

央企财务松懈与超额员工责任研究

干胜道, 王文兵, 邱敏

(四川大学 工商管理学院, 四川 成都 610064)

[摘要]中央企业员工薪酬水平过高是中央企业在财务松懈状态下过度承载员工责任的一种表现。拉克尔系数是反映企业员工薪酬水平是否合理的一个重要财务指标,它能够体现劳资关系是否协调。在对财务松懈和企业社会责任进行分析的基础上,从自由现金流量与负债率两个角度对中央企业上市公司财务松懈问题进行研究后发现,财务松懈的中央企业上市公司平均拉克尔系数为48.3656%,远高于39.395%这一临界值,这说明中央企业上市公司在承担员工责任方面过于“积极”。

[关键词]财务松懈;国有企业社会责任;企业绩效;央企员工薪酬;拉克尔系数;自由现金流量;负债率;央企员工责任

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2012)04-0055-07

近年来,社会各界对中央企业(以下简称央企)员工薪酬水平过高给予了强烈抨击。如何看待国有企业的战略地位、如何分析国有企业的盈亏与效率以及如何评价国有企业的社会责任已成为当前理论界的热门话题。本文拟以央企的员工责任为分析视角,探讨央企在财务松懈状态下过度承载员工责任导致的股东利益受损问题,并提出政策建议以加强对央企的财务监管。

一、财务松懈与企业社会责任的内在关系

关于财务松懈(Financial Slack)的内涵,学术界至今尚未达成统一认识,主要原因在于学者们的研究视角不同。从组织理论的角度出发,Ang和Straub认为,财务松懈是过多的财务资源,或是财务资源超出维持组织所需要的那部分资源;Dimick和Murray认为,财务松懈是组织松懈资源的一种主要形式,这些资源是组织已经获得但并没有指定用途,且可供管理层自主使用^[1-2]。从信息不对称的视角来讲,Myers和Majluf认为,财务松懈是流动资产以及超过满足目前经营和债务还本付息需要的无风险借贷能力;Smith和Kim研究发现,尽管财务松懈和自由现金流量各自具有精确和独特的定义,但从经验上区分两者的概念是非常困难的,因为他们都是比较企业存在投资机会时获取现金的能力;Brealey等认为,财务松懈是指库存超额的现金与有价证券,或随时可出售资产、随时向债券市场

[收稿日期]2012-03-15

[基金项目]国家自然科学基金(70672013);国家自然科学基金(70772036);教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NCET-08-0384)

[作者简介]干胜道(1967—),男,安徽天湖人,四川大学工商管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为财务管理和会计学;王文兵(1971—),男,安徽来安人,四川大学工商管理学院博士生,主要研究方向为财务管理;邱敏(1979—),四川成都人,四川大学工商管理学院硕士生,主要研究方向为证券投资。

发行债券、随时向金融机构借款等融资能力^[3-5]。国内学者沈艺峰、沈洪涛将“Financial slack”翻译为“闲置财务资产”，并把企业现金余额、短期证券和发行无风险债券之和称为闲置财务资产；钟和平、张旭梅、方润生将“Financial slack”翻译为“财务冗余”，并将财务冗余定义为超过企业现有营运和债务需要的流动资金和无风险借贷能力，它可以使企业自由追逐那些能够获得正的净现值的投资机会，不用担心风险问题^[6-7]。毕晓方、姜宝强和顾乃康、万小勇、陈辉将“Financial slack”翻译为“财务松弛”，认为财务松弛是组织冗余的重要组成部分，财务松弛政策由现金松弛政策和负债松弛政策组成，具体体现为现金持有和负债冗余两者的合力^[8-9]。

