

企业生命周期与债权人治理的“阻尼效应”

王 旭

(山东大学 管理学院, 山东 济南 250100)

摘要:随着企业生命周期的演进,公司治理状态和债权人治理力度在不同的生命阶段表现出差异化特征。本文利用上市公司面板数据,通过对企业生命周期进行科学划分,探讨企业不同生命阶段债权人对代理成本的差异性影响,研究发现:以代理成本为表征的公司治理状态在企业生命周期内表现出显著的波动特征,且处于成熟期的公司的代理成本最高;在企业生命周期的各阶段,债权人短期借款均对公司代理成本有负的解释能力,即其能够抑制波动的代理成本而产生阻尼效应,而长期借款却促进了代理成本的增加,且其促进效应在生命周期内边际递增。

关键词:生命周期;债权人治理;阻尼效应;代理成本;公司治理;资本结构

中图分类号:F271.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2013)01-0129-08

一、引言

我国上市公司正处于由行政型治理向经济型治理的转型过程,仅从治理结构内部对治理要素进行整合与创新,已经不能满足日益提高的公司治理需求。突破单一的内部治理范式,通过构建外部治理体系,实现内外部治理机制的协同,是提高公司治理整体水平、实现公司治理成功改革的关键。作为公司的外部利益相关者,债权人不仅是公司资金储备的来源之一,更是重要的治理主体,其对公司的经营运作和治理质量具有举足轻重的作用。已有文献大多围绕负债融资与公司治理之间的关系展开研究,例如 Hart 的模型中将公司负债视为缓冲股东与经理之间代理冲突的担保机制^[1],徐向艺和李鑫在自由现金流的视角下证实了 Hart 提出的负债担保效应^[2]。Prrino 和 Weisbach 以 28 家公司的经验数据为研究样本,分析了公司资本结构选择对股东与债权人利益冲突的影响^[3]。尽管现有研究丰富了债权人治理领域,但却未深层次的剖析债权人治理的实质,并且缺乏从企业成长的视角研究债权人治理的差异化特征,进而使研究结论缺乏全面性。企业生命周期理论认为,与其他形式的有机体类似,企业的生存和发展同样具有部分生命特征,并且在不同的生命周期阶段,企业的组织特征、经营状况、管理模式及风格往往能表现出较为显著的差异性^{[4][5]},这种差异性的存在导致了公司治理

收稿日期:2012-10-08

基金项目:国家自然科学基金资助项目“上市公司高管激励契约配置与协同——基于多层次情境因素的研究”(71272120);山东大学自主创新基金资助项目“双重视角下上市公司债权人治理机制及效应研究”(YZC12020)

作者简介:王 旭(1985—),男,山东淄博人,山东大学管理学院博士生。

结构以及治理状态在不同的企业生命阶段具有波动性特点。本文以上市公司面板数据为样本,基于生命周期理论和阻尼理论,分析了在不同生命周期阶段公司代理成本的振荡特征,并在梳理债权人治理机制的基础上,研究了企业生命周期内债权人治理对代理成本的波动现象所产生的异质化影响,并认为债权人短期借款对波动的代理成本所呈现出的差异性抑制作用实质上是一种“阻尼效应”,这种阻尼效应有助于降低公司代理成本,实现公司治理状态的稳定。

本文的贡献在于:第一,从资本结构到公司绩效的范式常被学者套用为研究债权人治理的逻辑主线,但这类研究脉络未挖掘到债权人治理的本质,本文回归了 Hart 的经典研究思路^[1],围绕债权人对股东与经理层之间代理冲突的影响这一核心问题,探求中国上市公司债权人对第一类委托代理成本的作用实质;第二,将企业生命周期理论引入研究范畴,对生命周期中公司治理与代理成本的差异化特征给予充分考虑,从企业成长的角度拓展了债权人治理的静态研究领域^[6];第三,通过借用阻尼理论,发现不同生命周期中,债权人治理对代理成本的波动特征具有阻尼效应,进而为全面和正确地理解我国上市公司债权人治理机制的运行提供参考。

