

# 政治关联、代理冲突与现金持有水平

——来自国有上市公司的经验证据

马丽华<sup>1,2</sup>(副教授)

(1.河北大学经济学院,河北保定 071002; 2.东北财经大学金融学院,大连 116025)

**【摘要】**本文选取2005~2013年间沪深A股国有上市公司为研究样本,实证考察了政治关联对公司现金持有水平的影响。研究发现,国有上市公司政治关联与现金持有水平具有显著的正相关关系。在基于企业终极控制人性质的进一步研究中发现,中央国有上市公司高额现金持有的动机对政治关联并不敏感,而地方国有上市公司高额现金持有的动机对政治关联是敏感的。研究结果表明,政治关联加剧了国有上市公司的代理问题,导致有政治关联的国有上市公司持有相对较多的现金。

**【关键词】**政治关联;代理冲突;现金持有水平

## 一、引言

政治关联是一个世界性问题。Faccio(2006)的研究显示,不仅在俄罗斯、马来西亚、印度尼西亚等转型经济体或相对落后的发展中国家,而且在美国、日本等市场化程度较高的发达国家,政治关联都是一种常见的政企关系。我国有着不同于西方发达国家和其他转型经济体的特殊的法律、经济和政治制度背景,这为政治关联提供了滋生的土壤。本文基于我国特殊的制度背景,尝试性地将公司现金持有引入政治关联领域的研究中,主要考察政治关联对国有上市公司现金持有水平的影响。

政治关联会引致公司资产侵占(Caprio et al., 2013)、会计信息质量下降(Chaney et al., 2011)等公司治理问题。现金作为最易于被管理层侵占的资产,在公司治理恶化、代理冲突加剧的情况下,其持有水平很可能会受到影响。本文的研究发现,政治关联显著增加了国有上市公司的现金持有水平。在区分企业终极控制人的性质后发现,政治关联对中央国有上市公司的现金持有水平没有显著的影响,对地方国有上市公司的现金持有水平有显著的正向影响。

已有的政治关联领域的研究大多以民营企业为样本(胡旭阳, 2006; 余明桂和潘红波, 2008; 吴文锋等, 2009), 针对国有企业政治关联的研究相对不足。本文试图全面地揭示政治关联对国有企业现金持有水平的影响, 以丰富和增进大家对政治关联问题的理解和认识。

## 二、文献综述、理论分析与研究假设

### (一)文献综述

1. 政治关联与代理冲突。政治关联属于一种稀缺资源,公司不可能无偿地获取政治租金。公司在建立、维护

和提升政治关系的过程中,要支付相应的成本,甚至要把政治租金的一部分让渡给政治家(Shleifer 和 Vishny, 1994)。政治关联成本的主要表现形式之一就是加剧公司的代理冲突。Bertrand et al. (2006)证实政治关联高管为了帮助现任政治家连任会改变公司的雇佣政策,如在竞选周期内雇佣超额员工等。政治关联公司因为负担了高额的生产经营成本,导致利润率下降,进而损害了股东的利益。梁莱歆和冯延超(2010)的研究也得出了相似的结论,其证据显示政治关联公司的雇员规模及雇佣成本显著高于非政治关联公司。

Fan et al. (2007)在以国有上市公司为主要样本的研究中发现,政治关联公司倾向于聘任具有政府背景而专业性较差的董事,以帮助公司实现政治目标,这会降低公司内部治理机制的有效性。Qian et al. (2011)以2002~2007年间592家中国上市公司为样本的研究证实,与非政治关联公司相比,政治关联公司的控股股东有着更为严重的掏空、以权谋私等侵占中小股东利益的行为。Su 和 Fung (2013)的研究也显示,政治关联会带来一系列社会成本,包括侵占股东利益、过度投资于净现值为负的项目、引发代理成本问题等。Caprio et al. (2013)进一步指出,政治关联不仅会引发政治家向公司索取政治回报的直接成本,而且会使政治关联公司偏离最优的资产结构,进而损害股东的利益。

2. 代理冲突与现金持有水平。在存在代理冲突的情况下,管理层为追求自身利益可能会持有较多的现金。原因主要有两点:其一,如果管理者属于风险厌恶型,通过持有大量现金可以实现职位固守(Opler et al., 1999)。因为持有充足的现金可以增加公司的财务弹性、降低公司

