

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2021.01.006

市场化程度和股权结构动态调整速度

李井林, 卢 珊

(湖北经济学院/湖北会计发展研究中心, 武汉 430205)

摘要:本文以中国沪深交易所A股上市公司2006-2018年的面板数据实证检验了企业所在地区市场化的程度对股权结构动态调整速度的影响。研究结果显示:市场化程度显著提升了企业股权结构动态调整速度。进一步地,在考虑企业产权性质、企业规模和企业控制程度等情境下,相比于非国有企业,市场化程度对国有企业的股权结构动态调整速度的促进效应更大;相比于大规模企业,市场化程度对小规模企业的股权结构动态调整速度的促进效应更大;相比于过度控制的企业,市场化程度对控制不足的企业股权结构动态调整速度的促进效应更大。这一结果为更好地理解现实中宏观制度环境对微观个体企业股权结构动态调整速度的影响,以及企业根据内外部环境的变化调整优化股权结构提供了经验证据支持。

关键词:市场化程度;股权结构;动态调整**中图分类号:**F275.5**文献标志码:**A**文章编号:**1672-626X(2021)01-0065-12

一、引言

股权结构是公司治理结构和机制的基础,不同的股权结构会带来公司治理结构的改变和影响公司治理机制作用的发挥,对企业可持续发展起到至关重要的作用。股权结构的不合理性是我国上市公司现阶段在公司治理方面存在的最为突出的问题。一方面,从上市公司控股股东性质而言,由于我国企业历史改制等原因,绝大多数上市公司是从国有企业演变而成,大多存在着产权主体缺位和监督失效等问题,实际控制权掌握在企业内部人员手中,造成“内部人控制”现象,容易导致管理层为谋求自身利益而损害股东财富的第一类委托代理问题的产生。另一方面,从上市公司股权分配比例而言,我国上市公司普遍存在“一股独大”的高度集中的股权结构现象,导致上市公司股东之间相互制衡度较低,造成大股东侵害中小股东利益的第二类委托代理问题的产生。学者们对股权结构与企业价值间关系进行了长期的研究,并形成了“股权结构之谜”,对股权结构的研究历程大致可以分为三段:股权结构外生观、股权结构内生观和股权结构动态内生观。股权结构外生观认为股权结构单向影响企业价值,不同企业之间的价值差异是由股权结构引起的,存在一个使其完成财务目标实现企业价值最大化的最优股权结构。股权结构内生观认为股权结构是股权所有者对收益与成本因素相互权衡后的内在结果表现,股权结构与企业价值不相关,企业不存在某一特定的

收稿日期:2020-11-04**基金项目:**国家社会科学基金青年项目(17CGL013)**作者简介:**李井林(1985-),男,湖南永州人,湖北经济学院会计学院/湖北会计发展研究中心副教授,研究方向为公司理财、并购重组与企业社会责任;卢珊(1998-),女,湖北麻城人,湖北经济学院会计学院/湖北会计发展研究中心硕士研究生,研究方向为公司理财、并购重组与企业社会责任。

最优股权结构。股权结构外生观和内生观都是从静态视角来考察股权结构与企业价值之间的关系,而股权结构动态内生观认为股权结构是存在最优水平的,且存在关于其最优水平的动态调整行为,然而由于信息不对称和委托代理问题,导致实际股权结构往往偏离其最优水平。

在影响股权结构的外部环境因素中,学者们从静态视角考察市场化程度^[1]、产品市场竞争^[2]以及法律环境^[3]等制度环境对股权结构选择的影响,同时从动态视角主要考察宏观经济状况、法律环境以及所处行业特征等对股权结构动态调整的影响。股权结构内生于其所处的制度环境,然而从制度环境因素考察市场化程度对股权结构动态调整影响的研究还相对较为薄弱。此外,高市场化程度有助于优化资源配置,促进资本要素流动,可减少股权结构动态调整成本,进而加速其调整。基于此,本文将从市场化程度这一重要的制度环境出发,检验资本结构动态权衡理论的部分调整模型^[4],构建检验股权结构动态调整行为的部分调整模型,并将市场化程度这一宏观制度背景因素加入到股权结构动态调整模型之中,构建修正的股权结构动态调整模型,实证检验企业所在地区市场化的程度对中国上市公司股权结构动态调整速度的影响效应。

本文的可能贡献在于:第一,虽然股权结构动态调整行为的研究文献已大量出现,但已有文献在考察股权结构动态调整行为时忽略了最优股权结构的作用^[5-6];第二,已有文献大都基于大股东和管理层等直接控股股东视角研究股权结构动态调整行为,鲜有学者从上市公司实际控制人视角进行探讨^[7-8];第三,鲜有学者考察市场化程度等制度环境对股权结构动态调整行为的影响效应。基于此,本文以中国上市公司面板数据为研究样本,构建股权结构动态调整的部分调整模型,从上市公司实际控制人控制权视角实证验证中国上市公司股权结构存在动态调整行为,而且其动态调整速度受到市场化程度的显著影响,支持了股权结构动态权衡理论,并为宏观制度环境对微观企业个体行为的影响路径提供了新的经验证据。同时为新时期积极推进国有企业混合所有制改革,优化股权结构和改善公司治理提供政策借鉴。

