

# 多个大股东与企业风险承担

冯晓晴<sup>1</sup> 文 雯<sup>2</sup>

(1.中国人民大学商学院,北京 100872;2.北京外国语大学国际商学院,北京 100089)

**摘要:**本文采用2007~2016年中国沪深上市公司数据,实证检验除控股股东之外的其他大股东对企业风险承担的影响,研究表明:多个大股东的存在能够提升企业的风险承担水平,当公司非控股大股东的数量越多、持股比例越高时,企业风险承担水平越高。该结论在控制了潜在的内生性问题后依然成立。进一步研究发现,相对于民营企业,多个大股东对企业风险承担的促进作用在国有企业中更为显著;有效的内部控制制度能够强化多个大股东对企业风险承担的正向影响。本文拓展了多个大股东经济后果领域的研究,对提升企业的风险承担能力和公司治理水平亦有借鉴意义。

**关键词:**多个大股东;企业风险承担;产权结构;一股独大;内部控制

**中图分类号:**F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)02-0025-12

## 一、引言

企业风险承担是指企业在追逐利润的过程中愿意付出代价、积极承担风险的意愿和倾向<sup>[1]</sup>。面对复杂而充满不确定性的经济环境,合理地承担风险不仅是企业实现价值最大化的先决条件,也是社会经济可持续发展的动力和源泉<sup>[2][3]</sup>。因此,如何激励企业积极合理地承担风险,是理论界和实务界共同关注的重要议题。多个大股东并存的股权结构在世界范围内普遍存在,无论在股权相对分散的美国还是在股权相对集中的欧洲,均有30%以上的上市公司存在多个大股东<sup>[4]</sup>。根据本文的研究样本,有35.9%的中国上市公司存在多个大股东。因此,聚焦多个大股东对企业风险承担的影响具有现实意义。

多个大股东并存的股权结构容易形成一种互相制衡的状态。一方面,与“一股独大”或高度分散的股权结构相比,多个大股东能够对控股股东形成有效制衡,缓解控股股东及管理层的风险规避倾向,起到促进企业风险承担的作用。多个大股东对控股股东的控制权竞争也能激励控股股东通过积

**收稿日期:**2019-04-16

**基金项目:**北京市社会科学基金项目“股权质押视角下北京市系统性金融风险的防范与化解机制研究”(19YJC040);北京外国语大学一流学科建设项目“高管海外背景对企业对外直接投资的影响及作用机理研究”(YY19ZZB006);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“家族企业控制权结构及其动态演化的经济后果研究”(2019JT004)

**作者简介:**冯晓晴(1993—),女,内蒙古赤峰人,中国人民大学商学院博士生;

文雯(1991—),女,安徽芜湖人,北京外国语大学国际商学院讲师,博士,本文通讯作者。

极承担风险提升企业绩效。另一方面,多个大股东与控股股东可能联合盘剥小股东的利益以实现自身收益最大化<sup>[5]</sup>。多个大股东之间的战略目标差异和利益分歧也可能增加企业达成一致性意见的难度,使得企业更加保守和谨慎,从而降低企业风险承担水平。由此可见,多个大股东与企业风险承担之间的关系在理论上并无定论,是一个尚待检验的实证问题。

本文理论分析并实证检验了多个大股东对企业风险承担的影响,可能的研究贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文拓展了企业风险承担影响因素领域的研究。已有研究从公司治理视角对企业风险承担的影响因素展开了深入探讨,重点关注了管理层薪酬和股权激励<sup>[6]</sup>、高管背景特征<sup>[7]</sup><sup>[8]</sup><sup>[9]</sup>、董事会治理<sup>[10]</sup>等因素对企业风险承担的影响。然而,作为公司治理的逻辑起点,从股权结构视角探讨企业风险承担的研究还稍显不足,尚无文献基于中国独特的制度背景探讨多个大股东的股权结构对企业风险承担的影响。第二,本文从企业风险承担视角,拓展了多个大股东股权结构安排经济后果领域的文献。已有研究发现多个大股东并存的股权结构对企业股利分配政策<sup>[11]</sup>、融资约束与资本成本<sup>[12]</sup><sup>[13]</sup><sup>[14]</sup>、现金持有<sup>[15]</sup>、投资效率<sup>[16]</sup>、企业价值<sup>[17]</sup>等方面均有影响,但尚无文献基于中国的制度环境探讨多个大股东是否会影响企业风险承担。第三,本文对构建合理的股权结构、优化公司治理体系等具有现实意义。在以中国为代表的新兴市场国家中,企业的股权结构表现出高度集中的特点,第二类代理问题表现得尤为严重,控股股东往往通过内部贷款、超额股利、关联交易等行为侵占中小股东的利益<sup>[18]</sup>。在中国的情境下关注多个大股东是否能够发挥良好的制衡效应有助于提高中国上市公司治理水平。

余文的结构安排如下:第二部分回顾多个大股东与企业风险承担领域的文献,第三部分为理论分析与研究假设;第四部分阐释研究设计,包括研究样本与数据来源、模型设定与变量定义以及描述性统计结果;第五部分介绍实证结果,包括基本回归结果、内生性测试及其他稳健性检验;第六部分为进一步研究;第七部分总结全文。

