

# 资本自由化、内部资本配置与代理成本<sup>①</sup>

吴晓晖<sup>1</sup>, Qi Zeng<sup>2</sup>

(1. 厦门大学管理学院, 厦门 361005; 2. 墨尔本大学金融系, 澳大利亚墨尔本 3010)

**摘要:** 本文从外部制度环境和内部资本配置两个角度, 对创业企业代理成本影响因素展开大样本实证研究. 研究结果表明, 区域的资本自由化程度越高, 创业企业的代理成本越低, 其中由降低政府干预程度和产权制度创新构成的资本自由化因素作用最为明显. 研究还发现, 创业企业的内部资本配置对代理成本有着重要影响, 具体表现为: 1) 拥有个人资本或外商资本的创业企业代理成本显著低于拥有国家资本的创业企业, 并且外商资本比例或个人资本比例越高, 代理成本越低; 2) 短期负债率的提高能有效降低以营业费用率为表征的代理成本, 但却提高了以管理费用率为代表的代理成本, 显示现阶段我国债权人治理效应仍然存在一定的局限性. 这部分结果在一定程度上也为资本自由化进程对创业企业治理影响机理提供了证据. 本文的研究为未来金融改革方向、创业环境政策制定及国有创业企业产权多元化提供了一定的实证依据.

**关键词:** 创业企业; 资本自由化; 内部资本配置; 代理成本

**中图分类号:** F061.5   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2012)10-0059-16

## 0 引 言

委托代理理论认为, 委托人和代理人目标的不一致导致了他们之间的利益冲突, 从而产生相应的代理成本. 从融资角度看, 存在着两类代理成本. 首先是因为管理者不能拥有全部的剩余索取权, 就会存在追求额外消费津贴的动机, 对企业资源的利用不会完全出自所有者角度, 从而产生股权融资的代理成本. 负债融资虽然能减轻管理者的上述代理成本, 但它本身又会产生另一种形式的代理成本, 即管理者(或股东等实际控制人)作为企业收益的后位获得者, 存在从事高风险、高回报投资项目的动机, 因为他们可以通过加大资产波动率获取利润, 但这过程将会把更大风险留给债权人. 这类代理成本在企业处于财务危机的

情况下尤为严重. 控制这两类代理成本一直是公司治理追求的核心目标.

针对上述两类代理成本, 现有研究大多从股权特征、资本结构特征等方面出发进行实证研究. 例如<sup>②</sup>, ACL<sup>[1]</sup>以内部人股权、外部人股权和资产负债率为视角, 研究了所有权结构、资本结构和代理成本的关系; Singh 和 Davidson<sup>[2]</sup>在 ACL 的基础上, 以 1 528 家在美国上市大型公司为样本, 进一步引入董事会结构等微观变量, 研究了企业代理成本的影响因素及其机理; 国内方面, 李寿喜<sup>[3]</sup>以电子电器行业作为研究对象, 研究产权所有制与企业代理成本的关系, 同时也考虑了资产负债率对代理成本的影响. 但仅从微观视角出发的研究不能全面反映企业治理要素, 例如在 Porta L R 等人<sup>[4-5]</sup>的经典研究中认为宏观因素如一个

① 收稿日期: 2010-07-18; 修订日期: 2011-11-08.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872097; 71172056); 教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NECT-09-0681).

作者简介: 吴晓晖(1971—), 男, 福建漳州人, 博士, 教授, 博士生导师. Email: wuxiaohui@xmu.edu.cn

② 更多的相关文献回顾在下一部分“理论分析与研究内容”中披露.

国家的法律体系,是公司治理重要影响因素,对企业治理模式的选择有着重要作用。与此同时,随着创业领域研究的深入,创业企业治理也逐渐成为研究的热点<sup>[6-9]</sup>。因此,本文的研究动机之一便是引入宏观制度因素,希望能够构筑解释能力更强的创业企业治理效率影响因素模型。在这方面,由于中国经济发展具有明显的区域特征,不同地区在经济规模、制度环境、开放程度以及资本自由化进程等方面都存在较大的差异性,为本文研究外部宏观因素对于创业企业治理效率的影响提供了良好的基础。

在影响创业企业治理效率的宏观因素中,本文主要集中在资本自由化进程的影响上。主要原因有三个方面:1)大量研究成果显示宏观金融因素对创业企业的成长起着重要的作用<sup>[10-11]</sup>;2)以法律制度或法律外制度为主体的治理环境对成熟企业公司治理的影响已经有比较多的文献<sup>[4-5,12-14]</sup><sup>③</sup>,但聚焦在宏观金融环境的文献还不多见,尤其是宏观金融环境对创业企业治理影响的文献则更为鲜见。然而,这种影响显然可以通过多种途径存在。例如资本自由化能够有力地促进创业投资机构(VC)的发展,而创业投资机构作为一种新型金融中介,能够通过给创业企业提供包括资金等在内的多种资源,极大地促进创业企业的成长,并通过创业企业的成长获取利益。创业投资有着一整套规范的投资标准和投资监控程序及实施方案<sup>④</sup>,能够极大地提升创业企业的治理水平,进而降低创业企业的代理成本;3)“中国各地区资本自由化相对指数”的发布<sup>⑤</sup>提供了一个对我国金融环境发育程度的较好度量,它是一个综合性指数变量,克服了以前只能从金融环境的某一方面进行研究的局限,这也构成了本文的一个重要研究基础。

本文的主要贡献表现在以下四个方面:其一,在常规内部资本配置<sup>⑥</sup>对创业企业治理效率影响

的研究范式中引入宏观金融制度变量,从而构建涵盖治理环境、股权特征与资本结构特征三个治理要素的较为全面理论框架模型,并且本文的研究结果是建立在一个整合的金融环境变量上,也因此具备了更强的解释能力;其二,本文研究发现资本自由化进程对减轻创业企业代理成本,促进创业企业治理建设有着重要意义,并且在资本自由化进程中,减轻政府干预和进行产权制度创新对提升创业企业公司治理水平最为关键,为未来政策制定提供了理论指导意义;其三,本文研究发现外商投资的创业企业随着其股权比例的增加,能够最为显著的提升企业公司治理水平,个人股权比例的影响次之。国有投资的创业企业公司治理水平最低,并且国有股权比例的提高,在一定程度上增加了企业的代理成本,这也为制定有关创业环境的产业政策以及对现有国有工业型创业企业进行产权多元化改革提供了实证依据;其四,本文还发现债权人的治理作用对企业不同类别的费用支出(隐含着代理成本)有着不同的效果,这也为银行等金融机构完善其对创业企业的监督治理作用提供相关的实证依据。

## 1 理论分析与研究内容

宏观层面上的综合治理环境、微观层面上的企业股权结构和资本结构是企业公司治理的三大基础要素。投资者保护、企业控制权市场、产品市场的竞争程度等外部治理机制效用的发挥,以及股东会、董事会、监事会等内部治理机制的组织构造和运作都是构建在这三大基础之上。因此,本文的研究构建于上述理论框架之上,从宏观、微观两个视角以及治理环境、股权特征、资本结构三方面展开实证研究,如图1所示。这里有两点需要说明:1)在公司治理研究中,通常以公司绩效或

<sup>③</sup> 这方面可以参考许年行等<sup>[35]</sup>的综述。

<sup>④</sup> 例如,VC一般都会派驻董事到被投资的创业企业,这些董事通常拥有超常否决权。

<sup>⑤</sup> 中国社会科学院经济研究所“中国各地区金融发展和资本自由度指数”课题组于2006年10月在中国人民大学举办的“企业的产权保护、资本自由与公共政策研讨会”首次发布该指数。

<sup>⑥</sup> 广义资本结构包括股权结构和负债结构,狭义资本结构仅指负债结构,本文取狭义定义,在行文中对负债结构和资本结构不做太多区隔,而是根据行文的需要选用名词。另外为了避免歧义,本文将资本结构和股权结构(也就是广义的资本结构)统称为内部资本配置。

代理成本来表征公司治理效率,多数文献使用前者。理论上,相对绩效,代理成本能够更加直接的反映公司治理的实际状况,但存在着测量的困难。由于数据取得的原因,本文希望从代理成本的角度进行研究; 2) 由于资本自由化指数由政府及制

