

出资人责任追究与国有企业超额现金持有

蒋艳¹, 陈运森², 何玉润³

(1. 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 3. 北京工商大学 商学院, 北京 100048)

[摘要]对管理者的事后终身追责是加强出资人监管的一项重要监管制度创新。以各地区相继出台的违规经营投资责任追究制度为研究场景, 检验出资人责任追究对国有企业超额现金持有的影响。研究发现, 出资人责任追究具有代理动机抑制效应, 能够降低国有企业的超额现金持有水平, 且主要通过抑制管理层在职消费、高额薪酬及过度投资等机会主义动机发挥作用; 异质性分析发现, 在公司治理水平越低、国有控制权越高的国有企业中, 责任追究制度对超额现金持有的抑制效应越强; 进一步分析发现, 责任追究制度出台后, 国有企业将更多资金用于企业的研发创新、社会责任承担和现金股利发放等, 增强了企业现金的价值提升效应。研究结论可以为完善国有企业监管制度、构建中国特色国有企业现代公司治理体系提供经验借鉴。

[关键词] 出资人责任追究; 国有企业; 公司治理; 超额现金持有; 经营投资责任

[中图分类号] F275; F276.1 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2026)02-0088-10

一、引言

党的二十届四中全会指出, 要深化国资国企改革, 做强做优做大国有企业和国有资本。建立健全中国特色国有资产监管体制是深化国资国企改革的重要任务。然而, 国资委作为履行国有企业出资人职责的专门机构, 其以往的监管机制主要建立在任期制基础上, 当国有企业经营投资出现巨额亏损时, 无法对已调离或退休的管理者形成长期有效约束^[1]。此外, 国有企业董事会成员在履行监督职责时可能会因激励不足而缺乏动力, 且为了私利也可能会损害股东的利益。因此, 需要其他强有力的监督机制对国有企业董事会和经理人实施监督和制约, 以缓解国有企业内部人控制导致的代理问题^[2-3]。基于此, 建立长效制衡的出资人监管机制以抑制代理问题成为国有企业公司治理体系改革的重点。

2016年8月国务院办公厅印发了《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》(以下简称《意见》), 首次提出履行出资人职责的国资委对国有企业管理层“实行重大决策终身责任追究”, 旨在构建权责清晰、约束有效的经营投资责任体系。《意见》构建了覆盖集团管控、购销管理、投资并购以及资金管理等9个关键领域的追责体系, 其中在资金管理方面, 明确规定违规资金支出、设立“小金库”、虚列支出套取资金、超发或滥发职工薪酬福利等行为属于追责重点。随着《意见》的发布与实施, 各地方政府于2016年至2020年间陆续出台了省级层面的责任追究制度, 基本建成了全面覆盖的国有企业出资人责任追究体系。作为出资人监管制度的一项重要创新举措, 违规经营投资责任追究制度自出台就引起了广泛讨论与争议, 不可否认的是, 责任追究的强化会对管理者产生较强的威慑和约束效应, 从而优化国有企业经营投资决策^[4-6]。那么, 出资人责任追究是否以及如何影响国有企业现金持有尤其是超额现金持有呢?

作为灵活性和变现性最高的资产, 现金在企业的生产经营活动中扮演着重要角色, 科学合理的现金储备既可以帮助企业应对各种不确定的外部环境变化, 也能为企业在市场上展开竞争提供支持^[7-10]。然而, 当企业实际持有的现金超过正常经营所需现金持有量时, 则会产生超额持现问题^[11-12]。因此, 现金持有的权衡是企业一项重要的战略决策, 然而尚未有研究关注“终身责任追究”这一出资人监管方式会如何影响国有企业现金持有决策。区别于西方的市场型治理机制, 出资人责任追究代表了一种强制的、来自所有者的直接监管力量, 它可能会通过不同路径对国有企业超额现金持有产生不同影响。一方面, 责任追究制度明确规定将资金管理、固定资

[收稿日期] 2025-08-27

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72272168); 首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目(XRZ2024021)

[作者简介] 蒋艳(1993—), 女, 湖南常德人, 首都经济贸易大学会计学院讲师, 从事公司财务与公司治理研究; 陈运森(1985—), 男, 江西赣州人, 中央财经大学会计学院教授, 博士生导师, 从事会计与资本市场研究; 何玉润(1975—), 女, 甘肃天水人, 北京工商大学商学院教授, 博士生导师, 从事国资国企、内部控制研究, 通信作者, E-mail: hyrun2011@163.com。

产投资、投资并购等作为查办追责的重点领域,因此制度可能会对管理层构建“帝国”、高额薪酬以及在职消费等谋取私利的机会主义行为产生威慑作用,进而抑制国有企业由代理动机引起的超额持现问题,即代理动机抑制效应。另一方面,责任追究制度出台后,国有企业因经营不当陷入财务困境或经营失败会导致管理层被追责,从而可能诱发管理者的风险规避行为,使其为了避免流动性风险而增强预防性动机,甚至产生消极不作为的心态,减少企业正常现金支出,增加超额持有的现金,即风险规避效应。因此,出资人责任追究制度对国有企业超额现金持有的影响是一个具有研究张力的待检验命题。基于此,本文考察出资人责任追究对国有企业超额现金持有的影响,以期理解这一创新监管制度的经济后果以及国有企业现金持有决策的内在逻辑提供新的经验证据。

本文可能的贡献如下:首先,在公司治理与现金持有研究方面,补充了来自中国特色制度情境的新证据。出资人责任追究制度这一治理机制为研究强制的、来自所有者的直接监管力量如何影响企业财务决策提供了一个较佳的研究场景,本文的研究验证了这一特色监管制度对国有企业超额现金持有的抑制效应,丰富和拓展了公司治理与超额现金持有方面的研究,也为如何有效治理国有企业提供了新的、重要的情景证据。其次,深化了对中国特色监管制度作用机理的理解,化解了有关制度执行效果的担忧与争议。出资人责任追究制度自出台便伴随着“强化约束”与“抑制激励”的理论张力与争议,本文的研究证实代理动机抑制效应发挥了主导作用,这不仅验证了制度在抑制代理问题上的有效性,还有助于更清晰地认识和理解我国国有企业超额现金持有的行为逻辑及动机,从而为政策的持续推行与优化提供了理论依据。最后,本文研究发现,强化出资人事后追责是有效抑制管理者机会主义行为、缓解国有企业“内部人控制”问题的有效途径,从而为进一步完善国资国企监管机制、健全中国特色国有企业公司治理体系提供了经验借鉴。

