

管制背景下的上市资格获取与地方产业发展

徐 巍¹, 祝 娟¹, 刘 磊²

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093; 2. 金陵科技学院 商学院, 江苏 南京 211169)

摘要: 文章研究了获得上市资格对地方产业发展的影响。研究发现, 获得上市资格存在溢出效应, 当地某一行业新增上市公司可以显著提升同行业其他公司的经济产出效率。获得上市资格的示范效应、横向联系和垂直联系可能是产生溢出效应的主要机制。当新增上市公司业绩更高或者来自相对落后地区时, 这一溢出效应更强, 而企业产权性质则对溢出效应没有显著影响。这表明上市资格管制中的具体倾向可能有合理之处, 也有无效率之处。文章的研究有助于解释地方政府对上市资格的关切, 加深对内源性资本要素重要作用的理解, 而且对于上市制度改革具有一定的借鉴价值。

关键词: 上市资格; 地方产业; 溢出效应; 产出效率; 政府管制

中图分类号: F04; F23 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)04-0030-12

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.04.003

一、引言

在中国现行财政分权体制下, 地方政府承担着发展地方经济的任务(周业安等, 2004; 徐现祥等, 2007), 这就造成区域之间存在经济竞争(潘红波等, 2018)。而中国区域间要素分布并不平衡, 这在一定程度上导致了地方经济发展的差异(杨晓光等, 2002; 李晓阳和黄毅祥, 2014)。为了促进区域经济发展, 地方政府通过税收、公共投资等多种方式, 增加当地对资本、技术等要素的吸引力(张军和高远, 2007; 郭杰和李涛, 2009; 王凤荣和苗妙, 2015)。例如, 地方政府通过竞争吸引外国资本, 帮助地方内资企业获得先进的技术和管理经验, 促进了区域经济发展(魏后凯, 2002; 李永友和沈坤荣, 2008; 蒋仁爱和冯根福, 2012)。应该看到的是, 随着经济长期高速发展, 中国国内获得资本的渠道不断增加, 地方发展所依赖的资金、技术、人力等要素来源不断丰富, 内源性的发展动力已经与改革开放初期有着很大的差别(蔡好东等, 2017; 陈冬华等, 2018)。其中, 国内资本市场扮演了重要的角色, 对地方经济产生了重要影响(倪鹏飞等, 2014)。

在上市资格存在严格管制的背景下, 地方政府积极参与到对上市资格的竞争中, 如在IPO过程中给予补贴(逯东等, 2015; 王克敏等, 2015), 帮助企业化解财务危机(章铁生等, 2012), 在并购重组时保留辖区内上市资格的数量(陈冬等, 2016), 以及参与公司治理以避免因公司丑闻而降低未来辖区内公司获得上市资格的可能性(陈冬华等, 2008)。这展现了管制背景下地方政

收稿日期: 2018-09-28

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“公司治理与政府行为——基于嵌入理论的解释与实证”(71772085)

作者简介: 徐 巍(1984—), 男, 江苏扬州人, 南京大学商学院会计学系博士研究生;

祝 娟(1990—)(通讯作者), 女, 河南信阳人, 南京大学商学院会计学系博士研究生;

刘 磊(1979—), 男, 江苏南京人, 金陵科技学院商学院副教授。

府对上市资格的渴求。而获得上市资格对地方经济是否真的有所帮助?辖区内公司获得上市资格究竟能否带动地方产业经济发展?如果能,在不同的约束机制下,这一带动作用又会有怎样的差异?这些是本文试图回答的问题。

本文以 2005—2015 年为样本期间,用某地区行业内当年新增的上市公司数量来衡量地方上市资格的获取,用该地区行业内其他企业当年的资产收益率和销售利润率来衡量地方产业发展,实证检验了上市资格获取对地方产业发展的影响。研究发现,某地区行业内新增 IPO 公司数量与该地区行业内其他企业的资产收益率和销售利润率都显著正相关。这表明上市资格的获取产生了一定的溢出效应,带动了地方产业发展,从而为地方政府帮助辖区内企业争取上市资格的动机提供了实证证据。同时,上市所带来的示范效应、横向联系和垂直联系可能是主要的溢出机制。就管制的具体倾向来说,新增上市公司的业绩越好,上市资格获取对地方产业发展的促进作用越强;在落后地区,获得上市资格对当地产业发展的带动作用更大;行业内民营企业获得上市资格对地方产业发展的促进作用则与国有企业获得上市资格不存在明显差异。需要特别强调的是,本文探讨的是在既定的管制背景下,获得上市资格对地方产业发展的影响,而不涉及对管制倾向的整体性评价。

