

上市公司委托代理成本内生时变特征的 实证判别与理论猜想

丁志国^{1,2} 张 洋^{1,2} 丁钰洋²

(1. 吉林大学数量经济研究中心; 2. 吉林大学)

【摘要】通过选取中国 A 股市场上市公司 2003 年 1 月至 2015 年 6 月的季度和半年度数据, 基于个体固定效应面板数据模型, 实证检验委托代理成本随着公司上市时间的变化是否存在一般性变化规律。实证结果表明, 委托代理成本随着公司上市时间的变化呈现出显著的“M”形时变特征, 且不同的数据样本频率以及是否加入相应的控制变量对上述结果并没有产生影响, 因此中国上市公司委托代理成本存在具有内生性特征的时变规律。理论猜想认为: 硬性上市条件约束、上市亢奋和针对窃取利益与维护职位的权衡会使企业的委托代理成本在上市后产生持续波动的内生性时变特征。

关键词 上市公司 委托代理成本 时间效应 内生性

中图分类号 F275 **文献标识码** A

DOI:10.13653/j.cnki.jqte.2016.09.006

引 言

凭借清晰科学的产权结构设计和高效合理的资源配置效率, 公司制在现代经济活动中扮演越来越重要的角色, 因此公司金融理论也已经成为现代金融学研究的最重要分支之一。Berle 和 Means (1932) 首先分析了企业所有权与控制权分离的特征, 委托代理成本问题开始逐渐引起人们的重视, 并成为现代金融学家研究的最热门问题。Jensen 和 Meckling (1976) 将委托代理关系定义为一种契约, 通过该契约一个或多个委托人下放部分决策权给代理人, 并由他们代表自己履行所有人的权利, 然而源于道德风险和不对称现象的客观存在, 委托代理问题也因此应运而生。他们在分析委托代理关系的基础上, 开创性地给出了委托代理成本的定义, 并将其具体概括为如下三方面内涵: 一是委托人用于测度和监察代理人行为所产生的监督成本; 二是代理人用以保证不会损害委托人利益所花费的担保成本; 三是由代理人决策同实现委托人效用最大化决策之间差异所造成的剩余损失。

Rozeff (1982) 提出了股利委托代理成本理论, 认为现金股利可通过对管理者施压从而督促管理者尽职, 增强外部融资, 并减少非盈利项目现金支出, 最终有效降低委托代理成本。Easterbrook (1984) 对股利委托代理成本理论进行了进一步的补充与完善, 指出委托代理成本主要包括股东的监督成本和管理者风险厌恶所引发的相关成本, 连续且较高比率的现金股利能够迫使管理者进行外部融资, 一方面能够通过引入新债权人从而优化现有的监督机制; 另一方面则通过调整债权比率改进管理者的风险选择, 两方面的共同作用无疑能够有效地降低企业的委托代理成本。Jensen (1986) 则提出了自由现金流

假说,认为过多的闲置自由现金流可能会导致管理者对低回报项目进行投资,同时可能增加其在职消费的可能,而这些显然都不是股东愿意看到的,因此通过调节杠杆率增加债务可减少自由现金流,既可以对管理者支配自由现金流的权力形成约束,同时也能够通过债务机制提升管理者的工作效率,从而有效降低企业的委托代理成本。Shleifer 和 Vishny (1986) 提出的利益协同效应,指出由于监督成本所构成的壁垒,小股东往往只能选择“搭便车”策略,此时持股比例较高的大股东则有更高的激励对管理者实施监督,从而降低委托代理成本。Ang 等 (2000) 通过对 1708 家小企业的实证研究指出管理者持股比例同委托代理成本负相关。然而,Stulz (1988) 提出了著名的壕沟效应,认为伴随管理者持股比例的增加其谋取私利的动机逐渐高于持股激励,继而会使得委托代理成本问题进一步加剧。Singh 和 Davidson (2003) 认为管理者持股的增加会促进同股东间利益的一致性,从而降低委托代理成本。宋力和韩亮亮 (2005) 通过对中国 1080 家上市公司进行研究认为,委托代理成本同大股东持股比例显著负相关,同股权制衡度显著正相关。张兆国等 (2008) 也指出管理者持股比例同委托代理成本显著负相关。李明辉 (2009) 认为,大股东持股比例、公司规模以及公司成长性均有助于降低委托代理成本,但是债务融资则收效甚微。La Porta 等 (1998) 指出良好的法制环境是降低委托代理成本的有效保障。Bushman 和 Smith (2003) 指出增加公司信息透明度可减少信息不对称,降低道德风险,从而有助于降低委托代理成本。高雷和宋顺林 (2007) 也认为完善法制保护和提高股权集中度有利于减少委托代理成本。杜兴强和周泽将 (2009) 则指出高质量的信息披露是降低委托代理成本的有效方法。杨玉凤等 (2010) 指出内部控制信息披露与公司治理密不可分,对公司隐性委托代理成本具有明显的抑制作用。雷振华 (2014) 则通过对 2011 年沪深两市 A 股上市公司披露的独立社会责任报告进行研究,指出提高社会责任信息披露可以降低委托代理成本。游家兴等 (2010) 从较为新颖的视角对管理者委托代理成本问题进行了考察,认为管理者的政治资源可帮助其构筑职位壕沟,从而弱化了相应的监督和约束机制,使得委托代理成本问题进一步恶化。Tirole (2010) 则指出合理的管理者激励与监督设计是减轻委托代理成本的主要手段,例如基于管理者业绩的奖金和股权报酬显著地优于固定工资的使用,而对管理者进行基于控制权的积极型监督则优于基于公司既往表现的投机型监督。高雷和张杰 (2011) 也认为以管理者持股和审计为主要代表的内部激励和外部监督是降低委托代理成本的重要途径。徐向艺等 (2008) 则指出高管薪酬同委托代理成本显著负相关。吴育辉和吴世农 (2010) 则秉持了相反的观点,认为高管薪酬非但不能降低委托代理成本,反而会提高委托代理成本。谢盛纹等 (2015) 认为高质量的外部审计可以抑制管理层权力寻租,从而缓解管理层与所有者之间的代理冲突,降低委托代理成本。

与股东同管理者间的委托代理成本问题不同,Shleifer 和 Vishny (1997) 指出当股权集中在少数大股东手中时会导致新的代理问题产生,即大股东掠夺小股东利益。La Porta 等 (1998) 指出在世界上大多数国家,相比于管理者对股东利益的侵害,大股东对小股东利益的侵害更为严重。Johnson 等 (2000) 提出了隧道挖掘效应,也称掏空效应,认为一旦股权集中在少数股东手中,他们便有能力也有激励利用控制权将公司的资产和利润转移到自己手中,侵害了小股东利益的同时也降低了公司价值,构成了十分严重的委托代理成本问题,而这一现象在法制尚不健全的新兴市场尤为明显。山峻和夏东 (2013) 指出股东持股比例越高则股权制衡度就越差,也更容易发生隧道挖掘行为。针对大股东的掠夺问

题, Watts 和 Zimmerman (1983) 指出独立审计是抑制大股东侵权的一种有效手段。谢盛纹 (2011) 对中国 2001~2008 年上市公司进行研究指出, 审计行业专业性可以降低大股东委托代理成本。Peasnell 等 (2005) 指出增加独立董事比例有助于减轻大股东对小股东利益的侵害。唐建新等 (2013) 也认为董事会的独立性可以对大股东的“掏空”行为起到抑制作用。

