

# 多个大股东并存的治理效应

## ——基于成本领先战略的视角

孔晓旭 宁佩佩

**摘要：**多个大股东的股权结构能够缓解代理问题，影响企业资源配置，对企业竞争战略有重要作用。本文以 2007—2019 年沪深 A 股上市公司数据作为研究样本，探讨多个大股东的股权结构对企业成本领先战略的影响及其作用机理。研究结果显示，多个大股东促进企业成本领先战略的决策与实施，在进行稳健性检验后，结论依然成立；多个大股东通过董事会社会资本促进成本领先战略，冗余资源和成本粘性分别正向调节和负向调节多个大股东与企业成本领先战略之间的关系。本研究丰富了股权结构和企业成本领先战略的相关文献，拓展了多个大股东的公司治理效应的相关研究，对实践中改善公司治理和优化竞争战略具有较强的启示意义。

**关键词：**多个大股东；成本领先战略；董事会社会资本；冗余资源；成本粘性

### 一、问题提出与文献综述

在日益激烈的市场竞争环境下，企业高度依赖成本领先战略，通过投资固定资产降低生产成本和经营风险，强化企业核心竞争力（Ward et al., 1996）。波特（Porter, 1980）将成本领先战略界定为一项重要的成功型战略思想，强调企业应进行严苛的成本管理，以期获得比竞争对手更为显著的经营绩效。引进先进高效的设施并且严格控制成本及管理费用，使企业形成竞争优势，从而维持或扩大现有的市场份额，这是大部分企业普遍采用的一项竞争策略。对成本领先战略的影响因素进行研究，有助于企业更好地实施这项竞争战略，这项研究具有重要的现实意义。

关于企业成本领先战略实施的影响因素，学者们从行业集中度（Dufwenberg & Gneezy, 2000；林辉等, 2021）、市场环境稳定性（Miller, 1988）等市场因素展开了深入研究。从组织资源配置的角度来分

---

基金项目：北京市教育委员会科研计划一般项目“双碳战略下北京市国有企业混合所有制改革对环境、社会、治理（ESG）绩效的影响研究”（SM202310038013）；首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目“双碳战略下国有企业践行 ESG 理念的机制与路径研究”（XRZ2023058）

作者单位：孔晓旭，首都经济贸易大学；宁佩佩，中央财经大学。

析,企业内部的专用性资产也影响着成本领先战略的决策(刘昌华和田志龙,2021)。李健等(2012)基于企业家政治关联资源进行研究,发现具有政治关联的企业家能够为企业购买先进设备和改进生产流程提供便利,从而对成本领先战略的决策起促进作用。基于公司治理,王化成和胡国柳(2005)研究发现,股权集中度高的企业,多元化战略实施的可能性更低,控股股东谋取私利的行为会得到遏制,这在一定程度上能有效地控制企业成本。吴一丁和易紫薇(2021)的研究也支持这一结论。盛明泉等(2021)认为,当管理层权利越弱及管理者自信程度越低时,企业越不愿意承担过高风险,偏向于采取规模化经营,实施成本领先战略。现有关于成本领先战略实施背景的研究,主要界定了该战略不同的实施边界,其中也不乏股权集中度对总成本领先战略决策的影响。但对多个大股东这种特殊的股权结构安排如何影响企业实施成本领先战略这一问题,尚缺乏深入的研究。

在多个大股东的股权结构下,其他大股东除了可以监督管理层,还可以对控股股东形成监督,减少控股股东通过关联交易、资金占用等方式攫取控制权私利的行为(Maury & Pajuste, 2005)。缓和两类代理问题,缓解企业非效率投资,以及严格控制内部成本,能够提高公司绩效(Jiang et al., 2018)。阿提格等(Attig et al., 2009)还发现多个大股东能够降低企业股权融资成本,进而提升企业价值。但是,股权性质相同的多个大股东之间形成相互合谋的可能更高。其他大股东也可能与控股股东形成合谋,共同侵占中小投资者的利益(Maury & Pajuste, 2005; 朱冰等, 2018),不利于公司治理和战略决策。贾拉等(Jara et al., 2008)以11个欧洲国家的企业为样本,实证发现当企业为家族企业时,大股东间形成合谋的可能性更大,从而降低企业价值。此外,郭玉晶等(2020)基于三阶段数据包络分析(DEA)模型,发现股权制衡度对企业技术创新效率会产生负面影响,这与西里洛等(Cirillo et al., 2018)的研究结论基本一致。由此可见,关于多个大股东的研究十分丰富,学者们对多个大股东的评价也褒贬不一,其对企业战略实施的影响并未得到一致性的结论。

鉴于此,本文立足于股权结构视角,选取2007—2019年沪深A股上市公司作为研究样本,实证检验多个大股东的股权结构如何影响企业成本领先战略决策。选取董事会社会资本作为中介变量,组织冗余和成本粘性作为调节变量,进一步探讨多个大股东与成本领先战略之间关系的作用机制。

本文的贡献和创新性体现在以下几个方面:第一,从成本领先战略视角考察多个大股东的公司治理效应,丰富了公司治理如何影响战略决策的研究。已有文献大多在公司业绩(覃志刚和陈茂南,2020)、企业价值(覃志刚和陈茂南,2020)、企业创新(朱冰等,2018)、公司投融资(姜付秀等,2017)、风险承担水平(王美英等,2020)、高管行为(罗宏和黄婉,2020)等框架下讨论多个大股东的治理作用。相比以往的研究视角,战略决策是企业多方势力博弈的结果,本文为股权制衡的公司治理效应提供了新的实证检验;第二,以往研究多使用问卷调查(汤淑琴等,2019)和财务会计指标(翟胜宝等,2021)来度量企业竞争战略指标,而本文采用胡楠等(2020)基于Word2Vec技术构建的竞争战略词频指标来衡量企业成本领先战略,能够缓解可能存在的主观偏差、测量偏误等问题;第三,现有文献主要从产业竞争程度(孙洪锋等,2019)、高管权利(郑海元等,2019)的角度考察公司治理与企业战略决策之间的影响机制,是对企业外部环境和企业战略执行层执行效果的考量,而本文引入将发挥决策和监督公司战略作用的董事

会角色, 探讨多个大股东如何通过董事会社会资本影响成本领先战略的决策与实施, 进一步打开了股权结构与战略决策关系的黑箱; 第四, 本文进一步拓展了多个大股东影响企业战略决策的情境因素, 探讨财务冗余正向调节多个大股东与企业成本领先战略的关系, 而成本粘性则发挥负向调节作用。

## 二、理论基础与研究假设

### (一) 多个大股东对成本领先战略的影响

战略决策是企业所有者意志的集中反映。企业所有权结构是影响企业成本领先战略形成和实施效果的重要前因变量, 是企业竞争优势建立和维持的重要因素。当企业实施成本领先战略时, 往往会通过规模化生产和经验效应来形成竞争优势, 并最大限度地降低广告、服务等支出 (Porter, 1980), 争取将各项费用都控制在行业的较低水平。