本文可能的研究贡献在于:首先,关于地区间资本要素竞争的现有研究大多围绕国外投资展开,而随着经济的发展,内源性要素的重要性在不断上升。本文研究表明,中国资本市场是重要的经济要素,进入资本市场可以促进当地产业发展。本文的工作有助于正确认识内外部资本。其次,对于地方政府对上市资格的热衷,现有研究大多默认为地方政府能够从中获得收益,但鲜有实证证据予以支持,本文则为此提供了经验证据。最后,关于上市资格管制的现有研究大多从总体性视角出发,重在揭示管制所带来的扭曲,而较少从具体的管制倾向出发,客观全面地考察管制的影响。本文从上市资格管制的多个倾向性出发,揭示了管制在不同维度的倾向性具有不同的作用,既有合理之处,也有无效率之处。这对于上市制度的进一步改革具有一定的借鉴意义。

二、理论分析与研究假设

我们选择从地方产业发展角度切入,构建一个考察上市资格获取与地方产业发展关系的框架。对企业来说,进入资本市场的直接收益是能够获得直接融资,缓解融资约束。而融资的增加又会进一步体现在企业经营活动中,如资本市场的支持可以使上市公司在产品市场上更快地把握投资机会(Gilje 和 Taillard, 2016),强大的融资能力和丰富的潜在融资资源可以使其进行更多的研发创新(Acharya 和 Xu, 2017)。从地方经济角度出发,获得上市资格可能会为当地产业发展带来一定的溢出效应。

首先,上市成功会带来示范效应。在管制背景下,获得上市资格对企业来说意味着获得融资、分散风险、提升声誉、增强流动性等诸多收益(唐清泉和罗党论, 2007)。上市审核存在一定的择优倾向,即只有那些经营业绩较高的企业才能获得上市资格。祝继高和陆正飞(2012)、杜兴强等(2013)、陈运森等(2014)、戴亦一等(2014)以及黄亮华和谢德仁(2016)的研究结果都表明,盈利越高的企业越有可能通过审核获得上市资格。在这种情况下,一旦本地区同行业的企业获得上市资格,可能会成为一种示范,促使其他企业也希望谋求上市,以获得潜在的收益。而为了满足上市要求、提高过会概率,这些公司会采取多种措施来提高经营业绩。

其次,获得上市资格还会带来横向联系效应。除了资本要素外,企业的经营效率还需要技术

和人力资本等其他要素来保障。当某地区行业内某一企业获得上市资格时,关键技术拥有者的相对剩余索取权会被稀释,连同上市带来的激励兑现效果,上市后企业的技术与管理人才会出现一定程度的外流(孔东民等,2015)。同时,由于获得了更多的融资,企业可能进行多方面的升级改造。此时,企业需要招募更高层次的人才,而这会挤压原有技术人才的生存空间,使其离开获得上市资格的公司。本地区其他非上市公司则可能成为流出人才的接收方,自身人力资本会有一定程度的增加。

最后,获得上市资格还会带来垂直联系效应。当产业链中某一环进行技术升级时,需要上游企业进行配合,上游企业出于逐利动机也乐于进行技术升级(Markusen和Venables,1999;杨红丽和陈钊,2015)。获得上市资格的公司可能会利用资本市场融资进行技术创新(张劲帆等,2017),这就会给产业链上游企业带来技术升级压力。上游企业的技术进步会影响当地同行业的其他公司,促使其提高生产经营效率。

从上述角度来看,获得上市资格可能产生一定的挤入效应,使当地同行业的其他企业受益。但同时,获得上市资格也可能产生一定的挤出效应。具体来说,正如Chemmanur等(2010)所发现的,公司通过上市得到资本市场的支持,会增加这些公司的竞争优势,使得行业内的部分弱势企业因面临更激烈的竞争而被淘汰,从而提高行业集中度。在管制背景下,能够进入资本市场的企业数量受到限制(李敏才和刘峰,2012)。这就导致部分企业虽然需要公开募股融资以促进发展,但是因管制而被排除在外。对这些企业来说,当地同行业的其他企业获得上市资格,可能导致原本的竞争均衡被打破,自身处于不利位置。这意味着在管制背景下,当地同行业的公司获得上市资格,该行业的发展效率可能受到损失。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1a: 其他条件不变时,获得上市资格会促进地方产业发展。

假设 1b: 其他条件不变时,获得上市资格会阻碍地方产业发展。

三、研究设计

(一)数据来源和样本选择

本文用某地区行业内当年新增的IPO公司数量来衡量地方上市资格的获取,用该地区行业的资产回报率和销售利润率来衡量地方产业发展,实证分析上市资格获取对地方产业发展的影响。反映地方产业发展的地区行业数据来自《中国工业统计年鉴》,省份层面的数据来自国家统计局网站,上市公司数据来自CSMAR数据库。

