

股权集中度、控股股东行为与企业绩效

——基于上证 A 股的实证研究

常丽娟 屈 雯

(陕西师范大学 国际商学院, 陕西 西安 710119)

摘要: 随着市场化进程的逐步推进, 我国的资本市场也相应趋于完善与成熟。在金融自由化、股市开放化这一大背景下, 越来越多的拥有良好发展前景、卓越管理水平与优异企业绩效的本土企业开始受到来自全球各地投资者的青睐。那么, 这些投资者眼中的“绩优股”其成功的秘诀到底是什么? 又是什么使得其长久的立于不败之地? 本文以 2013 年上证 A 股相关数据为样本构建模型, 通过对股权集中度、控股股东行为对企业绩效影响机制的研究, 得出控股股东行为在股权集中度对企业绩效的影响中起部分中介作用的结论, 以期为进一步提升企业绩效提供支持。

关键词: 股权集中度; 控股股东行为; 公司绩效; 中介作用

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2015)01-0101-08

一、引言

近年来, 国内外学者就如何提高公司绩效进行了全方位、多角度的研究, 理论界与实务界逐渐达成一致, 认为完善的公司治理结构才是提升企业绩效的根本途径。当前, 我国许多上市公司企业业绩不理想、公司价值得不到实现, 究其根本原因, 就在于公司治理结构设置不合理。在现代企业管理制度中, 股权结构作为公司治理的核心与关键所在, 对企业的生产经营与绩效提升起着举足轻重的作用。对于股权结构的研究, 可以追溯到较早之前的 1932 年, 在研究了美国众多公司的股权结构之后, Berle and Means(1932) 两位学者意识到, 公司的实际控制人已经开始从所有者转移到职业经理人, 并由此提出了所有权与经营权的分离以及经典的第一类代理问题——管理层与股东之间的委托代理问题。之后的研究却发现, 在许多国家的上市公司中, 所有者持股

比例并非高度分散, 反而呈现出一定程度的集中趋势。就此, Shleifer and Vishny(1997) 提出: 公司存在的主要代理问题已不再是管理者与所有者之间的代理冲突, 而是控股股东和中小投资者之间的代理冲突, 即第二类代理问题。随着对股权结构相关问题的不断深入研究, 学者们也将研究重点逐步转向控股股东与中小投资者之间的矛盾——控股股东的侵占行为。具体而言, 股权相对集中虽然能够有效避免管理者与所有者之间由于信息不对称所产生的道德风险与逆向选择, 但较为集中的股权结构同时也赋予了控股股东足够的权利为自己攫取私人利益, 在公司存在监管漏洞的情况下以牺牲中小股东利益为代价来实施其“掏空”行为。基于此, 本文试图通过探究股权集中度、控股股东行为与公司绩效这三者间的相互关系及股权集中度对公司绩效的影响机制, 从控股股东行为的视角, 解释股权集中

收稿日期: 2014-12-16

作者简介: 常丽娟(1963—), 女, 河北定兴人, 陕西师范大学国际商学院副教授, 研究方向为企业财务理论与实践; 屈雯(1991—), 女, 陕西西安人, 研究方向为企业财务理论与实践。

度对企业绩效的影响,以期丰富相关理论并进一步提升上市公司的绩效。

二、文献综述

关于股权结构与公司绩效的关系,结合大量规范研究与实证研究的结果,国内外学者得出了以下几种不同的结论:

(一) 正相关

Steen and Pedersen(2000)认为股权集中度与股东财富和企业绩效之间存在显著的正相关性;徐莉萍(2006)通过研究指出在不同性质的控股股东中,股权集中度和经营绩效之间都存在显著的正向线性关系;邵国勇(2010)通过对我国民营上市公司的股权结构与公司绩效两者关系的研究,得出控股股东持股比例越高,公司绩效就越好的结论;苏武康(2010)的研究结果也支持了这一观点。

