

学校编码: 10384
学号: 17520141151129

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

论资排辈、分析师关注与代理成本——基
于中国资本市场的经验证据

Seniority, Analyst Coverage and Agency Costs——Evidence
from China

邱电

指导教师姓名: 杜兴强教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2017年4月

论文答辩时间: 2017年5月

学位授予日期: 2017年6月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017年3月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

自 1976 年以来，代理成本问题始终吸引着学者们的强烈关注。许多学者认为研究公司治理水平的根本目的在于通过降低代理成本从而减小代理成本带来的负面影响。可能由于以前学者难以在公开市场上获得关于上市公司内部情况的信息，因此较多学者关注股权集中程度、股权制衡情况和外部监管环境等问题，而较少学者从公司内部的文化、制度安排、竞争机制和管理层的管理能力等角度出发考虑其对代理成本的影响。

本文基于委托代理理论、高层梯队理论、非正式制度理论、行为科学理论和逆向选择理论，以涵盖 2004 年至 2013 年中国沪深 A 股 1,588 家民营上市公司 10 年数据的 6,627 个样本观测值为基础，以公司论资排辈现象作为切入点，研究了公司的论资排辈现象与公司代理成本之间的关系，以及分析师关注对论资排辈与代理成本之间关系的影响。研究结果显示，相比于不存在论资排辈现象的公司，存在论资排辈现象的公司代理成本更高；其次，论资排辈对代理成本的正向影响仅存在于分析师关注较低的公司。

本文对论资排辈与公司治理的关系做了初步的探讨，将管理层作为论资排辈与代理成本的连结，即论资排辈通过影响管理层思维、心理和行为的方式最终影响了公司的代理成本。而论资排辈与公司治理之间的联系不仅于此，本文希望能为论资排辈现象的研究起到抛砖引玉的作用，并为今后公司治理领域的研究提供新的思路 and 方向。

关键词：论资排辈；分析师关注；代理成本

Abstract

Agency costs has been attracting strong focus by lots of scholars since 1976. Many scholars believe that the fundamental purpose of the study of corporate governance is to reduce agency costs and reduce the negative effects of agency costs. Maybe due to the difficulties in getting the internal information of listed companies in the open market, a lot of scholars' study on agency costs gathered in the ownership concentration, equity balance degree and external regulatory environment, and less scholars consider the company's internal culture, institutional arrangement, competition mechanism and managers' ability to study their effects on agency costs.

Based on the principal-agent theory, upper echelons theory, informal institution theory, behavior theory and adverse selection theory, we used 6,627 observations covering 1,588 private listed companies of Chinese Shanghai and Shenzhen A shares from 2004 to 2013 in this paper to study the relationship between the phenomenon of seniority and agency costs, and the effect of analyst coverage on the relationship between the phenomenon of seniority and agency costs. The results show that, compared to those companies in which the phenomenon of seniority does not exist, the companies in which the phenomenon of seniority does exist perform worse in agency costs; Secondly, the relationship between the phenomenon of seniority and agency costs only exists in those companies that got low analyst coverage.

This paper represents a preliminary study for the relationship between the phenomenon of seniority and corporate governance by linking managers and agency costs, meaning the phenomenon of seniority does influence the managers in thinking, psychology and behavior way and ultimately affect the agency costs. The relationship between corporate governance and the phenomenon of seniority is very complicated. We hope this paper can provide promotion for the study on the phenomenon of seniority, and provide a new idea and direction for the future research in the field of corporate governance.

Keywords: Seniority; Analyst Coverage; Agency Costs

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究思路与方法	2
1.3 研究内容与框架	2
1.3.1 研究内容	2
1.3.2 研究框架	4
1.4 研究意义与创新之处	5
2 文献综述	6
2.1 代理成本的相关研究	6
2.1.1 代理成本的概念界定	6
2.1.2 代理成本的文献回顾	7
2.2 论资排辈的相关研究	12
2.2.1 论资排辈的概念和源流	13
2.2.2 论资排辈的影响评价	14
2.3 文献评述	16
3 理论基础、理论分析与研究假设	18
3.1 理论基础	18
3.1.1 委托代理理论	18
3.1.2 高层梯队理论	19
3.1.3 非正式制度理论	20
3.1.4 行为科学理论	21
3.1.5 逆向选择理论	22
3.2 理论分析与研究假设	23
3.2.1 论资排辈与代理成本	23
3.2.2 分析师关注的影响	25
4 研究设计	26
4.1 样本选择与数据来源	26
4.2 变量定义	28