本文的样本期间为2005—2015年,之所以选择2005年作为起点,是因为《中国工业统计年鉴》从2005年开始分地区行业对工业发展情况做了分类汇总。考虑到央企总部大多注册在北京,而其主要生产与销售均在外地,因此我们删除了北京市的数据,最终样本由30个省份构成。行业分类标准在2012年发生了改变,我们以2012年为界,对行业做了追溯调整,删除了前后无法统一的行业,最终得到22个行业。由此,我们得到了30个省份、22个行业时间跨度为11年的6664个观测值。以某一地区的一个行业作为一个观测对象,在此基础上与年份构建面板数据结构。

表1刻画了样本的地区分布情况。从中可以看到,样本在各省之间的分布比较均匀,部分省份的样本较少,因为该省份缺失部分行业数据(年鉴中没有收录该省份某个行业的数据)。表2列示了样本的行业分布情况。总体来说,各行业间的样本分布大致比较平均,煤炭采选、有色金属矿采选等行业的样本较少,这可能由矿产资源在地区间分布不均所导致。

表 1 样本的地区分布情况

省份	样本数	占比(%)	省份	样本数	占比(%)
上海	197	2.96	河北	238	3.57
云南	231	3.47	河南	231	3.47
内蒙古	230	3.45	浙江	238	3.57
吉林	231	3.47	海南	199	2.99
四川	226	3.39	湖北	235	3.53
天津	224	3.36	湖南	236	3.54
宁夏	196	2.94	甘肃	224	3.36
安徽	238	3.57	福建	232	3.48
山东	240	3.6	西藏	105	1.58
山西	231	3.47	贵州	210	3.15
广东	232	3.48	辽宁	240	3.6
广西	231	3.47	重庆	230	3.45
新疆	215	3.23	陕西	227	3.41
江苏	238	3.57	青海	195	2.93
江西	231	3.47	黑龙江	233	3.5
合计	6 664				

表 2 样本的行业分布情况

行业	样本数	占比(%)	行业	样本数	占比(%)
专用设备制造	312	4.68	石油加工炼焦和核燃料	303	4.55
交通运输设备制造	316	4.74	纺织业	323	4.85
农副食品加工	327	4.91	通信设备计算机其他电子设备制造	296	4.44
化学原料和化学制品制造	327	4.91	通用设备制造	298	4.47
化学纤维制造	254	3.81	造纸及纸制品制造	306	4.59
医药制造	314	4.71	酒饮料和精制茶制造	321	4.82
有色金属冶炼压延加工	309	4.64	金属制品	315	4.73
有色金属矿采选	248	3.72	非金属矿制品	327	4.91
煤炭采选	244	3.66	食品制造	313	4.7
电力热力生产和供应	318	4.77	黑色金属冶炼压延加工	301	4.52
电气机械及器材制造	302	4.53	黑色金属矿采选	290	4.35
合计	6 664				

(二) 回归模型

考虑到区域产业经营效率在时间上存在自相关性,本文参考倪鹏飞等(2014)的研究,构建动态面板模型,采用 *GMM* 方法,以自变量的一阶滞后项作为工具变量进行估计。

$$performance_t = performance_{t-1} + listfirm + control + e \quad (1)$$

其中,被解释变量 $performance_t$ 表示当年某地区某行业的发展情况,用当年本地区该行业除了上市公司之外的其他公司的资产收益率和销售利润率来衡量。主要解释变量 $listfirm$ 表示当年本地区该行业新增的上市公司数量, $performance_{t-1}$ 表示上一年本地区该行业的发展状况。控制变量 $control$ 主要包括本地区该行业的规模、负债率、开放度和固定资产总额,以及本地区的外商直接投资额、当年新增固定资产投资、教育支出、科技支出和 *GDP*。变量定义见表 3。

表3 主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>pi_roa</i>	本地区行业资产收益率	当年地区行业内除了上市公司之外的其他公司的净利润总额除以资产总额
<i>pi_opincome</i>	本地区行业销售利润率	当年地区行业内除了上市公司之外的其他公司的经营利润总额除以销售收入总额
<i>listfirm</i>	本地区行业新增上市公司数	当年地区行业新增的上市公司数量加1再取对数
<i>pi_size</i>	本地区行业的规模	当年地区行业除了上市公司之外总资产的对数
<i>pi_lev</i>	本地区行业的负债率	当年地区行业除了上市公司之外的总负债除以总资产
<i>pi_open</i>	本地区行业的开放度	当年地区行业实收资本中外商资本(含港澳台)的比例
<i>pi_fix</i>	本地区行业的固定资产总值	当年地区行业内除了上市公司之外固定资产总和的对数
<i>fix_in</i>	地区新增固定资产投资总额	当年地区新增固定资产投资总额的对数
<i>FDI</i>	地区的人均外商投资额	当年地区外商投资额除以人口数(单位:万元/人)
<i>education</i>	地区的人均教育投资额	当年地区教育投资额除以人口数(单位:万元/人)
<i>tech</i>	地区的人均科技支出额	当年地区科技支出额除以人口数(单位:万元/人)
<i>GDP</i>	地区 <i>GDP</i>	地区 <i>GDP</i> 的对数

