

股权结构、上市板块与企业绩效*

吴国鼎

〔摘要〕利用我国A股上市公司2008~2012年的数据,本文分析了主板、中小板和创业板板块中企业股权结构对企业绩效的影响。本文发现,对于主板和中小板企业,企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向且显著的,而对于创业板企业,企业实际控制人持股比例对企业绩效的影响不显著。区分企业所有制性质来分析:主板企业中无论是国有控股企业还是民营控股企业,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响都是显著为正的;中小板企业中,民营控股企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响显著为正,而国有控股企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是不显著的。至于不同板块之间产生差异的原因,可能是由于不同板块中上市企业特征和板块监管规则等的不同、上交所和深交所的监管规则不同以及不同板块中企业的行业分布不同等原因造成的。本文的研究对于理解我国上市公司行为特点,规范我国上市公司行为,促进交易所各板块管理改进具有一定的意义。

关键词: 股权结构 公司绩效 上市板块

JEL分类号: G32 G38 L10

一、引言

关于股权结构与公司绩效的关系,已有研究从不同的角度、用不同的数据进行了研究,得出了一些不同的结论。不同结论的得出,一方面是由于研究者采用的数据、研究方法以及研究角度不同,另一方面也说明股权结构与企业绩效的关系是复杂的,这种关系受到多种因素的影响。

上市公司所处的交易所板块可能对股权结构和公司绩效的关系有所影响。现阶段我国证券交易所市场分为三个层次:主板、中小板和创业板。主板市场包括深圳证券交易所的主板市场和上海证券交易所的主板市场,其中上海证券交易所于1990年开始运营,深圳证券交易所于1991年开始运营。主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平等方面的要求比较高,上市企业多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。中小企业板于2004年5月设立,其主要面向进入成熟期,但规模比主板企业小的中小企业。创业板市场成立于2009年,其主要面向符合其规定的发行条件但尚未达到当时其他板块上市标准的成长型、科技型以及创新型企业。中小板和创业板均设在深圳证券交易所。企业不管是在主板、中小板还是创业板上市,都同样需要遵守《公司法》和《证券法》,只是在发行、上市及监管的具体规则上有所区别,这体现在中国证监会及沪、深交易所对主板、中小板和创业板不同的规则要求中。不同的交易所板块,上市企业的特点不一样,管理制度也不一样,导致不同板块企业股东的行为方式可能会不一样,从而影响到公司实际控制人与公司绩效的关系。现有的对于不同板块中公司股权结构对企业绩效影响的比较研究,研究成果尚且不多。已有的考虑了板块因素的研究,多是仅对单个上市板块进行单独研究,而没有区分不同板块进行比较研究。如果不区分板块而只是进行整体研究,整体研究的结果会掩盖不同板块的特有现象,不利于我们对公司治理的理解以及管理部门对各上市板块进行有效地管理和

* 吴国鼎,中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员,经济学博士。本文受国家自然科学基金青年项目(71202030)和教育部人文社会科学研究青年基金项目(12YJC630287)资助。作者感谢中国社科院世界经济与政治研究所鲁桐研究员、叶扬博士、北京师范大学经济与工商管理学院张会丽博士以及中国劳动关系学院党印博士的有益建议,当然,文责自负。

监督。因此我们认为有必要对这一问题进行深入的研究。

关于股权结构与企业绩效研究中另一个普遍存在的问题,就是股权集中度的代理变量问题。现有研究中的大多数使用公司第一大股东持股比例或前五大股东持股比例作为股权集中度的代理变量。本文认为,使用第一大股东或前五大股东持股比例作为股权集中度的代理变量,研究具有单一控股股东的企业是合适的,但不适用于控股股东包括多个股东的企业,因为这些企业(主要是自然人控股企业)的控股权往往掌握在多个股东手中(往往是家族成员或者创业伙伴),单独使用第一大股东持股比例,并不能全面反映企业控股股东的股权集中程度。而按照终极控制权的传导机制,公司实际控制人才是实际掌握上市公司的主体,因此使用公司实际控制人持股比例作为企业的股权集中度的代理变量则更为合理。

基于现有研究中存在的上述问题,本文认为对这些问题进行进一步研究很有必要。

鉴于此,本文试图在以下方面有所创新。

一是区分不同板块研究股权结构与企业绩效的关系并进行比较。我们分别在三个上市板块中,以股权集中度为解释变量,以企业绩效为被解释变量,进行了回归分析,并比较回归结果的异同。我们也在每个上市板块中,把企业按照所有制类型分为国有控股企业和民营控股企业两种类型并分别考察在这两类企业中股权集中度与企业绩效的关系。

