

治理环境、治理结构与代理成本

——来自国有上市公司面板数据的经验证据

高 雷 宋顺林

摘要：近年来，大股东与小股东之间的代理问题成为研究的焦点。然而，我国大部分上市公司仍由国家控制，管理者与股东之间的代理问题仍可能是主要的代理问题，却得到了较少的实证关注。基于 2003 - 2005 年的面板数据，利用面板最小二乘法固定效应模型实证检验了治理环境、内部治理结构对国有上市公司代理成本的影响。研究发现：(1) 外部治理环境对代理成本有显著影响，政府干预显著增加了代理成本，而提高市场化进程和法律对投资者的保护水平有利于减少代理成本；(2) “一股独大”和集中的股权结构能显著减少代理成本，而“多股同大”增加了代理成本，高度分散的股权结构在我国尚不普遍；(3) 大董事会和独立董事有利于减少代理成本，而两职兼任增加了代理成本，高管持股对代理成本无显著影响。

关键词：治理结构 治理环境 代理成本 公司治理

一、引言

自从 Jensen 与 Meckling (1976) 对代理成本的开创性研究之后，管理者与股东之间的代理问题得到了广泛关注。La Porta 等 (1999) 将学者们的视线转移到了大股东与小股东之间的代理问题。他们指出，在许多国家，大型上市公司的股权并不是高度分散的，而是由一个控股股东控制公司，这些公司的主要的代理问题并不是管理者和股东之间的代理问题，而是大股东与小股东及债权人之间的代理问题。然而，我国上市公司大部分由国家控制，管理者与股东之间的代理问题仍可能是主要的代理问题，本文研究的正是此类代理问题。国有上市公司由于所有者缺位，管理者牢牢控制着企业，为了谋求私利，他们可能从事与股东或公司利益不一致的行为，如在职消费、转移公司资源。而且，国有企业跟政府关系密切，大量的政策性负担（如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等）导致管理者权责不清。如果企业经营不好，往往分不清是政策性亏损还是经营性亏损（林毅夫等，2004）。在缺乏对国有企业管理者的有效监督和激励的情况下，代理问题十分严重（高雷、何少华，2006）。平新乔等 (2003) 用最大似然估计模拟方法估计得出，国有企业代理成本相当于 60 % ~ 70 % 的利润潜力，也就是说，如果能解决国有企业的代理问题，利润将提高两倍。

近年来，股东与管理者之间的代理问题得到国

内学者的广泛关注，学者们相继提出了一系列办法，试图通过改进国有上市公司内部治理结构来改善代理问题。其一是学习美、英等国家，引进独立董事制度；其二是充分发挥债权人的监督作用；其三是引进职业经理人，建立管理者、员工持股制度；其四是改善公司治理结构，国有股减持，改一股独大为“多股同大”（刘汉民等，2001）。但是，上述措施的有效性还有待实证检验。目前，一部分学者探讨了委托代理理论，尽管这些研究为我们提供了大量有价值的参考，但直接对代理成本进行经验检验的研究仍然十分匮乏。少有一些研究也集中在研究股权结构与代理成本的关系上（如宋力、韩亮亮，2005），并且仍未取得一致结果。我们认为，代理成本除了受企业内部治理结构影响之外，还在很大程度上受外部治理环境影响。在我国现有的制度背景下，政府过度干预、市场化程度不高、法律对中小股东利益保护力度不够也加剧了国有上市公司的代理问题。

本文借鉴 Ang (2000)、Singh 与 Davidson (2003)，用资产周转率和费用率两个指标来计量代理成本，基于 2003 - 2005 年的面板数据，利用非平衡面板数据固定效应模型，首次较全面地考察了治理环境、治理结构对代理成本的影响。

二、文献综述与理论分析

公司治理是企业内部机制和外部治理环境的总和，它是一种促使公司控制者（经营者）以公司所有

者的利益最大化为原则的内外制度安排。如果把代理成本考虑进去,公司治理的意义就变得非常广泛。一般而言,公司的治理机制包括内部治理机制(如股权结构、董事会)和外部治理环境(包括政府干预、法律环境)。下文将分析外部治理机制和内部治理机制对代理成本的影响。