完善的公司治理结构促使公司科学有效地作出经营决策 (田昆儒和田雪丰, 2019), 改善企业战略制定和执行效率, 提升企业的价值 (Jiang et al., 2018)。理论研究发现, 在有多个大股东的公司中, 其他大股东可能会通过监督控股股东的行为举止、抑制控股股东攫取私利的举措 (Pagano & Roell, 1998), 以及退出威胁 (Edmans & Manso, 2010) 等方式发挥作用, 从而改善公司治理结构, 为企业战略决策提供充分良好的环境。在一股独大的股权结构下, 控股股东会派出符合自身利益的董事会成员实现对公司的控制。由于缺乏有效的制衡监督, 大股东更容易产生为了攫取私利而掏空公司的行为, 与管理层产生合谋, 阻碍企业成本优势的建立和成本领先战略的实施。而在多个大股东并存的股权结构下, 战略决策失误必然造成持股较多的大股东的收益受损, 其他大股东为了维护自身的利益, 会更主动地监督控股股东和管理层的决策和行为 (Gomes & Novaes, 2006)。此外, 根据《中华人民共和国公司法》相关规定, 单独或者合计持有 10% 以上股份的股东享有向董事会请求召开临时股东大会的权利, 单独或合计持有 3% 以上股份的股东享有向股东大会推荐董事的权利, 这有助于进一步完善公司治理结构。因此, 其他大股东还需要具备足够的力量借助内部治理机制来约束控股股东和管理层的私利行为, 作出符合公司持久发展的战略决策。其他大股东在减少控股股东和管理层侵占企业资源的行为的同时, 需要将更多的资源投入于设备升级中, 加速提升企业规模经济效应和经验曲线效应, 使企业创造成本领先优势。

多个大股东的立场通常有所不同, 其他大股东和控股股东处于控制权利益的争夺中, 中小股东的利益在一定程度上能避免受到侵犯 (段云等, 2011), 大股东间达成合谋的困难程度更大、协调成本也更高 (王美英等, 2020), 从而促进企业战略决策合理化, 为成本领先战略决策提供便利的环境。据此, 本文提出以下研究假设。

H1: 多个大股东的存在能显著推动企业成本领先战略。

### (二) 其他大股东数量对成本领先战略的影响

除第一大股东之外, 持股比例超过 10% 的其他大股东的数量是衡量企业股权制衡度的重要指标, 能够体

现其他大股东对控股股东和高管层的监督力量,影响着公司治理效益和企业价值(Maury & Pajuste, 2005)。

阿提格等(Attig et al., 2009)研究发现,公司其他大股东的数量越多,多个大股东的监督效应越强(姜付秀等, 2017)。随着其他大股东数量的增多,大股东间利益协调一致的难度增加,不可能形成控制性联盟对企业进行掏空。多个大股东并存的股权结构安排能够进一步强化监督和减少内部人的掠夺(王美英等, 2020)。大股东通过向董事会请求召开临时股东大会,推荐董事和高管来参与公司的治理和管理,利用企业内部治理机制约束控股股东的私利行为等方式,能够有效避免资源浪费,促进资源优化配置,有利于成本领先战略的决策与实施。

除此之外,股权结构制约上市公司董事会的人选和效率,影响董事会成员结构。比起单个大股东,多个大股东拥有更为丰富的经验积累和充分的专业技能,对董事会成员的委派也更加资深且专业。基于资源依赖理论,董事会肩负着提供企业发展所需资源的重要职能,能够为战略决策和实施提供更为必要的资源支持,促进企业成本领先战略的实施。据此,本文提出以下研究假设。

H2: 其他大股东数量能显著促进企业成本领先战略。

### (三) 相对持股比例对成本领先战略的影响

相对持股比例反映大股东之间的制衡程度。根据股权制衡理论,当非控股大股东与控股大股东之间不存在亲密关系时,非控股大股东持股比例越高,则越有可能制衡大股东。即随着持股比例的增加,其他大股东更加有能力和动机在董事会或股东大会以投票或退出威胁的方式(Edmans & Manso, 2010),监督和约束控股股东的私利谋取行为,进而增加控股股东隧道行为的侵占成本,相应地减少控股股东隧道行为发生的次数,从而节约企业内部资源,提升企业成本管控的能力。股权制衡度随着非控股大股东持股比例的增加而提高,管理层的自利倾向得到抑制(吴育辉和吴世农, 2011),管理层的机会主义行为相应减少,有利于企业将资源集中配置以促进生产和服务,实现更高层次的规模效应和经验效应,加强企业的竞争优势。

由于相对持股比例带来的股权制衡度的提升,姜等(Jiang et al., 2018)发现多个大股东之间更倾向于通过合作监督来提升收益。控股股东与其他大股东共同监督管理层的可能性加大,使得管理层战略决策更加合理有效,有利于企业成本领先战略的选择和实施。据此,本文提出以下研究假设。

H3: 相对持股比例对企业成本领先战略有显著的正向影响。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文选取2007—2019年A股上市公司数据作为本文的研究样本,参考姜等(Jiang et al., 2018)的研究,将大股东界定为持股比例超过10%的股东。为明确一致行动人的信息,逐一查阅A股上市公司年报,加总一致行动人的股东持股数,使其作为一个股东。企业成本领先战略数据则来自文构(WinGo)财经网

本数据平台, 其余数据源于锐思数据库 (RESSET) 以及国泰安中国经济金融 (CSMAR) 数据库。

本文根据以下标准进行样本筛选: (1) 剔除主要变量缺失的样本; (2) 剔除被 ST 处理的样本; (3) 剔除金融业样本。最后为避免极端值产生的不利影响, 对所有连续性变量进行缩尾处理。最终得到 31 544 个有效样本观测值。

## (二) 计量模型设定

为检验多个大股东与企业成本领先战略之间的关系, 构造如下计量模型:

$$Cost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Multi_{i,t} + \alpha_2 CV_{i,t} + Year_t + Industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型 (1) 用于检验 H1, 考察是否存在多个大股东对成本领先战略的影响。其中:  $i$  表示第  $i$  家企业,  $t$  表示年份,  $Multi_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年是否存在多个大股东的情况,  $Cost_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年成本领先战略实施情况,  $CV$  为控制变量,  $Year$  和  $Industry$  分别表示年份虚拟变量和行业虚拟变量。

$$Cost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Lnlarge_{i,t} + \alpha_2 CV_{i,t} + Year_t + Industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型 (2) 用于检验 H2, 考察其他大股东数量对成本领先战略的影响。其中:  $Lnlarge_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年的其他大股东数量,  $Cost_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年成本领先战略实施情况,  $CV$  为控制变量,  $Year$  和  $Industry$  分别表示年份虚拟变量和行业虚拟变量。

$$Cost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Othertop1_{i,t} + \alpha_2 CV_{i,t} + Year_t + Industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型 (3) 用于检验 H3, 考察相对持股比例对成本领先战略的影响。其中:  $Othertop1_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年的相对持股比例,  $Cost_{i,t}$  表示  $i$  企业第  $t$  年成本领先战略实施情况,  $CV$  为控制变量。

