

# 国企高管政治晋升与公司现金持有：寻租还是效率

钱爱民 张晨宇

(对外经济贸易大学 国际商学院,北京 100029)

**摘要:**本文以2007~2015年的国有控股上市公司为研究对象,考察了国企高管政治晋升对公司现金持有行为的影响。研究发现,国企高管政治晋升时,公司现金持有量显著增加,现金持有价值显著降低,体现了现金持有的代理动机。进一步研究发现,有效的内外部治理机制(管理层持股、两职分离、产品市场竞争、投资者保护)能够约束政治晋升高管的私人收益行为,降低现金持有的代理动机。本文的研究表明,政治晋升使国企高管利用企业资源获取私人收益,增加了股东与管理层之间的代理冲突,该研究结论对深化国企改革、完善经理人市场具有重要的启示。

**关键词:**政治晋升;现金持有;国企改革;自由现金流假说

**中图分类号:**F275.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2017)05-0042-10

## 一、引言

如何设计激励契约缓解股东与管理层之间的代理冲突是公司治理研究的核心问题。相对于西方职业经理人的货币薪酬、股权激励,中国的国企高管具有“准官员”式的政治激励特征<sup>[1]</sup>。对于国企高管的这一特点,学术界存在两种观点:效率观和寻租观。效率观认为,在薪酬管制的中国,作为一种隐性激励,政治晋升能够缓解货币薪酬激励的不足,抑制高管的在职消费行为<sup>[2][3]</sup>,使其专注于有效的研发投入,提高创新产出<sup>[4]</sup>。寻租观则认为,政治锦标赛下的政治升迁滋生了国企高管的政治迎合行为。为了在政治锦标赛中脱颖而出,国企高管从事诸多有利于自身收益的形象工程活动,如过度投资、公益性捐赠、媒体形象宣传等<sup>[5]</sup>。在“规模导向型”的升迁考核机制下,国企高管为迅速扩大规模倾向于选择低质量的并购活动<sup>[6]</sup>。这些低效率的政治迎合行为会导致国企高管与股东之间的委托代理成本增加。那么,对于当前深化国企改革的中国而言,国企高管的政治晋升行为能否缓解代理冲突?上述两种效应哪一种占主导地位?现有研究并未给出合理的解释。

基于此,本文选择现金持有这一视角对上述问题展开讨论。现金是一种极易被公司内部人自由

**收稿日期:**2017-04-30

**基金项目:**国家自然科学基金面上项目“金融生态、企业财务质量与资本配置效率”(71272041);国家自然科学基金青年项目“企业社会责任报告晕轮效应研究——基于业绩预告感知可信度的视角”(71602004);国家留学基金项目(201606640075)

**作者简介:**钱爱民(1970—),女,辽宁沈阳人,对外经济贸易大学国际商学院教授,博士生导师;  
张晨宇(1989—),男,河南沈丘人,对外经济贸易大学国际商学院博士生。

处置和侵占的资产,股东与管理层之间的代理冲突使管理层偏好持有较多的现金用于攫取私人收益<sup>[7][8]</sup>;而且,企业诸多生产活动依赖于现金,现金也是公司从事投资、并购等活动的基础,因此,公司现金持有行为是代理动机的直接体现<sup>[8]</sup>。如果政治晋升体现效率观,则公司现金持有的代理动机会弱化;如果政治晋升体现寻租观,则公司现金持有的代理动机会增强。公司现金持有行为为分析股东与管理层之间的代理冲突,考察政治晋升的两种效应提供了良好视角。基于此,本文试图回答以下问题:(1)国企高管政治晋升是否影响公司现金持有行为?(2)资本市场投资者对这种行为有何反应?(3)这种影响是否因公司内部外部治理机制差异而不同?

本文以2007~2015年国有企业为研究对象,实证检验发现,国企高管政治晋升时,公司现金持有量显著增加,现金持有价值显著降低,体现了现金持有的代理动机。进一步研究发现,有效的内外部治理机制(管理层持股、两职分离、产品市场竞争、投资者保护)能够约束政治晋升高管的私人收益行为,降低现金持有的代理动机,即研究结论支持政治晋升的寻租观假说。

本文的贡献主要体现在:第一,本文基于中国特色的国企高管“准官员”特征,将政治晋升激励嵌入委托代理分析框架,从现金持有视角解读了政治晋升激励对代理冲突的影响,拓展了政治晋升的研究范畴,提供了有关政治晋升加剧代理问题最为直接的经验证据。本文结论有助于正确认识和评估政治晋升对公司行为决策的影响。第二,本文从政治晋升视角为现金持有的代理动机提供了经验证据,丰富了现金持有的研究成果。已有研究主要基于职业经理人视角考察高管的个人特征、行为特征等对公司现金持有行为的影响,国企高管的“准官员”特征对公司现金持有行为有何影响则鲜有文献涉及。本文尝试研究这一问题,为理解公司现金持有行为的代理动机提供了增量证据。本文的研究表明,当前国企高管的“准官员”身份存在弊端,这进一步佐证了2015年8月中共中央、国务院《关于深化国有企业改革的指导意见》提出“建立国有企业领导人员分类分层管理制度,推行职业经理人市场建设,畅通现有经营管理者与职业经理人身份转换通道机制”的必要性和迫切性。本文的研究结论对于国企去行政化改革具有重要的现实指导意义,对于职业经理人市场建设具有一定的借鉴价值。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