(一) 治理环境

近年来,La Porta 等的一系列研究从根本上改变了以往对公司治理的看法,促使人们把目光转移到影响公司的根本因素上来,而这些根本因素则构成了公司的治理环境,进而也会影响企业的委托代理关系(夏立军、方轶强,2005)。La Porta 等的一系列研究发现,一国的法律体系在很大程度上决定了治理结构和水平,良好的公司治理必定要以有效的投资者法律保护为基础(La Porta et al., 1997, 1999)。夏立军、方轶强(2005)的研究进一步肯定了治理环境的作用,他们发现,政府控制对公司价值产生了负面影响,但公司所处的治理环境的改善则有助于减轻这种负面影响。在我国,国有上市公司所处的治理环境的好坏主要取决于政府干预程度、市场化水平以及法律保护水平。

国外的众多研究已经表明,法律对投资者的保护能够降低代理成本。那么,政府干预和市场化程度与代理成本关系如何?实际上,一个地区政府干预程度和市场化水平都与投资者保护程度息息相关。我国大部分上市公司由国家控股,其公司治理带有明显的行政干预色彩。例如,在国家控股的公司,董事会常常代表政府的意志,而不是全体股东的意志,这严重削弱了董事会的独立性。管理者也常常是由政府任命,通常还兼有行政职务,他们主要对政府负责,而不是对全体股东负责。而且,在政府干预程度较高的地区,政府将会更多地将其社会性负担转嫁到其控制的上市公司中,导致上市公司权责不清,信息严重不对称。另外,政府凌驾于法律之上,是我国上市公司所处环境的主要特征。La Porta 等(2000)认为,在大陆法系国家,政府很可能并未将经济决策权授予法院,而是利用政府权力直接对经济进行干预。政府权力超越法律的情形极大地削弱了法律保护投资者利益的功能,降低了投资者法律保护水平。我国崇尚人治的特殊传统文化,导致政府权力超越法律的情况更可能发生,并最终致使我国的商业法律对中小投资者利益的保护乏力(高雷等,2006)。同时,我国股票市场设立的初衷就是为国有企业改革和解困服务,而有效的投资者法律保护与这样的社会目标很可能是相互冲突的(夏立军、方轶强,2005)。政府为实现其社会目标,难免凌驾于法律之上。政府干预降低了公司治理水平及投资者保护水平,因而会加大管理者与股东之间的代理问题。

另外,市场化程度较高的地区,政企更为分开,政府干预程度更低。同时,地区的市场化程度也影响了代理人的行为规范,市场化程度越高的地方,经理市场、证券市场、接管市场越发达,经理人约束机制更加有效,从而提高了法律对投资者的保护水平。

综上所述,我们预期:政府干预越少、市场化程度越高、法治水平越高,国有上市公司的代理成本越少。

(二) 所有权结构

Jensen(1976)认为股权越集中,控股股东利益与企业利益越一致,大股东也越容易监督经营者。而过度分散的股权容易增加小股东的监督成本,增强了小股东“搭便车”的动机,从而增加了代理成本。我国“一股独大”的股权结构可能导致大股东掏空盛行。但是,La Porta 等(1999)指出,一国的投资者法律保护程度与上市公司的股权集中度负相关,股权结构可能是特定法律制度背景下的内生产物。目前,我国法律对投资者的保护水平较低,“一股独大”的集中的股权结构可能正适合我国的制度背景。而且,“一股独大”并非一无是处,有其积极的一面,大股东的存在对减少经理人代理成本起到了至关重要的作用。一方面,“一股独大”能保证企业有一个稳定的管理层,保证公司正常的生产经营活动的持续,保证对公司决策具有起码的负责态度。大股东有很大的动机去监督管理者,并能够发挥有效的监督作用,而小股东很少或根本没有动机去监督经营者,喜欢“搭便车”。通常,股东持股比例越大,其监督动机就越强。另一方面,大股东可以降低公司被接管的概率,从而使管理者对自己的职位更有安全感,更加关注企业的经营状况。Shleifer 与 Vishny(1986)也认为股权的集中或大股东的存在能减少管理者的机会主义的幅度,减轻代理问题。最近,宋力与韩亮亮(2005)的研究表明,股权集中度与代理成本负相关。

