

公司治理机制及其治理效应研究

——基于 2003—2013 年上市公司的公开数据

郝 臣^{a,b}, 刘蕊蕊^b, 白丽荷^b, 崔光耀^b

(南开大学 a. 中国公司治理研究院; b. 商学院, 天津 300071)

[摘要] 伴随着公司治理观念的深入和公司治理结构与机制的建立, 公司治理有效性问题逐渐成为监管部门和上市公司关注的焦点。基于 2003—2013 年上市公司的公开数据, 运用面板数据回归方法考察股权结构、运作机制、决策机制、监督机制和激励机制五个治理方面共 12 个重要治理要素对两种股权代理成本的影响, 结果表明: 我国上市公司治理要素能够有效降低代理成本, 但仍有部分治理要素存在无效性, 甚至董事薪酬与第一种代理成本呈现出正相关关系。因此, 为进一步提高我国公司治理的有效性, 应该在树立正确的公司治理思维、控制董事会会议次数、完善监事会制度等方面予以加强。

[关键词] 委托代理理论; 公司治理机制; 金融机构治理; 公司治理有效性; 股权结构; 股权代理成本; 资产负债率; 董事会规模; 国家治理

[中图分类号] F276 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2016)04-0052-12

一、引言

随着经济的不断发展和公司治理改革的逐步深入, 代理问题已经成为上市公司亟待解决的问题, 而有效的公司治理是解决代理问题的重要途径之一。自 1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出在我国国有企业中建立现代企业制度以来, 我国就开始在公司治理方面进行积极探索。我国独特的政治制度为公司治理研究提供了特殊的环境, 以建立现代公司制度为目标的企业改革更是推进了公司治理研究的发展, 近年来关于我国公司治理的研究呈现出蓬勃发展的趋势^[1]。

代理成本是公司治理领域研究的热点问题。我国的公司治理经历观念导入、结构构建和机制建立等阶段之后, 进入到了关注治理有效性的新阶段, 鉴于此, 本文基于代理成本的视角来研究我国上市公司治理机制的有效性。自 20 世纪 90 年代以来, 理论界开展了较多的关于公司治理方面的相关研究, 但是由于大部分研究的样本数据不够全面, 代理成本指标的选取不够细致, 因此得出的实证结论不尽相同。为对已有研究成果有所补充和完善, 本文选取 2003—2013 年沪深两市上市公司作为研究样本, 以资产周转率来衡量股东与管理层之间的代理成本, 以其他应收款占总资产的比例来量化控股股东与小股东之间的代理成本, 对我国上市公司的治理有效性进行全面考察, 旨在得出一个更加客观和稳健的结论。

[收稿日期] 2016-03-03

[基金项目] 国家自然科学基金重点项目(71132001); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(14JJD630007)

[作者简介] 郝臣(1978—), 男, 黑龙江大庆人, 南开大学中国公司治理研究院、商学院副教授, 博士, 主要研究方向为金融机构治理与公司财务; 刘蕊蕊(1992—), 女, 河北邢台人, 南开大学商学院硕士生, 主要研究方向为公司治理; 白丽荷(1993—), 女, 天津人, 南开大学商学院硕士生, 主要研究方向为公司治理; 崔光耀(1992—), 男, 河南焦作人, 南开大学商学院硕士生, 主要研究方向为公司治理。

二、文献综述

(一) 国外相关研究

国外学者对公司治理和代理成本之间关系的研究起步较早,其中第一类委托代理问题(股东与管理层之间的委托代理)最先引起了学者们的关注,而且所有权与控制权相分离这一观点为理论界研究代理问题奠定了基础。Jensen 和 Meckling 对代理关系、股权代理成本和债权代理成本进行了具体研究,他们认为在所有权日趋分散的公司中,股东与公司管理者之间的关系是一种典型的代理问题^[2]。Fama 和 Jensen 在前人研究的基础上对代理问题进行了更加深入的分析,他们认为能否控制代理成本是影响公司存亡的重要因素^[3]。这一阶段学者关注的是第一类代理成本问题,但他们对代理成本问题的研究还不够深入。之后,Grossman 和 Hart 将控股股东拥有的控制权收益分为两个方面:一方面是股东通过持有一定比例股票而得到的股利,即货币收益;另一方面是其他小股东不可获得而唯有控股股东可以获得的私人利益^[4]。Shleifer 和 Vishny 研究发现,大股东在决策公司事务时更容易利用其控制权来侵害小股东的利益^[5]。Johnson 等将控股股东侵占小股东利益的行为定义为“Tunneling”,即隧道效应,认为公司大股东通过占用公司资金、非正常价格的关联交易和利用上市公司为其债务提供担保等方式来输送利益^[6]。至此,第二类委托代理问题(控股股东和小股东之间的委托代理)逐渐进入学者们的视线,并成为学者们对代理成本问题进行研究的又一大关注点。

国外学者对公司治理要素的研究主要集中在股权结构、董事会和管理层激励三个方面。较早关注股权结构的文献来自于 La Porta 等的文章,他们研究发现投资者保护较好的国家的股权较为分散,而投资者保护不好的国家的股东倾向于通过集中股权来抵制和避免管理层对股东利益的侵害^[7]。在董事会方面,学者们主要从独立董事比例、董事会会议次数和董事会规模等视角来展开研究。Fama 和 Jensen 指出,董事会中包含独立董事可以减少管理层相互勾结侵害股东权益事件的发生^[3]。Byrd 和 Hickman 研究发现,独立董事比例的提高可以有效降低股权代理成本,进而促进公司业绩的增长^[8]。Lipton 和 Lorsch 指出,董事只有拥有足够多的时间才能更好地履行其监管职责,因此董事会会议频率的提高可以起到提高效率的作用^[9]。Jensen 研究发现,一方面,人数较少的董事会能够更好地发挥决策监督作用,规模大的董事会容易出现沟通不畅以及各种协调不顺问题;另一方面,董事人员增加能够输送更多的知识和经验,使各董事之间形成有效互补,从而在一定程度上弥补董事会规模大的不足^[10]。在管理层激励方面,Jensen 和 Meckling 认为管理层持股比例的提高可以有效阻止代理成本的发生^[2];Shleifer 和 Vishny 指出管理层在追求自身利益最大化的过程中会侵害股东利益,从而降低公司效益,而持股激励可以在一定程度上缓解这一问题^[5];Ang、Cole 和 Lin 研究发现,管理者持股比例与股权代理成本显著负相关^[11]。然而,Fama 和 Jensen 的研究却得出了相反的结论,他们认为过高的管理层持股比例会促使壕沟效应的发生,从而增加代理成本^[3]。在已有研究的基础上,Hillman 和 Dalziel 分析发现,董事持股比例的大小不仅影响公司对高管的激励强度,还决定其投入到公司中的资源数量^[12]。

