

# 所有权性质、预算松弛与现金股利

安 灵(副教授), 闵露霞, 赵 婷

**【摘要】**以2012~2016年A股上市公司为研究对象,基于替代效应假说和一致效应假说实证考察预算松弛与现金股利之间的关系及其形成机理。研究结果验证了替代效应假说,预算松弛与现金股利支付率显著正相关,即预算松弛与现金股利之间存在替代效应。终极产权性质对预算松弛和现金股利分配之间的关系影响显著:在国有企业中,预算松弛对现金股利政策并无显著影响;在非国有企业中,预算松弛与现金股利支付率显著正相关,二者具有替代关系。

**【关键词】**委托代理; 预算松弛; 现金股利; 公司治理; 所有权性质

**【中图分类号】**F275      **【文献标识码】**A      **【文章编号】**1004-0994(2019)02-0088-7

## 一、引言

预算管理和股利分配政策均是企业资源配置的重要影响机制,对企业所有者和高管之间的委托代理关系具有不可忽视的重要影响。自由现金流理论认为,恰当的现金分红政策可以有效减少企业的自由现金流,从而限制企业高管自利主导下的在职消费、过度投资等有损于公司价值的非效率行为,降低代理成本<sup>[1-3]</sup>。预算管理通过对企业资源配置提前进行安排以及对未来绩效考核目标进行预设,也能形成对企业高管的“约束”机制<sup>[4]</sup>。在此意义上,股利政策和预算管理似有异曲同工之妙。

值得注意的是,预算管理的有效性依赖于预算本身的质量,而预算松弛是预算质量的重要维度之一,可能弱化对预算考核对象的“约束”效果。从预算松弛的生成机制来看,一方面,在不确定性环境下,预算松弛可以为企业提供应对未来不确定性冲击的“防护垫”,从而构建企业资源运用的弹性机制,形成对预算松弛的客观需求;另一方面,在参与性预算体制下,企业管理者可能通过其拥有的信息优势,在预

算制定过程中刻意构建预算松弛,以期通过预算安排掌握更多的企业资源,降低预算考核标准和考核难度,实现其个人利益的最大化<sup>[5-7]</sup>。在信息非对称的背景下,企业高管拥有判断预算松弛适度与否的信息优势,那么,在股利政策及预算制定过程中,企业高管是否能够利用组织赋予的决策参与权或者其信息优势改变预算制定者或股利政策制定者拥有的相关决策信息,从而突破现金股利和预算管理的双重约束?抑或在预算约束已确定的背景下,企业是否会因外部环境的变化或者股东对分红的要求而改变股利政策,以减小过紧的资源约束对企业经营的不利影响或迎合股东的分红偏好,形成预算松弛和现金股利之间的替代效应?本文基于替代效应假说和一致效应假说,实证考察预算松弛与现金股利政策之间的潜在关系,这不仅有利于洞悉企业相关财务政策的内在逻辑机理,也是衡量公司治理有效性的重要视角之一。

## 二、理论分析和假设提出

预算管理是企业控制系统的重要组成部分,是

---

**【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

现代企业管理的重要工具之一。预算管理不仅是企业资源配置和绩效考核的重要标准,也是对内部人的一种约束机制,是解决股东与管理者之间委托代理问题的工具之一<sup>[8]</sup>。对上市公司来讲,通过制定预算实现对企业资源配置的提前安排和对未来绩效考核目标的设定,可以确保公司生产经营活动的正常进行。正常经营所生成的稳定的业务收入对于形成稳定的股利政策具有重要的参考作用。实际上,现金预算管理是企业全面预算管理的重要组成部分,其对现金流的安排与控制对于制定现金股利政策有着不可忽视的影响。虽然已有不少研究将现金股利政策作为公司治理的重要机制之一,但是其对公司内部人的约束所引发的逆向选择行为则可能抑制了现金股利的治理效果。

