

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20191225.002

## 国企高管晋升激励与超额现金持有价值

刘猛<sup>1</sup>, 张晨宇<sup>2</sup>, 叶陈刚<sup>3</sup>, 陈彦亮<sup>4</sup>

(1. 安阳师范学院商学院, 河南 安阳 455000; 2. 北京工商大学商学院, 北京 100048; 3. 对外经济贸易大学国际商学院, 北京 100029; 4. 山东工商学院国际商学院, 山东 烟台 264005)

**摘要:** 本文基于现金持有价值视角, 以优序融资理论和代理理论为基础, 考察了外部投资者对国企高管晋升激励行为的反应。研究发现, 国企高管面临晋升激励时, 外部投资者对公司持有的超额现金给予折价, 超额现金持有价值显著减少, 这说明超额现金持有体现了晋升高管的“代理观”。产品市场竞争与投资者保护作为公司治理机制的重要组成部分, 有效地降低了晋升高管的超额现金持有, 缓解了外部投资者对超额现金持有价值的折价。进一步研究表明, 晋升高管更可能利用超额现金从事过度投资、低质量并购等非现金分红活动。本文研究说明晋升激励并未有效缓解股东与管理层之间的代理冲突, 研究结论对于当前推进的国企改革具有重要的政策启示。

**关键词:** 晋升激励; 超额现金持有价值; 代理观; 权衡观

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2020)02-0097-14

### 一、引言

所有权与经营权的分离产生了委托代理问题, 如何激励高管成为公司治理领域的关注点。我国国企高管的薪酬激励不同于普通的职业经理人, 不仅包含了货币薪酬、股权激励以及在职消费等, 同时, 晋升激励成为国企高管激励的重要特征之一(张维迎, 1999; 杨瑞龙等, 2013)。关于高管的晋升激励对公司代理问题的影响, 相关学者意见从正反两方面展开了研究。一方面, 现有研究指出, 晋升对国企高管而言是一种隐性激励(Liang等, 2015), 对显性的货币薪酬激励具有替代作用, 能够使“准官员”的国企高管约束自身的在职消费行为(王曾等, 2014)、提升公

收稿日期: 2017-05-09

基金项目: 山东省社会科学规划项目(19CQXJ29); 河南省科技厅软科学项目(172400410622); 国家自然科学基金青年项目(71902006); 北京市教委科研计划资助(SM202010011007); 国家社会科学基金青年项目(15CGL027)

作者简介: 刘猛(1988—), 女, 安阳师范学院商学院讲师, 博士;

张晨宇(1989—), 男, 北京工商大学商学院副教授, 博士(通讯作者, 电子邮箱: zhangchenyu77@163.com);

叶陈刚(1962—), 男, 对外经济贸易大学教授, 博士生导师;

陈彦亮(1984—), 男, 山东工商学院教授, 硕士生导师。

司业绩(Liang等,2015)。另一方面,相关学者发现作为“准官员”的国企高管具有追求职位升迁的动机,有可能会加剧代理问题(许年行和罗炜,2011;郑志刚等,2012;陈仕华等,2015)。例如,许年行和罗炜(2011)指出为了获取更多的职位晋升机会,高管在晋升之前存在着过度投资的行为,而在晋升后则面临着投资不足。同时,由于高管会通过公益性捐赠、个人形象宣传等方式进行形象工程建设(郑志刚等,2012),有可能会降低并购效率,扩大公司规模,承担更多政策性负担和贡献更多的税收资源(陈仕华等,2015;刘青松和肖星,2015;张霖琳等,2015;Bradshaw等,2016)。由此,对于高管是否为了实现自身的升迁而约束其在职消费行为,减少了代理问题,抑或将更多的企业资源用于非生产性活动从而获取更多的私人收益,现有研究意见并不统一。因而,关于晋升激励能否有效缓解股东与管理层之间的代理问题仍然是个值得检验的话题。

Opler等(1999)指出现金是企业经营活动的重要保证,体现了企业的经营管理和财务决策(即“预防动机”)。基于成长需求和融资约束的预防动机认为,Almeida等(2004)和Bates等(2009)提出企业在面临不确定情境以及成长性需求时,为了缓解公司的融资约束,会持有更多的现金流。但是,Jensen(1986)指出由于现金成为高管掠夺和侵占的重要途径之一(即“代理动机”)。基于自由现金流假说的代理动机认为,现金作为流动性强的资产,更容易被管理层侵占与持有以获得个人私利(Jensen和Meckling,1976;Jensen,1986)。公司行为决策最终由掌握公司经营决策权的管理层负责,因而,管理层特征对公司现金持有行为具有重要的影响。基于现金持有的预防动机和代理动机,学者们发现高管的理性人特征(Jensen和Meckling,1976)、统计学特征(如性别、年龄等)(Finkelstein等,2009)、非理性特征(如过度自信)(Malmendier和Tate,2008;杨兴全等,2010)、政商关系网络(如政治关联)(陈艳艳和罗党论,2015)等影响公司现金持有行为。然而,这些研究更多的是从职业经理人角度出发,而国企高管特有的晋升激励特征是否影响公司现金持有行为的研究则相对较少。钱爱民和张晨宇(2017)针对高官晋升如何影响公司现金持有量进行了探讨,但关于现金持有价值的探讨并不深入。正如罗琦和泰国楼(2009)指出,现金持有价值是基于投资者视角评估企业所持有现金的价值,而现金持有水平则是基于成本收益视角分析管理者持有现金是否合理(谭艳艳等,2013)。

