

国有企业高管参政 议政、政治激励与过度投资

于文超 李任玉 何勤英*

摘要: 本文以 2004 - 2009 年间 A 股国有上市公司为研究样本,考察了高管参政议政对公司过度投资水平的影响。结果表明,高管参政议政能够显著降低自由现金流的过度投资,而在制度环境越差的地区,高管参政议政与自由现金流过度投资之间的负向关系越强。上述结论说明,国有企业高管参政议政体现了政治激励的作用。本文的研究意义在于:与已有文献多关注薪酬激励不同,本文以高管参政议政这一普遍现象为切入点,考察了政治激励对国有上市公司治理机制的作用;与此同时,中国的国有企业改革一直备受关注,本文的结论表明,高管政治激励能够有效地改善国有上市公司的治理机制,这一发现为提高国有企业投资效率、规范国有企业投资体制提供了有益的政策参考。

关键词: 高管参政议政 过度投资 制度环境

一、引言

近年来,企业高管参政议政(即企业高管为各级人大代表或政协委员)这一现象备受关注。截至 2012 年 2 月 28 日,有 156 名 A 股上市公司高管参加“两会”,其中 78 名高管来自国有上市公司,所占比重达 50%^①。国内学者多将高管参政议政视为上市公司政治关系的重要组成部分^②,进而考察政治关系对公司经营决策与经营业绩的影响。在已有研究中,Chen 等(2009)认为政治关系会加剧国有上市公司的过度投资行为,而杜兴强等(2011)的研究则发现政治关系会增加国有上市公司发生过度投资的概率。然而,上述研究所关注的国有上市公司政治关系多是指国有企业高管的政府工作经历,对于国有企业高管参政议政所带来的影响却着墨不多。从公司治理的角度看,国有企业高管中存在着“商而优则仕”^③的现象,国有企业高管面临着除薪酬激励之外的职位晋升激励,这种激励是国有企业激励机制的重要组成部分,在提升公司经营业绩方面发挥着重要作用。从政治激励的角度而非政治关系的角度考察国有企业高管参政议政所带来的影响,正是本文的研究出发点之一。

我们关注的问题是,参政议政能否充分调动国有企业高管的工作积极性,进而减轻国有企业中的代理问

* 于文超,西南财经大学经济与管理研究院,邮政编码:611130,电子信箱:yuwenchao2000@163.com;李任玉、何勤英,西南财经大学经济与管理研究院,邮政编码:611130。

本文得到国家自然科学基金青年项目“不完全样本下的统计推断问题及其应用研究”(项目编号:11001224)与西南财经大学校管课题项目“我国股票市场涨跌幅限制的效果分析及其幅度设定”(项目编号:2010XG087)资助,特此感谢。同时感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵意见,当然文责自负。

①资料来源:刘永刚,2012《156 位 A 股上市公司老总参加全国两会,代表、委员“市值”达 6.4 万亿》,《中国经济周刊》第 9 期。其中,国有上市公司参与“两会”高管人数为笔者根据资料信息整理获得。

②政治关系在国内文献中也被称为政治联系或政治关联。国内文献通常关注的企业政治关系分为两类:政府官员类政治关系和代表委员类政治关系,其中,政府官员类政治关系是指企业高管具有政府工作经历,而代表委员类政治关系是指企业高管是各级人大代表或政协委员。

③详见人民网 2008 年 1 月 1 日的“时事观察”(“商而优则仕:从国企老总到省部级领导”,载 <http://politics.people.com.cn/GB/30178/6755461.html>)。

题呢? 本文将从国有上市公司过度投资的角度对这一问题做出考察。众所周知, 投资决策是企业最重要的经营决策之一, 而高效率的投资是企业未来经营业绩增长的基石, 关注国有上市公司的过度投资问题具有重要的理论与现实意义。代理问题的存在会引发国有上市公司的过度投资行为, 如果参政议政能够产生政治激励, 那么它将会促使国有企业高管提高努力水平, 进而减轻因代理问题导致的企业过度投资。

本文以 2004 - 2009 年间 A 股国有上市公司为研究样本, 实证检验了国有企业高管参政议政对公司过度投资带来的影响。结果表明, 高管参政议政显著降低了国有上市公司的过度投资水平, 而在制度环境越好的地区, 高管参政议政与公司过度投资水平之间的负相关性越弱。上述发现说明, 国有企业高管参政议政体现的是政治激励。本文的研究意义在于: (1) 已有文献多关注高管薪酬激励带来的影响(林俊清等 2003; 张正堂 2007; 巫强 2011), 本文尝试从政治激励的角度解释高管参政议政对国有上市公司投资决策的影响, 进而从高管参政议政的角度丰富了国有企业高管政治激励方面的文献。(2) 高管参政议政和高管政府工作经历被视为上市公司政治关系的两种重要类型, 这两类政治关系所起的作用可能存在差别(杜兴强等 2009)。已有文献多是重点关注公司高管政府工作经历对上市公司投资行为的影响(Chen 等 2009; 陈运森、朱松, 2009; 杜兴强等 2011), 鲜有文献专门考察国有企业高管参政议政对上市公司投资行为的影响。本文将研究重点放在高管参政议政之上, 这对于深化国有上市公司政治关系的研究具有一定的借鉴意义。(3) 中国的国有企业改革问题一直备受关注^①, 本文的研究结论表明, 高管参政议政所带来的政治激励能够有效地降低国有企业过度投资水平、提高国有企业投资效率, 这说明, 充分发挥政治激励机制的作用对于深化国有企业投资体制改革具有重要意义。

