

大股东退出威胁、短视行为 与出口产品质量升级^{*}

汤 超 祝树金

内容提要:本文结合 2003—2015 年上市企业数据与海关数据库,检验了外部大股东退出威胁对出口产品质量的影响效应及基于短视行为的影响机制。结果表明,外部大股东退出威胁的增加显著且稳健地促进了出口产品质量升级。综合利用分样本和中介效应模型检验影响机制,分样本回归结果发现,对于质量差异化程度高的产品、有长期外部大股东的企业以及出口到高收入国家的产品质量,促进效应更为明显;中介效应检验显示,外部大股东退出威胁增加能够促进技术含量高的发明类创新能力提升,进而提高出口产品质量。由此表明克服管理层的短视行为、缓解管理层对于短期业绩关注与长期投资间的冲突是促进效应的潜在影响机制。本研究对于我国资本市场更好地服务实体经济以及培育出口竞争新优势有一定的政策启示。

关键词:大股东退出威胁 出口产品质量 短视行为 创新

作者简介:汤 超,湖南大学经济与贸易学院博士后,410079;

祝树金(通讯作者),湖南大学经济与贸易学院教授、博士生导师,410079。

中图分类号:F276 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)06-0160-14

一、引 言

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,经济增长动力正由要素驱动、投资驱动逐步转向创新驱动。这一背景下,需要提升金融对经济的支持力度,发展资本市场。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》也提到:“深化金融供给侧结构性改革”“提高直接融资特别是股权融资比重”“健全实体经济中长期资金供给制度安排”。现有研究认为,资本市场对实体经济的影响既有正向作用也可能有负面效应,一方面,资本市场有利于企业获得低成本资金,提升金融资源的配置效率,培育企业的长期竞争力;另一方面,资本市场也可能产生负向外溢性,如短视行为,阻碍企业做出最优投资决策(He 和 Tian, 2013)。现代企

^{*} 基金项目:中国博士后科学基金面上项目“公司内部治理影响出口产品质量升级的机制及实证研究”(2021M701157);国家自然科学基金面上项目“‘双循环’新发展格局下我国制造业价值链嵌入影响区域碳排放的机制、模型与实证研究”(72173040)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。祝树金电子邮箱:shujin_zhu@126.com。

业的竞争日益依赖研发、广告、人力和组织资本等无形资产,需要长期持续的投资,因此短视行为已成为现代企业发展面临的重要问题(Edmans,2009)。如何规避这一问题,促进企业长期竞争力提升和经济增长,约束管理层行为、提高公司治理水平是关键。企业上市进入资本市场,股权得以流通,其中掌握大量股权的大股东对企业管理层行为具有重要影响。近年来,一些公司治理领域的理论文献认为,大股东退出威胁有助于企业管理层专注研发、广告等长期投资,能够缓解管理层对短期利润的关注、克服短视行为(Edmans,2009)。但鲜有实证文献提供经验依据。高质量产品往往被视为一国出口成功和经济增长的先决条件(Amiti和Khandelwal,2013),同时也是企业的长期竞争力所在。产品质量升级受到研发投入、广告支出等固定投资及其有效性的影响(Kugler和Verhoogen,2012),是一个需要牺牲短期利润、持续投资和充满不确定性的长期过程(Bernini等,2015),这意味着大股东退出威胁可能通过克服短视行为影响产品质量升级。但鲜有文献将大股东退出威胁、短视行为与产品质量升级联系起来。本文以出口产品质量这一反映企业长期竞争力的变量作为切入点,实证检验大股东退出威胁对其影响效应及基于短视行为的影响机制,从而为相关理论文献提供经验支撑,同时也为我国资本市场更好地服务实体经济、培育竞争新优势提供政策启示。

本文使用的样本数据为2003—2015年我国海关数据库和上市企业数据。考虑到大股东与管理层的关联可能会弱化大股东对管理层行为的影响,回归中删除大股东与管理层相关联的观测值,只保留外部大股东,借鉴Dou等(2018)、陈克兢(2019)使用企业股票流动性和大股东竞争程度的交乘项来衡量外部大股东退出威胁程度。现实经济中,产品质量无法被直接测度。近年来,随着国际贸易微观数据可得,利用贸易品价格、数量等指标使得测度出口产品质量变得可行,Khandelwal等(2013)、Fan等(2015)利用事后需求推断法测算了出口产品质量,基于此,大量文献研究了我国出口产品质量和贸易转型升级问题(Fan等,2015;施炳展、邵文波,2014;祝树金等,2019;刘啟仁、铁瑛,2020)。出于数据可得性的考虑,本文主要关注出口产品质量,借鉴Khandelwal等(2013)、Fan等(2015)的方法,测算企业-产品-年份层面的出口产品质量,并用于回归。结果表明,外部大股东退出威胁增加能显著促进企业出口产品质量的提升。考虑到回归过程可能存在内生性问题,造成估计偏误,以股权分置改革作为准自然实验,使用PSM-DID方法估计,以及改变回归中出口产品质量测算指标等进行稳健性检验,基本结论仍然成立。

进一步,使用分样本和中介效应模型检验基于短视行为的影响机制。对于质量差异化程度更高的产品,研发投入和广告支出等长期投资需求往往更大(Kugler和Verhoogen,2012);长期外部大股东专注企业长期基本面,其退出更容易被市场解读为关于企业基本面的不利信号,退出威胁更有助于企业专注研发等长期投资(陈克兢等,2021);高收入国家往往进口更高质量产品(Hallak,2006),企业出口到高收入国家的产品需要更高的研发、广告等长期投资(Bastos等,2018)。因此,基于产品质量差异化程度、有无长期外部大股东、出口到不同收入水平国家的产品质量进行分样本回归,结果表明,质量差异化程度高的产品、有长期外部大股东的企业以及出口到高收入国家的产品质量样本中,外部大股东退出威胁增加对出口产品质量的提升效果更强。技术创新是中国出口产品质量升级的主要动力(曲如晓、臧睿,2019),而技术创新需要大量且持续的长期投资,需要克服短视行为(He和Tian,2013)。以技术创新作为中介变量,利用中介效应模型检验技术创新是否为外部大股东退出威胁影响出口产品质量升级的中介渠道,将技术创新区分为技术含量高的发明类创新(发明专利)和技术含量低的非发明类创新(实用新型专利和外观设计专利)。结果发现,发明类创新、非发明类创新对出口产品质量升级有显著正向影响,但外部大股东退出威胁增加只

