

中国民营上市公司

基于股权结构的 中国民营上市公司

治理研究

张天阳 著

JIYU GUYOU ANJIE GOU DE
ZHONG GUO MIN YING SHANG SHI GONG SI
ZHILI YANJIU



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS



基于股权结构的
中国民营上市公司
治理研究

张天阳 / 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS
中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

基于股权结构的中国民营上市公司治理研究 / 张天阳著. —广州:
暨南大学出版社, 2008. 7

ISBN 978 -7 -81135 -021 -0

I. 基… II. 张… III. 私营企业—上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 070879 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学
电 话: 总编室 (8620) 85221601
 营销部 (8620) 85225284 85228291 85220693 (邮购)
传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)
邮 编: 510630
网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 暨南大学出版社照排中心
印 刷: 暨南大学印刷厂

开 本: 890mm × 1240mm 1/32
印 张: 8
字 数: 200 千
版 次: 2008 年 7 月第 1 版
印 次: 2008 年 7 月第 1 次

定 价: 20.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

序

早在上世纪 70 年代末 80 年代初，中国著名经济学家薛暮桥从社会主义经济形态的全局论述了个体经济和集体经济在中国社会主义经济中的应有地位。他的论述中，从历史上各种社会经济形态比较中得出的带有规律性意义的结论，在当时为中国由单一的社会主义国营经济过渡到实行以公有制为主体的多种经济结构提供了重要的理论依据。党的十一届三中全会提出了邓小平倡导的建设有中国特色的社会主义理论，更加明确了在生产资料所有制方面必须以社会主义公有制为主体，允许和鼓励其他经济成分共同发展的指导思想。改革开放以来，中国的民营经济如雨后春笋般发展壮大，对国民经济的持续、健康发展起到了重大推进作用，也成为区域经济发展中最活跃的因素。我国大力提倡发展非公有制经济，非公有制经济的地位已经作为社会主义市场经济的重



要组成部分被写入宪法。

自 20 世纪 80 年代我国开始的市场经济体制改革以来，中国经济尤其是民营经济得到了迅速的发展，其特点表现为，逐渐从流通型向生产型发展；逐渐从小本经营向初具规模的经济发展；逐渐从内向型经济向外向型经济发展；逐渐从传统行业向新型开发行业发展。民营企业在发展生产、活跃市场、方便人们生活、解决社会就业等方面发挥着越来越重要的作用。民营经济与公有制经济互相依存、互相结合，共同构成社会主义市场经济的统一整体。从某种意义上来说，有的民营企业在经济与技术发展中的创新作用十分突出，与国营企业相比，越来越显示出旺盛的生命力和强大的竞争力。大力发展民营企业作为社会主义国家经济体制改革的突破口，可以为公有制企业改革创造良好的外部条件，有助于国有企业内部管理体制改革的不断深化。特别是近年来越来越多的民营企业经过改制成为公众公司，陆续在我国及海外证券市场挂牌上市，已成为推动我国经济和证券市场发展的重要力量。

我们在肯定民营企业成绩的同时，也需要关注民营经济发展过程中存在的问题，如果这些问题不能得到妥善的解决，必将影响民营经济的发展速度和效益。纵观我国民营经济的发展状况，我们认为阻碍民营经济发展的因素主要是融资难问题，相关法律有待进一步健全完善的问题，以及政府行为需要不断规范的问题等。除此以外，民营经济发展中的“家族制”问题也应引起足够的重视。所谓家族制企业，即企业财产全部或绝大部分归个人及其家族所有，并有其直接经营和管理的企业，被认为是最具普遍性的民营经济类型。据统计，我国民营经济中，家族制企业占 74% 左右。虽然在民营经济的起步阶段，这种企业形态及其管理方式能发挥以血缘为纽带的优势，从而增强凝聚力。但当民营经济发展壮大以后，家族制就成为发展的桎梏，暴露出其自身无法克服的缺点，如产权不明晰、股权结构单一，缺乏必要的科学决策制度，所有权与经营权不分离等等。目前我国上市公司治理

