴市场经济国家,集团内部资本市场正演变成成为控股股东侵占中小股东利益的平台,从而使内部资本市场功能发生异化,内部资本市场并没有发挥缓解融资约束、优化资源配置的功能。中国作为转型经济背景下的弱法制国家,很可能存在大股东或管理层利用内部资本市场从上市公司转移财富的问题。集团内部资本市场一方面可以起到对银行贷款的替代作用,另一方面也可能成为大股东掠夺上市公司信贷资金的渠道<sup>[34]</sup>。因此,中国上市公司实施多元化经营伴生的内部资本市场因弥补外部资本市场的完美而降低现金持有的边际收益和多元化公司的代理冲突增加现金持有的边际成本的双重作用降低了多元化公司的现金持有水平。同时,中国的弱法制环境和公司治理水平整体低效的制度背景,也可能导致公司实施多元化经营产生的收益远远低于其伴生的代理成本,多元化经营公司的持有现金价值较低。由此,本研究提出假设

H<sub>1a</sub> 多元化经营程度与公司现金持有水平负相关;

H<sub>1b</sub> 多元化经营程度与公司现金持有价值负相关。

在投资者保护较弱、中介市场不成熟和信息披露不充分等外部资本市场不完善的情况下,内部资本市场能对不完善的外部资本市场实现有效替代。但随着外部资本市场的不断发展和完善,内部资本市场的这种替代效应会逐渐降低,在其他条件不变时,内部资本配置在外部资本市场欠发达的情况下更有价值<sup>[35]</sup>。Lee等<sup>[36]</sup>以韩国公司为样本的研究表明,随着时间的推移,新兴市场国家的公司多元化由溢价逐渐变为折价。处于新兴转型时期的中国,其市场化进程在整体推进的同时,还存在地区间的不平衡<sup>[29]</sup>。企业融资约束是与一国(或地区)的市场化进程显著相关的,发达的市场化进程不仅能为企业提供充足的外部资金,而且能通过减少信息不对称使企业更容易取得外部融资。与市场化进程高的地区相比,市场化进程低的地区,公司融资机会较少或外部融资成本较高而具有相对严重的融资约束,公

司多元化经营产生的内部资本市场的作用更为突显。中国金融市场资源配置功能欠发达,容易诱发企业多元化,而多元化企业又随金融系统资源配置功能效率的提高而逐渐解体<sup>[37]</sup>,中国上市公司的内部资本运作与其所在地区市场环境的不发达程度显著正相关<sup>[38]</sup>。因此,随着外部市场化进程的推进,公司的融资约束不断得到缓解,多元化公司的内部资本市场对外部资本市场的替代效用弱化,其现金持有需求水平不断降低。此外,市场化进程也是比公司的内部和外部治理机制更为基础的层面,影响到企业契约的顺利签订和执行,在公司治理中起着“基础性”的治理效应<sup>[39]</sup>。良好的公司治理环境能够通过抑制多元化公司产生的代理冲突而提高内部资本市场的资本配置效率,从而进一步降低公司持有现金水平。由此,本研究提出假设。

H<sub>2</sub> 随着市场化进程的推进,上市公司多元化经营程度与公司现金持有水平的负相关性越显著。

市场化进程对公司多元化经营与现金持有价值的关系产生两种相反的影响。一方面,随着市场化进程的提高,公司的融资约束不断得到缓解,多元化公司的内部资本市场对外部资本市场的替代效用弱化,公司持有现金的边际价值降低;另一方面,市场化进程的推进,改善了公司的治理环境,多元化公司内部资本市场的配置效率得以提高,进而又提高了多元化公司持有现金的边际价值。因此,本研究提出竞争性假设。

H<sub>3a</sub> 市场化进程强化了公司多元化经营程度与公司现金持有价值的负相关性;

H<sub>3b</sub> 市场化进程弱化了公司多元化经营程度与公司现金持有价值的负相关性。

## 4 研究设计

### 4.1 样本选择和数据来源

选取2004年12月31日前上市的A股公司为原始样本,时间跨度为2004年至2009年,按照以下原则进行筛选。①剔除金融上市公司;②样本公司必须在年报中披露分行业资料或类似能区分其各行业营业收入的资料;③剔除研究年度内连续2年ST和PT的公司;④剔除数据库中主要财务数据严重残缺的公司。最终得到6 051个样本数据,样本分布见表1。

本研究使用的数据主要包括相关财务数据、多元化数据、股票异常收益率和市场化进程数据,相关财务数据来自CSMAR和CCER数据库。

多元化经营的数据具有多种可选择的指标,包括多元化经营虚拟变量、经营单元数、收入熵指数和赫芬德尔指数等。本研究采用2001年4月中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》的划分标准作为上市公司经营所跨行业的主要依据,结合上市公司财务报告中披露的控股子公司的行业情况,按照行业门类(单个字母)或次类(单个字母+1位数字,如制造业)将公司的各项业务收入归类合并,初步统计经营业务单元数,然后计算出各业务单元的主营业务收

表 1 样本分布  
Table 1 Sample Distribution

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	合计
样本数	932	995	1 030	1 028	1 024	1 042	6 051
百分比 (%)	15.402	16.444	17.022	16.989	16.923	17.220	100

