

成本粘性对国有企业价值的影响研究

——基于独立董事网络中心度视角

李晓荣*, 吴清

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2022年5月13日; 录用日期: 2022年6月1日; 发布日期: 2022年6月15日

摘要

本文选取2010~2019年沪深A股国有企业探讨成本粘性、独立董事网络中心度与企业价值的关系, 研究发现: 成本粘性与企业价值显著负相关, 当独立董事网络中心度较高时, 成本粘性对企业价值的抑制作用会减弱。因此国有企业可以通过聘用具有丰富专业知识背景及声誉高的独立董事来为企业出谋划策, 从而降低成本粘性对企业价值带来的负面影响。

关键词

成本粘性, 企业价值, 独立董事网络中心度, 国有企业

Research on the Impact of Cost Stickiness on the Value of State-Owned Enterprises

—From the Perspective of Network Centrality of Independent Directors

Xiaorong Li*, Qing Wu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: May 13th, 2022; accepted: Jun. 1st, 2022; published: Jun. 15th, 2022

Abstract

This paper selects A-share state-owned enterprises in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2019 to explore the relationship between cost stickiness, network centrality of independent directors

*通讯作者。

and enterprise value. The study finds that cost stickiness is significantly negatively correlated with enterprise value. When the network centrality of independent directors is high, the inhibitory effect of cost stickiness on enterprise value will be weakened. Therefore, state-owned enterprises can hire independent directors with rich professional knowledge background and high reputation to give advice to enterprises, so as to reduce the negative impact of cost stickiness on enterprise value.

Keywords

Cost Stickiness, Enterprise Value, Network Centrality of Independent Directors, State-Owned Enterprise

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

国有企业是中国特色社会主义经济的“根”和“魂”。党的十九大以来, 国资委一直致力于推动国有企业的降本增效, 强化国有企业的成本费用控制。而成本粘性问题是企业在调整生产成本结构时面临的一个重要问题。Anderson 等[1] (2003)提出, 当企业业务量上升时成本的增加额大于同比例业务量下降时成本的下降额时, 成本会呈现出“粘性”的现象, 它是企业低效率利用资源的一种表现。随后国内学者孙峰和刘浩[2] (2004)综合“契约观”、“效率观”和“机会主义观”以及 292 家国内上市公司数据的实证分析发现国内确实存在费用“粘性”。成本粘性的长期存在会影响企业进一步的成本业务预测及资源配置, 从而对企业运用资金创造价值产生影响。

另一方面, 独立董事在公司治理中发挥着对财务审计、收益分配、投融资决策的监督激励作用, 对优化公司经营决策具有重要影响。而在实务中, 根据中国证监会《上市公司独立董事规则》的监管规定, 上市公司董事会成员中应至少包括三分之一独立董事。这就使得上市公司为满足证监会的监管要求而将独立董事比例维持在约 33% 的水平。利用独立董事占比及个人特征等指标来衡量独立董事的治理监管作用, 其效果并不够理想。而根据 Granovetter [3] (1985)的镶嵌理论, 个人的经济行为与社会网络具有密切的联系, 人们具有目的性的行动是嵌入在真实的、正在运作中的社会关系系统中的。因此独立董事治理作用的发挥也离不开他们所处的社会关系网络。他们可以从社会网络中获取到有关公司运营决策的知识、信息、资源等, 并将这些信息传递给公司管理层, 从而发挥其监管与指导的作用效果。综上所述, 本文选取 2010~2019 年沪深 A 股国有企业样本, 对成本粘性、独立董事网络中心度和企业价值的关系展开研究。本文可能的贡献之处在于: ① 实证分析了成本粘性与国有企业价值的关系, 丰富了有关企业价值影响因素的研究。② 从独立董事网络中心度这一非传统角度探究独立董事的公司治理效应, 并将独立董事中心度引入成本粘性与企业价值的关系研究, 具有一定经济意义。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 成本粘性与国有企业价值

首先, 依据委托代理理论, 所有权与经营权的分离使得股东与管理层的目标不一致, 由于管理层要为他们所做出的经营决策承担大部分风险, 因此为减少决策风险带来的自身经济利益的损失, 管理层会

