

宏观政策不确定性与企业现金持有

余靖雯 郭凯明 龚六堂*

摘要 本文利用 1999—2013 年中国上市公司的数据，从省级党代会召开的角度研究宏观政策不确定性对企业现金持有的影响。实证结果发现，省级党代会召开的前一年和当年，宏观政策不确定性较高，企业增加现金持有，省级党代会召开的后一年，企业现金持有水平降低；民营企业、经理人持股比例高的企业以及市场化程度低地区的企业对宏观政策不确定性更为敏感。进一步的研究还发现，企业应对宏观政策不确定性的方法是增加短期借款比例；省级党代会召开的后一年，企业会将前两年增持的现金资产投入更高收益的项目中，投资支出相应增加。

关键词 宏观政策，不确定性，现金持有

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2019.02.11

一、引言

现金具有其他资产无法比拟的流动性和灵活性，在公司经营活动中扮演着重要的角色，是企业生存和发展的“血液”，包括李嘉诚在内的许多企业家都奉行“现金为王”的理念。合理的现金持有水平是企业一项战略性的决策，有利于公司在降低资本成本的同时规避风险。一方面，一旦持有现金不足导致资金链断裂，企业就会陷入财务困境 (Opfer *et al.*, 1999)，甚至面临破产的风险。另一方面，持有过多现金又意味着较高的机会成本，也为管理层滥用现金提供了便利 (Pinkowitz *et al.*, 2006)。现金持有水平的高低直接涉及公司的资产配置和流动性风险管理，会对融资成本和投资能力产生显著影响，最终决定了其盈利能力和市场价值 (王红建等, 2014)。

从实践经验来看，近年美国上市公司现金持有水平日益攀升 (Gao *et al.*, 2013)，中国的企业也有相同的趋势。以本文的研究样本为例 (如图 1 所示)，

* 余靖雯，北京外国语大学国际商学院；郭凯明，中山大学岭南学院；龚六堂，北京大学光华管理学院。通信作者及地址：郭凯明，广东省广州市海珠区新港西路 135 号中山大学南校区伍沾德堂 502, 510275；电话：(020) 84110479；E-mail：guckaiming1984@163.com。余靖雯感谢国家自然科学基金项目 (71973017) 和北京外国语大学“中青年卓越人才支持计划”(2018QZ005) 的资助。郭凯明感谢中山大学青年教师重点培育项目“人口年龄结构对产业结构转型升级的影响机制研究”资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见，文责自负。

1999—2013 年中国上市公司的平均现金持有比率在 30% 左右¹，尤其在 2008 年金融危机之后，现金持有比率明显上升。并且，现金持有比率的年度调整也很大，变动幅度最高达到 10%。

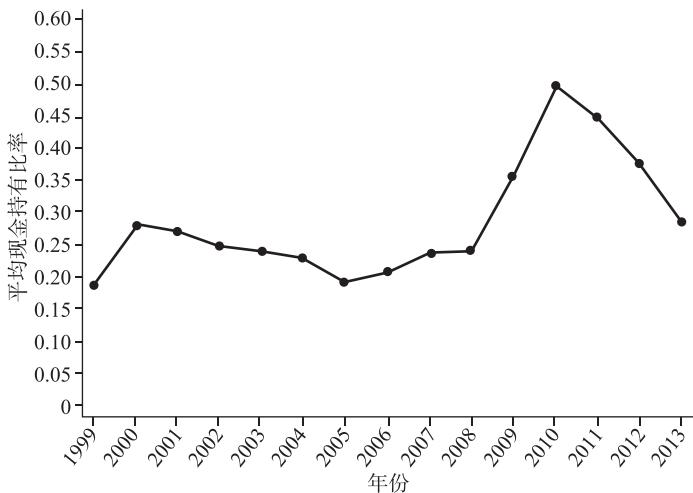


图 1 中国上市公司平均现金持有比率时间趋势

资料来源：CSMAR 数据库。

已有的关于企业现金持有的文献主要关注公司的财务特征和治理结构两个方面的影响因素，也有部分研究考察宏观经济和制度环境对企业现金持有行为的影响，却忽略了对宏观政策不确定性的考虑。中国地方政府掌握着大量的关键性资源，可以通过产业政策、税收、监管等手段影响企业投入产出的各个方面（劳动力、土地、能源、基础建设、融资等），拥有较大的权力并扮演着重要的角色（Fan *et al.*, 2011）。此外，在中国的垂直管理体制下，地方政府也有极大的动力制定经济政策，以 GDP 增长为目标展开竞争²，谋求政治晋升（周黎安，2007）。不同任期政府的经济增长目标和宏观调控的具体手段都有所不同，使得企业在处于不确定性的环境下经营，导致盈利没有保障、现金流预期的准确性下降、不再享有优惠政策、外部融资渠道变窄等情况的出现。这种不确定性随着中国共产党代表大会（以下简称党代会，Provincial Party Congress, PPC）的临近而增加，随着党代会结束而下降。

本文选择 1999—2013 年中国 2 048 家 A 股上市公司的混合截面数据为样本进行实证分析，考察由党代会带来的宏观政策不确定性对企业现金持有水

¹ 现金持有比率计算方法为现金及现金等价物与非现金资产之比。

² 2013 年 12 月中共中央组织部发布《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》，规定今后不能单纯以 GDP 论英雄，政绩考核标准有所改变。然而在本文研究的数据期间，地方政府是以 GDP 增长为目标展开竞争的。

平的影响。结果表明省级党代会召开的前一年和当年，宏观政策不确定性较高，企业预防性动机增强，提高现金持有水平；而省级党代会召开的后一年，宏观政策不确定性较低，企业减少现金持有水平。我们还从产权性质、经理人持股和市场化水平三个方面进行细致的考察，探究宏观政策不确定性影响的异质性。结果显示民营企业出于预防性动机，在党代会召开的前一年和当年，会大幅增持现金资产，然而国有企业对此并不敏感；党代会召开的后一年，国有企业却比民营企业反应剧烈，大幅度减持现金资产，进行新一轮的投资；经理人持股比例越高的企业，管理层会越关心公司的长远发展，对公司风险与收益的权衡更为谨慎，对宏观政策不确定性做出的调整就越大；企业所在地市场化水平越低，省级党代会带来的宏观政策不确定性对企业现金持有行为的影响越明显。进一步的研究还发现，企业在省级党代会召开前应对宏观政策不确定性的途径是增加短期借款比例；而省级党代会召开的后一年，企业会将前两年所增持的现金资产投入更高收益的项目中，投资支出相应增加。