自由现金流假说认为,公司内部人能够支配的现金资源越多,所导致的资源滥用的潜在危险就越大,为了有效避免这种情况发生,减少内部人可以支配的现金资源是最快捷有效的方法,派发现金股利便是最直接的手段之一<sup>[1]</sup>;委托代理理论认为,发放现金股利可以减少公司高管控制的现金资源,从而一定程度上限制其自利行为,现金股利分配在抑制公司高管自利主导下的在职消费、关联方交易、过度投资等非效率行为方面起到重要作用<sup>[9,10]</sup>。国内的相关研究也表明:现金股利政策从总体上表现为治理效应占优,现金分红可以显著降低两类代理成本,继而提高公司的绩效<sup>[11]</sup>。

上述分析表明,预算和现金股利分配均是影响企业资源配置的重要机制,是企业内部人解决其与股东之间委托代理问题的策略性工具。由此分别提出替代效应假说和一致效应假说。

### (一)替代效应假说

当预算管理和现金股利这两种工具有效地应用在公司治理体系中,那么二者的治理效应应当体现为一致性。但如果上述两种制度并不能在公司治理框架下有效实施,内部人可以利用自身的信息优势和决策参与权,通过股利政策或预算松弛寻求个人利益最大化,二者则会产生替代效应。需要关注的是,预算管理的有效性依赖于预算本身的质量,衡量预算质量的重要指标是预算松弛,预算松弛可能削弱对预算考核对象的约束效果。国内外研究表明,预算松弛对于企业的生产经营活动具有负面的影响。虽然部分学者认为预算松弛所带来的弹性一定程度上降低了企业组织内部和个人的风险,缓解了预算

执行压力,但大部分学者认为预算松弛造成企业资源的普遍浪费和内部控制的不力,降低了企业经营的效率,从而使企业价值遭到损害<sup>[12-14]</sup>。

从预算松弛的作用机制来看,其带来的弹性可以分散未来不确定性和环境变化所带来的风险。内部人在编制预算时倾向于夸大所需要的资源使用量,将企业的资源尽可能多地控制在自己的手上以使预算目标更易达到,这是预算松弛的重要表现。预算偏紧即公司的预算松弛程度较低时,内部人能够利用的资源就较为紧张,其在面对未来不确定性和风险时丧失了预算松弛的庇护<sup>[15]</sup>,可能会通过其他方式寻求资源松弛。在预算松弛程度较低或预期预算较为紧张时,内部人可能会利用其信息优势在参与现金股利政策制定时,夸大企业的投资需求或夸大企业面临的不确定风险,从而影响企业股利政策的制定,实施派发比例相对更低的现金股利政策,以将尽可能多的现金资源保留在企业内部,来缓解预算紧张造成的不利影响。如果企业的预算松弛程度较高,那么内部人可以运用的资源相对较多,对于未来的不确定性有较大的“松弛盾牌”,这将大大减弱企业高管影响股利政策的动机,尤其是在有较高私人成本的背景下,即在预算松弛程度较高的时候,股利支付率可能较高。基于以上分析,提出如下替代效应假设:

H1a:上市公司预算松弛程度与现金股利支付比率正相关。

国有企业管理者除了重视经济利益,还可能受某些政治因素影响,加之国有企业监管机构固有的“父爱主义”情节,使得相对于民营企业,预算对于国有企业高管的约束效应大大减弱,这将从主观上减弱国有企业高管凭借自身信息优势或经由个体寻租行为影响股利政策的动力。另外,制度因素对国有企业财务行为的影响不可忽视,例如国有资本经营预算相关办法的实施,成为国有企业股利政策决策中重要的外生影响因素。国有企业股利政策的确定不仅有赖于公司自身经营需求的考量,还会受到国有资本经营预算利润上缴要求的影响,这一制度壁垒从客观上节制了国有企业高管影响所在企业股利政策决策的动力。在上述机制的综合作用下,预算松弛与股利政策的替代关系在国有企业中将会有所减弱。基于此,提出如下假设:

H1b:与国有企业相比,非国有企业预算松弛对现金股利支付水平的正向影响更显著。

## (二)一致效应假说

无论是预算管理,还是股利政策,均可以看成是公司治理系统的有机构成部分。在有效的公司治理框架下,各个有机构成部分之间不仅相互影响,还能与公司治理良性互动。因此,良好的公司治理系统会充分发挥预算管理与股利政策的治理机制,使得预算管理与股利政策对于企业高管的约束效应同时加强。当上市公司预算较紧即预算松弛程度低时,预算对高管的约束有效在某种程度上表明公司的内部控制相对较好,公司治理机制较好地发挥了作用。处于这样的公司治理系统中,作为预算内容的现金股利政策相比之下也更有效。恰当的现金股利分配可以有效减少公司内部的自由现金流,从而降低管理层和股东之间的委托代理成本,抑制高管自利主导下的在职消费、关联方交易和过度投资等非效率行为,起到公司治理的作用<sup>[11]</sup>。因此,如果预算偏紧,现金股利可能偏高,公司高管的行为会受到预算管理和现金股利政策双重约束机制的规范和监督。同样,上市公司预算较松即预算松弛程度高时,预算作为对公司高管的约束机制失效,从公司治理与财务决策的系统理论可知公司内部控制可能存在漏洞,公司治理机制没有发挥应有的治理作用。此时,公司内部人有机可乘,运用自己的信息优势或通过参与决策来影响预算制定者和股利政策制定者,突破二者的双重约束壁垒使自己的利益最大化<sup>[6]</sup>。

另外,在预算约束已经明确的背景下,由部分自由现金流最终形成的公司留存收益作为公司融资成本最小的资金来源,备受公司高管青睐<sup>[16,17]</sup>。公司高管倾向于把现金留存在内部,凭借在职权力实施自利行为,而现金股利支付率较低的企业就有较多的留存利润,高管有可能过度投资以构建属于自己的商业帝国。预算管理失效反映出公司监管和治理机制的失灵,公司高管倾向于制定偏紧的现金分红政策以减少自由现金流的流出,牢牢掌握公司更多的财务资源以追求规模扩张,从而获取更多的在职消费以及其他的隐性利益<sup>[18]</sup>。综上所述,在上市公司预算松弛时,公司高管可能制定较紧的现金股利政策,使得公司有较多的留存利润可以用于规模扩张,通过进一步掌握公司更多的资源使自身利益最大化,突破预算管理活动和现金股利政策对其的双重约束。以上分析表明,基于公司治理和财务决策的系统理论,上市公司预算管理活动与现金分红表现具有一致性,从而提出假设:

H2a:上市公司预算松弛程度与现金股利支付比率负相关。

现行预算实施方案与国资预算制度的推行初衷有所偏差,预算实行范围有限且国企利润分配呈现“体内循环”和“过度投资”倾向<sup>[19,20]</sup>。现有研究指出,相比于非国有企业,国有企业更可能出现预算松弛,预算松弛问题更加严重,并且国企高管权力对预算松弛程度影响更加显著<sup>[21]</sup>。国有资本经营预算包含的内容有预算收入与预算支出,其中预算收入的国企分红是重点关注对象,这从侧面印证了预算制度和国企分红政策具有协同效果。实证研究表明,进一步提高国企分红比例有助于抑制国企高管过度投资的非效率行为<sup>[22,23]</sup>。以上文献分析表明,国有企业预算比较松弛,分红比例较低。因此,相比非国有企业,国有企业预算管理活动与现金分红机制所表现出的一致性可能更加突出,由此提出假设:

H2b:与非国有企业相比,国有企业预算松弛对现金股利支付水平的负向影响更显著。

## 三、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

收入预算是企业预算管理的起点与核心,也是上市公司预算信息披露的重点之一,因此本文对于预算松弛的度量以收入预算为基础,所有收入预算数据均通过年报检索手工收集。在样本选取上,本文选取2012~2016年我国A股上市公司中披露了收入预算信息的上市公司为研究对象,并剔除了如下样本:金融保险类上市公司,ST公司,部分数据缺失的样本。最终得到656家样本公司、1770个样本观测值。在此基础上,对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。其他数据主要来源于CSMAR数据库,采用Stata 12.0计量分析软件对数据进行处理。