度因素、经济因素、货币供给及金融发育程度、金融市场市场化水平等五方面 21 项指标构成,能够比较全面的反映综合治理环境,因此在本文研究中,以资本自由化进程作为宏观治理环境的替代变量。

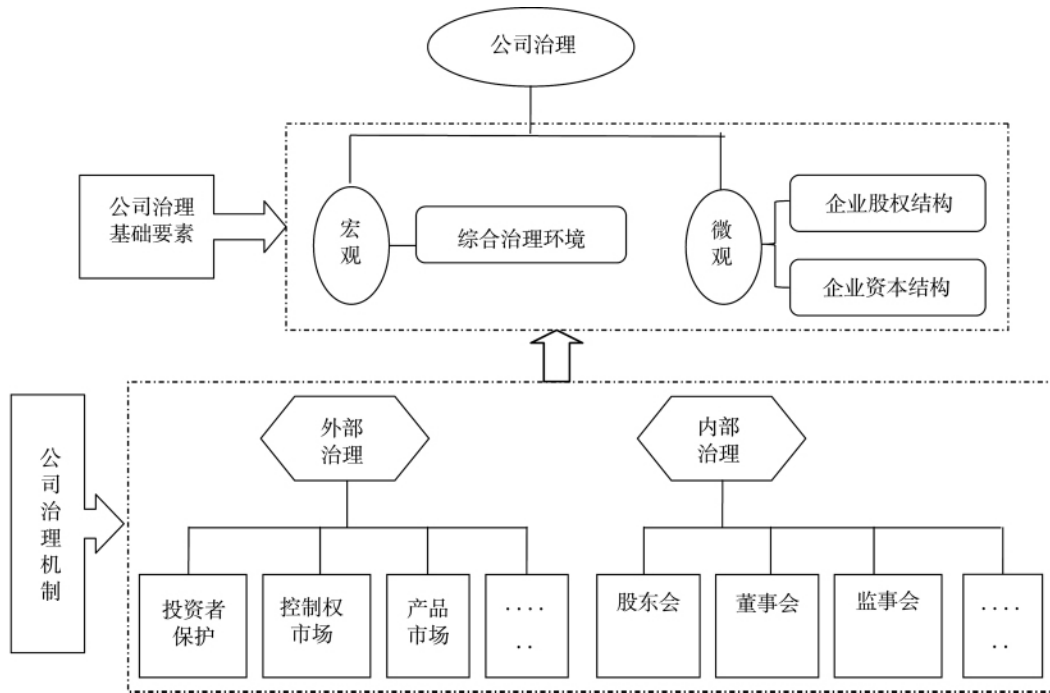


图 1 公司治理机制与基础要素理论框架模型

Fig. 1 The theoretical framework of corporate governance mechanism and its basic elements

1.1 宏观因素: 资本自由化进程与创业企业代理成本

公司治理被认为是解决股东与实际控制者之间关系的一系列制度安排,包括宏观的法律体系、法律执行体系、法律执行监督体系、信用体系、契约文化,以及微观层面上的股权结构组成、董事会功能和人员安排、经理人员的激励和权利限制等。以往基于宏观视角的研究主要集中在法与金融 (law & finance) 上,尤其是强调一国法律体系对公司治理效率的影响<sup>[4-5]</sup>。另外一些学者从社会规范、文化宗教以及税务实施等角度出发,考察法律外制度对公司治理代理问题的作用<sup>[12-14]</sup>。他们的工作突破了 Porta L R 等<sup>[4]</sup>以来形成的关注法律制度的研究范式<sup>⑦</sup>,也给本文工作带来一定的启示作用。

资本自由化进程在根本上反映的是各地金融

发展水平和资本自由流动程度。资本的自由流动和逐利性,将有效降低交易成本并迫使企业遵守履行相应的融资契约<sup>[15]</sup>。具体言之,当一个地区资本自由化进程越快时,由于金融创新和金融机构自身业务发展的需要,针对中小型创业企业的中小额贷款融资业务相对更加发达,流入创业企业的资金通道更加流畅<sup>[16]</sup>;另一方面,金融机构等债权人更加注重经营独立性,其将通过信贷风险控制等多种手段,加强对企业资金运用的监督。因此在资本自由化进程较好的地区,负债作为一种公司治理机制的力量会更强<sup>[17]</sup>。另外,资本自由化进程较快地区,其必然存在更好的创新金融机构土壤,促进诸如风险投资基金(VC)或私募股权投资基金(PE)等新型金融机构的诞生和发展,从而对创业企业提供多种更加便捷的股权融资工

⑦ 可参见郑志刚<sup>[36]</sup>的综述

具组合。并且,这些股权投资基金在提供股权融资的同时,将会加强对创业企业的监控,完善创业企业的治理水平。综上所述,资本自由化进程对于企业的代理成本存在两个方面的效应。一是主动效应。资本自由化进程催生一系列市场化经营的金融机构。这些机构为了维护自身利益,会对相关企业进行更为严格的治理;二是被动效用。被动效应是来自资本市场的完善。这种完善包括市场搜寻成本,契约签订成本以及执行成本都大为降低。这种交易成本的较低使得资本进入与退出企业更加容易。在自由化程度高的区域,资本可以通过自由流动来降低企业的代理成本。因此,相对于资本自由化进程较低地区的企业而言,由于受到更强的外部治理“控制效应”与“流动效应”,企业的代理成本将会得到有效降低。由此,本文提出以下研究假设:

**H1** 资本自由化进程的发展能够显著降低创业企业公司的代理成本。

由于“中国各地区资本自由化相对指数”是由4个分项指数构成,本文也将深入研究这四个分项指数对创业企业治理效率的影响。

## 1.2 微观因素:内部资本配置与创业企业代理成本

### 1.2.1 股权特征

由于代理成本变量测量的困难,以代理成本为视角的实证研究文献比以企业绩效或企业价值为视角的实证文献要少得多。其中Ang J S等<sup>[1]</sup>以FRB/NSSBF数据库提供的1708家小型公司数据为研究对象,证实了公司的所有权结构和以资产周转率和营业费用为表征的代理成本之间的相关关系。其实证结果显示管理层的股权比例和代理成本显著负相关,并且由外部经理控制的企业代理成本显著高于由所有者直接管理的企业。Singh M等<sup>[2]</sup>将Ang J S等<sup>[1]</sup>的研究扩展到大型上市公司,并把董事会构成、规模等其它常见公司治理变量引入模型。他们将股权分成管理层持有的内部股权和机构投资者持有的外部股权两部分,发现代理成本和外部股权比例不存在显著的相关关系,但和内部股权比例显著负相关。这两篇经典文献的研究成果反映了股权变量对代理成本的重要作用。

国内研究集中在产权制度方面,也就是股权

的产权属性对企业代理成本的影响。例如,平新乔等<sup>[18]</sup>的研究发现中国国有企业的代理成本相当于60%–70%的利润潜力,即在现存的国有企业体制下,代理成本使企业效率只达到理想状态的30%–40%。其他学者则直接比较了不同产权属性对代理成本的影响,如李寿喜<sup>[3]</sup>以政府管制较少、竞争较为充分的电子电器行业作为研究对象,发现在代理成本上,国有产权企业普遍高于混和产权企业,混和产权企业高于个人产权企业;在代理成本差异上,混和产权企业与个人产权企业的差异小于其与国有产权企业的差异。

延续上述及其它众多以绩效为视角的股权结构与公司治理关系的研究成果<sup>[19–22]</sup>,本文认为国有性质是公司治理中不利的因素,而拥有个人资本或者外商资本股权结构是有利的因素,因此针对股权特征的研究假设如下:

**H2a** 实收资本中含有国有资本成分的创业企业代理成本较高;含有个人资本或外商资本成分的创业企业代理成本较低。

**H2b** 实收资本中国有股比例和创业企业代理成本显著正相关;个人资本或外商资本比例和创业企业代理成本显著负相关。

### 1.2.2 负债结构

自由现金流量是代理成本产生的诱因和工具,Jensen M C<sup>[23]</sup>认为当企业拥有充沛现金流量时,就会产生代理成本,即管理者会倾向于浪费和过度投资以及较高的在职消费,损害企业价值和股东财富。针对自由现金流产生的代理成本,部分学者认为由于负债通过定期对债权人支付将部分现金流转移至债权人,因此负债的增加可以减少管理者自由使用现金的数量,从而减少自由现金流量的代理成本。另外,债务的存在,也将促使债权人强化了对企业的监督,企业的预算约束随之加强,企业管理者面临着还款压力及破产风险逐渐增强,能够提高管理者的效率,从而起到“控制效应”作用<sup>[23–24]</sup>。