## (三) 变量定义

### 1. 被解释变量

被解释变量为企业成本领先战略。以往文献对竞争战略的识别一般采取问卷调查法, 如德斯和戴维斯 (Dess & Davis, 1984) 总结得出 21 种竞争战略识别因素, 开创性地设计了判断企业竞争战略类型的量表, 随后的研究也主要以这一量表为基准并做出适当修改来识别企业的竞争战略。也有学者依据公开报表数据指标来进行分类, 使用会计指标衡量战略类型。胡楠等 (2020) 基于公司年度财务报告, 采取“种子词+Word2Vec 相似词扩充”的方法对企业成本领先战略进行度量, 通过对种子词的选取和对相似词的扩充, 得到 125 个成本领先词汇, 如效率、生产规模、成本控制、标准要求、精益管理等, 最后利用成本领先战略词汇总词数在年报文本总词数中的占比来衡量企业的竞争战略偏好类型。相比以往的测量方法, 该方法能有效避免问卷参与者的主观偏见, 充分利用文本词汇准确测量企业战略决策指标。本文主要使用胡楠等 (2020) 公开分享的研究数据来衡量成本领先战略。

### 2. 解释变量

参考姜等 (Jiang et al., 2018) 的方法, 把大股东界定为持股比例超过 10% 的股东, 并借鉴姜付秀等

(2017)的做法,将一致行动人持股占比合并计算,并在此基础上界定大股东为拥有10%及以上股权占比的股东或一致行动人。

参考已有研究的做法(姜付秀等,2017;Jiang et al.,2018),本文运用三种方法对多个大股东进行测度:(1)*Multi*为多个大股东哑变量,如果公司存在两个以上(包括两个)股权占比超过10%的大股东,则*Multi*取值为1;反之则将其视为单一大股东,此时*Multi*取值为0。(2)*Lnlarge*由其他大股东数量加1取对数得到,相当于上市公司中第一大股东之外的其他大股东(持股比例超过10%)的数量。其他大股东的数量越多,对管理层的监督力量越大。(3)*Othertop1*为相对持股比例,相当于所有股权比例超过10%的其他大股东持股比例之和除以第一大股东持股量,反映其他大股东与控股股东之间的制衡程度。

### 3. 控制变量

借鉴阿里坎等(Arikan et al.,2016)的研究,本文将以下影响竞争战略的因素作为控制变量:公司规模(*Lscale*)、财务杠杆(*Lev*)、总资产利润率(*Roa*)、首席执行官二元性(*Duality*)、董事会独立性(*Inratio*)、董事会勤勉度(*Mt*)、实际控制人拥有所有权比例(*Ownerratio*)、赫芬达指数(*Herfindahl\_10*)、机构持股比例(*Instiratio*)、产权性质(*Soe*)、公司年龄(*Age*)。同时,控制行业效应和年度效应的影响。表1展示了主要变量的具体定义。

表1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Multi</i>	是否存在多个大股东	公司存在两个以上(包括两个)持股比例超过10%的大股东, <i>Multi</i> 取值为1,否则 <i>Multi</i> 取值为0
<i>Lnlarge</i>	其他大股东数量	上市公司中第一大股东之外的其他大股东(持股比例超过10%)的数量
<i>Othertop1</i>	相对持股比例	所有股权比例超过10%的其他大股东持股比例之和/第一大股东持股比
<i>Cost</i>	成本领先战略	年报平均每百万字出现成本领先战略相关词集的总次数
<i>Lscale</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆	负债总额/总资产
<i>Roa</i>	盈利能力	净利润/总资产余额
<i>Duality</i>	首席执行官二元性	总经理兼任董事长取值为1,否则为0
<i>Inratio</i>	董事会独立性	独立董事/董事会总人数
<i>Mt</i>	董事会勤勉度	董事会会议次数
<i>Ownerratio</i>	实际控制人拥有上市公司所有权比例	实际控制人拥有上市公司所有权比例
<i>Herfindahl_10</i>	赫芬达指数	排名前十的大股东持股比例平方和
<i>Manratio</i>	管理层持股比	上市公司管理层的持股比例
<i>Instiratio</i>	机构持股比	机构持股的比例
<i>Soe</i>	是否国企	国有企业取值为1,否则为0
<i>Age</i>	公司年龄	ln(公司成立年数+1)
<i>Year</i>	年份	年份虚拟变量
<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量

## 四、研究结果

### (一) 描述性统计与相关分析

主要变量的描述性统计结果如表2所示, 样本由31 544个公司-年份层面的观测值组成。成本领先战略最大值为87.227, 最小值为18.970; 有40.7%的样本存在多个大股东; 其他大股东数量的均值为0.320, 最大值是1.386, 最小值是0; 相对持股比例的均值为0.294, 最大值是1.831, 最小值为0; 从控制变量的情况来看, 公司规模、董事会勤勉度和实际控制人拥有上市公司所有权比例的标准差较大, 其他变量的标准差较小。

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Cost</i>	31 544	44.440	14.606	18.970	87.227
<i>Multi</i>	31 544	0.407	0.491	0	1
<i>Lnlarge</i>	31 544	0.320	0.406	0	1.386
<i>Othertop1</i>	31 544	0.294	0.436	0	1.831
<i>Lscale</i>	31 544	21.976	1.310	19.254	25.996
<i>Lev</i>	31 544	0.433	0.214	0.051	0.959
<i>Roa</i>	31 544	0.038	0.065	-0.290	0.207
<i>Duality</i>	31 544	0.177	0.382	0	1
<i>Inratio</i>	31 544	0.248	0.181	0	0.556
<i>Mt</i>	31 544	9.607	3.773	4	23
<i>Ownerratio</i>	31 544	28.116	18.829	0	73.96
<i>Herfindahl_10</i>	31 544	0.165	0.115	0.015	0.563
<i>Manratio</i>	31 544	0.098	0.174	0	0.657
<i>Instiratio</i>	31 544	0.280	0.247	0	0.885
<i>Soe</i>	31 544	0.386	0.487	0	1
<i>Age</i>	31 544	2.761	0.390	1.386	3.434

本文采用皮尔逊 (Pearson) 相关系数来检验模型各变量间的相关性, 结果如表3所示大部分变量相关系数值小于0.3, 不存在严重的多重共线性。多个大股东 (*Multi/Lnlarge/Othertop1*) 与成本领先战略 (*Cost*) 的相关系数均大于零, 且在1%的水平上显著, 进一步验证了多个大股东对企业成本领先战略的促进作用。