### (二)变量选择及定义

1. 现金股利。本文选择年度每股现金股利支付率(CDPR)作为被解释变量来度量上市公司的现金股利支付水平。

2. 预算松弛。预算松弛是指高估成本,低估收入,从而降低预算目标实现难度的行为。本文从预算松弛的原始定义出发,基于稳健性考量,采用潘飞、程明<sup>[24]</sup>以及郑石桥、王建军<sup>[6]</sup>的预算松弛模型度量预算松弛:

(1)潘飞、程明的模型。

$$\text{Slack}_i = 1 - [(I_n^* - I_{n-1}) / I_{n-1} - \dot{I}_{n-1}]$$

其中： $I_n^*$ 表示上市公司年报中披露的第n年预算的营业收入； $I_{n-1}$ 表示上市公司第n-1年实际的营业收入； $I_{n-1}$ 表示上市公司第n-1年的行业平均营业收入增长率。基于此模型计算出的结果，对预算松弛的可能性做出解释，若 $Slack_1 \leq 1$ ，则取值为0，表明预算制定偏紧；若 $Slack_1 > 1$ ，则取值为1，表明预算制定松弛。

(2)郑石桥、王建军的模型。

$Slack_2$ =第n年行业营业收入实际平均增长率-第n年该公司营业收入预算增长率

其中：若 $Slack_2 \leq 0$ ，表明预算制定偏紧；若 $Slack_2 > 0$ ，则表明预算制定松弛。

借鉴已有的相关研究，本文采用的控制变量包括：控股股东类型(Soe)、企业成长性(Growth)、股权集中度(Top1)、企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、上市年限(Lnage)、每股收益(Mgsy)、现金持有量(Cash)以及销售收入(Sales)。另设置行业虚拟变量(Ind)和年度虚拟变量(Year)。变量的具体定义及计算方法如表1所示。

变量类型	变量代码	变量定义或计算方法
被解释变量	CDPR	每股现金股利支付率
解释变量	Slack <sub>1</sub>	预算松弛程度，计算公式为： $1 - [(I_n^* - I_{n-1}) / I_{n-1} - I_{n-1}]$
	Slack <sub>2</sub>	预算松弛程度，计算公式为：第n年行业营业收入实际平均增长率-第n年该公司营业收入预算增长率
控制变量	Soe	依据实际控制人划分公司所有权性质，国有控股为1，否则为0
	Growth	主营业务收入增长率
	Top1	第一大股东持股比例
	Size	总资产的自然对数
	Lev	总负债/总资产
	Lnage	公司上市年数的自然对数
	Mgsy	净利润/总股数
	Cash	货币资金与短期投资之和/总资产
	Sales	主营业务收入/总资产
	Year	选取4个年度虚拟变量
Ind	行业虚拟变量，按照CSRC行业代码分类	

### (三)模型构建

$$CDPR = \beta_0 + \beta_1 Slack_1 + \beta_2 Soe + \beta_3 Growth + \beta_4 Top1 + \beta_5 Size + \beta_6 Lev + \beta_7 Lnage + \beta_8 Mgsy + \beta_9 Cash + \beta_{10} Sales + Year + Ind + \varepsilon$$

为了检验本文的假设，采用面板数据的随机效应模型，全样本回归用以检验H1a、H2a，将全样本按控股股东类型分为国有企业组和非国有企业组，对比全样本和子样本的回归结果差异，检验H1b、H2b。本文所用的数据适用于自愿披露预算信息的上市公司情况，考虑到无法直接观测和难以量化的因素，采用随机效应模型对因变量现金股利的效应进行估计。为了保证检验结果的稳健性，对预算松弛的度量采用了两种方法进行相互佐证。

