

# 中国保险公司现金持有量的影响因素分析

赵桂芹

**摘要:** 利用 2001 - 2003 年中国保险公司的公开数据,探讨中国保险公司现金持有比率的影响因素,研究发现:对非寿险公司而言,资产负债率、非投资性资产比率、组织形式对现金持有比率有显著的负向影响;流动性资产比率与成员身份对现金持有比率存在显著的正向影响;公司规模、承保能力比率、赔付率、经营地域对非寿险公司的现金持有比率影响不显著,因此保险公司还需要进一步加强现金管理工作。对寿险公司的相关实证结果与非寿险公司类似,不同之处在于组织形式、成员身份对寿险公司的现金持有比率影响均不显著。

**关键词:** 现金持有量 代理理论 机会成本

## 一、引言

在保险公司的承保活动中,一般是以现金的形式收取保费和支付理赔,因此保险公司需要持有一定的现金以备运用。此外,保险公司对保单持有人负有履行保单责任的义务,因此在资产投资上也非常重视收益性,以保证其支付赔款给付的能力。现金是公司中最具有流动性的资产,也是收益性最低的资产。因此,现金持有量的多少对保险公司的经营非常重要,会影响到整体的财务稳定性。在有关现金持有量的决策上,一方面保险公司可以选择持有大量现金的策略,这为公司经营提供了很大的灵活性,但同时这种灵活性被持有现金带来的机会成本部分抵消。另一方面,保险公司可以选择持有少量的现金,但当公司因缺乏必要的现金不能应付日常业务开支所需、必须卖出其他资产以支付债务时,则给公司带来了交易成本。因此,保险公司必须确定一个最佳的现金持有水平,这就需要探讨影响保险公司现金持有量的可能因素,使保险公司在持有日常经营所需现金的同时又避免过多的闲置资金浪费。

本文在以下几个方面区别于以前的研究:第一,由于以前的有关现金持有量的实证研究主要是针对非金融业的,因此对保险公司(包括寿险公司和非寿险公司)现金持有量的研究有助于评价以前的研究成果是否适合于保险公司。并且,国内目前还没有见到分析保险公司现金持有量决定因素的文献(本

文的现金实际上是现金和银行存款之和。虽然称为现金持有量,实际上是现金持有比率的概念,以下不再进行说明),这方面的研究还是空白。第二,保险行业本身的特点,如业务性质、赔付率、组织形式等,可能对公司现金持有量的决策有显著的影响。另外,保险公司投资组合的其他方面,如非投资性资产所占比率对现金持有量也会产生影响。

## 二、文献回顾

国外已经有很多学者研究影响公司现金持有量的因素。较早的文献有 Baumol (1952)、Meltzer (1963)、Frazer (1964) 以及 Kim 等 (1998),近几年有 Opler 等 (1999)、Colquitt 等 (1999)、Ozkan 与 Ozkan (2002)、Faulkender (2002)、Ganey 等 (2003),等等。胡国柳、黄景贵 (2005) 曾经对此作过一个精彩的文献综述。但上述文献的研究,除了 Colquitt 等 (1999) 以美国产险公司为研究对象外,其余都不针对保险业。下面仅对与本研究有关的文献作一个简单的综述。

Spellman 等 (1975) 曾针对保险公司的现金余额决策作了探讨,认为保险公司最合适的现金持有量,是使持有现金的成本达到最小的数额。而持有现金的成本包括:因持有现金而不能投资收益性资产所导致的机会成本或流动性成本,以及因现金不足而导致的借贷或不能立即付现的成本。研究结果发现,最合适现金持有量的相对大小和预期纯保费及收益与借贷的相对利率有关。Colquitt 等 (1999) 以 1993 - 1995 年美国的产险公司为研究对象,通过普

通回归模型和双向随机效应模型,探讨影响产险公司现金持有量的因素。该文假设可能的影响因素为:(1)保险公司、股东与保单持有人之间的代理关系;(2)保险公司从其他来源取得现金的能力;(3)保险公司的经营特性;(4)保险公司非现金资产的构成比率。实证发现,由于规模较大的公司在现金交易上存在规模经济,因此现金持有量较少;较易进入资本市场筹资且属于集团成员的公司,其现金持有比率相对较少;现金流量不确定性越高的公司,其现金持有需求也相对较高,股份制公司比相互保险公司持有相对较高的现金。

