

政府质量、终极产权 与公司现金持有*

□陈德球 李思飞 王 丛

摘要:在中国式改革和发展的过程中,政府质量在地区经济增长中扮演了重要的角色,这一视角对于理解中国特色的支持增长的制度安排和中国的经济增长提供了新颖而又重要的认识。企业行为是对制度的反应。本文以2005~2007年上市公司为研究样本,采用世界银行(2006)对我国120个城市的调研数据度量政府质量,检验了地方政府质量对企业现金持有行为的影响。实证结果发现,在政府质量越高的地区,公司现金持有量越低;民营企业现金持有对政府质量的敏感度更高,政府质量对国有企业的现金持有的影响随着实际控制人的行政级别提高而减弱,实证结果支持地方政府对企业现金持有决策的“扶持之手”假说。进一步的研究发现,政府质量对企业现金持有的作用机理是通过增加银行贷款,应付票据及外商直接投资来降低企业面临的融资约束。上述结果在考虑了内生性问题以及一系列稳健性检验后仍成立。结论表明,地方政府质量通过影响当地企业的融资约束条件对公司现金持有动机产生重要的影响。本文提供了解释地方政府支持增长的制度安排的微观机制的经验证据。

关键词: 现金持有 政府质量 融资约束

一、引言

制度对经济增长的重要作用近年来受到经济学家的普遍关注(North and Thomas, 1973; North, 1981; La Porta et al., 1998)。一国的法律制度对金融市场和经济的发展有着巨大影响(Shleifer and Vishny, 1994; La Porta et al., 1998, 2000, 2002; Levine, 2002)。然而这些重要文献的相继问世愈加凸显出Allen等(2005)提出的中国经济在过去30年间保持高速增长的“中国增长之谜”。中国目前的司法制度、金融体系、会计标准在世界范围内处于相对落后的位置,但是中国在过去30年里展现了许多国家都无法企及的强势增长,这一矛盾该如何解释?周黎安(2007)指出中国高速增长的背后一定有与之相对应的强大激励和提供这些激励的制度安排。经济改革中的行政与财政分权(Montinola et al., 1995; Qian and Roland, 1998)以及官员晋升评价机制(周黎安, 2007)等制度安排为中国的地方政府(官员)提供了“世界范围内罕见的”推动地方经济增长的强烈动机,这也正是薄弱制度下中国经济高速增长的重要动因。

在经济转轨过程中,政府所扮演的角色受到经济学家的普遍关注。Fan等(2011)指出,地方政府对于企业活动的严重干预是新兴市场的共同特征。政府通过税收、监管和政府所有权影响和控制企业从劳动力、土地、能源、基础设施、矿产和融资等各项投入到产出的诸多方面。在这种情况下,政府(官员)的质量就成为新兴市场中影响企业决策的一个关键因素。经济增长的基石是国家、产权和有效率的组织(企业),而政府作为连接它们的连接纽带位于经

*本文得到了国家自然科学基金青年项目(项目批准号:71102076)、教育部人文社会科学研究青年基金项目(项目批准号:10YJC630019, 10YJC630070)、国家社科重大招标项目(项目批准号:10ZD&035)、对外经济贸易大学学术创新团队资助项目和211工程三期建设项目(批准号:7320032)等资助。作者感谢香港中文大学范博宏教授(Joseph.P.H.Fan)、芮萌教授(Oliver.Rui)、英国卡迪夫大学肖泽忠教授(Jason Xiao)、山东大学曹廷求教授、中国人民大学郑志刚教授、南开大学吴德胜副教授、对外经济贸易大学刘慧龙博士等给予的建设性意见。特别要感谢第三届中国青年会计学者论坛上北京大学光华管理学院吴联生教授对本文给予了有益的评论。文责自负。

经济增长的中心。在过去30年间,中国地方政府在地区经济增长中扮演着一个非常重要的角色(吴敬琏,2004;何晓星,2005)。在财政分权制改革的背景下,地方政府在追求区域经济利益的过程中展开竞争,各地方政府质量提供的公共治理机制影响着公司的行为。政府质量主要体现在维护法律和秩序、保持宏观经济的稳定、提供基础设施以及公开公平的税收管理体制和规制管理的制度框架(Herman et al.,2000)。政府质量由此会对企业的组织结构、公司治理和信息透明度产生显著的影响(Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Fan et al., 2009; Jiang et al., 2010)。企业行为在很大程度上内生于公司所处的地方政府环境,因此,在中国的制度背景下考察政府质量对于企业行为的影响具有重大的理论和现实意义。

现有文献对政府作用的研究主要聚焦于政府的“扶持之手”(Knack and Keefer, 1995; Mauro, 1995; Easterly and Levine, 1997; Johnson et al., 1997)与“掠夺之手”(Frye and Shleifer, 1997; Shleifer and Vishny, 1994)两种同时存在的效应。在现有的制度环境下,中国企业的行为特征不仅受到企业内部人(例如大股东和经理层)和外部投资者(例如中小股东和债权人)之间的代理关系的影响,更是企业的利益相关者与具有强制力的政府之间相互博弈的均衡结果(李增泉、孙铮,2009),因此,政府的双重角色在我国同样发挥着重要的影响,特别是我国经济在行政分权、财政分权的转轨阶段,各级地方政府都深刻地参与到改革与经济发展过程中(许成钢,2005),地方政府(官员)为了经济动机和政治动机,相继展开了竞争。在这种情况下,政府(官员)有强烈的动机,以行政收费、审批和生产资源分配等方式,利用公司的资源帮助政府解决社会负担、改善就业等方式促进地方经济发展或使其他社会成员获益以促进社会稳定,从而获取政治资本。同时,地方政府也有动机为当地企业提供良好的制度保障,降低经济主体之间的交易成本,通过推动地方政策、改善经营环境或直接补贴等方式通过帮助企业发展来促进地区经济发展。因此,地方政府的扶持之手和掠夺之手对企业的决策行为都会产生重要的影响。

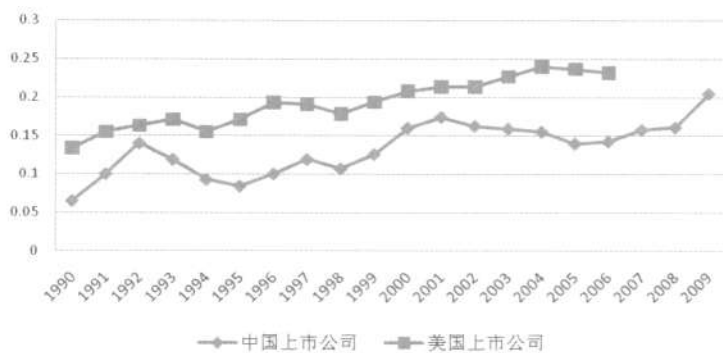


图1 美国与中国上市公司现金持有比较

注:美国数据来源于: Bates, Kahle and Stulz, 2009, Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance, 64, 1985-2021。中国上市公司数据来自于CSMAR数据库。

为了考察政府的上述影响,我们选择从公司的现金持有决策这一视角进行研究。现金持有决策是公司的一项重要战略决策,涉及其资产配置,它能够显著地影响公司的资本成本和公司投资有利利润项目的能力。在近20年中,无论是发达市场还是新兴市场,企业都持有越来越多现金(图1)。以中国上市公司为例,现金占总资产的比率由1990年的6%上升到2009年的21%。这些现象说明,对现金持有水平的影响因素及其作用效果进行研究是非常重要的。以往的文献从交易动机(Miller and Orr, 1966)、预防动机(Opler et al., 1999)和代理动机(Jensen, 1976; Dittmar et al., 2003)等考察了公司现金持有的决定因素。然而,这些文献还没有涉及一项重要的因素,即政府质量对企业现金持有决策的影响^①。

在上述已有研究成果的基础上,本文综合政府质量与现金持有两个领域相关文献,考察地方政府质量如何影响公司的现金持有决策,以及具体影响这一重要财务决策的路径,以此为突破口来理解转型经济下的中国地方政府促进地方经济增长的微观作用机制。

我们认为,现金对于政府的支持和掠夺行为都有很高的敏感性。在政府的双重角色下,如果地方政府的“掠夺之手”效应占优,低质量的政府将有更强烈的侵占动机,当面临着政府侵占公司资源的风险时,公司内部人有动机采取行动降低容易被侵占的流动性资产的比例以规避政府的侵占风险。如果“帮助之手”效应占优,较好的政府通过支持效应,提高金融市场中的公众信任,降低交易成本,帮助公司获取外部资金,减轻融资约束,从而降低公

司持有现金的预防性动机,减少现金持有。

我们应用世界银行(2006)对中国120个城市,12400家企业的调查数据度量地方政府质量水平。这一数据是从企业的角度来评价政府质量,根据对企业的调查结果而得出,因此对于研究政府质量如何影响企业行为更为适合。以往研究中广泛使用的地区层面的制度度量指标(樊纲等,2010)大多是根据各地区的数据统计指标进行综合分析而得出,并且大多局限在省级层面。本文的数据从城市层面评估了当地政府的的质量,可以让我们更为细致地分析地方政府如何影响其所在地企业的决策。

我们的研究结果证实对于企业的现金持有决策而言,地方政府的“扶持之手”角色发挥着更为重要的作用,即地方政府质量与现金持有显著负相关,这种负相关关系是因为高质量的政府可以帮助企业获得更多的外源融资从而缓解企业面临的融资约束。我们还发现,地方政府对于民营企业的现金持有决策影响更为显著,同时,由于各级政府之间存在着利益的博弈,因此地方政府的影响力对于不同层级控股的企业也不尽相同。

