

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20220905.202

## 共同股东的治理效应: 文献述评与研究展望

向元高<sup>1</sup>, 罗进辉<sup>2</sup>

(1. 同济大学 经济与管理学院, 上海200092; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门361005)

**摘要:** 共同股东指同时拥有多家公司股权并对公司治理决策具有重要影响的股东。随着专业投资机构的发展和分散化投资策略的盛行, 共同股东已成为世界范围内的普遍现象。本文系统梳理了共同股东治理效应相关研究的发展脉络与最新进展。首先, 本文从理论上溯源了共同股东参与治理的内在动机, 剖析了其参与治理的具体机制。在此基础上, 本文从公司治理的不同维度梳理了共同股东产生的具体治理效果。进一步结合中国资本市场的制度特征, 本文探究了共同股东的结构差异以及其面临的治理问题差异, 并分析这些差异如何影响共同股东的治理效应。最后, 本文从共同股东的成因、具体治理行为、潜在趋同效应、外部制度因素等诸多视角提出未来可以拓展的研究方向。本文通过构建“治理动机→治理机制→治理效果←制度因素”的整合性分析框架, 提炼了共同股东发挥治理效应的一般规律, 并揭示了其在不同制度背景下的普适性与异质性, 为后续相关研究提供参考。

**关键词:** 共同股东; 公司治理; 中国制度背景

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2023)04-0038-16

### 一、引言

随着全球范围内专业投资机构的蓬勃发展和分散化投资策略的盛行, 典型的机构投资者, 如风险投资、私募股权投资、产业投资基金等, 往往同时持有或管理多家公司的股权, 由此形成了共同股东或连锁股东(common shareholder)。共同股东现象在美国资本市场尤为普遍。平均而言, S&P500公司前十大股东中共同股东的持股比例高达40%至45%(图1)。而中国资本市场尽管发展时间较短, 但共同股东现象同样普遍。据本文统计, A股上市公司前十大股东中共同股东持股比例长期稳定在15%左右(图1)。如果仅考察持股比例至少5%的共同股东, 则有约1/3的上市公司与其他上市公司存在共同股东(杜勇等, 2021)。有鉴于此, 近年来共同股东现象及其有关问题在国内外引起了越来越多的学术关注和政策讨论。

实际上, 从20世纪80年代开始, 产业组织经济学领域的理论文献便开始关注这一现象, 其

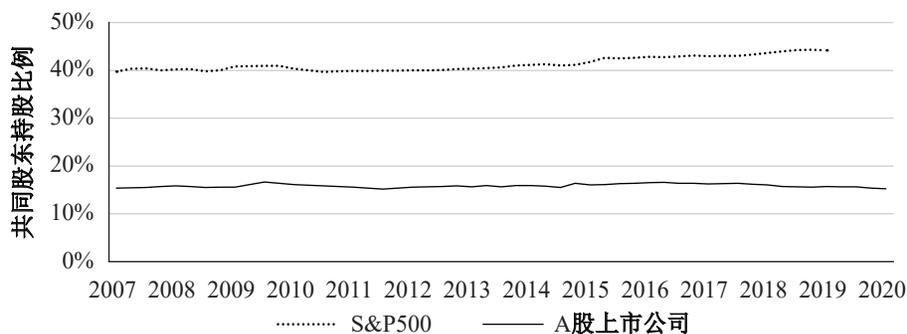
收稿日期: 2022-04-09

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(22ZDA045)

作者简介: 向元高(1991—), 男, 同济大学经济与管理学院博士后, 助理研究员;

罗进辉(1983—), 男, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师(通讯作者, jinhuiluo@xmu.edu.cn)。

核心问题是竞争企业间拥有共同股东是否会削弱市场竞争(Rotemberg, 1984; Bresnahan和Salop, 1986)。这些研究认为,当股东在多个具有竞争关系的企业中同时持股时,被投资企业将考虑其竞争行为对股东投资组合内其他企业的潜在影响,而不是完全追求企业自身利益最大化,即被共同股东同时持股的企业会缓解彼此间的竞争。随着经验证据的不断丰富(如Azar等, 2018),这一观点引起了业界和政策制定者的高度重视,特别是对于是否应该将共同股东作为反垄断监管对象,相关讨论十分激烈(Elhauge, 2016; OECD, 2017)。



资料来源: S&P500数据来自Amel-Zadeh等(2022)的研究, A股上市公司数据由作者整理而得。

图1 中美上市公司前十大股东中共同股东持股比例比较

与上述传统视角不同,近年来不少学者开始关注共同股东在公司治理中扮演的角色。在传统的公司治理研究框架下,绝大部分公司治理研究明显或隐含地假定了股东仅在单个公司持有股份,以一种独立的视角来研究不同公司的股东行为与公司治理决策。然而,随着企业间通过共享相同股东从而形成股权关联的现象越来越普遍,传统公司治理研究的假设与现实产生了背离。一个显著差异在于,当股东仅持有单个公司股份时,其无需考虑治理行为的外部性。然而,当股东同时持股多家公司而成为共同股东时,其目标是如何实现投资组合整体价值的最大化,这导致共同股东在进行治理决策时,有动机将单个公司的治理产生的外部性内部化,换言之,共同股东的治理行为已从独立治理变成协同治理(Kang等, 2018; He等, 2019)。基于共同股东的上述本质性差异,既有研究从管理层监督、信息披露、投资效率、融资成本等视角对共同股东的治理效应进行了探索,研究成果方兴未艾(Kang等, 2018; Edams等, 2019; He等, 2019; Park等, 2019; Chen等, 2021)。

基于此,本文对共同股东治理效应研究的发展脉络和最新进展进行了系统梳理,并归纳出如图2所示的研究框架。本文的理论贡献主要体现在三个方面:(1)本文按照“治理动机→治理机制→治理效果←制度因素”的逻辑主线,以整合性视角对共同股东在公司治理中扮演的角色进行了深入研究,提炼出了共同股东发挥治理效应的一般规律,为后续研究夯实了理论基础。(2)由于中国资本市场投资者结构、产权性质、股权结构等方面的特殊性,基于发达资本市场的相关研究结论在外推至中国的制度土壤时需保持谨慎。本文提炼了中国资本市场的重要制度特征,分析这些特征引起的共同股东结构差异与其面临的治理问题差异,并进一步剖析共同股东治理逻辑在中国制度背景下的普适性与异质性,为后续研究提供了理论指引。(3)本文对现有共同股东治理效应相关研究进行了整体述评,挖掘、梳理了现有研究的相对不足,并从共同股东的形成原因、具体治理行为、潜在趋同效应、外部制度因素等多个方面提出未来可以拓展的研究方向,这对后续研究具有较为重要的参考意义。