## 二、文献回顾

### (一)多个大股东的经济后果

近年来,学术界开始高度关注多个大股东并存的股权结构对公司治理和企业业绩的影响。有研究认为多个大股东的存在能够限制控股股东对公司资源的掏空和侵占,提升公司治理水平<sup>[19]</sup>。多个大股东并存的股权结构有利于企业建立正式而完善的公司治理和股东保护机制,不仅有效防止其他大股东的寻租行为,还能够通过建立正式的协调沟通平台调和大股东之间的利益分歧<sup>[20]</sup>。当企业存在多个大股东并存的股权结构时,其他大股东可能存在谋求控制权的动机和欲望,使得控股股东更加具有励精图治的危机感,因而能够提升企业价值<sup>[4]</sup><sup>[17]</sup>。Attig等(2008)、王运通和姜付秀(2017)均发现多个大股东能够缓解由所有权和经营权分离造成的代理冲突和信息不对称,从而降低企业的融资成本<sup>[12]</sup><sup>[14]</sup>。然而,也有研究认为多个大股东的存在加剧了大小股东之间的代理冲突,损害公司未来现金流和企业价值。Cheng等(2013)研究发现,当多个大股东之间存在关联及利益输送关系时,对中小股东的利益侵占更为严重<sup>[21]</sup>。吕怀立和李婉丽(2015)以中国家族上市企业为样本进行研究,发现大股东合谋显著增加了上市公司的非效率投资,并且与投资不足现象相比,多个大股东的存在更容易导致企业投资过度<sup>[22]</sup>。

### (二)企业风险承担的影响因素

关于企业风险承担的影响因素,现有研究主要从管理层激励、董事会特征、管理层特征等公司治理视角展开探讨。在缺乏有效激励的情况下,管理者通常表现出风险厌恶的特征<sup>[23]</sup>,而当企业对管理层的激励充分有效时,股东与管理层之间的利益一致性高、代理成本低,企业的风险承担水平较高<sup>[24]</sup>。董事会的监督能力越强、决策机制越高效时,企业承担风险的可能性更高<sup>[25]</sup>。总经理和董事长两职合一严重削弱董事会的监督和咨询功能,助长管理层机会主义行为,降低企业风险承担水平<sup>[26]</sup>。相对于内部董事,独立董事的立场更加客观,有助于帮助企业判断高风险投资机会对企业价

值的影响,因而能够提升企业风险承担水平<sup>[25]</sup>。具有军旅背景的高管在风险承担中更为保守,而单身的高管以及具有海外工作和学习经历的高管更能促进企业风险承担<sup>[7][8][9]</sup>。

### 三、理论分析与研究假设

依据代理理论,在缺乏监督的情况下,管理层会产生风险规避的倾向,乐于投资次优的、风险较低的项目,导致企业的风险承担水平较低。在中国现行的公司治理模式下,控股股东对上市公司的经营决策具有绝对的话语权。在多数上市公司中,控股股东、实际控制人与高管人员具有较高的重合度,因而管理层的经营决策也会在很大程度上反映控股股东的意志。控股股东为获取控制权私利,有动机和能力凭借其对公司的控制权以牺牲中小股东的利益为代价而选择对自身最有利的风险承担水平,放弃高风险高收益的投资项目。

其他大股东可能通过加强对控股股东的约束,抑制其道德风险问题,进而提升企业的风险承担水平。与中小股东相比,其他非控制性大股东在上市公司中的股权份额较高,有足够的动机和能力关心企业的生存和长远发展,不仅能够对管理层进行有效监督,而且能在企业决策层面与控股股东形成掣肘<sup>[5]</sup>。风险承担是企业重要的投融资决策,较高水平的风险承担意味着企业较少放弃净现值为正的投资机会。多个大股东的制衡效应有助于缓解控股股东以及管理层的风险规避倾向,促使其积极承担对公司长远发展有益的投融资项目,进而提升企业的整体风险承担水平。同时,当企业中存在多个大股东时,控股股东能够感受到控制权竞争的威胁,可能更加锐意进取、励精图治,更愿意积极承担风险、做大做强企业业绩。

然而,其他大股东的存在也可能抑制企业风险承担。大股东之间可能通过交叉持股、关联交易、裙带关系等结成利益共同体,对中小股东进行盘剥和掏空<sup>[21]</sup>。高风险的创新性项目不仅需要大量的资源投入,还可能具有较长的周期和较高的失败概率,因而对风险和失败的高容忍度是企业积极承担风险的必要条件<sup>[27]</sup>。如果大股东联合起来攫取企业资源,那么企业为了维持经营稳定可能会放弃较多虽有风险但净现值可观的投资项目,从而降低企业风险承担水平。当企业中存在两个或更多大股东时,每个大股东都有各自的利益倾向和战略宏图,特别是当多个大股东都高度参与企业战略决策的制定过程时,大股东之间多背景、多角度地分析问题,股东之间达成一致性决议的难度更高,在投融资项目的选择上更加保守和谨慎,也会抑制企业风险承担。

基于以上分析,针对多个大股东与企业风险承担的相关性在理论上尚无定论,本文提出以下竞争性假设:

H1a:在其他条件相同的情况下,相较于仅存在单一大股东的公司,具有多个大股东的公司有着更高的风险承担水平;

H1b:在其他条件相同的情况下,相较于仅存在单一大股东的公司,具有多个大股东的公司有着更低的风险承担水平。

### 四、研究设计

#### (一)研究样本与数据来源

本文选取2007~2016年中国沪深全部A股上市公司为初始样本。选取2007年作为样本起点的原因是在界定大股东持股数量时,需要将一致行动人的股东持股数量进行合并<sup>①</sup>,而东方财富Choice金融数据库从2007年才开始披露一致行动人的数据。在初始样本的基础上,依据如下标准进行筛选:剔除金融行业样本公司,因为其报表格式具有特殊性;剔除第一大股东持股比例小于10%的样本,因为这些公司不存在本文所界定的大股东<sup>②</sup>;剔除相关数据存在缺失值的样本。在进行以上样本筛选过程之后,最终得到了16902个公司年观测值。本文采用普通最小二乘法进行回归分析,为防止异常值对回归结果的影响,对所有连续变量进行1%和99%分位数的缩尾处理。本文研究中用到的股权结构、财务报表和公司治理数据均取自国泰安数据库。本文采用STATA14软件进行数

