

民营

上市公司股权结构 与公司治理研究

Research on Ownership Structure and Corporate
Governance of Chinese Private Listed Companies

余 澳 / 著



四川大学出版社

民营

Research on Ownership Structure and Corporate Governance of Chinese Private Listed Companies

上市公司股权结构 与公司治理研究

余 澳 / 著



四川大学出版社

责任编辑:曾春宁
责任校对:何 静
封面设计:墨创文化
责任印制:李 平

图书在版编目(CIP)数据

民营上市公司股权结构与公司治理研究 / 余澳著.
—成都:四川大学出版社, 2012.5
ISBN 978-7-5614-5818-1

I. ①民… II. ①余… III. ①民营企业—上市公司—
股权结构—研究—中国②民营企业—上市公司—企业管理
—研究—中国 IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 100389 号

书名 民营上市公司股权结构与公司治理研究

著 者 余 澳
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行 四川大学出版社
书 号 ISBN 978-7-5614-5818-1
印 刷 三河市天润建兴印务有限公司
成品尺寸 148 mm×210 mm
印 张 8.25
字 数 210 千字
版 次 2014 年 4 月第 1 版
印 次 2014 年 4 月第 1 次印刷
定 价 48.00 元

版权所有◆侵权必究

- ◆ 读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
- ◆ 本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
- ◆ 网址: <http://www.scup.cn>

目 录

0 导 论	(1)
0.1 研究背景	(1)
0.2 研究目的	(2)
0.3 研究思路	(3)
0.4 研究方法	(5)
0.5 研究的重点和难点	(6)
0.6 研究的创新和不足	(8)
1 股权结构与公司治理文献综述	(10)
1.1 股权结构与公司治理的界定	(10)
1.1.1 股权结构界定	(10)
1.1.2 公司治理界定	(13)
1.2 股权结构特征	(17)
1.3 股权结构的影响因素	(20)
1.4 股权结构的比较	(21)
1.5 股权结构对公司治理的影响	(22)
1.6 股权结构对绩效的影响	(25)
1.7 对当前文献的评价	(29)
2 民营上市公司股权结构特征	(31)
2.1 股东类型	(32)
2.1.1 个人投资者	(33)
2.1.2 公司法人	(34)

2.1.3	机构投资者	(35)
2.2	股权集中度	(38)
2.2.1	指标选择	(39)
2.2.2	民营上市公司股权集中度整体特征	(40)
2.2.3	不同行业民营上市公司股权集中度	(43)
2.2.4	不同上市方式民营上市公司股权集中度	(45)
2.2.5	不同地域民营上市公司股权集中度	(46)
2.2.6	不同规模民营上市公司股权集中度	(48)
2.3	股权制衡度	(49)
2.3.1	股权制衡的重要性	(49)
2.3.2	股权制衡的计量标准	(51)
2.3.3	民营上市公司股权制衡度	(51)
2.4	民营上市公司股权结构特征小结	(53)
3	民营上市公司股权结构的影响因素	(54)
3.1	微观因素	(54)
3.1.1	成长因素	(54)
3.1.2	上市因素	(55)
3.1.3	行业因素	(57)
3.1.4	规模因素	(59)
3.1.5	股东因素	(60)
3.2	宏观因素	(61)
3.2.1	经济因素	(61)
3.2.2	政治因素	(62)
3.2.3	法律因素	(63)
3.2.4	文化因素	(67)
4	民营上市公司股权结构与公司治理内部机制	(69)
4.1	控制权特征与实际控制人	(69)
4.1.1	控制权与股权结构、公司治理的关系	(70)
4.1.2	民营上市公司控制权特征	(71)

4.1.3 实际控制人	(83)
4.2 董事会运行	(87)
4.2.1 民营上市公司董事会的总体特征	(88)
4.2.2 股权结构对董事会的影响	(92)
4.2.3 对公司治理的影响	(98)
4.3 激励约束机制	(99)
4.3.1 委托代理理论下的激励约束机制——兼评 西方与中国国有上市公司、民营上市公司 激励约束对象的差异	(99)
4.3.2 民营上市公司激励约束机制现状	(100)
4.3.3 实际控制人：民营上市公司激励约束的关键	(108)
4.4 中小股东利益保护	(110)
4.4.1 中小股东利益保护的现状	(110)
4.4.2 民营上市公司股权结构视角下的 中小股东利益保护	(113)
4.5 基本结论	(116)
5 民营上市公司股权结构与公司治理外部机制	(117)
5.1 资本市场	(117)
5.1.1 资本市场概述	(117)
5.1.2 中国的资本市场	(119)
5.1.3 资本市场、股权结构与公司治理	(120)
5.2 公司控制权市场	(122)
5.2.1 公司控制权市场概述	(122)
5.2.2 股权结构与公司控制权市场	(123)
5.2.3 我国的现状	(124)
5.3 经理市场	(128)
5.3.1 经理市场概述	(128)
5.3.2 股权结构与经理更替	(129)