另外,国外的不少研究表明,“多股同大”能够提高其他大股东对控股股东的制衡能力,减轻大股东与小股东之间的代理成本,提高企业价值。然而,“多股同大”却可能导致对经理人员的监督不力,增加股东与经理人员之间的代理问题。股东之间相互制衡虽然可以使代表各自股东利益的董事相互制约,但持股相近的股权结构也可能使股东之间发生权力争夺,两败俱伤,最终无暇顾及生产经营。制衡的股权结构也可能导致各自为政,大股东之间为自身利益勾心斗角、争权夺利,无暇监督管理者。朱红平与汪辉(2004)、邵东亚(2003)、徐莉萍等(2006)实证发现,与股权制衡程度低的公司相比,股权制衡程度高的公司绩效更差。

最后,分散的股权结构将导致没有股东对企业的经营负主要责任,无人监督管理者,这种类型的公司被称为管理者控制的公司。在这些公司,管理者

与股东之间的代理问题十分突出。

综上所述,我们预期:股权集中能降低代理成本,而股权制衡和股权分散将增加代理成本。

(三) 董事会效率

董事会在监督管理者时起到了重要作用,一个有效的董事会应该是怎样的? Fama 与 Jensen (1983) 认为董事会在监督管理者时起到了重要作用。董事会作为公司治理机制的有效性取决于其规模与构成。通常大董事会比小董事会更加有效,大董事会有能力和精力监督管理者。董事会的效率不仅取决于它的规模,还取决于它的独立性。董事会的独立性主要取决于两个方面,即独立董事的比例和总经理与董事会主席两职设置状况。独立董事比例较高的董事会可以防止董事会被管理者操纵,从而确保董事会决策的独立性和有效性。Byrd 与 Hickman(1992)、Rosenstein 与 Wyatt (1990) 的研究都表明董事会中独立董事的比例与公司绩效正相关。另外,首席执行官(CEO)或总经理与董事会主席兼任会增加 CEO 对企业的控制能力,降低董事会对 CEO 的监督能力。国外众多学者建议,CEO 与董事会主席应该是两个不同的工作,只有这两个角色的分离,才能保证董事会对 CEO 监督的有效性。最后,管理者激励状况也是董事会效率的表现。有效的董事会不仅需要管理者实行监督,也需要对其进行激励。Jensen 与 Meckling (1976) 的研究指出,管理者持股与代理成本之间的关系是线性的,他们认为管理者持股协调了两个不同持股群体的利益,可减轻企业内部的代理问题。近年来,我国也有大量研究证明了高管持股与企业绩效正相关关系,如邱世远与徐国栋 (2003) 等。

综上所述,我们预期:董事会规模、独立董事例、高管持股与代理成本负相关,两职兼任与代理成本正相关。

三、研究设计

(一) 样本与数据

本文使用的数据包括公司治理结构数据、财务数据和治理环境数据。财务数据与治理结构数据通过整理 CSMAR 数据库中的相关数据而来。治理环境数据建立在樊纲和王小鲁 (2003) 编制的各地区市场化进程数据及子数据的基础上。我们剔除西藏地区的公司(他们未编制出西藏地区的相应指标),剔除金融行业公司,剔除资产周转率(Turno)大于 5 或小于 0 的样本,剔除费用率(Expen)大于 1 或小于 0 的样本,剔除资产负债率大于 1 或小于 0 的样本,最终得到 2003 - 2005 年的国有上市公司(第一大股东为国有股或国有法人股)样本 2 211 个。其中,2003 年的样本 798 个,2004 年的样本 781 个,2005 年的样本 632 个。