表 2 公司现金持有水平的变量定义  
Table 2 Variables Definition of the Level of Corporate Cash Holdings

变量名称	变量代码	变量定义
实际现金持有水平	$Cash_t$	货币资金 + 交易性金融资产
非现金资产	$Na_t$	总资产 - (货币资金 + 交易性金融资产)
多元化指标 $Dyh_{i,t}$	$Dyh\_entro$	收入熵指数 = $\sum p_i \ln \frac{1}{p_i}$ , $p_i$ 为第 $i$ 个行业在总收入中的比重, 指数越大, 多元化程度越高
	$Dyh\_n$	占主营收入 10% 以上的行业数目
	$Dyh\_dum$	多元化虚拟变量, 行业数目大于 1 取值为 1, 否则取值为 0
	$Dyh\_hhi$	赫芬德尔指数 = $\sum p_i^2$ , $p_i$ 为第 $i$ 个行业在总收入中的比重, 指数越大, 多元化程度越低
投资机会	$Grow_t$	营业收入增长率
资产负债率	$Lev_t$	负债与总资产的比率
企业规模	$Size_t$	总资产的自然对数
现金流量	$Cf_t$	净利润与折旧、摊销之和
净营运资金	$Nwc_t$	流动资产 - 流动负债 - 货币资金 - 交易性金融资产
投资支出	$Inv_t$	购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金
股利支付	$D\_dum_t$	当年支付股利取值为 1, 否则为 0
年度	$Year$	年度虚拟变量, 涉及 6 年数据, 设置 5 个哑变量
行业	$Ind$	行业虚拟变量, 用来控制行业因素影响

入所占比例, 最后的经营业务单元数是指某类行业 (门类或次类) 的主营业务收入占主营业务总收入 10% 以上的行业个数。具体变量解释见表 2 和表 3。

市场化进程数据来自樊纲等的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》, 主要选取市场化进程总指数和金融业市场化指数为外部市场化进程的替代变量。由于该报告没有给出 2008 年和 2009 年的相关数据, 2008 年和 2009 年的市场化指数采取上年指数加上前 3 年指数增加值的平均数的方法确定。计算过程全部利用 excel 和 stata 10.0 统计软件完成。

#### 4.2 研究模型和变量定义

为了检验市场化进程和多元化经营程度对公司现金持有水平的影响, 本研究借鉴 Opler 等<sup>[1]</sup>、Dittmar 等<sup>[10]</sup>、Subramaniam 等<sup>[25]</sup> 和 Duchin<sup>[26]</sup> 的相关研究构建模型 (1) 式, 模型中的变量定义如表 2 所示。

$$\frac{Cash_{i,t}}{Na_{i,t}} = a_0 + a_1 Dyh_{i,t} + a_2 Grow_{i,t} + a_3 Size_{i,t} + a_4 \frac{Cf_{i,t}}{Na_{i,t}} + a_5 \frac{Nwc_{i,t}}{Na_{i,t}} + a_6 \frac{Inv_{i,t}}{Na_{i,t}} + a_7 Lev_{i,t} + a_8 D\_dum_{i,t} + \sum year + \sum ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $a_0$  为截距项,  $a_1 \sim a_8$  为解释变量和控制变量的系数,  $\varepsilon_{i,t}$  为残差项, 变量下标  $i$  为公司,  $t$  为年份。

为了检验市场化进程和多元化经营程度对公司现金持有价值的影响, 参考 Faulkender 等<sup>[14]</sup>、Dittmar 等<sup>[19]</sup> 和 Tong<sup>[27]</sup> 的现金边际价值计算模型构建模型 (2) 式, 模型中的变量定义如表 3 所示, 多元化指标  $Dyh_{i,t}$  的变量定义如前所述, 在此省略。

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 Dyh_{i,t} \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 Dyh_{i,t} + \beta_4 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}}$$

**表3 公司现金持有价值的变量定义**  
**Table 3 Variables Definition of the Value of Corporate Cash Holdings**

变量名称	变量代码	变量定义
股票回报率	$r_{i,t}$	考虑现金红利的年度股票回报率
市场收益率	$R_{i,t}$	所在交易市场的年度指数收益率
公司股权价值	$M_{i,t-1}$	$(t-1)$ 年末公司股权价值 = $(t-1)$ 年末收盘价 × 流通股股数 + 未流通股股数 × 每股净资产
现金持有量	$Cash_{i,t-1}$	$(t-1)$ 年末的现金持有量 = 货币资金 + 交易性金融资产
现金持有量的变化	$\Delta Cash_{i,t}$	$t$ 年现金持有量与 $(t-1)$ 年现金持有量之差
收益变化	$\Delta E_{i,t}$	$t$ 年息税前利润与 $(t-1)$ 年息税前利润之差
利息支出变化	$\Delta I_{i,t}$	$t$ 年利息支出与 $(t-1)$ 年利息支出之差
非现金资产变化	$\Delta NA_{i,t}$	$t$ 年非现金资产与 $(t-1)$ 年非现金资产之差
股利支付变化	$\Delta D_{i,t}$	$t$ 年股利支付与 $(t-1)$ 年股利支付之差
资产负债率	$Lev_{i,t}$	$t$ 年的资产负债率 = $\frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$
净筹资额	$NF_{i,t}$	现金流量表中筹资活动产生的现金流量项目下的吸收投资所收到的现金 + 借款收现 - 偿还债务支付的现金

$$\beta_7 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \sum year + \sum ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,  $\beta_0$  为截距项,  $\beta_1 \sim \beta_{10}$  为解释变量和控制变量的系数。

