

企业代理成本影响因素研究综述

王玉蓉 黄巧欢

(华南农业大学经济管理学院 广州 510642)

【摘要】企业代理成本的存在直接影响企业的价值,对代理成本进行准确计量并找出关键的影响因素进行控制是管理学的重要课题之一。本文从影响代理成本的因素入手对已有文献进行了总结。

【关键词】

Jensen 和 Meckling(1976)认为代理成本是委托人为监督和约束代理人所必须付出的成本,加上执行契约时成本超过收益所造成的剩余损失。代理成本的存在直接导致公司价值的减少,如何对企业经营者进行有效的监督和激励,保证公司高效运营并向所有者利益最大化的目标努力,有效降低代理成本,这是自代理问题被提出以来一致备受关注的课题。由于影响代理成本的因素繁多,本文将影响代理成本的众多因素分成市场环境、公司治理、外部监督和财务状况四类,分别进行文献总结。

一、市场环境

代理成本影响因素分析一直十分重视对公司治理水平的研究,近年来不少学者将视角转向公司外部环境。国内外研究基本认同“政府干预越少,市场化程度越高,公司治理水平越高,则代理成本越低”这一观点。La Porta(1997)发现一国的法律体系在很大程度上决定了该国公司的治理结构和治理水平,良好的公司治理必定要以有效的投资者法律保护为基础,他进一步指出,在大陆法系国家,政府利用其拥有的权力直接对经济进行干预的情况较为严重,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。高雷等(2007)认为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缺乏力度,因而政府干预越少,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低。

二、公司治理

公司治理水平与代理成本息息相关,这方面的研究比较充分,但由于不同国家地区的制度背景存在差异以及研究者采用的研究方法不同,得出的观点也不尽一致。

1. 股权集中度。Pound(1993)认为,当公司的股权高度分散时,由于监督具有较大的外部性,每个股东都想搭便车,这样就没有一个股东愿意监督管理者;反之,如果股权相对集中于少数几个大股东,则监督的外部性较小,大股东具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益行为的经济激励及能力,可以更有效地监督管理者的行为,从而降低代理成本。Peiderer

和 Zechner(1996)认为,所有权的集中有利于提高公司价值,因为大股东比分散的小股东更有动力去监督管理层,而且大股东的存在可以减少管理者与众多股东谈判和签约的交易成本。

曾颖和叶康涛(2005)通过构建一个两时点大股东掠夺模型,考察了股权结构、代理成本与外部审计需求之间的关系,其模型分析结果表明,随着大股东持股比例逐步上升,大股东掠夺效应先是要超过其监督效应,表现出代理成本与大股东持股比例正相关,但随着大股东持股比例进一步上升,则此时持股比例的增加并不会导致大股东掠夺程度的进一步上升,但却会使大股东利益与企业整体利益趋于一致,代理成本与大股东持股比例成负相关的关系,即代理成本与大股东持股比例成倒U形关系。范勇福(2006)认为理论上理由断定,股权适度集中和经营者相对独立的结合有利于实现公司的长期稳定发展和价值最大化,是公司治理的理想基础,在这样的股权结构下,才有可能建立科学合理的治理机制。

2. 股权制衡度。股权制衡度是指控股股东以外的其他大股东对控股股东的制约程度。关于股权制衡度对代理成本的影响,已有研究有不同的结论。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。高雷、宋顺林(2007)的研究却发现“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;宋力、韩亮亮(2005)对代理成本与股权集中度和股权制衡度之间的关系进行了实证分析,结果表明,代理成本与股权集中度显著负相关,与股权制衡度显著正相关。国内大多数实证研究得出的结论都认为股权制衡度越高而代理成本越大。

3. 管理层持股比例。自利的管理者持有的公司股份越少,就越容易与外部股东存在分歧,约束和监督成本也就越高,代理成本也就越高。随着管理者所持有的股份增多,管理者自己所承担的成本亦上升,因为管理者将更多地承担其行为导致的成本。Jensen(1986)认为管理者持股可以减少其与股东的利益冲突。但是, Morck et al(1988)、McConnell 和 Servaes

(1990)、Kole(1995)发现内部人所有权与公司业绩之间并非线性关系。蔡吉甫、谢盛纹(2007)通过实证研究认为管理层持股在我国国有控股上市公司中不具有治理效用。

4. 独立董事比例与董事会规模。我国自2001年引进独立董事制度至今已有8年,但该制度并未取得良好效应,独立董事常被冠以“稻草人”、“花瓶董事”等称号。2004年5月27日,《上海证券报》发表的一份“中国独立董事生存现状抽样调查”,反映出我国的独立董事正面临边缘化的命运:33.3%的独立董事表示,董事会表决时从未投过弃权票和反对票;35%的独立董事表示,从未发表过与上市公司大股东或高管有分歧的独立意见。这说明独立董事激励约束机制在我国存在不同程度的缺陷。蔡吉甫、谢盛纹(2007)通过对2004年我国A股上市公司的回归分析,得出独立董事并未发挥应有的治理作用的结论。目前理论界普遍认为,董事会作为公司治理机制的一部分,其有效性取决于自身的规模与构成,但有些学者认为规模小的董事会比规模大的董事会具有更强的控制功能,也有学者认为较大规模的董事会因能满足管理幅度的需要而更有利于公司治理。

