

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.01.007

## 大股东持股与公司诉讼风险

——基于中国上市公司的实证分析

赵康生<sup>1,2</sup>, 周萍<sup>3,4</sup>, 蔺楠<sup>3</sup>

(1. 复旦大学经济学院, 上海 200433; 2. 南昌航空大学数学与信息科学学院, 江西 南昌 330063; 3. 上海财经大学国际工商管理学院, 上海 200433; 4. 江西财经大学现代经济管理学院, 江西 南昌 330013)

**摘要:** 公司诉讼是影响企业正常经营的非常规事件, 不仅可能造成财务损失, 还可能影响企业声誉, 导致客户流失以及后续融资等诸多问题, 因此对公司诉讼风险影响因素的研究有重要意义。基于公司治理文献, 本文以2007—2014年中国A股上市公司为初始研究样本, 运用倾向得分匹配方法(PSM)分析了大股东持股对公司诉讼风险的影响。研究发现: (1)随着第一大股东持股比例的提高, 公司诉讼风险显著降低。(2)随着公司可见性程度的提高, 大股东降低公司诉讼风险的作用减弱。也就是说, 相较于公司可见性高的企业, 大股东在公司可见性低的企业中降低公司诉讼风险的作用更强。(3)相对于股权制衡公司, 非股权制衡公司的大股东持股比例降低公司诉讼风险的效应更强。本文不仅深化了公司诉讼风险影响因素研究, 而且有助于进一步拓展大股东在公司治理以及风险控制中的作用, 对于理解大股东在防范公司诉讼风险方面的作用具有重要意义。

**关键词:** 大股东持股; 公司诉讼风险; 公司可见性; 股权制衡

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)01-0084-12

### 一、引言

公司诉讼往往是严重影响企业正常经营的非常规事件, 通过诉讼解决利益冲突意味着高成本, 通常被认为是一种次优的冲突解决方案(王彦超等, 2008)。公司陷入诉讼纠纷会给企业造成很大的影响, 如高昂的诉讼费用、企业声誉受损、分散管理人员的注意力甚至导致高管更替等较大的企业变动, 增加企业外部融资难度(Autore等, 2014), 诉讼可能涉及的赔偿会严重影响企业的财务自由度, 进而影响研发等非刚性项目的投资(潘越等, 2015)。公司诉讼通常是

收稿日期: 2016-07-03

基金项目: 2015年上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2015-326)

作者简介: 赵康生(1978—), 男, 复旦大学经济学院博士研究生, 南昌航空大学数据与信息科学学院讲师;

周萍(1981—), 女, 上海财经大学国际工商管理学院博士研究生, 江西财经大学现代经济管理学院讲师;

蔺楠(1972—), 女, 上海财经大学国际工商管理学院教授, 博士生导师。

负和博弈,胜诉方的获益可能远低于败诉企业的损失,中间存在大量损耗(Tan, 2016)。从本文的样本来看,发生诉讼的企业年度平均涉案金额为3.987亿元,因此陷入诉讼的公司其正常经营可能受到严重影响,对于中小企业而言,甚至可能威胁企业生存。除了诉讼费用和可能的赔偿对企业财务的影响之外,公司遭遇诉讼还可能引起媒体负面关注,影响企业声誉,造成顾客流失或者投资者撤资等更大的损失。而且企业内外部恢复士气、恢复声誉的努力还可能导致更多的花费。因此,如何降低公司诉讼风险是企业管理的理论与实践中的重要议题。

然而,现有文献中对于公司诉讼风险影响因素的研究较少,在作者掌握的文献中,仅有两篇涉及公司诉讼风险前因的研究。Atanasov等(2012)的研究发现,声誉较高的风险投资机构被诉的可能性较低;相对于同行,遭遇过诉讼的风险投资机构在未来的经营中更可能经历业绩下滑,声誉较高的风险投资机构相对而言下滑更甚。Koh等(2014)的研究表明,企业社会责任行为对公司诉讼带来的损害有避险效应。

另一方面,对于大股东动机和行为及其对企业决策以及组织后果影响的研究尽管已经积累了丰富的研究成果,但还没有学者深入分析大股东对于公司诉讼风险的影响。作为公司重要的股东,大股东或控股股东的动机和行为在公司治理研究领域备受关注。学者们的研究发现大股东行为对公司价值(刘星和安灵, 2010; 秦志华和徐斌, 2011)、投资效率(刘星等, 2014)以及股价崩盘风险(王化成等, 2015)等有显著影响。诸多研究大股东的文献既发现了有利影响,也发现了不利影响的经验证据。如唐跃军(2007)的研究使用2004—2005年上市公司的数据,发现第一大股东集中持股(基本为非流通股)有利于掩盖上市公司的违法违规行;而王化成等(2015)的研究发现随着第一大股东持股比例的提高,未来股价崩盘风险显著下降。

从理论角度分析亦是如此,大股东持股可能在公司治理中扮演两种不同的角色。现代产权理论认为由于所有权与控制权的分离,股东与管理者的利益不完全一致导致代理问题的产生(Jensen和Meckling, 1976)。大股东由于其剩余索取权,有动机监督管理者,加强内部控制,降低股东在监督管理层方面的“搭便车”问题,因此学者认为大股东对于缓解这一类代理问题在一定程度上起到了积极作用(Bethel等, 1998; Holderness和Sheehan, 1988)。然而,另一方面,大股东有可能利用其控股权优势,通过任命管理者或者影响董事会,侵占中小股东利益,这种攫取控制权私人收益的行为被称为掏空效应(tunneling),在投资者法律保护较弱、资本市场发展不完善的国家和地区尤为严重(La Porta等, 2002)。