效果较好。表6(1)~(4)列是将4个度量公司多元化经营的变量分别代入模型(1)式的全样本回归结果,  $Dyh\_dum$ 、 $Dyh\_n$  和  $Dyh\_entro$  的系数均在1%的水平上显著为负, 而  $Dyh\_hhi$  的系数在1%的水平上显著为正, 说明多元化经营的公司现金持有水平低于专业

**5 实证分析**

**5.1 市场化进程、多元化经营与现金持有水平分析**

**5.1.1 描述性统计分析**

表4给出公司现金持有水平主要变量的统计结果。从表4可知, 现金持有量最小值和最大值分别为0和6.271, 说明中国上市公司现金持有水平存在很大差异。4个多元化指标也都能在一定程度说明目前中国上市公司确实存在多元化经营的现象, 从经营的行业数目看, 最多达到5个行业; 收入熵指数最大值为1.670, 均值为0.320; 赫芬德尔指数最小值为0.213, 均值为0.815, 说明中国上市公司多元化程度差异很大。

为进一步描述多元化经营公司现金持有水平的差异, 分别以多元化虚拟变量、行业数目、收入熵指数和赫芬德尔指数为标准将样本分成两个子样本, 然后对现金持有水平的均值和中值分别进行T检验和Wilcoxon秩和检验, 表5给出现金持有水平的组间比较检验结果。由表5可知, 多元化公司的现金持有水平显著低于专业化公司, 随着多元化程度的提高, 现金持有水平显著降低。

**5.1.2 多元回归分析**

表6给出对市场化进程、多元化经营与公司现金持有水平进行回归检验的结果。表6所有回归的F统计量都在1%的水平上显著, 说明回归拟合的整体

**表4 公司现金持有水平主要变量的描述性统计**

**Table 4 Variables Descriptive Statistics of the Level of Corporate Cash Holdings**

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$\frac{Cash_i}{Na_i}$	0.224	0.262	0.000	6.271	0.158
$Dyh\_entro$	0.320	0.371	0.000	1.670	0.145
$Dyh\_n$	1.460	0.675	1.000	5.000	1.000
$Dyh\_dum$	0.365	0.482	0.000	1.000	0.000
$Dyh\_hhi$	0.815	0.219	0.213	1.000	0.938
$Grow_i$	0.189	0.418	-0.613	2.606	0.132
$Lev_i$	0.496	0.175	0.081	0.854	0.508
$Size_i$	21.615	1.054	19.562	24.888	21.496
$\frac{Cf_i}{Na_i}$	0.080	0.087	-0.891	1.133	0.069
$\frac{Nwc_i}{Na_i}$	0.073	0.071	0.000	0.657	0.052
$\frac{Inv_i}{Na_i}$	-0.074	0.238	-1.509	0.780	-0.076
$D\_dum_i$	0.576	0.494	0.000	1.000	1.000

表5 现金持有水平的组间比较  
Table 5 Comparison of Level of Cash Holdings between Subsamples

	观测值	现金持有水平			
		均值	T 值	中位数	Z 值
<i>Dyh_dum</i> = 1	2 816	0.204	4.808***	0.154	2.169**
<i>Dyh_dum</i> = 0	3 235	0.239		0.160	
<i>Dyh_entro</i> ≥ 中位数	3 025	0.204	5.297***	0.154	2.448**
<i>Dyh_entro</i> < 中位数	3 026	0.243		0.161	
<i>Dyh_hhi</i> ≥ 中位数	3 025	0.242	-5.236***	0.161	-2.319**
<i>Dyh_hhi</i> < 中位数	3 026	0.204		0.154	
<i>Dyh_n</i> > 2	1 704	0.185	4.429***	0.144	7.556***
<i>Dyh_n</i> ≤ 2	4 347	0.230		0.159	

注:平均值的检验方法是T检验,中位数的检验方法是Wilcoxon秩和检验;\*\*为在0.050水平上显著(双尾检验),\*\*\*为在0.010水平上显著(双尾检验),下同。

表6 市场化进程、多元化经营与公司现金持有水平回归结果  
Table 6 Regression Results of Marketization, Diversification and the Level of Corporate Cash Holdings

