控股股东性质、股权结构与企业承诺履行

赵 雷[1]，刘建中[2](教授)

【摘要】本文利用沪深主板上市公司2014年2～6月根据上市公司4号监管指引披露的对相关方承诺事项履行情况公告，研究股权因素对企业承诺履行的影响。结果表明：控股股东性质及其持股比例均对企业承诺履行有显著影响，国有性质比非国有性质的控股股东承诺履行效果好，但控股股东持股比例过高不利于企业承诺履行；股权越集中越不利于企业承诺的履行，股权制衡度的影响则不够明显；股权分置改革背景是影响企业承诺履行的重要因素，侧面反映出国家推进供给侧改革有利于资本市场的稳健发展。

【关键词】控股股东性质；股权结构；股权分置改革；承诺履行

【中图分类号】F272.3　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)08-0020-6

一、引言

诚信是企业重要的无形资产，信守承诺的企业可以降低交易成本、提高运营效率；失信的企业则会在不被信任中面临淘汰。近年来，我国上市公司“白条承诺”现象屡屡发生，导致企业社会声誉恶化，严重损害了广大投资者的利益。2004年国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，倡导加强诚信法制建设；相隔十年，国务院再次发文要求加强社会信用体系建设，完善资本市场诚信监管制度。具体来看，为解决近年来企业承诺履行过程中存在的不规范和超期未履行承诺问题，2012年年底证监会开始对上市公司及其关联方的承诺履行情况进行专项检查；2013年年底颁布《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》(以下简称“4号监管指引”)；2014年2月启动了承诺及履行监管专项治理活动，要求承诺相关方6月底前必须规范或解决相关承诺，否则将对其采取相应监管措施，同时也要求所有的上市公司都要向市场披露其承诺履行情况。此外，沪深两市证券交易所均在“信息披露——监管信息公开”栏目增开承诺履行相关项目。由此可见，国家已将资本市场诚信建设提至战略高度。

当前研究承诺履行的文献并不多，相关研究多从诚信失信、组织承诺和社会责任履行角度展开，鲜有从股权角度用实证方法研究企业承诺履行问题的文献。本文研究了股权因素对企业承诺履行的影响，试图回答以下问题：①企业承诺履行现状如何？②控股股东性质及其持股比例对企业承诺履行有怎样的影响？③什么样的股权结构有利于企业承诺的履行？

本文的主要贡献在于，首次基于4号监管指引推进下的承诺履行专项治理活动，从控股股东、股权结构角度实证研究了企业承诺履行行为，发现控股股东性质及其持股比例均对企业承诺履行有显著影响，国有性质的控股股东承诺履行效果更明显，但控股股东持股比例及股权集中程度越高，企业履行承诺的可能性越低。股权制衡作为监督和推进企业承诺履行的重要力量，对其影响并不显著。有股权分置改革背景的企业整体承诺履行情况较好，这在一定程度上说明在我国国有企业占主导地位的产权制度下，改革是推动我国资本市场健康发展的强大动力。

二、文献回顾

股权结构是研究公司治理的基础。Berle和Means(1932)最先提出所有权与控制权分离假说。Jensen和Meckling(1976)在此基础上提出了委托代理理论。La Porta等(1999)发现股权集中普遍存在于多数国家的上市公司中，控股股东通过金字塔股权结构和参与管理等方式对公司施加影响，完成对中小股东的利益侵占。Faccio和Lang(2002)分析了13个西欧国家5232家公司的终极控制权，发现双层股权结构和金字塔结构加强了控股股东的股权控制。国有控股和机构投资者有利于公司治理的改善(薄仙慧和吴联生，2009)，机构投资者同时拥有有效监督者和利益攫取者的角色，何时表现出何种角色取决于持股比例及持股时间(叶建芳等，2012)。构建大股东多元化、股权相互制衡的治理机制有助于解决我国上市公司治理问题(陈德萍和陈永圣，2011)。股权分置改革对公司治理中控股股东变量的影响最为明显，股权集中的国有企业治理状况改善最明显(廖理等，2008)。

