

多个大股东与公司业绩

——基于我国A股上市公司的经验

覃志刚,陈茂南

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361000)

摘要:本文通过选取我国2010—2018年A股上市公司数据为样本,探究多个大股东对公司业绩的影响。研究发现,多个大股东的存在对公司的业绩起到促进作用;从而为多个大股东的股权结构在上市公司治理中能起到积极作用提供了实证依据。本文的进一步研究发现,多个大股东的存在对于公司业绩的促进作用在国有公司中较大;良好的内部控制对于多个大股东与公司业绩的正相关关系有着促进作用。而高质量的外部审计会使股东产生懈怠情绪,从而削弱多个大股东与公司业绩的正相关关系;高市场化水平所伴随的复杂的经济交易活动也会削弱这种正相关关系。最后,本文的研究结论表明企业获得的商业信用是多个大股东与公司业绩关系的中介变量。

关键词:多个大股东;公司业绩;内部控制;外部审计;市场化水平

中图分类号:F270.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2020)6—0089—10

在上市公司管理中,如何发挥持股股东的作用从而提升公司的治理水平,一直是股权结构研究关注的重点^[1-2]。而国外研究对于多个大股东在公司治理中的作用一直存在“监督制衡”与“合谋掏空”两种截然相反的观点。Gomes和Novaes^[3]的研究指出,多个大股东的存在起到了彼此监督的作用,从而保护了中小投资者的权益;Bloch和Hege^[4]的研究认为存在多个大股东的情况下,大股东们为了获得决策有利地位,会利用保护中小股东利益的方法来博取中小股东的支持。而Maury与Pajuste^[5]的研究结论则相反,认为多个大股东的存在使得大股东彼此之间可以互助合谋掏空公司;Faccio等^[6]的研究以亚洲公司的数据为依据,指出多个大股东的存在加剧了大股东对于中小股东权益的侵蚀。Bennedsen和Wolfenzon^[7]的研究更指出,虽然可以针对多个大股东之间的冲突制定相对应的措施,但是实证结果表明这些针对性的措施在现行的经济环境下达不到预期的效果。

随着我国股权分置改革的不断深入,我国上市公司的股权结构处于“一股独大”以及“多股多大”之间的过渡期。据已有文献研究显示^[8],我国上市公司中拥有多个大股东的公司比例已经达到四分之一,随着时间推移这个比例还在不断增加。

由于我国多元化、“多股多大”的股权设置已经成为大势所趋,多个大股东之间的行为模式以及其在委托代理问题中起到的作用受到了我国学者的广泛关注。例如,冯晓晴和文雯^[9]的研究指出,多个大股东的存在能够显著提升公司的风险承担能力。姜付秀等^[10]的研究则将多个大股东与上市公司股价波动联系起来,指出了由于多个大股东之间存在制衡,会减少取得控制权的股东隐匿不利消息的行为,由此降低了公司的股价崩盘风险。窦炜等^[11]的研究则说明了公司的投资行为会随着股权结构不断的变动:在“一股独大”的股权结构下,大股东其持股比例与过度投资程度呈负相关,与投资不足呈现正相关;而当公司处于“多股多大”的股权结构下,公司的投资模式会根据大股东间的行为发生变化。而张旭辉等^[12]的研究则指出,在有绝对控股股东存在的前提下,其余的股东并不能对控股股东的过度投资行为做出有效的监督行为。王美英等^[13]的研究表明,当国有公司存在多个大股东时,大股东间的制衡与监督会加强国家审计与公司风险承担水平的正相关关系,有效缓解国有公司中的管理懈怠问题。

已有研究还显示,多个大股东间的博弈还会影响公司内部架构与高管薪酬。段云等^[14]的研究指出,随着处于控股地位的大股东持有的股权比例的提升,公司董事会中内部董事以及由大股东委派的外部董事的比例都在显著增加;但是这种情况随着第二大股东对第一大股东制衡的增加而减少。赵国宇^[15]的研究则表

收稿日期:2020—03—12

基金项目:国家社会科学基金“会计—税收差异、盈余管理与避税行为研究”(12CJY009)

作者简介:覃志刚(1977—),男,广西上林人,管理学博士,厦门大学经济学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:经济管理;陈茂南(1995—),男,广东东莞人,厦门大学经济学院硕士研究生,研究方向:经济管理。

明,多个大股东之间的制衡可能会使公司的高管“渔翁得利”:如果多个大股东间的基调是监督与制衡,会导致彼此之间的协调成本提升,高管会利用这点获取超额薪酬;而相反股东之间如果处于互相串联合谋的状态,高管也能够通过参与股东间的利益联盟获得超额薪酬。

可以看出,尽管已有文献研究从不同角度分析了多个大股东的存在对于公司的影响,但是将多个大股东与公司业绩结合起来考量的研究依然较少,多个大股东的存在对于公司业绩造成的影响尚无定论。

鉴于此,本文理论分析了多个大股东对于公司业绩的影响,并且选取我国 A 股上市公司 2010—2018 年数据作为研究样本进行实证检验,得出了多个大股东对于公司业绩有正面影响的结论。在运用多种稳健性检验方法进行检验后,该结论依然稳健。而进一步研究表明,产权性质、内控环境、公司外部审计质量以及市场化水平对于结论都有影响;而商业信用是两者关系的中介变量。本文的结论对于深入推进股权分置改革、构建多元化均衡的上市公司股权结构提供了一定的参考,丰富了关于多个大股东的研究文献,为多个大股东能对公司业绩产生积极影响的观点提供了证据。