因此,探讨大股东持股在公司治理中的作用有必要设定分析的具体问题与情境,本文主要分析大股东对公司诉讼风险的影响。由于诉讼可能成为威胁企业生存的严重事件,基于管家理论,本文提出假设,大股东由于其利益与公司价值紧密联系,有动机采取股东积极主义行为,加强对管理者的监督,从而降低公司诉讼风险。本文以2007—2014年中国上市公司为初始研究样本,使用公司涉诉次数与涉诉金额的数据衡量公司诉讼风险,探索了大股东持股对公司诉讼风险的影响。考虑到公司诉讼潜在的内生性问题,本研究应用倾向得分匹配方法控制内生性问题,分析了大股东持股对公司诉讼风险的影响,并进一步探索了公司可见性和股权制衡对二者关系的调节效应。实证分析的结果表明:(1)随着第一大股东持股比例的提高,公司诉讼风险显著降低;(2)随着公司可见性程度的提高,大股东降低公司诉讼风险的作用减弱;(3)相对于股权制衡公司,非股权制衡公司的大股东持股比例降低公司诉讼风险的效应更强。

本文的主要贡献体现在以下几个方面:第一,本文发现大股东对降低公司诉讼风险的作用,丰富了大股东影响组织后果的研究文献,有助于更全面地了解大股东对公司治理的影响。针对大股东对降低公司诉讼风险的作用,本文进一步探讨了公司可见性、股权制衡对大股东持股比例与公司诉讼风险二者关系的调节作用。第二,为公司诉讼风险影响因素的研究提供了新

的视角。已有研究从声誉角度(Atanasov等,2012)、产品市场竞争(Hadlock和Sonti,2012)以及管理层机会主义行为分析公司诉讼风险的影响因素,还没有学者从股权结构入手进行研究。本文研究大股东持股对公司诉讼风险的影响,是对该领域研究的补充。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)大股东与公司诉讼风险

随着企业规模的扩大,现代企业的所有权和控制权出现分离,由此产生的股东与管理者之间的代理问题成为管理与公司金融领域研究的热点。西方经济体中极为分散的股权结构面临的问题主要是股东与经理人利益不一致的问题,经理人在经营管理过程中不是追求长期的公司价值增值,而是通过构建公司帝国最大化个人利益。经过长期发展,公司治理已设计出许多机制来解决这些利益冲突,如董事会监督、管理者持股、股票期权激励等内部治理机制以及控制权市场、产品竞争市场、分析师关注、媒体监督等外部治理机制(周萍和蔺楠,2015)。其中,大股东持股或机构投资者作为一种治理机制,可以缓解股东与管理层之间的代理问题。因为分散的股权结构会导致股东间“搭便车”,表现为股东缺乏监督经理人的激励。大股东在一定程度上可以解决股权分散条件下小股东“搭便车”问题,从而克服股东集体行动的难题。

然而,我国资本市场发展之初主要的上市公司是国有大型企业,股权集中程度高,一股独大的现象较普遍,因此在公司治理方面与西方资本市场中分散化股权结构的企业面临不同的问题。学者提出了在资本市场发展不完善、投资者法律保护较弱的转型经济体情境下的第二类代理问题,即控股股东以小股东的利益为代价谋求自己的利益,通过关联交易等形式侵占小股东利益,获取控股权私有收益(La Porta等,1999;Shen等,2016)。对于大股东与公司治理水平、企业行为的关系,国内学者也从不同角度进行了研究,如宋小保和刘星(2007)的研究发现,控股股东最大化自身价值的行为使得企业投资风险性更大,损害了中小股东与债权人的利益。张远飞等(2013)的研究发现,在危机冲击情境下,大股东更可能发挥支持效应,帮助企业渡过难关。本文认为,大股东在公司治理中究竟是发挥监督作用还是产生掠夺效应,取决于具体问题和情境。

在防范诉讼风险这一问题上,大股东更可能“扶持”企业。这是因为:首先,企业成为被告不仅仅造成诉讼费用、赔偿等直接的经济损失,而且可能意味着对企业声誉的严重损害,甚至可能威胁企业生存与发展,公司诉讼事件与大股东的利益休戚相关。因此,对大股东来说,如果采取机会主义行为导致诉讼发生,其损失大于收益。其次,大股东面临较强的流动性限制,其股权交易行为易引发市场反应,因此大股东在企业面临严重的诉讼风险时很难像小股东一样“用脚投票”,全身而退。因此,大股东往往具有长期战略导向,通过参加股东大会、与管理层沟通或直接委派董事等股东积极主义行为,影响企业的决策,监督管理层的机会主义行为,采取积极措施规避公司诉讼风险,并在危机时刻帮助企业渡过难关。大股东持股比例越高,则发生诉讼时的损失越大。因而大股东有很强的动力规避诉讼风险。第三,除了少数由于不可抗力或意外因素导致的诉讼之外,大多数公司诉讼案件可以通过加强内部管理与控制,降低诉讼发生的频度和严重程度。也就是说,大股东能够通过股东积极主义行为,监督管理层的机会主义行为,提高公司经营的合规性等方式降低公司诉讼风险。一般而言,诉讼前公司有机会通过协商、行业协会的调解以及仲裁等方式尝试解决利益冲突,而一旦诉诸法律程序,不仅诉讼费用高昂,而且往往旷日持久,对于企业的正常经营有显著的负面影响。无论是做被告还是原告,对企业而言都是次优的冲突解决方案。虽然企业作为原告面临的财务和声誉受损的风险较小,但可能意味