诚信自古以来就是中华民族的传统美德：儒家学派的创始人孔子云，“民无信不立”、“人而无信，不知其可也”；更有

一诺千金的季布和坚守承诺履行的塑料大王王永庆典故。西方较早的“承诺”出现于宗教神学之中。美国社会学家贝克认为，承诺包含产生一致人类行为的一种机制解释，当一个人单方投入时就形成了承诺，它是个人参与社会组织的一种影响（Becker，1960）。诚信及信用缺失是国内外学者研究的一个热点。交易须凭借承诺进行，承诺需要有诚信环境作保障，不然承诺也就很难得到履行（Hicks，1969）。建立在契约基础上的西方诚信观通过规则约束市场行为实际上是一种低信任层次，社会只有达到人与人之间的高信任层次，才能真正做到资源优化配置、避免不必要的谈判和监管约束成本（Barney和Hansen，1994）。诚信同样是履行承诺的创新性知识行为，但人格的不对称会导致诚信缺失问题（李燕，2002）。诚信缺失与制度供给失当有关（廖小平，2006），公司治理结构、企业自利行为和信用制度直接影响企业诚信（赵旭，2011 ）。对利益相关者的承诺和媒体曝光度与企业持续性信息披露显著正相关，加强外部监管和完善内部股权治理机制有利于推进企业的承诺履行（Michelon，2011）。上市公司控股股东和实际控制人是主要的承诺人，他们与公司“董监高”（董事、监事、高级管理人员）做出的承诺均与上市公司有关，可称为“上市公司承诺”（陈亦聪和武俊桥，2012），承诺的价值依赖于承诺方的信誉和其所处的契约环境（桂荷发等，2011）。

三、理论分析与研究假设

利益相关者理论认为，企业是由各方利益相关者通过一系列契约构成的一个复杂系统，每个参与者都有自己的资源支付和利益诉求。承诺相关方在首次公开发行股票、再融资、股改、并购重组以及公司治理专项活动等过程中做出的解决同业竞争、资产注入、股权激励、产权瑕疵等各项承诺事项，关系着与企业有利益关系的各方利益。企业及其承诺方只有认真履行承诺，才能满足相关主体的利益诉求。控股股东和实际控制人是主要的承诺主体，他们更有能力做出并履行承诺。然而，由于大股东相对于中小股东不仅具有股权优势，而且具有信息优势，所以他们可能出于机会主义动机，打着承诺的旗号从事掏空公司、侵占中小股东利益的行为。

控股股东性质不同会引起社会责任履行情况的不同，这是因为作为企业法人的国有企业在追求利润最大化的同时，还承担着调节经济、维护社会政治稳定等多种目标，这导致其需要权衡各种目标以做出较佳选择。也就是说，国有性质的企业社会责任履行效果可能会比其他产权性质的企业更好（黄速建和余菁，2006；张培尧，2010；冯丽丽等，2011；李志斌，2014）。另外，非国有上市公司控股股东的履约动机较为薄弱，其承诺的做出和履行动机更可能是控股股东为了向资本市场传递积极信号、间接推高公司股价并选择高位套现以获得超额收益，这种所谓的“市值管理”往往会对中小股东造成较大的伤害。由此，本文提出以下假设：

H1a：相对于非国有性质的企业，控股股东性质为国有的企业承诺履行的概率较高。

H1b：同等条件下，控股股东持股比例越高，企业履行承诺的概率越低。

股权过于集中反而不利于投资者保护（La Porta等，1998），但对于社会责任的履行却未得到一致的结论，这可能是由样本差异、研究方法不同所致（Ruf，2001；刘星和刘伟，2007；陈德萍和陈永圣，2011；冯丽丽等，2011）。由于企业承诺履行的主体是大股东，而股权结构中的股权集中度正好反映公司大股东的股权持有情况，本文认为由大股东居于履约主体的上市公司股权越集中，越易通过施加影响侵占公司利益，最终导致承诺事项得不到有效履行。由此，本文提出如下假设：