4.2.1 被解释变量.....	28
4.2.2 解释变量.....	28
4.2.3 控制变量.....	29
4.3 模型设计.....	31
5 实证检验及分析	32
5.1 描述性统计.....	32
5.2 相关性分析.....	36
5.3 回归结果与分析.....	39
5.3.1 论资排辈与代理成本.....	39
5.3.2 分析师关注的影响.....	42
5.4 稳健性检验.....	42
5.4.1 代理成本的稳健性检验.....	43
5.4.2 论资排辈的稳健性检验.....	44
5.5 内生性问题的检验	45
6 总结	51
6.1 研究结论及启示.....	51
6.2 研究局限及进一步研究方向.....	52
6.2.1 研究局限.....	52
6.2.2 进一步研究方向.....	53
参考文献	54

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research background	1
1.2 Research ideas and methods.....	2
1.3 Research contents and framework	2
1.3.1 Research contents.....	2
1.3.2 Research framework.....	4
1.4 Significance and innovation.....	5
2 Review of literature.....	6
2.1 Research on Agency Costs	6
2.1.1 Definition of Agency Costs	6
2.1.2 Review of Agency Costs	7
2.2 Research on Seniority	12
2.2.1 Concept and origin of Seniority.....	13
2.2.2 Judgement of Seniority.....	14
2.3 Literature review	16
3 Theoretical basis, analysis and research hypothesis	18
3.1 Theoretical basis.....	18
3.1.1 Principal-agent theory	18
3.1.2 Upper echelons theory.....	19
3.1.3 Informal institutional theory.....	20
3.1.4 Behavioral science theory.....	21
3.1.5 Reverse choice theory	22
3.2 Theoretical analysis and research hypothesis	23
3.2.1 Seniority and Agency Costs	23
3.2.2 Effect of Analyst Coverage	25
4 Research Design	26
4.1 Sample selection and data sources.....	26
4.2 Variable definition	28
4.2.1 Explained variable.....	28
4.2.2 Explanatory variable	28

4.2.3 Control variables	29
4.3 Model specification	31
5 Empirical analysis	32
5.1 Descriptive statistics.....	32
5.2 Correlation analysis	36
5.3 Empirical results and analysis	39
5.3.1 Seniority and Agency Costs	39
5.3.2 Effcet of Analyst Coverage	42
5.4 Robustness test	42
5.4.1 Robustness test on Agency Costs	43
5.4.2 Robustness test on Seniority	44
5.5 Test on endogeneity problem.....	45
6 Conclusion and deficiency	51
6.1 Research conclusions and implications	51
6.2 Research deficiency and future research prospects	52
6.2.1 Research deficiency	52
6.2.2 Future research prospects	53
References	54

1 引言

第一章为本文的引言部分，本章第一节先论述了本文的研究背景，第二节描述了本文的研究思路与方法，第三节总结了本文的研究内容与研究框架，第四节提炼出本文的研究意义与创新之处。

1.1 研究背景

公司制的诞生被誉作是现代企业发展历程中具有划时代意义的事件。公司制明确了投资者的权利和义务，为企业进一步的扩大再生产提供了较好的制度环境。而随着企业不断的扩大再生产，企业的规模快速膨胀起来。为了实现对公司的有效管理，公司所有者委托职业经理人管理公司的情况逐渐普遍起来。委托代理制度在提高企业经营管理效率的同时，也给所有者带来了代理成本等问题。一般认为代理成本源自于契约的不完全问题以及信息的不对称问题（Jensen & Meckling, 1976; Grossman & Hart, 1983）^{[1][2]}。在理性人假设的前提下，管理层作为理性人，在公司日常管理活动中会出现追逐自身利益的举动，这种利己行为与所有者利益最大化的愿景背道而驰。

代理成本不仅侵蚀了所有者的利益，同时它作为一项反向指标也对股东和管理层的行为产生一定的导向作用。贾明等（2009）证明了当代理成本过高时，大股东抛售解禁股的动机强烈，从而加剧股权分散的局面，由此形成恶性循环^[3]。罗炜、朱春艳（2010）提出代理成本高的公司自愿性披露的程度低的重要原因在于自愿性披露可能会使管理层暴露出利己行为，对管理层产生不利的影响^[4]。袁振超等（2014）证明了代理成本越高的公司倾向于发布低精度业绩报告的客观事实^[5]。

前人对代理成本的研究成果主要集中在代理成本的影响因素方面，尝试从代理成本的影响因素方面入手，寻求降低代理成本的可能空间。这方面研究的热点主要有股权集中程度、股权制衡情况、独立董事治理效应、市场开放程度、经济发展水平以及外部监督等方面。可能由于学者难以在公开市场上获得关于上市公司的内部信息，较少学者从公司内部的文化、选拔制度、竞争机制和管理层的管理能力等角度出发考虑其对代理成本的影响。现实情况表明公司文化、内部的制度安排对公司内部人的思维、心理和行为产生重要影响。根据高层梯队理论，管