二、文献综述与理论分析

(一)文献综述

在新兴市场国家,预防性动机和代理动机是企业持有较多现金的主要原因^[13]。一方面,在新兴市场国家,融资约束程度较高、经济不确定性较大,企业更倾向于持有较多现金以规避风险和及时抓住投资机会^[10,14-16];另一方面,新兴市场国家的投资者权益保护环境相对薄弱、公司治理水平相对较低,大股东和管理层更倾向于超额持有现金以在未来谋取私利^[17-19]。国内关于企业现金持有影响因素的研究也主要是基于这两种动机^[20]。在预防性动机方面,已有文献主要关注宏观环境和企业内部因素两个方面。一些学者认为经济政策不确定性增大以及紧缩的货币政策会提高企业未来现金流不确定性,从而强化企业的预防性动机,使企业持有更多现金^[9,21-22]。良好的制度环境有助于降低外部融资成本,弱化企业预防性动机,从而减少企业现金持有^[20,23]。此外,控股股东杠杆增持、企业年金、政治关联以及企业集团化程度的提高均有助于降低企业对外部融资的依赖程度,从而降低企业现金持有水平^[10,14,24-25]。在代理动机方面,已有文献主要聚焦公司内部治理和外部监督两个方面。一些学者认为管理层权力越大、控股股东两权分离度越高,企业越倾向于持有较多现金,以方便谋取私利和实施利益侵占^[26-28]。良好的内部治理机制能够发挥监督作用,抑制管理者谋取私利的代理动机,从而降低企业超额持现水平^[10,12,29]。此外,媒体与司法监督以及资本市场流动性也能够缓解代理问题,削弱公司超额持现的代理动机^[16-17,23]。

综上,现有文献主要探讨国有企业和非国有企业的一些共性因素对企业超额现金持有的影响,仅有少量学者考察了我国EVA业绩考核、混合所有制改革以及利润上缴等对国有企业现金持有的影响^[30-32]。然而,相比非国有企业以及西方国家的公司治理,我国国有企业公司治理具有一定独特性^[2]。基于此,进一步立足我国国情并区分公司所有权类型来探讨超额现金持有问题的治理显得尤为重要。

(二)理论分析与研究假设

1. 出资人责任追究对国有企业超额现金持有的代理动机抑制效应

根据代理动机理论,管理者倾向于持有超额现金以谋求在职消费、高额薪酬及构建商业“帝国”等私利,且代理问题越严重,现金持有水平越高^[10,13,33-34]。对于我国国有企业来讲,所有者缺位引发的内部人控制问题可能使代理动机成为企业超额持现的主要原因^[35-36]。一方面,管理者迫于业绩与晋升压力,偏好投资扩张;另一方面,薪酬管制强化了高管通过在职消费谋取私利的动机^[37]。因此,国有企业管理者具有强烈动机持有超额现金,以满足未来机会主义需求^[28],而加强公司治理、缓解代理问题成为抑制企业超额持现的关键^[10,16]。由于违

规经营投资责任追究制度旨在构建有效制衡的治理结构以缓解代理问题,因此该制度可能会通过一定路径抑制管理者的代理动机,进而降低国有企业超额持现水平。

首先,出资人责任追究通过加强资金管理约束,抑制与薪酬福利和在职消费相关的管理者超额持现代理动机。责任追究制度明确规定了 9 个方面 54 种追责情形,一旦涉及相关情形,责任人将受到组织处理、扣减薪酬、禁入限制、纪律处分等惩罚,使其职业前景和声誉等遭受重创。尤其是在资金管理方面,制度明确规定将违反决策和审批程序或超越权限批准资金支出、设立“小金库”、虚列支出套取资金、违规超发或滥发职工薪酬福利等列为责任追究的重点,这无疑会增加管理者发放超额薪酬和福利以及在职消费等违规行为的风险和成本。因此,出资人责任追究将直接对国有企业管理者的现金管理决策产生极大的约束,抑制管理者持有超额现金的行为。

其次,出资人责任追究通过加强投资决策约束,抑制与构建“帝国”相关的管理者超额持现代理动机。出资人责任追究制度明确将固定资产投资、投资并购纳入责任追究的范围,规定因固定资产投资和投资并购项目严重偏离实际、未按规定履行决策审批程序擅自投资、决策未充分考虑重大风险因素、外部环境发生重大变化未按规定及时调整投资方案、投资项目成本明显高于同类项目等造成国有企业损失和其他不良后果的,相关责任人要被追究责任。同时,责任追究制度首次提出对管理者实施“终身责任追究”,管理人员无论是否离职或者是否退休都要对其曾经的经营投资决策承担责任,从而实现了对国有企业经营投资活动与管理者的“终身捆绑”,避免了长期投资项目在事后出现问题而无法对相关责任人追责的情形。因此,相比基于任期制的传统监管,出资人“终身追责”制度能产生更强的约束与威慑效应,抑制管理者追求短期业绩而牺牲长期效益的短视行为,改善企业固定资产投资、并购等重大决策,从而减少管理者为投资扩张而持有超额现金的代理动机。