H2：同等条件下，股权集中度越高的上市公司，其承诺履行的概率越低。

股权制衡度是公司内部的一种股权相互牵制制度，大股东通过相互之间的股权制衡分享控制权，以使任何一个大股东都不能随意侵占上市公司的利益。这种情况下，大股东与中小股东之间的代理冲突也会得到减弱，他们共同促进公司价值的不断增值（Gomes和Novaes，2005）。但同时，股权制衡度也不是越高越好，当少数大股东之间的制衡程度过高时，反而会削弱公司对内经营管理和对外投资决策的效率，大股东之间的矛盾冲突会增加公司的代理成本并阻碍上市公司发展壮大。在这种情况下，股权制衡可能是股权结构的一种均衡状态，股权制衡度的适度提高能加强大股东之间的监督制衡，有助于限制大股东对小股东的利益侵占行为，减少控制权溢价，提高上市公司的治理水平（孙永祥和黄祖辉，1999；王奇波和宋常，2006；黄珺和周春娜，2012）。由此，本文提出如下假设：

H3：同等条件下，股权制衡度高的上市公司，其承诺履行的概率也高。

四、研究设计

（一）低承诺履行企业现状分析

2012年年底证监会开始对上市公司及其关联方的承诺履行情况进行专项检查，发现沪深两市2493家公司中有1631家存在未超期且未履行完毕的承诺事项，80家存在超期未履行承诺的情况。2014年2月，两市全部上市公司专项披露了截至2013年年底的承诺及履行情况，发现有1770家公司存在未履行完毕的承诺，涉及承诺事项8292项，绝大多数仍处于正常履行过程中。但是有98家公司存在超期未履行承诺，涉及承诺事项122项，其中的原因既有不可抗力等客观因素，也有承诺相关方自身问题。有170家公司存在不符合4号监管指引规定的不合规承诺，涉及承诺事项218项，包括没有明确的履约期限、用词模糊、承诺内容不具体、违约约束力不足等情形。以此为依据，本文统计了2014年承诺及履行监管专项治理活动下的A股主板上市公司承诺履行情况，共选取

150家低承诺履行上市公司(超期、不规范),主要根据其承诺履行公告披露的内容进行判断,并综合利用搜索引擎、财经网站对该事项内容作进一步甄别。

根据4号监管指引和主流大众媒体的大致区分,本文将承诺主体类型分为公司自身、控股股东或实际控制人、其他大股东、关联方和其他五类,其中"其他"主要包含原股东、相关政府主管部门、公司"董监高"。承诺类型包含并购重组、股权分置改革(即股改)、再融资、公司专项治理和其他五类,"其他"中有股权划转、IPO等。事项类别由同业竞争、资产注入、股权激励、产权瑕疵和其他五个类别构成,关联方交易、置入资产价值保证及补偿、作为唯一资本运作平台等事项包含在"其他"中。具体统计情况如表1所示:

表1　2014年专项治理下的低承诺履行企业类型和类别

承诺主体类型	公司自身	控股股东或实际控制人	其他大股东	关联方	其他	合计
频数	13	128	8	5	11	165
百分比	7.88%	77.57%	4.85%	3.03%	6.67%	100%
承诺类型	并购重组	股改	再融资	专项治理	其他	合计
频数	32	52	14	2	66	166
百分比	19.28%	31.33%	8.43%	1.20%	39.76%	100%
事项类别	同业竞争	资产注入	股权激励	产权瑕疵	其他	合计
频数	54	27	40	21	26	168
百分比	32.14%	16.07%	23.81%	12.50%	15.48%	100%