显著促进了发明类创新,对于非发明类创新的影响为正但不显著,从而表明技术含量高的发明类创新是外部大股东退出威胁增加促进出口产品质量升级的中介渠道,技术含量低的非发明类创新则不是。研究表明,克服短视行为、缓解管理层对于企业短期盈余关注与长期投资间的冲突,是外部大股东退出威胁增加促进出口产品质量升级的机制。

本文的边际贡献主要在三个方面。第一,拓展了出口产品质量升级影响因素的研究。现有文献鲜有从管理层行为的角度研究出口产品质量升级。本文研究表明,克服管理层的短视行为对于出口产品质量升级是重要的,拓展了相关领域文献。第二,为 Edmans(2009)等理论预测提供了经验依据,认为大股东退出威胁增加有利于克服管理层的短视行为,促进企业长期投资。但鲜有经验文献检验相关理论。技术创新和出口产品质量升级需要长期持续投资,本文研究表明大股东退出威胁增加能够克服短视行为,促进技术创新和出口产品质量升级。第三,丰富了资本市场影响实体经济绩效的相关文献。本文测算了企业-产品-年份层面的出口质量,并考察了上市企业外部大股东退出威胁对其影响。

二、文献回顾与研究假说

(一)文献回顾

与本文相关的文献主要有三支。(1)出口产品质量升级的影响因素研究。现有文献主要从市场需求端因素和生产供给端要素来研究出口产品质量升级。市场需求端因素有出口目的地的收入水平(Hallak, 2006)、距离(Feenstra 和 Romalis, 2014)、正式制度(余淼杰等, 2016)和非正式制度(祝树金等, 2019)等;生产供给端要素有资金(Bernini 等, 2015)、技术(曲如晓、臧睿, 2019)、人才(刘啟仁、铁瑛, 2020)、中间品(Bas 等, 2015)等。企业管理层决定着资金等要素在生产经营过程中的配置,会显著影响企业投资和绩效,然而鲜有文献关注管理层行为对出口产品质量升级的影响。(2)关于短视行为的研究。管理层如果关注企业的短期业绩和股价,则可能会阻碍企业长期持续投资,产生短视行为(Stein, 1989)。近年来,越来越多的学者关注资本市场给管理层带来的短期压力,以及由此造成的短视行为影响。如 Acharya 和 Xu(2017)研究表明,企业上市会加剧外部融资依赖程度低的企业短视行为,阻碍相关企业的长期创新;Chemmanur 和 Tian(2018)研究指出,反敌意收购条款会缓解企业管理层的短期压力,有利于企业的长期创新;胡楠等(2021)认为管理层的短视行为会降低企业的资本支出与研发支出,损害企业的长期绩效。但相关文献主要以国外文献为主,国内文献较少,且少有文献从大股东退出威胁视角来研究管理层的短视行为。(3)关于大股东退出威胁的研究。大股东退出威胁的治理效应是公司金融学在近年来才兴起的前沿性研究领域,相关理论文献认为大股东可以通过退出威胁来约束管理层的私利行为,影响企业的投资决策(Edmans, 2009; Edmans 和 Manso, 2011)。基于理论文献,许多学者进行了实证检验,结果表明大股东退出威胁对上市企业管理层行为形成了强有力的治理效应,提升了企业的财务报告质量(Dou 等, 2018),降低了代理成本(陈克兢, 2019),促进了技术创新能力提升(陈克兢等, 2021)。但是,相关文献没有实证研究大股东退出威胁对出口产品质量的影响。

(二)研究假说

产品质量升级依赖研发、广告等固定资本投入,以及这些投入在提升产品质量方面的有效性(Kugler 和 Verhoogen, 2012)。这意味着从研发、广告等无形资产投入到产品质量升级,进而获得收益需要较长时间,企业升级产品质量是一个长期持续的投资过程(Bernini 等, 2015)。上市企业管

理层出于自身利益的考虑如职业生涯担忧、外部声誉影响、偏好平静生活,以及出于资本市场的压力,如分析师的跟踪、敌意收购等原因,往往会进行短期盈余管理,以达到或超过上年同期盈利水平或分析师的盈余预测,并且相比于会计行为,管理层更愿意采取减少研发投入、广告支出等真实经济行为来达到这一目标(Graham等,2005),从而产生短视现象,不利于长期投资。退出威胁理论认为,大股东的退出威胁是约束管理层行为的重要途径。对于持有企业大量股权的股东而言,当企业业绩糟糕时,其从股票市场中保留收益的唯一途径就是在现有价位卖出所持股票。因此,为了能在企业业绩糟糕时及时卖出股票,最大化自身收益,持股股东会搜集关于企业业绩的私有信息,并且持股越多的大股东,这一动机往往越强(Edmans,2009)。大股东作为具有私有信息的知情交易者,其卖出股票往往被市场视为不利信号,给股价带来下跌的压力,损害企业管理层的利益。为了避免大股东减持企业股票,管理层可能会改善管理和投资效率,提升企业价值(Edmans,2009;Edmans和Manso,2011)。大股东会根据私有信息判断企业的糟糕业绩到底是由较差的基本面还是长期投资引起,如果是由较差的企业基本面引起,大股东会出售所持股票以获得收益,抑制股价;而如果是由长期投资引起,大股东则不会出售所持股票,降低因糟糕业绩导致的股价下跌幅度,使得企业股价反映的是基本面而非短期盈利,从而缓解管理层的短期业绩压力,促使管理层有更强的意愿进行提升企业基本面的长期投资,如增加研发投入、广告支出等(Edmans,2009)。当企业股票流动性较强,大股东容易卖出手中持股时,就会形成退出威胁。特别地,相比于单个大股东,多个大股东在卖出股票时,需要彼此竞争以最大化交易收益,这会使得股价更好反映企业的基本面信息以及管理层对于企业价值所做出的努力程度,提升退出威胁的约束力,促使管理层更加努力(Edmans和Manso,2011)。基于以上分析,本文提出以下假说。

