

虽“柔”却“粘”：制造业企业财务柔性对费用粘性的影响

张咏梅,刘瑞青,赵金凯

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

摘要:在优化资源配置效率的诉求下,以2003—2020年中国沪深A股制造业上市公司为研究样本,实证检验制造业企业费用粘性的存在性,并揭示财务柔性对费用粘性的影响。研究发现:制造业企业真实存在费用粘性现象,且财务柔性对制造业企业费用粘性具有显著的增强作用;从异质性视角来看,财务柔性对费用粘性的增强作用在非国有企业、资产专用性强的企业更加显著;制造业企业财务柔性主要通过调整成本和管理层乐观预期两条路径对费用粘性产生增强作用,进一步研究发现非效率投资在财务柔性 with 费用粘性间起部分中介作用。未来企业应在提高资源配置效率以及各生产要素流动性的同时,更加关注企业费用粘性的控制。

关键词:财务柔性;费用粘性;调整成本;管理层预期

中图分类号:F275;F276.44

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2024)02-0104-11

一、引言

2021年国务院办公厅在《关于要素市场化配置综合改革试点总体方案》(以下简称《方案》)中强调:提高不同要素资源的组合配置效率,促进技术要素向现实生产力转化。而基于委托代理理论的相关研究发现,费用粘性对资源配置效率具有显著的负向影响,企业需要完善成本控制和治理体系以降低费用粘性^{[1]111}。制造业作为中国经济发展的重要支柱,与国计民生和国防力量密切相关。而且因制造业生产具有工序繁杂、材料品种多、不同产品耗用材料不同和生产经营错综复杂且多变的特点,使其对资金、能源、土地以及劳动力等要素的需求量较大。因此,对制造业费用粘性的控制是促进我国制造业稳定增长和提高资源配置效率的关键^{[1]110}。《方案》还强调,加快推动资本要素服务实体经济发展,通过增加有效金融服务供给促进制造业实体经济高质量发展。制造业企业研发投入、建造厂房、购买设备等需要大量的资金投入,财务柔性作为衡量企业筹集和调用财务资金能力的重要指标,在企业面临外部风险时可保证其筹集到更多现金或现金等价物等财务资源以满足资金需求和避免陷入经营困境^[2]。可见,财务柔性对制造业企业“向上”调整资源具有积极影响,而调整成本却是形成费用粘性的重要因素^{[3]2271}。还有研究指出,财务柔性可以帮助企业提高融资能力,进而抓住投资机遇扩大投资,^[4]但一定储备下的财务柔性也带来了非效率投资问题。童红霞基于委托代理理论得出,财务柔性储备下管理层将资金投入净现值为负的项目中产生了非效率投资,^[5]张晨和程克群实证得出企业自由现金流在管理层非效率投资较高的情况下提高了企业的费用粘性^[6]。

因此,本文不仅关注制造业企业财务柔性对费用粘性的影响及作用路径,还进一步探讨非效率投资在制造业财务柔性 with 费用粘性之间的关系。本文的边际贡献在于:第一,分析中国制造业企业财务柔性对费用粘性的影响,并考察不同产权性质、不同资产专用程度下财务柔性对制造业企业费用粘性的差异

收稿日期:2023-01-21

作者简介:张咏梅(1969—),女,山东莱阳人,山东科技大学经济管理学院教授,博士。赵金凯(1990—),男,山东武城人,山东科技大学经济管理学院学术副教授,博士,本文通讯作者。

化影响,为推动资本要素服务实体经济发展提供参考;第二,理清制造业企业财务柔性对费用粘性的影响机理,揭示非效率投资的部分中介作用,对降低制造业企业费用粘性以及优化资源配置效率提供决策参考。

二、理论分析与研究假设

Noreen 在 1991 年基于成本习性提出成本的对称性,即企业的营业费用与营业收入的变动是对称的,当收入上升时费用呈一定比例上升,反之,当收入下降时费用呈相同比例的趋势下降。在之后的研究中,部分学者对成本对称性提出质疑,并进一步研究发现费用的变动呈现出非对称性。其中,Cooper、Kaplan 将费用对称性与实践相结合,发现在实际生产经营活动中费用与收入变动在收入上升与收入下降时呈现出非对称性,并由此提出费用粘性。费用粘性作为成本管理的重要组成部分,大量学者基于调整成本观、管理层过度自信和委托代理理论对其展开研究。

调整成本观认为,在企业销售额下降时,无论是选择进行资源的重新分配抑或是保持原有的生产规模,均会通过调整成本提高企业费用粘性^{[7]52}。制造业对资金、机器设备、劳动力等要素的需求量大,约束成本在生产经营中占有一定比例,因此,当市场对特定产品的需求发生变化或出现波动时,企业可能无法做到立即调整生产成本,即使能立即调整生产成本也无法调整土地、管理层薪酬、固定资产等的规模。这就会导致当市场需求减少时,固定资产等规模过大产生的约束成本使制造业企业营业费用的变动比率低于营业收入的变动比率而形成了费用粘性。

管理层过度自信是管理层在经营决策中,对投资项目、经营环境、企业未来发展预期等表现出过于自信而忽视了经营活动和投资项目中隐藏的风险^[8]。当竞争性产品或替代产品出现导致企业销售额或营业收入下降时,管理层错误地认为营业收入的下降是暂时性的,且企业产品未来的市场需求会恢复到稳定状态甚至市场对企业产品的需求会增加,从而依旧保持现有的生产规模,造成在营业收入下降时营业费用波动较小进而形成大量存货占用企业资金,形成费用粘性。