国内,胡国柳、黄景贵(2005)对现金持有模型作了一个文献综述,但没有区分金融和非金融业;张人骥、刘春江(2005)则运用2000年的上市公司样本研究股东保护与现金持有量之间的关系,发现上市公司现金持有量差异较大,股权结构影响下的股东保护与现金持有量具有负的线性相关性,资产负债率、公司规模与现金持有量负相关。但其研究样本并不包括金融业。因此本文针对保险公司研究现金持有量的影响因素。

### 三、样本、变量选择和研究假设

#### (一) 样本来源

样本针对2001-2003年中国保险市场上所有的保险公司,各变量的数据分别来源于《中国金融年鉴》(2002-2004)和《中国保险年鉴》(2002-2004)。由于统计口径的不同,某些数据在《中国金融年鉴》和《中国保险年鉴》上有所不同,在这种情况下本文采用《中国保险年鉴》公布的数据。对一些新开业公司或者首次在《中国保险年鉴》上公布财务数据的公司,由于相关变量的资料不完整,从其他公开资料上也无法查到相关数据,只能将其排除在样本之外。这样,具备完整数据的非寿险公司的样本共有58个,寿险公司的样本有44个。

#### (二) 变量定义

##### 1. 现金持有比率(Cashhold)

本文所界定的现金包括现金和银行存款。为消除规模的影响,我们用保险公司的总资产作为分母对现金持有量进行标准化,定义为  $Cashhold = (\text{现金} + \text{银行存款}) / \text{总资产}$

##### 2. 资产负债率(Leverage)

资产负债率反映公司负债占资产总额的比率,衡量保险公司利用债权人提供的资金进行生产经营活动的能力,同时反映债权人为企业提供资金的安全程度。资产负债率也是影响现金持有的重要因素,如果负债很少,在需要现金时可以很容易通过借款等方式来获得融资;而如果负债已经很高,财务风险相当大,进一步融资的难度和成本大大增加,故倾

向持有较多的现金,所以符号为正;但根据代理理论,负债比率越高,外部监督程度越高,故倾向持有较少的现金,符号为负。因此,我们提出第一个研究假设:

$H_1$ : 资产负债率与现金持有之间的关系不确定。

##### 3. 非投资性资产的比率(Noninvest)

非投资性资产在公司资产中属于流动性最小的资产,持有非投资性资产比率越高,流动性水平相对越低,因此保险公司会相对持有较多的现金以维持一定的流动性。一般非投资性资产包括应收保费、应摊回再保赔款、应收收益和其他应收款等,但由于样本中相关数据缺失太多,本文用总资产 - 固定资产 - 长期投资 - 现金 - 银行存款 - 短期投资近似表示非投资性资产。非投资性资产比率定义为  $\frac{\text{非投资性资产}}{\text{总资产}}$ ,从而提出本文的第二个研究假设:

$H_2$ : 非投资性资产比率与现金持有比率正相关。

##### 4. 承保能力比率(Solvency)

承保能力比率定义为保费收入与公司净值之比。该变量衡量的是保险公司可承保业务的规模,由于公司净值是保单持有人最后的保障,若保费收入与投资收入不足以支付赔款时,净值将用以补偿其差额,因此,承保能力比率关系到保险人的偿付能力,该比率越低表明偿付能力越高。偿付能力越高,保险公司因没有后顾之忧会倾向于持有较少的现金,将资金投资于收益性高的资产上,即承保能力比率与现金持有量呈正向相关关系。因此提出第三个研究假设:

$H_3$ : 承保能力比率与现金持有比率正相关。

##### 5. 公司规模(Size)

Kim等(1998)认为大规模公司对外融资成本较低,因此流动性资产的持有水平较低。Vogel与Maddala(1967)、Opler等(1999)以及张人骥等(2005)也曾提出过类似的论断。此外,Colquitt等(1999)在产险公司的实证研究中,发现大规模公司比小规模公司的现金持有水平低,与先前非金融公司的实证结果相一致。但根据代理理论,公司的管理者可能会牺牲股东的利益,过量持有现金以追求自身的利益。因为管理者持有现金不仅可以规避风险,避免来自市场方面的各种限制,而且,管理者持有大量现金,也使得其追逐个人目标具有更大的机动灵活性,如果从资本市场上融资,必然存在诸多束缚,而现金类似于自由现金流,管理者可以随心所欲地运用。代理理论预期公司规模越大,公司现金持有比率越高。此外,根据融资啄食顺序理论,大规模公司属于比较成功的企业,故持有较多的现金。综合以上观点,保险公司现金持有与资产规模之间会产生不一致的理论差异,我们用资产总额的对数表示一个公

司的规模,提出第四个假设:

H<sub>4</sub>:公司规模与现金持有比率之间的关系不确定。

#### 6. 赔付率(Losspaid)

Outreville(1988)指出,产险公司支出的平均量是影响现金需求的重要因素,但并未提到其影响为正还是为负。一般而言,保险公司的支出较大时,保险公司将持有较多的现金予以应对,而赔付率是保险公司支出的主要指标。平均而言,当年赔付率高的公司,其现金持有量也将相对高于赔付率低的公司。因此提出第五个假设:

H<sub>5</sub>:赔付率与现金持有比率正相关。

#### 7. 流动资产比率(Liquidity)

保险公司如果暂时现金短缺,可以考虑把应收账款等流动资产进行贴现。流动资产越多,潜在的获得现金的能力也就越强,即使目前现金持有较少,风险也在可承受范围之内。我们用流动资产占总资产的比率来衡量现金持有比率的替代性,因此提出第六个假设:

H<sub>6</sub>:流动资产比率与现金持有比率负相关。

#### 8. 组织形式(Organization)

很多文献从代理理论出发,探讨保险公司所有权与经营权的分离程度对保险公司现金持有量的影响,公司组织形式可以反映保险所有权与经营权的分离程度。中国保险公司的组织形式,可以简单分为外资独资、中外合资、中资股份有限公司和国有独资公司四种类型。根据代理理论,不同组织形式下的公司其代理成本也有所不同。当股东利益不同于债权人利益,或不同的债权人可能有不同利益时,债务代理成本就发生了。而当股东利益和经理人利益

存在冲突时,就产生了管理者操控性代理成本。代理冲突对组织形式和现金持有比率之间的影响是不确定的。一方面,经理人希望持有超过最优水平的现金,以更加灵活地从事自己所希望的经营活动;另一方面,由于机会成本的存在,股东希望减小过量现金的持有。考虑到目前中国保险市场的竞争现状以及保险公司经营的高负债特点,本文将组织形式变量视为一个虚拟变量,该变量的具体定义见表1,提出假设七:

H<sub>7</sub>:组织形式与现金持有比率的关系不确定。

#### 9. 公司成员身份(Group)

具有金融控股模式的大型保险集团,可以通过一系列的内部关联交易,发挥协同效应,实现优势互补,提高资源的配置效率。因此我们预期保险集团下的保险子公司,在面临暂时的资金短缺时,由于可以从母公司或其他集团子公司得到支持,倾向于持有较低水平的现金。我们将保险公司的成员身份作为一个虚拟变量,提出第八个假设:

H<sub>8</sub>:公司成员身份与现金持有比率负相关。

#### 10. 经营地域(Area)

由于在样本期间,中国保险市场还没有完全对外资开放,即使对中资公司,也还有经营地域的限制。受经营地域和业务范围的限制,区域性公司不需要持有太多的现金,而一些全国性的保险公司,由于业务规模较大,需要持有较多的现金。因此我们同样将保险公司的经营地域作为一个虚拟变量,提出第九个假设:

H<sub>9</sub>:经营地域与现金持有比率正相关。

现将上述研究假设和变量定义综合整理于表1。

表1 变量名称、定义及其与现金持有量的关系

变量名	变量名称	变量定义	预期影响符号
<b>被解释变量</b>			
现金持有比率	Cashhold	(现金+银行存款)/总资产	
<b>解释变量</b>			
资产负债率	Leverage	总负债/总资产	未知
非投资性资产占总资产的比率	Noninvest	非投资性资产/总资产	+
承保能力比率	Solvency	保费收入/公司净值	+
公司规模	Size	总资产的自然对数	未知
简单赔付率	Losspaid	赔款支出占保费收入的比率	+
流动资产比率	Liquidity	流动资产/总资产	-
组织形式	Organization	若为外资公司,则取1;若为中外合资公司,则取2;若为中资股份制公司,则取3;若为国内国有公司,则取4	未知
成员身份	Group	若为保险集团下的子公司,则取1,其他取0	-
经营地域	Area	若为全国性公司,则取1,其他取0	+

## 四、实证检验分析

### (一) 描述性统计分析

首先对中国现金持有比率进行描述性统计分析

(见表2、3)。中国的保险法以及目前的相关法律法规并没有对保险公司的现金持有量做出限制,因此现金持有量占总资产的比率相差非常悬殊。非寿险公司的现金持有比率普遍高于寿险公司,这与预期

相符,因为非寿险公司的资产投资中流动性相对寿险公司要重要得多。若将保险公司分成内资公司和外资公司来看,可以看出内资公司的现金持有比率小于外资公司。

表2 非寿险公司样本的描述性统计

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	相关系数
Cashhold	0.4364	0.2461	0.4224	0.0262	0.9794	-
Leverage	0.4607	0.2365	0.4349	0.0664	0.8502	-0.52932
Noninvest	0.4005	0.2003	0.4082	0.0157	0.9138	-0.64063
Solvency	1.3392	1.6557	0.5727	0.0344	6.5463	-0.3904
Size	6.2712	1.8978	5.7068	3.0067	11.171	-0.61877
Losspaid	0.2829	0.1645	0.2832	0.0033	0.6174	-0.52744
Liquidity	0.7112	0.1934	0.692	0.2488	0.9964	0.56336
Organization	1.9655	1.1542	1	1	4	-0.70132
Group	0.6552	0.4795	1	0	1	0.63797
Area	0.1724	0.381	0	0	1	-0.44222

注:相关系数是指该解释变量与被解释变量(现金持有比率)的 Pearson 相关系数。

表3 寿险公司样本的描述性统计

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	相关系数
Cashhold	0.4286	0.1468	0.4196	0.1542	0.7696	-
Leverage	0.5617	0.3044	0.6426	0.0392	0.974	-0.4783
Noninvest	0.3355	0.1246	0.3066	0.1181	0.6647	-0.4006
Solvency	2.9165	4.0086	1.0942	0.021	16.54	-0.1139
Size	7.0527	2.2612	6.2046	4.804	13.03	-0.1378
Losspaid	0.0224	0.0283	0.0143	0.0011	0.1788	-0.2962
Liquidity	0.6086	0.117	0.5931	0.3537	0.8336	0.6117
Organization	2.2093	0.7733	2	1	4	-0.2964
Group	0.8372	0.3735	1	0	1	0.1197
Area	0.2791	0.4539	0	0	1	-0.1897

注:相关系数是指该解释变量与被解释变量(现金持有比率)的 Pearson 相关系数。

由于非寿险公司和寿险公司在业务性质上有很多不同之处,非寿险公司以短期业务为主,而寿险公司主要以长期业务为主,非寿险公司相对寿险公司更加重视资金运用的流动性,寿险公司中现金和银行存款比率一般低于非寿险公司。因此本文分别对寿险公司和非寿险公司中影响保险公司现金持有量的因素进行深入探讨,以了解保险公司经营特性和现金持有量之间的关系,为保险公司的现金管理工作提供一些借鉴。

现金持有量因保险公司不同而不同,比如,在本文的样本中,现金持有量占总资产的比例从 0.0262 到 0.9794。对极端值的公司进行分析没有发现这些公司有什么异常的特征。这种不同可能来自多方面的原因,比如保险公司管理层、股东和保单持有人之间的代理冲突,保险公司从其他地方获取现金的能力,保险公司经营的性质,保险公司非现金资产的比率构成等。