作为企业的一项重要资产,现金是企业赖以生存、维持生命的“血液”,其持有水平直接反映了公司的财务行为和经营战略<sup>[9]</sup>。Jensen(1986)认为,由于企业剩余索取权与剩余控制权不对称,管理层有动机通过所控制的现金资源为自己攫取私利,实现私人收益最大化<sup>[8]</sup>。为缓解这一代理冲突,对管理层实施有效的激励成为委托人的最佳选择<sup>[7]</sup>。有别于职业经理人的货币薪酬和股权激励,中国的国企高管具有“准官员”式的政治激励特征<sup>[1]</sup>。在薪酬管制的背景下,这一隐性激励方式能够促使国企高管执行上级政府的政治目标,缩小薪酬差距,约束自身职务消费行为<sup>[2][3]</sup>。因而,在效率观下,政治晋升具有较强的激励效应,能够促使国有企业高管以企业价值最大化为目标,推动资源的优化配置,从而克制自身的私人收益行为,减少现金持有。因为相对于私人收益的短期性,政治晋升对国企高管更具有吸引力,其有助于提升高管的身份地位、获取更大的权力<sup>[10]</sup>。而且,公司治理问题的社会化使得公司受到社交媒体和社会公众的监督,一旦国企高管的私人收益行为被曝光,便不可避免地影响到其政治前途<sup>[2]</sup>。同时,上级主管部门在提拔任命国企高管时普遍采取民意调查和离任审计,使国企高管在任期内规范自身行为,弱化现金持有的代理动机。尤其是近年来,国资委发布了诸多规章文件,加强了党委会、董事会在国企决策中的地位,一定程度上遏制了国企高管攫取私人收益的行为。特别是国资委于2010年在国企内部全面推行了EVA业绩考核制度,强化了国企高管对企业资源的整合力度。在业绩导向的晋升模式下,国企高管以国有资本保值增值为目标,约束私人收益行为,合理持有现金,以期在业绩考核和升迁中获取政治晋升资本<sup>[1]</sup>。因而,在效率观下,政治晋升高管的私人收益行为更加保守,其现金持有的代理动机将会弱化。

然而,作为政府股东代理人的国企高管,在“所有权人”缺位的情景下容易形成内部人控制,滋生

高管利用所掌握的企业资源从事私人收益活动。现金作为一种流动性极强的资产,极易被高管掠夺和侵占<sup>[11]</sup>,国有股东缺位和内部人控制的代理冲突使管理层偏好持有更多的现金用于在职消费和职业关注<sup>[7][8]</sup>。在“规模导向型”升迁考核机制下,国企高管为迅速扩大规模倾向于选择低效率的投资、并购活动<sup>[6]</sup>,从而导致国企高管与股东之间的委托代理成本增加。现有研究也证实,公司现金流越充足,高管越可能利用现金从事并购、慈善捐赠等私人收益活动<sup>[8][12][13]</sup>。而且,这些并购、捐赠活动的质量相对较差,从而会损害股东财富<sup>[12][13]</sup>。由于国企高管之间开展的是一场政治锦标赛,为了在政治锦标赛中脱颖而出,国企高管利用现金资源从事政治迎合活动,构建政商网络,所以,对于“准官员”的国企高管而言,其可能以牺牲企业长期利益为代价,利用现金资源从事短期私人收益活动,攫取政治晋升资本。

公司现金持有行为是代理问题的一种体现,在效率观下,政治晋升高管以企业价值(业绩)最大化为目标,追求资源的优化配置,减少现金持有。而在寻租观下,国企高管为实现政治升迁的私人收益目标,利用企业现金资源建立政商网络,从而持有超额现金。基于此,本文提出如下竞争性假设:

假设 1a:在效率观下,国企高管政治晋升与公司现金持有显著负相关。

假设 1b:在寻租观下,国企高管政治晋升与公司现金持有显著正相关。

在上述假设基础之上,本文拟进一步回答:资本市场投资者对政治晋升高管的现金持有行为有何反应?这种影响是否因公司内外部治理机制差异而不同?

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选取 2007~2015 年最终控制人为中央政府或地方政府的国有上市公司为研究对象,并剔除金融行业、ST 类和 PT 类的上市公司以及主要变量缺失的公司样本。经过筛选,最终得到 7487 个有效样本。

本文高管(董事长与总经理)的政治晋升数据通过手工搜集整理,财务数据来自 CSMAR 数据库,最终控制人数据来自 Wind 数据库。为消除极端值的影响,对连续变量进行上下 1%的 Winsorize 处理。本文的计量分析软件为 Stata12.0。

