

# 现金流权、两权分离度对费用粘性的影响

——基于公司不同产权性质的视角

雷英(副教授),徐玲丽

(华东理工大学商学院,上海 200237)

**【摘要】**费用粘性是一种常见而且合理的费用习性,然而由于代理问题导致的费用粘性却会对企业长期价值创造产生不利影响。本文将终极控制人的代理问题引入费用粘性研究,证明了产权性质的不同,会导致终极控制人股权结构对费用粘性的影响存在差异:民营上市公司终极控制人的现金流权越大,激励协同作用越大,从而导致费用粘性减小;其两权分离度越大,控制权成本就越小,这会使得以终极控制人为主导的经理人的“帝国构建”动机增强,从而增大费用粘性。而在国有上市公司中,由于所有者虚位,现金流权的增大并不能够有效抑制费用粘性;其两权分离度增加会同时减少政治干涉以及增强国企经理人控制,这两股力量的此消彼长导致两权分离度对费用粘性并无影响。

**【关键词】**现金流权;两权分离度;产权性质;费用粘性

## 一、引言及文献综述

销售及管理费用是企业利润表的重要组成部分,2003~2013年我国上市公司的销售及管理费用之和达到了营业收入的15.41%。由于销售及管理费用的重要性,了解其性态以及企业内部人在费用调整中发挥的作用对于研究者和企业而言十分重要。Anderson et al.(2003)提出并通过经验数据证实了销售及管理费用粘性的存在,即经济业务量下降时费用减少的幅度小于经济业务量上升时费用增加的幅度。这一理论首次将管理决策的影响纳入费用函数的考量。

此前关于费用粘性的经典文献主要研究了一些经济因素,例如资产集中度(Anderson et al.,2003)、经济业务量变化程度(Balakrishnan et al.,2004)以及未来需求不确定性(Banker和Byzalov,2014)对费用粘性的影响。此外,Anderson et al.(2003)指出“费用粘性还有可能是由一些非经济因素导致的”,基于这一猜想,Kama和Weiss(2013)证明了保盈动机对费用粘性的影响;Chen et al.(2012)以美国为研究背景,证实了经理人的帝国构建动机会增强费用粘性,并且证明了由于代理问题导致的费用粘性会对企业长期价值创造产生不利影响。

本文则在中国这一股权集中的背景下,研究占据主导地位的最终控制人,其现金流权和两权分离度对费用粘性的影响,以期进一步拓展代理问题影响费用粘性的相关文献。

本文从现金流权和两权分离度的视角进行研究,一个目的是试图论证民营终极控制人现金流权的增加对公

司效率有积极影响,其两权分离度的增加对公司效率有消极影响,然而这些结论在国有企业中并不成立。

LaPorta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)的研究证实了世界上大部分国家的上市公司是由唯一的大股东控制的,这些大股东倾向于通过金字塔结构、交叉持股或者特殊投票权设置来以较少的资金掌握控制权,这导致现金流权和控制权相分离。

Claessens et al.(2002)开创了从现金流权和两权分离度视角研究终极控制人对公司效率影响的先河。Claessens et al.(2002)基本证实了终极控制人的现金流权与企业价值成正比,两权分离度与企业价值成反比,从而认为现金流权能够代表终极控制人的激励协同效应,两权分离度能够代表终极控制人的侵占效应。

此后,诸多国内学者追随Claessens et al.(2002),在中国情境下研究了终极控制人的现金流权以及两权分离度对公司价值(例如:邹平、付莹,2007;姜硕、赵红兵,2008)、投资效率(例如:卢惟,2010)、营销战略(例如:唐跃军等,2012)、中小投资者利益保护(例如:罗党论、唐清泉,2008)等方面的影响。

然而这些学者的研究要么将国有企业与民营企业作为整体进行研究(例如:邹平、付莹,2007;姜硕、赵红兵,2008;唐跃军等,2012),要么得出终极控制人现金流权和两权分离度对国有上市公司效率的影响并不显著的结论(例如:卢惟,2010;罗党论、唐清泉,2008)。

回顾相关经典文献,LaPorta et al.(1999)并未发现终极控制人的两权分离度对企业价值有显著影响。Claes-

sens et al.(2002)验证现金流权(两权偏离)对公司价值的正向(负向)影响,仅在民营企业样本中拥有稳健的经验证据,而在国有企业的样本中,只是“一定程度上”显著,并且其结果并不稳健,Claessens et al.(2002)的这一结果归因于国有企业的样本太少。

本文认为,这些实证结果恰恰反映了现金流权和两权分离度并不能代表国有终极控制人的激励协同效应和侵占效应。

中国上市公司大多起源于国有企业,截至2013年底,国有上市公司的比例仍然占据A股上市公司总数的38.84%,因此,以中国上市公司为样本,研究用现金流权衡量国有终极控制人激励协同效应、以两权分离度衡量国有终极控制人侵占效应的适当性,就可以大大降低国有上市公司样本量较小导致结果不显著的可能。

本文的研究贡献主要有以下两点:第一,目前国内外关于费用粘性的文献已然将重心转移至经理人自利这一影响因素的研究上,然而在股权集中的情境下,大股东所导致的第二类代理问题也是影响企业发展的一个重要问题,因此本文试图解析终极控制人对费用粘性的影响,以期进一步拓展代理问题对费用粘性影响的相关文献。第二,以 Claessens et al.(2002)为代表的诸多学者认为民营和国有终极控制人的现金流权都能够代表激励协同效应,两权分离度都能够代表侵占效应,然而诸多研究的实证结果却不支持国有企业的相关结论,因此本文试图通过理论分析和经验证据来证明民营和国有企业的差异。