结构的主要特征是大股东控制，而民营上市公司与非民营上市公司相比，从所有权结构和控制结构来看，股权集中度更高，亦存在“一股独大”现象，所有权与控制权的分离程度更大。

《基于股权结构的中国民营上市公司治理研究》是作者在攻读博士学位期间，经过夜以继日的学习，阅读大量的文献资料，进行大量的研究探讨而完成的一部力作。本著作以产权——股权——法人财产权——经营权为脉络，系统阐述了产权制度、股权结构与公司治理的内在逻辑关系，并探讨了我国民营上市公司的理论基础。本书的创新点较多，比较突出之处在于以规范分析和案例研究为工具，研究了我国民营上市公司内部控制、财务风险管理和会计信息披露在运行机制和运行环境上存在的缺陷及其对公司治理的影响，拓展了我国民营上市公司治理研究的新领域；系统地论述了我国民营上市公司股权结构与公司治理的内在逻辑关系，并从优化内部治理结构，完善外部监督机制，强化利益相关者参与治理三个方面入手，提出了完善我国民营上市公司治理的制度设计。

公司治理结构（Corporate Governance）的完善与否直接影响现代企业制度的实施进程。所有权与经营权的分离是现代公司治理的重要特征，按照委托代理关系原理，我国上市公司存在着先天性的制度缺陷：国有股权、控制权不明确，在当前法律体系尚不健全的情况下，经理层利用经济体制转轨时期、计划经济解体后留下的真空对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为企业的实际所有者，国有股权虚置。由于股权过于集中，国有股一股独占，一股独大，内部人控制现象严重。上市公司股东大会、董事会不能起到对公司管理层应有的控制作用，董事会成员主要来自自主发起人的国有企业，且大多同时为公司高级管理人员，他们对上市公司实施具体的经营管理，又在名义上代表股东，经营者集公司决策权、监督权于一身。

在“内部人控制现象”的影响下，上市公司还在财务报表审



计关系和独立董事制度引入等方面深层次地表现出委托代理关系的严重失衡。

我国上市公司财务报表审计中存在着双重委托代理关系，包括投资者在内的社会公众是委托人，公司经理层是代理人（受托进行经营管理），与此同时，股东作为委托人，进行财务报表审计的会计师事务所是代理人（受托鉴证公司经理层的经营业绩）。尽管根据中国证监会的要求，上市公司聘请会计师事务所必须经过股东大会的批准，但实际上上述三者之间的委托代理关系被扭曲为经营管理层与会计师事务所二者之间的委托代理关系。聘任会计师事务所的权力实际掌握在经理层手中，被审计对象变成了实质上的审计委托人，出现了管理当局自己委托他人审计自己的情况，上市公司管理层与会计师事务所存在着明显的利益捆绑关系，前者成了后者的“衣食父母”。

无论从公司治理的理论，还是从其实际来讲，在公司法人治理中加强对控股股东和公司高管的监督已经成为了逻辑的必然。为完善公司治理结构，我国引入了独立董事制度（明确规定聘请的独立董事中至少有一名会计专业人士），该制度作为一项制度安排已为证券场所接受，但实施结果并不尽如人意，其根本原因仍在于委托代理关系的错位。独立董事作为中小股东利益的代理人，本应由中小股东（委托人）提名选聘，实际上却是大股东一手包办，致使独立董事与上市公司存在着某种程度上的隐性关联交易，直接削弱了独立董事的独立性。因为独立董事与上市公司存在着利益关系，就很难对上市公司和大股东的说法提出异议，所以不能完全尽到保护投资者尤其是中小股东权益的社会责任。独立董事既受制于上市公司和大股东，又要为市场勤勉尽责，易陷于两难处境。