二、理论分析与研究假设

最优资本结构水平由传统的资本结构静态权衡理论提出,而资本结构动态权衡理论认为企业不仅存在最优资本结构水平,当企业所处内外部因素发生变化时,企业实际的资本结构往往会偏离最优资本结构,企业会基于价值最大化的财务目标,不断对其实际资本结构进行相应调整并向最优资本结构水平靠拢。然而由于资本市场存在摩擦,企业实际资本结构往往会与其最优水平存在一定的偏离,当企业资本结构调整收益大于其调整成本时,企业会采取相应的融资政策调整其资本结构至最优水平。企业股权结构作为资本结构的重要组成部分,也同样存在着最优水平,当股权结构处于最优水平时,能够实现企业价值最大化的目标^[10]。实际上,由于存在股权结构调整成本,企业实际股权结构经常偏离其最优水平^[10-11],而企业基于理性的角度会对其进行调整优化回归至最优水平。因此,企业向其最优股权结构的调整是一个动态过程,同样受到企业内外部环境变化的影响,股权结构在很大程度上内生于所处的制度环境^[12]。其中,企业所在地区的市场化程度是企业股权结构动态调整的一个重要制度环境,随着中国市场化程度的逐步深化,市场逐渐在社会资源的配置中发挥举足轻重的作用。已有研究发现企业所在地区的市场化程度对企业债务期限结构、资本配置效率、股利政策、资本结构动态调整速度以及股权结构选择等方面产生了显著影响^[13-17]。

就市场化程度对企业股权结构调整行为的影响机制而言,一方面,市场化程度的提高有利于提升社会资源配置效率,降低股权结构动态调整成本。Bebchuk和Roe(1999)认为股权结构调整存在路径依赖性,其产生机制主要为效率机制和寻租机制^[18]。股权结构调整的效率机制的作用发挥在于对股权结构调整过程中的调整效应和调整成本的权衡。而随着市场化程度的提高,政府对社会资源配置的作用逐渐转向导向性,赋予社会更多的活力,企业更加自主地处理经营问题,不断改善公司治理结构,优化管理体系。为了应对激

烈的市场竞争和降低财务风险,企业会更为关注自身的股权结构调整问题,降低企业股权结构与最优水平的偏离度,以实现企业价值最大化。同时,企业所在地区的市场化程度越高,企业所能获取融资的渠道和方式越丰富,就越有利于合理配置资金流入从而降低融资成本和提高社会资源配置效率^{[19][4]},为企业股权结构动态调整提供了良好的外部融资环境。另一方面,企业所在地区市场化程度的提高能发挥外部监督作用,有效抑制大股东和管理者的寻租行为。股权结构动态调整的寻租机制的作用发挥在于大股东和管理者通过维持现有的股权结构来获取控制权收益,从而阻碍股权结构的调整。而企业所在地区的市场化程度越高,越有利于改善公司治理水平^[12],使得大股东和债权人更好地发挥监督者的作用,因而能够缓解企业内部的寻租行为。同时,企业所在地区的市场化程度越高,其法治环境制度也相对越完善,对投资者权益的法律保护也就越全面且程度也越高,对于中小股东权益的保护更有力,减少大股东谋取私利的机会,使得股权结构动态调整的路径依赖性减弱。基于上述理论分析,本文提出如下研究假设:

研究假设:企业所在地区的市场化程度对于其股权结构动态调整速度具有正向影响作用。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以在中国沪深交易所挂牌交易的A股上市公司2006—2018年的面板数据作为初始研究样本,并按照如下标准对初始研究样本进行了筛选:(1)剔除金融和保险类样本公司;(2)剔除负债率超过1的样本公司;(3)剔除ST、*ST、PT类样本公司;(4)剔除观测值缺失值较多的上市公司;(5)借鉴Helwege等(2007)^[20]和万立全(2015)^[21]等文献对分散股权结构的界定,剔除实际控制人控制权比例低于10%的上市公司,最终得到8191个公司年度观测值。实际控制人持股比例和产权性质变量数据来源于国泰安数据库,市场化程度变量数据来源于王小鲁等(2019)编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》^[22];控制程度变量数据根据目标股权结构估计模型计算而得;企业规模、企业成长性、固定资产比率变量数据根据国泰安数据库中的“财务指标分析”子数据库中的数据计算而得;资本支出变量数据根据国泰安数据库中的“财务报表”子数据库中的“现金流量表(直接法)”计算而得;研发支出变量数据来源于国泰安数据库中的“上市公司研发创新”子数据库;行业效应变量数据来源于国泰安数据库中的“治理结构”子数据库。若样本公司相关变量数据缺失,则根据其度量方法进行了计算补充。为了使数据更具代表性,减少极端异常值对研究结果产生的偏差,本文对连续型变量观测值处于1%和99%分位数外的样本进行缩尾(winsorize)处理。