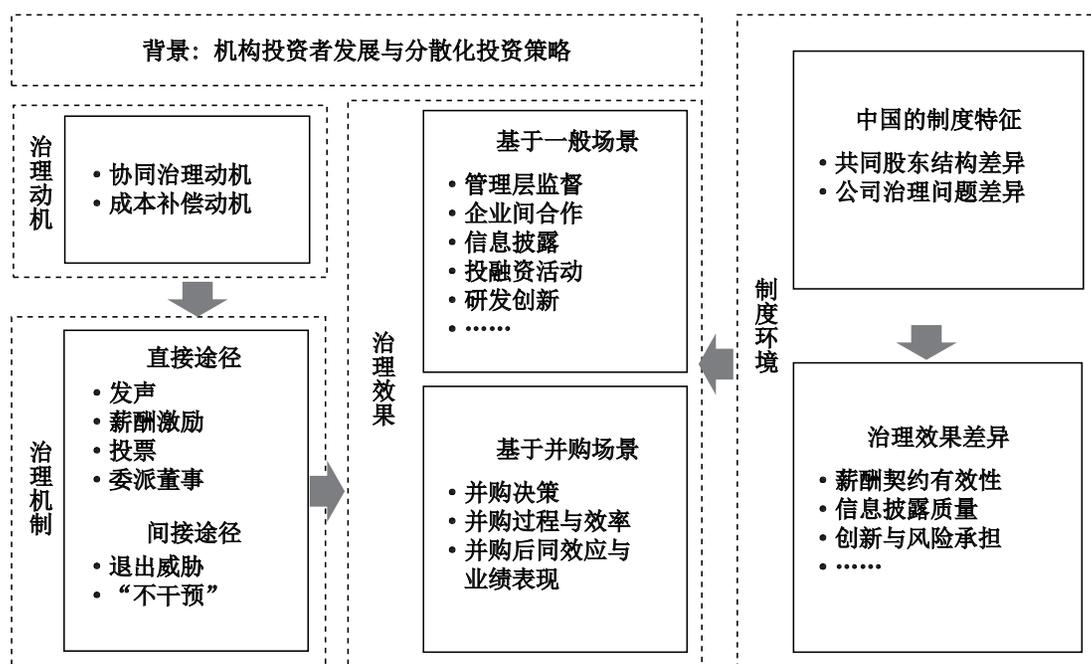


图2 公司治理视角下的共同股东研究框架

## 二、共同股东的治理效应：治理动机与治理机制

### (一)治理动机

1.行为始于动机。在研究共同股东扮演的治理角色时,有必要溯源其参与治理的动机。回顾既有文献,本文将共同股东的治理动机归纳为协同治理动机和成本补偿动机。

2.协同治理动机。早期关注共同股东的理论研究认为,当股东在多个企业,特别是具有竞争关系的企业中同时持股时,其目标函数不再局限于单个企业的价值最大化,而是投资组合内所有企业的整体价值最大化(Hansen和Lott,1996;O'Brien和Salop,2000;Gilo等,2006,Barkus等,2021)。在此目标函数下,共同股东有动机介入公司治理,以将投资组合内各企业产生的外部性内部化。例如,当市场内具有竞争关系的不同企业的股东相互独立时,企业可能会为了最大自身利益而采取激进的市场竞争策略。而当共同股东同时持股这些公司时,其为最大化其投资组合的价值,有动机缓解竞争企业彼此间过度竞争(Azar等,2018)。

3.成本补偿动机。股东在进行监督治理时会考虑、权衡监督的成本及其收益。如果监督收益无法弥补监督成本,监督激励必然减弱。当股东仅持有一家公司股权时,如果股东积极监督,倘若遭遇流动性危机或其他冲击,其将不得不提前减持公司股票,而此时价格往往偏低,监督收益无法实现(Faure-Grimaud和Gromb,2004);而如果股东不进行监督,而是选择在危机来临时直接退出,反而有可能获得相对较高的收益(Kahn和Winton,1998;Maug,1998)。相反,如果股东同时持股多家公司,遭遇流动性危机时,其在选择减持标的时具有更强的灵活性,即共同股东不必非得减持特定公司的股票,尤其是其积极参与监督治理的公司,这意味着共同股东的监督收益更能实现,因此有更强的动机参与治理(Edmans等,2019)。

### (二)治理机制

代理理论认为,管理层与共同股东拥有不同的目标函数,具有偏离股东利益的动机(Jensen和Meckling,1976),共同股东如何确保自身的利益得以实现呢?基于既有文献,本文将共同股东的治理机制归纳为直接治理机制和间接治理机制,其中直接治理机制包括发声、薪酬

激励、投票、委派董事,间接治理机制包括退出威胁以及“不干预”,如表1所示。

表 1 共同股东的治理机制

分类	治理机制	具体形式	代表文献
直接治理机制	发声	向管理层发表意见或建议从而对管理层施加干预	Azar等(2018)
	薪酬激励	薪酬契约直接决定了管理层的效用函数,可通过修改薪酬契约条款来引导和约束管理层行为	Liang(2016)、Antón等(2021b)
	投票	投票表决是最直接且约束力最强的干预手段,当与管理层的对话失败时,可直接投票反对管理层	Matvos和Ostrovsky(2008)、He等(2019)
	委派董事	共同股东委派的董事一方面会从投资组合利益最大化的视角进行治理决策。同时,由于治理的外部性被内部化,其有更高的积极性监督管理层	Azar(2012)、Azar等(2018)、He等(2019)
间接治理机制	退出威胁	共同股东减持特定公司的行为则具有明显的信号显示作用,因为其减持时将优先减持价值虚高或者出现问题的公司,引起的负面市场反应会更强烈	Edamans等(2019)
	“不干预”	共同股东还可以采取“不干预”的态度,这将弱化管理层的竞争动机,降低过度竞争带来的负外部性	Antón等(2021b)

### 1.直接治理机制

(1)发声(voice)。顾名思义,发声机制是指共同股东通过向管理层发表意见或建议从而对管理层施加干预的积极主义行为。根据发声的途径是台前还是幕后,发声可大致分为公开发声和私下沟通这两种形式。公开发声途径包括向股东大会提交议案、向管理层或公司利益相关者发出公开信、或在媒体上对公司特定事项发表意见等。私下沟通途径包括与管理层私下面谈、信件或电话沟通,以及其他非公开的沟通方式。共同股东为了确保自身的诉求得到管理层的响应,一般会结合使用上述两种发声机制。私下沟通作为“安静外交”的方式,可以高效地传达共同股东的诉求,例如私下沟通的成本更低、与管理层的沟通更加充分、可以避免不利信息对资本市场的负面影响、可以避免激化与管理层的冲突等。如果私下沟通失败,共同股东可选择公开发声,通过提交议案、吸引媒体关注等方式来迫使管理层做出调整。

(2)薪酬激励(performance-insensitive compensation)。薪酬契约直接决定了管理层的效用函数,因此是引导和约束管理层行为的重要工具。对共同股东而言,其目标是所投资的企业作为一个投资组合实现利润最大化,而一般情况下管理层的报酬主要取决于所在企业利润,这种目标函数的矛盾需要通过薪酬契约来协调。Antón等(2021b)从薪酬业绩敏感性的角度进行了研究,他们认为,将管理层的薪酬与其业绩高度挂钩的薪酬契约具有双重效应:一方面,它有利于缓解代理成本,激励了管理层努力提升公司业绩。另一方面,管理层激励上升却可能加剧所在企业与同行企业之间的竞争,导致整个市场的利润降低。相比仅持股一家公司的股东,在同行业同时持股多家公司的股东自然不太愿意使用薪酬业绩高度敏感的薪酬契约,因为这加剧了行业的竞争,降低了共同股东的投资组合收益。Antón等(2021b)的研究结果表明,拥有共同股东的公司,高管的薪酬业绩敏感性较低。Liang(2016)则发现,共同股东为了降低持股企业之间的过度竞争,会将CEO的薪酬与同行业其他公司的业绩表现挂钩,即同行的业绩表现越好,CEO的薪酬越高,从而缓解企业与同行其他企业之间的过度竞争。然而,也有一些研究提出质疑。例如,Kwon(2016)发现,拥有共同股东的公司更可能对经理人采用相对业绩评价,即随着共同股东持股增加,经理人能从超过同行的业绩中获得更多的报酬,意味着鼓励同行之间的竞争。Walker(2019)同样发现,随着共同股东持股增加,高管薪酬契约条款反而是更加鼓励竞争的。