注:本表的统计合计数大于低承诺履行上市公司样本数,是因为每个公司一般会承诺数个事项,不同的承诺主体类型、承诺类型和事项类别存在一定的非对称性,本表的统计数据力求完整但不排除有一定的口径误差。

根据表1,承诺主体为控股股东或实际控制人的公司有128个,占比77.57%,所占比例超过总体低承诺履行事项的3/4,为最主要的承诺主体。实际上,公司由于股权分置改革、重大资产重组等事项,控股股东和实际控制人经常会做出很多相关承诺,可以说控股股东和实际控制人是主要的承诺人。公司自身也是承诺主体的一个主要类型(共出现13次,占比7.88%),公司会承诺关联方交易、项目建设进度、董监事会换届等事项,而其自身在履行承诺时又会受股权结构设置的影响。其他大股东参与的低承诺履行事项有8个,占比4.85%,并不算高,但其他大股东可能会作为股改时的非流通股股东和原控股股东身份参与其中,也是承诺主体的一个类型。承诺类型可能是研究承诺履行状况的一个不错的窗口,股改和并购重组出现的次数相对最多,二者出现的频率分别为31.33%和19.28%。事项类别是对企业承诺的具体事项定性,与承诺类型一起构成了企业承诺履行的主要内容。从表1中可以看出,同业竞争、股权激励和资产注入是主要的事项类别,分别出现54、40和27次(占比32.14%、23.81%、16.07%)。表明同业竞争是企业承诺履行面临的一个难题,也是处理企业与其控股股东(或实际控制人)关系的一个很大的考验,控股股东解决同业竞争的一个方式可能就是资产注入。股权激励问题多出现于股权分置改革背景下,随后由于企业外部环境的变化而被拖延。产权瑕疵相对来说出现次数最少,主要由承诺相关方解决产权关系的复杂性,其中会涉及部分人的利益关系,如拆迁和人员安置问题。

(二)样本选择与数据来源

根据前述假设及分析,本文选取沪深两市主板上市公司作为研究样本,手工搜集整理以上公司2014年2~6月间根据4号监管指引披露对相关方承诺事项履行情况的公告。控股股东性质、股权结构以及公司基本情况数据取自RESSET数据库、上海证券交易所网站和深圳证券交易所网站。按照下列原则对原始样本进行整理:①剔除金融、保险类上市公司;②剔除包含残缺数据、异常数据的公司及A、B股同时发行的上市公司;③剔除近两年处于ST、*ST情形的上市公司;④样本公司必须于2013年前在沪深两市证券交易所公开发行上市。最终得到1015个上市公司观察值。

本文实证研究采用Excel和SPSS 17.0作为主要的数据分析处理工具。

(三)模型设计与变量定义

由于被解释变量——企业承诺履行(Promise Fulfillment,简称PF)是一个二分类虚拟变量,因此本文采用Logit模型对其进行实证分析。基本模型如下:

$$Logit(PF)=\beta_0+\beta_1State+\beta_2Top1+\beta_3ROE+\beta_4Reform+\varepsilon \quad (模型1)$$

$$Logit(PF)=\beta_0+\beta_1H5Index+\beta_2ERR+\beta_3ROE+\beta_4Reform+\varepsilon \quad (模型2)$$

$$Logit(PF)=\beta_0+\beta_1State+\beta_2Top1+\beta_3ERR+\beta_4ROE+\beta_5Reform+\varepsilon \quad (模型-all)$$

1. 被解释变量:企业承诺履行(PF)。从已披露的承诺相关方承诺事项履行情况公告来看,企业承诺履行主要有两种较为常用的描述方式:①按良好、及格和不及格的次序分类;②按不涉及、履行完、履行中和未履行分类。整体来看,大多数企业用"良好"、"持续履行中"等中性词语表述,但仍有一些企业使用"超期未履行"、"不规范"来描述其承诺履行情况。本文采取刘斌和石恒贵(2008)从一个事件中收集样本作为研究视角的方法,参照赵旭(2011)对诚信度进行二分类衡量的方式,即在所有披露承诺事项履行情况的上市公司中,如果承诺超期未履行或不规范,赋值为1,表示低承诺履行;其余较好情况的赋值为0。