本文之后的部分结构安排如下: 第二部分为文献综述与研究假设; 第三部分为变量定义、研究设计与数据说明; 第四部分为实证结果分析以及稳健性检验; 最后一部分为本文结论。

二、文献综述与研究假设

投资理论认为, 在一个无摩擦的完美的市场中, 资本的有效配置会使每个项目的边际产出相等(Modigliani and Miller, 1958), 然而市场摩擦的存在往往使得公司投资难以实现最优水平。由于企业管理者与所有者之间存在代理冲突, 管理者为了实现个人私利往往使用公司自由现金流进行过度投资(Jensen, 1986; Stulz, 1990), 因此, 上市公司自由现金流的过度投资是公司代理问题的重要体现。在此基础之上, 国内学者分别从公司内部特征与外部制度环境两方面考察了上市公司的过度投资问题: 一方面, 企业的融资约束、管理者的背景特征、股利政策、企业的产权性质及盈利状态、终极控股股东控制权等上市公司内部特征会影响到公司的过度投资(王彦超 2009; 张敏等 2010; 姜付秀等 2009; 俞红海等 2010)。另一方面, 公司所处地区的制度环境也会企业的过度投资产生影响。杨华军和胡奕明(2007) 利用 2000 - 2004 年间沪深上市公司为研究样本发现, 制度环境的改善能够显著地减轻自由现金流的过度投资。唐雪松等(2010) 从政府干预的角度发现, 在市场化进程越慢和 GDP 增长相对业绩表现越差的地区, 地方国有企业的过度投资问题越严重。张洪辉和王宗军(2010) 进一步指出, 国有上市公司的过度投资是由政府将其公共目标(如就业、税收) 内部化到其控制的企业的结果。上述研究结论表明, 内部代理问题与外部政府干预是影响国有上市公司自由现金流的过度投资的两种途径^②, 进一步地, 本文将分析国有企业高管参政议政如何通过上述两种途径影响国有上市公司自由现金流的过度投资问题。

在研究上市公司政治关系的文献中, 公司高管参政议政被视为政治关系的一种重要形式(余明桂、潘红波 2008; 吴文峰等 2008; 杜兴强等 2011; Chen 等 2011)。对于国有上市公司而言, 政府部门或国有部门作为其实际控制人在很大程度上决定着其经营行为(夏立军、方轶强 2005), 为实现地方政府的一系列社会性目标, 国有企业所进行的过度投资是一种重要的途径^③, 而在政府部门掌握国有企业高管任命权和考核权的

^①中国在 2012 年 5 月 4 日闭幕的第四轮中美战略与经济对话中承诺: 将逐步提高国有企业红利上缴比例。这一对话成果引发媒体与学者的热议。

^②作为国有企业控股股东, 政府对国有上市公司经营活动的干预, 体现的是控制性大股东与外部中小股东之间的代理问题。

^③经济学家张曙光曾对记者表示, 在他的考察过程中, 不止一名地方国有企业老总向他诉苦, 政府分配的投资额要求太高, 根本无法完成。资料来源: 刘秀浩, 2009 《地方财力匮乏, 纷纷降价卖地筹资》, 《东方早报》, 5 月 19 日。

情况下,地方政府会在很大程度上影响国有企业高管的经营决策(Cao 等 2009; 周权雄、朱卫平 2010)。因此,获得参政议政的机会体现了国有企业高管与地方政府之间更加紧密的关系,这导致国有企业的经营行为更可能受到地方政府的影响,为了确保当地经济增长、刺激经济发展而进行大量的低效投资项目(杜兴强等 2011)。基于上述分析,我们提出本文的第一个假设:

假设 1: 高管参政议政体现的是国有企业高管与地方政府之间良好关系,从而加剧了国有上市公司的自由现金流过度投资。

诸多文献考察了高管薪酬激励机制对企业绩效的影响(魏刚 2000; 林俊清等 2003; 张正堂 2007; 巫强, 2011)。然而,在国有企业高管由政府部门任免的制度背景下,国有企业高管往往面临着双重激励: 薪酬激励与政治激励。宋德舜(2004) 以 1993 - 2002 年间国有上市公司为研究样本,发现高管的政治激励能够显著改善公司绩效,而薪酬激励对公司绩效没有显著影响。Cao 等(2009) 的研究表明,薪酬激励与政治升迁激励都能够显著提升企业绩效,而且两种激励之间存在着替代关系。值得注意的是,国内文献对于国有企业高管政治激励的度量尚缺乏统一的标准: 宋德舜(2004) 从高管更换次数、继任者年龄水平和继任者是否来自企业内部三个角度衡量政治激励; Cao 等(2009) 和宋增基等(2011) 使用实际观测到的高管职务升迁来衡量政治激励; 而许年行和罗炜(2011) 则将公司高管获取参政议政机会(成为人大代表或政协委员) 视为一种政治激励。本文研究的重点并非使用高管参政议政完整准确地刻画国有企业高管的政治激励,而是从高管政治激励的角度考虑高管参政议政对企业投资活动的影响^①。获得参政议政的机会,是对国有企业高管出色经营能力和突出贡献的肯定,这种政治精神层面的激励,能够充分调动国有企业高管工作的积极性,有效降低公司管理层私利,减轻公司可能存在的代理问题。基于此,我们进一步提出本文的第二个假设:

假设 2: 高管参政议政体现的是政治激励,从而减轻了国有上市公司的自由现金流过度投资。

已有文献发现,外部制度环境不仅会显著地影响国有上市公司自由现金流的过度投资(杨华军、胡奕明 2007),也会影响到上市公司治理机制正常作用的发挥(俞鸿琳 2006)。在那些外部制度环境越差、市场机制越不完善的地区,国有企业的正常经营行为越容易受到外部干扰。与此同时,在那些外部制度环境较差的地区,上市公司的公司治理机制(包括股权制衡机制、高管薪酬激励机制、董事会机制、经理人市场机制等) 难以有效的发挥作用(俞鸿琳 2006),在此种情况下,高管参政议政所带来的政治激励机制往往能在公司治理方面发挥有效的作用^②。如果高管参政议政体现的是政治关系,那么在外部制度环境越差的地区,国有企业投资行为受到的干预越多,企业的过度投资水平越高; 如果高管参政议政体现的是政治激励,那么在外部制度环境越差的地区,高管参政议政越能有效地发挥治理作用,企业的过度投资水平越低。无论高管参政议政体现的是政治关系还是政治激励,在外部制度环境越差的地区,高管参政议政对公司过度投资的影响越明显。由此,本文提出如下假设:

假设 3: 在外部制度环境越差的地区,高管参政议政对国有上市公司过度投资的影响越明显。

三、数据来源、变量定义与研究设计

(一) 数据来源

本文研究样本为 2004 - 2009 年间的 A 股国有上市公司^③,在此基础上,按照下列原则对样本公司进行了剔除: (1) 剔除金融保险类上市公司的观测值; (2) 剔除 ST 和* ST 类非正常交易状态的上市公司观测值; (3) 剔除财务数据缺失和实际控制人类型不明确的上市公司观测值。公司财务数据来源于 CSMAR 数据库,国有企业高管参政议政的识别根据数据库中提供的“高管个人简历”一栏中的信息整理得到。本文所使用的制度环境变量,来源于《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》一书,该书提供了 1997 - 2009 年间各省区市场化总指数、方面指数和分项指数的得分及排序。

(二) 变量定义与研究设计

首先,本文使用二元变量 *Parti* 对国有企业高管参政议政进行定义: 如果上市公司的关键高管(董事长

^①在此,感谢匿名审稿人提出的建设性意见。

^②Cao 等(2009) 的研究认为,当薪酬激励机制的作用较弱时,政治激励机制能够较好地发挥替代作用。

^③样本的开始年份为 2004 年,因为从 2004 年开始,公司年报中才开始披露完整的高管个人简历的详细数据; 由于制度环境变量的限制,样本的截止年份为 2009 年。

或总经理) 曾任或现任人大代表或政协委员 那么变量 *Parti* 赋值为 1; 否则 变量 *Parti* 赋值为 0^①。

其次 本文基于 Richardson(2006) 的研究衡量上市公司的过度投资水平 ,Richardson(2006) 在构造预期投资模型的基础上使用上一年的数据估计本年度的最优投资水平 这一方法在以往的研究中得到广泛应用 (杨华军、胡奕明 2007; 王彦超 2009; 唐雪松等 2010; 俞红海等 2010) 。基于上述研究 本文使用方程 (1) 估计上市公司的预期投资水平:

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{it-1} + \alpha_2 ROA_{it-1} + \alpha_3 Return_{it-1} + \alpha_4 Size_{it-1} + \alpha_5 Lev_{it-1} + \alpha_6 Listage_{it-1} + \alpha_7 Money_{it-1} + \alpha_8 Inv_{it-1} + \phi INDUSTRY + \varphi YEAR + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中 *Inv* 代表公司实际新增投资支出; *Growth* 代表公司的投资机会 使用公司的营业增长率表示; *ROA* 代表公司的会计收益; *Return* 代表公司股票市场的回报率; *Size* 代表公司的规模; *Lev* 代表公司的资产负债率; *Listage* 代表公司的上市年限; *Money* 代表公司的现金持有水平。被解释变量 *Inv* 的预测值为公司的预期投资水平(*Expectinv*) 模型的残差为公司非效率投资支出(*Residinv*) 等于公司实际投资支出减去预期投资支出。如果残差为正则是过度投资 反之则为投资不足 本文只关注过度投资(*Residinv* 为正) 的情况。

为了检验高管参政议政对公司过度投资带来的影响 本文进一步构造了方程(2) :

$$Residinv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Parti_{it} + \beta_2 Parti_{it} \times FCF_{it} + \beta_3 Insti_{it} + \beta_4 Insti_{it} \times FCF_{it} + \beta_5 FCF_{it} + \beta_6 Agent_{it} + \beta_7 Magshare_{it} + \beta_8 Cent_{it} + \beta_9 Size_{it} + \mu_{it} \tag{2}$$

