摘要：文章以2017～2021年创业板公司作为研究对象探究股权集中度、研发投入和绩效的关系，并进一步探讨研发投入的中介作用。通过研究发现，股权集中度会抑制企业绩效和研发投入的提高并且研发投入的增加可以促进企业绩效增长，研发投入在股权集中度和企业绩效之间发挥完全中介作用，本研究为上市公司股权结构治理提供了支持。

关键词：股权集中度；研发投入；企业绩效；创业板

一、引言

当今中国，创业板公司由于具有很好的发展前景，在资本市场上受到越来越多的关注。在创业板公司的股权结构中，大股东往往具有很高的控制权和话语权，大股东的决策通常会对公司的绩效产生很大的影响，创业板公司的经营风险与困境往往是由于股权结构失衡引起的，创业板公司“一股独大”的现象应值得重视。我国对于创新投入力度于2021年再创新高，R&D经费投入接近三万亿元，从研发经费和国内生产总值的关系来看，2021年两者之比达到2.44%，比上年提高0.03个百分点。创业板公司是落实国家政策的重要主体，秉承着“创新是第一动力”的理念。基于国家对创新的重视，许多的学者也把研究的目光转移到创业板公司上面来。资本市场和学者对于企业的长期发展能力都比较重视，对于研发投入的研究大多数关注的是其带来的研发绩效，而对于其如何影响企业绩效的研究并没有深入定论，因此也应该深入探讨。对于上市公司的股权集中度影响企业绩效的机理已经有很多研究，但是很少有文章将三者放在一个体系框架进行创业板公司的研究，三者的因果关系值得探寻。因此基于国家层面和企业长久发展来看，本文选取了2017～2021年创业板公司的数据，通过实证来检验构建的面板数据，探究创业板公司股权集中度对企业绩效的影响机理，还重点关注了研发投入在两者之间发挥何种中介效应。

二、理论分析与研究假设

（一）股权集中度与企业绩效

通过对现有文献检索发现学术界对于股权集中度和企业绩效是何种相关关系并没有明确的结论。龙子午和王祖昕（2020）通过研究发现，股权集中度和企业的财务绩效并不是单纯的线性关系，只有股权集中度适度的企业才会对企业财务绩效有提升作用，这两者的关系呈现倒U型。王莉莉（2021）通过研究中小板上市公司得出结论，股权集中度与公司绩效之间存在正相关关系。胡加明和吴迪（2020）也对二者进行了详细的研究，并且进一步研究了企业大股东的股权属性与公司绩效的关系，研究发现上市公司企业绩效与国有股占比呈倒U型关系，与法人股占比显著正相关，第一大股东占比对企业绩效的影响呈倒U型关系。还有学者认为股权集中度和企业绩效呈无关关系，在研究中并未发现二者之间的显著关系。

对于创业板公司来说，通常存在大股东一股独大的现象，由于大股东对小股东进行“隧道挖掘”的剥夺型治理公司情况的存在，中小股东与大股东利益冲突尤为明显。同时企业绩效的好坏也是股东非常关心的问题，企业绩效好坏可以反映企业在资本市场中的竞争力强度，但是在通常情况下企业股东会着眼于既有利益。股权集中度和企业绩效有着非常紧密的关系。在公司中，各个股东之间会起到制衡彼此的作用，但是在创业板公司中，这种制衡作用会明显偏弱。因此基于以上分析，提出假设1：

H1：其他条件保持不变的情形下，在创业板公司中，股权集中度会抑制企业绩效。

（二）股权集中度与研发投入

在研究中，股权分布的一个关键性指标是股权集中度。任海云发现在制造业企业中，股权集中度高的企业更有意愿加大研发投入，即股权集中度与研发投入呈正相关关系。苗维胜（2017）则持有相反的观点，认为股权集中度高的企业，大股东出于自身利益考虑更不愿意将资金投入研发中，随着股权集中度的提高，企業研发投入明显降低。但是学者张泽和许敏（2014）通过研究发现这二者的关系并不是呈线性关系，股权集中度与当期及下一期研发投入均为倒U型相关。