二是分析了不同板块之间股权结构与企业绩效关系异同的原因。我们从不同板块之间的公司特征、监管制度、行业特征等方面对这些异同进行分析,不但找出了不同板块之间产生差异的可能原因,还据此进一步阐述了公司治理的状态依存性,也就是公司治理以及治理绩效在不同状态下的差异性。

三是本文采用了以企业实际控制人持股水平作为企业股权集中度的代理变量以及以企业实际控制人的所有制性质作为企业所有制属性的划分标准,这是已有的研究较少采用的。

本文发现,对于主板和中小板,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向且显著的。对于创业板,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是不显著的。对企业区分所有制类型来分析,主板中无论是国有控股企业还是民营控股企业,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响都是显著为正的。中小板中,民营控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响显著为正,而国有控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是不显著的。本文的研究对于理解我国上市公司公司治理特点,规范我国上市企业的行为,促进交易所各上市板块管理的改进具有一定的意义。

本文剩余部分结构如下:第二部分是研究综述,第三部分是研究假设和检验模型,第四部分是样本与描述性统计,第五部分是检验结果,第六部分是研究结论。

二、研究综述

已有的关于股权结构与公司绩效关系的研究,主要是从股权集中度和股权属性两个方面研究其对企业绩效的影响。

关于股权集中度与公司绩效关系的研究,国内外均已有很多研究且得出了多种不同的结论。这些结论包括股权集中度与企业绩效正相关(如 Jensen and Meckling, 1976; 陈小悦和徐晓东, 2001; 徐莉萍等, 2006)、负相关(如向朝进和谢明, 2003)、成曲线关系(如孙永祥和黄祖辉, 1999; 白重恩等, 2005; 陈德萍和陈永圣, 2011)以及没有关系(如吴淑琨, 2002; 杜莹和刘立国, 2002; 朱武祥和宋勇, 2001)。

关于股权性质与公司业绩的关系,有研究认为不同所有制性质的股东在代理问题的产生和解决方式以及所有权的行使方式上有着明显差别,进而会对公司绩效产生不同的影响(Meggison

and Netter, 2001; Djankov and Munrell, 2002)。关于中国上市公司的股权性质对企业绩效的影响,已有研究多是从国家股、法人股、流通股和外资股等的角度来界定股权性质,并进而分析股权性质和股权集中度对公司绩效的影响。如 Xu and Wang(1999)发现,公司盈利能力与法人股比例正相关,与国家股比例负相关,与流通股比例不相关。杜莹和刘立国(2002)发现国家股比例与公司绩效显著负相关,法人股比例与公司绩效显著正相关,流通股比例与公司绩效不相关。但是, Sun and Tong(2003)却发现,国家股对公司绩效有负面影响,法人股对公司绩效有正面影响,外资股对公司绩效没有显著的影响。Wei et al.(2005)则发现国家股和法人股都与 Tobin Q 值显著负相关,且呈明显的非线性关系,外资股则与 Tobin Q 值显著正相关。徐向艺和张立达(2008)认为第一大股东持股比例对公司价值的影响具有状态依存性,其带有明显的股权性质差异性。国有股比重较低而且一般法人为第一大股东的公司具有最优的股权结构。

关于不同板块中股权结构与企业绩效的研究,虽然还没有学者在三个上市板块之间进行比较研究,但是关于单独一个板块或两个板块中股权结构与企业绩效关系的研究,已经有一些研究成果。陈德萍和陈永圣(2011)研究了中小板企业股权结构与企业绩效的关系,结果表明,股权集中度与公司绩效呈显著的正 U 型关系,股权制衡有助于改善公司绩效。张建波等(2012)也同样进行了中小板企业股权结构与公司价值的实证研究,认为适当的股权集中和股权制衡能够提高公司价值。闻岳春和叶美林(2011)研究了创业板上市公司股权结构与企业绩效的关系,认为第一大股东持股比例的平方和公司绩效显著正相关,而一定的股权分散度可以在创业板上市公司的股东层面形成良好的权力制衡机制,从而促进公司绩效的提升。除此之外,有些研究虽然没有直接研究上市板块中股权结构与企业绩效的关系,但是涉及到了这三个板块的不同特点以及对公司的影响。陈策和吕长江(2011)以主板和中小板中民营企业为样本分析了上市板块差异对会计稳健性的影响。其发现主板和中小板之间存在风险差异,两个板块之间存在不同的监管措施,深交所制定的专门行政法规使中小板表现出更高的会计稳健性。高扬和曹颖(2013)比较了主板、中小板和创业板的信息效率,发现我国各板块证券市场之间的信息效率过于相似,说明我国的证券交易所市场并未达到市场微观结构的差异化。冯根福等(2013)比较了主板、中小板和创业板上市公司的技术创新能力,发现创业板上市公司的技术创新能力最优,中小板上市公司技术创新能力次之,主板上市公司技术创新能力相对较差。