由国内外相关的研究文献不难发现, 现有的关于委托代理成本问题研究主要集中在对委托代理成本的科学界定、成因探索以及应对策略方面, 而关于委托代理成本随上市时间变化所表现出的内生性时变特征极少涉及。赵晶 (2012) 研究发现, 公司价值伴随上市时间变化通常呈现出稳定且有规律的内生性时变特征, 而丁志国等 (2014) 研究则指出公司的股利政策随着上市时间变化呈现典型的正“U”形曲线特征。因此, 本文拟基于中国 A 股上市公司的样本数据实证判别公司的委托代理成本是否同样存在具有内生性特征的时间效应, 并基于上市亢奋的视角给出理论猜想, 从理论上解释上市公司委托代理成本时间效应及其内生性特征形成的金融学逻辑。

一、数据选取与变量选择

1. 数据选取

为了保证实证研究结论的科学性和严谨性, 本文数据样本选取遵循如下标准: 一是选取中国 A 股上市公司的全部样本; 二是考虑到财务数据的一致性, 剔除金融类和被实施过 ST、*ST、PT 以及退市的公司; 三是由于 2003 年以前许多 A 股上市公司财务数据披露不完全, 选定样本区间为 2003 年 1 月至 2015 年 6 月间的数据; 四是为保证样本数据拥有足够的时间序列长度, 选取 2003 年 1 月至 2010 年 12 月上市的公司样本; 五是为了保证实证结构的稳健性, 分别选取季度和半年度数据样本, 其中季度数据选取上市后 19~40 个季度数据, 而半年度数据选取上市后 10~20 个半年度数据; 六是剔除个别存在大量数据缺失的上市公司样本。图 1 给出上市后不同期限与公司样本数量的分布情况, 其中时间序列长度达到 40 个季度 (或 20 个半年度) 的样本公司为 166 家, 随着上市后期限的减少样本数量逐渐增加, 20 个季度 (或 10 个半年度) 的样本公司为 853 家。

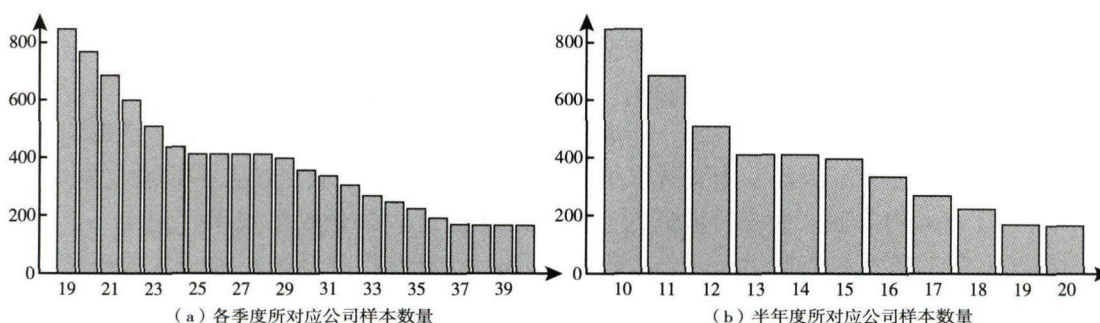


图 1 上市后时间所对应公司样本数量

资料来源: RESSET 数据库 (www.resset.cn)。

2. 变量选择

Ang 等 (2000) 给出了两种计量委托代理成本的方法, 第一种是直接计量法, 直接测度管理者的各种额外消费从而刻画委托代理成本, 即利用目标公司同零委托代理成本公司

(管理者持有100%股权)经营费用率(包括财务费用率、营业费用率及管理费用率)差异来衡量委托代理成本;第二种是间接法,可通过对管理者行为(如投资不当、管理失职、在职消费、消极怠工等)进行测度从而间接刻画委托代理成本,具体采用目标公司同零委托代理成本公司资产周转率差异来衡量委托代理成本。然而在现实情况中,零委托代理成本公司相关数据很难获得,因此成为上述方法的主要屏障。Singh和Davidson(2003)就此进行了扩展,不再依赖零委托代理成本公司数据,直接使用资产周转率以及销售费用同管理费用之和占销售收入的比例来衡量委托代理成本。宋力和韩亮亮(2005)则指出营业费用同委托代理成本关系并不密切,而是选取了管理费用率和资产周转率来计量委托代理成本。现阶段经营费用率和资产周转率已经成为研究委托代理成本最常采用的替代指标。但根据中国会计核算制度,财务费用主要包含企业在生产经营期间产生的利息支出、汇兑损益及手续费等,营业费用主要包含企业在营销环节产生的运输费、装卸费、包装费、保险费、广告费等,均与委托代理成本关联不大。而管理费用除办公费、差旅费外,还包含了工资、福利及税费等,该指标的代表性也不明显。因此,本文选取资产周转率作为委托代理成本的替代指标(被解释变量),记为 at ,具体采用主营业务收入净额同平均资产总额之比来刻画。显然一个公司的资产周转率较高,说明管理者勤勉尽责,资产利用效率较高,委托代理成本较低;反之,一个公司的资产周转率较低,说明管理者存在卸责行为,资产利用率较低,委托代理成本较高。

本文的主要研究目的是判别公司上市(IPO)后,其所处发展阶段和外部条件相对稳定情况下委托代理成本随时间变化的一般性内生规律,因此解释变量选取了公司上市之后的时间 t ,即季度数据样本中,公司上市后的第一个季度 t 取值为1,第二个季度取值为2,以此类推;同理,半年度数据中,公司上市后的第一个半年 t 取值为1,第二个半年取值为2,以此类推。为了剔除不同年份市场因素及其外部宏观经济因素对上市公司委托代理成本的影响,更好地判别上市公司委托代理成本随时间变化的一般性内生规律,数据处理过程中并不针对各公司上市时点进行区分,仅以各公司上市后时间长度作为标准对数据样本进行排列。为了判别上市公司委托代理成本随时间变化可能存在的非线性特征,本文分别引入了上市时间 t 的一次项、二次项、三次项和四次项,分别记为 t 、 t^2 、 t^3 和 t^4 。

为了进一步验证委托代理成本随时间变化的一般性规律是否具有内生特征,本文还选取了部分可能影响公司委托代理成本的变量作为控制变量,进而剔除其他外生因素变化对公司委托代理成本时变特征的影响。高雷和宋顺林(2007)认为,股权集中度和股东规模均有助于减轻委托代理成本,而唐建新等(2013)则指出股权制衡度是影响委托代理成本的重要因素。因此,本文选取了以下三个指标作为控制变量:一是股权集中度,记为 oc ,具体采用前五大股东持股数同总股数之比衡量;二是股东规模,记为 ss ,具体采用股东人数的自然对数衡量;三是股权制衡度,记为 er ,具体采用第一大股东持股比例同第二大股东持股比例之比衡量。表1给出了各变量的部分季度和半年度统计性特征描述。

由表1可知,资产周转率(at)随上市时间的推移并未呈现出稳定的线性变动趋势,最大值主要出现在6~7年之间(季度出现在27个季度,半年度出现在13个半年度),最小值主要出现在8年附近(季度出现在31个季度,半年度出现在16个半年度)。为进一步判别委托代理成本是否随公司上市时间变化呈现出一般性的内生时变规律,本文下面将借助计量经济模型进行具体的实证分析。