本文与钱爱民和张晨宇(2017)的研究联系较为密切,但又与二者存在明显的区别。首先,研究侧重点不同。钱爱民和张晨宇(2017)重点关注的是高管晋升激励与企业现金持有量的关系,表明企业现金持有量会随着高管晋升期间显著增加。本文则侧重于从投资者保护视角考察外部投资者对高管晋升激励下的超额现金持有行为估值,基于优序融资理论和代理理论深入分析了外部投资者对公司超额现金持有价值给予折价的动因机制,同时探讨了晋升高管利用公司超额现金获取个人收益的具体路径。其次,研究方法不同。有别于钱爱民和张晨宇(2017)采用的是对公司现金持有总量的影响,本文重点关注公司超额现金持有。之所以选取超额现金持有是因为,根据成本收益原则公司现金持有存在最优水平(Opler等,1999;Kim等,1998),但公司现金持有量往往会超过这一最优水平,正如Frésard和Salva(2010)指出的超额现金指标更能反映管理者的自我选择,更有可能转换为高管的个人利益。因而,满足公司日常运营与投资之外的超额现金持有更能反映管理者的意愿以及更有可能被浪费(Dittmar和Mahrt-Smith,2007),进而影响到投资者对公司现金持有价值的反应。最后,研究深度不同。钱爱民和张晨宇(2017)在进一步检验中简单探讨了高管晋升激励对现金持有价值的影响,但并未深入挖掘高管是通过何种途径攫取个人收益,进而导致投资者给予公司超额现金持有价值折价,但这一问题在本文中进行了详细的论述。基于此,本文以2005—2012年5 819个国有企业为样本展开实证研究。结果证实,高管晋升激励与公司超额现金持有价值显著负相关,晋升机会越高,外部投资者对于高管晋升公司持有的超额现金给予折价越大,现金持有价值显著减少,这说明超额现

金持有体现了晋升高管的私人动机。产品市场竞争的外部压力和完善的法律保护环境有助于减少管理层偷懒及侵占公司利益的行为,约束管理层超额现金持有的私人收益行为,缓解投资者的现金折价行为。进一步研究发现,晋升激励高管更可能利用超额现金从事过度投资、低质量的并购等损害股东财富的活动实现个人私利,而并非给股东发放现金股利,进而验证了晋升激励加剧了两权分离产生的代理问题。同时,这也佐证了政府自2015年推广的国有企业改革的决策,完善经理人制度,推进“准官员”身份向职业经理人的转变,建立良好的政策与市场机制具有重要意义。

研究贡献主要体现在:第一,国外文献虽然已经开始关注到超额现金持有的问题,但是结合中国特色的国企高管这一背景,尚未有文献关注到具有“准官员”身份的国企高管激励晋升对超额现金持有行为的影响。第二,关于高管晋升激励的现有文献多数集中在企业并购、投资角度,较少关注对企业超额现金持有问题。诚然,公司超额现金持有的研究归属于现金持有问题,但两者又有所不同。现金持有与企业所处的行业、市场经济环境有着密切关联,我们很难根据现金持有的绝对值来评估企业持有现金的多寡。因而,为了排除公司和行业层面的因素,尽可能地减少这种内生性,本文选取超额现金持有作为切入点来考察。第三,文章深入分析了投资者对晋升激励高管超额现金持有的估值及其动因,并进一步阐述了晋升高管利用超额现金攫取个人私利的路径。本文证实了在高管晋升期间会利用超额现金从事过度投资、低质量并购等非现金分红活动攫取个人私利,这也与已有文献相吻合,从而丰富了关于高管晋升动机与后果的研究成果。本文研究结论表明,当前国企高管的“准官员”特征加剧了高管与股东之间的代理冲突,增加了高管的道德风险,损害了股东利益,这在一定程度上说明当前国企高管的“准官员”身份存在弊端。因而,研究结论对于当前推进的国企去行政化改革具有重要的现实意义。

本文内容如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是数据来源与研究设计;第四部分是实证检验与稳健性分析;第五部分是进一步分析;最后是本文的研究结论。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

### (一) 高管晋升激励与超额现金持有价值

国企高管的“准官员”特征一定程度上决定了国企高管晋升激励适用于政府官员的政治锦标赛理论。在晋升激励下,国企高管表现为行为偏好(卢馨等,2016)。一方面,在晋升激励下,国企高管有可能会从事公益性捐赠、媒体形象宣传和经理人风险行为(郑志刚等,2012)等,这些行为偏好能够增加地方政府税收收入、就业岗位,提高地方政府的GDP、降低失业率,有助于国企高管与地方政府建立联系,赢得晋升资本。另一方面,高管也有可能利用控制的企业资源从事不必要的商业活动,如过度投资(许年行和罗炜,2011)、并购(陈仕华等,2015)等,从而有可能会降低损害股东的利益,从而使国企高管享受更多的非价值最大化资源。

现今越来越多的学者开始关注企业的超额现金,多数研究从“代理观”和“权衡观”两个角度去研究公司的现金持有行为(王红建等,2014)。Frésard和Salva(2010)探讨了企业的公司治理与超额现金持有的关系。Gleason等(2017)指出公司超额现金反映了投资者和管理者之间的代理问题,并由此探讨了审计师认为公司的风险较大,收取了更高的审计费用。Sun和Wang(2016)指出以中国的数据证实股权结构会影响公司的超额现金持有,国有企业明显高于非国有企业。曾志坚和周星(2015)探讨了企业生命周期不同阶段超额现金持有对公司价值的影响。张亮亮和黄国良(2014)考察了高管的政府背景与公司超额现金持有的关系。谭艳艳等(2013)从融资约束的视角证实了超额现金持有能够提高公司价值。

从“代理观”出发,经营权和所有权的两权分离,造成了管理者可能会利用控制权谋取个人

私利。Jensen(1986)指出高管很有可能通过操纵公司现金来实现在职消费,进而构建个人帝国,而现金由于其较低的操纵成本,极易被管理层掠夺这一点也被Myers和Rajan(1998)证实。基于委托代理理论的自由现金流假说认为,现金是高管从事诸如投资、并购等活动获取私人收益的基础。超额现金越多,企业越可能从事私人收益活动,如Harford(1999)研究发现,现金持有越丰富的公司,其越可能从事并购活动,且并购的质量更差,从而损害企业价值。Masulis和Reza(2015)证实,现金持有越多,企业越可能从事有损企业价值的捐赠活动。政治锦标赛不仅发生在官员之间,在国企高管之间仍然存在。具备“准官员”身份的国企高管,更容易利用公司的现金构建自身的政商网络,迎合官员的政治行为,抑或是持有更多的现金从事私人收益活动,以损害企业的长期利益为代价而进行短期行为。从“权衡观”出发,正如Frésard和Salva(2010)强调投资者对于公司超额现金的估值最终取决于其认为超额现金是否合理。曾志坚和周星(2015)指出企业持有超额现金并不必然会降低或者提高公司价值,会跟随企业生命周期的不同阶段而改变。姜彭等(2015)通过分析官员的政治冲击对企业现金持有的关系,指出官员变更带来的政治不确定性会导致企业经营环境面临更高的不确定性,为了应对这种冲击企业倾向持有更多的现金,此时公司的现金持有价值是增加的。与此同时,Li和Zhou(2005)证实政策不确定性会影响市场参与者的风险预期,企业可能会面临更不稳定的融资约束,投资者也会预期此时公司面临的风险较高。相较于官员的政治更替,我们认为国有企业高管的晋升对企业经营环境的影响更为直接。高管的政治晋升归属于高管变更的范畴,相关研究已经证实高管变更期间公司的经营政策和环境存在不确定性(刘猛等,2017)。由此,我们认为高管晋升必然伴随着企业环境的不确定性,投资者和债权人等利益相关者对企业的风险预期相应提高。依照优序融资理论(Myers和Majluf,1984),在面临融资约束时企业会优先选择成本较低的内部融资。因而,当高管晋升时,公司风险的增加提高了公司未来现金流的不确定性,公司出于预防性动机而持有超额现金,可能是企业权衡现金持有的成本和收益之后做出的合理决策,能够降低公司高额的外部融资成本抑或是避免错失良好的投资机会,在这种情况下,投资者反而认为企业持有的超额现金具有较高的市场价值。