(二) 变量设计

部分变量说明:(1)代理成本变量。虽然代理成本得到了普遍的关注,但对代理成本的衡量一直具有争议。Jensen (1976) 认为代理成本包括监督成本、管理者的非货币消费,以及代理人与委托人目标不一致导致企业价值降低的那一部分,但是这三部分代理成本都很难量化。Ang 等 (2000)、Singh 与 Davidson(2003) 等均采用管理费用率、营业费用率、财务费用率和总资产周转率来计量代理成本。本文借鉴他们的做法,用总资产周转率和费用率作为企业的代理成本的代理变量。资产周转率越低,表明代理成本越高;费用率越高,表明代理成本越低。(2)治理环境变量。治理环境变量是建立在樊纲和王小鲁 (2003) 的基础上。本文用樊纲和王小鲁 (2003) 报告的上市公司所在地的市场化进程指标代理上市公司所在地 2003 - 2005 年的市场化进程,这与夏立军与方轶强 (2005)、孙铮等 (2005) 的处理类似。其他变量的定义及变量的计算方法见表 1。

表 1 变量定义	
变量符号	变量定义
Turno	代理成本变量 资产周转率 = 销售收入 / 总资产
Expen	费用率 = (营业费用 + 销售费用 + 管理费用) / 销售收入
Gov	治理环境变量 政府干预程度指数:该变量取值范围为 1~10,数值越大,表示政府干预程度越低。
Law	法治水平指数:该变量取值范围为 1~10,数值越大,表示法治水平越高。
Mar	市场化指数:该变量取值范围为 1~10,数值越大,表示市场化程度越高。
Top1	股权结构变量 第一大股东持股比例
Top2	第二大股东持股比例
Cr2 - 5	第二至第五大股东持股比例之和
Cr1 - 5	第一至第五大股东持股比例之和
Hefd5	Hefd5 指数为前五位大股东持股比例的平方和,可表示前五大股东的持股比例差距,Hefd5 指数越大,前五大股东的持股比例差距越大,股权越集中
Sing	“一股独大”哑变量:当 Top1 > 50 % 或者 40 % < Top1 < 50 % 且 Top1 > Cr2-5 时,取 1,否则取 0
Union	“多股同大”哑变量:当 10 % < Top1 < 50 % 且 Top2 > 10 % 且 Top1 < Cr2-5 时,取 1,否则取 0
Dece	高度分散哑变量:当 Top2 < 20 % 且 Top2 < 10 % 且 Top1 < Cr2-5 时,取 1,否则取 0
Bsize	董事会效率变量 董事会规模,董事会中董事的总人数
Indep	独立董事比例:Indep = 独立董事个数 / 所有董事的个数
Dual	哑变量:总经理(CEO)与董事长由同一人担任时取 1,否则取 0
Mshare	高管持股比例:全部高管(包括董事、监事、经理人员)人员的持股比例
Lever	其他控制变量 财务杠杆:Lever = 总负债 / 总资产
Size	公司规模:总资产的自然对数
Indu	行业哑变量:用来控制行业因素的影响。按证监会的分类标准(剔除金融行业)共有一级行业 12 个,最后设置了 11 个行业哑变量

(三) 研究模型

$$\text{Agencycost}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Gov}_{it} + \beta_2 \text{Mar}_{it} + \beta_3 \text{Law}_{it} + \beta_4 \text{Sing}_{it} + \beta_5 \text{Union}_{it} + \beta_6 \text{Dece}_{it} + \beta_7 \text{Top1}_{it} + \beta_8 \text{Cr1-5}_{it} + \beta_9 \text{Hed5}_{it} + \beta_{10} \text{Bsize}_{it} + \beta_{11} \text{Indep}_{it} + \beta_{12} \text{Dual}_{it} + \beta_{13} \text{Mshare}_{it} + \beta_{14} \text{Lever}_{it} + \beta_{15} \text{Size}_{it} + \text{行业控制变量} + \Phi + \varepsilon_{it}$$

本文采用了计量非平衡面板数据 (Unbalanced Panel) 的面板最小二乘法 (Panel Least Squares) 估计回归方程。非平衡面板数据模型既克服了简单混合数据横截面回归模型所固有的样本自相关问题,也克服了平衡面板数据模型的样本选择偏差问题(平衡面板数据要求各横截面样本数量完全相同,这会导致遗漏一些样本)。为了消除时间效应对回归方程的影响,我们采用面板最小二乘法时间固定效应模型估计回归方程。方程中Φ为时间效应项,ε_{it}为误差项,Agencycost_{it}为第i个公司第t年的代理成本,其他变量的下标it意义同。因变量Agencycost包括Turno、Expen两个变量。在进行多变量回归分析之前,需要解决多重共线性的问题。根据各自变量的相关系数

