

非 CEO 高管内部治理对费用粘性的影响

仇 萌, 张俊瑞*, 王良辉

(西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049)

摘要: 供给侧改革, “三去一降一补”目标引发了关于“如何降低企业成本”的广泛讨论, 然而很少有研究考虑非 CEO 高管作为企业管理决策的重要参与者对成本费用的影响. 非 CEO 高管内部治理反映了非 CEO 高管对 CEO 自利决策的制约与平衡, 是一项自下而上的公司治理机制. 基于中国 A 股上市公司样本探讨非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性的影响, 实证研究发现, 当非 CEO 高管团队的内部治理程度更高时, 企业费用粘性降低. 当新增非 CEO 高管占比较低或 CEO 临近退休时, 非 CEO 高管的治理动机更强, 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强. 当非 CEO 高管与 CEO 薪酬比较高或非 CEO 高管兼任外部董事时, 非 CEO 高管的治理能力更强, 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强. 研究结果在进行了 DID 模型, PSM 方法, 变量替代法等一系列稳健性检验后依然成立. 研究结论为明晰非 CEO 高管内部治理机制提供了重要依据, 为优化企业资源配置提供了微观层面的经验证据.

关键词: 非 CEO 高管内部治理; 非 CEO 高管; 公司治理; 费用粘性

中图分类号: TP273

文献标识码: A

文章编号: 1000-5781(2022)03-0344-18

doi: 10.13383/j.cnki.jse.2022.03.005

Impact of internal governance of subordinate executives on expenses stickiness

Qiu Meng, Zhang Junrui*, Wang Lianghui

(School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

Abstract: The supply-side reform and the targets of excessive capacity reducing have aroused extensive discussions about ‘how to reduce corporate costs’ among the whole society. As the core part of corporate management, subordinate executives go unnoticed during these discussions. Subordinate executives internal governance, which arises from bottom-up, refers to the process through which subordinate executives provide checks and balances toward self-interest decisions of CEO. This paper, based on a sample of Chinese A-share listed companies, explores empirical evidence where managerial internal governance can affect the adjustments of expenses. This paper finds that subordinate executives internal governance can reduce expense stickiness. In addition, subordinate executives internal governance can further reduce expense stickiness when subordinate executives have stronger incentive and ability for governance. Finally, the results remain robust after a series of robustness tests such as DID model, propensity score matching method, and variable substitution. This paper sheds lights on subordinate executives internal governance and provides important implications for improving resource allocation and achieving macro policy objectives.

Key words: internal governance of subordinate executives; subordinate executive; corporate governance; expenses stickiness

收稿日期: 2021-12-05; 修订日期: 2022-05-08.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72072143; 71972152); 国家社会科学基金后期重点资助项目(20FGLA005).

* 通信作者

1 引言

成本管理是企业的重要组成部分,随着当前经济下行压力增大,供给侧改革,以及“三去一降一补”目标的提出,企业如何控制成本、降低成本成为实务界和学术界关注的焦点。传统的成本习性分析认为成本变动幅度与业务变动幅度相关,而与业务变动方向无关^[1],该观点只是基于理想生产情况进行描述,忽略了管理层在成本管理中的作用。事实上成本的费用粘性产生于公司权力组织和管理层人择行为,现代企业制度的所有权与经营权分离产生了委托-代理问题,经理人基于自身利益最大化目标所制定的企业决策可能损害所有者利益^[2,3]。如何通过发挥公司治理效应抑制成本粘性和保证企业利益,是企业在优化高管团队建设、构建公司治理体系和提升资源配置效率过程中亟需关注和探索的问题。

费用粘性反映了业务量上升时的边际费用增加量大于业务下降时的边际费用减少量这一现象,当企业向下调整承诺资源的成本幅度越大时,企业的费用粘性越严重^[4,5];当未来业务量更可能出现反弹时,企业的费用粘性增加^[6]。管理层代理问题是费用粘性产生的主要原因之一^[7]。基于对企业调整成本和未来业务量的理性判断,管理者可能刻意地在当期业务量下降时保留资源、形成费用粘性,该决策符合企业最优资源配置的要求。然而在实际中,并非所有维持费用水平的决策都源于管理者的理性权衡和客观取舍,通常存在三类引发企业费用粘性的管理者代理行为。

第一,“帝国建造”理论认为管理者存在过度扩张企业规模的机会主义动机,以此来追求更高的地位、权力、名誉和薪酬^[8]。Chen 等^[9]以企业自由现金流、经理人(chief executive officer, CEO)视野、任期和薪酬结构衡量 CEO “帝国建造”的动机强弱,发现“个人帝国”动机正向影响费用粘性。Calleja 等^[10]比较了英美德法四国的企业费用粘性,认为在公司治理水平较高的国家,企业的费用粘性更低,间接说明了“帝国建造”动机是企业费用粘性的成因之一。第二,“自大假说”认为管理者过度自信是企业致力于无效扩张的重要原因^[11]。Chen 等^[12]发现过度自信的管理者存在“好于平均”和“刻度偏差”两项心理偏差¹,因此更可能高估企业未来业务量反弹的可能性,从而增加企业费用粘性。梁上坤^[13]分别以宏观景气指数、管理层相对薪酬和持股变化反映管理者过度自信水平,发现管理者过度自信正向影响企业费用粘性。第三,管理者具有“享受安逸”的动机^[14],当企业的治理水平降低时,管理者在决策过程中会因为安于现状而选择较容易实施的决策^[15,16]。Bertrand 等^[17]研究发现在反并购法实施以后,公司治理水平下降,管理者更不倾向削减企业规模,更愿意增加职工薪酬,表明管理者偏好于以规避困难决策和支付更高薪酬换取安逸。相比向上调整承诺资源,管理者向下调整承诺资源需要付出更高的成本²,当管理者安于现状时,企业的费用更不容易得到及时削减,此时将加重企业费用粘性。综上所述,由管理者的“帝国建造”、“自大假说”以及“享受安逸”三种动机而引发的企业费用粘性不符合企业资源配置最优化的要求,将对企业的经营绩效产生负面影响。

为防范管理者的自利行为,除了董事会、薪酬契约、外部审计等发挥监督效应的公司治理机制以外,还有一种自下而上的非 CEO 高管内部治理机制在实际情景中发挥着重要的作用。非 CEO 高管内部治理是指非 CEO 高管对 CEO 代理行为实施有效制约与平衡的治理机制^[6]。这种“自下而上”的治理机制来源于高管团队中非 CEO 高管对 CEO 代理行为的治理动机与治理能力:一方面,非 CEO 高管是企业未来 CEO 的候选人,且其平均年龄比 CEO 小,相较 CEO 而言更为远视,具有监管 CEO 代理行为的动机;另一方面,非 CEO 高管是 CEO 决策的具体执行者,CEO 决策需要非 CEO 高管在实施过程中积极配合,相较其它治理机制,非 CEO 高管对 CEO 的自利决策发挥监督效应时具有信息优势,从而具有监管 CEO 代理行为的能力^[18-20]。因此,有必要探究非 CEO 高管内部治理如何影响企业运营决策。

不同于调整成本和客观预期形成的费用粘性,CEO 代理行为产生的费用粘性会对企业的资源配置和经营效率产生负面影响。那么,作为一种“自下而上”的治理机制,非 CEO 高管内部治理能否抑制代理问题产生

¹“好于平均”表示管理者高估了自身相对于其他行为人的能力水平;“刻度偏差”表示管理者高估自己的知识技能,缩小了对事情的估计范围,高估自己预测的准确性。

²如终止长期合同时需要跟供应商与客户谈判,解雇员工时需要涉及费用赔付的协商,甚至面临诉讼风险^[11,19]。

的费用粘性呢? 非 CEO 高管内部治理抑制企业费用粘性的机制是什么? 非 CEO 高管内部治理与其它公司治理机制是彼此相容还是互为排斥呢? 为解决以上问题, 本文以 2003 年~2015 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本, 构建实证回归模型对研究假设进行检验, 并通过双重差分模型、倾向匹配得分、变量替代法等稳健性方法检验了上述命题. 研究发现, 非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性起抑制作用. 进一步梳理影响机制发现, 当非 CEO 高管的治理动机、治理能力较强时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强. 具体地, 一方面新增非 CEO 高管在高管团队占比(指在 CEO 任期内加入管理层的非 CEO 高管)较低或 CEO 年龄临近退休, 非 CEO 高管具有更强的治理动机, 非 CEO 高管内部治理的强度更高, 对企业费用粘性的抑制作用更强. 另一方面非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比较高或非 CEO 高管在其它公司兼任董事时, 非 CEO 高管具有更强的治理动机, 非 CEO 高管内部治理的强度更高, 对企业费用粘性的抑制作用更强.

与已有研究相比, 本文关注了“自下而上”的内部治理机制, 为公司治理理论提供了新的研究视角. 已有文献大多关注了董事会、薪酬契约等“自上而下”的内部治理机制对高管代理行为的抑制作用^[21-22], 忽视了存在于高管团队内部的治理机制. 本文结合理论和实证分析, 表明高管团队内部存在非 CEO 高管对 CEO 代理行为的有效监管, 是对已有公司治理文献的有益补充. 本文深入高管团队内部, 丰富了费用粘性影响因素的研究. 已有高管代理行为对费用粘性影响的研究^[23-26]均忽视了在费用调整决策中非 CEO 高管对 CEO 的监管作用和动机. 本文将非 CEO 高管引入费用粘性研究中, 探究非 CEO 高管与 CEO 的互动如何影响企业费用调整策略, 为企业费用粘性的成因提供进一步的启示.