着企业之前已遭受损失,且难以通过其他途径索回。通过加强内部控制和事前的预防,大多数诉讼是可以避免的。例如,一些尚未建立起现代企业制度的中小企业高管缺乏法律意识,有时碍于情面,不经过正式的决策程序,就以公司名义进行大额债务担保。而成熟的现代企业一般要求大规模投资或大额资金担保必须经过公司董事会的同意才可以实施。通过建立正式的公司决策制度,这类有可能引发日后诉讼的法律风险可以避免。

综合上述分析,本文认为在控制公司诉讼风险方面,大股东更有可能伸出“扶持之手”而不是“掠夺之手”。由于其剩余索取权,大股东持股比例越高,越有动力监督管理层加强内部控制,抑制经理人的机会主义行为,降低公司诉讼风险。基于此,提出如下研究假设:

假设1:在控制其他因素的情况下,大股东持股比例与公司诉讼风险负相关。

### (二)公司可见性

已有的研究发现,公司可见性(firm visibility)是企业战略影响经济后果的重要情境因素。如Wang和Qian(2011)的研究发现,在企业的社会责任行为与公司财务绩效的关系中,公司可见性起显著正向调节作用,即曝光度较高的公司履行社会责任更有可能影响顾客、投资者等企业利益相关者的支持行为,从而对企业绩效产生积极影响。Bushee和Miller(2012)的研究发现,对于小规模、公司可见性较低的企业,积极的投资者关系管理有助于公司估值的提升。

公司可见性与大股东监督可能在促进公司的规范化管理、降低管理层机会主义行为从而降低企业诉讼风险方面有相互替代作用。如果公司可见性程度较低,即规模较小、较少受分析师关注,企业没有外部压力主动推进公司治理的合规化,因而诉讼风险可能较高。在此情形下,大股东的存在对于监督管理层、提升公司治理水平、降低诉讼风险起显著作用。反之,如果公司可见性程度高,则企业在外部关注的压力下,不得不加强制度建设,提升合规性,否则引发的负面关注将减损公司价值,此时大股东进一步监督的治理效应可能就不显著了。基于此,本文提出如下假设:

假设2:公司可见性调节大股东持股比例与公司诉讼风险的关系,随着公司可见性程度的上升,大股东持股降低公司诉讼风险的效应减弱。

### (三)股权制衡

与大股东行为相似,股权制衡在公司治理文献中也得到较多关注。Maury和Pajuste(2005)研究了股权制衡对于抑制大股东掏空等侵占行为的作用,认为多个大股东的存在可以起到互相监督、制衡的作用。蒋弘和刘星(2012)的研究发现股权制衡能够显著改善并购信息披露质量;李琳、刘凤委和卢文彬(2009)的研究表明股权制衡有助于降低公司业绩的波动性。然而,也有学者发现多个大股东的股权结构可能导致大股东之间“搭便车”、争夺控股权或降低决策效率等问题(Gomes和Novaes,2005)。多个大股东互相掣肘的情形可能带来管理摩擦,降低管理效率。在此情形下股权制衡则可能对企业绩效或公司价值产生负面影响。

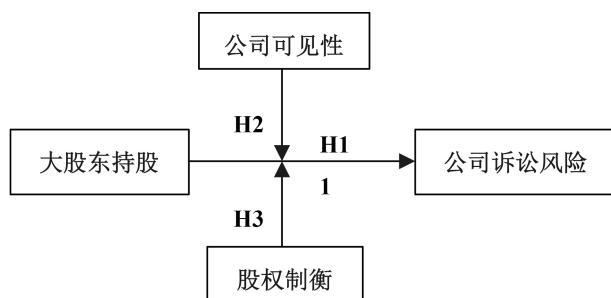


图1 理论与假设模型

本文并不考察股权制衡对组织后果的直接影响,我们关注的是股权制衡对大股东治理效应的抑制作用。存在多个大股东的股权制衡结构,会削弱第一大股东对企业决策与行为的影响力和控制力。因此,本文提出如下假设:

假设3:相对于股权制衡公司,非股权制衡公司的大股东持股降低公司诉讼风险的负向作用更强。

### 三、研究设计

#### (一)样本与数据

考虑到股权分置改革对大股东流通性的影响,本文选择2007年后的样本,初始样本为2007—2014年中国上市公司,由于被解释变量使用前置一期的数据,因此公司诉讼数据是对应公司2008—2015年的数据。本研究使用了国泰安数据库提供的公司财务数据、公司治理数据、分析师预测数据以及公司诉讼仲裁数据,在剔除了控制变量数据缺失的观测值后,得到15519条公司年度观测值作为初始样本,使用PSM方法进行样本匹配,并用统计分析软件Stata12.0进行后续的计量分析,为控制极端值的影响,本文对所有连续变量在1%分位进行缩尾(Winsorized)处理。