本文的研究从以下几个方面丰富和拓展了现有文献:首先,从微观视角提供了政府质量影响公司决策的作用机制。现有文献对政府质量与宏观经济增长,特别是对中国经济高速增长背后的地方政府激励这一制度安排进行了大量研究(周黎安等,2005),但是对于微观层面政府的“扶持之手”和“掠夺之手”直接作用于公司决策的经济后果研究不够充分。经济发展的一个根本因素是国家官僚行政体制的效率与质量(李稻葵,2002)。本文从这一角度丰富和发展了现有的政府质量对企业行为研究的文献。其次,补充了我国企业现金持有的文献。现有文献大多集中研究内部人代理问题如何影响现金持有决策(Lian et al.,2010;辛宇、徐莉萍,2006),近期的文献也开始关注制度环境因素对于企业现金持有决策的作用(杨兴全、张照南,2008),但这些研究思路忽视了政府(官员)质量对企业行为动机的影响,对现金持有决策中地方政府的角色这一问题的研究还相对缺乏,本文的研究是对上述文献的进一步补充。最后,本文针对同一大环境下不同地区政府质量发展程度的比较分析,可在更大程度上控制国家之间的其他内生性因素的影响,是对已有的跨国比

较政府与企业决策行为的研究(Capiro et al.,2008;Durnev and Fauver,2009)的有益补充。

后文安排如下:第二部分我们简要分析制度背景并提出了研究假说;第三部分介绍了研究模型和主要变量的度量;在第四部分我们列示了主要的实证研究结果;在第五部分提出了本文的研究结论。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一)转型经济中的地方政府

转型经济中的中国,在政治上,中央政府对地方政府有着强有力的人事控制,但是在经济上,地方政府控制着中国大部分的经济资源(许成钢,2005),从省级到县级地方经济的相对自给自足,地方政府有足够的空间寻求经济的发展,更为重要的是,它们能够进行制度创新,以促进经济增长。中央政府将更多的自主权下放给地方政府,鼓励他们进行改革尝试以推动地方经济发展、鼓励地区之间的经济竞争。地方政府实质上控制着当地的土地、企业、金融资本、能源和原材料等大量资源,分权的结果是地方政府发展地方经济的积极性被调动起来,同时地方政府竞争资源的动机也随之产生(Pe-rotti et al.,1999)。在中央正式的监管制度下,地方政府发起、协商并执行改革开放政策、规则制度和法律,推动并影响了地方以至全国的经济的发展。

在财政分权体制下,地方政府拥有发展地方经济的激励。地方经济的发展直接关系到当地的财政收入和就业,从而影响到对地方官员的绩效评价。Li和Zhou(2005)、周黎安等(2005)发现省级GDP的增长率与省级官员的升迁概率呈显著的正相关关系。因此,地方政府(官员)有动机通过好的制度安排,优化企业资源配置,促进地方经济发展。但转型过程中的中国,由于缺乏良好的市场机制、产权保护体系和完善的法律系统,地方政府又有动机直接转移公司资源来实现其政治目标。政府以行政收费、审批和生产资源分配等方式通过企业解决社会负担、改善就业等方式促进地方经济发展。

以上分析表明,随着中央政府与地方政府之间分权改革的深化,地方政府将经济发展、社会服务等政绩目标和政府官员的个人升迁和寻租机会紧密结合在一起,纳入公共治理的重要渠道。政府(官员)一方面从促进地方经济发展,追求政治绩效的

目标出发,提供好的制度安排,降低交易成本,优化企业资源配置;另一方面,从满足自己的私利和追求本位利益出发,侵占公司利益。陈抗等(2002)基于中国的情境下的研究认为伴随着分税制的实行,财政资源迅速地由预算内向预算外甚至体制外转移,贪污、腐败愈加普遍,地方政府的“帮助之手”有向“掠夺之手”转变的明显趋势。姚洋(2003)认为,在分税制下,政府行为的机会成本倾向导致腐败,有损政府行政的公正性,政府的行为因此越来越像唯利是图的企业,而不是处理公共事务的权力机构。潘洪波等(2008)证实了我国政府的双重角色,他们发现当地方政府面临更为严重的财政赤字和失业率的时候,政府会更有动机干预企业的并购,而这种干预会显著降低并购的绩效;但是对于亏损的企业而言,政府的干预反而会帮助企业提升绩效。

财政分权化的改革导致了地方政府之间的激烈竞争。在竞争的压力之下,地方政府起着“政治企业家”的作用,进行了诸如产权制度变革、行政审批制度改革以及地方公共产品供给制度改革等制度创新行为(唐丽萍,2007),而干预微观经济活动是实现地区竞争和公共治理的主要途径。因此,企业持有现金的动机不可避免地受到以公共治理机制为载体的地方政府质量水平的影响。由于政府在影响企业的行为中发挥着“扶持之手”和“掠夺之手”的双重角色。因此,政府质量对企业现金持有决策的影响要依赖于“扶持之手”和“掠夺之手”哪种效应占据主导地位。

(二)政府质量与企业现金持有决策

企业持有现金主要出于交易性动机(Miller and Orr, 1966),预防性动机(Opler et al., 1999)和公司内部人的自利动机(Jensen, 1986),目前国内外的研究主要集中在后两种现金持有动机以及企业内部和外部条件的变化如何影响持有动机从而最终影响企业的现金持有量。

“预防性动机”认为企业持有现金为了预防可能出现的风险冲击,特别是外部融资成本较高时这种动机更为强烈(Bates et al., 2009)。Opler等(1999)指出企业持有现金等流动性资产可以帮助降低企业融资所需的交易费用并且可以用流动性资产支持商业活动,特别当外源融资成本相对较高时现金的价值更大。他们从实证上证明当企业更

容易获取外源融资时企业持有更少的现金。企业持有现金应对融资约束也一直是现金持有研究中的重要课题。Fazzari等(1988)发现融资约束程度较大的企业更多地依赖于内部资金,而融资约束相对较弱的企业其投资行为不必依赖于内部资金。Almeida等(2004)从理论上证明,出于谨慎投资动机,融资约束的公司具有将一部分增量现金流转化为现金储备的动机,而非融资约束公司则不具有这种谨慎投资动机。Denis和Sibilkov(2007)发现对于融资约束的企业来说,持有现金的价值更高,因为富余的现金持有可以帮助融资约束的企业投资有价值的项目。Lian等(2010)对中国企业现金持有的动态研究发现,由融资约束引发的预防性动机可以很好地解释我国企业的现金调整行为。

由于我国资本市场发展相对不成熟,企业普遍面临着不同程度的融资约束,因此企业具有较强的持有现金的预防性动机。在政府的“扶持之手”作用下,较高质量的地方政府通过提供产权保护、法律执行力度,构建经济主体之间的交易信任关系,能够促进当地的企业金融信贷市场的发展,降低交易成本,有助于提高对当地企业的资源配置,进而降低企业的外部融资成本。朱红军等(2006)认为,金融发展水平的提高能缓解企业的融资约束。当企业所在地的政府质量较好,其所面临的融资约束就可以得到一定程度的缓解,就不需要持有过多的现金以预防融资约束所带来的问题。在这种情况下,企业内部人持有现金的预防性动机就会减弱,相应的就会降低现金持有量。由此,我们提出政府质量与企业现金持有的融资约束假说。

假设 1.1:上市公司所在地政府质量越高,企业现金持有量越少。

“公司内部人自利动机”认为由于现金是一种更易被内部人自由处置和侵占的资产,股东与管理层的代理冲突激励管理层偏好持有更多的现金用于在职消费、职业关注和帝国构建(Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986)。Myers和Rajan(1998)指出,流动性资产比固定资产更有利于控股股东侵占少数股东利益,也是管理层获取私人收益中成本最低的一种方式。在政府的掠夺之手下,现金等流动性资产易于转移的特性也会使得这种资产成为政府侵占的目标。政府会采取各种直接或

间接的手段来侵占公司的现金资产。相比较各种非流动性资产来说,掠夺性的政府更倾向于侵占流动性资产,这是因为对于非流动性资产的侵占更容易被追踪从而使他们的侵占面临较高的政治风险(Caprio et al., 2008)。

30年来,中国市场化进程中改革的核心内容是经济分权与政治治理体制的紧密结合。政府官员的治理机制是决定经济增长的重要的制度安排(周黎安, 2007),在财政分权机制下,地方政府之间竞争加剧,为了实现地方政府治理目标和经济增长考核要求,地方政府所控制的企业成为了地方政府用以满足地方利益甚至是私人利益的工具,政府对当地企业具有侵占动机。上市公司作为当地重要的经济支柱,可能面临更多来自扮演“掠夺之手”角色政府的侵占风险,政府可能会让公司承担政府的多重目标,比如向企业征收更多的税费,要求企业安置就业人口,要求企业并购当地亏损的其他企业。更为严重的是,在中国以关系为基础的商业环境中,企业需要花费更多的资源与政府建立关系,从而获取垄断租金。而政府质量越低,这种寻租行为的成本也就越高。上述关于政府干预、腐败和效率的要素都会增加企业所面临的侵占风险,面对政府的侵占风险,企业的内部人有动机采取措施来规避这种风险,而保护流动性资产的措施则就是调整资产配置的比例(Stulz, 2005)。即降低流动性资产的持有,并将其投入到其他固定资产或研发支出等不易于被政府侵占的资产支出上。Caprio等(2008)的跨国研究证实了在政府贪腐程度越严重的地区,企业持有更少的现金,同时企业投资更多的固定资产和发放更多的股利。由此,我们提出政府质量与现金持有的掠夺假说。

