

# 代理成本、高管薪酬粘性与预算松弛

安灵(副教授), 赵婷

**【摘要】**运用2010~2015年沪深上市公司面板数据,基于委托代理视角实证检验高管薪酬粘性与预算松弛的关系。研究发现,高管薪酬粘性越大,公司“奖优而不惩劣”的问题越严重,在非国有企业中高管构建预算松弛的可能性越小,这一现象在国有企业中不明显,说明国有企业的薪酬管制现象与多重任务目标在一定程度上削弱了高管薪酬粘性与预算松弛之间的敏感性。进一步研究发现:管理费用率越高,代理成本越高,高管对薪酬的依赖程度越低,高管薪酬粘性对预算松弛的负向影响被削弱;高管持股比例越高,公司治理机制越完善,代理成本越低,高管薪酬粘性对预算松弛的负向影响在一定程度上得以增强。

**【关键词】**代理成本; 预算松弛; 高管薪酬粘性; 产权性质; 货币薪酬

**【中图分类号】**F234

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1004-0994(2018)20-0085-7

## 一、引言

预算管理自20世纪80年代初开始应用于我国企业管理实践,是一种优化资源配置、有效控制成本的现代化管理工具,至今已历经三十多年的发展与完善,对于优化企业资源配置、分散经营风险、增强各部门的沟通与协调及实现企业的战略目标与规划具有十分重要的意义<sup>[1]</sup>。但就预算管理的整体应用情况而言,人们发现企业普遍存在预算松弛问题<sup>[2][3]</sup>。近年来,预算松弛问题得到了学术界的高度关注,越来越多的学者基于委托代理视角对预算松弛的成因进行考察<sup>[3][4]</sup>,认为它是企业财务控制的重要方面,也是委托代理问题中道德风险的产物,因而企业所有者将预算目标作为经营者(高管)业绩考评的一种方式,并与其薪酬水平相挂钩,以期减少高管的道德风险与逆向选择等机会主义行为<sup>[5]</sup>。

当企业将预算看作高管业绩评价的主要工具时,预算目标是否完成就成为高管绩效考评及决定薪酬水平的重要标准之一,因而高管为了自身利益

最大化,有足够的动机通过隐藏信息等方式干扰预算目标的制定,从而产生预算松弛<sup>[3]</sup>。但当企业存在严重的“奖优而不惩劣”现象即高管薪酬粘性时,高管通过构建预算松弛来应对未来业绩波动于自身薪酬的不利影响的动机可能会减弱,由此推断高管薪酬粘性与预算松弛之间存在一种因果关系。因此,本文在已有的理论及实证研究基础上,考察高管薪酬粘性如何影响预算松弛以及在不同的代理成本水平下这种影响机制是否会有所改变。

## 二、文献回顾与理论假设

在委托代理框架下,由于无法准确衡量经营者的努力程度,因而将其薪酬水平与努力的产出即业绩挂钩成为一个次优选择,那么,任何与业绩不匹配的薪酬水平都可能被视为偏离次优状态<sup>[6]</sup>。当企业业绩上升时,高管会有意地将其归功于自身的努力,使高管薪酬增长方案更容易得到批准;反之,若企业业绩下降,则会被归咎于经济环境变化等客观原因,致使削减高管薪酬的举措常常受到阻碍<sup>[7][8]</sup>,由

**【基金项目】**重庆市社会科学规划项目(项目编号:2017QNGL54);重庆市研究生科研创新项目(项目编号:CYS17285);重庆市教育委员会人文社会科学研究项目(项目编号:15SKJD10);重庆理工大学青年科研项目星火支持计划

此企业存在“奖优而不惩劣”现象即高管薪酬粘性<sup>[9][10][11]</sup>。在参与性预算环境下,构建预算松弛可以为经理人提供足够的弹性空间来提升自身收益或减少利益损失,包括提高绩效测量水平、获取额外补贴、对冲外部环境不确定性、减少管理者的短视行为等<sup>[12][13]</sup>。当高管薪酬粘性较大时,企业业绩下降所带来的高管薪酬的边际减少额会远小于业绩上升时高管薪酬的边际增加额,此时,高管通过构建预算松弛来应对未来业绩波动于自身薪酬的不利影响的动机可能会减弱,从而使得预算松弛程度降低。基于此,本文提出如下假设:

H1: 高管薪酬粘性与预算松弛呈负相关关系。

在多元化的所有权结构背景下,控股股东的性质对于代理关系形式及其成本的影响有着显著差异<sup>[14][15][16]</sup>。一方面,政府作为国有产权代理主体,是“非人格化的”,其目标函数涵盖了资本收益、社会责任等多重任务目标,加之较长的委托代理链条,使得其很难按照公司利益最大化的要求有效监督和激励经营者;另一方面,作为国有企业多重代理链条终端代理人的经理人,其个人效用函数不仅包含薪酬收入、在职消费等经济维度变量,还包括政治晋升、职位安全等非经济维度变量。因此,薪酬激励对国有企业经理人的激励机制会因代理人的非经济目标以及在职消费等隐性激励机制而歧化。再者,“天花板效应”和薪酬管制是国有企业的重要制度约束之一<sup>[17][18]</sup>,而薪酬的确定与调整均受制度因素的约束,这无疑降低了国有企业高管薪酬与业绩之间的敏感性。《中央企业负责人薪酬管理暂行办法》与《中央企业负责人业绩考核暂行办法》等文件出台,明确表明国企高管薪酬与绩效考核结果必须相关,而薪酬的下降可能会影响高管自身的声誉、未来职业前景甚至社会地位<sup>[19]</sup>。上述因素一方面降低了国有企业高管薪酬激励的有效性,另一方面也使国有企业高管在行为决策时更倾向于将其薪酬归类于外生因素,这将弱化H1中高管薪酬粘性与预算松弛之间的负相关关系。基于此,本文提出如下假设:

H2: 相比于国有企业,非国有企业高管薪酬粘性与预算松弛的负向关系更加显著。

已有研究表明,薪酬契约不一定能就企业高管人员的努力程度和经营能力给出适当的补偿与激励<sup>[20]</sup>,这为高管通过其他途径如尽可能地构建预算松弛、最大化地开展在职消费活动等获取利益补偿提供了借口。除此之外,国有企业存在“所有者虚位”

和薪酬管制现象,因而政府部门在对国有企业实行管理权下放后,难以寻求恰当的手段与工具对国有企业管理者进行有效的监督和控制,致使企业产生严重的“内部人控制”问题<sup>[21]</sup>,因此,国企高管人员存在除基本薪酬与绩效薪金外的在职消费等隐性收益,在职消费成为国有企业高管人员在面临薪酬约束时,实现个人效用最大化重要的替代选择之一<sup>[17][18]</sup>。高管通过在职消费方式获取的利益份额越多,公司可自由支配的现金流越少,进而从源头上限制了高管的利己机会主义行为,降低了高管构建预算松弛换取薪酬水平上升等利益补偿的概率<sup>[22]</sup>,在这一替代效应背景下,在职消费的存在及其增长会降低高管对薪酬的依赖程度,进而降低高管通过构建预算松弛应对未来个人薪酬不利变动的动机。基于此,本文提出如下假设:

H3: 管理费用率越高,高管薪酬粘性与预算松弛的负相关关系越弱。

股东与管理层之间的利益冲突是企业代理问题产生的根源,因此管理层持股的股权激励可以最大限度地提高二者目标的一致性,协调双方利益<sup>[15]</sup>。Jensen<sup>[23]</sup>指出,让高管人员持有企业股份可以使其利益与所有者的利益趋同,进而有助于降低代理成本。这一结论得到后来诸多学者的认同。如赵淑芳<sup>[24]</sup>指出,在某种程度上高管持股具有激励作用,有助于提升公司治理水平,降低代理成本。综上所述,高管持股比例越高,公司代理成本越低,股东与高管之间的目标一致性就越高,高管将更大程度地避免做出有利于自身利益而损害公司利益的决策。预算松弛对于企业预算管理效果有着消极的影响,并最终影响企业的成本控制、绩效考核以及资源配置效率等,从而高管持股比例越高,其与公司股东的利益一致性水平也越高,其对预算松弛水平的选择将取决于预算松弛于其股权利益的消极影响和构建预算松弛对未来个人薪酬的积极影响之间的权衡。因此,高管持股可能会削弱高管构建预算松弛的动机,从而增加高管薪酬粘性与预算松弛的敏感性。基于此,本文提出如下假设:

H4: 高管持股比例越高,高管薪酬粘性与预算松弛的负向影响越显著。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文选取2010~2015年我国A股上市公司为样

本,手工收集上市公司2011~2016年的营业收入预算数据。本文对样本进行了如下筛选:①剔除金融类公司;②剔除ST、\*ST类公司;③剔除数据缺失或存在明显异常及薪酬粘性值为负的公司;④剔除当年发生亏损且在研究期间业绩增长率始终为负的公司。样本数据均来源于CSMAR数据库和WIND数据库,且为了消除极端值对结果估计的影响,本文对所有连续型变量进行了上下1%的缩尾处理。最终,高管薪酬粘性与预算松弛的关系研究中得到2360个样本观测值。

## (二)变量选择

**1. 预算松弛。**学术界对预算松弛(Slack)的衡量尚不存在统一的标准。一种方法是潘飞等<sup>[3]</sup>的方法。 $Slack=1-[(I_n^*-I_{n-1})/I_{n-1}-\hat{I}_{n-1}]$ ,其中: $I_n^*$ 表示上市公司年报中披露第n年主营业务收入的预算数, $I_{n-1}$ 表示上市公司第n-1年主营业务收入的实际数, $\hat{I}_{n-1}$ 表示第n-1年行业平均主营业务收入增长率。另一种是郑石桥等<sup>[25]</sup>的方法。 $Slack=$ 第n年行业营业收入实际增长率-第n年该公司营业收入预算增长率。本文主要借鉴了潘飞等<sup>[3]</sup>的衡量方式进行回归分析,为了保证结果的稳健性,本文采用郑石桥等<sup>[25]</sup>所用方法重新估算预算松弛。

**2. 高管薪酬粘性。**预算目标的制定以及预算松弛的产生很大程度上受高管人员决策影响,因此,选择薪酬最高的前三位高级管理人员货币薪酬的均值衡量高管薪酬<sup>[26][27]</sup>,以剔除非经常性损益后的净利润表示业绩,据以计算高管薪酬粘性。

已有文献对薪酬粘性的衡量方式略有差异。步丹璐等<sup>[10]</sup>提出了一种比较直观的度量高管薪酬粘性的方法,即高管薪酬粘性=业绩增长时薪酬与业绩的弹性-业绩下降时薪酬与业绩的弹性。就高管薪酬粘性的定义而言,本文认为采用该方法度量该变量更易于理解,并考虑了高管薪酬-业绩敏感性多个年份的平均水平,由此得出的薪酬粘性值更加稳定且计算方法清晰明了。因此,本文沿用该方法。

**3. 代理成本。**在职消费主要包括办公费、差旅费、业务招待费等,通常计入管理费用且其在管理费用中占比较大,属于代理成本的一部分。而管理费用占主营业务收入的比例越低,代理人为完成销售目标耗费的企业资源越少<sup>[28]</sup>,通过在职消费等方式获取的利益越少,代理成本越低。因此,参考已有文献,本文采用管理费用率度量高管过度在职消费产生的代理成本<sup>[29]</sup>,管理费用率越高,意味着管理者在职

消费、索取超额报酬等自利行为越普遍<sup>[30]</sup>,代理成本越高。另外,有学者指出给予高管一些股权有助于激励高管,进而减少代理成本<sup>[31]</sup>,并以高管持股等高管激励来反映代理成本<sup>[32]</sup>。因此,理论上高管持股比例越高,代理成本越低,本文将高管持股比例作为反映代理成本的指标之一。

主要变量的定义详见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义及说明
因变量	预算松弛	Slack	$Slack=1-[(I_n^*-I_{n-1})/I_{n-1}-\hat{I}_{n-1}]$
自变量	高管薪酬粘性	Stick	公司业绩增长时薪酬与业绩的平均弹性减去业绩下降时薪酬与业绩的平均弹性
	股权性质	Soe	根据股权性质划分公司的所有权性质,国企为1,非国企为0
	管理费用率	MC	管理费用/营业收入
	高管持股比例	Stock	高管人员的持股总数/总股数
控制变量	财务杠杆	Lev	资产负债率=总负债/总资产
	公司规模	Size	期末资产总额的自然对数
	两权分离	Sep	实际控制人拥有上市公司控制权与所有权之比
	股权集中度	Topten	前十大股东持股比例之和
	行业	Ind	行业虚拟变量
	年度	Year	年份虚拟变量
	区域	Local	虚拟变量,按公司注册地划分为中部、东部、西部