(二) 负相关

Pagan(1998)指出对于上市公司而言,股权相对集中对企业发展是有利的,但过分集中于少数股东手中,则会导致上市公司因缺乏相关监督机制而出现发展方向上的严重错误;Mudambi and Nicosia(1998)也支持股权结构与企业绩效之间负相关这一观点;同时,张良等(2010)通过实证研究证明了第一大股东持股比例与公司盈利能力负相关,而股权制衡能显著提高企业绩效。

(三) 非线性相关

顾湘和朱丹(2011)意识到控制股东的持股比例与公司经营绩效呈非线性关系;Mock(1988)认为管理层持股与公司绩效呈倒U型关系;杜莹和刘立国(2002)研究指出股权集中度与企业经营绩效呈显著的倒U型曲线关系;白重恩等(2005)却通过研究提出第一大股东持股比例与企业价值负相关且二者呈U型而非倒U型关系的观点;陈德萍和陈永圣(2011)的研究也支持了这一结论。

综上,不同的学者由于在问题角度的考虑、替代指标的选取、研究方法的运用及测量指标的口径等方面存在差异,导致其对于股权集中度与公司经营绩效两者关系的界定各不相同,但所得结论均对于丰富相关领域的文献做出了巨大贡献。然而,我国由于其特殊的经济体制与发展道路,使得适用于其他国家的理论依据并不恰好能

直接“拿”来解释我国的相关经济现象。此外,近几十年来中国的高速发展也意味着传统的理论并不能完全解释已然出现的新问题。基于此,有必要对我国的股权结构与企业绩效间的相关性作进一步研究与检验,从而为完善公司治理并进一步提升企业绩效提供相关理论支持。

三、理论分析与研究假设

(一) 股权集中度与企业绩效

股权集中度,是指企业中前几大股东所持有的股份占公司全部股份的比例,是衡量公司股权分布结构的量化指标,其数值越大,股权集中度越高,意味着企业大部分股权集中在少数股东手中。主流观点认为,股权相对集中时,控股股东掌握了公司的绝对控制权与决策权,在理性经济人假设的前提下,控制股东就有足够的动机与能力利用其控股地位攫取控制权私利,即控制性股东通过对控制权的行使而占有企业价值,包括对公司机会的利用、通过内幕交易而获得的收益以及过度的在职消费与薪酬提升。与此同时,控制权的相对集中驱使大股东对私人收益的追求远远超过了对企业使命的履行,在缺乏相关法律监管的情况下,控制性股东热衷并沉溺于以现金分红、内部人交易等各种合法、非法手段“掏空”企业资产与利润,以侵占中小股东利益为代价满足一己私欲,并以此获得现金流量权与控制权相偏离所产生的“同股不同权、同股不同利”的额外收益。股权的过度集中造成了控股股东的利益与企业利益的背离,阻碍了企业的健康发展,损害了投资者的投资信心。由此,提出以下假设:

假设1:股权集中度与企业绩效负向相关;

(二) 股权集中度与控股股东行为

武立东(2008)曾将上市公司控股股东行为划分为上市公司独立性、股东大会有效性、中小股东权益保护以及关联交易状况四个维度来研究控股股东行为效应,考虑到上市公司独立性以及股东大会有效性无法定量研究,因此,本文将控股股东行为定义为以下三个维度:大股东的侵占行为、不正常关联交易行为以及盈余操纵行为。就大股东侵占行为而言,较高的股权集中度驱使大股东凭借其对公司的绝对控股地位“掏空”企业的资源,恶意侵占中小股东的合法收益;不正常关联交易经常发生在母子公司之间,当控股股东与子公司处在同一行业领域时,关联交易

的发生往往是为了方便控制性股东间相互的利益输送而非节约交易成本。在利益输送的前提下,相对集中的股权使得控股股东透过关联交易这一途径攫取企业价值的动机更加明显;显然,当控股股东掌握企业绝对控制权时,通过操纵盈余来侵占公司资产是大股东实施“隧道”行为的又一有效途径。盈余操纵不仅能够粉饰上市公司对外披露的经营业绩,还能够为控股股东的侵占行为提供便利与保护,方便其对公司利润进行大规模的侵占与攫取。由此,提出以下假设:

假设 2: 股权集中度与控股股东行为正向相关;

(三) 控股股东行为与企业绩效

当企业的控制性股东在企业正常生产经营过程中频繁进行关联交易及盈余操纵时,就意味着大股东具有侵占企业资产的强烈动机。频繁的关联交易与盈余操纵会引起市场的强烈反应,打击投资者的投资欲望,不利于公司价值的提升。同时,控股股东对中小投资者的利益侵占会引起公司股票的大幅波动,控股股东以实现自身利益最大化而非利益相关者价值最大化为经营理念与模式会受到相关利益群体的抨击,这对于企业形象的提升百害而无一利,就这一点而言,企业的软绩效会由此受到极大冲击。由此,提出以下假设:

假设 3: 控股股东行为与企业绩效负向相关;

(四) 控股股东行为的中介效应

中介变量,介于自变量与因变量之间,用来解释自变量如何对因变量起作用,但由于其自身并不明显,一般只能从所研究的自变量和因变量的相互关系中推断出来。经过大量的文献阅读与严密的逻辑推理,本文认为股权集中度对于企业绩效的影响,很大程度上是通过控股股东行为加以作用,换言之,控股股东行为可能在股权集中度对企业绩效的影响中起中介作用。由此,提出以下假设:

假设 4: 控股股东行为在股权集中度与企业绩效之间具有中介作用。

四、研究设计

(一) 样本与数据来源

本文选取 2013 年上证 A 股上市公司作为研

究对象,所有数据均来自北京色诺芬经济金融 CCER 数据库,部分缺失数据手工摘自上海证券交易所官方网站以及巨潮资讯网。初始样本 944 家,在剔除了金融类上市公司、样本年间被 ST、PT 的上市公司以及数据不全的上市公司之后,最终得到有效样本 739 家。初始数据的计算处理采用 Excel 软件,相关性检验及回归分析均采用 Spss19.0 统计软件进行。

(二) 变量说明

1. 因变量

在研究股权集中度与公司绩效的关系时,通常有以下两种方法来衡量企业绩效,第一种是会计业绩指标,主要以净资产收益率(ROE)与资产收益率(ROA)为代表;第二种是公司价值指标,主要以托宾 Q 值(Tobin-Q)为代表。许多学者在研究两者关系时,倾向于选取资产收益率作为替代指标,这主要是因为净资产收益率作为上市公司年报披露的强制性指标,被操纵的可能性很大,而对于托宾 Q 值,由于其是通过计算公司的市场价值与资产重置成本的比值而得出的,大部分学者认为我国当前的资本市场不够成熟,股票价值还不足以真实客观反映企业绩效,因此均不考虑采用。本文认为,随着我国市场化进程的推进,市场经济已被社会广泛接受与认同,我国的资本市场虽然较发达国家还有待完善,但已初步具备客观反映企业价值的条件,股票亦逐渐成为反映公司资源有效配置的信号,因此,本文大胆采用托宾 Q 值作为衡量公司绩效的替代变量。

2. 自变量

本文主要研究股权集中度与企业绩效的关系,股权集中度作为解释变量,以相对成熟的赫芬德尔指数(Herfindahl-5)来表示。赫芬德尔指数等于上市公司前五大股东持股比例平方和。

3. 中介变量

对于控股股东行为效应的研究,本文将其划分为三个自变量进行研究,即:大股东侵占行为、不正常关联交易行为以及盈余操纵行为。对于大股东侵占行为,选取其他应收款比率(ORe)来表示,其他应收款反应了企业除正常购销之外的应收债权,一般不开具发票。但黄文清(2014)通过查阅相关上市公司年报发现,大股东所占用的公司资金都是在其他应收款科目中核算。因此,其他应收款比率若异常高,则说明企业存在

很大程度上的大股东侵占行为;对于不正常关联交易行为,选取应收账款周转率(Re)来表示,企业若存在不正常的关联交易,关联企业间通常会选用应收账款科目来记录相关业务,如此一来,公司的资金就会被占用,资金利用效率会出现明显降低,并伴随着应收账款周转率的显著下降;对于盈余操纵行为,选取净利润现金流量(NP&CF)来表示,由于经营活动净现金流采用现金收付制计量,当控股股东进行利润操纵时,很难操纵现金流,因此,企业净利润现金流量越低,企业越存在虚盈实亏的可能。

