

集团控制、股东代理成本与公司绩效实证研究 ——以旅游上市公司为例

孙万欣^{1 2}

(1. 浙江省文化和旅游发展研究院 浙江 杭州 311231;

2. 浙江旅游职业学院 工商管理学院 浙江 杭州 311231)

摘要: 选择在沪深交易所挂牌上市的旅游业上市公司为研究样本,采用混合面板分析,实证检验集团控制下股东代理成本与公司绩效关系,实证结果表明:集团控制股权集中度越高,股东代理成本越低。其中,国有集团控制比民营集团控制具有更低的股东代理成本。集团控制大股东对其控制的旅游上市公司表现出支持作用。集团控制旅游上市公司股权制衡度越高,股东代理成本越低。集团控制旅游上市公司独立董事比例越高,股东代理成本越低。集团控制旅游上市公司债务比例越高,股东代理成本越低。集团控制旅游上市公司股权集中度越高,公司绩效越好。

关键词: 集团控制; 股东代理成本; 公司绩效

中图分类号: F590.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2021)06-0057-13

一、引言

集团控制在我国是普遍存在的一种公司制度安排(徐虹等 2018^[1]; 武常岐和钱婷 2011^[2]; Claessens, S. & B. B. Yurtoglu 2012^[3])。约有60%以上的上市公司附属于企业集团(郑国坚和曹雪妮 2012)^[4],该种治理安排具有掏空(Tunneling/Parasites) 和支持(Propping/Paragons) 的两面性,一方面,集团控股股东对私有利益的追逐具有掏空其控制子公司的天然掠夺性(Friedman & Johnson 2003)^[5],另一方面,考虑到整个集团的可持续发展、利益最大化以及经济周期变化,利用整个集团网络,集团控股股东对其控制子公司又有支持和利益输送行为。同时,根据集团控制最终控制人性质不同,可分为国有集团控制、民营集团控制,国有集团控制进一步可分为中央国有集团控制和地方国有集团控制,由于控制人性质不同,控股股东有着不同的战略取向、资源禀赋以及组织性格(王斌 2011)^[6]。

我国旅游集团的发端源于旅游需求迅速增长的市场基础,行政主导整合是旅游集团的制度支持,国际竞争加剧是旅游业自发联合的外部动力,技术变革催生了旅游业态演化和新型旅游集团,价值链升级的商业逻辑是旅游集团横向和纵向联合的内在动力。当前,我国旅游上市公司几乎全部属于集团控制型上市公司,并且以国有集团控制为主。因此,从公司治理视角探析旅游集团的集团控制、股东代理与公司绩效之间的关系,为旅游公司的政策支持寻找制度和理论依据,对恢复和振兴旅游业,具有一定的现实意义。本文关注的问题是:(1) 集团大股东对其控制的旅游上市公司是掏空还是支持效应,治理机制对集团控制股东代理问题的约束效应是否有效?(2) 集团控制旅游上市公司的大股东控制是损害还是提升了公司业绩?

收稿日期: 2020-11-20

基金项目: 国家社会科学基金艺术学项目“线上线下融合的乡村文化旅游模式及实现路径研究”(20BH156); 省软科学项目“浙江文旅产业科技创新能力的时空演化与提升路径研究”(2021C35051); 浙江旅游职业学院院级重点科研项目(2017ZD04); 院级高层次培育课题(2020GCC05)

作者简介: 孙万欣(1974-),男,河南汝州人,博士,副教授,研究方向为公司财务与旅游经济。

基于此,以沪深 A 股 2011—2019 年旅游上市公司为研究样本,实证检验集团控制旅游上市公司内部治理机制对股东代理成本约束的有效性以及集团控制对公司绩效的影响。

本文可能的贡献:(1)进一步丰富集团附属公司治理的研究文献。分析集团控制上市公司治理机制对控股股东代理成本的约束效应,进而考虑产权性质异质性,揭示集团控制不同属性以及治理机制对股东代理成本约束的差异,拓展股东代理成本文献的广度与深度。(2)揭示集团控制大股东对其附属上市公司绩效的影响,探析集团大股东控制对上市公司具有寄生效应还是典范效应,为代理理论与公司治理改革研究提供新的证据,对旅游上市公司治理制度改革发展具有重要的理论与现实意义。

二、文献综述与假设提出

从交易成本与新制度经济学视角,治理机制就是一系列组织制度安排,其主旨在于降低交易成本,提高组织效率(Farmer & Winter 2012)^[7]。从公司边界划分,考虑利益相关者,治理机制分为内部治理机制和外部治理机制,其中内部治理机制主要包括股权制衡、董事会监督、管理层激励、债务人监督等,外部治理机制主要包括接管、产品市场、声誉机制等(杨松武 2008^[8];袁春生等 2020^[9])。

欧美等西方资本主义国家,资本市场比较完善,集团类型主要以独立多分部的 M 型为主,新兴经济体集团组织形式多以控股 H 型为主,前者股权比较分散,后者股权则十分集中,因此,在西方的公司治理中,比较关注第一类代理成本,即如何限制经理的代理成本,而在中国为代表的新型经济体,则比较关注第二类代理成本问题,即如何限制控股大股东,保护中小股东的利益,避免大股东对中小股东的利益侵占,进而影响集团控制子公司的公司绩效(Locorotondo et al. 2012^[10];LLSV 2002^[11],2000^[12],1999^[13],1999^[14])。

(一) 集团控制、内部治理机制和股东代理成本

我国集团控制上市公司,股权集中度普遍较高,属于典型的一股独大现象,所以存在大股东与中小股东的代理问题并且受到高度关注(吴育辉和吴世农 2011^[15];Jiang & Kim 2015^[16];Jiang & Kim 2020^[17])。考虑股权异质性,民营集团控股主要由实际控制人或家族负责经营,代理问题主要存在于控股股东与中小股东之间单一的股东代理问题,民营集团的股东代理成本往往会比国有集团控制上市公司的更大;而国有集团控制上市公司,由于控制人缺位、预算软约束和行政干预,存在双重代理问题。

集团控制控股股东对上市公司具有掏空作用,股权性质不同,掏空的程度也不相同,集团控制的掏空现象高于独立上市公司,国有集团高于非国有集团,第一大股东持股比例与占用上市公司资金呈现倒 U 型结构,股权制衡对第一大股东的掏空具有制约作用(李增泉等 2004)^[18]。

