

连锁股东对制造业企业财务指标影响的实证研究

柏鑫

南京信息工程大学管理工程学院, 江苏 南京

收稿日期: 2023年9月6日; 录用日期: 2023年11月29日; 发布日期: 2023年12月7日

摘要

连锁股东作为中国资本市场重要的参与者, 制造业企业因其所形成的信息和经济关联现象也越来越普遍, 但学术界对这一现象的研究仍相当匮乏。本文以2007~2021年A股上市制造业企业为研究对象, 实证检验连锁股东对制造业企业部分财务指标的影响。结果表明: 连锁股东对制造业企业的财务指标能带来显著的改善。本文不仅对全面认识连锁股东提供了帮助, 还对于决策部门针对性地制定制造业高质量发展相关政策提供了依据。

关键词

连锁股东, 制造业, 财务指标

An Empirical Study on the Impact of Interlocking Shareholders on Financial Indicators of Manufacturing Enterprises

Xin Bai

School of Management Science and Engineering, Nanjing University of Information Science & Technology, Nanjing Jiangsu

Received: Sep. 6th, 2023; accepted: Nov. 29th, 2023; published: Dec. 7th, 2023

Abstract

As an important participant in China's capital market, the phenomenon of information and eco-

conomic connection formed by interlocking shareholders is becoming more and more common in manufacturing enterprises, but the academic research on this phenomenon is still quite scarce. This paper takes A-share listed manufacturing enterprises from 2007 to 2021 as the research object, and empirically tests the impact of interlocking shareholders on some financial indicators of manufacturing enterprises. The results showed that the chain of shareholders to the manufacturing enterprise financial indicators can bring significant improvements. This paper not only helps to fully understand interlocking shareholders, but also provides a basis for policy-making departments to formulate relevant policies for the high-quality development of manufacturing industry.

Keywords

Interlocking Shareholders, Manufacturing Industry, Financial Indicators

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

制造业是实体经济的基础，实体经济是我国发展的本钱，党的二十大报告明确提出“要把制造业高质量发展作为构建现代化产业体系的关键环节，做实做优做强制造业，推动我国从‘制造大国’向‘制造强国’迈进”，制造业企业优秀的财务状况是其实现高质量发展的前提，也是推动我国从制造大国迈入制造强国的重要保障。同时持有多家企业的股权并在这些企业之间形成多种关联的股东被称为连锁股东(He and Huang, 2017) [1]，虽然连锁股东现象在资本市场中十分常见，截至 2019 年其在中国资本市场上的比例超过 14% (李世刚, 2021) [2]，而其在制造业企业中的比例超过 15.8%，但是相关的实证研究仍不全面。早期的研究主要通过相关模型论证连锁股东对企业社会责任的影响(衣凤鹏等, 2018) [3]。近年来，随着前人学者对数据的不断丰富和对分析方法的不断完善，连锁股东相关的实证文献开始出现(Azar *et al.*, 2018; Kang *et al.*, 2018) [4] [5]。目前学术界对于连锁股东的经济影响主要分为两类：一类是以公司治理的角度认为连锁股东因其具有的信息和资源优势，在企业的创新、合作、融资、治理等方面起到协同效应(Kang *et al.*, 2018; Freeman, 2018) [5] [6]；另一部分文献则认为连锁股东会在同行业中形成垄断使关联企业在市场上形成合谋倾向，进而降低市场的竞争程度，使得企业在创新方面产生懈怠，并使市场价格紊乱(Azar *et al.*, 2018) [4]。简而言之，学术界关于连锁股东对企业发展带来的影响还未统一，这一方面要求学术界对连锁股东可能造成的经济影响做更加细致的检验，另一方面需要更多的研究成果为完善连锁股东对企业发展的影响提供实证支持。制造业企业的财务指标是制造业企业健康快速发展的重要一环，如何改善制造业企业财务报表一直是学术界和实务界共同关注的重要话题。连锁股东作为同行业不同企业间形成关联的节点，是同行业企业进行信息和经济交流的重要纽带，可能对企业的财务指标造成重要影响(杨兴全和赵锐, 2022) [7]。因此，本文以 2007~2021 年 A 股上市制造业企业为研究对象，考察连锁股东与制造业企业财务指标之间的影响。研究发现连锁股东与制造业企业财务指标具有显著正向关系，连锁股东能显著改善制造业企业的财务指标。本文的贡献体现在两方面：第一，为连锁股东带来的经济效益提供制造业企业财务方面的经验证据。第二，为中国制造业进行高质量发展途径提供了理论支撑和经验证据。