#### (二)变量测量

公司诉讼风险:上交所和深交所上市规则规定,上市公司应当及时披露涉案金额超过1000万元(深交所创业板规定的诉讼金额绝对值降低到500万元),并且占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上的重大诉讼、仲裁事项。国泰安的公司诉讼仲裁研究数据库整理了上市公司披露的相关数据。借鉴潘越等(2015)的研究,本文使用企业涉诉次数和涉诉金额作为公司诉讼风险的衡量指标。考虑到大股东持股影响公司诉讼风险存在时滞效应,因此本文在构建计量模型时,把被解释变量前置一期。

大股东持股:本文使用第一大股东持股比例衡量大股东持股。

公司可见性:借鉴权小锋和陆正飞(2016)的研究,公司可见性使用分析师关注来衡量,计算方法是年度发布盈利预测报告的分析师人数加1取对数,数据来自国泰安分析师预测数据。

股权制衡:在现有的研究文献中,股权制衡使用连续变量或虚拟变量的方式衡量。连续变量通常是使用第2到第10大股东累计持股比例与第1大股东持股比例的比值(刘星和安灵,2010),由于在初步的相关性分析中股权制衡的连续变量与大股东持股比例相关系数较高,进入回归模型可能产生共线性问题。因此,本文借鉴李琳等(2009)的研究,使用股权制衡虚拟变量,当满足条件( $0.1 < Shr1 < 0.5$ 且 $Shr1 < Shr2 + Shr3 + Shr4 + Shr5$ )时,定义为股权制衡公司(Balance=1),其他样本则为非股权制衡公司(Balance=0)。Shr1、Shr2分别代表第一大股东、第二大股东持股比例,以此类推。

其他控制变量:参照Atanasov等(2012)和Cumming等(2015)的研究,本文选取了以下控制变量:(1)公司特征变量,包括公司规模、公司年龄、资产负债率、销售增长率、资产收益率以及是否国有企业。(2)公司治理相关变量,包括董事长和总经理两职合一、独立董事比例、董事会规模以及董事会会议次数。此外,本文还设置了行业和年度虚拟变量控制其他未观察到的行业、年度因素对公司诉讼风险可能的影响,行业参照2012年中国证监会的行业分类标准。研究涉及的相关变量及定义如表1所示。

#### (三)模型设定

企业管理实践中,公司诉讼风险可能受到许多因素的影响,如产业特征(知识密集型产业的公司遭到专利诉讼的可能性更大)、财务战略、高管个性特征等,这些错综复杂的因素使得对

表1 变量定义

变量名称		变量定义和计算方法	
因变量	<i>Litigation</i>	是否涉及重大诉讼	涉及重大诉讼取值为1, 否则为0
	<i>Value</i>	涉诉金额	涉诉金额+1后取对数
	<i>Number</i>	涉诉次数	涉诉次数+1后取对数
自变量	<i>Top1</i>	第一大股东持股	第一大股东持股占总股份数的比例
	<i>Visibility</i>	公司可见性	年度分析师关注人数+1取对数
	<i>Balance</i>	股权制衡	当 $0.1 < Shr1 < 0.5$ 且 $Shr1 < Shr2 + Shr3 + Shr4 + Shr5$ , 赋值为1, 否则为0
控制变量	<i>firmsize</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>firmage</i>	公司年龄	从公司成立之日起截止到统计年, 取对数处理
	<i>lev</i>	资产负债率	负债/资产
	<i>ROA</i>	资产收益率	(利润总额+财务费用)/平均资产总额
	<i>Growth</i>	销售增长率	(本年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入
	<i>SOE</i>	是否国企	国有控股企业取值为1, 其他取值为0
	<i>Dual</i>	两职分离	董事长兼任总经理取值为1, 两职分离取值为0
	<i>boardsize</i>	董事会规模	董事会人数
	<i>boardmeeting</i>	董事会会议次数	年度董事会会议次数
	<i>indep_ratio</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
	<i>Year</i>	年度	2007—2014年
	<i>Ind</i>	行业	2012年证监会行业分类

公司诉讼风险影响因素的回归分析可能由于遗漏变量导致内生性问题。由于公司诉讼潜在的内生性问题, 直接采用OLS回归检验大股东持股比例对涉诉金额、涉诉次数的影响可能导致结果偏误。因此, 本研究参照Lian等(2011)以及Rosenbaum和Rubin(1985)的PSM方法, 通过倾向得分的半径匹配选择控制组, 控制导致公司诉讼的内生性问题。

PSM的基本思路是在未发生公司诉讼的企业中, 通过概率模型估计企业发生公司诉讼的倾向得分, 找到可观测的公司特征变量尽可能与发生公司诉讼的处理组相似的样本作为控制组, 控制公司诉讼内生性的影响, 以便更准确地估计本文主要关注变量关系, 即大股东持股对公司诉讼风险的影响。

PSM第一阶段回归采用模型(1)的Probit回归, 以是否发生公司诉讼( $Litigation=1$ )为因变量, 估计企业发生公司诉讼的概率得分, 作为匹配时参照的倾向得分, 然后进行半径匹配。经由PSM第一阶段的匹配, 本研究最终的样本量为6 456条公司年度观察值。匹配后的检验显示处理组和控制组中各变量对公司诉讼概率回归的R^2仅为0.007, 标准化偏差的绝对值小于5%, 平行假设得到满足。

$$pr(Litigation_{it1} = 1) = \beta_0 + \beta_1 firmsize_{it0} + \beta_2 firmage_{it0} + \beta_3 lev_{it0} + \beta_4 Growth_{it0} + \beta_5 ROA_{it0} + \beta_6 Boardsize_{it0} + \beta_7 IndDummy_{it0} + \beta_8 YearDummy_{it0} + \varepsilon_{it0} \quad (1)$$