综上所述,我们发现:一方面现有的企业股权结构对企业绩效影响的研究中,在不同板块之间的比较研究,研究成果尚不多。另一方面,对于企业股权集中度以及股权所有制属性的定义也存在问题,使用公司第一大股东的持股比例作为股权集中度代理变量以及使用第一大股东的股权性质作为企业所有制性质的划分标准也值得商榷。因此本文认为有必要对这些问题进行深入的研究。

三、研究假设和检验模型

如前所述,上市企业所处的上市板块会对企业股权集中度与企业绩效的关系产生影响。不同的板块,上市企业特点、管理制度不同,上市企业实际控制人的行为也不同,因此,我们提出本文的第一个假设:

假设 1: 不同交易所板块中企业实际控制人持股比例对企业绩效的影响是不同的。

如前所述,不同所有制性质的实际控制人在上市公司中发挥作用的程度是有差别的。造成这种差别的原因在于,不同所有制性质的实际控制人的激励方式不同,追求的目标也不同,从而导致不同所有制性质的实际控制人的所有权行使方式有很大的差别,进而其公司治理行为以及治理绩效也会有所差异。

由于国有企业中存在着特殊的委托-代理关系,国企的经营目标是社会利益最大化,以及国

企存在预算软约束等(吴联生,2009),这可能会导致国企的低绩效。但是也存在另一种情况,那就是国有控股企业的母公司更易于采取扶持上市企业的措施,母公司在其上市子公司业绩不好时,可能会采取措施对子公司进行支持,所以有可能导致国有控股企业有更好的业绩。和国有企业相比,民营企业的实际控制人有更多的动力对管理层实施有效地监督。且我国大多数的民营企业,企业实际控制人往往就是企业的主要管理者,这在很大程度上减少了企业所有者和管理者之间的代理问题,从而有利于企业绩效的提高。

不同板块中,不同所有制企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响也可能不同。不同的板块,上市企业的性质、规模、行业等可能不同,再加上不同板块的监管制度不同,这会导致不同板块中不同类型企业实际控制人的行为方式不同,进而导致了在不同的板块,不同所有制性质企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响呈现出不同的特征。

由假设 1 以及前述论述,我们提出本文的第二个假设:

假设 2:不同板块中国有控股企业与民营控股企业中实际控制人持股比例对企业绩效的影响是不同的。

根据研究假设,本文的研究变量主要包括公司绩效变量、实际控制人持股比例变量、股权属性变量以及其他控制变量四个部分。

(一)公司绩效变量

现有研究主要采用企业价值指标 Tobin's Q 和企业净资产收益率来衡量企业绩效。有研究认为,与西方成熟市场相比,中国股市的有效性程度仍然很差,这使得采用 Tobin's Q 等指标的前提条件不完全具备(徐莉萍等,2006),因此采用会计类指标可能是比较好的绩效衡量方法。再加上由于本文所考察的主要是企业的经营绩效,企业的经营绩效主要体现在企业会计指标而不是市场价值指标 Tobin's Q 上面。因此本文采用企业净资产收益率作为因变量的度量指标。

(二)股权集中度变量

股权集中度是股权结构的一个重要指标。关于股权集中度的代理变量,如前所述,我们认为,使用公司第一大股东持股比例或者前五大股东持股比例等作为代理变量是不准确的,使用这一比例来衡量控股股东包含多个股东的企业的股权集中度就会有所偏差^①。按照终极控制权的传导机制,公司实际控制人才是实际控制上市公司的主体,因此使用公司实际控制人持股比例作为企业的股权集中度更为合理。而公司实际控制人的持股比例,按照 La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2002)的方法,则有实际控制人拥有的上市公司的现金流权比例和控制权比例两个指标。这两个指标的计算方法为:现金流权比例为实际控制人通过所有控制链累计持有上市公司的所有权权益比例,其中每条控制链顶端对终端公司的所有权权益比例等于该条控制链上各层股东持股比例的乘积;而控制权比例等于实际控制人控制链上最弱的投票权相加之和。

