

# 代理成本、分析师关注与企业资本错配

## ——基于管理层与控股股东自利视角

曹玉珊 熊琴 谢雨晴

**摘要：**以2012~2017年沪深A股上市公司为样本，探讨代理成本是否是企业营业活动间资本错配的关键成因之一，并进一步研究分析师关注对代理成本与企业资本错配的调节效应。实证结果表明：代理问题越严重，企业资本错配的程度越大；分析师关注缓解了第一类代理成本与企业资本错配的关系，但对第二类代理成本与企业资本错配的关系无显著影响。本研究扩展了代理成本经济后果的研究，并丰富了微观层面资本配置的相关研究，提醒企业加强外部监督机制的重视和利用，从而为治理企业资本错配提供新的解决思路。

**关键词：**代理成本；资本错配；分析师关注

**中图分类号：**F275.1 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2019)06-0048-11

### 一、引言

资本配置是企业重要的财务决策之一，是企业生存与发展的基础，影响着宏观经济增长速度和质量的关键动力。而资本错配现象阻碍了我国经济稳定、可持续发展(邢天才和庞士高, 2015)，因此，如何提高企业的内部资本配置效率，缓解资本错配，对我国经济稳定、高质量发展至关重要，也是一直以来理论界和实务界都关注的重要问题。所以本文拟从企业内部成因视角，研究代理成本是否是引发企业资本配置低效的关键成因，为提高企业资本配置效率提供新的解决思路。在资本市场中，分析师扮演着信息中介以及揭露公司管理层与控股股东不当行为的双重角色，成为引导资金流向的主要力量(Dyck等, 2010)。那么公司是否应该更加注重分析师这一主体的存在，利用其外部监督作用，约束公司代理问题，规范管理层和控股股东的自利行为？

本文选取2012~2017年我国沪深A股上市公司为研究样本，在理论分析的基础上，实证检验企业代理成本与资本错配的关系，并进一步探究分析师关注对两类代理成本与资本错配关系的调节效应。研究结果表明：第一类、第二类代理成本均与企业资本错配显著负相关；分析师关注缓解了第一类代理成本与企业资本错配的关系，而对第二类代理成本与资本错配关系无显著调节作用。本文的研究拓展了代理成本的研究视角，丰富了微观资本配置的相关研究，也提醒企业加强对分析师关注的重视，为公司降低代理成本，从而减少资本错配提供新的解决思路。

### 二、理论分析与研究假设

#### (一)代理成本与企业资本错配

基于完美资本市场假设，资本会由资本回报率低的项目流向资本回报率高的项目，直至达到均衡状态。现实市场中存在诸多因素会导致企业资本配置偏离帕累托最优状

收稿日期：2019-08-05

基金项目：江西省高校人文社会科学研究项目(GL18130)

作者简介：曹玉珊，江西财经大学会计学院教授，博士生导师；

熊琴，江西财经大学会计学院硕士研究生；

谢雨晴，江西财经大学会计学院硕士研究生。

态。由于企业内部实际所有权和经营权的分离,在提高企业专业化管理的同时,也给企业带来一些问题:代理问题严重、公司治理不完善、股权集中度高等等。而代理问题会导致企业出现道德风险和逆向选择(Stein, 2003)。

从“经济人假设”角度解释,在理性“经济人”的各利益主体之间存在利益冲突时,追求各自效用满足的驱使下他们的行为都具有机会主义倾向。企业投资决策的目标是以较低的投资风险和资金投放取得较大的投资收益,然而管理层的目标是获得自身利益最大化,一定程度上会偏离公司利益最大化目标,使资本配置偏离最优水平,引起资本配置的低效率。Bebchuk和Fried(2002; 2003)在研究中指出,管理层会通过股东授予其在企业的管理权,来实现自身利益最大化。管理层掌握企业经营、投资、融资等活动,决定企业资本在经营活动、投资活动之间的配置,当管理层出现自利行为,企业资本在营业活动间的配置不是对企业经营活动、投资活动效率的理性评估。因此管理层会为了自身利益,利用职权展开一系列行为。Fahlenbrach(2009)研究发现CEO权力与其薪酬总额显著正相关,对于上任不久且未得到认可的CEO,可能为了快速赢得声誉而动用手中的权力进行一系列短期行为,比如在短时间内大量增加经营资产来快速扩张,或者致力于衍生品投机,而忽略核心生产力等系列边际回报率递减的营业活动,从而损害股东的长远利益(Narayanan, 1985)。Roll(1986)分析了管理者过度自信在企业并购中的影响,认为存在过度自信的管理者往往会高估并购带来的收益,从而发生没有价值即报酬率低的并购行为。