	全样本				高市场化进程				低市场化进程			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
截距项	0.790*** (5.159)	0.805*** (5.300)	0.787*** (5.205)	0.747*** (5.008)	1.056*** (6.291)	1.075*** (6.248)	1.035*** (6.371)	0.945*** (6.773)	0.576*** (3.565)	0.575*** (3.532)	0.581*** (3.583)	0.583*** (3.458)
<i>Dyh_dum</i>	-0.015*** (-3.668)				-0.043*** (-2.875)				0.003 (0.634)			
<i>Dyh_n</i>		-0.014*** (-10.295)				-0.030*** (-3.803)				0.002 (0.769)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.027*** (-14.195)				-0.058*** (-3.833)				-0.001 (-0.246)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.043*** (9.490)				0.099*** (3.622)				-0.006 (-0.714)
<i>Grow<sub>t</sub></i>	-0.013 (-1.395)	-0.013 (-1.439)	-0.013 (-1.393)	-0.012 (-1.381)	-0.013 (-1.416)	-0.014 (-1.486)	-0.013 (-1.413)	-0.013 (-1.390)	-0.013 (-1.547)	-0.013 (-1.549)	-0.012 (-1.529)	-0.013 (-1.547)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.291*** (-10.310)	-0.291*** (-10.111)	-0.291*** (-9.924)	-0.292*** (-10.069)	-0.237*** (-4.781)	-0.235*** (-4.536)	-0.235*** (-4.415)	-0.237*** (-4.559)	-0.308*** (-26.175)	-0.308*** (-26.079)	-0.308*** (-26.132)	-0.309*** (-26.169)
<i>Size<sub>t</sub></i>	-0.024*** (-3.069)	-0.023*** (-3.059)	-0.023*** (-2.993)	-0.023*** (-3.022)	-0.033*** (-3.553)	-0.033*** (-3.506)	-0.032*** (-3.486)	-0.033*** (-3.486)	-0.015** (-2.009)	-0.015** (-1.996)	-0.015** (-2.008)	-0.015** (-2.001)
$\frac{Cf_t}{Na_t}$	1.213*** (7.568)	1.212*** (7.529)	1.210*** (7.506)	1.211*** (7.525)	1.681*** (6.053)	1.686*** (6.006)	1.682*** (5.999)	1.679*** (6.018)	0.629*** (9.455)	0.629*** (9.579)	0.627*** (9.438)	0.629*** (9.519)
$\frac{Nwc_t}{Na_t}$	-0.239*** (-3.583)	-0.241*** (-3.631)	-0.244*** (-3.681)	-0.242*** (-3.652)	-0.590*** (-4.738)	-0.588*** (-4.843)	-0.592*** (-4.874)	-0.591*** (-4.885)	0.120** (2.094)	0.120** (2.096)	0.119** (2.079)	0.120** (2.099)
$\frac{Inv_t}{Na_t}$	-0.305*** (-10.406)	-0.305*** (-10.420)	-0.305*** (-10.497)	-0.305*** (-10.475)	-0.396*** (-17.096)	-0.397*** (-17.082)	-0.397*** (-17.587)	-0.397*** (-17.486)	-0.176*** (-31.614)	-0.176*** (-31.276)	-0.176*** (-31.634)	-0.176*** (-31.954)
<i>D_dum<sub>t</sub></i>	0.005 (1.215)	0.004 (1.206)	0.004 (1.163)	0.004 (1.196)	-0.024* (-1.731)	-0.025* (-1.798)	-0.025* (-1.758)	-0.024* (-1.734)	0.033*** (6.606)	0.032*** (6.689)	0.032*** (6.583)	0.032*** (6.663)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adjust R<sup>2</sup></i>	0.299	0.300	0.300	0.300	0.382	0.382	0.383	0.383	0.241	0.241	0.241	0.241
<i>F 值</i>	36.890***	35.650***	34.530***	35.140***	9.999***	10.270***	9.908***	9.931***	9.779***	10.127***	9.905***	9.731***

注:\*为在0.100水平上显著(双尾检验),下同。

化经营的公司,而且多元化经营程度越高,公司现金持有水平越低,  $H_{1a}$  得到验证。

为了进一步检验市场化进程对多元化程度与公司现金持有水平关系的影响,本研究以市场化进程总指数为标准,将样本划分为高市场化进程(大于等于中位数)和低市场化进程(小于中位数)两个子样本,并将两个子样本的多元化虚拟变量、行业数目、收入熵指数和赫芬德尔指数分别与公司现金持有量进行回归检验。表6(5)列~(8)列是将4个度量公司多元化经营的变量分别代入模型(1)式的高市场化进程子样本回归结果,  $Dyh\_dum$ 、 $Dyh\_n$  和  $Dyh\_entro$  的系数均在1%的水平上显著为负,而  $Dyh\_hhi$  的系数在1%的水平上显著为正,但在低市场化进程子样本(9)列~(12)列的回归结果中,这4个反映多元化经营的变量与现金持有量之间均没有显著的相关性,说明市场化进程的推进加剧了多元化程度与现金持有水平的负相关关系,  $H_2$  得到验证。

### 5.2 市场化进程、多元化经营与现金持有价值分析

#### 5.2.1 描述性统计分析

表7给出公司现金持有价值主要变量的统计结果。

**表7 公司现金持有价值主要变量的描述性统计**  
**Table 7 Descriptive Statistics of the Variables of the Value of Corporate Cash Holdings**

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$r_{i,t} - R_{i,t}$	-0.076	-0.079	-2.451	9.603	0.747
$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.029	0.009	-1.036	2.368	0.149
$\frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.018	0.008	-1.089	1.818	0.095
$\frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.165	0.076	-2.265	13.796	0.485
$\frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.002	0.001	-0.330	0.181	0.013
$\frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.001	0.000	-0.140	0.363	0.011
$\frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$	0.191	0.142	0.000	3.401	0.181
$Lev_{i,t}$	0.496	0.508	0.081	0.854	0.175
$\frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.064	0.017	-3.927	3.671	0.213