表3 变量相关系数表

变量	<i>Cost</i>	<i>Multi</i>	<i>Lnlarge</i>	<i>Othertop1</i>	<i>Lscale</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Duality</i>
<i>Cost</i>	1							
<i>Multi</i>	0.038***	1						
<i>Lnlarge</i>	0.043***	0.955***	1					
<i>Othertop1</i>	0.028***	0.815***	0.908***	1				
<i>Lscale</i>	-0.089***	-0.029***	-0.040***	-0.060***	1			
<i>Lev</i>	-0.121***	-0.109***	-0.121***	-0.116***	0.425***	1		
<i>Roa</i>	0.074***	0.082***	0.093***	0.070***	-0.008	-0.370***	1	
<i>Duality</i>	0.023***	0.036***	0.033***	0.026***	-0.112***	-0.103***	0.058***	1
<i>Indratio</i>	-0.036***	0.012**	0.014**	0.009	0.074***	0.049***	0.033***	0.338***
<i>Mt</i>	-0.182***	-0.007	-0.015***	-0.013**	0.262***	0.226***	-0.099***	0.021***
<i>Ownerratio</i>	0.040***	-0.021***	-0.031***	-0.098***	0.146***	0.010*	0.120***	0.017***
<i>Herfindahl_10</i>	0.067***	-0.068***	-0.085***	-0.169***	0.234***	0.014***	0.154***	-0.022***
<i>Manratio</i>	0.114***	0.182***	0.207***	0.205***	-0.298***	-0.336***	0.167***	0.184***
<i>Instiratio</i>	-0.049***	0.130***	0.119***	0.078***	0.322***	0.040***	0.073***	-0.040***
<i>Soe</i>	-0.071***	-0.135***	-0.148***	-0.146***	0.333***	0.287***	-0.093***	-0.247***
<i>Age</i>	-0.119***	-0.097***	-0.104***	-0.066***	0.186***	0.167***	-0.123***	-0.113***

  

变量	<i>Indratio</i>	<i>Mt</i>	<i>Ownerratio</i>	<i>Herfindahl_10</i>	<i>Manratio</i>	<i>Instiratio</i>	<i>Soe</i>	<i>Age</i>
<i>Indratio</i>	1							
<i>Mt</i>	0.113***	1						
<i>Ownerratio</i>	0.088***	-0.032***	1					
<i>Herfindahl_10</i>	0.008	-0.065***	0.595***	1				
<i>Manratio</i>	-0.003	-0.054***	0.047***	-0.051***	1			
<i>Instiratio</i>	-0.051***	0.087***	0.040***	0.180***	-0.303***	1		
<i>Soe</i>	-0.109***	-0.039***	0.268***	0.189***	-0.428***	0.112***	1	
<i>Age</i>	-0.123***	0.098***	-0.157***	-0.156***	-0.206***	0.236***	0.125***	1

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平；括号内为标准误。后表同。

## (二) 基准回归结果

表4为多个大股东股权结构对企业成本领先战略的影响。结果显示，企业存在多个大股东、其他大股



东数量、相对持股比例和企业成本领先战略显著正相关, H1、H2 和 H3 得以验证, 即多个大股东正向影响企业成本领先战略。覃志刚和陈茂南 (2020) 认为企业对中小股东的有效保护能够充分发挥企业的竞争优势, 而企业竞争优势最终会体现在企业价值的提升上。存在多个大股东的企业, 其他大股东通过监督控股股东和高管层, 减少公司掏空行为的发生, 保护了中小股东的投资利益。这一股权结构安排会进一步影响企业经营和投资决策, 优化资源配置, 为企业规模经济的实现夯实基础, 促进成本领先战略的决策与实施。

表 4 多个大股东对企业成本领先战略的影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Multi</i>	0.583*** (0.150)		
<i>Enlarge</i>		0.953*** (0.183)	
<i>Othertop1</i>			0.707*** (0.167)
<i>Lscale</i>	0.009 (0.073)	0.005 (0.073)	0.006 (0.073)
<i>Lev</i>	0.211 (0.448)	0.225 (0.448)	0.226 (0.448)
<i>Roa</i>	5.927*** (1.243)	5.851*** (1.243)	5.910*** (1.243)
<i>Duality</i>	-0.205 (0.205)	-0.188 (0.205)	-0.193 (0.205)
<i>Indratio</i>	-3.733*** (0.475)	-3.752*** (0.475)	-3.739*** (0.475)
<i>Mt</i>	-0.387*** (0.019)	-0.386*** (0.019)	-0.386*** (0.019)
<i>Ownerratio</i>	0.011** (0.005)	0.011** (0.005)	0.012** (0.005)
<i>Herfindahl_10</i>	7.824*** (0.848)	8.022*** (0.849)	8.048*** (0.854)
<i>Manratio</i>	3.856*** (0.568)	3.665*** (0.570)	3.773*** (0.570)
<i>Instiratio</i>	-0.742* (0.389)	-0.863** (0.389)	-0.725* (0.386)
<i>Soe</i>	-0.068 (0.187)	-0.049 (0.187)	-0.073 (0.187)

表4(续)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Age</i>	-1.539*** (0.222)	-1.514*** (0.222)	-1.562*** (0.221)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
常数项	50.900*** (1.614)	50.843*** (1.614)	50.992*** (1.614)
观测值	31 544	31 544	31 544
$R^2$	0.287	0.288	0.287

### (三) 稳健性检验

#### 1. 考虑滞后性影响

由于多个大股东对企业成本领先战略的影响可能存在滞后性, 本文将滞后一期的多个大股东 (*L. Multi/L. Lnlarge/L. othertop1*) 作为解释变量, 并重新进行检验, 回归结果如表 5 所示。由表 5 可知, 在考虑滞后性影响的情况下, 前文结论依然成立。

表 5 考虑滞后性影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>L. Multi</i>	0.452*** (0.158)		
<i>L. Lnlarge</i>		0.774*** (0.192)	
<i>L. othertop1</i>			0.629*** (0.175)
<i>Lscale</i>	0.070 (0.078)	0.066 (0.078)	0.066 (0.078)
<i>Lev</i>	0.494 (0.481)	0.514 (0.481)	0.513 (0.481)
<i>Roa</i>	4.918*** (1.319)	4.894*** (1.319)	4.900*** (1.319)

表5(续)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Duality</i>	-0.262 (0.218)	-0.246 (0.218)	-0.248 (0.218)
<i>Indratio</i>	-3.870*** (0.505)	-3.886*** (0.505)	-3.879*** (0.505)
<i>Mt</i>	-0.349*** (0.020)	-0.349*** (0.020)	-0.348*** (0.020)
<i>Ownerratio</i>	0.009* (0.006)	0.009 (0.006)	0.010* (0.006)
<i>Herfindahl_10</i>	7.418*** (0.902)	7.596*** (0.903)	7.658*** (0.908)
<i>Manratio</i>	2.156*** (0.638)	1.971*** (0.640)	2.029*** (0.640)
<i>Instiratio</i>	-1.063** (0.416)	-1.175*** (0.416)	-1.087*** (0.413)
<i>Soe</i>	-0.121 (0.197)	-0.103 (0.197)	-0.121 (0.197)
<i>Age</i>	-1.246*** (0.243)	-1.222*** (0.242)	-1.262*** (0.242)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
常数项	48.477*** (1.741)	48.422*** (1.741)	48.547*** (1.741)
观测值	27 386	27 386	27 386
$R^2$	0.283	0.283	0.283