委托代理关系的严重失衡是影响上市公司治理的硬伤，它无疑制约着证券市场的健康发展。在上述法人治理结构不完善的三种情况中，所有者代表缺位，内部人控制问题是矛盾的焦点。审

计关系不正常，独立董事不独立，虽然处在从属地位，但却是公司治理不完善的实质表现，它们的一个共同特征是通过财务治理的层面来影响上市公司质量。正如同财务管理是企业管理的核心，完善公司治理结构则重在财务治理。

完善上市公司治理结构的根本出路在于宏观层面上的股权改革，以重构资本市场。但我们也清醒地看到，我国市场经济刚刚起步，而西方证券市场已有两百多年的历史，何况中西方资本市场的起点不同，西方国家资本市场的起点是私有制，一开始产权关系就比较清楚，相关的保护产权的法律制度也比较完善，我国的资本市场则是从公有制开始的，其初衷是给国有企业融资，促进国有企业改革，因此，我们的证券市场建立时的最大特点就是支持国有企业上市，国有上市公司三分之二的股权不能流通转让，所谓一股独大的现象不是短期内能够改变的，这就是中国国情。我们一方面要看到一个真正的市场通过我们的努力是会出现的，另一方面也要看到中国从计划经济走向市场经济是一个对市场经济规律学习、吸收、消化和掌握的长期过程，即渐进式改革的过程。因此，我们对待完善上市公司治理结构的问题既要坚定信念，充满信心，又要精心安排，多管齐下，将公司治理与财务治理相结合，治标与治本兼顾，两种思路并存。

财务报表是上市公司披露会计信息的主要载体，是广大利益相关者了解上市公司情况，以便进行决策的重要依据。为了保证上市公司会计信息披露的真实性，理论上可以设想通过提高社会收费标准，加大审计成本，以保证审计质量，但实际上由于上市公司会计报表审计业务处于一种供不应求的状态，僧多粥少，会计师事务所往往降价以求。2004年四川省物价局曾批准审计收费标准平均提高40%，而有的会计师事务所只按半价承揽审计业务，会计师事务所与上市公司这种利害关系在有些地方则蜕变为前者有意无意地去迎合和满足后者的一些不合理要求，甚至有部分会计师事务所成了上市公司造假的帮手。可见，注册会计师的独立



性和客观公正性难以保证，要确保上市公司会计信息的质量必须改变目前的审计委托模式。一种设计是从会计核算凭证的取得、登账和报表生成的程序来考察，上市公司会计机构拟不再承担财务会计的报表生成的对外职能，这一部分职能可交给社会完成；上市公司会计机构只承担管理会计的对内职能和与内部管理密切联系的记账、登账的财务会计核算职能，真正实现会计参与管理，符合上市公司治理结构安排中会计的地位和立场。另一种设计是由上市公司向证券交易所支付财务报表审计费用，再由证券交易所向社会招标采购会计师事务所对上市公司财务报表进行审计（为保证会计信息的质量，作为关系上市公司、投资者和注册会计师利益的中介——证券交易所，不能以赢利为目的，防止出现“劣币驱逐良币”的现象）。它有利于会计信息的商品化，并将推动会计信息产业的形成和发展，在注册会计师行业内部将有利于打破条块分割的地方保护主义，推动注册会计师行业的资源整合，形成会计信息真实性、准确性、完整性和及时性的保证机制，最终实现证券交易所、投资者、上市公司和注册会计师利益的帕累托最优。再有一种制度设计是财务报表责任保险制度，即由上市公司向保险公司投保财务报表责任险，由保险公司聘请注册会计师对上市公司财务报表进行审计，一旦投资者发现上市公司财务报表造假，可向保险公司索赔。保险公司为降低金融风险，势必要求被聘用的会计师事务所对上市公司财务报表进行严格审计。在这种制度安排下，保险公司聘请注册会计师对上市公司财务报表进行审计，注册会计师不再与上市公司经营管理层存在经济利益关系，注册会计师具有高度的独立性，执业时会更加认真负责，严格公正。这样上市公司与注册会计师间的委托代理关系变更为上市公司、保险公司、注册会计师事务所三者之间的委托代理关系。财务报表责任险虽然在国际上仍处于学术探讨阶段，但已逐渐为人们所认知。特别是美国安然事件出现后，国内外有识之士更是呼吁该制度早日出台，笔者建议我国有关部门可以先行组织