## 四、实证检验与结果分析

### (一)描述性统计

变量的描述性统计结果以及国有企业和非国有企业主要变量的差异情况如表2、表3所示。

表2 描述性统计

变量	N	mean	sd	p25	p50	p75	min	max
CDPR	1770	0.14	0.16	0.04	0.09	0.16	0.01	0.95
Slack <sub>1</sub>	1770	1.01	0.27	0.90	1.02	1.12	-0.06	1.90
Slack <sub>2</sub>	1770	-0.03	0.38	-0.11	0.02	0.15	-2.31	0.66
Soe	1770	0.58	0.49	0	1	1	0	1
Lnage	1770	2.39	0.60	1.95	2.56	2.89	0.69	3.14
Growth	1770	0.12	0.29	-0.03	0.07	0.19	-0.35	1.89
Top1	1770	0.38	0.16	0.25	0.36	0.48	0.11	0.79
Size	1770	22.52	1.23	21.68	22.31	23.21	20.29	26.74
Lev	1770	0.47	0.19	0.32	0.47	0.62	0.08	0.85
Mgsy	1770	0.48	0.50	0.15	0.33	0.60	-0.03	2.80
Cash	1770	0.17	0.11	0.09	0.14	0.21	0.01	0.71
Sales	1770	0.7	0.47	0.4	0.59	0.88	0.08	2.58

表3 国企与非国企主要变量独立T/Z检验

变量	国有企业(737)			非国有企业(1033)			T检验	Z检验
	mean	sd	p50	mean	sd	p50		
CDPR	0.13	0.15	0.09	0.15	0.18	0.09	1.8511*	0.012
Slack <sub>1</sub>	1.05	0.26	1.05	0.95	0.28	0.96	-8.2615***	-9.930***
Slack <sub>2</sub>	-0.02	0.38	0.03	-0.04	0.37	0	-1.2054	-2.567**
Top1	0.41	0.16	0.4	0.34	0.15	0.31	-9.8190***	-9.738***
Size	22.86	1.26	22.67	22.05	1	21.98	-14.6093***	-13.967***
Mgsy	0.49	0.53	0.34	0.46	0.46	0.32	-1.4805	-0.991

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

从表2中可以看出，上市公司现金股利支付率的平均值是0.14(中位数是0.09)，表明样本公司分配的税后现金股利占净利润的比例约为14%。最大值和最小值分别为0.01和0.95，说明样本公司间的

现金股利分配差异较大,有的公司现金股利分配水平较高,有的公司现金股利分配水平较低。Slack<sub>1</sub>的平均值是1.01(中位数是1.02),表明样本公司本期营业收入预算增长率相比上年所在行业的平均增长率低了约1%,从中位数可以看出前者比后者低了约2%。Slack<sub>2</sub>的平均值是-0.03(中位数是0.02),说明本期营业收入预算增长率比本年行业营业收入增长率高。在控制变量方面,股权性质的平均值是0.58,说明国有控股公司比非国有控股公司多8个百分点,表明样本公司中国企业占比较大。

从表3中可以看出国有企业现金股利支付率要低于非国有企业,而且预算松弛问题比非国有企业严重。

## (二)相关性分析

表4是主要变量的相关性检验结果,左下方是Spearman相关性检验,右上方是Pearson相关性检验。检验结果表明,本文选取的变量与现金股利支付率之间不存在严重的多重共线性问题,说明模型构建合理。

表5 预算松弛和现金股利的回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CDPR	CDPR	CDPR	CDPR	CDPR	CDPR
Slack <sub>1</sub>	0.0127* (1.88)	0.0137** (1.99)	0.0139** (2.04)			
Slack <sub>2</sub>				0.0143** (2.20)	0.0145** (2.22)	0.0146** (2.23)
Soe		-0.0176** (-2.06)	-0.0220** (-2.52)		-0.0172** (-2.03)	-0.0216** (-2.50)
Size	0.0152*** (3.90)		0.0165*** (4.15)	0.0152*** (3.90)		0.0165*** (4.14)
Lnage	-0.0059 (-0.93)	0.0042 (0.60)	0.0005 (0.08)	-0.0055 (-0.87)	0.0046 (0.65)	0.0009 (0.13)
Growth	-0.0177*** (-3.00)	-0.0165*** (-2.78)	-0.0184*** (-3.10)	-0.0123** (-2.02)	-0.0109* (-1.79)	-0.0127** (-2.08)
Top1	0.0424* (1.70)	0.0724*** (2.88)	0.0526** (2.07)	0.0430* (1.71)	0.0730*** (2.89)	0.0532** (2.07)
Lev	-0.1367*** (-5.47)	-0.0912*** (-4.05)	-0.1344*** (-5.42)	-0.1336*** (-5.35)	-0.0881*** (-3.90)	-0.1313*** (-5.29)
Mgsy	0.2130*** (15.67)	0.2210*** (16.36)	0.2127*** (15.78)	0.2138*** (15.58)	0.2219*** (16.27)	0.2135*** (15.69)
Cash	0.1008*** (3.30)	0.1064*** (3.46)	0.1027*** (3.39)	0.1030*** (3.40)	0.1087*** (3.56)	0.1051*** (3.50)
Sales	0.0084 (1.05)	0.0043 (0.53)	0.0090 (1.13)	0.0106 (1.36)	0.0066 (0.83)	0.0113 (1.45)
_cons	-0.2514*** (-3.22)	0.0288 (1.13)	-0.2777*** (-3.50)	-0.2451*** (-3.15)	0.0363 (1.48)	-0.2703*** (-3.42)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Rho	0.6046	0.6021	0.6014	0.6046	0.6018	0.6013
R <sup>2</sup>	0.6301	0.6310	0.6343	0.6311	0.6320	0.6352
N	1770	1770	1770	1770	1770	1770