第二阶段为了检验本文提出的研究假设, 将待检验的回归模型设定为:

$$Value_{it1} Number_{it1} = \beta_0 + \beta_1 Top1_{it0} + \beta_2 Controls_{it0} + \varepsilon_{it0} \quad (2)$$

$$Value_{it1} / Number_{it1} = \beta_0 + \beta_1 Top1_{it0} + \beta_2 Visibility + \beta_3 Top1_{it0} Visibility_{it0} + \beta_4 Controls_{it0} + \varepsilon_{it0} \quad (3)$$

表2 PSM第一阶段回归结果

	Litigation=1	
	系数	Z值
<i>firmsize</i>	-0.018	-0.98
<i>firmage</i>	0.054	1.05
<i>lev</i>	0.170*	1.81
<i>Growth</i>	0.061**	2.23
<i>ROA</i>	-2.805***	-7.72
<i>boardsize</i>	-0.018	-1.49
<i>_cons</i>	-2.675***	-5.39
<i>Ind/Year</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	15519	
<i>pseudo R<sup>2</sup></i>	0.294	

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著。

其中 $Value_{it}/Number_{it}$ 是被解释变量,分别代表涉诉金额与涉诉次数, $Controls_{it}$ 代表表1列示的控制变量, $Top1$ 表示大股东持股比例,在模型(2)中,第一大股东持股比例是主要解释变量,用以检验大股东持股是否降低了公司诉讼风险,预期系数为负。模型(3)在模型(2)的基础上,增加了第一大股东持股比例和公司可见性的交互项,为了避免共线性问题,在计算交互项时对第一大股东持股比例和公司可见性进行了中心化处理。模型(3)用于检验假设2公司可见性对大股东持股比例与诉讼风险之间关系的调节效应。

对于假设3的检验,本文按照股权制衡虚拟变量将样本分为股权制衡公司与非股权制衡公司两组,分组运行模型(2),并比较两组样本中大股东持股比例对公司诉讼风险影响的差别。

#### 四、实证结果与讨论

##### (一)描述性统计

表3列示了经过倾向得分匹配后的样本中各变量的描述性统计量。从描述性统计结果可以看出,样本企业中第一大股东持股比例均值为35.7%,最大值为75.1%,说明我国上市公司的大股东持股比例较高,仍然是集中的股权结构。是否涉及诉讼变量的均值为0.105,表明样本中10.5%的公司年度观察值涉及诉讼。涉诉金额的均值和标准差分别是1.587和5.041,涉诉次数的均值和标准差分别为0.118和0.378,说明这两个公司诉讼风险的指标在样本中存在较大差异。

表3 描述性统计分析

变量(N=6456)	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Litigation</i>	0.105	0.306	0	0	1
<i>Value</i>	1.587	5.041	0.000	0.000	19.337
<i>Number</i>	0.118	0.378	0.000	0.000	1.946
<i>Top1</i>	0.357	0.152	0.338	0.085	0.751
<i>Visibility</i>	1.358	1.151	1.386	0.000	3.689
<i>Balance</i>	0.190	0.393	0.000	0.000	1.000
<i>firmage</i>	2.530	0.430	2.565	1.099	3.258
<i>firmsize</i>	21.715	1.305	21.563	18.757	26.619
<i>lev</i>	0.455	0.245	0.449	0.017	1.499
<i>ROA</i>	0.036	0.057	0.033	-0.252	0.245
<i>Growth</i>	0.209	0.695	0.109	-0.864	5.820
<i>SOE</i>	0.423	0.494	0	0	1
<i>dual</i>	0.207	0.405	0	0	1
<i>boardsize</i>	9.007	1.815	9.000	5.000	15.000
<i>boardmeeting</i>	9.321	3.374	9.000	4.000	22.000
<i>indep_ratio</i>	0.367	0.051	0.333	0.286	0.571

## (二)假设检验

1. 大股东持股比例对公司诉讼风险的影响。表4的回归分析检验了大股东持股比例与公司诉讼风险之间的关系。模型(1)、(2)、(3)、(4)以诉讼金额为被解释变量,模型(1)为基准模型,放入控制变量,模型(2)在第一步回归的基础上加入了大股东持股比例,结果显示,解释变量大股东持股比例对涉诉金额有显著的负向影响( $\beta=-1.067, p<0.05$ ),假设1得到支持。模型(5)、(6)、(7)、(8)以涉诉次数为被解释变量,检验了大股东持股比例与涉诉次数之间的关系。模型(6)表明大股东持股比例与涉诉次数显著负相关( $\beta=-0.094, p<0.01$ ),假设1仍得到数据支持,说明随着大股东持股比例的增加,公司诉讼风险降低。