(二) 国内相关研究

随着我国现代企业制度建设的不断推进,公司治理在现代公司的健康发展中发挥着重要作用,尤其是 2008 年金融危机之后,基于代理成本角度来关注公司治理有效性的文献也随之增多,而且这些文献所研究的侧重点也有所不同。

部分学者重点研究某一公司治理要素对代理成本的影响,这些公司治理要素主要包括股权结构、股东大会、董事会、监事会和激励机制等。尤华和李恩娟研究发现,股权集中度的提高可以起到降低两种股权代理成本的作用^[13]。于东智和池国华研究发现,董事会规模与上市公司业绩之间呈现显著的倒 U 型关系,这说明董事会规模和代理成本呈 U 型关系^[14]。牛建波和李胜楠认为应该采用成本

收益的思维方式去思考董事会会议的召开次数,一方面会议的召开会带来会议成本,另一方面董事会的召开给各位董事提供了面对面进行交流的机会,提高了会议效率,因此董事会会议次数和公司治理绩效之间存在着非线性关系^[15]。王跃堂等通过实证检验发现,独立董事所占比例的提高能够促进公司绩效的提升^[16]。李维安和郝臣指出,我国上市公司监事会的水平整体上偏低,因此监事会对代理成本的影响较小^[17]。高雷和宋顺林通过实证研究发现,监事会会议次数与代理成本无关^[18]。此外,有学者关注董事、监事和管理层激励机制问题,主要包括短期薪酬激励和长期股权激励两个方面。于东智通过实证分析发现,增加董事持股比例对提高公司绩效具有一定的促进作用^[19]。王砚书等研究发现,监事持股与公司绩效显著正相关^[20]。吴育辉和吴世农研究发现,高管高薪并没有有效降低公司的代理成本,反而增加了代理成本^[21]。尤华和李恩娟研究发现,管理层持股比例与两种股权代理成本成正比,即管理层持股比例高会增加两种股权代理成本^[13]。

另有部分学者同时关注多个公司治理要素对代理成本的影响。白重恩等研究发现,公司治理结构与市场价值有着紧密的联系,其中第一大股东持股量与公司的市场价值呈U型关系,独立董事所占比例与公司的市场价值正相关,高管人员持股量与公司的市场价值则不存在显著的相关关系^[22]。高雷等研究发现,股权集中度、董事会规模、监事会规模均与代理成本负相关,股权制衡度与代理成本正相关^[23]。郝臣等利用最小二乘法、面板数据回归方法对2000—2007年沪深两市的上市公司进行实证研究后发现,第一大股东持股比例与代理成本负相关,前五大股东持股比例与代理成本无关,高管薪酬激励和持股激励都可以有效降低代理成本,董事会规模和董事会持股比例的回归效果不显著,持股董事在董事会中所占比例与代理成本正相关,监事会规模与代理成本之间不存在显著的相关关系^[24]。李明辉在控制公司规模、资本结构、公司成长性和行业四个变量后采用2001—2006年的上市公司数据进行分析发现,股权集中度的提高对于降低股权代理成本有着重要作用,而且提高董事会中独立董事所占比例及董事长和总经理两职的分离程度都可以起到降低代理成本的作用^[25]。

(三) 小结

综上所述,学者们选取不同的代理成本衡量指标,采用最小二乘法、面板数据回归等方法从不同角度考察了影响代理成本的因素,尤其是分析了公司治理要素对代理成本的影响。相关研究成果丰富了我国的公司治理理论,对于我国制定相关制度措施、完善公司治理结构、提高公司运作效率以及保护利益相关者的利益等起到了一定的借鉴作用。

然而,理论界关于公司治理要素和代理成本之间的关系并没有得出完全一致的结论,本文认为原因主要有三个方面:第一,鲜有文献全面关注两种股权代理成本,早期的大多数学者主要研究第一类代理成本,而近年来的大多数学者主要研究第二类代理成本;第二,学者们在公司治理要素的选择方面存在较大差异,有学者仅选取公司治理机制中的某一个要素进行研究,另有学者则选取某几个治理要素来展开分析;第三,在研究数据的时间段选择方面,已有文献选择的样本时间跨度较小,多为截面数据或短期数据,选择长期样本数据进行研究的文献较少。鉴于此,本文拟基于2003—2013年上市公司的面板数据,考察若干公司治理要素对两种股权代理成本的影响,以全面考察我国上市公司治理的有效性。

三、理论分析与研究假设

(一) 公司治理演进:从合规到有效

李慧聪等指出,公司治理合规性是指在特定的监管环境下,被监管对象根据监管规定和自身实际状况做出的行为反应,这种反应从被动到主动,由此形成了差异化的合规行为^[26]。这一从被动到主动的过程也就是公司治理从强制合规到自主合规的过程。随着2002年《上市公司治理准则》和2005

年《关于提高上市公司质量的意见》的颁布以及 2005 年股权分置改革的开始实施,我国上市公司治理制度逐渐建立起来。但是直到 2008 年金融危机之前,我国的公司治理实践还不够深入,多数公司只是为了满足《公司法》的基本要求而搭建了公司治理基本架构,实际上公司的治理机制并不能有效发挥作用。这一时期我国一直处于公司治理结构和机制的建设阶段,实践中出现的一些治理问题仍然需要监管部门进行强制性的监管。随着公司治理实践的不断深入,公司基于市场压力或内部需求也逐渐开始进行自主性合规治理。因此,这一时期受到关注的主要问题是公司治理的合规性,即公司是否建立了符合治理政策、法律和法规要求的公司治理结构与机制。