注:括号内为经过异方差调整的稳健t值。下同。

表4

变量间相关性检验

变量	Slack <sub>1</sub>	Slack <sub>2</sub>	Soe	Lnage	Growth	Top1	Size	Lev	Mgsy	Cash	Sales
Slack <sub>1</sub>	1	0.3569***	0.2361***	0.1792***	0.0932***	0.1031***	0.1706***	0.1168***	0.0767***	0.0053	0.1107***
Slack <sub>2</sub>	0.1728***	1	0.0610**	0.1096***	-0.1498***	0.0176	0.0207	-0.0176	-0.1421***	-0.0063	-0.0534**
Soe	0.1928***	0.0287	1	0.3760***	-0.0849***	0.2315***	0.3321***	0.2537***	0.0236	-0.1216***	-0.0543**
Lnage	0.1532***	0.0325	0.4107***	1	-0.1190***	-0.0853***	0.3094***	0.2957***	-0.0024	-0.1266***	0.0105
Growth	0.1182***	-0.2737***	-0.0341	-0.0425*	1	-0.0241	0.0221	0.0782***	0.2488***	0.0462*	0.0729***
Top1	0.0859***	0	0.2274***	-0.0764***	-0.0131	1	0.2156***	0.0587**	0.1021***	-0.0101	0.015
Size	0.1023***	-0.0315	0.3282***	0.2629***	0.0422*	0.2871***	1	0.5779***	0.2121***	-0.1826***	-0.0678***
Lev	0.0699***	-0.0721***	0.2576***	0.3275***	0.0888***	0.0658***	0.5640***	1	-0.0527**	-0.2765***	0.0352
Mgsy	0.0508**	-0.0677***	0.0352	0.0566**	0.1043***	0.0972***	0.2991***	-0.0071	1	0.1826***	0.1818***
Cash	0.0125	-0.0008	-0.0948***	-0.1604***	0.025	-0.0073	-0.1672***	-0.3240***	0.2243***	1	0.2114***
Sales	0.1270***	-0.0407*	-0.0226	0.0547**	0.0304	0.0317	-0.0274	0.0635***	0.1645***	0.1663***	1

注:右上方为Spearman相关系数,左下方为Pearson相关系数。

### (三)多元回归结果分析

表5列示了全样本模型回归结果,其中前三个回归中预算松弛指标 slack<sub>1</sub>是借鉴潘飞、程明<sup>[24]</sup>度量预算松弛的模型计算而得,后三个回归中的预算指标 Slack<sub>2</sub>是借鉴郑石桥、王建军<sup>[6]</sup>的模型计算得出。可以看出,分别用 Slack<sub>1</sub>和 Slack<sub>2</sub>度量预算松弛,得到的回归结果是一致的。