表4 大股东持股比例与公司诉讼风险之间关系的检验

	被解释变量:诉讼金额(Value)				被解释变量:诉讼次数(Number)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Top1</i>		-1.067** (0.42)		-1.091*** (0.42)		-0.094*** (0.03)		-0.097*** (0.03)
<i>Visibility</i>			-0.142** (0.07)	-0.144** (0.07)			-0.013*** (0.01)	-0.013*** (0.01)
<i>Top1*Visibility</i>				0.616* (0.33)				0.082*** (0.03)
<i>firmsize</i>	0.044 (0.06)	0.077 (0.06)	0.108* (0.06)	0.142** (0.06)	0.001 (0.00)	0.004 (0.00)	0.007 (0.00)	0.010** (0.00)
<i>firmage</i>	-0.051 (0.16)	-0.142 (0.16)	-0.088 (0.16)	-0.171 (0.16)	0.006 (0.01)	-0.002 (0.01)	0.003 (0.01)	-0.004 (0.01)
<i>lev</i>	0.245 (0.29)	0.207 (0.29)	0.201 (0.29)	0.139 (0.29)	0.028 (0.02)	0.024 (0.02)	0.023 (0.02)	0.017 (0.02)
<i>ROA</i>	-3.662*** (1.11)	-3.484*** (1.11)	-2.801** (1.18)	-2.578** (1.18)	-0.326*** (0.08)	-0.310*** (0.08)	-0.245*** (0.09)	-0.224** (0.09)
<i>Growth</i>	0.125 (0.08)	0.127 (0.08)	0.127 (0.08)	0.130 (0.08)	0.008 (0.01)	0.008 (0.01)	0.008 (0.01)	0.008 (0.01)
<i>SOE</i>	-0.085 (0.14)	-0.034 (0.14)	-0.101 (0.14)	-0.042 (0.14)	-0.002 (0.01)	0.003 (0.01)	-0.003 (0.01)	0.002 (0.01)
<i>dual</i>	0.156 (0.15)	0.154 (0.15)	0.171 (0.15)	0.164 (0.15)	0.016 (0.01)	0.016 (0.01)	0.017 (0.01)	0.016 (0.01)
<i>boardsize</i>	-0.045 (0.04)	-0.054 (0.04)	-0.040 (0.04)	-0.051 (0.04)	-0.003 (0.00)	-0.004 (0.00)	-0.003 (0.00)	-0.004 (0.00)
<i>boardmeeting</i>	0.064*** (0.02)	0.062*** (0.02)	0.066*** (0.02)	0.066*** (0.02)	0.005*** (0.00)	0.005*** (0.00)	0.005*** (0.00)	0.005*** (0.00)
<i>indep_ratio</i>	-0.266 (1.23)	-0.200 (1.23)	-0.300 (1.23)	-0.320 (1.23)	-0.082 (0.09)	-0.076 (0.09)	-0.085 (0.09)	-0.091 (0.09)
<i>_cons</i>	0.275 (1.35)	0.226 (1.35)	-0.927 (1.47)	-0.979 (1.47)	0.071 (0.10)	0.067 (0.10)	-0.042 (0.11)	-0.046 (0.11)
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6 456	6 456	6 456	6 456	6 456	6 456	6 456	6 456
调整后的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.157	0.158	0.158	0.159	0.162	0.164	0.163	0.166
<i>F</i> 值	33.575	32.889	32.825	31.473	34.844	34.207	34.144	33.029

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为标准误。

控制变量方面,由于经过了第一阶段Probit模型回归估计的公司涉诉概率,匹配可测量的公司特征变量与发生诉讼的公司尽可能相似的样本,因此大多数控制变量不再具有解释力。仅有资产回报率与本文的因变量诉讼金额、涉诉次数显著负相关,表明资产回报率越高,公司诉讼风险越小。



2. 公司可见性的调节效应。表4中模型(4)以涉诉金额为被解释变量的回归结果显示,第一大股东持股比例与公司可见性的交互项系数显著为正( $\beta=0.616, p<0.1$ ),即随着公司可见性程度的提升,大股东降低公司诉讼风险的效应减弱,假设2得到数据支持。类似的,以涉诉次数为被解释变量的回归分析中,模型(8)显示第一大股东持股比例与公司可见性的交互项仍显著为正( $\beta=0.082, p<0.01$ ),假设2再次得到支持,说明公司可见性对大股东持股与公司诉讼风险关系起到显著调节作用,随着公司可见性程度的上升,大股东持股降低公司诉讼风险的效应减弱。

3. 股权制衡的调节效应。借鉴李琳等(2009)的方法,我们将样本划分为股权制衡公司与非股权制衡公司两组,比较分组回归中第一大股东持股比例对公司诉讼风险的影响。表5报告的回归结果显示,在非股权制衡公司组,第一大股东持股比例与被解释变量涉诉次数、涉诉金额显著负相关( $p<0.05$ );而在股权制衡公司组,第一大股东持股比例的回归系数变得不显著,说明在股权制衡公司大股东不能起到降低公司诉讼风险的作用。本文假设3得到支持,股权制衡对大股东持股与公司诉讼风险二者的关系起到显著调节效应。