由表7可知,股票超额收益率最大值为9.603,最小值为-2.451,而标准差高达0.747,说明中国上市公

司的超额收益率差别和波动都较大。 $\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的均值

和中位数分别为0.029和0.009,  $\frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$  的均值和中位数分别为0.191和0.142,说明部分上市公司样本增持的现金量和已持有的现金量超出均值很多。

#### 5.2.2 多元回归分析

表8给出对市场化进程、多元化经营与公司现金持有价值进行回归检验的结果。表8(13)列~(16)列是将4个度量公司多元化经营的变量与增持现金量的交互项分别代入模型(2)式的全样本回归结果,多元化指标与增持现金量的交互项  $Dyh\_dum \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在5%的水平上显著为负,  $Dyh\_entro \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在10%的水平上显著为负,  $Dyh\_n \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在1%的水平上显著为负,而  $Dyh\_hhi \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在5%的水平上显著为正,即多元化经营与公司持有现金的边际价值负相关,说明多元化经营公司持有现金的边际价值低于专业化经营的公司,而且多元化经营程度越高,公司持有现金的边际价值越低,  $H_{1b}$  得到验证。

为了进一步检验市场化进程对多元化程度与公司现金持有价值关系的影响,以市场化进程总指数为标准,将样本划分为高市场化进程(大于等于中位数)和低市场化进程(小于中位数)两个子样本分别进行回归。表8(17)列~(20)列是将4个度量公司多元化经营的变量与增持现金量的交互项分别代入模型(2)式的高市场化进程子样本回归结果,  $Dyh\_dum \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在5%的水平上显著为负,  $Dyh\_entro \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在10%的水平上显著为负,  $Dyh\_n \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在1%的水平上显著为负,而  $Dyh\_hhi \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$  的系数在5%的水平上显著为正,但在低市场化进程样本(21)列~(24)列的回归结果中,这4个变量与现金持有价值均无显著相关性,说明随着外部市场化进程水平的提高,公司的融资约束不断得到缓解,多元化公司内部资本市场对外部不完善资本市场的替代效应弱化,公司持有现金的边际价值降低,  $H_{3a}$  得到验证。

#### 5.3 稳健性检验

(1)公司一般根据自身的特征决定最优现金持有量,公司行业和财务特征的不同必然使公司间的现金持有量存在差异而缺乏可比性。因此,先用现金持有水平的一般模型计算预期现金持有量,实际现金持有量与预期现金持有量之差为超额现金持有量,然后将超额现金持有量替换前文现金持有水平

表8 市场化进程、多元化经营与公司现金持有价值回归结果

Table 8 Regression Results of Marketization, Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings

	全样本				高市场化进程				低市场化进程			
	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
截距项	-0.168*	-0.155*	-0.170*	-0.098	-0.026	-0.031	-0.031	0.003	-0.110	-0.109	-0.094	-0.144
	(-1.740)	(-1.615)	(-1.738)	(-1.442)	(-0.291)	(-0.400)	(-0.375)	(0.033)	(-0.854)	(-0.852)	(-0.697)	(-1.362)
$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.557***	0.524***	0.641***	0.499***	0.549***	0.484***	0.830***	0.356*	0.547***	0.541***	0.471**	1.182***
	(7.443)	(5.589)	(8.229)	(8.059)	(13.099)	(6.811)	(9.239)	(1.724)	(3.448)	(3.821)	(1.935)	(2.781)
<i>Dyh_dum</i>	-0.006				0.008				-0.013			
	(-0.454)				(0.563)				(-0.711)			
<i>Dyh_entro</i>		-0.012				0.024				-0.017		
		(-0.028)				(0.981)				(-0.656)		
<i>Dyh_n</i>			-0.006				0.006				-0.012	
			(-0.579)				(0.928)				(-0.880)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.011				-0.032				0.040
				(0.325)				(-0.884)				(0.922)
<i>Dyh_dum</i> · $\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.076**				-0.293**				0.326			
	(-1.951)				(-1.969)				(1.432)			
<i>Dyh_entro</i> · $\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$		-0.084*				-0.102*				0.393		
		(-2.313)				(-1.690)				(1.564)		
<i>Dyh_n</i> · $\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$			-0.078***				-0.270***				0.273	
			(-4.182)				(-3.763)				(1.474)	
<i>Dyh_hhi</i> · $\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$				0.758**				0.338**				-0.632
				(2.687)				(1.933)				(-1.407)
Adjust R <sup>2</sup>	0.155	0.155	0.155	0.155	0.190	0.190	0.191	0.190	0.135	0.135	0.136	0.135
F 值	126.920***	125.150***	128.750***	106.190***	14.060***	32.950***	17.170***	38.940***	89.330***	70.160***	163.500***	76.330***

注:为了控制篇幅,表中各控制变量的回归系数略去,下同。

模型的被解释变量 ( $Cash_t$ );同时,用超额现金持有量的变化量替代前文现金持有价值模型的实际现金持有变化量 ( $\Delta Cash_{i,t}$ ),然后检验市场化进程、多元化经营对超额持有现金水平和价值的影响,检验结果如表9和表10所示。由表9和表10可知,多元化经营程度与公司超额现金持有水平和价值负相关,市场化进程的不断推进强化了多元化经营与公司超额现金持有水平和价值的负相关性,进一步支持了研究假设。此外,当以大于零的残差计量超额现金持有时,主要结论依然成立。