理层在认知能力、价值取向、情感导向、经营理念、管理哲学和风险偏好等方面的差别是公司的经营成果存在差别的根本原因，公司的经营成果本质上是公司管理者特征作用的产物。因此，公司文化、内部的制度安排会通过作用于管理者思维、心理和行为而影响公司治理水平。

在中国社会，论资排辈作为一项非正式制度根植于人们生活中，影响着几千年来国人。据此，本文以影响中国几千年的论资排辈现象作为主要研究对象，来分析验证论资排辈现象与公司代理成本之间的关系。在此基础上，考虑到分析师关注对公司治理带来的正面作用，本文希望能将公司内外部的因素与代理成本联系起来，为代理成本问题提供公司内外部视角的实证检验和理论解释，为公司治理研究提供新的思路。

1.2 研究思路与方法

本文以理论分析作为研究的基石，以实证检验作为主要分析方法。本文首先对前人在代理成本和论资排辈研究领域的学术成果进行了初步的回顾；再而基于论资排辈作为一项非正式制度对管理层思维、心理和行为的作用，提出论资排辈可能会对代理成本水平高低造成影响的假设，并收集了用于实证检验的样本数据、构建了用于实证检验的模型；最后运用统计工具（Stata13.0 统计软件）对检验模型进行计量检验，并对回归结果做出分析，再而进行稳健性检验和内生性检验，最终得到本文的研究结论。

1.3 研究内容与框架

1.3.1 研究内容

本文的研究内容主要分为以下六个章节：

第一章引言，本章第一节先论述了本文的研究背景，第二节描述了本文的研究思路与方法，第三节总结了本文的研究内容与研究框架，第四节提炼出本文的研究意义与创新之处；

第二章文献综述，本章第一节先对代理成本的概念进行界定，再对代理成本的相关文献进行了回顾，第二节阐述了论资排辈的概念与源流，并结合前人给予论资排辈的评价对论资排辈的影响及作用进行论述，第三节对代理成本和论资排

辈的已有研究成果进行简单评述；

第三章理论基础、理论分析与研究假设，本章第一节首先阐述了将论资排辈与公司治理相联系的理论，包含了委托代理理论、高层梯队理论、非正式制度理论、行为科学理论和逆向选择理论，第二节在对上述相关理论进行联系和分析的基础之上，进一步提出了本文的研究假设；

第四章研究设计，本章第一节先阐述了本文实证检验的样本数据来源和对初选样本的剔除原则，第二节阐述了被解释变量、解释变量和控制变量的选择依据及计量方法，第三节根据前人的研究成果，结合本文所选取变量的特征建立了本文的检验模型；

第五章实证检验及分析，本章第一节先对变量进行描述性统计，分析各变量的主要特征，第二节用 Pearson 检验对各变量进行相关性检验，并初步对各个变量之间的相关关系做出初步解释，第三节通过进一步的回归分析，分别对假设 1 和假设 2 进行 OLS 回归并对回归结果做出阐述与分析，第四节对代理成本和论资排辈进行稳健性检验，第五节对内生性问题进行检验，以此确保本文研究成果的可靠性；