表5 大股东持股比例与涉诉次数、涉诉金额关系的分组检验

	非股权制衡公司		股权制衡公司	
	(1)Number	(2)Value	(3)Number	(4)Value
<i>Top1</i>	-0.071** (0.03)	-0.942** (0.48)	0.219 (0.18)	2.745 (2.33)
<i>firmsize</i>	-0.003 (0.00)	-0.017 (0.06)	0.031*** (0.01)	0.422*** (0.15)
<i>firmage</i>	-0.006 (0.01)	-0.167 (0.18)	0.032 (0.03)	0.085 (0.38)
<i>lev</i>	0.056** (0.02)	0.533* (0.32)	-0.085 (0.06)	-0.900 (0.70)
<i>ROA</i>	-0.302*** (0.09)	-3.606*** (1.23)	-0.464** (0.21)	-4.470* (2.60)
<i>Growth</i>	0.009 (0.01)	0.127 (0.09)	0.004 (0.02)	0.119 (0.21)
<i>SOE</i>	0.004 (0.01)	0.027 (0.15)	-0.034 (0.03)	-0.612 (0.39)
<i>dual</i>	0.003 (0.01)	0.023 (0.17)	0.064** (0.03)	0.545 (0.36)
<i>boardsize</i>	-0.001 (0.00)	-0.024 (0.04)	-0.020** (0.01)	-0.207** (0.10)
<i>boardmeeting</i>	0.004*** (0.00)	0.057*** (0.02)	0.009** (0.00)	0.081* (0.05)
<i>indep_ratio</i>	0.033 (0.10)	1.052 (1.32)	-0.483* (0.26)	-5.241 (3.24)
<i>_cons</i>	0.172 (0.11)	1.871 (1.48)	-0.410 (0.27)	-6.768** (3.36)
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	5 227	5 227	1 229	1 229
调整后的R <sup>2</sup>	0.186	0.168	0.115	0.131
<i>F</i> 值	32.395	28.799	5.187	5.888

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为标准误。

### (三)稳健性测试

1. 公司可见性的替代变量。借鉴权小锋等(2016)的方法,本文使用虚拟变量衡量公司可见性,当公司发布研究报告的分析师人数大于年度行业中位数时,公司可见性赋值1,否则为0。按

公司可见性二值分类变量分组后,以涉诉次数、涉诉金额为被解释变量进行回归分析,结果显示:第一大股东持股比例在两组样本中的回归系数都为负,但仅在公司可见性低的样本组,大股东持股比例对诉讼风险的影响是显著的,与前文使用公司可见性连续变量进行调节效应检验得到的结果一致,因此假设2得到进一步支持。

表6 大股东持股比例与涉诉次数、涉诉金额关系的分组检验(按公司可见性分组)

	公司可见性高		公司可见性低	
	(1)Number	(2)Value	(3)Number	(4)Value
<i>Top1</i>	-0.026 (0.04)	-0.670 (0.60)	-0.156*** (0.04)	-1.406** (0.58)
<i>firmsize</i>	0.018*** (0.01)	0.248*** (0.09)	0.002 (0.01)	0.063 (0.09)
<i>firmage</i>	-0.000 (0.02)	-0.161 (0.21)	-0.005 (0.02)	-0.158 (0.22)
<i>lev</i>	0.027 (0.04)	0.289 (0.55)	0.015 (0.03)	0.129 (0.34)
<i>ROA</i>	-0.305** (0.15)	-4.649** (2.15)	-0.266** (0.11)	-2.504* (1.39)
<i>Growth</i>	0.026** (0.01)	0.350** (0.17)	0.003 (0.01)	0.058 (0.10)
<i>SOE</i>	-0.009 (0.01)	-0.213 (0.20)	0.006 (0.01)	0.049 (0.18)
<i>dual</i>	0.006 (0.02)	0.103 (0.22)	0.024 (0.02)	0.184 (0.21)
<i>boardsize</i>	-0.007* (0.00)	-0.066 (0.05)	-0.002 (0.00)	-0.063 (0.06)
<i>boardmeeting</i>	0.003* (0.00)	0.063** (0.02)	0.007*** (0.00)	0.074*** (0.03)
<i>indep_ratio</i>	-0.068 (0.13)	-0.680 (1.75)	-0.148 (0.13)	-0.744 (1.73)
<i>_cons</i>	-0.119 (0.15)	-1.878 (2.09)	0.052 (0.15)	-0.160 (2.02)
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2 940	2 940	3 516	3 516
调整后的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.137	0.129	0.190	0.188
<i>F</i> 值	13.618	12.797	23.254	23.049

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上统计显著,括号中为标准误。

2. 采用不同的PSM匹配方法选择样本。在稳健性检验中,本文依据第一步Probit回归的倾向得分,使用最邻近匹配的方法进行一比三的配对选择控制组样本,得到2 694条公司年度观察值,重复以上模型的回归分析,主要解释变量的系数和显著性未发生变化,表明上述研究结论是稳健的。限于篇幅,结果未汇报。

## 五、结 论

在公司治理相关研究的基础上,本文从理论和实证角度分析了大股东持股比例对公司诉讼风险的影响。以沪深证券交易所2007—2014年上市公司为初始样本,运用倾向得分匹配法控制公司诉讼潜在的内生性问题,实证分析的结果显示:(1)第一大股东持股比例越高,公司涉诉金额和涉诉次数越低,这表明大股东持股降低了公司诉讼的频度和严重性。在公司诉讼风险管理方面,大股东持股是有效的治理机制。(2)随着公司可见性程度的提高,大股东降低公司诉讼

风险的作用减弱。也就是说,相较于公司可见性高的企业,在公司可见性低的企业大股东降低公司诉讼风险的作用更强。(3)相对于股权制衡公司,非股权制衡公司中大股东持股比例降低公司诉讼风险的效应更强。