本文的研究贡献主要体现在：第一，本文从省级党代会召开这一新视角，考察了宏观政策不确定性对微观企业现金持有的动态影响。以往的文献或研究宏观经济因素，或从制度环境入手，考察宏观因素对企业微观行为的影响。极少有文献探讨企业的现金持有如何随着宏观政策不确定性而进行动态调整。第二，本文细致地区分了党代会和官员变更的异质性，并系统讨论宏观政策不确定性对现金持有影响的作用机制。第三，本文的研究思路和结论有利于更好地理解宏观政策环境对企业微观行为的影响，启发企业管理者优化现金管理规划，提高企业对宏观政策环境的应对和适应能力。

本文其余部分结构安排如下：第二部分是文献回顾、理论分析和研究假设；第三部分为研究设计与描述性统计；第四部分是实证结果；第五部分是全文的总结。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一) 现金持有的理论和影响因素

企业为什么要持有现金？已有文献主要从三个方面来进行解释。第一，交易性动机。将非现金资产转换为现金是存在交易成本的，因此企业需要持有一定量的现金用于生产和经营（Miller and Orr, 1966）。第二，预防性动机。企业持有一定量的现金用于预防未来可能出现的不利冲击，尤其是在外部融资成本较高或者未来投资机会不确定性上升时，这种动机更为强烈。

(Bates *et al.*, 2009)。第三,代理动机。根据“自由现金流假说”(Jensen, 1986),管理者更倾向于持有现金而不是向股东支付股利。持有超额的现金可以加强管理层对资源和权力的控制,以构建“企业帝国”来谋取个人私利。

基于企业持有现金的三个动机,学者们提出了解释现金持有行为的权衡理论、优序融资理论和代理成本理论。其中,现金的预防性动机和代理动机由于直接与资本市场的信息不对称和企业内部的代理冲突相联系,讨论最为广泛。一些经验研究表明,预防性动机是企业保持较高水平现金持有的重要原因(Opler *et al.*, 1999; Bates *et al.*, 2009; Duchin, 2010; Mclean, 2011, 等等)。例如,Opler *et al.*(1999)、Bates *et al.*(2009)的研究表明,美国企业的现金持有比率从1980年的10.5%增长到2006年的23.2%,主要源于预防性动机。另外,不少文献认为内部代理问题是影响企业现金持有量的决定性因素(Dittmar *et al.*, 2003; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Hartford *et al.*, 2008; Gao *et al.*, 2013)。然而,代理动机究竟是导致企业现金持有水平较高还是较低?已有文献没有一致的结论。管理者既有可能积累大量的现金以谋取个人私利,同时也有可能滥用企业现金³,导致企业现金持有处于较低的水平。例如,Dittmar *et al.*(2003)的跨国研究表明,投资者保护差的国家现金持有水平是投资者保护好的国家的两倍多。而Dittmar and Mahrt-Smith(2007)、Hartford *et al.*(2008)发现,管理层会把超额持有的现金迅速地花掉。

国内有关现金持有行为影响因素的研究大多也从预防性动机和代理动机角度展开。一些文献从权衡理论出发研究企业预防性动机的现金持有。彭桃英和周伟(2006)认为,权衡理论更能解释中国企业在持有大量现金的行为。Lian *et al.*(2010)发现,由融资约束引发的预防性动机能够较好地解释中国企业在现金持有的动态调整行为。大多数文献还考察了治理结构对现金持有的影响。张人骥和刘春江(2005)从股权结构、股东保护程度的角度进行研究,发现现金持有量随股东保护程度的增强而降低。辛宇和徐莉萍(2006)从公司治理的视角进行研究,认为上市公司微观治理结构越好,其超额现金持有水平越低。罗琦和许俏晖(2009)从大股东的视角进行研究,发现大股东持股比例与现金持有具有正相关关系。陆正飞和张会丽(2010)发现,上市公司子公司的现金持有比率与子公司少数股权占比显著正相关,与上市公司第一大股东持股比例、高管持股比例显著负相关,说明子公司中少数股东的力量为子公司管理层创造了很大的寻租空间。

³ 现金是较为容易被侵占的资产。

以上国外和国内的文献主要使用微观数据从公司自身特征来研究企业现金持有问题。但是，企业总是在一定的宏观环境下进行经营，必然受到宏观经济政策与波动的影响。近年来的一些研究开始考察宏观经济环境和政策如何影响企业的现金持有，成为会计和财务的新兴研究领域（姜国华和饶品贵，2011）。一部分研究从经济周期的角度来考察公司的现金持有行为。经济周期影响公司外部融资环境，改变公司的融资约束，进而影响公司的融资路径选择（内部留存、债券融资、股权融资），并最终影响到公司的现金持有决策。在经济繁荣时，公司运营良好，外部融资渠道畅通，持有现金主要出于交易性动机，此时现金持有量会接近理论上的“最优水平”；在经济衰退时，有融资约束的公司持有更多的现金以应对未来的不确定性（Almeida *et al.*, 2004; Custodio *et al.*, 2005）。Chen and Mahajan (2010) 的研究表明，宏观经济变量（包括 GDP 增长率、通货膨胀率、利率、政府预算赤字等）都会对企业的现金持有水平产生直接和间接的影响。祝继高和陆正飞（2009）的研究发现，企业现金持有水平随货币政策紧缩程度而变化。韩立岩和刘博研（2011）认为宏观经济层面的不确定性会对企业的现金持有价值产生影响。陆正飞和韩非池（2013）的研究表明，长期的产业政策和短期的刺激计划在一定程度上通过投资机会的路径影响企业的现金持有。另一部分研究从代理理论出发，从宏观层面关注制度环境因素对企业现金持有决策的作用。根据 Acemoglu *et al.* (2003)、Love (2003)、周伟和谢诗蕾 (2007) 的研究，在制度环境较差、金融发展滞后的国家或地区，企业面临较多的融资约束，外部融资成本较高，因此企业的现金持有决策显得尤为重要。中国证券市场是一个处于转型时期的新兴市场，投资者法律保护水平如何影响企业的现金持有决策成为研究的热点问题（杨兴全和张照南，2008；罗琦和秦国楼，2009；等等）。陈德球等（2011）考察了中国政府对上市公司现金持有决策的影响，结果表明地方政府的“扶持之手”发挥更重要的作用。

（二）宏观政策不确定性与企业行为

导致宏观经济环境和政策改变的一个不可忽略的因素就是政治因素。自 Nordhaus (1975) 提出了一个正式的政治经济周期模型后，大批学者进行了深入研究 (Hibbs, 1977; Alesina, 1987; Rogoff and Sibert, 1988; 等等)。中国的政治体制是共产党一党执政、多党参政，不同党派之间没有根本的意识形态和利益冲突，因而不存在为当选而人为扭曲经济发展本来规律的行为。然而，在中国的垂直管理体制下，地方政府拥有较大的权力和动力制定经济政策，以 GDP 增长为目标展开竞争，谋求政治晋升（周黎安，2007）。政府