由于我国集团控制旅游上市公司以国有为主,同时,旅游业主要是增进民生福祉的幸福产业,公司业绩长期不佳(周春波 2018)^[19],集团控制大股东对上市公司更多的是支持作用而非掏空手段。因此,有关集团控制下对大股东代理成本的效应方面,提出如下假设:

假设 1:集团控制股权集中度越高,股东代理成本越低。

假设 2:集团控制股权制衡度越高,股东代理成本越低。

证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等相关文件有关独立董事制度的功能之一,便是抑制大股东对上市公司的掏空行为。如果独立董事制度能够在内部治理中发挥作用,随着独立董事在董事会当中比例的增加,可以减少控股股东的掏空行为。已有研究表明独立董事可以抑制控股股东的掏空行为(叶康涛等 2007)^[20]。另外,在管理层持股比例与大股东掏空的关系方面,随着高管持股比例的增加,管理层的利益与股东利益趋于一致,因此,高管持股可以起到和独立董事类似的监督作用,可以制衡控股股东的掏空行为。基于董事会机制的有效性分析,提出如下假设:

假设 3:独立董事比例越高,集团控制股东代理成本会越低。

债务治理可以抑制代理成本(熊艳和李常青 2011)^[21],集团控制形成内部资本市场,由于关联担保作用,集团控制上市公司容易产生过度负债问题(李世辉等 2017)^[22],进而影响公司业绩。基于债务机制的有效性,提出如下假设:

假设 4:债务比例越高,集团控制股东代理成本越低。

(二) 股东代理成本和公司绩效

股东代理对公司业绩影响方面, Bertrand 和 Mehta 等对印度 1989—1999 年期间公司的实证研究发现, 集团控制倾向于将利润从现金流权低的公司转移到现金流权高的公司(Bertrand et al. 2002)^[23], 进而影响集团控制上市公司的利润。Liu & Lu 通过对中国上市公司 1999—2005 年的实证研究发现, 较高治理水平的上市公司相比较低公司治理水平的上市公司有着较低的盈余管理, 并且控股股东和中小股东之间的代理问题是中国上市公司盈余管理的主要原因(Liu & Lu 2007)^[24]。

集团控制下的高度股权集中引起的股东代理成本具有行业异质性, 考虑旅游行业特殊性, 我国旅游业源于对外接待属性和政府主导整合等因素, 旅游集团以国有控股为主(刘静艳和陈阁芝 2012^[25]; 张大鹏等, 2019^[26])。政府部门主导旅游资源配置, 拥有旅游资源的所有权、开发权和行政审批权, 因此集团控制股权集中度越高, 公司绩效越好(张大鹏等 2019^[26]; 拓中和曲洪建 2016^[27])。

综上, 关于集团控制旅游上市公司与公司绩效关系, 提出以下假设:

假设 5: 集团控制上市公司股权集中度越高, 公司绩效越好。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到数据的可获得性, 以旅游上市公司为研究样本, 在证监会 2001 年行业划分基础上, 选择 K 类中的 K30、K32 和 K34。为了便于分组比较分析, 根据旅游上市公司的主营业务分布, 对旅游上市公司进行了重分类, 分为景区类、酒店类和综合类(张大鹏等 2019^[26]; 周春波 2018^[19]; 周春梅和张成心 2014^[28]; 张红和张春晖 2012^[29]; 刘海英和王素洁 2007^[30])。选择 2011—2019 年在沪、深交易所挂牌上市的公司, 剔除期间已经退市的上市公司, 再剔除数据严重不足的样本公司, 因为数据缺乏对结论的有效性影响严重。但对于个别年度数据缺失的样本, 通过巨潮资讯网下载旅游上市公司财务报告, 手工计算进行补充, 保持样本数据完整性。

集团控制及其性质的界定。如果上市公司实际控制人或第一大股东为集团公司或实际上充当集团公司职能的公司, 则认为上市公司由集团控制。但是, 第一大股东若为各级国有资产监督管理委员会、国有资产经营公司、财政局、其他政府机构或其他自身不从事任何实业经营、只从事投资控股业务的公司或个人, 则属于非集团控股公司。同时, 根据实际控制人的性质判断是国有还是民营, 进一步将国有性质具体分为中央国有和地方国有(计方和刘星 2014^[31]; 李世辉等 2017^[22]; 徐虹等 2018^[1]; 汪玉兰等 2020^[32])。

旅游业上市公司共 34 家, 众信旅游、长白山、九华旅游、横店影视、天目湖这 5 家上市时间晚于 2011 年, 000033 新都于 2017 年 7 月退市, 600832 东方明珠于 2015 年 5 月被百视通吸收合并已摘牌, 因此这 7 家上市公司并没包括在分析样本之中。

根据上述步骤, 最终得到 27 家上市公司 2011—2019 年 243 个观测值, 构成平行面板数据。本研究数据收集整理采用 EXCEL 软件, 描述性统计和回归分析采用 STATA15.0 统计软件。

表 1 旅游上市公司上市时期与类型

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | 行业代码 | 重分类 |
|----|--------|-------|------------|-------|-----|
| 1 | 000069 | 华侨城 A | 1997-09-10 | K34 | 景区类 |
| 2 | 000428 | 华天酒店 | 1996-08-08 | K32 | 酒店类 |
| 3 | 000430 | 张家界 | 1996-08-29 | K34 | 景区类 |
| 4 | 000524 | 岭南控股 | 1993-11-18 | K32 | 酒店类 |
| 5 | 000610 | 西安旅游 | 1996-09-26 | K34 | 综合类 |
| 6 | 000613 | 大东海 A | 1997-01-28 | K32 | 酒店类 |
| 7 | 000721 | 西安饮食 | 1997-04-30 | K30 | 酒店类 |
| 8 | 000796 | 凯撒旅业 | 1997-07-03 | C0399 | 综合类 |
| 9 | 000802 | 北京文化 | 1998-01-08 | K34 | 综合类 |
| 10 | 000888 | 峨眉山 A | 1997-10-21 | K34 | 景区类 |