至于使用实际控制人拥有的上市公司的现金流权比例还是控制权比例作为公司股权集中度的代理变量,我们认为,使用现金流权比例更为合适。因为所谓股权集中度,指的是公司大股东拥有的上市公司股份比例。而按照现金流权和控制权的计算方法,现金流权比例为实际控制人通过所有控制链累计持有上市公司的所有权权益比例,在一定意义上也就是公司实际控制人拥有的上市公司股份比例,所以使用实际控制人拥有的上市公司的现金流权比例更能体现公司的股权集中度。实际上,现有的文献中,现金流权和控制权的首创者 La Porta et al.(1999)就是以现金流权比例来衡量大股东的持股比例。曹廷求等(2007)也以终极控股股东也就是本文所称的实际控制人所拥有的公司现金流权作为终极控股股东的控股比例。也有研究者同时使用实际控制人现金流权比例和公司前十大股东持股比例作为股权集中度代理变量(Tong and Yu,2012)。因此,本文使用实际

^① 对于一些企业,尤其是很多民营企业来说,其控股股东往往不只是一个人,而是多个家族成员或者创业伙伴,因此,如果只考虑第一大股东持股比例,很容易得出有偏差的结论。

控制人拥有的公司现金流权比例作为公司实际控制人的持股比例,并以此作为企业股权集中度的代理变量。我们也比较了公司的第一大股东持股比例、实际控制人的现金流权比例以及控制权比例,发现这三个指标差别并不大(见表 3),而且我们使用这三个指标分别进行回归分析,也得出了类似的结论。

(三)其他控制变量

为了控制其它因素对公司绩效的影响,本文还加入了其他一些公司特征变量,包括公司规模、公司财务杠杆、公司固定资产占总资产的比例、公司所有制属性、公司所属行业等。

本文的主要变量以及定义见表 1。

表 1 变量名称及定义

变量类型	变量代码	变量定义
公司绩效(被解释变量)	<i>Roe</i>	企业净资产收益率
	<i>Cs</i>	实际控制人拥有的上市公司现金流权比例
股权集中度(解释变量)	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	<i>Nature</i>	把企业按照实际控制人性质分为国有控股企业、民营控股企业两类
	<i>Industry</i>	按照证监会分类,共 12 个一级行业
控制变量	<i>Size</i>	公司总资产的对数值
	<i>Lev</i>	资产负债率,负债总额/资产总额
	<i>Fixed</i>	经营杠杆,固定资产/账面总资产

基于以上分析,我们采用如下基本模型进行检验:

$$Roe_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Cs_{it} + \beta_2 \times Lev_{it} + \beta_3 \times Fixed_{it} + \beta_4 \times Size_{it} + \beta_5 \times Nature_{it} + \beta_6 \times Industry_{it} + Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中,如表 1 所描述,*Cs* 表示公司实际控制人持股比例,*Lev* 表示企业资产负债率,*Fixed* 表示企业固定资产占总资产比例,*Size* 表示企业的规模,*Nature* 表示企业的所有制属性,*Industry* 表示企业所属的行业。在下面的具体论证过程中,我们会根据研究需要对模型进行变换。

四、样本与描述性统计

本文以上海和深圳证券交易所 A 股上市公司 2008~2012 年数据为研究样本,为了避免因一些特殊因素可能造成的对研究结果的影响,我们在样本中剔除了:(1)证监会行业分类下的银行证券保险等金融类上市公司;(2)2012 年处于 ST 状态的上市公司;(3)样本区间控制权发生转移的公司;(4)上市时间不足 1 年的公司。

本文所用公司财务数据来自于 Wind 数据库,股权结构等其他数据均来自于 CSMAR 数据库。关于实际控制人持股比例变量,也就是实际控制人持有的上市公司现金流权比例变量,虽然 CSMAR 数据库中有这个变量,但是存在有缺失值以及计算不准确的情况。为此,我们下载了样本中所有企业在研究区间的年报,对每个企业的实际控制人持股比例都进行了核查,补充了原数据库中缺失的数据,也对原数据库中的计算错误进行了修正。

从表 2 中可以看出,我国上市公司的股权比较集中,实际控制人持股比例(*Cs*)的均值为 35%。样本公司的资产负债率均值为 0.46,表明上市公司债权融资与股权融资相对平均。样本公司固定资产占总资产比重平均为 0.24。