2. 解释变量:控股股东性质用State表示;控股股东持股比例描述第一大股东对上市公司的控制能力,用Top1表示,

控制能力强的控股股东往往在公司治理机制中有绝对优势，反而存在一定机会主义倾向；H5Index用于衡量股权集中度的高低，即前五大股东持股比例的平方和；股权制衡度用第二至第五大股东持股数之和与第一大股东持股数的比值衡量（ERR）。

3. 控制变量：上市公司业绩ROE和股权分置改革背景Reform。净资产收益率ROE，反映公司的盈利能力，公司的盈利能力越强，越可能进行资产注入、股权激励等承诺事项履行。

具体变量设置及定义如表2所示：

表 2　　相关变量及其定义

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	承诺履行	PF	公司承诺不规范或超期取1，否则取0
解释变量	控股股东性质	State	国有性质取1，否则取0
	控股股东持股比例	Top1	公司第一大股东持股数/股票总数
	股权集中度	H5Index	前五大股东持股比例的平方和
	股权制衡度	ERR	第二至第五大股东持股数之和/第一大股东持股数
控制变量	公司业绩	ROE	净利润/净资产
	股权分置改革背景	Reform	有股权分置改革背景取1，否则取0

五、实证分析

（一）描述性统计及相关性分析

描述性统计和独立样本检验结果如表3所示。从中可见，低承诺履行组的控股股东持股比例、股权集中度、股权制衡度最小值大于且最大值小于非低承诺履行组，样本标准差较小，与分组样本的多寡有一定关系。均值方面，除股权制衡度和公司业绩外，低承诺履行组其他变量的均值均高于非低承诺履行组。分组样本稳定性方面，低承诺履行组的两个控制变量均大于非低承诺履行组，样本波动幅度较大，与四个解释变量正好相反。

两组样本的独立样本T检验和Wilcoxon符号秩检验结果显示，控股股东性质、控股股东持股比例、股权集中度和股权分置改革背景均通过了1%的显著性检验，说明它们对企业承诺履行有显著影响。股权制衡度的Wilcoxon符号秩检验达到了5%的显著性水平，但T检验仅达到10%的显著性水平，具有一定的不稳定性。公司业绩T值−1.003、Z值−0.825均未通过显著性检验，可能由于业绩的滞后性和仅选择财务指标对企业承诺履行影响有限。整体来看，几个解释变量均对承诺履行样本分组有显著影响，初步说明选取的变量具有一定统计学意义。

表 3　　分组描述性统计及检验结果

变量	PF	N	最小值	最大值	均值	标准差	T检验	Wilcoxon检验
State	1	150	0	1	0.767	0.424	4.709***	−4.660***
	0	865	0	1	0.564	0.496		
TOP1	1	150	0.094	0.721	0.415	0.150	3.881***	−4.450***
	0	865	0.022	0.894	0.359	0.167		
H5Index	1	150	0.011	0.521	0.208	0.117	3.408***	−4.780***
	0	865	0.001	0.800	0.168	0.137		
ERR	1	150	0.015	2.345	0.429	0.486	−1.672*	−2.231**
	0	865	0.005	3.923	0.508	0.537		
ROE	1	150	−0.864	0.627	0.047	0.168	−1.003	−0.825
	0	865	−1.173	0.459	0.058	0.124		
Reform	1	150	0	1	0.427	0.496	10.644***	−10.099***
	0	865	0	1	0.105	0.307		

注：组1代表低承诺履行组，组0代表其他；***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上（双侧）显著。表6、表7同。