一、理论分析与研究假设

(一)多个大股东与公司业绩

已有的研究对于多个大股东在公司治理中的作用意见不一。有文献研究认为,多个大股东的股权结构不利于公司的发展:与互相监督相反,多个大股东的存在反而加剧了原有的第二类委托代理问题即中小股东以及大股东之间的代理问题,促使大股东之间合谋掏空公司,损害中小股东的利益;并且这种合谋掏空公司的情况在大股东之间存在关联关系时更加严重^[16]。刘星和刘伟^[17]的研究也指出,多股多大的股权结构在我国上市公司中并没有起到应有的监督作用,反而更倾向于合谋掏空公司,这种合谋掏空公司的情况在大股东的产权性质相同时更为严重。另外,多个大股东会对公司的创新带来不利影响:多个大股东互相监督会造成公司对风险的容忍度下降,因此存在多个大股东的公司对创新的投入都较低^[18]。对于多个大股东与公司外部投资者的关系,也有研究提出了相似结论:多个大股东的存在使得股东们倾向于合谋运用财富转移的方式满足自身私利,激化了公司与债权人之间的代理问题;因此大股东数量越多以及大股东持有股份比例越高,公司的融资成本越大^[19]。吕怀立和李婉丽^[20]的研究证实,多个大股东的存在引起了公司投资无效率的问题;并且在投资不足和过度投资之间,多个大股东的存在更容易导致公司的过度投资。值得注意的是,也有文献研究指出,多个大股东的存在虽然加强了股东间的监督与制衡,但是相应地也增加了股东间的协调成本。这种协调成本的增加不仅导致公司的决策速度变慢,还降低了股东对于公司高管的监督力度^[21-22]。

但是有文献研究认为,多个大股东的股权结构是较为理想的股权结构。首先,相对于单一大股东,多个大股东彼此之间能够互相监督,从而减少了大股东对公司的掏空行为,缓解了第二类代理问题^[23]。陈晓和王琨^[24]的研究用我国数据证实了相似的结论:相较于“一股独大”的股权结构,“多股同大”的结构能够显著减少上市公司关联交易的发生,起到保护中小股东的作用。进一步而言,多个大股东的股权安排不仅能够使股东彼此监督,也能对管理层起到监督的作用^[25]。Yafeh 和 Yosha^[26]的研究也证实了这点:相对于不存在大股东的公司,存在大股东的公司的管理层的享受支出明显较低。由于彼此利益诉求存在差异,拥有多个大股东的公司会存在着大股东彼此监督竞争的情形,客观上不但抑制了第二类代理问题,还降低了公司进行盈余管理的可能性,提升了公司的会计信息质量^[27]。

另外,多个大股东的存在意味着公司的社会网络的扩大以及潜在商业机会的增多,多个大股东相对于单个大股东而言经验和专业技能都更为丰富,因此多个大股东能够提升公司的投资效率^[28]。此外,多个大股东的股权结构不仅能缓解第二类代理问题,还能缓解股东与债权人之间的代理问题。由于多个大股东的存在加强了股东间的监督,降低了外部投资者对于投资公司的疑虑,使得公司能够以更低的成本进行融资,从而缓解了公司的融资约束^[8]。除此之外,还有文献研究认为多个大股东之间的监督作为一种非正式制度,还能够起到提升公司的内部控制水平^[29]、缓解股东之间的冲突与分歧的作用^[30]。

综上所述,由于公司多个大股东的存在,公司内部的委托代理问题得到缓解,拥有控制权的股东无法“一家独大”而且高管受到来自股东的监督也相应加强;不仅如此,多个大股东的股权结构对于外界来说是公司值得信任、委托代理问题较轻的信号,使得公司更能得到外部利益相关者的信任。最后,多个大股东的存在也说明公司潜在的资源较不存在多个大股东的公司多。据此,本文提出假设 1:

多个大股东的存在对公司业绩有显著的正向影响(H1)。

(二) 产权性质的影响

公司的产权性质会对公司治理产生重大的影响。张春流和章恒全^[31]的研究指出,国有企业中普遍存在着由于“所有者失位”带来的监督失效以及委托代理问题的加剧;李明清等^[32]的研究也指出了相似的现象:国有企业中往往是一股独大,因此引起了股东权责不对等、委托代理链条长等问题。相反,苏启林^[33]的研究则认为类似的现象在民营企业中较少。可见,多个大股东的股权结构对于民营企业的业绩提升有限。因此,本文提出假设2:

多个大股东的存在对于公司业绩的促进作用在委托代理问题更加严重的国有企业中会更大(H2)。

(三) 内部控制的调节作用

随着《企业内部控制基本规范》的颁行,我国上市公司的内部控制体系受到了更多的关注。王亚男和戴文涛^[34]的研究表明,高质量的内部控制体系能够促进公司的研发创新;其原因是高水平的内部控制缓解了代理问题和信息不对称。曹越等^[35]的研究表明,在避税激进型公司,良好的内部控制能够缓解公司的税收激进行为,体现了高质量的内控体系对公司的保护作用。

良好的内部控制对于多个大股东与公司业绩的正向关系应当有着促进作用。当内部控制水平较高时,股东与公司经营者之间的信息不对称问题得到缓解,从而方便了股东们对公司进行监督。据此,本文提出假设3:

良好的内部控制对于多个大股东与公司业绩的正相关关系存在着促进作用(H3)。

(四) 外部审计质量的调节作用

高质量的外部审计通常能起到提升公司治理水平、抑制公司过度投资的作用。窦炜等^[36]的研究表明,当公司面临高质量审计时,高质量的会计信息减少公司非效率投资的作用会得到增强;王艳艳和陈汉文^[37]的研究表明,高质量的外部审计提高了公司披露会计信息的透明度。

