

公司治理机制与公司绩效:代理成本的中介效应

周 建^{1,2}, 袁德利^{1,2}

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

摘 要: 公司治理机制对公司绩效产生影响的途径日益引起学界的重视, 但有关这一问题的实证研究相对缺乏。本文基于 2001~2009 年间沪深两市 444 家上市公司的平衡面板数据, 采用能有效控制内生性问题的随机效应模型和系统 GMM 模型, 检验了公司治理机制对股权代理成本的影响及公司治理机制、两类股权代理成本与公司绩效之间的关系。研究结果表明, 第一类股权代理成本在董事会规模、董事会独立性与公司绩效之间起部分中介作用, 而第二类股权代理成本在股权集中度与公司绩效之间起部分中介作用。

关键词: 公司治理机制; 股权代理成本; 公司绩效; 中介效应

中图分类号: F271

文献标识码: A

文章编号: 1003-5192(2013)02-0018-08

Corporate Governance Mechanisms and Performance with Agency Costs as Mediators

ZHOU Jian^{1,2}, YUAN De-li^{1,2}

(1. Research Center of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Scholars pay attention to the ways through which corporate governance mechanisms affect corporate performance increasingly, but now the related empirical researches are insufficient. Using the balanced panel data of 444 companies listed on Shanghai or Shenzhen stock markets from 2001 to 2009, and with the random effects models and the system GMM models that to some extent can control endogeneity effectively, the paper tests the relationship between corporate governance mechanisms, the two kinds of equity agency costs and corporate performance. Results suggest that the first kind of equity agency cost is the mediator variable between the size of board of directors, the board independence and corporate performance, while the second kind of equity agency cost is the mediator variable between ownership concentration and corporate performance, both mediator variables take partial mediating effects.

Key words: corporate governance mechanisms; equity agency costs; corporate performance; mediating effects

1 引言

自 1990 和 1991 年分别在上海和深圳建立证交所以来, 中国逐步引入并实践英美公司治理模式, 建立了相应的公司治理机制。目前, 中国的公司治理机制与英美公司治理机制从形式上看相似度较高, 但治理效果却远不够理想^[1]。原因是多方面的, 学术界普遍认为, 主要原因在于, 英美上市公司与中国上市公司在股权集中度等公司治理特征上存在显著差异, 导致代理成本的构成内容不同。简单地沿用英美公司治理机制, 难以有效抑制代理成本、改善公司绩效。

随着中国市场经济体制改革的深入, 对中国公

司治理机制在抑制代理成本和提升公司绩效方面的有效性的研究, 逐渐成为影响中国公司治理改革成败的关键命题。在中国上市公司的治理实践中, 代理成本的主要构成内容是什么? 哪些公司治理机制能够有效地抑制这些代理成本? 公司治理机制通过什么途径对公司绩效产生影响, 即代理成本是否在公司治理机制与公司绩效之间起中介效应? 目前国内尚无文献针对上述问题进行系统研究, 基于此, 本研究对以上问题作进一步探讨。

2 文献回顾

在现代企业制度下, 所有权与控制权相分离, 作为委托人的企业所有者与作为代理人的企业控

收稿日期: 2012-03-24

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872048); 教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NCET-08-0302); 教育人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJD63000); 南开大学“985 工程”中国企业管理与制度创新基地资助项目(1050821210)

制人之间不可避免会发生利益冲突,产生代理成本。Jensen and Meckling 认为,代理成本是委托人的监督成本、代理人的约束成本和剩余损失的总和,公司在股权融资时股东与公司控制人之间存在利益冲突,由此产生的代理成本称为股权代理成本,而在负债融资时债权人与股东之间存在利益冲突,由此产生的代理成本称为债务代理成本^[2]。由于公司实际控制人不同,中国上市公司和英美上市公司在代理成本的构成内容上存在显著差异^[3]:英美上市公司股权相对分散,经营者(管理层)往往是公司实际控制人,代理问题主要表现为全体股东与经营者之间的利益冲突(P-A 冲突),由此产生的代理成本称为第一类股权代理成本。而中国上市公司的股权相对集中或高度集中,公司实际控制人往往是控股股东,代理问题主要表现为控股股东与中小股东的利益冲突(P-P 冲突)^[4],控股股东可利用其控制权影响公司决策,谋取控制权私人收益(Private Benefits of Control),由此产生的代理成本称为第二类股权代理成本,此时公司形成双重委托代理的局面^[1]。