基于上述理论分析,本文提出研究假设 H1。

H1: 出资人责任追究制度会降低国有企业超额现金持有水平,即代理动机抑制效应。

2. 出资人责任追究制度对国有企业超额现金持有的风险规避效应

与代理动机抑制效应不同,责任追究制度亦可能通过引发管理者的风险规避心理、强化管理者现金持有的预防性动机以及诱发其不作为的心态而增加国有企业超额现金持有。

首先,出资人责任追究通过强化管理者的预防性动机使其主动增持更多现金。在新兴市场国家,由于金融市场发展有限、融资渠道单一,经济政策不确定性较高,企业面临的融资约束程度以及经营风险更大,因此企业通常具有更强的预防性动机持有超额现金,以提升抵御风险的能力,避免企业陷入流动性困境和债务危机^[15-16]。出资人责任追究制度明确规定对经营投资重大风险未能及时分析、识别、评估、预警和应对,过度负债危及企业持续经营等均属于责任追究的范围。一旦国有企业因经营不当陷入财务困境或主业经营投资失败,相关管理者将被问责并受到严厉惩罚。为了降低自身因企业资金链断裂、陷入流动性危机而被追责的风险,管理者有更强的动机主动增持更多现金以提高企业流动性和风险缓冲能力。因此,出资人责任追究能够通过强化管理者的预防性动机而增加国有企业超额现金持有。

其次,出资人责任追究可能诱发管理者保守不作为的心态并减少企业正常的现金支出,导致现金的囤积。责任追究制度出台后,一旦在经营投资以及资金使用中决策不当,管理者将面临终身追责问题,而经营投资、研发创新等资金使用过程中的不确定性无疑会提高管理者被追责的风险,从而增加管理者在经营管理决策中承担的私人成本,引发严重的激励不足问题。因此,出资人责任追究制度可能会诱发管理者保守不作为的心态,减少企业正常的经营投资、研发投入等现金支出活动,导致企业持有更多超额现金。

基于上述理论分析,本文提出研究假设 H2。

H2: 出资人责任追究制度会提高国有企业超额现金持有水平,即风险规避效应。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取 2012—2022 年沪深 A 股全部地方国有上市公司与非国有上市公司作为初始研究样本,并在此基础上剔除了金融和文化行业、ST 和 *ST、上市不满一年、资不抵债和相关数据缺失的样本。由于出资人责任追究制度的实施对象为国有企业,因此本文以国有上市公司为实验组,同时为了减少实验组和对照组之间的差异,将国家参股的非国有上市公司作为对照组。本文的财务数据均来自 CSMAR 数据库,地区数据来自《中国统计年鉴》

和《中国分省份市场化指数报告》。各地出台违规经营投资责任追究制度的时间通过手工从中央及地方政府官网、国有资产监督管理委员会官网搜集,对于部分不确定的省份也通过地方国资委官方网站的咨询通道予以咨询确认,具体时间分布如表1所示。为减少极端值的影响,本文对所有连续变量进行上下各1%的缩尾处理。

(二)模型设定与变量定义

1. 超额现金持有

超额现金持有是本文的核心变量,借鉴 Dittmar 等^[19]、杨兴全等^[29]以及罗进辉等^[16]的方法,本文构建现金持有影响因素模型(1),并对模型(1)进行回归估计得到公司每年的期望现金持有量,然后用实际现金持有量与期望现金持有量之间差额(即模型(1)的残差)的绝对值来衡量企业超额现金持有(*Excash*)。

$$\ln Cash_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 Cf_{i,t} + \alpha_3 Nwc_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 Cap_{i,t} + \alpha_6 Lev_{i,t} + \alpha_7 Dividend_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,*Cash*为公司的现金持有量,参考现有研究^[25,28],用货币资金与交易性金融资产的总和与非现金资产的比值衡量,其中,非现金资产等于总资产减去货币资金与交易性金融资产的总和;*Size*为公司规模,用年末总资产的自然对数衡量;*Cf*为经营活动现金流,用经营活动净现金流量除以年末总资产衡量;*Nwc*为净营运资本,用非现金营运资本除以年末总资产衡量;*Growth*为企业成长性,用营业收入增长率衡量;*Cap*为资本性支出,用购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以年末总资产衡量;*Lev*为资产负债率,用负债总额除以总资产衡量;*Dividend*为现金股利支付哑变量,公司当年支付现金股利取值为1,否则为0。

2. 出资人责任追究与国有企业超额现金持有

本文以各地陆续出台的违规经营投资责任追究制度为准自然实验,以国有上市公司为实验组,以国家参股的非国有上市公司为对照组,构建多时点双重差分模型(2)检验违规经营投资责任追究制度对国有企业超额现金持有的影响。这一设计通过在样本中引入未受政策影响的干净对照组非国有上市公司,有助于缓解多期 DID 的双重固定效应(*TWFE*)估计量可能来自“后处理组 vs 先处理组”这类 $2 \times 2DID$ 的估计偏差^[38]。

$$Excash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (State_{i,t} \times Post_{i,t}) + \sum Controls_{i,t} + Firm_FE + Year_FE + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*Excash*为超额现金持有,根据模型(1)的残差,本文按全样本和超额现金持有大于0(残差大于0)的样本分别对模型(2)进行回归。*State*表示是否为国有上市公司,*State* = 1表示国有上市公司,*State* = 0表示非国有上市公司。*Post*为各地区违规经营投资责任追究制度出台的时间哑变量,各地区制度出台的年份之后 *Post* 取值为1,否则为0。根据研究需要,本文控制了如下变量:公司规模(*Size*,同上)、上市年龄(*Listage*,公司上市年限取对数)、资产负债率(*Lev*,同上)、企业成长性(*Growth*,同上)、独立董事占比(*Indd*,独立董事人数占董事总人数的比值)、董事会规模(*Bdsize*,董事会总人数的自然对数)、经营活动现金流(*Cf*,同上)、资本性支出(*Cap*,同上)、现金股利(*Dividend*,同上)、高管性别(*Female*,董事长为女性取值为1,否则为0)、高管年龄(*Age*,董事长年龄)。同时,为了排除其他地区层面宏观因素的干扰,本文在模型中控制了地区经济发展水平(*PreGDP*,地区人均GDP)、地区金融发展水平(*Fin_Dev*,金融机构贷款余额与GDP的比值)、市场化水平(*Market*,《中国分省份市场化指数报告》中的地区市场化指数)和政府干预力度(*Gover_Interv*,《中国分省份市场化指数报告》中的减少政府对企业的干预分指数)。此外,本文还在模型中加入了公司固定效应和年份固定效应。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果,超额现金持有的均值为0.592,最大值和最小值分别为2.579和0.006,表明不同企业的超额现金持有存在较大差异。未列示的结果显示,在全样本中,国有企业和非国有企业超额现金持有的均值分别为0.594和0.589;在超额现金持有大于0的样本中,国有企业和非国有企业超额现金持有的均值分别为0.585和0.533,说明国有企业超额现金持有水平比非国有企业略高。