在综合考虑了以上三个子因素之后,通过标

准化法对控股股东行为变量进行无量纲化,并运用算术平均法为各变量赋予权重,据此计算出控股股东行为指数(IS)。可以看出,控股股东行为指数越高,大股东侵占与关联交易行为越严重,公司绩效越低。

4. 控制变量

考虑到不同规模、不同资本结构以及处于不同成长阶段的企业其控股股东行为效应各不相同,对财务绩效的影响也不尽相同。因此,本文引入企业规模、资本结构及成长性指标作为控制变量。

表1 变量设计

变量类型	变量名称	变量符号	变量计算
因变量	托宾Q值	Tobin-Q	公司的市场价值/资产的重置成本
	其他应收账款比率	ORe	其他应收账款/资产总额
中介变量	应收账款周转率	Re	主营业务收入/平均应收账款
	净利润现金流量	NP&CF	经营活动净现金流量/净利润
	控股股东行为指数	IS	(其他应收账款比率+应收账款周转率+净利润现金流量)/3
自变量	股权集中度	Herfindahl-5	前五大股东持股比例的平方和
	资产规模	Size	总资产的自然对数
控制变量	资本结构	Lev	资产负债比
	成长性	Growth	主营业务收入增长率

(三) 模型建立

基于以上分析,本文构建如下回归模型

模型1:

$$Tobin - Q_i = \alpha + \beta_1 Herfindahl - 5_i + \varepsilon_i$$

模型2:

$$IS_i = \alpha + \beta_2 Herfindahl - 5_i + \varepsilon_i$$

模型3:

$$Tobin - Q_i = \alpha + \beta_3 IS_i + \varepsilon_i$$

模型4:

$$Tobin - Q_i = \alpha + \beta_4 Herfindahl - 5_i + \beta_5 IS_i + \varepsilon_i$$

ε_i

模型中 i 取 2013 年数据。 β_i 是回归系数, ε_i 是随机扰动项。模型 1 考察的是股权集中度与企业绩效之间的关系,用来检验假设 1; 模型 2 考察的是股权制集中与控股股东行为之间的关系,用来检验假设 2; 模型 3 是考察控股股东行为与公司绩效之间的关系,用来检验假设 3; 模型 4 是在模型 1 的基础上加入控股股东行为变量,通过比较模型 4 中的 β 系数与模型 1 中的 β 系数,来检验控股股东行为是否存在中介效应。

五、实证分析结果

(一) 主要变量描述性统计分析

表2 描述统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差
托宾Q	739	.7112	8.4317	1.632666	.9569852
股权集中度	739	.00	1.22	.1940	.15087
控股股东行为	739	-5.60	6.42	.0000	.57768
资产规模	739	19.03	28.41	22.5000	1.37388
资本结构	739	4.6000	94.6700	51.470744	19.2491147
成长性	739	-97.0000	13460705.840	18233.892449	495159.38196
有效的N(列表状态)	739				

由表 2 可以得出,在所研究的 739 家上市公司中,公司价值的最大值为 8.4317,最小值为 0.7112,均值为 1.6327,说明不同的上市公司其公司价值存在显著差异,但整体偏低;股权集中度的最大值为 1.22,最小值为 0,均值为 0.1940,说明企业的股权集中程度不尽相同,但股权结构整体较分散;控股股东行为指数的最大值为

6.42,最小值为 -5.60,均值为 0,说明企业的控制性股东的控制行为各不相同,总体而言,大股东的侵占行为及关联交易行为并不普遍。此外,从资本结构看,多数企业负债经营,负债总额基本占资产的一半;从成长性这一指标看,我国的上市公司成长性均较差,还有待进一步加强。