公司治理是公司融资供给方保证自身投资利益的一种制度安排^[3]。公司治理机制是通过市场竞争的自发选择,或者人为设计各种制度以降低代理成本,从而在一定程度上解决代理问题的各种制度或机制的总称。由于对公司治理机制外延的理解不同,研究者对公司治理机制的分类也有所不同:Jensen 等把公司治理机制分为法律法规机制、内部控制机制、外部控制机制和产品市场竞争四种类型^[5];Denis 等把公司治理机制分为内部机制和外部机制,内部机制包括激励合约、董事会、大股东、债务融资等,外部机制包括政治与法律、产品市场竞争、控制权市场和声誉市场等^[6];白重恩等则认为,公司治理的内部机制包括董事会、高管薪酬、股权结构和信息披露,外部机制包括控制权市场、法制基础和产品市场竞争等^[7]。可见,无论采取哪种分类方法,公司治理机制都包括股东、董事会、管理层和外部利益相关者等几个方面。

针对公司治理机制对股权代理成本的影响及公司治理机制、股权代理成本和公司绩效三者之间的关系,学术界从不同角度进行了广泛的探索:Bebchuk 等研究发现,公司治理机制能否有效控制代理成本,很大程度上取决于公司的股权结构^[8];Xu 等以 2003~2006 年间 917 家中国上市公司的混合面板数据为样本,利用两阶段最小二乘法(2SLS)研究了法律执行力对两类股权代理成本的

影响。研究结果表明,提高税法执行力有助于降低两类代理成本,同时有助于提升公司绩效,但并没有对两类股权代理成本的中介效应进行检验^[9];王鹏构造了中国各地区 2001~2004 年的投资者法律保护指标,采用固定效应模型研究发现,投资者法律保护水平能抑制第二类股权代理成本,提升公司绩效^[10];Singh 等采用工具变量法研究发现,管理者持股能有效降低第一类股权代理成本,股权集中度也能在一定程度上抑制第一类股权代理成本,而独立董事对于降低第一类股权代理成本没有贡献^[11];McKnight 等采用固定效应模型、工具变量法和 Tobit 模型,检验并证实了英国上市公司的董事会、股权结构可以降低第一类股权代理成本,提升公司绩效^[12],但没有检验股权代理成本的中介效应。

综上所述,现有关于公司治理机制对股权代理成本的影响及公司治理机制、股权代理成本和公司绩效之间关系的研究,存在以下不足:首先,现有研究侧重研究一个或几个特定的公司治理机制对股权代理成本的影响,或者侧重研究公司治理机制对某一类股权代理成本的影响。而事实上,无论是在中国还是英美,两类股权代理成本都从未消失过^[4],公司治理机制总是作为一个整体对两类股权代理成本同时发挥作用。由于不同的公司治理机制之间存在替代或互补效应,因此,在控制多重共线性的基础上尽可能扩大公司治理机制变量的范围,或者同时研究公司治理机制对两类股权代理成本的影响,不仅可以缓解由于遗漏变量所引起的内生性问题,而且可以更全面地理解考虑了替代或互补效应后的不同公司治理机制的有效性^[13],增强研究结果的可信度。其次,虽然有研究表明,公司治理机制有助于降低股权代理成本和提高公司绩效,但目前尚无针对两类股权代理成本在公司治理机制和公司绩效之间中介效应的研究,开展这方面的研究,可以加深对公司治理机制作用机理的理解。最后,从研究方法上来看,虽然普遍注意到公司治理机制、股权代理成本与公司绩效之间的内生性问题,但由于处理方法不同,导致研究结论尚处于混沌状态^[14,15]。导致内生性的原因主要包括联立性、动态内生性和未观察到的异质性三个方面。当存在内生性问题时,混合 OLS 和固定效应模型的估计是有偏的。鉴于此,本研究以 2001~2009 年间沪深两市 444 家公司的平衡面板数据为素材,在有效分离横截面和时间序列影响的基础上,采用能较好地控制内生性问题的随机效应模型和系统广义矩(GMM)模型,针对公司治理机制对两类股