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | 行业代码 | 重分类 |
|----|--------|-------|------------|------|-----|
| 11 | 000978 | 桂林旅游 | 2000-05-18 | K34 | 景区类 |
| 12 | 002033 | 丽江股份 | 2004-08-25 | K34 | 综合类 |
| 13 | 002059 | 云南旅游 | 2006-08-10 | K34 | 景区类 |
| 14 | 002159 | 三特索道 | 2007-08-17 | K34 | 景区类 |
| 15 | 002186 | 全聚德 | 2007-11-20 | K30 | 酒店类 |
| 16 | 002306 | ST 云网 | 2009-11-11 | K30 | 酒店类 |
| 17 | 300144 | 宋城演艺 | 2010-12-09 | K34 | 景区类 |
| 18 | 300178 | 腾邦国际 | 2011-02-15 | K34 | 综合类 |
| 19 | 600054 | 黄山旅游 | 1997-05-06 | K34 | 景区类 |
| 20 | 600138 | 中青旅 | 1997-12-03 | K34 | 综合类 |
| 21 | 600258 | 首旅酒店 | 2000-06-01 | K32 | 酒店类 |
| 22 | 600593 | 大连圣亚 | 2002-07-11 | K34 | 景区类 |
| 23 | 600706 | 曲江文旅 | 1996-05-16 | K34 | 综合类 |
| 24 | 600749 | 西藏旅游 | 1996-10-15 | K34 | 综合类 |
| 25 | 600754 | 锦江酒店 | 1996-10-11 | K32 | 酒店类 |
| 26 | 601007 | 金陵饭店 | 2007-04-06 | K32 | 酒店类 |
| 27 | 601888 | 中国中免 | 2009-10-15 | K34 | 综合类 |

表2 旅游上市公司控制类型与股权性质

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 第一大控股股东 | 实际控制人名称 | 股权性质 |
|----|--------|---------|----------------------|----------------|------|
| 1 | 000069 | 华侨城 A | 华侨城集团有限公司 | 国务院国资委 | 中央国有 |
| 2 | 000428 | 华天酒店 | 华天实业控股集团有限公司 | 湖南省国资委 | 地方国有 |
| 3 | 000430 | 张家界 | 张家界市经济发展投资集团有限公司 | 张家界市国资委 | 地方国有 |
| 4 | 000524 | 岭南控股 | 广州岭南国际企业集团有限公司 | 广州市国资委 | 地方国有 |
| 5 | 000610 | 西安旅游 | 西安旅游集团有限责任公司 | 西安市国资委 | 地方国有 |
| 6 | 000613 | 大东海 A | 罗牛山股份有限公司 | 徐自力 | 民营 |
| 7 | 000721 | 西安饮食 | 西安旅游集团有限责任公司 | 西安市国资委 | 地方国有 |
| 8 | 000796 | 凯撒旅游 | 海航旅游集团有限公司 | 海南省慈善公益基金会 | 民营 |
| 9 | 000802 | 北京文化 | 中国华力控股集团有限公司 | 丁芬, 丁明山 | 民营 |
| 10 | 000888 | 峨眉山 A | 四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司 | 峨眉山风景名胜区管理委员会 | 地方国有 |
| 11 | 000978 | 桂林旅游 | 桂林航空旅游集团有限公司 | 桂林市人民政府 | 地方国有 |
| 12 | 002033 | 丽江旅游 | 丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司 | 张松山 | 民营 |
| 13 | 002059 | 云南旅游 | 云南世博旅游控股集团有限公司 | 国务院国资委 | 中央国有 |
| 14 | 002159 | 三特索道 | 武汉当代科技产业集团股份有限公司 | 武汉当代科技投资有限公司 | 民营 |
| 15 | 002186 | 全聚德 | 北京首都旅游集团有限责任公司 | 北京市国资委 | 地方国有 |
| 16 | 002306 | * ST 云网 | 上海臻禧企业管理咨询合伙企业(有限合伙) | 陈继, 高雪娟, 孙湘君 | 民营 |
| 17 | 300144 | 宋城演艺 | 杭州宋城集团控股有限公司 | 黄巧灵, 黄巧龙, 刘萍 | 民营 |
| 18 | 300178 | 腾邦国际 | 腾邦集团有限公司 | 钟百胜 | 民营 |
| 19 | 600054 | 黄山旅游 | 黄山旅游集团有限公司 | 黄山市国资委 | 地方国有 |
| 20 | 600138 | 中青旅 | 中青旅集团公司 | 国务院国资委 | 中央国有 |
| 21 | 600258 | 首旅酒店 | 北京首都旅游集团有限责任公司 | 北京市国资委 | 地方国有 |
| 22 | 600593 | 大连圣亚 | 大连星海湾金融商务区投资管理股份有限公司 | 大连市星海湾开发建设管理中心 | 地方国有 |
| 23 | 600706 | 曲江文旅 | 西安曲江旅游投资(集团)有限公司 | 西安曲江新区管理委员会 | 地方国有 |
| 24 | 600749 | * ST 藏旅 | 国风集团有限公司 | 王玉锁 | 民营 |
| 25 | 600754 | 锦江股份 | 上海锦江国际酒店(集团)股份有限公司 | 上海市国资委 | 地方国有 |
| 26 | 601007 | 金陵饭店 | 南京金陵饭店集团有限公司 | 江苏省国资委 | 地方国有 |
| 27 | 601888 | 中国国旅 | 中国旅游集团有限公司 | 国务院国资委 | 中央国有 |

如表1和表2所示,凯撒旅游的实际控制人是海南省慈航公益基金会,三特索道的实际控制人是武汉当代科技投资有限公司,在CSMAR数据库的行业分类中,均归为其他,根据其实际控制人特征,将其分类为民营。酒店类上市公司样本分布中只有民营和地方国有,没有中央国有。另外两种类型样本民营、地方国有和中央国有均有分布。

表3 旅游上市公司分布类型

| 上市公司的分类 | 股权性质 | 公司的数量(个) | 所占的比例(%) |
|---------|----------|----------|----------|
| 集团控制 | 国有集团控制 | 17 | 62.96 |
| | 民营集团控制 | 10 | 37.04 |
| | 小计 | 27 | 100 |
| 国有集团控制 | 地方国有上市公司 | 14 | 51.85 |
| | 中央国有上市公司 | 3 | 11.11 |
| | 小计 | 17 | 62.96 |

如表3所示,根据第一大股东的类型,这27家上市公司样本全部为集团控制上市公司,没有独立上市公司,因此我国旅游上市公司均为集团控制类型。其中,国有集团控制所占比例达到62.96%,民营集团控制的上市公司比例为37.04%,表明我国旅游相关公司仍然由国有控制主导。