预算松弛的回归系数显著为正,表明上市公司预算松弛对现金股利支付率具有显著正向影响,从而证明了 H1a,拒绝 H2a,即上市公司预算松弛对现金股利具有替代效应。因为如果企业的预算松弛程度较高,那么企业内部人或管理者可以运用的资源相对较多,对于未来的不确定性有较大的“松弛盾牌”,所以此时企业高管通过自身私有成本游说或影响企业股利政策,从而构建“第二道”资源松弛盾牌的动机机会大为减弱,股利政策可能相对慷慨,股利支付率较高。这种情况下,预算松弛与现金股利支付率呈正相关关系,即预算松弛对现金股利支付率具有替代效应。

为了进一步检验在不同股权性质下预算松弛和现金股利支付率的关系,本文将样本划分为国有企业和非国有企业两组分别进行多元回归分析,结果见表6。分别用 Slack<sub>1</sub>和 Slack<sub>2</sub>度量预算松弛,可以发现国有企业组和非国有企业组的回归结果一致。在国有企业组中,预算松弛与现金股利之间没有显著的相关关系,即预算管理与股利政策之间的替代效应形成机制不复存在;非国有企业组的预算松弛回归系数显著为正,表明预算松弛对现金股利支付率具有显著的正向影响,即非国有企业预算松弛对现金股利支付率具有替代效应,这与 H1b 的预期一致。原因可能是,国有企业内部人和管理者除了追求经济利益,还可能受政治因素影响,加之国有企业监管机构固有的“父爱主义”情节,使得相对于非国有企业,预算对于国有企业高管的约束效应大大减弱,这将从主观上减小国有企业高管凭借自身的信息优势或经由个体的寻租行为影响股利政策的动力。这符合目前我国资本市场的实际情况。相比于国有企业,非国有企业的现金股利政策更多地作为预算管理活动在发挥公司治理和内部控制职能失效时公司内部人青睐的一种替代选择。

### 五、研究结论和理论启示

本文把企业中常见的两种缓解委托代理问题的

表6 股权性质对预算松弛和现金股利关系的影响回归

变量	国有企业		非国有企业	
	CDPR	CDPR	CDPR	CDPR
Slack <sub>1</sub>	0.0097 (1.13)		0.0203* (1.78)	
Slack <sub>2</sub>		0.0065 (0.96)		0.0272** (2.12)
Lnage	0.0057 (0.57)	0.0058 (0.57)	0.0023 (0.24)	0.0028 (0.30)
Growth	-0.0131** (-2.02)	-0.0101 (-1.46)	-0.0279** (-2.15)	-0.0169 (-1.24)
Top1	0.0133 (0.41)	0.0147 (0.45)	0.0971** (2.28)	0.0962** (2.27)
Size	0.0195*** (3.99)	0.0194*** (3.95)	0.0138* (1.75)	0.0145* (1.84)
Lev	-0.1359*** (-4.66)	-0.1332*** (-4.58)	-0.1200*** (-2.80)	-0.1194*** (-2.80)
Mgsy	0.1915*** (10.59)	0.1919*** (10.53)	0.2510*** (13.76)	0.2524*** (13.78)
Cash	0.0815** (2.24)	0.0828** (2.29)	0.1246*** (2.58)	0.1285*** (2.70)
Sales	0.0083 (0.80)	0.0095 (0.93)	0.0125 (1.07)	0.0167 (1.47)
_cons	-0.3484*** (-3.45)	-0.3390*** (-3.36)	-0.3059* (-1.86)	-0.3021* (-1.86)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制
Rho	0.6413	0.6418	0.5518	0.5507
R <sup>2</sup>	0.6684	0.6689	0.6268	0.6258
N	1033	1033	737	737

工具——预算管理和现金股利政策两者联系起来,以2012~2016年我国A股上市公司为分析样本,探究预算管理中产生的预算松弛对后续现金股利政策的影响。研究发现:预算松弛与现金股利支付率正相关,即预算松弛与现金股利表现为替代关系。如果企业的预算松弛程度较高,那么企业内部人或管理者可以运用的资源相对较多,对于未来的不确定性有较大的“松弛盾牌”,其通过股利政策构建应对不确定性的第二道防线的动机机会相对减弱,所以预算松弛程度较高的时候,股利政策可能相对慷慨,股利支付率较高,反之亦然。不同的产权性质对预算松弛和现金股利的替代关系影响显著,相比于国有企业,非国有企业中预算松弛与现金股利的替代效应更明显。在国有企业中,某些外生因素会削弱预算松弛与现金股利支付率的正相关关系。