的破产风险,进而巩固和提升管理者声誉与人力资源价值,减少其失业的可能性。其二,管理者对特权消费的追求使其倾向于持有较多的现金。因为与其他资产相比,现金是一种最易于被管理层侵占的资产(Jensen 和 Meckling, 1976; Myers 和 Rajan, 1998)。通过持有现金,管理者可以拥有更大的特权消费弹性。同时,由于现金储备与自由现金流在性质上类似,现金持有使得管理者可以自由选择投资项目,尤其是一些无法通过资本市场融资而实施的项目。

国内外学者的经验研究支持了上述观点。Dittmar et al. (2003)的跨国研究显示,在投资者保护较弱的国家,管理层和控股股东更易于侵占公司资源,因而会持有较多的现金。张人骥和刘春江(2005)的研究表明,股东保护与公司现金持有量呈负相关关系。如果第一大股东绝对持股比例和相对持股比例较高且股本性质是国家股,则意味着股东保护较差,相应地公司现金持有水平也较高。Kalcheva 和 Lins(2007)以 31 个国家 5 000 多家公司为样本的跨国研究也证明,股东权益保护越弱,拥有控制权的管理层持有的现金越多。刘醒云和陈平(2008)的研究进一步指出,我国上市公司长期高额现金持有的动因是管理层消极怠工的代理问题。

罗琦和许俏晖(2009)则从大股东行为的视角探讨公司治理机制对公司现金持有水平的影响,研究结果显示:公司第一大股东持股比例越高,现金持有水平越高。他们认为,大股东的高持股比例预示着其拥有对公司较强的控制力和影响力,因而更易于利用其所控制的资金侵占中小股东的利益。Nikolov 和 Whited(2011)研究发现,管理层意图通过转移公司资源(如在职消费、转移定价或者直接盗用现金等方式)来谋取私利的动机,会导致更高比例的现金持有水平,因为现金比资本更易于转移和侵占。Al-Najjar(2013)基于巴西、俄罗斯、印度和中国等“金砖四国”的 1 992 家公司的研究显示,新兴市场条件下,在股东保护较弱的国家运营的公司持有较多的现金。杨兴全等(2014)认为管理层与股东的代理冲突是影响公司现金持有的关键因素,而管理层权力的大小直接反映了管理层和股东之间代理问题的严重程度,管理层权力大的公司,其现金持有水平显著较高。

## (二)理论分析与研究假设

政治关联加剧了公司的代理问题,弱化了公司内部治理机制的监督和约束作用。内部治理机制不完善可能会导致政治关联公司持有较多的现金,这些自由现金流既可以成为管理层构筑职位壕沟的资本,也可以用于政治关系的维持、稳固和提升。国有上市公司与政府之间存在着天然的“血缘”关系,政府通过指派前任或现任政府官员担任公司高管(通常是董事长或总经理)或者直接赋予公司高管某种政治身份(党代表、人大代表、政协委员

等)来强化对国有上市公司的控制权,最终实现其政治目标和社会目标。有政治关联的国有上市公司高管考虑到自己的政治前途,往往会背离股东财富最大化目标,为所谓的“政绩”工程项目建设留存大量的现金。而且,在中国“关系”文化盛行的社会环境中,政治关联公司的高管需要投入大量的资源来维持、稳固甚至提升与政府之间的关系,以获取政治晋升机会。基于上述分析,本文提出第一个研究假设:

H1:相对于无政治关联的国有上市公司,有政治关联的国有上市公司会持有较多的现金。

由于历史问题和体制方面的原因,国有上市公司也有着不同的终极控制人背景。依据终极控制人的性质,国有上市公司可以进一步划分为中央国有上市公司和地方国有上市公司。虽然中央政府和地方政府都是代表国家对所控制的企业履行出资人的职责,但是,两级政府的职能不同,导致其控制企业的动机和目标也存在着显著的差异。

通常情况下,中央政府扮演的“角色”更像是一个监督者。中央国有企业普遍具有资产规模大、市场份额高的特点,所从事的行业大都集中于国防、石油、电力、煤炭、航运等与国计民生息息相关的关键领域。因此,央企高管通常面临来自主管部门更为严格的监管(陈德球、陈运森,2013),管理层私利动机必然受到有效遏制。具有政治关联的央企高管为了获得政治地位的提升,会积极服从主管部门的指令并自觉约束机会主义行为,从而在一定程度上缓解了代理冲突。因此,本文认为政治关联对中央国有上市公司的现金持有水平没有显著的影响或者影响程度较弱。