(二) 模型构建

1. 变量选择。(1) 被解释变量(股东代理成本、公司绩效)。被解释变量选取股东代理成本、公司绩效,借鉴对股东代理成本的测度,通常选择大股东占款,即其他应收款/总资产指标来衡量股东代理成本(杨海燕等,2012^[33];王荭和刘昱沛,2019^[34])。由于集团控制具有掏空与支持的可能性,在该指标基础上,考虑净掏空或净支持效应,将指标设计为(其他应收款-其他应付款)/总资产,将(其他应收款净额+应收票据净额+应收账款净额-其他应付款-应付票据-应付账款)/总资产作为稳健性检验。公司绩效则综合借鉴周春波(2018)^[19]、曾志远等(2018)^[35]的变量选择,采用ROA来衡量公司绩效,TQ进行稳健性检验。(2) 解释变量(第一大股东持股比例、股权制衡度、董事会独立性、资产负债率)。其中,采用第一大股东持股比例、股权集中度来反映股权结构。董事会机制用董事会独立性等相关指标进行反映。(3) 控制变量(公司规模、年份、行业、成长性)。控制变量则选择公司规模、年份、行业类型等变量。王迪等(2014)^[36]认为公司的成长性对公司绩效起着不可忽视的作用,因此,选择公司成长性作为控制变量之一。同样,将总资产取自然对数反映公司规模,年份是2011—2019年度,行业类型分为景区类、酒店类和综合类,公司成长性用总资产增长率、营业收入增长率和可持续增长率等指标衡量。具体变量定义如表4:

表4 变量定义表

| 类型 | 符号表示 | 变量名称 | 变量公式与描述 |
|-------|--------|-----------|--|
| 被解释变量 | occ1 | 大股东资金占用1 | (其他应收款净额-其他应付款净额)/总资产 |
| | occ2 | 大股东资金占用2 | (其他应收款+应收票据+应收账款-其他应付款-应付票据-应付账款)/资产合计 |
| | roa | 总资产净利润率 | 净利润/总资产平均余额 |
| | TQ | 托宾Q | 期末市值/期末资产总计 |
| | shrer1 | 第一大股东持股比例 | 第一大股东持股数/公司总股数 |
| 解释变量 | seper | 两权分离度 | 实际控制人控制权与所有权之差 |
| | shrs | 股权制衡度 | 第二大股东到第十大股东的持股比例加总 |
| | inde | 董事会独立性 | 独立董事人数/董事会人数之和 |
| | sala | 高管年薪 | 董监高年薪取自然对数 |
| | mshr | 高管持股比例 | 董监高持股数/公司总股数 |
| | lev | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |

| 类型 | 符号表示 | 变量名称 | 变量公式与描述 |
|------|--------|--------|---------------------------|
| 控制变量 | stato | 国有集团控制 | 第一大控股股东是国有集团时取 1 ,否则取 0 |
| | priv | 民营集团控制 | 第一大控股股东是民营集团时取 1 ,否则取 0 |
| | size | 公司规模 | 总资产取自然对数 |
| | year | 研究年份 | 2011 年作为研究基准年 |
| | Indus | 行业属性 | 虚拟变量 综合类为参照项 |
| | growth | 总资产增长率 | (期末总资产 - 期初总资产) / 期初总资产 |

2. 模型构建。为了检验集团控制内部治理机制对股东代理成本的约束效应 ,即假设 1 至假设 4 是否成立 构建如下模型:

$$OCC1 = \beta_0 + \beta_1 shrcr1 + \beta_2 shrs + \beta_3 sala + \beta_4 msh4 + \beta_5 seper + \beta_6 inde + \beta_7 growth + \beta_8 size + \beta_9 lev + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验集团控制与公司绩效之间的关系 ,即假设 5 构建如下模型:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 occ1 + \beta_2 shrcr1 + \beta_3 slrs + \beta_4 sala + \beta_5 mshr + \beta_6 sper + \beta_7 inde + \beta_8 growth + \beta_9 size + \beta_{10} lev + \sum Year + \sum Indus + \varepsilon \quad (2)$$

其中 β_0 为常数项 $\beta_1 \sim \beta_{10}$ 为各变量回归系数 因变量、自变量和控制变量具体定义见表 4。

四、实证检验

(一) 描述性统计

1. 变量总体描述性统计。从表 5 可以看出 ,OCC1 和 OCC2 的均值均小于 0 ,集团控制控股股东表现支持态度。ROA 均值为 0.059 ,TQ 均值为 3.833 ,反映集团控制旅游上市公司的公司业绩水平一般。Shrcr1 极大值达到 61.346% ,属于高度集中 ,且均值达到 33.014% ; Shrs 极大值为 63.648 ,均值为 22.751% 左右 ,表明 Shrs 对第一大股东具有一定的约束力。Inde 均值为 0.381 超过了 1/3 的规定 ,最大值为 0.75 ,最小值为 0.3 ,说明仍有极少数没有满足证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中不低于 1/3 的规定。

表 5 总体描述性统计

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|--------|-----------|--------|--------|
| size | 243 | 21.697 | 1.47 | 16.52 | 26.662 |
| occ1 | 243 | -0.067 | 0.371 | -5.734 | 0.378 |
| occ2 | 243 | -0.088 | 0.388 | -5.97 | 0.394 |
| lev | 243 | 0.428 | 0.427 | 0.059 | 6.281 |
| Shrcr1 | 243 | 33.014 | 13.457 | 12.751 | 61.346 |
| Shrs | 243 | 22.751 | 11.394 | 3.476 | 63.648 |
| tq | 243 | 3.833 | 8.119 | 0.93 | 69.876 |
| roa | 243 | 0.059 | 0.105 | -0.805 | 0.299 |
| inde | 243 | 0.381 | 0.078 | 0.3 | 0.75 |
| sala | 243 | 15.209 | 0.783 | 13.595 | 17.672 |
| mshr | 243 | 0.025 | 0.079 | 0 | 0.4 |
| growth | 243 | 0.145 | 0.37 | -0.83 | 3.366 |
| seper | 243 | 5.254 | 7.634 | 0 | 33.562 |