试点，而后总结推广。

证券市场中，会计信息失真是一个国际性难题，上市公司会计报表审计委托模式改革是解决这一难题的重要思路。科斯的交易费用理论认为企业与市场是产品生产组织的两种不同组织形式，产品选择企业生产还是市场购买取决于企业的生产成本和市场购买成本的高低。运用交易费用理论可以分析得出中国现有上市公司财务报表审计委托模式是一种资源浪费的结论，它为财务报表审计委托模式的改革和上市公司治理结构的完善提供了理论基础。

在上市公司中引入独立董事制度是完善公司治理结构的重要举措，应该通过建立以独立性为原则的独立董事选聘机制，尽可能减少目前尚未理顺的委托代理关系所产生的负面效应。实践证明，独立董事在履行职责的过程中为上市公司加强财务治理发挥了重要作用，特别是在一定程度上能够抑制内部人控制及内部人和大股东对会计信息的舞弊行为。独立董事除具有公司法和其他相关法律法规赋予董事的职权外，上市公司还赋予其特别职权，其中大多与财务治理业务有关，如重大关联交易和担保事项的判断与认可；提议聘用和解聘会计师事务所；独立聘请外部审计机构和咨询机构等。独立董事除参加董事会行使自己的职权外，还可在董事会内设的审计委员会中起主要作用，如监督公司的审计制度及其实施；审核公司的财务信息及其披露；审查公司的内控制度等。作为会计专业人士的独立董事，在公司财务治理中更是责无旁贷。从某种意义上讲，独立董事制度的引入是对上市公司监事会监督职能缺失的一种补救，因此独立董事的功能应集中定位于监督职能。加强上市公司财务监督是独立董事的重要职能之一，强化独立董事对财务的监督是防止上市公司会计信息失真和落实会计内控制度的有效措施。

公司治理结构实质上是为了对企业进行控制而建立的企业内外一整套制度的安排。良好的内部会计控制是正确处理企业的利



益相关方关系、完善公司治理的重要保证。企业内部控制应以内部会计控制为核心。企业内部会计控制制度的建设，应根据会计法、审计法、公司法、企业会计准则、内部会计控制规范等理论体系，结合企业的业务流程、组织机构、经营特点与规模、控制目标等进行设计，为企业提升竞争实力提供制度保证。独立董事，特别是作为会计专业人士的独立董事，在企业内控制度建设上是大有作为的。

风物长宜放眼量，在完善公司治理结构的过程中，不断理顺各种委托代理关系，公司治理与财务治理相互促进，形成良性循环，促使上市公司持续、健康地向前发展。

本论著是作者在认真撰写博士论文并充分吸收博士论文答辩委员会和相关专家学者的意见和建议的基础上，经过精心修改而成的，是一部具有较高学术价值的创新之作。本书由七章组成，可以分为四个部分：绪论为第一部分，主要介绍了本书研究的背景、研究意义、研究方法、论著结构以及论著的创新点和不足。第1章和第2章为本书的第二部分，第1章介绍了公司治理的内涵、公司治理机制及公司治理的理论依据等基本理论。第2章以新制度经济学、产权经济学、财务理论、现代企业理论为依据，论证了产权、股权结构与公司治理之间的内在逻辑关系，说明了产权制度与股权结构是决定公司治理绩效的基本因素，为本书的研究奠定理论基础。第三部分包括第3章、第4章和第5章，是本书的主体部分，其中第3章对我国民营上市公司的股权结构与控制方式进行了理论分析和实证研究，揭示了我国民营上市公司的股权结构、控制方式的特征及其对公司治理机制的影响。第4章分析了少数股权控制结构、控制权私人收益对公司价值的影响机理，并利用我国民营上市公司的经验数据，实证检验了我国民营上市公司的股权结构、金字塔控制方式对公司价值的影响。通过检验发现：我国民营上市公司的金字塔控制结构强化了控股股东对中小股东的侵害和对上市公司的掏空行为。民营上市公司现金流所有