据分析。

## (二)变量定义

1.多个大股东的度量。参考 Attig 等(2008)、Benkmasr 等(2015)的研究<sup>[12][28]</sup>,本文采用三种方法衡量公司中存在多个大股东的情况:第一, MULTI\_D 为多个大股东哑变量,如果公司当年存在两个或两个以上的大股东时取值为 1,否则为 0。需要指出的是,学术界对大股东的界定存在一定的分歧,基于美国等股权分散国家样本的实证研究中,通常将持股比例高于 5% 的股东视为大股东<sup>③[29]</sup>。中国《公司法》规定,单独或合计持股超过 10% 的股东拥有股东大会的提案权,可以向上市公司派出至少一名董事,并可以提议召开董事会临时会议和临时股东大会。因此,参考姜付秀等(2015)的研究<sup>[30]</sup>,本文将合并一致行动人持股后的持股比例超过 10% 的股东界定为大股东。第二, MULTI\_N 为多个大股东的数量,等于公司当年除控股股东之外的其他大股东的个数。第三, MULTI\_P 为多个大股东的持股比例之和,等于公司当年除控股股东之外的其他大股东所持股数之和除以公司总股数。多个大股东的数量越多、持股比例之和越大说明其对控股股东的制衡力量越强。

2.企业风险承担的度量。已有度量企业风险承担的指标主要包括盈余波动性<sup>[2][3]</sup>、股票收益率的波动性<sup>[6]</sup>、企业研发强度<sup>[31]</sup>等。由于中国市场的股票回报率波动性较大,且股价同步性较高,股价“同涨同跌”的现象非常普遍,因而采用股票收益率波动性指标度量企业风险承担具有一定的局限性。由于企业研发支出数额受到会计准则的影响较大,并且非创新型企业中研发支出的缺失值较多,企业未披露研发支出并不意味着没有进行研发活动,因此选择研发支出作为风险承担的度量指标也具有缺陷。综合以上分析,本文选用盈余波动性度量企业风险承担。选择年份滚动的方法,以每三年( $t-1$ 年至  $t+1$ 年)作为一个观测时段,计算经行业水平调整后的三年盈余波动性的标准差。计算公式如下:

$$RISK1 = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{n=1}^N (\text{Adj\_ROA}_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \text{Adj\_ROA}_{in})^2} \quad (N=3) \quad (1)$$

$$\text{式(1)中, } \text{Adj\_ROA}_{in} = \frac{\text{EBIT}_{in}}{\text{ASSET}_{in}} - \frac{1}{N} \sum_{k=1}^K \frac{\text{EBIT}_{kn}}{\text{ASSET}_{kn}}$$

$$RISK2 = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{n=1}^N (\text{Adj\_OROA}_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \text{Adj\_OROA}_{in})^2} \quad (N=3) \quad (2)$$

$$\text{式(2)中, } \text{Adj\_OROA}_{in} = \frac{\text{Operating income}_{in}}{\text{ASSET}_{in}} - \frac{1}{N} \sum_{k=1}^K \frac{\text{Operating income}_{kn}}{\text{ASSET}_{kn}}$$

式(1)和式(2)中, $i$ 表示企业, $n$ 表示观测时间段内的年份,取值范围为  $1 \sim 3$ ;  $K$ 代表行业内企业的总数量, $k$ 代表该行业内的第  $k$ 家企业。在式(1)中,ROA 为资产回报率,以公司当年息税折旧前利润(EBIT)与年末总资产(ASSET)的比值表示,Adj\_ROA 表示经行业平均水平调整之后的资产收益率,RISK1 为 Adj\_ROA 在  $t-1$ 至  $t+1$ 年共三年的波动性的标准差。在式(2)中,OROA 为营业利润率,以公司营业收入(Operating income)与总资产的比值表示,Adj\_OROA 表示经行业平均水平调整后的营业利润率,RISK2 代表 Adj\_OROA 在  $t-1$ 至  $t+1$ 年共三年的波动性的标准差。

3.控制变量的选取。参考前人研究<sup>[3][32]</sup>,本文控制了一系列可能影响企业风险承担的因素:SIZE 代表公司规模,小企业的风险偏好性更强<sup>[6]</sup>,因而预期 SIZE 的估计系数显著为负;LEV 代表负债水平,负债水平越高的企业,其风险承担水平越高,因此预期 LEV 的系数为正;PPE 代表固定资产比率;CFO 代表经营活动现金流量;AGE 代表公司年龄,上市年限越长的企业,抗击风险的能力越强,风险承担水平可能更高<sup>[32]</sup>,因而预期 AGE 的系数显著为正;ROA 代表盈利能力;GROWTH 代表成长性,成长性越强的公司更愿意选择风险系数较高的投资项目,因而预期 GROWTH 的系数显著为正;BSIZE 代表董事会规模,董事会规模越大,为风险性决策达成一致意见的可能性越小,企业风险承担水平可能越低,因而预期 BSIZE 的系数显著为负;INSI 代表机构投资者持股比例;SOE 代表产权性质,国有企业承担较多政策性角色,其决策优先考虑政治因素,更倾向于选择稳健型的投

融资项目<sup>[33]</sup>,因而预期 SOE 的系数显著为负。此外,本文还控制了行业(IND)和年份(YEAR)哑变量以控制行业和宏观经济波动的影响。主要研究变量的具体定义方式参见表 1。