表 1 变量部分季度和半年度统计性描述

		季 度					半年度				
		19	23	27	31	35	39	10	13	16	19
at	平均值	0.1837	0.1976	0.2037	0.2030	0.2055	0.2064	0.2867	0.4097	0.4060	0.4123
	中位数	0.1532	0.1638	0.1683	0.1661	0.1681	0.1720	0.2465	0.3391	0.3343	0.3473
	最大值	2.4310	2.6140	2.6140	2.6140	2.6140	2.4310	1.7610	4.5072	4.5072	3.9790
	最小值	-0.2243	-0.3834	-0.4866	-0.4866	-0.4866	-0.2243	0.0276	-0.1640	-0.1640	-0.0536
	标准差	0.1409	0.1546	0.1616	0.1680	0.1795	0.1602	0.1883	0.3095	0.3212	0.2996
oc	平均值	0.6129	0.6061	0.5948	0.5773	0.5550	0.5390	0.6086	0.5960	0.5734	0.5395
	中位数	0.6252	0.6165	0.6025	0.5829	0.5586	0.5430	0.6280	0.6029	0.5772	0.5427
	最大值	1.0000	1.0000	1.0000	0.9812	0.9471	0.9128	0.9040	1.0000	0.9812	0.9128
	最小值	0.0173	0.0173	0.0173	0.0173	0.0173	0.0173	0.1427	0.1434	0.1635	0.0311
	标准差	0.1315	0.1319	0.1345	0.1350	0.1300	0.1282	0.1367	0.1336	0.1361	0.1274
ss	平均值	9.8160	9.9720	10.0610	10.1380	10.1490	10.1440	9.6390	10.0540	10.1540	10.1480
	中位数	9.6930	9.8180	9.8970	9.9680	10.0190	10.0400	9.5890	9.8940	9.9850	10.0410
	最大值	19.7580	19.7580	15.3960	15.3960	15.3960	15.3960	12.3220	14.5080	14.5080	13.3080
	最小值	1.0990	7.7190	7.7190	7.7360	7.7360	7.7360	7.7980	7.7570	7.7570	7.8770
	标准差	0.8893	0.9427	0.9564	0.9550	0.9065	0.8389	0.6850	0.9529	0.9537	0.8378
er	平均值	7.6410	9.0250	9.9460	11.0700	12.4900	13.8700	5.6050	9.7280	11.1500	13.9890
	中位数	3.0600	3.2100	3.3800	3.5800	4.0300	4.0400	2.8000	3.3700	3.6100	4.3750
	最大值	521.8800	521.8800	528.6100	528.6100	344.8200	344.8200	144.6800	528.6100	778.1700	344.8200
	最小值	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
	标准差	17.8504	20.9856	23.2892	26.3019	24.2390	27.5877	9.4510	21.9048	27.5374	27.2688

资料来源：RESSET 数据库（www.resset.cn）。

二、模型设定与实证分析

1. 模型设定

本文采用面板数据分析方法。所谓面板数据，是指对相同截面单元在不同时点上的重复观测值，相较于时间序列数据和横截面数据，其同时利用两个维度的数据信息，较好地扩充了信息总量和模型自由度，有助于抑制变量间的多重共线性及控制个体间的异质性，进而减少估计偏误，增强估计结果的有效性和可靠性（Hsiao, 2003）。Baltagi（2005）指出，当样本随机地抽取自总体时，随机效应模型更为适用；而当样本局限于特定个体时，固定效应模型更为适用。本文所选数据为中国市场 A 股的全样本数据，不涉及从总体中随机抽取问题，因此选用固定效应模型。刘学良和陈琳（2011）指出面板数据回归结果并非一定来自两个维度，个体固定效应模型本质上是在做一个有线性约束的时间序列回归，其约束为各截面成员具有相同的回归系数，而时间固定效应模型本质上则是在做一个有线性约束的横截面回归，其约束为各时期具有相同的回归系数。而对两种模型的选择应当基于具体研究目的考量，当以时间序列变化特征为主要研究目的时，应选用个体固定效应模型；而以区域性差异特征为主要研究目的时，则应选用时间固定效应模型。显然，本文的研究目的是要判别委托代理成本随时间变化所呈现的一般性内生规律，即委托代理成

本的时间序列特征，因而选择个体固定效应模型，具体模型设定的基本形式如下：

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 t^3 + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 t^3 + \beta_4 t^4 + \epsilon_{it} \quad (3)$$

其中， i 代表上市公司， t 代表公司 IPO 后的季度数或者半年度数， c_i 为个体固定效应， ϵ_{it} 针对每一个体满足 0 均值、同方差、相互独立且与自变量严格外生等条件。

为了保证本文实证研究结果的稳健性和可靠性，同时也为了判别委托代理成本随时间变化所表现出的一般性规律是否具有内生性特征，本文基于两种思路设计了敏感性分析：一是在上述模型参数估计的基础上，采用了不同频率的数据样本进行再次估计，即由半年度数据替代季度数据进行重新估计，并观察实证估计的结果是否具有 consistency 特征；二是在模型右侧增加可能对委托代理成本产生影响的控制变量，并进一步观察加入控制变量前后上市公司委托代理成本的时变规律是否继续保持 consistency 特征。增加控制变量后模型的具体形式如下：

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 oc_{it} + \beta_4 ss_{it} + \beta_5 er_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 t^3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 ss_{it} + \beta_6 er_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$at_{it} = c_i + \beta_1 t + \beta_2 t^2 + \beta_3 t^3 + \beta_4 t^4 + \beta_5 oc_{it} + \beta_6 ss_{it} + \beta_7 er_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

2. 实证结果分析

本文数据处理均采用 R (3.2.2) 软件。根据式 (1) ~ 式 (3) 对季度数据进行处理，估计结果见表 2。

由表 2 中 F 值可以判断，式 (1) ~ 式 (3) 针对各季度数据均通过了显著性检验。分别观察式 (1) ~ 式 (3) 针对各季度数据回归结果的显著性可以发现，式 (1) 针对 19~21 个季度的数据回归结果显著性较好，式 (2) 针对 19~32 个季度的数据回归结果显著性较好，式 (3) 针对 25~36 个季度的数据回归结果显著性较好。为更加清晰直观地观察资产周转率 (at) 随上市后季度变化具体呈现怎样的特征，分别就以上数据进行拟合，具体结果如图 2 所示。

由表 2 和图 2 所显示的结果表明：资产周转率随公司上市后季度数变化大致呈现“W”形内生时变性特征，先下降，后上升，再下降，再上升，其后随时间延续可能仍伴有拐点出现。第一个拐点大致出现在 2~3 年 (8~12 个季度)，第二个拐点大致出现在 4~5 年 (16~20 个季度)，第三个拐点大致出现在 7 年左右 (26~30 个季度)。上述结论能够有效地解释，式 (1) 仅对 19~21 个季度的数据回归结果显著性较好，式 (2) 仅对 19~32 个季度的数据回归结果显著性较好，式 (3) 仅对 25~36 个季度的数据回归结果显著性较好的问题。在超过 16~20 个季度后存在多于一个拐点，因此式 (1) 难以对超过 21 个季度的数据进行有效估计；在超过 26~30 个季度后存在多于两个拐点，因此式 (2) 难以对超过 32 个季度的数据进行有效估计；而在 25 个季度之前少于三个拐点，因此式 (3) 难以对不足 25 个季度的数据进行有效估计；而式 (3) 难以对 36 个季度以后的数据进行有效估计，说明其后随时间延续可能仍伴有拐点出现。由于资产周转率是委托代理成本的负向代理指标，因此可以判断公司委托代理成本随上市后季度数变化呈现显著的“M”形时变特征，即公司上市后委托代理成本首先上升，至 2~3 年时达到峰值，随即开始回落，在 4~5 年时达到谷值，又开始重新上升，直至 7 年左右时再度达到峰值，并再次开始回落，其后随时间延续则可能仍伴有拐点出现。