(2)在现金持有价值模型中,将原来按市场调整的股票超额收益率 ( $r_{i,t} - R_{i,t}$ ) 替换成按规模调整的超额收益率,即将每个年度所有股票按照总市值分为10组,计算每组平均收益率,各股票的实际收益率减去所在组的平均收益率得到规模调整股票超额收益率,替换后的回归结果与采用市场调整股票超额收益率的结果基本一致。

(3)剔除样本中的非多元化公司后,对以上相关研究进行再次检验,结果显示多元化经营程度与公司现金持有水平和价值负相关的结论依然成立。



表9 市场化进程、多元化经营与公司超额现金持有水平回归结果

Table 9 Regression Results of Marketization, Diversification and the Level of the Corporate Excess Cash Holdings

	全样本				高市场化进程				低市场化进程			
	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)
截距项	-0.053 (-0.329)	-0.039 (-0.241)	-0.057 (-0.355)	-0.049 (-0.325)	-0.260 (-1.550)	-0.280 (-1.625)	-0.239 (-1.473)	-0.150 (-1.073)	-0.227 (-1.359)	-0.221 (-1.358)	-0.215 (-1.324)	-0.212 (-1.260)
<i>Dyh_dum</i>	-0.015*** (-3.622)				-0.043*** (-2.895)				0.008 (1.149)			
<i>Dyh_n</i>		-0.014*** (-10.818)				-0.030*** (-3.853)				0.002 (0.768)		
<i>Dyh_entro</i>			-0.026*** (-13.904)			-0.057*** (-3.864)					-0.001 (-0.246)	
<i>Dyh_hhi</i>				0.043*** (9.490)				0.099*** (3.663)				-0.006 (-0.714)
<i>Grow<sub>t</sub></i>	0.002 (0.232)	0.002 (0.204)	0.002 (0.225)	0.003 (0.268)	0.002 (0.225)	0.001 (0.123)	0.002 (0.189)	0.002 (0.228)	0.002 (0.283)	0.003 (0.323)	0.003 (0.339)	0.003 (0.316)
<i>Lev<sub>t</sub></i>	-0.029* (-1.084)	-0.029* (-1.055)	-0.029* (-1.041)	-0.032 (-1.116)	0.022 (0.449)	0.024 (0.470)	0.025 (0.465)	0.023 (0.437)	-0.049*** (-4.171)	-0.049*** (-4.159)	-0.049*** (-4.169)	-0.049*** (-4.169)
<i>Size<sub>t</sub></i>	0.001 (0.103)	0.001 (0.109)	0.001 (0.158)	0.001 (0.170)	-0.009 (-0.912)	-0.008 (-0.890)	-0.008 (-0.811)	-0.008 (-0.808)	0.010 (1.286)	0.010 (1.279)	0.010 (1.272)	0.010 (1.276)
$\frac{Cf_t}{Na_t}$	0.014 (0.089)	0.014 (0.085)	0.012 (0.073)	0.014 (0.089)	0.484* (1.745)	0.490* (1.745)	0.486* (1.733)	0.484* (1.733)	-0.563*** (-8.649)	-0.567*** (-8.632)	-0.569*** (-8.560)	-0.567*** (-8.574)
$\frac{Inv_t}{Na_t}$	0.117* (1.751)	0.115* (1.740)	0.113* (1.703)	0.116* (1.749)	-0.232* (-1.861)	-0.230* (-1.894)	-0.234* (-1.923)	-0.232* (-1.922)	0.479*** (8.388)	0.478*** (8.347)	0.478*** (8.312)	0.479*** (8.339)
$\frac{Nwc_t}{Na_t}$	-0.042** (-1.467)	-0.042** (-1.472)	-0.042** (-1.476)	-0.044 (-1.520)	-0.136*** (-5.868)	-0.136*** (-5.867)	-0.137*** (-6.047)	-0.137*** (-6.007)	0.084*** (15.190)	0.084*** (14.920)	0.085*** (15.162)	0.084*** (15.221)
<i>D_dum<sub>t</sub></i>	0.000 (0.020)	-0.000 (-0.051)	-0.000 (-0.070)	0.000 (0.090)	-0.029** (-2.017)	-0.027** (-2.099)	-0.029** (-2.049)	-0.029** (-2.027)	0.029*** (5.841)	0.028*** (5.845)	0.028*** (5.748)	0.028*** (5.826)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adjust R<sup>2</sup></i>	0.064	0.064	0.065	0.067	0.121	0.121	0.121	0.122	0.122	0.122	0.122	0.122
<i>F 值</i>	18.630***	19.240***	20.010***	15.350***	16.250***	16.450***	17.270***	17.620***	11.120***	11.740***	11.580***	10.640***

(4) 由于2008年和2009年的市场化进程指数是本研究估算的,出于稳健性考虑,把样本期间缩短为2004年至2007年,检验后主要结论并未受到影响。

(5) 本研究用樊纲等《中国市场化指数——各地

区市场化相对进程2009年报告》中更能反映外部资本市场发展水平的金融业市场化指数替代市场化进程指数,通过检验发现,研究的主要结论没有受到实质性影响。

表10 市场化进程、多元化经营与公司超额现金持有价值回归结果

Table 10 Regression Results of Marketization, Diversification and the Value of Corporate Excess Cash Holdings