表 1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
MULTI_D	是否存在多个大股东	虚拟变量,合并一致行动人后,如果公司当年存在两个或两个以上持股比例超过 10%的大股东则取 1,否则取 0
MULTI_N	非控制性大股东数量	公司当年除控股股东之外的其他大股东的个数
MULTI_P	非控制性大股东持股比例	公司当年除控股股东之外的其他大股东所持股数之和除以公司总股数
RISK1	公司风险承担水平	观测期内公司的盈余(息税前利润)波动性乘以 100,具体定义见正文
RISK2	公司风险承担水平	观测期内公司的盈余(营业利润)波动性乘以 100,具体定义见正文
SIZE	公司规模	公司当年期末资产总额的自然对数
LEV	负债水平	公司当年期末负债总额除以期末资产总额
PPE	固定资产比率	公司当年期末固定资产净值除以期末资产总额
CFO	经营活动现金流量	每股经营活动现金流量净额
AGE	公司上市年数	公司上市年限加 1 后取自然对数
ROA	盈利能力	公司当年净利润除以期末资产总额
GROWTH	成长能力	公司本年营业收入减去上一年营业收入后再除以上一年营业收入
BSIZE	董事会规模	公司当年董事会总人数
INSI	机构投资者持股比例	公司当年被各类机构投资者持股比例总和
SOE	产权性质	虚拟变量,如果公司为国有控股则取值为 1,否则为 0
IND	行业	行业虚拟变量,参考中国证监会 2012 年行业分类,并对制造业取二级代码进行细分
YEAR	年份	年份虚拟变量,控制不同年份宏观因素的影响

### (三)模型设定

为检验多个大股东对企业风险承担的影响,构建如下 OLS 回归模型:

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MULTI_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 PPE_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 BSIZE_{i,t} + \beta_{10} INSI_{i,t} + \beta_{11} SOE_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

式(3)中,RISK 代表企业风险承担,MULTI 代表多个大股东, $\beta_0$ 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{11}$ 为各变量对应的估计系数, $\varepsilon$ 为随机扰动项,下标 i 代表个体公司,t 代表年份。 $\beta_1$ 是我们关注的核心变量。如果 H1a 成立,即存在多个大股东的公司风险承担水平更高,预期  $\beta_1$  显著为正;如果 H1b 成立,即存在多个大股东的公司风险承担水平更低,预期  $\beta_1$  显著为负。需要说明的是,为了降低混合截面数据可能产生的聚类问题,回归模型中均采用公司水平的聚类处理。

### (四)描述性统计

表 2 报告了各主要变量的描述性统计结果。企业风险承担变量(RISK1 和 RISK2)的均值分别为 3.009 和 2.933,标准差分别为 3.428 和 3.357,说明样本企业的风险承担水平存在较大差异。多个大股东哑变量(MULTI\_D)的均值是 0.359,说明有 35.9%的样本公司存在两个及以上的大股东;多个大股东数量(MULTI\_N)的最大值是 4,说明样本公司中最多有 4 个非控制性大股东;在样本公司中,多个大股东持股比例(MULTI\_P)的均值为 0.072。此外,在研究样本中,上市公司的资产负债率(LEV)的均值为 0.470,资产收益率(ROA)的均值为 0.060,董事会规模(BSIZE)的均值为 9 人,机构投资者持股比例(INSI)的均值为 37.2%,国有控股企业(SOE)的占比达到 48.2%。

## 五、实证结果分析

### (一)多个大股东与企业风险承担:基本结果

本文采用模型(3)检验多个大股东对企业风险承担的影响,实证结果报告在表 3 中。第(1)列和第(4)列的解释变量为多个大股东哑变量(MULTI\_D),MULTI\_D 的估计系数均在 1%的水平上显著为正,说明相对于具有单一控股股东的上市公司,存在多个大股东的上市公司的风险承担水平更高。

表 2

主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	25 分位数	75 分位数	最大值
RISK1	16902	3.009	3.428	1.787	0.080	0.872	3.673	17.510
RISK2	16902	2.933	3.357	1.782	0.095	0.905	3.551	19.312
MULTI_D	16902	0.359	0.480	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
MULTI_N	16902	0.430	0.637	0.000	0.000	0.000	1.000	4.000
MULTI_P	16902	0.072	0.108	0.000	0.000	0.000	0.140	0.428
SIZE	16902	21.878	1.288	21.732	18.878	20.985	22.603	26.337
LEV	16902	0.470	0.227	0.469	0.051	0.299	0.631	1.282
PPE	16902	0.244	0.176	0.210	0.001	0.105	0.350	0.747
CFO	16902	0.364	0.826	0.270	-2.690	0.003	0.655	4.312
AGE	16902	2.165	0.698	2.398	0.693	1.609	2.773	3.178
ROA	16902	0.060	0.070	0.055	-0.246	0.030	0.089	0.310
GROWTH	16902	0.200	0.581	0.109	-0.752	-0.040	0.281	4.315
BSIZE	16902	8.905	1.808	9.000	0.000	8.000	9.000	18.000
INSI	16902	0.372	0.234	0.365	0.000	0.168	0.555	0.868
SOE	16902	0.482	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