我们主要考察企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响,所以我们统计这一变量在样本

期间变化情况。为比较,我们也统计了样本期间实际控制人控制权以及公司第一大股东持股比例的均值在各年度变化情况,见表3。

表2 主要变量描述性统计

变量代码	样本数	最小值	最大值	平均值	标准偏差
<i>Roe</i>	7419	-0.24	0.30	0.08	0.09
<i>Cs</i>	7419	0.06	0.72	0.35	0.17
<i>lev</i>	7419	0.06	0.87	0.46	0.21
<i>Fixed</i>	7419	0.01	0.69	0.24	0.18
<i>Size</i>	7419	19.78	25.04	21.81	1.21

表3 公司股权集中度等变量均值按年度统计表

年度	实际控制人现金流权(%)	实际控制人控制权(%)	第一大股东持股比例(%)
2008	34.2036	39.9856	38.0175
2009	34.6460	40.1698	37.7131
2010	35.6164	40.8643	37.4476
2011	35.3372	40.5755	37.0390
2012	35.2657	40.5276	36.9511

从表3中可以看出,样本企业的实际控制人现金流权、控制权以及第一大股东持股比例均值在各年度间变化不大。这符合实际情况,企业的大股东持股状况相比较是一个变化幅度不大的变量,企业大股东持股比例的大幅变化容易造成企业控制权的不稳定,对企业的经营不利。

我们再考察不同板块中上市公司的实际控制人持股比例状况。各板块中企业的实际控制人持股比例状况见表4(除金融行业)。

表4 各板块实际控制人持股比例状况

板块名称	企业家数(个)	实际控制人平均持股比例(%)
创业板	145	39.12
中小板	480	38.28
主板	1006	33.42
全部样本	1631	35.08

从表4中可以看出,分交易所板块来看,创业板中企业实际控制人持股比例最高,为39.12%,中小板次之,为38.28%,主板中企业实际控制人持股比例最小,为35.08%。

股权属性因素是本文考察的主要因素之一。参考白云霞等(2013)、田利辉和张伟(2013)的方法,我们把样本企业按照实际控制人所有制性质分为国有控股企业和民营控股企业。具体划分标准如下:如果企业的实际控制人为国有企业、国有机构、开发区以及事业单位,则该企业类型为国有控股企业;如果企业的实际控制人为民营企业以及自然人,则该企业为民营控股企业。另外,我国部分企业的实际控制人为外国政府、自治政府或者外国公民、无国籍人士等,由于这类企业比较特殊,不具有普遍性,加之这类企业个数很少,所以为了考察结果的稳健性,我们在进行实证检验时把这类企业剔除。我们统计了不同板块中国有控股企业和民营控股企业所占的比例,见表5。

表5 交易所各板块中不同所有制类型企业所占比例

板块	企业家数	国有控股企业		民营控股企业	
		企业家数	占比(%)	企业家数	占比(%)
主板	1006	750	74.55	256	25.45
中小板	480	90	18.75	390	81.25
创业板	145	10	6.90	135	93.10
全部样本	1631	850	52.12	781	47.88

从表5中可以看出,不同交易所板块中,不同所有制类型企业所占的比例差别很大,主板中国有控股企业所占的比例很高,达到74.55%,中小板中国有控股企业所占的比例次之,为18.75%,而在创业板中,国有控股企业所占的比例最低,仅为6.90%。

五、检验结果

为了剔除极端值的影响,我们对数据进行了Winsorize处理,将2%以下和98%以上的数值分别替代为2%和98%的取值,以剔除极端值对分析结果的影响。

(一)假设1检验结果

根据假设1,我们检验不同板块中企业实际控制人持股比例对企业绩效的影响。由于样本是面板数据,通过检验我们发现,对于该模型的估计,使用固定效应方法比使用最小二乘法方法更加有效,所以我们使用固定效应方法进行估计,回归结果见表6。

表6 不同板块中实际控制人持股比例对企业绩效的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	被解释变量:Roe			
	样本全体	主板	中小板	创业板
<i>Cs</i>	0.205*** (0.030)	0.208*** (0.035)	0.120** (0.052)	0.029 (0.064)
<i>Lev</i>	-11.313*** (1.863)	-14.800*** (2.295)	-3.270 (2.882)	-65.202*** (12.552)
<i>Fixed</i>	-7.830*** (1.765)	-12.070*** (2.312)	1.943 (2.763)	-2.959 (3.351)
<i>Size</i>	1.629*** (0.610)	1.778** (0.734)	0.717 (0.821)	35.378*** (7.590)
板块虚拟变量	是	-	-	-
年度虚拟变量	是	是	是	是
常数项	-29.028** (13.299)	-29.184* (16.093)	-12.005 (17.886)	-720.529*** (157.457)
观测值	7419	4975	1973	471
企业家数	1631	1006	480	145
R-squared	0.06	0.07	0.06	0.49