	全样本				高市场化进程				低市场化进程			
	(37)	(38)	(39)	(40)	(41)	(42)	(43)	(44)	(45)	(46)	(47)	(48)
$\Delta Cash_{i,t}$	0.585***	0.548***	0.684***	0.502**	0.436***	0.353***	0.672***	0.432***	0.794***	0.778***	0.603*	0.820**
$M_{i,t-1}$	(6.556)	(4.573)	(4.444)	(2.388)	(8.791)	(9.301)	(11.872)	(6.423)	(4.031)	(3.483)	(1.651)	(2.406)
$Dyh\_dum$	-0.012 (-0.536)				-0.017 (-0.571)				0.004 (0.086)			
$Dyh\_entro$		-0.002 (-0.043)				0.021 (1.524)				-0.016 (-0.238)		
$Dyh\_n$			-0.014 (-0.736)				-0.013 (-1.362)				-0.009 (-0.269)	
$Dyh\_hhi$				0.023 (0.391)				-0.011 (-0.467)				0.042 (0.379)
$Dyh\_dum \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.236** (-2.216)				-0.294*** (-7.311)				-0.042 (-0.201)			
$Dyh\_entro \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$		-0.149* (-1.693)				-0.212** (-2.017)				0.004 (0.012)		
$Dyh\_n \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$			-0.130* (-1.736)				-0.239*** (-23.339)				0.128 (0.757)	
$Dyh\_hhi \cdot \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$				0.693** (2.542)				0.838*** (3.703)				-0.049 (-0.087)
截距项	-0.292** (-2.495)	-0.299** (-2.531)	-0.275** (-2.191)	-0.316*** (-3.129)	-0.156** (-2.503)	-0.164*** (-3.027)	-0.144*** (-2.592)	-0.150*** (-2.643)	-0.218** (-2.166)	-0.212** (-1.994)	-0.204* (-1.665)	-0.251*** (-2.947)
Adjust R <sup>2</sup>	0.110	0.110	0.110	0.110	0.106	0.105	0.106	0.105	0.126	0.126	0.126	0.126
F 值	11.420***	11.500***	11.260***	11.600***	9.867***	16.130***	9.443***	15.650***	14.960***	14.590***	14.200***	14.590***

## 6 结论

本研究以2004年至2009年中国上市公司为样本,对市场化进程、多元化经营与公司现金持有水平和价值的关系进行检验。研究表明,上市公司的多元化经营及其程度与公司的现金持有水平和价值显著负相关,随着市场化进程的推进,内部资本市场的资本配置效应逐步弱化,进一步强化了公司多元化经营程度与现金持有水平和价值的负相关性。检验结果表明,公司多元化经营及其程度是影响公司现金持有水平和价值的一个重要因素,研究结论既从公司现金持有的视角为中国上市公司内部资本市场的低效率和多元化经营的“折价观”提供了证据,同时也验证了市场化进程与内部资本市场的替代效应对公司现金持有水平和价值的影响。

本研究的政策启示在于,信息不对称与代理问题是解释公司现金持有水平和价值的重要理论,公

司多元化经营产生的内部资本市场在缓解融资约束的同时,也可能伴生着严重的代理问题,而转型经济的制度特征又是影响公司多元化经营的重要因素。公司在实施多元化经营战略选择的同时,应加强公司治理机制的完善,确保多元化公司伴生的内部资本市场充分发挥缓解融资约束和内部资本有效配置的作用,避免其异化为控股股东及其代理人转移资金的便利渠道;公司实施多元化经营战略应与外部资本市场的发展水平相协调,以更好地实现内部资本市场的协同和资本配置作用对不完善外部资本市场的替代效用,提高公司现金持有的价值。

## 参考文献:

- [1] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52

- (1):3-46.
- [2] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4):1777-1804.
- [3] Han S, Qiu J. Corporate precautionary cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(1):43-57.
- [4] Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to? [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5):1985-2021.
- [5] Acharya V V, Almeida H, Campello M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2007, 16(4):515-554.
- [6] Haushalter D, Klasa S, Maxwell W F. The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(3):797-825.
- [7] Fresard L. Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3):1097-1122.
- [8] Ozkan A, Ozkan N. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(9):2103-2134.
- [9] Guney Y, Ozkan A, Ozkan N. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2007, 17(1):45-60.
- [10] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1):111-133.
- [11] Ferreira M A, Vilela A S. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries [J]. *European Financial Management*, 2004, 10(2):295-319.
- [12] Mikkelsen W H, Partch M M. Do persistent large cash reserves hinder performance? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(2):275-294.
- [13] Pinkowitz L, Williamson R. What is the market value of a dollar of corporate cash? [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, 19(3):74-81.
- [14] Faulkender M, Wang R. Corporate financial policy and the value of cash [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4):1957-1990.
- [15] Denis D J, Sibilkov V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings [J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(1):247-269.
- [16] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2):323-329.
- [17] Myers S C, Rajan R G. The paradox of liquidity [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(3):733-771.
- [18] Harford J. Corporate cash reserves and acquisitions [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6):1969-1997.
- [19] Dittmar A, Mahrt-Smith J. Corporate governance and the value of cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3):599-634.
- [20] Harford J, Mansi S A, Maxwell W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3):535-555.
- [21] Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6):2725-2751.
- [22] Kalcheva I, Lins K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems [J]. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20(4):1087-1112.
- [23] Drobetz W, Grüninger M C, Hirschevogl S. Information asymmetry and the value of cash [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(9):2168-2184.
- [24] Frésard L, Salva C. The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(2):359-384.
- [25] Subramaniam V, Tang T T, Yue H, Zhou X. Firm structure and corporate cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3):759-773.
- [26] Duchin R. Cash holdings and corporate diversification [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3):955-992.
- [27] Tong Z. Firm diversification and the value of corporate cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3):741-758.
- [28] 袁淳, 刘思淼, 陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值 [J]. *中国工业经济*, 2010(4):141-150.  
Yuan Chun, Liu Simiao, Chen Yue. Control of large shareholder, diversification, and the value of cash holding [J]. *China Industrial Economics*, 2010(4):141-150. (in Chinese)
- [29] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程2009年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2010:6-7.  
Fan Gang, Wang Xiaolu, Zhu Hengpeng. NERI index of marketization of China's provinces 2009 report [M]. Beijing: Economic Science Press, 2010:6-7. (in Chinese)
- [30] Stulz R M. Managerial discretion and optimal finan-