周期性的换届和官员的人事变化，使得不同任期政府的经济增长目标和宏观调控的具体手段都有所不同，从而对经济产生影响。

现有不多的文献集中在对企业投资行为的讨论（曹春方，2013；陈艳艳和罗党论，2012；贾倩等，2013；等等）。大多数文献认为官员更替后，会带来新一轮的投资冲动，并用“晋升锦标赛”的理论进行解释。值得注意的是，这些文献都是采用党政一把手的人事变更（即省委书记、省长的更替或市委书记、市长的更替），并结合官员的异质性进行分析。不同的是，本文将使用省级党代会来识别宏观政策不确定性对企业现金持有行为的影响。

第一，我们使用党代会而不是官员更替作为宏观政策不确定性的度量，原因在于企业对五年一次的党代会召开有完全的预期，从而产生调整性行为。而对于官员实际上是否更替，企业的预期能力不强，很难做出准确、及时的判断。此外，官员更替只能刻画省委（市委）书记和省长（市长）的实际更换情况，而党代会召开期间，不仅党政一把手会有调整，级别稍低却十分重要的官员⁴也会产生大规模的人事变动。因此党代会是从整个宏观气候和环境的改变对企业的预期产生影响。⁵

第二，我们使用省级党代会而不是中央的党代会作为宏观政策不确定性的度量，原因在于中央的党代会对所有的企业来说是同一时间发生的事情，中央党代会带来的宏观政策不确定性与时间效应很难区分，无法识别其真正影响。而省级党代会召开的时间有地区性的差异，一般分两批召开（当年11月份前后和次年4月份前后），并且换届顺序是随机分布的，西北、华北、东北、华东、中南和西南六大区平均分成两组。这样的数据结构，为研究提供了较好的识别策略。

第三，市级政府是更为基层的地方政府，对辖区微观企业的影响更为直接和强烈。而市级重要官员的任免权实际掌握在上一级（省级）党委手中。省级党代会期间往往伴随着市级政治系统大规模的人事变动。

第四，与研究中央党代会和省级地区的文献相比，聚焦省级党代会和地市级地区可以增加实证研究样本量，提高估计的精确度。

（三）研究假设

1. 宏观政策不确定性与企业现金持有

具体而言，省级党代会对企业现金持有的影响主要源于宏观政策的不确定性。

⁴ 例如，常务委员和副职领导以及国家发展和改革委员会等部门领导等。

⁵ 有关党代会和官员更替的差异讨论，请见余靖雯等（2015）。

省级党代会的召开往往意味着未来政策会发生变化，导致政策具有较强的不连续性，对企业的微观行为具有巨大的影响。中国存在以经济增长为主要考核内容的官员晋升锦标赛机制，而上级对下级官员的政绩考核通常限定在一个任期内，这就促使理性的政府官员会在新的工作岗位上尽快做出政绩。因此，新一届政府官员通常会有动机实施差异化策略，调整经济和产业政策。一旦制定新政策，新一届政府在行政审批、土地征用、财税政策、融资信贷等方面做出调整，有可能会影响企业的生存发展和投资环境。因此，企业面对已有政策的不连续性和未来政策的不确定性，会增加现金持有，以应对政策改变可能存在的资金链断裂风险。

因此，临近党代会召开，宏观政策不确定性程度提高，企业预防性动机增强，会增加现金持有水平。党代会召开之后，宏观政策不确定性迅速下降，企业预防性动机减弱，会降低现金持有水平，以减少持有现金的成本。基于此，本文提出假设1和假设2。

假设1 企业在省级党代会召开前一年和召开当年持有更多的现金。

假设2 企业在省级党代会召开后一年减少现金持有。

2. 不同产权性质的影响

上述省级党代会召开对企业现金持有的影响在不同产权性质下的企业会存在一定的差异。

国有企业与政府有着天然的“血缘”关系，外部融资约束较弱，其投资行为可以不必依赖内部资金。中国银行体系是由国有银行主导的，国有银行受政府的影响对国有企业采取更宽松的贷前审查和贷后监管，国有企业可以得到更多的信贷资源。同时，国有企业还受益于政府的隐形担保，外部融资能力较强。相比较而言，民营企业则难以获得信贷支持，“融资难”成为民营企业发展瓶颈。因此，民营企业会用内部融资的方式来缓解外部融资约束。

因此，当宏观政策不确定程度上升时，民营企业更容易受到影响，预防性动机更强，会持有更多的现金。我们提出假设3。

假设3 相较民营企业，国有企业在省级党代会召开前一年和当年增持的现金量较少。

3. 经理人持股的影响

现代企业的股权较为分散，管理者完全掌握了控制权，导致了所有权和控制权的分离，这种委托—代理的关系产生了代理问题。为了解决代理问题，常用的有效手段就是股权激励，通过给予经理人一定数额的公司股份来获得经理人和公司长期利益的一致。经理人持有的股份比例越大，越关心公司的长远发展，因此会越谨慎地权衡公司长远的风险与收益，针对宏观政策不确

定性所做的调整也就越大。因此，本文提出假设 4。

假设 4 经理人持股比例高的企业现金持有受宏观政策不确定性影响更大。

4. 市场化水平的影响

最后，我们还考虑了市场化水平对宏观政策不确定性效应的影响。总的来说，与世界上发达国家相比，中国还处于转轨时期，制度环境还不完善，法律和司法体系不健全，产权保护缺乏，金融体系也较为落后 (Allen *et al.*, 2005)。具体到各地区，市场化程度和制度环境的差异也很大 (World Bank, 2006; 樊纲等, 2011)。

政府可以被认为是市场的替代机制。在缺乏良好市场机制的地区，企业与企业之间或者企业与债权人之间的经济纠纷往往是通过政府官员而不是法院来解决的。市场化水平高的地区交易成本低，信息不对称程度弱，市场配置资源的效率高，政府干预程度低，当地的企业生产经营活动受到政策因素影响小 (Faccio, 2006; 李文贵和余明桂, 2012)。在市场化程度低的地区，企业面临的外部融资约束强，更加依赖政府解决资金问题。基于此，我们提出假设 5。

假设 5 市场化程度较高地区的企业现金持有受宏观政策不确定性影响较小。

三、研究设计与描述性统计

(一) 样本数据

本文使用 1999—2013 年在上海证券交易所和深圳证券交易所进行交易的 A 股公司数据，来源于国泰安 (CSMAR) 数据库，本文对初始样本进行如下处理：(1) 剔除停牌退市等样本；(2) 剔除金融行业上市公司⁶；(3) 为了与省级党代会和市级官员相匹配，删除注册所在地为 4 个直辖市（北京、上海、天津和重庆）的样本；(4) 为了避免异常值的影响，对模型中的连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行 Winsorize 处理；(5) 删除关键变量缺失的样本。经过上面的处理后，实际进入回归的样本包含了 1999—2013 年间 2 048 家公司连续 15 年的共 18 000 个公司年度观察值。