为进一步验证各变量间的相关性，本文进行了Spearman相关性检验，结果见表4。从中可以看出，控股股东性质、控股股东持股比例、股权制衡度和股权分置改革背景与企业承诺履行均在1%的水平上显著相关；股权制衡度与企业承诺履行在5%的水平上显著相关；公司业绩与企业承诺履行负相关但不显著，与前述描述性分析情况基本一致。其他变量间相关系数较大的有股权集中度与控股股东持股比例（相关系数0.984）、股权制衡度与控股股东持股比例（相关系数为−0.666），说明以上变量间可能存在多重共线性问题。为此，本文对各变量的容差和方差膨胀因子VIF进行分析，结果见表5。表5中控股股东持股比例的VIF值为32.467，股权集中度的VIF值为25.568，两者存在多重共线性问题的可能性极大。结合已有文献研究可知，在衡量股权集中度的变量设置中，控股股东持股比例和前五大股东持股比例的平方和均可作为衡量变量。综上，本文将二者放置在不同的模型中，分别检验假设1中的控股股东因素对企业承诺履行的影响和股权结构对企业承诺履行的影响，并在此基础上检验所有变量对企业承诺履行情况的影响，具体参见前述模型设计。

表 4　　变量的Spearman相关性检验（N=1015）

Variable	PF	State	TOP1	H5Index	ERR	ROE
PF	1					
State	0.146**	1				
TOP1	0.140**	0.283**	1			
H5Index	0.150**	0.276**	0.984**	1		
ERR	−0.070*	−0.234**	−0.666**	−0.559**	1	
ROE	−0.026	−0.063*	0.143**	0.162**	0.034	1
Reform	0.317**	0.011	0.050	0.054	−0.016	0.009

注：**、*分别表示在1%和5%的水平上（双侧）显著。

表5　解释变量的共线性诊断

	State	TOP1	H5Index	ERR	ROE	Reform
容差	0.908	0.031	0.039	0.370	0.959	0.997
VIF	1.101	32.467	25.568	2.700	1.042	1.003

注：因变量为PF。

（二）Logistic回归分析

为了进一步了解相关变量对企业承诺履行状况的共同影响，本文进行了二元Logistic回归分析，结果如表6所示。可以发现：三个模型系数的综合检验均为0.000，分类表百分比校正分别为85.4%、84.3%和85.4%，虽然模型2的正确预测率不如其他两个模型，但预测率均大于80%，说明所拟合模型具有统计学意义，回归模型的整体解释效果较好。

具体来看，模型1的回归结果中控股股东性质变量的Logistic回归系数为−0.866，Wald值为15.104，在1%的水平上显著负相关，表明相对于非国有性质的企业，控股股东性质为国有的企业低承诺履行的概率较小，即国有性质的上市公司更可能履行承诺，假设1a得到检验。控股股东持股比例回归系数为1.419，在5%的水平上通过了显著性检验，表明控股股东持股比例越高，企业承诺履行的概率越低，假设1b得到检验。控制变量方面，只有股权分置改革背景变量通过了显著性检验且在1%的置信区间上有显著影响（回归系数为−1.890，Wald值为84.233），说明有股权分置改革背景的企业承诺履行的概率较高。公司业绩在相关性分析中影响有限，尽管一般来说业绩提升有利于企业承诺履行，在这里并未能通过显著性检验。整个模型的概率解释效果处于0.1～0.2之间，由于模型仅选取了部分影响因素，而影响企业承诺履行的因素又是多样性的，因此本文认为这种解释能力是可以接受的。