## (三)模型设定

通过构建面板数据模型,实证检验高管薪酬粘性和代理成本对预算松弛的影响,其中反映代理成本的指标既包括管理费用率(MC),也包括高管持股比例(Stock)。此外,为了探讨代理成本和高管薪酬粘性对预算松弛的交互作用,本文在面板回归中还增加了高管持股比例、管理费用率各自与高管薪酬粘性的交互项(StoStick、MCStick),并对连续变量的交互项进行了中心化处理。

$$Slack_{i,t+1}=\beta_0+\beta_1Stick_{i,t}+\beta_2Soe_{i,t}+\beta_3MC+\beta_4MCStick_{i,t}+\beta_5Topten_{i,t}+\beta_6Size_{i,t}+\beta_7Lev_{i,t}+\beta_8Sep_{i,t}+\sum Ind+\sum Year+\sum Local+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Slack_{i,t+1}=\beta_0+\beta_1Stick_{i,t}+\beta_2Soe_{i,t}+\beta_3Stock_{i,t}+\beta_4StoStick_{i,t}+\beta_5Topten_{i,t}+\beta_6Size_{i,t}+\beta_7Lev_{i,t}+\beta_8Sep_{i,t}+\sum Ind+\sum Year+\sum Local+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果。Slack的中位数为0.9447,平均数为0.7931,表明超过50%的研究样本的预算松弛值比所在行业的平均预算松弛值高出15个百分点以上;Stick的均值为5.3261,表明整体来看高管薪酬水平在业绩上升时的上涨幅度比业绩下降时的下降幅度要高。Stock的均值为0.0261,中位数为0,说明研究样本中高管持股比例低、零持股的现象较为普遍,符合我国股权激励现状。就本文选取的控制变量而言,Topten的均值为55.60%,股权相对集中;Sep的均值为1.3614,中位数为1,说明企业两权分离程度较高,委托代理问题严重。

表2 变量描述性统计

变量	mean	p50	sd	min	max
Slack	0.7931	0.9447	0.5335	-1.3136	2.0009
Stick	5.3261	1.3301	14.1061	0.0136	99.6263
MC	0.0830	0.0720	0.0591	0.0110	0.3744
Stock	0.0261	0	0.0822	0	0.4863
Soe	0.5686	1	0.4954	0	1
Topten	0.5560	0.5636	0.1531	0.2054	0.8809
Size	22.1818	22.0271	1.1969	20.0787	26.0740
Lev	0.4776	0.4874	0.1975	0.0721	0.8633
Sep	1.3614	1	0.6525	1	4.5562
N	2360				

表3给出了分股权性质的主要变量的差异性检验结果,分别进行了均值的T检验和中位数的Z检验。从中可以看出,国有企业存在更为严重的预算松弛问题,国有企业的高管薪酬粘性(6.2657和1.3601)大于非国有企业(4.0876和1.3086);非国有企业的高管持股比例(0.0596和0.0004)显著高于国有企业(0.0008和0)。但是两种企业性质下的高管持股水平均不高,进一步反映了我国股权激励计划实施较晚、持股比例低的实际状况。

### (二)模型回归分析

1. 相关系数分析。表4给出了本文主要变量的相关系数。各个主要变量间的相关系数均不超过0.5且各个变量之间相关度均

表3 分股权性质的主要变量差异性检验

变量	均值			中位数		
	非国企	国企	t检验	非国企	国企	z检验
Slack	0.7214	0.8475	-5.7226***	0.9064	0.9714	-6.9590***
Stick	4.0876	6.2657	-3.7252***	1.3086	1.3601	-1.8460*
MC	0.0845	0.0818	1.1200	0.0730	0.0709	0.1630
Stock	0.0596	0.0008	18.3847***	0.0004	0	18.1510***
N	1018	1342		1018	1342	