委托代理理论认为,由于公司所有权与经营权分离,导致管理层存在一定的自利动机,^[9]制造业又涉及多样化的产品与复杂的生产工序,加剧了管理层经营决策自利性特征在产品生产与销售等方面的体现。具体而言,一方面,管理层生产经营决策并不完全出于股东利益最大化或企业价值最大化,而是为了满足个人私利,如提高企业利润的目的可能是为了获取可观的业绩奖励,进行大规模的企业并购是为了提高个人的在职业绩等;另一方面,企业股东为缓解委托代理问题而形成的激励机制和监督费用,一定程度上也加剧了制造业企业的营业费用,使制造业营业费用变动幅度小于营业收入的变动幅度,进而产生了费用粘性。基于以上分析提出如下假设。

H1:我国制造业企业存在费用粘性现象。

财务柔性具有预防和利用不确定性环境以实现企业价值最大化的效能。^{[10]157} 企业在应对外部不利冲击时,可通过筹集和调用更多的财务资源以避免陷入财务困境。^{[3]2285} 财务柔性对费用粘性的影响可从资本成本锚定观、管理层乐观预期两方面考虑。

资本成本锚定观认为财务柔性对企业投资决策具有双向影响,一方面就资本成本而言,财务柔性在显著降低企业资本成本的同时也降低了投资的资本成本敏感性,对企业投资产生积极影响;另一方面从自由现金流角度考虑,高财务柔性的企业更易获得较高的自由现金流而产生过度投资倾向。^[11] 当市场环境和经营环境稳定或趋好时,丰富的财务柔性储备易于调用资金以加大投资力度,并且可避免因资金短缺而丧失企业规模扩张的风险以及占优投资不足风险。当市场出现衰退时,调用财务柔性承担一定冗余资源以等待市场回暖时抢占市场先机,亦可能伺机收购处于财务困境的公司,出现在营业收入下降时成本反而上升的情况,从而产生费用粘性。

无论市场环境如何,财务柔性储备也都会使管理层对未来生产经营活动产生乐观预期。^{[12]59} 在市场

环境景气时,高财务柔性储备企业拥有更多的自由现金流和较小融资约束,管理者对未来生产经营活动充满自信;当市场环境不景气而导致营业收入连续下降时,处于高财务柔性的企业则会利用丰富的财务资源收购处于经营困境的企业,抢占市场。总而言之,高财务柔性企业的管理层会在投资等方面体现乐观预期,这也使得紧缩货币政策下,这类管理者立即削减成本的动机较弱,会秉持乐观心态等待市场回暖,进而增强了企业费用粘性。^[13]基于以上理论分析提出如下假设。

H2:我国制造业企业财务柔性能增强费用粘性。

三、研究设计

(一)样本选取

选取 2003—2020 年沪深 A 股制造业上市公司为研究对象,对数据进行以下处理:剔除 ST、PT 类公司;剔除财务数据严重缺失和销售收入小于 0 等异常值的公司,并去除缺失值;对所有连续变量进行了 1%和 99%的 Winsorize 处理。全部数据均来源于 CSMAR 数据库,使用 Stata15.1 进行数据处理。

(二)变量选取与定义

1. 被解释变量。费用变动($LnExpense$),借鉴何熙琼等的衡量方法,^[14]采用企业营业成本与营业总收入的变动情况来衡量费用粘性,以制造业企业当年营业成本与上年营业成本比值的自然对数衡量企业营业费用的变动情况。

2. 解释变量。收入变动($LnSale$),以制造业企业当年营业收入与上年营业收入比值的自然对数衡量营业收入的变动情况, $LnSale$ 大于零意味着本年营业收入较上一年营业外收入有所上升,反之,则较上一年销售收入有所下降;收入下降(D):当企业营业收入较上年下降时即 $LnSale$ 小于零,取值为 1,反之,取值为 0;财务柔性(FF):参考 Byoun、曾爱民等的方法来衡量企业的财务柔性,^{[15],[10]}¹⁶⁰ 具体为企业现金柔性和负债柔性之和,现金柔性表现为企业现金比率与行业平均现金比率之差,负债柔性表现为行业平均负债比率与企业负债比率的差值。同时,为避免公司规模造成的不同企业费用粘性的差异,对现金柔性和负债柔性均通过企业总资产进行了标准化处理。

3. 控制变量。借鉴 Anderson 等的研究方法,^[7]⁵⁴ $EconVars$ 为影响企业费用粘性的四大经济变量,分别为:收入连续下降($Decre$)、宏观经济增长(GDP)、员工资本密度($Eint$)、资本密集度($Aint$),将以上四个控制变量及其与费用粘性的交乘项均作为费用粘性的控制变量。此外,本研究还加入了其他控制变量,分别为:公司规模($Size$)、盈利能力(Roa)、董事会会议次数($Meeting$)、两职合一($Dual$)、产权性质(Soe)。主要变量及其定义如表 1 所示。

表 1 相关变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	费用变动	$LnExpense$	表示本年营业成本与上年营业成本比值的自然对数
解释变量	收入变动	$LnSale$	表示本年营业收入与上年营业收入比值的自然对数
	财务柔性	FF	现金柔性与债务柔性之和
控制变量	收入连续下降	$Decre$	收入两年连续下降为 1,否则为 0
	宏观经济增长	GDP	当期 GDP 相对上年的增长率
	员工密集度	$Eint$	员工人数与营业收入(百万)之比
	资产密集度	$Aint$	资产总额与营业收入之比
	公司规模	$Size$	企业总资产的自然对数
	盈利能力	Roa	净利润与年末资产总额之比
	董事会会议次数	$Meeting$	年度董事会会议次数
	两职合一	$Dual$	虚拟变量,公司董事长和总经理为同一人取 1,否则取 0
产权性质	Soe	虚拟变量,国企取 1,非国企取 0	

