



河南财经政法大学经管丛书

中国上市公司股权结构及其 动态调整的理论及实证研究

The Theory and Empirical Research on Ownership Structure and Its Dynamic
Adjustment of Listed Companies in China

万立全 著



本专著得到教育部人文社会科学研究一般项目《中国上市公司股权结构的动态调整机制及调整的经济后果》的资助（项目批准号：11YJA630114）



河南财经政法大学经管丛书

中国上市公司股权结构及其 动态调整的理论及实证研究

The Theory and Empirical Research on Ownership Structure and
Its Dynamic Adjustment of Listed Companies in China

万立全 著



NLIC2971003623

 经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股权结构及其动态调整的理论与实证研究 / 万立全著. —北京: 经济管理出版社, 2014.6

ISBN 978-7-5096-3159-1

I. ①中… II. ①万… III. ①上市公司—股权结构—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 125646 号

组稿编辑: 杨 雪

责任编辑: 杨 雪

责任印制: 黄章平

责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 15.75

字 数: 334 千字

版 次: 2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3159-1

定 价: 49.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

中国过去几十年的经济改革虽然主题众多，但产权改革始终是经济改革的核心议题，未来经济改革的重大领域也将会围绕产权改革展开。作为产权改革的微观基础，股权改革对于产权改革的顺利推行具有重大意义。从一定意义上说，股权结构是公司治理问题的逻辑起点。广义上，股权结构包括股权的流通性结构和股权的持有者身份结构。狭义上，股权结构指公司中不同性质的股份或不同的持股主体所持有的股份在公司总股本中所占的比重，其含义包括公司的股份由哪些股东所持有和各股东所持有的股份占公司总股份的比重有多大即股权集中或分散的程度。我国政府和监管部门历来重视公司治理问题尤其是公司股权结构调整问题，制定了一系列相关法律并采取了相应措施。自中国证监会 2002 年颁布《公司治理准则》以来，尤其是 2005 年启动的股权分置改革的完成，股权流通性问题得到解决，公司治理逐渐走上规范发展之路。但是，公司中存在的“一股独大”、股权集中等股权结构不合理现象并没有得到根本解决。从 2006 年起，随着解禁期结束，越来越多的公司开始减持。从理论上说，减持行为应该是公司股权结构调整和优化的一次契机。但是，直至 2012 年底股市陷入低迷，舆论直指“大小非”减持。理论和实践的背离要求我们有必要厘清以下几个问题：①股权结构的动态调整机制是什么？包括股权结构调整成本的大小、调整收益的多少、调整速度的快慢、调整路径的选择及调整的影响因素等问题。②股权结构的动态调整对公司价值产生影响的内在机理是什么？股权结构的动态调整是否有助于企业价值的提高？③如何结合股权结构动态调整的理论和实践优化股权结构？这些问题正是本书研究的价值所在。

本书以最新的委托代理研究范式（即 LLSV 范式）为方法论基础，主要从国家实际控制人和非国家实际控制人的股权结构特征角度，探讨股权结构及其动态调整对公司的影响，并最终探讨对两类实际控制人的监管对策以及股权结构的优化路径。

本书共计十一章，分为理论分析、实证分析、对策研究和总结四大部分。其中第一章到第四章为理论分析部分，第五章到第九章为实证部分，第十章为对策



研究部分，最后一章是本书的总结。

本书在如下几个方面有所创新：论述了马克思关于委托代理理论的基本原理；论述了实际控制人股权结构特征对上市公司价值的影响，探讨了新型国有资产监管体制的效率；构建了一个具有多层次、双向性、动态性特征的股权结构调整模型；阐述了分类监管的新理念，提出了完善国有资产出资人代表监管体系的新设想；从终极股东角度探讨全方位的上市公司股权结构的优化路径。