表 6 反映了全样本各主要变量从 2011—2019 年的年度变化趋势。从 ROA 和 ROE 的变化趋势来看 ,

2019 年表现最差 相比 2018 年 出现了较大幅度下滑 原因可能是受到新冠疫情影响严重。TQ 值最大的年份是 2016 年 之后一路下跌 表明市场对集团控制旅游类上市公司预期下调 这可能也与整个全球经济周期下行趋势有关。从 occ1 和 occ2 的历年数值来看 集团控制大股东对其控制上市公司一直是处于支持状态。总体的平均规模(size) 从 2011—2019 年略有增长 变化不大。资产负债率 2011 年最大 2012 年相比 2011 年大幅下降 此后缓慢增加 到 2016 年到达极值 此后又缓慢下降。集团控制第一大股东持股比例从 2012 年开始 一直处于降低趋势 到 2019 年降到最低为 30.626%。股权制衡度处于上升趋势。集团控制第一大股东持股比例逐年下降和股权制衡度总体上逐年上升 从这两者结合来看 我国集团控制旅游上市公司的治理机制一直处于优化通道。独立董事占比在整个样本分析起降没有明显变化。高管薪酬总体上处于缓慢上升趋势。高管持股则总体上处于下降趋势 尤其是从 2017—2018 年下降幅度较大。从成长性趋势来看 从 2012 年至 2016 年总体上在扩大规模 但是 2017 年集团控制上市公司规模增速骤减 2019 年和之前相比是增速最低的年份。两权分离度总体变化趋势呈增加状态。

表 6 主要变量均值分年度统计

| VAR | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | mean |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| N | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| roa | 0.055 | 0.091 | 0.063 | 0.048 | 0.072 | 0.051 | 0.058 | 0.075 | 0.014 | 0.059 |
| roe | 0.09 | 0.1 | 0.058 | -0.031 | 0.116 | 0.012 | 0.03 | 0.091 | -0.079 | 0.043 |
| tq | 4.713 | 2.175 | 2.324 | 2.985 | 5.107 | 6.091 | 4.304 | 3.509 | 3.288 | 3.833 |
| occ1 | -0.248 | -0.046 | -0.042 | -0.041 | -0.041 | -0.068 | -0.042 | -0.043 | -0.03 | -0.067 |
| occ2 | -0.28 | -0.075 | -0.067 | -0.055 | -0.053 | -0.086 | -0.059 | -0.058 | -0.054 | -0.087 |
| size | 21.069 | 21.316 | 21.453 | 21.566 | 21.704 | 21.912 | 22.035 | 22.097 | 22.123 | 21.697 |
| lev | 0.574 | 0.359 | 0.382 | 0.399 | 0.419 | 0.455 | 0.426 | 0.409 | 0.43 | 0.428 |
| shrcr1 | 33.468 | 34.959 | 34.62 | 33.858 | 33.5 | 32.497 | 31.87 | 31.73 | 30.626 | 33.014 |
| shrs | 23.035 | 20.492 | 20.074 | 18.951 | 21.131 | 24.047 | 26.22 | 25.75 | 25.057 | 22.751 |
| inde | 0.38 | 0.371 | 0.376 | 0.378 | 0.374 | 0.389 | 0.391 | 0.379 | 0.392 | 0.381 |
| sala | 14.825 | 14.95 | 15.013 | 15.018 | 15.201 | 15.326 | 15.438 | 15.512 | 15.594 | 15.209 |
| mshr | 0.031 | 0.032 | 0.028 | 0.028 | 0.029 | 0.025 | 0.023 | 0.013 | 0.013 | 0.025 |
| grow | 0.164 | 0.087 | 0.138 | 0.141 | 0.215 | 0.374 | 0.086 | 0.076 | 0.021 | 0.145 |
| seper | 4.423 | 3.79 | 4.405 | 4.666 | 5.427 | 4.544 | 7.111 | 7.354 | 5.567 | 5.254 |

2. 景区类、酒店类、综合类子样本变量描述统计。从表 7 中可以看出 景区类、酒店类和综合类三类集团控制上市公司的规模(size) 相差无几。Occ1 和 occ2 的均值均为负值 表明三类子样本集团控制大股东对其控制上市公司全部表现为支持而非掏空效应。景区类集团控制上市公司资产负债率最低 酒店类和综合类相差不大。集团控制大股东股权集中度酒店类最大 综合类最低 景区类介于两者之间。酒店类股权制衡度最低只有 18.559% 景区类和综合类相差不大 分别为 25.073% 和 24.62%。TQ 值方面 酒店类样本均值最大为 6.346 景区类最低 表明市场对酒店类上市公司市场预期较好。总资产报酬类 ROA 方面 最高的是景区类 0.091 最低的是酒店类 0.029 综合类为 0.056。独立董事占比和高管薪酬这两个变量相差无几。高管持股方面 景区类和酒店类几乎相当 最高的是综合类 是前两者的两倍以上。在成长性方面 成长最快的是综合类 其次是景区类 成长性最差的是酒店类。两权分离度方面 景区类和酒店类相差无几 分别为 3.416 和 3.714 两权分离度最大的是综合类 为 8.606 表明综合类集团控制上市公司被掏空的可能性较大。

表 7 子样本变量均值描述性统计

| Variable | 景区类 | 酒店类 | 综合类 |
|----------|--------|--------|--------|
| Obs | 81 | 81 | 81 |
| size | 22.025 | 21.32 | 21.747 |
| occ1 | -0.042 | -0.063 | -0.095 |
| occ2 | -0.068 | -0.097 | -0.097 |
| lev | 0.396 | 0.433 | 0.456 |

| Variable | 景区类 | 酒店类 | 综合类 |
|----------|--------|--------|--------|
| Shrcr1 | 33.435 | 36.461 | 29.147 |
| Shrs | 25.073 | 18.559 | 24.62 |
| tq | 2.087 | 6.346 | 3.065 |
| roa | 0.091 | 0.029 | 0.056 |
| inde | 0.373 | 0.397 | 0.373 |
| sala | 15.351 | 15.022 | 15.253 |
| mshr | 0.019 | 0.018 | 0.037 |
| growth | 0.153 | 0.094 | 0.187 |
| Seper | 3.416 | 3.741 | 8.606 |

(二) 相关性分析

表 8 Pearson's 相关系数表

| | roa | tq | occ1 | occ2 | shrcr1 | shrs |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| roa | 1 | | | | | |
| tq | -0.534*** | 1 | | | | |
| occ1 | 0.542*** | -0.578*** | 1 | | | |
| occ2 | 0.540*** | -0.563*** | 0.993*** | 1 | | |
| shrcr1 | 0.281*** | -0.231*** | 0.095 | 0.05 | 1 | |
| shrs | 0.068 | -0.111* | -0.01 | -0.002 | -0.402*** | 1 |
| lev | -0.639*** | 0.509*** | -0.890*** | -0.885*** | -0.052 | -0.056 |
| inde | -0.051 | 0.149** | -0.095 | -0.111* | 0.230*** | -0.179*** |
| salary | 0.184*** | -0.225*** | 0.154** | 0.153** | 0.127** | 0.069 |
| mshr | 0.000 | -0.041 | 0.052 | 0.07 | -0.061 | 0.152** |
| seper | -0.027 | 0.137** | 0.049 | 0.086 | -0.312*** | 0.347*** |
| growth | 0.262*** | -0.200*** | 0.129** | 0.129** | 0.136** | 0.172*** |
| size | 0.340*** | -0.545*** | 0.248*** | 0.223*** | 0.483*** | 0.049 |