但对于我国企业的负债治理效应,多数实证结果并不一致。归结起来,有以下四类主要研究成果:1)不存在显著的治理效应<sup>[25–26]</sup>;2)存在着负的治理效应,即负债率与代理成本成正相关<sup>[3,27,28]</sup>;3)存在着一定的治理效应,某些类型的负债与代理成本负相关<sup>[29]</sup>;4)尽管负债率与代理

成本正相关,但纵向相比,治理效应已经在逐渐体现<sup>[30]</sup>。

本文认为,之所以出现这种复杂且相反方向的成果和以下几个原因相关: 1) 我国经济体正处于转型期间,尤其是处于政治型银行向商业银行转型过程的初期阶段,因此其治理效应即使在逐渐体现也相对有限,导致负债率和代理成本变量的常规回归结果可能仍处于正相关关系。由此,进行这方面的研究需要更为精巧的研究设计。2) 由于代理成本的测定比较困难,各种代理成本指标变量都无法精确的反映企业的实际代理成本,并且各指标变量事实上代表着不同部分的代理成本,之间存在一定的经济含义差别。需要对多种代理成本变量同时展开研究,并有效区分其具体含义。综合前述文献和相关分析,本文认为现阶段我国企业中存在多种复杂的负债融资效应。不同的代理成本变量和不同期限的负债融资存在的不同的相关关系。例如,隐含在管理费用中的以管理层在职消费形式出现的代理成本可能随着银行贷款规模的增大导致的企业管理者实际控制资源的增加而加大;而以销售费用为主体的营业费用可能由于负债导致的经营压力而收缩,从而体现出与负债率的负相关关系。因此,本文提出以下的研究假设:

**H3a** 在现阶段,负债率和常规代理成本变量正相关;

**H3b** 如果进一步区分负债期限结构和代理成本的组成部分,则短期负债率和营业费用率负相关,体现为正的治理效应;和管理费用率正相关,体现为负的治理效应。

## 2 数据、变量的度量与回归方程

### 2.1 数据来源与处理

对于创业企业成立时间的界定,大部分创业研究均采用了 8 年的标准<sup>[31-33]</sup>。本文也沿用这个标准。本文的数据来自国家统计局的工业企业数据库,时间跨度为 2001 至 2005 年。该数据库涵盖了全部国有企业和销售额 500 万元以上的非国有企业,每年的企业数目在 16 万家至 27 万家不等,数据项主要包括资产负债、资本及资本金结

构、销售额及利润、员工人数以及企业产值等。数据涵盖了除香港、台湾、澳门外的 31 个省市自治区。由于获取的资本自由化指数数据不包括西藏,因此,为了保证统计口径的一致性,本文的研究结果也不包括西藏自治区。在数据处理中,首先保留了在 2001 - 2005 年都存在于样本中并且开业年份在 1997 年之后的企业,然后去除一些信息不全或者是有明显的数据错误的样本,组成一个包括 2 117 家创业企业的面板数据。这 2 117 家样本企业涵盖了所有的工业行业大类和 30 个省市自治区。

### 2.2 变量的选择和基本特征

#### 2.2.1 代理成本变量

虽然代理成本得到了普遍的关注,但由于代理成本隐含在企业运营成本之中,因此对代理成本的测量存在一定的困难。比较有代表性的是 Ang J S<sup>[1]</sup> 采用管理费用率和总资产周转率(TAT)来计量代理成本,以及 Singh 和 Davidson<sup>[2]</sup> 采用 SG&A 费用与销售收入的比值作为代理成本。其中,总资产周转率(TAT)反映了管理层对公司资产的运用效率。高的周转率显示在同等水平资产上有更多销售额和更大的现金流,低的周转率显示管理层使用同样的资产却产生较低的现金流,可能导致企业价值的损失。TAT 是个反向指标,越高的 TAT 代表企业有着越低的代理成本。SG&A 费用率的依据是 SG&A (selling, general & administrative expenses) 除了包括管理层在使用公司资源中的各种隐含费用外,还包含了管理层由于处于这个位置的收益,越高的 SG&A,反应隐含管理费用支出越高,企业的代理成本越高。事实上它是 Ang J S<sup>[1]</sup> 的管理费用率变量的扩展。国内学者大多沿用了上述代理成本的测量方法<sup>[3, 27, 30, 34]</sup>。

本文同样也选择总资产周转率(TAT)作为代理成本的反向指标变量。此外,在我国,工业企业的营业费用主要包括销售商品过程中发生的费用,管理费用主要指企业行政管理部门组织和管理生产经营活动而发生的各项费用。由于营业费用和管理费用包含了经理人员在运作公司时产生的额外成本(包括在职消费和损耗等),并且二者之和大致相当于 Singh 和 Davidson 所用的 SG&A

费用。因此本文将二者之和与主营收入<sup>⑧</sup>的比值作为主要的代理成本变量(本文称为经营费用率 *running fee rate*, RFR)。同时,为了同 Ang JS<sup>[1]</sup>及国内李寿喜等人的研究成果进行对比,本文也使用管理费用率(管理费用与主营收入的比值 *management fee rate*, MFR)作为代理成本的指标变量,这部分研究同样可以视为对经营费用率模型的稳健性检验。

### 2.2.2 资本自由化变量

本文使用了5个变量度量资本自由化程度,分别为资本自由化总指数(*IdxCap*)和四个资本自由化分项指数:政府及制度因素(*IdxGov*)、经济因素(*IdxEco*)、货币供给及金融发育程度(*IdxMon*)、金融市场市场化水平(*IdxFinMar*)<sup>⑨</sup>。其中,分项指数变量之政府及制度因素(*IdxGov*)综合考虑政府对企业的转移支付、企业税负、地方保护和法律体系等因素,反映了政府对经济的控制及干预能力。其得分越高,则显示制度(如法律保护)越完善,政府对经济的干预越低,经济体的自由度越高,市场化水平也相应越高;分项指数变量之经济因素(*IdxEco*)反映经济体的创业活跃水平和开放程度,这个指标越高,显示该地区以民营经济和外商直接投资(FDI)为代表的非国有经济成分越高,其制度创新水平也越高;分项指数变量

之货币供给及金融发育程度(*IdxMon*),主要包含两个含义,一是反映一个经济体中的货币实际供给程度,也就是流动性问题,二是区域内居民持有的金融资产水平。其得分越高,表明经济体中的货币供应越充足,整个经济体的流动性越高,企业的融资壁垒越低;分项指数变量之金融市场市场化水平(*IdxFinMar*)综合反映了金融部门自身私有化水平和私营企业融资壁垒的高低。得分越高,则显示金融部门民营化水平越高以及对私营企业融资歧视程度越低;资本自由化总指数变量(*Idx-Cap*)是各省、市、自治区金融发展和资本自由流动程度的相对水平测度和评价指数。取值方法为上述四个分项指数的加权平均值。

### 2.2.3 股本特征变量、资本结构变量和控制变量

对于股权特征变量,本文选用了两大类指标,一类是有关产权属性的哑变量,一类是各类产权属性资本占实收资本的比例。资本结构变量方面,主要选用短期负债率和长期负债率这两个变量。在控制变量方面,和 ACL、Singh 和 Davidson 一样,本文选用了企业资产规模作为控制变量;和 ACL 一样,引入企业年龄作为控制变量;和 Singh 和 Davidson 一样,引入行业哑变量,用于控制行业因素的影响。有关股本结构变量、资本结构变量和控制变量的定义和说明请参照表 1。

表 1 部分变量定义与说明

Table 1 Definition and description of partial variables

代码	变量名称	说明
LD_TA	长期负债率	长期负债与总资产账面价值比值
SD_TA	短期负债率	短期负债与总资产账面价值比值
STATE	国家资本比例	国有资本金与实收资本的比值
INDIVI	个人资本比例	个人资本金与实收资本的比值
FORE	外商资本比例	外国资本金加上港澳台地区资本金与实收资本的比值
SIZE	企业资产规模	企业总资产的自然对数值
AGE	企业年龄	数据库直接披露开业时间至取样间的年数
INDUS_n	行业系列哑变量	根据 2003 年版国民经济行业分类二位代码,设置系列行业哑变量,共 36 个