2 研究假设

CEO 对企业费用调整决策方案进行选择, 但其决策偏好可能损害股东价值; 非 CEO 高管通过调整实施决策的程度来约束 CEO 自利的决策偏好, 促使最终形成有益于股东价值的均衡状态. 从这种“自下而上”的非 CEO 高管对 CEO 制约与平衡的公司治理机制角度出发, 以治理动机与治理能力两个方面分析非 CEO 高管内部治理如何抑制企业费用粘性并提出研究假设.

2.1 非 CEO 高管内部治理与企业费用粘性

非 CEO 高管具有约束 CEO 代理行为、抑制企业费用粘性的动机. 当企业费用粘性程度过高时, 管理层未能及时调整费用决策, 将会放大企业的经营风险、加速企业的业绩下滑, 威胁企业的持续生存与发展能力^[23,24], 此时会触发非 CEO 高管对 CEO 代理行为进行制约的动机. 首先, 非 CEO 高管是下一任 CEO 的预备人选, 更重视企业的可持续发展和长期价值. Cremers 等^[27]与 Acharya 等^[7]的研究表明有 70% ~ 80% 的 CEO 继任者来自企业内部, 相似地, 杜兴强等^[28]也发现当 CEO 变更时, 其继任者更可能来自企业内部³. 由于在非 CEO 高管中很可能就有企业未来的 CEO, 而 CEO 薪酬、职位稳定性、外部任职机会等均与企业绩效相关^[29,30], 所以非 CEO 高管比现任 CEO 更加远视. 其次, 非 CEO 高管相较 CEO 而言普遍更为年轻. Acharya 等^[7]和 Jain 等^[20]均发现非 CEO 高管的平均年龄比 CEO 小 3.75 岁左右⁴. 由于年龄的差异, 相较于 CEO, 非 CEO 高管的未来薪酬占职业生涯财富总额的比重更高, 换言之, 非 CEO 高管职业生涯的财富创造更依赖于企业未来的业绩表现^[17], 事实上已有文献以管理者年龄较小作为其远视的替代变量^[31-33]. 因此, 更为远视、更为年轻的非 CEO 高管具有约束 CEO 代理行为、抑制企业费用粘性的动机.

同时, 非 CEO 高管有能力约束 CEO 代理行为、抑制企业费用粘性. 首先, 非 CEO 高管在企业运营过程中参与度很高, 具有信息优势^[34]. Graham 等^[35]通过问卷调查发现, 仅 15% 的受访者表示 CEO 是企业资源调整的唯一决策者, 即大多数受访者认为非 CEO 高管参与了企业资源配置决策. 另一方面, 费用调整决策相关信息贯穿于企业内部运营过程, 决策实施者非 CEO 高管更具有有效监管的信息基础^[36]. 与由外及内的治理机制相比, 非 CEO 高管相较于独立董事、外部审计等更具有显著的信息优势. 同样地, 与由上至下的治理机制相比, 非 CEO 高管比股东大会、董事会等对 CEO 费用决策进行直接监管的成本更低. 因此, 非 CEO 高

³ 本文的研究显示, 样本企业从内部选聘 CEO 的占比高达 72.3%.

⁴ 本文的研究显示, 样本企业 CEO - 非 CEO 高管的平均年龄差距约为 2.4 岁.

管内部治理比其它公司治理机制更能直接有效监管代理行为产生的费用粘性。其次, CEO 在进行费用调整时需要非 CEO 高管的配合。虽然 CEO 是费用调整的最终决策者, 但是实施费用调整却大多属于各非 CEO 高管的职能领域^[18]。Aghion 等^[37]的研究表明非 CEO 高管对管辖范围内的职能部门具有更强的信息优势, 进而对费用调整的实施具有实际决定权。如市场营销部门的高管负责广告费、展览费的调整, 人力资源部门的高管负责人员调动及薪酬调整。最后, CEO 的薪酬与福利水平受非 CEO 高管努力程度的影响。已有研究发现当 CEO 偏好决策与非 CEO 高管利益不一致时, 非 CEO 高管会降低努力程度, 从而降低了企业的现金流创造以及 CEO 的薪酬水平^[7,38]。当 CEO 预测到自利的决策可能降低非 CEO 高管努力程度时, CEO 会选择更加理性的决策^[34]。因此, 虽然 CEO 可能出于自利动机增加费用粘性, 但预测到非 CEO 高管的工作热情将受到打击, CEO 更可能按照调整成本和业务量预期进行客观的费用调整。

综上所述, 非 CEO 高管有动机和能力去约束 CEO 的“机会主义行为”, 降低企业费用粘性。故提出下面的假设 1。

假设 1 非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性起抑制作用。

2.2 非 CEO 高管内部治理强度与企业费用粘性

正如已有研究指出的那样, 非 CEO 高管内部治理的强度受非 CEO 高管治理动机和治理能力两个方面的影响^[18]。据此, 从非 CEO 高管治理动机与治理能力两个视角, 探讨非 CEO 高管内部治理强度对企业费用粘性的调节作用并提出研究假设。

2.2.1 基于非 CEO 高管治理动机视角的研究假设

基于非 CEO 高管治理动机视角, 选择新增非 CEO 高管在高管团队占比(指在 CEO 任期内加入管理层而非 CEO 高管)和 CEO 年龄临近退休两个替代变量, 分析非 CEO 高管治理动机影响非 CEO 高管内部治理强度, 据此分别提出假设。

当新增非 CEO 高管在管理层团队中的占比更低时, 非 CEO 高管的治理动机越强, 反之新增非 CEO 高管在管理层团队中的占比更高时, 非 CEO 高管的治理动机越弱^[39]。Coles 等^[40]提出了“新增董事”(即 CEO 任期内新聘非 CEO 高管), 并发现新增董事占比越高, 董事会的监督动机越弱。Khanna 等^[41]进一步提出“新增高管”的概念, 并发现新增董事和新增高管的占比越高, 管理层成员对 CEO 的监管动机越弱, 企业违规行为发生的概率越高。借鉴这些研究, 以新增非 CEO 高管占比来反映非 CEO 高管对 CEO 代理行为的治理动机具有合理性。当新增非 CEO 高管在高管成员中占比更低时, 非 CEO 高管具有更强的治理动机, 非 CEO 高管内部治理的强度更高, 对企业费用粘性的抑制作用更强。故提出下面的假设 2.1。

假设 2.1 当新增非 CEO 高管占比较低时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强。

当 CEO 越是临近退休时, 非 CEO 高管的治理动机越强。CEO 在临近退休时更为短视, 其对企业长期价值的关注度下降, 将引发更多的代理问题^[31-32]。李培功等^[42]认为随着 CEO 预期任期缩短, CEO 牺牲股东长远利益进行自利性投资的动机增强, 可能导致企业过度投资。谢获宝等^[24]发现即将离任的 CEO 会增加寻求自我补偿的机会主义行为, 导致企业费用粘性加重。

CEO 代理行为导致的费用粘性使成本费用支出偏离最优配置水平, 损害企业长期利益。由于非 CEO 高管更为远视^[32], 对企业长期价值的关注程度更高, 因此当 CEO 临近退休时, 非 CEO 高管的治理动机更强。此外, Acharya 等^[7]认为当 CEO 临近退休时, 非 CEO 高管成为 CEO 继任者的等候期更短、可能性更大, 此时非 CEO 高管具有更强的治理动机。故提出下面的假设 2.2。

假设 2.2 当 CEO 临近退休时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强。

2.2.2 基于非 CEO 高管治理能力视角的研究假设

基于非 CEO 高管的治理能力视角, 选择非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比、非 CEO 高管在其它公司兼任董事两个替代变量, 来分析非 CEO 高管治理能力影响非 CEO 高管内部治理强度, 并探讨非 CEO 高管内部治理强度对费用粘性的抑制作用, 据此分别提出假设。

当非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比越高时, 非 CEO 高管的治理能力越强。薪酬水平通常反映了经理人

市场上高管的外部机会薪酬,一定程度上可以表征高管的个人价值以及在公司内部的影响力^[18,43]. Feng 等^[44]发现相对薪酬较高的 CEO 更有能力迫使财务总监进行重大的会计信息操纵. Bebchuk 等^[45]发现 CEO 薪酬占比越高的公司存在越严重的代理问题,表现为企业绩效下滑、并购效率降低、CEO 离职-业绩敏感性减弱等一系列现象,这也表明 CEO 相对薪酬可以反映 CEO 在企业内部的影响力及寻租能力. 类似地, Cheng 等^[18]使用非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比来表示非 CEO 高管的相对影响力. 因此,当非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比越高时,非 CEO 高管的治理能力越强,非 CEO 高管内部治理的强度更高. 故提出如下假设 3.1.

假设 3.1 当非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比较高时,非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强.