## 二、理论分析及研究假设

### (一)现金流权、产权性质及费用粘性

民营上市公司的终极控制人或家族成员通常直接参与经营管理(黄再胜,2014),控制着包括费用管理在内的公司管理的主要方面(唐跃军等,2012)。当控股股东投入上市公司的现金流比例越大,与上市公司的利益协同可能性就越大(Claessens et al.,2002),就越倾向于在上市公司收入下降时,出于经济决策的考虑,削减相应的销售及管理费用,从而降低费用粘性。

而对于国有企业来说,作为终极控制人的政府部门其利益与其所控股的上市公司业绩联系并不紧密。政府部门从上市公司获得的股利要上交国库,无权直接使用(梅丹,2009)。实际代表政府部门行使终极控制人职责的官员作为公职人员,从政府获得的报酬与其监管的上市公司经营绩效相关性不大,其晋升在很大程度上是取决于其能否很好地贯彻国家方针政策,而不是看其在国有资产保值增值方面的贡献(梅丹,2009),国有股所有者虚位的天然属性(程仲鸣,2010)导致现金流权能够对其起到的激励作用十分有限。因此,国有终极大股东缺乏在现金流权较大的情况下,加强对费用管理进行监督和控制的动机。

根据以上分析,本文提出以下两个假设:

H1a:在民营上市公司中,终极控制人的现金流权越大,费用粘性越小。

H1b:在国有上市公司中,终极控制人的现金流权对费用粘性无影响。

### (二)两权分离度、产权性质及费用粘性

经理人天然地具有过度扩张公司规模或者出于提升个人身份、权力、薪酬和声誉等目的而使公司持有不必要的剩余资源的动机,即“帝国构建”动机(Jensen,1986;Stulz,1990;Masulis et al.,2007;Hope和Thomas,2008)。

Chen et al.(2012)理论论述并通过美国上市公司的经验数据证明了经理人的“帝国构建”动机会增大费用粘性。Chen et al.(2012)认为,由于销售及管理费用包含了几乎所有间接成本(例如:销售人员的工资和薪金、办公室的工资和费用、旅游和娱乐花费等),具有构建帝国动机的经理人在经济业务量上升时更有可能快速提升销售和管理费用(例如办公室工资和费用快速增长),而当经济业务量下降时则缓慢减少销售和管理费用(例如推迟削减办公室工资和费用)。

另外,由于经理人在一个大而复杂的公司中更容易获取货币和非货币利益,同时经理人倾向于平静的生活而非花费气力做出艰难的裁员决策(Bertrand和Mullainathan,2003)等原因,会导致经理人在收入下降的情况下倾向于保留多余员工,从而造成人力资源剩余。这些帝国构建行为将会使得公司的费用超出最优水平,当经理人的帝国构建动机越强烈时,公司的费用粘性会越大。

经理人的“帝国构建”动机是第一类代理问题(第一类代理问题存在于委托人与代理人之间,也可以说是股东与公司高管之间的代理问题)的一个重要组成部分(Morck et al.,2005)。Jensen和Meckling(1976)提出,当股权集中度提高时,能够增强大股东对经理人的监督,从而削弱经理人的“帝国构建”动机,提高公司资源配置效率。

然而,Jensen和Meckling(1976)的观点是基于股权较为分散、上市公司处于职业经理人控制之下情形。Stulz和René(1988)认为,更高的股权集中度也有可能给予经理人更大的自由来侵占公司资源。最典型的就是在由大股东控制的民营企业中,上市公司经理人大多来自于终极控制人家族,由于缺乏抗衡力量,其任期通常是终身制的(Morck et al.,2005)。

在股权分散、职业经理人控制的公司里,不以公司价值最大化为目标的经理人有可能被对其不满的机构投资者解雇(Morck et al.,2005);在经理人作为第一大股东但持股比例有限的情况下,上市公司业绩不佳导致的股价下跌则会使得持股经理人被驱逐(Morck et al.,2005)。而来自于终极控制人家族的经理人就较少面临这些情况(Morck et al.,2005)。

因此,来自于终极控制人家族的经理人可以更加有恃无恐地进行“帝国构建”、获取超额薪酬、在职消费等私利行为,而不必自我克制以使股价维持在足够高的水平以安抚其余投资者和防止公司由于低价被恶意收购(Morck et al., 2005)。此外,黄再胜(2014)研究证实,民营上市公司的实际控制人或家族成员通常直接参与经营管理,这种特殊的背景使得民营上市公司的经理人享有极大的权力。

而管理者权力理论的相关研究指出,公司经理人往往利用自身权力影响来获取超额薪酬,这亦会增大费用粘性(黄再胜, 2014)。正如Bebchuk et al. (2000)所言,绝对控股股东天然地就是“最大的小偷”,因为它心甘情愿为来自其家族的经理人支付高昂的报酬。

对民营上市公司而言,制约来自终极大股东家族的经理人构建商业帝国的一个重要因素,便是他同时也要承担相应的控制权成本(Claessens et al., 2002),比如上市公司收益下降所导致的分红减少或股价过分下跌所导致的恶意收购等(Morck et al., 2005)。而在现金流权和控制权相分离的情况下,这种制约的效果会明显减弱。具体来说,一方面由于其现金流权较小,因此在股利方面的损失有限;另一方面由于已通过金字塔结构或者交叉持股实现了对上市公司的绝对控制,因此控制权旁落的可能性较小。