权与控制权的高度分离不利于公司价值，最终控制人所拥有的控制权比例越大，公司价值越低，“两权”的分离程度越大，公司价值越小。第5章研究了我国民营上市公司的公司治理机制对内部控制、财务风险管理和会计信息披露的影响，运用案例分析法剖析了我国民营上市公司内部控制、财务风险管理和会计信息披露在运行机制和运行环境方面存在的问题并探讨了解决问题的对策。第6章为本书的第四部分，根据我国民营上市公司的股权结构、控制方式对公司治理机制、公司价值和财务治理的影响，研究了完善我国民营上市公司治理的制度设计，得出本文结论。

总之，该论著观点新颖，结构严谨，层次清楚，逻辑性强，规范研究与实证研究相互配合，理论分析与案例分析紧密结合，文献综述全面，资料翔实可靠，体现了作者对本学科及相关领域具有深厚的理论基础与系统深入的专业知识。本人为之作序，十分高兴，并借此机会向广大读者推荐。

樊行健

2008年6月于成都光华园

摘 要

改革开放 30 年来，民营经济不断壮大，特别是自 20 世纪 80 年代我国开始市场化改革以来，民营经济得到了长足的发展。越来越多的民营企业经过改制成为公众公司，陆续在我国及海外证券市场挂牌上市，这成为推动我国经济和证券市场发展的重要因素。

在当前“国退民进”改革的背景下，民营上市公司在我国证券市场中的地位将越来越重要。目前我国上市公司治理结构的主要特征是大股东控制，而民营上市公司与非民营上市公司相比，从所有权结构和控制结构看，股权集中度更高，亦存在“一股独大”现象，所有权与控制权的分离程度更大，最终控制人多采用金字塔控制结构以层层放大控制权，用较少的投资控制较多的企业股份；从内部治理机制看，民营上市公司的家族控制或关键人控制现象更明显，大股东侵害中



小股东利益的情况屡见不鲜；从内部控制和财务风险管理方面看，民营上市公司的最终控制人往往超越内部控制，独断专行，内部控制机制和财务风险管理机制缺失，内部控制风险和财务风险膨胀；从会计信息披露的角度看，民营上市公司的会计信息披露违规情况总体上比非民营上市公司更为严重。上述情况导致民营上市公司业绩恶化，这严重制约了我国民营化改革进程的顺利进行，阻碍了我国证券市场的健康发展。

针对以上问题，本书以马克思主义经济理论、新制度经济学、产权经济学、企业理论和财务理论为依据，采取规范研究与实证研究相结合、定性分析与定量分析相结合、比较分析与综合归纳相结合、理论分析与案例研究相结合的方法，对我国民营上市公司的股权结构与公司治理的关系展开研究：首先阐述了公司治理的基本理论，并论证了产权、股权结构与公司治理的内在逻辑关系，即产权制度指导和规范企业的产权安排，企业的产权安排形成企业的股权结构，并决定公司治理结构的内容，进而影响公司治理机制和公司治理绩效。在此基础上，本书对我国民营上市公司股权结构与控制方式的特征及其对公司治理机制的影响进行了分析，并探讨了公司治理所面临的核心问题，指明了公司治理改革的方向。接着分析了公司的股权结构、控制方式对公司价值的影响，并实证检验了公司的股权结构与公司价值的关系，然后探讨了公司的公司治理机制与财务治理（内部控制、财务风险管理、会计信息披露）的关系，并重点研究了公司财务治理存在的问题及完善对策。最后提出了完善我国民营上市公司治理的制度设计。经研究发现：我国民营上市公司的股权结构、控制方式是决定公司治理效率的重要因素。我国民营上市公司的金字塔控制结构使得控股股东掏空上市公司的行为具有较大的隐蔽性，加大了公司治理的难度，降低了公司治理的效率；我国民营上市公司治理的关键是控股股东与中小股东之间的核心代理问题，在法制不健全，外部监督不力的情况下，控股股东利用其控制权谋取私人收益，