2. 文献回顾与研究假设

2.1. 基于连锁股东的影响

连锁股东往往会因为过于看重投资组合利益导致合谋舞弊的现象发生(Cheng *et al.*, 2022; Schmalz, 2018) [8] [9], 从而加剧制造业企业内部大股东掏空行为使得这些企业的财务指标下降(潘越和汤旭东, 2020) [10], 因为连锁股东的过度监督, 管理层在平时决策时往往会选择更保守的方案, 进而削弱了管理层进取的意愿, 导致其做出的决策错过企业眼下遇到的潜在机遇, 并最终降低企业的投资效率不利于企业更进一步的发展(Robert *et al.*, 1996) [11]。还有研究发现连锁股东为了实现其投资组合价值最大化的目标, 可能裁减长期必要但短期收益率较低的投资项目, 从而造成企业投资不足, 导致企业财务指标恶化(潘越和汤旭东, 2020) [10]。除此之外, 连锁股东的合谋行为还会导致市场缺乏竞争, 降低制造业企业争取投资的敏感性和积极性, 从而导致整个制造业行业的财务指标恶化(朱冰和张晓亮, 2018) [12]。

由于连锁股东持有同行业公司的股权, 能够同时接触到来自不同企业的管理信息和发展经验(He and Huang, 2019) [13], 从而其持股的企业可以学习其他拥有优秀财务状况企业的各方面措施并结合自身财务情况和实际条件进行调整从而提升财务指标(罗栋梁和孟永, 2023) [14]。连锁股东还可以通过股东大会罢免不称职的管理人员和加强对财务信息监督的手段缓解企业间存在的代理问题, 随着代理问题的缓解管理层会更乐意投资有助于提升企业财务指标的项目。除此之外, 连锁股东还有利于企业更好地把握投资机会, 帮助企业及时调整投资策略, 在企业投资的过程中, 管理者所制定的决策正确与否很大程度上取决于其掌握的市场信息是否及时于正确(杨德明和毕建琴, 2019) [15]。连锁股东可以因为信息优势, 及时提醒甚至直接干预企业高管的投资行为, 避免企业错过优质投资项目, 继而改善企业的财务指标。即使连锁股东没能够在高管做出错误决策之前提前干预决策, 连锁股东还能通过其强大的资源调配能力来弱化管理层投资失策导致企业财务指标发生消极变动的的影响, 其通过协调企业合作过程中的利益分配, 稳定财务指标发生消极变动的企业并提升其持股企业间的战略合作, 吸引其他公司投资者来投资该企业, 进而改善企业的财务指标(杜善重和马连福, 2022) [16]。

2.2. 连锁股东对影响制造业企业财务指标的作用机制

连锁股东给制造业企业带来的信息优势可以促进制造业企业更全面的了解行业战略以及缩小与其他企业之间的信息不对称性, 另一方面, 连锁股东对制造业企业的这种信息和监督效应也可以有效地抑制管理层的短视和自利行为, 为制造业企业作出更好的财务规划以改善财务指标创造良好的条件。

综上所述, 提出如下假设:

假设 1: 连锁股东会影响制造业企业财务指标, 加快或降低制造业企业的发展。

假设 2: 连锁股东会通过影响企业信息不对称来影响企业财务指标。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选取 2007~2021 年中国全部 A 股上市制造业企业为研究样本, 并按如下原则对样本进行筛选: 1) 剔除金融行业样本; 2) 剔除 ST 和*ST 样本; 3) 剔除上市不满一年和已退市的样本; 4) 剔除主要变量缺失的样本, 最终得到 22,743 个企业年度数据。本文用到的变量数据主要来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。为排除极端值干扰, 本文对所有连续变量在 1% 水平进行缩尾处理。

3.2. 变量定义

1) 被解释变量: 本文选取以下常见的企业财务指标(Y)来测度企业的整体财务水准: 公司规模(Size)、

资产负债率(Lev)、总资产报酬率(Roa)、流动比率(Liquid)、营业收入同比增长率(Growth)、现金流比率(Cashflow)。

2) 核心解释变量：连锁股东(CrossDum)。参照已有文献(潘越, 2020) [10], 本文使用有无连锁股东持股来作为自变量。连锁股东是指是本公司也是同行业公司的大股东, 此处大股东是指每季度持股比例均高于 5% 的股东, 以 5% 为界是因为现有研究及相关法规条例认为持股比例高于 5% 的股东对公司的经营管理会产生重大影响。