当处于第二类代理成本时,控股股东可能会通过各种手段对公司资产进行掠夺。控股股东存在自利动机时,已不是一般所认为的大股东能对公司管理层自利行为起到一定监督作用,在某种程度上可能与管理层进行合谋(罗建兵和许敏兰, 2007),对公司进行“掏空”,进行内部资本配置活动。在内部资本市场资本配置时,刘星等(2010)研究集团内部资本市场的掏空行为时,认为在集团内部资本市场,控股股东可以通过资金融通和资本重新配置手段来获得利益最大化。Fazzari等(1993)认为经营资本和投资资本是一种“此增彼减”的竞争关系,控股股东侵占公司资源、占用资本的自利行为,势必会影响公司两类资金的配置。控股股东通过内部交易或关联交易、不公平定价掠夺中小股东利益(Johnson, 2000; Claessens, 2002),而关联交易掠夺上市公司资源主要体现为利益输出型关联交易(段亚林, 2001)。不管是控股股东通过经营类活动或是投资类活动进行关联交易,最终都是低回报。控股股东在侵占公司资源这一过程中,通过关联交易等形式会造成资

本从高回报流向至低回报的活动中,造成企业营业活动间的资本错配。

基于上述分析,本文提出假设1:

假设1a:第一类代理成本与企业资本错配显著负相关,即管理层与股东利益矛盾越冲突,企业资本错配程度越严重。

假设1b:第二类代理成本与企业资本错配显著负相关,即控股股东与中小股东利益矛盾越冲突,企业资本错配程度越严重。

## (二)代理成本、分析师关注与企业资本错配

大量研究表明分析师不仅对企业价值的提升发挥重要的作用,同时可以减少管理层与股东的第一类代理成本和控股股东与中小股东的第二类问题,从而抑制管理者或控股股东利益最大化的自利行为(Jensen和Meckling, 1976; Moyer等, 1989)。Lang等(2004)、Bushman等(2005)指出分析师是资本市场中重要的信息中介和外部监督力量,他们能够增加资本市场中的信息含量,改善公司的信息环境。分析师作为资本市场中重要的信息中介,能够有效降低公司内外信息的不对称,对管理者和控股股东机会主义有一定的缓解作用。信息不对称是引起代理成本的重要原因。分析师作为重要的信息媒介,监督的主要作用途径是通过发布分析报告,向市场传递公司的信息,来降低投资者和其他利益相关方与公司之间的信息不对称程度。随着分析师关注的增加,公司的信息不仅更加丰富和透明,通过分析师的传播渠道,公司信息也在更大范围内传递给投资者及其他利益相关方,他们与公司之间的信息不对称程度显著降低。利用分析师的信息,投资者及其他利益相关方可以对管理层和控股股东的行为进行监督和质疑,降低了他们机会主义行为的动机,缓解企业二类代理问题。谭雪(2016)在研究分析师对公司治理作用时,发现分析师关注能有效降低两类代理成本,甚至分析师的治理作用可以替代部分审计的治理作用。王苏生等(2014)在研究分析师是否存在外部治理作用时,结合本国实际情况,发现分析师的确存在外部监督的功能。一方面,分析师通过向企业提供更多的市场与行业层面信息(Chan和Hameed, 2006; Crawford等, 2012),能够提升管理层对市场与行业的预判能力,并对投资活动或经营活动回报率进行合理、准确评估,减少其未来将资本错误地配置至低回报率活动中。另一方面,现有文献对于分析师关注的研究也延伸到了公司治理和监管方面。Yu(2008)通过发放问卷的方式探究分析师关注的公司治理效应,研究发现分析师关注越高,企业管理层越会谨慎地进行经营和财务决策,可以有效地降低管理层操纵利润的行为。李晓玲和任宇(2013)认为分析师关注与审

计监督质量显著负相关,即分析师关注具有外部监督的作用,是审计监督的替代变量。分析师关注可以作为重要的外部监督机制弥补企业治理的缺陷,企业代理问题毫无疑问也会受到分析师的监督 and 制约。分析师关注所带来的监督和制约作用可以抑制管理层的自利行为和大股东的“掏空行为”,增加管理层非理性决策和大股东内部交易的机会成本,促使企业资本错配情况的减少(戴书松,2019)。所以分析师关注能缓解代理问题与企业资本错配的关系。

基于上述分析,本文提出假设2:

假设2a:分析师关注可以缓解第一类代理成本与企业资本错配的关系。

假设2b:分析师关注可以缓解第二类代理成本与企业资本错配的关系。

### 三、研究设计

#### (一)样本与数据来源

本文选取2012~2017年沪深A股上市公司为样本,并按照以下顺序对数据进行处理:(1)由于金融业会计处理的特殊性,故剔除金融业公司;(2)剔除ST类公司;(3)由于数据库中构成资本错配指标的部分数据缺失,故手工查询原始数据进行补漏;(4)使用Winsorize对数据在5%和95%双侧缩尾,目的是剔除存在异常值的样本;(5)剔除资不抵债的公司;(6)删除样本数据低于3年的公司;(7)对以上回归变量处理完后,剔除回归变量的缺失值。最终得出10999条样本数据。本文数据来源于国泰安CSMAR数据库,采用的统计软件为Stata14.0。

#### (二)模型与变量

##### 1.研究模型

为检验假设1,建立以下模型:

$$CMs = \beta_0 + \beta_1 AC + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 FCF + \beta_6 ASI + \beta_7 HOLD + \beta_8 BOARD + \beta_9 IND + \beta_{10} AGE + \beta_{11} SOE + YEAR + INDUSTRY + \varepsilon \quad (1)$$