倾向于采取增加在职消费、扩大企业规模等过分扩张资源的形式来弥补风险损失(廖飞梅等[4], 2019)。其次, 依据调整成本理论, 在短期内收入下降时, 管理者认为向下调整资源的成本要高于向上调整资源的成本(张婷婷和宋清[5], 2017), 因此在业务量出现下降时, 管理层不愿意缩减成本费用的支出, 从而加剧成本粘性程度。成本粘性是企业不合理配置资源的一种表现, 其最直接的经济后果就是加剧企业风险及降低企业价值。谢获宝和惠丽丽[6] (2016)发现成本粘性会深化宏观经济风险作用下企业的内在经营风险, 且企业的过度投资会强化成本粘性与企业价值之间的正相关性。王钰和王明丽[7] (2017)发现成本粘性的存在会是企业对经济业务反应迟钝, 从而降低企业价值。综上分析提出本文第一个假设:

H1: 成本粘性与国有企业价值之间具有负相关关系

2.2. 成本粘性、独立董事网络中心度与国有企业价值

公司的董事之间因至少在一个董事会工作而产生联系, 那么董事之间就会形成联结关系, 从而形成董事网络(谢德仁和陈运森[8], 2012)。越靠近中心位置的独立董事, 其获取与收集行业知识、政策信息及公司治理相关资源的渠道也就越多。同时根据弱联结优势理论, 在不同董事会任职的独立董事拥有更多的弱联结关系, 这种关系的维持不需要很高的成本(杨慧军和杨建君[9], 2016), 并且可以通过这类低成本关系较为便利地交换异质性公司治理信息, 从而为企业战略规划、投融资决策、知识技术创新的发展提供多元化的非冗余信息, 减少因非效率投资而导致的成本粘性问题, 从而降低国有企业价值损失。另外, 越处于网络中心位置独立董事往往具有较高的声誉名望及较丰富的社会资本, 基于声誉激励理论, 独立董事为了规避因所任职的公司出现监管问题及代理问题等负面消息而造成的自身声誉损失, 他们会更有动机去监督管理层和大股东的隐性私利行为(陈运森[10], 2012), 及时更正管理者的认知偏差, 削弱管理者过度自信程度(郝云宏和马帅[11], 2018), 降低管理者盈余管理水平(傅代国和夏常源[12], 2014), 提升国有企业的高管薪酬激励与企业业绩的相关度(陈运森和谢德仁[13], 2012), 从而缓解经济利益相关者之间的信息不对称, 降低代理成本, 提高公司治理效率, 从而弱化成本粘性与企业价值之间的负相关性。据此提出本文第二个假设:

H2: 独立董事网络中心度可以弱化成本粘性与企业价值之间的负相关性。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选取 2010~2019 年沪深 A 股国有企业作为研究样本。对得到的初始样本进行如下处理: 1) 由于行业特殊性, 剔除金融类企业样本 2) 剔除 ST、*ST、PT 样本 3) 成本粘性数据根据 Weiss 模型的计算结果, 仅取最终计算结果为负数的样本进行实证分析。4) 为避免数据异常值对实证结果的干扰, 本文对所有连续性变量进行了 1%分位和 99%分位的缩尾处理。经上述数据处理后共得到 1091 家国有企业共 4792 个年度样本数据。本文的财务数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库。本文采用 stata16.0 进行数据处理与统计分析。

3.2. 变量定义

3.2.1. 企业价值

本文的被解释变量为企业价值。选取总资产收益率 ROA 作为企业价值的衡量指标。ROA 越大说明企业具有较好的盈利能力和运营能力, 企业价值发展潜力较好。

3.2.2. 成本粘性

本文的解释变量为成本粘性。成本粘性的计算方法借鉴 Dan Weiss [14] (2010)提出的模型(1)

$$sticky_{i,t} = \log\left(\frac{\Delta cost}{\Delta sales}\right)_{i,d} - \log\left(\frac{\Delta cost}{\Delta sales}\right)_{i,r} \quad d, r \in \{t, \dots, t-3\} \quad (1)$$