(3)投票(voting)。共同股东还可以通过投票表决来约束管理层,投票表决是最直接且约束力最强的干预手段。实践案例显示,投票表决是共同股东维护自身利益的常用保留手段。例如,全球最大资管机构贝莱德在其代理投票指引(proxy voting guidelines)中披露,当其与被投资公司管理层的直接对话失败时,将直接投票反对管理层;全球三大资管机构之一的道富环球称其拥有的大量投票权可以轻易地对被投资公司管理层形成威胁,从而确保其意见以及客户的利益得到管理层重视。在经验证据方面,Fichtner等(2017)分析了全球三大资管机构的投票数据,发现它们在不同被投资公司的投票行为具有协调配合的特征。此外,Matvos和Ostrovsky(2008)在研究共同股东如何影响企业间并购时,发现共同股东会利用投票权促成有利于其投资组合利益的并购,即使并购标的对并购企业而言并非最优选择。He等(2019)发现,同时持股多家公司的机构投资者更可能向管理层投反对票。

(4)委派董事。在现代公司两权分离的情况下,股东通常不会参与公司的日常管理,而是代之以董事会制度,股东参与公司治理的一个非常重要的途径便是向公司董事会委派董事,共同股东亦不例外(Koch等,2021)。但与一般股东相比,共同股东委派董事的动机与效果在理论上具有明显的差异:第一,共同股东由于同时持股多家公司,其向特定公司委派董事的目的不仅是维护其在该公司的利益,还包括从投资组合利益最大化的视角出发,对该公司的治理决策实施干预,以内部化该公司的决策对投资组合内其他公司产生的外部性,为此,共同股东通常会向不同公司委派相同的董事,以确保治理决策上的协同性(Azar,2012;Azar等,2018)。第二,由于治理的外部性被内部化,共同股东委派的董事有更高的积极性监督管理层。例如,He等(2019)发现,当机构投资者共同持股的公司数量越多时,其越可能做出与管理层相反的投票行为,且这种现象在治理效应正外部性更强的行业中更加明显。

## 2.间接治理机制

(1)退出威胁。退出威胁发挥治理效应的理论逻辑是,当股东被认为拥有公司的私有信息时,其退出行为会被市场解读为不看好公司的发展前景,进而导致公司股价下跌。管理层为避免自身利益受损,会相应地调整自身决策(Admati和Pfleiderer,2009;Hope等,2017)。但相比一般股东,共同股东的退出威胁更强。原因在于,在仅持有一家公司股份的情况下,市场无法有效区分股东减持的意图,即股东既有可能是出于流动性需求而减持,也有可能是对不看好公司前景而退出,此时退出的负面信号并不明显。相较之下,如果股东同是多家公司的共同股东,掌握着多家公司的私有信息,其减持特定公司的行为则具有明显的信号显示作用,因为此时如果共同股东进行减持,其将优先减持价值虚高或者出现问题的公司。换言之,此时市场可以判断出被减持公司的质量,共同股东减持引起的负面市场反应会更强,从而对高管具有更强的退出威胁(Edmans等,2019)

(2)不干预。尽管共同股东可以主动干预缓解企业间的竞争,但其采取不干预的态度也同样能达此目的。具体而言,管理层若要提高市场占有率,势必需要付出更多努力。例如,管理层要开拓新市场、吸引新用户通常需要承担产品研发风险、进行大量市场调研、与竞争对手打价格战等,这都需要管理层付出更多努力。然而,如果共同股东本身并不希望企业间竞争加剧,其就没有动力驱使管理层实施一系列可能激化竞争的扩张策略。股东这种“懒惰”态度将导致管理层可以寻求安逸的生活(quiet life)(Hicks,1935)。如果市场上“懒惰”的股东和经理人足够多,那么均衡时市场的产出水平将下降,但总体利润水平上升(Antón等,2021b),这显然有利于共同股东。相反,那些仅在个别公司持股的积极投资者,通常会促使管理层采取激进的竞争策略,蚕食竞争对手的利润(Aslan和Kumar,2016)。

### 三、不同情景下的共同股东治理效应

根据研究场景的不同,关于共同股东治理效应的经验证据可以区分为一般场景下的治理效应和并购场景下的治理效应。在一般场景下,共同股东治理涉及的议题包括管理层监督约束、信息披露、投融资行为、研发创新、风险承担、股利政策与现金持有等方面(Kang等,2018;Edmans等,2019;He等,2019;Park等,2019;Chen等,2021)。在并购场景下,共同股东作为一种特殊主体,对企业并购决策、并购过程与效率、并购结果等具有重要影响(Hansen和Lott,1996;Matvos和Ostrovsky,2008;Harfold等,2011;Brooks等,2018)。

#### (一)一般场景下的共同股东治理效应

##### 1.管理层监督治理

相比其他股东,共同股东能否更有效地约束管理层成为了学者们首要关注的问题之一。投票行为最直接反映了共同股东的监督态度,He等(2019)发现,当机构投资者同时持股的公司数量越多时,其越可能向管理层投反对票,且这种现象在治理效应正外部性更强的行业中更加明显,这意味着共同股东在参与治理时,考虑了治理行为对投资组合内其他公司产生的正外部性,因而有更强的监督意愿,这印证了共同股东的协同治理动机。Kang等(2018)则从CEO变更的角度进行了研究,他们发现当机构投资者同时持股多家公司时,公司CEO的变更业绩敏感性更强、CEO变更时的市场超额收益更高、CEO变更后公司价值增加更多。

然而,共同股东也并不总是能有效地约束管理层,同时持股过多公司有可能导致共同股东“分心”。此时,公司CEO更可能进行低效并购、获取股票期权、减少股利支出,同时容易产生管理者堦壕效应(Kempf等,2017)。此外,共同股东有可能对其他股东的治理行为产生负面影响。Gu和Zhang(2020)研究了公募基金共同股东如何影响私募基金股东的积极主义行为。由于私募基金往往重仓特定公司,而公募基金通常在同行业多家公司中分散持股,因此私募基金关注单一企业的价值最大化,而公募基金关心的是投资组合价值最大化。他们发现,私募基金为避免冲突,更不可能对公募基金共同股东持股比例较高的公司进行干预。换言之,公募基金共同股东抑制了私募基金股东的积极主义行为。

##### 2.企业合作

由于契约的不完备性,契约双方之间在签约之后可能因为内外部环境变化产生违约、挟持、卸责等问题。而共同股东可以帮助合约双方减少由于契约不完备带来的摩擦,成为了一种契约纠纷解决机制。其次,共同股东有助于减少信息不对称。通常行业竞争对手之间为了保护自己的竞争优势,不愿意共享信息,而共同股东可以促进双方共享和合作,进而增加自己投资组合的价值(He和Huang,2017)。因此,既有研究发现,当共同股东在同行企业中的持股比例越高时,企业之间更容易成立合资企业、建立战略联盟和在行业中进行收购(He和Huang,2017)。实际上,上述发现在较早的文献中也有所体现。Lindsey(2008)在研究风险投资如何影响企业战略联盟时,也发现共享同一风险投资机构的公司间更容易建立战略联盟。而Freeman等(2021)的最新研究进一步从客户与供应商合作视角研究共同股东会如何影响供应链上的合作关系,结果发现,共同股东使得两者供应链关系维持的时间更久、交易额更大,并且这种效应在供应商资产投入专用性(input specificity)更大时更加明显。