为检验假设2,本文在模型(1)的基础上,建立以下模型:

$$CMs = \beta_0 + \beta_1 AC + \beta_2 ANALYST + \beta_3 AC \times ANALYST + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 FCF + \beta_8 ASI + \beta_9 HOLD + \beta_{10} BOARD + \beta_{11} IND + \beta_{12} AGE + \beta_{13} SOE + YEAR + INDUSTRY + \varepsilon \quad (2)$$

##### 2.关键变量

###### (1)企业资本错配(CMs)

企业资本错配是指企业将更多资本投入到不能产生高效率的经营活动或投资活动,反映资本配置结构与效率之间的不匹配程度。本文借鉴王竹泉等(2017)基于营运资金重分类视角构建企业资本错配指标(CMs)。CMs数值越小,营业活动间的资本错配程度越大。计算公式如下:

$$CMs = \left( \frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right) \times \left( \frac{c_{i,t} + c_{i,t-1}}{C_t + C_{t-1}} - \frac{c_{j,t} + c_{j,t-1}}{C_t + C_{t-1}} \right)$$

其中,下标i,j分别表示投资活动、经营活动,  $r_{i,t}$ 、 $r_{j,t}$  分别表示投资活动资本回报率、经营活动资本回报率,  $c_{i,t}$ 、 $c_{j,t}$ 、 $C_t$  分别表示第t期期末投资活动资本、经营活动资本、总资产,  $c_{i,t-1}$ 、 $c_{j,t-1}$ 、 $C_{t-1}$  分别表示第t期期初投资活动资本、

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业资本错配	CMs	参考王竹泉(2017),基于营业活动重新分类视角构建,具体含义及方法已在文中列示
解释变量	第一类代理成本	AC <sub>1</sub>	管理费用/营业收入
	第二类代理成本	AC <sub>2</sub>	其他应收款/总资产
调节变量	分析师关注	ANALYST	ln(分析师跟踪数量+1)
控制变量	公司规模	SIZE	年末资产总额的对数
	财务杠杆	LEV	用资产负债率表示
	成长能力	GROWTH	用营业收入增长率表示
	自由现金流量	FCF	经营现金净流量/总资产
	资产专用性	ASI	固定资产净值、在建工程、无形资产与长期待摊费用之和占企业总资产的比例
	股权集中度	HOLD	第一大股东持股比例
	董事规模	BOARD	董事会总人数
	独立董事占比	IND	独立董事人数/董事会人数
	上市年限	AGE	当年年度-上市年度
	股权性质	SOE	虚拟变量,上市公司股权性质为国有时取1,否则取0

经营活动资本、总资本。Risk 衡量经营活动与投资活动的风险,采用第 $t-1$ 年至第 $t+1$ 年(三年)各营业活动回报率的滚动取值的标准差来表示。

#### (2)代理成本(AC)

企业代理成本通常被分为两类。参考罗琦和罗洪鑫(2017)的研究,第一类代理成本用管理费用率( $AC_1$ )表示;参考姜国华和岳衡(2005)、罗进辉等(2017)的研究,大股东对公司利益侵占往往通过更为隐秘的“其他应收款”实现,所以第二类代理成本用其他应收款占比( $AC_2$ )表示。

#### (3)分析师关注(ANALYST)

分析师关注通常被用来衡量上市公司受到外部监督或被关注的程度。本文借鉴 Yu(2008)的方法,采用一年内在内有多少个分析师(团队)对该公司进行过跟踪分析来表示,不单独列出其成员计算数量,一个团队数量定义为1。第 $t$ 期对 $i$ 公司分析关注的人数加1取自然对数。

本文变量定义详见表1。

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

各回归变量的描述性统计见表2和表3。

表2 描述性统计

变量	个数	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
CMs	10 999	1.2190	0.4235	8.9371	-2.3084	2.6863
$AC_1$	10 999	0.0959	0.0821	0.2575	0.0202	0.0615
$AC_2$	10 999	0.0149	0.0084	0.0706	0.0007	0.0174
ANALYST	10 999	1.5685	1.6094	3.2958	0	1.1096
SIZE	10 999	22.2542	22.1364	24.3714	20.1537	1.1350
LEV	10 999	0.4480	0.4458	0.8031	0.1008	0.2027
GROWTH	10 999	0.1759	0.1315	0.9328	-0.2847	0.2902
FCF	10 999	0.0423	0.0410	0.1662	-0.0841	0.0611
ASI	10 999	0.3215	0.2917	0.7226	0.0331	0.1976
HOLD	10 999	0.3461	0.3272	0.6278	0.1377	0.1420
BOARD	10 999	8.7076	9.0000	12.0000	6.0000	1.4850
IND	10 999	0.3698	0.3333	0.4545	0.3333	0.0436
AGE	10 999	11.0311	11.0000	20.0000	0.0000	6.2978
SOE	10 999	0.4459	0.0000	1.0000	0.0000	0.4971