(三)模型构建

为验证费用粘性的存在性,参考梁上坤的方法建立多元回归模型(1),^[16]其中, α_1 为企业成本费用相对于收入增加而变动的幅度,若收入增加1%,则费用相对增加 $(\alpha_0 + \alpha_1)\%$; α_2 为企业费用相对于收入下降而变动的幅度,若收入下降1%,则费用相应下降 $(\alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2)\%$ 。若 α_2 显著为负,则说明成本费用在业务量下降时减少的幅度 $(\alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2)\%$ 小于业务量上升时费用增加的幅度 $(\alpha_0 + \alpha_1)\%$,即意味着企业存在费用粘性。

$$\begin{aligned} \ln Expense_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln Sale_{i,t} + \alpha_2 \ln Sale_{i,t} \times D_{i,t} + \alpha_3 \ln Sale_{i,t} \times D_{i,t} \times EconVars_{i,t} + \\ & \sum EconVars_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

为验证制造业企业财务柔性对费用粘性的影响,构建模型(2)。其中, β_1 、 β_2 、 $\beta_1 + \beta_2$ 均为收入与营业费用变动二者变动的比值关系,加入财务柔性指标(FF),其系数 α_5 代表财务柔性(FF)对制造业成本变动($\ln Expense$)所产生的影响。财务柔性 FF 与收入下降交乘项 $\ln Sale \times D \times FF$ 的系数 β_4 ,表明财务柔性对收入变动与费用变动之间比值的影响,即财务柔性对费用粘性的影响。当 $\beta_4 < 0$,即 $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 < \beta_1 + \beta_2$,表明财务柔性增强了企业费用粘性,反之,当 $\beta_4 > 0$ 财务柔性减弱了企业费用粘性。

$$\begin{aligned} \ln Expense_{i,t} = & \beta_0 + \ln Sale_{i,t} (\beta_1 + \beta_2 \times D_{i,t} + \beta_3 \times D_{i,t} \times EconVars_{i,t} + \beta_4 \times D_{i,t} \times FF_{i,t}) + \\ & \beta_5 FF_{i,t} + \sum EconVars_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计,其中营业费用变动与营业总收入变动均值分别为0.131和0.126,表明我国制造业营业收入与营业费用较上一年呈上升态势,制造业发展态势良好,与现阶段我国制造业行业现状一致^[17]。同时,可以看出营业费用的变动情况低于营业总收入的变动情况,表明制造业企业营业费用变动与收入变动的程度存在不对称性。财务柔性均值仅为0.025,可知制造业整体财务柔性有待提高;较大的标准差反映出不同企业财务柔性储备存在较大差异;财务柔性最小值为-0.020,表明我国部分制造业企业

表2 样本的描述性统计(N=14 622)

变量	均值	标准差	最小值	最大值
$\ln Expense$	0.131 0	0.278 0	-0.743 0	1.215 0
$\ln Sale$	0.126 0	0.272 0	-0.718 0	1.210 0
FF	0.025 0	0.054 0	-0.020 0	0.344 0
$Decre$	0.093 0	0.291 0	0.000 0	1.000 0
GDP	7.641 0	2.561 0	2.348 0	14.200 0
$Eint$	0.921 0	0.729 0	0.081 0	4.061 0
$Aint$	2.067 0	1.426 0	0.432 0	9.721 0
$Size$	22.001 0	1.177 0	19.702 0	25.511 0
Roa	0.038 7	0.064 0	-0.260 0	0.210 0
$Meeting$	9.317 1	3.508 0	4.000 0	21.000 0
$Dual$	0.266 0	0.442 0	0.000 0	1.000 0
Soe	0.347 0	0.476 0	0.000 0	1.000 0

业可筹集和调用的财务资源比较紧缺。宏观经济指标 GDP 均值为7.641,方差为2.561。公司规模指标的标准差为1.177,体现了现阶段我国制造业企业规模相差较大。资本密集度均值为2.067,体现了我国制造业的资本密集度较其他行业高,原因在于制造业对能源、资金、土地、劳动力等生产要素的需求量大且对各生产要素需求均衡,很少有制造业企业依赖单一的生产要素进行生产经营活动。

(二)制造业企业费用粘性的存在性检验

表3为我国制造业企业费用粘性的存在性回归结果,列(1)为未加入控制变量的回归结果, α_1 为收入上升时费用与收入变动的比值,为0.978且在1%的水平上显著,表明我国制造业收入变动与费用变动

密切相关,且成本变动程度大于收入变动程度。 (a_1+a_2) 为收入下降时收入费用变动变动的比值,由于 a_2 为 -0.0485 且在 1% 的水平上显著,则 (a_1+a_2) 一定小于 a_1 ,意味着制造业收入上升时,费用与收入变动的比值大于收入下降时二者变动的比值。说明我国制造业企业存在费用粘性。列(2)为加入影响费用粘性的四大指标、其与收入下降的交乘项及其他控制变量后的回归结果,可以发现 a_1 为 0.9850 且在 1% 的水平上显著, a_2 为 -0.0765 且在 1% 的水平上显著,同样得出 (a_1+a_2) 小于 a_1 ,进一步验证了制造业企业存在费用粘性,由 $\text{LnSale} \times D \times \text{Aint}$ 的系数为负且在 1% 的水平上显著,可知资产集中度增大了制造业费用粘性,这与我国制造业资产密集的特点以及因其研发投入进而产生费用粘性密切相关。由 $\text{LnSale} \times D \times \text{GDP}$ 系数为正且在 1% 的水平上显著,可知我国经济增长降低了制造业费用粘性,与我国经济高质量发展阶段提高资源配置效率的总体方向一致。同时得出除影响费用粘性的四大指标外,还有其他因素增强了我国制造业费用粘性,与Anderson的结论一致^{[7]61}。