##### 3.信息披露

企业作为契约的集合,其各项契约的达成依赖于公司的信息披露。股东作为重要契约方之一对信息披露有特定的需求和影响,那共同股东会如何影响企业信息披露呢?既有文献对此做了较多研究,涉及的维度包括信息披露意愿、信息披露质量、信息可比性等方面。信息披露之

所以成为关注焦点,主要原因在于信息披露具有非常强的外部性,而共同股东由于同时持股多个公司,相较其他股东而言,有更强的动机将信息披露的外部性内部化。

在信息披露意愿方面,Park等(2018)、Pawliczek和Skinner(2019)研究发现,共同股东可以增强企业的自愿信息披露意愿。通常情况下,自愿信息披露可能会泄露自身的专有信息(proprietary information),从而导致竞争劣势。但当两个公司拥有共同股东时,公司竞争程度降低,公司对信息披露产生的专有信息泄露的担忧也比较弱。同时,信息披露还会产生正外部性(如股票流动性增加、资本成本降低),共同股东有动机增加信息披露。

在信息披露质量方面,既有文献主要关注的是盈余信息质量。Ramalingegowda等(2021)研究发现,机构投资者共同股东可以缓解企业的盈余管理问题。当机构投资者持股同行业多家企业时,从一家企业中获得的信息和专业知识能够帮助他们更好地监督同行业的其他企业,提高监督的效率。一家企业的盈余管理对其他企业具有负外部性,同时持股多家企业的机构投资者有更强的动机进行治理,即内部化盈余管理的负外部性。

在信息可比性方面,Jung(2013)研究发现,拥有共同股东的公司会模仿彼此的信息披露行为,当一家公司披露市场风险信息时,其他公司也跟着披露更多风险信息。类似地,Lou等(2020)发现,共同股东可以提高公司与同行业企业的财务信息可比性。Jang等(2019)发现,共同股东导致企业财务重述的可能性上升,因为共同股东持股的多个企业之间互相成为了比较对象,这导致财务信息差异更容易被发现。同时,共同股东持股的多个企业更可能被相同的分析师跟踪,当其中某个企业发布盈余公告,分析师会修改对其他企业的盈余预测。

#### 4. 融资活动

企业的经营活动离不开融资,股东对企业能否获得融资以及融资成本高低具有非常重要的影响。逆向选择和道德风险是外部投资者在提供融资时担心的两个重要问题,由于共同股东具有更强的监督治理作用,外部投资者对公司的逆向选择与道德风险的担忧会降低,公司更有可能融到资。同时,共同股东可以促成各企业相互合作,市场竞争的风险更小,公司的财务风险也就相对更小,投资者也更愿意提供融资(Chiang, 2019; Chen等, 2021; Ni和Yin, 2021)。延续该逻辑,Lin等(2022)观察了债务契约中的具体条款,发现信贷机构对共同股东持股公司的还款能力更有信心,因而不会在信贷条款中做过多严格限制。He等(2021)则发现,金融行业公司与非金融行业公司拥有共同股东可以减轻公司信贷市场上的信息摩擦问题,使得借款企业有更大的谈判能力获取更低成本的贷款。

#### 5. 投资活动

目前文献对共同股东如何影响企业投资活动尚无定论。从共同股东阻碍竞争的视角看,Gutierrez和Philippon(2017),共同股东会导致企业投资效率降低,主要体现为投资不足,原因是共同股东持股的企业偏好低竞争,缺少开展投资活动的激励。Baek等(2020)发现,共同股东对投资效率的具体影响取决于企业面临的行业不确定性。一般认为,企业会在不确定性上升时等待时机以获取更大的等待期权价值,但竞争会促使企业尽早投资,从而削弱等待期权的价值。Baek等(2020)发现,在面临较高的不确定性时,由于共同股东削弱了企业间竞争,企业可以在不必担心竞争压力的情况下暂缓投资,结果是投资效率更高。相反,在不确定性较低时,共同股东会促使企业增加投资,投资效率却更低。

#### 6. 研发创新

企业研发创新的影响因素是学者们一直以来的研究焦点。Lopez和Vives(2019)的理论研究表明,共同股东对企业研发投资的影响取决于研发的技术溢出效应,当技术溢出效应较高时,共同股东将促进企业的研发投资。Chemmanur等(2018)、Gao等(2019)、Borochin等(2020)

等实证研究印证了上述观点。Antón等(2021)进一步指出,共同股东对企业创新的影响效应取决于技术溢出效应与商业竞争效应之间的相对强度,当技术溢出效应高于商业竞争效应时,共同股东会促使企业进行更多的研发投资,反之则会降低企业的研发投资。Borochin等(2020)区分了投资者类型,发现共同股东为长期投资者时能够促进研发产出,而为短期投资者时反而降低了企业创新产出。Geng等(2016)将研究视角聚焦于上下游企业专利存在互补的情景,他们发现,如果下游企业与上游企业拥有共同的股东,那么共同股东可以帮助协调两者之间的矛盾,从而缓解专利挟持问题,增强下游企业的研发投资意愿。Kostovetsky和Manconi(2020)则发现共同股东有助于增加企业的专利引用次数。

### 7. 风险承担

共同股东本质上是多元化分散投资策略产生的结果,这种投资策略在共同股东层面虽然起了分散风险的作用,但被投资企业的风险承担水平会如何变化呢?Park和Oh(2020)在研究共同股东对银行风险承担水平的影响时,提出了两种可能性:一方面,共同股东通过持股多家公司分散了自身的风险,其对单个公司的风险容忍度上升,导致银行风险承担水平上升。但一方面,单个银行风险承担水平上升可能形成风险传染效应,通过共同股东对其他企业产生负面影响,这种负外部性将放大共同股东的损失,因此共同股东有动机降低银行风险承担水平。Park和Oh(2022)的经验证据表明支持了后者。

### 8. 股利政策与现金持有

围绕企业的股利政策是如何制定的这一问题,学者们给出了不同的解释,但基本都将企业视作独立决策的个体。Di Giuli等(2020)研究表明,存在共同股东的情形下,企业股利政策会与其他企业的股利政策趋同,呈现出传染效应。与股利政策相关的是企业现金持有决策。通常情况下,企业持有高水平现金的动机之一是为了应对外部与竞争相关的不确定性和风险。Semov(2017)研究发现,由于共同股东缓解了企业外部竞争风险,企业的现金持有水平降低,这种现象在融资约束较强的企业中更加明显。

### 9. 其他

现有研究还关注了共同股东对企业社会责任、资产价格等方面的影响。例如,Dai和Qiu(2021)通过理论模型推导证明共同股东可以改善企业的社会责任表现,而Cheng等(2022)却发现了相反的经验证据。Gao等(2017)发现,共同股东会导导致两个无经济关联的公司的股票收益率呈现一种滞后-领先关系,即具有跨期的收益可预测性。Bartram等(2015)发现,当本国企业与外国企业被同一跨国机构投资者持股时,跨国机构投资者在全球资产配置中的调仓或抛售行为将导致这些股票价格联动。