表 9 续表 8 Pearson's 相关系数表

| | lev | inde | salary | mshr | seper | growth1 |
|---------|---------|----------|-----------|--------|----------|----------|
| lev | 1 | | | | | |
| inde | 0.139** | 1 | | | | |
| salary | -0.055 | 0.108* | 1 | | | |
| mshr | -0.038 | -0.139** | 0.068 | 1 | | |
| seper | -0.07 | -0.126** | -0.178*** | 0.106* | 1 | |
| growth1 | -0.121* | 0.086 | 0.161** | 0.098 | 0.097 | 1 |
| size | -0.102 | 0.273*** | 0.586*** | -0.001 | -0.151** | 0.251*** |

注: ***, **, * 分别表示在 0.01、0.05、0.1 水平(双侧)上显著相关。

从表 8 和表 9 变量两两相关系数可以初步看出, $\rho_{occ1, occ2}$ 均与 ROA 显著正相关, 表明集团控制大股东对其控制的上市公司支持作用可以提升公司业绩, 但同时 $\rho_{occ1, occ2}$ 均与 TQ 显著负相关, 表明集团控制大股东对上市公司的支持作用并没有带来正向的公众市场预期, 相反市场公众担心集团控制大股东对其上市公司的相机掏空, 这与前面集团控制大股东持股比例逐年下降以及股权制衡度逐年上升的治理机制优化相吻合, $\rho_{shrcr1, ROA}$ 显著正相关, 与 TQ 显著负相关, 具有同样的逻辑内涵。Lev 与 $\rho_{occ1, occ2}$ 均显著负相关, 表明债务机制可以制约集团控制大股东的掏空行为, 但同时也制约了集团控制大股东的支持行为。Inde 与 TQ 显著正相关, 表明独立董事机制符合市场公众预期。高管薪酬与 ROA 显著正相关, 表明从会计业绩上来看, 激励相容, 但并不被市场预期认同, 因为高管薪酬与 $\rho_{occ1, occ2}$ 显著正相关, 在集团控制旅游上市公司大多数为国有企业情况下, 公众担心所有者缺位会导致严重的经理代理成本。

(三) 多元回归分析

由于集团控制类旅游上市公司 27 个样本 2011—2019 年的观测值属于窄短型面板数据类型,模型回归采用混合面板回归。具体回归结果如下。

表 10 样本回归结果

| 变量 | 模型(1) | 模型(2) | 模型(3) | 模型(4) |
|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| variables | occ1 | occ1 | roa | roa |
| shrcr1 | -0.002** (-2.36) | -0.001 (-1.00) | 0.001*** (2.93) | 0.001** (2.45) |
| shrs | -0.004*** (-3.41) | -0.004*** (-3.37) | 0.001 (1.02) | 0.000 (0.61) |
| inde | -0.141 (-1.06) | -0.225* (-1.83) | -0.079 (-1.32) | -0.036 (-0.63) |
| sala | -0.002 (-0.09) | -0.002 (-0.10) | 0.007 (1.04) | 0.006 (0.90) |
| mshr | 0.135 (0.81) | -0.007 (-0.04) | -0.065 (-0.74) | -0.045 (-0.48) |
| seper | 0.001 (0.86) | -0.000 (-0.06) | -0.000 (-0.06) | 0.000 (0.17) |
| growth | 0.001 (0.03) | 0.009 (0.28) | 0.029* (1.70) | 0.028* (1.73) |
| size | 0.053*** (3.83) | 0.055*** (4.04) | 0.018*** (2.62) | 0.013* (1.94) |
| lev | -0.756*** (-5.80) | -0.747*** (-6.08) | -0.208*** (-4.72) | -0.200*** (-4.85) |
| | (1.23) | (1.24) | (-3.00) | (-2.66) |
| stato | | -0.081* (-1.71) | | 0.006 (0.32) |
| scen | | 0.036 (1.25) | | 0.014 (1.26) |
| hotel | | 0.063** (2.11) | | -0.030** (-2.57) |
| occ1 | | | -0.083 (-1.63) | -0.071 (-1.51) |
| year | control | control | control | control |
| Constant | -0.688*** (-3.71) | -0.720*** (-3.40) | -0.349*** (-3.39) | -0.254** (-2.33) |
| Observations | 243 | 243 | 243 | 243 |
| R-squared | 0.830 | 0.836 | 0.582 | 0.608 |
| r2_a | 0.818 | 0.821 | 0.549 | 0.571 |
| F | 2.666 | 2.557 | 343.2 | 437.6 |

注: Robust t-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。下同。

从表 10 可以看出,模型(1)与模型(2)中 shrcr1 与 occ1 显著成反比,假设 1 成立,集团控制大股东持股比例越高,股东代理成本越低。Shrs 与 occ1 显著成反比,假设 2 成立,集团控制股权制衡度越高,股东代理成本低。

模型(2) inde 与 occ2 显著成反比,董事会机制可以抑制集团控制大股东代理成本,假设 3 成立。Stato 系数为负且显著,表明国有集团控制比民营集团控制具有更低的股东代理成本。Hotel 系数显著为正,表明酒店类比综合类具有更高的股东代理成本。

Lev 在模型(1)和模型(2)中的系数显著为负,假设 4 成立,集团控制上市公司债务比例越高,股东代理

成本越低,债务机制有效。Lev 在模型(3)和模型(4)中系数显著为负,表明高负债率会降低公司 ROA。

模型(3)和模型(4)中 shrcr1 与 ROA 显著成正比,假设 5 成立,集团控制大股东持股比例越高,公司绩效越好。Occ1 系数不显著。模型(4)中 hotel 系数显著为负,表明集团控制旅游上市公司中,酒店类比综合类具有更低的公司业绩。

(四) 稳健性检验

为了检验结论的稳健性,将因变量中的 ROA 替换成 TQ,将 OCC1 替换成 OCC2,回归结果如表 11。从模型(5)至模型(8)的回归结果来看,与上述结论基本一致。具体如下:

Shrcr1 在模型(5)与模型(6)中系数显著为负,假设 1 成立,集团控制大股东持股比例越高,股东代理成本越低。Shrcr1 在模型(7)与模型(8)中系数显著为正,假设 5 成立,集团控制大股东对其控制旅游上市公司是支持而非掏空效应。