从上述国内外学者关于财务松懈的研究中可以看出，财务松懈主要由两部分组成：一部分为滞留在企业内部的现金、短期证券以及随时可以变现的其他资产；另一部分为企业备用举债能力。那么，财务松懈是否会对企业绩效产生影响以及会产生何种影响呢？国内外学者对此也进行了大量的实证研究。Latham 和 Braun 以 2001 年至 2003 年美国软件行业为样本研究了美国经济衰退与恢复时期财务松懈对企业绩效的影响，实证结果表明，公司在经济衰退初期拥有的财务松懈越多，经济衰退后期公司绩效的恢复率就越高；公司在经济衰退初期拥有的财务松懈越少，经济衰退后期公司绩效下滑的越严重^[10]。Sanghoon Lee 以 1990 年至 2008 年 1952 家美国公司为固定样本对财务松懈与公司绩效之间的关系进行研究后发现，财务松懈对公司绩效的提升有积极作用^[11]。我国属于新兴经济体，资本市场的发展还存在一些制度性问题，如股权过度集中、过度偏好股权融资、内部人控制、职业经理人市场不健全等，这势必会造成公司管理层在职消费、过度承载社会责任、过度投资或投资不足等财务松懈行为。陆正飞、王雄元、张鹏以 1999 年至 2009 年我国 A 股上市公司为样本，考察了国有股权性质对员工薪酬的影响，结果表明国有股权性质的上市公司向员工支付了更高的工资，即存在过度讨好员工等财务松懈现象^[12]。中国证券会对我国上市公司分红情况进行调查统计后发现，2001 年至 2011 年上市公司现金分红占净利润的比例仅为 25% 左右，而在国际成熟资本市场该比例通常为 40%，这充分说明我国上市公司的分红意愿不强，公司内部滞留大量财务松懈资源，从而诱发管理层对松懈资源的自主使用，且有损企业绩效。

同财务松懈的内涵一样，企业社会责任的概念自提出以来也未得到一致认可，各个领域的学者对企业社会责任的内容和维度的理解不尽相同。Carroll 提出的企业社会责任内涵包括四个方面内容，即企业社会责任是指某一特定时期社会对组织所寄托的经济责任、法律责任、道德责任和慈善责任^[13]。Davis 和 Blomstrom 认为，企业社会责任是指决策者在谋求企业利益的同时，对保障和增加整个社会福利方面所应承担的义务^[14]。刘俊海将企业社会责任定义为：企业不能仅仅以最大限度地地为股东们盈利或赚钱作为自己存在的唯一目的，而应该最大限度地增进股东之外的其他社会利益^[15]。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）在 2008 年颁发的《关于中央企业履行社会责任的指导意见》中明确指出，央企履行社会责任的主要内容包括依法经营诚实守信、不断提高持续经营能力、切实提高产品质量和服务水平、加强资源节约和环境保护、推进自主创新和技术进步、保障生产安全、维护职工合法权益、参与社会公益事业八个方面^[16]。

综上所述，财务松懈主要是指企业内部滞留大量闲置资源和备用举债能力（Spare Debt Capacity）。笔者认为，财务松懈产生的原因主要在于：一方面，由于现代企业的两权分离特性以及信息不对称的存在，企业管理层可以自主使用滞留在企业内部的财务松懈资源；另一方面，科学的、健全的监督约束机制及激励机制的缺乏会诱发管理层主观不努力、不思进取、过度投资等自利行为。企业社会责任明确要求企业要承担诸如经济、法律、环境保护以及维护职工合法权益等方面的社会责任，这就为企业管理层利用财务松懈资源过度承载企业社会责任找到了借口，如企业管理层实施慈善捐赠、随意提高薪酬水平和福利待遇（经济学上称为“讨好员工”）等行为，这可能会损害其他利益相关者的利益。由此可见，企业财务松懈与企业社会责任之间存在一种内在的、必然的联系。

二、企业社会责任及央企对员工的社会责任

当前，企业社会责任已成为国内外研究的热点问题之一。随着社会的进一步发展，片面追求经济

利润的经营方式给整个社会发展带来了一系列恶劣影响,如环境污染、资源枯竭、食品中毒、煤矿坍塌等,人们开始意识到在追求利润最大化的同时不能损害利益相关者的利益。在企业履行社会责任的大背景下,世界各国具有影响力的社会团体和跨国公司纷纷行动起来。美国首先发起并联合欧美部分跨国公司和其他一些国际组织制订了 SA8000 标准,该标准是首个以保护劳动环境和条件、劳工权利等为主要内容的社会责任国际标准;联合国于 2000 年正式启动了“全球契约”,计划从人权、劳工标准、环境、反贪污四个方面提出四项基本原则,希望确立一个全球企业共同的价值标准;国际标准化组织(International Organization for Standardization,简称 ISO)于 2004 年启动了社会责任国际标准 ISO2600 的制订工作,全球约 120 个国家及国际组织的 400 多名专家参与了该标准的制订工作;一些跨国公司纷纷制订社会责任生产守则,发布社会责任报告或可持续发展报告,企业履行社会责任呈现出全球化趋势。

