

私募股权投资能缓和委托代理矛盾吗

冯慧群

【摘要】 本文研究私募股权投资对被投资企业委托代理矛盾的影响。研究发现,有私募股权投资介入的公司两类代理成本均较低,委托代理问题不突出。而且,存在外资背景和进行联合投资的私募股权投资,能够进一步降低两类代理成本,缓和代理矛盾。同时,本文也分析了不同产品市场竞争程度和企业风险条件下,私募股权投资对代理成本的影响,结果显示:在产品市场竞争程度和企业风险较低时,私募股权投资的介入能够显著降低两类代理成本,发挥公司治理作用。本文的结论不仅丰富了私募股权投资和公司治理理论,也为公司治理实践开辟了新的路径。

【关键词】 私募股权投资; 代理成本; 产品市场竞争; 企业风险; 公司治理

【中图分类号】 F832

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)05-0114-6

一、引言

近年来,我国资本市场上越来越多的私募股权投资(Pri-vate Equity,简称PE)开始介入被投资企业的公司治理(亦称“投后管理”)。投中集团(China Venture)的数据显示:2014年我国境内的VC/PE融资事件中,约80%都伴随着投资人进入被投资企业的董事会。

Gompers(1995)指出,私募股权投资正是通过向被投资企业派驻董事的方式,对其进行积极管理。由于PE持有股权比例较高,退出难度较大,因此PE既有能力也有意愿成为“积极股东”(Jensen,1989),凭借其专业的管理知识和丰富的投资经验影响被投资企业的治理结构和机制,提升其经营水平、盈利能力及市场价值,最终通过公开市场减持或并购等方式实现退出以增加自身资本的价值。

已有的研究证明,PE介入能够对被投资企业的盈余管理(胡志颖等,2012)、高管薪酬契约(王会娟、张然,2012)和现金股利发放(王会娟等,2014)产生积极的作用,但是鲜有文献讨论PE介入公司的委托代理状况。公司治理的核心矛盾——委托代理矛盾(Fama、Jensen,1983),是否会因为积极股东PE的介入而得到缓解,值得研究和讨论。

缓和委托代理矛盾的关键是降低代理成本。Jensen、Meckling(1986)指出,代理成本是指为解决委托人与代理人之间利益冲突而设计的一组契约所付出的代价,加上执行契约时成本超过收益的剩余损失。当前,公司治理领域关注的代理成本主要有以下两种:一种是基于公司所有者和管理者利益冲突的代理成本;另一种是基于控股股东和其他投资者

(主要指中小投资者)利益冲突的代理成本(Shleifer、Vishny,1997)。PE作为一类特殊股东,一方面需要监督公司的管理者,以保护自身作为公司所有者的利益;另一方面也需要制约公司的控股股东,以保护自身作为其他投资者的利益。因此,PE的介入有可能降低被投资公司的两类代理成本,从而缓和委托代理矛盾,增加公司价值,进而实现自身与被投资企业的“双赢”。

基于此,本文以2006~2014年深市中小板和创业板997家上市公司为研究对象,考察PE的介入对被投资企业两类代理成本的影响。结果发现,相比无PE介入的公司,有PE介入的公司两类代理成本都较低,也就是说,PE的参与可以缓和被投资企业的委托代理矛盾。进一步研究发现,PE的特征也能影响公司的代理成本,具体来说,外资背景和联合投资(亦称“PE辛迪加”)能够更大程度地降低代理成本和缓和代理矛盾。

此外,本文也研究了在不同的产品市场竞争力和企业风险条件下,PE介入对被投资企业代理成本的影响。笔者通过实证研究发现,在被投资企业面临较低的产品市场竞争程度和企业风险时,PE的介入能够降低代理成本,缓和代理矛盾;而当被投资企业面临较高的产品市场竞争程度和企业风险时,管理者和控股股东的代理成本就会增加,PE的公司治理作用就不显著了。

本文在以下三个方面有所贡献:其一,以往关于PE治理作用的研究大多关注会计质量信息、高管约束和投资者保护(Wright et al.,2009),本文首次将PE介入与代理成本结合起

【基金项目】 国家自然科学基金重点项目“会计信息与资源配置效率研究”(项目编号:71132004)