本文研究结论表明,在当前的公司治理框架下,

公司内部人对企业的预算和股利政策的制定能够施加较大的影响。公司内部人很可能利用上述财务工具的相互配合来谋求个体私利的最大化,而现实中的公司内部控制活动和治理机制往往只单一地监督预算管理或考察现金股利分配行为,监督预算管理并没有动态地把前期预算目标考虑到作为预算内容的现金股利政策当中去,在衡量现金股利政策是否合理时没有考虑预算因素的影响。从而使得公司治理机制“名存实亡”,未能发挥应有的治理作用。本文的研究启示如下:①预算管理活动与现金股利分配存在一定的替代关系,据此应完善公司治理机制,加强公司内部控制,规范和监督预算执行与股利分配政策实施,从一个新的视角改进公司治理与内部控制。②公司财务政策的制定是一项系统性工程,不同财务政策之间应相互配合、综合考量,才能充分发挥各项财务政策的治理作用。

#### 主要参考文献:

- [1] Jensen M.. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986(2): 323~329.
- [2] 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.
- [3] 刘亭立, 罗暘洋. 现金股利对过度投资的抑制效应研究[J]. 统计与决策, 2015(24): 184~186.
- [4] 张炳雷. 国有资本经营预算对企业控制力与投机行为的制度约束研究[J]. 经济体制改革, 2015(2): 174~177.
- [5] 许梦博, 戚振宇. 委托代理、道德风险与国有资本经营的预算约束——基于非对称信息博弈论的视角[J]. 江汉论坛, 2016(9): 5~11.
- [6] 郑石桥, 王建军. 信息不对称和报酬方案对预算松弛的影响研究[J]. 会计研究, 2008(5): 61~68.
- [7] 高严, 彭韶兵. 预算松弛: 基于信息不对称理论的考察[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2009(3): 82~87.
- [8] 于增彪, 袁光华, 刘桂英. 关于集团公司预算管理系统的框架研究[J]. 会计研究, 2004(8): 22~29.
- [9] Stulz R. M.. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990(8): 3~27.
- [10] Blanchard O. J. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer A.. What do firms do with cash windfalls? [J]. Journal of Financial Economics, 1994(3): 337~360.
- [11] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]. 管理科学, 2015(1): 96~110.
- [12] 郭方成, 刘爱杨, 单淑玲. 企业预算松弛影响因素及其对公司绩效影响的实证研究[J]. 财会通讯, 2015(21): 81~83.
- [13] 高严. 基于预算目标特点的预算松弛实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2011(2): 71~77.
- [14] 张先治, 翟月雷. 基于风险偏好的报酬契约与预算松弛研究[J]. 财经问题研究, 2009(6): 53~60.
- [15] 许媛芳, 李定清, 伍婷婷. 企业预算松弛的动因及治理方案探析[J]. 会计之友, 2013(10): 48~49.
- [16] 邵毅平, 张昊. 宏观经济波动、股权结构与融资偏好[J]. 财经论丛, 2013(5): 88~94.
- [17] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素、企业家信心与公司融资选择[J]. 金融研究, 2011(4): 129~142.
- [18] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007(4): 88~95.
- [19] 卢馨, 丁艳平, 唐玲. 国有企业利润去哪儿了? [J]. 经济与管理研究, 2016(5): 41~49.
- [20] 陈艳利, 迟怡君. 央企投资效率与资本运营: 由国有资本经营预算观察[J]. 改革, 2015(10): 41~50.
- [21] 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.
- [22] 王佳杰, 童锦治, 李星. 国企分红、过度投资与国有资本经营预算制度的有效性[J]. 经济学动态, 2014(8): 70~77.
- [23] 肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. 金融研究, 2010(10): 117~134.
- [24] 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.

作者单位: 重庆理工大学会计学院, 重庆 400054