表 2 季度数据估计结果

上市时间	19	20	21	22	23	24
t	$-2.53 \times 10^{-3***}$ (-6.11)	$-2.07 \times 10^{-3***}$ (-5.03)	$-1.53 \times 10^{-3***}$ (-3.61)	-5.09×10^{-4} (-1.18)	2.32×10^{-5} (0.05)	-2.62×10^{-4} (-0.55)
t^2	$1.09 \times 10^{-4***}$ (5.41)	$7.97 \times 10^{-5***}$ (4.19)	$5.30 \times 10^{-5***}$ (2.83)	5.76×10^{-6} (0.32)	-1.88×10^{-5} (-1.01)	-1.28×10^{-5} (-0.69)
R^2	0.0027	0.0023	0.0015	0.0011	0.0014	0.0026
F	21.1348	16.9621	10.4449	6.6811	8.0456	13.1764
上市时间	25	26	27	28	29	30
t	-2.36×10^{-4} (-0.50)	-3.01×10^{-4} (-0.67)	-1.30×10^{-4} (-0.31)	-1.86×10^{-4} (-0.46)	-1.66×10^{-4} (-0.43)	1.14×10^{-5} (0.03)
t^2	-1.37×10^{-5} (-0.78)	-1.07×10^{-5} (-0.67)	-1.84×10^{-5} (-1.26)	-1.58×10^{-5} (-1.18)	-1.54×10^{-5} (-1.22)	-1.82×10^{-5} (-1.47)
R^2	0.0028	0.0030	0.0039	0.0041	0.0041	0.0034
F	13.9623	15.2514	20.9565	22.9897	22.8987	17.7470
上市时间	31	32	33	34	35	36
t	4.17×10^{-4} (1.08)	2.36×10^{-4} (0.60)	5.87×10^{-4} (1.45)	$8.63 \times 10^{-4**}$ (2.11)	$9.55 \times 10^{-4**}$ (2.24)	6.40×10^{-4} (1.41)
t^2	$-2.78 \times 10^{-5**}$ (-2.38)	$-2.20 \times 10^{-5*}$ (-1.89)	$-2.70 \times 10^{-5**}$ (-2.34)	$-3.02 \times 10^{-5***}$ (-2.66)	$-2.93 \times 10^{-5**}$ (-2.55)	-1.73×10^{-5} (-1.46)
R^2	0.0031	0.0031	0.0019	0.0013	0.0010	0.0003
F	15.6098	14.7789	8.3863	5.4247	3.7145	1.0602
上市时间	37	38	39	40		
t	$9.49 \times 10^{-4**}$ (1.99)	$1.05 \times 10^{-3**}$ (2.27)	$1.12 \times 10^{-3**}$ (2.51)	$1.38 \times 10^{-3***}$ (3.23)		
t^2	$-2.06 \times 10^{-5*}$ (-1.69)	$-2.20 \times 10^{-5*}$ (-1.92)	$-2.42 \times 10^{-5**}$ (-2.24)	$-3.22 \times 10^{-5***}$ (-3.18)		
R^2	0.0008	0.0011	0.0011	0.0016		
F	2.4493	3.2730	3.4680	5.2264		

式(1)

(续)

上市时间	19	20	21	22	23	24
t	$-9.03 \times 10^{-3***}$ (-8.06)	$-9.47 \times 10^{-3***}$ (-8.57)	$-8.30 \times 10^{-3***}$ (-7.31)	$-7.35 \times 10^{-3***}$ (-6.37)	$-8.34 \times 10^{-3***}$ (-6.80)	$-9.05 \times 10^{-3***}$ (-7.14)
t^2	$9.00 \times 10^{-4***}$ (7.01)	$9.40 \times 10^{-4***}$ (7.79)	$8.05 \times 10^{-4***}$ (6.80)	$7.34 \times 10^{-4***}$ (6.37)	$8.34 \times 10^{-4***}$ (7.10)	$8.48 \times 10^{-4***}$ (7.27)
t^3	$-2.64 \times 10^{-5***}$ (-6.24)	$-2.73 \times 10^{-5***}$ (-7.22)	$-2.28 \times 10^{-5***}$ (-6.43)	$-2.11 \times 10^{-5***}$ (-6.40)	$-2.37 \times 10^{-5***}$ (-7.36)	$-2.30 \times 10^{-5***}$ (-7.48)
R^2	0.0053	0.0059	0.0045	0.0043	0.0062	0.0081
F	27.0844	28.7099	20.7572	18.1066	23.4326	27.4776
上市时间	25	26	27	28	29	30
t	$-8.04 \times 10^{-3***}$ (-6.43)	$-6.46 \times 10^{-3***}$ (-5.47)	$-5.78 \times 10^{-3***}$ (-5.20)	$-4.67 \times 10^{-3***}$ (-4.43)	$-4.16 \times 10^{-3***}$ (-4.05)	$-3.67 \times 10^{-3***}$ (-3.54)
t^2	$7.22 \times 10^{-4***}$ (6.53)	$5.49 \times 10^{-4***}$ (5.46)	$4.77 \times 10^{-4***}$ (5.22)	$3.64 \times 10^{-4***}$ (4.35)	$3.11 \times 10^{-4***}$ (3.96)	$2.74 \times 10^{-4***}$ (3.56)
t^3	$-1.89 \times 10^{-5***}$ (-6.74)	$-1.38 \times 10^{-5***}$ (-5.64)	$-1.18 \times 10^{-5***}$ (-5.50)	$-8.73 \times 10^{-6***}$ (-4.60)	$-7.26 \times 10^{-6***}$ (-4.21)	$-6.27 \times 10^{-6***}$ (-3.84)
R^2	0.0074	0.0060	0.0067	0.0060	0.0057	0.0048
F	24.5062	20.7897	24.0780	22.4141	21.1835	16.7720
上市时间	31	32	33	34	35	36
t	$-2.35 \times 10^{-3**}$ (-2.34)	$-2.15 \times 10^{-3**}$ (-2.07)	-7.07×10^{-4} (-0.67)	-6.71×10^{-4} (-0.63)	-5.04×10^{-4} (-0.45)	-4.09×10^{-4} (-0.35)
t^2	$1.85 \times 10^{-4**}$ (2.56)	$1.56 \times 10^{-4**}$ (2.15)	6.68×10^{-5} (0.93)	7.78×10^{-5} (1.11)	7.06×10^{-5} (1.00)	5.26×10^{-5} (0.71)
t^3	$-4.44 \times 10^{-6***}$ (-2.98)	$-3.59 \times 10^{-6**}$ (-2.49)	-1.84×10^{-6} (-1.33)	-2.06×10^{-6} (-1.56)	-1.85×10^{-6} (-1.43)	-1.26×10^{-6} (-0.96)
R^2	0.0040	0.0038	0.0021	0.0016	0.0012	0.0005

式(2)

(续)