来,考查它们之间的联系,弥补了PE治理研究领域在此方面的空白,丰富了私募股权投资与公司治理方面的文献。其二,本文发现PE的外资背景和联合投资会降低两类代理成本,缓和委托代理矛盾,加深了对PE治理行为的理解,也揭示了具有上述两类特征的私募股权融资能够更好地影响被投资企业的公司治理。其三,笔者扩展了PE缓和委托代理矛盾的外延,考查了在不同的产品市场竞争程度和企业风险条件下PE的治理效果,为私募股权投资机构选择目标企业以及被投资企业改善治理状况提供了有益的指引。

二、文献综述

私募股权投资治理的话题已经成为近年来国内外学术研究的热点之一。前人在此方面的研究主要关注三个方面:

第一,PE对被投资企业会计信息质量的影响。如Hochberg(2012)研究发现,与没有风险投资支持的公司相比,风险投资的参与增加了IPO公司的可预见性,降低了这些公司的盈余管理水平。胡志颖等(2012)基于我国资本市场的研究,也得出了类似的结论。

第二,PE对被投资企业管理层的监督和约束。如Lerner(1995)指出,风险投资进入被投资企业的董事会能够影响其管理者的流转,更容易在公司困难时更换总经理。王会娟、张然(2012)则发现,私募股权投资参与的上市公司有着更加敏感的高管薪酬契约,即管理者的薪酬对业绩更加敏感。

第三,PE对被投资企业中小投资者的保护。Baker、Gompers(2003)提出,风险投资会积极监督被投资企业,降低公司外部投资者和内部投资者的利益冲突。王会娟等(2014)发现,有私募股权投资参与的公司更倾向于发放现金股利,并且股利发放的力度更大。窦欢、王会娟(2015)也发现,PE支持的IPO公司能够吸引更多的证券分析师关注,而且分析师预测的准确度也更高,因此降低了这些公司的信息不对称程度,有利于资本市场上投资者做出合理决策。

在公司治理相关文献中,基于两类委托代理矛盾而产生的代理成本问题始终是学者们关注的焦点。以往的研究发现,资本结构会影响控股股东和管理者的行为选择,进而影响公司的代理成本和市场价值(张兆国等,2008)。李明辉(2009)的研究显示,股权集中度越高,股东对管理层的监督越有效,经理人获得高额职务津贴的能力越低,代理成本越少;反之,如果股东人数众多,股权就会分散,股东“搭便车”的动机就会增强,不利于监督和约束经理人行为,容易产生代理问题。Jensen、Fama(1983)提出,独立董事可以降低管理层、大股东合谋骗取中小股东财富的可能,保护外部投资者的利益,因此董事会中独立董事越多,股权的代理成本就越低。由此可知,公司治理机制中的资本结构、股权分配和董事会制度能够影响代理成本,协调委托代理矛盾。

综上所述,已有的文献还没有讨论PE这种公司治理机制对委托代理矛盾的影响,本文的研究正好可以填补这一空

白。本文的目的是研究PE与被投资企业两类代理成本之间的关系,也考察PE的特征、产品市场竞争程度和企业风险在其间的作用,既能丰富私募股权投资和公司治理的相关文献,也能为公司治理实践开辟新的路径。

三、研究假设

委托代理矛盾的根源在于委托人和代理人之间存在信息不对称,代理人出于自身利益的考虑会产生两种行为倾向:道德风险和逆向选择(Jensen、Meckling, 1976)。要降低道德风险和减少逆向选择,就需要建立一套有效的激励和约束机制,这些机制以及委托人的一系列监督和管理活动就形成了代理成本。在我国资本市场条件下,委托代理矛盾以两种形式存在:一种是基于所有权与控制权分离而产生的矛盾;另一种是基于控股权对外部股权剥夺而产生的矛盾(宁向东,2005)。

由于PE投资规模较大,退出较难,只能通过被投资企业价值增值来获得回报,因此,PE投资人面对控制权和控股权所导致的双重代理问题,有意愿也有动力成为“积极股东”,通过参与董事会活动(Cotter、Peck, 2001),来减少管理层和控股股东因道德风险及逆向选择而产生的代理成本。同时,PE作为一类机构投资者,大多拥有丰富的治理经验和专业的财务、管理、法律知识,能够有效地监督被投资企业,抑制管理层的“侵占”和控股股东的“剥夺”。因此,笔者推测PE介入的公司应当具有更低的代理成本,据此,本文提出第一个假设:

H1:相比无PE介入的公司,有PE介入的公司有更低的代理成本。

进一步分析PE的外资背景与联合投资对代理成本的影响。已有文献发现,外资背景PE介入的公司有着更低的IPO折价率(张学勇、廖理,2011),更高的股票回报率(陈工孟等,2011)和更敏感的高管薪酬(王会娟、张然,2012)。可以看出,具有外资背景的PE能更显著地影响被投资企业的公司治理机制,因而,笔者推测有外资PE支持的公司具有更低的代理成本。一些研究(王会娟等,2014)也发现,PE联合投资能够形成监督合力,共同作用于被投资企业,约束其管理层和控股股东的利己行为,保护外部投资人的利益,因而,笔者认为PE联合投资可能也有利于代理成本的降低。由此,本文提出以下假设:

H2a:相比无外资背景PE参与的公司,外资背景PE参与的公司有更低的代理成本;

H2b:相比单一PE参与的公司,PE联合投资的公司有更低的代理成本。

Marciukaityte、Park(2009)研究认为,公司面临的产品市场竞争程度和所处竞争地位会影响公司的行为。当公司所处的行业竞争程度较高时,众多的同类企业会形成有效的外部市场约束(姜付秀等,2009),弱化控股股东和管理层的道德

□ 投资·证券

风险和逆向选择,替代董事会的部分监督功能,因而PE的治理作用会不显著。因此,笔者认为,PE只有在产品市场竞争程度较低,且被投资企业外部约束较小的时候,才会发挥显著的治理作用,降低代理成本。

企业风险也会影响公司的投资、融资和经营行为(Gordon et al., 2009)。如果一个公司面临的风险较大,那么它的管理层和控股股东就会承担更多的责任,相应地,他们就拥有更多的权力,会要求更多的回报。此时,PE的介入就会受制于控制权和控股权,难以发挥治理作用。因此,笔者认为,PE只有在企业风险较低时,才会制约被投资企业的内部人行为,发挥治理作用。

综上所述,本文提出以下假设:

H3a:在产品市场竞争程度较低时,PE的介入会使代理成本降低;

H3b:在企业风险较低时,PE的介入会使代理成本降低。

四、研究设计

1. 样本来源与数据处理。本文选取2006~2014年在中小板和创业板上市的公司作为研究对象。之所以选择上述公司作为研究对象,是因为这些公司的规模较小,受政府干预程度较低,PE能够更加充分地发挥治理作用。

此外,本文对样本进行了如下筛选:①剔除金融行业的公司,因为这些公司的财务数据存在行业特殊性;②剔除上市时间不满一年的公司,因为这些公司可能存在IPO效应;③剔除ST和PT公司,因为这些公司可能本身就存在治理问题。经过筛选,本文最后的样本为997家上市公司。

对于PE介入的数据,笔者通过以下方法认定:首先,从CVSource数据库中查找样本公司是否存在PE融资,如果存在,则比照该公司的年度十大股东,若进行PE融资的机构存在于十大股东之中,就认定该公司在此年度有PE介入(若PE不在十大股东之列,则其对公司的影响较低,无法对被投资企业公司治理施加影响)。其次,参考王会娟、张然(2012)的研究,对样本公司IPO前三年的VC融资中有PE机构参与的情况也加以考虑,若这些机构存在于十大股东之中,也认定该公司在此年度有PE介入。

综合以上两个步骤,本文确定的PE介入样本为857个公司年观测值,文中其他的财务数据和治理数据来自CSMAR和Wind数据库。

2. 变量定义和研究模型。

(1)为了检验H1,参考已有文献的做法,本文构建如下模型:

$$AC = \beta_0 + \beta_1 PE + \sum \beta Control + \varepsilon \quad (1)$$

其中:AC表示两类代理成本,参考Ang等(2000)和张兆国等(2008)的研究,用管理费用率(msr)来衡量第一类代理成本,其值越高,表明管理层对股东的“侵占”越多,即第一类代理矛盾越大;同时,参考魏志华等(2012)的研究,用资金占