公司治理有效性表现为完善的治理结构和机制能够实现公司决策水平的提升和效果的改进、代理成本的减少、公司绩效的改善以及公司价值的提升等。除此之外,作为一种制度保障,公司治理的作用更多地体现在确保公司稳健经营方面,因此公司治理有效性还应当包括由于公司治理改善带来的治理风险和履约风险的降低^[26]。2008 年金融危机爆发之后的几年中,公司开始关注自身应对外部环境变化和抵抗风险的能力,人们对公司治理的关注焦点也从合规性转变为有效性。2008 年《企业内部控制规范》和 2010 年《企业内部控制应用指引》的出台进一步优化了我国的公司治理结构和机制。2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出的改革目标是治理能力现代化,而公司治理作为国家治理体系的重要组成部分,其作用发挥的有效性事关改革目标。公司治理的有效性进一步得到了理论界和实务界的重视。

(二) 我国公司治理有效性分析与研究假设

为了明确公司治理具体要素对代理成本的影响,我们从股权结构、运作机制、监督机制、决策机制和激励机制五个方面进行理论分析,并提出相应的研究假设。

第一,股权结构是公司治理的基础,它对公司治理的组织形式、模式选择以及公司治理效率都有着重要的影响^[27]。股东持股比例的多少决定其对公司的控制权大小,而控制权的大小可直接体现在股东大会对公司事务的决策力上,通过决定董事会的人选、规模和结构间接地实现对高管层的管理和监督,进而对公司业绩产生影响。基于以上分析,本文提出假设 1。

H₁: 第一大股东持股比例与股权代理成本负相关。

第二,运作机制主要指上市公司股东大会、董事会和监事会的运行状况。股东大会的作用是对公司重大事务进行决策,公司重大事务包括公司的投资计划、经营方针、利润分配政策以及董事、监事和高管等公司关键人物的任免等,股东大会的运作效率也直接关乎决策的科学性和正确性,股东大会的会议次数便是一个较好的观测变量。董事会成员由公司各位股东选出,代表股东利益来制定公司未来发展战略和监督管理层行为,因此董事会是股东与管理层之间的桥梁,是公司治理机制的核心内容之一,董事会运作效率的最直接体现便是董事会会议召开次数。监事会的作用在于监督董事会以及高管的行为,召开监事会会议是监事会日常运作的重要方式,因此监事会会议的召开次数也直接反映了监事职能的履行效率以及监事会的运作效率。然而,会议的召开必定和成本相关联,一方面,会议召开次数过少不利于公司股东、董事和监事进行及时交流沟通,进而降低公司决策和监督的效率;另一方面,会议召开次数过多虽然能够集思广益,有利于增加决策科学性和提高监督力量,但会增加公司的治理成本。因此,我们认为股东大会和董事会会议次数与代理成本之间存在非线性关系,监事会会议次数对代理成本并没有显著影响。基于以上分析,本文提出假设 2。

H₂: 股东大会和董事会会议次数与股权代理成本呈 U 型相关,监事会会议次数与股权代理成本无显著相关性。

第三,在公司的决策机制中,董事会是公司最重要的决策机构,而保证决策的科学性是公司治理的目标。公司董事会的人员组成包括董事长、副董事长和董事。董事会的人员规模直接影响公司董事会所蕴含的知识储备及经验值,也间接反映了董事会的决策能力和决策效率。虽然董事会规模的

扩大会增强其决策能力,但相应地也会出现决策速度变慢、因会议时间拉长而侵占其他重要事务的时间甚至贻误时机等问题。基于以上分析,本文提出假设3。

H₃:董事会规模与股权代理成本呈U型相关。

第四,监督机制实际上是一种负向激励机制。委托人与代理人之间存在信息不对称,监督机制能够对信息不对称所造成的道德风险和逆向选择问题起到抑制作用。在我国上市公司中,监事会是专门履行监督职能的部门,但我国上市公司监事会的水平整体上偏低,因此其对代理成本的影响也不太明显。在监督方面,我国上市公司不仅引入了日德模式中的监事会制度,还借鉴了英美模式中的独立董事制度。证监会认为独立董事比例的提高有助于其更加有效地履行监督职能,也就是说,独立董事在监督大股东、董事和高管的同时,还可以利用非关联的方式提供战略层面的建议以及资源的支持,因而起到了提高董事会运作效率、降低代理成本的作用。基于以上分析,本文提出假设4。

H₄:监事会规模与股权代理成本无显著相关性,独立董事比例与股权代理成本负相关。

第五,激励机制是上市公司为调动董事、监事以及高管积极性而进行的正式和非正式、长期和短期的激励制度安排。我国上市公司对董事、监事和高管的激励方式主要有两种,即以薪酬方式体现的短期激励和以股权方式体现的长期激励。Jensen和Meckling认为产生代理成本的原因之一是管理者没有剩余利益索取权,因此缺乏努力工作的动力^[2]。股权激励能够使管理层参与到剩余利益的分配之中,具有长期的激励效果。虽然薪酬激励提高了董事、监事以及高管的劳动报酬率,但其只具有短期的激励效果,激励的边际效果呈递减趋势,特别是在董事会独立性较低、监事会虚化的现实背景下,薪酬激励不但不能降低代理成本,反而可能产生新的代理成本。刘银国、张劲松和朱龙研究发现,国企高管薪酬的增加导致在职消费和腐败现象的出现,这增加了公司的代理成本^[28]。基于以上分析,本文提出假设5。