当非 CEO 高管在其它公司兼任董事时,非 CEO 高管的治理能力越强. Finkelstein^[43]和 Masulis 等^[46]发现高管在其它公司兼任董事能够反映高管的权力和地位,这些高管在企业中更具影响力且更可能成为 CEO 候选人. 陈运森^[47]认为独立董事在其它公司兼任董事的数量越多时,其非正式权力越大、具有更高的声誉和更多的潜在任职机会,这类董事不会过分担心因得罪管理层而失去职位,对 CEO 的代理行为具有更高的监管能力. 因此,当非 CEO 高管在其它公司兼任董事时,非 CEO 高管的治理能力越强,非 CEO 高管内部治理的强度更高. 故提出下面的假设 3.2.

假设 3.2 当非 CEO 高管在其它公司兼任董事时,非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强.

3 研究设计

3.1 样本选择

研究样本选取 2003 年~2015 年我国深沪两市的 A 股上市公司,上市公司财务数据来自于国泰安数据库. 参照 Anderson 等^[48]筛选方法对样本进行如下清理: 1) 根据中国证券监督管理委员会上市公司行业分类标准,剔除金融业上市公司的样本; 2) 剔除 *ST, ST, PT 公司的样本; 3) 剔除有明显错误信息的样本,如总资产或者销售收入为零或者为负等; 4) 剔除当年销售管理费用之和大于销售收入的样本; 5) 剔除不能满足至少连续两年有销售收入和销售管理费用数据的样本; 6) 剔除相关变量数据缺失的样本. 经过以上筛选程序,最终得到 16 379 个公司年份样本.

3.2 变量定义与模型设计

文中定义了下列变量,用于构建模型.

$SGA_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的销售费用和管理费用之和.

$SGA_change_{i,t}$ 为公司 i 销售管理费用变化的代理变量,以 t 年销售管理费用($SGA_{i,t}$)与 $t-1$ 年销售管理费用($SGA_{i,t-1}$)比值的自然对数来衡量.

$REVEN_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的主营业务收入.

$REVEN_change_{i,t}$ 为公司 i 主营业务收入变化的代理变量,以 t 年主营业务收入($REVEN_{i,t}$)与 $t-1$ 年销售管理费用($REVEN_{i,t-1}$)比值的自然对数来衡量.

$DEG_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的主营业务收入较 $t-1$ 年下降,取 1, 否则取 0.

$MIG1_{i,t}$ 为公司 i 的 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异,如式(2)所示.

$MIG2_{i,t}$ 为经行业/年份调整后的 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异,如式(3)所示.

$SUG_{i,t}$ 表示公司 i 的主营业务收入是否连续两年下降, $SUG_{i,t} = 1$ 表示下降, 否则 $SUG_{i,t} = 0$.

$GDP_{i,t}$ 为公司 i 所在地区 t 年的国民生产总值增长率衡量.

$AI_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年总资产与主营业务收入的比值,取对数形式.

$EI_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年员工数量与主营业务收入的比值(以万元为单位),取对数形式.

$INCEN1$ 表示新增非 CEO 高管的占比(CO_EXE), $INCEN1 = 1$ 表示占比低于行业/年份中位数,否

则 $INCEN1 = 0$.

$INCEN2$ 表示当 CEO 年龄(CEO_AGE)是否大于行业/年份中位数, 若是, 则 $INCEN2 = 1$, 若否, 则 $INCEN2 = 0$.

$INFLU1$ 表示非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比(REL_COM)是否高于行业/年份中位数, 若是, 则 $INFLU1 = 1$, 若否, 则取 $INFLU1 = 0$.

$INFLU2$ 表示非 CEO 高管是否兼任其它公司董事(OTH_BOA), 若 $INFLU1 = 1$ 表示兼任, 否则 $INFLU1 = 0$.

为了检验假设 1, 以企业销售管理费用变化比值取对数(SGA_change)作为因变量, 主营业务收入变化比值对数(REVEN_change)为自变量, 由于假设 1 讨论非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性的影响, 因此根据既有研究, 加入主营业务收入是否下降的虚拟变量(DEG)和 REVEN_change 的交互项检验企业是否存在费用粘性. 在前者交互项再加入非 CEO 高管内部治理变量(MIG)的交互项, 建构如下回归模型

$$\begin{aligned} SGA_change_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 REVEN_change_{i,t} + \beta_2 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} + \\ & \beta_3 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times MIG_{i,t} + \beta_4 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times SUC_{i,t} + \\ & \beta_5 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times GDP_{i,t} + \beta_6 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times AI_{i,t} + \\ & \beta_7 DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times EI_{i,t} + YearFixedeffect + IndustryFixedeffect + \epsilon_{i,t}, \quad (1) \end{aligned}$$

其中 $SGA_change_{i,t}$ 为公司 i 销售管理费用变化的代理变量, 以 t 年销售管理费用 $SGA_change_{i,t}$ 与 $t-1$ 年销售管理费用 $SGA_change_{i,t-1}$ 比值的自然对数来衡量. $REVEN_change_{i,t}$ 为公司 i 主营业务收入的代理变量, 以 t 年主营业务收入 $REVEN_change_{i,t}$ 与 $t-1$ 年主营业务收入 $REVEN_change_{i,t-1}$ 比值的自然对数来衡量; $DEG_{i,t}$ 为虚拟变量表示主营业务收入是否下降, 即当本年主营业务收入低于上年主营业务收入时取 1, 否则取 0. 具体地, $DEG_{i,t}$ 取 0 表示 t 年主营业务收入较 $t-1$ 年未下降, 此时主营业务收入每增加 1%, 销售管理费用增加 $\beta_1\%$; $DEG_{i,t}$ 取 1 表示 t 年相较 $t-1$ 年主营业务收入下降, 此时主营业务收入每降低 1%, 销售管理费用降低 $(\beta_1 + \beta_2)\%$. 当费用在业务量上升时的边际增加量(β_1)大于费用在业务量下降时的边际减少量($\beta_1 + \beta_2$), 即模型(1)中的 β_2 为负, 表明样本企业普遍存在费用粘性.

$MIG_{i,t}$ 非 CEO 高管内部治理程度, 采用两种衡量方式, 首先, 参照 Jain 等^[19]和 Cheng 等^[18], 使用 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异($MIG1$)衡量高管内部治理程度, 即

$$MIG1_{i,t} = CEO_AGE_{i,t} - SUD_AGE_{i,t}, \quad (2)$$

其中 $CEO_AGE_{i,t}$ 为 t 时期公司 i 的 CEO 年龄, $SUD_AGE_{i,t}$ 为 t 时期公司 i 的非 CEO 高管的平均年龄.

其次, 为了控制年份和行业因素对该差异的影响, 还使用了经行业/年份调整后的年龄差异($MIG2$)作为非 CEO 高管内部治理的另一个衡量指标, 即

$$MIG2_{i,t} = MIG_{i,t} - INDUSTRY_MIG_{j,t}, \quad (3)$$

其中 $INDUSTRY_MIG_{j,t}$ 表示 t 时期 j 行业内所有样本公司 CEO 年龄与非 CEO 高管平均年龄的差距.

若回归方程(1)中变量 $DEG_{i,t} \times REVEN_change_{i,t} \times MIG_{i,t}$ 的系数 β_3 为正, 则意味着非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性存在抑制作用从而验证假设 1.

假设 2.1 和假设 2.2 主要讨论非 CEO 高管治理动机强弱程度不同, 是否会对非 CEO 高管内部治理与企业费用粘性的关系产生影响, 因此构建两类表示非 CEO 高管治理动机强弱的虚拟变量($INCEN1$, $INCEN2$). 首先针对假设 2.1, 参照文献[34, 40, 41], 使用新增非 CEO 高管的占比(CO_EXE)表示非 CEO 高管的治理动机, 该比例越高, 非 CEO 高管的治理动机越弱, 比例越低, 非 CEO 高管治理动机越强. 当该比例低于行业/年份中位数时, $INCEN1$ 取 1, 否则取 0. 其次针对假设 2.2, 参照文献[19], 使用 CEO 临近退休(CEO_HOR)表示非 CEO 高管的治理动机. 当 CEO 临近退休时, 其决策中的代理问题越严重^[24, 42], 此时非 CEO 高管具有

更强的治理动机. 当 CEO 年龄大于其行业/年份中位数时, 非 CEO 高管具有较强的治理动机, INCEN2 取 1, 否则取 0.

假设 3.1 和假设 3.2 主要讨论非 CEO 高管治理能力强弱程度不同, 是否会对非 CEO 高管内部治理与企业费用粘性的关系产生影响, 因此构建两类表示非 CEO 高管治理能力强弱的虚拟变量(INFLU1, INFLU2). 首先针对假设 3.1, 参照文献[18], 使用非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比表示非 CEO 高管的治理能力, 薪酬能够反映高管在企业中的权力和地位^[43,45], 因此当非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比更高时, 表明非 CEO 高管具有较强的治理能力, 该比值高于行业/年份中位数时 INFLU1 取 1, 否则取 0. 其次针对假设 3.2, 使用非 CEO 高管是否兼任其它公司董事反映非 CEO 高管的治理能力, Finkelstein^[43]和 Masulis 等^[46]发现董事兼任能够反映高管的权力和地位, 因此兼任其它公司董事的非 CEO 高管的治理能力更强, 此时 INFLU2 取 1, 否则取 0.