用水平(accratio)来衡量第二类代理成本,其值越高,意味着控股股东对外部股东的“剥夺”越多,即第二类代理矛盾越大。

根据以往的研究,本文选择公司规模(size)、负债率(lev)、总资产收益率(roa)和托宾Q值(tobinq)来控制公司特征对代理成本的影响,考虑到公司治理结构也会影响代理成本,控制变量中也包括两职兼任(dual)、股权集中度(h10)和独立董事比例(independence)。变量定义及说明如表1所示。

为了保证稳健性,本文分别用公司年份固定效应模型和行业年份控制模型来检验PE对两类代理成本的影响。

(2)为了检验H2a和H2b,本文构建如下模型:

$$AC = \beta_0 + \beta_1 foreign/syndicate + \sum \beta Control + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)中的因变量和控制变量与模型(1)相同,自变量foreign指PE的外资背景,如果私募股权基金资金来源为外资或中外合资就将其列入外资背景;syndicate指PE的联合投资,如果有多家机构对样本公司进行PE融资,就将其列为PE辛迪加投资。

由于该模型的样本均为PE介入企业,因此本文在检验时只控制年份、行业的影响。

表1 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义与说明
因变量 (AC)	管理费用率	msr	管理费用/公司营业收入
	资金占用水平	accratio	其他应收款/总资产
自变量	PE介入	PE	虚拟变量,有PE介入为1,否则为0
	PE外资背景	foreign	虚拟变量,PE有外资背景为1,否则为0
	PE联合投资	syndicate	虚拟变量,PE有联合投资为1,否则为0
分组变量	产品市场竞争程度	hhi	即赫芬达尔—赫希曼指数,大于全部A股上市公司中位值为1,代表产品市场竞争程度较低;小于中位值为0,代表产品市场竞争程度较高
	企业风险	risk	行业年份均值调整后的roa标准差,大于全部A股上市公司中位值为1,代表企业风险较高;低于中位值为0,代表企业风险较低
控制变量 (Control)	公司规模	size	公司总资产的自然对数
	资产负债率	lev	总负债/总资产
	总资产收益率	roa	净利润/总资产
	托宾Q值	tobinq	市值/总资产
	两职兼任	dual	总经理兼任董事会为1,否则为0
	股权集中度	h10	前十大股东股权集中度
	独立董事比例	independence	独立董事人数/董事会规模

(3)为了检验H3a和H3b,本文使用赫芬达尔—赫希曼指数(hhi)来衡量样本公司的产品市场竞争力,又参考赵龙凯等(2014)的研究,设计了企业风险指数(risk)来衡量样本公司面临的经营风险。

为了保证衡量结果的准确性,本文使用全部A股上市公司2006~2014年的数据进行分年度、分行业拟合,对于超过全体拟合数据中位值的样本公司,对两项指数均赋值为1,表示较高的hhi和risk指数(hhi指数越高,产品市场竞争程度越低;risk指数越高,企业风险越大);反之,赋值为0,表示较低的hhi和risk指数。

五、实证分析

1. 描述性统计分析。表2的Panel A列示了本文主要变量的描述性统计结果。对于因变量来说,第一类代理成本(msr)的平均值为0.10,中位值为0.09,标准差为0.08;第二类代理成本(accratio)平均值和中位值都是0.01,标准差为0.02,说明样本公司代理成本数据比较均匀。对于自变量来说,约16%的样本公司有PE介入,在这些公司中,约27%存在外资背景PE,约53%存在联合投资PE。其他控制变量描述性统计结果与以往文献基本一致。

表2 主要变量的描述性统计分析和T检验

Panel A	平均值	标准差	最小值	中位值	最大值	观察值
msr	0.10	0.08	0.00	0.09	1.11	5221
accratio	0.01	0.02	0.00	0.01	0.30	5221
PE	0.16	0.37	0.00	0.00	1.00	5221
foreign	0.27	0.44	0.00	0.00	1.00	857
syndicate	0.53	0.50	0.00	1.00	1.00	857
size	21.18	0.79	18.59	21.10	25.27	5221
lev	0.31	0.19	0.01	0.28	1.29	5221
roa	0.05	0.05	-1.19	0.05	0.31	5221
tobinq	2.54	1.68	0.20	2.08	17.82	5221
dual	0.39	0.49	0.00	0.00	1.00	5221
h10	0.18	0.11	0.01	0.16	0.75	5221
independence	0.37	0.05	0.14	0.33	0.67	5221
Panel B	无PE介入		有PE介入		均值T检验	
msr	0.106		0.099		2.061**	
accratio	0.012		0.010		2.658***	
size	21.151		21.326		-5.956***	
lev	0.314		0.296		2.556**	
roa	0.053		0.051		0.795	
tobinq	2.573		2.348		3.563***	
dual	0.372		0.453		-4.453***	
h10	0.185		0.162		5.773***	
independence	0.372		0.369		1.622	