H₅:董事、监事和高管持股比例与股权代理成本负相关,董事和高管薪酬与股权代理成本正相关。

四、研究设计

(一) 数据来源

本文所用数据来自CSMAR数据库中的上市公司财务报表数据库、上市公司财务指标数据库和上市公司治理数据库,2003—2013年的上市公司样本共计21205个。根据研究所需,我们对不符合要求的样本进行了筛选:首先,我们剔除了4901个相关数据缺失的样本,剩余16304个样本点;其次,对于每个变量剔除大小极值各5个,共计170个样本;最后,我们剔除了无法识别实际控制人的样本145个。最终,我们得到用于实证检验的有效样本共15989个。

(二) 变量选择

1. 被解释变量

本文选择资产周转率作为衡量股东与管理层之间代理成本的指标,这也是国内外学者已有研究中量化该成本使用频率较高的指标。在控股股东与小股东之间的代理成本方面,谷冬青和谢军研究发现,其他应收款已经成为大股东占款的重要来源,该账户是反映大股东利益侵占行为的重要显示指标^[29]。因此,本文选取其他应收款占总资产的比例来量化控股股东与小股东之间的代理成本。

2. 解释变量

本文选取第一大股东持股比例、股东大会会议次数、董事会会议次数、监事会会议次数、董事会规模、监事会规模、独立董事比例、董事持股比例、监事持股比例、高管持股比例、前三名董事薪酬之和以及前三名高管薪酬之和共12个公司治理要素作为解释变量。在股权结构方面,本文重点考察第一大股东持股比例;在运作机制方面,本文主要考察股东大会会议次数、董事会会议次数和监事会会议次

数;在决策机制方面,本文主要考察董事会规模;在监督机制方面,本文主要考察监事会规模和独立董事比例;在激励机制方面,本文主要考察董事持股比例、监事持股比例、高管持股比例、前三名董事薪酬之和以及前三名高管薪酬之和。

3. 控制变量

本文对公司规模、资产负债率、公司成长性、实际控制人类型和行业进行控制,其中实际控制人根据 CSMAR 数据库中的分类标准分为国有企业控股、外资企业控股、其他企业控股、国有机构控股、其他非企业机构控股、中国公民控股和外国公民控股 7 种类型,行业按照中国证监会(CSRC)的行业分类方法分为 18 个行业。

具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量类别	变量名称	变量代码	计算公式
被解释变量	股东与管理层之间的代理成本	资产周转率	AG1	营业收入/资产期末余额
	控股股东与小股东之间的代理成本	其他应收款占总资产的比例	AG2	其他应收款/资产期末余额
解释变量	股权结构	第一大股东持股比例	cr_1	第一大股东持股数量/总股本数
		股东大会会议次数	gdm	股东大会会议次数的自然对数
		股东大会会议次数的平方	gdm ²	股东大会会议次数的自然对数的平方
	运作机制	董事会会议次数	dm	董事会会议次数的自然对数
		董事会会议次数的平方	dm ²	董事会会议次数的自然对数的平方
		监事会会议次数	jm	监事会会议次数的自然对数
		监事会会议次数的平方	jm ²	监事会会议次数的自然对数的平方
	决策机制	董事会规模	dsize	董事会人数的自然对数
		董事会规模的平方	dsize ²	董事会人数的自然对数的平方
	监督机制	监事会规模	jsize	监事会人数的自然对数
监事会规模的平方		jsize ²	监事会人数的自然对数的平方	
激励机制	独立董事比例	dr	独立董事个数/董事会总人数	
	董事持股比例	dhr	董事会持股数量/总股本数	
	监事持股比例	jhr	监事会持股数量/总股本数	
	高管持股比例	ghr	高管持股数量/总股本数	
	前三名董事薪酬	dpay	金额最高的前三名董事薪酬之和	
公司规模	总资产	size	期末总资产的自然对数	
	资本结构	资产负债率	debt	期末负债总数/期末总资产
控制变量	公司成长性	营业收入增长率	growth	(营业总收入本年本期金额 - 营业总收入上年同期金额)/营业总收入上年同期金额
	实际控制人类型	实际控制人	real _m	m = 1, 2, ..., 6, 控制人为 m, 则 real _m = 1, 否则为 0
	行业	行业	csrc _n	n = 1, 2, ..., 17, 所属行业为 n, 则 csrc _n = 1, 否则为 0

(三) 模型设定

为考察公司治理要素对股东与管理层之间的代理成本、控股股东与小股东之间的代理成本的影响,我们建立如下多元回归模型,其中 $Agency Cost_i$ 代表第 i 种股权代理成本, $i = 1$ 代表第一种股权代理成本,即股东与管理层之间的代理成本; $i = 2$ 代表第二种股权代理成本,即控股股东与小股东之间的代理成本。

$$Agency Cost_i = \alpha_i + \beta_{i1}cr_1 + \beta_{i2}gdm + \beta_{i3}gdm^2 + \beta_{i4}dm + \beta_{i5}dm^2 + \beta_{i6}jm + \beta_{i7}jm^2 + \beta_{i8}dsize + \beta_{i9}dsize^2 + \beta_{i10}jsize + \beta_{i11}jsize^2 + \beta_{i12}dr + \beta_{i13}dhr + \beta_{i14}jhr + \beta_{i15}ghr + \beta_{i16}dpay + \beta_{i17}gpay + \beta_{i18}size + \beta_{i19}debt + \beta_{i20}growth + \beta_{i21} \sum_{m=1}^6 real_m + \beta_{i22} \sum_{n=1}^{17} csrc_n + \varepsilon_i$$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

1. 被解释变量的描述性统计

资产周转率(*AG1*)是第一种股权代理成本的反向指标。从表2中我们可以看出,上市公司资产周转率在2003—2013年的平均值为0.68,2003年的平均值最小,为0.57,2007年和2008年的平均值最大,为0.75,并且呈现出先增长后下降再小幅增长最后又下降的趋势。其他应收款占总资产的比例(*AG2*)是第二种股权代理成本的正向指标,表2中显示上市公司资金占比在2003—2013年的平均值为0.04,2003年资金占比为0.08,之后逐年上升,在2005年达到最大值0.10之后又开始下降,最低值达到0.02。