3) 控制变量：借鉴相关研究, 本文还控制了可能影响企业财务指标的其他因素如：公司年龄(ListAge)、独立董事比例(InBoard)、是否两职合一(Dual)、第一大股东持股比例(Top1)。本文主要变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	Size	公司规模	年总资产的自然对数
	Lev	资产负债率	总负债/总资产
	Roa	总资产报酬率	净利润/总资产
	Liquid	流动比率	流动资产/流动负债
	Growth	营业收入同比增长率	(当期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	Cashflow	现金流比率	经营活动产生的现金流量/总资产
核心解释变量	CrossDum	有无连锁股东	有无连锁股东持有该上市公司股票
	ListAge	公司年龄	Ln (year - 公司上市年份 + 1)
控制变量	InBoard	独立董事比例	独立董事/董事总人数
	Dual	是否两职合一	总经理和董事长两职合一
	Top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股总数/总股数

3.3 模型设定

本研究建立如下回归模型以检验假设 1:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CrossDum}_{it} + \text{Controls} + \varepsilon_{it}$$

式中, α_0 表示常数项; α_1 表示系数; Controls 表示控制变量; ε 表示残差项。若 α_1 显著为正, 表明连锁股东和该指标呈正相关关系; 若 α_1 显著为负, 表明连锁股东和该指标呈正相关关系, 应对结果进行分析得出假设 1 的正确性。

4. 实证结果分析

4.1. 描述性统计

本文对主要变量做了描述性统计, 见表 2 所示。制造业企业的: 公司规模均值为 21.97, 标准差为

1.170, 最大值为 26.45, 最小值为 19.32, 资产负债率均值为 0.406, 标准差为 0.193, 最大值为 0.908, 最小值为 0.0274, 总资产报酬率均值为 0.0444, 标准差为 0.0652, 最大值为 0.257, 最小值为-0.373, 流动比率均值为 2.521, 标准差为 2.624, 最大值为 35.5, 最小值为 0.236, 营业收入同比增长率均值为 0.181, 标准差为 0.394, 最大值为 4.124, 最小值为-0.658, 现金流比率均值为 0.0494, 标准差为 0.0677, 最大值为 0.282, 最小值为-0.222, 这表明制造业中各企业财务指标差异较大。连锁股东虚拟变量的平均值为 0.158, 这说明目前我国连锁股东持股现象在制造业中还不是很普遍。此外, 控制变量的统计结果与现有文献结论基本一致, 在此就不赘述。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Size	22,743	21.97	1.170	19.32	26.45
Lev	22,743	0.406	0.193	0.0274	0.908
Roa	22,743	0.0444	0.0652	-0.373	0.257
Liquid	22,743	2.521	2.624	0.236	35.50
Growth	22,743	0.181	0.394	-0.658	4.124
Cashflow	22,743	0.0494	0.0677	-0.223	0.282
CrossDum	22,743	0.158	0.365	0	1
ListAge	22,743	2.050	0.787	0	3.367
InBoard	22,743	37.40	5.349	25	60
Dual	22,743	0.291	0.454	0	1
Top1	22,743	33.85	14.14	8.087	75.84

4.2. 基准回归

本文采用 GLS 最小二乘法回归的方式, 来分析连锁股东与制造业企业常见财务指标之间的关系, 二者之间的基准回归结果见表 3。

从表中第(1)列可以看出在制造业企业中: 公司规模和连锁股东之间为显著的正相关关系, 其系数为 0.6616, 在 1% 水平上显著, 即连锁股东会对制造业企业年资产带来正向影响, 会加快企业经营规模扩张的速度, 提高企业的利润, 对财务指标起到了改善效果。

从第(2)列的回归结果可以看出, 资产负债率和连锁股东的系数为 0.0239, 在 1% 水平上显著为正相关, 即连锁股东会提高制造业企业的资产负债率, 这意味着在连锁股东的管理下企业的资本利润率会快速上升且超过企业的借款利息率, 所以企业才会提高负债比率, 即连锁股东可以提高企业的资本利润率, 对财务指标起到了改善效果。

从第(3)列的回归结果可以看出, 总资产报酬率和连锁股东的系数为 0.006, 在 1% 水平上显著为正相关, 即连锁股东会提高制造业企业的总资产报酬率, 这意味着连锁股东会提高企业资产利用效率提高并创造出更高的净利润, 即连锁股东可以增加公司的盈利能力, 对财务指标起到了改善效果。