表 3

多个大股东与企业风险承担

变量	RISK1			RISK2		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MULTI_D	0.314*** (3.73)			0.318*** (3.81)		
MULTI_N		0.236*** (3.79)			0.239*** (3.80)	
MULTI_P			1.812*** (4.74)			1.711*** (4.54)
SIZE	-0.817*** (-15.04)	-0.817*** (-15.03)	-0.823*** (-15.23)	-0.657*** (-12.91)	-0.657*** (-12.91)	-0.663*** (-13.07)
LEV	3.548*** (10.31)	3.552*** (10.33)	3.561*** (10.37)	2.454*** (8.01)	2.458*** (8.03)	2.465*** (8.07)
PPE	1.264*** (4.12)	1.261*** (4.11)	1.263*** (4.12)	0.981*** (3.33)	0.978*** (3.33)	0.980*** (3.34)
CFO	-0.072* (-1.87)	-0.073* (-1.89)	-0.073* (-1.89)	-0.046 (-1.27)	-0.047 (-1.29)	-0.047 (-1.29)
AGE	0.679*** (9.32)	0.682*** (9.31)	0.701*** (9.53)	0.640*** (8.76)	0.644*** (8.75)	0.658*** (8.92)
ROA	-6.107*** (-7.65)	-6.119*** (-7.67)	-6.088*** (-7.64)	-6.201*** (-7.03)	-6.214*** (-7.05)	-6.186*** (-7.02)
GROWTH	0.262*** (4.01)	0.262*** (4.02)	0.260*** (4.00)	0.383*** (5.31)	0.382*** (5.32)	0.381*** (5.30)
BSIZE	-0.015 (-0.60)	-0.015 (-0.61)	-0.015 (-0.62)	-0.026 (-1.10)	-0.026 (-1.12)	-0.026 (-1.12)
INSI	-0.454*** (-2.64)	-0.443*** (-2.58)	-0.475*** (-2.76)	-0.481*** (-2.81)	-0.470*** (-2.75)	-0.496*** (-2.89)
SOE	-0.397*** (-3.73)	-0.396*** (-3.73)	-0.395*** (-3.73)	-0.309*** (-3.00)	-0.308*** (-3.00)	-0.309*** (-3.01)
截距项	19.602*** (17.80)	19.609*** (17.79)	19.692*** (17.99)	16.577*** (15.86)	16.584*** (15.86)	16.669*** (16.03)
YEAR	是	是	是	是	是	是
IND	是	是	是	是	是	是
样本量	16902	16902	16902	16902	16902	16902
Adj_R <sup>2</sup>	0.207	0.207	0.208	0.160	0.160	0.161

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著；括号内为 t 值，经过公司水平的 cluster 处理。下表同。

该结果说明多个大股东的存在缓解了控股股东的风险规避倾向,使得企业更加关注具有长远收益但需要承担一定风险的项目。大股东的数量以及大股东的相对力量影响了大股东的制衡能力,因而我们进一步测试多个大股东的数量和持股比例对企业风险承担的影响。第(2)列和第(5)列的解释变量为除控股股东之外的其他大股东的个数(MULTI\_N),第(3)列和第(6)列的解释变量为除控股股东之外的其他大股东的持股比例之和(MULTI\_P),MULTI\_N和MULTI\_P的估计系数均在1%的水平上显著为正,说明公司中多个大股东制衡控股股东的动机和能力越强时,越能对企业风险承担施加影响。从经济意义上看,平均而言,其他大股东的数量每增加1个,企业风险承担水平(RISK1和RISK2)分别上升约4.39%和4.54%<sup>④</sup>;其他大股东持股比例每增长1%,企业风险承担水平(RISK1和RISK2)增长约5.71%和5.50%,经济含义十分显著。以上结果均表明,多个大股东能够作为一项公司治理机制缓解代理问题,提升企业的风险承担水平。

## (二)内生性检验

多个大股东与企业风险承担之间的关系可能会受到内生性问题的影响。首先,风险承担水平较高的公司对资金的需求可能更大,在其融资、承担风险的过程中可能导致公司出现多个大股东并存的情况,因而本文的研究变量之间可能存在反向因果关系;其次,企业风险承担水平较高的公司可能会吸引其他大股东的进入,进而形成多个大股东并存的股权结构,因而本文可能存在自选择偏误;再次,某些不可观察的因素可能同时对上市公司的股权结构和风险承担产生影响,因而本文的结论也可能受到遗漏变量偏误的干扰。因此,本文采用倾向评分匹配与双重差分法、Heckman两阶段模型和固定效应模型以控制潜在的内生性问题对本文研究结论的影响。

1.倾向评分匹配与双重差分法。参考姜付秀等(2018)的研究<sup>[34]</sup>,本文利用上市公司股权变动的研究场景,采用倾向评分匹配与双重差分相结合的方法(PSM-DID)缓解反向因果导致的内生性问题。

考虑到上市公司的股权变动存在两种可能性:其一为由多个大股东并存的股权结构转换为仅存在单一大股东的情形,其二为由单一大股东转换为存在多个大股东的情况。针对两种不同的情形,本文采用不同的配对样本进行处理:第一,对由多个大股东转变为单一大股东的样本,本文将在样本期间内发生大股东股权变动的样本作为处理组(Treatment group),而将样本期间内始终存在多个大股东的样本作为控制组(Control group),采用倾向评分匹配法进行配对。参考Benkmarr等(2015)的研究<sup>[28]</sup>,进行倾向评分匹配时考虑的影响上市公司股权结构的因素包括公司规模、资产负债率、公司年龄、股权自由现金流量、有形杠杆率、营业收入增长率、行业及年份变量<sup>⑤</sup>,匹配后的处理组和控制组样本在可观测的公司特征上不存在显著差异。第二,对由单一大股东转变为多个大股东的样本,本文将在样本期间内发生股权变动的样本作为处理组,而将样本期间内始终不存在多个大股东的样本作为控制组。倾向评分匹配的步骤与第一种情形相同。在倾向评分匹配基础上构建的双重差分模型为:

$$RISK_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TREAT_{i,t} + \alpha_2 TREAT_{i,t} \times POST_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (4)$$

式(4)中,TREAT代表是否为处理组哑变量,如果观测值属于处理组样本TREAT取值为1,否则为0;POST为股权结构是否发生改变变量,如果观测值属于股权结构变化后期取值为1,否则为0。CONTROLS代表控制变量,与模型(3)相同。此外,模型中还控制了行业和年份哑变量,用来控制行业和宏观因素的影响。特别地,TREAT×POST是本文关注的核心变量,它衡量股权结构变化前后处理组公司与控制组公司在企业风险承担水平上的变化。当股权结构由多个大股东变为单一大股东时,如果 $\alpha_2$ 显著为负,表明“多变一”的股权结构变化会降低企业风险承担水平,反之亦然;当股权结构由单一大股东变为多个大股东时,如果 $\alpha_2$ 显著为正,表明“一变多”的股权结构变化会提升企业风险承担水平,反之亦然。