## 2. 考虑样本自选择问题

企业是否存在多个大股东可能是非随机的解释变量, 本文借鉴平卫英等(2020)的做法, 采用计算处理效应模型缓解样本自选择问题。参考朱冰等(2018)的做法, 以上一年度该公司所在行业拥有多个大股东的公司所占比例( $L\_IV\_indt$ )作为多个大股东( $Multi$ )的工具变量。这样处理的原因在于, 企业的股权结构往往与上年度的平均股权结构相关, 但企业竞争战略不会影响历史的行业股权结构, 表6展示了处理效应模型估计结果。

表6 处理效应模型估计

变量	(1)	(2)	(3)
	第二阶段	第一阶段	
	<i>Cost</i>	<i>Multi</i>	<i>Hazard</i>
<i>Multi</i>	13.5326*** (2.9887)		
<i>L_IV_indt</i>		1.0537*** (0.1455)	
<i>Lscale</i>	-0.1664 (0.1074)	0.0478*** (0.0079)	
<i>Lev</i>	-1.3887** (0.5786)	-0.1032** (0.0486)	
<i>Roa</i>	1.7641 (1.6169)	0.2297* (0.1381)	
<i>Duality</i>	0.5751** (0.2900)	-0.1046*** (0.0229)	
<i>Indratio</i>	-3.0472*** (0.5668)	0.1306*** (0.0482)	
<i>Mt</i>	-0.5542*** (0.0266)	-0.0057*** (0.0022)	
<i>Ownerratio</i>	-0.0116* (0.0069)	0.0023*** (0.0006)	
	14.2436*** (2.0352)	-1.7630*** (0.0945)	
<i>Manratio</i>	-5.4801*** (1.9612)	1.6075*** (0.0601)	
<i>Instiratio</i>	-7.7304*** (1.4983)	1.3128*** (0.0387)	
<i>Soe</i>	-0.7351*** (0.2671)	-0.1150*** (0.0203)	
<i>Age</i>	-0.9409* (0.5031)	-0.3986*** (0.0233)	
<i>Lambda</i>			-8.0433*** (1.8222)
常数项	52.5990*** (2.1439)	-0.8377*** (0.1716)	
观测值	27580	27580	27580

由表6列(3)可知,  $\lambda$  的回归系数在1%的水平上显著, 说明本文的研究样本存在自选择问题, 采用处理效应模型进行估计是合理且必要的。列(2)表示第一阶段估计选择方程的回归结果, 工具变量  $L_{IV\_indt}$  的系数在1%的水平上显著正相关于内生解释变量 ( $Multi$ )。列(1)表示第二阶段的估计结果, 与表4相比, 是否存在多个大股东 ( $Multi$ ) 与成本领先战略 ( $Cost$ ) 的回归系数由 0.583 增加到 13.533, 且在1%的水平上显著, 说明在不考虑内生性问题的情况下, 模型(1)的检验结果一定程度上低估了多个大股东 ( $Multi$ ) 对成本领先战略 ( $Cost$ ) 的积极影响, 从而进一步强化了本文的研究结论。

### 3. 倾向得分匹配法

倾向得分匹配法 PSM (Propensity Score Matching) 能够有效缓解因遗漏变量而产生的内生性问题。本文参考本-纳斯尔等 (Ben-Nasr et al., 2015) 的方法, 运用最近邻匹配法进行样本配对。在第一阶段的概率计算中, 本文选择负债率、企业年龄、盈利能力以及相关文献中影响公司产生大股东的因素作为自变量, 因变量为公司是否具有多个大股东、其他大股东数量和相对持股比例。借鉴王运通和姜付秀 (2017) 的做法, 在计算概率并配对之后重新进行检验。由表7可知, 多个大股东依然显著促进企业成本领先战略的实施。

表7 倾向得分匹配法

变量	(1)	(2)	(3)
$Multi$	0.630*** (0.167)		
$Lnlarge$		1.024*** (0.202)	
$Othertop1$			0.808*** (0.181)
$Lscale$	-0.101 (0.085)	-0.103 (0.085)	-0.106 (0.085)
$Lev$	0.763 (0.521)	0.757 (0.521)	0.798 (0.522)
$Roa$	7.616*** (1.463)	7.563*** (1.463)	7.578*** (1.464)
$Duality$	-0.353 (0.237)	-0.334 (0.237)	-0.336 (0.237)
$Indratio$	-2.349*** (0.561)	-2.383*** (0.561)	-2.362*** (0.561)
$Mt$	-0.398*** (0.023)	-0.396*** (0.023)	-0.396*** (0.023)

表7(续)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Ownratio</i>	0.016 *** (0.006)	0.015 *** (0.006)	0.016 *** (0.006)
<i>Herfindahl_10</i>	10.045 *** (1.054)	10.237 *** (1.057)	10.544 *** (1.071)
<i>Manratio</i>	3.752 *** (0.624)	3.526 *** (0.627)	3.593 *** (0.629)
<i>Instiratio</i>	-0.317 (0.459)	-0.412 (0.460)	-0.391 (0.459)
<i>Soe</i>	-0.696 *** (0.218)	-0.690 *** (0.218)	-0.689 *** (0.218)
<i>Age</i>	-0.975 *** (0.265)	-0.976 *** (0.265)	-0.987 *** (0.265)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
常数项	51.069 *** (1.905)	51.038 *** (1.905)	51.136 *** (1.904)
观测值	29 402	29 402	29 402
$R^2$	0.282	0.282	0.282

#### 4. 调整样本范围

当控股股东持股比例超过 50% 时, 控股股东对公司享有绝对控制权, 此时非控股大股东对控股股东的制衡效力会大大削弱。本文参考姜付秀等 (2017) 的做法, 在控制了控股股东持股比例的基础上, 进一步剔除控股股东持股比例超过 50% 处于绝对控股地位的样本, 回归结果如表 8 所示。研究结果显示, 调整样本范围的结果与基准回归结果保持一致。

表 8 调整样本范围

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Multi</i>	0.730 *** (0.201)		
<i>Lscale</i>	0.011 (0.098)	0.008 (0.098)	0.004 (0.098)