(见表2),表示治理环境的变量Gov、Mar与Law之间的相关性较大,在回归分析中,我们将其分别引入回归方程。另外,表示股权结构的变量Sing、Union、Dece、Top1、Cr2-5与Hed5之间的相关性较大,同样将它们分别引入回归方程。经过这样的处理后,回归方程中自变量的方差膨胀因子均小于2,故可认为回归模型不存在严重的多重共线性问题。

表3列出了回归中变量的描述性统计。从中可以看出,Turno、Expen的均值分别为0.66、0.15,Gov、Mar、Law的均值分别为6.63、6.37、5.74,且最小值和最小值之间相差较大,说明虽然上市公司同处一个制度环境,各地区的市场化进程仍相差较大;第一大股东的持股比例平均达46%,前五大股东持股比例平均达60%;根据我们的界定,62%的上市公司属于“一股独大”型股权结构,另有12%的公司属于“多股同大”型,仅1%的公司为高度分散型;我国董事会的平均规模将近10人,其中独立董事比例为1/3,9%的公司总经理与董事长由一人担任,高管持股比例平均不到1%。

表2 主要变量的 Person 相关系数

	Turno	Expen	Gov	Mar	Law	Sing	Union	Dece	Top1	Cr1-5	Hed5	Bsize	Indep	Dual	Mshare	Lever	Size
Turno	1.00																
Expen	-0.34	1.00															
Gov	0.12	-0.06	1.00														
Mar	0.13	-0.08	0.84	1.00													
Law	0.11	-0.09	0.44	0.62	1.00												
Sing	0.06	-0.14	0.00	-0.04	0.00	1.00											
Union	-0.07	0.11	-0.02	-0.04	-0.09	-0.47	1.00										
Dece	-0.02	0.03	-0.03	-0.05	-0.04	-0.12	-0.03	1.00									
Top1	0.07	-0.16	-0.01	-0.03	0.03	0.84	-0.47	-0.19	1.00								
Cr1-5	0.04	-0.13	-0.04	-0.05	0.00	0.50	0.05	-0.19	0.64	1.00							
Hed5	0.07	-0.16	-0.02	-0.04	0.03	0.77	-0.34	-0.15	0.97	0.74	1.00						
Bsize	0.04	-0.06	-0.03	-0.04	-0.03	-0.08	0.00	0.07	-0.08	0.03	-0.06	1.00					
Inde	0.08	-0.10	0.09	0.10	0.09	0.04	-0.02	-0.13	0.04	0.03	0.04	-0.17	1.00				
Dual	0.01	0.04	0.00	-0.01	0.01	-0.03	0.00	0.02	-0.05	-0.03	-0.05	-0.05	-0.01	1.00			
Mshare	-0.02	0.03	0.01	0.02	-0.01	-0.06	0.12	-0.01	-0.07	0.00	-0.05	-0.02	0.00	0.02	1.00		
Lever	0.11	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.08	-0.01	0.04	-0.11	-0.13	-0.12	0.03	0.03	0.06	-0.07	1.00	
Size	0.13	-0.29	0.07	0.11	0.18	0.16	-0.17	-0.03	0.21	0.16	0.23	0.24	0.06	-0.02	-0.06	0.20	1.00

表3 主要变量的描述性统计

	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev
Turno	2 211	0.66	0.53	0.04	3.85	0.48
Expen	2 211	0.15	0.12	0.00	0.98	0.12
Gov	2 201	6.63	7.13	3.04	8.37	1.34
Mar	2 201	6.37	6.39	3.15	8.41	1.31
Law	2 201	5.74	5.63	2.62	7.79	1.30
Top1	2 211	0.46	0.47	0.00	0.85	0.16
Hed5	2 211	0.26	0.24	0.00	0.72	0.14
Cr1-5	2 211	0.60	0.62	0.01	0.96	0.13
Sing	2 211	0.62	1.00	0	1	0.49
Union	2 211	0.12	0.00	0	1	0.33
Dece	2 211	0.01	0.00	0	1	0.09
Bsize	2 211	9.96	9.00	5	19	2.17
Indep	2 211	0.33	0.33	0	0.6	0.05
Dual	2 195	0.09	0.00	0	1	0.29
Mshare	2 211	0.00	0.00	0	0.20	0.01
Lever	2 211	0.48	0.49	0.01	1.00	0.18
Size	2 211	21.38	21.29	18.65	26.98	0.95