权代理成本的影响以及两类股权代理成本在公司治理机制与公司绩效之间的中介效应展开研究。

3 理论分析与研究假设

3.1 公司治理机制与股权代理成本

如前文所述,公司治理机制主要包括股东、董事会、管理层和外部利益相关者四个方面,下面分别从这四个方面分析公司治理机制对股权代理成本的影响。

(1) 股东与股权代理成本

由于监督管理层需要付出相应的成本,当股权比较分散时,股东对管理层进行监督的动机不强烈。而股权相对集中后,一方面股东(尤其是控股股东、大股东)在董事会决策中的话语权增强,对管理层的监督更加便利;另一方面,如果控股股东不加强对管理层的监督,其利益受损的比重就更大,因此,控股股东监督管理层的动机会更加强烈。事实上,监督成本也存在一定程度的“规模经济效应”,股权集中度越高,控股股东的单位监督成本就越低。Hartzell and Starks 认为,股权集中使得控股股东不仅有能力和动机加强对管理层的监督,而且控股股东还可以通过薪酬制度设计来激励管理层,实现一定程度的激励相容(Incentives Alignment),从而降低第一类股权代理成本^[16]。控股股东的收益主要包括资本性收益和利用内部信息在二级市场上进行内幕交易或直接侵占其他股东所获得的收益^[17],因此,控股股东具有利用其控制权谋取私人收益的强烈动机,以弥补其监督成本。而且,随着股权集中度增加,其他股东更加难以对控股股东形成有效的制衡,控股股东可以更加容易地获取私人收益。因此提出以下假设:

H1a 股权集中度与第一类股权代理成本负相关。

H1b 股权集中度与第二类股权代理成本正相关。

(2) 董事会与股权代理成本

董事会是公司的权力中心,负责公司的重大决策,董事会的规模和结构在很大程度上影响公司的利益创造和利益分配活动。董事会规模越大意味着董事背景更加多元化,一方面导致董事会决策时整合不同意见的难度加大,另一方面规模过大的董事会容易形成小集团,独立董事难以“拧成一股绳”对控股股东和管理层进行监督,董事会容易被

控股股东或管理层所控制,两类股权代理成本较高^[5]。Yermack 以 1984 ~ 1991 年间美国制造业企业为样本研究发现,规模过大的董事会在监督管理层和控股股东的过程中容易产生“搭便车”行为,导致两类股权代理成本上升^[18]。因此提出以下假设:

H2a 董事会规模与第一类股权代理成本正相关。

H2b 董事会规模与第二类股权代理成本正相关。

代理理论把管理层视为机会主义者,并认为独立董事的监督能缓解这种机会主义行为,降低第一类股权代理成本。同时,董事会独立性的提高可以弱化控股股东对公司的控制,减少掏空行为(Tunneling),降低第二类股权代理成本。出于声誉的考虑及害怕吃官司,独立董事具有强烈的动机去监督控股股东侵害中小股东利益的行为^[19]。而且,董事会独立性越强,独立董事抗衡管理层和控股股东的力量就越强,监督就越有力,两类股权代理成本就越低。Dahya 等的研究表明,董事会独立性越高,公司进行关联交易的概率就越低,通过关联交易产生的第二类股权代理成本越低^[20]。因此提出以下假设:

H3a 董事会独立性与第一类股权代理成本负相关。

H3b 董事会独立性与第二类股权代理成本负相关。

(3) 管理层与股权代理成本

管理者实施机会主义行为具有一定的法律风险。相比而言,管理者所获得的薪酬激励(包括现金薪酬激励和管理层持股计划)不存在法律上的风险。因此,通过适当的薪酬激励一方面可以更大程度上减少管理层的机会主义行为,表现出成本节约的“放大效应”,另一方面在拥有薪酬激励的情况下,管理层与控股股东合谋的概率会下降,从而降低了控股股东侵害中小股东权益的风险,因此两类股权代理成本都有所降低。从经验证据来看,多项研究结果表明,对管理层进行激励缓解了股东与经理层的利益冲突,降低了第一类股权代理成本^[2,3,5,11]。Morck 等研究发现,当管理者持股比例低于 5% 时,能有效抑制两类股权代理成本,提高公司绩效^[21]。因此提出以下假设:

H4a 高管薪酬与第一类股权代理成本负相关。

H4b 高管薪酬与第二类股权代理成本负相关。**(4) 外部利益相关者与股权代理成本**

在新兴市场经济国家, 资本市场相对不发达, 法律法规相对不够完善, 公司控制权市场和经理人市场尚未发挥应有的治理功能, 供应商和经销商处于信息劣势, 员工在职位上处于劣势, 因此供应商、经销商和员工也难以发挥其治理功能。此时, 公司更多地依靠外部审计师(会计师事务所)来控制并约束两类股权代理成本, 具体体现在以下两个方面: 一是规模较大的会计师事务所为了维护其自身的声誉, 会减少与公司控股股东或管理层的合谋, 有助于加强对公司侵占中小股东利益行为的监督。二是规模较大的会计师事务所有助于督促公司提高信息披露质量, 这间接地降低了其他股东和利益相关者对公司行为进行监督的成本, 最终有助于降低两类股权代理成本。Zerni 等的实证研究结果表明, 聘请四大会计师事务所可减少控股股东对上市公司资金的占用, 降低两类股权代理成本^[22]。因此提出以下假设:

H5a 聘请四大会计师事务所有助于降低第一类股权代理成本。

H5b 聘请四大会计师事务所有助于降低第二类股权代理成本。

3.2 公司治理机制、股权代理成本与公司绩效

代理理论认为, 公司治理机制的直接目的是缓解代理问题、降低两类股权代理成本。最终目的是确保公司控制人按照股东利益来进行科学决策和有效地管理公司^[2], 其决策结果最终会体现在公司绩效上。Bae 等以东亚国家的上市公司为样本, 对金融危机时期公司治理机制与公司绩效之间的关系进行研究后发现, 在金融危机时期, 公司治理质量较高的公司由于能够更好地约束大股东和管理层对中小股东利益的侵占, 因此保持了较高的资产收益率^[23]。Salva 采用事件研究法研究发现, 跨境上市后, 由于“租用”了境外更完善的法律法规, 公司获得了超常收益, 这种超常收益部分地是由于第一类股权代理成本降低所造成的^[24], 这意味着, 股权代理成本在法律机制与公司绩效之间起中介作用。因此提出以下假设:

H6a 第一类股权代理成本在公司治理机制与公司绩效之间起中介作用。

H6b 第二类股权代理成本在公司治理机制与公司绩效之间起中介作用。

4 研究设计**4.1 变量定义**

对于公司绩效的测度, 国外研究者常采用托宾 Q 来衡量公司绩效, 由于中国上市公司股价偏离真实价值的情况比较严重, 因此, 国内研究者通常使用总资产收益率(ROA)或净资产收益率(ROE)。

第一类股权代理成本(AC1)常采用管理费用率和资产周转率来衡量^[11]。本研究采用管理费用率来衡量第一类股权代理成本, 并用资产周转率做稳健性检验; 第二类股权代理成本(AC2)采用其他应收款占总资产的比重来衡量。

研究中用到的公司治理机制测度如下: 股权集中度(First)采用第一大股东持股比例来衡量; 董事会规模(Boardsize)用董事会的总人数来衡量; 董事会独立性(Indirector)用独立董事人数占董事会总人数的比例来衡量; 高管薪酬(Mgtsalary)采用金额最高的前三名高级管理人员的现金报酬总额的自然对数来衡量; 是否聘请四大会计师事务所(Big4)采用虚拟变量。

研究中使用的控制变量测度如下: 公司规模(Size)采用公司总资产的自然对数来衡量; 财务杠杆(Lev)指资产负债率; 参照 Xu 等对成长性(Growth)进行控制, 并用公司主营业务收入年增长率来衡量^[9]; 在投资者保护较弱的国家, 大股东从现金持有中获取私利的能力更强, 第二类股权代理成本越高^[25], 因此, 本研究把自由现金流量(FCF)作为控制变量, 其计算公式是: $FCF = (\text{经营活动产生的现金流量净额} - \text{净营运资金变化} - \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金}) / \text{总资产}$, 如果计算结果为负数则 FCF 取值为零; 是否为 ST 或 PT(STPT)采用虚拟变量; 行业虚拟变量(Industry); 利用年度虚拟变量(Year)来控制其他不可观察的宏观环境变化的影响。

4.2 研究方法与模型设计

中介效应的检验程序是: 首先检验自变量(公司治理机制)与因变量(公司绩效)的关系是否显著(即模型 5), 然后检验自变量与中介变量(AC1, AC2)、中介变量与因变量的关系是否显著(即模型 1-2、模型 3-4), 最后把自变量和中介变量放在一起检验其对因变量的影响(即模型 6-8), 如果此时自变量对因变量的显著性消失或显著性存在但数值降低, 说明存在完全中介效应或部分中介效应。

潜在的内生性问题加大了公司治理机制与公司绩效之间关系研究的难度。当存在内生性问题时,混合 OLS 和固定效应模型的估计是有偏的(固定效应模型能有效控制未观察到的异质性,但无法解决联立性和动态内生性问题),而采用动态面板广义矩估计(GMM)则可以有效控制联立性和动态内生性问题,并在一定程度上缓解未观察到的异质性问题^[26]。GMM 方法对个体效应的具体形式和初始值都不作要求,适用范围较广,事实上,OLS 和 2SLS 都只是线性 GMM 的特例^[27]。基于此,本研究在检验公司治理机制、股权代理成本与公司绩效的关系时(模型 5-8)采用了动态系统 GMM 方法。