假设 1.2: 上市公司所在地政府质量越高,企业现金持有量越高。

(三)最终控制权、政府质量和现金持有

上述地方政府质量对于现金持有决策的影响在不同产权性质下的企业中有所不同。我国资本市场作为一种政策性市场的特征仍然较强,在政府“帮助之手”作用下,相比较民营企业,国有企业以政府声誉担保,经营风险相对较低,而且与国有商业银行的天然联系使得国有企业更容易获得以银行为主的债权人的资金支持。政府在资源配置

过程中倾向于为国有企业的贷款提供一种隐性担保,以国家的信用替代了企业的信用,国有企业的外部融资能力较强,遭受的融资约束较弱,因此,其现金持有动机对政府的“扶持之手”不敏感。民营企业在成长过程中,需要获得充足的资金并投向具有增值潜力的项目上。但从融资供给方面看,民营企业的资金不从外部金融市场中获取时,就可能存在着其他的替代方式如构建内部资本市场,利用自有资金,从现金流中保留更多的现金作为融资选择,缓解融资约束。但民营企业的内部融资会受到企业经营状况的制约,融资能力有限,长期下去会影响企业的投资和更进一步的发展。因此,民营企业如何获取外部融资是企业面临的重要难题。他们更容易依赖于地方政府提供的“扶持之手”,缓解企业的信贷约束和金融生态环境。在政府的扶持之手作用下,政府有动机、有条件从财政、税务、技改、服务和环境等方面支持民营企业的发展,提高民营企业融资主体的融资能力,构建担保体系;提高产权保护水平,加强法庭执行力度,改善中小企业发展的金融生态环境;提高行政办事效率,加强信用体系的日常监管,发挥信用担保、信用评价和信用调查等信用中介作用支持企业发展。因此,地方政府质量越高,越能够缓解民营企业外部融资困境,帮助企业克服信息不对称和道德风险问题,从而降低企业的融资成本。面对着持有现金的机会成本,民营企业有动机降低公司现金持有量。因此,在政府的“扶持之手”作用下,相对于国有企业,民营企业的现金持有行为对政府质量更为敏感。地方政府质量越高,面对着持有现金的机会成本,民营企业降低现金持有量的动机会增强^②。因此,在政府的扶持之手作用下,我们提出研究假设 2.1。

假设 2.1: 相比较国有企业,政府质量越高,民营企业现金持有量越少。

在政府的“掠夺之手”作用下,由于我国目前对私有产权的保护相对薄弱,而相关法律法规发展不完善,民营企业面临着来自各方,特别是政府的利益侵占行为(Bai and Xu, 2005)。相比较国有企业,民营企业又缺少国有股权、政治关联等规避侵占风险的机制,地方政府就有更易于通过政策的变化从民营企业中转移资源。相比较国有企业与政府的天然联系,民营企业的财务行为在很大程度上依赖

于政府质量提供的公共治理机制的不确定性。在政府的“掠夺之手”的作用下,政府可能直接通过征收超限的税收、摊派、行政收费等行为,加重企业的经济与社会负担。面对政府的侵占动机,民营企业有动机降低其现金持有量,转移公司的现金资产。因此,对于政府的“掠夺”行为,民营企业内部人的决策动机都会受到更大程度的影响,最终的财务决策也会对外部政府质量的反应更为敏感,地方政府质量越低,政府侵占动机更强,民营企业降低现金持有量的动机越高,如果政府质量越高,其侵占动机降低,民营企业现金持有量会提高。根据上述理论分析,在政府的“掠夺之手”作用下,我们提出研究假设2.2。

假设2.2:相比较国有企业,政府质量越高,民营企业现金持有量越高。

在财政分权化改革的背景下,国有企业按照终极控制人层级的不同,又可以进一步分为中央部委和地方政府(省级、市县级)最终控制两类。这两类上市公司在与政府的外部联系和监督激励体制上有着明显的不同,从而导致它们对政府行为的反应存在着差异(夏立军、方轶强,2005; Cheung et al., 2009)。对于不同控制层级的国有企业,高行政级别的终极股东所控制的企业与国家核心利益的联系更为紧密(Chen et al., 2010),如国资委控制的中央企业关系到国家的经济命脉,使得地方政府对企业行为影响较小。而地方政府控股的上市公司往往是地方政府与其他地区竞争全国性资源的重要阵地,对地方政府的政绩有着很大的影响,软预算约束和向地方政府寻租的行为颇为普遍,相对于中央国有上市公司而言,监管也相对较弱。因此,在政府“扶持之手”的作用下,地方政府有更多的责任和能力提高其所控制的公司在地地方资源配置中的作用。政府有强烈的积极性通过各种优惠政策如投资审批权、银行贷款抵押权,缓解地方国有企业的融资约束,支持地方国有企业的发展。相对于中央国有企业,地方国有企业对地方政府提供的公共治理机制更为敏感。当地方政府质量较高时,地方政府的“扶持之手”会缓解地方国有企业的融资约束,企业现金持有量会降低。因此,我们提出研究假设3.1。

假设3.1:相比较中央国有企业,政府质量越高,地方国有企业现金持有量越低。

在政府“掠夺之手”的作用下,由于中央企业终极股东行政级别接近于政策法规的制定者,掌握着更大的行政权力,能够对有侵占公司利益企图的政府机构(官员)形成更为有效的制约。而地方政府(官员)为了追求自己的政治业绩和寻租需要,就可能通过各种政治压力或者交换关系迫使或诱使所控制的企业向政府倡导的政绩项目和其他公共设施工程捐资出力(周雪光,2005),有较强的动机去侵占上市公司这块“蛋糕”,转移其资源来贡献于当地的就业、税收、经济发展甚至个人私利等,但由于地方政府较弱的行政能力和中央国有企业面临更为严格的监管,地方政府的这种侵占动机对于中央国有企业的作用较弱。公司现金持有是一种流动性较强,企业缓解融资约束和投资不足的财务决策,也是一种容易产生被侵占的行为,因此,相比较中央国有企业,地方国有企业的内部人的决策动机在更大程度上受到地方政府质量的影响,其现金持有决策也就相应的对地方政府质量更为敏感。地方政府质量越差,地方国有企业现金持有量会越低,以规避政府侵占风险。由此我们提出研究假说3.2。

假设3.2:相比较中央国有企业,政府质量越高,地方国有企业现金持有量越高。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文选择的样本为2005~2007年^①沪深交易所上市的所有A股上市公司为初始样本。考虑到金融类和公共事业类上市公司的特殊性,我们剔除了这两类上市公司样本;由于所获取的世界银行的报告涵盖的120个城市,我们将不属于120个城市中的上市公司剔除,同时我们剔除了现金持有及主要相关数据缺失的公司;最后,为消除极端值的影响,对于本文所使用到的主要连续变量上下1%样本进行Winsorize处理,最终我们获得118个城市,3025个观测值;上市公司治理数据和财务相关数据来自CSMAR数据库。地方政府质量的数据来源于世界银行,详见变量定义部分。

参照夏立军、方轶强(2005)的研究,我们根据控股股东性质,将样本上市公司终极产权分为民营和国有产权;同时,根据所有权实际运行主体,若最终控制人为县级或县级以上各级政府的有关政府

机构(政府、国有资产监督管理局、国资委、财政厅等),则认定其为相应级别的政府控制,将国有产权进一步分为中央和地方政府(省、市、县级)控制。

(二)变量定义与检验模型

1.政府质量的定义及其度量

政府质量的相关数据来源于世界银行的调查报告《政府治理、投资环境及和谐社会——中国120个城市竞争力调查》。这项调查涵盖了中国120个城市的12400个公司,提供了关于不同城市的城市特点、政府有效性及和谐化社会的进程方面的细节数据。这120个城市分布于除西藏以外的所有城市,占全国GDP的70%~80%。因此,数据具有代表性并且相对完整。通过与上市公司数据的整合,我们最终选择了118个城市的数据。

对政府质量的度量是本文研究的前提。La Porta等(1999)从3个方面界定了何为高质量的政府,他们认为好的政府提供良好的产权保护,保持较低的税负,即政府是一个非干预者(noninterventionist);好的政府保持廉洁和高效;同时好的政府提供良好的公共服务。Fan等(2011)将政府质量界定为“政府(官员)使其服务对象受益的程度,以及政府决策是否以合法并被社会接受的方式制定及执行”。根据上述的概念界定和已有文献对于政府质量与经济行为及企业决策的相关研究(La Porta et al., 1999; Johnson et al., 2000; Fan et al., 2011),本文以产权保护来度量政府质量中的非干预性,还从政府效率与腐败这个角度进行了进一步的度量,在稳健性检验中以政府提供的公共服务进行了度量。

在具体度量指标上,我们借鉴La Porta等(1999)和Fan(2011)的研究,同时结合中国企业现金持有行为的特征,从世界银行(2006)的调研数据选取了产权保护水平、当地企业对法庭的信心、企业娱乐开支和企业跟政府打交道的的时间4个维度来测度地方政府质量。第一个变量是产权保护水平(GQI_property),这一指标与La Porta等(1999)中的“产权保护指数”类似。地方政府提供的产权保护水平较高,可以有效增强经济主体之间的信任和合同的执行,从而帮助企业更方便地获取外部融资;同时良好的产权保护也可以有效地保护企业的产权,并约束政府的侵占行为。第二个变量是企业