四、经验结果

表4的回归结果显示,Gov、Mar、Law都与Turno在1%的显著性水平下正相关,而与Expen在5%的显著性水平下负相关。这与我们的预期完全一致,说明政府干预增加了代理成本,提高市场化程度和法律对投资者利益的保护水平能够减少代理成本。Sing与Turno在1%的显著性水平下正相关,而与Expen在1%的显著性水平下负相关。这与我们预期相符,说明“一股独大”的股权结构减少了管理者与股东之间的代理成本。Union与Turno负相关,但不显著,而与Expen在1%的显著性水平下负相关。这与我们预期基本一致,说明“多股同大”的股权结构不利于降低代理成本。Dece与Turno、Expen都无

显著关系,这与我们预期不一致。原因可能是,在股权分散的公司,股东们意识到股东与管理者之间的代理问题将比较严重,从而会采取其他一些措施(如实施股权激励)降低代理成本。另外,分散的股权结构在我国上市公司中仍不多见。Bsize 与 Turno 显著正相关,而与 Expen 的关系不显著。Dual 与 Turno 无显著关系,而与 Expen 的显著正相关。这说明大董事会在一定程度上可减少代理成本,而两职兼任在一定程度上增加了代理成本。Indep 与 Turno 显著正相关,而与 Expen 显著负相关,说明独立董事有利于减轻代理问题。Mshare 与 Turno、Expen 均无显著关系,这与我们的预期不一致,说明管理者持股比例普遍过低可能是主要原因。在控制变量中,Lever 与 Turno 无显著关系,而与 Expen 显著正相关。这说明负债在我国公司中并没有发挥 Jensen (1976) 指出的杠杆治理作用,我国国有企业的预算软约束问题可

能是导致这一结果的原因。Size 与 Turno 显著正相关,与 Expen 显著负相关。这说明企业规模越大,代理成本越低。原因是企业规模越大,信息不对称程度越低,监督成本越低。

我们分别用 Top1、Cr1-5 与 Hefd5 作为股权集中度的代理变量,进一步检验股权集中度对代理成本的影响。表 5 的结果显示,Top1、Cr1-5 与 Hefd5 都与 Turno 显著正相关,而与 Expen 与显著负相关,进一步支持了股权集中有利于减轻代理成本的观点。

最后,我们对回归结果进行了稳健性分析。我们删除 Turno 或 Expen 小于 1 %分位点或大于 99 %分位点的数据,以控制极大值和极小值对回归结果的影响;在回归方程中加入上市公司个体随机效应项,以控制上市公司个体效应的影响。经过上述两项处理后,重新估计回归方程得出的结果基本不变。