#### (二)模型设定与变量定义

为检验本文的研究假设,构建如下模型:

$$\text{Cash}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Promotion}_{i,t} + \gamma \text{Control}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 Cash 为公司现金持有,定义为现金及现金等价物与非现金总资产(净资产)的比值(Cash<sub>1</sub>)。同时,采用现金及现金等价物与总资产的比值(Cash<sub>2</sub>)作为稳健性检验。考虑到企业可能因自身经营和成长需求等因素而持有适量现金,本文在后续稳健性检验部分采用超额现金持有量作为替代变量。

解释变量 Promotion 为政治晋升,借鉴陈仕华等(2015)的方法<sup>[6]</sup>,如果某家公司总经理或董事长在 t 年上半年(7 月 1 日之前)调入(包括平级调动)政府部门任职,将该公司样本的 t-1 年取值为 1,其他取值为 0;如果某家公司总经理或董事长在 t 年下半年(7 月 1 日之后)调入(包括平级调动)政府部门任职,将该公司样本的 t-1 年、t 年取值为 1,其他取值为 0。

Control 为控制变量。借鉴 Opler 等(1999)、Chen 等(2012)的做法<sup>[9][14]</sup>,本文控制以下变量:公司规模 Size,用公司总资产的自然对数衡量;现金流 CF,用公司经营活动净现金流与公司净资产的比值衡量;净营运资本 NETWC,用营运资本减去现金及现金等价物与公司净资产的比值衡量;资本支出 CAPEX,用资本支出与公司净资产的比值衡量;现金波动 CashVol,为公司最近五年经营活动持有现金的标准差<sup>①</sup>;公司年龄 Age,为公司 IPO 以来的上市时间;公司市账比 MB,用公司股东权益的市场价值与账面价值的比值衡量;公司财务杠杆 Lev,用公司总负债与总资产的比值衡量;公司流动性风险 Risk,用公司长期负债与总负债的比值衡量;是否发放现金股利 Dividend,若公司当年发放现金

股利取值为 1, 否则为 0; 是否亏损 Dummy\_ST, 若公司前两年内发生亏损取值为 1, 否则为 0; 是否增发 SEO, 若公司前四年内增发取值为 1, 否则为 0。同时, 控制年度和行业固定效应。

#### 四、实证结果与分析

##### (一) 描述性统计分析

表 1 报告了主要变量的描述性统计及单变量的差异性检验结果。由 Panel A 可知, 公司现金及现金等价物与非现金资产比值(Cash<sub>1</sub>)的均值(中位数)为 21.7%(15.2%), 这一结论与 Chen 等的结论(2012)基本一致<sup>[14]</sup>。公司现金及现金等价物占总资产比重(Cash<sub>2</sub>)的均值(中位数)为 16.0%(13.9%)。从标准差来看, 不同公司的现金持有量存在显著差异。在样本公司中, 高管政治晋升的样本约占 3.0%。其余变量的描述性统计如表 1 所示。

表 1 描述性分析及差异性检验结果

Panel A: 主要变量描述性分析								
变量	样本数	均值	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值	标准差
Cash <sub>1</sub>	7487	0.217	0.011	0.084	0.152	0.260	1.422	0.341
Cash <sub>2</sub>	7487	0.160	0.010	0.080	0.139	0.212	0.586	0.137
Promotion	7487	0.030	0	0	0	0	1	0.172
Size	7487	22.07	19.67	21.08	21.90	22.85	26.01	1.348
CF	7487	0.071	-0.200	0.015	0.064	0.118	0.442	0.112
NETWC	7487	-0.093	-0.724	-0.263	-0.095	0.082	0.489	0.330
CashVol	7487	0.089	0.042	0.069	0.091	0.120	0.198	0.054
CAPEX	7487	0.077	0.005	0.027	0.055	0.110	0.380	0.075
Lev	7487	0.518	0.102	0.367	0.523	0.621	0.835	0.202
Risk	7487	0.154	0.001	0.008	0.123	0.238	0.676	0.184
MB	7487	1.420	0.186	0.672	1.231	1.985	6.564	1.432
Dividend	7487	0.535	0	0	1	1	1	0.472
Dummy_ST	7487	0.040	0	1	1	1	1	0.082
SEO	7487	0.086	0	1	1	1	1	0.121
Age	7487	11.84	0	9	12	15	25	4.672

  

Panel B: 单变量差异性检验						
变量	Promotion=1		Promotion=0		T 值	Z 值
	Mean	Median	Mean	Median		
Cash <sub>1</sub>	0.227	0.163	0.196	0.148	2.03**	2.00**
Cash <sub>2</sub>	0.169	0.143	0.150	0.132	1.98**	1.58

注: \* 表示  $p < 0.1$ , \*\* 表示  $p < 0.05$ , \*\*\* 表示  $p < 0.01$ , T 值对应均值差异性检验, Z 值对应中位数差异性检验。

由表 1 Panel B 可知, 高管政治晋升公司的现金持有(Cash<sub>1</sub>)的均值(中位数)为 0.227(0.163), 显著高于无高管政治晋升公司的现金持有均值(中位数)0.196(0.148), 并在 5%(5%)水平上通过显著性检验。对 Cash<sub>2</sub> 的比较也得到类似的结论。