假说一:大股东退出威胁增加能促进企业出口产品质量升级;

假说二:克服短视行为是大股东退出威胁增加促进企业出口产品质量升级的潜在机制。

技术创新是我国出口产品质量升级的主要动力(曲如晓、臧睿,2019)。然而,技术创新是一个充满不确定性和高失败率的长期过程,需要大量且持续的长期投资(Holmstrom,1989),激励创新需要容忍短期失败,并授予长期回报(Manso,2011),从而意味着企业提升技术创新能力是一个需要克服短视行为的过程(He和Tian,2013)。Edmans(2009)认为,持有关于上市企业私有信息的大股东能提升管理层对于短期糟糕业绩的容忍度,有助于克服企业短视行为。陈克兢等(2021)利用中国数据实证研究表明,外部大股东退出威胁增加能够显著促进中国企业的创新投入与产出。由此,本文提出以下假说。

假说三:大股东退出威胁增加通过提升企业技术创新能力,促进出口产品质量升级。

三、研究设计

(一) 计量模型

为了考察大股东退出威胁对出口产品质量的影响,设立如下回归方程:

$$quality_{ig,t+3} = \beta_0 + \beta_1 exit_{it} + \beta_2 liquidity_{it} + \beta_3 bhcom_{it} + \beta_4 X_{it} + \varphi_{ig} + \eta_t + \varepsilon_{igt} \quad (1)$$

其中,下标*i*表示企业,*t*表示年份,*g*表示HS6位码层面的产品。^① *quality*为出口产品质量;

① 本文将不同版本的HS6位码统一匹配到1996年版。

exit 为大股东退出威胁; *liquidity* 为股票流动性; *bhcom* 为大股东竞争程度; *X* 为控制变量集。 φ_{ig} 表示企业 - 产品固定效应; η_t 表示时间固定效应; ε_{igt} 表示不可观测的残差项。借鉴 Moulton (1990), 本文将标准误聚类在自变量变动的层面 (企业 - 年份层面)。考虑到大股东退出威胁的影响效应可能需要经历改变管理层行为、企业资源配置、产品生产和销售等一系列过程, 本文考察大股东退出威胁对未来三年出口产品质量的影响。

(二) 变量定义和数据来源

1. 退出威胁 (*exit*)

与现有文献一致, 本文将持股 5% 以上的股东视为大股东 (Hope 等, 2017)。借鉴 Hope 等 (2017), 本文定义持股 5% 以上的管理层 (如 CEO、CFO 等) 及与管理层有关联的大股东为内部大股东, 与管理层无关的大股东为外部大股东。由于大股东与管理层的关联可能会弱化退出威胁的影响, 因此回归中只保留外部大股东。为了识别外部大股东, 首先, 将存在一致行动人关系、亲属关系和控股关系的股东视为同一股东, 并将这些股东的持股数量进行加总。然后, 删除大股东中为内部大股东的观测值, 从而得到外部大股东。借鉴 Dou 等 (2018) 使用股票流动性 (*liquidity*) 和外部大股东竞争程度 (*bhcom*) 的交互项衡量外部大股东退出威胁 (*exit*)。其中, 股票流动性 (*liquidity*) 借鉴 Dou 等 (2018) 使用流通股日均换手率衡量。Edmans (2009) 认为股票流动性激励了大股东收集企业基本面信息的意愿, 同时有利于大量减持的实现, 因此股票流动性越高, 退出威胁程度越大。外部大股东竞争程度 (*bhcom*) 参考 Dou 等 (2018) 的方法计算。Edmans 和 Manso (2011) 认为, 在卖出股票时, 多个大股东很难进行协调, 需要相互竞争以最大化自身交易收益, 从而使得交易价格反映更多企业信息, 提高了退出威胁的程度。公式如下:

$$bhcom_{it} = -1 \times \sum_{n=1}^M \left(\frac{block_{int}}{block_{it}} \right) \tag{2}$$

上式中, $block_{int}$ 为企业 *i* 在 *t* 年的第 *n* 个外部大股东的持股数量, $block_{it}$ 为企业 *i* 在 *t* 年全部外部大股东的持股总数量, *M* 为企业 *i* 在 *t* 年拥有外部大股东的总数量。式 (2) 是一个赫芬达尔指数, 反映了企业外部大股东的持股集中度, 我们将指数乘以负 1, 从而表明 *bhcom* 值越大, 大股东间的交易竞争程度越激烈。

2. 出口产品质量 (*quality*)

本文借鉴 Khandelwal 等 (2013), 基于需求端的事后推测法来计算出口产品质量。在消费者最大化 CES 效用函数的假设下, 可得到产品质量测算公式如下:

$$\ln x_{itg} + \sigma \ln p_{itg} = \phi_g + \phi_t + \mu_{itg} \tag{3}$$

其中, $\mu_{itg} = (\sigma - 1) \ln q_{itg}$; q_{itg} , x_{itg} , p_{itg} 分别为企业 *i* 在 *t* 年出口 HS6 位码产品 *g* 的质量、数量和价格; ϕ_g 为产品固定效应, ϕ_t 为年份固定效应, σ 为产品间的替代弹性。因此, 出口产品质量为:

$$quality_{itg} = \ln \hat{q}_{itg} = \frac{\hat{\mu}_{itg}}{\sigma - 1} \tag{4}$$