表 4 代理成本与公司治理回归一

因变量 Turno				因变量 Expen		
Gov	0.05 *** (7.62)			0.00 ** (- 2.40)		
Mar		0.06 *** (7.77)			- 0.01 *** (- 2.75)	
Lar			0.05 *** (6.16)			0.00 ** (- 2.08)
Sing	0.06 *** (3.21)			- 0.02 *** (- 3.80)		
Union		- 0.04 (- 1.37)			0.02 *** (2.96)	
Dece			- 0.07 (- 0.74)			0.00 (0.00)
Bsize	0.01 *** (2.80)	0.01 ** (2.52)	0.01 *** (2.56)	0.00 (- 0.09)	0.00 (0.31)	0.00 (0.41)
Indep	0.38 ** (2.17)	0.37 ** (2.10)	0.39 ** (2.21)	- 0.15 *** (- 3.16)	- 0.15 *** (- 3.16)	- 0.15 *** (- 3.22)
Dual	0.00 (0.12)	0.01 (0.20)	0.00 (0.05)	0.02 * (1.93)	0.02 * (1.95)	0.02 ** (1.98)
Mshare	- 1.16 (- 0.72)	- 1.41 (- 0.87)	- 1.28 (- 0.79)	0.33 (0.78)	0.33 (0.77)	0.44 (1.03)
Lever	0.04 (0.72)	0.03 (0.59)	0.04 (0.73)	0.04 *** (2.65)	0.04 *** (2.76)	0.04 *** (2.85)
Size	0.08 *** (7.32)	0.08 *** (7.37)	0.08 *** (7.27)	- 0.03 *** (- 11.73)	- 0.03 *** (- 11.77)	- 0.03 *** (- 12.25)
Adj-R ²	0.24	0.24	0.23	0.15	0.15	0.14
F-stat.	32.4 ***	32.0 ***	30.5 ***	18.5 ***	18.3 ***	17.6 ***
Obs	2 182	2 182	2 182	2 182	2 182	2 182

注:括号内为双边 t-统计值,上标 *、**、*** 分别表示 t 检验在 10 %、5 %和 1 %水平上显著。

表 5 代理成本与公司治理回归二

因变量 Turno				因变量 Expen		
Top1	0.22 *** (3.45)			- 0.05 *** (- 3.24)		
Cr1-5		0.31 *** (3.99)			- 0.05 *** (- 2.62)	
Hefd5			0.26 *** (3.61)			0.05 *** (- 2.81)
Gov	0.05 *** (7.64)	0.05 *** (7.67)	0.05 *** (7.65)	0.00 ** (- 2.44)	0.00 ** (- 2.48)	0.00 ** (- 2.47)
Bsize	0.01 *** (2.90)	0.01 ** (2.49)	0.01 *** (2.90)	0.00 (- 0.07)	0.00 (0.39)	0.00 (0.03)
Indep	0.38 ** (2.15)	0.36 ** (2.07)	0.38 ** (2.15)	- 0.15 *** (- 3.15)	- 0.14 *** (- 3.12)	- 0.15 *** (- 3.16)

	因变量 Turno			因变量 Expen		
Dual	0.01 (0.17)	0.00 (0.07)	0.01 (0.17)	0.02 [*] (1.89)	0.02 ^{**} (1.98)	0.02 [*] (1.91)
Mshare	-1.06 (-0.65)	-1.48 (-0.92)	-1.13 (-0.70)	0.33 (0.78)	0.45 (1.05)	0.37 (0.87)
Lever	0.05 (0.86)	0.04 (0.77)	0.05 (0.91)	0.04 ^{***} (2.57)	0.04 ^{***} (2.75)	0.04 ^{***} (2.59)
Size	0.07 ^{***} (6.94)	0.08 ^{***} (7.36)	0.07 ^{***} (6.78)	-0.03 ^{***} (-11.44)	-0.03 ^{***} (-12.10)	-0.03 ^{***} (-11.41)
Aaj-R ²	0.24	0.24	0.24	0.15	0.15	0.15
F-stat.	32.5 ^{***}	32.7 ^{***}	32.6 ^{***}	18.7 ^{***}	18.1 ^{***}	18.1 ^{***}
Obs	2 182	2 182	2 182	2 182	2 182	2 182

注:同表 4。

五、结论及启示

本文基于我国国有上市公司 2003 - 2005 年的面板数据,利用面板最小二乘法固定效应模型,首次较全面地考察了治理环境、治理结构对代理成本的影响,得出的主要结论如下:(1)外部治理环境对代理成本有显著影响,政府干预显著增加了代理成本,而提高市场化进程和法律对投资者的保护水平有利于减少代理成本。(2)“一股独大”和集中的股权结构能显著减少代理成本,而“多股同大”增加了代理成本,高度分散的股权结构在我国尚不普遍。(3)大董事会和独立董事可以减少代理成本,而两职兼任增加了代理成本,高管持股对代理成本无显著影响。(4)资产负债率并没有发挥其杠杆治理的作用,公司规模与代理成本负相关。