模型2中，股权集中度变量的回归系数为2.076，Wald值为7.741，在1%的水平上通过了显著性检验，说明股权集中度越高的企业，其承诺履行的概率越低，证明了假设2的观点。股权制衡度的Logistic回归系数为−0.039，Wald值为0.033，均弱于股权集中度变量，且没有通过显著性检验，表明在我国当前的资本市场环境下，其他大股东对控股股东的制衡能力是很有限的，甚至于纵容控股股东的低承诺履行行为，假设3得到了检验。控制变量中股权分置改革背景通过了1%的显著性检验，说明有股权分置改革背景的上市公司，企业承诺履行的可能性更大，可能是为了兼顾企业社会声誉和承诺相关方履约能力的变化。公司业绩与低承诺履行的可能性呈负相关关系，达到了10%的显著性水平，可见企业业绩的提升会在一定程度上促使公司履行承诺。模型2整体概率解释度和正确预测率相比模型1有所降低，侧面反映股权集中度相对于控股股东因素而言对企业承诺履行的影响较弱，但依然是影响企业承诺履行的重要因素，股权制衡度则有待时间检验。

模型−all用来检验控股股东因素及股权结构对企业承诺履行可能性的影响。从检验结果来看，控股股东因素中的控股股东性质和控股股东持股比例都在1%的显著性水平上通过了检验，表明控股股东的确是影响企业低承诺履行的一个重要因素。股权结构中的股权集中度选取第一大股东持股比例作为替代解释变量，默认为通过了显著性检验。股权制衡度仍未能通过显著性检验，进一步验证了前述假设检验的结果。股权制衡度未能通过显著性检验的可能原因是，其他大股东对控股股东进行监督的同时也可能会存在共谋及纵容情形。股权制衡度受大股东间的持股情况及其在公司治理决策机构中的控制权影响，当大股东之间的制衡程度超过一定限度时，反而会削弱公司对内经营管理和对外投资决策的效率，大股东之间矛盾冲突不断、相互掣肘必然会增加公司的代理成本，阻碍上市公司发展壮大（Zwiebel，1995；Bloch和Hege，2003）。

控制变量中，股权分置改革背景变量的回归系数为−1.891，在1%的水平上与企业低承诺履行的可能性呈显著负相关关系，与模型1、模型2的实证检验结果保持一致，可见股权分置改革背景是影响企业承诺履行的一个很重要的因素。公司业绩在综合模型中未能通过显著性检验，说明良好的公司业绩对企业承诺履行虽有裨益但影响不够明显。从模型解释承诺履行效果来看，控股股东因素解释效果最为明显，股权结构中的股权制衡度仍然有待加强，百分比校正维持在模型1中的较高水平上。

表6　Logistic回归结果（N=1015）

Variable	模型1		模型2		模型−all	
	B	Wald	B	Wald	B	Wald
State	−0.866***	15.104			−0.894***	15.835
TOP1	1.419**	6.399			2.089***	7.648
H5Index			2.076***	7.741		
ERR			−0.039	0.033	0.320	1.650
ROE	−0.969	2.096	−1.156*	3.250	−1.084	2.578
Reform	−1.890***	84.233	−1.847***	84.338	−1.891***	84.157
常量	−0.564	3.315	−0.661	6.225	−0.925	4.809
−2 Log Likelihood	737.435		757.494		735.842	
Cox & Snell R^2	0.105		0.087		0.107	
Nagelkerke R^2	0.185		0.154		0.188	
百分比校正(%)	85.4		84.3		85.4	

（三）稳健性检验

本文选取的股权因素变量均为一般文献中的常用变量，模型中的第一大股东持股比例和股权集中度检验效果基本

一致，在此基础上本文对不同产权性质进行稳定性分组检验（结果见表7）。从表7中可见，国有性质的控股股东持股比例与企业低承诺履行的可能性显著正相关，而非国有性质的企业未能通过显著性检验，与假设1检验结果基本一致。股权集中度分组检验效果基本与控股股东持股比例保持一致。股权制衡度在不同产权性质分组下仍未通过显著性检验，公司其他大股东对控股股东的监督制衡作用未明显影响企业承诺事项的履行。控制变量中对企业承诺履行有显著影响的是股权分置改革背景，股改有利于推进企业承诺事项的履行（回归系数在-1.9上下浮动，均通过了1%的显著性检验）。检验结果与本文结论基本保持一致，说明本文结论具有较强的稳健性。