在旅游和娱乐上的花费(GQI_ent),由企业在旅游和娱乐方面的费用除以总的销售收入,这些费用相当于企业对于政府官员的一种灰色支出(Cai et al., 2005),和La Porta等(1999)中的“腐败指数”一样可以看作是政府腐败程度的一个度量。腐败的政府会从企业中攫取更多的资源,地方政府有可能通过征税、索贿以及税收再分配等方式侵占公司的资源,破坏公司价值(Caprio et al., 2008);而对于腐败的政府,企业需要花费更多的资源获取金融资本的分配,从而面临更大的融资约束。第三个变量是每年企业和政府互动的平均天数(GQI_inter),反映了公司必须花费和政府打交道的的时间,这个变量衡量了政府的干预程度和政府的效率,和La Porta等(1999)中的“官僚延误”相似,该指数值越大,代表政府效率越低,政府干预程度越大,企业办事效率越低,提高了企业的交易成本,而且极易导致经济活动中的寻租活动,企业会通过贿赂和宗派活动增加经济中的交易费用,这增大了政府对企业侵占的机会;同时低效率的政府使得企业面临更为缓慢的行政审批程序和更多的政府干预,也增大了获取金融资本和抓住投资机会的难度,也就面临更为严重的融资约束。对于政府对司法系统的影响,我们也考虑一个变量,即对法院的信心(GQI_court),这个变量衡量了对产权的保护和政府对司法系统的影响,跟La Porta等(1999)中的“法律渊源”变量类似,该指数值越大,代表政府质量越高,地方企业对法律的执行力度更有信心,交易成本会降低,企业的资本提供方的利益可以获得更为有效的保障,因此融资约束会降低;同时有效的法律体系也可以进一步约束政府对企业资源的侵占。

为了便于理解上的一致性,我们分别将GQI_ent和GQI_inter分指数改变符号,GQI_ent和GQI_inter值越大,说明政府质量越高,与GQI_property和GQI_court分指数保持一致。借鉴Francis等(2004)的研究方法,我们在各政府质量分指数的基础上,建立综合政府质量指数。首先把每年的变量从低到高进行排序,形成十分位数。排名最末的10%得分最高,排名靠前的10%得分最低。然后我们计算4个变量的平均数构成综合政府质量指数GQI_ag,在这种方式下,综合指数高意味着地方政府质量高。

表1报告了政府质量指数的描述性统计结果。

表1 政府质量指数变量描述性统计

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
GQL_property	118	0.606	0.158	0.269	0.449	0.616	0.740	0.982
GQL_court	118	0.606	0.158	0.270	0.450	0.620	0.740	0.980
GQL_inter	118	0.687	0.220	0.081	0.589	0.682	0.852	1.298
GQL_enter	118	0.128	0.053	0.030	0.080	0.130	0.150	0.270
GQL_ag	118	5.235	1.384	1.250	3.750	5.500	6.500	7.250

GQL_property 的平均值(中位数)为 0.606(0.616), GQL_court 的平均值(中位数)为 0.606(0.620), GQL_ent 的平均值(中位数)0.128(0.130), GQL_inter 的平均值(中位数)为 0.687(0.682), GQL_ag 平均数为 5.235, 最大值为 7.250, 最小值为 1.250, 标准差为 1.384, 政府质量的各分指数值变化范围也很大, 这说明样本所在地区政府质量之间存在着显著差异性。

2. 研究模型

我们将 Opler 等(1999)的研究拓展到政府质量分析框架中, 采用以下回归方程(1)考察政府质量对现金持有的影响。被解释变量为公司现金持有(Cashholdings), 定义为现金与现金等价物与净资产比例。解释变量为政府质量(GQI)。建立在以往的研究基础上(Caprio et al., 2008; Dittmar et al., 2003; Opler et al., 1999), 我们控制了以下变量: 净营运资本(Liquid), 定义为营运资本减去现金与现金等价物除以公司净资产。Size 定义为公司总资产的自然对数。Lev 定义为资产负债率。Debtm 定义为公司长期负债与总负债比率, 与公司流动性风险相关。Mb 为公司总资产市场价值与账面价值比例, 度量公司的增长机会。Capex 为公司资本支出与净资产的比例。Cashflow 为现金流量, 定义为公司经营活动净现金流与公司净资产比例。Dividend 为公司是否发放股利的虚拟变量, 发放股利赋值为 1, 反之则为 0。Top1 为公司第一大股东持股比例。Deepen 为地区金融深化发展程度, 为公司所在地区银行贷款总额与地区 GDP 的比例。Pergdp 为地区人均 GDP, 行业 Industry 和年份 Year 虚拟变量包括在方程(1)中, 控制时间变量和行业异质性特征的影响。行业分类按照中国证监会的要求, 分成 21 个行业, 非制造业以第 1 位数字, 制造业以前 2 位数字为划分标准。除了解释变量 GQI 和 Liquid 之外, 其他控制变量都滞后 1 期以解决内生性问题。

$$\begin{aligned}
 Cash\ holdings_{i,t} = & \alpha + \beta_1 GQI_{i,t} + \beta_2 Liquid_{i,t} \\
 & + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Debtm_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 Mb_{i,t-1} + \beta_7 Capex_{i,t-1} + \beta_8 Cash\ flow_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 Dividend_{i,t-1} + \beta_{10} Top1_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} Deepen_{i,t-1} + \beta_{12} Pergdp_{i,t-1} \\
 & + Industry\ and\ Year\ Dummies_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

四、实证检验结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 为相关变量的描述性统计。从表 2 发现, 样本公司现金持有量均值为 20.5%, 中位数为 14%。而现金与现金等价物占公司总资产的比例为 16.3%, 这说明中国上市公司与其他国家一样持有较多的现金。标准差为 0.235, 这表明公司之间现金持有还存在着差距。其余变量的描述性统计结果见表 2。

(二) 回归检验

1. 政府质量与公司现金持有的回归结果

为了检验本文假设 1, 我们首先对全样本进行回归分析。表 3 报告了政府质量与公司现金持有的回归结果。回归结果 1~4 分别是 GQL_property、GQL_court、GQL_ent 和 GQL_inter 四个政府质量分指数作为解释变量的回归结果。从回归结果 1、2、3 中容易发现, 产权保护、法律执行力以及政府行政效率与公司现金持有量显著负相关, 这表明在公司所在地政府质量越高的地区, 上市公司现金持有量越低。模型 4 的结果显示, 政府 GQL_ent 与现金持有量负相关, 但未通过显著性检验。回归结果 5 是 GQL_ag 与公司现金持有量的回归结果, 两变量在 1% 的水平上显著负相关。从总体上看, 企业现金持有动机对地方政府质量的敏感度较高, 公司所在地政府质量越高, 企业现金持有量越少。这一结果

表 2 主要研究变量的描述性统计特征

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
Cashholdings	3025	0.205	0.235	0.001	0.074	0.140	0.246	1.960
Liquid	3025	0.040	0.735	-3.986	-0.186	0.161	0.450	1.409
Size	3025	21.306	1.042	18.679	20.591	21.207	21.933	25.528
Lev	3025	0.504	0.202	0.064	0.373	0.516	0.630	2.669
Debtm	3025	0.124	0.165	0.000	0.003	0.055	0.176	0.709
Mb	3025	1.149	0.333	0.773	0.960	1.063	1.220	5.610
Capex	3025	0.059	0.061	0.000	0.015	0.039	0.082	0.286
Cashflow	3025	0.068	0.105	-0.272	0.014	0.062	0.116	0.563
Dividend	3025	0.523	0.499	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Top1	3025	0.397	0.162	0.079	0.270	0.378	0.527	0.775
Deepen	3025	1.228	0.437	0.642	0.908	1.133	1.310	2.400

表3 政府质量与现金持有回归结果

被解释变量	Cash holdings				
	1	2	3	4	5
GQI	GQI_property	GQI_court	GQI_inter	GQI_ent	GQI_ag
	-0.105*** (-4.062)	-0.105*** (-4.069)	-0.032** (-1.978)	-0.052 (-0.821)	-0.018*** (-4.311)
Liquid	0.069*** (10.79)	0.069*** (10.79)	0.068*** (10.65)	0.068*** (10.75)	0.069*** (10.83)
Size	-0.084** (-2.005)	-0.084** (-2.004)	-0.082* (-1.947)	-0.077* (-1.831)	-0.086** (-2.051)
Lev	-0.104*** (-4.087)	-0.104*** (-4.088)	-0.108*** (-4.232)	-0.108*** (-4.246)	-0.103*** (-4.059)
Debtm	-0.048* (-1.647)	-0.048* (-1.647)	-0.043 (-1.463)	-0.045 (-1.532)	-0.047 (-1.614)
MB	0.054*** (3.598)	0.054*** (3.594)	0.054*** (3.543)	0.054*** (3.584)	0.054*** (3.590)
Capex	-0.362*** (-5.948)	-0.362*** (-5.948)	-0.377*** (-6.241)	-0.378*** (-6.236)	-0.359*** (-5.922)
Cashflow	0.563*** (8.366)	0.563*** (8.367)	0.567*** (8.435)	0.564*** (8.404)	0.566*** (8.427)
Dividend	0.034*** (4.207)	0.035*** (4.210)	0.032*** (3.943)	0.033*** (3.966)	0.034*** (4.167)
Top1	-0.020 (-0.948)	-0.021 (-0.946)	-0.026 (-1.198)	-0.022 (-1.050)	-0.022 (-1.041)
Deepen	0.034** (2.210)	0.034** (2.210)	0.054*** (3.884)	0.058*** (4.060)	0.029* (1.851)
Pergdp	0.004 (0.500)	0.004 (0.504)	0.002 (0.203)	0.001 (0.046)	0.007 (0.860)
Industry 和 Year 观测值	Control 3025	Control 3025	Control 3025	Control 3025	Control 3025
Adj.R ²	0.278	0.278	0.275	0.274	0.279