表3 分组t检验结果

变量	$CMs \geq 0$		$CMs < 0$		MeanDiff
	个数	均值	个数	均值	
CMs	7 122	2.3820	3 877	-0.9180	3.3010***
$AC_1$	7 122	0.0900	3 877	0.1070	-0.0170**
$AC_2$	7 122	0.0150	3 877	0.0150	-0.0010**
ANALYST	7 122	1.6730	3 877	1.3760	0.2970***
SIZE	7 122	22.2870	3 877	22.1940	0.0940***
LEV	7 122	0.4500	3 877	0.4440	0.0070
GROWTH	7 122	0.1900	3 877	0.1500	0.0400***
FCF	7 122	0.0460	3 877	0.0360	0.0100***
ASI	7 122	0.3250	3 877	0.3160	0.0090**
HOLD	7 122	0.3470	3 877	0.3450	0.0020
BOARD	7 122	8.7140	3 877	8.6950	0.0190
IND	7 122	0.3690	3 877	0.3710	-0.0020*
AGE	7 122	10.7080	3 877	11.6250	-0.9170***
SOE	7 122	0.4190	3 877	0.4960	-0.0770***

注:\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。下同

表4 主要变量 Pearson 相关系数

	CMs	AC <sub>1</sub>	AC <sub>2</sub>	ANALYST	SIZE	LEV	GROWTH	FCF	ASI	HOLD	BOARD	IND	AGE	SOE
CMs	1													
AC <sub>1</sub>	-0.130 <sup>***</sup>	1												
AC <sub>2</sub>	-0.044 <sup>***</sup>	-0.001	1											
ANALYST	0.151 <sup>***</sup>	-0.095 <sup>***</sup>	-0.082 <sup>***</sup>	1										
SIZE	0.084 <sup>***</sup>	-0.422 <sup>***</sup>	0.047 <sup>***</sup>	0.352 <sup>***</sup>	1									
LEV	0.030 <sup>***</sup>	-0.362 <sup>***</sup>	0.228 <sup>***</sup>	-0.074 <sup>***</sup>	0.513 <sup>***</sup>	1								
GROWTH	0.055 <sup>***</sup>	-0.020 <sup>***</sup>	-0.004	0.115 <sup>***</sup>	0.041 <sup>***</sup>	0.014	1							
FCF	0.102 <sup>***</sup>	-0.088 <sup>***</sup>	-0.170 <sup>***</sup>	0.198 <sup>***</sup>	0.038 <sup>***</sup>	-0.169 <sup>***</sup>	-0.006	1						
ASI	0.087 <sup>***</sup>	-0.062 <sup>***</sup>	-0.217 <sup>***</sup>	-0.024 <sup>***</sup>	0.076 <sup>***</sup>	0.064 <sup>***</sup>	-0.050 <sup>***</sup>	0.260 <sup>***</sup>	1					
HOLD	-0.005	-0.204 <sup>***</sup>	-0.079 <sup>***</sup>	0.093 <sup>***</sup>	0.239 <sup>***</sup>	0.086 <sup>***</sup>	-0.015	0.106 <sup>***</sup>	0.070 <sup>***</sup>	1				
BOARD	0.028 <sup>***</sup>	-0.130 <sup>***</sup>	0.010	0.089 <sup>***</sup>	0.264 <sup>***</sup>	0.165 <sup>***</sup>	-0.030 <sup>***</sup>	0.051 <sup>***</sup>	0.165 <sup>***</sup>	0.028 <sup>***</sup>	1			
IND	-0.020 <sup>***</sup>	0.052 <sup>***</sup>	0.023 <sup>***</sup>	-0.007	-0.010	-0.019 <sup>***</sup>	0	-0.030 <sup>***</sup>	-0.056 <sup>***</sup>	0.040 <sup>***</sup>	-0.507 <sup>***</sup>	1		
AGE	-0.049 <sup>***</sup>	-0.129 <sup>***</sup>	0.113 <sup>***</sup>	-0.200 <sup>***</sup>	0.311 <sup>***</sup>	0.354 <sup>***</sup>	-0.090 <sup>***</sup>	-0.029 <sup>***</sup>	0.038 <sup>***</sup>	-0.045 <sup>***</sup>	0.128 <sup>***</sup>	-0.047 <sup>***</sup>	1	
SOE	-0.048 <sup>***</sup>	-0.180 <sup>***</sup>	0.014	-0.092 <sup>***</sup>	0.325 <sup>***</sup>	0.294 <sup>***</sup>	-0.093 <sup>***</sup>	0.005	0.175 <sup>***</sup>	0.203 <sup>***</sup>	0.246 <sup>***</sup>	-0.059 <sup>***</sup>	0.476 <sup>***</sup>	1

从表2和表3的结果可以得出：(1)CMs均值1.2190，标准差2.6863。在全部10999个样本观察值中，共有3877个资本错配情况的出现，占总样本的35.25%，说明在中国上市公司中存在较为严重的资本错配现象。(2)从表2和表3中可以看出，AC<sub>1</sub>、AC<sub>2</sub>均值分别为0.0959和0.0149，由表3可以看出，两者均通过均值差异检验的显著性测试，表明在存在严重资本错配的企业中AC<sub>1</sub>、AC<sub>2</sub>的均值显著大于不存在资本错配的企业，一定程度上说明代理成本会影响营业活动间的资本错配。(3)ANALYST的均值是1.5685，标准差1.1096，说明分析师关注差异很大。在存在严重资本错配的企业中，分析师均值为1.3760，明显低于不存在严重资本错配企业的1.6730。(4)SIZE标准差1.1350，说明各企业规模差异显著。LEV、GROWTH、FCF标准差都较小，说明这些指标在各公司相差不大。(5)ASI均值为0.3215，说明上市公司专用性投资较少。(6)BOARD、IND均值分别为8.7076、0.3698，说明上市公司董事平均由近9人组成，而独立董事占36.98%左右。(7)AGE均值为11.0311年，标准差6.2978，说明我国上市公司普遍年轻且各企业之间上市年限差异明显。(8)SOE均值为0.4459，在上市公司中国有企业占44.59%。