与中央政府相比,地方政府扮演的“角色”更接近于一个代理人(夏立军、方轶强,2005)。地方政府从自身利益出发,赋予地方国有企业多重经营目标,如帮助政府扩大就业、促进地方经济发展、实现社会稳定等。具有政治关联的地方国企高管基于自身的政治晋升诉求,会千方百计地为积累“政绩”工程项目建设资金而留存现金。同时,由于地方政府在某种程度上要依赖有政治关联的地方国有企业来实现社会目标和政治目标,自然会减弱对有政治关联公司高管的监管力度,这为政治关联公司高管的利益侵占行为创造了有利条件。因此,笔者认为政治关联会强化地方国有上市公司持有高额现金的动机。基于上述分析,本文提出第二个研究假设:

H2:相对于中央国有上市公司,政治关联对地方国有上市公司的现金持有水平具有更显著的正向影响。

## 三、研究设计

### (一)样本和数据

本文选取 2005~2013 年间在沪深证券交易所上市的 A 股国有上市公司为初始样本。国有上市公司包括中央国

有上市公司和地方国有上市公司。在初始样本基础上,剔除当年IPO上市的样本,剔除金融类样本,剔除ST、PT类以及财务数据缺失的样本,并对公司特征连续变量上下1%样本进行Winsorize缩尾处理。

最终得到的有效样本数为5 223个,其中中央国有上市公司样本数为1 433个,地方国有上市公司样本数为3 790个。

我们主要通过手工搜集相关信息,以对公司董事长和总经理是否有政府工作背景、是否担任人大代表、政协委员和党代表进行甄别,最终构建了国有上市公司政治关联数据库。其他数据来源于WIND和CSMAR数据库。数据处理和模型估计使用软件STATA11.2完成。

## (二)模型设定和变量定义

参考Opler et al.(1999)的研究结果,本文将回归方程设定为:

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PC}_{i,t} + \alpha_2 \text{TA}_{i,t} + \alpha_3 \text{WC}_{i,t} + \alpha_4 \text{CF}_{i,t} + \alpha_5 \text{TQ}_{i,t} + \alpha_6 \text{CAP}_{i,t} + \alpha_7 \text{LE}_{i,t} + \alpha_8 \text{DI}_{i,t} + \alpha_9 \text{OS}_{i,t} + \alpha_{10} \text{SC}_{i,t} + \alpha_{11} \text{GDP}_{i,t} + \text{IND} + \text{YEAR} + \varepsilon_{i,t}$$

被解释变量CASH代表公司的现金持有水平,用现金及现金等价物除以总资产来衡量。

解释变量PC是政治关联虚拟变量。借鉴Faccio(2006)的研究,本文将公司政治关联界定为公司董事长或总经理是曾(现)任政府官员或者是曾(现)任人大代表、政协委员或党代表。PC衡量公司管理层(包括董事长和总经理)是否具有政治关联,如果具有政治关联,PC取值为1,否则为0。

其他变量为控制变量。其中,TA为公司规模,用总资产的自然对数来衡量;WC为净营运资本,等于流动资产减去流动负债和现金及现金等价物的差额除以总资产;CF为现金流量,等于经营活动产生的现金流量净额除以总资产;TQ为投资机会,等于总资产的市场价值与账面价值之比;CAP为资本支出,等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以总资产;LE为资产负债率,等于总负债与总资产之比;DI为公司是否发放现金股利的虚拟变量,发放股利取值为1,否则为0;OS为股权结构,等于实际控制人拥有上市公司所有权比例;SC为两权分离度,等于实际控制人拥有上市公司控制权比例与所有权比例之差;GDP为宏观经济变量,等于公司所在地金融机构贷款余额与地区生产总值之比;IND和YEAR分别为行业和年度虚拟变量。

本文主要考察回归方程中PC的系数 $\alpha_1$ 的符号及其显著性。如果 $\alpha_1$ 显著为正,则说明相对于无政治关联的国有上市公司而言,有政治关联的国有上市公司会持有较多的现金;如果 $\alpha_1$ 显著为负,则说明与无政治关联的国有上市公司相比,有政治关联的国有上市公司会持有较少的现金。