企业要想可持续发展就要不断提升自身创新能力，国家对于企业的创新也是大力支持的。政府补助、行业扶持等都说明加大研发投入的重要性。研发投入是否有成效往往会直观地体现在企业绩效中，当研发活动创造出成果并能获益之后会使得企业在市场中占据有利地位，企业会得到高的绩效结果。但是有时也要考虑到研发投入对于企业绩效的影响可能不会在当期有明显提升，滞后效应会比较明显。因此基于上述分析，提出假设2：

H2：其他条件保持不变的情形下，在创业板公司中，研发投入会促进企业绩效提升。

（三）研发投入与企业绩效

分析目前有的文献发现，创业板公司的研发投入和企业绩效的关系也没有一个确定的结论。李怀建和耿晓晗（2021）研究了所有的A股上市公司，认为这二者的关系是正相关的，研发投入越高的上市公司其绩效会越好。卢柯颖（2017）也认同其观点并通过进一步研究发现研发投入对企业绩效的影响还具有滞后性，但是张泽（2015）认为企业研发投入对当期的财务绩效有负效应。而刘学之（2017）则通过分析工业企业发现两者关系呈倒U型，是非线性的。

通过梳理这三者关系的文献可知，对于创业板公司来说，企业研发投入决策的制定很大程度会被股权集中程度所影响，尤其在大股东一股独大具有较高话语权时影响程度更为明显，因此也会影响企业最终的经营绩效。对于研发投入大的企业，研发产出的可能性越高，对企业绩效影响的可能性越大。从股东的角度来看，大股东可以参与公司的重要决策制定，对于研发投入的决策也会参与。从因果逻辑来看，股权集中程度先影响了公司研发投入决策的制定，而研发成果的价值是否会被市场认可也在很大程度上会影响到企业绩效。因此基于上述分析，提出假设3：

H3：其他条件保持不变的情形下，在创业板公司中，研发投入对股权集中度和企业绩效起到中介作用。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

考虑到近几年企业越来越重视研发投入，因此本文选取了2017～2021年创业板上市公司作为初始分析样本并做如下剔除：剔除金融行业；剔除ST、\*ST上市公司；剔除数据缺失上市公司。由于样本数据中可能存在极端，对实证结果产生较大的影响，因此利用Stata16对变量在1%和99%分为上进行 Winsorize缩尾处理。剔除16个观测值最终整理得到有效样本数量为3765个。本文数据全部来源于国泰安数据库，并采用数据处理软件Stata16对后续的数据进行实证分析研究。

（二）模型构建与变量定义

本文被解释变量是企业绩效，采用TobinQ值衡量，该指标可以很好反应企业市场价值，对于创业板公司来说，研发投入的成果会在市场上反映出来。解释变量是股权集中度（Top10），本文用创业板公司前十大股东的持股比例进行衡量。中介变量是研发投入（RD），其计算方法是企业当年研发支出与企业总营业收入的比值。根据现有研究，本文控制变量选择如下：企业规模（Size）；资产负债率（Lev）；现金流量（Cashflow）；产权+性质（SOE）；总资产收益率（ROA）；企业成长性（Growth）；本文还控制年度（year）及行业（Indnme）虚拟变量。

本文构建以下模型进行假设检验

TobinnQ=α1+α1Top10+α2Size+α3Lev+α4Growth+α5Cach flow+α6SOE+α7ROA+α8∑Indnme+α9∑year+ε（1）

TobinnQ=β1+β1RD+β2Size+β3Lev+β4Growth+β5Cach flow+β6SOE+β7ROA+β8∑Indnme+β9∑year+ε（2）

TobinnQ=γ1+γ1Toop10+γ2RD+γ3Size+γ4Lev+γ5Growth+γ6Cach flow+γ7SOE+γ8ROA+γ9∑Indnme+γ10∑year+ε（3）

四、实证分析

（一）描述性统计

由表1得出，在2017～2021年，TobinQ最小值为0.958，最大值为10.64，均值为2.252，这表明创业板公司发展很好，对于绩效好的公司在资本市场中会收到较好反应。从TOP10指标来看，前十大股东持股比较均值在58.31%，说明在创业板公司中股权集中在控股股东手里。在创业板公司中，研发支出费用最多达到总营业收入的83.23%，表明该企业几乎将所有的收入都用来做研发，足可见对研发的重视。但是最小值为0.04%，该企业没有将研发很好地进行下去可能面临经营失败的风险。