Shrs 在模型(5)与模型(6)中系数显著为负,假设 2 成立,集团控制旅游上市公司股权制衡度越高,股东代理成本越低。Shrs 在模型(7)与模型(8)中系数显著为负,表明随着集团控制旅游上市公司股权制衡度的提高,集团控制大股东的支持效应减弱,影响市场公众对集团控制上市公司的预期。

inde 在模型(5)与模型(6)中系数为负,并且在模型(6)中显著为负,假设 3 成立,集团控制旅游上市公司董事会机制有效,随着独立董事比例提高,股东代理成本降低。inde 在模型(7)与模型(8)中系数显著为正,表明董事会机制可以抑制股东代理成本,有效提升公司业绩。

lev 在模型(5)与模型(6)中系数显著为负,假设 4 成立,集团控制旅游上市公司债务治理机制有效,随着债务比例提升,股东代理成本降低。

另外,Occ1 在模型(7)和模型(8)中系数显著为负,表明集团控制旅游上市公司的股东代理成本负面影响市场公众预期,会降低公司业绩,尤其是降低公司的市场价值。Stato 在模型(6)中系数显著为负,表明国有集团控制旅游上市公司比民营控制旅游上市公司的股东代理成本更低,但是 Stato 在模型(8)中系数同样显著为负,表明国有集团控制上市公司尽管比民营集团控制上市公司代理成本低,但是公司市场价值却更低。Scen 和 hotel 在模型(8)中系数显著为正,表明景区类和酒店类上市公司比综合类上市公司具有更大的市场价值。

表 11 稳健性检验回归结果

| 变量 | 模型(5) | 模型(6) | 模型(7) | 模型(8) |
|-----------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| variables | occ2 | occ2 | tq | tq |
| shrcr1 | -0.004*** (-3.52) | -0.002* (-1.67) | 0.053** (2.37) | 0.164*** (4.11) |
| shrs | -0.005*** (-3.94) | -0.005*** (-3.84) | -0.058** (-2.22) | -0.067*** (-3.00) |
| inde | -0.176 (-1.24) | -0.253* (-1.90) | 25.345*** (3.38) | 19.551*** (3.04) |
| sala | 0.005 (0.28) | 0.004 (0.23) | 1.844*** (3.95) | 1.754*** (4.46) |
| mshr | 0.209 (1.23) | 0.046 (0.27) | 1.597 (0.48) | -10.220** (-2.28) |
| seper | 0.003* (1.76) | 0.001 (0.38) | 0.184*** (3.99) | 0.046 (0.92) |
| growth | 0.005 (0.15) | 0.012 (0.39) | -1.591 (-1.30) | -1.002 (-0.86) |
| size | 0.054*** (3.70) | 0.054*** (3.72) | -3.612*** (-5.28) | -3.511*** (-5.91) |
| lev | -0.787*** (-5.88) | -0.779*** (-6.12) | 2.628 (0.75) | 1.544 (0.51) |

| 变量 | 模型(5) | 模型(6) | 模型(7) | 模型(8) |
|--------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| stato | | -0.092 [*] (-1.78) | | -7.042 ^{***} (-4.14) |
| scen | | 0.025 (0.82) | | 2.884 ^{***} (3.71) |
| hotel | | 0.044 (1.39) | | 3.509 ^{***} (4.37) |
| occ1 | | | -7.002 [*] (-1.84) | -9.266 ^{***} (-2.90) |
| year | control | control | control | control |
| Constant | -0.752 ^{***} (-3.75) | -0.722 ^{***} (-3.17) | 39.540 ^{***} (5.01) | 40.704 ^{***} (5.33) |
| Observations | 243 | 243 | 243 | 243 |
| R-squared | 0.826 | 0.830 | 0.658 | 0.716 |
| r2_a | 0.813 | 0.815 | 0.631 | 0.689 |
| F | 3.390 | 3.461 | 28.40 | 49.75 |

五、研究结论与启示

(一) 研究结论

通过对2011—2019年旅游业上市公司的数据整理,基于以上的实证分析和检验,得出如下结论:(1)集团控制旅游上市公司股权集中度越高,股东代理成本越低。其中,国有集团控制比民营集团控制具有更低的股东代理成本。在我国,集团控制大股东对其控制的旅游上市公司表现出支持作用,集团控制并非掏空的手段。同时,集团控制大股东持股比例越高,对其控制的旅游上市公司支持作用越好,显著正相关。(2)集团控制旅游上市公司股权制衡度越高,股东代理成本越低。2011—2019年,集团治理机制在动态优化之中,即集团控制大股东的持股比例在缓慢减低,股权制衡度在逐渐增加。(3)集团控制旅游上市公司董事会机制有效,独立董事比例越高,集团控制股东代理成本会越低。(4)集团控制旅游上市公司债务机制有效,债务比例越高,集团控制股东代理成本越低。(5)在集团控制与公司绩效方面,集团控制旅游上市公司股权集中度越高,公司绩效越好。

(二) 研究实践启示

随着我国全面建成小康社会,旅游大众化和旅游消费观念的不断进步,越来越多的人选择旅游来丰富生活。与此同时,旅游行业经过四十多年的蓬勃发展,如今经济效益增长飞快。本文选择了旅游业27家上市公司作为研究对象,利用2011—2019年243个观测值数据,实证检验了集团控制、股东代理成本与公司绩效之间的关系。基于本文的研究结论,在当前国内、国外双循环背景下,为加快旅游业的恢复发展,宜增加集团控制下国有大股东对上市公司的支持,提高股权集中度,适度增加债务比例,在董事会成员中进一步加大独立董事的比例。

(三) 研究局限性与未来研究方向

旅游集团治理机制具有复杂性以及我国旅游行业自身发展的历史独特性,集团控制旅游上市公司绩效仅仅以会计业绩和市场业绩为衡量指标,还不能完全反映出旅游业作为战略性支柱产业的重要性,因此,需要进一步探寻旅游业在国家宏观背景下的中观产业政策与微观企业行为,研究其系统的治理机制。此外,在影响旅游业的多元因素中,文化是灵魂、旅游是载体、科技是纽带、金融是支撑,以及文化对金融等之间的相互影响(叶德珠和张智豪,2020)^[37]。在文化、科技、旅游、金融等融合的大背景下,探讨旅游集团治理机制,值得进一步深入研究。

参考文献:

- [1]徐虹,李敏,芮晨.集团控制、并购与上市公司现金持有[J].会计与经济研究,2018(2):58-74.