##### (二) 实证结果分析

###### 1. 高管政治晋升与公司现金持有

表 2 报告了高管政治晋升对公司现金持有的回归结果。由表 2 可知, 在不考虑控制变量的情况下, 政治晋升的回归系数显著为正, 并在 5%水平上通过显著性检验( $\beta = 0.035$ ,  $T = 2.18$ )。加入控制变量后, 政治晋升的回归系数仍显著为正, 并在 5%水平上通过显著性检验( $\beta = 0.028$ ,  $T = 2.09$ )。政治晋升对公司现金持有行为的影响不仅统计意义显著, 而且经济意义也显著, 相对于无高管政治晋升公司, 高管政治晋升公司的现金持有量增加了 12.90%( $= 0.028/0.217$ )。采用 Cash<sub>2</sub> 也得到类似的结论。这说明, 政治晋升并未缓解股东与管理层之间的代理冲突, 反而使高管持有高额现金以构建政商网络。该研究结论支持政治晋升的寻租观假说。

从控制变量来看,CF、CashVol、MB、Dividend、SEO 5 个变量与公司现金持有显著正相关,说明经营活动现金流越充足、现金波动越大、成长性越高、支付股利以及再融资的公司,持有的现金越多。NETWC、Lev、Risk、Age 4 个变量与公司现金持有显著负相关,说明营运资本越少、财务杠杆越低、流动性风险越大、年龄越小的公司,持有的现金越多。

## 2. 替代性解释:预防动机

(1)基于融资约束视角。公司现金持有量与其融资约束程度密切相关,在公司融资约束较为严重的情况下,持有较多的现金是解决公司发展所需资金的必然选择,若高管政治晋升公司正好面临严重的融资约束,持有较多的现金也是合理的。为检验高管政治晋升公司的现金持有行为是基于代理动机还是基于融资约束的预防动机,本文拟进一步分析政治晋升与融资约束之间的关系。

借鉴 Chen 等(2012)的思路<sup>[14]</sup>,本文选择公司规模和年龄作为融资约束的代理变量。其基本思想是,规模较大的公司和上市时间较长的公司拥有更多的可抵押资产,未来经营不确定性较低,因而这类公司面临融资约束的可能性较小<sup>[14]</sup>。本文按照公司规模和年龄分为大小两组,引入虚拟变量 Small,若公司规模和年龄低于样本均值,Small 取值为 1,否则为 0。同时,在模型(1)的基础上加入 Small 变量以及 Promotion 与 Small 的交互项。

由表 3 可知,无论是用公司规模还是年龄表征融资约束,交互项在所有回归结果中均不显著,说明高管政治晋升公司持有高额现金并非是基于融资约束的预防动机,替代性解释不成立。同时,本文分析发现,政治晋升高管所在的公司历史越悠久、规模越大,在地方经济中扮演的角色越重要,更容易获得地方的信贷资源,其融资约束相对较小,因而,这类公司较小可能因融资约束而持有较多的现金,基于融资约束的预防动机解释不成立。

(2)基于成长性需求和经营不确定性视角。现金持有的预防动机不仅表现为缓解融资约束,还体现在满足公司高成长发展的资金需求、应对公司经营不确定性等方面。为进一步排除这些因素的干扰,本文选择公司成长性 MB 作为成长性的代理变量,选择销售收入波动性 Vol\_Sales(公司近三年销售收入的标准差)作为经营不确定性的代理变量。公司成长性越高、经营不确定性越大,则持有现金满足自身需求的动机越强。本文按照公司成长性和经营波动性分为高低两组,引入虚拟变量 High,若公司成长性和经营波动性高于样本均值,High 取值为 1,否则为 0。同时,在模型(1)的基础上加入 High 变量以及 Promotion 与 High 的交互项。

表 2 高管政治晋升与公司现金持有:基本回归

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>2</sub>
Promotion	0.035 ** (2.18)	0.028 ** (2.09)	0.021 ** (1.98)	0.015 * (1.83)
Size		0.006 (1.02)		0.005 (0.89)
CF		0.532 *** (7.63)		0.330 *** (7.17)
NETWC		-0.202 *** (-4.22)		-0.182 *** (-4.98)
CashVol		0.422 *** (2.79)		0.332 ** (2.01)
CAPEX		-0.043 (-0.70)		-0.030 (-0.89)
Lev		-0.432 *** (-8.01)		-0.451 *** (-9.87)
Risk		-0.070 ** (-2.20)		-0.069 ** (-2.41)
MB		0.018 ** (2.42)		0.008 ** (2.32)
Dividend		0.018 *** (2.98)		0.017 *** (3.10)
Dummy_ST		-0.040 (-1.40)		-0.065 (-1.52)
SEO		0.078 ** (2.23)		0.101 ** (2.00)
Age		-0.008 *** (-5.12)		-0.006 *** (-5.03)
常数项	0.228 *** (3.18)	0.265 ** (2.10)	0.241 *** (3.36)	0.190 *** (2.87)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7487	7487	7487	7487
Adj_R <sup>2</sup>	0.056	0.306	0.063	0.298