因而,从代理理论的视角出发,由于超额现金持有体现了高管的机会主义动机,更有可能通过现金攫取个人利益,此时理性的外部投资者在晋升高管持有超额现金时会给予相应的现金折价。从优序融资理论出发,高管晋升导致公司的风险增大,公司出于预防性动机持有更多的现金以便缓解可能面临的融资约束和财务危机风险,此时投资者会根据公司潜在的收益进行估值,相应的增加企业的超额现金持有价值。故此,提出假设1:

假设1a:高管晋升激励会显著降低超额现金持有价值,即外部投资者对晋升高管持有的超额现金给予相应的现金折扣。

假设1b:高管晋升激励会显著提高超额现金持有价值,即外部投资者对晋升高管持有的超额现金给予相应的现金增值。

## (二) 晋升激励、治理机制与超额现金持有价值

有效的公司治理机制能够缓解管理者与股东之间的代理问题,维护了企业经济活动与公司价值。产品市场竞争作为一项有效的公司治理机制,可以提高企业的经济效率(Shleifer和Vishny,1997)。这是由于产品市场竞争带来的压力能够缓解高管偷懒行为,刺激高管提升公司绩效(Giroud和Mueller,2011)。在较强的产品市场竞争环境下,由于业绩压力能够有效地降低高管的超额现金持有行为,更多地用于企业的投资发展,外部投资者对高管的现金持有给予的折价也会缓解。

自La Porta等(1998,1999)之后,法律保护这一外部公司治理机制得到了越来越多学者的关注。相关学者证实了法律保护能够有效地降低高管与股东之间,以及大股东与小股东之间的

代理问题,是维护市场经济环境下公司经济行为的有效保障。法律环境的好坏直接影响了公司投资者的利益,相较于投资者保护较弱的区域,健全的法律制度能够有效地降低经理人的寻租行为,高管侵害公司的行为受到有效的监督和约束。Pinkowitz等(2006)指出在投资者保护弱的地区,投资者对现金持有价值给予更低的现金折扣。因而,我们选择产品市场竞争以及投资者保护这两项外部公司治理机制,来考察其对晋升激励与超额现金持有价值关系的影响。由此,提出假设2和假设3:

假设2:相比较产品市场竞争较强的行业,在产品市场竞争较弱的行业中晋升激励对超额现金持有价值的影响更为显著。

假设3:相比较投资者保护较强的行业,在投资者保护较弱的行业中晋升激励对超额现金持有价值的影响更为显著。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文采用2005年至2012年国有上市公司为研究样本,即实际控制人为中央政府或地方政府,数据来自于CSMAR和Wind数据库。为了提高研究的稳定性,本文对样本和数据做了如下处理:(1)由于金融行业的特殊性,剔除了金融保险行业;(2)剔除了主要变量数据缺失以及ST、PT类的上市公司。并对连续变量进行了上下1%的winsorize处理,以消除极端值对本文结论的影响。最后,我们得到公司年观测值5 819个。

为了获取高管晋升数据,本文首先以CSMAR数据库结合Wind数据库的最终控制人,筛选出国有企业并找出其高管变更类型,再通过新浪财经以及公司年报公布的高管名单,我们进行手工搜集整理,最终结合“百度”的新闻报道追踪高管离职后的去向动态。同时,由于数据的可获得性,我们选取对企业战略及经营决策更有权威的董事长和总经理作为高管的替代变量。

#### (二)研究设计与变量定义

##### 1. 超额现金持有模型

由于企业可能因自身经营和成长需求等因素而持有适量现金,为了更加精确的度量现金持有的代理动机,本文借鉴Frésard和Salva(2010)的方法采用超额现金作为现金持有的代理变量。同时,考虑到中国会计准则信息披露特点,本文在原有模型基础上适当调整,原有模型中研发费用(R&D)数据在中国缺乏可获得性,尤其涉及保密原因,许多企业并未在年报中披露这一数据,从而导致R&D数据缺失较多,因此,在模型中本文参考大多数文献的做法,并未包含这一控制变量。本文构建如下模型(1),其残差项即为企业超额现金持有量 $Ex\_cash$ <sup>①</sup>。

$$\begin{aligned} Ln(Cash_{i,t}) = & \alpha + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 NETWC_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 CAPEX_{i,t} \\ & + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Dividend_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,被解释变量Cash表示公司现金持有,等于现金及现金等价物/非现金总资产(净资产),用 $Cash_t$ 来表示。稳健型检验中我们采用现金及现金等价物与总资产的比例来表示 $Cash_2$ 。参考以往文献(钱爱民和张晨宇,2017),控制变量我们采用了公司规模Size;现金流CF;净营运资本NETWC;成长性Growth;公司销售收入增长率;资本支出CAPEX;公司财务杠杆Lev;股利发放哑变量Dividend,当年发放为1,否则为0。同时,控制年度和行业固定效应。