此外, 在回归方程(1)中还选取了以下四个变量作为控制变量, 分别为: 1) 主营业务收入连续两年下降(记为 $SUC_{i,t}$), 该变量为虚拟变量, 当公司 i 的主营业务收入连续两年下滑时该变量取 1, 否则取 0; 2) 经济增长率(记为 $GDP_{i,t}$), 用公司 i 所在地区 t 年的国民生产总值增长率衡量; 3) 企业资产密集度(记为 $AI_{i,t}$), 用公司 i 在 t 年总资产与主营业务收入之间的比值表示; 4) 企业员工密集度(记为 $EL_{i,t}$), 用公司 i 在 t 年员工数量与主营业务收入(以万元为单位)之间的比值表示.

4 实证结果及分析

4.1 描述性统计

描述性统计结果见表 1~表 3. 由表 1 可知, 销售管理费用(SGA)的均值为 4.219 亿元(中位数为 1.577 亿元), 主营业务收入(REVEN)的均值为 45.375 亿元(中位数为 12.660 亿元), 销售管理费用占年主营业务收入比例的均值为 0.183(中位数为 0.128).

表 1 销售管理费用和主营业务收入分布的描述性统计

Tabel 1 Descriptive statistics of sales management expenses and main business income

变量	均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数
SGA	4.219	8.623	0.751	1.577	3.559
REVEN	45.375	109.947	5.206	12.660	32.705
SGA/REVEN	0.183	0.195	0.078	0.128	0.207

从表 2 可以看出, 当年主营业务收入相较上年主营业务收入出现下降的样本企业占总观测样本的 30.5%, 当年销售管理费用相较上年销售管理费用出现下降的样本企业占总样本数量的 26.3%, 表明至少有一部分主营业务收入下降的样本企业并没有调减相应的销售管理费用. 在销售管理费用出现下降的企业中, 降幅的平均值为 20.4%(中位数为 12.0%). 在主营业务收入出现下降的企业中, 降幅的平均值为 19.9%(中位数为 10.5%), 表明样本企业普遍存在费用粘性.

表 2 销售管理费用和主营业务收入波动的描述性统计

Tabel 2 Descriptive statistics of sales management expenses and main business income fluctuations

变量	当年较上年下降的样本占比	下降幅度				
		均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数
SGA-change	0.263	0.204	0.485	0.039	0.120	0.289
REVEN-change	0.305	0.199	0.575	0.043	0.105	0.285

表 3 给出了其它主要变量的描述性统计. 可以看出, CEO 和非 CEO 高管年龄差异的平均值为 2.370, 中位数为 2.100, 表明样本企业 CEO 和非 CEO 高管之间存在年龄差, 非 CEO 高管更为年轻, 更具有远见, 这与文献[18, 19]中的结果是一致的, 初步支持了假设 1 预期的前提即样本企业存在非 CEO 高管内部治理.

此外, 假设 2.1 和假设 2.2 从两类非 CEO 治理动机变量探讨非 CEO 高管内部治理强度, 从表 3 可以看

出, 在 CEO 任期内上任的高管占非 CEO 高管的平均比例为 24.7%(中位数为 16.7%)即新增高管占比较低, 以及 CEO 的平均年龄约为 48 岁接近退休年龄, 均表明非 CEO 高管具有治理动机; 假设 3.1 假设 3.2 从两类非 CEO 治理能力变量探讨非 CEO 高管内部治理强度, 从表 3 还可以看出, 非 CEO 高管与 CEO 薪酬比的平均值为 77.6%(中位数为 69.1%), 该比值较高, 以及平均有 37.5% 的样本企业具有至少一名在其它公司担任董事职务的非 CEO 高管, 均表明非 CEO 高管具有治理能力。

表 3 其它变量的描述性统计
Tabel 3 Descriptive statistics of other variables

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
MIG1	16 379	2.370	6.347	-13.500	2.100	19.500
MIG2	16 379	-0.101	6.240	-15.876	-0.293	16.798
CO_EXE	16 379	0.247	0.280	0.000	0.167	1.000
CEO_AGE	16 379	47.891	6.260	24.000	48.000	78.000
REL_COM	16 379	0.776	0.567	0.220	0.691	4.800
OTH_BOA	16 379	0.375	0.484	0.000	0.000	1.000
SUC	16 379	0.111	0.314	0.000	0.000	1.000
GDP	16 379	0.130	0.055	0.034	0.113	0.266
AI	16 379	2.659	3.117	0.380	1.822	25.901
EI	16 379	1.999	2.532	0.052	1.359	24.004

4.2 多元回归结果分析

4.2.1 非 CEO 高管内部治理与企业费用粘性

将模型(1)进行 OLS 回归分析以检验假设 1, 回归结果见表 4。表 4 中的第 1 列未加入控制变量, 系数为负且在 1% 水平下显著, 表明样本企业存在费用粘性。进一步地, 根据文献[23, 25, 48], 表 4 中的第 2 列在第 1 列的基础上增加了相关的控制变量(SUC, GDP, AI, EI)和一些变量间的交互项。可以看到, 销售收入连续下降(SUC)与 $DEC \times REVEN_change$ 的交互项为正, 且在 1% 水平下显著, 表明此时高管对未来业务量的预期较低, 当主营业务收入降低时, 高管更愿意削减销售管理费用。资产密集程度(AI)与 $DEC \times REVEN_change$ 的交互项为负, 且在 1% 水平下显著, 表明资产密集型企业的调整成本更高, 因而费用粘性更严重。以上回归结果与文献[48]的结论一致。

表 4 非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性的影响
Tabel 4 The impact of the internal governance of subordinate executives on the expenses stickiness

变量			MIG=MIG1	MIG=MIG2
REVEN_change	0.438***	0.434***	0.434***	0.434***
	-21.971	-21.753	-21.782	-21.784
DEC×REVEN_change	-0.127***	-0.143***	-0.144***	-0.144***
	(-4.932)	(-4.535)	(-4.586)	(-4.589)
DEC×REVEN_change×MIG			0.005**	0.006**
			-2.098	-2.276
MIG			0.001**	0.001*
			-1.964	-1.748
DEC×REVEN_change×SUC		0.173***	0.175***	0.175***
		-3.893	-3.898	-3.892
DEC×REVEN_change×GDP		0.267	0.228	0.231
		-0.812	-0.697	-0.709
DEC×REVEN_change×AI		-0.014***	-0.015***	-0.015***
		(-4.423)	(-4.555)	(-4.580)
DEC×REVEN_change×EI		-0.002	-0.002	-0.002
		(-0.560)	(-0.560)	(-0.598)

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, **, *** 分别表示系数在 10%, 5%, 1% 水平下显著。

续表 4
Tabel 4 Continues

变量			MIG=MIG1	MIG=MIG2
SUC		-0.003 (-0.256)	-0.003 (-0.236)	-0.003 (-0.238)
GDP		0.114 -1.38	0.111 -1.334	0.111 -1.34
AI		-0.003 (-1.453)	-0.003 (-1.505)	-0.003 (-1.507)
EI		-0.001 (-0.331)	-0.001 (-0.320)	-0.001 (-0.325)
Constant	0.092 -1.146	0.098 -1.184	0.097 -1.175	0.099 -1.196
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
Observations	16 379	16 379	16 379	16 379
R ²	0.205	0.213	0.234	0.234

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, **, *** 分别表示系数在 10 %, 5 %, 1 % 水平下显著。

为了探讨非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性的影响, 第 3 列在第 2 列的基础上加入了非 CEO 高管内部治理变量(MIG)及该变量与 $DEC \times REVEN_change$ 的交互项。其中, 第 3 列使用了 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异测量非 CEO 高管内部治理强度 MIG1(定义见式(2)), 此列回归结果显示, $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)为正且在 5 % 水平下显著, 表明非 CEO 高管内部治理越强, 企业费用粘性越低。在第 3 列基础上, 第 4 列使用经行业/年份调整后的年龄差异 MIG2(定义见式(3)) 来替代第 3 列的 MIG1 测量非 CEO 高管内部治理强度, 此列回归结果显示 $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)仍然为正且在 5 % 水平下显著, 表明无论使用哪种衡量方式, 非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性始终存在显著的抑制作用。综上所述, 表 4 中的第 3 列和第 4 列实证结果均支持前面提出的假设 1, 即非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性存在抑制作用, 非 CEO 高管内部治理越强, 企业的费用粘性越低。

4.2.2 非 CEO 高管治理动机、非 CEO 高管内部治理强度与企业费用粘性

根据新增非 CEO 高管的占比(CO_EXE)和 CEO 年龄(CEO_HOR)的行业/年份中位数, 将全样本分成非 CEO 高管治理动机较弱组, 对应表 5 中第 1 列、第 3 列、第 5 列和第 7 列, 和非 CEO 高管治理动机较强组, 对应表 5 中第 2 列、第 4 列、第 6 列和第 8 列两组子样本, 利用模型(1)分别进行分组回归, 以检验前面提出的假设 2.1 和假设 2.2。

表 5 给出了回归结果, 其中第 1 列~第 4 列使用新增非 CEO 高管占比为非 CEO 高管治理动机的替代变量, 第 5 列~第 8 列使用 CEO 年龄为非 CEO 高管治理动机的替代变量。其中第 1 列、第 2 列和第 5 列、第 6 列使用了 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异(MIG1)度量非 CEO 高管内部治理强度, 第 3 列、第 4 列和第 7 列、第 8 列则使用了经行业/年份调整后的年龄差异(MIG2)度量非 CEO 高管内部治理强度。由表 5 的回归结果可以看出, 在非 CEO 高管治理动机较弱(即新增非 CEO 高管占比较高, 因此 INCEN1 取 0)子样本回归中(第 1 列、第 3 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)均不显著, 即非 CEO 高管治理动机较弱时, 非 CEO 高管内部治理不会显著抑制企业费用粘性。而在非 CEO 高管治理动机较强(即新增非 CEO 高管占比较低, 因此 INCEN1 取 1)子样本回归中(第 2 列、第 4 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正且在 1 % 水平下显著, 这一结果显示当新增非 CEO 高管占比较低时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强, 支持了前面提出的假设 2.1。

类似地, 在非 CEO 高管治理动机较弱(即 CEO 年龄未临近退休 INCEN2 取 0)子样本回归中(第 5 列和第 7 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)均不显著, 即非 CEO 高管治理动机较弱时, 非 CEO 高

管内部治理不会显著抑制企业费用粘性. 而在非 CEO 高管治理动机较强(即 CEO 年龄临近退休 INCEN2 取 1)子样本回归中(第 6 列、第 8 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正且在 1% 水平下显著, 表明当 CEO 临近退休时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强, 支持了前面提出的假设 2.2.