显示出对于企业的现金持有决策来说,地方政府的“扶持之手”效应占优,地方政府质量较好的地区通过提供高水平的公共治理,降低交易成本,构建经济主体之间的交易信任关系,促进当地的企业金融信贷市场的发达,提高企业获取外部资源和便利融资能力,进而降低企业持有现金动机。实证结果初步印证了研究假说1.1。

在控制变量的回归结果中,Liquid与公司现金持有正相关,Size、Lev和Capex与公司现金持有量显著负相关,这说明公司越小、较低的财务杠杆和较低的资本支出需要更多的现金持有。Cashflow显著为正,这说明具有更多经营活动净现金流的企业,越需要持有更多的现金(Dittmar et al., 2003)。Dividend变量显著为正,这与Ozkan和Ozkan(2004)的研究相一致,说明支付股利的公司越需要持有更多的现金以避免现金不足。Top1未通过显著性检验。Deepen与现金持有显著正相关,这说明公司在金融深化程度较高的地区,越能够获取更多的银行贷款,公司出现现金短缺的概率会降低。

为了进一步考察在不同的终极控制人性下,地方政府质量对公司现金持有的影响是否存在差异性特征,检验研究假设2.1和2.2,我们引入最终控

表4 政府质量、产权性质与公司现金持有回归结果

被解释变量	Cash holdings				
	1	2	3	4	5
GQI	GQI_property	GQI_court	GQI_inter	GQI_ent	GQI_ag
	-0.139*** (-4.922)	-0.145*** (-5.253)	-0.021 (-1.204)	-0.108 (-1.431)	-0.011*** (-4.833)
Ultimate	-0.056 (-4.92)	-0.067** (-2.155)	-0.022 (-0.891)	0.020 (1.065)	-0.028 (-1.229)
GQI×Ultimate	-0.093** (-2.481)	-0.111** (-2.349)	-0.033* (-1.926)	-0.163 (-1.307)	-0.055** (-2.494)
Liquid	0.070*** (10.85)	0.070*** (10.82)	0.068*** (10.66)	0.068*** (10.80)	0.069*** (10.84)
Size	-0.085** (-2.008)	-0.086** (-2.022)	-0.084** (-1.963)	-0.078* (-1.836)	-0.086** (-2.025)
Lev	-0.101*** (-3.975)	-0.101*** (-3.972)	-0.107*** (-4.219)	-0.107*** (-4.220)	-0.102*** (-4.005)
Debtm	-0.046 (-1.573)	-0.047 (-1.579)	-0.042 (-1.440)	-0.044 (-1.481)	-0.045 (-1.544)
MB	0.054*** (3.587)	0.054*** (3.599)	0.054*** (3.559)	0.054*** (3.578)	0.054*** (3.583)
Capex	-0.368*** (-5.979)	-0.372*** (-6.028)	-0.377*** (-6.197)	-0.379*** (-6.214)	-0.365*** (-5.958)
Cashflow	0.562*** (8.393)	0.562*** (8.393)	0.567*** (8.449)	0.564*** (8.400)	0.566*** (8.446)
Dividend	0.034*** (4.152)	0.034*** (4.135)	0.033*** (3.995)	0.033*** (3.944)	0.034*** (4.120)
Top1	-0.0211 (-0.984)	-0.0208 (-0.971)	-0.0238 (-1.103)	-0.0227 (-1.059)	-0.0226 (-1.051)
Deepen	0.032** (2.070)	0.032** (2.040)	0.054*** (3.893)	0.058*** (4.087)	0.028* (1.748)
Pergdp	0.004 (0.482)	0.004 (0.511)	0.002 (0.206)	-0.001 (-0.105)	0.007 (0.837)
Industry 和 Year 观测值	Control 3025	Control 3025	Control 3025	Control 3025	Control 3025
Adj.R ²	0.279	0.280	0.275	0.275	0.279

制人虚拟变量Ultimate(如果企业终极产权为民营企业,我们赋值为1,否则为0),并考察GQI×Ultimate的交互项与公司现金持有之间的关系。回归结果列于表4。我们发现,除GQI_ent外,其他政府质量代理变量与最终控制人性虚拟变量的交互项(GQI×Ultimate)系数均通过显著性检验,这说明相对于国有企业而言,当地民营企业现金持有对地方政府质量更为敏感。结果验证了研究假设2.1,即民营企业的发展对于地方政府所提供的公共治理和制度环境依赖性更强,更期望能够得到政府的支持、地方政府质量越高,所在地的民营企业面临的融资约束能够得到缓解,其现金持有量会降低。

国有企业根据政府控制层级分为中央国有企业和地方国有企业。为进一步考察地方政府质量对不同控制层级的国有企业的影响是否存在差异性,检验研究假设3.1和3.2,我们设立政府控制层级代理变量GCL(如果国有企业为地方政府控制,赋值为1,中央政府控制为0),并分别考察政府质量与GCL的交互项与公司现金持有的关系。回归结果列于表5。

从表5中,我们发现,除GQI_ent外,其他政府质量代理变量与政府控制层级(GQI×GCL)的交互项显

表5 政府质量、控制层级与公司现金持有回归结果

被解释变量	Cash holdings				
	1	2	3	4	5
	GQL_property	GQL_court	GQL_inter	GQL_ent	GQL_ag
GQI	-0.133**	-0.134**	0.038	0.189	-0.007*
	(-2.560)	(-2.571)	(1.074)	(1.452)	(-1.833)
GCL	-0.002	-0.002	-0.071**	-0.064**	-0.013**
	(-1.055)	(-1.060)	(-2.452)	(-2.801)	(-2.498)
GQI×GCL	-0.019**	-0.020**	-0.086**	-0.042	-0.042**
	(-2.330)	(-2.332)	(-2.155)	(-0.604)	(-2.455)
Liquid	0.073***	0.073***	0.069***	0.070***	0.072***
	(8.872)	(8.879)	(8.654)	(8.752)	(8.840)
Size	-0.014***	-0.014***	-0.013***	-0.014***	-0.014***
	(-2.947)	(-2.947)	(-2.798)	(-2.862)	(-2.939)
Lev	-0.060**	-0.060**	-0.072**	-0.073**	-0.062**
	(-1.993)	(-1.992)	(-2.421)	(-2.465)	(-2.070)
Debtm	-0.048*	-0.048*	-0.041*	-0.043*	-0.045*
	(-1.715)	(-1.712)	(-1.783)	(-1.742)	(-1.719)
MB	0.027**	0.027**	0.028**	0.028**	0.027**
	(2.215)	(2.210)	(2.209)	(2.248)	(2.208)
Capex	-0.367***	-0.366***	-0.375***	-0.384***	-0.364***
	(-5.336)	(-5.332)	(-5.411)	(-5.499)	(-5.288)
Cashflow	0.683***	0.683***	0.686***	0.682***	0.686***
	(8.606)	(8.607)	(8.606)	(8.592)	(8.635)
Dividend	0.028***	0.028***	0.026***	0.028***	0.028***
	(3.089)	(3.091)	(2.850)	(3.047)	(3.045)
Top1	-0.020	-0.020	-0.024	-0.019	-0.022
	(-0.769)	(-0.769)	(-0.921)	(-0.696)	(-0.850)
Deepen	0.029*	0.029*	0.059***	0.058***	0.029*
	(1.817)	(1.802)	(4.131)	(3.941)	(1.829)
Pergdp	-0.001	-0.001	-0.006	-0.006	0.001
	(-0.115)	(-0.106)	(-0.610)	(-0.590)	(0.102)
Industry 和 Year	Control	Control	Control	Control	Control
观测值	2124	2124	2124	2124	2124
Adj.R ²	0.316	0.316	0.310	0.311	0.315

著为负, 并均通过显著性检验, 这一结果验证了研究假设 3.1, 即政府质量对国有企业现金持有的影响会随着控制级别的不同有所差异, 地方国有企业现金持有量对当地政府质量的敏感度更高。相对于中央国有企业, 在地方政府的“扶持之手”作用下, 地方政府质量越高, 地方国有企业现金持有量越少。

2. 基于融资约束效应的进一步检验

前文的结果证实了政府质量与企业现金持有具有负相关的关系, 根据假说 1.1, 这一负相关关系是因为政府质量降低了企业的融资约束, 由此降低了企业储备现金的预防性动机。在这一部分, 我们将进一步证实政府质量与企业融资约束之间的关系, 以及政府通过何种方式影响融资约束。

在融资约束的考察方面, 我们采用 Fazzari 等 (1998) 的投资—现金流敏感度模型检验地方政府是否会降低企业的融资约束。这一模型被广泛地应用于企业的融资决策研究中 (Almeida and Campello, 2007; Xu et al., 2010)。

$$Capx = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 GQI + \beta_3 CF \times GQI + \beta_4 TobinQ + \beta_5 Control + uit \quad (2)$$

在该模型中, $Capx$ 为公司资本支出, CF 为公司

现金流, GQI 为政府质量变量, $TobinQ$ 为公司价值, 同时, 控制公司净销售收入 ($Sale$)、规模 ($Size$)、财务杠杆 (Lev) 等变量。Fazzari 等 (1988) 认为由于外部融资成本显著高于内部融资, 当企业面临更为严重的融资约束时, 将会更多依赖内部资金进行融资决策, 即企业投资所需的资金主要依赖于自身实现的现金流, 在回归方程中 CF 系数显著为正, 估计的系数在一定程度上反映融资约束的程度。而 CF 和 GQI 的交互项反映了政府质量对于融资约束附加的效果, 此时融资约束的度量为 $\beta_1 + \beta_3$ 。如果好的政府可以帮助企业降低融资约束, 则我们预计 $\beta_3 < 0$ 。