(二) 模型设定与变量定义

1. 模型设定

一是目标股权结构估计模型。已有关于股权结构影响因素的大量文献表明,企业特征和所处行业性质等因素对于企业目标股权结构具有决定性的作用^{[10][23]},因此,我们构建了估计企业目标股权结构的两个模型,即:

$$\text{Vote}_{it} = \alpha_i + \beta X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Vote}_{it}^* = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta} X_{it-1} \quad (2)$$

其中, Vote_{it}^* 为公司*i*在*t*时期的目标股权结构,为模型(1)中实际控制人控制权比例(Vote_{it})的拟合值, X_{it-1} 为股权结构影响因素,包括企业规模、资产负债率、盈利能力、固定资产比率、资本支出、研发支出,企业成长性以及行业和时间效应。

二是股权结构动态调整模型。本文借鉴Flannery和Rangan(2006)^[4]、Wintoki等(2012)^[24]、Cicero等(2013)^[25]等文献的研究方法,采用标准的局部调整模型,测量股权结构动态调整速度,在模型中纳入市场化

程度变量,构建扩展的股权结构局部调整模型,以此来检验企业所在地区市场化的程度对股权结构的动态调整速度的影响效应。标准的股权结构局部调整模型为式(3):

$$\text{Vote}_{it} - \text{Vote}_{it-1} = \alpha + \lambda(\text{Vote}_{it}^* - \text{Vote}_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

通过将模型(2)和模型(3)整理变换得到模型(4)。模型(3)与模型(4)中的 λ 为局部调整模型估计得到的样本公司每年平均的股权结构调整速度,如果 $\lambda=0$,则股权结构不存在调整,表现为随机游走状态。因此,如果 $0 < \lambda < 1$ 且关于 $(1-\lambda)$ 的t检验具有统计显著性,那么则表示局部调整模型成立,意味着股权结构存在关于其最优水平的动态调整行为。

$$\text{Vote}_{it} = \alpha + (\lambda\beta)X_{it-1} + (1-\lambda)\text{Vote}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

为了考察市场化程度对股权结构调整速度的影响,我们在模型(4)的右边加入了市场化程度(Market_{it-1})与股权结构(Vote_{it-1})的交互项($\text{Market}_{it-1} \times \text{Vote}_{it-1}$),进一步构建扩展的股权结构局部调整模型为式(5):

$$\text{Vote}_{it} = \alpha + (\lambda\beta)X_{it-1} + (1-\lambda)\text{Vote}_{it-1} + \gamma\text{Market}_{it-1} + \eta\text{Market}_{it-1} \times \text{Vote}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

此时,可看出股权结构的调整速度表示为 $\theta = \lambda - \eta$,若 η 的符号呈现显著为正,则表明股权结构的动态调整速度与市场化程度呈现负相关,即市场化程度越高,则股权结构的动态调整速度越慢。相反,若 η 的符号呈现显著为负,则表明股权结构的动态调整速度与市场化程度呈现正相关,即当市场化程度不断上升,则股权结构动态调整速度也会显著提升。

2. 变量定义

(1)被解释变量。股权结构(Vote)。借鉴 Helwege 等(2007)^[20]、Foley 和 Greenwood(2010)^[26]、Donelli 等(2013)^[27]以及万立全(2015)^[21]等文献对股权结构动态调整的研究思路,本文通过股权控制链的计算得出上市公司实际控制人的持股比例来测度股权结构。

(2)解释变量。市场化程度(Market)。本文采用王小鲁等(2019)测算的中国各地区的市场化指数作为衡量市场化程度的指标^[22],并以样本公司各年度市场化程度的中值作为标准,若样本公司中市场化程度高于中值,则划分为高市场化程度样本,若样本公司中市场化程度低于中值,则划分为低市场化程度样本,分组进行检验,以增强文章研究结论的可靠性。

(3)控制变量。借鉴 Helwege 等(2007)^[20]、Foley 和 Greenwood(2010)^[26]、刘文军(2014)^[28]以及万立全(2015)^[21]等文献,本文在模型中进一步控制了影响上市公司实际控制人的控制权比例的其他特征变量,主要包括企业成长性(Growth)、固定资产比率(PPE)、资本支出(CEXPA)、研发支出(R&D)以及行业效应(Industry)和时间效应(Year)。各变量名称以及详细测度见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量度量
股权结构	Vote	公司实际控制人的持股比例
市场化程度	Market	采用王小鲁等(2019)测算的中国各地区的市场化指数
企业成长性	Growth	营业收入年度增长率
固定资产比率	PPE	固定资产净额/总资产
资本支出	CEXPA	(购建与处置固定资产等非流动资产的现金支出净额+取得与处置子公司及其他营业单位的现金支出净额-折旧摊销)/总资产
研发支出	R&D	研发支出/总资产
行业效应	Industry	行业虚拟变量,上市公司归属该行业赋值为1,否则赋值为0
时间效应	Year	年度虚拟变量,上市公司处于该年度赋值为1,否则赋值为0