表 5 非 CEO 高管内部治理强度与企业费用粘性: 非 CEO 高管治理动机的影响

Tabel 5 The intensity of internal governance of subordinate executives and the expenses stickiness:

Based on the impact of internal governance of subordinate executives' motivations

变量	MIG=MIG1		MIG=MIG2		MIG=MIG1		MIG=MIG2	
	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN2=0	INCEN2=1	INCEN2=0	INCEN2=1
REVEN_change	0.424*** (16.447)	0.451*** (16.169)	0.424*** (16.452)	0.451*** (16.162)	0.400*** (15.506)	0.482*** (17.098)	0.40*** (15.510)	0.482*** (17.105)
DEC×REVEN_change	-0.123*** (-2.935)	-0.182*** (-3.758)	-0.122*** (-2.915)	-0.180*** (-3.728)	-0.075 (-1.600)	-0.276*** (-5.748)	-0.071 (-1.502)	-0.272*** (-5.683)
DEC×REVEN_change×MIG	0.002 (0.454)	0.012*** (3.120)	0.003 (0.786)	0.012*** (2.992)	0.004 (0.740)	0.012*** (3.142)	0.005 (1.121)	0.012*** (3.004)
MIG	0.001 (1.302)	0.001 (1.488)	0.001 (1.154)	0.001 (1.362)	0.002** (2.175)	0.002*** (3.102)	0.001** (1.992)	0.002*** (3.024)
DEC×REVEN_change×SUC	0.149** (2.526)	0.222*** (3.220)	0.148** (2.509)	0.223*** (3.234)	0.187*** (2.992)	0.163** (2.550)	0.188*** (2.998)	0.163** (2.544)
DEC×REVEN_change×GDP	0.444 (1.106)	-0.204 (-0.395)	0.439 (1.097)	-0.188 (-0.363)	0.599 (1.296)	-0.309 (-0.712)	0.585 (1.274)	-0.278 (-0.640)
DEC×REVEN_change×AI	-0.013*** (-3.185)	-0.018*** (-3.402)	-0.013*** (-3.227)	-0.018*** (-3.419)	-0.017*** (-3.357)	-0.012*** (-2.648)	-0.017*** (-3.392)	-0.012*** (-2.628)
DEC×REVEN_change×EI	-0.010* (-1.955)	0.011 (1.631)	-0.010** (-1.980)	0.011 (1.604)	-0.006 (-1.129)	0.002 (0.365)	-0.007 (-1.181)	0.002 (0.309)
SUC	0.005 (0.248)	-0.006 (-0.329)	0.004 (0.239)	-0.006 (-0.307)	0.008 (0.405)	-0.015 (-0.752)	0.008 (0.398)	-0.014 (-0.744)
GDP	0.275** (2.286)	-0.068 (-0.581)	0.274** (2.275)	-0.066 (-0.565)	0.164 (1.370)	-0.004 (-0.035)	0.164 (1.373)	-0.001 (-0.012)
AI	-0.004* (-1.805)	-0.000 (-0.166)	-0.004* (-1.809)	-0.000 (-0.170)	-0.003 (-1.276)	-0.002 (-0.669)	-0.003 (-1.288)	-0.002 (-0.668)
EI	-0.005* (-1.750)	0.006* (1.653)	-0.005* (-1.752)	0.006* (1.659)	-0.002 (-0.642)	0.000 (0.160)	-0.002 (-0.642)	0.000 (0.154)
Constant	0.084 (0.975)	0.153* (1.781)	0.071*** (2.674)	0.051* (1.805)	0.075*** (2.954)	0.058*** (2.732)	0.077*** (3.038)	0.062*** (2.951)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	8 334	8 045	8 334	8 045	8 872	7 507	8 872	7 507
R ²	0.231	0.243	0.231	0.242	0.211	0.276	0.211	0.276

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

4.2.3 非 CEO 高管治理能力、非 CEO 高管内部治理强度与企业费用粘性

根据非 CEO 高管与 CEO 薪酬比(REL.COM)的行业/年份中位数和非 CEO 高管是否兼任其他公司董事(OTH_BOA), 将全样本分成非 CEO 高管治理能力较弱(对应表 6 的第 1 列、第 3 列、第 5 列、第 7 列)和非 CEO 高管治理能力较强(对应表 6 的第 2 列、第 4 列、第 6 列、第 8 列)两组子样本, 利用模型(1) 分别进行分组回归, 以检验前面提出的假设 3.1 和假设 3.2.

表 6 给出了回归结果, 其中第 1 列~第 4 列使用非 CEO 高管与 CEO 薪酬比为非 CEO 高管治理能力的替代变量, 第 5 列~第 8 列使用非 CEO 高管是否兼任其他公司董事为非 CEO 高管治理能力的替代变量. 其中第 1 列、第 2 列和第 5 列、第 6 列使用了 CEO 和非 CEO 高管平均年龄的差异(MIG1)度量非 CEO 高管内部治理强度, 第 3 列、第 4 列和第 7 列、第 8 列则使用了经行业/年份调整后的年龄差异(MIG2) 度量非 CEO 高管内部治理强度. 由表 6 的回归结果可以看出, 在非 CEO 高管治理能力较弱(即新增非 CEO 高管占比较

高INFLU1取 0)子样本回归中(第 1 列、第 3 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)虽然也为正, 但均未能通过显著性检验, 即非 CEO 高管治理能力较弱时, 非 CEO 高管内部治理不会显著抑制企业费用粘性。而在非 CEO 高管治理能力较强(即非 CEO 高管与 CEO 薪酬比较高INFLU1取 1)子样本回归中(第 2 列、第 4 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正且在 5% 水平下显著, 这一结果显示非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比较高时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强, 支持了前面提出的假设 3.1。

表 6 非 CEO 高管内部治理强度与企业费用粘性: 非 CEO 高管治理能力的影响

Tabel 6 The intensity of internal governance of subordinate executives and the expenses stickiness:
Based on the impact of internal governance of subordinate executives' capabilities

变量	MIG=MIG1		MIG=MIG2		MIG=MIG1		MIG=MIG2	
	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN2=0	INCEN2=1	INCEN2=0	INCEN2=1
REVEN_change	0.429*** (15.617)	0.438*** (16.393)	0.429*** (15.616)	0.438*** (16.388)	0.464*** (19.254)	0.390*** (12.467)	0.464*** (19.251)	0.390*** (12.468)
DEC×REVEN_change	-0.114*** (-2.609)	-0.174*** (-3.952)	-0.114*** (-2.612)	-0.174*** (-3.970)	-0.173*** (-4.404)	-0.099* (-1.864)	-0.173*** (-4.396)	-0.100* (-1.886)
DEC×REVEN_change×MIG	0.003 (0.765)	0.008** (2.232)	0.003 (0.989)	0.008** (2.242)	0.002 (0.651)	0.009** (2.506)	0.002 (0.640)	0.010*** (2.777)
MIG	0.000 (0.116)	0.001** (2.492)	0.000 (0.080)	0.001** (2.147)	0.000 (1.151)	0.001 (1.613)	0.000 (1.022)	0.001 (1.408)
DEC×REVEN_change×SUC	0.173*** (2.804)	0.184*** (2.885)	0.175*** (2.835)	0.182*** (2.858)	0.170** (2.390)	0.184*** (2.992)	0.170** (2.386)	0.186*** (3.009)
DEC×REVEN_change×GDP	0.782* (1.757)	-0.229 (-0.525)	0.776* (1.747)	-0.212 (-0.491)	0.281 (0.710)	0.165 (0.312)	0.282 (0.712)	0.176 (0.334)
DEC×REVEN_change×AI	-0.014*** (-3.056)	-0.016*** (-3.721)	-0.014*** (-3.087)	-0.016*** (-3.721)	-0.015*** (-3.322)	-0.016*** (-3.162)	-0.015*** (-3.336)	-0.016*** (-3.182)
DEC×REVEN_change×EI	-0.007 (-1.107)	0.002 (0.411)	-0.007 (-1.127)	0.002 (0.358)	-0.002 (-0.388)	-0.002 (-0.400)	-0.002 (-0.393)	-0.003 (-0.461)
SUC	-0.012 (-0.614)	0.005 (0.294)	-0.011 (-0.584)	0.005 (0.260)	-0.008 (-0.405)	0.006 (0.266)	-0.008 (-0.407)	0.006 (0.274)
GDP	0.179 (1.519)	0.070 (0.617)	0.178 (1.516)	0.072 (0.634)	0.032 (0.312)	0.224 (1.640)	0.033 (0.315)	0.224 (1.641)
AI	-0.003 (-1.472)	-0.002 (-0.949)	-0.003 (-1.474)	-0.002 (-0.949)	-0.002 (-0.812)	-0.004 (-1.293)	-0.002 (-0.812)	-0.004 (-1.293)
EI	0.002 (0.644)	-0.002 (-0.764)	0.002 (0.639)	-0.002 (-0.772)	0.002 (0.643)	-0.002 (-0.672)	0.002 (0.642)	-0.002 (-0.680)
Constant	0.004 (0.021)	0.116 (1.190)	0.004 (0.025)	0.118 (1.211)	0.053 (0.319)	0.091 (0.926)	0.054 (0.325)	0.094 (0.957)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	8 176	8 203	8 176	8 203	10 229	6 150	10 229	6 150
R ²	0.248	0.225	0.248	0.225	0.257	0.203	0.257	0.203