注:括号内为 T 值,\* 表示 p<0.1,\*\* 表示 p<0.05,\*\*\* 表示 p<0.01,采用稳健性标准误并在公司层面聚类调整。下表同。

由表 3 可知,衡量公司成长性、经营不确定性的虚拟变量与 Promotion 的交互项在回归结果中均不显著,说明政治晋升公司持有高额现金并非是满足公司成长性需求和应对经营不确定性。因而,基于成长性需求和经营不确定性视角的预防动机解释不成立。

表 3 高管政治晋升与公司现金持有:基于预防动机的分析

被解释变量	公司规模		公司年龄		公司成长性		经营不确定性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>
Promotion	0.030 * (1.88)	0.019 * (1.70)	0.021 * (1.81)	0.010 * (1.72)	0.028 * (1.86)	0.014 (1.60)	0.020 * (1.92)	0.018 * (1.70)
Promotion×Small(High)	0.025 (0.68)	0.018 (0.97)	-0.071 (-1.42)	-0.056 (-0.89)	0.002 (0.09)	-0.001 (-0.50)	-0.011 (-0.36)	-0.024 (-0.59)
Small(High)	0.038 ** (2.04)	0.022 * (1.90)	0.021 (1.45)	0.010 (1.24)	0.013 ** (2.01)	0.003 ** (2.00)	0.040 *** (4.35)	0.021 *** (2.95)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7487	7487	7487	7487	7487	7487	6562	6562
Adj_R <sup>2</sup>	0.326	0.302	0.318	0.312	0.308	0.287	0.290	0.275

### 3. 高管政治晋升与现金管理政策:基于现金—现金流敏感性模型的分析

在上述研究基础之上,本文进一步考虑高管政治晋升对公司现金管理政策的影响,特别是企业经营活动现金流累积储存倾向。本文预计高管政治晋升公司的现金管理政策更保守,更可能储存较多的现金以获取私人收益。在 Almeida 等(2004)的现金—现金流敏感性模型基础上<sup>[15]</sup>,本文构建模型(2):

$$\Delta\text{Cash}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CF}_{i,t} + \beta_2 \text{CF}_{i,t} \times \text{Promotion}_{i,t} + \beta_3 \text{Promotion}_{i,t} + \beta_4 \text{Tobin's } Q_{i,t-1} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(2)中,ΔCash 为 t-1 期至 t 期的现金持有变化量,并用公司净资产标准化处理。CF 为 t 期经营活动产生的现金流,并用公司净资产标准化处理。Tobin's Q<sub>t-1</sub> 为 t-1 期公司总资产的市场价值与账面价值之比。Size 为公司总资产的自然对数。系数 β<sub>1</sub> 代表无高管政治晋升公司的现金—现金流敏感性;系数 β<sub>1</sub>+β<sub>2</sub> 代表高管政治晋升公司的现金—现金流敏感性。如果系数 β<sub>2</sub> 大于 0,说明高管政治晋升公司增加了经营活动现金流的累积储存率。

表 4 报告了高管政治晋升与现金管理政策的回归结果。由表 4 第(1)列可知,系数 β<sub>1</sub> 为 0.393(T=12.98),说明无高管政治晋升公司约 39.3% 的经营活动现金流被公司留存。系数 β<sub>2</sub> 为 0.150(T=1.80),说明高管政治晋升公司约 54.3%(=0.393+0.150)的经营活动现金流被公司留存。同时,在模型(2)中增加 CAPEX、ΔNETWC、ΔLev 3 个控制

表 4 高管政治晋升与现金管理政策:基于现金—现金流敏感性的分析

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ΔCash <sub>1</sub>	ΔCash <sub>1</sub>	ΔCash <sub>2</sub>	ΔCash <sub>2</sub>
CF <sub>t</sub>	0.393 *** (12.98)	0.300 *** (9.90)	0.245 *** (15.12)	0.198 *** (10.02)
CF <sub>t</sub> × Promotion <sub>t</sub>	0.150 * (1.80)	0.180 ** (2.10)	0.180 * (1.95)	0.185 ** (2.38)
Promotion <sub>t</sub>	0.021 *** (2.63)	0.020 ** (2.30)	0.014 ** (2.10)	0.0101 * (1.95)
Tobin's Q <sub>t-1</sub>	-0.014 *** (-5.40)	-0.010 *** (-2.88)	-0.007 *** (-4.89)	-0.006 ** (-2.00)
Size <sub>t</sub>	-0.004 * (-1.68)	0.002 *** (2.68)	-0.003 *** (-2.70)	0.001 ** (2.50)
CAPEX <sub>t</sub>		-0.419 *** (-12.22)		-0.258 *** (-12.04)
ΔNETWC <sub>t</sub>		-0.432 *** (-15.00)		-0.205 *** (-12.01)
ΔLev <sub>t</sub>		-0.390 *** (-9.68)		-0.235 *** (-9.15)
常数项	0.024 (0.98)	-0.132 *** (-2.80)	0.024 (1.60)	-0.100 ** (-2.20)
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7487	7487	7487	7487
Adj_R <sup>2</sup>	0.090	0.243	0.102	0.251