借鉴 Fan 等 (2015), 使用 Broda 和 Weinstein (2006) 的产品替代弹性数据计算各 HS2 位码上的 σ 估计出口产品质量, 以使测算结果更加准确。

借鉴 Bernini 等 (2015), 本文控制如下变量。(1) 净资产收益率 (*roe*), 以企业净利润除以净资

产衡量。(2)企业杠杆率(*leverage*),以企业流动负债除以流动资产衡量。(3)企业人均工资水平(*wage*),以企业支付给职工以及为职工支付的现金除以企业职工人数衡量,取自然对数进入回归方程。(4)进口中间品(*imp*),以进口中间品除以企业总中间投入衡量。(5)企业生产率(*tfp*),以LP方法估计。(6)企业规模(*size*),以企业销售收入衡量,取自然对数进入回归方程。(7)企业存续年限(*age*),以当年年份减成立年份衡量,取自然对数进入回归方程。(8)民营企业(*private*),根据企业最终控制人性质,民营企业为1,否则为0。

为消除样本中异常值的影响,本文对所有连续变量进行了前后1%的缩尾处理。

本研究使用2003—2015年A股上市企业数据作为样本,数据来源于国泰安数据库(CSMAR)和中国海关数据库。对于海关数据库,我们首先将月度数据加总到年度数据,并且计算了企业-产品(HS6位码)-年份层面的贸易数量和贸易单价。对于来自国泰安数据库的上市企业数据,我们删除了A股中带有ST标识的观测值,并只保留制造业企业。将上市企业与海关数据库进行名称匹配,并将自变量及控制变量进行滞后三期处理,删除本文涉及变量缺失的观测值,最后得到用于回归的企业-产品-年份层面观测值为20523个。

(三)主要变量的描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果显示,出口产品质量(*quality*)均值为0.756。外部大股东退出威胁程度(*exit*)均值为-2.087。外部大股东竞争程度(*bhcom*)均值为-0.735,Dou等(2018)计算的美国上市企业这一指标均值为-0.535,表明我国上市企业的外部大股东持股更加集中。股票日均换手率均值为2.914。^①

四、基准回归结果和稳健性检验

(一)基准回归结果

采用OLS方法对基准回归方程式(1)进行估计,表1报告了回归结果。其中,第(1)列为出口产品质量对外部大股东退出威胁、股票流动性和外部大股东竞争程度进行回归;第(2)列加入了净资产收益率、杠杆率两个财务变量;第(3)列加入了其他控制变量。第(1)~(3)列结果表明,外部大股东退出威胁增加在5%的统计水平下显著促进了出口产品质量升级。同时,第(3)列结果还显示,净资产收益率的回归系数显著为正,表明盈利能力更强的企业,其出口产品质量更高;企业规模的回归系数在5%的统计水平下显著为负,说明规模更大的企业,出口产品质量较低,这与张杰等(2015)的结论一致;企业年限的回归系数在10%的统计水平下显著为负,表明成立时间越长的企业,出口产品质量越低,这可能是由于企业年限越长的企业通过产品质量升级来提升出口竞争力的动机越弱(张杰等,2015)。

表1 外部大股东退出威胁对出口产品质量的影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>exit</i>	0.036** (0.014)	0.035** (0.014)	0.031** (0.013)

① 限于篇幅,描述性统计结果未展示,结果留存备案。

续表 1

变量	(1)	(2)	(3)
<i>bhcom</i>	-0.081 (0.079)	-0.076 (0.078)	-0.059 (0.076)
<i>liquidity</i>	0.018* (0.010)	0.018* (0.010)	0.012 (0.010)
<i>roe</i>		0.374*** (0.133)	0.494*** (0.138)
<i>leverage</i>		-0.104* (0.054)	-0.054 (0.053)
<i>lnwage</i>			-0.007 (0.040)
<i>imp</i>			0.141 (0.183)
<i>tfp</i>			0.110 (0.137)
<i>lnsize</i>			-0.238** (0.114)
<i>lnage</i>			-0.200* (0.112)
<i>private</i>			0.127 (0.083)
企业 - 产品固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
观测值	20523	20523	20523
R ²	0.827	0.827	0.828

注:括号内为稳健标准误,聚类在企业-年份层面获得。*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。下同。

(二) 稳健性检验

1. 内生性问题

第一,遗漏变量的影响。尽管式(1)控制了一系列可观测变量和固定效应,但仍然可能面临不可观测的遗漏变量影响,造成估计偏误。参考 Altonji 等(2005)、Nunn 和 Wantchekon(2011)等做法,利用可观测变量来评估不可观测变量的影响。考虑两组回归,一组是仅加入受约束控制变量的回归,另一组是加入所有控制变量的回归。前者的回归系数记为 β^R , 后者的回归系数记为 β^F 。计算比率 $|\beta^F/(\beta^R - \beta^F)|$, 比率越大,说明不可观测的变量对估计结果产生偏误影响的可能性就越小。这里考虑四组加入受约束控制变量的回归,一组是将出口产品质量对大股东退出威胁单独进行回归,并加入年份固定效应;二组是进一步加入企业-产品固定效应;三组和四组分别是表1第(1)、(2)列;一组加入所有控制变量的回归,为表1第(3)列。得到比率分别为3.9倍、1.6倍、6.2

倍和 7.8 倍,均大于 1,平均值为 4.9。^① 这意味着不可观测的遗漏变量要使表 1 第(3)列结果产生严重偏误,平均而言,需要的变量数量是已控制变量数量的 4.9 倍。由于表 1 第(3)列回归已控制较多变量,从而不可观测遗漏变量对本文结果产生严重估计偏误的可能性较小。