在研究公司治理机制对股权代理成本的影响、代理成本对公司绩效的影响时,静态面板数据模型应用得比较多,因此,本研究采用了静态面板的随机效应模型(模型 1-4),并通过了 Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test,说明随机效应显著,随机效应模型有效。本研究的计量模型如下

$$\text{模型 1: } AC1 = \beta_0 + \beta_{1,i} \times CGM + \beta_{2,j} \times Contr + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$\text{模型 2: } AC2 = \beta_0 + \beta_{1,i} \times CGM + \beta_{2,j} \times Contr + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$\text{模型 3: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,i} \times AC1 + \beta_{2,j} \times Contr + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$\text{模型 4: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,i} \times AC2 + \beta_{2,j} \times Contr + \varepsilon_4 \quad (4)$$

在模型 1-4 中,CGM 表示解释变量(公司治理机制),包括 First、Boardsize、Indirector、Mgtsalary、Big4,而 Contr 表示控制变量,包括 Size、Lev、Growth、FCF、STPT、Industry、Year。 β 为回归系数, ε 为随机干扰项, i 为公司治理机制变量的编号, j 为控制变量的编号。

$$\text{模型 5: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,k} \times IndeContr + \varepsilon_5 \quad (5)$$

$$\text{模型 6: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,k} \times IndeContr + \beta_{2,1} \times AC1 + \varepsilon_6 \quad (6)$$

$$\text{模型 7: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,k} \times IndeContr + \beta_{2,2} \times AC2 + \varepsilon_7 \quad (7)$$

$$\text{模型 8: } ROA = \beta_0 + \beta_{1,k} \times IndeContr + \beta_{2,1} \times AC1 + \beta_{2,2} \times AC2 + \varepsilon_8 \quad (8)$$

在模型 5-8 中,IndeContr 表示解释变量和控制变量,解释变量包括 L1.ROA (ROA 滞后一期)、First、Boardsize、Indirector、Mgtsalary、Big4,控制变量包括 Size、Lev、Growth、FCF、STPT、Industry、Year。 β 为回归系数, ε 为随机干扰项, k 为解释变量和控制变量的编号。

4.3 样本与数据来源

研究数据主要来自 CCER 数据库。在 CCER 数据库中,从 1998 年起开始具有公司治理的相关数据,在 2001 年之前,只有少数公司公布了高管薪

酬的数据,在开展本研究时,CCER 的公司财务数据截至 2009 年底。从数据的可获得性考虑,本研究以 2001~2009 年间沪深两市的上市公司为初始样本,进行了如下筛选:一是剔除金融行业的样本公司;二是剔除数据不全的样本。最终得到 2001~2009 年间 444 家上市公司的平衡面板数据。统计分析软件采用 Stata 11。

5 实证检验结果与分析

5.1 描述性统计

描述性统计结果表明,大股东持股比例相对较高,平均持股比例为 39%;从董事会来看,平均董事会规模为 6.8 人,独立董事比例约 47%;聘请四大会计师事务所的比例比较低(6.6%)。

变量间相关分析结果表明,虽然大多数自变量之间存在显著正相关或显著负相关的关系,但相关系数不大,其中董事会独立性和高管薪酬之间的相关系数最大(其 Pearson 系数为 0.364),因此,自变量间的相关系数比较小,不存在严重的多重共线性问题,可以同时放在模型中进行回归。股权集中度、高管薪酬和聘请四大会计师事务所对两类股权代理成本都有抑制作用,而董事会规模与两类股权代理成本负相关,董事会独立性与第二类股权代理成本负相关。

5.2 多元回归分析

表 1 列示了模型 1-4 的多元回归结果。其中,模型 1-2 的结果表明,股权集中度和高管薪酬对第一类股权代理成本有抑制作用,H1a 和 H4a 得到证实。董事会规模与第一类股权代理成本成正相关关系,H2a 得到证实。董事会独立性与第一类股权代理成本成正相关关系,结果与 H3a 刚好相反,而且董事会规模和董事会独立性对第二类股权代理成本没有影响,可能的解释是:由于第一大股东的控制力很强(持股比例超过 39%),其他董事会成员难以对大股东形成有效的制衡,而大股东为了向外界传递良好公司治理质量的信息而对掏空行为有所收敛,因此,第二类股权代理成本的降低反而主要依靠大股东自身(-3.4%)。聘请四大会计师事务所和高管薪酬也能在一定程度上降低第二类股权代理成本,分别是 1.5% 和 0.4%,H5b 和 H4b 得到证实。模型 3-4 的回归结果表明,第一类和第二类股权代理成本对公司绩效有负面影响。