5.3.3 我国的现状	(129)
5.4 其他因素	(130)
5.4.1 监管层	(130)
5.4.2 新闻媒体	(132)
6 民营上市公司股权结构与公司绩效	(133)
6.1 股权集中度与公司绩效	(133)
6.1.1 股权集中度与公司绩效理论分析	(134)
6.1.2 绩效指标的选择	(135)
6.1.3 控制变量的选择	(136)
6.1.4 数据来源和描述性统计	(137)
6.1.5 回归模型的构建	(139)
6.1.6 股权集中度与公司绩效的实证结果	(140)
6.2 股权制衡度与公司绩效	(142)
6.2.1 股权制衡度与公司绩效理论分析	(143)
6.2.2 数据来源和变量描述性统计	(143)
6.2.3 变量定义和模型构建	(144)
6.2.4 股权制衡度与公司绩效的实证结果	(145)
6.3 控制权、所有权的分离程度与公司绩效	(146)
6.3.1 控制权、所有权的分离程度与公司绩效理论分析	(147)
6.3.2 数据来源和变量描述性统计	(149)
6.3.3 变量定义和模型构建	(150)
6.3.4 所有权与控制权的分离和投资者利益保护的 实证结果	(151)
6.4 结论	(152)
7 民营上市公司股权结构与公司治理的比较研究	(153)
7.1 与国有上市公司的比较	(153)
7.1.1 国有上市公司股权结构特征	(153)
7.1.2 国有上市公司治理问题比较	(158)

7.1.3 国有上市公司股权结构与公司治理改革的建议	(163)
7.2 英、美上市公司的股权结构与公司治理	(163)
7.2.1 股权结构特征	(163)
7.2.2 股权结构对公司治理的影响	(166)
7.3 德、日上市公司股权结构与公司治理	(168)
7.3.1 股权结构特征	(168)
7.3.2 股权结构对公司治理的影响	(171)
7.4 东亚国家和地区上市公司股权结构与公司治理	(172)
7.4.1 股权结构特征	(172)
7.4.2 控制权特征	(173)
7.4.3 股权结构对公司治理的影响	(175)
7.5 不同国家和地区上市公司股权结构与 公司治理小结	(175)
7.5.1 不同国家和地区上市公司股权结构与 公司治理比较	(175)
7.5.2 小结	(176)
8 案例研究	(178)
8.1 公司概况	(178)
8.2 公司股权结构演变	(180)
8.2.1 借壳上市	(180)
8.2.2 国有变为民营	(182)
8.2.3 内资走向中外合资	(185)
8.3 公司控制权特征及最终控制人分析	(186)
8.3.1 公司控制权特征	(186)
8.3.2 最终控制人分析	(188)
8.4 水井坊股权结构与公司治理中的问题	(189)
8.4.1 股权演变	(189)
8.4.2 最终控制人杨肇基的高度影响力	(191)

8.4.3	典型的内部人控制	(192)
8.4.4	“三会”运行	(193)
8.4.5	公司的激励机制	(194)
8.4.6	中小股东利益保护	(195)
8.5	总结	(196)
9	结论及对策建议	(198)
9.1	结论	(198)
9.1.1	股权集中度较高,制衡度低	(198)
9.1.2	小股东控制是民营上市公司的主要控制类型	(200)
9.1.3	实际控制人权力集中导致内部治理弱有效	(202)
9.1.4	外部机制建设滞后导致外部治理缺失	(203)
9.1.5	关于绩效	(205)
9.2	对策建议	(205)
9.2.1	保持股权适度集中,重点应加强股权制衡度	(205)
9.2.2	构建利益一体化机制	(207)
9.2.3	加强对实际控制人行为的监督	(207)
9.2.4	加强董事会的独立性和有效性	(209)
9.2.5	加强股权激励的力度	(210)
9.2.6	加强外部投资者参与公司治理的积极性	(211)
9.2.7	加强外部治理机制建设	(213)
附 录		(217)
一、我国民营上市公司基本现状		(217)
二、民营上市公司股权结构与公司治理研究(摘要)		(230)
参考文献		(237)
后 记		(251)