- cing policies [ J ]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1): 3-27.
- [31] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources [ J ]. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 111-133.
- [32] Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment [ J ]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(3): 35-80.
- [33] Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment [ J ]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(6): 2537-2564.
- [34] 万良勇, 魏明海. 集团内部资本市场、银行债务与债权人保护: 来自中国上市公司的经验证据 [ J ]. *南方经济*, 2009(1): 54-63.  
Wan Liangyong, Wei Minghai. Internal capital markets in groups, bank loans and creditor protection [ J ]. *South China Journal of Economics*, 2009(1): 54-63. (in Chinese)
- [35] Stein J C. Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms [ J ]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(5): 1891-1921.
- [36] Lee K, Peng M W, Lee K. From diversification premium to diversification discount during institutional transitions [ J ]. *Journal of World Business*, 2008, 43(1): 47-65.
- [37] 朱武祥. 金融系统资源配置功能的有效性与企业多元化: 兼论企业集团多元化策略 [ J ]. *管理世界*, 2001(4): 137-144, 179.  
Zhu Wuxiang. Validity of resource allocation function in financial system and corporate diversification [ J ]. *Management World*, 2001(4): 137-144, 179. (in Chinese)
- [38] 郑国坚, 魏明海. 公司治理、公司治理与大股东的内部市场: 基于我国上市公司的实证研究 [ J ]. *中大管理研究*, 2007, 2(2): 1-21.  
Zheng Guojian, Wei Minghai. Public governance, corporate governance and large shareholder's internal markets [ J ]. *China Management Studies*, 2007, 2(2): 1-21. (in Chinese)
- [39] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值: 来自中国证券市场的经验证据 [ J ]. *经济研究*, 2005, 40(5): 40-51.  
Xia Lijun, Fang Yiqiang. Government control, institutional environment and firm value: Evidence from the Chinese securities market [ J ]. *Economic Research Journal*, 2005, 40(5): 40-51. (in Chinese)

## Marketization, Diversification and Corporate Cash Holdings

Yang Xingquan, Zeng Chunhua

School of Economics and Management, Shihezi University, Shihezi 832000, China

**Abstract:** Internal capital market and agency costs which are accompanied with diversification are the important factors for the company policy of cash holdings. The institution in transitional economy is the main background of diversification. Therefore, based on the marketization in China, the innovative research on the corporate cash holdings combined with diversification has an important theoretical and practical contribution. Based on the sample of listed companies from the year 2004 to the year 2009, by subsample analysis and multivariate regression analysis, this article tested the effects of diversification on the level and value of cash holdings in view of marketization. The results showed that the degree of diversification of listed companies was significantly and negatively correlated with the level and value of cash holdings. And the marketization intensifies the negative relation between the degree of diversification and the level and value of cash holdings. This study not only helps to recognize behaviors of cash holdings of companies that implement diversification, but also helps to evaluate the benefits and costs of diversification according to the level and value of cash holdings. In addition, it helps to realize the interaction between the marketization and the internal capital market.

**Keywords:** marketization; diversification; level of cash holdings; value of cash holdings; internal capital market

**Received Date:** April 20<sup>th</sup>, 2012      **Accepted Date:** July 30<sup>th</sup>, 2012

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China (70962005), the National Social Science Foundation of China (11XGL002), the Program for New Century Excellent Talents in University of Ministry of Education (NCET-08-0919), the Ministry of Education, Humanities and Social Sciences Planning Fund (09YJA630103, 09XJC630014) and the Key Research Base Construction Projects of Xinjiang Uygur Autonomous Region Ordinary High School Humanities and Social Science (XJEDU020112A01)

**Biography:** Dr. Yang Xingquan, a Gansu Gulang native (1969 - ), graduated from Zhongnan University of Economics and Law and is a professor and Ph. D. advisor in the School of Economics and Management at Shihezi University. His research interests include corporate finance and corporate governance, etc. E-mail: xqy928@163.com

□