PSM-DID的回归结果报告在表4中。TREAT×POST的系数在第(1)~(2)列为负,说明上市

公司由多个大股东变为单一大股东之后,风险承担水平有所降低,但回归系数不显著,可能的原因是控股股东在股权结构发生变更之后,需要一定的时间进行战略变革与调整,延缓了对企业风险承担的影响;相反,TREAT×POST的系数在第(3)~(4)列分别在5%和1%的水平上显著为正,说明上市公司由单一大股东变为多个大股东之后,企业风险承担水平显著上升,说明非控制性大股东提升了企业的风险承担水平。综上所述,PSM-DID的检验结果进一步支持了本文的研究结论,即多个大股东的股权结构安排强化了企业承担风险的意愿。

表4 倾向评分匹配和双重差分法的回归结果

变量	多个大股东变为单一大股东		单一大股东变为多个大股东	
	RISK1 (1)	RISK2 (2)	RISK1 (3)	RISK2 (4)
TREAT	-0.024 (-0.08)	-0.234 (-0.81)	-0.113 (-0.53)	-0.060 (-0.29)
TREAT×POST	-0.202 (-0.84)	-0.025 (-0.10)	0.534** (2.54)	0.572*** (2.69)
截距项	16.506*** (9.86)	13.179*** (8.19)	24.193*** (13.20)	20.571*** (11.56)
CONTROLS	是	是	是	是
YEAR	是	是	是	是
IND	是	是	是	是
样本量	7159	7159	5827	5827
Adj_R <sup>2</sup>	0.188	0.147	0.262	0.192

2. Heckman 两阶段模型。为了排除潜在的样本自选择偏差,本文采用 Heckman 两阶段模型进行稳健性检验。需要注意的是,Heckman 第一阶段模型中需要加入一个工具变量。参考 Benkmarr 等(2015)的研究<sup>[28]</sup>,本文选取公司所在行业上一年的除本公司以外的其他公司的平均股权结构作为工具变量。其中的理由在于,处于相同行业的上市公司面临相似的生产经营环境,因而其股权结构特征可能较为接近,但是同行业其他企业的股权结构情况并不会直接影响到本公司的风险承担,因而该变量符合工具变量相关性和外生性的要求。Heckman 两阶段的回归结果显示,是否存在多个大股东哑变量(MULTI\_D)、除控股股东之外的其他大股东的个数(MULTI\_N)、除控股股东之外的其他大股东的持股比例之和(MULTI\_P)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明在控制了潜在的自选择问题的影响后,多个大股东与企业风险承担依旧显著正相关,从而验证了本文的结论。限于篇幅,具体的回归结果未予列示。

3. 公司固定效应模型。由于多个大股东和企业风险承担可能同时受到公司治理特征和宏观因素的影响,为避免本文结论源于遗漏公司个体特征的影响,本文采用固定效应模型进行稳健性检验。固定效应模型能够很好地控制不随时间改变的固定因素的影响,增强结论的可靠性。回归结果表明,在采用公司固定效应模型后,本文的结论依然成立,说明本文的结果并非由于不随时间改变的固定因素所致,回归结果较为稳健。限于篇幅,具体回归结果未予列示。

### (三)其他稳健性检验

为保证回归结果的可靠性,本文通过改变多个大股东的度量指标和界定标准、改变企业风险承担的度量指标等多种方法进行稳健性检验。

第一,采用非控制性大股东与控股股东的持股比例之差以及非控制性大股东与控股股东的持股比例之比来度量多个大股东的持股情况。

第二,改变对大股东的界定标准。考虑到我国《证券法》规定持股5%以上的股东属于公司内幕信息知情人,当投资人持有上市公司股份5%及以上时,必须及时“举牌”披露,将其持股情况通知上市公司、证券交易所及证券监督管理机构。因此,本文将持股5%作为大股东的界定标准,重新进行实证检验。

第三,改变计算企业风险承担的窗口期间。采用年份滚动的方法,以每五年( $t-2$ 年至 $t+2$ 年)作为一个观测时段,计算企业经行业水平调整后的总资产收益率和营业利润率在五年内的标准差,以此作为企业风险承担水平的度量指标。

经上述稳健性检验,本文的研究结论依然成立。限于篇幅,上述稳健性检验结果未报告。

## 六、进一步研究

上文研究结果显示,多个大股东与企业风险承担显著正相关,即多个大股东对企业风险承担具有促进作用。在本部分,本文进一步进行横截面分析,考察多个大股东对企业风险承担的影响在不同产权性质、内部控制制度中的差异性。

### (一)多个大股东、产权性质与企业风险承担

已有研究表明,国有企业与民营企业在风险承担的动力上具有异质性,国有企业的风险承担能力显著低于民营企业<sup>[33]</sup>。为检验不同产权性质环境下,多个大股东对企业风险承担的影响,建立的回归模型如下:

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MULTI_{i,t} + \beta_2 MULTI \times SOE_{i,t} + \beta_3 SOE_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (5)$$

式(5)中,RISK代表企业风险承担,MULTI代表多个大股东。SOE代表产权性质,如果企业的实际控制人为国有企业取值为1,如果为民营企业取值为0。CONTROLS代表控制变量,与模型(3)相同。本文关心的主要变量为 $MULTI \times SOE$ ,如果其回归系数 $\beta_2$ 显著为正,说明多个大股东对企业风险承担的影响在国有企业中更为显著;如果 $\beta_2$ 显著为负,说明多个大股东对企业风险承担的影响在民营企业中更为显著。

模型(5)的检验结果如表5所示, $MULTI \times SOE$ 的系数均显著为正,说明相对于民营企业,多个大股东对企业风险承担的促进作用在国有企业中更加显著。得到这一结论的原因可能有以下三个方面:首先,国有企业的政策性负担较重,肩负着较多的政府职能,因而国有企业更可能采取稳健的投融资决策,规避净现值大于零但风险性较高的项目;其次,国有企业的管理者往往由政府任命,管理者的政治晋升激励较高,而在薪酬方面受到的管制较多,因此国有企业的管理者对高风险性投资项目的积