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表2的Panel B列示了主要变量关于PE分组的T检验结果。可以看出,有PE介入的样本公司,其两类代理成本均显著低于无PE介入的样本公司,支持了H1。在控制变量中,公司规模(size)、资产负债率(lev)、托宾Q值(tobinq)、两职兼任(dual)以及股权集中度(h10)均呈现出显著的PE分组差异性,说明本文的控制变量选择有一定的意义。

2. 回归结果分析。表3列示了私募股权投资与两类代理成本的回归分析结果。其中,列(1)、列(2)是公司在年份固定效应下,PE对两类代理成本的影响。可以看出,PE与msr的系数是-0.007,在1%的水平上显著;与accratio的系数是-0.002,在5%的水平上显著,这说明PE介入的公司其两类代理成本均较低,即PE的参与有利于缓和被投资企业的委托代理矛盾。

列(3)、列(4)控制年份、行业效应后,得到的结果与列(1)、列(2)一致:PE在1%的水平上显著降低msr(系数位-0.010),在5%的水平上显著降低accratio(系数为-0.001),这说明PE降低代理成本的结果比较稳健,验证了H1。

表3中,控制变量的回归结果显示,股权集中度显著降低两类代理成本,这与学者们以往的研究结论一致,即股权越集中,公司内部人得到的监督和约束越强,越不容易出现代理问题。

表3 私募股权投资与两类代理成本的回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	msr	accratio	msr	accratio
PE	-0.007*** (-3.58)	-0.002** (-2.26)	-0.010*** (-4.05)	-0.001** (-1.84)
size	0.004** (2.18)	-0.007*** (-8.81)	0.000 (0.27)	-0.001*** (-2.90)
lev	-0.033*** (-4.40)	0.043*** (13.77)	-0.133*** (-21.03)	0.024*** (13.08)
roa	-0.376*** (-25.88)	0.004 (0.61)	-0.472*** (-22.36)	-0.024*** (-3.88)
tobinq	0.001* (1.70)	0.000 (0.08)	0.011*** (15.42)	0.001*** (3.79)
dual	-0.007*** (-3.54)	-0.002** (-2.43)	0.000 (0.17)	-0.001 (-1.01)
h10	-0.099*** (-5.73)	-0.070*** (-9.58)	-0.058*** (-7.00)	-0.005** (-1.97)
independence	0.041** (2.43)	0.012 (1.64)	0.033** (1.96)	0.007 (1.46)
year			已控制	已控制
industry			已控制	已控制
Constant	0.057* (1.50)	0.148*** (9.13)	0.076** (2.32)	0.024** (2.45)
样本量	5221	5221	5221	5221
R ²	0.184	0.077	0.381	0.132

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;括号内为t值。下同。

表4列示了外资背景PE与联合投资PE影响两类代理成本的回归分析结果。其中,列(1)、列(2)显示了外资背景PE对两类代理成本的影响。列(1)中foreign的系数为-0.013,且在1%的水平上显著。列(2)中foreign的系数为-0.002,且在10%的水平上显著,这些结果表明,相对于非外资背景PE,外资背景PE能够降低更多的代理成本。可能的原因在于外资背景PE的公司治理经验更加丰富,对被投资企业的治理结构和机制要求更加严格,所以能够抑制内部人的自利行为,缓和委托代理矛盾。由此,H2a得到证明。

表4的列(3)、列(4)显示了联合投资PE对两类代理成本的影响。列(3)中syndicate的系数为-0.008,显著性为5%;列(4)中syndicate的系数为-0.003,显著性为1%,这说明在PE融资中,多个机构参与可以降低被投资企业的代理成本。可能的原因在于多个PE机构组成辛迪加进行投资,能够形成监督和约束合力,共同作用于被投资企业的公司治理结构和机制,减少了管理层和控股股东的道德风险和逆向选择,从而缓和了委托代理矛盾。由此,H2b得到证明。