四、上市资格的溢出效应检验

(一)描述性统计

表4给出了本文主要变量的描述性统计情况。从中可以看到,主要变量的分布基本在合理范围内,当年地区行业内上市公司的数量分布较为不均,75%分位数仍为0。这反映了在严格的IPO审核下,仅有少部分公司能够获得上市资格。

表4 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>pi_roa</i>	6 664	0.07	0.07	-0.22	0.02	0.06	0.10	0.47
<i>pi_opincome</i>	6 664	0.08	0.08	-0.25	0.03	0.07	0.11	0.49
<i>listfirm</i>	6 664	0.07	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	2.94
<i>pi_size</i>	6 664	23.79	1.81	14.91	22.77	23.98	25.07	28.13
<i>pi_lev</i>	6 664	0.58	0.21	-5.82	0.51	0.58	0.66	4.66
<i>pi_fix</i>	6 664	0.39	0.27	-12.17	0.29	0.38	0.48	7.06
<i>pi_open</i>	6 664	0.04	0.06	0.00	0.00	0.02	0.05	0.72
<i>fix_in</i>	6 664	8.73	1.04	5.20	8.06	8.86	9.47	10.79
<i>FDI</i>	6 664	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03
<i>education</i>	6 664	0.11	0.07	0.02	0.05	0.09	0.15	0.52
<i>tech</i>	6 664	0.01	0.02	0.00	0.00	0.01	0.01	0.11
<i>GDP</i>	6 664	9.19	1.02	5.52	8.65	9.33	9.86	11.20

(二)假设检验

我们参考倪鹏飞等(2014)的做法,构建了动态面板模型来缓解当地产业发展惯性的干扰,回归结果见表5。从中可以看到,新增上市公司数量(*listfirm*)对行业资产收益率(*pi_roa*)的回归系数为0.0121,在1%的水平上显著;对行业销售利润率(*pi_opincome*)的回归系数为0.0049,也在1%的水平上显著。这一结果支持了假设1a,即获得上市资格能够促进当地产业发展,提高其产出效率。这在一定程度上解释了地方政府对上市资格关切的动机,也为中国区域竞争提供了一个新的视角,即上市资格竞争可能也是区域竞争的诸多方式之一。

表 5 上市资格获取对地方产业发展的影响

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
<i>Y_{t-1}</i>	0.2162*** (7.46)	0.4181*** (14.88)
<i>listfirm</i>	0.0121*** (4.04)	0.0049*** (2.61)
<i>pi_size</i>	-0.0375*** (-7.17)	-0.0400*** (-7.63)
<i>pi_lev</i>	-0.0715*** (-5.03)	-0.0360** (-2.15)
<i>pi_open</i>	0.0237 (0.55)	0.0278 (0.56)
<i>pi_fix</i>	-0.0487*** (-4.40)	-0.0215 (-1.28)
<i>fix_in</i>	0.1019*** (13.28)	0.0206*** (2.66)
<i>FDI</i>	0.2823 (0.25)	1.9746** (2.00)
<i>education</i>	-0.2445*** (-4.50)	-0.3721*** (-6.88)
<i>GDP</i>	-0.0483*** (-3.15)	0.0736*** (5.26)
<i>tech</i>	-0.5894** (-2.02)	-0.2129 (-0.96)
行业和年份	控制	控制
常数项	0.5888*** (6.03)	0.2060** (2.16)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664

五、溢出效应的机制检验

(一) 示范效应

获得上市资格可能会带来一定的示范效应,促使其他企业也为了谋取上市而提高自身的产出效率。这一动机在实际中难以直接观测,我们尝试从金融发展水平差异角度来做近似的考察,因为尽管上市带来的收益可能是多样化的,但是基本收益仍是获得融资渠道。从这个意义上讲,在融资渠道少、金融发展水平相对落后的地区,这一动机可能更强烈。我们参考 Levine(1997)的研究,以银行业存贷款余额占 *GDP* 的比例来衡量当地金融发展水平,以年度中位数为界来构造虚拟变量 *low_finance*。当本省金融发展水平低于年度中位数时, *low_finance* 取值为 1, 否则为 0。检验结果见表 6。从中可以看到,当以 *pi_roa* 来衡量行业产出效率时,交乘项 *listfirm*×*finance* 的回归系数为 0.0036, 不显著; 当以 *pi_income* 作为衡量指标时,交乘项的系数为 0.0044, 在 5% 的水平上显著。这一结果在一定程度上表明,在金融发展水平低的地区,获得上市资格的示范效应更强,更能促使当地行业内非上市公司提高经营效率以达到上市要求。