表8(续)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Lev</i>	0.325 (0.598)	0.339 (0.597)	0.366 (0.598)
<i>Roa</i>	4.225** (1.648)	4.112** (1.648)	4.201** (1.647)
<i>Duality</i>	-0.273 (0.224)	-0.252 (0.224)	-0.252 (0.225)
<i>Indratio</i>	-7.208*** (1.662)	-7.228*** (1.661)	-7.229*** (1.662)
<i>Mt</i>	-0.386*** (0.025)	-0.384*** (0.025)	-0.385*** (0.025)
<i>Ownerratio</i>	0.009 (0.008)	0.009 (0.008)	0.010 (0.008)
<i>Herfindahl_10</i>	12.559*** (1.788)	12.582*** (1.782)	13.277*** (1.775)
<i>Manratio</i>	3.581*** (0.770)	3.369*** (0.772)	3.356*** (0.774)
<i>Instiratio</i>	0.280 (0.561)	0.137 (0.561)	0.193 (0.558)
<i>Soe</i>	-0.221 (0.247)	-0.203 (0.247)	-0.228 (0.247)
<i>Age</i>	-1.388*** (0.301)	-1.351*** (0.301)	-1.390*** (0.301)
<i>Lnlarge</i>		1.123*** (0.239)	
<i>Othertop1</i>			0.953*** (0.209)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
常数项	51.409*** (2.238)	51.320*** (2.238)	51.478*** (2.237)
观测值	17 345	17 345	17 345
$R^2$	0.269	0.269	0.269

## 五、影响机制分析

### (一) 董事会社会资本的中介效应

多个大股东可以凭借持股优势，向企业派驻董事，影响董事会构成和战略决策，并通过董事会影响企业管理层的决策倾向，从而掌握企业资源的配置方向（姜付秀等，2017）。

董事会社会资本（BSC）指董事会成员在公司所属行业所拥有的社会资本，反映董事会成员通过连锁董事身份等嵌入所属行业的程度，一般使用在同行业兼任其他职务的董事人数占董事总人数的比值来表示。由表9可知，在加入董事会社会资本这一中介变量后，多个大股东对成本领先战略的影响显著下降，证明董事会社会资本在多个大股东与企业竞争战略之间具有部分中介作用，董事会社会资本能正向显著影响企业的战略性决策（Haynes & Hillman, 2010）。在多个大股东的股权结构下，随着董事会社会资本的提升，董事对企业所在行业的了解程度越深，这为企业规模经济的形成提供基础，有利于企业规模效益和经济效益的实现，促进成本领先战略决策的实施。

表9 董事会社会资本对多个大股东与成本领先战略之间的中介作用

变量	H1		H2		H3	
	BSC	Cost	BSC	Cost	BSC	Cost
<i>Multi</i>	0.004 *** (0.001)	0.573 *** (0.150)				
<i>Lnlarge</i>			0.003 * (0.002)	0.946 *** (0.183)		
<i>Othertop1</i>					0.003 * (0.002)	0.700 *** (0.167)
<i>BSC</i>		2.363 *** (0.621)		2.372 *** (0.621)		2.377 *** (0.621)
<i>Lscale</i>	0.007 *** (0.001)	-0.009 (0.073)	0.007 *** (0.001)	-0.012 (0.073)	0.007 *** (0.001)	-0.012 (0.073)
<i>Lev</i>	-0.005 (0.004)	0.223 (0.448)	-0.005 (0.004)	0.236 (0.448)	-0.005 (0.004)	0.238 (0.448)
<i>Roa</i>	0.025 ** (0.012)	5.867 *** (1.243)	0.025 ** (0.012)	5.791 *** (1.243)	0.025 ** (0.012)	5.849 *** (1.243)
<i>Duality</i>	0.001 (0.002)	-0.206 (0.205)	0.001 (0.002)	-0.190 (0.205)	0.001 (0.002)	-0.195 (0.205)



表9(续)

变量	H1		H2		H3	
	<i>BSC</i>	<i>Cost</i>	<i>BSC</i>	<i>Cost</i>	<i>BSC</i>	<i>Cost</i>
<i>Indratio</i>	0.027*** (0.005)	-3.795*** (0.475)	0.027*** (0.005)	-3.815*** (0.475)	0.027*** (0.005)	-3.802*** (0.475)
<i>Ownerratio</i>	-0.001*** (0.000)	-0.385*** (0.019)	-0.001*** (0.000)	-0.384*** (0.019)	-0.001*** (0.000)	-0.384*** (0.019)
<i>Controlratio</i>	-0.000 (0.000)	0.012** (0.005)	-0.000 (0.000)	0.011** (0.005)	-0.000 (0.000)	0.012** (0.005)
<i>Herfindahl_10</i>	-0.014* (0.008)	7.856*** (0.848)	-0.015* (0.008)	8.057*** (0.849)	-0.014* (0.008)	8.082*** (0.854)
<i>Manratio</i>	-0.003 (0.005)	3.864*** (0.567)	-0.002 (0.005)	3.671*** (0.569)	-0.003 (0.005)	3.778*** (0.570)
<i>Instiratio</i>	0.011*** (0.004)	-0.768** (0.389)	0.012*** (0.004)	-0.891** (0.389)	0.022*** (0.004)	-0.754* (0.386)
<i>Soe</i>	0.007*** (0.002)	-0.083 (0.187)	0.007*** (0.002)	-0.065 (0.187)	0.007*** (0.002)	-0.089 (0.187)
<i>Age</i>	-0.007*** (0.002)	-1.522*** (0.222)	-0.007*** (0.002)	-1.497*** (0.222)	-0.008*** (0.002)	-1.544*** (0.221)
常数项	-0.010 (0.015)	50.924*** (1.614)	-0.010 (0.015)	50.866*** (1.614)	-0.009 (0.015)	51.013*** (1.614)
观测值	31 544	31 544	31 544	31 544	31 544	31 544
$R^2$	0.245	0.288	0.245	0.288	0.245	0.288

## (二) 冗余资源和成本粘性的调节效应

大股东之间的博弈会影响冗余资源的配置, 企业通过这一博弈过程重新配置冗余资源, 将其转化为新的资源和能力, 辅助企业成本领先战略决策与实施, 提升企业价值 (戴维奇, 2012)。借鉴相关研究 (Wang et al., 2008), 本文以流动比率来测度组织冗余 (*Slack*)。资产变现随流动比率的提高而提高, 用以满足企业即时的资源需求。表 10 的列 (1) — 列 (3) 反映组织冗余的正向调节作用, 充分的组织冗余可以有效缓和研发和创新失败带来的竞争压力, 为多个大股东作出企业设备更新迭代的决策提供资源保障。组织冗余作为企业现实或潜在的资源缓冲, 可以帮助企业从容应对激烈的市场竞争环境 (Bourgeois, 1981), 进一步实现经营的规模效益和经济效益, 有助于多个大股东实施成本领先战略。

成本粘性体现了成本或费用随业务量变化而表现出的非对称性。本文运用 Weiss 模型来测算成本粘性，其计算公式如下：

$$Sticky_{i,t} = \ln\left(\frac{\Delta Fee}{\Delta Inc}_{i,a}\right) - \ln\left(\frac{\Delta Fee}{\Delta Inc}_{i,b}\right) \quad (4)$$

其中，*Sticky* 即成本粘性。 $\Delta Fee$  表示企业 *i* 的季度成本差；*a* 为企业一年中营业收入下降的最近季度；*b* 表示企业一年中营业收入上升的最近季度， $\Delta Inc$  是 *i* 企业的季度营业收入差。计算结果为负值，取绝对值作为该企业的成本粘性。绝对值越大，该企业的成本粘性越大。