表 6 列出了政府质量对上市公司资本投资以及投资—现金流敏感度的影响。我们发现 $GQI_property$ 、 GQI_court 、 GQI_inter 等分指数和 GQI_ag 与 CF 的交互项的回归系数为负, 并且在 5% 水平上通过显著性检验, 而 GQI_ent 没有通过显著性检验, 这些回归结果表明, 较高的地方政府质量能够降低企业外部融资成本, 进而可以有效地降低投资—现金流敏感度, 由此进一步证实了我国地方政府对于企业现金持有的融资约束假说。

尽管政府质量能够降低企业的投资现金流敏感度, 但我们仍不清楚地方政府质量降低企业外部融资约束的具体机制。目前我国企业主要依赖于银行借贷融资 (Huang, 2004), 在企业间也存在着以应付票据为主要模式的各种商业信贷, 这些构成了我国企业外源融资的主要渠道。同时, 随着我国对外开放进程的不断加深, 外商直接投资 (FDI) 也成

表 6 政府质量与投资现金流敏感性回归结果

变量	Capex				
	GQL_property	GQL_court	GQL_inter	GQL_ent	GQL_ag
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CF	0.094***	0.094***	0.077***	0.046*	0.071***
	(2.854)	(2.843)	(2.589)	(1.856)	(3.235)
GQI	0.016**	0.016**	0.002	0.044**	0.001**
	(2.510)	(2.502)	(0.485)	(2.200)	(2.314)
GQI×CF	-0.055**	-0.055**	-0.024**	-0.122	-0.019**
	(-2.032)	(-2.026)	(-2.199)	(-1.174)	(-2.487)
TobinQ	0.004***	0.004***	0.004***	0.004***	0.004***
	(2.601)	(2.603)	(2.662)	(2.656)	(2.629)
Sale	-0.005**	-0.005**	-0.004**	-0.005**	-0.005**
	(-2.466)	(-2.467)	(-2.400)	(-2.507)	(-2.528)
Size	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***
	(9.508)	(9.507)	(9.416)	(9.259)	(9.557)
Lev	-0.018***	-0.018***	-0.017***	-0.017***	-0.018***
	(-3.180)	(-3.179)	(-3.055)	(-3.084)	(-3.177)
Industry 和 Year	Control	Control	Control	Control	Control
观测值	3025	3025	3025	3025	3025
Adj.R ²	0.175	0.175	0.175	0.174	0.175

为企业融资的一个重要渠道。如果好的政府可以缓解企业的融资约束,那么这种效应很有可能是通过提高当地政府效率和投资环境,活跃当地的金融市场,降低交易成本,从而促进上述3项渠道在企业外源融资上发挥的作用^④来实现的。为此,我们采用企业的银行贷款(Bank Loan)和商业信贷比例(Notes Payable)即应付票据/(应付票据+应付账款),以及地区层面的实际利用外资(Realized FDI)和合同利用外资(Contract FDI)作为融资渠道的代理变量,进一步考察政府质量影响现金持有的中介效应。政府质量跟3项外源融资之间的关系。在公司层面回归中控制了公司规模(Size)、负债率(Lev)、成长能力(Growth),在地区层面回归中控制了GDP增长率(Gdp-growth)、城市道路里程(Cityrode)、城市人口的自然对数(Citypopu)、人均教育支出(Eduexpenditure)、失业率(Unemployment)等变量。我们借助于管理学、心理学、社会学等学科中介变量方法(Baron and Kenny, 1986; Shaver, 2005),用中介效应检验方法对政府质量影响现金持有行为的影响渠道进行了检验。具体研究步骤参见图2。

第1步:通过方程(1)检验地方政府质量GQL_ag对Cash holdings的影响是否显著,回归结果见表3第5列结果,发现c值为-0.018,在通过显著性检验。

第2步:通过方程(2)检验GQL_ag对中介变量(银行贷款、商业信贷比例、实际利用外资和合同利用外资)的影响是否显著。回归结果列于表7。从表7回归模型1-4容易发现,GQL_ag显著影响地区FDI和企业商业信用模式。

在方程(1)和方程(2)显示出较好的统计结果后,下一步我们用方程(3)将政府质量、中介变量与公司现金持有3个变量联系起来,考察FDI和商业信贷行为变量能否发挥中介效应。回归结果列于表8。我们发现,中介变量Realized FDI、Contract FDI、Bank Loan和Notes Payable变量的回归系数显著为负,GQL_ag变量在表8回归模型1~4中的系数分别为-0.011、-0.011、-0.009和-0.009,虽然绝对值小于表3模型(5)中对应的结果,但依然显著,所以,地区FDI和商业信贷模式部分地传导了地方政府质量与现金持有之间的关系。但这种部分传导的效果能否达到统计上

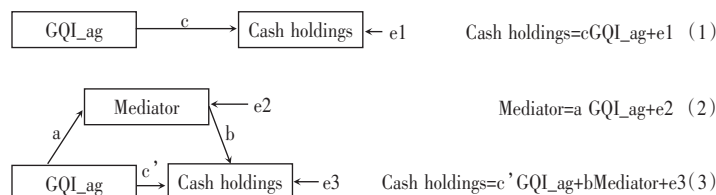


表7 政府质量、地区FDI和企业商业信用模式

	Realized FDI 1	Contract FDI 2	Bank Loan 3	Notes Payable 4
GQL_ag	0.136*** (3.986)	0.159*** (4.493)	0.131*** (6.22)	0.012*** (6.098)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
观测值	354	354	3025	3025
Adj.R ²	0.390	0.433	0.697	0.143

的显著呢?我们使用Freedman和Schatzkin(1992)提出的判断中介变量效果的度量方法,观察政府质量在方程(1)和方程(3)中的系数之差是否显著异于零。统计量的计算方法为:

$$t_{N-2} = \frac{\beta_1 - \beta_2}{\sqrt{\sigma_1^2 + \sigma_2^2 - 2\sigma_1\sigma_2\sqrt{1-\rho_{xm}}}}$$

其中, β_1 和 β_2 分别代表方程(1)和方程(3)中的GQL_ag的回归系数。 σ_1 和 σ_2 分别为 β_1 和 β_2 的标准差, ρ_{xm} 为现金持有与中介变量的相关系数。我们发现,每个中介变量效果的统计性检验见表8最后1行,都通过显著性检验。这说明FDI和商业信贷模式在政府质量与现金持有之间的传导关系成立,发挥着部分中介效应。在政府质量越高的地区,更能够吸引FDI流入,促进当地金融市场的发展,帮助企业获得资金。同时,地方政府质量能够显著提高企业的银行贷款和商业信贷比例,这表明较高质量的地方政府,能够提高信任,节省经济主体之间的交易时间、降低交易成本,帮助企业提高商业信贷比例,从而大大提高了交易方的经济效率与效益。

(三)稳健性检验

1.进一步的检验

本文解释变量地方政府质量只有2005年

表8 政府质量、地区FDI和企业商业信用模式与现金持有:中介效应检验

	Cash holdings			
	1	2	3	4
GQL_ag	-0.011*** (-3.004)	-0.011*** (-3.036)	-0.009*** (-5.509)	-0.009*** (-4.801)
Realized FDI	-0.002** (-2.020)			
Contract FDI		-0.002** (-2.149)		
Bank Loan			-0.017*** (-4.064)	
Notes Payable				-0.057*** (-3.364)
其控制变量	控制	控制	控制	控制
观测值	354	354	3025	3025
Adj.R ²	0.413	0.415	0.231	0.281
T检验	3.27	4.31	8.89	7.73

这一年数据,而我们采用2005~2007年的样本数据进行分析,尽管我们假设地方政府质量在2005~2007年间相对稳定,但这还是有可能影响本文研究结论的稳健性。为此,我们进一步考察2005年政府质量与现金持有的关系,同时,我们对2005~2007年3年均存在观察值的公司的相关变量取平均值,并以各变量的均值进行回归,来进一步验证政府质量对企业现金持有影响,回归结果列于表9,发现主要研究结论不变。

2. 政府质量、政治关联与公司现金持有

上文的研究结论认为高质量的政府可以帮助企业获得更多的外源融资从而缓解企业面临的融资约束,相对于国有企业,政府质量对民营企业的影响更为显著。但是,如果政府提供了“扶持之手”,到底是帮助了所有民营企业,还是有选择性地帮助部分企业,尤其是政治关联企业?如果只是帮助部分企业,那么更大程度上不是政府质量问题而是政治关联问题。为此,我们进一步将民营企业分为有政治关联和无政治关联两种类型分样本进行检验。回归结果见表10。回归结果显示,不管在有政治关联和无政治关联的企业样本中,政府质量对现金持有的影响都显著为负,这说明政府质量的“扶持之手”在影响民营企业的现金持有行为中占据主导地位。

3. 内生性检验

OLS估计的一个根本要求是对不可观测的误差项与每个解释变量之间的不相关性提供一致性估计。当解释变量与误差项不相关是外生的,跟误差项相关就是内生的。内生变量也可能由于忽略的变量、解释变量的测量误差或者是在测量解释变量与被解释变量之间时,两变量同时被决定(Wooldrige, 2002),本文的研究也有可能面临着上述问题,我们对此逐一检验。首先,对于那些可能忽略到的解释现金持有的决定因素变量,我们也不可能完全排除。但我们的回归方程中包含了以前研究中发现的在国家之间和同一国家内部与公司现金持有变量显著相关的公司层面所有变量,尽可能排除控制变量遗漏的因素。其次,由于我们的解释变量政府质量指数是来自世界银行(2006)的调查数据,很有可能存在着误差。因此,对于解释变量的测量误差的检验,我们在回归过程中,借鉴Francis等(2004)的方法,根据4个分指数,构建了综合政府质量总指数(GQI_ag),尽可能排除单一指数的局限性。最后,另外一种常用的方法就是运用工具变量法,这种方法也能够解决变量测量误差方法。为此,借鉴Acemoglu和Johnson(2005)的研究,我们采用地区空气质量良好或优秀的天数(Air Quality)、每单位绿化面积(Green Space)及婴儿死亡率(Infant Mortality)3个变量^⑤,有理由相