但是不可否认的是,当公司面临高质量外部审计时,股东们会认为高质量的外部审计可以起到替代自己监督其余大股东以及公司管理层的作用从而导致股东对监督职责产生“懈怠心理”,最终导致多个大股东的存在对公司业绩的正面影响降低。相反,当公司外部审计质量较低时,股东们反而会意识到外部监督不可靠,从而因负向激励加强对于公司各方面的监督。据此,本文提出假设4:

公司面临的外部审计质量对于多个大股东与公司业绩的正相关关系起到负向调节作用(H4)。

(五) 市场化水平的调节作用

已有的文献研究证实了公司所处的外部市场环境会对经营活动产生影响。余明桂和潘红波^[38]的研究表明,处于市场化水平较低地区的公司会更倾向于用自身的政治关联去获取信贷支持;刘启亮等^[39]的研究表明,较高的市场化水平有利于公司构建良好的内部控制体系。

但是高市场化的水平会对股东的监督行为造成困难。高市场化地区的经济交易更频繁而且相对低市场化地区较复杂,股东的掏空行为以及管理层的自利行为更加隐晦,从而难以监督。据此,本文提出假设5:

外部市场化条件对于多个大股东与公司业绩的正向关系起到负向调节作用(H5)。

(六) 多个大股东的作用机制

如前文所述,多个大股东的存在能够缓解委托代理问题,减少了公司股东以及管理层利用外部利益相关者提供的信用谋取私利的行为,使得外部利益相关者如客户、供应商等对公司信心增强,更愿意向公司提供较高的商业信用额度,从而使得公司能运用的资源增加,业绩提升。据此,本文提出假设6:

多个大股东对于公司业绩的积极作用是通过增加公司所获得商业信贷额度实现的,公司获得的商业信贷额度是两者关系的中介变量(H6)。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选用我国2010—2018年A股上市公司的年度数据为研究样本,并对数据进行以下处理:①考虑到金融类上市公司与一般的上市公司存在较大差异,在样本中剔除金融类上市公司;②剔除处于ST、PT状态的公司;③剔除存在数据缺失的样本;④为了避免极端值对于研究结论的影响,对所有连续变量进行了1%和99%的缩尾处理。公司十大股东数据存在缺失的部分公司,通过手动搜集资料进行补充。经过如下处理后,

得到 2581 家公司的 11722 个观测值(Observations)。本文的数据来自 CSMAR、WIND 以及迪博数据库。

(二)变量定义与研究模型

为检验多个大股东的存在对于公司业绩的影响,借鉴田昆儒和田雪丰^[40]、朱冰等^[18]以及郑志刚等^[41]的研究,本文构造如下 OLS 以及处理效应模型:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Multiple_{i,t} + \sum \beta_i \times Cntrolva_{i,t} + Trend_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$P(Multiple_if_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \times Average_if_i + \sum \beta_i \times Cntrolva_{i,t} + Trend_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Multiple_if_{i,t} + \sum \beta_i \times Cntrolva_{i,t} + Trend_t + Hazard_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中: *Multiple* 包括了变量 *Multiple_if* 和 *Multiple_n*。参照多数研究的做法,如果公司存在两个及以上持股比例超过 10% 的股东时,认为公司有多个大股东存在, *Multiple_if* 取 1。参照 Attig 等^[42]的做法,为加强研究结论的可靠性,还同时使用了公司大股东数量 *Multiple_n* 这一连续变量进行回归。而模型 2 直接针对二元处理变量 *Multiple_if* 进行建模,不使用连续变量 *Multiple_n*。其先利用同地区同行业公司平均股权结构 *Average_if* 预测出公司是否存在大股东,然后分析多个大股东存在对于公司业绩的处理效应。

参照已有文献研究,本文还选择了如下控制变量:①公司规模 *Size*;②资本密集度 *Capital*;③股利分配 *Dividend*;④公司风险 *Lev*;⑤公司成长能力 *Growth*;⑥第一大股东持股比例 *First*;⑦公司偿债能力 *Da*;⑧公司年龄 *Age*;⑨存货密集度 *Inventory*;同时控制了年度以及行业固定效应,其中制造业按照二级行业分类。由于上市公司的业绩可能因其他因素存在年度趋势,为避免回归偏误,本文还控制了年度趋势,见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	计算方法
总资产净利润率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
是否多个大股东	<i>Multiple_if</i>	如果公司存在多个持股比例超过 10% 的股东,取值为 1
大股东数量	<i>Multiple_n</i>	公司持股比例超过 10% 的股东的数量
公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
资本密集度	<i>Capital</i>	总资产/营业收入
股利分配	<i>Dividend</i>	(净利润本期值/实收资本本期期末值)/每股派息税前
公司风险	<i>Lev</i>	(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用)
公司成长能力	<i>Growth</i>	营业收入增长率
第一大股东持股比例	<i>First</i>	第一大股东持股比例
公司偿债能力	<i>Da</i>	负债合计/资产总额
公司年龄	<i>Age</i>	上市天数/365
存货密集度	<i>Inventory</i>	存货净值/总资产
年份固定效应	$\sum Year$	年份固定效应
行业固定效应	$\sum Industry$	行业固定效应
年度趋势项	<i>Trend</i>	年度趋势项