在我国,企业社会责任的履行也日益受到重视。党的十六届六中全会明确提出“广泛开展和谐创建活动,形成人人促进和谐的局面,着眼于增强公民、企业、各种组织的社会责任”。近几年,我国政府机构及行业协会陆续发布了一系列关于企业社会责任的指导性文件,这有力推动了我国企业社会责任的发展。在国内外要求企业履行社会责任、提高社会责任信息披露水平的强烈呼声下,作为各行业龙头企业的央企成为社会各界关注的焦点。国有资产监督管理委员会副主任黄淑和在 2009 年中央企业社会责任工作会议上强调“中央企业要做履行社会责任的表率”。央企在我国国有企业中占有举足轻重的地位,特别是在以国资委履行出资人职责的国有资产监管体制确立后,央企的地位更为凸显,而作为央企系统重要组成部分的央企上市公司已占有央企全部资产的 80%,其尽享主业发展优质资源,在多个行业中占据垄断地位,掌控着国民经济的命脉,对促进央企的整体发展和资本市场的稳定运行起着非常关键的作用,同时也极大地影响着整个国民经济的健康发展。国资委要求,央企不但要做“中国脊梁”,做大做强主营业务,而且必须增强社会责任感和使命感,积极履行社会责任,提高上市公司的质量,完善上市公司信息披露制度,立足长远,回报社会。在 2008 年发布的《关于中央企业履行社会责任的指导意见》中国资委系统阐述了中央企业履行社会责任的重要意义、指导思想、总体要求、基本原则,指明了中央企业履行社会责任的八项主要内容以及履行社会责任的主要措施,要求中央企业要认真履行好社会责任,实现企业与社会、环境的全面、协调、可持续发展。

笔者认为,履行社会责任是企业应尽的社会义务,但这必须基于财务契约、法律法规的要求和企业效率、效益的提高,不能以侵犯其他利益相关者的利益为前提。因此,为更好地履行社会责任,企业应建立内部控制制度,以防范随意性开支。以员工社会责任为例,内部控制制度既要防止企业过度盘剥员工,又要防止过高的薪酬损害股东的利益,这其实就是公平与效率的兼顾问题。

如何衡量企业员工薪酬是否适度呢?美国学者拉克尔(R. W. Rucker)在对美国 50 年的有关统计资料进行分析后发现,工人工资与增值额是两个极为重要的经济变量,工人工资应占全部增值额的 39.395%,这一指标称为“拉克尔系数”(Rucker Coefficient),亦称为“拉克尔阈值”(Rucker Threshold)。如果某企业的拉克尔系数高于这一阈值,就应采取措施提高劳动生产率,以增加劳动绩效;若拉克尔系数低于这一阈值,则应增加工人工资,以避免劳资矛盾恶化。

“拉克尔系数”在我国的知名度不高,对它的相关研究也是少之又少。拉克尔阈值是一个衡量职工收入水平是否合理的重要数值,计算的核心就在于增值额的界定,这也是其之所以在我国没被普遍使用的重要原因。长期以来,我国学者一贯用净利润额来衡量可变资本带来的效益,但用增值额应该更合理^[17-18],增值额的计算公式为:增值额 = 企业销售收入 - 外购商品及劳务 - 折旧。

三、指标选取与实证检验

财务松懈一词最早来源于优序融资理论,是指企业在成熟期产生大量的经营活动现金净流量,这使得企业对外部债务资金的需求量大量减少,企业有息负债率很低且伴随较高的财务流动性,从而导