⑧ 由于不同年度统计口径的变化,部分年度以销售收入数据替代主营收入数据。

⑨ 变量取值于“中国各地区金融发展和资本自由度指数”课题组发布的中国各地区资本自由化相对指数(简称资本自由化总指数)及其四个各地区资本自由化方面指数(简称分项指数)得分。本文作者于 2008 年 4 月取得该课题组在 GDP 统计口径发生变化后重新计算后的新数据。

### 2.3 计量模型的设定

为了验证以上研究假设,本文构建的面板数据固定效应模型如下

$$y_{it} = \alpha_i + \sum \beta_i Capital_{it} + \sum \gamma_i Ownership_{it} + \sum \eta_i Debt_{it} + \sum \lambda_i Control_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

上述方程中,被解释变量  $y$  是代理成本的替代变量,分别为总资产周转率( $TAT$ )、经营费用率( $RFR$ )和管理费用率( $MFR$ );  $Capital$  是代表资本自由化进程变量的解释变量,为资本自由化变量( $IdxCap$ )或政府及制度因素( $IdxGov$ )、经济因素( $IdxEco$ )、货币供给及金融发育程度( $IdxMon$ )、金融市场市场化水平( $IdxFinMar$ )等四个资本自由化分项变量; $Ownership$  是代表股权结构特征变量的解释变量,为国家资本比例( $STATE$ )、个人资本比例( $INDIVI$ )、外商资本比例( $FORE$ );  $Debt$  是代表资本结构变量的解释变量,为以短期负债率( $SD\_TA$ )和长期负债率( $LD\_TA$ );  $Control$  是控制变量,为企业资产规模( $SIZE$ )、企业年龄( $AGE$ )和除基准行业外的 35 个行业哑变量; $\alpha_i$  代表了截面单元的个体特性,是虚拟企业的固定效应;变量  $\mu_{it}$  体现模型中被遗漏的随截面与时序同时变化的因素的影响。

对于上述方程,采用 SAS 程序中 TSCSREG 过程中的单向固定效应模型(FixOne)方法进行回归分析。之所以采用该效应模型,是因为在 FixOne 的处理中,通过给截面上每个样本安排一个哑变量,使用哑变量最小二乘法(least squares with dummy variable, LSDV)进行估计,可以有效控制样本间的个体差异。

## 3 实证结果

### 3.1 简单的统计特征

表 2 是各变量的简单统计特征。本文样本的总资产周转率均值是 1.95,小于 ACL 的 4.76,大于 Singh 和 Davidson 的 1.43。这是因为本文样本

来源于重资产的工业企业,其总资产周转率较大幅度地低于 ACL 的轻资产小公司样本企业,但仍然高于 Singh 和 Davidson 的大公司样本企业。经营费用率平均值为 10.5%,其中营业费用率为 4.1%,管理费用率为 6.4%。管理费用率比重大约是营业费用率的 1.5 倍,显示我国工业创业企业的代理成本可能主要集中在管理费用支出上。国有资本比例、个人资本比例和外商资本比例的均值分别为 4.0%、48.4% 和 17.7%<sup>⑩</sup>,显示个人资本是创业中最为活跃的产权资本,外商资本(FDI)在我国创业活动中也有相当重要的比重和地位,国有资本在工业型创业活动中相对不活跃。此外,长期资产负债率的平均值为 4.5%,短期资产负债率的平均值为 51.5%,短期负债率的均值大约是长期负债率均值的 11 倍,显示我国工业企业的负债融资结构极不平衡,以短期负债融资为主,因此短期负债率导致的治理效应也可视为整体负债融资治理效应。关于资本自由化变量的特征,将在表 3 中进一步加以说明。

从表 3<sup>⑪</sup>,可以发现全国 30 个省市区(不含西藏)在 2001—2005 年中资本自由化总体得分均有所提高,其中北京、上海、宁夏、江西、江苏、重庆 6 个省市的资本自由化指数总体得分提高幅度较大(提升幅度在 2.0 以上)。整体而言,全国平均水平有较大提高,从 2001 年的 4.41 提升到 2005 年的 5.98,显示全国总的资本自由化程度在这期间有了明显提高。提高幅度最少的是陕西、吉林、甘肃、黑龙江、河北、海南、广西、广东等(提升幅度在 1.2 以下)。数据还表明政府及制度因素、经济因素、货币供给及金融发育程度、金融市场市场化水平这四个分项指数也有明显进步,但变化趋势有所不同。其中进步最大的是政府及制度因素和金融市场市场化水平,分别从 2001 年的平均值 6.08 和 3.97 进步至 8.24 和 6.15,进步幅度分别为 2.16 和 2.18;进步最小的是经济因素和货币供给及金融发育程度,分别从 2001 年的平均值 3.65 和 3.95 进步至 4.46 和 5.05,进步幅度分别为 0.81 和 1.10。

<sup>⑩</sup> 数据库还披露了一类称为“法人资本金”的企业股本资金来源。由于其产权属性不明,因此本文未对其影响进行研究。

<sup>⑪</sup> 受篇幅限制,只列出 2005 年资本自由化指数前 5 名和后 5 名的地区在 2000 年和 2005 年的各项得分以及所有地区(除西藏外)得分的平均值。感兴趣者可以向作者索要,亦可部分参考朱恒鹏<sup>[37]</sup> 的研究报告。

表 2 主要变量统计描述

Table 2 Statistical description of main variables

变量	名称	N	均值	标准偏差	最小值	最大值
TAT	总资产周转率	10 585	1.952 29	2.246 5	0.018 66	73.274 85
RFR	经营费用率	10 585	0.105 02	0.102 12	0.000 368 5	3.057 30
OER	营业费用率	10 585	0.041 03	0.055 62	0.000 016 6	1.584 10
MFR	管理费用率	10 585	0.063 99	0.070 64	0.000 139 1	1.473 20
STATE	国有资本比例	10 585	0.044 00	0.180 10	0	1.000 00
INDIVI	个人资本比例	10 585	0.483 84	0.469 58	0	1.000 00
FORE	外商资本比例	10 585	0.177 29	0.340 07	0	1.000 00
LD_TA	长期负债率	10 585	0.044 75	0.109 87	0	0.932 32
SD_TA	短期负债率	10 585	0.514 54	0.239 79	0	0.999 66
SIZE	企业资产规模	10 585	9.975 76	1.355 60	4.812 18	17.782 94
AGE	企业年龄	10 585	4.814 55	0.666 73	4.000 00	8.000 00

表 3 各省区资本自由化指数总体得分: 2001 - 2005

Table 3 Overall scores of capital liberalization in provinces and regions: 2001 - 2005

年度	2001						2005					
	地区	排序	IdxCap	IdxGov	IdxEco	IdxMon	IdxFinMar	排序	IdxCap	IdxGov	IdxEco	IdxMon
浙 江	2	6.79	7.19	7.51	4.52	7.93	1	8.62	9.47	8.78	5.96	10.25
北 京	11	4.66	4.68	4.81	5.42	3.73	2	8.39	8.10	9.64	10.42	5.40
江 苏	3	5.84	7.62	6.46	3.80	5.47	3	7.95	9.85	7.60	4.94	9.40
上 海	6	5.43	5.27	6.48	3.78	6.20	4	7.86	7.55	8.63	7.55	7.69
广 东	1	7.09	7.83	7.70	5.90	6.94	5	7.67	9.91	7.18	5.70	7.89
黑龙江	19	3.84	6.59	3.17	2.34	3.27	26	4.92	8.35	2.62	4.00	4.71
吉 林	22	3.70	5.99	3.06	3.41	2.33	27	4.86	7.49	3.13	4.25	4.58
云 南	25	3.37	5.68	1.07	4.11	2.64	28	4.71	7.01	2.50	4.22	5.09
甘 肃	26	3.16	5.57	0.66	3.89	2.52	29	4.29	6.97	0.87	5.30	4.01
贵 州	30	2.64	4.97	0.27	3.37	1.94	30	3.97	6.31	1.29	3.89	4.39
各地均值		4.41	6.08	3.65	3.95	3.97		5.98	8.24	4.46	5.05	6.15