从理论上说，本书的研究成果有助于探讨如何系统构建股权结构的动态调整理论框架体系，完善有中国特色的公司治理理论，回答股权结构调整的动机、调整目标、调整模式等基础性理论问题；有助于深刻理解公司内外治理机制的互动作用，以寻求合适的公司治理模式，提高我国公司治理水平，从而为成熟资本市场和新兴市场公司治理模式的完善提供有益的参考。从现实意义上说，本书有助于企业建立股权结构的动态优化机制，即要求企业的最优股权结构随着经营环境及外部因素的变化而适时调整，并与企业发展战略相协调；有助于政府及监管部门加强对上市公司股权调整行为的监管，通过股权结构的动态调整有助于政府及监管部门深刻理解控股股东的行为动机，从而制定切实可行的措施解决我国公司治理中存在的诸如“一股独大”和“内部人控制”等问题，以促进资本市场的健康发展。

本书关于股权结构及其动态调整的研究是一种探索性质的研究，难免存在一些不足之处，恳请广大专家、学者和读者批评指正。

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	2
第二节 研究思路与研究框架	6
一、研究思路	6
二、研究框架	7
第三节 研究的主要创新与不足之处	10
第二章 文献综述	13
第一节 股权结构形成与调整的影响因素	14
一、股权结构形成的影响因素	14
二、股权结构调整的影响因素	17
三、文献述评	19
第二节 股权结构的公司治理效应	19
一、股权结构与公司价值关系	19
二、股权结构与公司负债关系	36
三、股权结构与控制权私人收益关系	37
第三章 理论基础与制度背景	49
第一节 理论基础	49
一、委托代理理论	49
二、终极产权理论	62
三、市场择机理论	64
第二节 制度背景与变迁	64
一、资本市场从股权分置到股权一致	65
二、国有资产管理体制从“五龙治水”到统一的国有资产出资人代表制度的建立	71
三、民营企业上市：直接上市和间接上市并存	80



第四章 委托代理成本的模型分析	83
第一节 B-M 范式下的委托代理成本	83
一、基本假定	83
二、股东与经营者的代理成本	83
第二节 LLSV 范式下的委托代理成本	85
一、所有权与控制权的分离	85
二、实际控制人的代理成本	90
第五章 实际控制人股权结构特征与公司价值关系实证研究	97
第一节 中国上市公司实际控制人股权结构特征分析	97
一、实际控制人类型的界定	97
二、实际控制人股权结构特征分析	98
第二节 中国上市公司实际控制人股权结构特征与公司价值关系分析	101
一、研究假设	101
二、研究设计	103
三、实证检验	106
第三节 创业板上市公司股权结构与公司价值案例分析	113
一、创业板简介	113
二、创业板上市公司特征	114
三、案例分析——基于北陆药业与宝德股份的分析	119
第四节 本章结论	132
第六章 我国上市公司股权结构动态调整的影响因素分析	133
第一节 理论分析与研究假设	133
一、两权分离度对股权结构动态调整的影响	133
二、终极股东控制权比例对股权结构动态调整的影响	134
三、股票回报率对股权结构调整的影响	135
四、股票回报率对股权稀释的影响	135
第二节 样本选择与模型设立	135
一、样本选择	135
二、变量设计	136
三、模型设立	138
第三节 实证分析	139
一、描述性统计	139



二、相关性检验	141
三、实证检验	142
第四节 本章结论	146
第七章 控股股东减持的经济后果分析	147
第一节 引言	147
第二节 研究假设	147
第三节 研究设计	149
一、样本选取	149
二、变量定义	150
第四节 实证检验	151
一、描述性分析	151
二、多元回归分析	152
三、内生性检验	154
四、稳健性检验	156
第五节 本章结论	156
第八章 实际控制人股权结构特征与公司负债水平研究	159
第一节 引言	159
第二节 理论分析与研究假设	160
第三节 研究设计	164
一、变量定义	164
二、样本选择	166
第四节 实证检验	166
一、描述性分析	166
二、多元回归分析	168
三、稳健性检验	170
第五节 本章结论	170
第九章 实际控制人股权特征与控制权私人收益研究	173
第一节 控制权私人收益的定性分析与计量方法改进	173
一、控制权私人收益的定性分析	173
二、控制权私人收益的计量方法改进	177
第二节 中国上市公司控制权私人收益的计量及影响因素分析	179
一、研究假设	179
二、研究设计	180