#### (二) 并购场景下的共同股东治理效应

早期并购领域的学者在试图解释为什么一些并购事件在市场并不看好的情况下仍然发生时,注意到了并购方和被并购方拥有共同股东的现象。Hansen和Lott(1996)首先研究了被并购对象是上市企业还是未上市企业会对并购方的累积超额收益率有何差异化影响,结果发现被并购对象是上市企业时,并购方的股票累积超额收益率往往较低。其解释是,上市的被并购对象与并购方的股东具有更大的交集,这些共同股东在并购方股票上的低收益可从被并购对象股价上涨中得到补偿。Matvos和Ostrovsky(2008)研究了并购交易中并购方股价大跌而并购交易仍然达成的原因。他们发现,这些并购场景下的并购方和被并购方的股东有很大的重合,即共同股东在并购方和被并购方同时拥有较高比例的股权。当并购方的股价在并购方案公布后大跌时,共同股东所持有的并购方的股权虽然遭受了损失,但由于其在被并购方持有大量的股份,损失得到了弥补,因此其仍然会促成并购。

与上述观点不同的是,Harfold等(2011)深入分析了每个共同股东的持股情况,他们发现,如果仅看单个共同股东,则其在并购方与被并购方的持股比例具有很大的不对称性,即共同股东在并购方持有了大额部分,但其在被并购方仅持有很小的股份,这导致并购方共同股东未从被并购方的溢价中获得足够的补偿,这种不对称性导致Matvos和Ostrovsky(2008)的逻辑不成立。Harfold等(2011)进一步发现,被并购方通常都是小公司,而小公司较少会出现共同股东的情况。当被并购方是大公司(如S&P500公司)时,才更可能出现共同股东现象,但此时的共同股东一般是被动型的指数基金,他们通常不会干预公司投资决策,因此不能解释为什么并购交易在市场不看好的情况下仍然达成(Harfold等,2011)。

区别于上述争论,Brooks等(2018)认为,虽然共同股东在并购方与被并购方持股比例不均衡,但这不影响共同股东对并购交易产生影响。他们研究发现,共同股东可以:(1)增加双方兼并的概率;(2)减少交易中的主并方的支付对价、增加股票支付的比例,并在市场不看好的时候放弃并购;(3)降低并购双方的交易成本、增加并购中的财务信息透明度;(4)增强并购后的协同效应和长期业绩表现。Irani等(2021)进一步研究了共同股东对并购市场竞争的影响。他们发现,当并购方与潜在竞争者之间存在共同股东时,被并购方获得竞争性报价的概率就会降低,同时并购市场竞争程度的下降使得并购产生的协同效应也会更大,因为此时并购方挑选并购标的会更加耐心,更可能挑选到产生更大协同效应的标的。

不同情景下共同股东治理效应的相关文献脉络总结如表2所示。

表2 不同情景下的共同股东的治理效应

情景分类	治理维度	治理效应	代表文献
一般情景	管理层监督	共同股东更可能向管理层投反对票,管理层变更业绩敏感性变高;然而,共同股东也可能因持股多家公司而“分心”,导致监督不力	Kempf等(2017)、Kang等(2018)、He等(2019)
	企业间合作	共同股东可促进企业间信息和资源的共享,帮助合约双方减少由于契约不完备所带来的摩擦	He和Huang(2017)
	信息披露	共同股东同时持股多家公司时,由于信息披露专有成本降低,公司的信息披露意愿以及质量提高,企业间信息披露的可比性增强	Park等(2018) Ramalingegowda等(2021)
	融资活动	共同股东的监督治理作用降低了外部投资者对公司的逆向选择与道德风险的担忧,加之共同股东可促进各企业相互合作,市场竞争的风险更小,因此融资成本降低	Chen等(2021)、Ni和Yin(2021)
	投资活动	共同股东偏好低竞争,企业缺少开展投资活动的激励,但当企业面临较高不确定性时,共同股东可提高投资效率	Gutierrez和Philippon(2017)
	研发创新	由于创新所带来的技术溢出效应被内部化,共同股东促进了企业的研发投资以及创新成果的传播	Lopez和Vives(2019)
	风险承担	单个企业的风险可能藉由共同股东传染至其他公司,因此共同股东会降低企业的风险承担水平	Park和Oh(2022)
	股利政策	共同股东会导致不同企业的股利政策趋同	Di Giuli等(2020)
	现金持有	共同股东缓解了外部竞争风险,企业现金持有水平降低	Semov(2017)
并购情景	并购市场竞争	并购方与潜在竞争者之间存在共同股东时,被并购方获得竞争性报价的概率就会降低	Irani等(2021)
	并购决策	并购方和被并购方拥有共同股东会促使并购交易在市场不看好的情况下仍然达成,增加了并购双方的并购概率	Matvos和Ostrovsky(2008)
	并购成本	共同股东可降低并购双方的交易成本、增加并购中的财务信息透明度	Brooks等(2018)
	并购效果	共同股东增强了并购后的协同效和长期业绩表现	Irani等(2021)

#### 四、中国制度背景下的共同股东治理效应研究

近年来,中国制度背景下的共同股东及其治理效应吸引了越来越多的关注(严苏艳,2019;Gao等,2019,潘越等,2020;杜勇等,2021;邢斐等,2021;于左等,2021;周微等,2021)。由于投资者结构、产权性质、市场制度等方面的原因,中国制度背景下的共同股东在结构特征以及面临的公司治理问题方面存在显著差异,其治理效果也呈现出了更多的异质性。

##### (一)中国的制度背景差异

###### 1.共同股东结构差异

中国制度背景下的共同股东与发达资本市场的共同股东在结构上存在重要差异。以美国资本市场为例,美国资本市场中专业机构投资者、个人投资者和外资是市场的主要参与者,其中专业机构投资者占主导地位。据美联储2019年官方统计数据显示,美股专业机构投资者直接持股市值占比达到43%。也正因为如此,美国资本市场中的共同股东几乎为专业的机构投资者。相较而言,中国A股市场存在庞大的一般法人持股,专业机构投资者持股比例相对较低。若按流通市值口径计算,A股专业机构投资者直接持股市值占比仅有11.6%,而一般法人和个人投资者持股市值合计占比超过80%(中山证券课题组,2019)。投资者结构的巨大差异导致中国制度背景下的共同股东不仅持股比较相对较低(图1),其身份也不同,共同股东除了是专业的机构投资者,还可能是一般法人,其能否产生治理效应也有待检验。

###### 2.公司治理问题差异

共同股东在中国资本市场中面临的治理问题更加多样复杂。中国资本市场一个典型的特征是上市公司股权集中度高,大股东的控制权与现金流权普遍分离,导致大股东有动机侵占中小股东利益(Jiang和Kim,2015,2020)。加之长期以来备受诟病投资者保护制度,大股东利用自身的控制权优势与信息优势实施掏空的行为非常普遍。不仅如此,大股东在侵占中小股东利益的同时,通常需要高管的配合。为换取高管对其掏空行为的支持,大股东会弱化对高管的监督与考核,通过各种利益输送方式与高管达成合谋(陈仕华和李维安,2012;周俊仁和高开娟,2012;姜付秀等,2017)。在大股东与高管合谋的情况下,高管的委托代理问题也变得更为复杂。同时,中国资本市场中国有企业占据重要地位,而国有企业在经营目标、人事任免、绩效考核等方面与非国有企业存在明显制度差异,治理问题也有明显不同(郑志刚等,2012)。因此,中国制度背景下共同股东面临的治理问题更为多维、复杂。