致管理层不思进取、斗志松懈、效率降低、业绩下降。笔者认为,财务松懈是财务行为的一种表现形式,其与自由现金流量理论之间有着千丝万缕的联系。当自由现金流量大量囤积于企业且转变为存量时,企业管理层或者将这些资金闲置,或者用于乱花(包括随意性资本支出和随意性收益支出)。央企是我国国民经济的主力军,它们利用垄断、政策等方面的优势囤积了大量自由现金流量,从而产生了财务松懈问题。那么央企的这些自由现金流量是被闲置了,还是被用于过度投资、在职消费、乱发员工工资和奖金了呢?本文拟通过经验数据说明央企在员工薪酬方面存在的超额支付问题,并建议有关部门给予足够关注和采取适当措施加强外部治理。

鉴于以上分析,本文从自由现金流量和负债率两个角度考察财务松懈问题。自由现金流量虽然是现代财务理论中的一个重要概念,但要准确计算自由现金流量却非常困难。国内外的相关研究文献基本上都是通过间接方式来表征自由现金流量的,即通过现金流量或现金存量的特征来辨别哪些公司最有可能存在自由现金流量。笔者借鉴符蓉的研究,选取自由现金流量与期末总资产的比值来衡量企业的自由现金流量水平^[19]。具体公式表示如下:

$$\text{自由现金流量水平} = (\text{经营活动产生的现金净额} - \text{分配股利、利润或偿付利息所支付的现金} + \text{发行债券所收到的现金} + \text{借款所收到的现金} - \text{偿还债务所支付的现金}) / \text{期末总资产}$$

根据这一自由现金流量衡量指标,本文计算了2010年度275家央企上市公司的自由现金流量占总资产的比例和2010年度末的资产负债率。按照证监会大类行业的划分标准,275家央企上市公司样本分布于51个大类行业,本文计算了全部A股上市公司相应的51个行业的行业自由现金流量水平与资产负债率的中位数。衡量样本中财务松懈的标准为:(1)自由现金流量(FCF)为正数;(2)自由现金流量占总资产的比率(FCF/TA,总资产以TA表示)不低于该公司所处行业的中位数(M_1),或者资产负债率(DAR)低于该公司所处行业的中位数(M_2)。同时满足上述两项标准的样本公司即为财务松懈公司。

按实际控制人性质分类,我国上市公司分为国有控股企业、民营控股企业、外商投资企业、外资控股企业等类型。其中国有控股上市公司按照实际控制人具体范围划分,主要分为以下三类:(1)实际控制人为国务院国有资产管理委员会的上市公司,如宝钢股份、中国石油、华侨城A等;(2)实际控制人为财政部、国土资源部、教育部、国家扶贫办等国家部委的上市公司,如建设银行、清华同方、华东医药等;(3)实际控制人为地方国有资产管理委员会的上市公司,如川投能源、五粮液、徐家汇等。本文所称的央企上市公司是指上述国有控股上市公司类型中的第(1)类公司,即实际控制人为国务院国有资产管理委员会的上市公司。

通过上述方法,本文从275家央企上市公司中遴选出112家公司作为财务松懈的央企上市公司,并按照证监会行业类别对样本进行了分类,其中A07表示渔业,含中水渔业1家公司;B01表示煤炭采选业,含中国神华、上海能源等5家公司;B03表示石油和天然气开采业,含中国石油1家公司;B07为有色金属矿采选业,含中金黄金1家公司;B50为采掘服务业,含中海油服1家公司;C11为纺织业,含华纺股份、华润锦华2家公司;C13为服装及其他纤维制品制造业,含中国服装1家公司;C41为石油加工及炼焦业,含S上石化、岳阳兴长2家公司;C43为化学原料及化学制品制造业,含辽通化工等8家公司;C47为化学纤维制造业,含中纺投资等2家公司;C49为塑料制造业,含凌云股份1家公司;C51为电子元件制造业,含莱宝高科等3家公司;C55为日用电子器具制造业,含彩虹股份1家公司;C57为其他电子设备制造业,含海康威视1家公司;C61为非金属矿物制造业,含天山股份等5家公司;C65为黑色金属冶炼及压延加工业,含宝钢股份等4家公司;C67为有色金属冶炼及压延加工业,含锌业股份等4家上市公司;C71为普通机械制造业,含轴研科技1家公司;C73为专用设备制造业,含中国船舶等9家公司;C75为交通运输设备制造业,含中国南车等12家上市公司;C76为电器机械及器材制造业,含宝光股份1家上市公司;C78为仪器仪表及文化、办公用机械制造业,含航天科技1家公司;C81为医药制造业,含华润三九等4家公司;C85为生物制造业,含天坛生物1家公