信这3个变量说明了政府为改善社会的福利状况所做的努力,并且和政府质量高度相关。很明显,这些变量和公司现金持有没有直接的关系,我们首先分别检验3个工具变量,然后将这3个变量合并成一个主要的工具变量,采用两步回归法来进行分析。第一阶段,我们将政府质量对工具变量进行回归,得到政府质量的估计值。第二阶段,我们用估计值和现金持有变量进行回归,结果见表11。回归结果和我们之前的研究结论类似。因此,通过上述稳健性检验,我们认为本文的研究结论具有较强的稳健性。

五、研究结论

转型经济中的中国地方政府在地区经济增长中扮演着一个非常重要的角色。市场化进程中的分权化改革赋予了地方政府

表9 2005年和2005~2007年均值回归结果

被解释变量	Cash holdings			
	2005年		2005~2007年变量均值	
GQI_ag	-0.089**	(-2.037)	-0.008***	(-5.344)
Liquid	0.066***	(6.471)	0.060***	(10.53)
Size	-0.012***	(-2.521)	-0.014***	(-3.572)
Lev	-0.152***	(-3.611)	-0.113***	(-5.175)
Debtm	-0.098**	(-2.163)	-0.061**	(-2.363)
MB	0.020***	(2.695)	0.060***	(4.252)
Capex	-0.331***	(-3.706)	-0.657***	(-8.870)
Cashflow	0.500***	(5.576)	1.013***	(13.56)
Dividend	0.056***	(4.189)	0.054***	(6.270)
Top1	-0.034	(-0.957)	-0.048***	(-2.585)
Deepen	0.052*	(1.827)	0.023*	(1.748)
Pergdp	-0.016	(-1.090)	-0.088	(-1.285)
Industry 和 Year	控制		控制	
观测值	998		1187	
Adj.R ²	0.293		0.398	

表10 政府质量、政治关联与民营企业现金持有回归结果

被解释变量	Cash holdings			
	Political Connection=1		Political Connection=0	
GQI_ag	-0.009**	(-2.442)	-0.012**	(-2.111)
Liquid	0.075***	(3.221)	0.040***	(3.802)
Size	-0.024*	(-1.842)	-0.013	(-2.000)
Lev	-0.073**	(-2.997)	-0.289***	(-4.649)
Debtm	-0.351***	(-4.789)	-0.028**	(-2.245)
MB	0.048*	(1.861)	0.064**	(2.120)
Capex	-0.209	(-1.384)	-0.383**	(-2.063)
Cashflow	0.226**	(2.467)	0.333**	(2.154)
Dividend	0.085***	(3.026)	0.030	(1.306)
Top1	0.085	(1.206)	-0.019	(-0.296)
Deepen	0.091**	(2.349)	0.107**	(2.390)
Pergdp	-0.013	(-0.477)	0.025	(-1.441)
Industry 和 Year	控制		控制	
观测值	362		539	
Adj.R ²	0.356		0.324	

表11 工具变量检测结果

被解释变量	Cash holdings			
	Air Quality	Green Space	Infant Mortality	Aggregate Instrument Variable
Estimated GQL_ag	-0.030*** (-4.185)	-0.020** (-2.206)	-0.048** (-2.160)	-0.012** (-2.415)
Liquid	0.073*** (10.93)	0.068*** (10.50)	0.067*** (7.633)	0.070*** (10.75)
Size	-0.011** (-2.741)	-0.008* (-2.783)	-0.008 (-2.777)	-0.009** (-2.620)
Lev	-0.087*** (-3.397)	-0.107*** (-4.163)	-0.112*** (-3.161)	-0.100*** (-3.921)
Debtm	-0.055* (-1.851)	-0.045 (-1.547)	-0.042 (-1.376)	-0.048* (-1.662)
MB	0.054*** (3.596)	0.054*** (3.598)	0.054*** (3.577)	0.054*** (3.615)
Capex	-0.305*** (-4.848)	-0.375*** (-5.812)	-0.392*** (-4.074)	-0.351*** (-5.717)
Cashflow	0.573*** (8.434)	0.565*** (8.450)	0.563*** (8.380)	0.567*** (8.475)
Dividend	0.039*** (4.599)	0.033*** (3.864)	0.032*** (3.223)	0.035*** (4.249)
Top1	-0.019 (-0.883)	-0.023 (-1.085)	-0.024 (-1.088)	-0.022 (-1.022)
Deepen	0.052* (1.776)	0.053* (1.754)	0.078* (1.685)	0.016* (1.720)
Pergdp	0.032 (0.791)	0.001 (0.0862)	0.007 (0.210)	0.011 (1.150)
Industry 和 Year	Control	Control	Control	Control
观测值	3025	3025	3025	3025
Adj.R2	0.249	0.276	0.268	0.278

更多的公共治理职能。地方政府有更多的责任和能力的提高当地企业投资效率和资源配置。积极参与和干预微观经济活动便成为解决地方政府公共治理困境的现实选择(郑国坚、魏明海,2007;谭劲松等,2009)。本文以2005~2007年间上市公司为样本,基于我国特定的制度背景,从公司现金持有的视角,考察了地方政府质量对企业财务决策的影响机制,提供了来自于转轨时期解释中国经济增长奇迹的政府激励制度下的微观机理。

本文的实证研究发现,对于企业的现金持有决策而言,地方政府的“扶持之手”角色发挥着更为重要的作用,即地方政府质量与现金持有显著负相关,这种负相关关系是因为高质量的政府可以帮助企业获得更多的外源融资从而缓解企业面临的融资约束。我们还发现,地方政府对于民营企业的现金持有决策影响更为显著,同时,由于各级政府之间存在着利益的博弈,政府质量对国有企业的现金持有的影响随着实际控制人的行政级别提高而减弱。进一步的研究发现,政府质量对企业现金持有的作用机理是通过增加银行贷款,应付票据及外商直接投资来降低企业面临的融资约束。

针对政府影响企业决策的双重角色,我们认为,政府的“扶持之手”和“掠夺之手”同时都会对企业的决策行为有所影响,但是企业在进行决策的时候会对政府的不同作用给予不同的权衡。本文的

研究结论证实了政府的“扶持之手”效应要显著优于“掠夺之手”,因此,企业在考虑现金持有决策的时候,最先考虑的是与融资约束密切相关的扶持之手效应。本文的理论启示是,考察中国上市公司财务行为及其经济后果时,不仅要关注传统意义上的代理问题对于企业内部人的决策动机的影响,而且还要关注地方政府与公司层面之间的代理问题。转型中的中国,其主要制度特征之一是政府通过公共政策对经济的干预,同时地区之间发展的不平衡,地方政府质量差异对公司行为有着重要的影响。本文的政策启示是,公司的现金持有,乃至其他财务决策需要以地方政府营造良好的制度环境为基础,而不是仅仅考虑公司财务决策行为本身。在政府推动型的经济增长方式中,要重视政府质量对企业决策的影响。

(作者单位:陈德球,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心;李思飞,北京外国语大学国际商学院;王丛,香港中文大学工商管理学院;责任编辑:尚增健)

注释

① Dittmar 等(2003), Pinkowitz 等(2006), Dittmar 和 Mahrt-Smith(2007), Harford 等(2008), Kalcheva 和 Lins(2007)等研究了公司治理机制与现金持有之间的关系。国内学者辛宇和徐莉萍(2006),杨全胜和张照男(2008)等研究了制度环境和股权性质对现金持有价值的影响。

② 方军雄(2010)认为民营上市公司更少的银行贷款、更短的债务期限结构,不是“金融歧视”的结果,而更可能是更加关注经营绩效的民营企业自主决策的结果。这意味着民营企业更愿意依赖于内部融资,这从另一个方面说明国有企业有更多的机会或是更强的动力通过外部融资来调节现金需求,这意味着国有企业的现金持有随着其外部融资机会或者动机的影响会不如民营企业,进而意味着政府质量对国有企业持有现金的影响就会小于对民营企业的影响。

③ 由于我们所获取的世界银行调研数据为2005年的统计结果,因此我们将样本期间的起点设定为2005年。我们假设地方政府的质量在一定时间内保持相对稳定,同时考虑到金融危机对于企业融资约束及现金持有的影响,我们将样本期间的终点设定为2007年。

④ 《南方周末》2001年10月18日第14版和2002年3月7日第9版对苏南的调查报道指出,地方政府的行政管理效率对吸引外资起到重要作用。《重庆晚报》2010年5月1日报道,2009年重庆打黑事件,提高了企业对当地政府保护产权和法庭的信心,让重庆成为亚洲最佳投资城市,吸引名企落户重庆。

⑤ 这3个变量数据来自于世界银行(2006)。

参考文献

(1) Acemoglu, D. and S. Johnson, 2005, “Unbundling Institutions”, *Journal of Political Economy*, Vol.113, pp.949-995.

(2) Allen, F., Qian, J. and M. Qian, 2005, “Law, Fi-

nance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, Vol.77, pp.57~116.

(3) Almeida H., M. Campello and M. S. Weisbach, 2004, “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of Finance*, Vol.59, pp.1777~1804.

(4) Almeida, H. and Campello, M., 2007, “Financial Constraints, Asset Tangibility and Corporate Investment”, *Review of Financial Studies*, 20, pp.1429~1460.