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上(双侧)显著,下同。

较低,从而在模型中同时引入这些变量不会导致严重的多重共线性问题。

2. 回归分析。表5报告了高管薪酬粘性影响预算松弛的回归结果,区分了不同产权性质进行分样本回归。由全样本回归结果可知,高管薪酬粘性与预算松弛呈正相关关系且在5%水平上显著,表明高管薪酬粘性越大,预算松弛越大,与H1不符。在不考虑管理费用率的情况下,国有企业中高管薪酬粘性每增大1%,预算松弛就会增加0.0012%且在1%的水平上显著;而在非国有企业中,高管薪酬粘性与预算松弛呈负相关关系但不显著。全样本中高管薪酬粘性对预算松弛存在正向影响很大程度上是因为国有企业特殊委托代理关系造成的,实证结果也从侧面表明,企业性质对高管薪酬粘性与预算松弛之间的关系产生了影响,在一定程度上支持了H2。

国有企业高管薪酬粘性与预算松弛呈正相关关系的原因可能是:其一,国企高管具有多重目标函数,在其个人效用函数中,以政治晋升、职位安全等为代表的非经济利益目标于国企高管的个人效用可能有着更大的影响,因此,国企高管具有更大的“政治迎合”倾向,他们会把企业资源更多地配置在非生产性活动上,用于实现政治利益或社会目标<sup>[33]</sup>。相对

表4 变量间相关系数

变量	Stick	MC	Stock	Soe	Topten	Size	Lev	Sep
Stick		-0.0067	-0.0196	0.0765***	0.0258	0.0987***	0.0930***	0.0050
MC	-0.0137		0.0449**	-0.0231	-0.0959***	-0.2888**	-0.3054***	-0.0344*
Stock	-0.0010	0.0623***		-0.3541***	0.1753***	-0.1874***	-0.2326***	-0.1370***
Soe	0.0380*	-0.0034	-0.3737***		-0.0253	0.2828***	0.2185***	-0.2098**
Topten	0.0150	-0.0953***	-0.0001	-0.0380*		0.1884***	-0.1127***	-0.1573***
Size	0.0863***	-0.3071***	-0.0871***	0.2860***	0.1257***		0.4716***	-0.0118
Lev	0.0776***	-0.3587***	-0.1846***	0.2099***	-0.1148***	0.4931***		0.0796***
Sep	0.0205	-0.0336	-0.0241	-0.3244***	-0.0806***	-0.0024	0.0712***	

注:左下方是Spearman系数,右上方为Pearson系数。

表 5 管理费用率、高管薪酬粘性对预算松弛的影响

Slack	全样本		国企		非国企	
Stick	0.0009** (2.52)	-0.0008 (-0.84)	0.0012*** (2.72)	-0.0007 (-0.73)	-0.0012 (-1.58)	-0.0044* (-1.85)
Soe	0.1255*** (7.51)	0.1260*** (7.54)				
MC	-0.8465*** (-3.87)	-0.9221*** (-4.05)	-0.9921*** (-3.05)	-1.1012*** (-3.28)	-0.8360*** (-2.62)	-0.9376*** (-2.79)
McStick		0.0608** (1.99)		0.0683** (2.08)		0.1144 (1.49)
Topten	-0.0925* (-1.91)	-0.0902* (-1.87)	0.1470** (2.39)	0.1525** (2.48)	-0.3545*** (-4.38)	-0.3522*** (-4.38)
Size	0.0036 (0.47)	0.0033 (0.43)	-0.0131 (-1.32)	-0.0137 (-1.37)	0.0192 (1.39)	0.0185 (1.35)
Lev	-0.1886*** (-3.78)	-0.1883*** (-3.79)	-0.1023* (-1.81)	-0.1020* (-1.81)	-0.2912*** (-3.49)	-0.2908*** (-3.51)
Sep	0.0346*** (4.04)	0.0351*** (4.11)	0.0272** (2.07)	0.0280** (2.13)	0.0363*** (2.95)	0.0393*** (3.11)
Year/Ind/Local	控制					
_cons	-0.2974 (-1.52)	-0.2728 (-1.40)	0.1491 (0.61)	0.1783 (0.73)	-0.6012* (-1.83)	-0.5528* (-1.71)
Adj. R <sup>2</sup>	0.6476	0.6478	0.6804	0.6809	0.6157	0.6160
N	2360	2360	1342	1342	1018	1018