四、实证分析与结果

(一) 描述性统计分析

样本公司变量的描述性统计结果见表2。可以看出,企业股权结构(Vote)的平均值为0.367,中位数为0.355,标准差为0.152,最小值为0.100,最大值为0.763,说明样本公司之间的企业股权结构存在较大的差异;反映市场化程度(Market)的平均值与中位数分别为7.959和8.280,标准差为1.720,最小值为-0.300,最大值为11.109,说明样本公司所在地区的市场化程度存在较大的差异;企业成长性(Growth)、企业固定资产比率(PPE)、资本支出(CEXPA)以及研发支出(R&D)的标准差均较大,在不同样本公司间呈现出较大差异,说明上述因素可能会对企业股权结构动态调整速度产生影响。

表2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	最小值	P25	平均值	中位数	P75	最大值	标准差
Vote	8191	0.100	0.244	0.367	0.355	0.476	0.763	0.152
Market	8191	-0.300	6.670	7.959	8.280	9.350	11.109	1.720
Growth	8191	-0.609	-0.037	0.307	0.122	0.391	5.209	0.746
PPE	8191	0.000	0.109	0.222	0.193	0.311	0.920	0.148
CEXPA	8191	-0.138	0.001	0.039	0.026	0.066	0.248	0.060
R&D	8191	0.000	0.009	0.021	0.017	0.028	0.100	0.018

(二) 变量相关性分析

样本公司变量间的Pearson相关系数见表3。企业股权结构(Vote)与市场化程度(Market)在1%的置信水平上显著负相关,说明企业所在地区的市场化程度越高,企业越容易形成分散的股权结构。此外,表3中各变量之间的相关系数均小于0.5,因此不容易产生严重的多重共线性问题。

表3 变量间的Pearson相关系数

变量	Vote	Market	Property	Size	Overcontrol	Growth	PPE	CEXPA	R&D
Vote	1								
Market	-0.041***	1							
Growth	-0.013	0.001	0.004	-0.005	-0.030***	1			
PPE	0.067***	-0.151***	0.191***	0.119***	0.031***	-0.209***	1		
CEXPA	-0.038***	0.013	-0.216***	-0.109***	-0.013	0.000	-0.052***	1	
R&D	-0.108***	0.145***	-0.129***	-0.225***	0.017	0.042***	-0.188***	0.049***	1

注:***、**、* 分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.1$,下表同

(三) 多变量回归分析

1. 假设检验

表4报告了企业所在地区的市场化程度对企业股权结构动态调整速度影响的检验结果。可以看出,OLS回归、固定效应回归(FE)以及随机效应回归(RE)均得到了企业股权结构变量(Vote)的回归系数显著为正的检验结果,表明企业股权结构存在关于其最优水平的动态调整行为,股权结构动态权衡理论得到支持。进一步地,列(1)~列(3)中市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项的回归系数均在1%的置信水平上呈现显著为负,该结果意味着当企业所在地区的市场化程度越高,企业股权结构的动态调整速度越

快,由此本文研究假设得到支持。此外,本文以样本公司各年度市场化程度中值作为分组标准,将样本划分为高市场化程度样本组和低市场化程度样本组并分别进行检验,列(4)和列(5)中的检验结果表明相比于市场化程度低的样本组,市场化程度高的样本组的股权结构动态调整速度更快,并且该分组检验结果通过了组间系数差异检验,研究假设进一步得到支持。

表4 市场化程度对企业股权结构动态调整速度影响的检验结果

变量	(1)全样本 (OLS)	(2)全样本 (FE)	(3)全样本 (RE)	(4)市场化程度高 (FE)	(5)市场化程度低 (FE)
Vote	0.986*** (31.19)	0.871*** (11.53)	0.984*** (31.27)	0.407*** (10.73)	0.495*** (12.84)
Market	0.005*** (3.14)	0.017*** (3.56)	0.006*** (3.49)		
Vote × Market	-0.018*** (-4.15)	-0.054*** (-5.77)	-0.017*** (-4.12)		
Growth	0.001 (0.94)	0.002* (1.67)	0.001 (1.20)	-0.001 (-0.42)	0.004** (2.16)
PPE	0.001 (0.15)	-0.002 (-0.19)	0.003 (0.59)	-0.001 (-0.05)	-0.010 (-0.61)
CEXPA	-0.021* (-1.68)	-0.013 (-0.84)	-0.032** (-2.55)	0.006 (0.25)	-0.027 (-1.17)
R&D	-0.075* (-1.84)	0.120 (1.38)	-0.082** (-1.99)	0.102 (0.83)	0.174 (1.37)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Year	未控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.010 (0.77)	0.001 (0.01)	-0.001 (-0.06)	0.260*** (11.60)	0.073 (1.02)
N	8191	8191	8191	3922	4318
R ²	0.186	0.215	0.193	0.208	0.251