综上,对于民营企业而言,两权分离度越大,来自终极控制人家族的经理人的帝国构建动机越强烈,从而费用粘性越大。

对于国有企业来说,情况则会更加复杂。如果说民营终极控制人两权分离的形成是为了以较小的资金投入来掌控公司绝对控制权,从而更轻易地实现自利动机,那么国有终极控制人两权分离的形成动机则截然不同,其金字塔层级和交叉持股在很大程度上是由国有资产管理体制造成的,其动机在于将权力下放,以降低国有上市公司的政治成本(罗党论、唐清泉, 2008; 李维安、钱先航, 2010; 胡道勇、裴平, 2012)。

国有企业现金流权和控制权的分离度越大,一方面代表政府的干涉会越少,另一方面代表经理人对上市公司的控制权会增强。然而,政府官员和经理人都有着使费用粘性增大的动机。

政治干涉的增强会导致费用粘性增加。政府官员的晋升主要依赖GDP增长和保障就业(袁玲、吴昊旻, 2010)等政治目标的达成。扩大企业投资是实现GDP增长的重要途径之一,因此在经济业务量增加的时候,政府及其官员有动机扩大国有上市公司的投资从而导致公司费用增加,而当经济业务量下降时,政府及其官员则倾向于保留投资从而导致公司费用降幅较小;同理,在国有企业经济业务量下降时,政府也会更加倾向于保留员工以实现就

业目标。因此,当政府及其官员更多地干预国有上市公司,将其政治目标强加给国有上市公司时,上市公司的费用粘性将会增大。

国企经理人控制权的增强也会导致费用粘性增强。国企的经理人大多来自于行政任命,上市公司业绩与资源垄断和政策倾斜密不可分,致使国企高管薪酬与企业业绩高度相关并不合理,这也是中央政府颁布央企高管限薪令的原因之一。

步丹璐、张晨宇(2012)研究发现,国有企业高管薪酬-业绩敏感性显著低于民营企业。这使得国有企业的经理人不但和民营企业的经理人一样拥有帝国构建动机,而且有更强烈的通过在职消费等形式来获得心理和物质上的补偿的动机(杨楠、陈丽荣, 2012; 龙敏, 2013)。因此,当经理人对公司拥有较强的控制力,并将此控制力用以满足个人效用的能力越强时,上市公司的费用粘性会增大。

国有企业终极控制人现金流权和控制权的分离度能在一定程度上反映政府对上市公司的干涉程度,两权分离度越大,政府对国有上市公司的干涉越少,而经理人对上市公司的控制力越强(Qian, 1996; Wang和Xiao, 2005; 李维安、钱先航, 2010)。因此,国有终极控制人的两权分离度对企业效率的影响是一个复杂的问题(Wang和Xiao, 2005)。

如果政治干涉对费用粘性的影响超过了经理人帝国构建动机对费用粘性的影响,费用粘性在分离度较高的情况下较小,反之则反。Wang和Xiao(2005)研究国有企业两权分离度对企业价值的影响时发现二者并无显著关系,因此本文预计国有终极控制人的两权分离度对费用粘性无影响。

根据以上分析,本文提出以下两个假设:

H2a: 在民营上市公司中,终极控制人的两权分离度越大,费用粘性越大。

H2b: 在国有上市公司中,终极控制人的两权分离度对费用粘性并无影响。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以2003~2013年只在我国沪深两市A股上市的国有和民营公司为研究对象,同时剔除了金融行业的年度样本、ST和PT的年度样本以及相关研究数据缺失的年度样本。

由于本文研究的是终极控制人对费用粘性的影响,因此参照Claessens et al. (2002)的研究,剔除终极控制人的控制权在10%以下的样本。最终得到9 694个样本,其中有控股上市公司有820家,年度观测数量为5 368个,民营上市公司有1 169家,年度观测数量为4 326个。本文的数据来源于CSMAR数据库。

## (二)模型构架

### 1. 基础模型。

$$\Delta \ln SG\&A = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Rev + \beta_2 DecDummy \times \Delta \ln Rev + Industry + Year_i \quad (1)$$

模型(1)是检验销售及管理费用粘性存在性的基础模型。由于这一估计模型要测量不同行业和规模的样本,因此对销售及管理费用变化、营业收入变化采用比率和自然对数处理,可以增强不同公司样本的可比性,同时可以减少可能存在的异方差问题。

当营业收入比上一年增加时,DecDummy取0,因此 $\beta_1$ 表示当营业收入上升1%时,销售及管理费用变化的百分比。当营业收入比上一年减少时,DecDummy取1,因此 $\beta_1 + \beta_2$ 表示当营业收入下降1%时,销售及管理费用变化的百分比。如果销售及管理费用存在粘性,那么营业收入增加时销售及管理费用增加的幅度会大于营业收入减少时销售及管理费用减少的幅度,此时 $\beta_1 > 0 > \beta_2$ 。此外,模型(1)还控制了行业和年度的影响。

### 2. 拓展模型。

$$\Delta \ln SG\&A = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Rev + \beta_2 DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_3 Asset\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_4 Num\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_5 Suc\_decrease \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_6 Hit \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_7 Loss \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + Industry + Year_i \quad (2)$$