其中 被解释变量 *Residinv* 为方程 (1) 的残差 解释变量 *Parti* 为表示高管参政议政的二元虚拟变量 , *FCF* 表示公司自由现金流。此外 参照已有文献的研究(姜付秀等 2009; Chen 等 2009) 本文在方程(2) 中的控制变量中加入管理费用率(*Agent*)、管理层持股比例(*Magshare*)、股权集中度(*Cent*)、公司规模(*Size*) 等变量以控制可能影响上市公司过度投资的一系列因素。如果交叉项 *Parti* × *FCF* 的系数显著为正 则说明假设 1 成立 即高管参政议政会加剧国有上市公司自由现金流的过度投资; 如果交叉项 *Parti* × *FCF* 的系数显著为负 则说明假设 2 成立 高管参政议政会减轻国有上市公司自由现金流的过度投资。同时 方程(2) 中进一步加入变量 *Insti* 与 *FCF* 的交叉项 以考察制度环境(包括政府干预水平、市场分配资源的程度、金融业的市场化) 对国有上市公司过度投资行为的影响。

为检验假设 3 本文进一步构造方程(3) :

$$Residinv_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Parti_{it} + \gamma_2 Parti_{it} \times FCF_{it} + \gamma_3 Insti_{it} \times Parti_{it} \times FCF_{it} + \gamma_4 Insti_{it} \times FCF_{it} + \gamma_5 Insti_{it} + \gamma_6 FCF_{it} + \gamma_7 Agent_{it} + \gamma_8 Magshare_{it} + \gamma_9 Cent_{it} + \gamma_{10} Size_{it} + \nu_{it} \tag{3}$$

其中 *Insti* 为制度环境变量 根据杨华军和胡奕明(2007) 、杨兴全等(2010) 的研究 本文选取樊纲等(2011) 编制的各地区减少政府对企业的干预(*Inter*)、市场分配经济的比重(*Resallo*)、金融业的市场化(*Finance*) 等指数来衡量制度环境的好坏。如果交叉项 *Insti* × *Parti* × *FCF* 的系数与交叉项 *Parti* × *FCF* 的系数符号相反 则证明假设 3 成立。方程 (1) 、(2) 、(3) 中各主要变量的具体解释如表 1 所示。

表 1		变量定义
变量中文名	变量英文名	变量具体定义
实际新增投资	<i>Inv</i>	公司年度新增投资 = (构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收到的现金净额) / 上一年度总资产
预期投资	<i>Expectinv</i>	公司预期投资水平, 等于方程(1) 的预测值
过度投资	<i>Residinv</i>	公司过度投资水平, 等于方程(1) 的正残差
参政议政	<i>Parti</i>	标识高管参政议政的二元变量, 当上市公司的关键高管(董事长或总经理) 现任或曾任各级人大代表或政协委员时, 取值为 1; 否则, 取值为 0
自由现金流	<i>FCF</i>	(公司经营性活动现金流量金额 - 固定资产折旧 - 无形资产摊销) / 上一年度总资产 - <i>Expectinv</i>
公司规模	<i>Size</i>	公司资产总额的自然对数
公司收益	<i>ROA</i>	总资产回报率
资产负债率	<i>Lev</i>	等于本年度负债总额除以本年度资产总额

① 本文将高管参政议政界定为关键高管(董事长或总经理) 参政议政, 一般而言, 在公司的经营决策(包括投资决策) 方面, 董事长或总经理具有极大的权力和责任。

续表 1		变量定义
变量中文名	变量英文名	变量具体定义
股票回报	<i>Return</i>	公司的股票回报率
投资机会	<i>Growth</i>	使用公司的销售收入增长率表示
现金持有水平	<i>Money</i>	等于资产负债表中的货币资金除以上一期公司总资产
上市年限	<i>Listage</i>	等于上市公司公告年度到相应年度的差值
股权集中度	<i>Cent</i>	公司 <i>Z</i> 指数, 等于第一大股东与第二大股东持股比例之比
管理层持股	<i>Magshare</i>	管理层的持股比例
代理成本	<i>Agent</i>	管理费用率, 等于公司管理费用除以本年度营业收入。
是否为地方国有企业	<i>Local</i>	标识地方国有企业的二元变量, 如果上市公司为地方政府控制, 则 <i>Local</i> = 1; 否则 <i>Local</i> = 0。
制度环境	<i>Insti</i>	根据樊纲等(2011), 本文选取减少政府对企业的干预(<i>Inter</i>)、市场分配经济资源的比重(<i>Resallo</i>)以及金融业的市场化(<i>Finance</i>)三项指标衡量制度环境, 上述变量值越大, 表明制度环境越好
年份	<i>YEAR</i>	年度虚拟变量, 2005 - 2009 年共五年, 设置四个控制性二元变量
行业	<i>INDUSTRY</i>	行业虚拟变量, 根据一级行业代码共 12 个行业, 设置 11 个控制性二元变量

四、实证结果与分析

(一) 主要变量的描述性统计

表 2 给出了国有上市公司中高管参政议政的年度分布和行业分布, 总体上看, 高管参政议政的比例都随着年份稳步地增长, 其中 2006 年高管参政议政的比例最低, 为 8.81%; 2009 年高管参政议政的比例最高, 为 12.29%。从高管参政议政的行业分布看, 统计结果显示: 传播与文化产业、制造业、农林牧副渔业三个行业中高管参政议政的比例最高, 分别为 12.82%、12.16%、12.12%; 建筑业、采矿业、交通运输仓储业三个行业中高管参政议政的比例最低, 分别为 4.03%、5.16%、5.95%。