注:括号内是t值,标准误采用公司层面的稳健聚类调整,下表同

2. 稳健性检验

本文通过变量替换、模型替换和样本替换等方法对模型(5)再次进行检验,以确保假设检验结果的稳健性和可靠性。

(1)变量替换。本文采用上市公司直接控股股东持股比例替换实际控制人的控制权比例来测度企业股权结构,并对模型(5)重新进行回归估计。表5的检验结果显示,无论是采用OLS回归还是采用固定效应回归(FE)以及随机效应回归(RE),企业股权结构(Vote)的回归系数均在1%的置信水平上呈现显著为正,而且市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项的回归系数均显著为负,表明企业所在地区的市场化程度越高,企业股权结构的动态调整速度越快。

(2)模型替换。考虑到上市公司实际控制人的控制权比例处于0到1之间,因此,本文采用Tobit模型对模型(5)进行替换,并重新进行估计。表6报告了基于Tobit模型下的市场化程度对股权结构动态调整速度影响的检验结果,检验结果显示企业股权结构(Vote)的回归系数在1%的置信水平上显著为正,而且市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项的回归系数呈现出显著为负,表明企业所在地区的市场化程度越高,企业股权结构的动态调整速度越快。

表5 变量替换下的市场化程度对企业股权结构动态调整速度影响的稳健性检验结果

变量	(1)OLS	(2)FE	(3)RE
Vote	0.961*** (51.69)	0.875*** (13.65)	0.957*** (50.29)
Market	0.001 (0.73)	0.010*** (2.71)	0.001 (1.33)
Vote × Market	-0.005** (-2.03)	-0.036*** (-5.13)	-0.005* (-1.94)
Growth	0.000 (0.08)	0.002* (1.74)	0.001 (0.59)
PPE	-0.009** (-2.05)	-0.025** (-2.16)	-0.006 (-1.34)
CEXPA	-0.020** (-2.02)	-0.007 (-0.55)	-0.035*** (-3.45)
R&D	-0.098*** (-2.95)	0.028 (0.35)	-0.100*** (-3.00)
Industry	控制	控制	控制
Year	未控制	控制	控制
截距项	0.018** (2.10)	0.078** (2.04)	0.015 (1.61)
N	8408	8408	8408
R ²	0.370	0.412	0.383

表6 基于Tobit模型下的市场化程度对企业股权结构动态调整速度影响的稳健性检验结果

变量	Tobit模型
Vote	0.983*** (48.55)
Market	0.004*** (3.41)
Vote × Market	-0.011*** (-4.42)
Growth	0.001 (1.38)
PPE	0.004 (0.68)
CEXPA	-0.037*** (-3.19)
R&D	-0.046 (-1.06)
Industry	控制
Year	控制
截距项	0.002 (0.14)
N	8191
R ²	0.188

(3)样本替换。借鉴 Helwege 等(2007)^[20]和万立全(2015)^[21]等文献的对分散控制权的界定,本文进一步对样本进行选择,最终保留实际控制人的控制权比例大于或等于20%的样本,并对模型(5)重新进行回归估计。样本缩小后的企业所在地区市场化的程度对股权结构动态调整速度影响的检验结果见表7。可以看

出,在样本缩小后,无论是采用OLS回归还是采用固定效应回归(FE)以及随机效应回归(RE),企业股权结构(Vote)的回归系数均在1%的置信水平上显著为正,而且市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项的回归系数均显著为负,表明企业所在地区的市场化程度越高,企业股权结构的动态调整速度越快。

表7 样本替换下的市场化程度对企业股权结构动态调整速度影响的稳健性检验结果

变量	(1)OLS	(2)FE	(3)RE
Vote	0.900*** (27.73)	0.707*** (13.69)	0.897*** (27.84)
Market	-0.001 (-0.37)	0.007** (1.97)	0.001 (0.64)
Vote × Market	-0.007* (-1.73)	-0.022*** (-3.47)	-0.007* (-1.72)
Growth	-0.000 (-0.01)	0.002 (1.28)	0.001 (0.54)
PPE	-0.005 (-0.67)	-0.010 (-0.90)	0.001 (0.15)
CEXPA	-0.009 (-0.73)	-0.010 (-0.72)	-0.029** (-2.26)
R&D	-0.065 (-1.07)	0.097 (1.06)	-0.071 (-1.18)
Industry	控制	控制	控制
Year	未控制	控制	控制
截距项	0.058*** (3.40)	0.164*** (3.56)	0.045** (2.51)
N	6987	6987	6987
R ²	0.242	0.271	0.256