## (二) 实证检验与结果分析

由于三个虚拟变量之间的相关性非常强,统一放在一个模型中容易造成回归系数的扭曲,本文设计了 4 个回归模型检验保险公司现金持有比率和影

响保险公司现金持有比率的变量之间的关系。

$$\text{Cashhold} = \beta_0 + \beta_1 \text{Leverage} + \beta_2 \text{Noninvest} + \beta_3 \text{Solvency} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Losspaid} + \beta_6 \text{Liquidity} + \beta_7 \text{Organization} + \dots \quad (1)$$

$$\text{Cashhold} = \beta_0 + \beta_1 \text{Leverage} + \beta_2 \text{Noninvest} + \beta_3 \text{Solvency} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Losspaid} + \beta_6 \text{Liquidity} + \beta_7 \text{Group} + \dots \quad (2)$$

$$\text{Cashhold} = \beta_0 + \beta_1 \text{Leverage} + \beta_2 \text{Noninvest} + \beta_3 \text{Solvency} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Losspaid} + \beta_6 \text{Liquidity} + \beta_7 \text{Area} + \dots \quad (3)$$

表 4 和表 5 分别列出了非寿险公司和寿险公司的回归分析结果。其中 Regression (4) 是将上述所有变量作为自变量,采用多元回归分析中比较成熟的变量选择方法——逐步回归法得到的回归结果,该方法能够较好地处理共线性问题。

表4 非寿险公司样本的横截面回归结果

变量	预期符号	Regression (1)	Regression (2)	Regression (3)	Regression (4)
常数项		0.5276 *** ( $<0.0001$ )	0.4944 *** ( $<0.0001$ )	0.56963 *** ( $<0.0001$ )	0.4834 *** ( $<0.0001$ )
Leverage	未知	-0.1848 * (0.06)	-0.2182 ** (0.0484)	-0.23104 ** (0.0292)	-0.177 ** (0.0197)
Noninvest	+	-0.6959 *** ( $<0.0001$ )	-0.7045 *** ( $<0.0001$ )	-0.7289 *** ( $<0.0001$ )	-0.704 *** ( $<0.0001$ )
Solvency	+	0.0118 (0.2373)	0.0048 (0.6271)	0.00974 (0.3533)	
Size	未知	-0.0084 (0.5293)	-0.0243 * (0.0581)	-0.02346 (0.1899)	
Losspaid	+	-0.0512 (0.5907)	-0.0757 (0.3917)	-0.15171 (0.1004)	
Liquidity	-	0.5901 *** ( $<0.0001$ )	0.5446 *** ( $<0.0001$ )	0.61617 *** ( $<0.0001$ )	0.5965 *** ( $<0.0001$ )
Organization	未知	-0.0486 ** (0.0207)			-0.055 *** (0.0015)
Group	-		0.0891 *** (0.0067)		
Area	+			0.02225 (0.6744)	
调整 - R <sup>2</sup>		0.8922	0.8965	0.8803	0.9018
F 值		171.15 *** (0.0001)	166.39 *** (0.0001)	164.79 *** (0.0001)	312.62 *** (0.0001)

注:括号内为对应的 p 值,\*\*\*表示该参数估计在 0.01 的显著性水平下显著,\*\*表示该参数估计在 0.05 的显著性水平下显著,\*表示该参数估计在 0.1 的显著性水平下显著。

具体考察表 4 中各个回归方程的拟合优度和 F 值,我们发现,回归方程的拟合优度都在 0.88 以上,说明拟合程度相当好;F 值也相当大,显著性水平都在 1% 以内,说明回归方程的变量选择比较合适,整体被拟合的情况比较理想。

由表 4 中的 Regression (1)、Regression (2)、Regression (3) 可以看出,两个虚拟变量——组织形式和成员身份对非寿险公司的现金持有比率在 0.05 的显著性水平下均有显著的影响,而经营地域对非