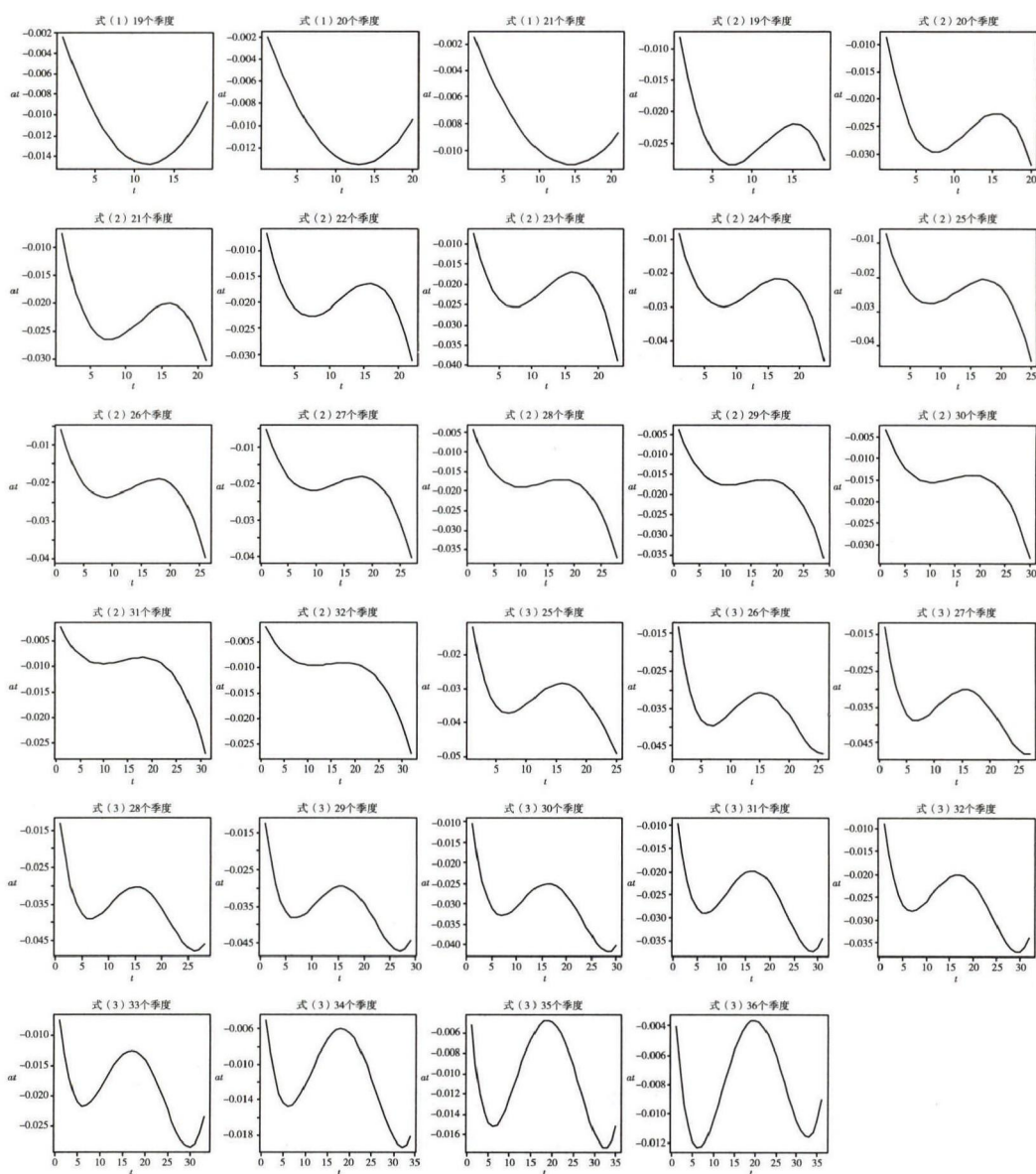
	F	13.3682	11.9164	6.1773	4.4286	3.1551	1.0151
	上市后时间	37	38	39	40		
式(2)	t	1.23×10^{-4} (0.10)	-1.05×10^{-4} (-0.09)	-1.25×10^{-4} (-0.11)	-6.01×10^{-4} (-0.54)		
	t^2	3.30×10^{-5} (0.44)	5.10×10^{-5} (0.72)	5.26×10^{-5} (0.79)	8.70×10^{-5} (1.40)		
	t^3	-9.41×10^{-7} (-0.72)	-1.25×10^{-6} (-1.04)	-1.28×10^{-6} (-1.17)	-1.94×10^{-6} (-1.94)		
	R^2	0.0009	0.0012	0.0013	0.0022		
	F	1.8067	2.5457	2.7660	0.7400		
	上市后时间	19	20	21	22	23	24
式(3)	t	-1.67×10^{-3} (-0.67)	-2.30×10^{-3} (-0.94)	-3.31×10^{-3} (-1.32)	-3.15×10^{-3} (-1.24)	-6.67×10^{-3} (-2.49)	-1.01×10^{-2} (-3.68)
	t^2	-6.59×10^{-4} (-1.34)	-5.11×10^{-4} (-1.11)	-1.62×10^{-4} (-0.36)	-4.80×10^{-5} (-0.11)	5.37×10^{-4} (1.22)	1.03×10^{-3} (2.38)
	t^3	9.28×10^{-5} (2.55)	7.83×10^{-5} (2.42)	4.45×10^{-5} (1.47)	3.10×10^{-5} (1.10)	-4.72×10^{-6} (-0.17)	-3.44×10^{-5} (-1.33)
	t^4	-2.98×10^{-6} (-3.30)	-2.52×10^{-6} (-3.28)	-1.53×10^{-6} (-2.24)	-1.13×10^{-6} (-1.87)	-3.95×10^{-7} (-0.70)	2.29×10^{-7} (0.45)
	R^2	0.0060	0.0066	0.0049	0.0046	0.0063	0.0081
	F	23.0433	24.2413	16.8276	14.4572	17.6963	20.6561
	上市后时间	25	26	27	28	29	30
	t	-1.34×10^{-2} (-4.97)	-1.52×10^{-2} (-5.97)	-1.46×10^{-2} (-6.13)	-1.48×10^{-2} (-6.58)	-1.42×10^{-2} (-6.58)	-1.18×10^{-2} (-5.37)
	t^2	1.61×10^{-3} (3.92)	1.94×10^{-3} (5.20)	1.84×10^{-3} (5.44)	1.88×10^{-3} (6.09)	1.76×10^{-3} (6.06)	1.42×10^{-3} (5.01)
	t^3	-7.15×10^{-5} (-3.04)	-9.29×10^{-5} (-4.51)	-8.65×10^{-5} (-4.81)	-8.90×10^{-5} (-5.61)	-8.14×10^{-5} (-5.65)	-6.29×10^{-5} (-4.63)

(续)

t^4	$1.01 \times 10^{-6**}$ (2.25)	$1.47 \times 10^{-6***}$ (3.87)	$1.33 \times 10^{-6***}$ (4.18)	$1.38 \times 10^{-6***}$ (5.10)	$1.24 \times 10^{-6***}$ (5.18)	$9.14 \times 10^{-7***}$ (4.20)
R^2	0.0079	0.0075	0.0083	0.0083	0.0081	0.0065
F	19.6540	19.3558	22.4626	23.3487	22.6390	17.0079
上市后时间	31	32	33	34	35	36
t	$-1.09 \times 10^{-2***}$ (-5.11)	$-1.01 \times 10^{-2***}$ (-4.61)	$-8.35 \times 10^{-3***}$ (-3.73)	$-5.66 \times 10^{-3**}$ (-2.52)	$-5.90 \times 10^{-3**}$ (-2.52)	$-4.60 \times 10^{-3*}$ (-1.85)
t^2	$1.35 \times 10^{-3***}$ (5.07)	$1.21 \times 10^{-3***}$ (4.55)	$1.04 \times 10^{-3***}$ (3.98)	$6.98 \times 10^{-4***}$ (2.73)	$7.23 \times 10^{-4***}$ (2.79)	$5.46 \times 10^{-4**}$ (2.03)
t^3	$-6.04 \times 10^{-5***}$ (-4.87)	$-5.27 \times 10^{-5***}$ (-4.39)	$-4.61 \times 10^{-5***}$ (-4.01)	$-2.94 \times 10^{-5***}$ (-2.69)	$-2.98 \times 10^{-5***}$ (-2.77)	$-2.18 \times 10^{-5**}$ (-2.01)
t^4	$8.74 \times 10^{-7***}$ (4.55)	$7.44 \times 10^{-7***}$ (4.12)	$6.50 \times 10^{-7***}$ (3.87)	$3.90 \times 10^{-7**}$ (2.52)	$3.88 \times 10^{-7***}$ (2.62)	$2.78 \times 10^{-7*}$ (1.91)
R^2	0.0060	0.0056	0.0039	0.0024	0.0021	0.0010
F	15.2189	13.1973	8.39410	4.9088	4.0853	1.6746
上市后时间	37	38	39	40		
t	-2.96×10^{-3} (-1.14)	-1.96×10^{-3} (-0.78)	-1.65×10^{-3} (-0.68)	-5.24×10^{-4} (-0.23)		
t^2	3.87×10^{-4} (1.41)	2.59×10^{-4} (1.00)	2.19×10^{-4} (0.90)	7.89×10^{-5} (0.35)		
t^3	-1.53×10^{-5} (-1.42)	-9.46×10^{-6} (-0.96)	-7.69×10^{-6} (-0.85)	-1.63×10^{-6} (-0.20)		
t^4	1.89×10^{-7} (1.35)	1.05×10^{-7} (0.84)	8.01×10^{-8} (0.71)	-3.74×10^{-9} (-0.04)		
R^2	0.0012	0.0014	0.0014	0.0022		
F	1.8077	2.0847	2.2020	3.5548		