注:括号中的数字为回归系数的相应的标准差;*表示在10%水平上显著;**表示在5%水平上显著;***表示在1%水平上显著。

按照前述规定,表6中变量Cs表示企业实际控制人的持股比例。从表6回归结果(1)中可以看出,从全体样本来看,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向的。这和大多数的研究是一致的。从回归结果(2)和(3)中可以看出,主板和中小板中,实际控制人持股比例对企业绩效的影响是正向的,其结果和使用全体样本检验的结果是一致的。

从表6回归结果(4)可以看出,在创业板中,企业实际控制人持股比例对企业绩效的影响是不显著的。为什么创业板会出现和主板以及中小板不一致的情况?本文认为可能的原因有两个:一是样本。创业板于2009年设立,大多数企业的上市年限较短,平均为2年多,在这种情况下,很难保证得到稳健的回归结果。二是由创业板上市企业的特点以及创业板的监管制度和其他板块不同造成的。创业板无论是在上市企业类型、企业规模、上市条件还是在监管规则等方面都和主板、中小板有所不同。

(二)假设2检验结果

根据假设2,我们考虑不同板块中国有控股企业与民营控股企业实际控制人持股比例对企业绩效的影响。由表6已经验证,创业板中企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响不显著而且创业板中国有控股企业太少(在有效样本中,创业板中国有控股企业只有10家,而民营控股企业有135家),所以本文不再对创业板做国有控股企业和民营控股企业的划分,只对主板和中小板两个板块中的国有控股企业和民营控股企业进行比较分析。按照前述方法,本文把样本分为国有控股企业和民营控股企业两类。对于检验模型,本文同样使用固定效应检验方法。检验结果见表7。

从表7回归结果(1)和(2)中可以看出,对所有样本企业来说,无论在国有控股企业还是在民营控股企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响都是正向的。从回归结果(3)和(4)中可以看出,对于主板企业来说,无论是在国有控股企业还是在民营控股企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响也都是正向的。

从表7回归结果(5)和(6)可以看出,对于中小板上市企业来说,国有控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响不显著,而在民营控股企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向的。因此,主板和中小板中,不同所有制企业实际控制人持股比例对企业绩效影响的差别主要体现在国有控股企业中。也就是说,在主板的中国有控股企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向且显著的,而在中小板的国有控股企业中,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响不显著。为什么会出现这种情况?这就涉及到公司治理的“状态依存”问题。本文认为,这也许与主板和中小板对上市企业的监管存在差异有关,也许与主板和中小板中国有控股企业的行业分布有关,也许与上交所和深交所的监管制度不同有关(主板中既包括上交所主板,也包括深交所主板)。接下来我们对这几个可能的原因进行分析。

从主板和中小板的监管制度来看,虽然中小板适用的法律、法规、部门规章等基本制度与主板市场基本相同,但是针对中小板,深圳证券交易所发布了《中小企业板块交易特别规定》、《中小企业板块上市公司特别规定》、《中小企业板块证券上市协议》等作为对企业在中小板上市和交易进行约束和管理的法律依据,这使得对中小板的监管在一定程度上区别于对主板的监管。比如,关于上市公司会计稳健性方面,深交所对中小板上市公司会计稳健性的影响体现在其制定了公开致歉并试行弹性保荐制度、年度报告说明会制度以及募集资金管理制度等。

主板和中小板两个板块中的国有控股企业行业分布的差异也可能导致这两个板块中国有控股企业实际控制人对企业绩效的影响不一致。有研究认为,股权结构与企业绩效的关系会受到多种因素的影响,这其中也包括企业所处的行业特征。David and Sorensen(1999)认为不同类型的股东对公司的影响力取决于具体的行业特性,如行业的透明度、稳定性以及在生命周期中所处的位置,即所谓的“公司治理的权变理论”。陈晓和江东(2000)认为不同类型的股东在公司治理结构中发挥的作用是“状态依存”的,即在不同的行业中,股东行使所有权的动机和特征有所差异。基于这