⁶ 由于自身业务特点，金融行业上市公司经常持有大量的现金。

(二) 计量模型

$$\begin{aligned} \text{Cashhld}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{PPCpre}_{i,t} + \alpha_2 \text{PPC}_{i,t} + \alpha_3 \text{PPCpost}_{i,t} \\ & + X_{i,t-1} \beta + \gamma \text{Year} + \lambda \text{Industry} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中，因变量 Cashhld 是企业持有现金水平， $\text{PPCpre}_{i,t}$ 、 $\text{PPC}_{i,t}$ 及 $\text{PPCpost}_{i,t}$ 是虚拟变量，用于刻画党代会的影响。如果省级党代会在明年召开， $\text{PPCpre}_{i,t} = 1$ ，否则取 0；省级党代会在当年召开， $\text{PPC}_{i,t} = 1$ ，否则取 0；省级党代会在去年召开， $\text{PPCpost}_{i,t} = 1$ ，否则取 0。 X 为一组控制变量，用滞后一期 ($t-1$) 来度量，以减轻内生性问题。本文参考以往对企业现金持有的研究，选取以下变量作为控制变量：资产负债率 (Lev)、公司规模 (Size)、托宾 Q (TobinQ)、总资产报酬率 (Roa)、现金流量 (Cflow)、现金替代物 (NWC)、资本支出 (Capex)、银行性债务 (Bankdebt)、是否发放股利 (Dividend) 以及第一大股东持股比例 (Top1)。此外，我们还设置了年份虚拟变量 (Year) 和行业虚拟变量 (Industry)，用于控制宏观经济形势和公司所处行业的影响。变量的定义和度量见表 1。

表 1 主要变量的定义与度量

变量	符号	变量定义
因变量	Cashhld	现金持有比例 = 年末现金及现金等价物 / 非现金资产。其中， 1. 现金及现金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 (2007 年前为短期投资) 2. 非现金资产 = 总资产 - 现金及现金等价物
解释变量	PPCpre	省级党代会召开前一年虚拟变量
	PPC	省级党代会召开当年虚拟变量
	PPCpost	省级党代会召开后一年虚拟变量
控制变量	Lev	资产负债率 = 总负债 / 总资产
	Size	公司规模，为总资产的自然对数
	TobinQ	托宾 Q = (公司股东权益市值 + 债务账面价值) / 总资产账面价值，衡量 公司的成长性和未来投资机会
	Roa	总资产报酬率 = 净利润 / 总资产
	Cflow	现金流量 = 经营活动现金流净额 / 非现金资产
	NWC	现金替代物 = (营运资本 - 现金及现金等价物) / 非现金资产， 营运资本为流动资产与流动负债的差
	Capex	资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 / 非现 金资产

(续表)

变量	符号	变量定义
	Bankdebt	银行性负债 ⁷ = (长期借款 + 短期借款) / 总负债
控制变量	Dividend	公司是否发放股利的虚拟变量, 当年有股利支出为 1, 否则为 0
	Top1	第一大股东持股比例 = 第一大股东持股数 / 总股数

主要变量的统计性描述见表 2。可以看出, 样本中公司现金持有比例均值为 30.6%, 标准差为 0.408, 说明不同公司的现金持有比率有很大的差异。

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Cashhld	18 119	0.306	0.408	0.005	2.632
Lev	18 119	0.465	0.219	0.050	1.236
Size	18 119	21.400	1.112	19.04	24.74
TobinQ	17 772	1.627	1.049	0.549	7.196
Roa	18 119	0.034	0.065	-0.277	0.204
Cflow	18 119	0.060	0.110	-0.255	0.446
NWC	16 128	-0.031	0.273	-1.151	0.551
Capex	18 079	0.082	0.078	0.0002	0.361
Bankdebt	18 092	0.387	0.247	0	0.858
Dividend	18 119	0.604	0.489	0	1
Top1	18 114	0.382	0.161	0.096	0.760

表 3 给出了公司层面主要变量的 Pearson 相关系数。公司现金持有比例与大多数控制变量呈现出显著的相关关系, 说明在我们的计量模型中控制住公司的这些特征是十分必要的。另外, 解释变量的方差膨胀因子 (VIF) 均在 10 以下, 说明不存在多重共线性的问题。

四、实证检验结果及分析

(一) 宏观政策不确定性与企业现金持有水平

首先, 为了检验假设 1 和假设 2, 我们对全样本进行了回归分析。表 4 报告的是省级党代会召开与企业现金持有水平的回归结果。

⁷ 由于中国企业借款主要来源为银行, 以此代表企业的银行性负债占总负债的比例。

表3 主要变量之间的Pearson相关系数

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 Cashhld	1										
2 Lev	-0.074 ***	1									
3 Size	-0.156 ***	-0.009	1								
4 TobinQ	0.041 ***	0.313 ***	-0.146 ***	1							
5 Roa	0.037 ***	0.607 ***	-0.047 ***	0.030 ***	1						
6 Cflow	-0.054 ***	-0.004	0.031 ***	-0.042 ***	0.001	1					
7 NWC	-0.062 ***	-0.134 ***	0.041 ***	-0.048 ***	-0.045 ***	0.130 ***	1				
8 Capex	0.065 ***	-0.081 ***	0.002	-0.084 ***	0.019 **	-0.078 ***	-0.013	1			
9 Bankdebt	-0.357 ***	0.046 ***	0.058 ***	-0.148 ***	-0.048 ***	0.011	0.013	0.094 ***	1		
10 Dividend	0.152 ***	-0.097 ***	0.213 ***	-0.119 ***	0.046 ***	0.012	0.023 ***	0.235 ***	-0.107 ***	1	
11 Top1	-0.006	-0.041 ***	0.143 ***	-0.042 ***	0	0.011	0.016 ***	0.058 ***	0.005	0.133 ***	1