三、实证分析	184
第三节 本章结论	187
第十章 我国上市公司股权结构的优化路径	189
第一节 后股权分置时代对实际控制人监管的新思路	189
一、后股权分置时代实际控制人的不当行为	190
二、后股权分置时代对实际控制人的监管思路	196
第二节 我国上市公司股权结构的优化路径选择	209
一、上市公司股权结构的动态调整机制	210
二、外部优化路径	212
三、内部优化路径	214
第十一章 主要结论、研究不足和未来研究方向	217
第一节 主要结论与启示	217
第二节 未来研究方向	222
参考文献	223
后 记	241

第一章 导 论

2005年4月29日，中国证券监督管理委员会（简称证监会）发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作，拉开了解决我国上市公司非流通股流通问题的序幕。到2008年，股权分置改革已经进行了三年有余，据统计，截止到2007年末，有1259家公司完成了股改过程，加上股改前即为全流通的“老八股”和2006年后IPO的公司，共计1518家，占有所有上市公司的96.63%。可以说，股权分置现象已经不是影响我国证券市场发展的主要问题。

随着上市公司限售股的逐步解禁，越来越多的上市公司开始减持股份。根据中国证券登记结算有限责任公司的统计，从2006年6月“三一重工”开始减持到2009年末，沪深两市“大小非”累计减持412.92亿股。近年来，参与减持的公司越来越多，似乎减持是一个不可逆转的趋势。从理论上说，减持行为应该是公司股权结构调整和优化的一次契机。但是，2011年底股市陷入低迷，舆论直指“大小非”减持。

在股改阶段，我国学者对股权分置改革的研究主要集中在股改对价方案，探讨对价的影响因素、股改的时机、股改的市场反应等问题，并未涉及股权分置改革后实际控制人的股权结构对公司造成的影响和上市公司的代理问题。那么，股改后我国上市公司的代理冲突是否有所缓解？实际控制人的股权结构对公司造成什么样的影响？有何新的特点？相关的研究还不是很多，基于此，本著作以委托代理理论的最新研究成果为基础，以股权分置改革后的我国上市公司为研究对象，探讨后股权分置时代上市公司股权结构及其动态调整的理论与实证问题，并探讨我国上市公司股权结构的优化路径等问题。

本章首先分析本书的研究背景并提出本书所要研究的主要课题，其次阐述本书的研究思路、研究的主要内容，最后指出本书的主要创新与不足之处。



第一节 问题的提出

股权结构是公司治理结构的重要组成部分,对公司的经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督等公司治理机制均有较大的影响。因此,良好的股权结构是公司治理的基础。

通常,股权结构指公司中不同性质的股份或不同的持股主体所持有的股份在公司总股本中所占的比重。其含义可概括为两个方面:一是公司的股份由哪些股东所持有;二是各股东所持有的股份占公司总股份的比重有多大。前者说明股份持有者的性质,后者说明股权集中或分散的程度。简言之,股权结构是指股权集中度和股权性质。但股权结构远非简单的股权比例关系,它实质上反映了各个资本要素所有者之间契约关系的制度安排,与公司治理结构、企业价值和一个国家的制度环境和宏观经济运行之间存在内在联系。不同国家的企业在不同时期股权结构不同,同一国家不同行业的企业股权结构也不同,甚至同一行业不同企业的股权结构差别也很大。因此,企业股权结构的研究至少包括三个方面:①企业如何根据各种内外环境因素确定一个最优的股权比例,即最优股权结构选择及其影响因素;②在实际的股权比例不是最优的情况下,企业如何根据各种内外环境因素调整其实际股权比例达到最优状态,即企业股权结构调整及其影响因素;③股权结构调整的经济后果,主要是指股权结构的调整是否有利于公司价值的提高。这三个问题相互联系、相互补充,研究企业股权结构的调整,首先要明确企业是否存在最优股权结构,最优股权结构的选择是企业进行股权结构调整的前提和基础,股权结构调整是对企业最优股权结构选择的检验,最后还要分析股权结构的动态调整行为的经济后果。