(四)拓展性研究

1. 市场化程度与股权结构动态调整速度:企业产权性质的调节作用

虽然我国国有企业改革先后经历了放权让利、制度创新、国资监管和分类改革四个阶段^[29],但国有企业股权结构的历史遗留问题依然十分严重,“一股独大”式的高度集中股权结构依然是国有企业改革面临的重大问题。国有企业混合所有制改革作为新时期全面深化国有企业改革的重要突破口,其主要目标是通过股权结构优化提高公司治理水平。由于国有企业存在较强的政府行政干预和预算软约束问题,因此当国有企业股权结构偏离最优股权结构时无法得到及时的动态调整。与此相反,非国有企业因其追求企业价值最大化财务目标,凭借自身较为灵活的治理结构,会不断调整优化股权结构,使其向最优股权结构靠拢。企业大股东会基于自身利益,为谋求利益最大化从而来考察调整收益与调整成本之间的关系,当调整收益大于调整成本,大股东会相应地进行股权集中或股权稀释行为。基于此,为检验市场化程度对股权结构动态调整速度的正向影响效应是否在不同产权性质的企业中存在差异性,本研究按照上市公司实际控制人是否为国有企业将样本划分为国有企业样本组和非国有企业样本组,并基于模型(5)进行分组回归检验,检验结果见表8。可以看出,在国有企业样本组和非国有企业样本组中,市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项(Vote × Market)的回归系数均在1%的置信水平上显著为负,表明在企业产权性质情境下,无论是国有企业还是非国有企业,企业所在地区的市场化程度对企业股权结构的动态调整速度都存在显著的正向影响效应。然而,在企业产权性质情境下,企业所在地区市场化的程度对股权结构动态调整速度的促进效应存在企业产权性质异质性,企业所在地区市场化的程度对国有企业股权结构动态调整速度的促进效应(-0.028)

大于对非国有企业股权结构动态调整速度的促进效应(-0.023),并且该分组检验结果通过了组间系数差异检验。该检验结果表明,市场化程度对具有不同产权性质的企业股权结构动态调整速度的影响不同,相较于非国有企业,对国有企业的股权结构动态调整速度的影响更大,但是,企业的产权性质并不影响到市场化程度与股权结构动态调整速度之间存在的正向关系。

表8 企业产权性质对市场化程度与企业股权结构动态调整速度关系调节作用的检验结果

变量	(1)国有企业	(2)非国有企业
Vote	0.689*** (7.89)	0.988*** (21.59)
Market	0.008 (1.38)	0.009*** (3.87)
Vote × Market	-0.028*** (-2.68)	-0.023*** (-3.91)
Growth	0.005*** (2.60)	0.001 (0.49)
PPE	0.012 (0.58)	-0.014* (-1.77)
CEXPA	-0.020 (-0.93)	-0.013 (-0.80)
R&D	-0.054 (-0.42)	-0.097* (-1.77)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
截距项	0.154*** (2.92)	0.001 (0.05)
N	2852	5339
R ²	0.242	0.189

2. 市场化程度与股权结构动态调整速度:企业规模的调节作用

已有研究文献表明企业规模是企业股权结构动态调整的重要影响因素^{[10][28][30]}。从企业规模与融资结构的关系来看,已有研究普遍发现不同规模企业间存在融资的“规模歧视”问题,导致大规模企业存在债务融资偏好,而小规模企业存在股权融资偏好^[31-32]。大规模企业信息透明度较高,不利于大股东通过增发和配股行为进行市场择时^[28];而小规模企业因信息不对称程度高和可抵押资产缺乏导致存在严重的债务融资约束^[33]。因此,企业规模越大,企业股权结构动态调整速度越慢。基于此,为检验市场化程度对股权结构动态调整速度的正向影响效应是否在不同规模的企业中存在差异性,本研究按照样本企业规模是否大于总体样本规模的中位数将样本企业划分为大规模企业样本组和小规模企业样本组,并基于模型(5)进行分组回归检验,检验结果见表9。可以看出,在大规模企业样本组和小规模企业样本组中,市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项(Vote × Market)的回归系数均在1%的置信水平上显著为负,市场化程度对股权结构的动态调整速度在大规模企业和小规模企业中都存在显著的正向影响效应。然而,在企业规模情境下,企业所在地区市场化的程度对股权结构动态调整速度的促进效应存在企业规模异质性,企业所在地区市场化的程度对小规模企业股权结构动态调整速度的促进效应(-0.076)大于对大规模企业股权结构动态调整速度的促进效应(-0.054),在小规模企业中的影响效应是在大规模企业中的影响效应的1.4倍,并且该分组检验结果通过了组间系数差异检验。该检验结果表明,市场化程度对具有不同企业规模的企业股权结构动态调整速度