注：所有变量的定义请见表1。***、**分别代表在1%、5%的水平上显著。除了Cashhld外，其他变量均滞后一期。

表 4 党代会召开与企业现金持有水平

被解释变量	Cashhd			
	(1)	(2)	(3)	(4)
PPCpre	0.033*** (0.006)	0.033*** (0.006)	0.031*** (0.006)	0.031*** (0.006)
PPC	0.019*** (0.005)	0.019*** (0.005)	0.019*** (0.005)	0.019*** (0.005)
PPCpost	-0.010** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.010** (0.005)	-0.011** (0.005)
Lev	-0.054*** (0.016)	-0.054*** (0.016)	-0.054*** (0.016)	-0.054*** (0.016)
Size	-0.044*** (0.005)	-0.044*** (0.005)	-0.044*** (0.005)	-0.044*** (0.005)
TobinQ	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)
Roa	0.035 (0.037)	0.035 (0.037)	0.035 (0.037)	0.035 (0.037)
Cflow	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
NWC	-0.003*** (0.000)	-0.003*** (0.000)	-0.003*** (0.000)	-0.003*** (0.000)
Capex	0.214*** (0.048)	0.221*** (0.049)	0.221*** (0.049)	0.226*** (0.049)
Bankdebt	-0.360*** (0.022)	-0.358*** (0.022)	-0.360*** (0.022)	-0.359*** (0.022)
Dividends	0.074*** (0.008)	0.075*** (0.008)	0.075*** (0.008)	0.075*** (0.008)
Top1	0.039 (0.029)	0.041 (0.029)	0.041 (0.029)	0.042 (0.029)
Turnover _s		-0.004 (0.005)		-0.004 (0.005)
Age _s		0.003** (0.001)		0.002** (0.001)

(续表)

被解释变量	Cashhld			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Edu _s		0.015*** (0.005)		0.014*** (0.005)
Tenure _s		0.001 (0.002)		0.000 (0.002)
Turnover _m			-0.001 (0.005)	0.000 (0.005)
Age _m			0.003*** (0.001)	0.002** (0.001)
Edu _m			-0.000 (0.005)	-0.001 (0.005)
Tenure _m			0.001 (0.002)	0.000 (0.002)
_cons	1.183*** (0.099)	1.031*** (0.111)	1.059*** (0.107)	0.938*** (0.118)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.222	0.224	0.224	0.225
N	13 567	13 502	13 485	13 430

注：***、**分别表示在1%、5%的水平上显著。括号内为经过公司层面聚类（cluster）调整的标准误差（se）。

表4第(1)列为我们基本计量模型的回归结果。PPCpre和PPC的估计系数在1%的显著性水平上为正，说明在党代会召开前一年和党代会召开当年，企业所面临的不确定性程度较高，为了规避宏观政策不确定性带来的资金短缺风险，企业倾向于持有更多的现金资产。具体而言，省级党代会召开的前一年和当年，企业分别增持约3.3%和1.9%的现金资产。PPCpost的估计系数为-0.01，在5%的水平上显著，说明在党代会的后一年，官员人事变更和政策导向已经确定下来，宏观政策不确定性降低，企业为了减少持有多余现金的机会成本，会降低现金持有水平。实证结果与假设1和假设2一致。

控制变量的结果都与现有文献结果一致。企业规模的系数显著为负，因为规模越大的企业面临的融资约束越小；资产负债率和银行性债务的系数也显著为负，说明资产负债率较高的企业举债能力较强，而银行性债务反映了良好的银企关系，进一步提高了企业外部举债能力，因此企业持有的现金资

产较少。托宾 Q、资本支出、股利支出均与企业现金持有正相关，可能因为高成长、高投资或高股利支出的企业在运营中有更大的现金消耗需求。此外，企业的现金流量（Cflow）和现金替代物（NWC）与现金持有显著负相关，资产回报率（Roa）和第一大股东持股比例（Top1）则未通过显著性检验。

为了与以往官员更替的文献比较，我们在第（2）列、第（3）列中先后分别加入了市委书记和市长二人的更替、年龄、教育水平和任期，并在第（4）列中同时加入市委书记和市长的特征。地级市官员的数据主要来自新华网和相关政府网站，其中：（1）官员变更（Turnover），代表当年是否存在官员变更的虚拟变量；（2）官员年龄（Age）；（3）学历（Edu），如果官员学历是本科以下为 0，本科为 1，硕士为 2，博士为 3，是一个序数的数列；（4）任期（Tenure），参考王贤彬和徐现祥（2008）等文献的做法，根据上任的月份计算任期，以当年任职时间超过 6 个月的作为在职样本。⁸下标 s 和 m 分别代表市委书记和市长。

从结果可以发现，控制了官员的影响后，核心解释变量依然显著。市长更替和市委书记更替均未通过显著性检验，说明了官员更替虽然也构成企业经营环境的不确定性，但是对于这种不确定性企业很难做出及时的反应，并没有在更替当年进行现金持有水平的调整。这也从侧面反映了省级党代会带来的宏观政策不确定性对企业的预期造成外生性的冲击，比官员实际变更造成的影响更为重要。市长、市委书记的年龄的系数均显著为正，可能的解释是官员的年龄越大，对于晋升机会的期望越小，在任期间推行积极的、消耗现金资产的政策的动机越小。市委书记的教育水平的系数显著为正，而市长教育水平的影响并不显著。这从一定程度上反映了虽然市委书记和市长分别是党政“一把手”，但事实上，在行政级别和政治排序上，市委书记在市长之上，其教育水平能更直接地影响政策导向。市委书记受教育水平越高，越不倾向于单纯实施激进的政策以刺激经济的短期增长，而是更加考虑管辖地区的长远发展。

值得说明的是，研究企业现金持有的一个不可忽视的因素是国家的货币政策，为了控制其影响，我们还尝试加入 M2 增速作为控制变量，结果发现核心变量的大小和显著性水平基本保持不变，政治周期对企业现金持有水平的影响仍然成立。⁹