模型(2)是在模型(1)的基础上根据以往的研究进行的拓展。以往的研究证实,影响费用粘性的经济因素主要包括资本密集度、员工密集度和经理人对未来经济业务量的预期。

由于资本密集度和员工密集度越大,公司削减相应资源的调整成本越大,从而导致费用粘性增加(Anderson et al., 2003),因此预计 $\beta_3$ 和 $\beta_4$ 为负;在收入连续两年下降的情况下,经理人对未来经济业务量的预期会趋于悲观,从而导致费用粘性下降(Anderson et al., 2003),因此预计 $\beta_5$ 为正。

此外,保盈动机也会影响费用粘性。根据Dierynck et al. (2012)、Kama和Weiss(2013)的研究,如果上市公司经济业务量下降,而当年息税前利润与上年末资产比值位于 $[0, 0.01]$ 或者前一年的息税前利润为负,经理人会有强烈的动机通过削减费用来实现保盈动机,从而显著降低了费用粘性,因此预计 $\beta_6$ 和 $\beta_7$ 为正。

### 3. 现金流权对费用粘性的影响模型。

$$\Delta \ln SG\&A = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Rev + \beta_2 DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_3 Cash\_rate \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_4 Asset\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_5 Num\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_6 Suc\_decrease \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_7 Hit \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_8 Loss \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + Industry + Year_i \quad (3)$$

为了检验终极控制人现金流权对费用粘性的影响,模型(3)在模型(2)的基础上引入现金流权Cash\_rate和DecDummy $\times$  $\Delta$ lnRev的交互项,如果在民营企业的样本中, $\beta_3$ 显著为正,而在国有企业的样本中, $\beta_3$ 不显著,则H1a、H1b成立,即终极控制人的现金流权越大,费用粘性的结论只在民营上市公司成立。

### 4. 两权分离度对费用粘性的影响模型。

$$\Delta \ln SG\&A = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Rev + \beta_2 DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_3 Separation \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_4 Asset\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_5 Num\_intensity \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_6 Suc\_decrease \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_7 Hit \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + \beta_8 Loss \times DecDummy \times \Delta \ln Rev + Industry + Year_i \quad (4)$$

由于终极控制人现金流权和两权分离度的相关性较强,为了避免多重共线性,本文将分别检验二者对费用粘性的影响。

为了检验终极控制人两权分离度对费用粘性的影响,模型(4)在模型(2)的基础上引入两权分离度Separation和DecDummy $\times$  $\Delta$ lnRev的交互项,如果在民营企业的样本中, $\beta_3$ 显著为负,而在国有企业的样本中, $\beta_3$ 不显著,则H2a、H2b成立,即终极控制人两权分离度的增加只会显著增大民营上市公司的费用粘性。

## (三)变量定义

模型(1)、(2)、(3)、(4)中涉及的变量具体如表1所示。

表1 变量定义及说明

变量符号	变量名称	变量说明
SG&A	销售及管理费用	本年度销售及管理费用之和
Rev	营业收入	本年度营业收入
$\Delta \ln SG\&A$	销售及管理费用变化率	本年度销售及管理费用之和/上年度销售及管理费用之和,再取自然对数
$\Delta \ln Rev$	经济业务量变化率	本年度营业收入/上年度营业收入,再取自然对数
Dec Dummy	收入下降	虚拟变量,本年度营业收入小于上年度则取1,否则取0
Cash_rate	现金流权	终极控制人拥有上市公司所有权比例
Separation	两权分离度	终极控制人拥有上市公司控制权比例与所有权比例的差值
Asset_intensity	资本密集度	总资产/营业收入,再取自然对数
Num_intensity	员工密集度	员工总数/营业收入,再取自然对数
Suc_decrease	前一年收入下降	虚拟变量,上年度营业收入小于上上年度则取1,否则取0
Loss	前一年出现亏损	虚拟变量,前一年的息税前利润为负则取1,否则取0
Industry	行业变量	虚拟变量,隶属于该行业的变量取1,否则取0
Year	年度变量	虚拟变量,隶属于该年度的变量取1,否则取0,其中,i=2003,2004,...,2013

**表 2 主要变量的描述性统计**

变量	平均数			T 统计量	中位数			Z 统计量
	全体样本	民营企业	国有企业		全体样本	民营企业	国有企业	
Pannel A: 费用和收入								
SG&A(百万元)	500	280	681	-6.222***	150	120	170	-14.382***
Rev(百万元)	6 300	2 310	9 500	-5.785***	1 300	960	1 700	-22.293***
SG&A/Rev	0.154 1	0.178 7	0.134 2	17.699***	0.119 9	0.137 6	0.108 8	17.538***
Pannel B: 回归模型(1)、(2)、(3)、(4)中的主要变量								
$\Delta \ln SG\&A$	0.148 4	0.166 3	0.134 0	4.865***	0.13 96	0.159 2	0.124 3	8.310***
$\Delta \ln Rev$	0.143 1	0.140 3	0.145 4	0.145	0.135 1	0.134 5	0.135 4	-0.373
DecDummy	0.251 2	0.261 9	0.242 5	2.185**	0	0	0	2.184**
Cash_rate	0.341 1	0.290 2	0.382 0	-26.903***	0.320 7	26.065 0	36.804 9	-26.251***
Separation	0.058 96	0.077 90	0.043 70	20.516***	0	0.048 1	0	27.857***
Asset_intensity	0.582 9	0.641 1	0.536 1	7.417***	0.549 7	0.620 9	0.496 4	8.527***
Num_intensity	-13.537 7	-13.470 7	-13.591 7	5.746***	-13.431 0	-13.360 8	-13.485 7	6.331***
Suc_decrease	0.233 0	0.247 3	0.221 5	2.993***	0	0	0	2.992***
Hit	0.033 6	0.032 1	0.034 8	-0.734	0	0	0	-0.734
Loss	0.088 0	0.078 1	0.095 9	-3.078***	0	0	0	-3.076***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著,下同。