二、理论综述与假设提出

(一)企业生命周期与治理状态“振荡”

企业生命周期理论的发展大致可以划分为存在性探讨和生命阶段划分两个方面。前者主要对企业生命周期存在的合理性,以及与其他组织生命特征的耦合关系进行研究。在现阶段,企业在发展过程中呈现出的异质性状态特征,以及对生命周期的不同阶段进行解读与划分成为关注焦点。根据生命周期理论,企业的发展过程大致可分为初创期、成长期、成熟期与衰退期。企业的组织特征、经营状态、管理风格、治理结构在不同的生命阶段表现出显著的差异^[4]。在初创期,尽管企业规模较小,但由于技术优势或市场优势的存在,企业往往具备较大的成长潜力和发展前景。同时,企业的创立者通常也是企业的经营管理者,两职合一现象普遍。在成长期,企业可以通过利用大量的发展机会获得快速成长,企业规模不断扩大,市场份额不断增加。随着信息对称程度的提高和盈利能力的增强,外部融资渠道不断被打开。另外,企业组织结构也开始变得复杂,职业经理人被引入到组织内部,出现所有权与经营权的分离。成熟期的企业往往表现出成长性下降甚至成长动力不足的现象,内部结构进一步分化,股权分散程度提高。衰退期的企业,成长动力减退,利润增长缓慢甚至出现负增长,企业面临着破产或者被并购的风险。

基于委托代理冲突和信息不对称的角度,当把公司治理结构作为系统整体的一部分时,随着企业在生命周期内的演化,治理结构将会发生一系列“振荡”现象。这些“振荡”可以通过代理成本来得到充分的描述。由于企业在初创期具有出资人与经理两职合一的特征,股东与经理之间的委托代理冲突并不明显,企业的治理结构往往比较简单,并处于相对稳定的状态。由于资源储备的限制,初创期的企业应对风险的能力较差,因此获得债权人和其他投资者的关注度较低。随着企业的不断成长,组织内部的不同结构开始出现职能分化,职业经理人被聘入企业进行经营管理,两权开始分离,股东与经理的目标函数出现分歧。由于组织结构的复杂化导致信息不对称程度提高,经理人的自利动机开始显现,不断提高的代理成本使得公司治理结构逐渐变得不稳定。同时,良好的企业成长机会带来了债权人和投资者的关注,融资渠道不断拓展。成熟期的企业组织结构最为复杂,信息不对称程度加深,这进一步刺激了经理层的在职消费、渎职等行为选择。并且,成熟期的企业往往具有充足的盈余资金和自由现金流,增加了经理人自利行为的能力和动机,代理成本进一步增加。此时,由于过度投资和投资不足风险的存在,债权人对企业的干预程度也相应提高。相比于成熟期的企业,处于衰退期的企业往往面临着严重的资金风险和破产风险,经理出于职业防御心理、破产风险和接管风险的规避动机,会减少非效率投资、在职消费等低资源配置效率行为。同时,为保障借贷资金的安全性,债权人在衰退期对公司的干预力度以及带给企业的偿债压力不断提高,甚至当公司资不抵债时,债权人可以启动破产程序以抵御风险,经理人行为得到进一步约束,所以代理成本在该阶段具有下降的趋势。由

此可以看到,企业在生命周期演化的过程中,代理成本表现出“低—高一低”的特征,与此同时,债权人的治理力度却具有不断增强的特性,表现出“低—高一高”的特征。

(二)债权人治理的“阻尼效应”