(三)制造业企业财务柔性对费用粘性的影响

制造业企业财务柔性对费用粘性的回归结果见表4,其中列(1)为全样本下验证财务柔性对费用粘性的影响。财务柔性指标系数为 0.0651 且在 1% 的水平上显著,表明财务柔性增大了企业成本变动程度。即财务柔性储备越大,企业会加大生产经营中扩建厂房、加大研发投入等投入。 β_1 为 0.9860 且在 1% 的水平上显著, β_2 为 -0.0605 且在 5% 的水平上显著,表明 $(\beta_1+\beta_2)$ 小于 β_1 ,企业存在费用粘性,加入财务柔性指标后, $\text{LnSale} \times D \times \text{FF}$ 的系数为 -0.676 且在 5% 的水平上显著,显然 $(\beta_1+\beta_2+\beta_4)$ 小于 $(\beta_1+\beta_2)$,表明在我国制造业中财务柔性能增强费用粘性。此外,将 $\text{FF} > 0$ 的企业划分为高财务柔性组,将 $\text{FF} < 0$ 的企业划分为中低财务柔性组,列(2)和列(3)分别为高财务柔性组与中低财务柔性组的费用粘性的回归结果,在高财务柔性组, $\text{LnSale} \times D$ 系数为 -0.0593 且在 10% 的水平上显著,表明在高财务柔性企业存在更严重的费用粘性现象。在中低财务柔性组 $\text{LnSale} \times D$ 系数显示在财务柔性较低的企业中费用粘性现象不显著,产生这种差异的原因为在经济高质量发展阶段,企业多投入大量资金去购置设备以及招聘培养人才等,^[18]企业财务柔性储备越多,用于购置设备以及增加各项生产投入的费用越多,因而高财务柔性企业比中低财务柔性企业的费用粘性更严重。

表3 制造业企业费用粘性的存在性回归结果(N=14 622)

变量	(1)	(2)
	<i>LnExpense</i>	<i>LnExpense</i>
<i>LnSale</i>	0.9780*** (0.0041)	0.9850*** (0.0042)
<i>LnSale</i> × <i>D</i>	-0.0485*** (0.0098)	-0.0765*** (0.0290)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Decre</i>		0.0104 (0.0184)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Eint</i>		0.0283* (0.0167)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Aint</i>		-0.0105*** (0.0041)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>GDP</i>		0.0081** (0.0032)
<i>Decre</i>		-0.0133*** (0.0040)
<i>Aint</i>		-0.0033*** (0.0010)
<i>Eint</i>		0.0036* (0.0020)
<i>GDP</i>		0.0022*** (0.0004)
<i>Size</i>		0.00503*** (0.0016)
<i>Dual</i>		-0.0020 (0.0026)
<i>Soe</i>		0.0020 (0.0043)
<i>Roa</i>		-0.3740*** (0.0159)
<i>Meeting</i>		-0.0005* (0.0003)
常数项	0.00644*** (0.0011)	-0.1000*** (0.0373)
<i>R</i> ²	0.894	0.899

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著,括号内为*T*值,下同。

(四) 稳健性检验

为验证结论的可靠性,将从以下两个方面进行稳健性检验,分别为:(1)缩小样本量。将研究的时间范围取 2015—2020 年进行回归分析,由 $\text{LnSale} \times D \times FF$ 系数为 -1.391 且在 1% 的水平上显著,得出结论与前文保持一致。(2)参考梁上坤等的研究方法,^[19]在已构建的模型的基础上加入三个与费用粘性相关的控制变量,参照孔玉生,王雄元等的研究,^[20,21]加入独董比例(*Rinde*)、董事会规模(*Bsize*)和前十大股东持股(*Shrhfd10*)三个控制变量进行多元回归分析,最终得出 $\text{LnSale} \times D \times FF$ 系数为 -0.562 系数为负且在 5% 的水平上显著,进一步验证了制造业企业财务柔性对费用粘性的增强作用。由于篇幅有限,稳健性检验结果未在文中列示,留存备索。

(五) 异质性检验

1. 财务柔性、产权性质与费用粘性。由于监管机制以及监管程度的差异,不同产权性质的企业财务柔性对费用粘性的影响可能存在差异,马永强和张泽南通过实证检验得出在金融危机冲击下国有企业费用粘性增强,非国有控股公司费用粘性现象减弱;^[22]胡磊等采用双重差分模型得出国有企业的监管改革可以有效提高销售利润率和资产利润率^[23]。与此同时,齐震等通过理论分析得出渐进式转型经济中监管体制改革与转型国家市场竞争程度的提高可以减缓监管俘获风险,进而降低国有企业的费用粘性现象。^[24]因此,进一步探究制造业企业不同产权性质下财务柔性对费用粘性的影响程度。表 5 第(1)列和第(2)列分别列示了国有企业与非国有企业财务柔性对费用粘性的影响,由 $\text{LnSale} \times D \times FF$ 系数可知,相较于国有企业,非国有企业财务柔性对费用粘性的影响更敏感,究其原因在于非国有企业中税收优惠政策对研发投入的影响大于国有企业,^[25]企业通过增大研发投入进而增强了非国有制造业上市公司费用粘性。

2. 财务柔性、资产专用性与费用粘性。企业的部分厂房、生产线、机器设备等是为生产单一或部分产品而建造、购买,因而具有一定的专用性。由于资产专用性在不同制造业企业中存在差异,因此,基于企业投资的角度研究不同资产专用程度下,制造业财务柔性对费用粘性的影响。借鉴王竹泉对资产专用程度的衡量方法,^[26]以固定资产净值、在建工程、无形资产和长期待摊费用之和与企业总资产的比值衡量企业资产专用性,以中位数将其分为强资产专用性与弱资产专用性。回归结果如表 5 所示,列(3)和列