其中

d 是指样本公司该年份四个季度中出现营业收入下降的最近一个季度, r 是指样本公司该年份四个季度中营业收入上升的最近一个季度, $\Delta cost_{it} = (sales_{it} - earning_{it}) - (sales_{i,t-1} - earning_{i,t-1})$,

$$\Delta sales_{it} = sales_{it} - sales_{i,t-1}$$

Weiss 模型计算结果表示销售下降与销售上升时成本变动额与收入变动额的比值取对数的差额。其计算结果为负值时表明该企业存在成本粘性现象, 且计算结果越小表明成本粘性水平越高。为使实证结果更为直观, 本文取 Weiss 计算结果的相反数来衡量企业成本粘性水平。

3.2.3. 独立董事网络中心度

独立董事网络中心度的衡量参考李志生等[15] (2018)的研究方法, 根据企业中独立董事同时在其他企业兼任的情况构建独立董事网络, 建立模型(2)

$$Degree_i = \sum_{j=1}^n \frac{P_{ij}}{n-1} \quad (2)$$

其中

N 代表构成独立董事网络的企业数量。 P_{ij} 的含义为: 公司 i 和公司 j 之间是否存在关系, 如公司 i 的独立董事在公司 j 担任独立董事职务, 则 $P_{ij} = 1$, 否则 $P_{ij} = 0$ 。模型计算结果的数值代表独立董事网络中心度的水平, 中心度越高表明独立董事的活跃度越高, 在独立董事网络之中的影响力越大。

3.2.4. 控制变量

本文选取以下变量作为控制变量: 公司规模 size、资产负债率 lev、资本密集度 cap、现金流比率 cashflow、股权集中度 top1、行业 industry、年份 year。本文所有变量如表 1 所示:

Table 1. Variable definition
表 1. 变量定义

变量名称	变量代码	变量说明
企业价值	ROA	净利润/总资产余额
成本粘性	sticky	利用模型(1)Weiss 模型计算结果。计算结果小于零表示企业存在成本粘性; 取计算结果小于零的数据进行分析。为了使结果显示直观, 对小于零的数据取相反数。
独立董事网络中心度	net	利用模型(2)计算结果, 中心度越高表明公司在独立董事网络之中的影响力越大。实证分析中根据计算结果取中位数分为中心度高低两组, 大于中位数的一组记为 net = 1, 小于中位数的一组记为 net = 0
公司规模	size	Ln (期末资产总额)
资产负债率	lev	期末负债总额/期末资产总额
资本密集度	cap	总资产/营业收入
现金流比率	cashflow	经营现金净流量与总资产比值
股权集中度	top1	第一大股东持股比例
行业	industry	行业虚拟变量
年份	year	年份虚拟变量

3.3. 回归模型设计

根据研究假设, 本文构建多元回归模型(3)来验证假设 H1 和 H2

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 sticky + \beta_2 size + \beta_3 lev + \beta_4 cap + \beta_5 cashflow + \beta_6 top1 + \sum industry + \sum year + \varepsilon \quad (3)$$

4. 实证研究结果及分析

4.1. 描述性统计

本文所涉及到的变量描述性统计如表 2 所示。被解释变量企业价值(ROA)的平均值为 0.027, 最小值为-1.22, 最大值为 0.292, 说明国有企业利用公司资源创造价值的水平相对偏低且具有一定波动性。解释变量成本粘性(sticky)的均值为 0.672, 标准差为 0.824, 最小值为 0.004, 最大值为 4.151, 这表明国有企业普遍存在成本粘性现象且成本粘性水平跨度较大。独立董事网络中心度(cnet)的均值为 0.361, 中位数为 0.33, 最小值为 0, 最大值为 2, 说明国有企业的独立董事网络中心度水平具有一定参差。公司规模、资产负债率、资本密集度等其他控制变量也具有一定波动性和跨度, 选取的样本具有代表性。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
ROA	4792	0.0270	0.0280	0.0590	-1.220	0.292
sticky	4792	0.672	0.356	0.824	0.00400	4.151
cnet	4792	0.361	0.330	0.378	0	2
net	4792	0.465	0	0.499	0	1
size	4792	22.79	22.63	1.416	18.39	28.51
lev	4792	0.515	0.523	0.198	0.0890	0.937
cap	4792	2.395	1.789	1.981	0.382	11.97
cashflow	4792	0.0430	0.0440	0.0660	-0.155	0.216
top1	4792	0.394	0.386	0.153	0.0360	0.863