第二,倾向得分匹配-双重差分模型。虽然前文评估了不可观测变量带来的估计影响,但并未建立一个检验因果关系的模型,回归结果仍然可能面临双向因果、样本自选择带来的估计偏误。始于 2005 年的股权分置改革实施使得非流通股得以在股票市场流通,提升了大股东的退出威胁程度。借鉴 Hope 等(2017),使用股权分置改革作为准自然实验,建立双重差分模型(Difference-in-Differences, DID):^②

$$quality_{igt,t+3} = \theta_0 + \theta_1 treat_i \times post_{it} + \theta_2 treat_i + \theta_3 post_{it} + \theta_4 X_{it} + \varphi_{ig} + \eta_t + \varepsilon_{igt} \quad (5)$$

上式中,股权分置改革前有非流通大股东的企业为处理组,设 $treat = 1$, 否则为对照组,设 $treat = 0$; 股权分置改革前的观测值设 $post = 0$, 否则设 $post = 1$ 。另外,为了降低处理组与对照组之间的差异,使用倾向得分匹配(P propensity Score Matching, PSM)对二者进行匹配。借鉴 Hope 等(2017),选择股权分置改革前一期的企业规模(size)、企业杠杆率(leverage)、净资产收益率(roe)、企业人均工资水平(wage)、企业生产率(tfp)和民营企业(private)作为匹配变量。匹配方法为 K 近邻匹配法,配对比例为 1:2。PSM 的平衡性检验结果表明,匹配后处理组与对照组变量的差异均在 10% 以内,匹配有效。^③ 基于配对后的样本,进行 DID 估计的结果可见表 2 第(1)列,结果显示 $treat \times post$ 的回归系数在 5% 的统计水平下显著为正,并较表 1 第(3)列系数(0.031)大,表明外部大股东退出威胁增加显著提升了出口产品质量。由于 DID 的回归结果十分依赖于平行趋势假设,我们进行了检验,结果显示本文的回归并未违反这一假设。^④

表 2 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	PSM-DID 回归	产品价格	$\sigma = 5$ 计算产品质量	标准化的产品质量
<i>exit</i>		0.019 ** (0.009)	0.027 ** (0.013)	0.002 * (0.001)
<i>treat × post</i>	0.142 ** (0.069)			
控制变量	是	是	是	是
企业-产品固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	14996	20523	20523	20523
R ²	0.802	0.957	0.819	0.912

2. 其他稳健性检验

借鉴 Fan 等(2015)使用 σ 等于 5 来测算出口产品质量,借鉴 Bas 和 Strauss-Kahn(2015)使用出口产品价格来代理出口产品质量,作为稳健性检验。表 2 第(2)、(3)列分别报告了回归结果。

① 当比率大于 1 时,意味着需要不可观测变量数量至少是可观测变量数量的 1 倍以上,此时估计受不可观测变量影响较小(Altonji 等,2005)。

② 这里感谢匿名审稿专家的建设性建议。

③ 限于篇幅,平衡性检验结果未展示,结果留存备案。

④ 限于篇幅,平行趋势检验结果未展示,结果留存备案。

此外,利用 Khandelwal 等(2013)测算的出口产品质量可能面临跨期、跨产品难以比较的困扰,这里借鉴施炳展和邵文波(2014),对出口产品质量进行标准化,以达到可以跨期、跨产品比较的目的,并用于回归,表 2 第(4)列报告了回归结果。第(2)列回归结果显示,在 5% 的统计水平下,外部大股东退出威胁增加显著提升了企业出口产品价格。第(3)、(4)列回归结果显示,外部大股东退出威胁的回归系数分别在 5%、10% 的统计水平下显著为正。

综上所述,本文的回归结果是稳健的。因此,基于表 1、表 2 的结果,假说一成立。

五、基于短视行为的影响机制检验

本部分使用分样本回归和中介效应模型两种方法来检验外部大股东退出威胁影响出口产品质量升级的短视行为机制,以使机制检验结果更准确和稳健。

(一)分样本回归检验

1. 外部大股东退出威胁、产品质量差异化程度与出口产品质量

质量差异化程度越高的产品,研发投入和广告支出占销售收入的比重往往越大(Kugler 和 Verhoogen, 2012)。从而,相对于质量差异化程度低的产品,上市企业管理层削减研发投入和广告支出等短视行为对于质量差异化程度高的产品的影响可能更大。因此可预期,相对于质量差异化程度低的产品,外部大股东退出威胁增加会更多提升质量差异化程度高的产品的质量。借鉴 Manova 和 Zhang(2012),使用研发投入与广告支出占销售收入的比重衡量产品质量差异化程度,数据来源于 Kugler 和 Verhoogen(2012),该文使用美国企业数据计算得到 ISIC(Revision 2)4 位码层面的研发投入与广告支出占销售收入比重。由于质量差异化反映的是产品内在特性,受国别影响较小(Manova 和 Zhang, 2012),因此可以直接使用。在得到 ISIC(Revision 2)4 位码层面的数据后,将之与 HS6 位码进行匹配,从而得到 HS6 位码层面的产品质量差异化程度。另外,借鉴 Khandelwal(2010),使用产品质量梯度来衡量质量差异化程度,为了避免可能的内生性问题,以样本初期一产品内质量最大值减质量最小值来获得质量梯度。回归中,以研发投入和广告支出占销售收入比重、产品质量梯度的中位数进行分样本,高于中位数的产品视为质量差异化程度高的产品,低于中位数的产品视为质量差异化程度低的产品。为了检验两组样本间回归系数是否存在显著差异,借鉴连玉君等(2010),使用 Bootstrap 法重复 300 次计算检验统计量“经验 P 值”,检验原假设为 $H_0: d = 0$,即两组样本间回归系数不存在显著差异。表 3 报告了回归结果。结果显示,相对于差异化程度低的产品,外部大股东退出威胁增加会更多地提升差异化程度高的产品的质量。^①

