



?

1 2 2 2 2

(1. , 211815;2. , 100083)

2011—2020

,

,

。

2023 - 03 - 08

(72103110)

(1981— ), , (1992— ), , ; E-mail: wang-zhw@pbcfsf.tsinghua.edu.cn; (1997— ), , ; (1992— ), ,

, :

?

, ○ ,

,

,

,

,

○

,

[4]

○

,

,

:

,

○

,

,

[5]

○

,

○

,

,

[2]

;

“

”

“

”

,

,

“

”

,

[6-7]

○

,

”

“ — / / —

[23-24]

[25]

[26]

[27]

[28]

0 # !

， ； ？

， ；(1) ①；(2)  
 ST、\*ST、PT ；(3) 5  
 ；(4) 1 ；(5)  
 ， 1% 99% 18025 -  
 。 、《 》 《  
 (2011—2020)》。

$$CashH_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{j,t-1} + \sum \alpha_k Control_{kit} + \gamma GDP_t + \delta_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1) ，  $CashH_{it}$   $i$   $t$   
 ；  $DF_{j,t-1}$   
 ，  $i$   $j$   $t-1$

$Control_{kit}$   
 (Size)、 (Growth)、 (Age)、  
 (NWC)、 (IsDiv)、 (Capex)、  
 (BM) (Top1)。

[39]

，  $GDP_t$   $i$   $j$   $t$   
 ； ， (1)  
 。

1。

， 2。 ( $CashH$ )

0.268, 0.019, 1.634,  
 0.276,  
 (DF) 5.221, 3.916, 5.732,  
 0.422,

$CashH$	(	+	) / (	-
$DF$				
$CFO$			/	
$Lev$	/			
$Debt$	(	+	) /	
$Size$				
$Growth$				
$Age$		1		
$NWC$	(	-	) /	
$IsDiv$		1,	0	
$Capex$	(	+	+	
	) /			
$BM$	/			
$Top1$				
$GDP$				

$CashH$	18025	0.268	0.276	0.019	0.178	1.634
$DF$	18025	5.221	0.422	3.916	5.341	5.732
$CFO$	18025	0.065	0.088	-0.165	0.058	0.365
$Lev$	18025	0.423	0.199	0.055	0.419	0.857
$Debt$	18025	0.280	0.220	0.000	0.271	0.786
$Size$	18025	22.374	1.298	20.062	22.191	26.368
$Growth$	18025	0.151	0.363	-0.528	0.094	2.168
$Age$	18025	2.881	0.333	1.792	2.944	3.497
$NWC$	18025	0.053	0.235	-0.578	0.053	0.607
$Top1$	18025	34.267	14.848	8.448	32.190	74.820
$Capex$	18025	0.046	0.043	0.000	0.033	0.208
$BM$	18025	0.341	0.155	0.070	0.317	0.787
$IsDiv$	18025	0.781	0.413	0.000	1.000	1.000
$GDP$	18025	11.446	0.487	10.087	11.546	12.223

(1) (2)。 (1) ， 0.408, 1% ， (2)

0.326, 1%

①

	(1) <i>CashH</i>	(2) <i>CashH</i>
<i>DF</i>	0.408 *** (0.061)	0.326 *** (0.060)
<i>Size</i>		-0.053 *** (0.009)
<i>Growth</i>		-0.009 * (0.005)
<i>A</i>		

, : ?

(1)

5 (5) ○

5 ,

) ○

1.

(1)

,

○

、Moser Voena [39-40],

“ × ” “ × ”

,

6 (1) ○

2.

,

○

,

○ [41],

, 1984 ( )

( ) (IV1) ○

,

;

, 1984 ,

, IV1 ○

1984 (IV2) ○ 6

(2) (3) (IV1) , (4) (5)

(IV2)

6 (1) ,

0

	(1) <i>CashH</i>	(2) <i>DF</i>	(3) <i>CashH</i>	(4) <i>DF</i>	(5) <i>CashH</i>
<i>DF</i>	0.193 ** (0.078)		0.723 *** (0.215)		0.779 *** (0.223)
<i>IV1</i>		-0.000 *** (0.000)			
<i>IV2</i>				-0.000 *** (0.000)	
<i>CV</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind × Year</i>	YES				
<i>Pro × Year</i>	YES				
<i>KPF P-val</i>			0.0000		0.0000
<i>N</i>	17981	15069	15069	15069	15069
<i>R-square</i>	0.661	0.994	0.105	0.994	0.104

0  
 [43], ( + (CFO), (Lev); )/  
 . (1)

	(1) <i>CashH</i>	(2) <i>CFO</i>	(3) <i>CashH</i>	(4) <i>Lev</i>	(5) <i>CashH</i>	(6) <i>Debt</i>	(7) <i>CashH</i>
<i>DF</i>	0.326 *** (0.060)	0.095 *** (0.018)	0.259 *** (0.056)	-0.038 * (0.020)	0.292 *** (0.057)	-0.107 *** (0.040)	0.281 *** (0.057)
<i>CFO</i>			0.705 *** (0.039)				
<i>Lev</i>					-0.901 *** (0.045)		
<i>Debt</i>							-0.302 *** (0.020)
<i>CV</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ratio</i>		19.8%		10.1%		10.3%	
<i>SOBEL</i>		4.213		1.6			



- [27] , , . — 、 [J]. ,2020(5):52-66.
- [18] Demertzis M, Merler S, Wolff G B. Capital markets union and the fintech opportunity[J]. Journal of Financial Regulation, 2018, 4(1):157-165.
- [19] , . [J]. ,2020(6):114-132.
- [20] , , . —“ ” [J]. ,2021(4):138-155.
- [21] . [J]. ,2020(10):65-75.
- [22] . — [J]. ,2022(4):69-80.
- [23] , . — “ ” [J]. ,2018(8):97-115.
- [24] , . — [J]. ,2020(7):123-139.
- [25] , . [J]. ,2021(10):82-99.
- [26] , . — [J]. ,2018(11):47-67.
- [27] , . [J]. ,2020(8):65-79.
- [28] , , , . : [J]. ,2020(11):48-63.
- [29] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4):1777-1804.
- [30] , . : [J]. ( ),2018(4):1489-1502.
- [31] , . — [J]. ,2022(12):86-96+108.
- [32] , . [J]. ( ),2020(6):191-202.
- [33] Al-Najjar B, Belghitar Y. Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis[J]. Managerial and Decision Economics, 2011, 32(4):231-241.
- [34] , . ? [J]. ,2019(2):120-130.
- [35] , , . [J]. ,2022(2)