从第(4)列和第(6)列的回归结果可以看出,流动比率和连锁股东的系数为-0.1196,在1%水平上显著为负相关,即连锁股东会提降低制造业企业的流动比率,但是现金流比率和连锁股东的系数为0.0036,在1%水平上显著为正相关,即连锁股东会提高制造业企业的现金流比率。对比两列结果可知连锁股东可以给企业带来更多的优质投资机会使得企业资金配置更加合理,将存货等资产转化为流动性最强的可用的现金,即连锁股东可以优化公司资产比例,对财务指标起到了改善效果。

从第(5)列的回归结果可以看出,营业收入同比增长率和连锁股东的系数为0.0162,在5%水平上显著为正相关,即连锁股东会提高制造业企业的营业收入同比增长率,这意味着连锁股东会提升企业主营业务的竞争力,企业的主营业务产品被更多市场接受,即连锁股东可以增加公司的管理能力和营运能力,对财务指标起到了改善效果。

此处基本上验证了本文的假设1,即连锁股东会改善制造业企业财务指标,加快制造业企业的发展。

Table 3. GLS regression results
表 3. 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Size	Lev	Roa	Liquid	Growth	Cashflow
CrossDum	0.6616*** (0.0233)	0.0239*** (0.0033)	0.0060*** (0.0012)	-0.1196*** (0.0393)	0.0162** (0.0071)	0.0036*** (0.0013)
ListAge	0.5835*** (0.0093)	0.0848*** (0.0016)	-0.0159*** (0.0005)	-0.9918*** (0.0281)	-0.0321*** (0.0034)	0.0011* (0.0006)
InBoard	0.0030** (0.0014)	-0.0005** (0.0002)	-0.0004*** (0.0001)	0.0004 (0.0030)	0.0003 (0.0005)	-0.0001 (0.0001)
Dual	-0.0647*** (0.0150)	-0.0175*** (0.0027)	0.0002 (0.0010)	0.2118*** (0.0426)	0.0078 (0.0058)	-0.0005 (0.0010)
Top1	0.0128*** (0.0005)	0.0007*** (0.0001)	0.0005*** (0.00003)	-0.0048*** (0.0011)	0.0005** (0.0002)	0.0004*** (0.00003)
R2	0.2381	0.1801	0.0533	0.0957	0.0051	0.06745

注:括号内为t值,*、**、***分别表示在0.1、0.05、0.01的水平上显著。

5. 机制检验

信息不对称的中介检验

本文参考于蔚等(2012) [17]的类似文献构建信息不对称性(Asy)为中介变量的中介模型:

$$Asy_{it} = \beta_0 + \beta_1 CrossDum_{it} + Controls + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Asy_{it} + \gamma_2 CrossDum_{it} + Controls + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

由见表4列1~列7可知,企业信息不对称性在连锁股东改善制造业企业财务指标中发挥了重要的中介作用,验证了本文的假设2。

Table 4. Test of action mechanism
表 4. 作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Asy	Size	Lev	Roa	Liquid	Growth	Cashflow
CrossDum	-0.1774*** (0.0055)	0.2833*** (0.0154)	0.0232*** (0.0034)	-0.0057*** (0.0011)	-0.3171*** (0.0484)	-0.0075*** (0.0072)	-0.0044*** (0.0012)
Asy		-1.9371*** (0.0184)	-0.0234*** (0.0040)	-0.0627*** (0.0014)	0.6576*** (0.0561)	-0.1275*** (0.0086)	-0.0411*** (0.0015)
控制变量	Yes						
年份 fe	Yes						
样本量	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742
R ²	0.2864	0.5123	0.1577	0.3328	0.0400	0.0532	0.0651

注：括号内为 t 值，*、**、*** 分别表示在 0.1、0.05、0.01 的水平上显著。

6. 结论与政策建议

近年来，中国资本市场内连锁股东相互缔结进行经济等方面交互的现象越来越普遍，但是相关研究脚步落后于连锁股东发展进度，对于连锁股东的研究并未完全充分。本文基于制造业企业财务指标视角，探讨了连锁股东对制造业企业经济发展的影响，结果表明：连锁股东会改善制造业企业财务指标，加快制造业企业的发展。本文研究有助于深入剖析连锁股东的作用效果，为制造业实现高质量发展具有一定启示和借鉴作用：连锁股东作为企业间股东缔结的主要方式，能为企业带来丰厚的资源、知识和经验，制造业企业应当积极利用连锁股东为企业带来的治理优势以改善自身财务指标，进而加快发展速度。