表 4 制造业企业财务柔性对费用粘性的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本 <i>LnExpense</i>	高财务柔性组 <i>LnExpense</i>	中低财务柔性组 <i>LnExpense</i>
<i>LnSale</i>	0.986 0*** (0.004 2)	0.985 0*** (0.005 1)	0.982 0*** (0.008 9)
<i>LnSale</i> × <i>D</i>	-0.060 5** (0.029 4)	-0.059 3* (0.035 7)	-0.034 8 (0.058 0)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>FF</i>	-0.676 0*** (0.274 0)		
<i>FF</i>	0.065 1*** (0.0224)		
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Decre</i>	0.006 3 (0.018 4)	0.003 4 (0.022 3)	-0.028 3 (0.036 6)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Eint</i>	0.028 2* (0.016 7)	0.043 7** (0.020 8)	-0.033 0 (0.031 6)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Aint</i>	-0.010 8*** (0.004 1)	-0.0187*** (0.005 1)	0.0040 (0.007 6)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>GDP</i>	0.007 5** (0.0032)	0.008 4** (0.003 9)	0.003 3 (0.006 8)
<i>Decre</i>	-0.013 7*** (0.004 0)	-0.014 0*** (0.004 7)	-0.016 1* (0.008 4)
<i>Eint</i>	0.004 2** (0.002 0)	0.005 4** (0.002 5)	0.000 1 (0.004 1)
<i>Aint</i>	-0.003 9*** (0.001 1)	-0.002 4* (0.001 3)	-0.006 5*** (0.002 2)
<i>GDP</i>	0.002 2*** (0.000 4)	0.002 1*** (0.000 5)	0.002 5** (0.001 0)
<i>Size</i>	0.005 8*** (0.001 6)	0.003 9** (0.001 9)	0.008 1** (0.003 7)
<i>Dual</i>	-0.002 2 (0.002 6)	-0.002 3 (0.003 0)	-0.003 3 (0.006 0)
<i>Soe</i>	0.002 7 (0.004 3)	0.001 9 (0.005 3)	0.003 5 (0.009 2)
<i>Roa</i>	-0.386 0*** (0.016 1)	-0.409 0*** (0.019 9)	-0.313 0*** (0.031 6)
<i>Meeting</i>	-0.000 5* (0.000 3)	-0.000 5 (0.000 3)	-0.000 5 (0.000 6)
常数项	-0.117 0*** (0.037 5)	-0.073 4 (0.045 2)	-0.171 0** (0.086 3)
<i>N</i>	14 622	11 427	3 195
<i>R</i> ²	0.899 0	0.888 0	0.922 0

(4)分别为强资产专用性企业与弱资产专用性企业财务柔性对费用粘性的影响,由列(3) $\text{LnSale} \times D$ 、 $\text{LnSale} \times D \times FF$ 的系数及其显著性水平可知,强资产专用性企业费用粘性现象依然存在,而财务柔性对其费用粘性没有显著影响。由列(4) $\text{LnSale} \times D \times FF$ 系数为-1.1073且在1%的水平上显著,可知财务柔性对弱资产专用性企业费用粘性的增强作用更显著。原因在于虽然强资产专用性的固定资产、厂房、机器设备等变现能力差,但企业将资金投入资产专用性强的部门中,在显著提高企业的经营业绩的同时抑制了机会主义行为,^[27]缓解了由管理层的经营行为产生的费用粘性^[28]。因此,相对于强资产专用性的企业,弱资产专用性的企业财务柔性对费用粘性的促进作用更显著。

表5 异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业 <i>LnExpense</i>	非国有企业 <i>LnExpense</i>	资产专用性强 <i>LnExpense</i>	资产专用性弱 <i>LnExpense</i>
<i>LnSale</i>	0.9880*** (0.0060)	0.9860*** (0.0056)	0.9803*** (0.0059)	0.9940*** (0.0064)
<i>LnSale</i> × <i>D</i>	0.0039 (0.0452)	-0.0889** (0.0382)	-0.0900** (0.0434)	-0.0590* (0.0430)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>FF</i>	-0.1790 (0.4470)	-0.6590* (0.3410)	-0.4751 (0.4400)	-1.1073*** (0.3819)
<i>FF</i>	0.0840** (0.0366)	0.0977*** (0.0261)	0.0929** (0.0424)	0.0202 (0.0305)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Decre</i>	-0.0443* (0.0254)	0.0329 (0.0250)	0.0635** (0.0255)	-0.0208 (0.0275)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Eint</i>	-0.0059 (0.0220)	0.0370 (0.0235)	0.0490** (0.0218)	0.0282 (0.0273)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>Aint</i>	-0.0183*** (0.0059)	-0.0115** (0.0054)	-0.0111* (0.0058)	-0.0145*** (0.0061)
<i>LnSale</i> × <i>D</i> × <i>GDP</i>	0.0050 (0.0048)	0.0108** (0.0043)	0.0039 (0.0047)	0.0127*** (0.0048)
<i>Decre</i>	-0.0251*** (0.0053)	-0.0059 (0.0055)	-0.0098* (0.0051)	-0.0148** (0.0062)
<i>Aint</i>	-0.0019* (0.0011)	-0.0054*** (0.0014)	0.0002 (0.0016)	-0.0064*** (0.0016)
<i>Eint</i>	0.0015 (0.0017)	0.0050 (0.0030)	0.0037 (0.0028)	0.0044 (0.0036)
<i>GDP</i>	0.0009* (0.0005)	0.0030*** (0.0007)	0.0023*** (0.0006)	0.0018** (0.0007)
<i>Size</i>	0.0028*** (0.0010)	0.0098*** (0.0023)	0.0048** (0.0023)	0.0054** (0.0026)
<i>Dual</i>	-0.0078** (0.0034)	-0.0010 (0.0033)	-0.0034 (0.0035)	-0.0057 (0.0041)
<i>Soe</i>	0.0000 —	0.0000 —	-0.0082 (0.0056)	0.0198*** (0.0075)
<i>Roa</i>	-0.2590*** (0.0207)	-0.4040*** (0.0211)	-0.4197*** (0.0213)	-0.3750*** (0.0264)
<i>Meeting</i>	-0.0008*** (0.0003)	-0.0003 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0003 (0.0004)
常数项	-0.0484** (0.0242)	-0.2040*** (0.0541)	-0.1035* (0.0538)	-0.1042* (0.0618)
<i>N</i>	5248	9374	7238	7236
<i>R</i> ²	0.9160	0.8900	0.9007	0.8998