**表 3 主要变量之间的相关系数**

	$\Delta \ln Rev$	Cash_rate	Separation	Asset_intensity	Num_intensity	Suc_decrease	Hit	Loss
$\Delta \ln Rev$	1							
Cash_rate	-0.088***	1						
Separation	0.0100	-0.436***	1					
Asset_intensity	-0.209***	0.055***	0.073***	1				
Num_intensity	-0.140***	0.070***	0.021**	0.291***	1			
Suc_decrease	-0.017**	0.014	0.014	0.150***	0.050***	1		
Hit	-0.054***	0.023***	0	0.068***	0.008	0.048***	1	
Loss	-0.051***	0.069***	0.016*	0.034***	0.072***	0.184***	0.061***	1

#### 四、实证检验与分析

##### (一)描述性统计和相关系数

表 2 是主要变量的描述性统计。由 Pannel A 可知,2003~2013 年间,我国上市公司销售及管理费用平均占到了营业收入的 15.41%,由表 2 可见销售及管理费用及其管理对上市公司而言十分重要。

由表 2 的 Pannel B 可知,民营企业终极控制人的现金流权显著低于国有企业,而两权分离度则显著高于国有企业,说明民营上市公司的终极控制人更加倾向于采用较少的资金投入来掌握上市公司绝对控制权。

表 3 是本文主要变量的相关系数表。由表 3 可知,除了现金流权和两权分离度的相关系数的绝对值达到了 0.436,其他变量之间相关系数的绝对值都在 0.3 以下,不存在很强的相关性。另外,本文模型(1)至模型(4)当中每一项的方差膨胀因子都小于 5,因此模型(1)至模型(4)的解释变量之间不存在严重的多重共线性问题。

##### (二)回归分析

1. 费用粘性的存在性及其影响因素分析。本文采用普通最小二乘法对模型(1)至模型(4)进行假设检验,这是将混合普通最小二乘法模型、固定效应模型和随机效应模型进行比较判断后的择优方法。对于模型(2)至模型(4)当中的三次交互项,如果其中有两项为连续型变量,就对连续型变量进行中心化处理,以避免多重共线性问题。具体的回归结果如表 4 和表 5 所示。其中,表 4 是对全体样本进行的模型(1)至模型(4)的回归。而表 5 是为了验证本文假设,根据模型(3)和模型(4)对民营上市公司和国有上市公司进行分组检验。

首先通过表 4 的回归(1)来检验销售及管理费用粘性的存在。由于该回归的 $\beta_1$ 在 1%的水平上显著,为 0.492 2, $\beta_2$ 在 1%的水平上显著,为-0.194 2,说明当营业收入增加 1%时,销售及管理费用将增加 0.492 2%,而当营业收入减少 1%时,销售及管理费用只减少 0.298 0%(0.492 2%-0.194 2%),从而证明了销售及管理费用存在粘性。

表 4 的回归(2)则加入了之前研究证实的影响销售及管理费用粘性的变量。回归(2)的 $\beta_1$ 依然在 1%的水平上显著大于 0, $\beta_2$ 依然在 1%的水平上显著小于 0,说明在控制了其他变量后,销售及管理费用依然存在粘性。

此外,回归(2)验证了之前的诸多研究结论: $\beta_3$ 在 1%的水平上显著小于 0,说明资产密集度越大,费用粘性越大; $\beta_3$ 在 1%的水平上显著小于 0,说明员工密集度越大,费用粘性越大; $\beta_5$ 在 1%的水平上显著大于 0,说明当营业收入连续两期下降时,会使得经理人对未来销量趋于悲观,从而使得费用粘性下降; $\beta_6$ 在 5%的水平上显著大于 0, $\beta_7$ 在 1%的水平上显著大于 0,说明具有保盈动机的上市公司,其费用粘性会下降。

##### 2. 现金流权和两权分离度对费用粘性的影响分析。

(1)下页表 4 的回归(3)在回归(2)的基础上加入了终极控制人现金流权对费用粘性的影响变量。回归(3)中 $\beta_3$ 的值为 0.001 3,然而这一结果并不显著。这说明对于全体