表1 各地出台政策的时间

年份	地区
2016年	安徽
2017年	北京、天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、江西、河南、湖南、广西、海南、四川、云南、甘肃、宁夏
2018年	河北、山西、山东、重庆、陕西、青海、新疆
2019年	湖北、广东、贵州、福建、西藏
2020年	上海、浙江

(二) 主回归分析

表 3 第(1)列和第(2)列分别列示了在全样本和超额现金持有大于 0 的样本中,出资人责任追究对国有企业超额现金持有的回归结果, $State_{i,t} \times Post_{i,t}$ 的系数均显著为负,表明出资人责任追究降低了国有企业的超额现金持有,支持了假设 H1,即出资人责任追究制度能够发挥约束和威慑作用,降低国有企业超额现金持有。从经济意义来看,违规经营投资责任追究制度出台后,相比非国有企业,国有企业超额现金持有降低了 7.35%。以上结果表明出资人责任追究制度出台后,国有企业超额现金持有水平下降显著,制度主要表现为代理动机抑制效应,而非风险规避效应。

使用双重差分模型的重要前提是处理组和对照组在政策冲击前应该满足平行趋势假设条件。为此,本文首先设置 8 个时间虚拟变量 $Before4$ 、 $Before3$ 、 $Before2$ 、 $Current$ 、 $After1$ 、 $After2$ 、 $After3$ 、 $After4$,分别定义为各地政策出台前第四年及以上、第三年、第二年、当年,政策出台后第一年、第二年、第三年、第四年及以上,定义范围内的年份取值为 1,否则取 0,然后将这些虚拟变量与 $State$ 的交互项放入模型(2)中进行回归。平行趋势检验结果如表 3 第(3)列和第(4)列所示, $State_{i,t} \times Before4_{i,t}$ 至 $State_{i,t} \times Current_{i,t}$ 的系数均不显著,说明在责任追究制度出台之前,处理组与对照组超额现金持有的变化趋势并无显著差异,从而满足平行趋势假设要求;而 $State_{i,t} \times After1_{i,t}$ 至 $State_{i,t} \times After4_{i,t}$ 的系数绝对值及显著性逐渐变大,表明出资人责任追究对国有企业超额现金持有的影响可能在制度出台一年后开始显现,且影响效果逐渐增强。

(三) 稳健性检验

1. 排除其他政策的干扰

为了缓解同时期其他政策的干扰,我们进一步考虑相关政策对本文结论的影响。(1)供给侧结构性改革。我们将有色金属、石化焦化、化学原料、矿物制品、化学纤维和纸制品等 13 个行业定义为产能过剩行业,并删除产能过剩行业的样本。(2)新冠疫情。为了排除新冠疫情对结论的干扰,本文删除受新冠疫情影响的样本期间,仅保留 2012—2019 年样本。(3)政府审计。借鉴褚剑和方军雄^[39]的研究,在模型中控制国有企业是否接受政府审计($Gaud_{i,t}$),国有企业接受政府审计的当年及以后年份 $Gaud_{i,t}$ 取值为 1,否则为 0。(4)EVA 业绩考核。在模型中控制国有企业是否实施 EVA 业绩考核($State_{i,t} \times EVA_{i,t}$),当企业所在地区已经实施 EVA 业绩考核时, $EVA_{i,t}$ 取值为 1,否则为 0。(5)混合所有制改革。在模型中控制混合所有制改革的影响($nonSOE_{i,t}$),参考汪玉兰和刘芝一^[40]的方法,使用全部非国有股东的持股比例之和衡量混合所有制改革。回归结果(未列示,备索)表明,在排除了相关政策干扰后,本文主要结论依然成立。

表 2 描述性统计结果

	N	Mean	p50	Max	Min	SD
Excash	13101	0.592	0.480	2.579	0.006	0.469
State	13101	0.536	1.000	1.000	0.000	0.499
Post	13101	0.366	0.000	1.000	0.000	0.482
Lev	13101	0.461	0.462	0.912	0.040	0.204
Size	13101	22.470	22.320	26.500	19.490	1.289
Listage	13101	2.318	2.507	3.396	0.048	0.782
Growth	13101	0.143	0.084	4.429	-0.648	0.397
Indd	13101	0.374	0.357	0.600	0.286	0.053
Bdsize	13101	2.144	2.197	2.708	1.609	0.194
Cf	13101	0.046	0.045	0.274	-0.200	0.067
Cap	13101	0.047	0.033	0.242	0.000	0.044
Dividend	13101	0.674	1.000	1.000	0.000	0.469
Female	13101	0.049	0.000	1.000	0.000	0.215
Age	13101	54.020	54.000	82.000	28.000	6.629
PreGDP	13101	11.170	11.170	12.120	9.889	0.447
Fin_Dev	13101	1.516	1.405	5.629	0.686	0.448
Market	13101	7.238	7.270	10.000	-0.230	1.522
Gover_Interv	13101	5.548	5.860	11.330	-3.700	2.736

表 3 出资人责任追究与国有企业超额现金持有

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Excash_{i,t}$	$Excash_{i,t}$	$Excash_{i,t}$	$Excash_{i,t}$
$State_{i,t} \times Post_{i,t}$	-0.062*** (-4.06)	-0.043** (-2.30)		
$State_{i,t} \times Before4_{i,t}$			0.025 (1.12)	-0.010 (-0.34)
$State_{i,t} \times Before3_{i,t}$			0.005 (0.23)	0.010 (0.36)
$State_{i,t} \times Before2_{i,t}$			-0.004 (-0.18)	0.008 (0.31)
$State_{i,t} \times Current_{i,t}$			-0.002 (-0.08)	-0.013 (-0.52)
$State_{i,t} \times After1_{i,t}$			-0.043** (-1.96)	-0.030 (-1.14)
$State_{i,t} \times After2_{i,t}$			-0.063*** (-2.74)	-0.061** (-2.13)
$State_{i,t} \times After3_{i,t}$			-0.086*** (-3.38)	-0.067** (-2.11)
$State_{i,t} \times After4_{i,t}$			-0.097*** (-3.52)	-0.077** (-2.14)
Constant	2.900*** (3.92)	0.371 (0.37)	2.894*** (3.92)	0.357 (0.36)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13101	6787	13101	6787
Adj-R ²	0.339	0.437	0.339	0.436