在经济学上,经济模型可以分为静态模型和动态模型,与静态模型联系的是静态分析方法和比较静态分析方法,与动态模型联系的是动态分析方法。目前,关于股权结构影响因素的实证研究主要采用静态模型和静态分析方法。但是,股权结构具有动态属性:①内因说(Demsetz和Lehn, 1985; Holderness和Sheehan, 1988; Thomsen和Pedersen, 1998; McGuckin和Nguyen, 2001; 等等)认为,股权结构是竞争性选择的内在结果,是股权投资者权衡收益并在资本市场交易的结果,股权的集中(分散)取决于股东基于自身利益最大化的考虑所采取的行动。②替代假说(La Porta等, 1998、2000)认为,公司的股权结构取决于一



国的法律体系对投资者的保护力度，在法律对投资者保护较差的情况下，股权集中成为法律保护的替代机制。^③政治假说（Mark J. Roe，2004）认为，社会民主主义社会的代理成本要比非社会民主主义社会的代理成本高得多。在社会民主主义社会，政治压力会促使不受约束的管理者与雇员实行更多的联合，使管理者与公众股东保持一致的激励和控制策略较为薄弱，从而导致控制代理成本的手段（如股东价值准则、激励薪酬、敌意收购和代理权竞争）难以实行。于是，股东不得不寻求其他的控制手段：通过控制所有权结构来直接控制公司。

由于股权结构具有动态属性，公司对最优股权结构的选择实际上是个动态过程，因此应该在动态框架内进行分析。随着计量经济学在动态面板数据方面的发展，可以采用面板数据的方法研究股权结构的调整。由于国外公司的股权结构调整较少，动态模型在财务上的应用主要是关注资本结构的动态调整，形成了资本结构的动态调整理论。该理论框架体系的文献主要集中在三个方面：①验证动态股权结构理论；②研究基于动态模型的资本结构决定因素；③考察资本结构的动态调整速度及其影响因素。

但是，我国资本市场不同于西方国家，其中国特色是：①“股权融资偏好”的检验；②理论和实践中对“一股独大”的反思与改进；③国企改革策略的推进；④市场化程度的改善。这些因素均导致我国上市公司的股权结构在不断地调整。

基于此，本书基于动态理论，在我国特殊的制度背景下，利用上市公司近十几年来的数据，采用比较分析和实证分析的方法，对上市公司股权结构动态调整的影响因素以及调整的经济后果进行实证分析。此外，本书分析我国上市公司股权结构的特点，比较我国上市公司和国外上市公司在股权结构方面的差异，并提出治理和优化我国上市公司股权结构的路径，希望对规范当前我国资本市场正在发生的“大小非”减持现象作出贡献。

股权分置改革的初衷是通过将非流通股份逐步转换为流通股份，引导上市公司的非流通股股东特别是公司的大股东与公司的流通股股东利益趋于一致，从而达到改善公司的微观治理结构的目的，同时激活公司的控制权市场来提升资本市场的运作效率，因此，股权分置改革从根本上说是公司治理改革。股权分置改革后控股股东乃至实际控制人面临的环境发生变化，其行为取向亦相应变更，使其对所控制公司的价值影响有所变动。那么，后股权分置时代，实际控制人对上市公司具有哪些重要影响？

股权分置改革虽然解决了非流通股的流通问题，但是，从股权集中度上看，实际控制人仍然掌握着对上市公司的控制权，且仍然会对公司治理发挥重要作



用。因此,研究实际控制人对上市公司的影响问题与考察上市公司的股权结构对公司治理的影响密切相关。在 La Porta 等 (1997、1999、2000、2002) 的系列研究之前,占主导性的观点认为,公司治理所涉及的委托代理问题主要是管理者与外部股东及债权人之间的代理问题,即由 Berle 和 Means (1932) 所开创的研究范式,这种范式产生的背景是所有权广泛分散的公司治理结构,以美国、英国、日本的资本市场为代表。然而,La Porta 等 (1997、1999、2000、2002), Claessens 等 (2000、2002) 等的一系列研究表明,在世界上大多数国家,委托代理冲突主要表现为控制性股东与广大中小股东的代理问题。