1. 债权人治理机制

在债权人与企业所形成的债务关系中,债权人关注的焦点是借贷资本的保值增值,因此其对企业的偿债能力具有较高的要求,而对企业的治理状态并无太高的关注动机。Hainz以转型国家为样本,总结出转型国家债权人对上市公司的治理具有被动性的特征^[7]。然而通过债务关系纽带,债权人能够给企业带来相应的偿债压力,并且在借贷行为发生后,为降低资金风险,债权人通常采取干预和监督企业的方式来保障其偿债能力不受威胁。债权人引致的偿债压力以及监督干预行为能够通过种种传导机制对公司治理结构产生外部性效应,进而发挥治理作用。自由现金流假说认为,偿债压力能够削弱公司经营管理层自由支配现金流的能力和动机,使得经理的自利行为得到约束,进而降低代理成本^[8]。负债融资引致的流动性风险和破产风险能够有效地激励经理人员履行勤勉义务,使经理层以公司利益为行为导向,进而降低股东与经理之间的委托代理冲突。再者,作为我国上市公司的主要债权人,银行具有相应的人才优势和信息优势对公司进行监督和干预,进而降低其资金风险。Diamond指出,银行获得公司经营管理信息的成本较低,其具有更强的信息优势对债务公司进行监督,这能够在一定程度上克服信息不对称带来的代理问题^[9]。Dewatripon认为,银行所拥有的人才优势及其与债务公司所签订的严厉的债务条款均加强了其监督公司业务的有效性^[10]。因此,债权人治理效应在于偿债压力以及其监督干预行为对公司治理产生的外部性,使得公司的股东与经理的目标函数产生趋同。

2. “阻尼效应”的产生

根据阻尼理论,在系统振动过程中,随着时间的推移,阻尼的存在能够使得偏离稳态的系统不断耗散能量,降低其振动幅度,使系统逐渐恢复到稳定的状态。当公司在生命周期中不断演化时,公司内部组织结构、制度环境、运营状态以及外部经济压力、市场竞争等因素使得代理成本在企业生命周期内不断变化和波动,治理结构逐渐变得不稳定。然而债权人的外部治理效应能够对公司的代理问题产生影响,并且随着生命周期的演进,债权人对企业的干预程度不断增强,进而对代理成本的抑制效应可能会表现出边际递增的现象,以提供更多的能量将治理结构“拉回”稳定的状态,进而产生“阻尼效应”。可见,生命周期内,债权人“阻尼效应”的产生是以不断变化的代理成本导致的公司治理状态失衡为基础的。当不断增加的代理成本使得治理结构偏离稳态时,债权人治理能表现出渐强的“阻尼效应”使之恢复平衡。

在债务关系中,当债权人为公司提供的贷款规模较大时,一方面,公司相应的偿债压力越大,负债融资对经理层自利行为的约束效应越显著;另一方面,债权人在风险规避动机驱动下,对公司的干预和监督力度也相应较强,所以贷款规模往往决定了债权人的外部治理效应的强弱。根据债务期限结构理论,长期和短期借款构成了债权人治理的两类工具。相比于长期借款,短期借款所产生的偿债压力更明显,其对经营管理者的监督和约束更为有效^[1]。因此在企业生命周期的各个阶段中,债权人的短期借款所带来的治理效应能够抑制经理层对自由现金流的滥用行为,进而表现出阻尼效应。由于代理成本“低—高一低”的变化特征和债权人对短期借款持续增强的关注程度,短期借款的阻尼效应可能表现出边际递增的现象。然而,长期借款意味着偿债期限较长,借款规模较大,这一方面会导致债权人对公司进行长期监督的成本上升,因而可能降低债权人的监督效应;另一方面,长期借款往往能够迅速扩充经理的可支配资源,从而刺激了经理层在职消费等自利行为的动机,进而对代理成本产生放大和推升作用。另外,随着企业在生命周期内演进,信息不对称程度不断加深,长期借款对代理成本的促进效应有可能表现出边际递增的特征。通过上述分析,本文提出如下假设:

H1:在企业生命周期的各个阶段,短期借款的治理效应对上市公司代理成本能够产生“阻尼”作用,并且,随着企业生命周期的演进,短期借款的“阻尼效应”边际递增。

H2:在企业生命周期的各个阶段,长期借款对上市公司代理成本能够产生推升和放大的作用,并且,随着企业生命周期的演进,长期借款对代理成本的放大效应边际递增。

三、实证研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以在深圳和上海证券交易所上市的 1 641 家非金融类上市公司为研究样本,选取 2007~2011 年为研究期间,对样本指标数据进行连续 5 年的持续观测。本文对样本执行了如下剔除程序:(1)剔除样本期间被 ST、PT 的公司;(2)剔除生命周期指标、公司治理指标以及财务指标数据缺失的公司;(3)剔除样本期间内未持续经营的公司。经过以上剔除程序,最终获得有效样本容量为 1 470 家上市公司的面板数据,全部指标数据来源于国泰安 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 治理效应变量

本文选取代理成本(Agnco)衡量样本公司的治理效应。已有文献多采用财务绩效指标来反映公司治理效应,然而该类研究往往造成研究结论失真,原因有两个:第一,公司治理的本源性目标在于维系治理框架内利益相关者的责、权、利均衡,而非单纯地追逐财务绩效最大化;第二,财务绩效指标容易受到多种因素的影响和干扰,债权人对治理效应的解释能力容易被其他因素稀释,进而放大研究误差。由于经理人员在职消费支出往往出自管理费用,所以本文选用管理费用率刻画的代理成本来测量公司治理效应,但上市公司对管理费用的支出存在合理部分,运用管理费用的总额度量代理成本势必会放大代理成本,造成研究偏误。本文认为行业管理费用均值可以作为合理的管理费用向代理成本转变的阈值,因此本文运用行业均值调整后的管理费用与营业收入之比来衡量代理成本,并选取总资产周转率作为代理成本的替代变量来检验结果的稳健性。

2. 生命周期变量

本文将企业生命周期(Lcy)划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段。目前,针对企业生命周期的划分具有多种方法,Anthony 和 Ramesh 对企业的股利支付、销售收入增长、资本支出以及企业年龄等指标进行综合打分以获得生命阶段的评价标准^[11]。Bens、Nagar 和 Wong 利用企业的科技研发投入、销售收入增长率、资本支出率、市账率等指标来对生命周期进行划分^[12]。也有学者利用留存收益与总股本的比例作为企业生命周期的主要划分依据^[13]。本文认为,在我国特有的法律和制度环境下,部分指标不宜成为我国上市公司生命周期各阶段的划分依据。例如,我国上市公司派发股利具有较强的随意性,同时很多上市公司倾向于不支付股利;再者,很多上市公司对于留存收益的使用并不存在阶段性特征,所以运用股利支付和留存收益作为划分我国上市公司生命周期的指标具有局限性。另外,尽管企业年龄属于非财务指标,具备一定客观性,但是企业年龄不存在上限限制,进而无法依据企业年龄来判别企业生命周期阶段。

结合已有的相关研究和我国的特殊背景,本文选取销售收入增长率、总资产增长率和净利润增长率三个指标来刻画企业生命周期的不同阶段。随着企业的成长,销售规模以及资产规模不断扩张,净利润不断攀升,使得企业规模和盈利能力在成熟期达到顶峰。但由于成熟期企业的成长动力不足,销售规模、资产规模和净利润的增长率均表现出“疲软”的现象,并开始衰减,三项指标随着企业进入衰退期而迅速下降。因此本文选取该三项指标来刻画企业生命周期具备一定的合理性。结合打分法与产业经济方法,考虑到行业特征的差异,本文首先按行业将样本公司进行分类,将每家公司各指标每年的数据取均值。然后在各行业内,依照三个指标从低到高的方法进行打分赋值,最高的 1/3 为成长期,赋值 3 分;最低的 1/3 为衰退期,赋值 1 分;中间部分为成熟期,赋值 2 分。将各企业的总分汇总整理,并仍然按照同样的方法将总分进一步划分,得分最高的 1/3 企业为成长期企业,中间的 1/3 企业为成熟期企业,剩下的 1/3 企业为衰退期企业。最后把行业分类的结果进行汇总,得到全样本上市公司的生命周期分类结果。本文最终获得成长期样本公司 434 家,成熟期 479 家,衰退期 559 家。