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著;括号内为调整稳健标准误后的 t 值。下同。

2. 考虑多期 DID 中双向固定效应 (*TWFE*) 估计量可能存在的估计偏误

本文首先借鉴 Goodman-Bacon 的方法^[38],对 *TWFE* 估计量进行培根分解。结果(未列示,备索)显示,*TWFE* 估计量主要来自“处理 vs 从未处理”这类 $2 \times 2DID$,其占 *TWFE* 估计量的 59.9%,而可能导致 *TWFE* 估计量偏误的“后处理 vs 先处理”这类 $2 \times 2DID$ 仅占 27.8%,所占权重较小。此外,本文还分别采用 Callaway 和 Sant’Anna^[41]以及 Arkhangelsky 等^[42]的方法提供多期 DID 政策效应的稳健估计量(*CSDID* 与 *SDID*),结果(未列示,备索)显示,政策效应的稳健估计量分别为 -0.129 和 -0.082,且分别在 10% 和 5% 的水平下显著。综上,在考虑了多期 DID 中 *TWFE* 估计量可能存在的估计偏误后,结论依然成立^①。

3. 其他稳健性检验

第一,采用倾向得分匹配法和粗化精确匹配法缩小实验组与对照组之间的差异。第二,更换度量指标和样本。先采用企业实际现金持有量与行业中值的差额衡量企业超额现金持有,然后将各地区政策出台当年的观测值从样本中删除。第三,安慰剂检验。首先将各省政策出台的年份分别向前移 3 年和 2 年,然后随机抽取 1000 次各地区政策出台的年份和受处理的公司。以上回归结果(未列示,备索)均支持本文主要结论。

五、机制分析

前文结果表明,出资人责任追究制度主要发挥了代理动机抑制作用,减少了管理者出于谋取私利动机的超额持现行为。基于此,我们进一步检验出资人责任追究制度是否通过抑制高管高额薪酬、在职消费、过度投资这些机会主义行为而发挥作用。参考江艇^[43]的方法,本文首先考察企业是否会为了满足管理者未来高额薪酬、在职消费以及构建“帝国”的需求而在当期持有超额现金;然后进一步考察出资人责任追究制度是否会减少国有企业高管未来的高额薪酬、在职消费和过度投资等机会主义行为。

具体而言,本文首先用高管薪酬平均值取对数衡量企业高管薪酬 (*Pay*);其次,借鉴陈冬华等的研究^[37],用财务报表附注中的业务招待费、差旅费、办公费、交际应酬费、通信费、出国培训费、董事会会费、小车费和会议费等费用的总额取自然对数来衡量企业高管的在职消费 (*Perks*);最后,借鉴 Biddle 等^[44]的研究,利用投资模型得到的残差衡量企业的过度投资 (*Overinv*)。需要说明的是,根据代理动机理论,企业当期超额持现行为能够便利内部人未来的利益攫取,若管理者具有较强的动机在未来满足自身在职消费

表 4 机制分析:高管薪酬、在职消费及过度投资与超额现金持有

变量	(1) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}	(2) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}	(3) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}	(4) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}	(5) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}	(6) <i>Excash</i> _{<i>i,t</i>}
<i>Pay</i> _{<i>i,t+1</i>}	-0.004 (-0.31)	0.022 (1.28)				
<i>Perks</i> _{<i>i,t+1</i>}			0.001 (0.52)	0.002* (1.68)		
<i>Overinv</i> _{<i>i,t+1</i>}					-0.117 (-1.17)	0.745*** (5.93)
Constant	1.723** (2.23)	-0.037 (-0.03)	2.619*** (3.57)	0.172 (0.17)	2.809*** (3.77)	0.371 (0.35)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11523	6041	13090	6783	12884	6676
Adj-R ²	0.345	0.437	0.338	0.436	0.343	0.443

和构建“帝国”等私人利益需求,则倾向于选择即期存储大量的现金^[13,16-17,30]。基于此,借鉴杨兴全等^[29-30]的做法,本文在模型中使用 $t + 1$ 期的中介变量来表征管理者未来的机会主义动机,从而检验出资人责任追究制度是否通过抑制管理者未来的机会主义动机来缓解国有企业当期超额持现问题。

表 4 列(1)、列(3)、列(5)为全样本回归结果,列(2)、列(4)、列(6)为超额现金持有大于 0 的样本回归结果,可以看出在超额现金持有大于 0 的样本中,高管薪酬 (*Pay*_{*i,t+1*})、在职消费 (*Perks*_{*i,t+1*}) 和过度投资 (*Overinv*_{*i,t+1*}) 的系数分别在接近 10%、10% 和 1% 的水平下显著为正。以上结果表明,为了满足自身未来高额薪酬、在职消费和构建“帝国”的需要,高管确实可能会保留超额现金。

表 5 进一步考察了出资人责任追究是否会降低国有企业高管薪酬、在职消费和过度投资,列(1)至列(3)中,*State*_{*i,t*} × *Post*_{*i,t*} 的系数均显著为负,说明责任追究制度能够降低国有企业高管未来发放高额薪酬、进行在职消费和过度投资的机会主义倾向。结果表明,出资人责任追究制度能够抑制国有企业高管为了满足未来高额薪酬、

①由于 Goodman-Bacon 分解和 SDID 方法均需要平衡面板数据,而超额现金持有大于 0 的子样本高度不平衡,因此此处只使用全样本进行分析。

在职消费和过度投资的机会主义动机而在当期持有超额现金的行为。

六、异质性分析

(一) 基于公司治理水平的异质性分析

前文研究发现,责任追究制度产生的监督约束及威慑效应抑制了管理者谋取私利的利益侵占行为,从而减少了出于代理动机的超额现金持有。当公司治理水平越差时,管理者的利益侵占行为可能越严重,出于代理动机的超额现金持有越多,而良好的公司治理水平可以抑制管理者谋取私利的机会主义行为,缓解企业超额持现问题。因此,若本文的主逻辑成立,则当国有企业公司治理