注：括号内为经过异方差调整的稳健z值，下同。

而言，高管货币薪酬等显性激励给其带来的收益有限，降低了国企高管对薪酬的依赖程度，削弱了高管薪酬与业绩之间的敏感性，弱化甚至扭曲了高管薪酬粘性与预算松弛之间的负相关关系。其二，国企的高管薪酬管制被认为是高管激励机制低效或者无效的重要原因<sup>[18]</sup>，国企高管薪酬存在“天花板”效应且其薪酬水平明显低于非国企，进一步降低了货币薪酬在国企高管个人效用函数中的权重及其对高管人员的激励效应，从而导致薪酬激励机制的歧化，弱化甚至切断了前文假设所述的高管薪酬粘性与预算松弛之间的逻辑联系。其三，国企的高管人员作为多重委托代理链条的终端，国资委等监管者无法实现全面、有效的监管，为高管实施在职消费等利己机会主义行为提供了契机，削弱了薪酬的激励效用，弱化甚至改变了高管薪酬粘性与预算松弛之间的负相关关系。其四，在国有企业“内部人控制”和“所有者虚位”背景下，在职消费成为高管的一种合理的替代选择，也是高管获取隐性利益的重要手段，而在在职消费的增加可能会导致较高的委托代理成本，这一现象使得高管薪酬粘性与预算松弛之间可能存在一致效应，即正相关关系。

此外，表5同时报告了不同管理费用率下高管薪酬粘性对预算松弛的影响。无论是国有企业，还是非国有企业，管理费用率与预算松弛之间均存在显著的负相关关系，这正是在职消费与预算松弛之间存在替代关系的表现。同时，管理费用率与薪酬粘性的交互项系数为正，这表明管理费用率的增大会弱化高管薪酬粘性与预算松弛的负相关关系，与H3一致。但是，这种理论预期在国有企业与非国有企业中存在差异，相比于国有企业，非国有企业下管理费用率对薪酬粘性与预算松弛间关系的影响并不显著，原因可能是：其一，非国有企业的薪酬水平更高，高管薪酬—业绩敏感性更高，高管薪酬粘性更小，高管薪酬粘性与预算松弛之间的关系更符合H1的理论实际。其二，相较于国有企业，高管货币薪酬在非国有企业高管个人效用函数中的权重更大，相对而言，他们也更加重视薪酬水平的提升而非盲目扩大在职消费，因为薪酬水平关

乎他们个人的声誉、职业生涯甚至社会地位，从而弱化了在职消费的替代效应，造成在非国有企业中管理费用率高管薪酬粘性与预算松弛二者间关系不显著。

为了研究高管持股比例对预算松弛与高管薪酬粘性之间关系的影响，本文对模型(2)进行了回归，结果见表6。高管持股比例变量与预算松弛呈显著的负相关关系，表明高管持股比例越高，预算松弛程度越低，同时高管持股比例与薪酬粘性的交互项系数为负，表明高管持股比例的增长会增强高管薪酬粘性与预算松弛之间的负相关关系，这与H4的预期一致。这说明，高管持股比例越高，代理成本越低，公司治理机制相对完善，股东与高管之间的目标一致性提高，高管做出有利于自身利益而损害公司利益决策的可能性降低，从而降低了高管构建预算松弛的可能性，高管薪酬粘性与预算松弛的敏感性增强，使得考虑了高管持股因素的高管薪酬粘性与预算松弛之间的负相关关系变得显著。但是，国企中高管持股比例对薪酬粘性与预算松弛二者间关系没有显著影响，原因可能是：其一，相比非国企，国企的高管持股比例很低，高管与股东的利益一致性水平较