2. 解释变量的描述性统计

从表2可以看出,在股权结构方面,第一大股东持股比例的平均值为37.36%,但自2003年起呈现出波动下降的趋势,说明我国第一大股东的持股比例较高,但股权集中程度已慢慢下降。在运作机制方面,上市公司每年平均召开股东大会会议2.75次,其中2012年召开次数最多,平均为3.38次;2004年召开次数最少,平均为1.94次。上市公司每年平均召开董事会会议8.80次,其中2007年召开次数最多,平均为9.75次,2004年召开次数最少,平均为7.28次,总体上呈波动上升趋势。上市公司每年平均召开监事会会议4.28次,其中2011年召开次数最多,平均为5.53次,2005年召开次数最少,平均为3.09次,2012年和2013年有下降趋势。在决策机制方面,上市公司董事会规模的平均值为9.17,2003年的平均值最大,为9.87;2013年的平均值最小,为8.75。由此我们可以看出,我国上市公司的董事会规模正在不断缩小。

表2 主要变量的描述性统计

变量类型	变量代码	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2003—2013年	
被解释变量	<i>AG1</i>	0.57	0.65	0.67	0.70	0.75	0.75	0.67	0.71	0.70	0.66	0.65	0.68	
	<i>AG2</i>	0.08	0.09	0.10	0.08	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	
解释变量	<i>cr_1</i>	43.09	42.91	40.82	36.18	36.03	36.47	36.25	35.92	36.12	36.33	35.95	37.36	
	<i>gdm</i>	2.07	1.94	2.12	3.00	2.73	2.79	2.70	2.82	2.80	3.38	2.96	2.75	
	<i>dm</i>	7.65	7.28	7.38	8.13	9.75	9.62	8.52	8.98	9.48	9.44	9.02	8.80	
	<i>jm</i>	3.57	3.18	3.09	4.09	4.60	4.96	4.85	5.12	5.53	3.63	3.99	4.28	
	<i>dsiz</i>	9.87	9.67	9.57	9.41	9.39	9.18	9.11	9.04	8.95	8.89	8.75	9.17	
	<i>jsiz</i>	4.29	4.21	4.17	4.09	4.08	3.96	3.88	3.84	3.75	3.69	3.64	3.90	
	<i>dr</i>	0.33	0.34	0.35	0.35	0.36	0.36	0.36	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37	0.36
	<i>dhr</i>	0.002	0.006	0.012	0.012	0.018	0.034	0.039	0.061	0.094	0.118	0.125	0.125	0.061
	<i>jhr</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.003	0.004	0.004	0.002
	<i>ghr</i>	0.001	0.003	0.004	0.004	0.006	0.014	0.017	0.029	0.044	0.065	0.068	0.068	0.030
	<i>dpay</i> (万元)	45.55	53.80	54.02	62.80	81.72	92.95	105.97	124.48	135.21	147.59	157.36	157.36	107.32
	<i>gpay</i> (万元)	47.67	59.39	62.11	71.86	92.68	104.58	116.69	139.95	151.58	161.29	172.77	172.77	119.15

在监督机制方面,上市公司监事会规模的平均值为3.90,2003年的平均值最大,为4.29;2013年的平均值最小,为3.64。由此我们可以看出,我国上市公司的监事会规模正在不断缩小。独立董事比例的平均值为0.36,年度平均值最大为0.37,最小为0.33,每年小幅波动上升,比例变化幅度不大,说明上市公司仅完成了《公司法》中规定的独立董事比例至少达到三分之一的要求,并没有主动增加独立董事比例的意愿,对于独立董事的设置仍停留在强制合规层面。

在激励机制方面,上市公司董事持股比例的平均值为0.061,并从2003年的0.002增长至2013年的0.125,每年呈递增趋势。上市公司监事持股比例的平均值为0.002,从2003年的0.000增长至

2013年的0.004,每年呈小幅增长趋势。上市公司高管持股比例的平均值为0.030,从2003年的0.001增长至2013年的0.068,每年呈增长趋势。前三名董事薪酬的平均值为107.32万元,2003年的平均值最小,为45.55万元;2013年的平均值最大,为157.36万元,每年呈逐渐增长趋势。前三名高管薪酬的平均值为119.15万元,2003年的平均值最小,为47.67万元;2013年的平均值最大,为172.77万元,每年呈递增趋势。由此我们可以看出,我国上市公司对于董事、监事和高管的激励程度及激励额度每年都在提升。

(二) 基于第一种股权代理成本的治理效应检验

如表3所示,在股权结构方面, cr_1 与AG1在1%水平上显著正相关、与代理成本呈现显著的负相关关系,说明随着第一大股东持股比例的提高,代理成本也在不断降低, H_1 得到验证。体现运作机制的 gdm 、 dm 和 jm 与代理成本的相关关系不显著,说明 H_2 中股东大会和董事会会议次数与股权代理成本呈U型相关关系这一假设不成立,而监事会会议次数与股权代理成本无显著相关性这一假设成立。在决策机制方面, $dsize$ 与AG1呈倒U型相关关系、与代理成本呈U型关系,即董事会规模增大可以降低代理成本,但是当董事会规模超过某一值后,董事会规模增大反而会增加代理成本, H_3 得到验证。监督机制中的 $jsize$ 和 dr 这两个变量与代理成本的相关关系不显著,因此 H_4 中监事会规模与股权代理成本无显著相关性这一假设成立,而独立董事比例与股权代理成本负相关这一假设不成立。在激励机制方面,反映长期激励的 dhr 、 jhr 、 ghr 与AG1的关系不显著,而反映短期激励的 $dpay$ 、 $gpay$ 与AG1分别呈现显著负相关、显著正相关的关系,说明从长期来看,董事薪酬的提高会增加代理成本,而增加高管薪酬会降低代理成本, H_5 中董事、监事和高管持股比例与股权代理成本负相关这一假设不成立,而董事和高管薪酬与股权代理成本正相关这一假设部分成立。