水平越差时,责任追究制度产生的监督约束作用越大,制度的效果应该越明显。本文从机构投资者持股和管理层权力两个方面展开分析,预期在机构投资者持股更少以及管理层权力更大的企业中,责任追究制度对超额现金持有的抑制效应会更显著。其中,机构投资者持股(*Inshold*)用证券投资基金、QFII、券商、保险公司、社保基金、信托、财务公司和银行等股东的持股比例之和衡量;管理层权力(*Power*)从总经理任职年限、董事长和总经理是否由一人担任、董事会规模、内部董事占比和管理层持股五个方面采用主成分分析法构建综合指标^[28]。

表 6 为机构投资者持股和管理层权力的异质性分析结果, $State_{i,t} \times Post_{i,t}$ 的系数绝对值及显著性水平均在机构投资者持股比例更低以及管理层权力更大的样本组中更高,表明在公司治理水平更差的国有企业中,出资人责任追究制度发挥了更大的超额现金持有抑制作用,从而进一步支持了本文逻辑。

表 6 异质性分析:公司治理水平

变量	<i>Excash_{i,t}</i>		<i>Excash_{i,t}</i>		<i>Excash_{i,t}</i>		<i>Excash_{i,t}</i>	
	(1) <i>low_Inshold</i>	(2) <i>high_Inshold</i>	(3) <i>low_Inshold</i>	(4) <i>high_Inshold</i>	(5) <i>high_Power</i>	(6) <i>low_Power</i>	(7) <i>high_Power</i>	(8) <i>low_Power</i>
$State_{i,t} \times Post_{i,t}$	-0.079 *** (-3.45)	-0.028 (-1.11)	-0.076 *** (-2.66)	0.009 (0.30)	-0.120 *** (-4.46)	-0.016 (-0.76)	-0.068 ** (-2.01)	-0.002 (-0.09)
Constant	3.897 *** (3.95)	0.714 (0.45)	0.595 (0.41)	-1.427 (-0.95)	1.327 (0.92)	2.859 *** (2.80)	-4.310 *** (-2.82)	0.049 (0.04)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7451	5650	3719	3068	6841	6260	3544	3243
Adj-R ²	0.353	0.343	0.430	0.480	0.320	0.394	0.426	0.470
<i>diff</i>		-0.051 *		-0.085 *		-0.104 ***		-0.066
<i>p-value</i>		0.080		0.090		0.010		0.170

(二) 基于国有控制权的异质性分析

一方面,由于所有者缺位,国有企业存在内部人控制问题,且国有控制权越高,管理层受所有者缺位和行政干预的影响越大,受到的市场约束越小,导致其通过超额持现来谋求私利的机会主义动机越强。在这种代理问题严重的情境下,责任追究制度的边际治理效应更为凸显。另一方面,更高的国有控制权意味着企业重要性的提升,政府关注度随之增大,这有助于降低监管成本,促进政策指令和问责权威更直接顺畅地传导至企业,从而使责任追究制度的威慑力与执行力更强。基于此,本文预期国有控制权越高,责任追究制度对超额现金持有的抑制效应越强。本文用政府终极控制权比例衡量国有控制权(*Govercontrol*),检验在国有控制权不同的企业中,责任追究制度对超额现金持有的抑制效应是否存在显著差异。

检验结果如表 7 所示,在全样本和超额现金持有大于 0 的样本中, $State_{i,t} \times Post_{i,t}$ 的系数绝对值及显著性水平均在国有控制权更高的样本组中更高,说明出资人责任追究制度确实在国有控制权更高的国有企业中能得到更有效的执行,发挥的监督约束和威慑作用更大,从而能够产生更强的超额现金持有抑制效应。

七、进一步分析

(一) 出资人责任追究与国有企业现金配置

前文已证实责任追究制度通过抑制高管在职消费、过度投资等机会主义行为缓解了国有企业超额持现问题。

那么,企业由此释放的现金流向何处?国有企业又如何配置现金资源?一方面,责任追究制度实行“终身追责”并规定管理者不作为属于追责范围,同时配套的容错纠错机制与“三个区分开来”原则有助于强化国有企业管理者责任意识,保护管理者的积极性和主动性,避免其因规避风险而消极不作为,并促使其关注企业长期价值。另一方面,责任追究制度减少的机会主义行为释放了被侵占的企业资源,使得企业有更多资金用于创新、股利发放与社会责任承担等价值提升活动。因此,责任追究制度出台后,管理者

可能会将更多资金用于股利支付、研发投入以及社会责任承担等活动。基于此,本文进一步考察制度出台后企业在研发投入、慈善捐赠、现金股利及资本支出方面的变化,以揭示管理者对企业现金资源配置的行为逻辑。

研发投入采用研发支出加 1 取自然对数衡量 (RD),慈善捐赠采用公司当年捐赠额与总资产的比值乘以 1000 衡量 ($Donation$),现金股利发放采用每股税前现金股利衡量 (Div_cash),资本支出采用购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以年末总资产衡量 (Cap)。表 8 列示的结果表明,责任追究制度出台后,国有企业的研发投入、慈善捐赠及现金股利增加,而资本支出减少,这进一步证实了出资人责任追究制度能够抑制国有企业管理者的机会主义超额持现行为,同时能优化国有企业的现金资源配置。综上,责任追究制度并未诱发消极的风险规避行为,而是引导管理者在合规的框架内重新配置资源,这进一步印证了责任追究制度在抑制代理问题的同时,并未损害企业的长期发展动力。

(二) 出资人责任追究、现金持有与企业价值

出资人责任追究制度抑制了管理者过度投资和在职消费等利益侵占行为,从而优化了国有企业的现金持有决策、降低了企业超额现金持有水平。那

么,出资人责任追究制度对现金持有行为的影响是否最终会改善国有企业价值和增强现金持有的价值提升效应呢?