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计

表1列示了变量的描述性统计结果。其中,A组报告了变量的均值、标准差、最小值、中位数和最大值等基本统计量。PC的均值为0.629,说明在5 223个国有上市公司样本中,公司董事长或总经理具有政治关联的样本数为3 285个,政治关联样本占比达62.9%。由此可见,政治关联在我国国有上市公司中普遍存在。

B组报告了不同样本中有政治关联样本组(PC=1)和无政治关联样本组(PC=0)的现金持有水平的均值比较结果。在国有上市公司总样本和中央国有上市公司子样本中,有政治关联样本组的现金持有比率均值高于无政治关联样本组,但两者之间的差异不显著。在地方国有上市公司子样本中,有政治关联样本组的现金持有比率均值显著高于无政治关联样本组。上述结果初步表明,公司管理层政治关联可能会导致国有上市公司持有较多的现金,而且相对于中央国有上市公司而言,政治关联对地方国有上市公司现金持有水平的影响可能更显著。

表1 变量的描述性统计

A组:变量的基本统计量					
变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CASH	0.151	0.115	0.010	0.121	0.659
PC	0.629	0.483	0	1	1
TA	22.048	1.140	19.723	21.883	24.964
WC	-0.050	0.184	-0.449	-0.054	0.458
CF	0.054	0.075	-0.166	0.052	0.257
TQ	1.664	0.860	0.752	1.359	5.889
CAP	0.061	0.055	0.001	0.045	0.268
LE	0.508	0.186	0.048	0.526	0.856
DI	0.672	0.469	0	1	1
OS	0.387	0.161	0.053	0.375	0.740
SC	0.039	0.075	0	0	0.284
GDP	1.179	0.487	0.612	1.031	2.555
B组:现金持有水平的均值比较					
	国有上市公司	中央国有上市公司	地方国有上市公司		
PC=0	0.149	0.166	0.134		
PC=1	0.153	0.177	0.148		
t值	-1.085	-1.532	-4.009***		

注:\*\*\*表示在1%水平上显著。

### (二)政治关联与现金持有水平的回归结果

采用混合最小二乘法(Pooled OLS)对回归方程进行估计。表2是国有上市公司全样本、中央和地方国有上市公司子样本的回归结果。国有上市公司全样本的回归结果中PC的系数在5%的水平上显著为正,表明有政治关联的国有上市公司比无政治关联的国有上市公司持有更多



的现金,从而验证了H1。这一实证结果显示,政治关联加剧了国有上市公司的代理问题,进而强化了公司管理层持有高额现金的动机。

中央国有上市公司子样本的回归结果显示,PC的系数为正,但未通过显著性检验。这意味着中央国有上市公司管理层的政治关联对公司现金持有水平没有显著的影响,即中央国有上市公司的现金持有水平对政治关联是不敏感的。

地方国有上市公司子样本的回归结果表明,PC的系数为正且在1%的统计水平上显著,表明具有政治关联的地方国有上市公司比无政治关联的地方国有上市公司持有更多的现金。这意味着与中央国有上市公司相比,政治关联对地方国有上市公司的现金持有水平有更为显著的正效应,从而证实了H2。

表2 政治关联与现金持有水平的回归结果

变 量	国有上市公司	中央国有上市公司	地方国有上市公司
PC	0.006** (2.226)	0.009 (1.622)	0.009*** (2.697)
TA	0.001 (0.250)	-0.007** (-2.401)	0.003 (1.537)
WC	-0.114*** (-11.191)	-0.202*** (-9.078)	-0.088*** (-7.783)
CF	0.218*** (10.675)	0.211*** (4.934)	0.233*** (10.371)
TQ	0.013*** (6.388)	0.009** (2.435)	0.010*** (4.171)
CAP	-0.226*** (-8.517)	-0.425*** (-7.682)	-0.148*** (-5.075)
LE	-0.251*** (-24.725)	-0.326*** (-16.229)	-0.218*** (-18.708)
DI	0.024*** (7.566)	0.036*** (5.565)	0.019*** (5.500)
OS	0.001* (1.652)	-0.068* (-1.716)	0.021** (2.003)
SC	-0.001 (-0.028)	-0.093** (-2.413)	0.020 (0.835)
GDP	0.018*** (6.131)	0.025*** (5.107)	0.007* (1.908)
截距	0.202*** (6.098)	0.450*** (6.558)	0.136*** (3.582)
YEAR和IND	Control	Control	Control
Prob>F	0.000	0.000	0.000
Adj.R <sup>2</sup>	0.321	0.459	0.286
样本数	5 223	1 433	3 790