##### (二)共同股东在中国制度背景下的治理效应

基于中国的制度背景,现有研究发现共同股东总体上起到了积极的治理作用,具体如下:

第一,提高管理层薪酬契约的有效性(李世刚,2021)。基于最优契约观的观点,股东制定有效的薪酬契约有赖于良好的信息环境。共同股东由于持股了行业内多家企业,拥有来自不同企业内部治理信息,信息环境的改善使其能够更有效地设计、修改、调整薪酬契约中的具体合约安排来激励和约束管理层。基于管理层权力观的观点,管理层能够影响甚至俘获董事会,以获得有利于自己的薪酬契约条款。由于共同股东的治理途径更为多样,其能够更好地抑制管理层权力,降低其在薪酬契约制定过程中进行寻租的可能性。特别地,中国上市公司股中控股股东普遍存在,当控股股东是共同股东时,其对薪酬契约有效性的改善作用更明显(李世刚,2021)。相较而言,美国资本市场下的相关研究对此仍存在争议,一些研究发现共同股东会有意弱化薪酬业绩敏感性以缓解企业间竞争(Antón等,2021)。

第二,改善信息披露质量(杜勇等,2021;周微等,2021)。考察信息披露质量的一个重要指标是企业的盈余管理水平。共同股东对盈余管理的治理作用可分为两个方面:首先,盈余管理

具有负外部性,企业可以通过盈余管理隐藏专有信息来误导竞争对手,但共同股东出于投资组合价值最大化,会减少组合内企业出于竞争动机而进行盈余管理。其次,共同股东信息环境的改善使其能够更有效地监督管理层,减少其通过盈余管理谋取私利(杜勇等,2021)。除了盈余管理,共同股东还能在其投资组合的公司之间发挥信息桥梁作用,促使不同公司之间会计政策、会计估计趋同,从而提高会计信息的可比性(周微等,2021)。需要指出的是,尽管国内外学者都关注了共同股东对信息披露质量的治理效应,但中国资本市场中存在典型的一股独大特征,共同股东(特别是机构共同股东)通过“用手投票”发挥治理作用的效果比较有限,“退出威胁”相较之下起到了扮演了更重要的角色。

第三,促进企业创新与风险承担(严苏艳,2019;Gao等,2019;杜善重和马连福,2022)。基于中国制度背景,既有研究发现,共同股东可以缓解降低彼此间的竞争程度,提高了研发投入带来的垄断租金,或是缓解研发合作中的“套牢问题”,从而促使企业投入更多研发资金(严苏艳,2019)。从更一般的风险承担视角看,共同股东可以通过发挥监督效应、信息优势和资源效应来提高企业的风险承担水平(杜善重和马连福,2022)。需要指出的是,首先,国有企业由于多目标任务与非市场化的管理层选拔体制,共同股东对企业创新的积极影响减弱(严苏艳,2019)。其次,由于中国资本市场中企业的股权集中度较高,大股东有动机和机会侵占中小股东利益,这构成了抑制企业创新的重要因素。在这样的制度环境下,共同股东所具有的更强的治理动机与更多样的治理手段,使其对创新的促进作用表现得更明显(Gao等,2019)。进一步,如果对共同股东的身份进行区分,则国有共同股东相较机构和外资共同股东而言,更有助于提升企业风险承担水平(杜善重和马连福,2022)。

此外,其他基于中国制度背景的研究还发现,共同股东降低了企业的避税程度(邢斐等,2021)、降低了的企业现金持有水平(杨兴全和赵锐,2022),促使企业更加积极地履行企业社会责任(Yan,2021)。这些积极的治理效应最终增加了公司价值(周泰云等,2021)。但需要指出的是,共同股东的治理效应可能并不总是成立。潘越等(2020)从过度投资的视角发现,共同股东会弱化管理层的投资激励和对投资机会的敏感性,进而降低投资效率,这种效应在行业集中度高和地区市场分割严重时更加明显。

## 五、研究结论、启示与展望

### (一)研究结论

在绝大部分传统的公司治理研究中,一个明显或隐含的假定是股东仅在单个公司持有股份,不同公司的股东行为与公司治理决策是独立的。然而,随着共同股东现象日益普遍,传统公司治理研究的假设与现实产生了背离(Edmans等,2019),近年来这个现象引起了学者们的广泛关注。本文按照“治理动机→治理机制→治理效果←制度因素”的整合性分析框架,系统梳理了相关研究的发展脉络与最新进展。从治理动机出发,共同股东与一般股东的区别在于其协同治理动机和成本补偿动机。在具体参与治理时,共同股东的治理机制可分为直接治理机制和间接治理机制,其中直接治理机制包括发声、薪酬激励、投票、委派董事,间接治理机制包括退出威胁以及“不干预”。尽管其中一些治理机制也会被其他股东采用,但共同股东在实施这些治理机制时,与其他股东具有显著不同的效应。从治理效果来看,根据共同股东治理情景的不同,本文区分了一般情景下的治理效应和并购情景下的治理效应。在一般情景下,共同股东在管理层监督约束、信息披露、投融资行为、研发创新、风险承担、股利政策与现金持有等方面具有积极的治理效应。在并购情景下,共同股东作为一种特殊主体,改善了企业并购决策、并购过程与效率、并购结果等。总体而言,共同股东扮演了积极的治理角色。需要重点指出的是,制度因素在

共同股东的治理效应中具有重要影响。由于投资者结构、产权性质、市场制度等方面的原因,中国制度背景下的共同股东在结构特征以及面临的公司治理问题方面存在显著差异,其治理效果也呈现出了更多的异质性。

然而,既有关于共同股东治理效应的理论观点与经验证据也尚存一些不足:(1)现有文献在考察共同股东对微观企业的治理效应时,绝大部分从协同治理视角展开,缺乏新的研究见地。究其原因,公司治理领域的学者遵循了产业组织经济学文献对共同股东的研究思路,认为共同股东在进行公司治理决策时,唯一或者主要的目标函数是投资组合价值最大化,这使得共同股东的治理动机略显单一。特别地,如果共同股东同时持股的多个公司相对独立,即彼此间不存在竞争关系时,基于投资组合价值最大化的协同治理动机在多大程度上成立有待检验。更进一步,即使是存在竞争关系的企业,共同股东究竟是否会出于投资组合价值最大化的目标而主动干预企业的竞争策略目前也备受争议,经验证据并不一致(Koch等,2021;Dennis等,2022;Lewellen和Lowry,2021)。尽管少部分学者对共同股东的治理动机提出了一些新的观点,如成本补偿动机,但缺乏相关经验证据的支持(Edmans等,2019)。因此,既有研究思路需要突破和拓展,以丰富共同股东的治理逻辑。(2)共同股东理论上具有丰富的治理手段,但遗憾的是,共同股东的这些治理机制并未得到充分的证实,现有的经验研究往往仅关注到其中少数几种机制。特别地,Edmans等(2019)认为向管理层喊话(voice)和退出威胁是共同股东发挥治理作用的两个重要途径,但现有文献极少对此进行直接检验。基于美国资本市场的文献关注了共同股东的投票表决行为(He等,2019),而基于中国制度背景的研究关注的则是共同股东是否向公司委派了董事(潘越等,2020;杜勇等,2021),关注点都相对比较单一。(3)虽然越来越多的文献开始关注中国资本市场中共同股东的治理效应,但大部分并未真正根植于中国的制度背景。中国资本市场在投资者结构、企业产权性质、股权集中度等诸多方面与美国资本市场存在显著差异,由此导致共同股东的来源、性质及其面临的公司治理问题也非常不同,基于美国资本市场所得到的研究结论能否直接外推至中国的制度土壤仍待更多证据。具体地,中国制度背景下共同股东的来源、分布、持股比例等基础事实仍不清晰,相关研究对此缺乏系统性的描述与解释。同时,仅小部分研究考虑了中国资本市场的制度特征差异及其对共同股东治理效应的潜在影响,且并不全面,一些典型的制度特征,如机构投资者持股较低、国有企业占比较高、股权集中度高、控股股东代理问题突出等被忽略了,这导致相关研究结论没有太多明显的拓展和突破。