寿险公司的现金持有比率的影响尽管为正,但不显著。组织形式为正向影响,说明外资公司相对内资公司持有较高的现金水平,原因在于,一方面样本期间正是中国保险市场逐渐开放的阶段,外资保险公司进入中国的时间还都不长,随时准备寻找新的投资机会,抢占市场份额,因此相对持有较高的现金比率,大部分在70%~90%之间。另一方面,我们所设定的变量现金持有比率中包含了银行存款,外资保险公司在资金运用上几乎都投向了银行存款,而没有运用到其他的投资渠道。一般来说,处于扩张期的新兴公司,则会造成一段时期内大规模的现金流出,往往此时会给公司的现金流量造成较大的压力,因此它们宁可持有较高的现金水平,我们的实证结果还是可信的。但成员身份变量的影响符号与我们的预期不符,说明保险集团对其下属的保险公司的财务管理并没有发挥影响。

对非寿险公司而言,资产负债率和现金持有比率之间负相关,负债率越高的非寿险公司,其现金持有比率越低,这与Colquitt等(1999)、Opler等(1999)、张人骥等(2005)的结论一致。我们比较倾向于Colquitt等(1999)的观点,高负债公司现金持有比率较少的原因可能来自于这些负债产生的交易成本,高负债比率可能反映了近期较差的经营绩效,保险公司无法在维持必要的负债支付的同时又能持有较高的现金比率。

非投资性资产比率对现金持有比率的影响显著为负,这与我们的预期不符,说明中国保险公司还需要良好的现金管理决策。

承保能力比率和赔付率对现金持有比率的影响并不显著,说明目前中国非寿险公司还没有从偿付能力和现金流量的角度进行现金管理。

公司规模在三个回归模型中符号均为负,仅在Regression(2)中显著,而在Regression(1)和Regression(3)中并不显著,这可能是由于公司规模和组织形式、经营地域之间的共线性引起的,考察二者之间的相关系数,发现分别高达0.8338和0.8027(见附表1)。公司规模对现金持有比率的负向影响,说明现金管理具有规模经济效应,大公司的现金持有比率相对较低。

流动性资产比率也与现金持有比率正相关,这是可以理解的,因为样本中中国非寿险公司中现金和银行存款占保险公司流动资产的比率在60%左右,流动资产比率越高的保险公司,其现金持有比率也就越高。流动性资产中的非现金和银行存款部分目前还无法发挥现金的替代作用。

对寿险公司而言,各个回归方程的拟合优度都在0.78以上,低于非寿险公司,但拟合程度还是可以接受的(见表5)。

寿险公司和非寿险公司的实证结果类似,区别在于组织形式、成员身份变量在此处均不显著。寿险保单不同于产险保单,属于长期性合同,因此影响寿险公司持有现金的因素自然异于产险公司。而且,由于中国保险市场开放政策的限制,外资进入寿险市场大多采用了组建合资寿险公司的形式,而进入非寿险市场无一例外采用了组建独资保险公司的形式。

表5 寿险公司样本的横截面回归结果

变量	预期符号	Regression (1)	Regression (2)	Regression (3)	Regression (4)
常数项		0.3696 *** ( $<0.0001$ )	0.5257 *** (0.0002)	0.4317 *** (0.0001)	0.33292 *** ( $<0.0001$ )
Leverage	未知	-0.232 *** (0.0005)	-0.247 *** (0.0004)	-0.226 *** (0.0009)	-0.22466 *** ( $<0.0001$ )
Noninvest	+	-0.624 *** ( $<0.0001$ )	-0.739 *** ( $<0.0001$ )	-0.711 *** ( $<0.0001$ )	-0.67037 *** ( $<0.0001$ )
Solvency	+	0.0051 (0.3752)	0.0092 (0.1289)	0.007 (0.2309)	
Size	未知	0.0062 (0.7144)	-0.021 * (0.0723)	-0.022 (0.1326)	
Losspaid	+	0.305 (0.4803)	0.4404 (0.307)	0.4132 (0.3456)	
Liquidity	-	0.7319 *** ( $<0.0001$ )	0.7363 *** ( $<0.0001$ )	0.7785 *** ( $<0.0001$ )	0.73414 *** ( $<0.0001$ )
Organization	未知	-0.051 (0.1292)			
Group	-		-0.055 (0.179)	-	
Area	+			0.0388 (0.4528)	
调整-R <sup>2</sup>		0.7985	0.7956	0.7881	0.8087
F值		109.85 *** ( $<0.0001$ )	78.00 *** ( $<0.0001$ )	76.23 *** ( $<0.0001$ )	118.07 *** ( $<0.0001$ )