（二）相关性分析

如表2是Person相关性分析的结果。从表中可以看出，股权集中度和市场绩效在1%水平上显著负相关，可验证假设1。股权集中度和研发投入在1%水平上显著负相关，可以验证假设2成立。并且从表中可以看出来，本文变量之间相关系数的绝对值全部小于0.800，这说明本文构建的模型中，变量之间不存在严重的多重共线性问题。

（三）多元回归分析

多元回归结果见表3。股权集中度的系数显著为负，结果表明创业板公司的股权集中程度反向调节企业绩效。如果企业股权集中度越高，越会减弱企业的资源配置效率。H1假设被验证成立。股权集中度和研发投入的关系是在1%的水平上显著负相关的，股权集中度的回归系数为-0.0345，在创业板公司中股权集中度越高越抑制研发投入。公司的实际控制人不愿意把资金投入研发当中，这类公司主要想把控风险，不愿等待长期的企业绩效。假设H2被验证成立。

（四）稳健性检验

本文采用的稳健性检验方法是引入了内生变量滞后项，采取了滞后一期的方式，从表4分析可得知，上述假设依旧成立。在表中可以看出来滞后一期股权集中度对企业绩效的负向影响作用减弱，但是和研发投入的负向作用并没有减弱。表明本文所选择变量合适。

五、研究结论及建议

本文从创业板企业出发，研究了其股权集中度、研发投入与企业绩效之间的关系，重点讨论了股权集中度与市场绩效的关系以及研发投入的中介作用。研究证实了本文所提假设。首先研发投入对于创业板公司来说非常重要，是其在市场上长期发展的核心竞争力，并且研发投入对于企业绩效的促进作用不是当期显示的，具有一定的滞后性，创业板企业应该明白产出并不是一蹴而就的，需要做好持久准备。对于创业板公司来说，一股独大并不是好现象，大股东可能会损害中小股东的利益以及影响公司的后续发展潜力，股权集中程度越高这种现象会越严重。研发投入对股权集中度和企业绩效起到中介作用。

对于创业板公司，应该积极着手于研发活动，并且将成果转化为利益，还要通过积极有效的公司治理掌握研发成果对公司绩效的滞后效应机理以达到合理利用资金的效果。还可以着手调整企业股权结构，改善企业控股股东完全掌握公司决策话语权的现象；可以使股权进行分散，加大研发投入资金，致力于提高企业治理水平。董事会还可以完善企业的职责机制，可以吸收一定的投资者加入本企业形成股权制衡的局面，加大现有股东的危机意识，提高公司治理能力。

参考文献：

[1]龙子午，王祖昕.股权集中度、R&D投入与企业财务绩效[J].财会通讯，2020（04）：41-44.

[2]王莉莉，韩道琴，张宸恺.中小板公司股权集中度、研发投入与公司绩效[J].会计之友，2021（03）：117-123.

[3]胡加明，吳迪.股权结构与企业绩效之谜[J].东岳论丛，2020，41（10）：97-113.

[4]苗维胜.股权集中度、管理防御与企业研发投入水平[J].财会通讯，2017（12）：104-108.

[5]张泽，许敏.股权集中度、股权制衡对R&D投入影响分析——基于中小板上市公司的数据[J].财会通讯，2014（15）：45-48.

[6]李怀建，耿晓晗.研发投入、高管激励与企业绩效——基于我国上市公司的实证研究[J].哈尔滨商业大学学报（社会科学版），2021（06）：36-48.

[7]卢柯颖.R&D投入与企业绩效关系研究——以中国软件和信息技术服务业上市公司为例[J].财会通讯，2017（23）：21-24.

[8]张泽，许敏.中小板上市公司R&D投入绩效的实证研究[J].科技管理研究，2015，35（04）：76-80.

[9]刘学之，王潇晖，张东，黄敬.企业R&D投入与企业绩效关联度分析——基于中美上市工业企业的实证研究[J].工业技术经济，2017，36（11）：147-154.

（作者单位：黑龙江大学）