表 5 多个大股东、产权性质与企业风险承担

变量	RISK1			RISK2		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MULTI_D	0.144 (1.39)			0.182* (1.75)		
MULTI_D×SOE	0.384** (2.38)			0.306* (1.93)		
MULTI_N		0.092 (1.26)			0.111 (1.51)	
MULTI_N×SOE		0.371*** (3.05)			0.329*** (2.70)	
MULTI_P			0.716* (1.67)			0.710* (1.68)
MULTI_P×SOE			2.463*** (3.42)			2.248*** (3.18)
截距项	19.764*** (18.03)	19.813*** (18.08)	20.045*** (18.48)	16.705*** (16.08)	16.765*** (16.14)	16.997*** (16.51)
CONTROLS	是	是	是	是	是	是
YEAR	是	是	是	是	是	是
IND	是	是	是	是	是	是
样本量	16902	16902	16902	16902	16902	16902
Adj_R <sup>2</sup>	0.207	0.208	0.209	0.160	0.161	0.162

极性较弱,风险承担意愿较低;再次,国有企业的股权比民营企业更加分散,单一股东对管理者的监督动机有限,管理者的机会主义行为无法得到有效约束,这为管理者的风险规避行为提供了机会。当企业存在多个持股比例较高的大股东时,大股东对管理者经营决策的监督动机更强,更可能对管理者的风险规避偏好进行有效约束。因此,相对于民营企业,多个大股东对企业风险承担的促进作用在国有企业中更为突出。

## (二)多个大股东、内部控制质量与企业风险承担

有效的内部控制是缓解委托人与代理人之间利益冲突、维护投资者权益的重要手段,良好的内部控制制度能够抑制管理者的机会主义行为,提升企业的风险承担水平<sup>[35]</sup>。为检验内部控制质量对多个大股东与企业风险承担之间关系的影响,本文建立的回归模型如下:

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MULTI_{i,t} + \beta_2 MULTI \times IC_{i,t} + \beta_3 IC_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (6)$$

式(6)中,RISK代表企业风险承担;MULTI代表多个大股东;IC代表内部控制质量,等于迪博公司披露的上市公司内部控制指数加1后取自然对数。CONTROLS代表控制变量,与模型(3)相同。本文关心的主要变量为MULTI×IC,如果该变量的系数 $\beta_2$ 显著为正,说明多个大股东对企业风险承担的影响在内部控制更加有效的公司中更为显著。

模型(6)的检验结果如表6所示,MULTI×IC的系数均显著为正,说明当企业的内部控制制度更加完善时,多个大股东更能对企业风险承担施加影响。得到这一结论的原因可能是,有效的内部控制制度能够健全企业的信息沟通机制,弱化企业内部人与外部利益相关者之间的信息不对称程度,形成良好的权力制衡与职责分工体系,降低管理层的风险规避倾向。当企业存在多个大股东时,有效的内部控制制度能够帮助其他大股东及时获取决策信息,降低因信息不对称引发的逆向选择问题。同时,健全的内部控制制度能够规范企业的决策流程,便于其他大股东在重大项目上进行集体决策,抑制管理层的道德风险问题,提升企业的风险承担水平。因此,有效的内部控制制度能够强化多个大股东对企业风险承担的促进作用。

表6 多个大股东、内部控制与企业风险承担

变量	RISK1			RISK2		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MULTI_D	0.260*** (3.21)			0.274*** (3.38)		
MULTI_D×IC	0.227*** (2.84)			0.137* (1.67)		
MULTI_N		0.188*** (3.10)			0.201*** (3.24)	
MULTI_N×IC		0.197*** (3.07)			0.134** (2.01)	
MULTI_P			1.496*** (4.01)			1.458*** (3.93)
MULTI_P×IC			1.082*** (2.80)			0.759** (1.99)
IC	-0.728*** (-14.80)	-0.726*** (-15.12)	-0.629*** (-15.14)	-0.598*** (-11.19)	-0.603*** (-11.51)	-0.537*** (-12.18)
截距项	16.944*** (16.64)	16.950*** (16.65)	17.160*** (16.95)	14.327*** (14.26)	14.330*** (14.27)	14.536*** (14.55)
CONTROLS	是	是	是	是	是	是
YEAR	是	是	是	是	是	是
IND	是	是	是	是	是	是
样本量	16902	16902	16902	16902	16902	16902
Adj_R <sup>2</sup>	0.246	0.246	0.247	0.189	0.189	0.190

## 七、研究结论与启示

基于 2007~2016 年中国 A 股上市公司数据,本文从企业风险承担的视角研究多个大股东并存的股权结构的经济后果。研究表明,具有多个大股东的公司,其风险承担水平更高。该结论在控制潜在的内生性问题后依然成立。当公司的非控制性大股东数量越多、持股比例越高时,企业风险承担水平越高。进一步研究发现,多个大股东对企业风险承担的影响在国有企业和内部控制制度更加完善的企业中更为显著。

本文的研究具有一定的理论意义和现实意义。从理论上讲,本文基于企业风险承担视角,研究发现多个大股东能够通过监督管理者和制衡控股股东促进企业风险承担,拓展了多个大股东股权结构的经济后果领域的研究。同时,也从股权结构视角丰富了企业风险承担影响因素领域的研究。从现实意义上讲,风险承担是企业实现价值最大化以及国家经济实现长期增长的重要途径。本文研究发现,多个大股东能够发挥有效的监督与制衡作用,抑制管理者和控股股东的风险规避倾向,提高企业的风险承担水平。因此,在股权结构设计或改革时,应综合权衡非控制性大股东给企业带来的成本和收益,发挥大股东的积极治理作用。同时,应致力于完善投资者保护制度,改善股东参与公司治理的制度环境,促进资本市场良性健康发展。