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

此外, 在非 CEO 高管治理能力较弱(即非 CEO 高管未兼任其他公司董事INFLU2取 0)子样本回归中(第 5 列、第 7 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)虽然也为正, 但均未能通过显著性检验, 即非 CEO 高管治理能力较弱时, 非 CEO 高管内部治理不会显著抑制企业费用粘性。而在非 CEO 高管治理能力较强(即非 CEO 高管兼任其他公司董事 INFLU2 取 1)子样本回归中(第 6 列、第 8 列), $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正, 且分别在 5% 和 1% 水平下显著, 表明当非 CEO 高管在其它公司兼任董事时, 非 CEO 高管内部治理对费用粘性的抑制作用更强, 支持了前面提出的假设 3.1。

4.3 稳健性检验

为保证研究结果可靠, 下面分别使用双重差分模型、倾向得分匹配、替代解释变量方法等进行了下列稳健性检验:

1) 基于非 CEO 高管兼任外部董事构建双重差分模型. 为解决遗漏变量的内生性问题, 借鉴 Cheng 等^[8]以非 CEO 高管兼任外部董事这一拟自然实验构建双重差分模型, 替代模型(1)中的非 CEO 高管内部治理变量(MIG), 检验非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性的影响为

$$\begin{aligned} \text{SGA_change}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{REVEN_change}_{i,t} + \beta_2 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{TREAT}_{i,t} + \beta_4 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{POST} + \\ & \beta_5 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{TREAT} \times \text{POST}(\gamma_4) + \\ & \beta_6 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{SUC}_{i,t} + \beta_7 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{GDP}_{i,t} + \\ & \beta_8 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{AI}_{i,t} + \beta_9 \text{DEG}_{i,t} \times \text{REVEN_change}_{i,t} \times \text{EI}_{i,t} + \\ & \text{YearFixedeffect} + \text{IndustryFixedeffect} + \epsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (4)$$

其中 POST 为时间虚拟变量, 当非 CEO 高管兼任外部董事时取 1, 否则取 0. TREAT 为事件虚拟变量, 当公司在样本期间内有至少一名非 CEO 高管兼任外部董事时取 1, 否则取 0.

此外, 为了更全面地考察非 CEO 高管兼任外部董事事件期内的变化, 还对三个不同的时间窗口进行了分析, 分别为[-1, +1]即兼任事件的前后一年作为时间窗, [-2, +2]即兼任事件的前后两年作为时间窗, [-3, +3]即兼任事件的前后三年作为时间窗. 结果如表 7 所示, 系数均为正且在 5% 及以下水平显著, 进一步支持假设 1.

表 7 稳健性检验 1: 双重差分模型
Tabel 7 Robustness test 1: Difference in difference model

变量	[-1, +1]		[-2, +2]		[-3, +3]	
REVEN_change	0.428*** (14.513)	0.424*** (14.174)	0.491*** (13.511)	0.492*** (13.314)	0.388*** (8.454)	0.393*** (8.345)
DEC×REVEN_change	-0.114*** (-2.798)	-0.155*** (-3.173)	-0.058 (-1.101)	-0.163** (-2.575)	-0.081 (-1.362)	-0.093 (-1.103)
DEC×REVEN_change × TREAT	-0.065 (-0.685)	0.025 (0.244)	-0.108 (-1.203)	-0.021 (-0.224)	-0.187 (-1.476)	-0.227 (-1.367)
DEC×REVEN_change × POST	-0.029 (-0.979)	-0.012 (-0.402)	-0.093** (-2.487)	-0.063 (-1.502)	0.024 (0.436)	0.014 (0.218)
DEC×REVEN_change × TREAT×POST(γ ₄)	0.305** (2.531)	0.293*** (2.631)	0.297** (2.387)	0.269** (2.241)	0.394** (2.079)	0.430** (1.967)
DEC×REVEN_change × SUC		0.208*** (3.653)		0.234*** (3.151)		0.300*** (3.480)
DEC×REVEN_change × GDP		0.139 (0.333)		0.330 (0.623)		-0.919 (-1.458)
DEC×REVEN_change×AI		-0.013*** (-3.429)		-0.012 (-1.503)		-0.014** (-2.002)
DEC×REVEN_change×EI		-0.004 (-0.673)		0.005 (0.723)		0.012 (1.198)
SUC		0.017 (0.984)		0.021 (0.978)		0.064** (2.189)
GDP		0.010 (0.151)		0.053 (0.658)		0.043 (0.421)
AI		-0.000 (-0.190)		-0.000 (-0.117)		0.002 (0.494)
EI		-0.005** (-2.331)		-0.000 (-0.105)		0.003 (0.619)
TREAT		0.040*** (4.012)		0.035*** (3.269)		0.037** (2.281)
POST		0.003 (0.900)		0.009* (1.715)		0.009 (1.122)

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

续表 7
Tabel 7 Continues

变量	[-1, +1]		[-2, +2]		[-3, +3]	
Constant	0.062*** (9.847)	0.067*** (5.798)	0.058*** (7.924)	0.043*** (2.693)	0.066*** (6.828)	0.043** (2.080)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	10 836	10 836	9 688	9 688	7 020	7 020
R ²	0.215	0.225	0.242	0.247	0.198	0.210

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

2) 使用倾向得分配对构建配对样本。为进一步控制公司治理的影响作用, 借鉴文献[20], 以两职兼任、独董比例、管理层持股比例、第一大股东持股比例、第二至第十大股东的股权集中程度、产权性质、是否拥有母公司以及是否交叉上市, 这八个关系到非 CEO 高管内部治理的公司治理变量为配对基准, 为非 CEO 高管内部治理两个变量(MIG1)和(MIG2)分别匹配相应的控制组样本, 在对处理组和控制组中的个体进行匹配时, 需要度量个体间的距离, 倾向得分匹配法不仅是一维变量, 而且取值介于[0, 1]之间, 在此分别采取大于四分位数与大于五分位数两个标准, 运用 Logit 回归来实现得到以下四组样本在表 8 中以 SAMPLE1, SAMPLE2, SAMPLE3 以及 SAMPLE4 列示, 利用模型(1) 分别检验四组样本, 结果如表 8 所示, $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正且在 10% 及以下水平显著, 回归结果保持稳健。

表 8 稳健性检验结果 2: 倾向得分配对
Tabel 8 Robustness test 2: Propensity score matching

变量	MIG=MIG1		MIG=MIG2	
	SAMPLE1	SAMPLE2	SAMPLE3	SAMPLE4
REVEN_change	0.426*** (15.532)	0.405*** (12.161)	0.404*** (13.694)	0.441*** (14.158)
DEC $\times$ REVEN_change	-0.179*** (-3.786)	-0.149*** (-2.845)	-0.142*** (-3.020)	-0.194*** (-3.787)
DEC $\times$ REVEN_change $\times$ MIG	0.007** (2.062)	0.008** (2.058)	0.007** (1.999)	0.006* (1.847)
MIG	0.000 (0.554)	0.001 (1.509)	0.000 (0.879)	0.000 (0.378)
DEC $\times$ REVEN_change $\times$ SUC	0.169** (2.441)	0.236*** (3.481)	0.278*** (4.710)	0.225*** (3.378)
DEC $\times$ REVEN_change $\times$ GDP	-0.468 (-0.991)	-0.051 (-0.099)	-0.620 (-1.353)	-0.210 (-0.454)
DEC $\times$ REVEN_change $\times$ AI	-0.015*** (-3.042)	-0.011* (-1.906)	-0.012*** (-2.829)	-0.009* (-1.758)
DEC $\times$ REVEN_change $\times$ EI	-0.002 (-0.305)	-0.012 (-1.443)	-0.003 (-0.587)	-0.001 (-0.242)
SUC	-0.017 (-0.844)	0.010 (0.529)	0.011 (0.613)	-0.005 (-0.242)
GDP	0.053 (0.400)	0.080 (0.563)	-0.177 (-1.426)	-0.005 (-0.038)
AI	-0.003 (-1.060)	-0.003 (-1.089)	0.002 (0.643)	0.001 (0.317)