(二)相关性分析

对主要变量进行Pearson相关性分析，结果见表4。(1)第一类代理成本(AC<sub>1</sub>)、第二类代理成本(AC<sub>2</sub>)与企业资本错配指标(CMs)显著负相关，与假设1一致。(2)分析师关注(ANALYST)与企业资本错配显著正相关，且分析师关注与第一类代理成本和第二类代理成本显著负相关。(3)控制变量企业规模(SIZE)和资产负债率(LEV)等与企业资本错配显著正相关，独董占比(IND)、上市年限(AGE)、产权性质(SOE)等与企业资本错配也存在显著负相关关系，一定程度上表明这些控制变量也会影响企业资本错配程度。(4)各变量间相关系数的绝对值大多数低于0.5，说明变量之间不存在严重的共线性问题。

(三)回归分析

1.代理成本与企业资本错配回归结果

在控制年度和行业的基础上，本文对第一类代理成本和第二类代理成本与企业资本错配进行回归，回归结果如表5所示。两类代理成本与企业资本错配的回归系数分别为-4.6372、-3.4063，且分别在1%和5%的水平上显著，验证了假设1a和假设1b。回归结果中的控制变量符号与理论预期相同。企业规模、资产负债率回归系数与企业资本错配显著正相关，说明企业规模和资产负债率越高、越大，一定程度上能缓解企业的资本配置低效状态。而股权集中度会加剧大股东的“掏空”行为，导致企业营业活动

间资本错配的程度更高。

## 2. 代理成本、分析师关注与企业资本错配回归结果

关于代理成本、分析师关注与企业资本错配的回归结果见表6。结果显示：第一类代理成本、第二类代理成本与企业资本错配仍然呈现显著的负相关关系，进一步验证了H1a和H1b；在加入调节变量分析师关注时，第一类代理成本与分析师关注的交乘项( $AC_1 \times ANALYST$ )与企业资本错配( $CMs$ )之间回归系数为1.0079，在1%水平上显著正相关，而第二类代理成本与分析师关注的交乘项( $AC_2 \times ANALYST$ )与企业资本错配( $CMs$ )之间正相关，回归系数为0.3430，但不显著。回归结果说明，分析师关注的增加会显著抑制第一类代理成本引起企业资本错配程度

表5 代理成本与企业资本错配回归结果

	(1)	(2)
$AC_1$	-4.6372*** (-9.3789)	
$AC_2$		-3.4063** (-2.1734)
SIZE	0.1434*** (4.6378)	0.2142*** (7.1318)
LEV	0.3883*** (4.4684)	0.3987*** (4.5711)
GROWTH	3.3461*** (7.5460)	3.7708*** (8.5115)
FCF	0.1238 (0.7557)	0.4706*** (2.8552)
ASI	0.8949*** (5.6192)	0.7762*** (4.7965)
HOLD	-0.6986*** (-3.6382)	-0.5752*** (-2.9874)
BOARD	0.0113 (0.5359)	0.0090 (0.4256)
IND	-0.4404 (-0.6529)	-0.6605 (-0.9757)
AGE	-0.0302*** (-5.9705)	-0.0323*** (-6.3621)
SOE	-0.3024*** (-4.8226)	-0.3064*** (-4.8644)
Constant	-2.0327*** (-2.8830)	-3.9466*** (-5.8410)
INDUSTRY	YES	YES
YEAR	YES	YES
Observations	10 999	10 999
R-squared	0.0585	0.0513
F	20.51	17.99

的增大，但不会显著缓解第二类代理成本引起企业资本错配程度增大的负面影响，回归结果支持了假设2a。

## (四) 稳健性检验

为了保证回归结果的稳健性，本文进行以下稳健性检验。

### 1. 改变替代变量的度量指标。(1) 第一类代理成本以

表6 代理成本、分析师关注与企业资本错配回归结果

	(1)	(2)
$AC_1$	-4.4378*** (-8.8470)	
$AC_1 \times ANALYST$	1.0079*** (2.6671)	
$AC_2$		-2.7053* (-1.6961)
$AC_2 \times ANALYST$		0.3430 (0.2628)
ANALYST	0.3215*** (11.6442)	0.3126*** (11.2825)
SIZE	-0.0433 (-1.2463)	0.0310 (0.9105)
LEV	0.3103*** (3.5828)	0.3269*** (3.7573)
GROWTH	2.4482*** (5.4746)	2.9678*** (6.6466)
FCF	0.4942*** (2.9805)	0.8192*** (4.9107)
ASI	1.0481*** (6.5964)	0.9137*** (5.6600)
HOLD	-0.6155*** (-3.2226)	-0.4971*** (-2.5948)
BOARD	0.0046 (0.2199)	0.0025 (0.1169)
IND	-0.3680 (-0.5489)	-0.6042 (-0.8976)
AGE	-0.0162*** (-3.1387)	-0.0193*** (-3.7160)
SOE	-0.2551*** (-4.0829)	-0.2560*** (-4.0771)
Constant	1.2833* (1.6845)	-0.3093 (-0.4147)
YEAR	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES
Observations	10 999	10 999
R-squared	0.0701	0.0620
F	23.42	20.66