注:括号内为对应的p值,\*\*\*表示该参数估计在0.01的显著性水平下显著,\*\*表示该参数估计在0.05的显著性水平下显著,\*表示该参数估计在0.1的显著性水平下显著。

## 五、结论及进一步研究的方向

为保证保险公司的资产流动性,现金和银行存款是一种很重要的投资方式,能够保证保险公司随机的保险给付和赔偿。但从各国的资产构成来看,现金和银行存款在总资产中的比例一般低于18%,而中国却在0.43左右,相对较高。由于目前中国保险公司资金运用的风险控制能力和水平还相对较低,金融市场本身还不完善,特别是资本市场体系不健全,投资品种少,存在一些深层次问题和结构性矛盾。加上监管当局对保险公司实行比较严格的投资限制,影响了保险资金投资渠道的多元化进程,而且由于保险可运用资金大部分是“负债”资产,为保证安全性,很多保险公司不得不把现金和银行存款作为保险资金应用的主要方式。

但是,在根据保险公司的经营特性分析其现金

持有比率的影响因素时,本文发现,公司规模、承保能力比率、赔付率、经营地域对非寿险公司的现金持有比率的影响不显著。以简单赔付率为例,赔款支出较多的公司并没有持有较高的现金持有量,赔款支出较少的公司却持有较高的现金持有量,这可能导致支出较多的公司会发生流动性风险,而支出较少的公司会因资金闲置而减少获利性;现金管理的规模经济效应并不显著,因此保险公司应加强这方面的现金管理工作。另外,我们还发现,资产负债率、非投资性资产比率、组织形式对现金持有比率有显著的负向影响,流动资产比率对现金持有比率存在显著的正向影响。但是,非投资性资产比率、流动资产比率、成员身份的影响符号却与我们的预期不符,也与国外的大多数实证结果不相符合,具体原因还需要进一步探索。对寿险公司的相关实证结果与非寿险公司类似,不同之处在于组织形式、成员身份对寿险公司的现金持有比率影响均不显著。

由于目前保险公司公开化的资料还比较少,本文只能以公开数据进行实证分析,可能遗漏了真正重要的影响因素,如投资机会,因为当保险公司有较多的投资机会时,公司倾向持有较多的现金,以便不需对外融资就能投资,投资机会越多的公司,现金持有量也应越大。由于对保险公司难以找到类似的替代变量,所以本文没有将该变量设置在内。另外,股东保护程度、股权结构、资产投资组合的波动性、各险种的存续期间、准备金比率、非寿险公司的再保险比率、寿险公司的退保率等也是重要的影响变量。限于数据的可得性,本研究目前无法将其包含进去。

此外,本文是以静态观点来探讨公司现金持有的问题,只可看出影响公司现金持有的因素,但无法了解保险公司的实际现金持有比率,是否会存在向目标现金持有比率调整的情况。因此,还可以建立动态现金持有模型,从而捕捉现金持有比率向目标水平调整的速度。