表6 溢出效应机制分析:示范效应检验

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
Y_{t-1}	0.2095*** (7.81)	0.4258*** (14.81)
<i>listfirm</i>	0.0038*** (3.28)	0.0009 (1.09)
<i>listfirm</i> × <i>low_finance</i>	0.0036 (1.18)	0.0044** (2.37)
<i>low_finance</i>	0.0072** (1.99)	0.0004 (0.10)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
常数项	0.5231*** (5.06)	0.2054** (2.09)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664

(二)横向联系效应

获得上市资格还可能带来横向联系效应,即因人力资本扩散而使技术与管理水平提升。直接检验这一机制需要掌握企业间的人员流动情况,而这在现实中难以获得。我们尝试从人力资本重要性角度来间接检验这一机制。现有研究表明,企业上市之后可能存在人员流失问题(孔东民等,2015),如果当地同行业的其他非上市公司承接了流出的人员,那么对于人力资本更重要的行业,其受益应更大,溢出效应更强。鉴于此,我们以统计年鉴中地区行业的人均利润为基础来构造虚拟变量 *human*,大于行业中位数时取值为1,否则为0。检验结果见表7。表7的结果与预期一致,即在人力资本重要性高的行业中,上市资格的溢出效应更强。

表7 溢出效应机制分析:横向联系效应检验

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
Y_{t-1}	0.2182*** (7.44)	0.4219*** (14.86)
<i>listfirm</i>	0.0029** (2.12)	0.0007 (0.73)
<i>listfirm</i> × <i>human</i>	0.0057** (2.46)	0.0030** (2.01)
<i>human</i>	0.0055*** (2.95)	0.0026 (1.63)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
常数项	0.5952*** (6.11)	0.2171** (2.28)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664

(三)垂直联系效应

产业链之间的垂直联系效应也是重要的溢出机制。我们将直接检验地区行业下游新增上

上市公司是否会对当地该行业产生影响。我们设置了变量 *down_listfirm*, 表示地区下游行业新增上市公司数量。需要说明的是, 这一检验依赖于对上下游行业的清晰划分和匹配。我们仔细区分后发现, 只有有色金属冶炼压延加工与有色金属矿采选, 以及黑色金属冶炼压延加工与黑色金属矿采选, 这两组共 4 个行业存在清晰的上下游关系。因此, 垂直联系效应只能以子样本进行检验, 结果见表 8。从中可以看到, 当地区下游行业新增上市公司时, 位于产业链上游的非上市公司产出效率显著上升。这一结果支持了垂直联系效应。

表 8 溢出效应机制分析: 垂直联系效应检验

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
Y_{it}	0.3374*** (9.42)	0.3404*** (6.96)
<i>down_listfirm</i>	0.0307*** (3.49)	0.0335*** (4.18)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
常数项	-1.4805*** (-8.58)	-0.9307*** (-7.60)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	591	591

六、基于管制倾向的进一步检验

考虑到中国资本市场上市资格存在管制, 我们进一步研究上市资格管制中的倾向性是否会影响溢出效应, 以回答现有管制倾向是否具有一定的合理性。^①现有研究表明, 企业规模与过会概率显著正相关, 盈利越高、盈利增长越快、经营现金流越多, 企业的过会概率也越高(祝继高和陆正飞, 2012; 杜兴强等, 2013; 戴亦一等, 2014)。除了企业的经营状况外, 还有一些其他因素也会影响上市资格的获取。比如, 在同等条件下, 国有企业有着更高的过会概率(祝继高和陆正飞, 2012; 王国俊和王跃堂, 2014)。另外, 2016年9月9日, 证监会发布《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》, 明确对贫困地区企业首次公开发行股票进行倾斜。可见, 在其他条件相同时, 落后地区的企业相对更容易获得上市资格。鉴于此, 我们从上市公司的盈利能力、所处地区和产权性质三个方面来检验管制倾向对上市资格溢出效应的影响。

在表 9 中, 我们使用变量 *advantage* 来衡量上市公司的盈利水平, 等于公司上市前三年平均盈利能力与行业平均水平的差距。结果表明, *listfirm* 和 *advantage* 的交乘项系数显著为正。这说明上市资格管制中的业绩倾向具有一定的积极意义, 筛选出的“优质”公司能够更好地促进地方产业发展。

表 9 企业盈利能力对上市资格溢出效应的影响

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
Y_{it}	0.1650*** (6.49)	0.4019*** (14.29)
<i>listfirm</i>	0.0819*** (13.61)	0.0239*** (5.94)

^① 这里的合理性更多的是指管制的具体倾向如择优倾向是否有助于增加溢出效应, 而不涉及对管制整体合理性的评价。

续表 9 企业盈利能力对上市资格溢出效应的影响

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
<i>advantage</i>	-0.8774*** (-23.46)	-0.2515*** (-8.93)
<i>advantage</i> × <i>listfirm</i>	0.9448*** (10.93)	0.3046*** (6.08)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
常数项	0.4568*** (5.24)	0.1748* (1.91)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664