(二) 相关性分析

表 3 相关性

	托宾 Q	控股股东行为	股权集中度	资产规模	资本结构	成长性	
托宾 Q	Pearson 相关性	1	-.166**	-.202**	-.499**	-.258**	-.010
	显著性(双侧)		.000	.000	.000	.000	.784
	N	739	739	739	739	739	739
控股股东行为	Pearson 相关性	-.166**	1	.119**	-.085*	.037	-.003
	显著性(双侧)	.000		.001	.021	.314	.926
	N	739	739	739	739	739	739
股权集中度	Pearson 相关性	-.202**	.119**	1	.450**	.070	.018
	显著性(双侧)	.000	.001		.000	.057	.625
	N	739	739	739	739	739	739
资产规模	Pearson 相关性	-.499**	-.085*	.450**	1	.371**	-.033
	显著性(双侧)	.000	.021	.000		.000	.376
	N	739	739	739	739	739	739
资本结构	Pearson 相关性	-.258**	.037	.070	.371**	1	.019
	显著性(双侧)	.000	.314	.057	.000		.614
	N	739	739	739	739	739	739
成长性	Pearson 相关性	-.010	-.003	.018	-.033	.019	1
	显著性(双侧)	.784	.926	.625	.376	.614	
	N	739	739	739	739	739	739

** . 在 0.01(双侧)水平下显著相关。* . 在 0.05(双侧)水平下显著相关。

由表 3 可以看出,公司绩效与股权集中度的相关系数显著为负($\beta_1 = -0.202$ $p < 0.01$) ,表明股权集中度对提升公司绩效存在显著的抑制作用;股权集中度与控股股东行为的相关系数为正($\beta_2 = 0.119$ $p < 0.05$) ,说明股权集中度与控股股东行为显著正向相关,相对集中的股权会驱动控股股东实施控股行为;控股股东行为与企业绩效的相关系数显著为负($\beta_3 = -0.166$ $p < 0.05$) ,意味着控股股东行为的实施不利于企业绩效的提升。由此,假设 1、2、3 均得到验证。此外,注意到在控制变量中,资产规模与企业绩效显著负相关,这与传统的资产规模越大,企业价值越高的认知存在偏差。可能是因为以往相关研究主要选取 ROE 和 ROA 作为公司价值的替代指标,但本文则选取反映公司股票波动的托宾 Q 值作为公司价值的替代变量,这使得资产规模

越大,企业需要承担的风险越高,因此,许多风险规避型企业其资产规模与公司绩效间呈现出显著的负相关趋势。

(三) 回归分析

在进行回归分析之前,首先对变量进行了共线性检验,得到的方差膨胀因子均小于 10,证明变量间不存在明显的共线性,变量选取的较合适。

本文采用 Baron 与 Kenny 所提出的“三步骤”方法来检验控股股东行为在股权集中度对经营绩效影响中是否存在中介作用。具体而言,第一步,检验股权集中度与公司绩效是否显著相关;第二步,检验股权集中度与控股股东行为是否显著相关;第三步,公司绩效对股权集中度与控股股东行为同时做回归,将中介变量引入回归方程之后,看自变量(股权集中度、控股股东行为)与

因变量(企业绩效)的回归系数 β_i 是否显著降低,亦即看股权集中度与企业绩效间是否仍显著

表 4 模型 1

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版			容差	VIF
1 (常量)	1.882	.056		33.477	.000		
1 股权集中度	-1.284	.229	-.202	-5.613	.000	1.000	1.000

a. 因变量: 托宾 Q

表 5 模型 2

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版			容差	VIF
1 (常量)	.088	.034		2.571	.010		
1 股权集中度	.456	.140	.119	3.256	.001	1.000	1.000

a. 因变量: 控股股东行为

表 6 模型 3

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版			容差	VIF
1 (常量)	1.633	.035		47.003	.000		
1 控股股东行为	-.276	.060	-.166	-4.583	.000	1.000	1.000

a. 因变量: 托宾 Q

表 7 模型 4

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版			容差	VIF
(常量)	1.861	.056		33.289	.000		
1 控股股东行为	-.239	.060	-.144	-4.015	.000	.986	1.014
1 股权集中度	-1.175	.228	-.185	-5.152	.000	.986	1.014

a. 因变量: 托宾 Q

相关。若不显著,但不改变中介变量对因变量的显著性,证明中介变量在自变量对因变量的影响过程中起完全中介的作用;若显著性未改变,但回归系数显著下降,则证明中介变量产生了部分中介作用。