##### 2. 晋升激励与公司超额现金持有

为检验本文研究假设,借鉴Fama和French(1998)、Dittmar和Mahrt-Smith(2007)的模型,并

<sup>①</sup>为了便于读者判断比较该模型在中国与国外的适用差异,具体回归结果详见附录。

在原有模型基础上增加 $Ex\_cash$ 和 $Promotion$ 的交互项,并参照杨兴全等(2008)的处理方法,构建如下模型(2):

$$\begin{aligned}
 MV_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Ex\_cash_{i,t} + \beta_2 Ex\_cash_{i,t} \times Promotion_{i,t} + \beta_3 Promotion_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} \\
 & + \beta_5 \Delta CF_{i,t} + \beta_6 \Delta CF_{i,t+1} + \beta_7 I_{i,t} + \beta_8 \Delta I_{i,t+1} + \beta_9 \Delta I_{i,t+1} + \beta_{10} D_{i,t} + \beta_{11} \Delta D_{i,t} \\
 & + \beta_{12} \Delta D_{i,t+1} + \beta_{13} CAPEX_{i,t} + \beta_{14} \Delta CAPEX_{i,t} + \beta_{15} \Delta CAPEX_{i,t+1} \\
 & + \beta_{16} \Delta NA_{i,t} + \beta_{17} \Delta NA_{i,t+1} + \beta_{18} \Delta MV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中,被解释变量 $MV$ 衡量公司市场价值,采用企业股权市场价值与债权账面价值之和与资产账面价值的比例来衡量;股权市场价值的计算方法为流通股股数与股价相乘之后,与非流通股股数和每股净资产相乘之后的加和。 $Ex\_cash$ 代表公司的超额现金持有,对应回归模型(1)中两种构建现金持有的计算方法,其回归之后的残差项即超额现金持有分别采用 $Ex\_cash_1$ 、 $Ex\_cash_2$ 来衡量。高管晋升 $Promotion$ 设置晋升激励哑变量,发生晋升激励为1,否则为0,其定义以高管是否在当年调任政府单位为准(平级或者升职调动),同时参考陈仕华等(2015),我们以7月1日为节点,国企高管在发生晋升之前对公司经济行为已经产生影响,故而如果调动发生在7月1日之前,我们定义为上一年度的晋升变量为1,本年度为0;如果是在7月1日之后发生晋升,则上一年度与本年度的晋升哑变量均为1,其余年度为0。根据以往文献,加入控制变量经营活动现金流 $CF$ ;非现金资产 $NA$ ;利息费用 $I$ ;现金股利 $D$ ;CAPEX为资本性支出。其中, $X_t$ 为t期 $X$ 水平; $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$ ;  $\Delta X_{t+1} = X_{t+1} - X_t$ 。控制年度和行业固定效应。通过分析系数 $\beta_1$ 以及超额现金持有与晋升激励的交互项( $Ex\_cash_{i,t} \times Promotion_{i,t}$ )系数 $\beta_2$ ,我们可以得到外部投资者对晋升激励的公司超额现金持有的价值评估,显著正相关代表投资者给予价值增值,显著负相关代表投资者给予现金折扣。

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计

表1报告了主要变量描述性统计结果。由表1可知,公司市场价值的均值(中位数)为1.530(1.112),说明样本公司面临较好的成长机会。公司超额现金持有量由模型(1)残差衡量,理论上,按照计量方法原理,所有参与OLS回归的观测值的残差之和必然为0,因此公司超额现金持有量均值也理应为0。由表1可知, $Ex\_cash_1$ 和 $Ex\_cash_2$ 的均值为0.105、0.060。由于本文对连续变量进行上下1%的winsorize处理,所以导致 $Ex\_cash_1$ 和 $Ex\_cash_2$ 大于零。这说明最小1%的原始 $Ex\_cash_1$ ( $Ex\_cash_2$ )绝对值,比最大1%的原始 $Ex\_cash_1$ ( $Ex\_cash_2$ )绝对值更大。因此,Winsorize前的原始 $Ex\_cash_1$ 、 $Ex\_cash_2$ 呈左偏分布。通过表1看出,超额现金流的标准差分别为0.178和0.091,因而不同企业的超额现金流并不相同。

表1 主要变量的描述性统计

Variable	N	Mean	Min	P25	P50	P75	Max	SD
MV	5 819	1.530	0.195	0.631	1.112	1.945	6.716	1.345
$Ex\_cash_1$	5 819	0.105	-0.300	-0.026	0.060	0.335	0.730	0.178
$Ex\_cash_2$	5 819	0.060	-0.172	-0.015	0.048	0.175	0.279	0.091
Promotion	5 819	0.027	0	0	0	0	1	0.183
CF	5 819	0.068	-0.204	0.012	0.060	0.116	0.426	0.101
NA	5 819	0.841	0.434	0.795	0.870	0.922	0.990	0.114
I	5 819	0.014	0.000	0.002	0.010	0.021	0.042	0.023
D	5 819	0.040	0.000	0.000	0.043	0.019	0.089	0.035
CAPEX	5 819	0.073	0.001	0.023	0.054	0.104	0.320	0.067

## (二)实证分析

### 1. 高管晋升激励与超额现金持有价值

为了检验本文的研究假设1,本文采用模型(2)进行回归分析,其回归结果如表2所示。由表2可知,在不考虑控制变量的情况下,超额现金持有的回归系数 $\beta_1$ 为0.923( $T=2.76$ ),交互项的回归系数 $\beta_2$ 为-0.251( $T=-2.30$ )。在考虑控制变量的情况下,超额现金持有价值的回归系数 $\beta_1$ 为0.882( $T=2.45$ ),交互项的回归系数 $\beta_2$ 为-0.325( $T=-2.27$ ),是在5%置信水平上显著,可以证实高管晋升与企业的超额现金价值显著负相关。这一结果验证了研究假设1a,证实了高管晋升期间,更有可能通过超额现金实现个人私利,代理动机明显,而非以现金分红的方式返还股东,损害了公司利益,相应的外部投资者也会对这部分超额现金流量的价值给予一定的折扣。同样的结论在 $Ex\_cash_2$ 也通过了验证。

表2 高管晋升激励与超额现金持有价值

	(1) $Ex\_cash_1$	(2) $Ex\_cash_1$	(3) $Ex\_cash_2$	(4) $Ex\_cash_2$
$Ex\_cash$	0.923*** (2.76)	0.882** (2.45)	0.948** (2.50)	0.864** (2.05)
$Ex\_cash \times Promotion$	-0.251** (-2.30)	-0.325** (-2.27)	-0.230** (-2.00)	-0.318* (-1.86)
$Promotion$	-0.073 (-1.02)	-0.062 (-0.77)	-0.069 (-0.98)	-0.063 (-0.70)
<i>Control variables</i>			Yes	
<i>Year</i>			Yes	
<i>Industry</i>			Yes	
$N$	5 819	5 819	5 819	5 819
$Adj\_R^2$	0.050	0.212	0.045	0.211

