

一、概念界定

(一) 多个大股东

大股东是指拥有上市公司10%及以上股权的股东，多个大股东即为公司存在两个及以上的股东持有超过10%比例的股东。部分欧美发达国家的研究学者以持股5%作为界定大股东的标准，这一界定是参考西方国家机构投资者的披露标准。

但中国颁布的《公司法》规定，持有公司10%以上股份的股东有权向董事会请求召开甚至自行召开临时股东会议，并考虑公司现实经营情况，持股10%以上的股东可以向上市公司派驻至少一名董事，甚至高管参与企业决策和具体的经营管理。

因此，在中国公司治理背景下，10%是更为合理的界定标准，即将持有公司股票比例在10%及以上的股东认定为大股东。公司是否为多个大股东并存的股权结构取决于公司是否存在两个及两个以上大股东。

(二) 管理层薪酬

管理层产生于公司经营权与控制权的实质性分离后，代表拥有决策制定权并对作为控制权方的股东负责的群体，包括董事会与监事会成员以及实际参与治理、组织经营活动开展的高级管理人员等。对比其它员工，管理层具有更大的自主决定权，引导战略发展方向，在公司经营管理中发挥显著作用。

股东为保障公司取得更高效益，会实施激励手段维护管理层资本，鼓励他们运用自身经验、技能，加大为公司奋斗的程度。激励方式分为显性和隐性两类，显性激励既包括传统意义上的薪酬激励，如薪资福利、货币奖金，也包含权益性激励，如持股、股票期权；隐性激励指在职消费、人脉网络等。薪酬是雇员为雇主提供劳务而应获得的回报。

管理层薪酬是管理层因经营管理公司而由所有者给予的报酬。鉴于隐性类的在职消费等数据不易获取，所涉及的其它隐性激励无法量化，这里只考虑显性激励。且权益性激励具有长期性特点，在时间点上很难聚焦，衡量有一定难度。主要考虑显性的货币性薪酬激励，以管理层年度薪金及其它福利、补助之和代表。

(三) 企业高质量发展

中国经济持续增长，发展步伐有所减缓，实体经济的重要性不断提升，国家鼓励脱虚向实，聚焦企业。在高质量发展阶段下，企业作为实体经济的核心主体，为实现人民多样化需求肩负着推动经济高质量发展的使命，要达成这一目标就需促进企业自身高质量发展。

高质量发展需考虑人民主要矛盾和新发展理念等，不仅表现为数量和类型的增长，还是衡量一定时期发展水平的重要指标。企业高质量发展是指以提升全要素生产率为载体，以促进发展质量为目标，通过实现健全的治理体制、技术创新推动生产方式革新以达到可持续发展，这不单依赖要素投入来推动成长，而是更重视效率，是一种全面、动态过程。

全要素生产率充分体现企业生产和经营质量，需要要素、管理、生产、制度等共同作用，蕴含丰富的信息。企业高质量发展研究起步较晚，有学者以IPO质量、出口质量等衡量，但它们不能代表全部企业的特质。近年来大多选择全要素生产率作为代理指标。全要素生产率较为全面的考虑了系统内各要素的投入产出效率，且相对客观、可操作，是衡量企业高质量发展的重要指标。

二、理论基础

(一) 委托代理理论

委托代理理论是非对称信息博弈引发的重要研究对象，不同经济主体掌握的信息程度存在较大差异。具有深厚资本的所有者共同出资成立一家公司，由于自身管理专业知识、技能匮乏且精力有限，通常会聘请管理经验丰富、专业素质过硬的职业经理人作为公司的管理者代为决策，由此形成所有权与管理权两权分离现象。

作为委托方的股东希望企业的经营绩效持续提升、谋求长期发展，但管理公司的经理人立足于自身利益，通常追求达到短期业绩承诺以增加额外薪酬激励和超额在职消费。相对于坐等分红的股东，处于公司核心岗位的经理人更能及时了解和掌握内部信息，存在的信息差使得代理人有机会牟取私人利益，进而双方利益目标的不一致产生了委托代理问题。

多个大股东的存在对三类代理问题均有影响，首先是股东与管理层之间，引入的大股东如果持有原有控股股东对管理层的监督状态，则他们的监督合力和监督效果会更强，此外，大股东数量的增加使得股东更有能力开出高绩效工资，激励管理层做出更好的业绩；