表4 外资背景PE与联合投资PE影响两类代理成本的回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	msr	accratio	msr	accratio
foreign	-0.013*** (-3.01)	-0.002* (-1.66)		
syndicate			-0.008** (-2.13)	-0.003*** (-2.75)
size	-0.005 (-1.40)	-0.001 (-0.66)	-0.005 (-1.58)	-0.001 (-0.72)
lev	-0.083*** (-5.73)	0.015*** (3.80)	-0.080*** (-5.52)	0.015*** (3.93)
roa	-0.289*** (-5.75)	-0.018 (-1.37)	-0.291*** (-5.78)	-0.019 (-1.44)
tobinq	0.012*** (7.01)	0.000 (0.40)	0.013*** (7.12)	0.000 (0.49)
dual	0.002 (0.44)	-0.001 (-0.51)	0.002 (0.45)	-0.000 (-0.43)
h10	-0.068*** (-3.18)	0.001 (0.09)	-0.076*** (-3.53)	-0.001 (-0.25)
independence	0.053 (1.48)	0.000 (0.03)	0.049 (1.36)	-0.001 (-0.12)
year	已控制	已控制	已控制	已控制
industry	已控制	已控制	已控制	已控制
Constant	0.116 (1.47)	0.007 (0.36)	0.134 (1.70)	0.012 (0.56)
样本量	857	857	857	857
R ²	0.385	0.140	0.381	0.145

表5列示了不同的产品市场竞争程度和企业风险条件下,私募股权投资对两类代理成本的影响。本文参考李小荣、张瑞君(2014)的研究,选择赫芬达尔—赫希曼指数来考察产

品市场的竞争程度,该指数越高,表明产品市场的竞争程度越低,反之竞争程度越高。

表5 分组变量的影响效应

Panel A 私募股权投资产品市场竞争和两类代理成本				
变量	产品市场竞争程度高 (hhi=0)		产品市场竞争程度低 (hhi=1)	
	msr	accratio	msr	accratio
PE	-0.006*** (-2.76)	-0.001 (-0.30)	-0.009*** (-2.79)	-0.005*** (-3.43)
Constant	-0.006 (-0.12)	0.168*** (8.96)	0.139** (2.08)	0.135*** (4.36)
Control	已控制	已控制	已控制	已控制
样本量	3469	3469	1752	1752
R ²	0.238	0.106	0.112	0.074
Panel B 私募股权投资企业风险和两类代理成本				
变量	企业风险高(risk=1)		企业风险低(risk=0)	
	msr	accratio	msr	accratio
PE	-0.004 (-0.96)	-0.002 (-1.32)	-0.007*** (-4.09)	-0.002** (-2.11)
Constant	0.044 (0.63)	0.179*** (6.58)	0.138*** (3.04)	0.067*** (3.15)
Control	已控制	已控制	已控制	已控制
样本量	1786	1786	3435	3435
R ²	0.212	0.143	0.181	0.036

注:限于篇幅,本表没有报告控制变量的具体数据。

由Panel A可知,无论产品市场竞争程度是高还是低,PE均能显著降低第一类代理成本(msr),而只有在产品市场竞争程度较低时,PE才能显著降低第二类代理成本(accratio)。出现上述结果,可能是因为PE作为股东,对于管理层的“侵占”行为比较敏感,因而施加了更多的监督,即使在外部市场约束比较好的情况下,也能发挥显著的治理作用。因此,H3a得到验证。

由Panel B可知,PE仅在企业风险较低的时候,才能显著地降低两类代理成本,缓和委托代理矛盾。而在企业风险较高的时候,管理层和控股股东为了保持公司经营稳健,获得超额利润,会付出更多的“经理人才能”,拥有更多的“自由裁量权”。所以,PE的治理阻力会相对增加,降低代理成本会较为困难,从而H3b成立。

3. 稳健性检验。为了保证研究结论的稳健性,本文进行如下处理:首先,对样本所有连续变量进行1%和99%的Winsorize处理后,重新对上述模型进行回归,发现结果与之前无实质差异。其次,为了解决内生性问题,采用Heckman(1979)提出的两阶段模型进行回归,结果与结论一致,即不存在反向因果的关系。最后,参考王会娟等(2014)的做法,将PE样本进行扩充,采用广义PE作为自变量,与两类代理成本进行