三、外部监督机制

在外部监督机制对代理成本的影响方面,本文主要讨论企业对外部审计师的选择。独立审计是企业用以降低代理成本的一种机制。不同代理冲突之下的公司对高质量审计师的需求是不同的,代理成本越大,公司选择高质量审计师进行审计的动力就越强。这已得到大量西方经验研究的支持,然而现有文献大多是以资本市场和经理人市场高度发达的美国为背景的。在我国特殊的股权结构和外部审计制度尚未完善的情况下,对代理成本与审计师选择关系的研究得出的结论并不一致。曾颖和叶康涛(2005)通过构建一个两时点大股东掠夺模型,考察了股权结构、代理成本与外部审计需求之间的关系,其模型分析结果表明代理成本与外部审计需求呈显著的U形关系,说明委托代理问题较为严重的企业存在通过聘请高质量外部审计师来降低代理成本的动机。

四、财务状况

1. 资本结构。公司代理问题一般与自由现金流量和信息不对称有关。大量研究表明,债务融资作为一种治理机制可以起到抑制公司管理层道德风险,降低公司代理成本的作用。Jensen和Meckling(1976)认为,管理者具有采取种种手段从债权人那里转移财富的机会,而债权人为防范管理者的该种行为将采取相应限制措施。李寿喜(2007)以我国电子电器行业为对象进行实证研究认为,负债权益比率高往往是因为企业资产质量低劣,剩余损失发生较多,故其与代理成本成正比。蔡吉甫、谢盛纹(2007)的研究表明,短期债务融资的治理效用主要体现在约束管理层对自由现金流量的随意决定权以及向外界传递公司高质量信号方面。他们发现,债务期限结构的治理效用是显著的,而债务来源的治理作用则是弱化的或恶化的,其存在不仅未缓和公司代理问题,反而一定程度上加重了国有控股上市公司的代理冲突,从而为不同性质的债务融资安排的治理效率差异提供了证据。

2. 盈利能力。目前,关注企业盈利状况与代理成本之间的关系的文献不是很多,苏坤(2007)以2005年我国上市公司中1269个有效样本为分析对象进行了实证研究,结论认为盈利能力的强弱与代理成本呈现出显著的负相关关系。其他的文献大多从企业成长性的角度探讨代理成本问题,认为成长性越高的企业代理成本越小。

3. 长期投资水平。国有企业由于受政府干预较多,自主决策权受到较多束缚,并且激励机制不够灵活,所以很多国有企业经营者借助对外投资,设立很多子公司或孙公司等多层级结构进行关联交易或套利,将大量资金拿到体外循环,以便躲避监管,隐藏在职消费或谋取私人利益,加大了企业的监督和控制成本。但张付成(2007)认为长期投资水平越高,企业闲置资金越少,并且说明资金的利用程度越高,则企业代理成本越小。

4. 公司总资产规模。Chow(1982)和Jensen(1986)认为,在管理者持股比例和经营杠杆一定的情况下,随着公司总资产规模的增大,管理者所能够控制的资源越来越多,管理者有大量的机会消费非现金性收益。此外,公司规模越大,层阶越多,所需要签订的契约的数量也会越多,从而提高了监督成本。Jensen和Meckling(1976)指出,企业越大,总的代理成本也越大,因为大企业的监督成本本来就更高。国内对于公司规模与代理成本关系的研究更多的是把公司资产规模作为代理成本的直接计量指标,作为影响因素分析的不多。

从上述综述可以看出,理论界就某些因素对代理成本的影响存在较为一致的结论,例如市场化程度、高管持股比例、独立董事人数、资产负债率与代理成本负相关等。但对另外一些因素对代理成本的影响分歧较大,例如股权集中度、股权制衡度、董事会规模等。对代理成本影响因素的研究目前较为丰富,因素选择也囊括了企业性质、公司治理、内外部监督、财务状况等微观因素和市场环境、法制状况等宏观因素,研究的方法包括理论论证、实证分析和各种数学模型。由于代理成本的影响因素很多,并且各因素可能存在较大的相互作用,已有文献对这些因素进行全面分析并整理归类的不多,这样常常容易导致某些特征因素的遗漏或者重复,从而可能影响结论的普遍适用性。

主要参考文献

1. 蔡吉甫,谢盛纹.公司治理与代理成本关系研究.河北经贸大学学报,2007;4
2. 陈信元,陈冬华,时旭.公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究.管理世界,2003;8
3. 范勇福.股权结构、大股东行为与代理成本.财税金融,2006;10
4. 高雷,宋顺林.管理者报酬与企业绩效实证分析.金融研究,2007;3
5. 龚晶,刘鸿雁.我国上市公司代理成本的实证研究.财经论坛,2004;5
6. 宋力,韩亮亮.大股东持股比例对代理成本影响的实证分析.南开管理评论,2005;1