⁸ 对于任职时间各为 6 个月的两任官员，取任职在前的官员作为在职样本。

⁹ 我们也尝试在后文的回归中加入 M2 增速作为控制变量，结果无本质差异。限于篇幅，没有汇报，感兴趣的读者可向作者来信索取。感谢匿名审稿人对此提出建议。

(二) 产权性质、经理人持股、市场化水平

为了验证假设3、假设4和假设5，我们在基本模型的基础上，加入了相应变量及交互项进行了回归，结果请见表5。

在表5第(1)列中，我们引入虚拟变量gov来区分国有企业和民营企业。当企业终极控制人为政府时，gov为1，否则为0。然后将gov分别与省级党代会召开的虚拟变量PPCpre、PPC以及PPCpost做交互项，考察宏观政策不确定性对现金持有影响是否存在产权的异质性。可以发现，gov的估计系数为-0.023，在5%的水平上显著，这说明平均而言，国有企业比民营企业少持有2.3%的现金，验证了国有企业面临更低的外部融资约束的假设。我们再看民营企业现金持有水平随着党代会召开会有怎么样的变化（此时gov=0），PPCpre和PPC的估计系数分别为0.062和0.035（均大于基准回归结果的估计值），在1%的统计性水平上显著，说明民营企业会持有更多的现金来应对宏观政策不确定性。而PPCpost的估计系数为-0.012，在10%的统计性水平上并不显著。交互项gov×PPCpre、gov×PPC的估计系数分别为-0.064、-0.047，在1%的水平上显著，表明省级党代会前一年对国有企业现金持有水平的影响比其对民营企业的影响低6.4%，省级党代会当年对国有企业现金持有水平的影响要比其对民营企业的影响低4.7%。相较于民营企业，国有企业的现金持有水平受宏观政策不确定性影响更小，反应敏感度更小。回归结果支持了假设3。有意思的是，gov×PPCpost的估计系数为-0.017，在10%的水平上显著，意味着国有企业在党代会召开后一年的现金持有水平下降的幅度比民营企业大1.7%。这表明随着新一届领导班子的确定，国企大量减持现金资产，投资冲动更为旺盛，比民营企业更有动机支持政府的新政策导向，是拉动地方GDP增长的中坚力量。这与以往的文献得出的结论是一致的。

总体上来看，由于政治不确定性，民营企业出于预防性动机，在党代会召开的前一年和当年，会大幅增持现金资产，然而国有企业对此并不敏感；党代会召开的后一年，民营企业的现金减持幅度和投资热情却不如国有企业。

在表5第(2)列中，我们引入经理人持股变量manager，度量方法为管理层持股数与企业总股数之比。 M 为样本公司manager的均值。随后，将manager与M之差分别与PPCpre、PPC和PPCpost做交互项。结果显示， $(\text{manager}-M) \times \text{PPCpre}$ 和 $(\text{manager}-M) \times \text{PPC}$ 两个交互项的估计系数显著为正，说明经理人持股比例越高的企业在党代会的前一年和当年现金持有水平越高。管理层持股提供了一种将经理和股东利益相联系的直接激励，有效地缓解了代理问题，使经理人更多地考虑公司的长远生存而不是短期逐

利，因此对宏观政策不确定性更为敏感，预防性动机更强。回归结果符合假设 4。

在表 5 第 (3) 列中，我们加入了市场化指数 indexmkt (樊纲等, 2011) 来度量企业所在省份的市场化水平。由于 2011 年发布的市场化指数只更新到了 2009 年各省的数据，我们使用 2009 年的数据填补了 2010—2013 年的缺失值。 I 为 indexmkt 在样本公司中的均值。类似地，我们将 indexmkt 经过均值调整后，与三个核心变量 PPCpre、PPC 和 PPCpost 分别做交互项。结果显示，(indexmkt-I) 与省级党代会召开的前一年交互项的估计系数显著为负，说明所处市场化水平高的企业在党代会前一年会持有更少的现金资产，这是因为市场化程度较高的地区有较低的交易成本、较小的信息不对称问题和较有效的资源配置，政府干预的程度较小，从而导致企业对宏观政策不确定性不敏感。假设 5 也得到了实证结果的支持。

表 5 产权性质、经理人持股、市场化水平的影响

被解释变量	Cashhld		
	(1)	(2)	(3)
PPCpre	0.062*** (0.011)	0.033*** (0.006)	0.037*** (0.006)
PPC	0.035*** (0.010)	0.019*** (0.005)	0.017*** (0.006)
PPCpost	-0.012 (0.008)	-0.007 (0.005)	-0.012** (0.005)
gov	-0.023** (0.010)		
gov×PPCpre	-0.064*** (0.012)		
gov×PPC	-0.047*** (0.012)		
gov×PPCpost	-0.017* (0.010)		
manager		0.230*** (0.058)	
(manager-M) × PPCpre		0.421*** (0.084)	

(续表)

被解释变量	Cashhld		
	(1)	(2)	(3)
(manager- M) × PPC	0.207*** (0.068)		
(manager- M) × PPCpost	0.014 (0.057)		
indexmkt		-0.007*** (0.003)	
(indexmkt-I) × PPCpre		-0.009*** (0.003)	
(indexmkt-I) × PPC		-0.002 (0.003)	
(indexmkt-I) × PPCpost		0.004 * (0.002)	
_ cons	1.037*** (0.107)	1.156*** (0.098)	0.976*** (0.105)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
Adj. R^2	0.242	0.225	0.247
N	11 439	13 567	13 524

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。括号内为经过公司层面聚类（cluster）调整的标准误（se）。其他的控制变量与前文相同，篇幅所限，未报告。

（三）稳健性检验

为了保证结论的可靠性，我们还做了以下的稳健性检验：（1）与 Bates *et al.* (2009) 一致，重新定义企业现金持有水平。将企业现金持有比例定义为货币资金与金融性资产（2007 年前为短期投资）之和与总资产之比；（2）在官员更替和个人特征的变量方面，我们还尝试加入官员变更的前一年、后一年，以及官员的年龄与任期的平方项；（3）对于国有企业和民营企业，前文是用实际控制人是否为政府进行区分。我们还按照 CSMAR 数据库中股票市场股本变动基本数据计算整理，如果上市公司的国有股股数占总股数的 20% 以上，那么 gov 为 1，否则为 0；（4）经理人持股比例和市场化指数不作均值调整，直接放入计量模型，并与党代会的虚拟变量 PPCpre、PPC 和 PPCpost 做交互项。主要研究结论均没有发生本质性的改变，说明前文的实证结果是

稳健的。

(四) 进一步讨论

前文的实证结果表明，企业在省级党代会召开的前一年和当年现金持有较高，而在省级党代会召开的后一年会减少现金持有，这与我们所提假设吻合。根据我们基于权衡理论的分析，企业在宏观政策不确定性高的年份更关注现金短缺带来的风险，因此会暂时持有更多现金直至不确定性消失。而在宏观政策不确定性低的年份，企业更关注持有现金资产的机会成本，因此减少现金持有。如果这个机制成立，那么企业在省级党代会召开前的增持现金目的应该主要用于应对宏观政策不确定性；同时，如果企业在省级党代会召开的后一年更关注机会成本，那它们应该会将前两年所增持的现金资产投入更高收益的活动中，投资支出现金流应该相应增加。在接下来的部分，我们分别对党代会召开前一年和当年融资目的和党代会召开之后的投资支出进行实证检验。