三、实证结果与分析

(一)描述性统计

本文用公司是否存在多个大股东对样本进行了区分,对于变量的描述性统计结果见表 2。从表 2 中可知,拥有多个大股东的公司的业绩较没有多个大股东的公司业绩好:存在多个大股东的公司 *ROA* 均值为 0.0636,而不存在多个大股东的公司 *ROA* 均值仅为 0.0587,这就初步验证了假设 H1。

在两个子样本中的公司业绩都有着较大差异;存在多个大股东的公司较少且第一大股东的持股比例都较高,说明在现阶段“一股独大”仍然是我国上市公司主流的股权结构;但是存在多个大股东的观测值已经达到样本数量的 41%,表明我国上市公司的股权结构在不断优化。

各变量的相关系数绝大多数都小于 0.5,而方差膨胀因子检验也显示各变量的 VIF 均小于 10,说明本文的变量选择不存在严重的共线性问题。限于篇幅,相关系数表以及方差膨胀因子检验结果未予列示。

(二)多元回归结果

对于模型 1 的 OLS 回归结果见表 3。从表 3 可知, *Multiple_if*、*Multiple_n* 与 *ROA* 都呈现 1% 水平上的正相关,进一步验证了假设 H1:多个大股东能够互相监督制衡,从而抑制了代理问题以及加强了对公司日常经营活动的监督,最终提升了公司业绩;随着大股东数量的增加,公司的业绩也越好。

从控制变量的回归结果看,公司规模与公司业绩显著正相关,资本密集度与存货密集度与公司业绩显著负相关,说明规模越大、资源越丰富以及资本周转越快的公司更容易取得出色的业绩,这与已有文献研究结论一致。而年度趋势项 *Trend* 与 *ROA* 呈现 1% 水平上的负相关,说明公司业绩在样本区间有着显著的时间趋

势:随着时间的推移,市场竞争越发激烈,上市公司的业绩在下滑;因此在模型中添加时间趋势项是必要的。在处理效应模型中 *Multiple_if* 与公司业绩显著相关,而 *Hazard* 系数不显著;说明是否存在多个大股东对于公司业绩的处理效应明显。

表2 描述性统计表

变量	Plane A:不存在多个大股东 <i>Obs</i> =6961					Plane B:存在多个大股东 <i>Obs</i> =4761				
	平均值	标准差	<i>p</i> 50	最小值	最大值	平均值	标准差	<i>p</i> 50	最小值	最大值
<i>ROA</i>	0.0587	0.0423	0.0489	0.0037	0.2191	0.0636	0.0435	0.0543	0.0037	0.2191
<i>Multiple_n</i>	0.9769	0.1503	1.0000	0.0000	1.0000	2.2397	0.4931	2.0000	2.0000	4.0000
<i>Size</i>	22.2918	1.2185	22.1187	20.1038	26.3870	22.2344	1.4152	21.9952	20.1038	26.3870
<i>Capital</i>	2.3024	1.7516	1.8089	0.4099	10.8494	2.4056	1.7309	1.9248	0.4099	10.8494
<i>Dividend</i>	4.8036	3.5473	3.5781	0.5422	20.1586	4.4586	3.4197	3.3586	0.5422	20.1586
<i>Lev</i>	1.2199	0.4779	1.0738	0.5118	3.8502	1.1754	0.4596	1.0478	0.5118	3.8502
<i>Growth</i>	0.9125	4.5377	-0.0315	-5.9372	31.2173	0.6003	3.7457	-0.0506	-5.9372	31.2173
<i>First</i>	0.3922	0.1635	0.3897	0.0900	0.7584	0.3245	0.1223	0.3063	0.1028	0.7584
<i>Da</i>	0.4184	0.1954	0.4130	0.0479	0.8363	0.3814	0.2028	0.3680	0.0479	0.8363
<i>Age</i>	10.5224	6.5743	9.6055	1.0603	24.2192	8.0996	6.4519	5.7616	1.0603	24.2192
<i>Inventory</i>	0.1589	0.1487	0.1191	0.0000	0.7197	0.1374	0.1293	0.1088	0.0000	0.7197

表3 模型1以及模型2回归结果表

变量	模型1		处理效应模型	
	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>Multiple_if</i>	<i>ROA</i>
<i>Multiple_if</i>	0.0034*** (4.825)			0.0045** (2.105)
<i>Multiple_n</i>		0.0023*** (4.662)		
<i>Average_if</i>			3.1981*** (34.940)	
<i>Cntrolva</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	4.8031*** (8.815)	4.7902*** (8.792)	-27.5758 (-1.415)	4.8166*** (8.820)
<i>Trend</i>	-0.0024*** (-8.789)	-0.0024*** (-8.772)	0.0115 (1.182)	-0.0024*** (-8.795)
<i>Hazard</i>				-0.0007 (-0.521)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	11722	11722	11722	11722
(Pseudo) <i>R</i> ²	0.312	0.312	0.174	0.313
Adjust <i>R</i> ²	0.310	0.310		0.310

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾);括号内为经过异方差调整的*T*值。

四、稳健性检验与内生性问题

(一)更换模型回归以及滞后一期回归

为增强研究结论的可靠性,本文首先对模型1采取面板固定效应进行回归,结果如表4第1~2列所示,前文的结论依然稳健。然后,将被解释变量替换为 *ROE* 以及托宾 *Q* 再进行回归。回归的结果如表4第3~6列所示。从表中可知, *Multiple_if*、*Multiple_n* 仍然与衡量公司业绩的变量显著正相关;大多数控制变量以及年度趋势项的表现也与前文一致。