变量,这一模型近似于会计恒等式,表示现金的来源和去向。增加控制变量后,模型的 Adj\_R<sup>2</sup> 显著提

高,整个模型的解释力度增强,但关键变量的回归结果无明显变化。采用 Cash<sub>2</sub>也得到类似的结论。

#### 4. 高管政治晋升与现金持有价值

上文发现,相对于无高管政治晋升公司,高管政治晋升公司持有的现金更多,那么资本市场投资者对其现金持有行为有何反应呢?本节试图回答这一问题。

本文借鉴 Fama 和 French(1998)、Dittmar 和 Mahrt-Smith(2007)的模型<sup>[16][17]</sup>,并在原有模型基础上增加 Cash 和 Promotion 的交互项,以检验投资者是否对高管政治晋升公司的现金持有行为给予一定的折扣。现金持有在一定程度上使高管能够获取私人收益、建立政治关联,从而损害股东财富,因而理性的外部投资者会给予相应的现金折价。

为检验这一关系,参考杨兴全和张照南(2008)的处理方法<sup>[18]</sup>,本文构建模型(3):

$$MV_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Cash}_{i,t} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t} \times \text{Promotion}_{i,t} + \beta_3 \text{Promotion}_{i,t} + \beta_4 \text{CF}_{i,t} + \beta_5 \Delta \text{CF}_{i,t} + \beta_6 \Delta \text{CF}_{i,t+1} + \beta_7 I_{i,t} + \beta_8 \Delta I_{i,t} + \beta_9 \Delta I_{i,t+1} + \beta_{10} D_{i,t} + \beta_{11} \Delta D_{i,t} + \beta_{12} \Delta D_{i,t+1} + \beta_{13} \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_{14} \Delta \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_{15} \Delta \text{CAPEX}_{i,t+1} + \beta_{16} \Delta \text{NA}_{i,t} + \beta_{17} \Delta \text{NA}_{i,t+1} + \beta_{18} \Delta \text{MV}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

在模型(3)中,MV 为公司市场价值,等于(股权市场价值+债权账面价值)/资产账面价值,其中,股权市场价值=流通股股数×股价+非流通股股数×每股净资产;Cash 为公司现金持有量;Promotion 为政治晋升变量。同时,在模型中控制其他影响投资者价值的因素:经营活动现金流 CF;非现金资产 NA,等于公司(总资产-现金及现金等价物)/总资产;利息费用 I,等于财务费用/总资产;现金股利 D,等于发放的现金股利总额/总资产;CAPEX 为资本性支出。在模型(3)中,回归系数 β<sub>1</sub>代表投资者对无高管政治晋升公司持有的现金给予的估值;系数 β<sub>1</sub>+β<sub>2</sub>代表投资者对高管政治晋升公司持有的现金给予的估值。如果系数 β<sub>2</sub>小于 0,说明投资者对高管政治晋升公司持有的现金给予了相应的折价。

表 5 报告了高管政治晋升与现金持有价值的回归结果。由表 5 可知,系数 β<sub>1</sub>为 0.908(T=2.50),系数 β<sub>2</sub>为 -0.153(T=-2.02),说明资本市场投资者对高管政治晋升公司持有 1 元的现金给予的估值为 0.755(=0.908-0.153)元。这是因为,高管政治晋升公司持有的现金更可能用来满足私人收益,损害了股东财富,理性的外部投资者会给予相应的折价,因而,1 元现金的持有价值显著低于 1 元。采用 Cash<sub>2</sub>也得到了类似的结论。

#### (三)进一步分析

基于上文的分析,本文发现政治晋升高管利用公司现金流攫取私人收益。那么,公司治理机制是否能够缓解政治晋升高管的寻租行为呢?本文进一步考察公司内部治理机制的治理效应。

##### 1. 内部治理机制

政治晋升增强了高管通过公司现金流寻租的动机,使股东与管理层之间的代理冲突增加。如果管理层与股东的利益协调一致,则高管侵害股东财富的寻租动机将被弱化<sup>[7]</sup>。因而,通过管理层持股可以协调高管与股东之间的利益,减少代理冲突,弱化高管现金持有的代理动机。同时,如果股东能够有效地监督管理层,使公司内部形成有效的制衡机制,则在管理层权力被弱化的情况下,其获取私人收益的动机也将被弱化<sup>[19]</sup>。基于此,本文分别从管理层持股和内部权力制衡两个方面分析公司内部治理机制对高管政治晋升公司现金持有行为的影响。

本文引入管理层持股(管理层持股则 Gov 为 1,否则为 0)、董事长与总经理两职分离(两职分离则 Gov 为 1,否则为 0)变量以及其与政治晋升的交互项,分别加入模型(1)进行回归分析。由表 6 第(1)~(4)列可知,除第(4)列外,交互项 Gov×Promotion 的系数均显著为负,并在 10%水平上通过显

表 5 高管政治晋升对现金持有价值的影响

被解释变量	(1)	(2)
	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>
	MV	MV
Cash	0.908** (2.50)	0.897** (2.32)
Cash × Promotion	-0.153** (-2.02)	-0.134* (-1.82)
Promotion	-0.060 (-1.23)	-0.070 (-1.01)
控制变量	Yes	Yes
年度	Yes	Yes
行业	Yes	Yes
N	6453	6453
Adj_R <sup>2</sup>	0.243	0.265