**表 4 费用粘性存在性及其影响因素检验 (全体样本)**

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta \ln \text{sale}$	0.492 2 <sup>***</sup> (44.22)	0.491 5 <sup>***</sup> (44.32)	0.491 5 <sup>***</sup> (44.33)	0.490 4 <sup>***</sup> (44.21)
$\text{DecDummy} \times \Delta \ln \text{sale}$	-0.194 2 <sup>***</sup> (-8.32)	-0.282 4 <sup>***</sup> (-8.71)	-0.285 8 <sup>***</sup> (-8.80)	-0.315 4 <sup>***</sup> (-9.11)
Interaction Terms(Variable $\times$ DecDummy $\times$ $\Delta \ln \text{Rev}$ )				
Cash_rate (交乘项采用中心化的结果)			0.001 3 (1.49)	
Separation (交乘项采用中心化的结果)				-0.004 8 <sup>***</sup> (-2.71)
Asset_intensity (交乘项采用中心化的结果)		-0.050 4 <sup>***</sup> (-3.27)	-0.051 5 <sup>***</sup> (-3.34)	-0.043 6 <sup>***</sup> (-2.80)
Num_intensity (交乘项采用中心化的结果)		-0.037 8 <sup>***</sup> (-2.84)	-0.038 7 <sup>***</sup> (-2.91)	-0.037 7 <sup>***</sup> (-2.83)
Suc_decrease		0.108 0 <sup>***</sup> (2.95)	0.105 1 <sup>***</sup> (2.87)	0.104 0 <sup>***</sup> (2.84)
Hit		0.161 3 <sup>***</sup> (2.57)	0.158 6 <sup>**</sup> (2.53)	0.162 3 <sup>***</sup> (2.59)
Loss		0.507 0 <sup>***</sup> (12.06)	0.509 8 <sup>***</sup> (12.12)	0.512 1 <sup>***</sup> (12.18)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year <sub>i</sub>	控制	控制	控制	控制
Constant	0.111 8 <sup>***</sup> (4.86)	0.113 3 <sup>***</sup> (4.97)	0.113 1 <sup>***</sup> (4.96)	0.112 4 <sup>***</sup> (4.93)
Observations	9 694	9 694	9 694	9 694
Adj R-squared	0.236 7	0.241 5	0.251 2	0.242 0
F	125.1	111.2	107.5	107.7

样本而言,现金流权越大,对终极控制人的激励越大,从而会减小费用粘性的设想并不成立。

表4的回归(4)在回归(2)的基础上加入了终极控制人两权分离度对费用粘性的影响变量。回归(4)中 $\beta_3$ 的值为-0.004 8。这说明对全体样本而言,两权分离度越大,终极控制人的帝国构建动机越强,从而会增大费用粘性的设想是成立的。

(2)本文的研究目的主要是证明在民营和国有上市公司中,终极控制人的现金流权和两权分离度对费用粘性会有不同的影响。因此,表5对民营和国有样本进行了分组检验。

在表5的回归(1)中, $\beta_3$ 在1%水平上显著大于0,说明增大民营终极控制人的现金流权,确实可以使其出于经济决策的考虑,在营业收入下降时削减相应的销售及管理费用,从而降低费用粘性,因此H1a成立。

在表5的回归(2)中, $\beta_3$ 在1%水平上显著小于0,说明随着民营终极控制人两权分离程度的增加,其控制权成

**表 5 现金流权和两权分离度对费用粘性的影响 (按照民营和国有分组)**

变量	民营上市公司(N=4 326)		国有上市公司(N=5 368)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta \ln \text{sale}$	0.443 9 <sup>***</sup> (29.35)	0.441 9 <sup>***</sup> (29.14)	0.528 8 <sup>***</sup> (33.33)	0.528 9 <sup>***</sup> (33.34)
$\text{DecDummy} \times \Delta \ln \text{sale}$	-0.278 0 <sup>***</sup> (-6.21)	-0.297 0 <sup>***</sup> (-6.34)	-0.357 1 <sup>***</sup> (-7.45)	-0.353 2 <sup>***</sup> (-6.94)
Interaction Terms(Variable $\times$ DecDummy $\times$ $\Delta \ln \text{Rev}$ )				
Cash_rate (交乘项采用中心化的结果)	0.005 7 <sup>***</sup> (4.52)		-0.000 3 (-0.26)	
Separation (交乘项采用中心化的结果)		-0.008 3 <sup>***</sup> (-3.71)		0.000 5 (0.20)
Asset_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.010 8 (-0.57)	-0.003 6 (-0.18)	-0.027 7 (-1.04)	-0.028 8 (-1.06)
Num_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.056 6 <sup>***</sup> (-3.35)	-0.051 4 <sup>***</sup> (-3.04)	-0.046 7 <sup>**</sup> (-2.12)	-0.047 2 <sup>**</sup> (-2.15)
Suc_decrease	0.059 8 (1.27)	0.081 2 <sup>*</sup> (1.74)	0.021 4 (0.34)	0.021 6 (0.35)
Hit	0.200 9 <sup>**</sup> (2.55)	0.233 4 <sup>***</sup> (2.96)	0.046 6 (0.47)	0.047 2 (0.47)
Loss	0.238 2 <sup>***</sup> (4.70)	0.255 2 <sup>***</sup> (4.98)	0.914 8 <sup>***</sup> (12.81)	0.916 8 <sup>***</sup> (12.81)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year <sub>i</sub>	控制	控制	控制	控制
Constant	0.072 6 <sup>**</sup> (2.01)	0.066 6 <sup>*</sup> (1.84)	0.134 1 <sup>***</sup> (4.42)	0.134 2 <sup>***</sup> (4.42)
Observations	4 326	4 326	5 368	5 368
Adj R-squared	0.252 9	0.251 8	0.255 2	0.255 2
F	50.15	49.85	63.07	63.07

本越低,越倾向于构建商业帝国,从而使得费用粘性增大,因此H2a成立。

在表5的回归(3)中, $\beta_3$ 并不显著,说明国有终极控制人的现金流权并不会显著影响政府及其官员对国企经理人在费用控制方面的监督力度,因此H1b成立。