4.2. 相关性分析

相关性分析如表 3 所示。解释变量 sticky 与被解释变量 ROA 的相关系数为-0.1 且在 1%的水平上显著为负, 通过其负相关性可初步验证假设 H1, 即国有企业成本粘性会抑制企业价值。控制变量与被解释变量均显著相关。资产负债率、资本密集度与企业价值的相关系数显著为负, 企业规模、现金流比率、股权集中度与企业价值显著为正。

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	ROA	sticky	net	size	lev	cap	cashflow	top1
ROA	1							
sticky	-0.100***	1						
net	-0.002	-0.026*	1					
size	0.071***	-0.026*	0.099***	1				

Continued

lev	-0.376***	-0.087***	0.019	0.390***	1			
cap	-0.130***	0.212***	-0.008	0.076***	0.027*	1		
cashflow	0.330***	0.047***	0.006	0.056***	-0.218***	-0.148***	1	
top1	0.125***	-0.025*	0.039***	0.265***	0.013	-0.029**	0.097***	1

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

4.3. 回归分析

4.3.1. 成本粘性与国有企业价值的回归分析

成本粘性与国有企业价值的全样本回归结果如表 4 (1)列所示, 成本粘性与企业价值的回归系数为-0.007, 且在 1%的水平上显著为负。说明国有企业成本粘性水平越高会致使企业运营效率低下, 从而影响企业运用自身资源创造价值的效果, 抑制企业价值的提升, 假设 H1 得证。公司规模、现金流比率、股权集中度与企业价值显著正相关, 说明公司规模的扩大、现金流比率的提升以及适当的股权集中度水平都可以显著促使企业价值的提高。资产负债率和资本密集度与企业价值显著负相关, 说明高水平的财务杠杆以及资本密集度会削弱企业价值, 以上分析结果与相关性分析的结果基本一致。

4.3.2. 基于独立董事网络中心度的分组回归分析

基于独立董事网络中心度的分组回归结果如表 4 (2)、(3)列所示, 第(2)列为独立董事网络中心度水平较低的一组回归结果, 成本粘性与企业价值的回归系数为-0.009, 显著性水平为 1%; 第(3)列为独立董事网络中心度水平较高的一组回归结果, 成本粘性与企业价值的回归系数为-0.005 且在 1%的水平上显著为负。对两组回归结果进行组间系数差异性检验, 得到检验结果 P 值为 0.094, 在 10%的水平上显著表明两组回归结果的系数存在差异。说明在独立董事网络中心度较高的一组中, 成本粘性对企业价值的抑制作用显著小于独立董事网络中心度较低的一组, 即独立董事网络中心度可以削弱成本粘性对企业价值的抑制作用, 假设 H2 得证。

Table 4. Regression coefficient

表 4. 回归系数

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	ROA	net=0	net=1
sticky	-0.007*** (-5.46)	-0.009*** (-4.93)	-0.005*** (-2.76)
size	0.011*** (12.11)	0.010*** (9.22)	0.012*** (8.12)
lev	-0.146*** (-18.91)	-0.141*** (-16.27)	-0.155*** (-11.22)
cap	-0.004*** (-6.42)	-0.005*** (-5.40)	-0.003*** (-4.00)
cashflow	0.201*** (13.81)	0.175*** (8.67)	0.228*** (10.93)
top1	0.013*** (2.60)	0.016*** (2.58)	0.012 (1.48)

Continued

Constant	-0.134 ^{***} (-8.03)	-0.110 ^{***} (-5.38)	-0.173 ^{***} (-6.22)
Observations	4,792	2,563	2,229
R-squared	0.325	0.362	0.305
industry FE	YES	YES	YES
year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

4.4. 稳健性检验

为检验本文结论得可靠性, 借鉴何玉和戴蓓佳[16] (2019)的做法, 纳入成本反粘性样本(即业务量下降时成本的下降额大于同比例业务量上升时成本的增加额)来进行稳健性检验, 结果如表 5 所示, 成本粘性与企业价值在全样本及子样本中的回归结果均为负且显著, 子样本的组间系数差异性检验依然显著, 得到的检验结果与前文一致。