进一步而言,为防止潜在的因果互置问题,本文将解释变量滞后一期再进行回归。回归的结果如表4第7~8列所示,前文的结论依然成立。

(二)倾向得分匹配法

本文将存在多个大股东的公司作为实验组,将不存在多个大股东的公司作为控制组进行一对一近邻匹配,且令倾向得分之差小于0.01;最后去掉未参与匹配的观测值再对模型1进行回归,前文结论依然成立。从匹配前后的核密度函数图(图1)以及平衡检验表可知,匹配后的样本数据不存在显著差异;匹配后回归结果如表4第9~10列所示。

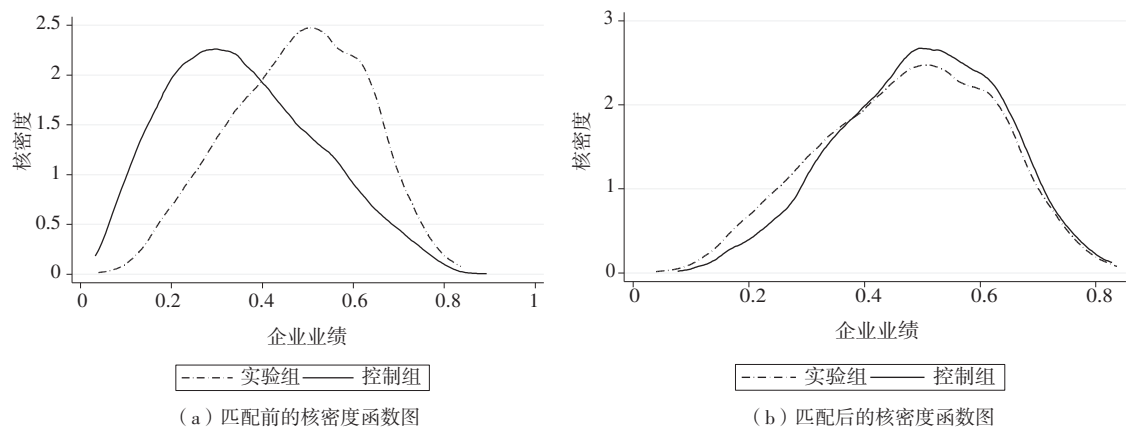


图 1 匹配前后对比图

表 4 稳健性检验结果表

变量	固定效应		替换被解释变量				滞后一期回归结果		匹配后回归结果	
	ROA	ROA	ROE	ROE	TQ	TQ	ROA	ROA	ROA	ROA
Multiple_if	0.0019* (1.941)		0.0047*** (4.697)		0.1793*** (7.106)		0.0023*** (2.731)		0.0036*** (4.252)	
Multiple_n		0.0021*** (2.934)		0.0031*** (4.521)		0.1358*** (7.336)		0.0015** (2.492)		0.0023*** (4.101)
Cntrolva	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-1.1705 (-0.231)	-0.8762 (-0.173)	7.4009*** (9.109)	7.3816*** (9.087)	273.1218*** (15.781)	272.6260*** (15.769)	6.2797*** (9.238)	6.2592*** (9.201)	4.4195*** (6.380)	4.4040*** (6.359)
Trend	0.0006 (0.220)	0.0004 (0.161)	-0.0037*** (-9.124)	-0.0037*** (-9.106)	-0.1294*** (-15.045)	-0.1292*** (-15.039)	-0.0031*** (-9.243)	-0.0031*** (-9.209)	-0.0022*** (-6.370)	-0.0022*** (-6.353)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	11722	11722	11722	11722	11722	11722	8038	8038	7486	7486
R ²	0.255	0.255	0.279	0.279	0.442	0.443	0.319	0.319	0.309	0.309
Number of company	2,581	2,581								
Adjust R ²			0.277	0.277	0.441	0.441	0.316	0.316	0.306	0.305

注：***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10% (双尾)；括号内为经过异方差调整的 T 值；固定效应汇报的是 T 值。

(三) Heckman 两步法

多个大股东与公司业绩之间的关系可能存在自选择问题：相对于业绩较低的公司，股东们更青睐业绩高的公司，也更倾向长期持有业绩高公司的股权，因此业绩高的公司相对于业绩差的公司更容易形成多个大股东的股权结构。为解决自选择问题，本文除了在第一阶段中加入同地区行业的公司平均股权结构 *Average_if* 作为工具变量外，还使用行业年度平均大股东数量 *Average_n* 作为第二工具变量，然后进行 Heckman 两阶段回归。Heckman 两步法与处理效应模型相似，其区别在于 Heckman 两步法不仅针对二元处理变量 *Multiple_if* 进行回归，还可以缓解使用 *Multiple_n* 时的自选择问题。两阶段回归的结果见表 5。从表中可知，*Average_if*、*Average_n* 与公司是否存在多个大股东显著正相关；而二阶段回归中的逆米尔斯系数均不显著，说明研究中不存在自选择问题。

表 5 Heckman 两阶段回归

变量	第一阶段回归	第二阶段回归	
	Multiple_if	ROA	ROA
Average_if	3.1964*** (34.645)		
Average_n	1.6683*** (7.923)		
Multiple_if		0.0036*** (4.830)	
Multiple_n			0.0024*** (4.622)
Cntrolva	Yes	Yes	Yes
Constant	-5.3375 (-0.269)	4.7780*** (8.752)	4.7726*** (8.743)
Trend	-0.0007 (-0.070)	-0.0024*** (-8.735)	-0.0024*** (-8.730)
mill		0.0009 (0.921)	0.0006 (0.627)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	11722	11722	11722
R ²		0.313	0.312
Pseudo R ²	0.178		
Adjust R ²		0.310	0.310