在成本粘性的作用下，当企业面临业务量下降或更新设备的情况时，企业原来购进的固定资产和无形资产难以在短时间内变现，造成不必要的损失和费用，削弱企业的成本管理和控制。表 10 的列 (4) — 列 (6) 显示了成本粘性对多个大股东和成本领先战略关系的负向调节作用。由于成本粘性的存在，会抵消一部分战略实施的效果，使得大股东难以清楚知晓成本领先战略的效果，进而不利于多个大股东对成本领先战略的决策。

表 10 组织冗余和成本粘性的调节效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Multi</i>	0.262 (0.176)			0.667*** (0.203)		
<i>Multi</i> × <i>Slack</i>	0.135*** (0.037)					
<i>Lnlarge</i>		0.572*** (0.210)			1.023*** (0.252)	
<i>Lnlarge</i> × <i>Slack</i>		0.151*** (0.038)				
<i>Othertop1</i>			0.391** (0.191)			0.776*** (0.232)
<i>Othertop1</i> × <i>Slack</i>			0.116*** (0.030)			
<i>Multi</i> × <i>Sticky</i>				-0.421*** (0.163)		
<i>Lnlarge</i> × <i>Sticky</i>					-0.461** (0.201)	
<i>Othertop1</i> × <i>Sticky</i>						-0.361** (0.179)

表10(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Slack</i>	-0.212 *** (0.032)	-0.207 *** (0.031)	-0.183 *** (0.029)			
<i>Sticky</i>				-0.073 (0.107)	-0.100 (0.105)	-0.138 (0.099)
<i>Lscale</i>	0.008 (0.072)	0.005 (0.072)	0.003 (0.072)	0.190 ** (0.080)	0.185 ** (0.080)	0.186 ** (0.080)
<i>Lev</i>	-1.115 ** (0.483)	-1.114 ** (0.485)	-1.048 ** (0.488)	-0.449 (0.503)	-0.431 (0.503)	-0.433 (0.503)
<i>Roa</i>	5.506 *** (1.242)	5.417 *** (1.242)	5.496 *** (1.242)	0.918 (1.426)	0.913 (1.426)	0.929 (1.426)
<i>Duality</i>	-0.178 (0.205)	-0.156 (0.205)	-0.162 (0.205)	-0.114 (0.228)	-0.097 (0.228)	-0.102 (0.228)
<i>Indratio</i>	-3.747 *** (0.475)	-3.774 *** (0.475)	-3.771 *** (0.475)	-4.015 *** (0.518)	-4.025 *** (0.518)	-4.020 *** (0.518)
<i>Mt</i>	-0.388 *** (0.020)	-0.386 *** (0.020)	-0.387 *** (0.020)	-0.344 *** (0.021)	-0.343 *** (0.021)	-0.343 *** (0.021)
<i>Ownerratio</i>	0.012 ** (0.005)	0.02 ** (0.005)	0.012 ** (0.005)	0.007 (0.006)	0.007 (0.006)	0.007 (0.006)
<i>Herfindahl_10</i>	7.875 *** (0.847)	8.079 *** (0.848)	8.098 *** (0.853)	6.709 *** (0.933)	6.872 *** (0.933)	6.891 *** (0.938)
<i>Manratio</i>	4.113 *** (0.570)	3.917 *** (0.572)	4.029 *** (0.573)	0.861 (0.700)	0.680 (0.700)	0.757 (0.701)
<i>Instiratio</i>	-0.672 * (0.390)	-0.793 ** (0.390)	-0.656 * (0.387)	-1.243 *** (0.434)	-1.359 *** (0.433)	-1.263 *** (0.430)
<i>Soe</i>	-0.080 (0.187)	-0.065 (0.187)	-0.090 (0.187)	0.121 (0.201)	0.140 (0.201)	0.120 (0.201)
<i>Age</i>	-1.551 *** (0.222)	-1.531 *** (0.222)	-1.580 *** (0.221)	-1.578 *** (0.256)	-1.564 *** (0.256)	-1.592 *** (0.256)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制

表10(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	52.005*** (1.620)	51.960*** (1.620)	52.080*** (1.621)	47.440*** (1.803)	47.473*** (1.803)	47.569*** (1.802)
观测值	31 544	31 544	31 544	25 587	25 587	25 587
$R^2$	0.289	0.289	0.289	0.273	0.273	0.273

## 六、结论与启示

### (一) 研究结论

本文选取2007—2019年沪深A股上市企业为初始样本，实证检验多个大股东对企业成本领先战略决策的影响机制。研究结果显示，拥有多个大股东的企业更可能实施成本领先战略，在进行稳健性检验后，结论依然成立。董事会社会资本在多个大股东与成本领先战略之间发挥中介作用，董事会成员在本行业的兼职情况越多，越能促进企业选择成本领先战略。此外，组织冗余正向调节多个大股东与成本领先战略之间的关系，成本粘性负向调节多个大股东与成本领先战略之间的关系。

本文提供了新的研究角度以探索企业成本领先战略的选择与实施，并将竞争战略研究视角从企业外部因素和内部资源角度延伸到企业自身的治理结构，丰富了成本领先战略的影响因素与机制分析，为企业成本领先战略的制定和公司治理结构的完善提供借鉴。

### (二) 研究启示

根据研究结论，本文得到如下启示：第一，企业应综合考虑不同类型的股权结构对企业的影响，权衡不同组合的大股东给企业带来的成本和收益，并依此构建合理的股权结构。对于只有单一控股股东的企业可以通过尝试引入多个大股东来完善内部治理结构，优化资源配置，实施最优竞争战略，增强公司竞争力，提高企业绩效。但是，股权结构过于分散则可能弱化对管理层的监督，不利于企业合理决策。第二，针对政策制定者而言，应当重视多个大股东在公司治理中发挥的积极作用，引导并帮助企业引进适配的大股东，实现股权结构的多元化，构造完善的公司治理机制，更好地实现企业价值。第三，成本领先战略的决策与实施应当充分考虑企业内外部因素的制约作用，在股权制衡的组织中，资源得到充分利用，企业可以考虑选择和实施成本领先战略来增强企业竞争优势。第四，企业可以任命专业人员作为董事会成员。充分发挥董事的各项职能，监督管理者行为，为企业决策提供专业的指导意见和资源支持。此外，储备费用粘性低的冗余资源在一定程度上也能改善公司经营环境，减轻战略决策的压力。