借鉴杨兴全和尹兴强^[30]以及熊凌云等^[10]的研究,企业价值分别用净资产收益率 (Roe)、经行业 - 年度中位数调整的净资产收益率 (Adj_Roe) 以及托宾 Q ($TobinQ$) 衡量。表 9 列(1)至列(3)考察了出资人责任追究与企业价值的关系, $State_{i,t} \times Post_{i,t}$ 的系数均显著为正,表明制度出台后国有企业价值得到提升;列(4)至列(6)进一步考察了出资人责任追究如何影响国有企业现金持有的价值提升效应, $State_{i,t} \times Post_{i,t} \times Cash_{i,t}$ 的系数均显著为正,说明责任追究制度能够增强现金持有对企业价值的提升作用。综上,出资人责任追究制度强化了对管理者的监督约束,抑制了管理者出于代理动机留存超额现金的行为,从而优化了现金持有对企业价值的提升效应。

表 7 异质性分析:国有控制权

变量	$Excash_{i,t}$		$Excash_{i,t}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	$high_Govercontrol$	$low_Govercontrol$	$high_Govercontrol$	$low_Govercontrol$
$State_{i,t} \times Post_{i,t}$	-0.097 *** (-4.67)	-0.038 * (-1.82)	-0.044 * (-1.77)	-0.032 (-1.22)
Constant	2.241 ** (2.38)	2.699 *** (2.63)	-0.531 (-0.53)	-3.170 *** (-2.73)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9296	9258	4780	4645
Adj-R ²	0.344	0.350	0.464	0.454
diff		-0.059 ***		-0.012
p-value		0.000		0.39

表 8 出资人责任追究与国有企业现金配置

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$RD_{i,t}$	$Donation_{i,t}$	$Div_cash_{i,t}$	$Cap_{i,t}$
$State_{i,t} \times Post_{i,t}$	0.097 *** (3.39)	0.010 ** (1.99)	0.018 ** (2.44)	-0.003 ** (-2.16)
Constant	1.322 (0.90)	0.273 *** (3.06)	-2.276 *** (-6.02)	-0.024 (-0.43)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10792	13101	8826	13101
Adj-R ²	0.872	0.259	0.645	0.500

表 9 出资人责任追究、现金持有与企业价值

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Roe_{i,t}$	$Adj_Roe_{i,t}$	$TobinQ_{i,t}$	$Roe_{i,t}$	$Adj_Roe_{i,t}$	$TobinQ_{i,t}$
$State_{i,t} \times Post_{i,t}$	0.016 *** (4.10)	0.014 *** (3.80)	0.066 *** (2.59)	0.005 (1.13)	0.006 (1.26)	0.014 (0.41)
$State_{i,t} \times Post_{i,t} \times Cash_{i,t}$				0.041 *** (4.61)	0.033 *** (3.81)	0.208 * (1.92)
$Cash_{i,t}$				-0.067 *** (-4.00)	-0.053 *** (-3.22)	-0.368 ** (-2.15)
Constant	-0.746 *** (-8.29)	-0.768 *** (-8.74)	12.537 *** (17.29)	-0.638 *** (-6.71)	-0.682 *** (-7.32)	13.138 *** (16.20)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13101	13101	12894	13101	13101	12894
Adj-R ²	0.464	0.447	0.655	0.465	0.447	0.655

八、结论

以事后追责、终身追责为核心的出资人责任追究制度是国有企业监管制度的一项重要创新,也是中国特色国有企业治理体系的重要体现。本文以各地区出台违规经营投资责任追究制度为独特场景,采用多时点双重差分模型考察了事后责任追究这一出资人监管机制对国有企业超额现金持有的影响。研究发现,出资人责任追究制度表现为代理动机抑制效应,能够降低国有企业的超额现金持有水平,且主要通过抑制管理层在职消费、高额薪酬及过度投资等机会主义行为发挥作用;异质性分析发现,在公司治理水平低、国有控制权高的国有企业中,责任追究制度对超额现金持有的抑制效应更强;进一步分析发现,责任追究制度出台后,国有企业管理者将更多资金用于有助于提升企业长期价值的研发创新、现金股利发放和社会责任承担上,增强了企业现金持有的价值提升效应。

本文所得结论具有一定的理论和政策启示意义。首先,制度优化可以进一步强化针对性,将追责条款与具体的代理问题相对接。本研究发现,责任追究制度之所以有效,是因为它抑制了在职消费、过度投资与超额薪酬这类具体的机会主义行为。因此,政策优化应进一步细化这些关键领域的责任认定标准与处理流程。其次,坚持强化责任追究和职责制度体系建设。结果表明,建立健全长效显性的经营投资责任体系、强化出资人追责问责机制能够产生有效的监督约束和威慑效应,抑制管理层的机会主义行为,这既契合了党的二十大报告强调的“用好问责利器”的国家治理方略,也表明制约管理层权力、抑制代理问题仍是提升国资监管效率的关键。因此,在进一步深化国资国企改革的过程中,应该继续坚持强化责任追究和职责制度体系建设,厘清国有企业相关方之间的权责边界,形成有效制衡的内外部治理机制。最后,坚持约束与激励相容,引导现金配置从减少代理问题向提升长期价值转变。研究发现,出资人责任追究制度在抑制国有企业超额现金持有等机会主义行为的同时,优化了企业现金配置策略,企业会将更多的资金用于研发投入、社会责任承担和股利支付这类有助于提升企业长期价值的活动上。可见,责任追究制度与激励工具相结合能够发挥更好的作用,因此可进一步明确将管理者主动优化现金配置的行为作为容错纠错的重要考量因素。

参考文献:

- [1] 张明,翟继光,章荣君,等. 终身追责: 国企投资决策再上“紧箍咒”[J]. 财政监督, 2016(19): 29-36.
- [2] Jiang F, Kim K A. Corporate governance in China: A survey[J]. Review of Finance, 2020, 24(4): 733-772.
- [3] 姜付秀, 王莹. 国有企业公司治理改革的逻辑: 从国家治理到公司治理[J]. 经济理论与经济管理, 2021(6): 4-21.
- [4] 陈运森, 蒋艳, 何玉润. 违规经营投资责任追究与国有企业风险承担[J]. 会计研究, 2022(4): 53-70.
- [5] 辛宇, 宋沛欣, 徐莉萍, 等. 经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据[J]. 管理世界, 2022(12): 199-221.
- [6] 叶永卫, 李琼琼, 陶云清, 等. 出资人监管强化与高管机会主义减持[J]. 南开管理评论, 2025(11): 125-135.
- [7] Duchin R. Cash holdings and corporate diversification[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(3): 955-992.
- [8] Begenu J, Palazzo B. Firm selection and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 139(3): 697-718.
- [9] 余靖雯, 郭凯明, 龚六堂. 宏观政策不确定性与企业现金持有[J]. 经济学(季刊), 2019(3): 987-1010.
- [10] 熊凌云, 蒋尧明, 连立帅, 等. 控股股东杠杆增持与企业现金持有[J]. 中国工业经济, 2020(8): 137-155.
- [11] Frésard L, Salva C. The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(2): 359-384.
- [12] 辛宇, 徐莉萍. 公司治理机制与超额现金持有水平[J]. 管理世界, 2006(5): 136-141.
- [13] Vo X V. Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets[J]. International Review of Finance, 2018, 18(2): 297-303.
- [14] Chang Y, Pan X, Wang J, et al. Depoliticization and corporate cash holdings: Evidence from the mandated resignation of directors in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 69: 102004.
- [15] 李凤羽, 史永东. 经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 管理科学学报, 2016(6): 157-170.
- [16] 罗进辉, 李小荣, 向元高. 媒体报道与公司的超额现金持有水平[J]. 管理科学学报, 2018(7): 91-112.
- [17] Chen Q, Chen X, Schipper K, et al. The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance[J]. The Review of Financial Studies, 2012, 25(12): 3610-3644.
- [18] 汤晨, 饶品贵, 李晓溪. 金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置——来自资管新规的经验证据[J]. 中国工业经济, 2024(1): 131-149.
- [19] Dittmar A, Maht-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial and Quantitative analysis, 2003, 38(1): 111-133.

- [20] 陈德球,李思飞,王丛. 政府质量、终极产权与公司现金持有[J]. 管理世界,2011(11):127-141.
- [21] 祝继高,陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界,2009(3):152-158+188.
- [22] 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[J]. 金融研究,2014(9):53-68.
- [23] 程博,熊婷,殷俊明. 司法环境改善与公司现金持有[J]. 会计研究,2023(5):65-77.
- [24] 刘慧龙,齐云飞,许晓芳. 金字塔层级、内部资本市场与现金持有竞争效应[J]. 会计研究,2019(1):79-85.
- [25] 黎文靖,严嘉怡. 谁利用了内部资本市场:企业集团化程度与现金持有[J]. 中国工业经济,2021(6):137-154.
- [26] 沈艺峰,况学文,聂亚娟. 终极控股股东超额控制与现金持有量价值的实证研究[J]. 南开管理评论,2008(1):15-23+38.
- [27] 罗琦,胡志强. 控股股东道德风险与公司现金策略[J]. 经济研究,2011(2):125-137.
- [28] 杨兴全,张丽平,吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. 南开管理评论,2014(2):34-45.
- [29] 杨兴全,张照南,吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论,2010(5):61-69.
- [30] 杨兴全,尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有? [J]. 管理世界,2018(11):93-107.
- [31] 梁上坤,董青,孙淑伟. 利润上缴与企业现金持有[J]. 会计研究,2022(9):127-139.
- [32] 梁上坤,潘俊,白羽. EVA考核机制实施与公司现金持有——来自我国中央企业的经验证据[J]. 管理评论,2019(12):233-249.
- [33] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2):323-329.
- [34] Gao H, Harford J, Li K. Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3):623-639.
- [35] Megginson W L, Ullah B, Wei Z. State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 48:276-291.
- [36] 杨兴全,张照南. 制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J]. 经济研究,2008(12):111-123.
- [37] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005(2):92-101.
- [38] Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2):254-277.
- [39] 褚剑,方军雄. 政府审计能够抑制国有企业高管超额在职消费吗? [J]. 会计研究,2016(9):82-89.
- [40] 汪玉兰,刘芝一. 非国有股东参与治理降低了国企对大供应商的依赖吗? [J]. 南京审计大学学报,2023(6):67-70.
- [41] Callaway B, Sant'Anna P H C. Difference-in-differences with multiple time periods[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2):200-230.
- [42] Arkhangelsky D, Athey S, Hirshberg D A, et al. Synthetic difference-in-differences[J]. American Economic Review, 2021, 111(12):4088-4118.
- [43] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [44] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3):112-131.

[责任编辑:王丽爱]

Accountability System of Investors and Excess Cash Holdings of State-owned Enterprises

JIANG Yan¹, CHEN Yunsen², HE Yurun³

(1. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;

2. School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

3. School of Business, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: The ex post lifelong accountability for SOEs' executives is an important manifestation of the corporate governance system of SOEs with Chinese characteristics, and is an important innovation in the regulatory system to strengthen the supervision from investors. Based on the introduction of the accountability system for illegal operation or investment of SOEs in different provinces, this paper examines the effect of the investor accountability system on the excess cash holdings of SOEs. We find that the accountability system exerts an inhibitory effect on managerial incentives, and that SOEs experience a decrease in excess cash holdings after its implementation relative to non-SOEs. Channel test shows that the accountability system plays this role by restraining overinvestment, perks and other opportunistic behaviors. Cross-sectional tests suggest that the effect of the accountability system is especially pronounced in SOEs with poor corporate governance and high government control right. Further analysis shows that after the implementation of the accountability system, capital expenditures of SOEs have decreased, and more cash is allocated to innovation, donation and cash dividend payments, and the system improves the value of cash holdings. Our study has important lessons from experience for improving the supervision system of state-owned capital and constructing a modern corporate governance system for SOEs with Chinese characteristics.

Key Words: accountability system of investors; state-owned enterprises; corporate governance system; excess cash holdings; business investment responsibility