表 3 机制检验:分样本——产品质量差异化程度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	研发投入与广告支出占销售收入的比重		产品质量梯度	
	高差异化程度产品	低差异化程度产品	高差异化程度产品	低差异化程度产品
<i>exit</i>	0.065*** (0.024)	0.014 (0.016)	0.032** (0.015)	0.020 (0.014)

^① 本文以研发投入与广告支出占销售收入的比重、产品质量梯度的 75 分位数进行分样本回归,以质量标准差作为产品质量差异化程度指标进行检验,结论不变。限于篇幅,未展示,结果留存备案。

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	研发投入与广告支出占销售收入的比重		产品质量梯度	
	高差异化程度产品	低差异化程度产品	高差异化程度产品	低差异化程度产品
控制变量	是	是	是	是
企业 - 产品固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	10748	7242	16268	4255
R ²	0.846	0.788	0.827	0.805
经验 P 值	0.000***		0.000***	

2. 外部大股东退出威胁、外部大股东类型与出口产品质量

不同类型的外部大股东,其退出威胁可能存在差异。陈克兢等(2021)将外部大股东分为短期型、长期型和其他型三类。短期型大股东往往追逐短期股价收益,持股时间较短,退出可能会影响短期股价,但对企业长期基本面影响较小。长期大股东持股时间较长,专注企业长期基本面,其退出更容易被市场解读为关于长期基本面的不利信号,另外长期大股东与持股企业可能不单是简单的财务投资关系,更可能是长期的战略合作关系,退出不仅会影响企业股价,而且可能会影响企业未来业务发展,因此其退出威胁有助于企业专注研发等长期投资。可以预期,相对于无长期大股东的企业,有长期大股东的企业的外部大股东退出威胁增加会更多地提升出口产品质量。借鉴陈克兢等(2021),将外部大股东中的一般法人、证券投资基金、社保基金、境外合格机构投资者视为长期大股东。回归中,将样本划分为有长期外部大股东企业和无长期外部大股东企业。表 4 第(1)、(2)列报告了回归结果。结果显示,在有长期外部大股东的企业样本中,外部大股东退出威胁增加更显著地促进了出口产品质量升级。

表 4 机制检验:分样本——外部大股东类型与出口到不同收入水平国家的产品质量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外部大股东类型		出口到不同收入水平国家的产品质量	
	有长期大股东	无长期大股东	高收入国家	非高收入国家
<i>exit</i>	0.030* (0.016)	0.020 (0.022)	0.002** (0.001)	0.001 (0.001)
控制变量	是	是	是	是
企业 - 产品固定效应	是	是	否	否
企业 - 国家固定效应	否	否	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	11630	7221	17675	28981
R ²	0.843	0.875	0.843	0.847
经验 P 值	0.000***		0.000***	

3. 外部大股东退出威胁与出口到不同收入水平国家的产品质量

高收入国家倾向进口高质量产品 (Hallak, 2006; Feenstra 和 Romalis, 2014)。Manova 和 Zhang (2012) 发现中国企业向高收入国家出口了更高质量的产品。同时, 向高收入国家出口的产品往往需要更多研发、广告等长期投资 (Bastos 等, 2018)。可以预期, 相比于出口到非高收入国家的产品, 外部大股东退出威胁会更多地提升出口到高收入国家的产品质量。基于 Khandelwal 等 (2013) 的方法, 本文计算了企业 - 产品 - 国家 - 年份层面的出口产品质量, 然后借鉴施炳展和邵文波 (2014), 将企业 - 产品 - 国家 - 年份层面的产品质量进行标准化, 并以企业 - 产品 - 国家 - 年份层面出口价值量占企业 - 国家 - 年份层面出口价值量的比作为权重加总得到企业 - 国家 - 年份层面出口产品质量。将 OECD 国家视为高收入国家, 非 OECD 国家视为非高收入国家, 进行分样本回归。回归方程中, 等式左边为未来三期的企业 - 国家 - 年份层面出口产品质量, 右边为外部大股东退出威胁程度 (*exit*)、股票流动性 (*liquidity*)、外部大股东竞争程度 (*bhcom*)、式 (1) 中控制变量集 *X*、企业 - 国家固定效应和年份固定效应。结果可见表 4 第 (3)、(4) 列。结果显示, 外部大股东退出威胁增加更大程度提升了出口到高收入国家的产品质量。^①

(二) 中介效应模型

这里利用中介效应模型检验企业技术创新能力提升是否为外部大股东退出威胁增加促进出口产品质量升级的中介渠道。由于技术创新是一个长期过程, 因此技术创新能力提升也是一个反映企业克服短视行为的过程 (He 和 Tian, 2013; Chemmanur 和 Tian, 2018)。借鉴曲如晓和臧睿 (2019), 本文使用专利申请数量衡量技术创新水平。为了考察不同技术含量的创新在外部大股东退出威胁影响出口产品质量升级过程中的作用, 将创新专利分为技术含量高的发明专利 (*iapply*) 和技术含量低的非发明专利 (*duapply*, 实用新型专利和外观设计专利) 两类, 在回归中加 1 取自然对数。借鉴温忠麟等 (2004), 这里构建中介效应模型如下:

$$quality_{ig,t+3} = a_0 + a_1 exit_{it} + a_2 liquidity_{it} + a_3 bhcom_{it} + a_4 X_{it} + \varphi_{ig} + \eta_t + \varepsilon_{igt} \quad (6)$$

$$\ln apply_{i,t+2} = b_0 + b_1 exit_{it} + b_2 liquidity_{it} + b_3 bhcom_{it} + b_4 X_{it} + \varphi_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$quality_{ig,t+3} = c_0 + c_1 exit_{it} + c_2 liquidity_{it} + c_3 bhcom_{it} + c_4 X_{it} + c_5 \ln apply_{i,t+2} + \varphi_{ig} + \eta_t + \varepsilon_{igt} \quad (8)$$