附表 1 非寿险公司回归中自变量的相关系数表

	Leverage	Noninvest	Solvency	Size	LossPaid	Liquidity	Organization	Group	Area
Leverage	1	0.1283 (0.3371)	0.7239 ( $<0.0001$ )	0.8493 ( $<0.0001$ )	0.4388 ( $<0.0006$ )	0.1674 (0.2092)	0.7819 ( $<0.0001$ )	-0.58 ( $<0.0001$ )	0.59 ( $<0.0001$ )
Noninvest	0.1283 (0.3371)	1	0.0455 (0.7346)	0.1523 (0.2538)	-0.21 (0.1143)	0.2854 (0.0299)	0.259 (0.0496)	-0.201 (0.1301)	0.0987 (0.4612)
Solvency	0.7239 ( $<0.0001$ )	0.0455 (0.7346)	1	0.7235 ( $<0.0001$ )	0.6376 ( $<0.0001$ )	0.0007 (0.996)	0.6536 ( $<0.0001$ )	-0.343 (0.0083)	0.5531 ( $<0.0001$ )
Size	0.8493 ( $<0.0001$ )	0.1523 (0.2538)	0.7235 ( $<0.0001$ )	1	0.6833 ( $<0.0001$ )	-0.014 (0.9148)	0.8338 ( $<0.0001$ )	-0.515 ( $<0.0001$ )	0.8027 ( $<0.0001$ )
LossPaid	0.4388 (0.0006)	-0.21 (0.1143)	0.6376 ( $<0.0001$ )	0.6833 ( $<0.0001$ )	1	-0.147 (0.2715)	0.4778 (0.0001)	-0.126 (0.3473)	0.6323 ( $<0.0001$ )
Liquidity	0.1674 (0.2092)	0.2854 (0.0299)	0.0007 (0.996)	-0.014 (0.9148)	-0.147 (0.2715)	1	0.0671 (0.6166)	0.0008 (0.9953)	-0.02 (0.8812)
Organization	0.7819 ( $<0.0001$ )	0.259 (0.0496)	0.6536 ( $<0.0001$ )	0.8338 ( $<0.0001$ )	0.4778 (0.0001)	0.06713 (0.6166)	1	-0.814 ( $<0.0001$ )	0.5324 ( $<0.0001$ )
Group	-0.58 ( $<0.0001$ )	-0.201 (0.1301)	-0.343 (0.0083)	-0.515 ( $<0.0001$ )	-0.126 (0.3473)	0.0008 (0.9953)	-0.814 ( $<0.0001$ )	1	-0.149 (0.2643)
Area	0.59 ( $<0.0001$ )	0.0987 (0.4612)	0.5531 ( $<0.0001$ )	0.8027 ( $<0.0001$ )	0.6323 ( $<0.0001$ )	-0.02 (0.8812)	0.5324 ( $<0.0001$ )	-0.149 (0.2643)	1

注:括号为对应的 p 值。

### 参考文献:

1. 胡国柳、黄景贵:《现金持有理论模型评介》,载《经济动态》,2005(6)。
2. 张人骥、刘春江:《股权结构、股东保护与上市公司现金持有量》,载《财贸经济》,2005(2)。
3. Colquitt, L. L.; Sommer, D. W. and Godwin, N. H., 1999. "Determinants of Cash Holdings by Property - Liability Insurers." *Journal of Risk and Insurance*, 66, pp. 401 - 415.
4. Faulkendor, M. W., 2002. "Cash Holdings Among Small Businesses." Washington University, SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.
5. Ferreira, M. A. and Vilela, A., 2003. "Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries." *European Financial Management*, 10, pp. 295 - 319.
6. Guney, Y.; Ozkan, A. and Ozkan, N., 2003. "Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings." SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.
7. Kim, Chang - Soo; Mauer, D. C. and Sherman, A. E., 1998. "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence."

- Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33 pp. 335 - 359.
8. Opler, T.; Pinkowitz, L.; Stulz, R. and Williamson, R., 1999. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 3 - 46.
9. Outreville, J. F., 1988. "The Long - run and Short - run Demand for Cash Balances: The Case of Insurance Company." *Quarterly Review of Economics and Business*, 28(4), pp. 76 - 89.
10. Ozkan, A. and Ozkan, N., 2002. "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies." SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.
11. Spellman, L. J.; Witt, R. C. and Rentz, W. F., 1975. "Investment Income and Non - Life Insurance Pricing." *Journal of Risk and Insurance*, 42(4), pp. 567 - 577.
12. Vogel, R. C. and Maddala, G. S., 1967. "Cross - Section Estimates of Liquid Asset Demand by Manufacturing Corporation." *Journal of Finance*, 22(4), pp. 557 - 575.

(作者单位:上海财经大学金融学院 上海 200433)  
(责任编辑:Q)