式(3)

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%置信水平上显著；括号中的数值为回归系数的t值。

图2 式(1)~式(3)部分季度数据拟合^①

为了验证上述实证结论的稳健性和科学性，下面选用半年度样本数据代替季度数据针对式(1)~式(3)重新进行参数估计^②。

由估计结果可以判断，式(1)~式(3)针对各半年度数据样本均通过了显著性检验。分别观察式(1)~式(3)针对各半年度数据回归结果的显著性可以发现，式(1)针对10~11个半年度的数据回归结果显著性较好，式(2)针对10~16个半年度的数据回归结果显著性较好，式(3)针对13~18个半年度的数据回归结果显著性较好。同样，为了更加清晰且直观地判断资产周转率随上市后半年度变化具体呈现出的时变特征，分别就以上数据进行拟合（见图3）。

① 对资产周转率(at)随公司上市后随时间变动所呈现趋势的拟合，仅针对时间项。

② 由于篇幅所限，具体结果未列出，如需要请向作者索取。

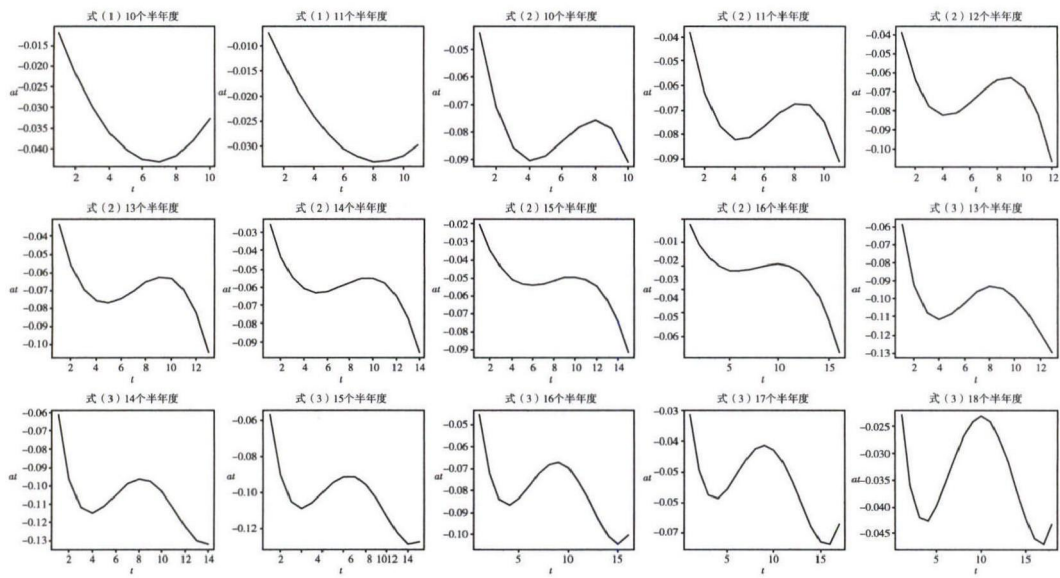


图3 式(1)~式(3)部分半年度数据拟合

由图3所得出的实证结果不难发现：资产周转率随上市后半年度数变化呈现显著的“W”形内生时变性特征，先下降，后上升，再下降，再上升，其后随时间延续可能仍伴有拐点出现。第一个拐点大致出现在2~3年（4~6个半年度），第二个拐点大致出现在4~5年（8~10个半年度），第三个拐点大致出现在7~8年（14~16个半年度）。上述结论能够较好地解释式(1)仅对10~11个半年度的数据回归结果显著性较好，式(2)仅对10~16个半年度的数据回归结果显著性较好，式(3)仅对13~18个半年度的数据回归结果显著性较好。由此可以判断，上市公司委托代理成本随上市后半年度数变化具有显著的“M”形内生时变性特征，自公司上市后首先上升，至2~3年时达到峰值，并开始回落，在4~5年时达到谷值，再重新上升，直至7~8年时再度达到峰值，又再次开始回落，其后随时间延续可能仍伴有拐点出现。半年度数据所得出的实证结论与季度数据结论基本一致，说明委托代理成本随公司上市时间变化呈现稳定的“M”形时变规律。

为进一步验证上述实证结论的稳健性和科学性，同时也为了判别委托代理成本随公司上市时间变化所表现出的时变规律是否具有内生性特征，本文在季度数据基础上加入股权集中度(oc)、股东规模(ss)和股权制衡度(er)等3个可能影响公司委托代理成本的因素作为控制变量，根据式(4)~式(6)重新进行参数估计^①。

由估计结果可以判断，式(4)~式(6)针对各季度数据均通过了显著性检验。分别观察式(4)~式(6)针对各季度数据回归结果的显著性可以发现，式(4)针对19~21个季度的数据回归结果显著性较好。虽然式(4)对31~40个季度回归结果显著性也较好，但这主要源于资产周转率在中长期所呈现出的倒“U”形特征，不能准确地显示出资产周转率在初期时的实际走势。式(5)针对19~32个季度的数据回归结果显著性较好，式(6)针对26~37个季度的数据回归结果显著性较好。为更为清晰直观地观察资产周转率随公司上市后半年度数变化具体呈现怎样的特征，分别就以上数据进行拟合，具体结果如图4所示。