本文的理论贡献包括以下方面:第一,本文的研究为大股东在降低公司诉讼风险方面的作用提供了经验证据,对于大股东动机与影响的文献是有价值的补充,有助于更全面地认识大股东在公司治理方面的作用。此外,本文进一步关注了公司可见性以及股权制衡对大股东持股与公司诉讼风险二者关系的影响,从而拓展了对大股东发挥降低公司诉讼风险作用的情境因素的认识。第二,现有的关于公司诉讼风险前因的研究中没有关注股权结构的影响,本文的研究为这一领域的研究开拓了新的视角,对研究公司诉讼风险影响因素的学者有一定启发意义。

本文对管理实践的指导意义体现在:第一,本文的研究发现了大股东抑制公司诉讼风险的作用及影响的情境机制。对企业而言,存在大股东的股权结构有助于降低公司诉讼风险,尤其是可见性程度较低的企业。这对于企业调整股权结构、发挥大股东降低公司诉讼风险的作用、提高公司经营环境的稳健性有一定指导意义。第二,研究还发现在非股权制衡企业,大股东才能发挥降低公司诉讼风险的作用;而在股权制衡的企业,由于大股东之间的“搭便车”问题或者相互掣肘,大股东降低公司诉讼风险的作用变得不显著。充分认识大股东发挥治理效应的情境机制,有助于企业在经营中分析公司面临的风险,采取相应的措施。在诉讼风险频发的行业,企业可以考虑合理调整公司的股权结构,充分发挥第一大股东对经理人的监督效应,降低其他大股东对第一大股东的掣肘,从而使得第一大股东有动机有能力发挥降低诉讼风险的作用。

本研究仍存在有待改进之处。尽管本文分析了大股东降低公司诉讼风险的作用,但没有深入探索大股东降低公司诉讼风险的机制。第一大股东究竟是通过监督机制提高公司合规性,还是在企业危机时刻通过扶持之手提供关键资源,或是以其他方式降低公司诉讼风险,本文的研究尚未深入挖掘其影响机制。因此,未来的研究可以进一步探索大股东影响公司诉讼风险的内在机制,对其影响过程的分析将有助于拓展我们对大股东治理机制的认识。

### 主要参考文献

- [1]Atanasov V, Ivanov V, Litvak K. Does reputation limit opportunistic behavior in the VC industry? Evidence from litigation against VCs[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(6): 2215-2246.
- [2]Autore D M, Hutton I, Peterson D R, et al. The effect of securities litigation on external financing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 27: 231-250.
- [3]Bethel J E, Liebeskind J P, Opler T. Block share purchases and corporate performance[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(2): 605-634.
- [4]Bushee B J, Miller G S. Investor relations, firm visibility, and investor following[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 867-897.
- [5]Cumming D, Leung T Y, Rui O. Gender diversity and securities fraud[J]. *Academy of management Journal*, 2015, 58(5): 1572-1593.
- [6]Holderness C G, Sheehan D P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 317-346.
- [7]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.
- [8]Koh P S, Qian C L, Wang H L. Firm litigation risk and the insurance value of corporate social performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(10): 1464-1482.
- [9]Lian Y J, Su Z, Gu Y D. Evaluating the effects of equity incentives using PSM: Evidence from China[J]. *Frontiers of Business Research in China*, 2011, 5(2): 266-290.
- [10]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2):

471–517.

- [11]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147–1170.
- [12]Rosenbaum P R, Rubin D B. Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score[J]. *The American Statistician*, 1985, 39(1): 33–38.
- [13]Shen W, Zhou Q, Lau C M. Empirical research on corporate governance in China: A review and new directions for the future[J]. *Management and Organization Review*, 2016, 12(1): 41–73.
- [14]Tan D. Making the news: Heterogeneous media coverage and corporate litigation[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(7): 1341–1353.
- [15]Wang H L, Qian C L. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159–1181.

## Shareholding of Large Blockholders and Firm Litigation Risks: An Empirical Study Based on Chinese Listed Companies

Zhao Kangsheng<sup>1,2</sup>, Zhou Ping<sup>3,4</sup>, Lin Nan<sup>3</sup>

(1. *School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Mathematics and Information Sciences, Nanchang Hangkong University, Nanchang 330063, China*; 3. *School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 4. *School of Modern Economics and Management, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China*)

**Abstract:** Firms' engagement in litigation is an unusual incident which might incur not only serious financial losses but also several problems such as damage of firm reputation, losses of customers and the difficulty in future financing. Therefore, the research of the factors influencing firm litigation risks has great significance. Based on the literature of corporate governance, this paper takes the A-share listed companies from 2007 to 2014 as the initial sample, and employs propensity score matching method to analyze the effect of the shareholding of large blockholders on firm litigation risks. It comes to the conclusions as follows: firstly, with the increase in the shareholding proportion of the first largest blockholder, firm litigation risks significantly reduce; secondly, with the rise in firm visibility, the role of large blockholders in the reduction in firm litigation risks weakens, that is to say, compared with firms with higher visibility, the role of large blockholders in the reduction in firm litigation risks is stronger in firms with lower visibility; thirdly, compared with companies with blockholder counterbalance, the role of large blockholders in the reduction in firm litigation risks is stronger in companies without blockholder counterbalance. It not only deepens the research of the factors influencing firm litigation risks, but also further extends the role of large blockholders in corporate governance and risk control; and it is of great significance to the understanding of the role of large blockholders in the prevention of firm litigation risks.

**Key words:** shareholding of large blockholders; firm litigation risk; firm visibility; blockholder counterbalance

(责任编辑: 雨 橙)