五、制造业企业财务柔性对费用粘性的影响路径研究

由以上回归分析可知财务柔性增强了制造业企业费用粘性,回顾以往研究,影响费用粘性的作用路径主要包括调整成本、代理冲突以及管理层乐观预期三条路径。将进一步从影响费用粘性的三条路径出发,研究企业财务柔性对费用粘性的影响机理。为验证财务柔性是否通过调整成本路径影响制造业费用粘性,借鉴姚泳西等的研究方法,^[29]以 SA 指数作为衡量融资约束的指标,其值越大表明企业受到融资约束越小。若财务柔性通过该路径增强我国制造业费用粘性,则 $\text{LnSale} \times D \times FF \times SA$ 系数应显著为正。为验证财务柔性是否通过管理层乐观预期路径影响我国制造业费用粘性,借鉴周兵和钟廷勇等的做法以收入连续下降 (*Decre*) 哑变量来衡量制造业企业管理层乐观预期,^{[12]60} $\text{Decre} = 1$ 代表管理层认为收入下降只是暂时的,对未来生产经营持乐观预期,反之为悲观预期。若财务柔性通过该路径增强我国制造业费用粘性,则 $\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{Decre}$ 系数应显著为负。为验证财务柔性是否通过代理冲突路径影响我国制造业费用粘性,借鉴梁上坤等以机构投资者持股 (*share*) 来衡量制造业企业代理冲突的指标,^[30]认为机构投资者持股比例的增加会抑制企业费用粘性现象产生,加入 $\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{share}$ 来进一步验证财务柔性是否会通过代理冲突路径影响费用粘性,若财务柔性通过代理冲突路径增强制造业企业费用粘性,则 $\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{share}$ 系数应显著为正。

表 6 列(1)为验证调整成本路径对财务柔性与费用粘性关系的多元回归结果,由 $\text{LnSale} \times D \times FF \times SA$ 系数为 3.408 0 且在 1%的水平上显著可知,在融资约束较大的企业,财务柔性对费用粘性的增强作用越小,在融资约束较小的企业,财务柔性对费用粘性的增强作用越大,进而得出财务柔性通过调整成本路径增强制造业企业费用粘性。列

表 6 制造业企业财务柔性对费用粘性的影响路径分析(N=14 622)

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>LnExpense</i>	<i>LnExpense</i>	<i>LnExpense</i>
<i>lnSale</i>	0.9860*** (0.0042)	0.9860*** (0.0042)	0.9860*** (0.0042)
$\text{LnSale} \times D$	-0.0354 (0.0300)	-0.0649** (0.0295)	-0.0382 (0.0307)
$\text{LnSale} \times D \times FF$	12.0200*** (3.0690)	-0.2810 (0.3360)	-0.6650** (0.2740)
$\text{LnSale} \times D \times FF \times SA$	3.4080*** (0.8210)		
$\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{Decre}$		-0.9930** (0.4890)	
$\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{share}$			-0.0816** (0.0323)
<i>FF</i>	0.0727*** (0.0225)	0.0671*** (0.0224)	0.0633*** (0.0224)
$\text{LnSale} \times D \times \text{Decre}$	0.0080 (0.0184)	0.0233 (0.0202)	0.0076 (0.0184)
$\text{LnSale} \times D \times \text{Eint}$	0.0269 (0.0167)	0.0276* (0.0167)	0.0270 (0.0167)
$\text{LnSale} \times D \times \text{Aint}$	-0.0108*** (0.0041)	-0.0108*** (0.0041)	-0.0113*** (0.0041)
$\text{LnSale} \times D \times \text{GDP}$	0.0042 (0.0033)	0.0073** (0.0032)	0.0093*** (0.0033)
<i>Decre</i>	-0.0136*** (0.0040)	-0.0138*** (0.0040)	-0.0136*** (0.0040)
<i>Eint</i>	0.0040** (0.0020)	0.0042** (0.0020)	0.0041** (0.0020)
<i>Aint</i>	-0.0040*** (0.0011)	-0.0038*** (0.0011)	-0.0039*** (0.0011)
<i>GDP</i>	0.0042 (0.0004)	0.0073** (0.0004)	0.0093*** (0.0004)
<i>Size</i>	0.0055*** (0.0016)	0.0058*** (0.0016)	0.0057*** (0.0016)
<i>Dual</i>	-0.0020 (0.0026)	-0.0022 (0.0026)	-0.0021 (0.0026)
<i>Soe</i>	0.0030 (0.0043)	0.0026 (0.0043)	0.0024 (0.0043)
<i>Roa</i>	-0.3870*** (0.016)	-0.3860*** (0.0161)	-0.3870*** (0.0161)
<i>Meeting</i>	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)
常数项	-0.1110*** (0.0375)	-0.1170*** (0.0375)	-0.1140*** (0.0375)
R^2	0.8990	0.8990	0.8990

(2)为验证管理层乐观预期对财务柔性 \times 费用粘性关系的多元回归结果,可知 $\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{Decre}$ 系数为 -0.993 且在 5% 的水平上显著,表明当管理层对未来处于乐观预期时,财务柔性对费用粘性的影响更强,说明财务柔性通过管理层乐观预期路径进而增强制造业企业费用粘性,与刘嫦等基于全部 A 股上市公司研究的财务柔性对费用粘性的作用路径得出的结论不同^[31]。产生这一差异的原因主要是现阶段我国制造业生产率增长的来源更多是企业成长,其增长空间不断缩小^[32]。而管理层将生产率的增长全部归功于企业经营效率的提高因而产生乐观预期,进而影响制造业企业费用粘性。列(3)为检验代理冲突路径对财务柔性 \times 费用粘性关系的多元回归结果, $\text{LnSale} \times D \times FF \times \text{share}$ 系数为负且在 5% 的水平上显著,拒绝了财务柔性通过代理冲突路径增强公司费用粘性的观点。