与此相对应,我国学者在 2003 年以前研究股权结构对上市公司价值影响的文献主要集中在国有股、法人股或第一大股东对公司价值的影响,没有追溯到控制性股东(也称为实际控制人)。这固然受研究方法的局限,也与资料获取的难易程度有关。从 2003 年以后,这种状况有所改变,2001 年 8 月,中国证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉》,要求上市公司在年度报告中按照控股股东的披露内容披露实际控制人的情况,该规定首次提出对实际控制人的披露要求,但具体披露内容不是很明确,很多公司并没有在 2001 年、2002 年的年度报告中披露实际控制人的股权情况,实际的披露情况与证监会的要求存在很大差距。证监会 2004 年修订的年度报告准则中要求上市公司以方框图的形式披露公司与实际控制人的产权和控制关系。此规定有助于投资者了解从控股股东到实际控制人的所有权、控制权及其他相关信息,可以说,我国上市公司相对规范的实际控制人披露从 2004 年年报开始。2007 年修订的年度报告准则进一步明确“实际控制人应披露到自然人、国有资产管理部,或者股东之间达成某种协议或安排的其他机构或自然人,包括以信托方式形成实际控制的情况”,并要求同时以方框图和文字的形式披露公司与实际控制人的产权与控制关系。证监会对信息披露准则的修订提高了上市公司信息披露的透明度,使得投资者可以准确了解上市公司与实际控制人之间的产权与控制关系,同时为研究实际控制人提供了数据。因此,2003 年以后,关于实际控制人的代理问题有了部分研究,如刘苟佳等 (2003),赖建清、吴世农 (2005),叶勇 (2005),王鹏、周黎安 (2006),苏启林、朱文 (2003),谷祺等 (2006),王鹏 (2008) 等。这些实证研究中所用数据大多为 2003 年或 2004 年的资料,皆为股改前数据,尚缺乏股改后的数据支持。而同时期有关股改的文献主要集中在股改对价的合理性等方面,并未涉及股改后公司治理的改善与否问题。同时,仔细研究上市公司 2007 年度所发布的年度报告发现,上市公司所披露的实际控制人情况仍然有不完善之处。现在,股改已经三年有余,有必要在全流通的背景下



研究实际控制人的股权结构对上市公司价值的影响。基于此，本书选择后股权分置时代实际控制人股权结构特征与上市公司价值的关系以及实际控制人与控制权私人收益的关系作为研究的切入点，分析实际控制人对上市公司的影响，从而剖析后股权分置时代实际控制人与中小股东的代理成本的大小问题，并提出对实际控制人的监管思路。

La Porta 等（1999、2000、2002），Claessens 等（2000、2002）的研究表明，在西欧、东亚国家（地区），控制性股东主要通过三种手段实现所有权与控制权的分离，其中金字塔结构是最为普遍的手段。近年来，随着越来越多的民营企业上市及上市公司的股权由国有向民营部分转移，我国上市公司中金字塔控股结构和交叉持股的所有权结构日益增多，如“德隆系”、“复星系”、“横店系”、“万向系”等。事实上，目前，我国有相当部分的上市公司由政府尤其是各级国资委所控制，而国资委或通过集团公司控股，或通过国有资产中介经营公司控股，并没有直接控股。因此，国家控制的上市公司也呈现出金字塔控股的特点。也就是说，无论是国家控制公司还是非国家控制公司，金字塔控股和交叉持股都是非常普遍的现象。那么，我国上市公司的所有权与控制权的分离有多大？这种分离对公司价值造成什么影响？是激励效应还是壁垒效应？抑或两者兼而有之，从上市公司到实际控制人的控制链的长短对公司价值是否有影响？这些问题是本书研究的一个重要问题。

从 2003 年起，我国建立了以国有资产出资人代表为主导的新型国有资产监管体制。作为一种新型的国有资产监管体制，国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）主导下的上市公司与其他政府部门主导下的上市公司以及非国家控制的上市公司之间价值是否有差别？如果有，通过对这种绩效差别的比较是否能够间接为新型国有资产监管体制的效率提供证据？基于以上考虑，本书试图对国资委控制下的上市公司价值与其他政府部门控制下的上市公司价值以及非国家控制公司的价值进行对比，以说明新型国有资产监管体制的效率。