注:括号内为robust之后的T值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在1%、5%、10%的显著水平,所有系数都在公司层面聚类(clustering)调整,以下同。

### 2. 高管晋升激励、治理机制与超额现金持有价值

有效的公司治理机制能够缓解管理者与股东之间的代理问题,维护了企业经济活动与公司价值。因而我们进一步考察了公司内外部公司治理机制对高管晋升与超额现金持有价值关系的影响。产品市场竞争可以有效地提高企业的经济效率(Shleifer和Vishny, 1997)。由于产品市场竞争带来的压力,能够刺激高管提升公司绩效(Giroud和Mueller, 2011)。在较强的产品市场竞争环境下,由于业绩压力能够有效地降低高管的超额现金持有行为,更多地用于企业的投资发展,外部投资者对晋升高管的现金持有给予的折价也会缓解。参考以往文献,我们选用赫芬达尔指数(Herfindahl)作为产品市场竞争程度的替代变量,不难发现,HHI数值越小,证明产品市场竞争越激烈,相反亦然。

自La Porta等(1998, 1999)之后相关学者更加关注公司所处的法律环境作为外部治理机制对企业经济行为的影响。完善的法律制度体系,能够有效地约束管理者行为,缓解代理问题,经理人的寻租行为被弱化,高管侵害公司的行为受到有效的监督和约束,保护投资者利益。当法律保护较强时,也会缓解外部投资者对晋升高管现金持有的折价估值。我们采用广泛应用的樊纲等(2011)的法律保护水平作为衡量指标。

我们采用模型(2)进行回归分析,按照年度中位数对HHI和樊纲指数进行划分,分别用来代表高低产品市场竞争以及强弱法律保护水平。由表3可知,在低产品市场竞争、低法律保护水平的样本组中,高管晋升激励与公司超额现金持有仍显著正相关,并通过显著性检验;而在高

产品市场竞争、高法律保护水平的样本组中,高管晋升激励与公司超额现金持有虽正相关,但并未通过显著性检验。这说明,加强产品市场竞争、提高法律保护是加强公司治理的有效方式。产品市场竞争越激烈,越能抑制管理层的偷懒、寻租等行为;投资者法律保护程度越高,越能有效监督和约束经理人。因而,有效的外部治理机制能够缓解股东与管理层之间的代理问题,弱化其寻租行为。

表3 高管晋升激励、公司治理机制与超额现金持有价值

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	产品市场竞争				投资者保护			
	<i>High=1</i> <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>High=0</i> <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>High=1</i> <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>High=0</i> <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Law=1</i> <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Law=0</i> <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Law=1</i> <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Law=0</i> <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>
<i>Ex_cash</i>	0.651* (1.87)	0.976*** (2.84)	0.702** (2.05)	0.984*** (2.59)	0.538* (1.75)	0.952*** (2.69)	0.423** (2.20)	0.845** (2.34)
<i>Ex_cash</i> × <i>Promotion</i>	-0.158 (-1.03)	-0.432** (-2.50)	-0.203 (-1.44)	-0.387* (-1.90)	-0.182 (-1.37)	-0.401** (-2.22)	-0.133 (-0.56)	-0.374** (-2.03)
<i>Promotion</i>	-0.020 (-0.53)	-0.069 (-0.81)	-0.060 (-0.71)	-0.062 (-0.77)	-0.031 (-0.09)	-0.082 (-1.32)	-0.032 (-0.34)	-0.078 (-0.80)
<i>Control variables</i>				Yes				
<i>Year</i>				Yes				
<i>Industry</i>				Yes				
<i>N</i>	2 909	2 910	2 909	2 910	2 856	2 963	2 856	2 963
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.200	0.234	0.198	0.224	0.184	0.221	0.174	0.240

### (三)稳健性检验

#### 1. 倾向匹配得分法(propensity score matching)

为了考察上述结果的可靠性,我们运用倾向匹配得分法(PSM)进一步检验。首先,匹配其他特征相似而只有高管晋升不同的公司,对比超额现金持有的差异以识别高管晋升对超额现金持有的影响。基于一个倾向得分来匹配控制组(control group)和处理组(treatment group),模拟处理组的反事实估计。首先,本文按照行业、规模、年度等作为匹配标准。然后,根据匹配得分为高管晋升公司寻找倾向匹配得分最接近的公司作为配对样本。最后,按照配对后的样本进行回归,这一结论与前文研究基本一致,说明本文研究结论是稳健的。

#### 2. 晋升激励、超额现金持有重新度量

本文重新定义了国企高管晋升激励,在国有企业中高管普遍具有行政级别,因而我们把晋升激励的参考标准由高管是否调任政府单位,更改为当高管晋升到国企董事长、CEO以及党委书记等职务,即此刻行政级别也相应提高。这种职务上广义意义的晋升视为晋升。

考虑到公司超额现金持有的行业差异,进一步调整了行业中位数的超额现金持有,研究证明,高管晋升激励仍然会显著提高公司超额现金持有价值。说明本文结论并未由于变量衡量方式而不同。

#### 3. 尚未观测到的公司特征因素,控制公司固定效应

由于高管晋升公司可能存在某些尚未观测到的公司特征,我们利用公司固定效应以控制公司层面特征的影响。研究证明,控制了公司层面固定效应,高管晋升激励与公司现金持有价值仍然具有显著的正相关关系。

#### 4. 尚未观测到的公司属地特征因素,控制属地固定效应

国企高管任免由地方党委组织部门负责,因而公司属地特征影响高管晋升。同时,地方政府掌握着最终的信贷、补贴等资源配置权,这些也会影响公司的现金持有行为。因而,不同地区