Table 5. Robustness test results

表 5. 稳健性检验结果

VARIABLES	(1) ROA	(2) net = 0	(3) net = 1
sticky	-0.006 ^{***} (-8.66)	-0.007 ^{***} (-7.17)	-0.005 ^{***} (-4.93)
size	0.010 ^{***} (14.27)	0.009 ^{***} (12.01)	0.011 ^{***} (8.65)
lev	-0.141 ^{***} (-19.32)	-0.136 ^{***} (-20.71)	-0.150 ^{***} (-9.97)
cap	-0.004 ^{***} (-9.83)	-0.005 ^{***} (-8.07)	-0.003 ^{***} (-6.04)
cashflow	0.171 ^{***} (15.44)	0.150 ^{***} (9.18)	0.195 ^{***} (13.70)
top1	0.008 ^{**} (2.31)	0.011 ^{**} (2.52)	0.005 (0.93)
Constant	-0.125 ^{***} (-9.98)	-0.109 ^{***} (-7.31)	-0.147 ^{***} (-6.80)
Observations	8,073	4,346	3,727
R-squared	0.346	0.365	0.335
industry FE	YES	YES	YES
year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

5. 结论及建议

本文选取 2010~2019 年沪深 A 股国有企业作为研究对象, 对成本粘性、独立董事网络中心度及企业

价值三者之间的关系进行研究探讨。研究表明:成本粘性会显著降低国有企业价值,而当独立董事网络中心度水平较高时,成本粘性与企业价值之间的负相关性被削弱,说明独立董事可以利用其网络联结关系为国有企业提供更为多元化的专业公司治理知识与信息资源,同时靠近网络中心位置的独立董事也更有动机去监督大股东和管理层的谋取私利行为,提高公司治理效率。基于研究结论本文提出以下建议:1)国有企业应继续响应国家政策,深化降本增效,严格监管控制成本费用的支出,激发国有企业的内在活力。2)利用好独立董事网路这一董事特征,聘请具有丰富专业背景及高名誉声望的独立董事为公司投融资等决策提供专业指导意见,优化董事会结构,提升董事会的建设和运作水平,从而提升公司治理效果。

参考文献

- [1] Anderson, M.C., Banker, R.D. and Janakiraman, S.N. (2003) Are Selling, General, and Administrative Costs “Sticky”? *Journal of Accounting Research*, **41**, 47-63. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00095>
- [2] 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+84.
- [3] Granovetter, M. (1985) Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, **91**, 481-510. <https://doi.org/10.1086/228311>
- [4] 廖飞梅, 万寿义, 叶松勤. 国企混改, 竞争战略与费用粘性[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(4): 88-104.
- [5] 张婷婷, 宋清. 成本粘性研究现状及评述——基于国内期刊文献的共词分析[J]. 财会通讯, 2017(17): 48-52.
- [6] 谢获宝, 惠丽丽. 投资效率, 成本粘性与企业风险——基于宏观经济不确定性的视角[J]. 南京审计学院学报, 2016, 13(2): 3-11.
- [7] 王珏, 王明丽. 成本粘性、企业成长性与企业价值[J]. 财会通讯:下, 2017(8): 35-37+42.
- [8] 谢德仁, 陈运森. 董事网络: 定义, 特征和计量[J]. 会计研究, 2012(3): 44-51.
- [9] 杨慧军, 杨建君. 外部搜寻, 联结强度, 吸收能力与创新绩效的关系[J]. 管理科学, 2016, 29(3): 24-37.
- [10] 陈运森. 独立董事的网络特征与公司代理成本[J]. 经济管理, 2012(10): 67-76.
- [11] 郝云宏, 马帅. 董事网络能够治理管理者过度自信吗?——基于企业非效率投资的视角[J]. 现代财经 (天津财经大学学报), 2018, 38(9): 36-47.
- [12] 傅代国, 夏常源. 网络位置, 独立董事治理与盈余质量[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(2): 67-75+84.
- [13] 陈运森, 谢德仁. 董事网络, 独立董事治理与高管激励[J]. 金融研究, 2012(2): 168-182.
- [14] Weiss, D. (2010) Cost Behavior and Analysts' Earnings Forecasts. *The Accounting Review*, **85**, 1441-1471. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1441>
- [15] 李志生, 苏诚, 李好, 孔东民. 企业过度负债的地区同群效应[J]. 金融研究, 2018(9): 74-90.
- [16] 何玉, 戴蓓佳. 成本粘性, 股权结构与企业业绩[J]. 财会月刊, 2019(4): 72-78.