从 Grossman 和 Hart（1988）提出控制权私人收益的概念开始，国外学者对控制权私人收益进行了广泛的研究，基本的结论是，在国外成熟的控制权市场中，股权转让过程中的股权转让溢价表明控制权私人收益的广泛存在。我国的控制权市场尚不成熟，涉及的股权转让对象大多是非流通股或者说是国有股，而国有股协议转让的基础是每股净资产。但是，从 2005 年开始，这种情况有所改变，2005 年 6 月 29 日发布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第 17 条规定：“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价值（投资回报率）、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定，但



不得低于每股净资产值。”2007年6月30日发布的《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》第24条规定：“国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值确定，但不得低于该算术平均值的90%。”这些规定意味着，国有股转让价格将改变以每股净资产为基础的定价机制。那么，我们有必要研究：在后股权分置时代控制权私人收益是增加还是减少？其影响因素是什么？不同类型的实际控制人攫取私人收益的动机和能力是否存在差异？对这些问题的探讨能够说明在后股权分置时代我国国有资产重组中的新特点。因此，后股权分置时代上市公司控制权私人收益的计量及影响因素是本书研究的另一重要问题。

资本市场的健康发展离不开有效的监管，那么对上市公司的实际控制人应该如何监管？在后股权分置时代，实际控制人与上市公司的关系发生诸多变化，对于民营企业等非国家控制的实际控制人和国家控制公司的实际控制人而言，由于他们在国民经济中的地位、作用、比重不同，他们对中小股东利益侵占的动机、行为也有所差异，那么，对他们的监管政策是否应该有所不同？特别是，国家控制公司的实际控制人本身也是监管者，如何加强对监管者的监管？因此，如何区别两类实际控制人进行监管是本书探讨的另一重要问题。

针对以上问题，本书在借鉴国内外文献的基础上，结合我国上市公司的实际，运用经济学和财务学的相关理论，采用定性分析与定量分析相结合的方法，系统地以下几个问题进行阐述：①后股权分置时代实际控制人的股权结构特征对公司价值的影响以及新型国有资产监管体制的效率；②我国上市公司股权结构动态调整的影响因素；③我国上市公司股权结构动态调整对公司价值的影响；④实际控制人股权结构特征与公司负债水平；⑤实际控制人的控制权私人收益在股权分置改革前后的变化及影响因素；⑥后股权分置时代对上市公司实际控制人的监管对策以及我国上市公司股权结构的优化路径。

第二节 研究思路与研究框架

一、研究思路

首先，本书在对国内外股权结构形成与调整的影响因素以及股权结构的公司治理效应研究文献综述的基础上，以委托代理理论、终极产权理论和市场择机理



论为理论基础，从分析马克思主义的委托代理理论和西方的委托代理理论入手，回顾我国资本市场的股权制度安排、国有资产监管体制以及民营企业上市制度的变迁过程，说明在后股权分置时代，实际控制人与中小股东的代理关系发生重大变化，并且在我国具有代表性的国家控制公司和非国家控制公司均表现出股权集中的金字塔结构的特点。实际上，LLSV 范式是 B-M 范式的发展与深化，该范式使代理问题的研究不仅局限于直接控股股东或第一大股东，而是深入到上市公司背后的实际控制人。因此，本书将研究范式定位于 LLSV 范式的研究。其次，本书对 B-M 范式和 LLSV 范式的委托代理成本进行模型分析以说明 LLSV 范式下的代理成本高于 B-M 范式下的代理成本。再次，本书重点以我国股权分置改革后的上市公司数据为基础，分析实际控制人的股权结构特征对上市公司价值的影响以及新型国有资产监管体制的效率，引入公司治理环境变量说明其对控制权私人收益的影响；并分析我国上市公司股权结构动态调整的影响因素以及股权结构动态调整的公司治理效应。最后，根据实证分析结论阐述后股权分置时代实际控制人的若干不当行为，并提出“区别对待，分类监管”的监管思路以加强对实际控制人的监管，在此基础上提出我国上市公司股权结构的优化路径。