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

续表 8
Tabel 8 Continues

变量	MIG=MIG1		MIG=MIG2	
	SAMPLE1	SAMPLE2	SAMPLE3	SAMPLE4
EI	-0.001 (-0.356)	-0.007** (-2.062)	-0.004 (-1.341)	-0.001 (-0.246)
Constant	0.109*** (6.129)	0.117*** (6.130)	0.123*** (7.308)	0.092*** (5.027)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
Observations	7 516	5 968	7 532	6 036
R ²	0.233	0.234	0.235	0.258

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

3) 替换非 CEO 高管内部治理的测度方法. 借鉴文献[18, 19], 使用一系列的替代变量表示非 CEO 高管内部治理, 具体分别用以下四个变量替代模型(1)中的 $MIG_{i,t}$ 进行检验. (a) 非 CEO 高管的视野(HOR) 即 CEO 年龄(CEO_AGE) 大于行业/年份中位数时取 1, 否则取 0; (b) 非 CEO 高管的超额薪酬(COM)即非 CEO 高管与 CEO 的薪酬比(REL_COM)高于行业/年份中位数时取 1, 否则取 0; (c) 标准化后的 HOR 和 COM 的加总值(MIG3); (d) 百分位化后的 HOR 和 COM 的加总值(MIG4). 结果如表 9 所示, $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)为正始终在 10% 及以下水平显著, 回归结果依旧保持稳健.

表 9 稳健性检验结果 3: 替换非 CEO 高管内部治理测度
Tabel 9 Robustness test 3: Alternative internal governance of subordinate executives measurement

变量	MIG=HOR	MIG=COM	MIG=MIG3	MIG=MIG4
REVEN_change	0.432*** (21.586)	0.434*** (21.855)	0.432*** (21.723)	0.434*** (21.826)
DEC×REVEN_change	-0.142*** (-4.526)	-0.143*** (-4.469)	-0.142*** (-4.460)	-0.143*** (-4.489)
DEC×REVEN_change×MIG	0.008** (2.083)	0.014* (1.701)	0.023** (2.037)	0.001* (1.770)
MIG	0.002*** (3.350)	-0.014*** (-3.881)	0.010*** (3.998)	0.000*** (3.718)
DEC×REVEN_change×CEO HOR	-0.003 (-1.075)		-0.004 (-1.150)	-0.003 (-1.090)
DEC×REVEN_change×CEO COM	-0.033**	-0.022** (-2.375)	-0.017* (-2.246)	-0.017* (-1.838)
DEC×REVEN_change×SUC	0.174*** (3.852)	0.182*** (3.968)	0.183*** (3.972)	0.185*** (4.021)
DEC×REVEN_change×GDP	0.157 (0.482)	0.225 (0.691)	0.174 (0.544)	0.214 (0.667)
DEC×REVEN_change×AI	-0.015*** (-4.619)	-0.014*** (-4.481)	-0.015*** (-4.640)	-0.015*** (-4.582)
DEC×REVEN_change×EI	-0.002 (-0.582)	-0.001 (-0.357)	-0.002 (-0.462)	-0.002 (-0.446)
SUC	-0.004 (-0.268)	0.000 (0.025)	0.000 (0.023)	0.001 (0.093)
GDP	0.093 (1.108)	0.081 (0.978)	0.068 (0.814)	0.075 (0.903)
AI	-0.003 (-1.594)	-0.003 (-1.559)	-0.003* (-1.689)	-0.003 (-1.563)
EI	-0.001 (-0.365)	0.000 (0.131)	-0.000 (-0.084)	-0.000 (-0.141)

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

续表 9
Tabel 9 Continues

变量	MIG=HOR	MIG=COM	MIG=MIG3	MIG=MIG4
CEO HOR	-0.000 (-0.744)		-0.000 (-0.960)	-0.000 (-0.770)
CEO COM		0.001 (0.652)	-0.009*** (-6.140)	-0.008*** (-5.582)
Constant	0.053*** (3.495)	0.103*** (9.324)	0.119*** (8.733)	0.086*** (6.792)
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
Observations	16 379	16 379	16 379	16 379
R ²	0.234	0.236	0.236	0.236

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

4) 替换非 CEO 高管治理动机和治理能力的测度方法. 首先针对非 CEO 高管内部治理动机, 参照文献[7, 19], 使用现任 CEO 是否来自内部选聘表示非 CEO 高管的治理动机, 当现任 CEO 来自内部选聘时, 非 CEO 高管治理动机越强, INCEN3 取 1, 否则取 0. 其次针对非 CEO 高管内部治理能力, 参照文献[43], 使用 CEO 权力来衡量非 CEO 高管的治理能力, 当 CEO 权力大于行业/年份中位数时, 意味着非 CEO 高管具有更强的治理能力, 此时 INFLU3 取 1, 否则取 0. 结果如表 10 所示, 奇数列中 $DEC \times REVEN_change \times MIG$ 的系数(β_3)始终为正且在 10% 及以下水平显著, 偶数列中(β_3)系数不显著, 回归结果保持稳健。

表 10 稳健性检验结果 4: 替换治理动机和能力测度
Tabel 10 Robustness test 4: Alternative governance motivation and ability measurement

变量	MIG=MIG1		MIG=MIG2		MIG=MIG1		MIG=MIG2	
	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN1=0	INCEN1=1	INCEN2=0	INCEN2=1	INCEN2=0	INCEN2=1
REVEN_change	0.425*** -15.374	0.442*** -13.815	0.425*** -15.376	0.442*** -13.814	0.389*** -14.699	0.512*** -14.163	0.389*** -14.699	0.512*** -14.161
DEC×REVEN_change	-0.159*** (-3.769)	-0.117** (-2.158)	-0.159*** (-3.764)	-0.118** (-2.170)	-0.082* (-1.909)	-0.265*** (-4.166)	-0.082* (-1.914)	-0.263*** (-4.150)
DEC×REVEN_change×MIG	0.006* -1.773	0.003 -0.758	0.007** -2.022	0.003 -0.67	0.006* -1.893	0.006 -0.889	0.007** -2.15	0.005 -0.795
MIG	0.001 -1.486	0.001 -0.666	0.001 -1.365	0 -0.541	0.001 -1.421	0.001 -1.152	0.001 -1.272	0.001 -0.895
DEC×REVEN_change×SUC	0.213*** -3.597	0.115 -1.486	0.213*** -3.579	0.115 -1.489	0.246*** -4.138	0.163 -1.562	0.246*** -4.132	0.163 -1.562
DEC×REVEN_change×GDP	0.423 -1.003	-0.224 (-0.440)	0.425 -1.014	-0.211 (-0.413)	-0.235 (-0.499)	0.738 -1.161	-0.23 (-0.492)	0.745 -1.175
DEC×REVEN_change×AI	-0.013*** (-2.878)	-0.015*** (-3.303)	-0.013*** (-2.923)	-0.015*** (-3.270)	-0.015*** (-3.709)	-0.013* (-1.659)	-0.016*** (-3.739)	-0.013* (-1.677)
DEC×REVEN_change×EI	0.005 -1.092	-0.016** (-2.085)	0.005 -1.07	-0.016** (-2.100)	-0.007 (-1.273)	0.008 -0.636	-0.007 (-1.310)	0.008 -0.643
SUC	0.006 -0.352	-0.009 (-0.351)	0.006 -0.347	-0.009 (-0.351)	0.019 -1.05	-0.026 (-0.961)	0.019 -1.035	-0.026 (-0.965)
GDP	0.138 -1.335	0.155 -0.92	0.138 -1.338	0.158 -0.935	0.194* -1.693	-0.079 (-0.574)	0.195* -1.693	-0.078 (-0.565)
AI	-0.002 (-0.654)	-0.003 (-1.300)	-0.002 (-0.656)	-0.003 (-1.296)	-0.002 (-0.872)	0 -0.112	-0.002 (-0.873)	0 -0.111
EI	0.003 -1.456	-0.009* (-1.793)	0.003 -1.455	-0.009* (-1.799)	-0.003 (-0.985)	0.003 -0.962	-0.003 (-0.992)	0.003 -0.964
Constant	0.055*** -2.579	0.069** -1.995	0.057*** -2.655	0.070** -2.025	0.047 -1.64	0.114*** -4.306	0.048* -1.697	0.116*** -4.39
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	10 688	4 093	10 688	4 093	8 225	5 480	8 225	5 480
R ²	0.214	0.269	0.214	0.269	0.213	0.295	0.213	0.295

注: 括号内为经过企业层面的聚类调整和异方差调整的 t-值, *, ** 和 *** 分别表示系数在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