## 参考文献:

- ARIKAN A M, STULZ R M, 2016. Corporate acquisitions, diversification and the firm's life cycle[J]. *Journal of Finance*, 71(1): 139-194.
- ATTIG N, GHOU S E, GUEDHAMI O, 2009. Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia[J]. *The Journal of Financial Research*, 32(4): 395-422.
- BEN-NASR H, BOUBAKER S, ROUATBI W, 2015. Ownership structure, control contestability and corporate debt maturity[J]. *Journal of Corporate Finance*, 35: 265-285.
- BOURGOIS L J, 1981. On the measurement of organizational slack[J]. *Academy of Management Review*, 6(1): 29-39.
- CIRILLO A, OSSORIO M, PENNACCHIO L, 2019. Family ownership and R&D investment: the moderating role of banks and private equity[J]. *Management Decision*, 57(7): 1675-1694.
- DESS G G, DAVIS P S, 1984. Porter's (1980) Generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance[J]. *Academy of Management Journal*, 27(3): 467-488.
- DUFWENBERG M, GNEEZY U, 2000. Price competition and market concentration: an experimental study[J]. *International Journal of Industrial Organization*, 18(1): 7-22.
- EDMANS A, MANSO G, 2010. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders[J]. *The Review of Financial Studies*, 24(7): 2395-2428.
- GOMES A, NOVAES W, 2006. Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms[Z]. PIER Working Paper, No. 277111.
- HAYNES K T, HILLMAN A, 2010. The effect of board capital and CEO power on strategic change[J]. *Strategic Management Journal*, 31(11): 1145-1163.
- JARA-BERTIN M, LOPEZ-ITURRIAGA F J, LOPEZ-DE-FORONDA O, 2008. The contest to the control in European family firms: how other shareholders affect firm value[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3): 146-159.
- JIANG F X, CAI W J, WANG X et al., 2018. Multiple large shareholders and corporate investment: evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 50: 66-83.
- MAURY B, PAJUSTE A, 2005. Multiple large shareholders and firm value[J]. *Journal of Banking & Finance*, 29(7): 1813-1834.
- MILLER D, 1988. Relating porter's business strategies to environment and structure: analysis and performance implications[J]. *Academy of Management Journal*, 31(2): 280-308.
- PAGANO M, ROELL A, 1998. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1): 187-225.
- PORTER M E, 1980. *Competitive strategy*[M]. New York: The Free Press.
- WANG H L, CHOI J, Li J T, 2008. Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance[J]. *Organization Science*, 19(1): 143-159.
- WARD P T, BICKFORD D J, LEONG G K, 1996. Configurations of manufacturing strategy, business strategy, environment and structure[J]. *Journal of management*, 22(4): 597-626.
- 戴维奇, 2012. 组织冗余、公司创业与成长: 解析不同冗余的异质影响[J]. *科学学与科学技术管理*, 33(6): 156-164.
- 翟胜宝, 聂小娟, 童丽静, 等, 2021. 竞争战略、企业生命周期和企业价值[J]. *系统工程理论与实践*, 41(4): 846-860.
- 段云, 王福胜, 王正位, 2011. 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*, 14(1): 54-64.
- 郭玉晶, 朱雅玲, 张映芹, 2020. 股权结构与上市公司技术创新效率研究——基于三阶段 DEA 与 Tobit 模型[J]. *技术经济*, 39(7): 128-139.

- 胡楠,邱芳娟,梁鹏,2020. 竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究[J]. 当代财经,41(9):138-148.
- 姜付秀,王运通,田园,等,2017. 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,33(12):61-74.
- 李健,陈传明,孙俊华,2012. 企业家政治关联、竞争战略选择与企业价值——基于上市公司动态面板数据的实证研究[J]. 南开管理评论,15(6):147-157.
- 林辉,朱珍珍,陈宝敏,2021. 创新驱动抑或低成本战略——基于融资结构与行业集中度视角的实证检验[J]. 中国经济问题,63(1):174-188.
- 刘昌华,田志龙,2021. 资产专用性对企业技术创新的影响:竞争战略的中介作用[J]. 科技管理研究,41(12):9-15.
- 罗宏,黄婉,2020. 多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J]. 管理世界,36(8):163-178.
- 平卫英,罗良清,张波,2020. 就业扶贫、增收效应与异质性分析——基于四川秦巴山区与藏区调研数据[J]. 数量经济技术经济研究,37(7):155-174.
- 盛明泉,余璐,汪顺,2021. “一带一路”倡议与企业竞争战略选择[J]. 国际经贸探索,37(12):55-73.
- 孙洪锋,刘嫦,杨茜雅,2019. 行业竞争度、管理者过度自信与公司战略差异度[J]. 财会月刊,39(18):115-123.
- 覃志刚,陈茂南,2020. 多个大股东与公司业绩——基于我国A股上市公司的经验[J]. 技术经济,39(6):89-98.
- 覃志刚,陈茂南,2020. 供应商集中、公司治理与企业价值——基于我国A股制造业上市公司数据[J]. 技术经济,39(5):163-171,183.
- 汤淑琴,李佳宾,李德平,2019. 工作经验体制属性、新企业战略与竞争优势——基于中国情境的实证研究[J]. 技术经济与管理研究,26(5):55-61.
- 田昆儒,田雪丰,2019. 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,33(12):119-128.
- 王化成,胡国柳,2005. 股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析[J]. 会计研究,26(8):56-62,96.
- 王美英,陈宋生,曾昌礼,等,2020. 混合所有制背景下多个大股东与风险承担研究[J]. 会计研究,41(2):117-132.
- 王运通,姜付秀,2017. 多个大股东能否降低公司债务融资成本[J]. 世界经济,40(10):119-143.
- 吴一丁,易紫薇,2021. 股权集中度与非金融企业金融化:代理成本的角色[J]. 工业技术经济,40(9):91-97.
- 吴育辉,吴世农,2011. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J]. 管理科学学报,14(8):34-44.
- 郑海元,李小盼,李桂花,2019. 竞争战略框架下薪酬激励与内部控制研究——基于高管权力的调节作用[J]. 财会通讯,40(9):76-80.
- 朱冰,张晓亮,郑晓佳,2018. 多个大股东与企业创新[J]. 管理世界,34(7):151-165.

## Governance Effect of Multiple Major Shareholders ——based on the Perspective of Cost Leadership Strategy

KONG Xiaoxu, NING Peipei

**Abstract:** The ownership structure of multiple major shareholders can alleviate the agency problem, affect the allocation of enterprise resources, and play an important role in the competitive strategy of enterprises. Chinese A-share listed companies from 2007 to 2019 was taken as research samples to investigate the impact of ownership structure of multiple major shareholders on cost leadership strategy and its mechanism. The results show that multiple major shareholders promote the decision and implementation of cost leadership strategy, and the conclusion is still valid after the robustness test. Board social capital plays a mediating role, slack resources positively moderate the relationship between multiple major shareholders and enterprise cost leadership strategy, and cost stickiness negatively

moderates the relationship between multiple major shareholders and enterprise cost leadership strategy. The research not only enriches the relevant literature on ownership structure and enterprise cost leadership strategy, but also contribute to a comprehensive understanding of corporate governance benefits of multiple major shareholders, which has strong enlightenment for improving corporate governance and optimizing competitive strategy in practice.

**Keywords:** multiple major shareholders; cost leadership strategy; board social capital; slack resources; cost stickiness

(责任编辑: 沈 娟)