注: 本表中的数字为各省区资本自由化指数得分, 较高的数值表示较高的资本自由化程度。

### 3.2 回归结果

#### 3.2.1 资本自由化进程与创业企业治理

对资本自由化总指数的研究, 从表 4 可以清楚地看到单变量方程 (Panel A、C、E) 中, 资本自由化总指数 (IdxCap) 和总资产周转率 (TAT) 在 0.01 的水平上显著正相关; 和经营费用率

(RFR)、管理费用率 (MFR) 均在 0.01 的水平上显著负相关。加入股权特征变量、资本结构变量和控制变量后 (Panel B、D、F), 前者仍然保持在 0.01 的水平上显著正相关, 后者仍然保持在 0.01 的水平上显著负相关, 研究假设 H1 得到强烈支持。由此说明随着资本自由化



进程的发展,确实可以有效地降低创业企业代理成本,其作用机理可能是通过提高债权和股权两类治理效应的效率实现的。例如,国有商业银行经济目标的日渐强化,以及大量几乎不具有政治目标的股份制商业银行的快速发展,将提高金融机构的经营独立性和盈利压力,进而提升他们参与融资企业治理的必要性和意愿,并且创业企业由于其经营的不稳定性,债权人对其监控的力度也相对更大,这也放大了负债治理效应<sup>⑫</sup>;另外,资本自由化进程也有助于推动创业投资基金(VC)或私募股权投资基

金(PE)这类新型股权投资机构的快速发展,并通过其对所投资企业的直接治理行为或对所投资企业治理模式的选择施加影响<sup>⑬</sup>,可以有效提高股权投资人的治理效应,从而提升创业企业的治理水平。

对资本自由化分项指数的研究。为了进一步了解资本自由化对经济增长的影响,本文在模型中引入资本自由化的四个分项指数变量。由于总指数得分来源于四个分项指数的加权平均值,为避免共线性问题,本文在模型中排除了总指数变量(*IdxCap*)。回归结果列在表 5。

表 4 资本自由化总指数及其它变量对创业企业代理成本的影响

Table 4 The effect of *IdxCap* and other variables on venture enterprise's agency costs

因变量	总资产周转率( <i>TAT</i> )		经营费用率( <i>RFR</i> )		管理费用率( <i>MFR</i> )	
	Panel A	Panel B	Panel C	Panel D	Panel E	Panel F
<i>IdxCap</i>	0.089 15 (4.01) ***	0.461 651 (17.85) ***	-0.007 96 (-8.75) ***	-0.004 87 (-4.39) ***	-0.004 91 (-7.41) ***	-0.002 18 (-2.70) ***
<i>STATE</i>		0.051 75 (0.36)		0.002 559 (0.41)		0.007 166 (1.59) #
<i>INDIVI</i>		0.067 326 (1.14)		-0.003 13 (-1.23)		-0.003 33 (-1.80) *
<i>FORE</i>		0.070 857 (0.43)		-0.027 33 (-3.85) ***		-0.010 32 (-2.00) **
<i>LD_TA</i>		-0.460 32 (-2.12) **		0.005 385 (0.58)		0.008 242 (1.22)
<i>SD_TA</i>		-0.413 98 (-3.74) ***		0.004 901 (1.03)		0.009 669 (2.80) ***
<i>SIZE</i>		-1.154 23 (-28.24) ***		-0.008 (-4.56) ***		-0.008 1 (-6.34) ***
<i>AGE</i>		-0.172 37 (-4.54) ***		0.003 191 (1.96) *		0.000 642 (0.54)
R-Square	0.638 1	0.673 4	0.706 0	0.708 5	0.673 8	0.677 6

注: 括号内为 *t* 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 0.01、0.05、0.10 的显著性,未报告截距项和行业控制变量。(下同)

<sup>⑫</sup> 后面的检验中,本文发现企业的负债治理效应不是十分显著,但这和资本自由化对企业治理的提升可能部分通过负债治理效应强化来实现的推测并不相矛盾。例如,金雪军和张学勇<sup>[30]</sup>的研究发现 1999 年后企业代理成本仍然随着负债的增加而增加,但负债引致代理成本增加的幅度较 1999 年之前大幅下降,主要原因是 1999 年以来针对银行业不良贷款的一系列改革,促使银行强化了对企业的监督,负债治理效应得到逐步显现。他们是以历史的角度进行研究,如果以区域研究的角度看,其推论就是现阶段资本自由化进展较好的区域可测量的负债治理效应可能仍为负值,但相对其他区域已经有一定程度的提升。

<sup>⑬</sup> VC 或 PE 干预他们所投资企业的通常形式包括: 1) 在董事会中发挥积极作用 2) 服务于创业企业领导组成的理事会 3) 介绍供应商和客户 4) 监控运营绩效 5) 帮助执行战略性事务<sup>[38-41]</sup>。其中第 1 种和第 4 种是典型的公司治理干预形式。

表 5 资本自由化各分项指数及其它变量对创业企业代理成本的影响

Table 5 The effect of sub-indexes of capital liberalization and other variables on venture enterprise's agency costs

因变量	总资产周转率( <i>TAT</i> )		经营费用率( <i>RFR</i> )		管理费用率( <i>MFR</i> )	
	Panel G	Panel H	Panel I	Panel J	Panel K	Panel L
<i>IdxGov</i>	0.144 17 ( 4.69) ***	0.361 147 ( 11.92) ***	- 0.007 26 ( - 5.76) ***	- 0.005 96 ( - 4.56) ***	- 0.003 11 ( - 3.38) ***	- 0.001 8 ( - 1.89) *
<i>IdxEco</i>	- 0.001 05 ( - 0.04)	- 0.041 26 ( - 1.48) #	0.002 758 ( 2.31) **	0.002 614 ( 2.18) **	0.001 051 ( 1.21)	0.000 9 ( 1.03)
<i>IdxMon</i>	- 0.080 62 ( - 3.30) ***	- 0.001 49 ( - 0.06)	- 0.001 42 ( - 1.42)	- 0.001 01 ( - 1.00)	- 0.001 6 ( - 2.19) **	- 0.001 12 ( - 1.52)
<i>IdxFinMar</i>	- 0.011 24 ( - 0.40)	0.074 907 ( 2.79) ***	0.000 022 ( 0.02)	0.000 584 ( 0.50)	- 0.000 44 ( - 0.53)	0.000 128 ( 0.15)
<i>STATE</i>		0.075 887 ( 0.53)		0.002 334 ( 0.38)		0.007 159 ( 1.59) #
<i>INDIVI</i>		0.054 445 ( 0.93)		- 0.002 74 ( - 1.08)		- 0.003 17 ( - 1.72) *
<i>FORE</i>		0.064 359 ( 0.39)		- 0.027 04 ( - 3.81) ***		- 0.010 21 ( - 1.98) **
<i>LD_TA</i>		- 0.383 46 ( - 1.78) *		0.004 375 ( 0.47)		0.008099 ( 1.19)
<i>SD_TA</i>		- 0.426 9 ( - 3.88) ***		0.005 343 ( 1.12)		0.009 858 ( 2.85) ***
<i>SIZE</i>		- 1.238 45 ( - 29.86) ***		- 0.006 51 ( - 3.64) ***		- 0.007 7 ( - 5.91) ***
<i>AGE</i>		- 0.129 67 ( - 3.41) ***		0.002 796 ( 1.70) *		0.000 656 ( 0.55)
R-Squre	0.639 5	5.88	0.707 0	0.709 2	0.674 1	0.677 8

从表 5 可以清楚看到政府及制度因素 (*IdxGov*) 对总资产周转率(*TAT*) 有强烈的影响, 其与总资产周转率(*TAT*) 分别在 0.01 显著水平上正相关( Panel G、H); 在以经营费用率(*RFR*) 和管理费用率(*MFR*) 为因变量的模型中也发现, 得到几乎一致的结果<sup>⑭</sup>, 仅在 Panel L 中 *IdxGov* 和管理费用率(*MFR*) 在 0.1 水平上显著负相关, 其它均为 0.01 水平上显著负相关( Panel I、Panel J 和 Panel H)。这个结果表明, 降低政府对经济体的干预水平, 是减轻创业企业代理成本在宏观制度方面上最为关键的因素。