① 由于篇幅所限，具体结果未列出，如需要请向作者索取。

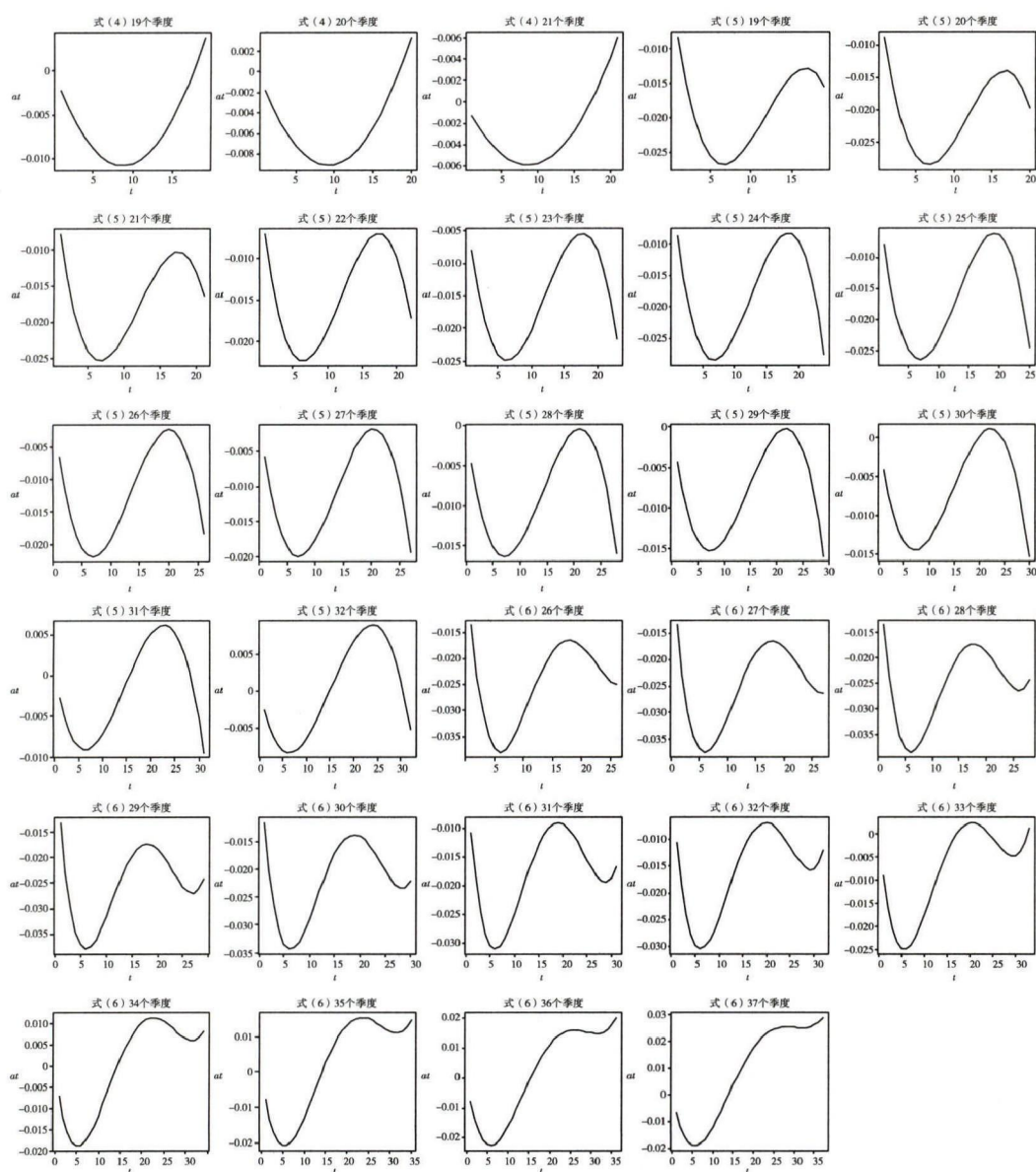


图4 式(4)~式(6)部分季度数据拟合

由图4所呈现的结果不难发现,即使加入相关控制变量,资产周转率随上市后季度数变化仍呈现“W”形内生时变性特征,先下降,后上升,再下降,再上升,其后随时间延续可能仍伴有拐点出现。其中第一个拐点大致出现在2年左右(6~9个季度),第二个拐点大致出现在5年左右(17~23个季度),第三个拐点大致出现在7年左右(26~30个季度)。同未加入控制变量时季度数据回归相似,这也较好地解释了为何式(4)对19~21个季度的数据回归结果显著性较好,式(5)仅对19~32个季度的数据回归结果显著性较好,式(6)仅对26~37个季度的数据回归结果显著性较好。但同未加入控制变量时季度数据回归结果比较,第一个拐点略有提前(约2~3个季度),第二个拐点略有推迟(约1~3个季度),第三个拐点变动不大,但是整体变动特征同未加入控制变量前基本一致。因此可以断定,上市公司委托代理成本随上市时间变化呈现显著的“M”形时间效应且时变规律具有内生性特

征,即委托代理成本在公司上市后首先上升,至2年左右达到峰值,并开始回落,在4~6年时达到谷值,再重新上升,直至7年左右时再度达到峰值,然后再次开始回落,其后随时间延续则可能仍伴有拐点出现。

三、上市公司委托代理成本内生时变特征的理论猜想

上述实证检验的结果稳健表明:公司的委托代理成本随上市后时间变化呈现出显著且稳定的“M”形内生时变特征,具体表现为先上升,后下降,再上升,再下降,其后随时间延续可能仍伴有拐点出现;第一个拐点出现在2年左右,第二个拐点出现在4~6年,第三个拐点出现在7年左右。那么,上市公司的委托代理成本为什么会上述内生时变特征呢?下面基于公司治理视角,着重从管理者行为的角度,给出以下理论猜想。

第一,硬性上市条件约束促使公司上市初期委托代理成本较低。依据《首次公开发行股票并上市管理办法》要求,以A股市场上市公司为例,上市公司需在上市前3个会计年度均保持净利润为正并累计超过人民币3000万元,同时还要满足3个会计年度内现金流量净额累计超过5000万元或营业收入累计超过3亿元,并且在上市前一期期末无形资产占净资产比例不得超过20%且净资产占总资产比例不得低于25%。严格的财务与资本结构要求无疑会对公司管理者形成强有力的硬性约束效果,为达成上市条件管理者的努力程度会空前高涨,因此会大幅降低源于管理者道德风险(如卸责、过度投资、自我交易等)所造成的损失,从而委托代理成本处于相对较低的水准。

第二,上市亢奋促使公司上市后委托代理成本上升。上市融资(IPO)作为企业发展过程中最重要的转折点,一方面上市成功直接刺激了管理者的投资冲动,同时充裕的资金也会进一步强化管理者的投资冲动,结果就是管理者在企业上市后会产强烈的投资冲动,即上市亢奋。而此时作为上市公司面临的融资成本降低,以及投资选择机会增多,也使得管理者的投资选择不再谨慎,诸多以往不会涉及的风险性项目可能会被采纳,过度投资行为变得十分严重,进而使得委托代理成本不断上升。

第三,信息披露约束促使公司委托代理成本再度下降。依据《上市公司信息披露管理办法》规定,公司上市后需定期公布财务报告,同时还要对投资者投资产生影响的信息予以披露。上市公司经历上市亢奋后,一旦绩效出现波动或者下滑,会第一时间被市场捕获,并对投资者信心造成损害,进而影响公司估值水平,结果就是公司的融资能力会受到影响,这些都会对管理者随后的投资行为产生抑制作用。因此,一方面受限于融资成本上升;另一方面为了重拾投资者信心,同时也为了应对可能来自于股东的施压,公司管理者无疑会再次选择尽职,从而使得委托代理成本再度下降^①。

第四,管理者在窃取利益与维护职位之间的权衡会导致委托代理成本持续波动。公司上市后境况并不会一成不变,在公司境况较好时为管理者提供了更多的操作空间,此时管理者往往会拥有更大的激励窃取私人利益,实施更多的自我交易行为(如增加在职消费、为亲朋谋取福利、甚至参与内幕交易等),委托代理成本随之上升;而当公司境况变坏时更多约束施加向管理者,包括来自于各方的监督,来自于绩效薪酬的束缚,甚至来自于失去职位的威

^① 本文假定当管理者尽职时委托代理成本便会下降,因为如果当管理者尽职时委托代理成本仍居高不下,如此能力的管理者很难被雇佣,或者即使聘用也会因失职而失去管理者的地位。

胁等,此时管理者如果继续窃取私人利益会承担过高的机会成本,尽职尽责才是理性的选择,委托代理成本也会因此随之下降。

四、结 论

现有国内外关于委托代理成本问题的研究主要集中在对委托代理成本的科学界定、成因探索以及应对策略方面,而对委托代理成本随时间变化的内生性特征研究则极少涉及。本文针对公司的委托代理成本是否随上市时间变化呈现出一般性的内生规律进行了实证判别,并尝试给出了理论猜想解释上市公司委托代理成本具有内生时变性特征的金融学逻辑。