从模型 1 可以看出,股权集中度与企业绩效显著负相关($\beta_1 = -0.202$, $p < 0.01$),假设 1 得到进一步验证;从模型 2 可以看出,股权集中度对控股股东实施控股行为具有明显促进作用($\beta_2 = 0.119$, $p < 0.05$),假设 2 得到证实;从模型 3 可以看出,控股股东行为的实施显著负向影响企业绩效($\beta_3 = -0.166$, $p < 0.05$),假设 3 成立;从模型 4 可以看出,在加入了控股股东行为作为中介变量之后,股权集中度对企业绩效的回归系数仍是显著的,且两者间的负相关关系不变($\beta_4 = -0.185$, $p < 0.01$),但回归系数 β_4 较 β_1 而言出现了显著下降,拟合系数却由原先的 0.096 上升至 0.142,说明控股股东行为在股权集中度对企业绩效的影响过程中起到了部分中介作用,

假设 4 得以验证。

六、研究结论与局限性

本文通过对 2013 年上证 A 股 739 家上市公司的股权集中度、控股股东行为与公司绩效三者间关系的实证研究,得出以下结论: 1. 过度集权的股权结构不但不能帮助企业提升经营绩效,反而对绩效的提升具有抑制作用; 2. 控股股东凭借其对公司的控制权所实施的一系列诸如侵占中小股东利益、频繁的关联交易、随意操纵盈余等的控股行为不利于改善企业经营绩效; 3. 在股权集中度对企业绩效的影响机制中,控股股东行为起到了部分中介作用。这主要是由于一方面,当企业股权集中在少数几个大股东手中时,大股东凭借其控股地位能够绝对影响企业的生产经营与财务决策。另一方面,大额的持股比例使得控制性股东所持有的股权流动性受到限制,在这种情况下,其通过转让所有权的形式来获取所有权收益的交易成本异常高,基于此,为了寻求控制权的补偿,大股东将目光转向了公司资源,以控

股身份为掩护,通过实施控股股东行为“掏空”公司利润,使公司价值遭受严重侵害。

在股权相对集中的国有企业中,国有股“一股独大”的现象屡见不鲜,这就不可避免的会催生大股东通过实施控股行为侵占中小股东合法权益。因此,本文认为,为了提升企业经营绩效,推动资本市场有序发展,保护中小股东合法权益,有必要继续实行股权制衡机制,通过少数大股东间的控制权博弈来维持企业的正常健康运转。同时,可以适当引入不定期的小股东联席会议制度,以期为中小股东的自身利益提供制度保护。

本文虽然为研究股权集中度、控股股东行为对企业绩效的影响机制提供了相关的数据支持,但仍存在许多不足之处。在样本数据选取方面,只选取了13年739家上证A股上市公司的截面数据,所研究问题的样本数量稍显不足且缺乏对近三年内样本数据的时间序列分析,使得所得结论不具有普遍适用性。有鉴于此,本文所得结论只是探索性的,还需在今后的相关研究中进一步研究与深化。

参考文献:

- [1]白重恩等.中国上市公司治理结构的实证分析[J].经济研究,2005(2):81-91.
- [2]陈德萍,陈永圣.股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007—2009年年中小企业板块的实证检验[J].会计研究,2011(1):38-43.
- [3]杜莹,刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分[J].管理世界,2012(11):124-133.
- [4]杜晓晗,张中瑞.公司成长能力、股权制衡与控股股东的控制权私利[J].科学决策,2012(1):55-64.
- [5]黄文清.境外股东持股对大股东利益侵占约束——基于中国上市公司的经验证据[J].财经理论与实践,2014(5):49-54.
- [6]顾湘,朱丹.上市公司股权结构与经营绩效的实证研究[J].统计与决策,2011(19).
- [7]李元霞.股权制衡度、内部控制有效性与企业绩效——来自中国上市公司的经验数据[J].中国注册会计师,2013(10):57-62.
- [8]雷令斌,冯楚楚,郭志勇.股权性质、股权集中度、股权制衡度与经营绩效关系探讨[J].商业时代,2012

(32):84-85.