六、进一步研究

随着我国经济进入新常态,制造业企业需要保持一定的财务柔性以应对风险、把握投资机会,而财务柔性同时通过加剧代理问题导致非效率投资,当企业投资于净现值为负的项目时,企业的边际收益低于边际成本,非效率投资加大了企业的沉没成本进而产生费用粘性。^[33]由此进一步探讨我国制造业上市公司财务柔性是否会通过增大非效率投资进而产生费用粘性。借鉴陈效东对非效率投资指标的衡量,^[34]构建模型(3)计算企业非效率投资指标:

$$\text{Inv}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \gamma_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \gamma_4 \text{Age}_{i,t-1} + \gamma_5 \text{Size}_{i,t-1} + \gamma_6 \text{Ret}_{i,t-1} + \gamma_7 \text{Inv}_{i,t-1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon, \tag{3}$$

其中: Growth 为企业成长机会,以托宾 Q 表示; Lev 为企业财务杠杆率,以资产负债率表示; Cash 表示企业现金流状况,用经营活动产生的现金流量净额/年初总资产表示; Age 为公司年龄; Size 为公司规模; Ret 为公司股票收益率,用考虑现金红利再投资的个股回报率表示; $\text{Inv}_{i,t-1}$ 表示企业上年新增投资支出。对模型(3)进行 OLS 回归,求得模型残差,以残差衡量企业非效率投资程度,值越大表明企业非效率投资程度越大。为检验非效率投资在财务柔性与成本粘性间的中介效应,借鉴温忠麟的中介效应检验构建模型(4)与模型(5):

$$\text{IINV}_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{FF}_{i,t} + \sum \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \tag{4}$$

$$\begin{aligned} \text{LnExpense}_{i,t} = & \varphi_0 + \varphi_1 \text{LnSale}_{i,t} + \varphi_2 \text{LnSale}_{i,t} \times D_{i,t} + \varphi_3 \text{LnSale}_{i,t} \times D_{i,t} \times \text{EconVars}_{i,t} + \\ & \varphi_4 \text{LnSale}_{i,t} \times D_{i,t} \times \text{FF}_{i,t} + \varphi_5 \text{FF}_{i,t} + \varphi_6 \text{LnSale}_{i,t} \times D_{i,t} \times \text{IINV}_{i,t} + \\ & \varphi_7 \text{IINV}_{i,t} + \sum \text{EconVars}_{i,t} + \sum \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t}. \end{aligned} \tag{5}$$

非效率投资的中介效应回归结果如表 7 所示,其中列(1)为模型(4)的回归结果,由财务柔性系数为 0.0397 且在 10% 的水平上显著,可知财务柔性增强了制造业企业非效率投资程度。列(2)为模型(5)的

表 7 中介效应检验(N=13 174)

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	IINV	Ln.roense		IINV	Ln.roense
FF	0.0397 *	0.0751 ***	$\text{LnSale} \times D \times \text{IINV}$		0.0119
	(0.0217)	(0.0265)			(0.0690)
LnSale		0.9937 ***	IINV		-0.0055
		(0.0046)			(0.0075)
$\text{LnSale} \times D$		-0.0654 **	常数项	0.0209 ***	-0.0423
		(0.0310)		(0.0044)	(0.0400)
$\text{LnSale} \times D \times \text{FF}$		-0.6580 **	ConVars	Yes	Yes
		(0.3014)	R ²	0.0097	0.8979

回归结果,由财务柔性 \times 收入下降交乘项系数为 -0.6580 且在 5% 的水平上显著,而表4的列(1)中财务柔性系数为 -0.6760 在 1% 的水平上显著,表明当加入非效率投资交乘项时,财务柔性的显著性由 1% 降为 5% ,说明非效率投资在财务柔性 \times 费用粘性间起部分中介作用。

七、研究结论与建议

在优化资源配置效率的诉求下,借助多元回归模型检验制造业企业费用粘性的存在性以及财务柔性 \times 费用粘性的关系。研究发现:中国制造业企业存在费用粘性现象且财务柔性对制造业企业费用粘性存在增强作用。然而,财务柔性对费用粘性的影响存在差异性,具体表现为在非国有企业、资产专用性弱的企业,这种影响更显著。财务柔性对制造业费用粘性的影响通过调整成本和管理层乐观预期两条路径实现,而非效率投资在财务柔性 \times 费用粘性间仅起部分中介作用。根据以上研究结论,提出以下建议。

一是在提高资源配置效率以及各生产要素流动性的同时关注企业费用粘性的控制,加强企业成本管理控制与责任落实,避免过于稳健的财务柔性造成企业对成本管理的松懈而产生资源配置效率的低下。二是对于资产专用性弱的企业,应加强对外信息披露,完善对资金等各项生产要素投入的监管,避免因机会主义行为产生不必要的费用支出形成费用粘性。三是企业应建立科学的投资评估体系,理性分析和预测市场发展状况,避免在财务柔性储备充足情况下对市场形势产生过于乐观的预期以及进行过度投资导致对企业资源的浪费。

参考文献:

- [1] 陈旭,邱霞.成本粘性对企业全要素生产率的影响研究[J].重庆理工大学学报(社会科学),2021,35(10).
- [2] 曾爱民,张纯,魏志华.金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2013(4):107-120.
- [3] GAMBIA A, TRIANTIS A. The value of financial flexibility[J]. The journal of finance,2008(5).
- [4] 南晓莉,张敏.政府补助是否强化了战略性新兴产业的成本粘性? [J]. 财经研究,2018(8):114-127.
- [5] 童红霞.财务柔性、非效率投资与上市公司企业价值关系研究[J].预测,2021,40(1):31-37.
- [6] 张晨,程克群.自由现金流、非效率投资与成本粘性[J].长春理工大学学报(社会科学版),2017,30(4):93-100.
- [7] ANDERSON M C, BANKER R D, JANAKIRAMAN S N. Are selling, general, and administrative costs “sticky”? [J]. Journal of accounting research,2003(1).
- [8] 宋贺,余晶晶,何德旭.风险投资、管理层过度自信与企业并购溢价[J].商业经济与管理,2022(3):27-41.
- [9] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finances, and takeovers[J]. The American economic review,1986(2):323-329.
- [10] 曾爱民,傅元略,魏志华.金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(10).
- [11] 陈艳,杨雪,李知恩.财务柔性储备对公司资本投资的影响——基于资本成本锚定观的视角[J].宏观经济研究,2018(4):140-150.
- [12] 周兵,钟廷勇,徐辉,等.企业战略、管理者预期与成本粘性——基于中国上市公司经验证据[J].会计研究,2016(7).
- [13] 杨柳,潘镇.财务柔性与企业绩效的动态关系——基于融资约束与代理成本的调节效应分析[J].经济与管理研究,2019(4):125-144.
- [14] 何熙琼,杨昌安.创新投入、高新技术资质与成本粘性[J].财会月刊,2019(10):16-24.
- [15] BYOUN S. Financial flexibility and capital structure decision [EB/OL]. [2022-10-09]. <http://ssrn.com/abstract=1108850>.
- [16] 梁上坤.媒体关注、信息环境与公司费用粘性[J].中国工业经济,2017(2):154-173.
- [17] 雷啸,唐雪松.降本增效:会计信息可比性能否降低企业成本粘性[J].现代财经(天津财经大学学报),2020(12):17-32.

- [18] 韩岚岚,李百兴.经济高质量发展会影响企业成本粘性吗?[J].中央财经大学学报,2021(10):65-76.
- [19] 梁上坤,陈冬,胡晓莉.外部审计师类型与上市公司费用粘性[J].会计研究,2015(2):79-86+94.
- [20] 孔玉生,朱乃平,孔庆根.成本粘性研究:来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2007(11):58—65
- [21] 王雄元,高开娟.客户关系与企业成本粘性:敲竹杠还是合作[J].南开管理评论,2017,20(1):132—142.
- [22] 马永强,张泽南.金融危机冲击、管理者盈余动机与成本费用粘性研究[J].南开管理评论,2013(6):70-80.
- [23] 胡磊,李震林,张强.国有企业的外部监管效应研究[J].经济评论,2020(3):118-130.
- [24] 齐震,宋立刚,何帆.渐进式转型经济中的国有企业监管:理论框架和中国实践[J].世界经济,2017(8):120-142.
- [25] 胡华夏,洪荃,肖露璐,等.税收优惠与研发投入——产权性质调节与成本粘性的中介作用[J].科研管理,2017(6):135-143.
- [26] 王竹泉,段丙蕾,王苑琢,等.资本错配、资产专用性与公司价值——基于营业活动重新分类的视角[J].中国工业经济,2017(3):120-138.
- [27] 王鲁昱,李科.供应链金融与企业商业信用融资——基于资产专用性的分析视角[J].财经研究,2022(3):154-168.
- [28] 张咏梅,穆文娟.我国煤炭上市公司成本粘性的实证研究[J].山东科技大学学报(社会科学版),2016(1):61-67.
- [29] 姚泳西,韦琳.融资约束,成本黏性,企业 R&D 投资[C]//天津市社会科学界联合会.天津市社会科学界第十四届学术年会优秀论文集:加快构建中国特色哲学社会科学 推进“五个现代化天津”建设(中).天津出版传媒集团,2018:355-366.
- [30] 梁上坤.机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J].管理世界,2018(12):133-148.
- [31] 刘嫦,孙洪锋,李丽丹.财务柔性是否强化了公司的成本粘性?[J].中央财经大学学报,2020(8):61-72.
- [32] 杨汝岱.中国制造业企业全要素生产率研究[J].经济研究,2015,50(2):61-74.
- [33] 周荃.货币政策、非效率投资与成本费用粘性[D].贵阳:贵州财经大学,2016.
- [34] 陈效东,周嘉南,黄登仕.高管人员股权激励与公司非效率投资:抑制或者加剧?[J].会计研究,2016(7):42-49+96.

The Impact of Financial Flexibility of Manufacturing Enterprises on Cost Stickiness

ZHANG Yongmei, LIU Ruiqing, ZHAO Jinkai

(College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao, Shandong 266590, China)

Abstract: Under the background of improving the efficiency of resources allocation, this paper empirically proves the existence of cost stickiness in China's manufacturing enterprises, and reveals the impact of financial flexibility on cost stickiness by taking A-share manufacturing companies listed in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2003 to 2020 as the samples. The results show that: 1) There is a real cost stickiness phenomenon in China's manufacturing enterprises, and financial flexibility significantly enhances cost stickiness of China's manufacturing enterprises; 2) Financial flexibility has more significant effect on cost stickiness in non-state-owned enterprises and enterprises with weak asset specificity, but less in state-owned enterprises and enterprises with strong asset specificity; 3) Financial flexibility of manufacturing enterprises enhances cost stickiness mainly through cost adjustment and optimistic expectation of management. Further research shows that inefficient investment plays a partial intermediary role in the relationship between financial flexibility and cost stickiness. The conclusion of this paper clarifies the influence path of financial flexibility on cost stickiness of manufacturing enterprises, which is of great significance to cost management optimization of manufacturing enterprises at present. In the future, the enterprises should strengthen their control of cost stickiness, cost management, responsibility bearing and information disclosure as well as their supervision of production inputs, such as funds. Meanwhile, the enterprises should set up a sound investment evaluation system, which will rationally analyze and properly forecast market development, and avoid overly optimistic expectations in the case of sufficient financial flexibility or avoid resources waste due to excessive investment.

Key words: financial flexibility; cost stickiness; cost adjustment; expectation of management

(责任编辑:魏 霄)