意外的是经济因素(*IdxEco*) 的影响效果。从 Panel I 和 Panel J, 可以发现其和经营费用率分别在 0.05 统计水平上成正相关关系。由于 *IdxEco* 是由企业数量与人口数量比率、非国有经济发展和引进外资程度三个指标综合而成, 其中非国有经济发展指标事实上已经涵盖了引进外资水平。因此, 本文将经济因素(*IdxEco*) 分解成企业数量与人口数量比率(*NumCorp*)、非国有经济发展(*PvtEco*) 两类指标, 并将它们作为主要解释变量, 构建新的计量模型<sup>⑮</sup>。实证结果如表 6。

⑭ 由于 *RFR* 和 *MFR* 和 *TAT* 是方向相反的指标, 这里“几乎一致的结果”指的是它们和 *IdxGov* 显著负相关。

⑮ Panel M、O、Q 是仅考虑 *NumCorp* 和 *PvtEco* 影响的面板数据模型。Panel N、P、R 分别在 Panel M、O、Q 的基础上加入股权结构特征变量、资本结构变量和控制变量。计算结果显示, 这些变量参数特征和表 4、表 5 基本一致, 因此未做报告。

表 6 经济因素(*IdxEco*) 子变量对创业企业代理成本的影响Table 6 The effect of *IdxEco* on venture enterprise's agency costs

因变量	总资产周转率( <i>TAT</i> )		经营费用率( <i>RFR</i> )		管理费用率( <i>MFR</i> )	
	Panel M	Panel N	Panel O	Panel P	Panel Q	Panel R
<i>NumCorp</i>	-0.056 14 (-3.98) ***	-0.01 855 (-1.37)	0.000 36 (0.62)	0.000 586 (1.00)	0.000 183 (0.43)	0.000 383 (0.90)
<i>PvtEco</i>	0.157 13 (9.36) ***	0.374 392 (20.71) ***	-0.00 677 (-9.82) ***	-0.005 27 (-6.74) ***	-0.004 13 (-8.22) ***	-0.002 73 (-4.80) ***
R-Square	0.641 2	0.678 9	0.707 3	0.709 5	0.674 7	0.678 2

注: 括号内为 *t* 值, \*\*、\*、\* 分别表示 0.01、0.05、0.10 的显著性, 未报告截距项和行业控制变量。

从表 6 可以看出, 经济因素(*IdxEco*) 的影响被有效地区分为两个部分<sup>⑩</sup>: 企业数量与人口数量比率(*NumCorp*) 变量和 *TAT* 在单因素模型中在 0.01 显著水平上负相关(Panel M), 但在加入股权特征变量、资本结构变量和控制变量后(Panel N), 两者之间不存在显著性关系。其它模型同样显示 *NumCorp* 和代理成本之间不存在显著关系(Panel O-R); 但不管是单因素模型还是多因素模型(Panel M-R), 非国有经济发展(*PvtEco*) 都和 *TAT* 在 0.01 显著水平上正相关, 和 *RFR* 及 *MFR* 在 0.01 显著水平上负相关, 显示非国有经济的发展能够显著地降低创业企业代理成本。本部分研究成果从宏观外部视角证实了产权制度创新对创业企业治理完善的重要作用。

从表 5 可以清楚地发现, 货币供给及金融发育程度(*IdxMon*) 和总资产周转率(*TAT*)、管理费用率(*MFR*) 在单因素模型中(Panel G、K), 分别以 0.05 显著水平上相关, 在加入股权特征变量、资本结构变量和控制变量后, 其显著性消失了(Panel H、L)。并且其和经营费率(*RFR*) 之间也不存在显著相关关系(Panel I、J)。这些结果显示了 *IdxMon* 对企业代理成本不存在直接的重大影响。由于 *IdxMon* 体现了区域经济体的资本保有量, 其取值越高, 显示该区域货币供应越充足, 经

济体的流动性越高, 企业的融资壁垒越低。因此, 这部分实证结果显示融资门槛的降低未能显著地降低企业的代理成本, 从而暗示现阶段我国企业的负债治理效应并没有充分体现。

表 5 还显示, 金融市场市场化水平(*IdxFinMar*) 除和总资产周转率(*TAT*) 在多因素模型中以 0.01 水平上显著正相关外(Panel H), 所有的其它模型均显示其和各种代理成本变量之间不存在显著相关关系。结合 *IdxFinMar* 变量的具体含义, 实证结果显示现阶段不同产权性质的金融机构对融资企业的债权治理效应<sup>⑪</sup>仅体现出微弱的差别。

结合我国金融行业改革的实际情况, 一个合理解释是, 由于受到严厉的管控, 金融行业的民营化水平很低, 绝大多数的金融机构仍然是国有或国有控股的股份制企业, 这使得民营金融机构的债权治理效应相对优势未能得到充分体现<sup>⑫</sup>。

### 3.2.2 股权特征与创业企业治理

在方差分析中, 本文首先将全体样本分成含国有资本和无国有资本两组, 应用 SAS 中 NPARIWAY 过程进行非参数方差检验, 以经营费用率(*RFR*) 为例, 发现: 其一, 含国有资本的代理成本显著高于无国有资本, 其高出了 5.5 个百分点; 其二, 将全体样本按照是否含有个人资本分成两组, 发现含个人资本样本组的代理成本显著低

<sup>⑩</sup> 严格说, 这里的实证结果和以经济因素(*IdxEco*) 为综合变量的实证结果略有差异。本文认为主要的干扰因素是原来经济因素的指标设计加入了引进外程度子指标, 而引进外程度事实上已经被涵盖在另外一个子指标——非国有经济发展指标里面了, 这样导致了外商投资的权重过大。而正如朱恒鹏<sup>[37]</sup>所披露, 研究期间中引进外资的速度低于 GDP 的增长速度, 该指标实际上应该是负增长的。另外的实证结果支持了这个推测, 基于不偏离研究主题的原则, 未做披露。

<sup>⑪</sup> 本文所指的债权治理效用和负债治理效用实质含义是相同的, 根据行文需要来选用名词。

<sup>⑫</sup> 由于数据取得的局限, 本文无法对创业企业的融资来源进行区分。本文猜测如果能够根据主贷款人的产权属性进行分组研究, 可能能够明确揭示出基于贷款人产权属性的债权治理效应的特征和区别。

于没有个人资本的样本组,其均值低了1.3个百分点;其三,将全体样本按照是否含有外商资本分成两组,发现含外商资本样本组的代理成本显著低于没有外商资本的样本组,其均值低了0.63个

百分点。以总资产周转率( $TAT$ )和管理费用率( $MFR$ )为代理成本表征变量的方差分析也得出相似的结果。方差分析结果列于表7,这些方差分析的结果充分印证了研究假设H2a。

表7 方差分析结果

Table 7 The results of variance analysis

组别	组样本数	总资产周转率( $TAT$ )		经营费用率( $RFR$ )		管理费用率( $MFR$ )	
		均值	组间差异性	均值	组间差异性	均值	组间差异性
含国有资本	753	1.083 46	显著	0.156 605	显著	0.102 271	显著
无国有资本	9 832	2.018 83		0.101 074		0.061 058	
含个人资本	6 061	2.081 35	显著	0.099 764	显著	0.061 200	显著
无个人资本	4 524	1.779 39		0.112 071		0.067 728	
含外商资本	2 738	2.035 46	显著	0.100 373	显著	0.061 487	显著
无外商资本	7 847	1.713 93		0.106 647		0.064 863	

在面板数据模型中(结果列于表4和表5),本文发现国家股权比例和以管理费用率( $MFR$ )为表征变量的代理成本在0.15的显著水平上正相关(Panel F和Panel L),显示国有资本越高,其产生的代理成本越大;个人股权比例虽然和以总资产周转率( $TAT$ )、经营费用率( $RFR$ )为表征的代理成本之间不存在显著的相关关系(Panel B和Panel H、Panel D和Panel J),但和以管理费用率为表征变量的代理成本在0.1的显著水平上负相关(Panel F和Panel L);与此同时,外商资本比例和经营费用率在0.01水平上显著负相关(Panel D和Panel J)和管理费用率在0.05水平上显著负相关(Panel F和Panel L)。显示个人股权属性和外商资本属性均能有效降低创业企业的代理成本,由此,假设H2b得到验证,并且在这三种不同产权属性的资本中,国有资本提高了创业企业的代理成本,而外商资本对降低创业企业代理成本最为有效。本部分研究从企业内部视角证实了产权制度创新对创业企业治理的积极作用,与表6的外部宏观因素(非国有经济发展 $PvtEco$ )影响效果形成相互印证。