(5) Bai and Lixin Colin Xu, 2005, “Incentives for CEOs with Multitasks: Evidence from Chinese State-owned Enterprise”, *Journal of Comparative Economics*, 33, pp.517~539.

(6) Baron, R. M. and Kenny, D. A., 1986, “The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, pp.1173~1182.

(7) Bates, T. W., K. M. Kahle and R. M. Stulz, 2009, “Why do U.S. Firms Hold so Much More Cash than They Used to?”, *Journal of Finance*, Vol.64, pp.1985~2021.

(8) Caprio, L., M. Faccio and J. McConnell, 2008, “Sheltering Corporate Assets from Political Extraction”, Working Paper, Purdue University.

(9) Cai, H., H. Fang and C. L. Xu, 2005, “Eat, Drink, Firms and Government: an Investigation of Corruption from Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms”, NBER Working Paper.

(10) Chen, H., Hu, Y., Xiao, Z., 2010, “Corporate Accounting Scandals in China”, In Michael Jones (ed). *Creative Accounting, Fraud and International Accounting Scandals*, John Wiley & Sons. Chapter 9, pp.163~184.

(11) Cheung, Y., P. R. Rau and A. Stouraitis, 2009, “Helping Hand or Grabbing Hand? Central vs. Local Government Shareholders in Chinese Listed Firms”, Working Paper.

(12) Desai, M., A. Dyck and L. Zingales, 2007, “Theft and Taxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol.84, pp.591~623.

(13) Denis and Sibilkov, 2007, “Financial Constraints, Investment and the Value of Cash Holdings”, Ssrn Working Paper.

(14) Dittmar, A., J. Mahrt-Smith and H. Servaes, 2003, “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, pp.111~133.

(15) Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J., 2007, “Corporate Governance and The Value of Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 83, pp.599~634.

(16) Dittmar, A., J. Mahrt-Smith and H. Servaes, 2003, “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, pp.111~133.

(17) Durnev, A. and L. Fauver, 2009, “Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance when States are Predatory”, Workingpaper, McGill University.

(18) Easterly, W. and R. Levine, 1997, “Africa’s Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, pp.1203~1250.

(19) Francis, J. R. LaFond, P. Olsson, K. and Schipper, 2004, “Cost of Equity and Earnings Attributes”, *The Account-*

ing Review, 4, pp.967~1010.

(20) Fan J. P. H., J., Wei, K. C. J. and X. Xu, 2011, “Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, pp.207~214.

(21) Fan J. P. H., J. Huang, F. Oberholzer-Gee and M. Zhao, 2009, “Corporate Diversification in China: Causes and Consequences”, Working Paper, The Chinese University of Hong Kong.

(22) Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., 1988, “Financial Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 pp.141~206.

(23) Freedman, L. S. & Schatzkin, A., 1992, “Sample Size for Studying Intermediate Endpoints within Intervention Trials or Observational Studies”, *American Journal of Epidemiology*, 136, pp.1148~1159.

(24) Frye, T. and A. Shleifer, 1997, “The Invisible Hand and the Grabbing Hand”, *American Economic Review*, Vol.87, pp.354~358.

(25) Huang, Y., 2004, *Selling China*, Cambridge University Press.

(26) Harford, J., Mansi, S. and Maxwell, W., 2008, “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US”, *Journal of Financial Economics*, 87, pp.535~555.

(27) Hellman, Jones, Kaufmann and Schankerman, 2000, “Measuring Governance Corruption and State Capture How Firms and Bureaucrats Shape the Business Environment in Transition Economies”, EBRD and the World Bank Working Paper.

(28) Jensen, M. and W. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behaviors, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305~360.

(29) Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, pp.323~329.

(30) Jiang, G., C. M. C. Lee and H. Yue, 2010, “Tunneling Through Intercorporate Loans: the Chinese Experience”, *Journal Finance Economics*, Vol.98, pp.1~20.

(31) Johnson, S. and D. Kaufmann and A. Shleifer, 1997, “The Unofficial Economy in Transition”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2, pp.159~239.

(32) Johnson, S., D. Kaufmann, J. McMillan, and C. Woodruff, 2000, “Why do Firms hide? Bribes and Unofficial Activity after Communism”, *Journal of Public Economics*, Vol.76, pp.495~520.

(33) Knack, S. and P. Keefer, 1995, “Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures”, *Economics & Politics*, Vol.7, pp.207~227.

(34) Kalcheva and Lins, 2007, “International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems”, *The Review of Financial Studies*, 4, pp.1087~1112.

(35) La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 2000, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, pp.1~25.

(36) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1999, “The Quality of government”, *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol.15, pp.222~279.

(37) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and

R.W. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol.106, pp.1113~1155.

(38) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 2002, "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, Vol.51, pp.265~301.

(39) Leuz, C., F. Oberholzer-Gee, 2006, "Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency", *Journal Finance Economics*, Vol.81, pp.411~439.

(40) Levine, R., 2002, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, pp.1~30.

(41) Li H. and Li. Zhou, 2005, "Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China", *Journal of Public Economic*, Vol.89, pp.1743~1762.

(42) Lian Y., Y. Xu and K. Zhou, 2010, "How and Why Do Firms Adjust Their Cash Holdings toward Targets? Evidence from China", Workingpaper, Sun Yat-Sen University.

(43) Mauro, P., 1995, "Corruption and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.110, pp.681~712.

(44) Miller, M. H. and D. Orr, 1966, "A Model of the Demand for Money by Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.80, pp.413~435.

(45) Montinola, G., Y. Qian and B. R. Weingast, 1995, "Federalism, Chinese Style: the Political Basis for Economic Success in China", *World Politics*, Vol.48, pp.50~81.

(46) Myers, S. and R. Rajan, 1998, "The Paradox of Liquidity", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp.733~771.

(47) North, Douglas C., 1981, *Structure and Change in Economic History*, New York: Norton, Co.

(48) North, Douglass C. and R. P. Thomas, 1973, *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge University Press.

(49) Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson, 1999, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol.52, pp.3~46.

(50) Ozkan, Aydin and Ozkan, Neslihan, 2004, "Corporate Cash holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking & Finance*, 9, pp.2103~2134.

(51) Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R., 2006, "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis", *Journal of Finance*, 61, pp.2725~2751.

(52) Perotti, E. C., L. Sun and L. Zou, 1999, "State-owned versus Township and Village Enterprises in China", *Comparative Economic Studies*, Vol.41, pp.151~170.

(53) Qian, Y. and G. Roland, 1998, "Federalism and the Soft Budget Constraint", *American Economic Review*, Vol.88, pp. 1143~1162.

(54) Shleifer, A. and R. Vishny, 1994, "Politicians and Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, pp. 995~1025.

(55) Stulz, R., 2005, "The Limits of Financial Globalization", *Journal of Finance*, Vol.60, pp.1595~1938.

(56) Shaver, J. M., 2005, "Testing for Mediating Vari-

ables in Management Research Concerns, Implications and Alternative Strategies", *Journal of Management*, 1, pp.330~353.

(57) Wooldrige, J. W., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Cambridge.

(58) World Bank, 2006, "Governance, Investment Climate and Harmonious Society—Competitiveness Enhancements for 120 Cities in China", Survey Report.

(59) Xu, N., X. Xu and Q. Yuan, 2010, "Political Connection, Financing Frictions and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms", Working Paper.

(60) 陈抗、Arye L. Hillman、顾清扬:《财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手》,《经济学(季刊)》,2002年第1期。

(61) 何晓星:《再论中国地方政府主导型市场经济》,《中国工业经济》,2005年第1期。

(62) 李增泉、孙铮:《制度、治理与会计——基于中国制度背景的实证会计研究》,上海三联出版社,2009年。

(63) 李稻葵:《官僚体制的改革理论》,《比较》,中信出版社,2002年第7辑。

(64) 潘红波、夏新平、余明桂:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》,2008年第4期。

(65) 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2006年度报告》,经济科学出版社,2007年。

(66) 方军雄:《民营上市公司真的面临银行贷款歧视吗?》,《管理世界》,2010年第11期。

(67) 谭劲松、郑国坚、彭松:《地方政府公共治理与国有控股上市公司控制权转移——1996~2004年深圳市属上市公司重组案例研究》,《管理世界》,2009年第10期。

(68) 郑国坚、魏明海:《公共治理、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》,《中大管理研究》,2007年第2期。

(69) 唐丽萍:《我国地方政府竞争中的地方治理研究》,复旦大学博士学位论文,2007年。

(70) 吴敬琏:《当代中国经济改革》,上海远东出版社,2004年。

(71) 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》,《经济研究》,2005年第5期。

(72) 许成钢:《政治集权下的地方分权与中国改革》,《比较》,2005年第36辑。

(73) 辛宇、徐莉萍:《公司治理机制与超额现金持有水平》,《管理世界》,2006年第5期。

(74) 姚洋:《财政联邦化导致地方政府商业化和机会主义倾向》,《领导决策信息》,2003年第8期。

(75) 杨兴全、张照南:《制度背景、股权性质与公司持有现金价值》,《经济研究》,2008年第12期。

(76) 周黎安:《晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因》,《经济研究》,2004年第6期。

(77) 周黎安:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》,2007年第7期。

(78) 周黎安、李宏彬、陈烨:《相对业绩考核:关于中国地方官员晋升的一项经验研究》,《经济学报》,2005年第1期。

(79) 周雪光:《“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析》,《中国社会科学》,2005年第2期。

(80) 朱红军、陈继云、喻立勇:《中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效——宇通客车管理层收购案例研究》,《管理世界》,2006年第4期。