表 2 样本的年度分布与行业分布							
样本年度分布							
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	合计
<i>Parti</i> = 1	80	85	69	87	106	93	520
<i>Parti</i> = 0	693	696	714	763	765	664	4 295
参政议政占比(%)	10.35	10.88	8.81	10.24	12.17	12.29	10.80
合计	773	781	783	850	871	757	4 815
样本行业分布							
行业分类	参政议政	无参政议政	参政议政占比(%)	行业分类	参政议政	无参政议政	参政议政占比(%)
农林牧副渔业	12	87	12.12	信息技术业	26	211	10.97
采矿业	8	147	5.16	批发和零售业	39	301	11.47
制造业	323	2333	12.16	房地产业	16	169	8.65
电力、燃气及水的生产和供应业	29	278	9.45	社会服务业	18	166	9.78
建筑业	5	119	4.03	传播与文化产业	5	34	12.82
交通运输仓储业	16	253	5.95	综合类	23	197	10.45

表 3 报告了本文主要变量的描述统计。我们可以看出, 不同的国有上市公司之间年度新增投资存在较大的差距(最小值和最大值分别为 -0.3687 和 4.4803), 平均而言, 国有上市公司中高管参政议政的比例为 10.80%。与此同时, 我们发现管理费用率、管理层持股比例、股权集中度在不同的国有上市公司之间均存在较大差距, 这说明上市公司的治理机制存在很大不同。此外, 营业增长率、会计收益等指标在不同公司均存在较大变异性, 这表明不同公司之间的盈利能力存在较大差异。

表 3 主要变量的描述统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Inv</i>	0. 0772	0. 0480	0. 1170	-0. 3687	4. 4803
<i>Parti</i>	0. 1080	0. 0000	0. 3104	0	1
<i>Agent</i>	0. 1731	0. 0686	3. 3192	-6. 0818	185. 4292
<i>Magshare</i>	0. 0020	0. 0000	0. 0144	0. 0000	0. 3227
<i>Cent</i>	32. 0536	8. 0047	184. 7465	1	11931
<i>Return</i>	0. 5842	0. 2538	1. 1933	-0. 8537	11. 5868
<i>Lev</i>	0. 5179	0. 5185	0. 3724	0. 0081	16. 3291
<i>Listage</i>	8. 2147	8. 0000	4. 0166	0	19
<i>Money</i>	0. 1882	0. 1422	0. 1941	0. 0000	4. 7550
<i>ROA</i>	0. 0218	0. 0306	0. 7443	-51. 2978	2. 5689
<i>Growth</i>	0. 3571	0. 1500	3. 1538	-0. 9902	149. 0823
<i>Size</i>	21. 6960	21. 5490	1. 1665	14. 1082	27. 8091

(二) 高管参政议政与自由现金流过度投资

我们首先使用样本数据对方程(1)进行估计,并将所得结果用于方程(2)的估计中。鉴于过度投资越多的国有企业高管越可能获得参政议政的机会,上市公司过度投资与高管参政议政之间的这种“逆向因果”关系会引发内生性问题。本文将分别使用普通最小二乘法(OLS)和两阶段最小二乘法(2SLS)对方程(2)进行估计。2SLS方法中变量*Parti*的工具变量(IV)为地区国有企业高管参政议政的平均比重(即变量*Parti*的地区平均值)。表4各列分别列示了使用不同制度变量*Inter*、*Resallo*、*Finance*的估计结果。

表 4 高管参政议政与过度投资①

解释变量	被解释变量 <i>Residinv</i> (OLS)			被解释变量 <i>Residinv</i> (2SLS)		
	<i>Inter</i>	<i>Resallo</i>	<i>Finance</i>	<i>Inter</i>	<i>Resallo</i>	<i>Finance</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Parti</i>	-0. 0147 (0. 0100)	-0. 0110 (0. 0097)	-0. 0114 (0. 0097)	-0. 0330 (0. 0486)	-0. 0326 (0. 0531)	-0. 0379 (0. 0510)
<i>Parti</i> × <i>FCF</i>	-0. 0064 (0. 2208)	-0. 0748 (0. 2162)	-0. 0732 (0. 2206)	-2. 2369 ** (1. 0073)	-2. 4416 ** (1. 0406)	-2. 5459 ** (1. 0462)
<i>FCF</i>	1. 0186 *** (0. 2051)	0. 9804 *** (0. 2330)	0. 9915 *** (0. 2251)	1. 0630 *** (0. 1765)	1. 0321 *** (0. 2011)	1. 0494 *** (0. 1892)
<i>Agent</i>	-0. 0057 (0. 0145)	0. 0085 (0. 0197)	-0. 0036 (0. 0147)	0. 0248 (0. 0198)	0. 0381 * (0. 0211)	0. 0295 (0. 0226)
<i>Magshare</i>	0. 6657 (0. 4315)	0. 6110 (0. 4613)	0. 5221 (0. 5369)	0. 5117 (0. 5624)	0. 4420 (0. 6028)	0. 4001 (0. 6358)
<i>Cent</i>	0. 00001 (0. 0001)	7. 56 × 10 ⁻⁶ (0. 0001)	-0. 00004 (0. 0001)	-0. 00002 (0. 0001)	-0. 00003 (0. 0001)	-0. 00006 (0. 0001)
<i>Size</i>	0. 0065 ** (0. 0029)	0. 0056 * (0. 0032)	0. 0064 ** (0. 0030)	0. 0091 ** (0. 0043)	0. 0091 ** (0. 0046)	0. 0095 ** (0. 0046)
<i>Insti</i>	-0. 0443 *** (0. 0099)	-0. 0213 ** (0. 0089)	-0. 0289 *** (0. 0093)	-0. 0297 *** (0. 0098)	-0. 0018 (0. 0109)	-0. 0073 (0. 0110)
<i>Insti</i> × <i>FCF</i>	-1. 0143 *** (0. 2010)	-0. 9164 *** (0. 2264)	-0. 9389 *** (0. 2196)	-0. 6736 *** (0. 1729)	-0. 5518 *** (0. 1799)	-0. 5732 *** (0. 1679)
截距项	-0. 0353 (0. 0623)	-0. 0345 (0. 0687)	-0. 0451 (0. 0660)	-0. 0974 (0. 0939)	-0. 1172 (0. 1014)	-0. 1199 (0. 1029)
<i>R</i> ²	0. 5219	0. 4857	0. 4945	0. 2930	0. 2285	0. 2120
<i>N</i>	1130	1130	1130	1130	1130	1130
弱工具变量检验				<i>F</i> = 66. 51	<i>F</i> = 62. 80	<i>F</i> = 65. 74
Hausman 检验				58. 93 ***	59. 55 ***	69. 48 ***