综上所述,在2003—2013年的面板数据回归结果中,第一大股东持股比例、前三名高管薪酬与第一种代理成本显著负相关,前三名董事薪酬与第一种代理成本显著正相关,董事会规模与代理成本呈U型的显著关系,股东大会会议次数、董事会会议次数、监事会会议次数、监事会规模、独立董事比例、董事持股比例、监事持股比例和高管持股比例与第一种代理成本无显著相关关系。

(三) 基于第二种股权代理成本的治理效应检验

从表3中可以看出,在股权结构方面, cr_1 与AG2在1%水平上显著负相关, H_1 得到验证。体现运作机制的 gdm 与代理成本呈显著的负相关关系, dm 与代理成本呈U型关系, jm 与代理成本的相关关系不显著,说明 H_2 中股东大会和董事会会议次数与股权代理成本呈U型相关这一假设部分成立,监事会会议次数与股权代理成本无显著相关性这一假设完全成立。在决策机制方面, $dsize$ 与AG2、代理成本均呈U型关系, H_3 完全成立。监督机制中的 $jsize$ 与代理成本的相关关系不显著, dr 与代理成本呈负相关关系, H_4 得到验证。在激励机制中,反映长期激励的 dhr 、 jhr 、 ghr 和反映短期激励的

表3 公司治理对代理成本影响的面板回归结果

变量	AG1		AG2	
	系数	t值	系数	t值
cr_1	0.002***	5.130	-0.000***	-2.740
gdm	0.015	1.200	-0.016**	-2.370
gdm^2	-0.002	-0.250	0.005	1.210
dm	0.054	0.980	-0.119***	-4.390
dm^2	-0.017	-1.320	0.028***	4.530
jm	0.015	1.040	-0.005	-0.680
jm^2	-0.006	-0.900	0.005	1.480
$dsize$	0.409*	1.880	-0.234***	-3.140
$dsize^2$	-0.092*	-1.860	0.045**	2.640
$jsize$	0.035	0.390	0.007	0.190
$jsize^2$	0.008	0.240	0.000	-0.040
dr	-0.050	-0.77	-0.106***	0.470
dhr	0.002	0.020	-0.007	0.510
jhr	-0.364	-0.490	-0.013	-0.100
ghr	-0.044	-0.650	0.009	-0.650
$dpay$	-0.000**	-2.000	0.000	0.430
$gpay$	0.000***	3.430	0.000	0.640
$size$	-0.086***	-16.000	-0.014***	-10.770
$debt$	-0.011**	-2.110	0.088***	47.770
$growth$	0.000	0.310	0.000	-0.110
$_cons$	1.853***	6.470	0.767***	7.970
R^2	0.069	0.000	0.188	0.000

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。下同。

dpay、*gpay* 与代理成本的关系均不显著,说明激励机制未能有效降低相应的代理成本, H_5 不成立。

综上所述,在 2003—2013 年的面板数据回归结果中,第一大股东持股比例、股东大会会议次数和独立董事比例与第二种代理成本呈现显著的负相关关系,董事会会议次数、董事会规模与第二种代理成本呈现显著的 U 型关系,监事会会议次数、监事会规模、董事持股比例、监事持股比例、高管持股比例、前三名董事薪酬和前三名高管薪酬与第二种代理成本无显著的相关关系。

(四) 稳健性检验

2005 年 4 月 29 日,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,1124 家上市公司在 2006 年底完成了股权分置改革。股权分置问题的解决使得作为公司治理基础的股权结构得到了完善,这对提升上市公司经营业绩、降低投资者风险起到了至关重要的作用。2008 年的国际金融危机导致银行等金融机构遭受重创,引发这场金融危机的根本原因便是公司治理的失效,金融危机让人们意识到:只有建立完善的公司治理结构和机制,才能保障金融机构的平稳运行。鉴于股权分置改革的实施以及金融危机的发生都会影响公司治理效应的发挥,我们以股权分置改革和金融危机两个事件作为分割点,将全部样本分别划分为股权分置改革前和股权分置改革后两个时间段、金融危机前和金融危机后两个时间段,然后采用分阶段面板回归的方法对上文实证结果进行稳健性检验。

1. 第一种股权代理成本的稳健性检验

股东与管理层之间代理成本的分阶段回归结果如表 4 所示。在股权结构方面,*cr_1* 在股权分置改革后、金融危机后均与代理成本显著负相关。在运作机制方面,*gdm* 在股权分置后、金融危机后与代理成本均呈显著的 U 型关系,说明股东会议次数一定程度上的增加能够有效降低代理成本。*dm_jm* 在股权分置改革前后、金融危机前后均与代理成本无显著的关系。在决策机制方面,*dsize* 在股权分置改革前后、金融危机前后均和代理成本无显著的相关关系。在监督机制方面,*jsize* 在股权分置改革前后、金融危机前后与 *AG1* 均无显著的相关性,*dr* 在股权分置改革后、金融危机后与代理成本均存在显著的正相关关系。在激励机制方面,*dhr* 和 *jhr* 在股权分置改革前后、金融危机前后与 *AG1* 的关系均不显著,*ghr* 在股权分置改革前与代理成本呈显著的负相关关系。*dpay* 在金融危机前与代理成本呈显著的正相关关系,但在其他三个时间段两者之间均无显著的相关关系。*gpay* 在股权分置改革前、金融危机前均与代理成本呈显著的负相关关系,说明 *gpay* 能起到降低代理成本的作用。

2. 第二种股权代理成本的稳健性检验

控股股东与小股东之间代理成本的分阶段回归结果如表 4 所示。在股权结构方面,*cr_1* 在股权分置改革前后、金融危机前后均与代理成本显著负相关。在运作机制方面,*gdm* 与代理成本无显著的相关关系,*dm* 在股权分置改革前后、金融危机前后均与代理成本之间存在显著的 U 型关系,*jm* 在股权分置改革前、金融危机前均与代理成本负相关。在决策机制方面,*dsize* 在股权分置改革后、金融危机后均与代理成本显著负相关。在监督机制方面,*jsize* 在股权分置改革后与 *AG2* 呈显著的 U 型相关,在金融危机后与 *AG2* 显著负相关,说明将监事会规模控制在一定程度内能够有效降低第二种代理成本。*dr* 在金融危机前后均与代理成本显著负相关。在激励机制方面,*dhr* 在股权分置改革后、金融危机后均与代理成本显著负相关,*jhr*、*ghr*、*dpay* 和 *gpay* 在股权分置改革前后、金融危机前后与代理成本的关系均不显著。