在表5的回归(4)中, $\beta_3$ 并不显著,说明由于国有终极控制人两权分离度的增加会同时导致政治干涉的减弱和国企经理人控制的增强,而政治力量和经理人的帝国构建动机同样倾向于增强上市公司费用粘性,因此这两股力量的此消彼长并不会显著影响国有上市公司的销售及管理费用粘性,因此H2b成立。

### (三)稳健性检验

1. 为了控制面板数据企业层面相关性的影响,参照 Petersen (2009)、Chen et al. (2012)、谢获宝和惠丽丽 (2014)的做法,对模型(3)和模型(4)进行企业层面的群聚(cluster)标准误差调整,得到的民营和国有上市回归数据如表6所示,其结果和表5基本一致。

**表 6 现金流权和两权分离度对费用粘性的影响**  
(按照民营和国有分组, cluster 稳健性检验)

变 量	民营上市公司(N=4 326)		国有上市公司(N=5 368)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Δlnsale	0.443 9*** (10.72)	0.441 9*** (10.61)	0.528 8*** (15.04)	0.528 9*** (15.04)
DecDummy×Δlnsale	-0.278 0*** (-2.84)	-0.297 0*** (-2.82)	-0.357 1*** (-3.52)	-0.353 2*** (-3.18)
Interaction Terms(Variable×DecDummy×ΔlnRev)				
Cash_rate (交乘项采用中心化的结果)	0.005 7*** (2.67)		-0.000 3 (-0.13)	
Separation (交乘项采用中心化的结果)		-0.008 3*** (-2.94)		0.000 5 (0.12)
Asset_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.010 8 (-0.30)	-0.003 6 (-0.10)	-0.027 7 (-0.68)	-0.028 8 (-0.69)
Num_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.056 6* (-1.81)	-0.051 4 (-1.58)	-0.046 7 (-1.12)	-0.047 2 (-1.17)
Suc_decrease	0.059 8 (0.65)	0.081 2 (0.94)	0.021 4 (0.17)	0.021 6 (0.17)
Hit	0.200 9* (1.85)	0.233 4** (2.19)	0.046 6 (0.39)	0.047 2 (0.39)
Loss	0.238 2*** (2.67)	0.255 2*** (2.96)	0.914 8*** (5.84)	0.916 8*** (5.86)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Constant	0.072 6 (1.31)	0.066 6 (1.20)	0.134 1*** (4.58)	0.134 2*** (4.57)
Observations	4 326	4 326	5 368	5 368
Adj R-squared	0.252 9	0.251 8	0.255 2	0.255 2
F	13.46	13.95	18.24	18.34

2. 目前对于终极控制人两权分离度的衡量主要包括用“控制权与现金流权之差”、“控制权比现金流权”以及“是否发生两权分离”进行衡量。因此,在稳健性检验部分,本文参照 Claessen S. et al.(2002)、唐跃军等(2012)的做法,用“控制权比现金流权”Separation2,以及“是否发生两权分离”的虚拟变量 Separation3(当终极控制人的控制权大于其现金流权时,Separation3取 1,否则 Separation3取 0)分别替代模型(4)中的“控制权与现金流权之差”Separation 来衡量两权分离度,然后对民营和国有上市公司分别进行回归。

回归结果如表 7 所示,“控制权比现金流权”以及“是否发生两权分离”衡量两权分离与用“控制权与现金流权之差”来衡量的结果基本一致。

### 五、小结

本文对我国民营和国有上市公司 2003~2013 年间终极控制人现金流权和两权分离度如何影响销售及管理费用粘性进行实证检验,结果证明对于民营和国有上市公

**表 7 采用两权分离度的替代性指标**  
并依照分组进行回归分析

变 量	民营上市公司(N=4 326)		国有上市公司(N=5 368)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Δlnsale	0.443 1*** (29.33)	0.446 9*** (29.53)	0.529 2*** (16.33)	0.529 2*** (33.36)
DecDummy×Δlnsale	-0.278 2*** (-6.27)	-0.379 1*** (-6.26)	-0.437 9*** (-3.57)	-0.378 4*** (-7.11)
Interaction Terms(Variable×DecDummy×ΔlnRev)				
Separation2 (交乘项采用中心化的结果)	-0.067 3*** (-5.47)		-0.060 0 (-1.56)	
Separation3		-0.174 1*** (-3.44)		-0.052 6 (-0.94)
Asset_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.020 7 (-1.08)	0.004 6 (0.23)	-0.022 0 (-0.56)	-0.024 5 (-0.91)
Num_intensity (交乘项采用中心化的结果)	-0.045 0*** (-2.65)	-0.057 5*** (-3.40)	-0.049 9 (-1.23)	-0.049 4** (-2.24)
Suc_decrease	0.066 6 (1.43)	0.058 2 (1.22)	0.010 3 (0.09)	0.020 5 (0.33)
Hit	0.278 9*** (3.52)	0.190 9** (2.41)	0.054 3 (0.46)	0.053 4 (0.54)
Loss	0.267 9*** (5.24)	0.283 1*** (5.31)	0.924 6*** (6.19)	0.911 6*** (12.76)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Constant	0.064 4* (1.78)	0.059 5 (1.64)	0.133 0*** (4.55)	0.132 1*** (4.34)
Observations	4 326	4 326	5 368	5 368
Adj R-squared	0.249 5	0.246 4	0.255 6	0.251 3
F	50.59	49.76	20.35	63.11