司;C99 为其他制造业,含安泰科技 1 家公司;D01 为电力、蒸汽、热水生产和供应业,含华能国际等 7 家公司;E01 为土木工程建筑业,含中国铁建等 4 家公司;F01 为水上运输业,含中海集运等 4 家公司;F09 为航空运输业,含中国国航等 2 家上市公司;F11 为交通运输辅助业,含深赤湾 A1 家上市公司;G81 为通信及相关设备制造业,含东方通信 1 家上市公司;G83 为计算机及相关设备制造业,含长城开发等 2 家公司;G85 为通信服务业,含中国联通等 4 家公司;G87 为计算机应用服务业,含国电南瑞等 4 家公司;H01 为食品、饮料、烟草和家庭用品批发业,含国药股份等 2 家公司;H03 为能源、材料和机械电子设备批发业,含泰山石油 1 家公司;H11 为零售业,含天虹商场等 2 家公司;H21 为商业经纪与代理业,含中化国际 1 家公司;J01 为房地产开发与经营业,含万科 A 等 2 家公司;K20 为专业、科研服务业,含中国海诚等 2 家公司(112 家公司名单及 FCF/TA 及 DAR 的计算结果可向作者索取)。按行业类别划分的央企上市公司财务松懈计算结果如表 1 所示。

表 1 按行业类别划分的央企上市公司财务松懈一览表

序号	行业代码	FCF/TA - M ₁ (%)	DAR - M ₂ (%)	序号	行业代码	FCF/TA - M ₁ (%)	DAR - M ₂ (%)
1	A07	5.81	42.96	21	C76	2.46	44.23
2	B01	9.36	48.49	22	C78	-0.11	33.52
3	B03	14.75	46.54	23	C85	6.47	28.41
4	B07	2.57	46.17	24	C99	2.76	47.50
5	B50	6.42	40.70	25	D01	4.65	63.39
6	C11	2.96	40.79	26	E01	3.27	69.16
7	C13	2.96	40.79	27	F07	15.08	56.86
8	C41	1.50	46.77	28	F09	8.82	72.98
9	C43	3.52	44.47	29	F09	8.82	72.98
10	C47	4.50	44.38	30	F11	6.20	38.14
11	C49	3.73	46.83	32	G81	4.22	37.40
12	C51	5.00	33.22	33	G83	1.49	34.61
13	C55	3.05	53.56	34	G85	4.04	26.18
14	C57	4.54	30.61	35	G87	4.12	23.63
15	C61	4.73	52.55	36	H01	5.22	58.54
16	C65	5.69	65.06	37	H03	-2.20	26.41
17	C67	4.45	59.08	38	H11	9.74	61.22
18	C71	2.13	43.06	39	H21	0.23	66.96
19	C73	3.06	41.26	40	J01	1.56	64.87
20	C75	3.74	54.38	41	K20	5.16	22.94

根据拉克尔职工薪酬福利理论,衡量企业对员工承担责任的指标设定为:拉克尔系数 = 职工薪酬/(销售收入 - 外购商品及劳务 - 折旧)。各个具体项目均来源于公司财务报表,其中职工薪酬是“现金流量表”中“支付给职工以及为职工支付的现金”;销售收入是“利润表”中“营业收入”;外购商品及劳务是“现金流量表”中“购买商品、接受劳务支付的现金”;折旧是“财务报表附注”中“固定资产明细表”的“累计折旧”中年末额减去年初额的差额。

笔者对 112 家财务松懈央企上市公司的拉克尔系数进行统计分析后,剔除了 12 家拉克尔系数计算结果为负的样本公司,剩余 100 家公司的拉克尔系数描述性统计如表 2 所示。