二、研究框架

本书共分为十一章，各章的主要内容如下：

第一章为导论，主要对本书进行简要介绍，具体包括研究背景与问题的提出、研究思路、研究的主要内容以及创新与不足之处。

第二章为文献综述，主要包括股权结构形成与调整的影响因素和股权结构的公司治理效应综述。股权结构的公司治理效应主要包括股权结构与公司价值的关系、股权结构与公司负债水平的关系等内容。股权结构与公司价值的关系部分重点分析 B-M 范式和 LLSV 范式下委托代理关系，在 B-M 范式下的委托代理关系综述中，综述委托代理理论下的资本结构理论以及在所有权广泛分散下的股权结构与公司绩效的关系。在 LLSV 范式下的委托代理关系综述中，主要综述股权集中下控制性股东的所有权特征与公司价值的关系以及控制性股东与控制权私人收益的关系。

第三章为本书的理论基础和制度背景。该章把委托代理理论、终极产权理论和市场择机理论等作为该章的理论基础，在分析马克思的“三权分离”理论的基础上论述马克思的委托代理理论，并基于契约观论述西方的委托代理理论。在制度背景部分，主要阐述我国资本市场从股权分置到股权一致的变迁、国有资产管理体制从“五龙治水”到统一的国有资产出资人代表制度的建立、民营企业直接



上市和间接上市并存的上市制度安排。

第四章利用模型分析 B-M 范式和 LLSV 范式下的委托代理成本，对于 B-M 范式下股东与经营者之间的委托代理成本用无差异曲线加以分析，对于 LLSV 范式下控制性股东与中小股东的委托代理成本，首先分析控制性股东分离公司的所有权与控制权的三种手段，并分别从投资项目的非效率选择、控制权转让的非效率选择、投资政策和企业规模的非效率选择、公司价值的“壁垒效应”四个方面论述控制性股东给中小股东带来的代理成本。

第五章论述我国上市公司实际控制人股权结构特征与上市公司价值的关系，该章在对实际控制人含义进行再界定的基础上，分析实际控制人的所有权、控制权、所有权与控制权的分离、控制链、实际控制人类型五个方面的特征，并检验这些实际控制人特征对上市公司的“激励效应”、“壁垒效应”、“放权”假说和新型国有资产管理体制的效率。

第六章分析我国上市公司股权结构动态调整的影响因素，该章从终极股东的角度出发，结合我国的制度背景重点分析了两权分离、控制权比例、股票回报率以及股票波动率对终极股东股权结构动态调整的影响。在此基础上，选取 A 股上市公司作为研究样本，构建股权结构的调整模型，分析控制权与现金流权的两权分离、控制权比例、股票回报率和股票波动率对股权结构调整的影响。

第七章实证分析控股股东减持的经济后果，该章以深交所上市公司大小非减持为例，实证研究控股股东减持对公司价值的影响。

第八章分析实际控制人股权结构特征与公司负债水平，该章以我国 635 家非金融公司 2004~2009 年平衡面板数据为样本，应用 GLS 方法分析实际控制人股权结构特征对公司负债的影响，研究控制权、所有权和控制权的分离程度、实际控制人属性对公司负债的影响。

第九章讨论实际控制人股权特征与控制权私人收益的关系。该章在归纳关于控制权私人收益观点的基础上，从控制性股东监督行为的二重性入手，通过剖析控制性股东治理效应的两面性，指出控制权私人收益可以分为控制权正常收益与控制权超额收益两种。此外，对控制权私人收益的计量公式加以改进，并引入公司治理环境变量，实证分析实际控制人的属性、公司治理环境和股权分置改革对控制权私人收益的影响。

第十章论述我国上市公司股权结构的优化路径。首先提出后股权分置时代对实际控制人监管的新思路，该章在前面章节分析的基础上，指出后股权分置时代实际控制人与上市公司关系的变化以及实际控制人的若干不当行为，然后针对不同类型的实际控制人在国家经济中的地位、作用、比重的差异，提出“区别对