5 结束语

已有关于公司治理领域的文献重点关注了自上而下, 由外到内的治理机制, 却很少关注非 CEO 高管在抑制代理行为过程中的积极作用。同时, 关于高管内部治理的文献并没有讨论非 CEO 高管是否能够通过发挥治理作用, 减少代理行为, 进而提升企业资源配置效率。鉴于此, 以我国沪深两市 2003 年~2015 年间的所有 A 股上市公司为研究对象, 发现非 CEO 高管内部治理对企业费用粘性具有抑制作用。研究结论拓展了公司治理理论的研究视角, 发展了费用粘性的影响因素研究, 并具有一定的现实启示: 第一, 为董事会优化高管团队建设提供理论指导。根据《中华人民共和国公司法》和《上市公司章程指引》, 董事会在高管的聘任与解聘过程中发挥主导作用。已有研究多从高管团队整体属性和高管个人特征方面提出团队优化的指导意见, 本文重点强调非 CEO 高管作为高管团队的重要一极, 对代理行为的治理作用及其作用情境, 为董事会加强对非 CEO 高管的任职条件审核以及上市公司聘用非 CEO 高管决策提供了理论依据。第二, 为利益相关者评估公司治理提供理论依据, 为上市公司提升治理水平提供实践启示。《中华人民共和国证券法》和《上市公司治理准则》均指出, 公司治理是规范上市公司运作, 促进我国证券市场健康发展的关键。已有研究多探讨内部机制(如董事会, 薪酬契约, 股权结构等)和外部机制(如并购市场, 法律体系, 股东保护机制等)对代理行为的抑制作用, 本文重点关注自下而上的非 CEO 高管内部治理机制, 为投资者, 债权人, 政府等利益相关者评估上市公司治理水平提供新视角, 也为上市公司发展和完善治理体系提供重要启示。第三, 为供给侧改革和产能过剩问题提供微观层面的启发。中国经济进入“新常态”, 发展的战略重心逐步从需求侧转向供给侧, 降低企业成本费用, 提升企业资源配置效率是供给侧改革和“去产能”的关键环节。本文重点探讨非 CEO 高管作为企业运营决策的参与者与实施人, 在降低企业费用粘性, 提升资源配置效率过程中的作用, 将为供给侧改革和“去产能”提供微观层面的经验证据。

参考文献:

- [1] Noreen E. Conditions under which activity-based cost systems provide relevant costs. *Journal of Management Accounting Research*, 1991, 3(4): 159-168.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [3] 李 越, 李秉祥. 双重代理关系下大股东与经理动态互惠激励效应. *系统工程学报*, 2017, 32(5): 710-720.
Li Y, Li B X. Dynamic reciprocal incentive effect of big shareholder and manager under dual agency. *Journal of Systems Engineering*, 2017, 32(5): 710-720. (in Chinese)
- [4] Balakrishnan R, Gruca T S. Cost stickiness and core competency: A note. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(4): 993-1006.
- [5] Banker R D, Byzalov D, Chen L T. Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(1): 111-127.
- [6] Banker R D, Byzalov D, Plehn-Dujowich J M. Sticky cost behavior: Theory and evidence // *Proceeding of Management Accounting Section Conference*. SSRN: AAA Press, 2011. <https://ssrn.com/abstract=1659493>.
- [7] Acharya V V, Myers S C, Rajan R G. The internal governance of firms. *The Journal of Finance*, 2011, 66(3): 689-720.
- [8] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [9] Chen C X, Lu H, Sougiannis T. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(1): 252-282.
- [10] Calleja K, Steliaros M, Thomas D C. A note on cost stickiness: Some international comparisons. *Management Accounting Research*, 2006, 17(2): 127-140.
- [11] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 1986, 59(2): 197-216.

- [12] Chen C X, Gores T, Nasev J. Managerial overconfidence and cost stickiness. SSRN Electronic Journal, 2013. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2208622>.
- [13] 梁上坤. 管理者过度自信、债务约束与成本粘性. 南开管理评论, 2015, 18(3): 122–131.
Liang S K. Managers' overconfidence, debt constraints and cost stickiness. Nankai Business Review, 2015, 18(3): 122–131. (in Chinese)
- [14] Hicks J R. Annual survey of economic theory: The theory of monopoly. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1935, 3(1): 1–20.
- [15] Giroud X, Mueller H M. Does corporate governance matter in competitive industries. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 312–331.
- [16] Chhaochharia V, Kumar A, Niessen-Ruenzi A. Local investors and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 54(1): 42–67.
- [17] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life: Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043–1075.
- [18] Cheng Q, Lee J, Shevlin T. Internal governance and real earnings management. *The Accounting Review*, 2015, 91(4): 1051–1085.
- [19] Jain P, Jiang C, Mekhaimer M. Executives' horizon, internal governance and stock market liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 40: 1–23.
- [20] 陈洪海, 王 慧, 隋 新. 基于信息解释能力的小企业信用评级体系构建研究. 系统工程学报, 2021, 36(1): 134–144.
Chen H H, Wang H, Sui X. Credit rating indicator system for small businesses based on the ability to interpret information. *Journal of Systems Engineering*, 2021, 36(1): 134–144. (in Chinese)
- [21] Fama E F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 1980, 88(2): 288–307.
- [22] 白重恩, 刘 俏, 陆 洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究. 经济研究, 2005(2): 81–91.
Bai C E, Liu Q, Lu Z, et al. An empirical study on chinese listed firms' corporate governance. *Economic Research Journal*, 2005(2): 81–91. (in Chinese)
- [23] Chen C X, Lu H, Sougiannis T. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(1): 252–282.
- [24] 谢获宝, 惠丽丽. 代理问题、公司治理与企业成本粘性: 来自我国制造业企业的经验证据. 管理评论, 2014, 26(12): 142–159.
Xie H B, Hui L L. The agency problems, corporate governance, and the cost stickiness: Evidence from chinese manufacturing listed firms. *Management Review*, 2014, 26(12): 142–159. (in Chinese)
- [25] Kama I, Weiss D. Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1): 201–224.
- [26] 陈其安, 杨秀蓉. 基于代理人过度自信的委托-代理关系模型研究. 管理工程学报, 2007, 21(1): 110–116.
Chen Q A, Yang X T. Research on principal-agent model based on overconfidence agent. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2007, 21(1): 110–116. (in Chinese)
- [27] Cremers K M, Grinstein Y. Does the market for CEO talent explain controversial CEO pay practices. *Review of Finance*, 2014, 18(3): 921–960.
- [28] 杜兴强, 周泽将. 高管变更、继任来源与盈余管理. 当代经济科学, 2010, 32(1): 23–33.
Du X Q, Zhou Z J. Toward top executive change, succession resource and earnings management. *Modern Economic Science*, 2010, 32(1): 23–33. (in Chinese)
- [29] Geletkanycz M A, Boyd B K. CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(2): 335–352.
- [30] Li F, Srinivasan S. Corporate governance when founders are directors. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(2): 454–469.
- [31] Dechow P M, Sloan R G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14(1): 51–89.
- [32] Brickley J A, Linck J S, Coles J L. What happens to CEOs after they retire: New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(3): 341–377.
- [33] Matějka M, Merchant K A, Van der Stede W A. Employment horizon and the choice of performance measures: Empirical evidence from annual bonus plans of loss-making entities. *Management Science*, 2009, 55(6): 890–905.
- [34] Landier A, Sauvagnat J, Sraer D, et al. Bottom-up corporate governance. *Review of Finance*, 2013, 17(1): 161–201.

- [35] Graham J R, Harvey C R, Puri M. Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(3): 449–470.
- [36] Adams R B, Ferreira D. A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 217–250.
- [37] Aghion P, Tirole J. Formal and real authority in organizations. *Journal of Political Economy*, 1997, 105(1): 1–29.
- [38] Allen F, Gale D. *Comparing Financial Systems*. Boston: MIT Press, 2000.
- [39] Shivdasani A, Yermack D. CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 1999, 54(5): 1829–1853.
- [40] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Co-opted boards. *Review of Financial Studies*, 2014, 27(6): 1751–1796.
- [41] Khanna V, Kim E, Lu Y. CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203–1252.
- [42] 李培功, 肖 珉. CEO 任期与企业资本投资. *金融研究*, 2012(2): 127–141.
Li P G, Xiao M. CEO tenure and firm capital investment. *Journal of Financial Research*, 2012(2): 127–141. (in Chinese)
- [43] Finkelstein S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(3): 505–538.
- [44] Feng M, Ge W, Luo S, et al. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(1): 21–36.
- [45] Bebchuk L A, Cremers K M, Peyer U C. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 199–221.
- [46] Masulis R W, Mobbs S. Are all inside directors the same: Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, 2011, 66(3): 823–872.
- [47] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率. *管理世界*, 2011(7): 113–127.
Chen Y S, Xie D R. Network location, independent director governance and investment efficiency. *Journal of Management World*, 2011(7): 113–127. (in Chinese)
- [48] Anderson M C, Banker R D, Janakiraman S N. Are selling, general, and administrative costs “sticky”. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(1): 47–63.
- [49] Fu H J, Aggarwal R K, Pan Y H. An empirical investigation of internal governance // *Proceeding of American Finance Association*. San Diego: SSRN, 2013. <https://ssrn.com/abstract=2022709>

作者简介:

仇 萌(1993—), 女, 陕西西安人, 博士生, 研究方向: 机构投资者网络, 公司治理, Email: qiumeng@stu.xjtu.edu.cn;

张俊瑞(1961—), 男, 陕西渭南人, 博士, 教授, 博士生导师, 研究方向: 信息披露, 机构投资者网络, 数据资产, Email: zhangjr@xjtu.edu.cn;

王良辉(1990—), 男, 广东广州人, 博士生, 研究方向: 社会网络, 成本会计, 公司治理, Email: wongdoudouwlh@gmail.com.