在表 10 中, 交乘项 *listfirm*×*GDP* 的回归系数在 1% 的水平上显著, 表明当新增上市公司来自落后地区时, 上市资格的溢出效应更强。这说明上市资格管制中对落后地区的倾斜具有一定的合理性。

表 10 地区经济状况对上市资格溢出效应的影响

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
Y_{it}	0.2146*** (7.34)	0.4175*** (14.84)
<i>listfirm</i>	0.1399*** (2.93)	0.1059*** (3.22)
<i>listfirm</i> × <i>GDP</i>	-0.0127*** (-2.75)	-0.0101*** (-3.16)
<i>GDP</i>	-0.5965** (-2.04)	-0.2234 (-1.01)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
常数项	0.5718*** (5.86)	0.1984** (2.08)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664

在表 11 中, 我们设置了变量 *soe* 和 *nonsoe*, 分别表示当年地区行业内新增国有与非国有上市公司数量。我们还设置了变量 *cen_soe* 和 *loc_soe*, 分别表示当年地区行业内新增中央与地方国有上市公司数量。从中可以看到, 无论新增上市公司是民营企业还是国有企业, 都会产生一定的溢出效应, 而且中央企业获得上市资格的溢出效应与地方国企获得上市资格也没有显著区别。现有研究表明, 国有企业往往扮演了“技术扩散”中心的角色, 具有更强的溢出效应(刘元春, 2001); 中央政府投资也被认为是一项更优质的投资, 具有更好的挤入作用, 能够更好地带动当地经济发展(王曦等, 2014)。本文研究则表明, 无论是民营企业、中央企业还是地方国企获得上市资格, 对当地产业发展的影响似乎并没有显著差异。这说明上市资格管制中的产权性质倾向似乎有其非效率的一面。

表 11 企业产权性质对上市资格溢出效应的影响

	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>	<i>pi_roa</i>	<i>pi_opincome</i>
$Y_{i,t}$	0.2156*** (7.45)	0.4181*** (14.88)	0.2151*** (7.43)	0.4184*** (14.88)
<i>nonsoe</i>	0.0102*** (3.42)	0.0044** (2.38)	0.0102*** (3.43)	0.0044** (2.38)
<i>soe</i>	0.0188*** (3.46)	0.0065* (1.72)		
<i>cen_soe</i>			0.0270* (1.67)	0.0101 (1.00)
<i>loc_soe</i>			0.0170*** (2.87)	0.0058 (1.51)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
常数项	0.5861*** (6.01)	0.2053** (2.15)	0.5863*** (6.01)	0.2053** (2.15)
<i>Prob.>chi2</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	6 664	6 664	6 664	6 664

七、稳健性检验

本文的第一个稳健性检验是将新增上市公司数量替换为新增上市公司募集资金量,因为对获得上市资格的企业来说,最重要和直接的影响是能够股权融资,这也是溢出效应存在的主要基础之一。在将新增上市公司数量替换为募集资金量后,本文的主要发现依然稳健。

本文的第二个关切在于,虽然 *GMM* 方法能够在一定程度上缓解内生性问题,但是考虑到地方产业发展与上市资格获取之间可能存在互为因果的关系,仍有必要增加新的经验证据。一个可能的方案是,首先采用 *PSM* 方法匹配出最接近获得上市资格的同行业地区,然后进行 *DID* 检验。受样本限制,一个行业一年最多只有 30 个观测值(30 个省份),难以完成第一步的 *logistic* 回归,因而无法进行倾向得分匹配。我们采取了近似的方式,以上一年度的行业规模作为配对标准。回归结果表明,新增上市公司之后,地区行业的产出效率提高。这进一步支持了上文的研究结论。

八、结 论

在中国资本市场发行准入管制的背景下,地方政府一直热衷于通过各种形式获取或保留上市资格。而现有研究较少关注这种地方政府行为背后是否包含理性因素。本文研究了上市资格获取与地方产业发展之间的关系。我们发现,获得上市资格对当地产业发展存在溢出效应。这一结果可以部分解释地方政府热衷于上市资格的经济动机。机制分析表明,示范效应、横向联系效应与垂直联系效应是上市资格产生溢出效应的主要渠道。我们进一步分析了管制倾向对上市资格溢出效应的影响。结果显示,上市前业绩更优的公司对当地产业发展的带动作用更强,落后地区获得上市资格的溢出效应更显著。无论是国有企业还是民营企业,获得上市资格对当地产业发展的促进作用并没有明显区别。这一结果在一定程度上指出了上述管制倾向的合理性与不足之处,为上市制度改革提供了一些参考。