其次是大股东与中小股东之间，一般存在的单一控股大股东通常会掠夺中小股东利益，利用控制权为实现自身利益需求而进行隧道挖掘，产生道德风险，例如固定资产私用、虚构关联方交易等，多个大股东的存在会对控股股东形成制衡，对其发挥监督效应，减少中小股东的利益损害；

最后是股东与债权人之间，由于内部缺乏资金或是权益融资不足，企业需要外部债务融资，而债权人为保障未来能及时收回本息，会对借款资金的用途设置限制或是提高还款利率，禁止高风险项目，导致投资收益降低，增加代理成本。新大股东的进入也意味着企业能够获得高额权益融资，且会推动股价上涨，带来声誉效应，为后续融资奠定了好的基础，有助于企业减少债务融资，缓解与债权人的代理冲突。

（二）最优契约理论

在具体缓解代理问题的第一类冲突过程中，股东主要采取监督和激励两种方式。相对于需要支付高昂成本聘请独立第三方来约束和督促管理层行为，激励机制更为简单有效。最优契约理论是基于剩余控制权和剩余索取权分离，要求作为委托方的股东与管理层设计并签订合理有效的薪酬契约以进行经营激励和行为规范。

薪酬激励作为一种显性的报酬，是激励机制的核心内容，是减轻与缓和股东与管理层双方利益冲突的重要途径，设计最优薪酬契约是完善公司治理的关键举措。最优契约理论提出管理层薪酬激励大小与档期业绩好坏具有较高敏感性的关系，公司的股东在制定薪酬契约时应当将其报酬与绩效结合，确定风险、效益与责任承担机制，迫使他们的个人利益与股东利益相一致，为股东财富最大化的目标服务，实现双方共赢。

伴随着国家法律法规的建立健全，中国上市公司大多已建立薪酬激励机制。尽管风险对业绩敏感性产生负向影响，管理层会主动规避风险，致使企业倾向于保守状态，但他们在尽力提升业绩付出的努力能够获取相应报酬的有效契约约束下，会显著提升经营绩效，促进企业高质量发展。

(三) 公司治理理论

公司治理思想最早可追溯至亚当·斯密的《国富论》，详细阐述了管理层与投资者之间的矛盾冲突，认为其核心内容是代理问题。随着基于委托代理理论的公司绩效相关研究大量涌现，学者开始逐步探讨公司治理的内涵。

现代公司是联合企业法人与所有要素提供者的“一系列合同节点”，基于此，公司治理是约束经营过程中产生的利润在不同要素所有者之间分配的机制总和，包含资本与组织结构、股权与董事会配置、外部投资者压力、董监高制度以及劳动力、产品市场的竞争机制等。

也即公司治理是缓和企业与管理层、债权人、投资者以及员工等相关重要利益主体之间关系的各种制度安排，以协调各方利益。从股东视角出发，通常将其界定为一种公司内部治理结构，主要保障出资人能够有效控制管理企业的经理人以使得他们为出资人的利益服务。

可见，公司治理以两权分离背景，是为缓解由此产生的代理问题而构建的一系列协调各方利益关系的制度体系，合理配置企业的剩余索取权。对于公司治理大致形成两类观点，一类主要聚焦于股东与管理层之间，股东是企业资源的提供者，为维持日常经营周转给予支持，也是剩余利润的主要获得者。

管理层主要负责经营管理公司、作出决策并下达通知要求员工执行，获得相应劳务报酬以及业绩奖励。董事会是连接股东与管理层的桥梁，是重大决策是否执行的最终商讨机构，既能支配股东所带来的资金资产，也是聘任、选拔管理人员的决定方，他们认为公司治理主要是在“股东—董事会—管理层”之间达到一种制衡，合理协调股东与管理层的职责，强化股东、董事会对管理层的监督、激励。

另一类认为公司治理的框架内容还包括顾客、供应商、国家政府等重大利益方，除董事会成员构成和股权结构等内部机制外，还需考虑法治环境、市场化水平等外部治理机制。主要考察内部治理的股权结构方面，探讨多个大股东并存的公司治理机制会对企业产生怎样的监督和激励效应以达到各个利益相关方的平衡，推动企业的高质量发展。