### 3.2.3 负债结构与创业企业治理

在企业负债结构对代理成本的影响方面,从表4和表5中可以发现,长期负债率与总资产周转率在0.05和0.1水平上显著负相关(Panel B、

H);短期负债率和总资产周转率在0.01水平上显著负相关(Panel B、H),和管理费用率在0.01水平上显著正相关(Panel F和Panel L)。初步研究结果显示在现阶段,无论是长期负债和短期负债有可能削弱管理层对资产的使用效率,并推高企业的代理成本。假设H3a得到印证。这个研究结果与Singh和Davidson<sup>[2]</sup>、李寿喜<sup>[3]</sup>、姜付秀等<sup>[28]</sup>的结果是一致的。本文的结果还显示在推高代理成本方面,短期负债比长期负债有着更为显著的作用。这在某种程度上解释了为什么中国企业相对国外企业更加偏好于短期负债融资。

由于负债治理效应未能在上述模型中得到证实,并且出现了短期负债在经营费用率( $RFR$ )为因变量的模型中不显著,而在管理费用率( $MFR$ )为因变量的模型中显著正相关的实证结果。本文推测可能在管理费用之外的其他费用中体现出负债治理效应。因此,本文决定引入营业费用率(营业费用与主营收入的比值, $OER$ )为因变量的模型,这是因为营业费用率( $OER$ )体现了经营费用率( $RFR$ )和管理费用率( $MFR$ )之间的差值。模型方程的其他变量定义和2.3节设定的计量模型一致。实证结果<sup>⑩</sup>显示短期负债率和营业费用在0.1水平上显著负相关,表明提高短期负债确实可以有效减低存在于营业费用中的代理成本。之所以出现这种情况,本文认为,随着资产负债率的

⑩ 基于篇幅,未做报告。感兴趣者可向作者索要。

提高,管理者掌握的现金流增加,出于私利的动机,管理层有更多的能力去实现直接隐含在管理费用中的在职消费等“灰色”福利,以及包括了管理层的工资和津贴支出的貌似“合法的”代理成本。而在营业费用中,最主要的支出是企业的销售费用,由于负债率的提高,加大了企业的经营压力。由于经营压力是体现在最高管理层,因此,最高管理层有动力压低企业的销售费用去削减包含在里面的下属额外“灰色”福利等。总之,这部分结果显示了由债权人施加的治理效应在控制企业营业费用方面的支出是显著有效的,但在管理费用支出方面却没有起到应有的积极作用。由此,假设 H3b 得到证实。

#### 3.2.4 稳健性讨论

首先,在有否加入其它解释变量和控制变量的对应模型之间<sup>②①</sup>,资本自由化总指数变量和各项指数变量的参数估计量的符号及显著水平基本相同;其次,对股权特征变量和资本结构变量等主要解释变量而言,无论是资本自由化总指数还是单独各项指数变量进入模型<sup>②①</sup>,其参数估计量的符号及显著水平也基本相同,这反映了本文设计的计量模型具备相当的稳健性;第三,所有模型的拟合优度 R-Square 均大于 0.6,显示所设计的模型的解释力较强;最后,所有 Hausman/F 检验均表明否定 FixOne 效应的概率低于 0.001<sup>②</sup>,这也说明本文的误差分析方法的选择具有很好的合理性。

此外,针对表 4 到表 7 的实证结果,本文通过变换变量做了一系列稳健性分析:其一,用总资产负债率替代短期负债率和长期负债率进入上述所有模型;其二,在 Panel A 至 Panel R 模型中,以营业费用率作为模型的因变量进入模型,即变换了代理成本的替代变量;其三,以股权的产权属性哑变量替代股权比例变量进入计量模型,用以分析股权属性的影响,并用这个结果和表 7 的方差分析结果做比较;其四,选用开业年限在 5 年以内的样本替代开业年限在 8 年以内的样本,重复本文

的实证研究;最后,本文在模型中加入了区域哑变量。上述稳健性分析结果均显示,表 4 至表 7 的主要研究结论不变。

## 4 结束语

本文从外部制度环境和内部资本配置两个角度,着眼于治理环境、股权特征和资本结构三个基石,对创业企业代理成本影响因素展开实证研究。研究表明,资本自由化指数与创业企业代理成本之间呈现显著负向关系,表明区域的资本自由化程度越高,越有利于该区域创业企业代理成本的降低。这一结果验证了完善制度环境对创业企业治理的重要作用,并且在资本自由化进程中,减轻政府干预和产权制度创新是对创业企业治理完善最为有效的部分;金融市场市场化水平 (*IdxFinMar*) 的提升对企业代理成本的降低也有一定的积极影响。

本文的研究还发现,创业企业的内部资本配置对企业代理成本能够产生重要影响,具体表现为:1) 拥有个人资本或外商资本的创业企业代理成本显著低于拥有国家资本的创业企业,并且外商股权比例的增加能够十分显著地降低企业各种代理成本,个人股权比例的增加也可有效降低隐含在管理费用中的代理成本,而国有股权比例的提高则在一定程度上增加了企业的代理成本;2) 短期负债率的提高能有效降低隐含在营业费用内的代理成本,但却提高了隐含在管理费用内的代理成本,并降低企业资产的使用效率,显示现阶段我国债权人治理效应仍然存在相当大的局限性。这部分结果呼应了有关资本自由化进程和创业企业代理成本关系的实证结果,并为其作用机理提供了证据。

这些实证结论对于该领域的理论发展存在以下两个方面的价值。第一,本文的研究发现宏观的治理环境对微观的治理变量存在直接影响。这

②① Panel A V. S. Panel B; Panel C V. S. Panel D; Panel E V. S. Panel F; Panel G V. S. Panel H; Panel I V. S. Panel J; Panel K V. S. Panel L; Panel M V. S. Panel N; Panel O V. S. Panel P; Panel Q V. S. Panel R.

②① Panel B V. S. Panel H; Panel D V. S. Panel J; Panel F V. S. Panel L.

② 基于篇幅未报告,感兴趣者可向作者索要。

种直接影响在有关公司治理文献中的讨论与研究较少。之后的理论研究应该进一步拓展有关宏观环境与微观治理之间的关系;第二,本文发现债务水平对公司治理的影响与现有治理理论的推论并不一致。因此,应该在中国现有背景下发展更有解释力的债务治理理论。

本文的研究意义可以归结为以下几个方面:首先,研究结论表明,资本自由化进程对改善创业环境,提高创业企业公司治理水平有着重要意义,并且在资本自由化进程的构成中,降低政府对经济体的干预水平和以发展非国有经济为代表的产

权制度创新,对创业企业代理成本降低最为重要,为未来政策改革方向提供了一定的实证依据;其次,研究结论揭示了个人资本,尤其是外商资本对创业企业代理成本降低的重要性,从侧面预示了在政策层面上鼓励民有资本或外商资本投资创业企业的重要性以及对国有控股创业企业进行产权多元化改革的重要性;最后,本文实证结果发现债权人的治理作用对企业不同类别的费用支出有着不同的效果,这也为银行等金融机构进一步改善对创业企业监督治理作用提供相关的实证依据。

### 参 考 文 献:

- [1]Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Finance*, 2000, 55: 81 - 106.
- [2]Singh M, Davidson W N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2003, 27: 793 - 816.
- [3]李寿喜. 产权、代理成本和代理效率 [J]. *经济研究*, 2007, (1): 102 - 113.  
Li Shouxi. Ownership, agency costs and agency efficiency [J]. *Economic Research Journal*, 2007, (1): 102 - 113. (in Chinese)
- [4]Porta L R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131 - 1150.
- [5]Porta L R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation [J]. *Journal of Finance*, 2000, 57: 1147 - 1170.
- [6]Allcock D, Filatotchev I. Executive incentive schemes in initial public offerings: The effects of multiple-agency conflicts and corporate governance [J]. *Journal of Management*, 2010, 36 (3): 663 - 686.
- [7]Colombo M G, Grilli L. On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital [J]. *Journal of Business Venturing*, 2010, 25: 610 - 626.
- [8]Wasserman N. Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new venture [J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(5): 960 - 976.
- [9]张书军. 灵活信任、企业家能力资本化与治理——对家族化合伙创业企业的分析 [J]. *南开管理评论*, 2004, 7(4): 21 - 26.  
Zhang Shujun. Flexible trust, capitalization of entrepreneurship and corporate governance: Interpreting & analyzing the family-style business partnership firms [J]. *Nankai Business Review*, 2004, 7(4): 21 - 26. (in Chinese)
- [10]Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Does local financial development matter [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119: 929 - 969.
- [11]李 扬, 王国刚, 刘煜辉. 中国城市金融生态环境评价 [M]. 北京: 人民出版社, 2005.  
Li Yang, Wang Guogang, Liu Yuhui. *Chinese Urban Financial Environment Evaluation* [M]. Beijing: People Press, 2005. (in Chinese)
- [12]Coffee, John. Do Norms Matter? A Cross-country Examination of Private Benefits of Control [R]. Columbia University Law School working paper, 2001.
- [13]Rand S, Williamson R. Culture, openness and finance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70: 313 - 349.
- [14]Dyck, Alexander, Luigi, et al. Private benefits of control: An international comparison [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 2: 537 - 600.
- [15]Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda [J]. *Journal of Economic Literature*, 1997, 35