## (二)实践启示

基于既有文献的研究结论,可以得到如下几点实践启示:

(1)公司可适当引入共同股东,利用共同股东的治理优势完善公司治理。共同股东区别于其他股东的关键特征在于其协同治理效应,其不仅有更强的动机参与治理,而且能从持股的多家企业中获得的信息优势和治理经验。上市公司以及拟上市企业可在引入投资者时可更加积极地引入共同股东,提高其持股比例或给予共同股东更多的治理权利,充分利用共同股东的治理优势完善公司治理。或者,公司既有股东可以适当分散化投资,持股同行业或不同行业的优质公司,这不仅有助于降低风险,还能加强自身的信息优势和治理能力,帮助企业改善公司治理。

(2)公司可利用嵌套于共同股东股权网络中的信息资源降低决策风险。互无关联的公司之间往往存在较高的信息壁垒,进而难以有效地学习和模仿其他公司来降低自身的治理成本。既有文献研究发现,共同股东可以缓解这一难题。同时持股多家公司使得共同股东可以深入了解不同公司的治理决策产生的背景、实施过程和最终效果,并从中提取出可供学习模仿的经验。因此,公司可以利用共同股东的“信息桥”角色,藉由共同股东了解、学习其他公司的成功决策

经验或失败经历,进而降低自身的决策成本与失败风险。

(3)政府监管部门应该在制度供给层面为共同股东提供良性发展环境。尽管共同股东对市场竞争的潜在影响近年来引起了担忧,但从经验证据看,共同股东所产生的反垄断效应仍存在很大的争议,并未形成共识(Elhauge, 2016; OECD, 2017; 于左等, 2021)。相反,已有证据总体上表明,共同股东发挥了积极的治理效应,这有助于提升公司治理质量,助力经济高质量发展。目前而言,共同股东的治理效应尚未引起政府监管层的关注,未来政府监管部门可适当拓宽政策空间,鼓励和引导股东的多元化投资。特别是在中国的制度背景下,上市公司股权集中度较高、国企与非国企之间治理差异明显,因此公司治理问题复杂多样,而共同股东有可能成为缓解这些治理难题的重要力量,政府监管部门未来可以在新股发行上市、国企混合所有制改革等相关政策中鼓励引入共同股东。

(4)本文对投资者亦具有一定的实践启示。一方面,共同股东具有积极的治理效应,可以提高上市公司质量,因此其一定程度上具有信号显示作用,外部投资者,尤其是中小投资者在识别投资机会、进行投资决策时,要充分利用上市公司的共同股东信息甄别上市公司质量。另一方面,由于拥有共同股东的公司之间并非完全割裂,因此共同股东持股的公司之间的治理决策便具有了一定的可预测性。投资者可以观察共同股东持股网络内某一公司实施的相关治理方案及其效果,判断其在其他公司实施的可能性与潜在影响,进而优化投资决策。

### (三)未来研究展望

基于对既有文献的梳理、分析和总结,本文认为未来研究可从以下几个方向进行拓展:

(1)探究共同股东的形成原因。既有文献几乎都是在给定共同股东的条件下,研究共同股东的治理效应,较少有文献探究为何公司间存在共同股东。从已有解释看,基于发达资本市场的共同股东研究中,研究对象主要是专业机构投资者,而公司间拥有共同的专业机构投资者主要源于分散化投资策略(Backus等, 2019)。但这一解释过于笼统,无法解释共同股东在投资对象、选取标准、持股比例等多方面的丰富差异。如果缺乏对共同股东成因的深刻理解,则无法分门别类地进行分析,进而可能无法识别共同股东的治理效应或者对其解释是扭曲的。未来的研究应该深入剖析共同股东的成因,还原共同股东治理效应全貌。

(2)关注共同股东的具体治理行为。现有关于共同股东治理效应的研究无论是衡量共同股东特征,还是考察其产生的治理效应,落脚点都是公司而非共同股东。由此得到的研究结论相对间接,共同股东与其产生的治理效应之间未形成严格的逻辑闭环。未来的研究可以将研究视角聚焦于共同股东本身,考察其治理行为与其他股东之间的差异,如共同股东是否与管理层有更多的互动?是否委派了更多的董事?其委派董事是否更愿意投反对票?

(3)根植于中国的制度背景探究共同股东的治理效应。首先,中国资本市场的典型特征是企业股权集中度高,公司治理的首要问题是控股股东与非控股股东之间的代理问题(Jiang和Kim, 2015, 2020)。既有研究主要关注共同股东能否有效监督约束管理层,那共同股东对第二类代理问题是否具有治理效应呢?换言之,如果非控股股东为共同股东,其能否更好地制衡控股股东,缓解其机会主义行为?进一步,如果控股股东本身就是共同股东,那么这又会对其代理行为产生何种影响呢?控股共同股东与非控股共同股东在对管理层的监督治理方面有何差异?其次,中国资本市场存在庞大的一般法人持股,专业机构投资者持股比例相对较低,那么相对于专业机构共同股东,一般法人共同股东的治理效应有何区别?再次,国有企业在资本市场占据重要地位,共同股东在国有企业和非国有企业的治理效应是否有区别?中国的制度背景为这些问题提供了非常合适的研究情景,且目前较少有文献深入研究这些重要问题,这是未来值得关注的研究方向。

(4)从趋同视角研究共同股东的治理效应。既有文献在研究公司的治理决策时,通常假设企业的治理决策独立于其他企业,完全内生于企业自身。然而,共同股东的出现改变了这一情形,不同企业藉由共同股东形成了密切的网络关系。此时,不能孤立地看待网络中不同企业的治理决策,而需要考虑到企业间相互影响、模仿、趋同的可能性,即趋同效应或同伴效应(peer effect)。遗憾的是,目前关于共同股东引起的趋同效应的研究非常有限,仅少部分文献关注到了信息披露或是股利政策的趋同,这为后续研究提供了较大的空间。

(5)基于更严谨的度量方法识别共同股东的治理效应。目前,公司治理领域的学者在衡量共同股东持股情况时采用的指标仍然比较原始,如共同股东的数量、共同股东持股比例、持股公司数量等。相较而言,经济学领域的文献已发展出较为严谨和综合的度量指标,如基于市场集中度的共同持股指标、基于投资者关注度的共同持股指标,未来的研究有必要基于这些更为严谨的度量方法识别共同股东的治理效应。但需要指出的是,即使是在经济学领域,目前文献对如何科学地度量共同持股尚未形成定论,例如仅仅是行业划分方法不同就可能带来巨大差异,未来的研究需要更加系统严谨地考虑才有可能厘清共同股东的治理效应。