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号中给出了经过 Huber - White 调整的稳健标准误。弱工具变量(Weaker IV)检验所给出的 Cragg - Donald Wald *F* 值都非常高,表明不存在弱工具变量。

表 4 结果表明,*FCF* 的系数为正且在 1% 的水平上显著,这说明自由现金流的增加会加剧公司的过度投

①为了减少模型估计中的共线性问题,我们在估计方程(3)时,使用的制度环境变量*Inter*、*Resallo*和*Finance*为二元变量,本文按照如下原则进行构造:如果某一地区的制度环境好于当年各地区的中位数水平,则制度环境变量赋值为1;否则,制度环境变量赋值为0。

资。表 4 第 (1) – (3) 列的结果(使用 OLS 方法估计)显示,交叉项 $Parti \times FCF$ 的系数为负但并不显著,而表 4 第 (4) – (6) 列的结果(使用 2SLS 方法估计)显示,交叉项 $Parti \times FCF$ 的系数为负且在 5% 的水平上显著。进一步地,通过对 OLS 与 2SLS 两种估计方法进行 Hausman 检验,结果拒绝原假设,我们采纳 2SLS 方法的估计结果。因此,高管参政议政的国有上市公司,其过度投资现象会明显减少,高管参政议政能够显著地降低公司自由现金流的过度投资水平,这证明假设 2 成立。表 4 第 (4) – (6) 列的结果显示,交叉项 $Insti \times FCF$ 的系数为负且在 1% 的水平上显著,这说明制度环境的改善能够显著地降低公司自由现金流的过度投资水平,这一结论与杨华军和胡奕明(2007)、杨兴全等(2010)的发现相一致。

我们进一步关注方程(2)中控制变量的系数符号及显著性:表 4 第 (1) – (3) 列的结果显示,公司代理成本对过度投资的影响并不显著;而变量 $Size$ 的系数为正且显著,这与王彦超(2009)的发现相类似,规模越大的国有上市公司越有动机将自身做大做强,其过度投资现象越严重。股权集中度^①($Cent$)对公司过度投资水平的影响也不显著,这与唐雪松等(2010)的发现一致。管理层持股比例($Magshare$)对公司过度投资水平有正向影响但并不显著,这说明,在国有上市公司中,管理层持股计划并没有实现管理层与股东之间的激励相容。

根据实际控制人类型的不同,国有上市公司可以分为中央国有企业和地方国有企业。与中央国有企业相比,地方国有企业在经营决策过程中更容易受到地方政府的影响(唐雪松等,2010),地方政府的干预往往会限制上市公司正常治理机制作用的发挥,对于地方国有企业而言,高管参政议政对公司过度投资水平的降低作用会更弱。本文进一步利用交叉项 $Local \times Parti \times FCF$ 构造方程(3)进行估计,交叉项的系数为正但不显著(参见表 5 第 (4) 列),这说明,高管参政议政对公司过度投资行为的影响在中央国有企业与地方国有企业之间并不存在明显差别。