- [9]宋怡.中国上市公司盈余信息操纵的理论分析与实证研究[D].南京农业大学,2004.
- [10]沈维成.股权集中度、股权制衡度与公司绩效——来自深市创业板块的经验证据[J].内蒙古财经学院学报,2011(6):33-37.
- [11]苏武康.中国上市公司股权结构与公司绩效[J].经济研究,2010(8).
- [12]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004,36(5):614-620.
- [13]武立东.上市公司控股股东行为效应评价与指数分析[J].管理科学,2006(10).
- [14]徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006(1):90-100.
- [15]王贵菊.基于股权结构视角看上市公司的治理结构[J].管理纵横,2012(1):123-124.
- [16]徐文学,陆希希.股权集中度与制衡度对上市公司绩效的影响——基于饮料制造业上市公司的实证检验[J].企业经济,2014(3):185-188.
- [17]Berle A & Means G. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: MacMillan Company, 1932: 1-40.
- [18]Shleifer, Vishny. A survey of corporate governance [J]. Journal of Finance, 1997(52):737-783.
- [19]Steen Tomsen, Torben Pedersen, Hans Kurt Kvist. Block holder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems [J]. Journal of Corporate Finance, 2006(12):246-269.
- [20]Pagano M, Rell A. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 113(1):187-225.
- [21]Morck R. A., Shleifer and R. W. Vishny. Management ownership, market valuation and empirical analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2013.
- [22]BARON R M, KENNY D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research; conceptual, strategic, and social considerations [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51(6):1173-1182.

(责任编辑:黄明晴)

Ownership Concentration , the Behavior of Controlling Shareholders and Corporate Performance

—An Empirical Study Based on China’s Shanghai A Shares

Chang LiJuan , Qu Wen

(International Business School , Shaanxi Normal University , Xi’an 710119 , China)

Abstract: With the market-oriented process proceeding , the capital market of our country has become more and more perfect and mature. In the background of financial liberalization and the stock market opening , a large sum of local enterprises with promising , excellent management level and outstanding performance have begun to attract investors’ favor around the world. Thus , for these companies which are viewed as “blue chip” by investors , what is the secret of its success? And what makes them long remain invincible? We choose the Shanghai A shares related data in 2013 as the sample to construct the model , through the research on the impact mechanism of concentration and the behavior of controlling shareholders on the performance of enterprises , it can be concluded that the controlling shareholders’ behavior has a partial mediation effect on enterprise performance in equity , which is useful for listed companies to improve their performance in the further.

Key words: impact mechanism of concentration; behavior of controlling shareholders; enterprise performance; modulation effect

(上接第 40 页)

Fractal Analysis of Futures Markets of Agricultural Products in China

Zhang Chuan , Wang HongYong

(School of Applied Mathematics , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China)

Abstract: Based on the asymmetry reaction of investors to the futures market information , taking the strong corn , soybean meal , wheat and cotton as the research objects , this paper uses asymmetric detrended fluctuation analysis method to analyze the state characteristics of returns time series with rising and falling trends of the logarithmic returns series of agricultural products futures prices in China. The results show that the rising and falling trends of the series are asymmetry , and both rising and falling trends have fractal characteristics. At the same time , we use multifractal detrended fluctuation analysis and multifractal spectrum analysis methods to study the structure characteristics of the logarithm returns series of agricultural products futures daily closing prices. The results show that the returns series have multifractal characteristics , the multifractal strengths of wheat , cotton , corn and soybean meal are decreasing in turn , meaning that the risks of investment of the corresponding futures products are also decreasing.

Key words: futures prices of agricultural products; returns series; fractal and multifractal characteristics; persistence