的影响不同,相较于大规模企业,对小规模企业的股权结构动态调整速度的影响更大,但是,企业的规模大小并不影响到市场化程度与股权结构动态调整速度之间存在的正向关系。

表9 企业规模对市场化程度与企业股权结构动态调整速度关系调节作用的检验结果

变量	(1)大规模企业	(2)小规模企业
Vote	0.819*** (8.74)	0.975*** (7.66)
Market	0.020*** (3.13)	0.020*** (2.67)
Vote × Market	-0.054*** (-4.24)	-0.076*** (-4.80)
Growth	0.003 (1.45)	0.004 (1.51)
PPE	0.001 (0.04)	-0.016 (-0.84)
CEXPA	0.029 (1.11)	-0.041** (-2.04)
R&D	0.187 (1.14)	-0.003 (-0.03)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
截距项	-0.019 (-0.22)	0.076 (1.07)
N	3754	4437
R ²	0.185	0.180

3. 市场化程度与股权结构动态调整速度:企业控制程度的调节作用

上市公司实际控制人往往通过金字塔型股权结构实现对集团内各个公司的控制并形成了集团内部资本市场。当实际控制人对集团的整体控制力越强时,越能有效地在集团内部配置资金,缓解子公司的融资约束问题,降低子公司进行股权结构动态调整的可能性;相反,当实际控制人对集团的整体控制力越弱时,子公司进行外部分散融资的主体性则会较强,增大了子公司进行股权结构动态调整的可能性^[33-34]。基于此,为了考察市场化程度与股权结构动态调整速度之间的关系是否受控制程度的影响,借鉴 Byoun(2008)等对企业过度负债的测度方法^[35],本研究根据年初实际股权结构与目标股权结构之间的差异,将样本划分为过度控制样本组和控制不足样本组,分别对模型(5)重新进行回归估计,回归结果见表10。可以看出,市场化程度(Market)与股权结构(Vote)的交互项(Vote × Market)的回归系数在过度控制样本组和控制不足样本组均显著为负,该检验结果表明,在企业控制程度情境下,无论企业是处于控制过度还是控制不足状态,企业所在地区市场化的程度对股权结构的动态调整速度都存在显著的促进效应。然而在企业所在地区市场化的程度对股权结构动态调整速度的影响程度方面,检验结果显示市场化程度的提高对股权结构动态调整速度的正向影响在控制不足企业中的效应(-0.054)大于在过度控制企业中的效应(-0.041),控制不足企业中的正向影响效应是过度控制企业中的正向影响效应的1.3倍,并且该分组检验结果通过了组间系数差异检验。该检验结果表明,相比于过度控制企业,市场化程度对控制不足企业的股权结构动态调整速度的影响更大,但是,不论是在控制过度企业还是控制不足企业,企业的控制程度并不影响到市场化程度与股权结构动态调整速度之间的正向关系。

表 10 控制程度对市场化程度与企业股权结构动态调整速度关系调节作用的检验结果

变量	(1)控制过度	(2)控制不足
Vote	0.512*** (3.79)	0.568** (2.31)
Market	0.019** (2.41)	0.007 (0.62)
Vote × Market	-0.041*** (-2.83)	-0.054** (-2.19)
Growth	0.002 (1.04)	0.007* (1.94)
PPE	-0.039** (-2.24)	0.025 (0.88)
CEXPA	-0.000 (-0.02)	-0.048 (-1.39)
R&D	0.161 (1.28)	0.291 (1.49)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
截距项	0.112 (1.49)	0.194* (1.75)
N	4658	3382
R ²	0.269	0.093

五、结语

本文以中国沪深交易所 A 股上市公司为研究对象,选取 2006—2018 年的面板数据为样本,实证检验了市场化程度这一宏观制度环境因素对企业的股权结构动态调整速度的影响效应。并进一步讨论了市场化程度对股权结构动态调整速度的影响效应在企业产权性质、企业规模以及企业控制程度等情境下是否存在差异。研究表明:(1)总体而言,企业所在地区的市场化程度对企业股权结构的动态调整速度存在显著的正向影响效应;(2)在考虑企业产权性质的情境下,相比于非国有企业,市场化程度对国有企业的股权结构动态调整速度的促进效应更大;(3)在考虑企业规模情境下,相比于大规模企业,市场化程度对小规模企业的股权结构动态调整速度的促进效应更大;(4)在考虑企业控制程度情境下,相比于过度控制企业,市场化程度对控制不足企业的股权结构动态调整速度的促进效应更大。

基于上述研究结论,建议加快推进市场化进程,充分发挥市场的资源配置作用,规范政府与市场之间的关系;积极推进国有企业混合所有制改革,优化股权结构和实现资源优化配置;此外,企业应构建股权结构动态调整机制,不断实现企业价值最大化。