司而言,终极控制人现金流权和两权分离度对费用粘性的影响是有差异的。

民营上市公司经理人大多来自于终极控制人家族,民营终极控制人的现金流权越大,就越有可能出于经济决策的考虑,在营业收入下降时削减相应的销售及管理费用,从而降低费用粘性;其两权分离度越大,控制权成本就越小,这会使得以终极控制人为主导的经理人的帝国构建动机增强,从而增大费用粘性。而在国有上市公司中,所有者虚位导致现金流权的增大并不能够有效抑制费用粘性;由于两权分离度增加会同时减少政治干涉以及增强国企经理人控制,这两股力量的此消彼长导致两权分离度对费用粘性并无影响。最后,本文还进行了一些稳健性检验,证实结果是稳健的。

本文的研究表明:第一,在股权集中的情境下,民营终极控制人的股权结构也是影响费用粘性的一个重要因素。第二,民营企业终极控制人的现金流权能够代表激励协调效应,两权分离度能够代表侵占效应,然而在国有企

业中情况并非如此,之后的研究可以从费用粘性之外的角度验证产权性质对股权治理效果的影响。

尽管本文证明了国有终极控制人的现金流权和两权分离度难以衡量其激励协同效应和侵占效应,但未能揭示国有终极控制人的股权是如何影响费用粘性的,挖掘出能够有效衡量国有终极控制人治理效果的代理变量,或许能够为国有企业改革提供良好的指引,这也是我们未来的研究方向之一。

#### 主要参考文献

- Anderson M. C., Banker R. D., Janakiraman S. N.. Are Selling, General, and Administrative Costs “Sticky”? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2003(1).
- Balakrishnan R., Petersen M. J., Soderstrom N. S.. Does Capacity Utilization Affect the “Stickiness” of Cost? [J]. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 2004(19).
- Banker R. D., Byzalov D.. Asymmetric Cost Behavior [J]. *Journal of Management Accounting Research*, 2014(2).
- Bertr M., Mullainathan S.. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2003(5).
- Chen C. X., Lu H., Sougiannis T.. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012(1).
- Claessens S., Fan J. P. H., Lang L. H. P., et al.. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. *Journal of Finance*, 2002(6).
- Dierynck B., Landsman W. R., Renders A.. Do Managerial Incentives Drive Cost Behavior? Evidence about the Role of the Zero Earnings Benchmark for Labor Cost Behavior in Belgian Private Firms [J]. *Accounting Review*, 2012(4).
- Jensen M. C.. Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986(2).
- Jensen M. C., Meckling W.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 1976(76).
- Kama I., Weiss D.. Do Earnings Targets and Managerial Incentives Affect Sticky Costs? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013(1).
- La Porta, Lopez-de-silanes F., Shleifer A., et al.. Corporate Ownership Around the World [J]. *Journal of Finance*, 1998(2).
- Masulis R. W., Wang C., Xie F.. Corporate Governance and Acquirer Returns [J]. *Journal of Finance*, 2007(4).
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B.. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth [J]. *Journal of Economic Literature*, 2005(3).
- Qian Y.. Enterprise reform in China: agency problems and political control [J]. *Economics of Transition*, 1996(2).
- Stulz R.. Managerial discretion and optimal financing policies [J]. *General Information*, 1990(1).
- Stulz, René. On Takeover Resistance, Managerial Discretion and Shareholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988(20).
- 步丹璐,张晨宇.产权性质、风险业绩和薪酬粘性 [J]. *中国会计评论*, 2012(3).
- 程仲鸣.终极控制人的控制权、现金流权与企业投资——基于中国上市公司的经验证据 [J]. *经济与管理研究*, 2010(8).
- 黄再胜.控股股东所有权结构、产权性质与高管薪酬决定的掏空效应 [J]. *湖北经济学院学报*, 2014(6).
- 胡道勇,裴平.实际控制人、两权分离与隧道行为——基于2009年中国制造业上市公司的实证检验 [J]. *南京社会科学*, 2012(9).
- 姜硕,赵红兵.现金流权与控制权分离对控制权私有收益影响分析 [J]. *管理观察*, 2008(22).
- 李维安,钱先航.终极控制人的两权分离、所有制与经理层治理 [J]. *金融研究*, 2010(12).
- 龙敏.高管货币薪酬、在职消费与公司价值研究 [D]. 成都:西南财经大学, 2013.
- 卢惟.控制权与现金流权分离下的中国上市公司投资效率研究 [D]. 重庆:重庆大学, 2010.
- 罗党论,唐清泉.金字塔结构、所有制与中小股东利益保护——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *财经研究*, 2008(9).
- 梅丹.国有产权、公司治理与非效率投资 [J]. *证券市场导报*, 2009(4).
- 唐跃军,宋渊洋,金立印等.控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角 [J]. *管理世界*, 2012(2).
- 杨楠,陈丽荣.从绩效薪酬角度研究在职消费 [J]. *经营管理者*, 2012(14).
- 袁玲,吴昊旻.终极控制人性性质、两权分离与多元化经营 [J]. *重庆工商大学学报:社会科学版*, 2010(6).
- 邹平,付莹.我国上市公司控制权与现金流权分离——理论研究与实证检验 [J]. *财经研究*, 2007(9).