表 1 随机效应模型回归结果

自变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Intercept</i>	0.868 *** (7.23)	0.057* (1.59)	-0.092 (-3.11)	-0.092 (-3.05)
<i>L1. ROA</i>				
<i>First</i>	-0.068 ** (-2.05)	-0.034 *** (-3.76)		
<i>Boardsize</i>	0.007 *** (2.75)	0.000 (0.57)		
<i>Indirector</i>	0.016* (0.46)	-0.002 (-0.29)		
<i>Mgtsalary</i>	-0.022 *** (-3.66)	-0.004 *** (-2.98)		
<i>Big4</i>	-0.005 (-0.24)	-0.015 *** (-3.35)		
<i>AC1</i>			-0.074 *** (-15.77)	
<i>AC2</i>				-0.214 *** (-10.74)
<i>Size</i>	-0.028 *** (-4.76)	0.003* (1.71)	0.008 *** (5.56)	0.008 *** (5.66)
<i>Lev</i>	0.036 *** (5.09)	0.002 (1.11)	-0.088 *** (-43.41)	-0.090 *** (-43.75)
<i>Growth</i>	-0.023 *** (-4.67)	-0.003 *** (-3.53)	0.009 *** (5.85)	0.009 *** (6.42)
<i>FCF</i>	-0.077 (-0.76)	0.019 (1.02)	0.132 (4.45)	0.138 *** (4.58)
<i>STPT</i>	0.027 (1.45)	0.003 (0.81)	0.007 (1.38)	0.010* (1.76)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Wald Chi2	180.41	435.62	2680.11	2478.10
观测值个数	3996	3996	3996	3996

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平上显著 括号内为 Z 统计量。

以上结果表明,第一大股东持股比例、董事会规模、董事会独立性和高管薪酬四种公司治理机制可能通过影响第一类股权代理成本进而影响公司绩效,而第一大股东持股比例、高管薪酬和外部审

计师三种公司治理机制可能通过影响第二类股权代理成本进而影响公司绩效。下面对这种中介作用做进一步检验 检验结果见表 2。

表 2 系统 GMM 模型回归结果

自变量	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>Intercept</i>	1.908 *** (13.30)	1.878 *** (13.39)	1.803 *** (12.59)	1.792 *** (12.77)
<i>L1. ROA</i>	-0.467 *** (-23.65)	-0.471 *** (-24.37)	-0.486 *** (-24.59)	-0.486 *** (-25.11)
<i>First</i>	0.121 *** (3.77)	0.123 *** (3.90)	0.106 *** (3.31)	0.110 *** (3.51)
<i>Boardsize</i>	-0.004 ** (-2.30)	-0.003* (-1.89)	-0.004 ** (-2.1)	-0.003* (-1.76)
<i>Indirector</i>	-0.046 *** (-2.64)	-0.039 ** (-2.28)	-0.045 *** (-2.59)	-0.039 ** (-2.27)
<i>Mgtsalary</i>	0.023 *** (5.97)	0.022 *** (5.76)	0.022 *** (5.76)	0.021 *** (5.60)
<i>Big4</i>	0.017 (1.16)	0.015 (1.04)	0.009 (0.62)	0.008 (0.59)
<i>AC1</i>		-0.086 *** (-13.57)		-0.080 *** (-12.61)
<i>AC2</i>			-0.358 *** (-8.67)	-0.299 *** (-7.34)
<i>Size</i>	-0.081 *** (-13.58)	-0.078 *** (-13.48)	-0.073 *** (-12.18)	-0.072 *** (-12.27)
<i>Lev</i>	-0.113 *** (-30.28)	-0.109 *** (-29.58)	-0.114 *** (-30.51)	-0.109 *** (-29.83)
<i>Growth</i>	0.009 *** (4.81)	0.006 *** (3.29)	0.007 *** (3.95)	0.005 *** (2.67)
<i>FCF</i>	0.004 (0.09)	-0.001 (-0.02)	0.007 (0.17)	0.003 (0.07)
<i>STPT</i>	0.060 *** (6.29)	0.055 *** (5.87)	0.060 *** (6.24)	0.055 *** (5.86)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
AR(1) 检验(p 值)	(0.033)	(0.035)	(0.025)	(0.033)
AR(2) 检验(p 值)	(0.827)	(0.762)	(0.831)	(0.755)
Hansen 过度识别检验(p 值)	(0.768)	(0.938)	(0.977)	(0.999)
Diff-in-Hansen 外生性检验(p 值)	(0.923)	(1.000)	(1.000)	(1.000)
观测值个数	3552	3552	3552	3552