1. 增持现金目的检验

由于政治不确定程度会伴随着党代会的落幕而降低，企业在党代会召开前一年和当年的增加现金持有主要是为了应对短期宏观政策冲击和突发事件。由于中国企业的融资渠道少，银行贷款是其资金的主要来源，因此我们猜测企业增持现金的途径是增加短期借款。为此，我们引入短期借款占比(Sborrow) 来度量企业的融资结构，定义为企业向银行或其他金融机构短期借款与总借款之比。参考已有研究的做法，我们还控制了资产负债率(Lev)、公司规模(Size)、销售增长率(Salesgrowth)、GDP 增长率三年移动平均值(gdpgrowth_mv3)、债务结构(Debtstruc) 和银行性负债(BD)，除 gdp-growth_mv3 外全部滞后一期。其中，Salesgrowth 为本年营业收入增长额与上一年营业收入额之比，gdpgrowth_mv3 为前一年、当年和后一年企业所在城市 GDP 增长率的移动平均值，Debtstruc 为流动性负债与总负债之比，其他控制变量则与前文已有定义一致，回归结果见表 6 第(1)列。

可以看到，PPC_{pre} 和 PPC 的估计系数均在 5% 的显著性水平上为正，说明企业短期借款比例在党代会召开前一年和当年显著高于其他年份。这验证了企业在党代会召开前一年和当年的融资主要是为了应对短期内党代会召开所带来的宏观政策不确定性，而不是受其他长期计划的影响。

2. 新增投资支出检验

早期的一些文献从理论上论证了企业在面临较高不确定性时会变得小心和谨慎，减少或者延缓投资直到不确定消失，最近一些经验研究也提供了政治不确定性抑制企业投资的证据 (Julio and Yook, 2012; 曹春方, 2013; 徐业坤等, 2013; 等等)。根据前文分析，在党代会落幕，宏观政策不确定性消失后，企业现金持有决策的天平会偏向避免过多的机会成本这一目的。为了减

少现金持有的机会成本的同时收益最大化，企业会将所持现金用于对固定资产、无形资产等的投资，因此，投资支出预计会在党代会召开后增加。新增投资支出为企业用于购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金之差。我们分别从新增投资支出总量和比例两个方面来研究企业投资支出的变化， loginvest 为新增投资支出的自然对数， invest 为新增投资支出占总资产的比例。控制变量包括资产负债率（Lev）、公司规模（Size）、销售增长率（Salesgrowth）、所在城市GDP增长率三年移动平均值（gdpgrowth_mv3）、银行性负债（Bankdebt）和现金流量（Cflow），除gdpgrowth_mv3外其余控制变量滞后一期，回归结果见表6中第（2）列和第（3）列。

在表6第（2）列中，以新增投资支出的自然对数为被解释变量时，PPC和PPCpost的系数均显著为正，说明企业在党代会召开当年和后一年新增投资支出有所增加，分别增加10.3%和15.8%。而在第（3）列中，以新增投资支出占比为被解释变量时，PPCpost系数显著为正，PPC的估计系数为正，但在10%的水平上并不显著。这印证了企业面对较低的宏观政策不确定性所做出的调整，多余的现金资产则用于投资支出，寻求符合新一届政府政策导向的项目进行投资。

表6 现金增持目的和投资支出的回归结果

被解释变量	Sborrow	loginvest	invest
	(1)	(2)	(3)
PPCpre	0.013** (0.006)	0.047 (0.030)	0.003 (0.003)
PPC	0.014** (0.006)	0.103*** (0.034)	0.003 (0.003)
PPCpost	0.007 (0.007)	0.158*** (0.032)	0.006** (0.003)
Lev	0.031 (0.026)	-0.983*** (0.147)	-0.053*** (0.009)
Size	-0.037*** (0.005)	1.160*** (0.024)	0.007*** (0.002)
Salesgrowth	-0.001 (0.003)	-0.003 (0.012)	0.000 (0.001)
gdpgrowth_mv3	0.029 (0.079)	0.599 (0.434)	0.063** (0.030)

(续表)

被解释变量	Sborrow	loginvest	invest
	(1)	(2)	(3)
Bankdebt	0.163*** (0.024)	0.916*** (0.100)	0.057*** (0.008)
Debtstruc	1.041*** (0.028)		
Cflow		2.267*** (0.206)	0.137*** (0.016)
- cons	0.588*** (0.116)	-6.788*** (0.510)	-0.120*** (0.039)
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
Adj. R^2	0.456	0.532	0.089
N	8 046	7 219	7 524

注：***、** 分别表示在 1%、5% 的水平上显著。括号内为经过公司层面聚类（cluster）调整的标准误（se）。

五、结 论

本文利用 1999—2013 年中国 2 048 家 A 股上市公司的混合截面数据为样本，从宏观政策不确定角度解释了企业的现金持有水平的动态调整行为。我们发现，省级党代会召开的前一年和当年，宏观政策不确定性较高，企业预防性动机增强，提高现金持有水平；而省级党代会召开的后一年，宏观政策不确定性较低，企业减少现金持有水平。我们还从产权性质、经理人持股和市场化水平三个方面进行细致的考察，探究宏观政策不确定影响的异质性。结果发现，民营企业出于预防性动机，在党代会召开的前一年和当年，会大幅增持现金资产，然而国有企业对此并不敏感；党代会召开的后一年，国有企业却比民营企业反应剧烈，大幅度减持现金资产，进行新一轮的投资；企业经理人持股比例越高的企业，意味着管理层越关心公司的长远发展，对公司风险与收益的权衡越谨慎，对宏观政策不确定性做出的调整就越大；企业所在地市场化水平越低，省级党代会召开对企业现金持有行为的影响越为明显。进一步的研究还发现，企业在省级党代会召开前应对宏观政策不确定性的途径是增加短期借款比例；而省级党代会召开后一年，企业会将前两年所增持的现金资产投入更高收益的活动中，投资支出相应增加。上述结果经过

一系列的稳健性检验后仍然成立。

总的来说，本文的研究结论支持企业持有现金的预防性动机，并且将宏观政策环境变化造成的不确定性与企业的现金持有行为联系起来，增进我们对宏观政策不确定性的影响机制和经济后果的理解。同时，也意味着企业管理者要优化现金管理规划，提高企业对宏观政策的应对和适应能力。从政策制定者的角度来看，如果能保持政策的连贯性和稳定性，不随着党代会换届而产生重大变化，也许能从一定程度上降低宏观政策不确定性对企业现金持有的影响。