从表 2 可以看出,财务松懈的央企上市公司平均拉克尔系数显著高于 39.395%,超过阈值 8.971%,这意味着央企上市公司在承担员

表 2 拉克尔系数描述性统计结果

平均(%)	48.3655722
标准误差	5.703018515
中位数	33.94182919
标准差	57.03018515
方差	3252.442018
峰度	19.42497763
偏度	4.03130395
区域	367.01555
最小值	3.151253386
最大值	370.1668034
观测数	100
置信度(95.0%)	10.99860972

工责任方面过于“积极”。从财务管理视角分析,企业的财务管理主要包括财务活动和财务关系两个方面,财务活动是为企业创造价值,要讲究效率优先,而财务关系要讲究社会公平。央企占用大量社会资源,过度承载员工责任,有损社会公平,而且长期的财务松懈对社会公众股东、社会公民极不公平,不利于社会和谐。从股东特质视角分析,大量央企存在内部人控制现象,所有者财务主体不明确,所有者监管不得力,在财务上采取间接管理、事后管理、分类管理的办法,而且央企管理层大部分是通过行政任命方式产生的,在对管理层的选拔上未能引入职业经理人市场机制,对管理层任免也不听取员工意见,这容易诱发央企管理层讨好员工行为,主要表现为过度支付员工薪酬,从而导致社会公众股东利益受损。从公司治理结构视角分析,现代企业是各种契约的联合体,员工契约要求相对固定,如果员工获得过多,则不利于其他契约主体,人为造成不公平现象发生,只有在各契约体所得利益相对公平的基础上,股东的剩余索取权才有所保障。央企过度承载员工责任折射出财务松懈的央企上市公司利润内生创造机制缺乏动力,过高的员工薪酬导致利润率大幅下降,侵害了股东利益,经济学上称之为“工资侵蚀利润”,应当采取的措施是提高劳动生产率。央企存在财务松懈现象,究其原因,主要在于三个方面:一是股东特质效应。由于央企的大股东主要为国资委,大股东实力雄厚,这使得管理层在思想上过度依赖大股东,没有压力,主观上不努力、不进取,容易产生财务松懈行为。二是监管机制与激励机制不健全。由于央企数量较多,大股东(国资委)对央企的管理难免会采取粗放式的行政管理思路,对管理层监管不到位,激励机制不合理,这极易造成管理层过度使用自由裁量权、随意滞留财务松懈资源、不断提高随意性支出比例^[20]。三是缺乏产品市场竞争压力。有的央企处于垄断行业(如中国石油、中国石化等),这不仅使得企业管理层没有产品市场竞争压力,而且容易诱发管理层的财务松懈行为。

四、政策建议

本文通过实证检验揭示了央企员工薪酬过高这一现象,这与社会媒体所反映的央企员工薪酬过高问题相一致。要解决我国社会分配不公平问题,笔者认为央企应率先垂范进行薪酬制度改革,不断推进社会公平,积极维护社会和谐。

一是国资委要充分重视保护社会公众投资者的利益,加大对央企薪酬制度的财务监管,防止过高的薪酬水平损害股东利益。作为监管者,国资委要把企业薪酬总水平与劳动生产率相挂钩,高管薪酬与业绩、主观努力、行业标杆相挂钩,员工工资与高管薪酬保持适当的差距。

二是充分发挥政府的行政监督作用。当前我国正处于经济结构调整转型的关键时期,经济发展方式正逐步从粗放型向集约型转变,在此过程中,员工利益保护、公众股东利益保护、环境保护等要统筹兼顾,以防止片面保护一方利益而损害其他利益相关者的利益。为此,政府应充分发挥其行政监督作用,制定相关法律法规将有关社会责任标准明晰化、推动社会责任履行法制化、防止承担社会责任过度或不足。同时,财政部、国资委与人力资源和社会保障部应该在充分调研的基础上,联合制订央企员工薪酬指导意见,进一步发挥政府的行政监督作用。

三是大力培育企业社会责任履行的内生机制。目前能够对企业社会责任进行监督的公众力量相对薄弱,在自下而上的企业社会责任推进方式下,企业自身道德理念的提升以及企业对自身社会责任履行的自发意识与自我要求就显得更加难能可贵。因此,培育企业社会责任履行的内生机制将直接决定企业在竞争过程中对环境、利益相关主体以及对社会的影响。

参考文献:

- [1] Ang S, Straub D W. Production and transaction economies and IS outsourcing: a study of the U. S. banking industry[J]. MIS Quarterly, 1998, 22: 535 - 552.