3. 债权人治理工具及控制变量

由于借款规模与债权人的治理力度具有同向变动关系,因此选取银行借款与总资产的比值作为衡量债权人治理工具的指标。一方面,银行借款规模越高,对上市公司形成的偿债压力越大,股东和经理层的行为响应越敏感;另一方面,由于大规模的贷款,出于风险防御的动机,银行能够对上市公司进行积极地监督和干预,进而表现出的外部治理效应也相应较为显著。为区别不同期限的银行借款的治理效应,本文将其实细分为短期借款(Sdbt)和长期借款(Ldbt)两个子指标。

考虑到公司规模(Size)、财务杠杆(Debt)、股权集中度(Concn)以及公司属性(Contr)等变量能够对样本公司的治理效应产生影响,因此将上述变量纳入研究的控制变量组。其中,以年末总资产的自然对数表示公司规模;用资产负债率来刻画财务杠杆;用年末第一大股东持股比例来衡量股权集中度;至于公司属性,若公司为国有或者地方政府控股时,赋值为1,否则赋值为0。

(三)模型设计

$$Agco = a_0 + a_1 Sdbt + \lambda_j \sum_{j=1}^n Control_{j,it} + \xi \quad (1)$$

$$Agco = a_0 + a_1 Ldbt + \lambda_j \sum_{j=1}^n Control_{j,it} + \xi \quad (2)$$

模型1与模型2用来检验在不同的生命周期阶段,债权人治理对代理成本表现出的“阻尼效应”,即短期和长期借款对代理成本的影响。本文预期,短期借款的“阻尼效应”显著,而长期借款却表现出对代理成本的放大作用,并且“阻尼效应”和放大效应均具有边际递增的特征,即随着企业生命周期的演进,上市公司长期借款、短期借款对代理成本的解释能力不断增强。模型中,Control为控制变量组, ξ 为残差项。

四、实证分析结果

(一)描述性统计

表1报告了依照生命周期不同阶段分类的上市公司主要变量的描述性统计结果。由表1可知,代理成本随着企业生命周期的演进而表现出先增后降的趋势。在成长期,代理成本的均值为0.52,而成熟期和衰退期代理成本的均值分别为0.80与0.68,增幅和减幅分别为53.85%、15.00%。代理成本的变化趋势表明,一方面由于自由现金流和盈余资金的积累,经理层在成熟期的自利行为动机被激发,在职消费等渎职行为得到纵容,代理成本上升,而出于职业防御心理和风险规避动机,在企业衰退期,经理层的自利行为有所约束,加之债权人治理力度的提高,代理成本表现出下降的趋势;另一方面,代理成本的波动造成生命周期演进过程中治理结构的“振荡”,使得上市公司的治理状态变得较为不稳定。另外,资产规模的均值分别由成长期的21.53增长至成熟期的21.90,并在衰退期缩减至21.61,表明使用资产增长率作为评价不同企业生命阶段的依据具有合理性。

表1 主要变量描述性统计

	成长期			成熟期			衰退期		
	Max	Min	Mean	Max	Min	Mean	Max	Min	Mean
Agco	5.54	0.00	0.52	10.45	0.00	0.80	3.85	0.00	0.68
Sdbt	1.00	0.11	0.80	1.00	0.72	0.85	1.00	0.10	0.83
Ldbt	0.89	0.00	0.17	0.93	0.00	0.13	0.89	0.00	0.14
Size	25.93	14.11	21.53	26.85	15.37	21.90	27.75	10.84	21.61
Debt	13.63	0.05	0.63	11.96	0.01	0.55	142.7	0.00	0.72
N	434			479			559		

(二)治理状态的“振荡”