参考文献:

- [1] 肖星,徐永新,陈诣辉. 市场化程度、股权结构与 IPO 时的无形资产剥离[J].金融研究, 2012, (7): 154-167.
- [2] 董梅生,洪功翔. 中国混合所有制企业股权结构选择与绩效研究[J].上海经济研究, 2017, (3): 71-77.
- [3] 葛蓉蓉. 股权结构对公司治理影响的状态依存性[J].金融研究, 2006, (7): 151-156.
- [4] Flannery, M. J., Rangan, K. P.. Partial Adjustment toward Target Capital Structures[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79 (3): 469-506.
- [5] Fahlenbrach, R., Stulz, R. M.. Managerial Ownership Dynamics and Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 92(3): 342-361.
- [6] 万立全. 金字塔结构,市场化进程与股权结构动态调整[J]. 经济经纬, 2016, (4): 109-114.

- [7] Chen, M. Y.. Adjustments in Managerial Ownership and Changes in Firm Value[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2013, (25): 1-12.
- [8] 刘建梅,邵林,陈富永. 上市公司最优股权结构的动态调整——基于调整成本的创新视角[J]. *首都经济贸易大学学报*, 2020, (2): 91-100.
- [9] 敬志勇,孙培源,吴志雄,欧阳令南. 最优股权结构设计的博弈分析[J]. *中国工业经济*, 2003, (9): 60-65.
- [10] Cheung, W. K., Adrian, Wei, K. C. John.. Insider Ownership and Corporate Performance: Evidence from the Adjustment Cost Approach[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006,12(5): 906-925.
- [11] 魏熙晔,张前程. 最优股权结构与公司价值——理论模型与来自中国的经验证据[J]. *当代经济科学*, 2014, (3): 92-103.
- [12] 夏立军,陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. *经济研究*, 2007, 42(7): 82-95.
- [13] 孙铮,刘凤委,李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2005, 40(5): 52-63.
- [14] 方军雄. 市场化进程与资源配置效率的改善[J]. *经济研究*, 2006, 41(5): 50-61.
- [15] 雷光勇,刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为——来自中国A股公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2007, (7): 120-128.
- [16] 姜付秀,黄继承. 市场化进程与资本结构动态调整[J]. *管理世界*, 2011, (3): 124-134.
- [17] 陈文婷,李新春. 上市家族企业股权集中度与风险倾向、市场价值研究——基于市场化程度分组的实证[J]. *中国工业经济*, 2008, (10): 139-149.
- [18] Bebchuk L A, Roe M J. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance[J]. *Stanford Law Review*, 1999, 52 (1): 127.
- [19] 李慧云,刘楠. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. *会计研究*, 2016, (1): 71-78.
- [20] Helwege, J., Pirinsky, O., Stulz, R. M. . Why Do Firms Become Widely Held?—— An Analysis of the Dynamics of Corporate Ownership[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(3): 995-1028.
- [21] 万立全. 我国上市公司终极股东股权结构动态调整的影响因素分析[J]. *经济经纬*, 2015, (5): 114-119.
- [22] 王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [23] 李璇,陶亚民. 股权激励与公司绩效: 基于调整成本[J]. *经济数学*, 2013, (4): 55-61.
- [24] Wintoki, M. B., Linck, J. S., Netter, J. M.. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105(3): 581-606.
- [25] Cicero, D., Wintoki, M. B., Yang, T.. How Do Public Companies Adjust Their Board Structures?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23(4): 108-127.
- [26] Foley, C. F., Greenwood, R.. The Evolution of Corporate Ownership After IPO: The Impact of Investor Protection[J]. *Review of Financial Studies*, 2010,23(3): 1231-1260.
- [27] Donelli, M. , Larrain, B., Urzúa, I. Francisco.. Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013,48(2): 79-609.
- [28] 刘文军. 大股东股权动态变化原因研究[J]. *经济与管理研究*, 2014, (5): 23-32.
- [29] 黄群慧. “新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革40年回顾[J]. *中国经济学人*, 2018, (1): 58-83.
- [30] Tong, Z. X. Deviations From Optimal CEO Ownership and Firm Value[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(11): 2462-2470.
- [31] 谭之博,赵岳. 企业规模与融资来源的实证研究——基于小企业银行融资抑制的视角[J]. *金融研究*, 2012, (3): 166-179.
- [32] 刘斌,袁其刚,商辉. 融资约束、歧视与企业规模分布——基于中国工业企业数据的分析[J]. *财贸经济*, 2015, (3): 72-87.
- [33] 李增泉,辛显刚,于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J]. *管理世界*, 2008, (1): 123-135.
- [34] 张会丽,陆正飞. 控股水平、负债主体与资本结构适度性[J]. *南开管理评论*, 2013, 16(5): 142-151.
- [35] Byoun S . How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(6): 3069-3096.

(责任编辑:卢君)