### 注释:

①我国上市公司中存在较大比例的股东通过交叉持股、产权关联、亲缘关系或者签署“一致行动人协议”等形式作为一致行动人共同持股,实际上属于同一利益共同体。因此借鉴姜付秀等(2015)的研究<sup>[30]</sup>,在计算大股东持股比例时将一致行动人持股数量进行合并。

②需要说明的是,在本文的样本中,第一大股东持股比例小于 10% 的样本非常少,低于 1%。

③主要原因在于在这些国家中,5% 的持股比例是判定机构投资者的标准。

④经济显著性的计算方法为:解释变量的回归系数乘以解释变量的标准差,再除以被解释变量的标准差。

⑤进行倾向评分匹配法时,采用 1:1 最邻近不放回方法。匹配前,处理组和控制组公司在公司特征上存在显著差异,匹配后不存在显著差异,两组样本的密度函数曲线几乎重叠,满足平行假设和共同支撑假设。

### 参考文献:

- [1] Lumpkin, G. T., Dess, G. G. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance [J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21 (1): 135—172.
- [2] Boubakri, N., Cosset, J. C., Saffar, W. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking Evidence from Privatization [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108 (3): 641—658.
- [3] John, K., Litov, L., Yeung, B. Corporate Governance and Risk-Taking [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63 (4): 1679—1728.
- [4] Laeven, L., Levine, R. Complex Ownership Structures and Corporate Valuations [J]. *The Review of Financial Studies*, 2007, 21 (2): 579—604.
- [5] Bennedsen, M., Wolfenzon, D. The Balance of Power in Closely Held Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1—2): 113—139.
- [6] Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L. Managerial Incentives and Risk-Taking [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79 (2): 431—468.
- [7] Benmelech, E., Frydman, C. Military CEOs [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117 (1): 43—59.
- [8] Roussanov, N., Savor, P. Marriage and Managers' Attitudes to Risk [J]. *Management Science*, 2014, 60 (10): 2496—2508.
- [9] 宋建波, 文雯, 王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. *财贸经济*, 2017, (12): 111—126.
- [10] Wang, C. J. Board Size and Firm Risk-Taking [J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2012, 38 (4): 519—542.
- [11] Faccio, M., Lang, L. H. P., Young, L. Dividends and Expropriation [J]. *American Economic Review*, 2001, 91 (1): 54—78.
- [12] 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.

- [13] 姜付秀,王运通,田园,吴恺.多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J].管理世界,2017,(12):61—74.
- [14] 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,(10):119—143.
- [15] Attig, N., Ghoual, S. E., Guedhami, O., Rizeanu, S. The Governance Role of Multiple Large Shareholders Evidence from the Valuation of Cash Holdings[J].Journal of Management & Governance,2013,17 (2): 419—451.
- [16] Jiang, F., Cai, W., Wang, X., Zhu, B. Multiple Large Shareholders and Corporate Investment Evidence from China[J].Journal of Corporate Finance,2018,50:66—83.
- [17] Maury, B., Pajuste, A. Multiple Large Shareholders and Firm Value[J].Journal of Banking & Finance,2005, 29 (7):1813—1834.
- [18] Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H. Tunneling through Intercorporate Loans The China Experience[J].Journal of Financial Economics,2010,98 (1):1—20.
- [19] Attig, N., Ghoual, S. E., Guedhami, O. Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia[J].Journal of Financial Research,2009,32 (4):395—422.
- [20] Barroso, C. R., Burkert, M., Dávila, A., Oyon, D. Shareholder Protection The Role of Multiple Large Shareholders[J].Corporate Governance An International Review,2016,24 (2):105—129.
- [21] Cheng, M., Lin, B., Wei, M. How does the Relationship between Multiple Large Shareholders Affect Corporate Valuations? Evidence from China[J].Journal of Economics and Business,2013,70(2):43—70.
- [22] 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,(11):107—117.
- [23] Malmendier, U., Tate, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment[J].The Journal of Finance,2005,60 (6):2661—2700.
- [24] Low, A. Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation [J]. Journal of Financial Economics,2009,92 (3):470—490.
- [25] Su, W., Lee, C. Y. Effects of Corporate Governance on Risk-Taking in Taiwanese Family Firms during Institutional Reform[J].Asia Pacific Journal of Management,2013,30 (3):809—828.
- [26] Kim, K., Buchanan, R. CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity[J].Journal of Applied Business Research,2008,24 (1):27—41.
- [27] Manso, G. Motivating Innovation[J].The Journal of Finance,2011,66 (5):1823—1860.
- [28] Benkmasr, H., Boubaker, S., Rouatbi, W. Ownership Structure, Control Contestability, and Corporate Debt Maturity[J].Journal of Corporate Finance,2015,35:265—285.
- [29] Bharath, S. T., Jayaraman, S., Nagar, V. Exit as Governance An Empirical Analysis[J].The Journal of Finance, 2013,68 (6):2515—2547.
- [30] 姜付秀,马云彪,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J].管理世界,2015,(5):147—159.
- [31] Li, K., Griffin, D., Yue, H., Zhao, L. How does Culture Influence Corporate Risk-Taking? [J].Journal of Corporate Finance,2013,23(4):1—22.
- [32] 余明桂,李文贵,潘红波.民营化、产权保护与企业风险承担[J].经济研究,2013,(9):112—124.
- [33] 李文贵,余明桂.所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J].中国工业经济,2012,(12):115—127.
- [34] 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.
- [35] 宋建波,文雯,王德宏,申伟.管理层权力、内外部监督与企业风险承担[J].经济理论与经济管理,2018,(6): 96—112.

(责任编辑:胡浩志)