本文的研究具有一定的局限性。一方面,相关研究结论限定在上市资格受到管制的背景下,从地方产业发展角度揭示了这一背景下具体管制倾向的合理性与不足之处,而并不反映管制本

身的效率;另一方面,受数据可得性限制,溢出效应的机制分析给出的大多是间接的证据,未来希望做出比较直接的检验。

参考文献:

- [1]陈冬,范蕊,梁上坤.谁动了上市公司的壳?——地方保护主义与上市公司壳交易[J].金融研究,2016,(7):176-190.
- [2]陈冬华,姚振晔,新夫.中国产业政策与微观企业行为研究:框架、综述与展望[J].会计与经济研究,2018,(1):51-71.
- [3]陈冬华,章铁生,李翔,等.法律环境、政府管制与隐性契约[J].经济研究,2008,(3):60-72.
- [4]陈运森,郑登津,李路.民营企业发审委社会关系、IPO资格与上市后表现[J].会计研究,2014,(2):12-19.
- [5]戴亦一,潘越,陈静.双重推荐声誉、社会诚信与IPO过会[J].金融研究,2014,(6):146-161.
- [6]杜兴强,赖少娟,杜颖洁.“发审委”联系、潜规则与IPO市场的资源配置效率[J].金融研究,2013,(3):143-156.
- [7]郭杰,李涛.中国地方政府间税收竞争研究——基于中国省级面板数据的经验证据[J].管理世界,2009,(11):54-64.
- [8]黄亮华,谢德仁.核准制下IPO市场寻租研究——基于发审委员和承销商灰色关联视角[J].中国工业经济,2016,(3):20-35.
- [9]蒋仁爱,冯根福.贸易、FDI、无形技术外溢与中国技术进步[J].管理世界,2012,(9):49-60.
- [10]孔东民,王亚男,代昀昊.为何企业上市降低了生产效率?——基于制度激励视角的研究[J].金融研究,2015,(7):76-97.
- [11]李敏才,刘峰.社会资本、产权性质与上市资格——来自中小板IPO的实证证据[J].管理世界,2012,(11):110-123.
- [12]李晓阳,黄毅祥.中国劳动力流动与区域经济增长的空间联动研究[J].中国人口科学,2014,(1):55-65.
- [13]李永友,沈坤荣.辖区间竞争、策略性财政政策与FDI增长绩效的区域特征[J].经济研究,2008,(5):58-69.
- [14]刘元春.国有企业宏观效率论——理论及其验证[J].中国社会科学,2001,(5):69-81.
- [15]逮东,万丽梅,杨丹.创业板公司上市后为何业绩变脸?[J].经济研究,2015,(2):132-144.
- [16]倪鹏飞,刘伟,黄斯赫.证券市场、资本空间配置与区域经济协调发展——基于空间经济学的研究视角[J].经济研究,2014,(5):121-132.
- [17]潘红波,周颖,陈世来.地方官员任期考核与企业盈余管理[J].会计与经济研究,2018,(3):3-26.
- [18]綦好东,郭骏超,朱炜.国有企业混合所有制改革:动力、阻力与实现路径[J].管理世界,2017,(10):8-19.
- [19]唐清泉,罗党论.政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2007,(6):149-163.
- [20]王凤荣,苗妙.税收竞争、区域环境与资本跨区流动——基于企业异地并购视角的实证研究[J].经济研究,2015,(2):16-30.
- [21]王国俊,王跃堂.现金股利承诺制度与资源配置[J].经济研究,2014,(9):91-104.
- [22]王克敏,杨国超,刘静,等.IPO资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J].管理世界,2015,(9):147-157.
- [23]王曦,杨扬,余壮雄,等.中央投资对中国区域资本流动的影响[J].中国工业经济,2014,(4):5-18.
- [24]魏后凯.外商直接投资对中国区域经济增长的影响[J].经济研究,2002,(4):19-93.
- [25]徐现祥,李郁,王美今.区域一体化、经济增长与政治晋升[J].经济学(季刊),2007,(4):1075-1096.
- [26]杨红丽,陈钊.外商直接投资水平溢出的间接机制:基于上游供应商的研究[J].世界经济,2015,(3):123-144.
- [27]杨晓光,樊杰,赵燕霞.20世纪90年代中国区域经济增长的要素分析[J].地理学报,2002,(6):701-708.
- [28]张劲帆,李汉涯,何晖.企业上市与企业创新——基于中国企业专利申请的研究[J].金融研究,2017,(5):160-175.
- [29]张军,高远.官员任期、异地交流与经济增长——来自省级经验的证据[J].经济研究,2007,(11):91-103.