之间高管晋升也会有所差异。为控制属地的影响,我们又控制了公司属地固定效应,研究结果并未改变。

表 4 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	倾向匹配得分法检验		晋升激励重新度量		现金持有行业中位数调整		控制公司固定效应		控制属地固定效应	
	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>
<i>Ex_cash</i>	0.623** (2.23)	0.707** (2.00)	0.788** (2.53)	0.864** (2.05)	0.801** (2.30)	0.902** (2.32)	0.701** (2.02)	0.832** (2.41)	0.743** (1.98)	0.724** (2.10)
<i>Ex_cash</i> × <i>Promotion</i>	-0.102** (-1.98)	-0.134* (-1.90)	-0.230** (-2.00)	-0.201* (-1.89)	-0.265* (-1.82)	-0.180* (-1.91)	-0.200* (-1.78)	-0.189* (-1.75)	-0.193* (-1.80)	-0.167* (-1.70)
<i>Promotion</i>	-0.034 (-0.54)	-0.042 (-0.61)	-0.063 (-0.60)	-0.056 (-0.75)	-0.060 (-0.82)	-0.050 (-0.71)	-0.043 (-0.40)	-0.035 (-0.56)	-0.040 (-0.23)	-0.039 (-0.36)
<i>Control variables</i>	Yes									
<i>Year</i>	Yes									
<i>Industry</i>	Yes									
<i>N</i>	314	314	5 819	5 819	5 819	5 819	5 819	5 819	5 819	5 819
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.162	0.175	0.224	0.202	0.243	0.210	0.183	0.190	0.170	0.187

#### 5. 考虑高管年龄与限薪的影响

为了验证“代理观”,我们认为当高管晋升动机更强时,投资者对公司超额现金持有价值的折价更大。由于高管年龄超过某一界限,如超过55岁,这些高管基本是在企业属于过度退休阶段,此类高管晋升动机较弱。因而,为了对比两类样本的差异,我们单独选择高管晋升样本回归分析,如果高管年龄超过55岁,取值为0,否则为1。在样本中,约24.8%的高管年龄超过55岁。由回归结果列示在表5中,相对于接近退休年龄的官员,无论是*Ex\_cash<sub>1</sub>*在10%的水平上显著,抑或是*Ex\_cash<sub>2</sub>*在5%的水平上显著,都证实了高管晋升动机越强,投资者对公司超额现金持有价值的折价越大。

表 5 考虑官员年龄和限薪后的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	是否临近退休		限薪前	限薪后	限薪前	限薪后
	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	<i>Ex_cash<sub>2</sub></i>
<i>Ex_cash</i>	0.293** (2.11)	0.166** (2.28)	0.275* (1.73)	0.291** (2.50)	0.160** (2.30)	0.175* (1.79)
<i>Ex_cash</i> × <i>Promotion</i>	-0.230* (-1.73)	-0.301** (-2.38)	-0.207 (-1.63)	-0.246* (-1.93)	-0.183* (-1.72)	-0.229* (-1.80)
<i>Promotion</i>	-0.022 (-0.29)	0.027 (0.31)	-0.034 (-0.32)	-0.019 (-0.25)	0.028 (0.30)	-0.031 (-0.30)
<i>Control variables</i>	Yes					
<i>Year</i>	Yes					
<i>Industry</i>	Yes					
<i>N</i>	157	157	2 564	3 255	2 564	3 255
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.099	0.089	0.183	0.194	0.190	0.197

同时,我们考虑高管限薪这一外部冲击,预期在限薪之后,由于货币薪酬的减少,国企高管会更倾向于晋升激励,这是否会影响投资者对公司超额现金持有的估值。关于国有企业高管薪酬的限额,财政部与人保部等六部委先后在2009年颁发了一系列的通知文件,文件中明确提出

相比于2007年度,2008年度的国有企业高管薪酬必须下调10%以上;金融企业负责人薪酬低于280万元,同时对于年度业绩下滑的国有金融企业,高管薪酬不得高于上一年度的90%。其中在《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》的报告中,明确提出国企需要参考上一年央企在职员工的基本工资来确定高管的基本年薪。因而,本文以2009年为分界点,检验2009年限薪前后公司超额现金持有价值的变化。

由表5回归结果可知,我们可以看到限薪之后,现金持有价值减少更多。这说明在限薪之后,国企高管追求晋升的动机更强,持有超额现金损害了投资者利益。

#### 6. 回归模型的稳健性检验

相关文献在原有模型基础上采用Growth作为控制变量,为了使研究结论更稳健,我们参考Frésard和Salva(2010)采取的滞后两年平均Growth作为稳健性检验,相关回归结果如表6所示。

表6 采用2年平均Growth作为控制变量的稳健性检验结果

	(1)Ex_cash <sub>1</sub>	(2)Ex_cash <sub>2</sub>
Ex_cash	0.274** (2.00)	0.187** (2.14)
Ex_cash×Promotion	-0.195* (-1.76)	-0.231** (-2.01)
Promotion	-0.018 (-0.22)	0.024 (0.28)
Control variables	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
N	5 807	5 807
Adj_R <sup>2</sup>	0.230	0.228

## 五、进一步分析

前文分析发现,晋升高管持有超额现金以建立私人帝国、政商网络,实现自身私人收益。那么,晋升高管持有的这部分超额现金将以何种形式来满足私人收益呢?基于此,本文进一步考察公司超额现金去向。

在中国,由于国有企业承担着政策性负担,使原有的业绩指标存在噪音,因而,规模作为可量化指标,成为考核国企高管的重要评判标准。已有研究也证实,当前国企高管的考核与升迁机制仍是“规模导向型”(陈仕华等,2015)。许年行和罗炜(2011)研究发现,晋升机会较高的公司在高管获得晋升之前存在较为严重的过度投资行为。同时,公司规模越大,高管可以用于私人收益的资源越多。因此,高管具有很强的动机扩大企业规模。

因而,在规模导向下,作为“准官员”的国企高管更注重投资、并购,以期扩大公司规模。当高管面临激励时,本文推测“准官员”的国企高管更可能减少现金分红,以期开展投资、并购等活动。基于此,本文分别从现金分红、投资和并购三个视角来分析超额现金去向。

#### (1) 现金分红

由于晋升高管需要持有更多的超额现金满足自身私人收益,其将牺牲投资者的利益,减少现金分红比例。为检验这一推测,本文构建如下模型:

$$\begin{aligned}
 Dividend_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Ex\_cash_{i,t-1} + \beta_2 Ex\_cash_{i,t-1} \times Promotion_{i,t} + \beta_3 Promotion_{i,t} \\
 & + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} \\
 & + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (3)$$

其中,Dividend为每股现金分红比例。参考Kato和Loewenstein(1995),在模型中控制公司规模Size、成长性Growth、财务杠杆Lev、公司年龄Age、盈利能力ROA,以及行业、年度变量。