本文对上市公司在生命周期中的代理成本进行单因素方差分析(见表2),以测试代理成本在不同的生命阶段是否具有显著差异,即是否表现出显著的“振荡”现象。

表 2 代理成本表征下的治理状态“振荡”

Lcy(I)	Lcy(J)	均值差(I-J)	标准差	显著性
衰退期	成熟期	-0.118	0.015	0.000
	成长期	0.162	0.023	0.000
成熟期	衰退期	0.118	0.015	0.000
	成长期	0.281	0.022	0.000
成长期	衰退期	-0.162	0.023	0.000
	成熟期	-0.281	0.022	0.000

单因素方差分析的 F 统计值为 71.789, 显著性为 0.00, 表明在生命周期的不同阶段, 上市公司的代理成本存在均值上的显著差异。方差齐性检验的显著性水平为 0.00, 因此在多重比较中选择 Games Howell 模型来检验均值差异的显著性。由表 2 可知, 处于成长期、成熟期和衰退期的代理成本均值彼此之

间存在显著差异, 说明上市公司在生命周期演化过程中, 代理成本表现出显著的波动。并且, 处于成熟期的上市公司具有最高的代理成本水平, 衰退期的上市公司次之, 成长期的代理成本最低。这进一步证实了随着企业生命周期的演变, 代理成本呈现出“低—高—低”的“振荡”特征。

(三) 长期借款和短期借款的“阻尼效应”

表 3 报告了债权人提供的短期和长期借款对代理成本表现出的“阻尼效应”检验结果。当解释变量为短期借款时, 在企业成长期、成熟期和衰退期, 短期借款均对代理成本有显著的抑制作用。在成长期, 短期借款变量的回归系数为 -0.20, 并通过 5% 的显著性检验, 表明在成长期, 债权人对公司产生的偿债压力和干预、监督行为能够有效抑制代理成本的提高。在成熟期, 短期借款变量的回归系数提高至 -0.28, 显著性水平为 1%, 表明短期借款对代理成本的解释力提高, 治理效应更为强烈。这说明尽管上市公司在成熟期比成长期具有更高的代理成本, 但是短期借款所提供的“阻尼效应”表现出对代理成本的强力抑制, 并且“阻尼效应”具有边际递增的特征, 即在成熟期, 尽管经理人员在充沛的自由现金流和盈余资金的刺激下, 放纵了在职消费等自利行为, 产生高昂的代理成本, 但是债权人为上市公司引致的偿债压力以及干预和监督力度也相应提高, 治理效应增强。在衰退期, 短期借款变量的回归系数(绝对值)继续升高, 增至 -0.29, 进一步证明了短期借款边际递增的“阻尼效应”。

表 3 长期借款和短期借款的“阻尼效应”检验

Agco	成长期		成熟期		衰退期	
	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2	模型 1	模型 2
Sdbt	-0.20** (-2.48)		-0.28*** (-5.14)		-0.29*** (-5.28)	
Ldbt		0.18** (2.07)		0.23*** (4.24)		0.42*** (9.27)
Size	-0.08*** (-3.06)	-0.08*** (-3.07)	-0.02 (-0.78)	-0.02 (-0.96)	-0.11** (-2.55)	-0.02 (-0.60)
Debt	0.01 (0.37)	0.01 (0.28)	-0.02 (-0.69)	-0.01 (-0.55)	0.08*** (7.49)	0.07*** (6.83)
Cocn	0.002 (1.22)	0.002 (1.29)	0.001 (0.30)	0.001 (0.39)	0.10*** (2.96)	0.10*** (4.45)
Cotr	-0.001 (-0.87)	-0.001 (-0.91)	-0.001 (-0.69)	-0.001 (-0.63)	-0.001 (-0.87)	-0.001* (-1.91)
R ²	0.15	0.16	0.23	0.17	0.24	0.23
F/Wald 检验	F=50.05 P=0.00	F=48.1 P=0.00	F=82.70 P=0.00	F=60.21 P=0.00	F=24.64 P=0.00	Chi(2)=182.41 P=0.00
Hausman 检验	P=0.02 (FE)	P=0.00 (FE)	P=0.00 (FE)	P=0.00 (FE)	P=0.02 (FE)	P=43.87 (RE)
N	434		479		559	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著; 括号内为 t(z) 检验值; Hausman 检验的 P 值大于 0.05 表示优先选择随机效应模型(RE), 否则选择固定效应模型(FE), 系数为标准化数据。