- (2): 688 - 726.
- [16] 吴晓晖. 资本自由化与企业负债融资——来自我国工业企业的实证研究[J]. 统计研究, 2008, 25(7): 26 - 31.  
Wu Xiaohui. The liberalization of capital and firm's capital structure: Evidence from China's industrial enterprises [J]. Statistical Research, 2008, 25(7): 26 - 31. (in Chinese)
- [17] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007, (9): 99 - 106.  
Yang Huajun, Hu Yiming. Institutional environment and overinvestment of free cash flow [J]. Management World, 2007, (9): 99 - 106. (in Chinese)
- [18] 平新乔, 范瑛, 郝朝艳. 中国国有企业代理成本的实证分析[J]. 经济研究, 2003, (11): 42 - 53.  
Ping Xinqiao, Fan Ying, Hao Chaoyan. An empirical analysis of agent cost in China SOEs [J]. Economic Research Journal, 2003, (11): 42 - 53. (in Chinese)
- [19] Xu X, Wang Y. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies [J]. China Economic Review, 1999, 10(1): 75 - 98.
- [20] Sun Q, Tong H S. China share issue privatization: The extent of its success [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70: 183 - 222.
- [21] 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.  
Bai Chongen, Liu Qiao, Lu Zhou, et al. An empirical study on Chinese listed firms corporate governance [J]. Economic Research Journal, 2005, (2): 81 - 91. (in Chinese)
- [22] 李亚静, 朱宏泉, 黄登仕, 等. 股权结构与公司价值创造[J]. 管理科学学报, 2006, 9(10): 65 - 74.  
Li Yajing, Zhu Hongquan, Huang Dengshi, et al. Ownership structure and value creation [J]. Journal of Management Sciences in China, 2006, 9(10): 65 - 74. (in Chinese)
- [23] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 323 - 329.
- [24] Dewatripont, Mathias, Tirole, et al. A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 1027 - 1054.
- [25] 邓莉, 张宗益, 李宏胜. 银行债权的公司治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2007, (1): 61 - 70.  
Deng Li, Zhang Zongyi, Li Hongsheng. On the corporate governance effect of bank's credit [J]. Journal of Financial Research, 2007, (1): 61 - 70. (in Chinese)
- [26] 王培林, 靳云汇, 贾昌杰. 从并购行为剖析中国上市公司代理成本问题[J]. 金融研究, 2007, (4): 171 - 177.  
Wang Peilin, Jin Yunhui, Jia Changjie. On the agency costs of listed company in China [J]. Journal of Financial Research, 2007, (4): 171 - 177. (in Chinese)
- [27] 田利辉. 杠杠治理、预算软约束和中国上市公司绩效[J]. 经济学季刊, 2004, (10): 15 - 26.  
Tian Lihui. Debt governance, soft budget constraints and the performance of China's public listed firms [J]. China Economic Quarterly, 2004, (10): 15 - 26. (in Chinese)
- [28] 姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济, 2009, (10): 46 - 59.  
Jiang Fuxiu, Huang Lei, Zhang Min. Product market competition, corporate governance and agency costs [J]. The Journal of World Economy, 2009, (10): 46 - 59. (in Chinese)
- [29] 李世辉, 雷新途. 两类代理成本、债务治理及可观测绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2008, (5): 30 - 37.  
Li Shihui, Lei Xintu. Two types of agency costs, debt management, and observable performance: Empirical evidences from China's small and medium-sized listed companies [J]. Accounting Review, 2008, (5): 30 - 37. (in Chinese)
- [30] 金雪军, 张学勇. 银行监管与中国上市公司代理成本研究[J]. 金融研究, 2005, (10): 110 - 119.  
Jin Xuejun, Zhang Xueyong. Bank supervision and agency costs of China's public listed firms [J]. Journal of Finance, 2005, (10): 110 - 119. (in Chinese)
- [31] Li H Y. How does new venturing strategy matter in the environment-performance relationship? [J]. Journal of High Technology Management Research, 2001, 12: 183 - 204.
- [32] McDougall P P, Robinson R B. New venture strategies: An empirical identification of eight 'arche types' of competitive

- strategies of entry [J]. *Strategic Management Journal*, 1990, 11(6): 447 – 467.
- [33] Zahra S. Business strategy, technology policy and firm performance [J]. *Strategic Management Journal*, 1993, 14: 451 – 478.
- [34] 吕长江, 张艳秋. 企业财务状况对负债代理成本的影响 [J]. *数量经济技术经济研究*, 2002, (12): 108 – 113.  
Lv Changjiang, Zhang Yanqiu. The effect of corporate finance on debt agency costs [J]. *Quantitative & Technical Economics*, 2002, (12): 108 – 113. (in Chinese)
- [35] 许年行, 赖建清, 吴世农. 公司财务与投资者法律保护研究述评 [J]. *管理科学学报*, 2008, 11(2): 101 – 121.  
Xu Nianxing, Lai Jianqing, Wu Shinong. Survey of corporate finance and investor legal protection [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2008, 11(2): 101 – 121. (in Chinese)
- [36] 郑志刚. 法律外制度的公司治理角色——一个文献综述 [J]. *管理世界*, 2007, (9): 136 – 147.  
Zheng Zhigang. The role of corporate governance out of law system: A literature review [J]. *Management World*, 2007, (9): 136 – 147. (in Chinese)
- [37] 朱恒鹏. 中国各地区金融发展与资本自由度指数: 1999 – 2004 [J]. *财贸经济*, 2007, (3): 71 – 79.  
Zhu Hengpeng. Financial development and capital freedom index for China's provinces: 1999 – 2004 [J]. *Finance and Trade Economics*, 2007, (3): 71 – 79. (in Chinese)
- [38] Timmons J A, Bygrave W D. Venture capital's role in financing innovation for economic growth [J]. *Journal of Business Venturing*, 1986, 1: 161 – 176.
- [39] MacMillan I C, Kulow D M, Khoylian R. Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance [J]. *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(1): 27 – 47.
- [40] Gorman M, Sahlman W A. What do venture capitalists do? [J]. *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(4): 231 – 247.
- [41] Fried V H, Hisrich R D. The venture capitalist: A relationship investor [J]. *California Management Review*, 1995, 37(2): 101 – 113.

## The liberalization of capital, capital structure and agency costs—empirical evidence from China's new industrial ventures

WU Xiao-hui<sup>1</sup>, QI Zeng<sup>2</sup>

1. School of management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. Department of Finance, University of Melbourne, Vic 3010, Australia

**Abstract:** In this paper, we empirically investigate the influencing factors of the new industrial venture's agency costs from internal capital allocation to outside institutional environment. We find that capital liberalization can effectively decrease new venture's agency costs, and, in the process of China's capital liberalization, government and institutional factors are still the most crucial factors for the promotion of new venture's corporate governance. This result also reflects the emphasis of the reform policy. We also find the agency costs increase as government shareholding stakes increase, while the agency costs decrease as individual or foreign shareholding stakes increase. Finally, we find the short-term debt is only helpful to reduce the operation expense rate. These results could provide part of the theoretical basis for the policy of entrepreneurship and reform to diversity the ownership structure of new state-owned ventures.

**Key words:** new venture; liberalization of capital; internal capital allocation; agency costs