表 5 高管参政议政与过度投资(考虑制度环境的差异)^②

解释变量	被解释变量 $Residiv$ (2SLS)			
	$Inter$	$Resallo$	$Finance$	(4)
	(1)	(2)	(3)	
$Parti$	-0.0507 (0.0523)	-0.0749 (0.0612)	-0.0624 (0.0572)	0.0101 (0.0463)
FCF	1.1135 *** (0.1440)	1.0762 *** (0.1736)	1.1115 *** (0.1515)	1.0897 *** (0.1591)
$Parti \times FCF$	-4.6867 ** (1.8920)	-4.4268 *** (1.6108)	-5.1212 *** (1.9134)	-4.1621 (2.8284)
$Local \times Parti \times FCF$				4.1974 (2.7857)
$Local \times FCF$				-1.1220 *** (0.1690)
$Local$				-0.0386 ** (0.0164)
$Insti \times Parti \times FCF$	4.7867 ** (1.9455)	4.5319 *** (1.7092)	5.0015 ** (1.9936)	
$Insti \times FCF$	-1.1173 *** (0.1601)	-1.0177 *** (0.1893)	-1.0359 *** (0.1684)	
$Insti$	-0.0330 *** (0.0110)	-0.0083 (0.0118)	-0.0114 (0.0124)	
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
截距项	-0.0257 (0.0690)	-0.0531 (0.0791)	0.0136 (0.0769)	-0.0999 (0.0954)
R^2	0.4037	0.3677	0.2928	0.2003
N	1130	1130	1130	1130
弱工具变量检验	$F = 41.67$	$F = 34.90$	$F = 42.47$	$F = 33.96$
Hausman 检验	81.01 ***	79.31 ***	89.06 ***	113.44 ***

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号中给出了经过 Huber – White 调整的稳健标准误。弱工具变量(Weaker IV)检验所给出的 Cragg – Donald Wald F 值都非常高,表明不存在弱工具变量。

①为了排除异常值的影响,本文在方程回归时对变量 $Cent$ 前后各 1% 进行了 Winsorize 缩尾处理。

②鉴于 Hausman 检验拒绝原假设,为了节约报告篇幅,表 5 没有报告 OLS 回归的结果以及控制变量的系数,感兴趣的读者可以向作者索取。

制度环境既会影响公司高管参政议政的可能性,也会影响到上市公司自由现金流的过度投资,高管参政议政对上市公司过度投资的影响在不同的制度环境下可能会体现出一定差异。因此,本文构造制度环境与 $Parti \times FCF$ 的交叉项以进一步检验假设 3,估计结果列示在表 5 第(1) - (3)列。交叉项 $Inter \times Parti \times FCF$ 、 $Resallo \times Parti \times FCF$ 、 $Finance \times Parti \times FCF$ 的系数为负且至少在 5% 的水平上显著,这表明假设 3 成立,即在制度环境越好的地区,高管参政议政对公司过度投资水平的降低作用越弱。对此,一个合理的解释是,在外部制度环境较差的地区,正常的公司治理机制往往难以发挥有效的作用,高管参政议政所带来的政治激励往往能够有效地替代薪酬激励对公司管理层的激励作用,进而在更大程度上降低公司过度投资水平。表 5 中其他变量系数的方向和显著性与表 4 相比,并没有发生明显的变化。

(三) 稳健性检验

为了增强文章主要结论的稳健性,本文按照以下步骤进行稳健性检验:

第一,变换投资机会的衡量指标。我们使用托宾 Q 值^①代替营业增长率衡量国有上市公司的投资机会,估计预期投资方程(1),重复本文的结果,本文的主要结论依然成立。

第二,变换方程(2)中的控制变量。我们使用财务费用率和管理费用率之和代替管理费用率来衡量上市公司的代理成本,使用 Herfindahl 指数代替 Z 指数衡量上市公司的股权集中度,重复本文的结果,本文的主要结论未发生实质性变化。

第三,变换样本集。为了避免样本起止年份的选择对结果造成的影响,本文分别使用 2004 - 2008 年、2005 - 2009 年、2005 - 2008 年的子样本重新估计本文的结果,本文的主要结论没有实质性变化。

五、结论

以往文献将公司高管的参政议政视为民营上市公司政治关系的重要形式之一,然而,对国有上市公司而言,本文的研究结论证明国有企业高管参政议政体现的是政治激励。高管参政议政能够显著的降低国有上市公司自由现金流的过度投资,在制度环境越好的地区,这种效果越弱。近年来,国有上市公司的过度投资问题受到了学者们的持续关注。本文以国有上市公司的高管参政议政为切入点,实证检验了高管参政议政对公司过度投资活动的影响。本文的研究不仅丰富了上市公司政治关系与过度投资方面的文献,为有关国有上市公司政治关系的研究提供了一定借鉴,而且也深化了国有企业改革、改善国有企业投资效率问题提供了有益的探索。本文的研究结果表明,在制度环境不甚完善的地区,国有企业高管的政治激励往往能够有效地替代薪酬激励的作用,促使企业高管提高自身努力水平,减轻企业代理问题。

需要指出的是,国有企业高管的政府工作经历也是已有文献经常关注的一类政治联系,对于此类政治联系与公司自由现金流的过度投资水平之间的关系,已有文献尚未给出明确答案。实际上,具有政府工作背景的国有企业高管既可能为满足政府目标而进行过度投资,也可能为提高企业经营效率、实现国有资产保值增值而减轻国有企业代理问题、减少过度投资。因此,考察高管政府工作经历对国有上市公司(自由现金流)过度投资行为的影响,将是本文进一步的研究方向^②。

参考文献:

1. 陈运森、朱松 2009 《政治联系、制度环境与上市公司资本投资》,《财经研究》第 12 期。
2. 杜兴强、雷宇、郭剑花 2009 《政治联系、政治联系方式与民营上市公司的会计稳健性》,《中国工业经济》第 7 期。
3. 杜兴强、曾泉、杜颖洁 2011 《政治关系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据》,《金融研究》第 8 期。
4. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏 2011 《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》,经济科学出版社。
5. 姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊 2009 《管理者背景特征与企业过度投资行为》,《管理世界》第 1 期。
6. 林俊清、黄祖辉、孙永祥 2003 《高管团队内薪酬差距、公司业绩和治理结构》,《经济研究》第 4 期。
7. 宋德舜 2004 《国有控股、最高决策者激励与公司绩效》,《中国工业经济》第 3 期。
8. 宋增基、郭桂玺、张宗益 2011 《公司经营者物质报酬、政治激励与经营绩效——基于国有控股上市公司的实证分析》,《当

①其中托宾 Q 值的计算公式为: (每股价格 × 流通股股份 + 每股净资产 × 非流通股股数 + 净债务市值) / 总资产。

②感谢匿名审稿人提出的宝贵意见。

代经济科学》第4期。

9. 唐雪松、周晓苏、马如静 2010 《政府干预、GDP 增长与地方国企过度投资》，《金融研究》第8期。
10. 王彦超 2009 《融资约束、现金持有与过度投资》，《金融研究》第7期。
11. 魏刚 2000 《高级管理层激励与上市公司经营绩效》，《经济研究》第3期。
12. 巫强 2011 《薪酬差距、企业绩效与晋升机制——高管薪酬锦标赛的再检验》，《世界经济文汇》第5期。
13. 吴文峰、吴冲锋、刘晓薇 2008 《中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值》，《经济研究》第7期。
14. 夏立军、方轶强 2005 《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》第5期。
15. 许年行、罗炜 2011 《高管政治升迁与公司过度投资行为》，中国金融学术研究网工作论文(<http://www.cfm.com.cn/getPaper.do?id=3321>)。
16. 杨华军、胡奕明 2007 《制度环境与自由现金流的过度投资》，《管理世界》第9期。
17. 杨兴全、张照南、吴昊昊 2010 《治理环境、超额现金持有与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析》，《南开管理评论》第5期。
18. 俞鸿琳 2006 《政府控制和治理机制的有效性——基于中国A股市场的经验证据》，《南开管理评论》第1期。
19. 俞红海、徐龙炳、陈百助 2010 《终极控股股东控制权与自由现金流过度投资》，《经济研究》第8期。
20. 余明桂、潘红波 2008 《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》，《管理世界》第8期。
21. 张洪辉、王宗军 2010 《政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》，《南开管理评论》第3期。
22. 张敏、吴联生、王亚平 2010 《国有股权、公司业绩与投资行为》，《金融研究》第12期。
23. 张正堂 2007 《高管管理团队协作需要、薪酬差距和企业绩效：竞赛理论的视角》，《南开管理评论》第2期。
24. 周权雄、朱卫平 2010 《国企锦标赛激励效应与制约因素研究》，《经济学(季刊)》第1期。
25. Cao ,J. ,M. Lemmon ,X. Pan ,and G. G. Tian. 2009. “Political Promotion ,CEO Compensation ,and Their Effect on Firm Performance.” SSRN Working Paper. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1512142&.
26. Chen ,C. J. P. ,Z. Li ,X. Su ,and Z. Sun. 2011. “Rent – Seeking Incentives ,Corporate Political Connections and Organizational Structure of Private Firms: Chinese Evidence.” *Journal of Corporate Finance* ,17(2) : 229 – 243.
27. Chen S. Z. Sun S. Tang ,and D. Wu. 2009. “Political Connections and Investment Efficiency: Evidence from SOEs and Private Enterprises in China.” Available at <http://sm2.xmu.edu.cn/UploadFiles/20091014174327546.pdf>.
28. Jensen M. C. 1986. “Agency Cost of Free Cash Flow ,Corporate Finance ,and Takeovers.” *American Economic Review* ,76(2) : 659 – 665.
29. Modigliani F. and M. Miller. 1958. “The Cost of Capital ,Corporation Finance ,and the Theory of Investment.” *American Economic Review* 48(3) : 261 – 297.
30. Richardson S. 2006. “Over – investment of Free Cash Flow.” *Review of Accounting Studies* ,11(2) : 159 – 189.
31. Stulz R. 1990. “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies.” *Journal of Financial Economics* 26(1) : 3 – 27.

Political Participation of Executives in State – owned Enterprises , Political Incentive and Overinvestment

Yu Wenchao ,Li Renyu and He Qinying

(Research Institute of Economics and Management ,Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Using state – owned listed companies from 2004 to 2009 as sample ,this paper studies the effect of executive ’ s political participation on the overinvestment of state – owned listed companies. We find that executive ’ s political participation has a significant effect on reducing the overinvestment of free cash flow and that the worse the institutional environment is ,the stronger the effect is. These results suggest that executive ’ s political participation implies the political incentive. From the view of executive ’ s political participation ,this paper studies the effect of political incentive on the corporate governance ,which is different from the literature focusing on the compensational incentive. Meanwhile ,the reform of stated – owned companies has garnered particular attention ,our study provides useful policy suggestions to enhance the investment efficiency of stated – owned companies and standardize investment system of state – owned companies.

Key Words: Executive ’ s Political Participation; Overinvestment; Institutional Environment

JEL Classification: G31 ,G34 ,G38

(责任编辑: 彭爽)