由表7可知,持有超额现金增加了公司的现金分红比例,但在高管面临晋升激励时,超额现金持有与现金分红比例的关系被弱化,即使持有充足的现金,但其分红比例也相对较小。这说明,晋升激励使高管以牺牲投资者利益为代价,持有更多的超额现金来满足私人收益,而非将

现金以分红的方式返回给股东。

表7 高管晋升激励、超额现金持有与现金分红、过度投资

Panel A: 晋升激励与现金分红			Panel B: 晋升激励与过度投资		
因变量=	(1) <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	(2) <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>	因变量=	(1) <i>Ex_cash<sub>1</sub></i>	(2) <i>Ex_cash<sub>2</sub></i>
	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>		<i>Over_INV</i>	<i>Over_INV</i>
<i>Ex_cash<sub>t-1</sub></i>	0.133** (2.49)	0.192* (1.83)	<i>Ex_cash<sub>t-1</sub></i>	0.012* (1.92)	0.021* (1.70)
<i>Ex_cash<sub>t-1</sub> × Promotion</i>	-0.094*** (-2.68)	-0.153*** (-2.65)	<i>Ex_cash<sub>t-1</sub> × Promotion</i>	0.009** (2.27)	0.003** (2.05)
<i>Promotion</i>	-0.029*** (-3.16)	-0.029*** (-3.18)	<i>Promotion</i>	0.006* (1.82)	0.006* (1.73)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	<i>Control variables</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	5 819	5 819	<i>N</i>	5 819	5 819
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.208	0.206	<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.024	0.030

### (2) 过度投资

为了分析高管晋升公司的资本支出是否基于公司正常经营行为,本文进一步考察其投资效率。参考以往计算投资效率的模型(Richardson, 2006),通过模型(4)估计公司资本投资的正常水平,计算出公司资本投资的正常水平与实际水平的差值(回归残差),即为公司的投资效率。

$$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Growth_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

被解释变量*INV<sub>t</sub>*代表本年度t年的新增投资支出,参考其他学者文章,通过计算购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出与处置这些资产的收入之差,与年初总资产的比例来衡量;*Cash<sub>t</sub>*现金持有量;*Growth<sub>t</sub>*成长性,可以用销售增长率来衡量;*Lev<sub>t</sub>*财务杠杆衡量公司的债务水平;*Age<sub>t</sub>*指企业IPO之后的年数;*Size<sub>t</sub>*公司规模,用年初总资产的自然对数表述;*RET<sub>t</sub>*股票收益率;此外,还包括了年度和行业哑变量,用来控制年度和行业效应。最终的回归残差即可衡量公司的过度投资*Over\_INV*。

为检验高管晋升激励与过度投资的关系,本文构建如下模型(5):

$$Over\_INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ex\_Cash_{i,t} + \beta_2 Ex\_Cash_{i,t} \times Promotion_{i,t} + \beta_3 Promotion_{i,t} + \beta_4 ADM_{i,t} + \beta_5 Orecta_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

参考已有文献Richardson(2006)、杨兴全等(2010),在模型中控制自由现金流量*CF*;管理费用率*ADM*,等于管理费用/总资产;大股东占款*Orecta*,等于其他应收款/总资产;以及行业、年度变量。

由表7可知,高管晋升公司更可能过度投资,且随着超额现金持有的增加,其过度投资更严重。这说明,高管晋升公司持有超额现金用来满足管理层过度投资、扩大公司规模追求私利的需求,这种无效率的投资行为损害了股东财富。

### (3) 企业并购

Harford(1999)研究发现,现金持有充足的公司更倾向于开展并购活动,但这类并购活动的市场价值却较低,说明充足的现金导致企业无效率的并购,损害了股东财富。基于此,本文进

一步分析高管晋升公司持有的超额现金是否更多的从事现金并购活动及其并购质量。以公司并购活动中是否采取现金支付作为被解释变量,本文构建如下Logit模型:

$$M\&A_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ex\_cash_{i,t-1} + \beta_2 Ex\_cash_{i,t-1} \times Promotion_{i,t} + \beta_3 Promotion_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, $M\&A$ 为是否现金并购的虚拟变量。同时,在模型中控制公司规模 $Size$ 、成长性 $Growth$ 、财务杠杆 $Lev$ ,以及行业、年度变量。

由表8可知,超额现金持有增加了公司从事现金并购的概率,与Harford(1999)研究一致。交互项系数 $Cash_{i,t-1} \times Promotion$ 显著为正,说明高管晋升公司在持有充足的现金时更可能采用现金开展并购活动。

表8 高管晋升激励、超额现金持有与企业并购

Panel A: 晋升激励与企业并购			Panel B: 晋升激励与并购质量		
被解释变量=	(1)	(2)	被解释变量=	(1)	(2)
	$M\&A$	$M\&A$		$CAR[-1, +1]$	$CAR[-3, +3]$
$Ex\_cash_{i,t-1}$	0.413** (2.45)	0.427** (2.40)	$Promotion$	-0.072* (-1.89)	-0.063** (-2.02)
$Ex\_cash_{i,t-1} \times Promotion$	0.288** (1.96)	0.302** (2.42)	$Size$	-0.007 (-1.15)	-0.005 (-1.14)
$Promotion$	0.217 (1.61)	0.254* (1.72)	$Tobin's Q$	0.014 (1.07)	0.009 (1.03)
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	$Year$	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	$Industry$	Yes	Yes
$Industry$	Yes	Yes	$N$	1 978	1 978
$N$	2 216	2 216	$Adj\_R^2$	0.132	0.108
$Pseudo R^2$	0.042	0.046			

进一步,本文参考McConnell和Muscarella(1985)的方法考察市场如何对此类现金并购活动做出反应,以分析高管晋升公司的现金并购活动质量。如果这类公司的现金并购有损股东财富,那么外部投资者会给予消极反应。采用累积超额收益率 $CAR$ (cumulative abnormal return)作为这类并购活动价值效应的代理变量,以公司现金并购活动的公告日为事件基准日,分别选取 $[-1, +1]$ 、 $[-3, +3]$ 作为事件窗口。为检验这一关系,构建如下模型:

$$CAR = \alpha + \beta_1 Promotion + \beta_2 Size + \beta_3 Tobin's Q + \beta_4 Lev + \beta_5 CF + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (7)$$