(6)基于股权链条向上进行股东穿透,在更高层级识别共同股东。既有实证研究在定义共同股东时,几乎都是指公司的直接股东。然而,现代公司的股权结构通常较为复杂,特别是在以金字塔股权结构为典型特征的中国制度背景下,即使不同的公司的直接股东不同,但是向上进行股东穿透时,则可能具有共同股东。若能对不同公司不同时点的股东进行穿透,则对拓展共同股东研究将大有助益。同时,当跨越不同层级才能识别共同股东的情况下,如何计算其共同持股情况也是一个重要的理论问题,值得未来相关理论研究深入探讨。

### 主要参考文献

- [1]杜勇,孙帆,邓旭.共同机构所有权与企业盈余管理[J].*中国工业经济*,2021,(6):155-173.
- [2]潘越,汤旭东,宁博,等.连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J].*中国工业经济*,2020,(2):136-154.
- [3]邢斐,周泰云,李根丽.机构交叉持股能抑制企业避税吗?[J].*经济管理*,2021,43(5):125-141.
- [4]于左,张容嘉,付红艳.交叉持股、共同股东与竞争企业合谋[J].*经济研究*,2021,56(10):172-188.
- [5]Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *The Journal of Finance*,2018,73(4):1513-1565.
- [6]Brooks C, Chen Z, Zeng Y Q. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*,2018,48:187-216.
- [7]Chen Y Y, Li Q Y, Ng J, et al. Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Corporate Finance*,2021,69:102041.
- [8]Cheng X, Wang H, Wang X J. Common institutional ownership and corporate social responsibility[J]. *Journal of Banking & Finance*,2022,136:106218.
- [9]Dai X, Qiu Y. Common ownership and corporate social responsibility[J]. *The Review of Corporate Finance Studies*,2021,10(3):551-577.
- [10]Edmans A, Levit D, Reilly D. Governance under common ownership[J]. *The Review of Financial Studies*,2019,32(7):2673-2719.
- [11]Gao G P, Moulton P C, Ng D T. Institutional ownership and return predictability across economically unrelated stocks[J]. *Journal of Financial Intermediation*,2017,31:45-63.
- [12]Gao K J, Shen H X, Gao X, et al. The power of sharing: Evidence from institutional investor cross-ownership and corporate innovation[J]. *International Review of Economics & Finance*,2019,63:284-296.
- [13]Gilje E P, Gormley T A, Levit D. Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives[J]. *Journal of Financial Economics*,2020,137(1):152-178.

- [14]Gilo D, Moshe Y, Spiegel Y. Partial cross ownership and tacit collusion[J]. *The RAND Journal of Economics*, 2006, 37(1): 81-99.
- [15]Hansen R G, Lott J R Jr. Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 3(1): 43-68.
- [16]Harford J, Jenter D, Li K. Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(1): 27-39.
- [17]He J, Huang J K, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 400-418.
- [18]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [19]Jiang F X, Kim K A. Corporate governance in China: A modern perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 190-216.
- [20]Jiang F X, Kim K A. Corporate governance in China: A survey[J]. *Review of Finance*, 2020, 24(4): 733-772.
- [21]Jung M J. Investor overlap and diffusion of disclosure practices[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18(1): 167-206.
- [22]Kang J K, Luo J, Na H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 576-602.
- [23]Kempf E, Manconi A, Spalt O. Distracted shareholders and corporate actions[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(5): 1660-1695.
- [24]Koch A, Panayides M, Thomas S. Common ownership and competition in product markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 139(1): 109-137.
- [25]Lewellen K, Lowry M. Does common ownership really increase firm coordination?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 141(1): 322-344.
- [26]Lin L X. Great trees are good for shade: Creditor monitoring under common ownership[J]. *Finance Research Letters*, 2022, 44: 102066.
- [27]López Á L, Vives X. Overlapping ownership, R&D spillovers, and antitrust policy[J]. *Journal of Political Economy*, 2019, 127(5): 2394-2437.
- [28]Massa M, Žaldokas A. Information transfers among co-owned firms[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2017, 31: 77-92.
- [29]Masulis R W, Nahata R. Venture capital conflicts of interest: Evidence from acquisitions of venture-backed firms[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(2): 395-430.
- [30]Matvos G, Ostrovsky M. Cross-ownership, returns, and voting in mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(3): 391-403.
- [31]Park J, Sani J, Shroff N, et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67(2-3): 387-415.
- [32]Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 208-241.

## The Governance Effect of Common Ownership: A Literature Review and Prospects

Xiang Yuangao<sup>1</sup>, Luo Jinhui<sup>2</sup>

(1. *School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200092, China;*  
2. *School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China*)

**Summary:** Under the traditional research framework of corporate governance, most studies

explicitly or implicitly assume that shareholders only hold shares in one company and shareholder behavior and corporate governance decisions of different companies are independent. However, as common ownership around the world becomes increasingly prevalent, the above assumptions deviate from reality, which has attracted widespread attention from researchers and practitioners. Related studies are on the ascendant in recent years, but the views and findings on the governance effect of common shareholders are increasingly scattered, and there is a lack of systematic analyses, comparisons, and integration.

This paper reviews the latest research progress under an integrative framework, which consists of “governance motivation → governance mechanism → governance effect ← institutional factors”. As to the governance motivation, the difference between common shareholders and ordinary shareholders lies in their co-governance motivation and cost compensation motivation. The governance mechanism of common shareholders can be divided into direct and indirect governance mechanisms. Direct governance mechanism includes voice, compensation contract, voting, and appointment of directors, while indirect governance mechanism includes exit threats and “non-intervention”. Although some of the governance mechanism is also used by non-common shareholders, common shareholders have significantly different effects while implementing the governance mechanism. In terms of the governance effect, in general scenarios, common shareholders have positive governance effects on management supervision, information disclosure, investment and financing, innovation, risk-taking, dividend policy, cash holdings, etc. In the M&A scenario, common shareholders improve M&A decision-making, increase M&A efficiency, enhance M&A outcomes, etc. Overall, this paper indicates that common shareholders play a positive role in corporate governance. However, it should be noted that, due to the investor structure, ownership structure, market institutions, etc., common shareholders under the Chinese institutional background are structurally different and faced with distinct corporate governance issues. As a result, the governance effect of common shareholders in China exhibits more heterogeneity.

This paper makes the following contributions: First, it compares and analyzes the consistency and differences between theoretical arguments and empirical evidence, and summarizes the general rules and conditions for common shareholders to play a positive role in corporate governance. Thus, this paper lays a solid theoretical foundation for future research. Second, it pays a great deal of attention to the Chinese institutional background and identifies several key institutional characteristics, and specifically analyzes how these institutional characteristics affect the nature and structure of common shareholders and what kind of new corporate governance issues they bring. Thus, this paper has a general knowledge of the universality and heterogeneity of common shareholders’ governance effect under the Chinese institutional background, providing a theoretical basis for future research. Third, it comprehensively discusses the limitations of existing research and identifies several research themes for future research, including the formation of common ownership, the specific governance behavior of common shareholders, the inter-firm convergence effect caused by common ownership, and institutional factors that may affect common shareholders, etc. These research themes are of great significance to deepen the understanding of common shareholders’ governance effect.

**Key words:** common ownership; corporate governance; Chinese institutional background

(责任编辑:王 孜)