从稳健性检验结果来看,除了部分变量之外,分阶段回归结果和前文的实证结果基本一致,说明本文的实证结果具有一定的稳健性和可靠性。股权分置改革和金融危机之后,上市公司开始注意公司治理结构和机制的建设问题,因此一些公司治理要素(如 *gdm*、*jm*、*dsize* 和 *jsize*)在这两个阶段均和代理成本呈 U 型或者负相关关系,这说明上市公司对公司治理的重视确实能够减少代理成本。*dr* 在

股权分置改革后、金融危机后均与代理成本呈显著的正相关关系,这可能是由于独立董事的数量和整体素质还不能够满足公司的治理要求,具体原因还有待于进一步深入探讨。

表 4 两种股权代理成本的分阶段回归结果

变量	AG1				AG2			
	股改前 (2003—2006 年)	股改后 (2007—2013 年)	金融危机前 (2003—2008 年)	金融危机后 (2009—2013 年)	股改前 (2003—2006 年)	股改后 (2007—2013 年)	金融危机前 (2003—2008 年)	金融危机后 (2009—2013 年)
<i>cr_1</i>	0.001	0.002***	0.001	0.001**	-0.001***	0.000***	-0.001***	0.000*
<i>gdm</i>	0.041**	0.006	0.048***	-0.002	-0.001	-0.001	-0.005	-0.002
<i>gdm</i> ²	-0.029**	0.005	-0.034***	0.010	-0.008	0.001	-0.007	0.001
<i>dm</i>	-0.011	0.076	-0.011	0.046	-0.167**	-0.013*	-0.13**	-0.014*
<i>dm</i> ²	0.002	-0.020	0.002	-0.011	0.041**	0.004*	0.035**	0.004**
<i>jm</i>	0.000	0.017	0.008	0.020	-0.049**	-0.003	-0.039**	0.000
<i>jm</i> ²	-0.003	-0.006	-0.008	-0.006	0.025***	0.000	0.021***	-0.001
<i>dsize</i>	-0.170	0.005	-0.039	0.189	-0.279	-0.074*	0.140	-0.099**
<i>dsize</i> ²	0.050	-0.024	0.025	-0.067	0.054	0.014	-0.035	0.020**
<i>jsize</i>	0.008	0.128	-0.065	0.086	0.034	-0.038***	0.024	-0.024*
<i>jsize</i> ²	0.010	-0.023	0.029	-0.004	-0.002	0.013***	0.004	0.007
<i>dr</i>	-0.100	-0.302***	-0.041	-0.330***	-0.121	-0.012	-0.235***	-0.023**
<i>dhr</i>	0.232	-0.007	0.042	-0.054	-0.229	-0.031***	-0.253	-0.029***
<i>jhr</i>	-1.340	-0.779	-1.653	-1.208	-0.391	-0.041	-0.186	-0.027
<i>ghr</i>	-0.776*	-0.025	-0.464	-0.012	-0.053	-0.001	-0.053	0.003
<i>dpay</i>	0.000	0.000	-0.000**	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>gpay</i>	3.710E-08***	0.000	0.000***	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>size</i>	-0.115***	-0.086***	-0.118***	-0.080***	-0.014	-0.008***	-0.002	-0.009***
<i>debt</i>	-0.043***	-0.020***	-0.031***	-0.020***	0.399***	-0.004***	0.349***	-0.007***
<i>growth</i>	0.002***	0.000	0.002***	0.000	-0.001	0.000	0.000	0.000
<i>_cons</i>	3.611***	2.402***	2.996***	2.118***	0.729	0.342***	0.140	0.394***
<i>R</i> ²	0.086	0.051	0.091	0.056	0.400	0.044	0.355	0.043

六、结论与建议

(一) 结论

本文以 2003—2013 年沪深两市的上市公司作为研究样本,以资产周转率来衡量股东与管理层之间的代理成本(第一种股权代理成本),以其他应收款占总资产的比重作为资金侵占指标来量化控股股东与小股东之间的代理成本(第二种股权代理成本),运用面板数据回归方法分别考察股权结构、运作机制、决策机制、监督机制和激励机制五个方面共 12 个重要公司治理要素对两种股权代理成本的影响,进而考察我国上市公司治理的有效性。研究结果表明:我国上市公司的治理机制整体上是有效的,在降低代理成本方面发挥了重要作用,其中股权结构中的第一大股东持股比例、运作机制中的股东大会会议次数和董事会会议次数、决策机制中的董事会规模、监督机制中的独立董事比例以及激励机制中的前三名高管薪酬均对降低代理成本起到了显著的作用,但是部分公司治理要素在降低代理成本方面具有无效性,其治理有效性尚待提高。

本文从代理成本的视角证明了我国公司治理的有效性的确有所提高,通过完善治理结构和机制能够降低代理成本,进而提升公司治理有效性。目前,我国的公司治理改革已初步形成“治理有所依、治理有所约和治理有所得”的良好局面,尤其是上市公司的治理质量得到了明显改善^[10]。但是,我国上市公司在实际治理过程中还存在一些强制合规、流于形式的现象,因而治理的有效性整体不高,公司治理机制发挥的作用有所不足,尚有很大的提升空间。

本文的突破和创新点主要体现在以下三个方面:第一,我们选用了 2003—2013 年的数据,这段时

间是我国公司治理实践的深入发展阶段,通过研究分析能够更加充分地验证本文所提假设的成立与否。第二,本文不仅对第一种股权代理成本做了实证分析,同时也对第二种股权代理成本(控股股东和小股东之间的代理成本)进行了实证检验。第三,本文选取了12个重要的公司治理要素,并且划分为五种机制类型,由此可以清晰地看出每个治理要素对代理成本所产生的影响。