本文选取了2003年1月至2010年12月在中国A股市场上市的公司样本,选取自2003年3月至2015年6月的季度和半年度数据,采用面板数据分析方法,利用个体固定效应模型分别针对季度数据、半年度数据和加入可能影响委托代理成本的相关控制变量进行了实证估计。从实证判别角度分析上市公司委托代理成本是否存在时间效应,以及时变规律是否具有内生性特征,并基于管理者理性选择的逻辑给出理论猜想,从理论上解释委托代理成本呈现一般性时变规律的经济原因。实证判别结果稳健表明:季度数据和半年度数据以及在加入相关控制变量的情况下,公司委托代理成本随上市时间变化呈现出显著且稳定的“M”形时间效应,且时变规律具有内生性特征,即先上升,后下降,再上升,再下降;第一个拐点出现在2年左右,第二个拐点大致出现在4~6年,第三个拐点出现在7年左右,其后随时间延续则可能仍伴有拐点出现。本文的理论猜想认为:硬性上市条件约束导致公司上市初期委托代理成本相对较低,而由于上市亢奋现象的存在,公司上市后过度投资行为使委托代理成本上升,在信息披露的约束条件下,管理者为重拾投资者信心以及应对股东施压会选择尽职,进而导致委托代理成本随之下降,并且管理者在窃取利益与维护职位两者之间的权衡又会导致公司的委托代理成本出现持续波动。总之,管理者的理性选择行为最终决定了上市公司的委托代理成本呈现出显著且具有内生性特征的“M”形时间效应。

参 考 文 献

- [1] Ang J. S., Cole R. A., Lin J. W., 2000, *Agency Costs and Ownership Structure* [J], *The Journal of Finance*, 55 (1), 81~106.
- [2] Baltagi B., 2005, *Econometric Analysis of Panel Data* [M], John Wiley & Sons.
- [3] Berle A. A., Means G. C., 1932, *The Modern Corporation and Private Property* [M], Transaction Publishers.
- [4] Bushman R. M., Smith A. J., 2003, *Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance* [J], *Economic Policy Review*, 9 (1), 65~87.
- [5] Easterbrook F. H., 1984, *Two Agency-cost Explanations of Dividends* [J], *The American Economic Review*, 74 (4), 650~659.
- [6] Hsiao C., 2003, *Analysis of Panel Data* [M], Cambridge University Press.
- [7] Jensen M. C., 1986, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers* [J], *The American Economic Review*, 76 (2), 323~329.
- [8] Jensen M. C., Meckling W. H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* [J], *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305~360.
- [9] Johnson S. R., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 2000, *Tunneling* [J], *The American Economic Review*, 90 (2), 22~27.

- [10] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., 1998, *Law and Finance* [J], *The Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113~1155.
- [11] Peasnell K. V., Pope P. F., Young S., 2005, *Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?* [J], *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (7-8), 1311~1346.
- [12] Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999, *Corporate Ownership Around the World* [J], *The Journal of Finance*, 54 (2), 471~517.
- [13] Rozeff M. S., 1982, *Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios* [J], *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249~259.
- [14] Shleifer A., Vishny R. W., 1997, *A Survey of Corporate Governance* [J], *The Journal of Finance*, 52 (2), 737~783.
- [15] Shleifer A., Vishny R. W., 1986, *Large Shareholders and Corporate Control* [J], *The Journal of Political Economy*, 94 (3), 461~488.
- [16] Singh M., Davidson III W. N., 2003, *Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms* [J], *Journal of Banking & Finance*, 27 (5), 793~816.
- [17] Stulz R. M., 1988, *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control* [J], *Journal of Financial Economics*, 20 (1), 25~54.
- [18] Tirole J., 2010, *The Theory of Corporate Finance* [M], Princeton University Press.
- [19] Watts R. L., Zimmerman J. L., 1983, *Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence* [J], *Journal of Law and Economics*, 26 (3), 613~633.
- [20] 丁志国、李甜、赵晶:《上市公司股利政策的时间效应及其内生性》[J],《中国工业经济》2014年第10期。
- [21] 杜兴强、周泽将:《信息披露质量与委托代理成本的实证研究——基于深圳证券交易所信息披露考评的经验证据》[J],《商业经济与管理》2009年第12期。
- [22] 高雷、宋顺林:《治理环境、治理结构与委托代理成本——来自国有上市公司面板数据的经验证据》[J],《经济评论》2007年第3期。
- [23] 高雷、张杰:《委托代理成本、管理层持股与审计质量》[J],《财经研究》2011年第1期。
- [24] 雷振华:《股权性质、委托代理成本与社会责任信息披露质量——来自我国上市公司的经验证据》[J],《经济社会体制比较》2014年第1期。
- [25] 李明辉:《股权结构、公司治理对股权委托代理成本的影响——基于中国上市公司2001~2006年数据的研究》[J],《金融研究》2009年第2期。
- [26] 山峻、夏东:《上市公司控制性股东隧道挖掘效应的实证研究》[J],《管理科学》2013年第6期。
- [27] 宋力、韩亮亮:《大股东持股比例对委托代理成本影响的实证分析》[J],《南开管理评论》2005年第1期。
- [28] 唐建新、李永华、卢剑龙:《股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据》[J],《经济评论》2013年第1期。
- [29] 吴育辉、吴世农:《高管薪酬:激励还是自利?》[J],《会计研究》2010年第11期。
- [30] 谢盛纹:《最终控制人性性质、审计行业专业性与控股股东委托代理成本——来自我国上市公司的经验证据》[J],《审计研究》2011年第3期。
- [31] 谢盛纹、蒋煦涵、闫焕民:《高质量审计、管理层权力与委托代理成本》[J],《当代财经》2015年第3期。
- [32] 徐向艺、王俊韡、巩震:《高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪A股上市公司的实证分析》[J],《中国工业经济》2008年第2期。
- [33] 杨玉凤、王火欣、曹琼:《内部控制信息披露质量与委托代理成本相关性研究——基于沪市2007年上市公司的经验数据》[J],《审计研究》2010年第1期。
- [34] 游家兴、徐盼盼、陈淑敏:《政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的

经验证据》[J],《金融研究》2010年第4期。

[35] 张仁德、段文斌:《公司起源和发展的历史分析与现实结论》[J],《南开经济研究》1999年第4期。

[36] 张兆国、何威风、闫炳乾:《资本结构与委托代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据》[J],《南开管理评论》2008年第1期。

[37] 赵晶:《中国上市公司价值的时间效应及其内生性研究》[D],吉林大学博士学位论文,2012。

Empirical Analysis and Theoretical Conjecture on Endogenous Time Varying Characteristics of the Agent Cost of Listed Companies

Ding Zhiguo^{1,2} Zhang Yang^{1,2} Ding Yuyang²

(1. Center for Quantitative Economics, Jilin University; 2. Jilin University)

Abstract: This paper selects quarterly and semi-annual data from 2003 to June 2015 of listed companies in A share market in China, using the individual fixed effect panel data model, and tests whether the agent cost has a general variation law or not along with the change over listed time when adding or not adding control variables respectively, and then judges whether the agent cost of listed companies has time effect and endogenous. The empirical results show that: the agent cost has a significant M-type time varying characteristic along with the change over listed time, and the different data sample frequency and whether or not to join the corresponding control variables have no effect on the above empirical results. Therefore, the agent cost of Chinese listed companies has time effect of endogenous characteristics. The theoretical conjecture that the mandatory listing conditions lead to the agent cost is relatively low at the beginning of listing, but the management investment impulse caused by the listing excitement urges the agent cost to increase gradually, then the information disclosure will prompt managers to be dutiful so the agent cost decreases again, at last the managers' weighing between stealing interests and maintaining positions will make the agent cost fluctuate continually.

Key Words: Listed Companies; Agent Cost; Time Effect; Endogenous

JEL Classification: C23; D21

(责任编辑:陈星星)