其中, $CAR$ 为累积超额收益率。在模型中控制公司规模 $Size$ 、市账比 $Tobin's Q$ 、财务杠杆 $Lev$ 、自由现金流 $CF$ ,以及行业、年度变量。

由表8可知, $Promotion$ 的系数显著为负,说明高管晋升公司的现金并购活动有损股东财富,外部投资者更可能给予消极反应,从而证明晋升公司持有超额现金更可能从事损害股东利益的私人收益行为。

上述分析说明,高管晋升公司以牺牲股东财富最大化为代价,减小现金分红比例,将现金留存在企业内部,以期持有超额现金从事满足私人收益的并购和投资活动。这些说明,高管晋升公司的现金持有行为体现了其代理动机,符合Jensen(1986)的自由现金流假说。

## 六、研究结论与启示

本文基于现金持有价值视角,考察了外部投资者对国企高管晋升激励行为的反应。研究发现,高管晋升激励与公司超额现金持有价值显著负相关,高管晋升机会越高,外部投资者对于高管晋升公司持有的超额现金给予折价越大,现金持有价值显著减少,这说明超额现金持有行为体现了晋升激励高管的私人动机,增加了代理问题。产品市场竞争的外部压力和完善的法律保护环境有助于减少管理层偷懒及侵占公司利益的行为,约束管理层现金持有的私人收益动机,缓解投资者的现金折价行为。进一步研究发现,晋升激励高管更可能利用超额现金从事过度投资、低质量的并购等活动攫取个人私利,损害了股东财富。本文验证了晋升激励增加了股东与管理层之间的代理冲突。这一研究结论与《关于深化国有企业改革的指导意见》提出的国企高管分层管理相一致,建立健全的经理人制度,完善公司治理内部机构,促进国企改革的顺利进行。

本文研究结论的启示如下,在深化国企改革的进程中,积极完善经理人制度,改善国企高管的“政治”身份,市场经济环境下增加员工持股计划,培养国企高管的主人翁精神,使其与股东利益协调一致,以减少代理冲突。而且,应强化法律监管和产品市场竞争的外部治理机制。过于垄断的市场导致管理层的偷懒行为,建立健全公司治理机制,其中产品市场竞争和投资者保护也能够减少管理层偷懒、提高公司业绩,约束管理层持有超额现金的私人收益行为。

### 主要参考文献

- [1]陈仕华,卢昌崇,姜广省,等. 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.
- [2]陈信元,陈冬华,万华林,等. 地区差异、薪酬管制与高管腐败[J]. 管理世界,2009, (11): 130-143.
- [3]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.
- [4]姜彭,王文忠,雷光勇. 政治冲击、不确定性与企业现金持有[J]. 南开管理评论,2015, (4): 130-138.
- [5]李维安,邱艾超,牛建波,等. 公司治理研究的新进展: 国际趋势与中国模式[J]. 南开管理评论,2010, (6): 13-24, 49.
- [6]林毅夫,刘明兴,章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究[J]. 管理世界,2004, (8): 81-89, 127.
- [7]刘猛,叶陈刚,武剑锋. CEO变更、社会信任与审计师认知[J]. 山西财经大学学报,2017, (7): 98-109.
- [8]刘青松,肖星. 败也业绩,成也业绩?——国企高管变更的实证研究[J]. 管理世界,2015, (3): 151-163.
- [9]罗琦,泰国楼. 投资者保护与公司现金持有[J]. 金融研究,2009, (10): 162-178.
- [10]辛清泉,谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究,2009, (11): 68-81.
- [11]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.
- [12]杨兴全,张照南,吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论,2010, (5): 61-69.
- [13]Dittmar A, Mahrt-Smith J. Corporate governance and the value of cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599-634.
- [14]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.
- [15]Gleason K C, Greiner A J, Kannan Y H. Auditor pricing of excess cash holdings[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2017, 32(3): 423-443.
- [16]Li H B, Zhou L A. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China[J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89(9-10): 1743-1762.
- [17]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.

# The Effect of Promotion on the Value of Excess Cash Holdings: Evidence from SOEs in China

Liu Meng<sup>1</sup>, Zhang Chenyu<sup>2</sup>, Ye Chengang<sup>3</sup>, Chen Yanliang<sup>4</sup>

(1. Business School, Anyang Normal University, Anyang 455000, China;

2. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China;

3. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;

4. Business School, Shandong Technology and Business University, Yantai 264005, China)

**Summary:** On the basis of the optimal sequence financing theory and the agency theory, this paper examines how external investors react to the promotion incentive behavior of SOE executives from the perspective of excess cash holdings. This study finds that the association between political promotion and the value of excess cash holdings is negative. The finding shows that when there is a promotion incentive for executives, external investors give discount to the value of excess cash holdings and the value of excess cash holdings significantly reduce, suggesting that excess cash holdings reflect the “agency view” of promoted executives, and the excess cash reflects the opportunistic motivation of executives, which means that executives are more likely to grab personal interests through cash. The corporate governance mechanism can alleviate the agency problem between managers and shareholders, and improve firm value. We use product market competition and investor protection to measure the corporate governance, and find that product market competition and investor protection are important corporate governance mechanisms. Strong product market competition and investor protection can effectively reduce the excess cash holdings of promoted executives, and alleviate the discount of outside investors to the value of excess cash holdings. Furthermore, we examine how the excess cash held by promoted executives is used to satisfy private benefits. The assessment and promotion mechanism of SOE executives is still “scale oriented”, and the larger the company is, the more resources executives can use for private benefits. We predict and find that SOE executives have strong motivations to extend the scale of firms and are more likely to use the excess cash to do inefficient investments rather than pay cash dividends to shareholders, and the SOEs whose executives have the chance to promote to higher positions are more likely to engage in low quality M&As, but these activities damage shareholders’ wealth, and external investors are more likely to give negative reactions. All of these findings show that the cash holding behavior of political promotion companies reflects its agency problem, which supports the free cash flow hypothesis. The association between political promotion and the value of excess cash holdings is still established when we use Propensity Score Matching, instrumental variables and other robustness test methods. Overall, political promotion executives use firms’ resources to pursue private benefits, and exacerbate agency conflicts between shareholders and managers. The findings can help us to enhance the understanding of incentive effects of political promotion, and have an important policy suggestion for the SOE reform and job market building.

**Key words:** promotion incentive; the value of excess cash holdings; agency view; trade-off view

(责任编辑:王 孜)