表 6 高管持股比例、高管薪酬粘性与预算松弛的关系

Slack	全样本		国企		非国企	
Stick	0.0009** (2.50)	0.0013*** (3.56)	0.0009** (2.22)	0.0010** (2.33)	-0.0009 (-1.18)	0.0009 (0.93)
Soe	0.1073*** (6.07)	0.1067*** (6.03)				
Stock	-0.3154*** (-2.59)	-0.2262** (-2.22)	-3.0155*** (-3.07)	-2.5162*** (-2.62)	-0.2870** (-2.30)	-0.2113*** (-2.00)
StoStick		-0.0220* (-1.94)		-0.5561 (-0.76)		-0.0206* (-1.71)
Topten	-0.0473 (-1.00)	-0.0442 (-0.94)	0.1245** (2.04)	0.1263** (2.06)	-0.2506*** (-3.26)	-0.2410*** (-3.16)
Size	0.0104 (1.30)	0.0101 (1.27)	-0.0017 (-0.17)	-0.0022 (-0.22)	0.0256* (1.73)	0.0257* (1.73)
Lev	-0.1629*** (-3.36)	-0.1667*** (-3.45)	-0.0669 (-1.24)	-0.0654 (-1.21)	-0.2719*** (-3.33)	-0.2731*** (-3.37)
Sep	0.0298*** (3.33)	0.0298*** (3.33)	0.0265** (1.98)	0.0268** (2.03)	0.0299** (2.37)	0.0265** (2.04)
Year/Ind/Local	控制					
_cons	-0.5571*** (-2.90)	-0.5447*** (-2.86)	-0.2470 (-1.12)	-0.3006 (-1.34)	-0.8375** (-2.39)	-0.8276** (-2.39)
Adj. R <sup>2</sup>	0.6433	0.6445	0.6737	0.6736	0.6124	0.6138
N	2360	2360	1342	1342	1018	1018

低,预算松弛对于股权收益的消极影响较小,高管持股的一致性效应无法得到充分体现。其二,国有企业的高管薪酬粘性大于非国有企业,同等条件下,国企高管薪酬受到业绩波动的影响较小,需要构建预算松弛来应对未来个人薪酬不利变动的可能性更小。综上所述,高管持股比例不影响国有企业高管薪酬粘性与预算松弛二者之间的关系。

3. 稳健性检验。为了保证上述结论的稳健性,本文采用以下方法进行稳健性检验:采用郑石桥等<sup>[25]</sup>的方法,用“第n年行业营业收入实际增长率-第n年该公司营业收入预算增长率”作为预算松弛的替代变量,采用相同的分析方法,再次进行回归,结果与前文的回归结果类似,进一步证明了本文回归结果的稳健性,但限于篇幅,本文对其结果不再赘述。

## 五、结论

本文实证结果表明:在考虑管理费用率因素的情况下,高管薪酬粘性与预算松弛在国有企业中呈显著正相关关系,在非国有企业中,高管薪酬粘性与预算松弛则存在负相关关系。本文同时发现无论是国有企业还是非国有企业,管理费用率与预算松弛

之间均存在显著的负相关关系,且在高管薪酬粘性与预算松弛存在负相关关系的前提下,管理费用率的增大会弱化这种负相关关系,说明管理费用率越高,高管对薪酬的依赖程度越低,高管利用信息优势制定利己的预算目标的可能性降低,从而降低了预算松弛程度,削弱了高管薪酬粘性与预算松弛之间的敏感性。另外,高管持股比例与预算松弛呈显著的负相关关系,且高管持股比例与高管薪酬粘性的交互项与预算松弛之间呈负相关关系,说明高管持股比例越高,公司代理成本越低,公司的治理机制越完善,股东与高管之间的目标一致性越高,高管会更大程度地避免做出有利于自身利益而损害公司利益的决策,从而降低了高管构建预算松弛的可能性,增强了薪酬粘性与预算松弛的敏感性。

本文一方面从委托代理视角对预算松弛的影响因素进行了分析,在委托代理框架下,为预算松弛的治理以及预算管理

效率的提升提供了可参考的路径,认为适度容忍薪酬粘性的存在有利于控制预算松弛程度,并且高管持股比例的增加有助于增强薪酬粘性与预算松弛之间的负效应,更大程度地缓解预算松弛问题,而管理费用率的降低有助于增强高管对于薪酬的依赖程度,进而有效地发挥薪酬激励机制的作用;另一方面,本文从侧面验证了在国有企业特殊的委托代理框架下,高管薪酬激励效应比较有限,应加大股权激励强度,进一步缓解国企委托代理问题。