- [2]武常岐,钱婷.集团控制与国有企业治理[J].经济研究,2011(6):93-104.
- [3]Claessens S,Yurtoglu B B. Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey [J]. Emerging Markets Review 2012(1):1-33.
- [4]郑国坚,曹雪妮.集团控制是否损害上市公司价值——最终控制人和市场化进程的双重视角[J].中山大学学报(社会科学版),2012(2):189-199.
- [5]Friedman E,Johnson S,Mitton T. Propping and Tunneling [J]. Journal of Comparative Economics,2003(4):732-750.
- [6]王斌.控股股东、集团治理与集团管理[J].财务与会计(理财版),2011(8):65-68.
- [7]Farmer R E A,Winter R A. The Role of Options in the Resolution of Agency Problems: a Comment [J]. The Journal of Finance,2012(5):1157-1170.
- [8]杨松武.关于控制性股东代理成本与公司治理机制功效的探讨[J].吉林工商学院学报,2008(2):58-63.
- [9]袁春生,熊谜,赵云珠.管理层权力、内部控制与高管薪酬业绩敏感性[J].金融教育研究,2020(1):54-66.
- [10]Locorotondo R,Dewaelheyns N, Van Hulle C. The Consequences of Business Group Affiliation: a Review of the Literature [J]. Review of Business and Economic Literature,2012(1):77-97.
- [11]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,et al. Investor Protection and Corporate Value [J]. The Journal of Finance,2002(3):1147-1170.
- [12]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,et al. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of financial economics,2000(1):3-27.
- [13]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A A. Corporate Ownership Around the World [J]. The Journal of Finance,1999(2):471-517.
- [14]La Porta R,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A,et al. The quality of Government [J]. Journal of Law,Economics and Organization,1999(1):222-279.
- [15]吴育辉,吴世农.股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J].管理科学学报,2011(8):34-44.
- [16]Jiang F,Kim K A. Corporate Governance in China: A Modern Perspective [J]. Journal of Corporate Finance,2015(2):190-216.
- [17]Jiang F,Kim K A. Corporate Governance in China: A Survey [J]. Review of Finance,2020(4):733-772.
- [18]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004(12):3-13.
- [19]周春波.高管权力、社会资本与旅游上市公司绩效——一个有调节的中介效应模型[J].宁波大学学报(人文科学版),2018(5):111-116.
- [20]叶康涛,陆正飞,张志华.独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J].经济研究,2007(4):101-122.
- [21]熊艳,李常青.“拜托债权人”还是“拜托机构投资者”——论二者在代理冲突中的角色扮演[J].山西财经大学学报,2011(7):41-48.
- [22]李世辉,林勇,贺勇.集团控制与上市公司过度负债——基于上证A股制造业上市公司的经验证据[J].中南大学学报(社会科学版),2017(6):94-100.
- [23]Bertrand M,Mehra P,Mullainathan S. Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups [J]. The Quarterly Journal of Economics,2002(1):121-148.
- [24]Liu Q,Lu Z J. Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective [J]. Journal of Corporate Finance,2007(5):881-906.
- [25]刘静艳,陈阁芝.政府控制、权力制衡与旅游上市公司经营绩效的关系研究[J].旅游科学,2012(1):51-59.

- [26] 张大鹏,涂精华,黄鑫,等. 中国旅游上市公司经营效率测度研究——兼论公司治理结构的影响效应[J]. 旅游科学 2019(5):62-79.
- [27] 拓中,曲洪建. 公司治理机制对旅游上市公司绩效的影响研究[J]. 对外经贸 2016(8):105-107.
- [28] 周春梅,张成心. 管理层权力、高管-员工薪酬差距与旅游企业绩效[J]. 旅游学刊 2014(9):101-109.
- [29] 张红,张春晖. 旅游上市公司股权结构对经营绩效的影响——以成长性为调节变量[J]. 旅游科学 2012(3):27-41.
- [30] 刘海英,王素洁. 旅游行业上市公司多元化经营与公司价值实证检验[J]. 北京第二外国语学院学报, 2007(5):57-61, 26.
- [31] 计方,刘星. 集团控制、融资优势与投资效率[J]. 管理工程学报 2014(1):26-38.
- [32] 汪玉兰,奚笑晨,李井林. 集团控制会导致企业过度负债吗[J]. 会计研究 2020(4):76-87.
- [33] 杨海燕,孙健,韦德洪. 机构投资者独立性对代理成本的影响[J]. 证券市场导报 2012(1):25-30.
- [34] 王荭,刘昱沛. 第二类代理成本、证券监管与业绩快报自愿披露[J]. 南京审计大学学报 2019(5):74-83.
- [35] 曾志远,蔡东玲,武小凯. “监督管理层”还是“约束大股东”? 基金持股对中国上市公司价值的影响[J]. 金融研究 2018(12):157-173.
- [36] 王迪,张红,李红辉. 成长性对董事会治理与企业绩效关系的调节效应研究——以我国旅游上市公司为例[J]. 北京第二外国语学院学报 2014(9):28-37.
- [37] 叶德珠,张智豪. 儒家文化与金融结构——基于省际面板数据的实证分析[J]. 金融教育研究 2020(5):3-12.

An Empirical Study on Group Control, Shareholder Agency Cost and Corporate Performance ——Take Tourism Listed Companies as an Example

SUN Wanxin^{1,2}

- (1. Zhejiang Institute of Culture and Tourism Development, Hangzhou, Zhejiang 311231, China;
2. Department of Business Administration, Tourism College of Zhejiang, Hangzhou, Zhejiang 311231, China)

Abstract: This paper selects tourism companies listed on Shanghai and Shenzhen stock exchanges as research samples, and adopts mixed panel analysis to empirically test the relationship between shareholder agency cost and corporate performance under group control. The conclusions are as follows: the higher the concentration of group controlled equity, the lower the agency cost of shareholders. At the same time, state-owned group control has lower shareholder agency cost than private group control. The group's controlling major shareholders show support for the listed tourism companies they control. The higher the shareholding balance degree, the lower the shareholder agency cost. The higher the proportion of independent directors, the lower the agency cost. The higher the debt ratio of group controlled listed companies, the lower the shareholder agency cost. The higher the ownership concentration of group controlled tourism listed companies, the better the company performance.

Key words: Group control; Shareholder agency cost; Corporate performance

(责任编辑: 罗序斌)