经营费用率(AC<sub>1\_b</sub>)作为替代变量,第二类代理成本借鉴苏冬蔚和熊家财(2013),以控制企业规模、资产负债率、企业业绩、第一大股东持股、第二至第五大股东持股、两职合一、行业、年度变量后回归得到的其他应收款残差(AC<sub>2\_b</sub>)作为替代变量。(2)由于货币资金和投资性房地产持有

动机的多样性,货币资金和投资性房地产划分为投资活动还是经营活动可能影响回归结论,因此本文尝试将货币资金和投资性房地产划分到经营活动中去,构建CMs\_b指标,用该指标衡量资本错配。改变度量指标后,回归结果如表7和表8所示,对回归系数及显著性均无太大影响,与

表7 自变量替代变量法稳健性测试

	模型1		模型2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
AC <sub>1_b</sub>	-1.8097*** (-6.8066)	-2.0150*** (-7.5867)		
AC <sub>1_b</sub> × ANALYST		0.6888*** (3.3420)		
AC <sub>2_b</sub>			-2.8192* (-1.7974)	-2.4016 (-1.4989)
AC <sub>2_b</sub> × ANALYST				-0.2542 (-0.1814)
ANALYST		0.3331*** (12.0273)		0.3132*** (11.3069)
SIZE	0.1794*** (5.8890)	-0.0203 (-0.5883)	0.2181*** (7.2721)	0.0340 (1.0015)
LEV	0.2023 (1.2334)	0.5526*** (3.3375)	0.4030** (2.4920)	0.7651*** (4.6663)
GROWTH	0.3926*** (4.5090)	0.3096*** (3.5705)	0.3994*** (4.5786)	0.3265*** (3.7530)
FCF	3.7554*** (8.5092)	2.7185*** (6.0843)	3.7886*** (8.5555)	2.9758*** (6.6701)
ASI	0.7593*** (4.7521)	0.9282** (5.8181)	0.7848*** (4.8461)	0.9222*** (5.7107)
HOLD	-0.6189*** (-3.2233)	-0.5501*** (-2.8837)	-0.5395*** (-2.8083)	-0.4677** (-2.4468)
BOARD	0.0148 (0.6955)	0.0082 (0.3890)	0.0089 (0.4170)	0.0023 (0.1089)
IND	-0.4481 (-0.6626)	-0.3512 (-0.5228)	-0.6680 (-0.9867)	-0.6113 (-0.9082)
AGE	-0.0311*** (-6.1426)	-0.0167*** (-3.2289)	-0.0325*** (-6.4026)	-0.0195*** (-3.7692)
SOE	-0.3209*** (-5.1029)	-0.2736*** (-4.3701)	-0.3058*** (-4.8536)	-0.2551*** (-4.0612)
Constant	-2.9898*** (-4.3298)	0.7451 (0.9852)	-4.0796*** (-6.0545)	-0.3145 (-0.4217)
YEAR	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES
Observations	10 999	10 999	10 999	10 999
Adj. R <sup>2</sup>	0.0549	0.0679	0.0512	0.0620
F	19.25	22.66	17.95	20.63

前文结论基本一致,通过了稳健性测试。

2. 采用工具变量法。由于分析师关注可能存在自选择性,本文参考李春涛等(2014)的方法,将是否入选沪深300股(本年入选沪深300股名单记为1,否则为0)作为工具变量进行回归。因为分析师往往会选择关注那些沪深

300股的名单,而入选沪深300股的股票与单个企业的资本配置行为的相关性较低,但却会影响企业本身的关注度。回归结果如表9所示,在控制分析师内生性后,回归结果与前文无显著变化,通过了稳健性测试。