(二) 建议

为了进一步提高我国公司治理的有效性,我们提出以下建议:第一,公司应当树立正确的公司治理思维,例如过程思维,公司治理的改进是一个过程,需要公司进行持续性投入。第二,为了防止因股权过于分散而产生的控制权争夺给公司带来的负面影响,公司可以根据自身情况适当提高股权结构的集中度,这有利于增强股东关注与监督公司事务的动力。第三,控制董事会会议次数,既要能够满足公司信息沟通的需要,又要适当降低治理成本;控制董事会规模,避免因规模过大带来的协调成本增加而降低董事会的工作效率;增加独立董事的比例,以提高监督效力,增强公司决策的客观性。第四,完善监事会制度,保证监事会会议不流于形式,并寻求最优监事会规模,提高监事专业水平和参与程度,为公司的发展保驾护航。第五,一方面要建立科学的董事、监事和高管评价标准和激励体系,做到精准激励,从而更好地解决代理问题;另一方面要完善董事、监事和高管持股政策,以更好地规范公司治理行为,避免使激励制度变成福利制度。

参考文献:

- [1]李维安,邱艾超,牛建波,等.公司治理研究的新进展:国际趋势与中国模式[J].南开管理评论,2010(6):13-24.
- [2]JENSEN M C, MECKING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305-360.
- [3]FAMA E F, JENSEN M C. Agency problems and residual claims [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26: 327-349.
- [4]GROSSMAN S J, HART O D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration [J]. Journal of Political Economy, 1986, 94: 691-719.
- [5]SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance [J]. The Journal of Finance, 1997, 52: 737-783.
- [6]JOHNSON S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANRS F, et al. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, 90: 22-27.
- [7]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANRS F, SHLEIFER A, et al. Legal determinants of external finance [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 1131-1150.
- [8]BYRD J W, HICKMAN K A. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32: 195-221.
- [9]LIPTON M, LORSCH J W. A modest proposal for improved corporate governance [J]. The Business Lawyer, 1992, 20: 59-77.
- [10]JENSEN M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [J]. The Journal of Finance, 1993, 48: 831-880.
- [11]ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure [J]. The Journal of Finance, 2000, 55: 81-106.
- [12]HILLMAN A J, DALZIEL T. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives [J]. The Academy of Management Review, 2003, 26: 383-396.
- [13]尤华,李恩娟.股权结构与股权代理成本关系的实证研究——基于2011年创业板上市公司的数据研究[J].技术经济与管理研究,2014(1):64-69.
- [14]于东智,池国华.董事会规模、稳定性与公司绩效:理论与经验分析[J].经济研究,2004(4):70-79.
- [15]牛建波,李胜楠.董事会的治理绩效研究——基于民营上市公司面板数据的实证分析[J].山西财经大学学报,

- 2008(1):75-83.
- [16]王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. 经济研究,2006(5):62-73.
- [17]李维安,郝臣. 中国上市公司监事会治理评价实证研究[J]. 上海财经大学学报,2006(3):78-84.
- [18]高雷,宋顺林. 董事会、监事会与代理成本——基于上市公司 2002—2005 年面板数据的经验证据[J]. 经济与管理研究,2007(10):18-24.
- [19]于东智. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析[J]. 中国社会科学,2003(3):29-41.
- [20]王砚书,武侠,于佳欣. 上市公司监事会制度与经营绩效关系研究[J]. 经济与管理,2009(11):37-39.
- [21]吴育辉,吴世农. 高管薪酬:激励还是自利? ——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究,2010(11):40-48.
- [22]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.
- [23]高雷,李芬香,张杰. 公司治理与代理成本——来自上市公司的经验证据[J]. 财会通讯学术版,2007(4):29-34.
- [24]郝臣,宫永建,孙凌霞. 公司治理要素对代理成本影响的实证研究——来自我国上市公司的证据(2000—2007) [J]. 软科学,2009(10):123-127.
- [25]李明辉. 股权结构、公司治理对股权代理成本的影响——基于中国上市公司 2001—2006 年数据的研究[J]. 金融研究,2009(2):149-168.
- [26]李慧聪,李维安,郝臣. 公司治理监管环境下合规对治理有效性的影响[J]. 中国工业经济,2015(8):98-113.
- [27]郝臣. 国外公司治理与公司绩效关系研究综述——1976 年—2006 年经典文献梳理[J]. 审计与经济研究,2009(2):107-112.
- [28]刘银国,张劲松,朱龙. 国有企业高管薪酬管制有效性研究[J]. 经济管理,2009(10):87-93.
- [29]谷冬青,谢军. 大股东利益侵占的经济后果和制度成因[J]. 华南师范大学学报(社会科学版),2010(12):123-129.
- [责任编辑:王丽爱]

A Research on Corporate Governance Mechanism and Corporate Effect: Based on Public Data of Chinese Listed Companies from 2003 to 2013

HAO Chen^{a, b}, LIU Xinrui^b, BAI Lihe^b, CUI Guangyao^b

(a. China Academy of Corporate Governance;

b. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Along with the deepening of the concept of corporate governance and the establishment of corporate governance structure and mechanism, the issues of corporate governance effectiveness increasingly become the focus of regulators and listed companies concerned. Based on the public data of listed companies from 2003 to 2013, using panel data methods, this paper investigates the relationship between two kinds of ownership agency cost and 12 important elements of corporate governance, which is included by ownership structure, operation mechanism, decision-making mechanism, monitoring mechanism and incentives mechanism. The results show that corporate governance elements can reduce agency costs effectively; but a few elements of corporate governance have a nullity. The top directors' remuneration even shows a positive correlation with the first agency cost. Therefore, in order to further improve the effectiveness of corporate governance in our country, we should strengthen the correct corporate governance way of thinking, control the number of meetings of the board of directors, and improve the system of the board of supervisors.

Key Words: principle-agent theory; corporate governance mechanism; financial institute governance; effectiveness of corporate governance; equity structure; equity agency cost; asset liability ratio; size of the board of directors; state governance