出于财务风险规避的动机,债权人对上市公司的治理效应继续增强,为上市公司“振荡”的治理状态提供强有力的“阻尼”,从而抑制了上市公司代理成本的增加。

与短期借款变量的“阻尼效应”相反,在生命周期的各个阶段,上市公司的长期借款变量均表现出对代理成本的放大、推升作用。在成长期,长期借款变量的回归系数为 0.18,显著性水平为 5%。这一方面说明长期借款增加了上市公司的资金储备,使得经理层选择在职消费、渎职行为的动机得到增强,刺激了代理成本的提升;另一方面,债权人在长期对上市公司进行监督干预的成本提高,相应的监督效应下降。同时,相比于短期借款,上市公司对长期借款的偿债压力较为不显著,无法形成有效的外部治理,因此长期借款不仅没有表现出对代理成本的“阻尼效应”,反而起到“推波助澜”的作用。在成熟期,长期借款变量的推升效应进一步提高,回归系数增至 0.23,说明长期借款的放大效应具有边际递增的特征。在成熟期,上市公司经理层自利行为被纵容,其代理成本本身具有递增的特点,而长期借款的放大效应又促使了代理成本的提高,恶化了公司治理状态。在衰退期,变量的回归系数增至 0.42,进一步印证了长期借款对代理成本的放大效应具有边际递增的特征。但是衰退期的代理成本水平不仅没有继续提高,反而与成熟期相比有 15% 的跌幅,这表明短期借款对代理成本的“阻尼效应”比长期借款的放大效应更为显著和有力。

(四) 稳健性检验

1. 生命周期的划分

由于企业生命周期的划分并没有公认的统一标准,为检验本文对生命周期划分的合理性和稳健性,根据相关研究,本文对企业生命周期划分的敏感性进行了测试。测试过程中,依照李云鹤等运用的划分方法,将资本支出率纳入指标体系^[14],将生命周期进行重新划分,测试结果大体一致,研究结论保持不变。同时,参考佟岩等的研究^[15],若企业 3 年的投资活动产生的现金流量净额之和为负,3 年筹资活动产生的现金流量净额之和为正,则企业处于成长期,否则为成熟期;若均为负,则为衰退期,将企业生命周期进行重新划分,测试结论仍保持一致,表明本文对我国企业生命周期的划分方法具有稳健性。

2. 治理效应

为检验管理费用率刻画的代理成本作为治理效应替代变量的稳健性,本文将管理费用率替换为总资产周转率后进行了重复验证。总资产周转率能够在一定程度上反映经理层对资源的配置效率^[16],总资产周转率越高,表明资源配置效率越高,经理与股东的目标函数趋同化程度越高,代理成本越低。变量替换后的实证检验结果与本文结论保持一致,表明本文选取行业调整后的管理费用率来反映治理效应具有稳健性。