著性检验。这说明,当管理层与股东的利益协调一致、内部形成有效制衡机制时,高管寻租动机被弱化,其将减少现金持有。因而,有效的内部治理机制有助于约束管理层的私人收益行为。

## 2.外部治理机制

已有研究证实,外部治理机制对高管行为和公司价值有显著影响。Shleifer 和 Vishny(1997)认为,产品市场竞争是提高经济效率最有力的公司治理机制<sup>[20]</sup>。Giroud 和 Mueller(2011)发现,在外部公司治理机制中,产品市场竞争在减少管理层偷懒、提高公司业绩方面发挥了重要的作用<sup>[21]</sup>。基于此,本文选择产品市场竞争作为缓解股东与管理层代理冲突的一种外部治理机制。较强的产品市场竞争能约束管理层的私人收益行为,因而政治晋升高管的现金持有动机在产品市场竞争较强的行业中将被弱化。

同时,公司行为也受外部正式制度——法律监管的影响。La Porta 等(1998,1999)认为,法律保护作为重要的外部治理机制,在完善公司治理、协调中小股东利益、约束经理人行为方面发挥着重要的治理作用<sup>[22][23]</sup>。在法律保护较强的地区,因为有完善的约束治理机制,高管侵害公司利益的行为受到有效的监督和约束,经理人的寻租行为被弱化。基于此,本文选择投资者法律保护水平作为缓解股东与管理层代理冲突的另一种外部治理机制。

本文采用赫芬达尔指数 HHI 作为产品市场竞争强度的测量指标,HHI 越小,说明市场被许多竞争性企业分割,越趋于竞争;HHI 越大,说明市场集中程度较高,越趋于垄断。同时,采用樊纲等(2011)的法律保护水平作为投资者法律保护的度量指标<sup>[24]</sup>。本文引入产品市场竞争(按照年度中位数将 HHI 分为高低两组,高产品竞争组 Gov 为 1,否则为 0)、投资者保护水平(法律保护水平分为高低两组,高投资者保护组 Gov 为 1,否则为 0)变量以及其与政治晋升的交互项,分别加入模型(1)进行回归分析。由表 6 第(5)~(8)列可知,交互项 Gov×Promotion 的系数均显著为负,并在 5%或 10%水平上通过显著性检验。这说明,加强产品市场竞争、提高投资者法律保护水平能缓解管理层现金持有的代理动机。

表 6 高管政治晋升与现金持有:公司治理机制的影响

被解释变量	管理层持股		管理层权力		产品市场竞争		投资者保护	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>
Promotion	0.034 ** (2.02)	0.019 ** (2.00)	0.030 ** (2.22)	0.018 ** (2.01)	0.043 ** (2.45)	0.031 ** (2.34)	0.024 ** (2.10)	0.027 * (1.94)
Gov×Promotion	-0.009 * (-1.88)	-0.005 * (-1.72)	-0.001 * (-1.70)	-0.001 (-1.64)	-0.019 ** (-2.05)	-0.013 ** (-1.99)	-0.007 * (-1.80)	-0.009 * (-1.69)
Gov	-0.011 ** (-2.43)	-0.013 ** (-2.02)	-0.004 * (-1.81)	-0.003 * (-1.80)	-0.016 ** (-2.32)	-0.021 * (-1.70)	-0.009 (-1.21)	-0.010 (-1.60)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7487	7487	7487	7487	7487	7487	7487	7487
Adj_R <sup>2</sup>	0.321	0.310	0.318	0.300	0.314	0.307	0.325	0.313

## (四)稳健性检验

### 1.倾向得分匹配法(propensity score matching,PSM)检验

为检验研究结论的稳健性,本文使用倾向得分匹配法进行进一步分析。研究结论与上文基本一致。

### 2.改变主要变量的衡量方式

上文主要基于高管是否调任政府部门来定义政治晋升,由于国企高管的行政级别普遍存在,当高管调任集团公司董事长、总经理、党委书记等职务时,其行政级别也相应提升。基于此,本文将高管政治晋升界定为高管调任政府部门、集团公司董事长、总经理、党委书记等职务。同时,考虑到企业可能



因自身经营和成长需求等因素而持有适量现金,本文采用超额现金作为替代变量。结果显示,高管政治晋升与公司现金持有的正相关关系仍显著存在。

### 3.采用固定效应

高管政治晋升公司可能存在某些尚未观测到的公司特征和属地特征因素影响公司现金持有行为,为控制此类因素的影响,本文采用控制公司固定效应和属地固定效应的方法进行检验。结果显示,采用固定效应后,高管政治晋升对公司现金持有的影响仍显著存在。

表 7 稳健性检验

被解释变量	PSM 检验		广义政治晋升		超额现金持有		公司固定效应		属地固定效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>	Cash <sub>1</sub>	Cash <sub>2</sub>
Promotion	0.025 ** (2.10)	0.014 * (1.75)	0.041 ** (2.44)	0.025 * (1.90)	0.032 ** (2.00)	0.016 * (1.80)	0.020 ** (2.00)	0.017 * (1.88)	0.019 ** (1.99)	0.014 * (1.72)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	386	386	7487	7487	7487	7487	7487	7487	7487	7487
Adj_R <sup>2</sup>	0.132	0.106	0.248	0.287	0.074	0.068	0.551	0.568	0.344	0.360