本文回归分析结果显示,增加股权集中度、增加董事会规模及独立董事比例有利于公司治理的提升。值得一提的是,除公司的内部治理结构外,治理环境对代理成本也有显著影响。因此,我国要通过公司治理改革提高对投资者利益的保护,改变上市公司所处的治理环境也尤其重要。

最后需要说明的是,本文研究的是管理者与股东之间的代理问题,这被称为第一类代理问题。但是,大股东与小股东之间也可能存在代理问题,这被称为第二类代理问题。诚然,减少政府干预,提高法律对投资者的保护水平能够减轻两类代理问题,但股权结构对两类代理问题的影响可能不一致。什么样的股权结构才最合理仍是一个需要我们进一步研究的问题。

参考文献:

- Ang J. S. ; Cole, R. A. and Lin, J. W. ,2000. "Agency Costs and Ownership Structure. " *Journal of Finance*, 55, pp. 81 - 106.
- Byrd, J. and Hickman K. ,1992. "Do Outside Directors Monitor Managers: Evidence from Takeover Bids?" *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 195 - 221.
- Fama, E. F. and Jensen, M. ,1983. "Separation of Ownership and Control. " *Journal of Law and Economics*, 88 pp. 301 - 325.
- Jensen, M. and Meckling, W. ,1976. "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. " *Journal*

of Financial Economics, 3, pp. 305 - 360.

5. La Porta, R. ; Lopez - De - Silanes, F. ; Shleifer, A. and Vishny, R. W. ,1997. "Law Determinants of External Finance. " *Journal of Finance*, 52, pp. 1131 - 1150.

6. La Porta, R. ; Lopez - De - Silanes, F. ; Shleifer, A. and Vishny, R. W. ,1999. "Corporate Ownership around the World. " *The Journal of Finance*, 54, pp. 471 - 517.

7. La Porta, R. ; Lopez - de - Silanes, F. ; Shleifer, A. and Vishny, R. W. , 2000. "Investor Protection and Corporate Governance. " *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3 - 27.

8. Rosenstein, S. and Wyatt, J. C. ,1990. "Outside Directors, Board Effectiveness and Shareholder Wealth. " *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175 - 191.

9. Singh, M. ; Davidson, W. N. , 2003. "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms. " *Journal of Banking and Finance*, 27, pp. 793 - 816.

10. Shleifer, A. and Vishny, R. ,1986. "Large Shareholders and Corporate Control. " *Journal of Political Economic*, 94, pp. 461 - 488.

11. 樊纲、王小鲁:《中国市场化指数》,见《中国市场化相对进程报告》(2001 年),北京,经济科学出版社,2003。

12. 高雷、何少华:《中国股票市场及上市公司治理研究》,上海,上海三联书店,2006。

13. 高雷、何少华、黄志忠:《公司治理与掏空》,载《经济学(季刊)》,2006(4),第 1 157~1 178 页。

14. 刘汉民、刘锦:《资本结构、公司治理与国企改革——“资本结构与公司治理研讨会”综述》,载《经济研究》,2001(10),第 83~85 页。

15. 林毅夫、刘明兴、章奇:《政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究》,载《管理世界》,2004(8),第 81~89 页。

16. 平新乔、范瑛、郝朝艳:《中国国有企业代理成本的实证分析》,载《经济研究》,2003(11),第 42~53 页。

17. 邱世远、徐国栋:《上市公司股权激励的实证分析》,载《统计与决策》,2003(12),第 75~76 页。

18. 宋力、韩亮亮:《大股东持股比例对代理成本的影响研究》,载《南开管理评论》,2005(1),第 30~34 页。

19. 邵东亚:《公司治理的机制与绩效——案例分析与制度反思》,载《管理世界》,2003(12),第 115~127 页。

20. 徐莉萍、辛宇、陈工孟:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,载《经济研究》,2006(1),第 90~100 页。

21. 夏立军、方轶强:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,载《经济研究》,2005(5),第 40~51 页。

22. 朱红军、汪辉:《“股权制衡”可以改善公司治理吗——宏智科技股份有限公司控制之争的案例研究》,载《管理世界》,2004(10),第 114~156 页。

(作者单位:汕头大学商学院 汕头 515063)
(责任编辑:Q)