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;括号内的数字为对标准误按公司聚类调整后(clustered at the firm level)得到的t值,下同。

### (三)稳健性检验

我们采取多种策略进行稳健性检验,以保证实证结果的可靠性。

首先,为了规避由解释变量和被解释变量的双向因果关系所导致的内生性问题,参考潘红波和余明桂(2010)的研究,对政治关联虚拟变量PC取滞后一期,对回归方程重新估计,回归结果列示于表3中列(1)、列(4)和列(7)。

其次,为了控制个体的异质性运用面板固定效应模型对回归方程进行估计,结果列示于表3中列(2)、列(5)和列(8)。

最后,以货币资金与短期投资之和除以总资产作为现金持有水平的替代指标,对回归方程进行混合OLS估计,结果参见表3中列(3)、列(6)和列(9)。

由表3中列(1)~列(3)国有上市公司的回归结果可知,PC的系数在1%或5%的统计水平上显著为正,意味着政治关联对国有上市公司的现金持有水平具有显著的正向影响,H1得到进一步证实。

由表3中列(4)~列(6)中央国有上市公司的回归结果可知,PC的系数虽然为正,但均未通过显著性检验,这说明政治关联对中央国有上市公司的现金持有水平没有显著的影响。

而表3中列(7)~列(9)地方国有上市公司的回归结果则显示,PC的系数为正且在1%或5%的水平上通过显著性检验,表明政治关联对地方国有上市公司的现金持有水平具有显著的正效应。上述实证结果与表2的估计结果基本一致,从而进一步支持了H2,即相对于中央国有上市公司,政治关联对地方国有上市公司现金持有水平的影响更为显著。

### 五、研究结论与启示

本文选取2005~2013年间沪深A股国有上市公司为研究样本,采用公司董事长或总经理是否具有政治关联作为政治关联的虚拟变量,实证考察了政治关联对公司现金持有水平的影响。

本文研究发现,国有上市公司政治关联与现金持有水平具有显著的正相关关系。这说明政治关联加剧了国有上市公司的代理问题,有政治关联的公司管理层倾向于留存更多的现金用于政府倡导的工程建设项目,以帮助其实现个人的政治晋升目标。

在基于企业终极控制人性质的进一步研究中发现,中央国有上市公司的政治关联对其现金持有水平没有显著影响,即中央国有上市公司高额现金持有的动机对政治关联并不敏感;地方国有上市公司的政治关联对其现金持有水平则具有显著的正向影响,即地方国有上市公司高额现金持有的动机对政治关联是敏感的。这是由于与中央国有上市公司相比,地方国有上市公司面临的外部监管相对较弱,管理层的利益侵占行为更加容易实施,因此有政治关联的地方国有上市公司具有更为强烈的高额现金持有动机。