- [2] Dimick D E, Murray V V. Correlates of substantive policy decisions in organizations: the case of human resource management[J]. *Academy of Management Journal*, 1978, 21: 611 - 623.
- [3] Steward M. The capital structure puzzle[J]. *Journal of Finance*, 1984, 39: 575 - 592.
- [4] Smith R L, Kim J H. The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns[J]. *Journal of Business*, 1994, 67: 281 - 310.
- [5] Brealey R, Myers S, Partington G, et al. *Principles of corporate finance*[M]. Australia: McGraw-Hill, 2000.
- [6] 沈艺峰, 沈洪涛. 公司财务理论主流[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2004.
- [7] 钟和平, 张旭梅, 方润生. 财务冗余与企业绩效的关系[J]. *管理现代化*, 2008(5): 31 - 33.
- [8] 顾乃康, 万小勇, 陈辉. 财务弹性与企业投资的关系研究[J]. *管理评论*, 2011(6): 115 - 121.
- [9] 毕晓芳, 姜宝强. 财务松弛对公司业绩的影响研究——基于融资代理约束和代理成本视角[J]. *商业经济与管理*, 2010(4): 83 - 90.
- [10] Latham S F, Braun M R. The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: observations from the software industry(2001—2003)[J]. *Journal of Managerial Issues*, 2008, 20: 30 - 50.
- [11] Sanghoon L. How financial slack affects firm performance: evidence from US industrial firms[J]. *Journal of Economic Research*, 2011, 16: 1 - 27.
- [12] 陆正飞, 王雄元, 张鹏. 国有企业支付了更高的职工工资吗? [J]. *经济研究*, 2012(3): 28 - 39.
- [13] Carroll A B. The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders [J]. *Business Horizons*, 1991, 34: 39 - 48.
- [14] Davis K, Blomstrom R L. *Business and society: environment and responsibility*[M]. New York: McGraw-Hill, 1975.
- [15] 刘俊海. 公司的社会责任[M]. 北京: 法律出版社, 1999.
- [16] 干胜道, 田超. 基于股东特质视角的我国中央企业社会责任研究[J]. *现代经济探讨*, 2011(4): 65 - 68.
- [17] 熊楚熊. 增值会计学[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1996.
- [18] 娄俊行, 张为国. 新兴的增值表——资本主义企业会计的一个新动向[J]. *会计研究*, 1985(1): 16 - 19.
- [19] 符蓉. 中国上市公司业绩变化研究——基于自由现金流量理论的分析[M]. 成都: 四川人民出版社, 2008.
- [20] 干胜道. 股东特质与企业财务行为研究[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2011.

[责任编辑: 王丽爱, 许成安]

Research on the Financial Slack and the Excess Payment in Central Corporations

GAN Sheng-dao, WANG Wen-bing, QIU Min

Abstract: The companies that have financial slack are likely to take excessive social responsibility, and the excess payment for the central corporation employees is a case in point. As an important financial indicator, the Rucker Coefficient reflects the reasonable level of a company's wages and salaries, and helps to assess the relationship between the management and the labor. Based on the analysis of financial slack and social responsibility, the paper studies the financial slack of the listed companies of central corporations from the perspectives of free cash flow and debt ratio. It finds out that the mean level of the Rucker Coefficient of central enterprises is all above 0.48, far higher than the critical value of 0.39395, which indicates that central corporations take too much responsibility for their employees.

Key Words: financial slack; social responsibility of state-owned corporations; corporation performance; wages and salaries of the employees from central corporations; Rucker coefficient; free cash flow; debt ratio; responsibilities of employees from central corporations