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平上显著 括号内为 Z 统计量。

表 2 的 Arellano-Bond 检验结果表明,变量不存在二阶序列相关,可以采用 GMM 方法,回归结果通过过度识别检验,说明回归中使用的工具变量有效。在模型 5 中,股权集中度、高管薪酬和董事

会独立性对公司绩效的影响在 1% 水平上显著,董事会规模则在 5% 水平上显著;加入第一类股权代理成本(AC1)后,股权集中度、高管薪酬的显著性水平和系数没有明显降低,而董事会规模和董事会

独立性的显著性水平下降了,并且系数也显著减小了(分别减少了 25% 和 15.2%),说明第一类股权代理成本在董事会规模、董事会独立性与公司绩效之间起部分中介作用;加入第二类股权代理成本(AC2)后,高管薪酬和董事会独立性的显著性水平和系数没有明显下降,而股权集中度的系数减小了 12.4%,说明第二类股权代理成本在股权集中度与公司绩效之间起部分中介作用;同时加入第一类和第二类股权代理成本后,系数值和显著性水平都有明显下降,进一步证实股权代理成本的部分中介作用。

5.3 稳健性检验

本研究主要采用替代指标作了以下几项稳健性检验:一是公司绩效采用净资产收益率(ROE)来衡量,重新回归。二是高管薪酬采用高管人员持股比例来衡量,重新回归。三是股权集中度采用公司前 5 位大股东持股比例的平方和(Herfindahl5)来衡量,重新回归。四是第一类股权代理成本(AC1)采用资产周转率来衡量,重新回归。上述稳健性检验得出的结论稳健。

6 结论与启示

本研究基于 2001~2009 年间沪深两市 444 家上市公司的平衡面板数据,检验了公司治理机制对两类股权代理成本的影响及两类股权代理成本在公司治理机制与公司绩效之间的中介效应,得出以下结论。

首先,从抑制股权代理成本的角度来看,研究结果表明,高管薪酬是比较有效地抑制两类股权代理成本的一种治理机制,股权集中度对第一类股权代理成本有抑制作用,而规模越大的董事会越不利于对第一类股权代理成本的约束,聘请四大会计师事务所则可以降低第二类股权代理成本。有悖假设的是,股权集中度与第二类股权代理成本负相关,这可能是由于其他公司治理机制相对薄弱,大股东为了传递良好公司治理质量的信息(以获得更低资本成本等利益)而对掏空行为有所收敛。

其次,从股权代理成本的中介效应来看,研究结果表明,第一类股权代理成本(AC1)在董事会规模、董事会独立性与公司绩效之间起部分中介作用;第二类股权代理成本(AC2)在股权集中度与公司绩效之间起部分中介作用。

最后,从研究方法来看,采用随机效应模型和系统 GMM 方法较好地控制了内生性问题。然而,

动态面板 GMM 也不能解决所有的内生性问题,尤其是不能完全消除遗漏变量带来的影响。如果可能,自然实验法和精心选择严格外生的工具变量才是研究变量之间关系的“黄金准则”。

中国上市公司股权相对集中甚至高度集中,股权代理成本中,第二类股权代理成本相对突出,而英美上市公司则是第一类股权代理成本比较突出,由于这两类股权代理成本涉及的利益主体不同,因此,简单套用英美公司治理机制难以有效抑制股权代理成本。在控制多重共线性问题的基础上,本文比较全面地检验了公司治理机制对于控制股权代理成本的有效性,针对公司治理机制对绩效的影响机理进行了有益探索,这有助于上市公司监管机构在公司治理改革中有针对性地解决股权代理问题,提升公司治理水平。

参 考 文 献:

- [1] 冯根福. 双重委托代理理论: 上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J]. 经济研究, 2004 (12): 16-25.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [3] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [4] Young M N, Peng M W, Ahlstrom D, et al.. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective[J]. Journal of Management Studies, 2008, 45(1): 196-220.
- [5] Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. The Journal of Finance, 1993, 48(3): 831-880.
- [6] Denis D K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting[J]. Review of Financial Economics, 2001, 10(3): 191-212.
- [7] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005 (2): 81-91.
- [8] Bebchuk L A, Hamdani A. The elusive quest for global governance standards[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2009, 157(5): 1263-1317.
- [9] Xu W, Zeng Y, Zhang J. Tax enforcement as a corporate governance mechanism: empirical evidence from China[J]. Corporate Governance: An International Review, 2011, 19(1): 25-40.
- [10] 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效[J]. 经济研究, 2008 (2): 68-82.
- [11] Singh M, Davidson Iii W N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27(5): 793-816.
- [12] McKnight P J, Weir C. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2009, 49(2): 139-158.
- [13] Filatotchev I, Nakajima C. Internal and external corpo-