3. 选用滞后一期代理成本进行回归,以进一步解决企

表8 因变量替代变量法稳健性测试

	模型1		模型2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
AC <sub>1</sub>	-5.4812*** (-9.9229)	-5.1463*** (-9.1994)		
AC <sub>1</sub> × ANALYST		1.5798** (3.7485)		
AC <sub>2</sub>			-4.8615*** (-2.7756)	-3.7113** (-2.0849)
AC <sub>2</sub> × ANALYST				1.5070 (1.0347)
ANALYST		0.4015*** (13.0382)		0.3889*** (12.5793)
SIZE	0.1723*** (4.9904)	-0.0597 (-1.5402)	0.2552*** (7.6038)	0.0266 (0.7021)
LEV	0.4841*** (4.9864)	0.3858*** (3.9944)	0.4957*** (5.0845)	0.4078*** (4.2003)
GROWTH	5.7201*** (11.5463)	4.5833*** (9.1901)	6.2061*** (12.5345)	5.2191*** (10.4736)
FCF	-0.0061 (-0.0332)	0.4574** (2.4734)	0.4209** (2.2850)	0.8527*** (4.5804)
ASI	0.4398** (2.4718)	0.6375*** (3.5974)	0.2856 (1.5793)	0.4531** (2.5149)
HOLD	-0.8404*** (-3.9174)	-0.7331*** (-3.4417)	-0.7016*** (-3.2607)	-0.6032*** (-2.8215)
BOARD	0.0205 (0.8656)	0.0120 (0.5114)	0.0181 (0.7624)	0.0100 (0.4238)
IND	-0.1520 (-0.2017)	-0.0608 (-0.0813)	-0.4007 (-0.5296)	-0.3287 (-0.4376)
AGE	-0.0462*** (-8.1674)	-0.0285*** (-4.9502)	-0.0485*** (-8.5500)	-0.0321*** (-5.5367)
SOE	-0.3362*** (-4.7993)	-0.2783*** (-3.9945)	-0.3422*** (-4.8612)	-0.2801*** (-3.9974)
Constant	-2.2513*** (-2.8581)	1.8993** (2.2353)	-4.4859*** (-5.9406)	0.0477 (0.0574)
YEAR	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES
Observations	10 999	10 999	10 999	10 999
Adj. R <sup>2</sup>	0.0722	0.0870	0.0645	0.0778
F	25.46	29.32	22.68	26.06



业两类代理成本与营业活动间的资本错配的内生性问题。回归结果如表10所示,滞后一期第一类代理成本与资本错配仍然显著负相关,通过了稳健性测试;滞后一期第二类代理成本与资本错配显著负相关,通过了稳健性测试。

### 五、结论及建议

综合上述研究假设的回归结果的分析,可以得出以下

研究结论:企业两类代理成本与营业活动间的资本错配显著负相关,即两类代理问题越严重,企业营业活动资本错配程度越大;引入分析师关注作为调节变量,分析师关注会显著抑制第一类代理成本引起企业资本错配程度的增大,但对第二类代理成本引起企业资本错配程度的增大的负面影响抑制效果不显著。由此,提出以下建议:

1. 深入了解资本错配的成因,缓解代理问题。本文研究发现,两类代理成本可能会引发企业资本错配。这提醒利益相关者应更加关注企业委托代理关系,加强对管理层和控股股东行为的监管,减少企业管理层和控股股东的自利行为。一方面,需要通过相关制度设计,改变管理者与

表9 工具变量稳健性测试

	(1)	(2)
AC <sub>1</sub>	-11.4645*** (-4.3212)	
AC <sub>1</sub> × ANALYST	5.3821*** (2.7090)	
AC <sub>2</sub>		-15.0417** (-2.1306)
AC <sub>2</sub> × ANALYST		6.5504 (1.2661)
ANALYST	-1.3140*** (-2.8410)	-1.6524*** (-3.1799)
SIZE	0.6330** (2.0365)	1.1210*** (3.8020)
LEV	-0.7744 (-1.2411)	-1.2771** (-2.1775)
GROWTH	0.5601*** (3.6339)	0.7679*** (5.0123)
FCF	5.1952*** (3.4294)	7.8566*** (5.6367)
ASI	0.6710** (2.2803)	0.0640 (0.2190)
HOLD	-0.8190*** (-3.2959)	-0.9536*** (-3.6367)
BOARD	0.0260 (1.0441)	0.0423 (1.5955)
IND	-0.6014 (-0.8283)	-0.9263 (-1.1604)
AGE	-0.0607*** (-2.5912)	-0.0951*** (-4.4122)
SOE	-0.4491*** (-4.3296)	-0.5616*** (-5.1681)
YEAR	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES
Constant	-9.9513* (-1.7825)	-19.5434*** (-3.8126)
Observations	10 999	10 999
Wald chi <sup>2</sup>	646.18	462.90

表10 代理成本与资本错配内生性检测

	(1)	(2)
AC <sub>1(n-1)</sub>	-3.4068*** (-5.8031)	
AC <sub>2(n-1)</sub>		-0.9497* (-1.6978)
SIZE	0.2013*** (5.4852)	0.2544*** (7.1442)
GROWTH	0.4395*** (4.2713)	0.4402*** (4.2677)
FCF	3.6268*** (6.8639)	3.9079*** (7.4044)
LEV	-0.1042 (-0.5369)	0.0998 (0.5131)
ASI	0.8876*** (4.7179)	0.8474*** (4.4497)
HOLD	-0.8159*** (-3.5604)	-0.7059*** (-3.0780)
BOARD	0.0045 (0.1793)	0.0022 (0.0870)
IND	-0.9235 (-1.1512)	-1.0942 (-1.3617)
AGE	-0.0323*** (-5.3700)	-0.0339*** (-5.6199)
SOE	-0.3045*** (-4.1618)	-0.3017*** (-4.1122)
YEAR	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES
Constant	-2.8562*** (-3.4046)	-4.3013*** (-5.3546)
Observations	8 215	8 215
Adj.R <sup>2</sup>	0.0571	0.0533
F	15.64	14.60