注：***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10% (双尾)；括号内为经过异方差调整的 T 值。

五、进一步研究

(一) 产权性质的分组检验

将样本按照产权性质进行回归的结果如表6第1~4列所示。从表中可知,在解释变量为 *Multiple_if* 的回归中,虽然其在非国有组的系数为0.0039,在国有组的系数仅为0.0023,但是组间系数检验显示两组间的系数不存在显著差别(T 为0.38);在解释变量为 *Multiple_n* 的回归中,国有组的系数0.0027较非国有组系数0.0024的大,且组间系数检验显示两组间的系数存在显著差异(T 为1.71)。因此可以得出结论:多个大股东的存在对公司业绩的促进作用在国有公司中要大。

(二) 内部控制的调节作用

当公司的内部控制指数高于同行业年度中位数水平时, *Control* 取1,说明公司本年度内控水平较高;否则取0。在模型1加入交乘项后结果显示(表6第5~6列),交乘项与 *ROA* 呈现显著正相关;说明良好的内控对于多个大股东与公司业绩的正相关关系有着促进作用。

(三) 外部高质量审计的调节作用

多数研究认为,国际四大会计师事务所(普华永道、德勤、毕马威、安永)的审计质量较国内的高,本文因此将“四大”作为较高审计质量的象征。当公司本年度是由“四大”进行审计时, *Audit* 取1,说明公司当年的外部审计质量较高;否则取0。从表中可知,交乘项与 *ROA* 显著负相关(表6第7~8列)。这证实了当公司受到较高质量的外部审计时,股东就会存在“懈怠”心理,认为高质量的外部审计能够替代自身的监督作用来抑制其余大股东以及高管的不当行为,反而给予相对方可乘之机,导致多个大股东与公司业绩的正向关系遭到削弱。

(四) 外部市场环境的调节作用

本文参照多数文献做法,用王小鲁等^[43]提出的市场化指数来衡量地区市场化水平;由于市场化指数只至2016年,参照李春涛等^[44]的研究,2016年以后的采用2016年的数据进行填补。从表中可知,市场化水平越高的地区公司业绩相对越好;而交乘项与 *ROA* 呈现显著负相关(表6第9~10列),说明随着市场化水平的提高,公司经营涉及的经济交易活动越复杂,股东个人精力以及专业技能也有限,仅靠股东间的监督与制衡这种非正式制度来抑制不当行为越发困难。

表6 进一步研究结果表

变量	非国有 <i>ROA</i>	国有 <i>ROA</i>	非国有 <i>ROA</i>	国有 <i>ROA</i>	内部控制的调节作用 <i>ROA</i>		外部高质量审计的调节作用 <i>ROA</i>		市场化水平的调节作用 <i>ROA</i>	
<i>Multiple_if</i>	0.0039*** (4.407)	0.0023** (2.082)			0.0016* (1.832)		0.0044*** (6.017)		0.0253*** (5.892)	
<i>Multiple_n</i>			0.0024*** (4.157)	0.0027*** (2.874)		0.0014** (2.330)		0.0029*** (5.554)		0.0201*** (6.100)
<i>Control</i>					0.0127*** (15.056)	0.0115*** (7.542)				
<i>Multiple×Control</i>					0.0034*** (2.579)	0.0018* (1.877)				
<i>Audit</i>							0.0033 (1.526)	0.0091*** (2.692)		
<i>Multiple×Audit</i>							-0.0123*** (-4.528)	-0.0076*** (-4.144)		
<i>Market</i>									0.0008*** (2.943)	0.0029*** (5.064)
<i>Multiple×Market</i>									-0.0025*** (-5.200)	-0.0020*** (-5.543)
<i>Controlva</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	6.2205*** (8.151)	5.3576*** (6.749)	6.2116*** (8.141)	5.3474*** (6.738)	4.6422*** (8.646)	4.6282*** (8.624)	4.8050*** (8.819)	4.8071*** (8.822)	4.7924*** (8.795)	4.7742*** (8.771)
<i>Trend</i>	-0.0031*** (-8.184)	-0.0027*** (-6.744)	-0.0031*** (-8.177)	-0.0027*** (-6.734)	-0.0023*** (-8.570)	-0.0023*** (-8.553)	-0.0024*** (-8.810)	-0.0024*** (-8.817)	-0.0024*** (-8.780)	-0.0024*** (-8.795)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7200	4522	7200	4522	11722	11722	11722	11722	11722	11722
R^2	0.318	0.351	0.317	0.352	0.338	0.337	0.314	0.314	0.314	0.315
Adjust R^2	0.314	0.346	0.314	0.346	0.335	0.335	0.312	0.311	0.312	0.312

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾),括号内为经过异方差调整的 T 值。

(五) 多个大股东影响公司业绩的机制

参照魏志华和朱彩云^[45]的研究,用(预收账款+应付账款-应收账款-预付账款)/营业收入衡量公司所获得的净商业信用 $Credit$;其值越大,说明公司从客户以及供应商处获得的商业信用越多。为检验中介效应是否存在,本文构造了模型 3 进行验证。

$$Credit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Multiple_{i,t} + \sum \beta_i \times Cntrolva_{i,t} + Trend_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Credit_{i,t} + \beta_2 \times Multiple_{i,t} + \sum \beta_i \times Cntrolva_{i,t} + Trend_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