表 3 政治关联与现金持有水平的稳健性检验

变 量	国有上市公司			中央国有上市公司			地方国有上市公司		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Lag(PC)	FE	CASH2	Lag(PC)	FE	CASH2	Lag(PC)	FE	CASH2
PC	0.008*** (2.803)	0.001** (2.343)	0.007** (2.490)	0.010 (1.611)	0.009 (1.029)	0.011 (1.632)	0.010*** (2.941)	0.007** (1.987)	0.010*** (2.821)
TA	0.003 (1.570)	0.019*** (5.713)	-0.003 (-0.230)	-0.004 (-1.310)	0.028*** (4.693)	-0.005 (-1.638)	0.005** (2.490)	0.017*** (4.515)	0.001 (0.579)
WC	-0.107*** (-9.985)	-0.214*** (-17.946)	-0.086*** (-8.020)	-0.178*** (-7.642)	-0.325*** (-14.390)	-0.171*** (-7.264)	-0.085*** (-7.165)	-0.178*** (-12.735)	-0.054*** (-4.536)
CF	0.227*** (10.597)	0.174*** (10.987)	0.226*** (10.477)	0.213*** (4.718)	0.227*** (7.931)	0.204*** (4.528)	0.250*** (10.614)	0.159*** (8.489)	0.245*** (10.338)
TQ	0.015*** (7.171)	0.002 (1.131)	0.010*** (4.799)	0.014*** (3.710)	0.002 (0.754)	0.008** (1.996)	0.010*** (4.338)	0.004 (1.045)	0.007** (2.807)
CAP	-0.227*** (-8.013)	-0.108*** (-4.921)	-0.251*** (-8.976)	-0.422*** (-7.249)	-0.146*** (-3.607)	-0.415*** (-7.091)	-0.149*** (-4.756)	-0.092*** (-3.544)	-0.181*** (-5.881)
LE	-0.236*** (-21.833)	-0.287*** (-22.041)	-0.225*** (-20.940)	-0.290*** (-13.725)	-0.380*** (-15.679)	-0.327*** (-15.391)	-0.212*** (-17.019)	-0.255*** (-16.519)	-0.181*** (-14.698)
DI	0.020*** (6.145)	0.010*** (3.993)	0.022*** (6.706)	0.030*** (4.413)	0.017*** (3.447)	0.035*** (5.201)	0.017*** (4.622)	0.007** (2.357)	0.017*** (4.650)
OS	0.011** (2.206)	0.033* (1.904)	0.003 (0.332)	-0.093* (-1.787)	0.014 (0.368)	-0.075** (-2.173)	0.014*** (2.969)	0.036* (1.858)	0.029** (2.566)
SC	0.005 (0.227)	0.084** (2.515)	0.012 (0.580)	-0.089** (-2.213)	-0.013 (-0.217)	-0.058 (-1.428)	0.025 (1.027)	0.116*** (2.811)	0.031 (1.231)
GDP	0.017*** (5.625)	0.035*** (3.140)	0.017*** (5.290)	0.025*** (4.958)	0.016 (0.919)	0.030*** (5.734)	0.008* (1.907)	0.062*** (2.663)	0.003 (0.790)
截距	0.146*** (4.164)	-0.163** (-2.251)	0.217*** (6.188)	0.395*** (5.237)	-0.344** (-2.544)	0.424*** (5.858)	0.091** (2.268)	-0.176** (-2.044)	0.163*** (4.080)
YEAR 和 IND	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj.R <sup>2</sup>	0.320	0.203	0.285	0.457	0.362	0.442	0.293	0.172	0.241
样本数	4 427	5 223	5 223	1 205	1 433	1 433	3 222	3 790	3 790

本文的研究结论具有非常重要的启示:从某种程度上说,国有上市公司政治关联代理冲突效应的发挥与公司管理层的政治晋升诉求直接相关。因此,应改革国有上市公司尤其是地方国有上市公司的高管选拔任用机制,引入和推行职业经理人制度,弱化公司高管的政治晋升诉求。具体措施包括:一是加快从行政任命政府官员向市场化选拔机制转变,打破地方国企高管由政府主管部门任命的传统做法,努力突破地域和行业层面的界限,面向职业经理人公开招聘,实行竞聘上岗;二是健全国有上市公司高管的考核机制,将经营业绩和管理能力作为主要的考核指标,弱化对国企高管的行政激励。此外,还应加强对地方国有上市公司的监管,建立完善的外部监督机制,从制度上约束公司管理层的逐利动机。

主要参考文献

Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings [J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003 (38).

Faccio M.. Politically Connected Firms[J]. The American Economic Review, 2006(96).

Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999(52).

罗琦,许俏晖.大股东控制影响公司现金持有量的实证分析[J].统计研究,2009(11).

夏立军,方轶强.政治控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005(5).

张人骥,刘春江.股权结构、股东保护与上市公司现金持有量[J].财贸经济,2005(2).

【基金项目】国家社会科学基金项目“缩小居民收入差距金融对策研究”(项目编号:12BJY034);河北省科技厅项目“河北省构建科技创新型企业金融服务体系研究”(项目编号:13455312D);河北省社科基金项目“以公司债券市场为突破口,发展河北省多层次资本市场问题研究”(项目编号:HB14YJ091);教育部中西部高校提升综合实力工程项目“首都经济圈与河北发展研究”