控制人的激励结构,促使其利益与公司及社会利益趋于一致;另一方面,应加强对中小股东的产权保护,提高中小股东的话语权。

2. 促进企业传统营业活动观念的转变,重视自身资本配置问题。企业合理配置资本的需求越来越迫切,传统的营业活动观念已经不再适用。企业应采用基于营业活动和经营活动重新分类的资本配置指标,以帮助企业发现前期资本配置中存在的缺陷,便于利益相关者提出切实可行的治理措施。

3. 重视分析师关注的治理功能。分析师关注提高了市场信息的透明度和公平性,一定程度上缓解了企业代理成本对资本错配的影响,为此,应重视分析师关注的治理功能,为更好发挥分析师的作用提供有利环境。

#### 主要参考文献:

- [1] 姜国华,岳衡.大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J].管理世界,2005,(9):119-126+157.
- [2] 李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J].金融研究,2014,(7):124-139
- [3] 刘星,代彬,郝颖.掏空、支持与资本投资——来自集团内部资本市场的经验证据[J].中国会计评论,2010,8(2):201-222.
- [4] 罗建兵,许敏兰.合谋理论的演进与新发展[J].产业经济研究,2007,(3):56-61.
- [5] 罗进辉,黄泽悦,朱军.独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J].中国工业经济,2017,(8):100-119.
- [6] 罗琦,罗洪鑫.代理问题、财务困境与投资——现金流敏感度[J].审计与经济研究,2017,32(5):52-61.
- [7] 谭雪.分析师关注的治理功用研究——基于两类代理成本的考察[J].证券市场导报,2016,(12):37-45.
- [8] 王苏生,兰召华,余臻,余涛.分析师关注的外部监督效应研究[J].大连理工大学学报(社会科学版),2014,35(3):33-38.
- [9] 王竹泉,段丙蕾,王苑琢,陈冠霖.资本错配、资产专用性与公司价值——基于营业活动重新分类的视角[J].中国工业经济,2017,(3):122-140.
- [10] 邢天才,庞士高.资本错配、企业规模、经济周期和资本边际生产率——基于1992—2013年我国制造业上市企业的实证研究[J].宏观经济研究,2015,(4):48-59.
- [11] 杨棉之.多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示[J].会计研究,2007,(11):44-49.
- [12] 赵健宇,孙光国.分析师关注、财务报告质量与股价波动同步性——来自中国上市公司的经验证据[J].财务研究,2016,(1):42-54.
- [13] Bebchuk, L. A., Fried, J. M., Walker, D. I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69(3):751-846.
- [14] Bebchuk, L. A., Fried, J. M. Executive as an Agency Problem[J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17: 71-92.
- [15] Bushman, R. M., Piotroski, J. D., Smith, A. J. Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms[J]. Journal of Finance, 2005, 60(1):35-66.
- [16] Dyck, A., Zingales, L. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? [J]. Journal of Finance, 2010, 65(6):2213-2253.
- [17] Fazzari, S. M., Petersen, B. C. Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints[J]. Rand Journal of Economics, 1993, 24(3):328-342.
- [18] Jensen, M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,(3):305-360.
- [19] Lang, M. H., Lins, K. V., Miller, D. P. Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?[J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(3):589-623.
- [20] Maksimovic, V., Phillips, G. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries? Theory and Evidence[J].The Journal of Finance, 2002, 57(2):721-767.
- [21] Modigliani, F., Miller, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. The American Economic Review, 1958, 48(3):261-297.
- [22] Moyer, R. C., Chatfield, R. E., Sisneros, P. M. Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1989, 24(4):503-512
- [23] Rajan, R., Henri, S., Zingales, L. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment[J].The Journal of Finance, 2000, 55(1):35-80.
- [24] Stein, J. Agency, Information and Corporate Investment[C]// Handbook of the Economics of Finance, Edited by Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. Elsevier, 2003, 36(4):111-165.
- [25] Yu, F. Analyst Coverage and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 188(2):245-271.

## Agency Costs, Analyst Concerns and Firm Capital Misallocation

——Based on the Self-Interest Perspective of Management  
and Controlling Shareholders

CAO Yu-shan, XIONG Qing, XIE Yu-qing

**Abstract :** Based on the 2012-2017 Shanghai and Shenzhen A-share listed company as the research sample, is it one of the key causes of the misallocation of capital between business activities? This paper further studies the analyst's attention to the regulatory effect of agency costs and firm capital misallocation. The empirical results show that there is a significant negative correlation between the two types of agency costs and the firm capital misallocation, that is, the more serious the agency problem, the greater the degree of firm capital misallocation; the analyst pays attention to alleviating the relationship between the first type of agency cost and the firm capital misallocation. However, there is no significant impact on the relationship between the second type of agency costs and firm capital misallocation. This study expands the research on the economic consequences of agency costs, and enriches the research on firm capital misallocation at the micro level, reminds firms to strengthen the emphasis and utilization of external supervision mechanisms, thus providing new solutions for firm capital misallocation.

**Key words :** agency costs; capital misallocation; analyst concerns

(责任编辑 杨亚彬)