侵害中小股东的利益，从而降低了公司价值；我国民营上市公司高度集中的股权结构，以及所有权和控制权的高度分离不利于公司价值的实现，所有权与控制权的分离程度越高，控股股东获取控制权收益的动机就越强，其对中小股东利益的侵害程度就越大；完善的内部控制机制、财务风险管理机制和会计信息披露制度是提高我国民营上市公司治理效率、实现公司经营目标的重要保障。而当前我国民营上市公司内部控制、财务风险管理和会计信息披露的机制不健全，运行环境差，隐藏的风险大。

基于我国民营上市公司存在的以上问题，笔者认为，要完善我国民营上市公司的治理结构，提高公司治理效率，必须从优化内部治理结构、完善外部监督机制、强化利益相关者参与治理三个方面入手。优化内部治理结构包括：优化股权结构，实现股权分散化和外部化；引入战略投资者，建立多元化的投资主体；从股权结构上堵住漏洞，增加控制结构和现金流向的透明度；完善董事会制度，增强独立董事的独立性；加强公司治理文化建设，强化董事和高管人员的诚信意识。完善外部监督机制包括：完善我国民营上市公司控制权市场竞争机制；建立和完善我国民营上市公司的退市制度；培育和完善经理人市场。强化利益相关者参与治理包括：完善相关法规制度，强化法律监督；强化机构投资者的治理作用；推行投资者关系管理（IRM）。

Abstract

The private enterprises have grown up gradually and developed greatly over the past 20 years after reform and opening up, especially since Chinese market-oriented reform policy was adopted in the 1980s. More and more private enterprises have been or are being listed in Chinese or abroad securities markets after restructuring themselves, which is an important factor for boosting the development of Chinese economy and securities markets.

In the current background of “the withdrawal of stated-owned companies and the entry of private ones into some particular fields”, the status of the private listed companies in Chinese securities market will become more and more important. At present, the main feature of listed companies’ governance structure in China is large shareholders’ controlling. Comparing pri-



vate listed companies with non-private listed companies on the ownership and controlling structure, we can see that the concentration of stock equity and the degree of the separation of ownership and controlling is much higher and there is also a phenomenon of “predominant of one large shareholder” in private listed companies, and the ultimate controllers may use the pyramid-controlling structure to enlarge its controlling rights layer by layer and control shares of more enterprises with limited investment. From the mechanism of internal governing, it is more obvious that private listed companies are governed by family or key man, and it is a common phenomenon that the large shareholders encroach on the interests of small shareholders. From the internal control risks and management of financial risks, the ultimate controllers usually go their own way surpassing the limit of internal control, and there is no mechanism of internal control and management of financial risks, which causes more internal control risks and financial risks on the private listed companies. From the point of information disclosure, the act of illegally disclosing information in the private listed companies is much more serious than that in the non-private listed companies on the whole. The above-mentioned cases lead to the deterioration of private listed companies’ performance, which has restricted the process of Chinese enterprises’ privatization reform smoothly and has hindered the healthy development of Chinese securities market.

For the above problems, on the basis of Marxist economics, the new institutional economics, property rights economics and the theories of enterprise and financial management, this book does research on the relationship between stock equity structure of listed companies and corporate governance in the way of combinations of normative and empirical analysis, qualitative and quantitative analysis, comparing and synthetic analysis, theoretical and case-study analysis. First, this book ex-