五、结论与建议

上市公司在不同的生命周期表现出的异质性特征是影响公司治理状态稳定以及债权人治理效应的重要因素,忽略生命周期对公司治理的影响,将导致研究偏误和结果失真。本文利用上市公司面板数据,通过对企业生命周期进行科学划分,围绕企业不同生命阶段债权人对代理成本的影响展开研究,结果发现:随着企业在生命周期内演进,代理成本存在显著的波动现象,并且企业成熟期的代理成本水平最高;在企业生命周期的各个阶段,债权人短期借款对波动的代理成本表现出显著的“阻尼效应”,并且“阻尼效应”具有边际递增的特征,衰退期的“阻尼效应”最为显著;而债权人长期借款却对代理成本起到促进效应,促进效应随企业生命周期的演进而边际递增。该研究结论一方面证实了不同期限结构的负债对公司的第一类代理成本能够产生不同的影响,拓展了债权人治理相关研究中单纯以公司绩效或非效率投资水平为治理绩效变量的单一范式;另一方面通过将企业生命周期理论与债权人治理理论相结合,揭示了企业生命周期各个阶段中公司治理的显著差异,以及债权人对波动的代理成本表现出的差异性影响,为进一步了解债权人治理机制的全面运行提供了依据。

基于以上研究结论,本文提出如下政策建议:

第一,内化债权人治理动机。由于债权人治理效应的发挥在较大程度上依赖负债和债权人监督干预行为的外部性,其主动参与公司治理的动机较弱。因此,可以通过将公司治理状态的相关指标纳入债权人审核公司贷款申请的指标体系,并在债务关系缔结后,将公司治理指标作为债权人监督、干预上市公司的行为参考,进而内化债权人治理动机。

第二,强化长期借款的监督。长期借款并没有表现出优化公司治理的作用,反而提高了代理成本。因此债权人可以通过调整长期贷款利率的方式来弥补长期监督债务公司的高昂成本支出,或通过严格的将公司治理指标纳入长期贷款的申请条件,进而提高长期贷款对上市公司的治理作用。

第三,提高对成熟期企业的治理力度。成熟期企业较高的代理成本不仅恶化了公司治理,并且给债权人带来了资金风险。通过建立科学的评价和观测体系,实现债权人对上市公司生命状态的持续观测,提高对成熟期企业运营能力、盈利能力、偿债能力等指标的敏感性,进而降低债权人风险,提高上市公司治理水平。

参考文献:

- [1] O. Hart, J. Moore. Debt and Seniority: An Analysis of Hard Claims in Constraining Management[J]. The American Economic Review, 1995, 85(3): 567—587.
- [2] 徐向艺,李鑫.自由现金流、负债融资与企业过度投资——基于中国上市公司的实证研究[J].软科学,2008,(7):124—139.
- [3] Parrino, R., Weisbach, M. S. Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-bondholder Conflicts[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53(1): 3—42.
- [4] Miller, D., Friesen, P. A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle[J]. Management Science, 1984, 30(10): 1161—1183.
- [5] Drazin, R., Kazanjian, R. K. A Reanalysis of Miller and Friesen's Life Cycle Data[J]. Strategic Management Journal, 1990, 11(4): 319—325.
- [6] 党印.公司治理中的代理成本问题研究综述[J].中南财经政法大学学报,2011,(4):3—9.
- [7] Hainz, C. Creditor Passivity: The Effects of Bank Competition and Institutions on the Strategic Use of Bankruptcy Filings[J]. Journal of Comparative Economics, 2009, 37(4): 582—596.
- [8] Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323—329.
- [9] Diamond, D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. Review of Economic Studies, 1984, 51(3): 393—414.
- [10] Dewatripont, M., Tirole, J. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager Shareholder Congruence[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 1027—1054.
- [11] Anthony, J., Ramesh, K. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices[J]. Journal of Accounting and Economics, 1992, 15(2): 203—227.
- [12] Bens, D., Nagar, V., Wong, M. H. F. Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(2): 359—393.
- [13] DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 227—254.
- [14] 李云鹤,李湛,唐松莲.企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J].南开管理评论,2011,14(3):110—121.
- [15] 佟岩,陈莎莎.生命周期视角下的股权制衡与企业价值[J].南开管理评论,2010,13(1):108—115.
- [16] 陈丽桦,曾福生.结构矛盾、金融异化与中小企业融资难困境[J].四川理工学院学报(社会科学版),2012,(5):57—61.

(责任编辑:胡浩志)