第六章总结，本章第一节先主要概括了第五章的研究成果，并据此提炼出本文研究结论以及研究启示，第二节总结了本文研究当中所存在的局限性以及进一步研究的方向。

1.3.2 研究框架

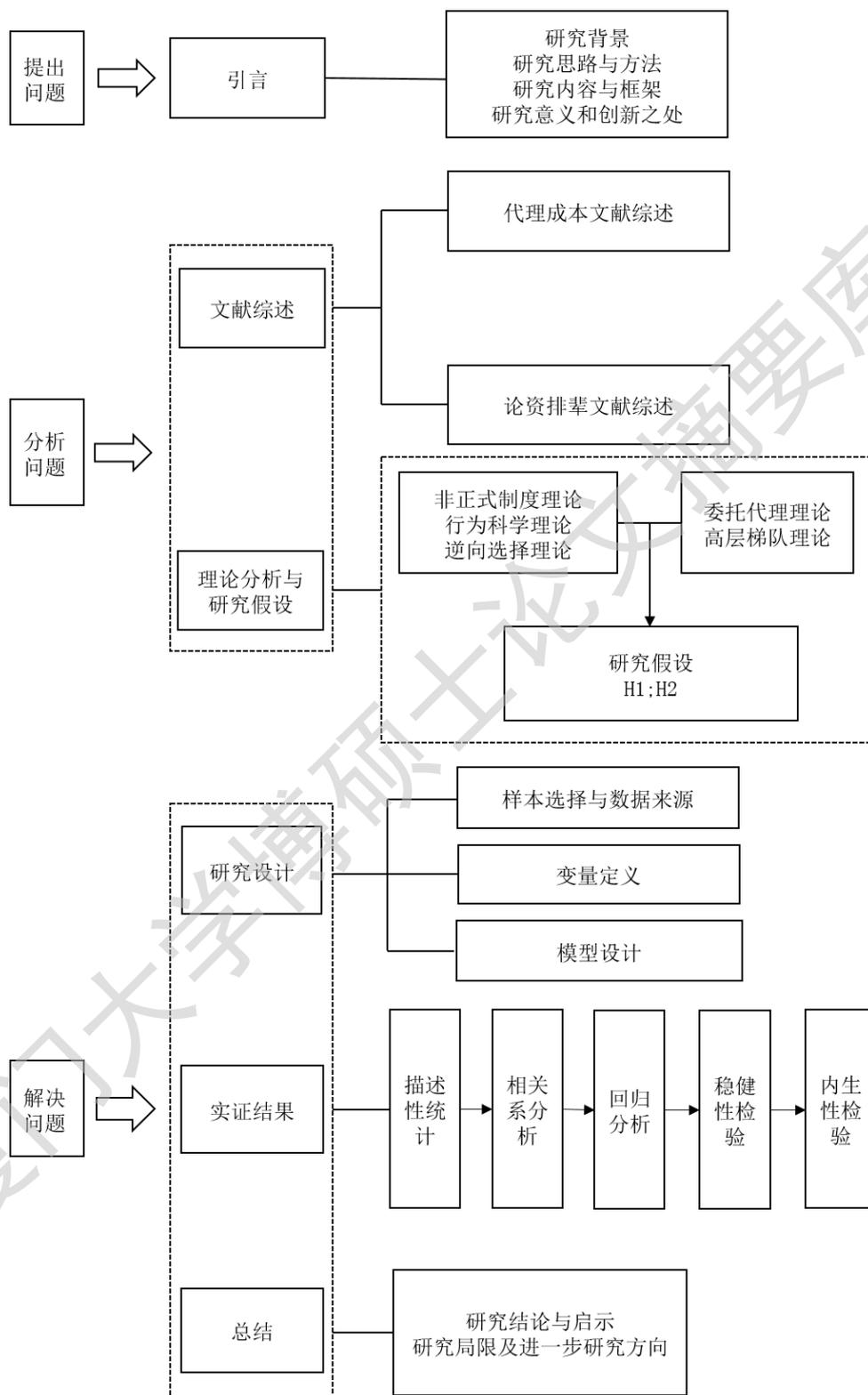


图 1.1: 本文研究框架

1.4 研究意义与创新之处

本文研究了公司论资排辈现象与代理成本之间的关系，以及分析师关注对论资排辈与代理成本之间关系的影响。本文的研究意义和创新之处主要体现在以下三方面：

第一，以往学者认识到文化或制度对公司内部人的作用，但由于难以在公开市场上获得上市公司的内部信息，并且对文化、思维、心理、能力等方面的量化在客观现实中存在一定的困难，所以相关方面实证研究的成果较少。本文创新性地为论资排辈构建了量化分析指标，这种根据独立董事排序情况而衡量公司论资排辈现象的量化方法，对未来学者用经验数据研究公司内部文化或制度安排的研究领域提供了一个新的思路；

第二，以往学者对论资排辈的研究仅限于规范研究范畴，且多数集中在政府机构论资排辈选拔人才带来的弊端。而本文区别于以往公司治理领域的研究成果，创新性地将论资排辈与公司治理理论联系在一起，从论资排辈的角度解读公司的代理成本问题，为论资排辈领域的学术研究和公司治理领域的学术研究提供了新的视角；

第三，本文以 2004 年至 2013 年我国沪深 A 股民营上市公司的经验数据作为研究论资排辈、分析师关注与代理成本之间关系的样本，用经验数据证明了论资排辈对代理成本的正向影响。结果表明，相比于不存在论资排辈现象的公司，存在论资排辈现象的公司代理成本更高；再者，在限定其他条件的情况下，论资排辈对代理成本的正向影响仅存在于分析师关注较低的上市公司当中。本文的研究结果证明了论资排辈给公司治理带来的弊端，为提高公司经营效率提供了新的思路。