基于上述研究发现，本文提出三点政策建议：第一，制造业企业要全面认识连锁股东所起到的治理作用，发挥连锁股东的在经济、信息、监督等方面的优势，连锁股东们也应该积极利用自身优势帮助制造业企业建立竞争优势的长效机制，积极响应国家“创新是引领发展的第一动力，坚持创新发展”的号召，积极推动创新发展等方式，帮助制造业企业在新时代中国经济建设中能够坚定不移走高质量发展之路。第二，制造业企业应积极响应“一带一路”战略，逐步推动产业对外转移，优化对外开放格局，在新一轮的政策红利中把握企业发展的新机遇。目前，中国制造业存在高能耗高污染、产业结构不合理以及缺乏核心技术等现实问题，特别是近年来国际市场整体需求量急剧下降，虽然不断在扩大国内内需，但一部分中国制造业企业的出口贸易还是受到影响，导致国内制造业企业进行恶性竞争。不过在这个挑战与机遇并存的时代，自党的十八大以来，越来越多的国家和地区加入中国提出的“一带一路”倡议，为中国制造业企业提供了大量的海外投资机会；在党的二十大报告中提出我国企业应当以扩大制度性开放作为自身的立脚点，企业大胆走出去也为中国制造业企业融入世界舞台提供了发展契机。第三，政府部门应加大对连锁股东的监管，防止其形成垄断，着力建设公平、自由的市场竞争环境。目前，中国经济已由高速发展阶段转向高质量发展阶段，各产业转型升级已经迫在眉睫，连锁股东会一定程度上形成地域市场，使得企业在创新方面产生懈怠不利于实现经济高质量发展，除此之外，监管部门要帮助上市制造业企业积极引入连锁股东优化财务指标，实现产业可持续发展实现企业与社会资本共赢。综上所述，本文以中国制造业企业为研究对象，深入探索连锁股东对于制造业企业财务指标的影响，并得出一些有

价值的研究结论和政策建议。与此同时本文也存在一些缺憾：文中的连锁股东仅限于上市公司可查询到的前十大股东，因为未上市公司信息披露的局限性，并不知道其是否持有未上市公司的股份。

参考文献

- [1] He, J. and Huang, J. (2017) Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *The Review of Financial Studies*, **30**, 2674-2718. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>
- [2] 李世刚. 连锁股东与高管契约有效性[J]. 当代财经, 2021(11): 89-100.
- [3] 衣凤鹏, 徐二明, 张晗. 股权集中度与领导结构对连锁董事与企业社会责任关系的调节作用研究[J]. 管理学报, 2018, 15(9): 1359-1369.
- [4] Azar, J., Schmalz, M.C. and Tecu, I. (2018) Anticompetitive Effects of Common Ownership. *Journal of Finance*, **73**, 1513-1565. <https://doi.org/10.1111/jofi.12698>
- [5] Kang, J.K., Luo, J. and Na, H.S. (2018) Are Institutional Investors with Multiple Blockholdings Effective Monitors. *Journal of Financial Economics*, **128**, 576-602. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.005>
- [6] Edmans, A., Levit, D. and Reilly, D. (2019) Governance under Common Ownership. *The Review of Financial Studies*, **32**, 2673-2719. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy108>
- [7] 杨兴全, 赵锐. 连锁股东如何影响企业现金持有? [J]. 会计与经济研究, 2022, 36(2): 3-21.
- [8] Cheng, X., Wang, H. and Wang, X.J. (2022) Common Institutional Ownership and Corporate Social Responsibility. *Journal of Banking and Finance*, **136**, Article ID: 106218. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106218>
- [9] Schmalz, M.C. and Economics, A. (2018) Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct. *Annual Review of Financial Economics*, **10**, 413-448. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110217-022747>
- [10] 潘越, 汤旭东, 宁博, 杨玲玲. 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): 136-164.
- [11] Hansen, R.G. and Lott Jr., J.R. (1996) Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **31**, 43-68. <https://doi.org/10.2307/2331386>
- [12] 朱冰, 张晓亮, 郑晓佳. 多个大股东与企业创新[J]. 管理世界, 2018, 34(7): 151-165.
- [13] He, J., Huang, J. and Zhao, S. (2019) Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross-Ownership. *Journal of Financial Economics*, **134**, 400-418. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.019>
- [14] 罗栋梁, 孟永涛, 刘春燕, 苗连琦. 连锁股东持股背景下企业绩效的社群效应分析[J]. 经济管理, 2023, 45(7): 154-172.
- [15] 杨德明, 毕建琴. “互联网+”、企业家对外投资与公司估值[J]. 中国工业经济, 2019(6): 136-153.
- [16] 杜善重, 马连福. 连锁股东对企业风险承担的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(1): 27-35.
- [17] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, 47(9): 125-139.