回归,得到的结果与之前一致。同时,也参考Ang等(2000)的研究,用营业费用率和财务费用率来替代管理费用率,作为第一类代理成本,发现结果依然没有变化。说明本文的结论是稳健的。

六、研究结论

本文利用2006~2014年中小板和创业板上市公司的PE介入数据,实证检验了PE对被投资企业委托代理矛盾的影响。结果发现,PE介入的公司两类代理成本均比较低,能够有效地抑制管理层“侵占”和控股股东“剥夺”,从而缓和委托代理矛盾。进一步研究发现,具有外资背景的PE和进行联合投资的PE能够进一步降低代理成本,缓解被投资企业的委托代理冲突。

此外,在不同的产品市场竞争程度和企业风险条件下,PE的治理作用也存在差异。一方面,在企业风险较低的时候,PE能够显著降低两类代理成本,而在企业风险较高的时候,该作用不显著。这说明管理层和控股股东对自身的“经理人才能”要求超额回报,PE不容易在公司内部人对业绩产生巨大影响时进行治理活动。另一方面,由于产品市场竞争对董事会监督的替代作用,PE对处于竞争较为充分行业的被投资企业治理作用不显著,然而,由于PE对管理层侵占比较“敏感”,无论产品市场竞争是否充分,PE都能显著降低第一类代理成本。

本文的研究反映了私募股权投资机构的公司治理效应。PE作为一类机构投资者,是被投资企业的“积极股东”,为了维护自身的利益,他们有能力也有意愿限制管理层和控股股东的利己行为,抑制他们的道德风险和逆向选择,约束他们的“侵占”和“剥夺”行为,保护公司的外部投资者。因此,PE的介入可以降低被投资公司的信息不对称,减少内部人和外部人的利益冲突,缓和委托代理矛盾。此外,外资背景和联合投资PE的治理效应,以及产品市场竞争和企业风险的调节影响,均能够影响企业和私募股权投资机构的选择,有利于指导PE更好地发挥治理作用。

主要参考文献:

陈工孟,俞欣,寇祥河.风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响——不同证券市场的比较[J].经济研究,2011(5).

窦欢,王会娟.私募股权投资与证券分析师新股关注[J].会计研究,2015(2).

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).

胡志颖,周璐,刘亚莉.风险投资、联合差异和创业板IPO公司会计信息质量[J].会计研究,2012(7).

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).

李小荣,张瑞君.股权激励影响风险承担:代理成本还是风险规避?[J].会计研究,2014(1).

宁向东.公司治理理论[M].北京:中国发展出版社,2005.

王会娟,张然.私募股权投资与被投资企业薪酬契约——基于公司治理视角的研究[J].管理世界,2012(9).

王会娟,张然,胡诗阳.私募股权投资与现金股利政策[J].会计研究,2014(10).

魏志华,吴育辉,李常青.家族控制,双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J].金融研究,2012(7).

张学勇,廖理.风险投资背景与公司IPO:市场表现与内在机理[J].经济研究,2011(6).

张兆国,何威风,闫炳乾.资本结构与代理成本——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(11).

赵龙凯,岳衡,矫堃.出资国文化特征与合资企业风险关系探究[J].经济研究,2014(1).

Ang J. S., Cole R. A., Lin J. W.. Agency costs and ownership structure[J]. The Journal of Finance,2000(1).

Baker M., Gompers P. A.. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering[J]. Social Science Electronic Publishing,2003(2).

Cotter J. F., Peck S. W.. The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist[J].Journal of Financial Economics,2001(1).

Gompers P. A.. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital[J]. The Journal of Finance,1995(5).

Gordon L. A., Loeb M. P., Tseng C. Y.. Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective [J]. Journal of Accounting and Public Policy,2009(4).

Hochberg Y. V.. Venture capital and corporate governance in the newly public firm [J]. Review of Finance,2012(2).

Jensen M. C., Meckling W.. Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics,1976(1).

Lerner J.. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms[J].The Journal of Finance,1995(1).

Marciukaityte D., Park J. C.. Market competition and earnings management[J]. SSRN Electronic Journal,2009(3).

Wright M., K. Amess, C. Weir, S. Girma. Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect [J]. Corporate Governance: An International Review,2009(3).

作者单位:北京大学光华管理学院,北京100871