## 五、研究结论与启示

基于中国特色的国企高管“准官员”特征,本文从现金持有视角考察了政治晋升这一隐性激励对代理问题的影响。以 2007~2015 年国有企业为研究对象,本文研究发现,国企高管政治晋升时,公司现金持有量显著增加,现金持有价值显著降低,这一效应在考虑现金持有的融资约束和成长性需求等预防动机后仍存在。这说明,政治晋升高管倾向于持有高额现金以获取私人收益,体现了现金持有的代理动机,支持政治晋升的寻租假说。进一步研究发现,有效的内外部治理机制(管理层持股、两职分离、产品市场竞争、投资者保护)能够约束政治晋升高管的私人收益行为,降低现金持有的代理动机。本文的研究表明,政治晋升使国企高管利用企业资源获取私人收益,增加了股东与管理层之间的代理冲突,研究结论有助于增进对高管政治晋升行为的理解。

本文的政策启示是:第一,在深化国企改革的过程中,应积极推进混合所有制改革,建立有效的职业经理人市场,对员工实施全面持股计划,以增强高管的主人翁意识。现有的国企管理模式使高管更加注重自身收益,加剧了股东与管理层之间的代理冲突。通过选聘职业经理人、实施员工持股计划,可以强化高管的责任意识,协调各方利益,实现国有资本保值增值目标。第二,推进司法改革,强化法律监管。虽然中国各项法律制度正趋于完善,但相对于西方发达国家,中国的投资者保护还较弱。在推进司法改革的进程中,应加强对中小股东的保护力度,通过法律监管,强化企业的信息披露责任,减少投资者与企业之间的信息不对称,以营造公平、透明的资本市场环境,促进资本市场健康发展。

### 注释:

①在计算现金波动率时,本文采用公司最近五年经营活动持有现金的标准差度量。对于不满足五年数据要求的公司,则需要其至少有三年的数据。

### 参考文献:

[1] 杨瑞龙,王元,聂辉华.“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J].管理世界,2013,(3):23—33.  
 [2] 王曾,符国群,黄丹阳,汪剑锋.国有企业 CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J].管理世界,2014,(5):157—171.  
 [3] Bu, D.L., Zhang, C.Y., Lin, T. Will Promotion Expectation Decrease Pay Gap in State-owned Enterprises? [J]. China Journal of Accounting Studies, 2016, 4(1): 53—78.  
 [4] 周铭山,张倩倩.“面子工程”还是“真才实干”? ——基于政治晋升激励下的国有企业创新研究[J].管理世界,

- [5] 郑志刚,李东旭,许荣,林仁韬,赵锡军.国有企业高管的政治晋升与形象工程——基于 N 省 A 公司的案例研究[J].管理世界,2012,(10):146—156.
- [6] 陈仕华,卢昌崇,姜广省,王雅茹.国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J].管理世界,2015,(9):125—136.
- [7] Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305—360.
- [8] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J].American Economic Review,1986,76(2):323—329.
- [9] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., Williamson, R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J].Journal of Financial Economics,1999,52(1):3—46.
- [10] 陈信元,陈冬华,万华林,梁上坤.地区差异、薪酬管制与高管腐败[J].管理世界,2009,(11):130—143.
- [11] Myers, S., Rajan, R. The Paradox of Liquidity[J].Quarterly Journal of Economics,1998,113(3):733—771.
- [12] Harford, J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J].Journal of Finance,1999,54(6):1969—1997.
- [13] Masulis, R., Reza, S. Agency Problems of Corporate Philanthropy[J].The Review of Financial Studies,2015,28(2):592—636.
- [14] Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y. X., Xue, J. The Sensitivity of Corporate Cash Holdings to Corporate Governance[J].The Review of Financial Studies,2012,25(12):3610—3644.
- [15] Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J].Journal of Finance,2004,59(4):1777—1804.
- [16] Fama, E. F., French, K. R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value[J].Journal of Finance,1998,53(3):819—843.
- [17] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings[J].Journal of Financial Economics,2007,83(3):599—634.
- [18] 杨兴全,张照南.制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J].经济研究,2008,(12):111—123.
- [19] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014,17(2):34—45.
- [20] Shleifer, A., Vishny, R. A Survey of Corporate Governance[J].Journal of Finance,1997,52(2):737—783.
- [21] Giroud, X., Mueller, H. M. Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices[J].Journal of Finance,2011,66(2):563—600.
- [22] La porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Law and Finance[J].Journal of Political Economy,1998,106(6):1113—1155.
- [23] La porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. The Quality of Government[J].Journal of Law, Economics and Organizations,1999,15(1):222—279.
- [24] 樊纲,王小鲁,马光荣.中国市场化进程对经济增长的贡献[J].经济研究,2011,(9):4—16.

(责任编辑:易会文)