以上方程中, *ln apply* 为企业专利申请数量的对数, 分为发明专利 (*lniapply*) 和非发明专利 (*lnduapply*) 两类。考虑到外部大股东退出威胁影响企业专利申请需要经历一个过程, 式 (7) 的被解释变量为未来两年的专利申请数量。其他变量为前文所述。表 5 报告了回归结果。

表 5 第 (1) 列报告了式 (6) [即式 (1)] 的回归结果, 这里不再赘述。第 (2)、(3) 列的回归结果对应式 (7), 分别以发明专利数量 (*lniapply*)、非发明专利数量 (*lnduapply*) 作为因变量, 可以看到, 外部大股东退出威胁 (*exit*) 的回归系数在第 (2) 列中显著为正, 表明外部大股东退出威胁增加只会显著促进技术含量高的发明类技术创新能力提升。第 (4)、(5) 和 (6) 列的回归结果对应式 (8), 其中第 (4)、(5) 列分别控制了发明专利数量 (*lniapply*)、非发明专利数量 (*lnduapply*), 第 (6) 列同时控制了发明专利数量 (*lniapply*) 和非发明专利数量 (*lnduapply*)。第 (4) 列中发明专利数量的回归系数在

^① 本文以产品市场竞争程度、分析师跟踪人数进行分样本回归, 结果同样支持短视行为机制。限于篇幅, 未展示, 结果留存备案。

5%的统计水平下显著为正;外部大股东退出威胁的回归系数在10%的统计水平下显著为正,且回归系数(0.025)相较于第(1)列中的回归系数(0.031)更小。第(5)列中非发明专利数量、外部大股东退出威胁的回归系数分别在10%和5%的统计水平下显著为正。第(6)列中发明专利数量、外部大股东退出威胁的回归系数仍分别在5%和10%的统计水平下显著为正,而非发明专利数量的回归系数虽为正但变得不显著。以上结果表明,发明类技术创新能力提升是外部大股东退出威胁增加促进出口产品质量升级的中介渠道,而非发明类技术创新不是。因此,外部大股东退出威胁增加有利于企业克服短视行为,专注技术含量高的发明类创新投资,进而提升出口产品质量。

结合表3~表5结果,本文假说二成立。同时,表5结果表明,本文假说三成立。

表5 机制检验:中介效应模型

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>quality</i>	<i>lniapply</i>	<i>lnduapply</i>	<i>quality</i>	<i>quality</i>	<i>quality</i>
<i>exit</i>	0.031** (0.013)	0.043* (0.023)	0.031 (0.024)	0.025* (0.014)	0.028** (0.014)	0.025* (0.014)
<i>lniapply</i>				0.032** (0.013)		0.028** (0.014)
<i>lnduapply</i>					0.019* (0.011)	0.009 (0.012)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业-产品固定效应	是	否	否	是	是	是
企业固定效应	否	是	是	否	否	否
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	20523	4001	4001	18780	18780	18780
R ²	0.828	0.822	0.814	0.834	0.834	0.834

注:括号内为稳健标准误,其中第(1)、(4)、(5)和(6)列聚类在企业-年份层面获得,第(2)、(3)列聚类在企业层面获得。

六、结论与建议

本文利用2003—2015年中国海关数据库和上市企业数据,考察了上市企业外部大股东退出威胁对出口产品质量升级的影响,并检验了基于管理层短视行为的影响机制。本文结论表明,外部大股东的退出威胁增加促进了出口产品质量升级,并且这一结果具有稳健性。进一步,使用分样本回归和中介效应模型检验影响机制。分样本回归结果表明,质量差异化程度高的产品、有长期外部大股东的企业以及出口到高收入国家的产品质量样本中,外部大股东退出威胁的促进效应更为明显;中介效应模型结果显示,发明类创新(发明专利)、非发明类创新(实用新型专利和外观设计专利)都显著促进了出口产品质量升级,但外部大股东退出威胁增加只对技术含量高的发明类创新存在显著正向影响,表明技术含量高的发明类创新是外部大股东退出威胁增加影响出口产品质量提升的中介渠道。因此,克服短视行为、协调企业管理层行为向关注长期利益的股东偏好趋于一致,是外部大股东退出威胁影响出口产品质量升级的机制。

本文研究对于我国资本市场更好地服务实体经济和培育出口竞争新优势具有一定的政策启示和建议。第一,提升资本市场更好地服务实体经济的能力,需要重视克服资本市场带来的负外

部性,如短视行为。第二,重视管理层行为在出口产品质量升级过程中的作用。克服管理层的私利和短视行为,激励企业不断增加研发、广告等方面的长期投资,这对于产品质量升级至关重要。第三,上市企业应防止股权过度分散。大股东退出威胁有利于企业进行长期投资,这意味着过度分散股权的代价是短视行为,上市企业应防止股权的过度分散,保证大股东对管理层具有强有力的退出威胁程度,以有效约束管理层的短视行为。

参考文献:

1. 陈克兢:《非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗》,《南开管理评论》2019年第4期。
2. 陈克兢、康艳玲、万清清、刘琪:《外部大股东能促进企业创新吗——基于退出威胁视角的实证分析》,《南开管理评论》2021年第3期。
3. 胡楠、薛付婧、王昊楠:《管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习》,《管理世界》2021年第5期。
4. 连玉君、彭方平、苏治:《融资约束与流动性管理行为》,《金融研究》2010年第10期。
5. 刘啟仁、铁瑛:《企业雇佣结构、中间投入与出口产品质量变动之谜》,《管理世界》2020年第3期。
6. 曲如晓、臧睿:《自主创新、外国技术溢出与制造业出口产品质量升级》,《中国软科学》2019年第5期。
7. 施炳展、邵文波:《中国企业出口产品质量测算及其决定因素——培育出口竞争新优势的微观视角》,《管理世界》2014年第9期。
8. 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云:《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》2004年第5期。
9. 余森杰、崔晓敏、张睿:《司法质量、不完全契约与贸易产品质量》,《金融研究》2016年第12期。
10. 张杰、翟福昕、周晓艳:《政府补贴、市场竞争与出口产品质量》,《数量经济技术经济研究》2015年第4期。
11. 祝树金、段凡、邵小快、钟腾龙:《出口目的地非正式制度、普遍道德水平与出口产品质量》,《世界经济》2019年第8期。
12. Acharya, V., & Xu, Z., Financial Dependence and Innovation: The Case of Public versus Private Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No. 2, 2017, pp. 223 – 243.
13. Altonji, J. G., Elder, T. E., & Taber, C. R., Selection on Observed and Unobserved Variables: Assessing the Effectiveness of Catholic Schools. *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 1, 2005, pp. 151 – 184.
14. Amiti, M., & Khandelwal, A. K., Import Competition and Quality Upgrading. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 2, 2013, pp. 476 – 490.
15. Bas, M., & Strauss-Kahn, V., Input-trade Liberalization, Export Prices and Quality Upgrading. *Journal of International Economics*, Vol. 95, No. 2, 2015, pp. 250 – 262.
16. Bastos, P., Silva, J., & Verhoogen, E., Export Destinations and Input Prices. *American Economic Review*, Vol. 108, No. 2, 2018, pp. 353 – 392.
17. Bernini, M., Guillou, S., & Bellone, F., Financial Leverage and Export Quality: Evidence from France. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 59, No. 10, 2015, pp. 280 – 296.
18. Broda, C., & Weinstein, D. E., Globalization and the Gains from Variety. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 121, No. 2, 2006, pp. 541 – 585.
19. Chemmanur, T., & Tian, X., Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 53, No. 3, 2018, pp. 1163 – 1194.
20. Dou, Y., Hope, O., Thomas, W. B., & Zou, Y., Blockholder Exit Threats and Financial Reporting Quality. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 35, No. 2, 2018, pp. 1004 – 1028.
21. Edmans, A., Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 6, 2009, pp. 2481 – 2513.
22. Edmans, A., & Manso, G., Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders. *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7, 2011, pp. 2396 – 2428.
23. Fan, H., Li, Y. A., & Yeaple, S. R., Trade Liberalization, Quality, and Export Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 97, No. 5, 2015, pp. 1033 – 1051.
24. Feenstra, R. C., & Romalis, J., International Prices and Endogenous Quality. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 2,

2014, pp. 477 – 527.

25. Graham, J. R. , Harvey, C. R. , & Rajgopal, S. , The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, No. 1, 2005, pp. 3 – 73.
26. Hallak, J. C. , Product Quality and the Direction of Trade. *Journal of International Economics*, Vol. 68, No. 1, 2006, pp. 238 – 265.
27. He, J. , & Tian, X. , The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, No. 3, 2013, pp. 856 – 878.
28. Holmstrom, B. , Agency Costs and Innovation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 12, No. 3, 1989, pp. 305 – 327.
29. Hope, O. , Wu, H. , & Zhao, W. , Blockholder Exit Threats in the Presence of Private Benefits of Control. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 2, 2017, pp. 873 – 902.
30. Khandelwal, A. K. , Schott, P. K. , & Wei, S. J. , Trade Liberalization and Embedded Institutional Reform: Evidence from Chinese Exporters. *American Economic Review*, Vol. 103, No. 6, 2013, pp. 2169 – 2195.
31. Khandelwal, A. K. , The Long and Short (of) Quality Ladders. *Review of Economic Studies*, Vol. 77, No. 4, 2010, pp. 1450 – 1476.
32. Kugler, M. , & Verhoogen, E. , Prices, Plant Size, and Product Quality. *Review of Economic Studies*, Vol. 79, No. 1, 2012, pp. 307 – 339.
33. Manova, K. , & Zhang, Z. , Export Prices Across Firms and Destinations. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127, No. 1, 2012, pp. 379 – 436.
34. Manso, G. , Motivating Innovation. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, 2011, pp. 1823 – 1860.
35. Moulton, B. R. , An Illustration of a Pitfall in Estimating the Effects of Aggregate Variables on Micro Unit. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 72, No. 2, 1990, pp. 334 – 338.
36. Nunn, N. , & Wantchekon, L. , The Slave Trade and the Origins of Mistrust in Africa. *American Economic Review*, Vol. 101, No. 7, 2011, pp. 3221 – 3252.
37. Stein, J. C. , Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, 1989, pp. 655 – 669.

Blockholders' Exit Threat, Myopic Behavior, and the Quality of Export Products

TANG Chao, ZHU Shujin (Hunan University, 410079)

Abstract: Based on the data of listed firms from 2003 to 2015 and the customs database, this paper examines the impact of the exit threat of outside blockholders on the quality of export products and how their myopia exerts the effect. It finds that the increase in exit threats made by outside blockholders significantly and steadily promoted the quality upgrading of export products. Using the sub-sample and the mediating effect model to test the impact mechanism, the sub-sample regression results show that the promotion effect was more obvious for products with a high degree of quality differentiation, firms with long-term outside blockholders, and products exported to high-income countries; the mediating effect model shows that the increase in exit threats made by outside blockholders could improve the capacity of high-tech inventions and innovations, thereby improving the quality of export products. Thus, it shows that overcoming the myopic behavior of management and alleviating the conflict between management's short-term interest concerns and long-term investment are potential factors for the promotion effect. This study has some policy implications for China's capital market to better serve the real economy and cultivate new competitive advantages in the export market.

Keywords: Blockholders' Exit Threat, Quality of Export Products, Myopic Behavior, Innovation

JEL: F23, G34