表7 不同板块中中国有与民营控股企业控制人持股比例对企业绩效的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	被解释变量:Roe					
	所有样本		主板		中小板	
	国有	民营	国有	民营	国有	民营
<i>Cs</i>	0.170*** (0.040)	0.260*** (0.043)	0.188*** (0.042)	0.263*** (0.062)	-0.027 (0.066)	0.235*** (0.068)
<i>lev</i>	-15.913*** (2.795)	-7.132*** (2.409)	-17.400*** (2.954)	-9.607*** (3.657)	1.878 (7.236)	-5.946* (3.098)
<i>fixed</i>	-9.274*** (2.402)	-6.796** (2.646)	-10.840*** (2.579)	-16.777*** (5.345)	-0.691 (5.872)	3.046 (2.914)
<i>size</i>	2.132** (0.844)	1.157 (0.914)	2.508*** (0.913)	0.241 (1.270)	-1.475 (1.497)	2.367** (1.016)
<i>marketization</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
年度虚拟变量	是	是	是	是	是	是
常数项	-36.753** (18.493)	-21.901 (19.677)	-44.723** (20.075)	4.040 (27.350)	39.904 (32.075)	-50.816** (22.462)
观测值	4139	3280	3709	1266	397	1576
企业家数	850	781	750	256	90	390
R-squared	0.07	0.06	0.08	0.07	0.05	0.07

注:括号中的数字为回归系数的相应的标准差;*表示在10%水平上显著;**表示在5%水平上显著;***表示在1%水平上显著。

种观点,我们考察主板和中小板板块中国有控股企业所处的行业分布情况,见表8。根据中国证监会的行业划分,我们把样本企业所属行业分为十二个行业,分别是:A代表农、林、牧、渔业,B代表采掘业,C代表制造业,D代表电力、煤气及水的生产和供应业,E代表建筑业,F代表交通运输、仓储业,G代表信息技术业,H代表批发和零售贸易,I代表金融、保险业,J代表房地产业,K代表社会服务业,L代表传播与文化产业,M代表综合类产业。从表8中可以看出,主板和中小板中国有控股企业的行业分布情况还是有一定差异的。例如占比最大的制造行业(C),主板国有控股企业中属于制造行业的企业占比是49.6%,而中小板国有控股企业中属于制造行业的企业占比是60.00%。另外对于行业D、F、G、J等,两个板块中的国有控股企业分布也存在一定程度的差异。本文认为可能是企业所属行业的差异造成了不同的检验结果,至于分析不同行业中企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响,则需要进一步研究,其不是本文研究的主要内容。

主板和中小板中国有控股企业实际控制人对企业绩效影响的不一致也可能是由于企业所处证券交易所的不同所致。因为本文同样也发现^①,同样是主板,但是深交所中的国有控股企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响却不显著,而对于民营控股企业,深交所中的民营控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响同样也不如上交所显著,这使得我们怀疑问题出

① 由于篇幅限制,没有列示验证结果。

表 8 主板和中小板国有控股企业行业分布情况

行业分类	主板国有控股企业		中小板国有控股企业	
	企业家数	占比(%)	企业家数	占比(%)
A	14	1.87	1	1.11
B	37	4.93	2	2.22
C	372	49.60	54	60.00
D	57	7.60	2	2.22
E	18	2.40	5	5.56
F	55	7.33	2	2.22
G	33	4.40	10	11.11
H	55	7.33	5	5.56
J	50	6.67	1	1.11
K	23	3.07	6	6.67
L	10	1.33	1	1.11
M	26	3.47	1	1.11
合计	750	100.00	90	100.00

现的原因可能和企业所在证券交易所的不同有关。深交所和上交所对于上市企业的定位不同,采取的监管制度也有所差别,这也就影响到板块中企业实际控制人持股比例对于企业绩效的影响。

综上所述,我们的检验结果是,主板和中小板中国有控股企业和民营控股企业中实际控制人对企业绩效的影响程度是不同的。我们初步分析了三个原因,更详细的分析需要进一步研究。

(三)稳健性检验

如表 3 中所示,企业的实际控制人持股比例是一个在各年度之间变化幅度很小的变量,这可能会影响使用固定效应方法的可靠性。基于这种考虑,我们对模型用最小二乘法进行检验,也得出了相似的结论。同样,为解决这个问题,我们按照 Tong and Yu(2012)的方法,使用各变量的年度平均值进行了横截面回归,得出了类似的结论^①。另外,本文使用净资产收益率作为企业绩效的代理变量,使用总资产收益率指标进行稳健性检验,也得出了类似的结论。