- rate governance: an interface between an organization and its environment [J]. *British Journal of Management* , 2010 , 21(3) : 591-606.
- [14] Ammann M , Oesch D , Schmid M M. Corporate governance and firm value: international evidence [J]. *Journal of Empirical Finance* , 2011 , 18(1) : 36-55.
- [15] 杜沔 顾亮. 股东持股比例和公司绩效的因果关系研究——基于我国上市公司面板数据的格兰杰因果检验 [J]. *预测* 2010 29(3) : 50-54.
- [16] Hartzell J C , Starks L T. Institutional investors and executive compensation [J]. *The Journal of Finance* , 2003 , 58(6) : 2351-2374.
- [17] Maug E. Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control [J]. *The Journal of Finance* , 1998 , 53(1) : 65-98.
- [18] Yermack D. Higher market valuation of companies with a small board of directors [J]. *Journal of Financial Economics* , 1996 , 40(2) : 185-211.
- [19] Gao L , Kling G. Corporate governance and tunneling: empirical evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal* , 2008 , 16(5) : 591-605.
- [20] Dahya J , McConnell J J. Board composition , corporate performance , and the cadbury committee recommendation [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2007 , 42(3) : 535-564.
- [21] Morck R , Shleifer A , Vishny R W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis [J]. *Journal of Financial Economics* , 1988 , 20(1/2) : 293-315.
- [22] Zerni M , Kallunki J P , Nilsson H. The entrenchment problem , corporate governance mechanisms , and firm value [J]. *Contemporary Accounting Research* , 2010 , 27(4) : 1169-1206.
- [23] Bae K H , Baek J S , Kang J K , et al. . Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence [J]. *Journal of Financial Economics* , 2012 , 105(2) : 412-435.
- [24] Salva C. Foreign listings , corporate governance , and equity valuations [J]. *Journal of Economics and Business* , 2003 , 55(5-6) : 463-485.
- [25] Pinkowitz L E E , Stulz R , Williamson R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis [J]. *The Journal of Finance* , 2006 , 61(6) : 2725-2751.
- [26] Andres P D , Vallelado E. Corporate governance in banking: the role of the board of directors [J]. *Journal of Banking & Finance* , 2008 , 32(12) : 2570-2580.
- [27] Bhagat S , Bolton B. Corporate governance and firm performance [J]. *Journal of Corporate Finance* , 2008 , 14(3) : 257-273.

(上接第 11 页)

- [14] Uzzi B. Social structure and competition in interfirm networks: the paradox of embeddedness [J]. *Administrative Science Quarterly* , 1997 , 42(1) : 35-67.
- [15] Janis I L. Groupthink: psychological studies of policy decisions and fiascoes [M]. Houghton Mifflin , Boston , 1982.
- [16] Portes A. Social capital: its origins and applications in modern sociology [J]. *Annual Review of Sociology* , 1998 , 24: 1-24.
- [17] Blau P M. Exchange and power in social life [M]. Wiley , New York , 1964.
- [18] Selnes F , Sallis J. Promoting relationship learning [J]. *Journal of Marketing* , 2003 , 67: 80-95.
- [19] Das T K , Teng B. Between trust and control: developing confidence in partner cooperation in alliances [J]. *The Academy of Management Review* , 1998 , 23(3) : 491-512.
- [20] Pfeffer J , Salancik G R. The external control of organizations [M]. Harper & Row , New York , 1978.
- [21] Lawson B , Tyler B B , Cousins P D. Antecedents and consequences of social capital on buyer performance improvement [J]. *Journal of Operations Management* , 2008 , 26(3) : 446-460.
- [22] Lieberman M B , Montgomery D B. First-mover (dis) advantages: retrospective and link with the resource-based view [J]. *Strategic Management Journal* , 1998 , 19(12) : 1111-1125.
- [23] Grover V , Lim J , Ayyagari R. The dark side of information and market efficiency in E-markets [J]. *Decision Sciences* , 2006 , 37(3) : 297-324.
- [24] Atuahene-Gima K. Resolving the capability-rigidity paradox in new product innovation [J]. *Journal of Marketing* , 2005 , 69(4) : 61-83.
- [25] Zhou K Z , Wu F. Technological capability , strategic flexibility , and product innovation [J]. *Strategic Management Journal* , 2010 , 31(5) : 547-561.
- [26] Cudeck R , Du Toit S H C. A version of quadratic regression with interpretable parameters [J]. *Multivariate Behavioral Research* , 2002 , 37(4) : 501-519.