表7　　不同产权性质分组检验（N=1015）

Variable	国有			非国有		
	模型1	模型2	模型-all	模型1	模型2	模型-all
TOP1	1.725**		2.467***	1.006		1.403
H5Index		2.115**			0.815	
ERR		0.169	0.422		0.044	0.192
ROE	-0.446	-0.485	-0.575	-1.742*	-1.680	-1.837*
Reform	-1.908***	-1.917***	-1.918***	-1.873***	-1.867***	-1.864***
常量	-0.671	-0.451	-1.131	-1.234	-1.061	-1.485
-2 Log Likelihood	520.726	521.345	519.166	215.233	215.692	214.987
Cox & Snell R^2	0.105	0.104	0.107	0.057	0.056	0.058
Nagelkerke R^2	0.169	0.167	0.172	0.130	0.128	0.131
百分比校正(%)	81.8	81.4	81.4	91.7	91.7	91.7

六、结论与建议

本文从控股股东性质、股权结构角度对沪深A股主板上市公司的承诺履行效果进行了实证研究，得到以下结论：①控股股东是影响企业承诺履行的一个重要变量，国有性质的控股股东在承诺履行效果上比非国有性质的控股股东要好；控股股东持股比例越大，企业承诺履行效果越差，这种状况在国有企业中更加明显。②股权过于集中不利于企业承诺履行，国企一股独大和内部人控制的格局终将被高管股权激励制度、员工持股计划和混合所有制改革的深入开展打破。③股权制衡作为监督和推进企业承诺履行的重要力量，在我国目前资本市场发展不充分、社会信用体系不健全和诚信监管缺失的环境下，很难发挥应有的作用。随着资本市场诚信监管与企业承诺履行环境的不断好转，其他大股东及机构投资者的监督制衡作用必将日渐明显。④有股权分置改革背景的企业承诺履行效果较好，这在一定程度上说明在我国国有企业占主导地位的产权制度下，改革是推动我国资本市场健康发展的强大动力。

结合已有研究成果和本文的实证结论，笔者认为可以从以下几个方面推进企业承诺履行：①控股股东严格自律，提高自觉履约意识。控股股东是企业最主要的承诺履行主体，履行承诺的关键因素在于企业控股股东。任何产权性质的控股股东都应意识到，只有以身作则，提高自觉履约意识，才能从上市公司中获得实实在在的利益。②公司股权结构方面，良好的股权结构和内部治理机制有利于推进企业承诺事项的履行，因此公司要优化股权结构，强化内部治理机制。股权集中度要保持适度水平，国有性质的上市公司可以选择员工持股、社会资本参股等方式优化股权结构，完善组织内部的监督制衡机制并不断强化机构投资者的制衡作用。③国家深化改革方面，完善资本市场诚信立法，转变监管方式，营造良好的履约环境。

主要参考文献：

桂荷发，蔡明超，石劲，汪勇祥.契约、承诺与制度：来自中国股改的证据[J].经济研究，2011(11).

陈亦聪，武俊桥.上市公司承诺履行与上市公司诚信塑造[J].证券法苑，2012(7).

Michelon G.. Sustainability disclosure and reputation: a comparative study [J]. Corporate Reputation Review, 2011(2).

赵旭.上市公司诚信与企业价值的实证研究[J].山西财经大学学报，2011(1).

李燕.论诚信制度及其社会人文原则[J].管理世界，2002(10).

Becker H. S.. Notes on the concept of commitment [J]. American Journal of Sociology, 1960(1).

廖理，沈红波，郦金梁.股权分置改革与上市公司治理的实证研究[J].中国工业经济，2008(5).

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年中小企业板块的实证检验[J].会计研究，2011(1).

La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei. Corporate Ownership Around the World [J]. Journal of Finance, 1999(54).

作者单位：1.郑州升达经贸管理学院会计系，郑州 451191；2.河南大学会计研究所，河南开封 475004