六、研究结论

本文分析了主板、中小板和创业板板块中公司实际控制人对企业绩效的影响,从实际控制人持股比例以及实际控制人所有制性质两个方面进行考察。本文发现,对于主板和中小板,实际控制人持股比例对于企业绩效的影响是正向且显著的,对于创业板,实际控制人持股比例对企业绩效的影响不显著,这可能是由于创业板发展时间较短以及创业板和其他板块中上市企业的性质、规模、以及对企业的监管制度不同等原因造成的。按所有制类型来分析,主板中无论是国有控股企业还是民营控股企业,实际控制人持股比例对企业绩效的影响都是显著为正的。在中小板中,民营控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响显著为正,而国有控股企业中实际控制人持股比例对于企业绩效的影响不显著,这可能是由于主板和中小板上市企业特征和监管规则的不同,

^① 由于篇幅限制,没有列示验证结果。

上交所和深交所监管规则的不同,以及这两个板块中企业的行业分布不同等原因造成的。本文的研究对于理解我国上市企业实际控制人的行为特点,规范我国上市企业的行为,促进交易所各板块管理的改进具有一定的意义。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- 白云霞、林秉旋、王亚平、吴联生(2013):《所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据》,《会计研究》,第4期。
- 曹廷求、杨秀丽、孙宇光(2007):《股权结构与公司绩效:度量方法和内生性》,《经济研究》,第10期。
- 陈策、吕长江(2011):《上市板块差异对会计稳健性的影响——来自A股主板和中小板民营企业的实证检验》,《会计研究》,第9期。
- 陈德萍、陈永圣(2011):《股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究》,《会计研究》,第1期。
- 陈晓、江东(2000):《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,《经济研究》,第8期。
- 陈小悦、徐晓东(2001):《股权结构、公司绩效与投资者利益保护》,《经济研究》,第11期。
- 杜莹、刘立国(2002):《股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析》,《管理世界》,第11期。
- 冯根福、张玉超、温军(2013):《我国主板、中小板、创业板上市公司的技术创新能力比较分析》,《当代经济科学》,第6期。
- 高扬、曹颖(2013):《我国主板、中小板、创业板的信息效率之比较——基于Kalman滤波的实证研究》,《北京工商大学学报(社会科学版)》,第5期。
- 孙永祥、黄祖辉(1999):《上市公司的股权结构和绩效》,《经济研究》,第12期。
- 田利辉、张伟(2003):《政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应》,《经济研究》,第11期。
- 闻岳春、叶美林(2011):《中国创业板上市公司治理与绩效的实证研究》,《上海金融学院学报》,第3期。
- 吴联生(2009):《国有股权、税收优惠与公司税负》,《经济研究》,第10期。
- 吴淑琨(2002):《股权结构与公司绩效的U型关系研究——1997年上市公司的实证研究》,《中国工业经济》,第1期。
- 向朝进、谢明(2003):《我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析》,《管理世界》,第5期。
- 徐莉萍、辛宇、陈工孟(2006):《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》,第1期。
- 徐向艺、张立达(2008):《上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果》,《中国工业经济》,第4期。
- 张建波、樊敏、于潮(2012):《中小板上市公司股权结构与公司价值的实证研究》,《山东社会科学》,第12期。
- 朱武祥、宋勇(2001):《股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析》,《经济研究》,第12期。
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2002): “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- David, K. and A. Sorensen (1999): “Ownership Organization and Firm Performance”, *Annual Reviews, Sociology*, 24, 121-144.
- Djankov, S. and P. Murrell (2002): “Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey”, *Journal of Economic Literature*, 40, 793-837.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes Florencio and S. Andrei (1999): “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Meggison, W. and J. Netter (2001): “From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization”, *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.
- Sun, Q. and W. Tong (2003): “China’s Share Issue Privatization: The Extent of Its Success”, *Journal of Financial Economics*, 70, 183-222.
- Wei, Z., F. Xie and S. Zhang (2005): “Ownership Structure and Firm Value in China’s Privatized Firms:1991-2001”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 87-108.
- Tong, W. and W. Yu (2012): “A Corporate Governance Explanation of the A-B Share Discount in China”, *Journal of International Money and Finance*, 31, 125-147.
- Xu, X. and Y. Wang (1999): “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, *China Economic Review*, 10, 75-98.

(责任编辑:马辰)