## 主要参考文献:

- [1] 徐彩虹,饶海琴,宋良荣. 浅探企业全面预算管理的绩效考评[J]. 财会月刊,2006(29):38~40.
- [2] Merchant Kenneth-A.. The design of the corporate budgeting system: Influences on managerial behavior and performance [J]. American Accounting Association, 1981(4):813~829.
- [3] 潘飞,程明. 预算松弛的影响因素与经济后果——来自我国上市公司的经验证据[J]. 财经研究,2007(6):55~66.
- [4] 雒敏. 公司特征、预算松弛与盈余管理[J]. 经济管理,2010(4):129~137.

- [5] 安灵,沈青青,孙光辉. 高管权力、股权结构与预算松弛[J]. 商业研究,2016(10):109~116.
- [6] 黄小明. 产权性质、政府干预与薪酬业绩敏感性[J]. 内蒙古社会科学(汉文版),2014(3):112~116.
- [7] Gaver Jennifer-J., Gaver Kenneth-M.. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation [J]. American Accounting Association,1998(2):235~253.
- [8] 孙铮,刘浩. 中国上市公司费用“粘性”行为研究[J]. 经济研究,2004(12):26~34.
- [9] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J]. 经济研究,2009(3):110~124.
- [10] 步丹璐,文彩虹. 高管薪酬粘性增加了企业投资吗?[J]. 财经研究,2013(6):63~72.
- [11] 方军雄. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究,2011(4):107~120.
- [12] Fleming Grant, Heaney Richard, Mccosker Rochelle. Agency costs and ownership structure in Australia [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2004(1):29~52.
- [13] Wiwattanakantang Yupana. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1999(3):371~403.
- [14] 谢获宝,惠丽丽. 成本粘性、公司治理与高管薪酬业绩敏感性——基于企业风险视角的经验证据[J]. 管理评论,2017(3):110~125.
- [15] 胡耀亭,马宏. 代理成本、半强制分红与公司价值——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 贵州财经大学学报,2017(4):76~83.
- [16] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究,2007(1):102~113.
- [17] 罗宏,黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 管理世界,2008(9):139~148.
- [18] 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.
- [19] 钱笑盈,史元. 国企高管薪酬粘性实证研究[J]. 会计之友,2015(15):51~54.
- [20] 辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究,2007(8):110~122.
- [21] 王曾,符国群,黄丹阳等. 国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 管理世界,2014(5):157~171.
- [22] 安灵,赵婷,沈青青. 基于委托代理视角的高管薪酬水平与预算松弛研究[J]. 财会通讯,2018(12):76~80.
- [23] Jensen Michael-C.. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American Economic Review,1986(2):323~329.
- [24] 赵淑芳. 动态内生性视角下高管持股变动的经济效果[J]. 财会月刊,2018(6):52~57.
- [25] 郑石桥,张伟,李薇. 管理层预算松弛原因及后果研究——基于沪深两市制造业企业的实证检验[J]. 北京师范大学学报(社会科学版),2008(6):113~123.
- [26] 王志强,张玮婷,顾劲尔. 资本结构、管理层防御与上市公司高管薪酬水平[J]. 会计研究,2011(2):72~78.
- [27] 张龙,刘洪,胡恩华. 高管薪酬水平对企业并购行为影响的实证分析[J]. 软科学,2006(5):42~45.
- [28] 郑志刚,李东旭,许荣等. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. 管理世界,2012(10):146~156.
- [29] Harvey Campbell-R., Lins Karl-V., Roper Andrew-H.. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme [J]. Journal of Financial Economics,2003(1):3~30.
- [30] 甄红线,张先治,迟国泰. 制度环境、终极控制权对公司绩效的影响——基于代理成本的中介效应检验[J]. 金融研究,2015(12):162~177.
- [31] 邵燕波. 高管薪酬公平性、薪酬增长与代理成本——来自我国上市公司的证据[J]. 财经论丛,2016(2):72~80.
- [32] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究,2000(3):32~39.
- [33] 逮东,余磊,林高. 高管行政出身、双重成本与公司业绩——来自国有上市公司的经验证据[J]. 财经科学,2014(3):39~50.

作者单位:重庆理工大学会计学院,重庆400054