对于中介效应的识别,本文参照温忠麟和叶宝娟^[46]的研究。对于模型 3 的回归结果见表 7。公司获取的商业信用与 $Multiple_if$ 以及 $Multiple_n$ 显著正相关,且与 ROA 显著正相关,同时针对模型 3 的 Sobel 检验也通过了显著性检验;说明商业信用是多个大股东与公司业绩的中介变量,这也为多个大股东的存在能够缓解公司融资约束提供了进一步的证据。

表 7 中介效应表

变量	模型 3			
	$Credit$	$Credit$	ROA	ROA
$Credit$			0.0072*** (5.705)	0.0072*** (5.689)
$Multiple_if$	0.0100** (2.175)		0.0034*** (4.728)	
$Multiple_n$		0.0083** (2.558)		0.0023*** (4.549)
$Cntrolva$	Yes	Yes	Yes	Yes
$Constant$	4.9044 (1.514)	4.8862 (1.509)	4.7676*** (8.768)	4.7549*** (8.746)
$Trend$	-0.0029* (-1.776)	-0.0029* (-1.774)	-0.0024*** (-8.731)	-0.0024*** (-8.713)
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	11722	11722	11722	11722
R^2	0.455	0.455	0.314	0.314
Adjust R^2	0.453	0.454	0.312	0.312
Sobel Z			1.963	2.274

注:***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10% (双尾);括号内为经过异方差调整的 T 值。

六、结论与启示

本文检验了多个大股东的存在与公司业绩的关系,探究了多个大股东的存在对于公司业绩的影响路径,并且考察了产权性质、公司内部控制、外部审计质量以及市场化水平对两者关系的影响。结论显示,多个大股东的存在带来了股东间的监督以及更多潜在的资源,随着大股东数量的增加,公司的业绩也在不断提升。而在国有公司中,这种正相关关系较强;良好的内部控制则会促进这种正相关关系。当公司面临高质量的外部审计时,这种正相关关系会因为股东过于信赖外界监督、产生懈怠心理而遭到削弱;高市场化水平也会削弱这种正相关关系。最后,多个大股东的存在会增强外部利益相关者的信心,从而使公司能获得的商业信用增多,公司业绩得到提升。

本文具有较强的现实意义:实证分析显示在“一股独大”以及“多股多大”两种主要的股权结构中,“多股多大”的股权结构可以凭借股东间的互相监督、多个大股东带来的更多的潜在资源等方式对公司业绩产生促进作用;关于多个大股东在我国上市公司治理中的作用究竟是积极的还是消极的,本文为前者提供了证据。因此在未来的上市公司股权结构构建中,应该更多地构建多元化均衡化而非单一化的股权结构。对于政策制定者而言,应当重视多个大股东的存在对于上市公司业绩的促进作用,采取措施进一步深化推进股权分置改革,积极采取相应的措施引进外部投资者或机构投资者,构建多元化均衡化的股权结构,推动我国上市公司股权结构由“一股独大”转变为“多股多大”。

参考文献

- [1] LAPORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [2] FACCIO M, LANG L H P. The ultimate ownership of western european corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365-395.
- [3] GOMES A, NOVAES W. Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms[J]. Unpublished Working Paper, 2006, 12(8/9): 1309-1327.
- [4] BLOCH F, HEGE U. Multiple Shareholders and Control Contests[J/OL]. SSRN Electronic Journal, 2003, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/42286/>.
- [5] MAURY B, PAJUSTE A. Multiple large shareholders and firm value[J]. Journal of Banking & Finance, 2005, 29(7): 1813-1834.
- [6] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and expropriation[J]. American Economic Review, 2001, 91: 54-78.
- [7] BENNEDSEN M, WOLFENZON D. The balance of power in closely held corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 113-139.