2 文献综述

第二章为本文的文献综述部分，本章第一节先对代理成本的概念进行界定，再对代理成本的相关文献进行了回顾，第二节阐述了论资排辈的概念与源流，并结合前人给予论资排辈的评价对论资排辈的影响及作用进行论述，第三节对代理成本和论资排辈的已有研究成果进行简单评述。

2.1 代理成本的相关研究

2.1.1 代理成本的概念界定

学术界一般认为公司是由一揽子的契约集成而来（Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976）^{[6][1]}。公司制的诞生被誉作是现代企业发展历程中具有划时代意义的事件。公司制明确了投资者的权利和义务，为企业进一步的扩大再生产提供了较好的制度环境。而随着企业不断的扩大再生产，企业的规模快速膨胀起来。为了实现对公司的有效管理，提高公司的治理水平，职业经理人行业应运而生。然而职业经理人的专业胜任能力虽在提升企业治理效率上发挥了显著的作用，但与此同时也带来了代理成本等问题。

一般认为代理成本源自于契约的不完全问题以及信息的不对称问题（Jensen & Meckling, 1976; Grossman & Hart, 1983）^{[1][2]}。Jensen & Meckling（1976）指出经营权和所有权的相互背离使得企业的所有者与管理层在信息对称方面存在着非常突出的差异。而在理性人假设的背景下，管理层在日常经营管理活动中，会出现谋求自身利益的举动，这种利己行为与所有者利益最大化的愿景背道而驰。而所有者为了约束管理层的利己行为而付出的各项经济代价的总和即为代理成本，此为第一类代理成本^[1]。第二类代理成本则是由 LLSV（2002）提出，他们认为当股权过于集中的时候，大股东能对公司的经营方针政策和管理层决策产生重大的影响，大股东可以通过影响公司的决策来为自己谋求私利，从而出现大股东侵占小股东利益的行为^[7]。比较常见的例子有大股东通过占用上市公司资金的行为来解决自身资金短缺的问题以及大股东通过影响管理层的过度投资行为完成利益输送问题等。

本文的研究目标是探讨论资排辈对公司代理成本的作用机制。论资排辈实质上是一项人才选拔的非正式制度，即公司是依据何种标准来对人才进行筛选和调整，具体到管理层的层面则表现对管理层的思维、心理、行为的影响。故本文所

研究的代理成本仅限为第一类代理成本，即管理层与所有者之间的第一类代理成本。

2.1.2 代理成本的文献回顾

近几十年来的学术研究中，学者们普遍认为研究公司治理水平的根本目的在于通过降低代理成本从而减小代理成本带来的负面影响。整理过去几十年对代理成本的研究成果，可以根据研究思路的不同将它们大致分为两个类别：第一个类别是探究代理成本的影响因素，这类研究尝试从代理成本的影响因素方面入手，寻找降低代理成本的潜在空间；第二个类别是探讨代理成本的负面作用，这类研究试图从代理成本视角出发，找到代理成本带来的负面影响，在此基础上希望通过控制代理成本水平的方式来降低其负面影响。本文的研究目标是探讨论资排辈对公司代理成本的作用机制，故对代理成本的文献回顾主要集中在对代理成本的影响因素方面的前人研究成果。

2.1.2.1 代理成本的影响因素

(1) 股权结构及治理结构与代理成本

整理发现，以前学者对代理成本影响因素的探讨多以公司的股权结构及治理结构为研究的基本视角。Black (2001) 曾强调股权结构是决定公司治理水平的关键性因素，股权结构必须通过治理结构才能体现出对公司绩效的作用^[8]。通常认为股权结构的主要特征包括了股权集中情况、股权制衡情况、实际控制人的属性问题、机构投资者的持股行为和管理层的持股行为等方面。而治理结构的主要特征涵盖了董事会的结构特征，例如董事会的规模情况、独立董事参与公司治理的情况和管理层权利受到的约束情况等方面。

Singh & Davidson (2003) 认为管理层的持股行为的实际意义在于将管理层的个人利益和公司的绩效相绑定，因此管理层作为分享公司经营果实的一员，会在日常的管理活动中减少与所有者利益相左的行为^[9]。施东晖、司徒大年(2004) 试图探究公司治理水平及其影响因素与公司业绩三者之间关系，他们通过构建量化指数的方式来评价中国上市公司的实际治理水平，他们构建的量化指数中包含了控股股东的行为、核心职务的激励措施与监督机制、董事会的构成情况、董事会的工作勤勉情况和公司对外进行信息披露的水平。他们的实证结果显示当前中

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库