- [30]章铁生, 徐德信, 余浩. 证券发行管制下的地方“护租”与上市公司财务困境风险化解[J]. *会计研究*, 2012, (8): 41–48.
- [31]周业安, 冯兴元, 赵坚毅. 地方政府竞争与市场秩序的重构[J]. *中国社会科学*, 2004, (1): 56–65.
- [32]祝继高, 陆正飞. 融资需求、产权性质与股权融资歧视——基于企业上市问题的研究[J]. *南开管理评论*, 2012, (4): 141–150.
- [33]Acharya V, Xu Z X. Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(2): 223–243.
- [34]Chemmanur T J, He S, Nandy D K. The going-public decision and the product market[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1855–1908.
- [35]Gilje E P, Taillard J P. Do private firms invest differently than public firms? Taking cues from the natural gas industry[J]. *Journal of Finance*, 2016, 71(4): 1733–1778.
- [36]Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda[J]. *Journal of Economic Literature*, 1997, 35(2): 688–726.
- [37]Markusen J R, Venables A J. Foreign direct investment as a catalyst for industrial development[J]. *European Economic Review*, 1999, 43(2): 335–356.

The Acquisition of Listing Qualification under Regulation and the Development of Local Industries

Xu Wei¹, Zhu Juan¹, Liu Lei²

(1. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China;

2. School of Business, Jinling Institute Technology, Nanjing 211169, China)

Summary: Under the current fiscal decentralization system in China, local governments undertake the task of developing local economy, so they have the motivation to strive for various factors to promote regional economic development. A tightly regulated listing qualification could also be a resource to boost regional economies. This is also the implicit premise in the existing studies that local governments help enterprises in their jurisdictions to pursue listing qualification. However, there is no clear answer as to whether obtaining listing qualification can promote regional economic development.

Theoretically, obtaining listing qualification may bring a spillover effect to regional industries. First of all, to go public can bring a demonstration effect, prompting local enterprises in the same industry to seek listing qualification in order to cope with competition. In the context of regulation, seeking listing qualification also means improving their business performance to pass regulatory selection. Second, after the access to the capital market, enterprises can obtain equity financing to promote their possible industrial investment and technological upgrading. This may horizontally lead to the proliferation of technology and personnel, so that local industry enterprises benefit directly. Third, the investment and technology upgrading after listing will vertically lead to the technical progress of the industrial chain, thus making local enterprises in the same industry benefit from it. This means that obtaining listing qualification may bring a positive spillover effect to the local industry. Using the provincial industrial development data from 2005 to 2015, we empirically test the above

(下转第 95 页)

and foreign firms. Therefore, it may still be powerless against “ownership discrimination”.

To sum up, this paper attempts to make marginal contributions from the following three points: First, the existing researches on the impact of banking deregulation or local financial development either focus on local economic growth and export, or on micro-firm growth, or on changes in banks’ internal behaviors, but do not pay attention to its overall effect on resource allocation. The research in this paper is not only an important supplement to the existing literature, but also has more direct reference value for policy formulation from the perspective of resource allocation. Second, this paper not only pays attention to the influence of banking structural reform on resource allocation, but also deeply digs the theoretical mechanism behind the phenomenon, that is, to reduce the overall level of resource misallocation by promoting the optimal allocation of resources within private firm group. Through detailed analyses, this paper further discusses the problem of financial “ownership discrimination”, which is also a useful supplement to the existing financial development, financing constraints and other related literature. Third, from the perspective of resource allocation, we have provided direct empirical evidence for the concern in Ferri (2009) through the proof of the theoretical mechanism. Our research implies that the key to realizing the optimal resource allocation through China’s financial reform lies on the one hand in further deepening the reform of large state-owned commercial banks, and on the other hand in promoting the reform of state-owned firms and realizing the rational distribution of state-owned capital.

Key words: structural reform of the banking sector; banking deregulations; joint-stock commercial bank; resource allocation

(责任编辑 康健)

(上接第 41 页)

theoretical prediction. We find that the acquisition of listing qualification has a spillover effect, and the newly listed companies in a local industry can significantly increase the economic output efficiency of other companies in the same industry. The demonstration effect, horizontal connection and vertical connection may be the main mechanism of the spillover effect.

Considering the regulatory background of listing qualification acquisition, we further investigate the influence of specific regulatory tendencies on the above spillover effect. The results show that the spillover effect is facilitated by preferential selection and poverty alleviation. However, the difference of enterprise ownership in regulation has no significant influence on the spillover effect. This result shows that the specific tendency of listing qualification control may have both rationality and inefficiency.

The findings of this paper help to explain local governments’ concerns about listing qualification and deepen the understanding of the important role of endogenous capital factors. And the findings about control tendency may provide a specific perspective for the further reform of the listing system. Due to the limited availability of data, the evidence provided by the mechanism test part of this paper is indirect, which is also the possible direction of further research in the future.

Key words: listing qualification; local industry; spillover effect; output efficiency; government regulation

(责任编辑 康健)