- [8] 王运通, 姜付秀. 多个大股东能否降低公司债务融资成本[J]. 世界经济, 2017, 40(10): 119-143.
- [9] 冯晓晴, 文雯. 多个大股东与企业风险承担[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(2): 25-36.
- [10] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2018(1): 68-74.
- [11] 窦炜, 刘星, 安灵. 股权集中、控制权配置与公司非效率投资行为——兼论大股东的监督抑或合谋?[J]. 管理科学学报, 2011, 14(11): 81-96.
- [12] 张旭辉, 叶勇, 李明. 次大股东对过度投资影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 管理学报, 2012, 9(10): 1449-1456.
- [13] 王美英, 曾昌礼, 刘芳. 国家审计、国有企业内部治理与风险承担研究[J]. 审计研究, 2019(5): 15-22.
- [14] 段云, 王福胜, 王正位. 多个大股东存在下的董事会结构模型及其实证检验[J]. 南开管理评论, 2011, 14(1): 54-64.
- [15] 赵国宇. CEO会利用多个大股东“制衡”从中获利吗? ——来自CEO超额薪酬的经验证据[J]. 外国经济与管理, 2019, 41(8): 126-139.
- [16] CHENG M, LIN B, WEI M. How does the relationship between multiple large shareholders affect corporate valuations? Evidence from China[J]. Journal of Economics & Business, 2013, 70(3): 43-70.
- [17] 刘星, 刘伟. 监督, 抑或共谋? ——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J]. 会计研究, 2007(6): 68-75, 96.
- [18] 朱冰, 张晓亮, 郑晓佳. 多个大股东与企业创新[J]. 管理世界, 2018, 34(7): 151-165.
- [19] ASHBAUGH-SKAIFE H, COLLINS D W, LAFOND R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42: 203-243.
- [20] 吕怀立, 李婉丽. 多个大股东是否具有合谋动机? ——基于家族企业非效率投资视角[J]. 管理评论, 2015, 27(11): 107-117, 191.
- [21] CHAKRABORTY I, GANTCHEV N. Does shareholder coordination matter? Evidence from private placements[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(1): 213-230.
- [22] CHHAOCHHARIA V, GRINSTEIN Y. CEO compensation and board structure[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(1): 231-261.
- [23] BOATENG A, HUANG W. Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: Evidence from an emerging market [J]. Corporate Governance An International Review, 2017(25): 58-74.
- [24] 陈晓, 王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J]. 经济研究, 2005(4): 77-86, 128.
- [25] PAGANO M, RÖELL A A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(1): 187-225.
- [26] YAFEH Y, YOSHA O. Large shareholders and banks: Who monitors and how?[J]. Economic Journal, 2003, 113(484): 128-146.
- [27] KAZEMIAN S, SANUSI Z M. Earnings management and ownership structure[J]. Procedia Economics & Finance, 2015 (31): 618-624.
- [28] JIANG F, CAI W, WANG X, et al. Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2018(50): 66-83.
- [29] 马影, 王满, 马勇, 等. 监督还是合谋: 多个大股东与公司内部控制质量[J]. 财经理论与实践, 2019, 40(2): 83-90.
- [30] BARROSO C R, BURKERT M, DÁVILA A, et al, D. Shareholder protection: The role of multiple large shareholders[J]. Corporate Governance: An International Review, 2016, 24(2): 105-129.
- [31] 张春流, 章恒全. 产权性质、代理冲突与股权治理效应[J]. 南京社会科学, 2013(4): 29-36, 55.
- [32] 李明清, 龚雄狮, 吴庆田. 我国国有上市公司治理结构问题的产权制度解析[J]. 技术经济与管理研究, 2002(4): 30-31.
- [33] 苏启林. 代理问题、公司治理与企业价值——以民营上市公司为例[J]. 中国工业经济, 2004(4): 100-106.
- [34] 王亚男, 戴文涛. 内部控制抑制还是促进企业创新? ——中国的逻辑[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(6): 19-32.
- [35] 曹越, 孙丽, 醋卫华. 客户集中度、内部控制质量与公司税收规避[J]. 审计研究, 2018(1): 120-128.
- [36] 窦炜, 马莉莉, 龚晗. 审计监督、会计信息质量与投资效率——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南京审计学院学报, 2015, 12(5): 95-106.
- [37] 王艳艳, 陈汉文. 审计质量与会计信息透明度——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2006(4): 9-15.
- [38] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21, 39, 187.
- [39] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 会计研究, 2012(3): 52-61, 95.
- [40] 田昆儒, 田雪丰. 多个大股东、创新投资与市场表现——基于倾向得分匹配法(PSM)的分析[J]. 华东经济管理, 2019, 33(12): 119-128.
- [41] 郑志刚, 胡晓霖, 黄继承. 超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J]. 中国工业经济, 2019(10): 155-174.
- [42] ATTIG N, GUEDHAMI O, MISHRA D. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(5): 721-737.

- [43] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [44] 李春涛, 薛原, 惠丽丽. 社保基金持股与企业盈余质量: A股上市公司的证据[J]. 金融研究, 2018(7): 124-142.
- [45] 魏志华, 朱彩云. 超额商誉是否成为企业经营负担——基于产品市场竞争能力视角的解释[J]. 中国工业经济, 2019(11): 174-192.
- [46] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.

Multiple Major Shareholders and the Company's Performance: Based on the Experience of A-share Listed Companies in China

Qin Zhigang, Chen Maonan

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361000, Fujian, China)

Abstract: This paper selects the data of A-share listed companies in 2010—2018 as samples to explore the impact of multiple major shareholders on the company's performance. It is found that the existence of multiple major shareholders promotes the performance of the company, and supports the view that the multiple major shareholders can play the positive role in corporate governance. Further research found that the existence of multiple large shareholders has a greater role in promoting the performance of state-owned companies. The good internal control has a positive correlation between multiple large shareholders and the performance of the company. High quality external audit will make shareholders slack, which will weaken the positive correlation of corporate performance of many major shareholders. The complex economic transactions accompanied by high market level will also weaken this positive correlation. At last, the conclusion shows that commercial credit is the intermediary variable of the relationship between large shareholders and corporate performance.

Keywords: multiple major shareholders; company performance; internal control; external audit; marketization level

(上接第 88 页)

The Influence of User Heterogeneity on Emotional Cognition of Sharing Platforms: The Mediating Role of Service Quality Perception and the Regulating Role of Using Demand

Liu Kan, Yang Nan

(School of Management, Harbin University of Commerce, Harbin 150028, China)

Abstract: In terms of economic model, the sharing platform is different from the traditional platform, it has typical characteristics of P2P bilateral market. Under the background of big data, exploring the impact of user heterogeneity on emotional cognition can quickly and comprehensively identify and predict the emotional cognition differences of users in the bilateral market of sharing platform, which is of great significance to the design of marketing model and product pricing decision of sharing platform. Based on the theory of big five personality in psychology and the research methods of management, this paper focuses on the shared travel platform, taking service quality as the intermediary variable and using demand as the regulating variable, and using AOMS24 to construct the structural equation model for analysis, so as to investigate the emotional cognitive differences of user heterogeneity on the shared platform. The results show that personality heterogeneity is an important reason for the difference of users' emotional cognition to the sharing platform. Sharing platform enterprises can segment the market by identifying the differences of users' personality characteristics, improve the service quality and increase the users' using frequency, to improve the operation efficiency.

Keywords: big five personality; emotional cognition; service quality perception; using demand