参 考 文 献

- [1] Acemoglu, D., S. Johnson, J. Robinson, and Y. Thaicharoen, "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms, Volatility, Crises and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 2003, 50 (1), 49-123.
- [2] Alesina, A., "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game", *Quarterly Journal of Economics*, 1987, 102 (3), 651-678.
- [3] Allen, F., J. Qian, and M. J. Qian, "Law, Finance and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, 57-116.
- [4] Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, 2004, 59 (4), 1777-1804.
- [5] Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz, "Why Do U. S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?", *Journal of Finance*, 2009, 64, 1985-2021.
- [6] 曹春方, "政治权利转移与公司投资: 中国的逻辑", 《管理世界》, 2013年第1期, 第143—156页。
- [7] 陈德球、李思飞、王丛, "政府质量、终极产权与公司现金持有", 《管理世界》, 2011年第11期, 第127—141页。
- [8] Chen, N., and A. Mahajan, "Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity: International Evidence", *International Research Journal of Finance and Economics*, 2010, 35, 302-316.
- [9] 陈艳艳、罗党论, "地方官员更替与企业投资", 《经济研究》, 2012年第S2期, 第18—30页。
- [10] Custodio, C., M. A. Ferreira, and C. Raposo, "Cash Holdings and Business Conditions", Working Paper, ISCTE Business School, 2005.
- [11] Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 2007, 83 (3), 599-634.
- [12] Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servas, "International Corporate Governance of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38, 111-133.
- [13] Duchin, R., "Cash Holdings and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, 2010, 65 (3), 955-992.
- [14] Faccio, M., "Politically Connected Firms", *American Economic Review*, 2006, 96 (1), 369-386.
- [15] 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 2011 年报告》。北京: 经济科学出版社, 2011年。
- [16] Fan, J., K. Wei, and X. Xu, "Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selec-

- tive Review and an Agenda for Future Research”, *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17, 207-214.
- [17] Gao, H., J. Harford, and K. Li, “Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2013, 109 (3), 623-639.
- [18] 韩立岩、刘博研,“公司治理、不确定性与现金价值”,《经济学》(季刊),2011年第10卷第2期,第523—550页。
- [19] Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell, “Corporate Governance and a Firm’s Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 2008, 87, 535-555.
- [20] Hibbs, Jr. D., “Political Parties and Macroeconomic Policy”, *American Political Science Review*, 1977, 87 (2), 354-358.
- [21] Jensen, M., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, 76, 797-825.
- [22] 贾倩、孔祥、孙铮,“政策不确定性与企业投资行为——基于省级地方官员变更的实证检验”,《财经研究》,2013年第2期,第81—91页。
- [23] 姜国华、饶品贵,“宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域”,《会计研究》,2011年第3期,第9—18页。
- [24] Julio, B., and Y. Yook, “Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles”, *Journal of Finance*, 2012, 67 (1), 45-84.
- [25] 李文贵、余明桂,“所有权性质、市场化进程与企业风险承担”,《中国工业经济》,2012年第11期,第115—127页。
- [26] Lian, Y., Y. Xu, and K. Zhou, “How and Why Do Firms Adjust Their Cash Holdings towards Targets? Evidence from China”, Working Paper, Sun Yat-sen University, 2010.
- [27] Love, I., “Financial Development and Financing Constraints”, *Review of Financial Studies*, 2003, 16, 765-791.
- [28] Mclean, R. D., “Share Issuance and Cash Savings”, *Journal of Financial Economics*, 2011, 99 (3), 1697-1727.
- [29] 陆正飞、韩非池,“宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究”,《管理世界》,2013年第6期,第43—60页。
- [30] 陆正飞、张会丽,“所有权安排、寻租空间与现金分布——来自中国A股市场的经验证据”,《管理世界》,2010年第5期,第150—171页。
- [31] 罗琦、秦国楼,“投资者保护与公司现金持有”,《金融研究》,2009年第10期,第162—178页。
- [32] 罗琦、许俏晖,“大股东控制影响公司现金持有量的实证分析”,《统计研究》,2009年第11期,第94—99页。
- [33] Miller, M. H., and D. Orr, “A Model of the Demand for Money by Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1966, 80, 413-435.
- [34] Nordhaus, W., “The Political Business Cycle”, *The Review of Economic Studies*, 1975, 42 (2), 169-190.
- [35] Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 1999, 52 (1), 3-46.
- [36] 彭桃英、周伟,“中国上市公司高额现金持有动因研究——代理理论抑或权衡理论”,《会计研究》,2006年第5期,第42—49页。
- [37] Pinkowitz, L., R. Stulz, and W. Rohan, “Does the Contribution of Corporate Cash Holding and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis”, *Journal of Finance*, 2006, 61, 2725-2751.

- [38] Rogoff, K., and A. Sibert, "Elections and Macroeconomic Policy Cycles", *Review of Economic Studies*, 1988, 55 (1), 1-16.
- [39] 王红建、李青原、邢斐,“经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值”,《金融研究》,2014年第9期,第53—68页。
- [40] 王贤彬、徐现祥,“地方官员来源、去向、任期与经济增长”,《管理世界》,2008年第3期,第16—26页。
- [41] World Bank, "Governance, Investment Climate and Harmonious Society-Competitiveness Enhancements for 120 Cities in China", Survey Report, 2006.
- [42] 辛宇、徐丽萍,“公司治理机制与超额现金持有水平”,《管理世界》,2006年第5期,第136—141页。
- [43] 徐业坤、钱先航、李维安,“政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据”,《管理世界》,2013年第5期,第116—130页。
- [44] 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,第111—123页。
- [45] 余靖雯、肖洁、龚六堂,“政治周期与地方政府土地出让行为”,《经济研究》,2015年第2期,第88—102页。
- [46] 张人骥、刘春江,“股权结构、股东保护与上市公司现金持有量”,《财贸经济》,2005年第2期,第3—9页。
- [47] 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,第36—50页。
- [48] 周伟、谢诗蕾,“中国上市公司持有高额现金的原因”,《世界经济》,2007年第3期,第67—74。
- [49] 祝继高、陆正飞,“货币政策、企业成长与现金持有水平变化”,《管理世界》,2009年第3期,第152—158页。

Macro-Policy Uncertainty and Corporate Cash Holdings

JINGWEN YU

(Beijing Foreign Studies University)

KAIMING GUO*

(Sun Yat-sen University)

LIUTANG GONG

(Peking University)

Abstract Using pooled cross-sectional data of A-share listed firms in China from 1999 to 2013, we aim to examine how macro-policy uncertainty influences corporate cash holdings

* Corresponding Author: Kaiming Guo, Lingnan College, Sun Yat-sen University, No. 135 Xingang West Road, Haizhu District, Guangzhou, Guangdong, 510275, China; Tel: 86-20-84110479; E-mail: guokaiming1984@163.com.

from the perspective of Provincial Communist Party Congress. We find that firms tend to have a higher level of cash holdings in the preceding year and in the year of the Congress and a lower level of cash holdings after the Congress. The effects of macro-policy uncertainty are amplified when ultimate controller is non-government, when managerial ownership is larger and when the firms are located in provinces with higher marketization index. Further results show that firms tend to increase short-term bank debt ratio in response of macro-policy uncertainty, while they invest more in the year after the Congress.

Key Words macro-policy , uncertainty, corporate cash holdings

JEL Classification G32, G38, P26