0 导 论

0.1 研究背景

民营经济是我国国民经济的重要组成部分。改革开放以来,民营企业获得了飞速发展,为我国经济社会发展作出了重要贡献。但是在金融危机爆发后,民营经济的发展暂时陷入了困境。以4万亿投资为标志的经济刺激计划对民营经济产生了“挤出效应”:在钢铁行业,亏损国企收购盈利民企;在地产业,国企地王频现;在煤炭业,民营煤矿被强行整合;在航空业,民营航空公司纷纷陷入困境。这些“国进民退”现象引起了各界的关注。

民营上市公司作为民营企业中的优质资产,是全部上市公司的重要组成部分。在当前(截止到2009年7月底)A股市场1628家上市公司中,民营上市公司达到633家,占据了全部上市公司的40%左右。^①创业板开通之后,更多的民营企业将进入资本市场。这些民营上市公司是我国民营企业的精华,它们的发展状况直接代表着我国民营企业的发展状况。在后金融危机时代,如何提高这些民营上市公司的竞争力并实现其可持续发展是一个亟待解决的问题。同时,上市公司发展与资本市场建设是紧密相连的,目前我国资本市场尚处于发展初期,诸多制度缺陷导

^① 数据来源于Wind资讯。

致了对投资者利益保护的不足，如何加强对投资者利益的保护是目前各界关注的热点问题之一。

华尔街日报曾有这样的说法：“公司治理是最时髦又是最混乱的领域。”^① 公司治理是现代企业理论的核心之一，它关乎公司利益相关者之间的权利配置，进而影响到企业运行。从根本上讲，公司治理受制于股权结构，股权结构决定和影响公司治理。股权结构与公司治理之间是抽象与具体的关系。^② 因此，单纯分析公司治理并不能抓住问题的根本，只有从股权结构的角度分析公司治理才能够抓住公司治理问题的核心和关键；更深入地讲，要解决公司治理的核心问题——利益协调，则必须从股权结构着手。对此，国内学界虽已初步意识到，但主要的关注对象仍是国有上市公司，对民营上市公司的相关研究还不够全面和深入。

0.2 研究目的

本书以研究民营上市公司股权结构为核心和逻辑起点，通过对股权结构相关问题的全面、深入分析，揭示出民营上市公司股权结构的特点、影响因素，对公司治理内部机制与外部机制的影响、与国有上市公司及国外上市公司的异同、对公司绩效的影响，并提出相关完善民营上市公司股权结构与公司治理的对策建议。

尤其需要说明的是，本书的研究不同于以往研究的关键之处，在于它不是单纯以公司治理研究为主，而是以制约和影响公司治理的股权结构为核心和基础。因为只有理解了股权结构，才能从源头上把握公司治理；并且从研究对象上看，本书关注的是

① 转引自宁向东：《公司治理理论》，中国发展出版社 2006 年版，第 11 页。

② 张维迎：《企业理论与中国企业改革》，北京大学出版社 1999 年版，第 86 页。

民营上市公司而非国有上市公司。因此,较全面地揭示了民营上市公司的股权结构现状及其与公司治理的关系。另外需要说明的一点是,立场决定着方向,本书的写作立场是促进民营上市公司可持续发展和加强投资者利益的保护。

0.3 研究思路

本书共分为9章,具体研究思路如图0-1所示。

导论部分,主要介绍本书的研究背景、研究目的、研究思路、研究方法、研究的重点和难点,以及研究的创新和不足。

第一章,股权结构与公司治理文献综述,主要包括:股权结构与公司治理的界定、股权结构特征、股权结构影响因素、股权结构的比较、股权结构对公司治理的影响和股权结构对绩效的影响等研究现状,以及对当前文献的评价。

第二章,民营上市公司股权结构特征。在对民营上市公司概念做出界定的基础上,依据最新统计数据,分别从股东类型、股权集中度、股权制衡度三个方面全面、深入揭示我国民营上市公司股权结构特征。在对股权集中度的统计分析中既揭示我国民营上市公司股权集中度的总体情况,又分别从行业、上市方式、地域和规模等方面分析出各具体特征。

第三章,民营上市公司股权结构的影响因素。影响因素分为微观因素和宏观因素。微观因素是直接因素,包括民营企业的成长因素、上市因素、行业因素、规模因素和股东因素等;宏观因素是基础性因素,包括政治、经济、法律、文化等因素。

第四章,民营上市公司股权结构与公司治理内部机制,主要包括民营上市公司股权结构对公司控制权、董事会运行、激励约束机制及中小股东利益保护等笔者认为有代表性的相关公司治理问题的分析。

第五章,民营上市公司股权结构与公司治理外部机制。本书

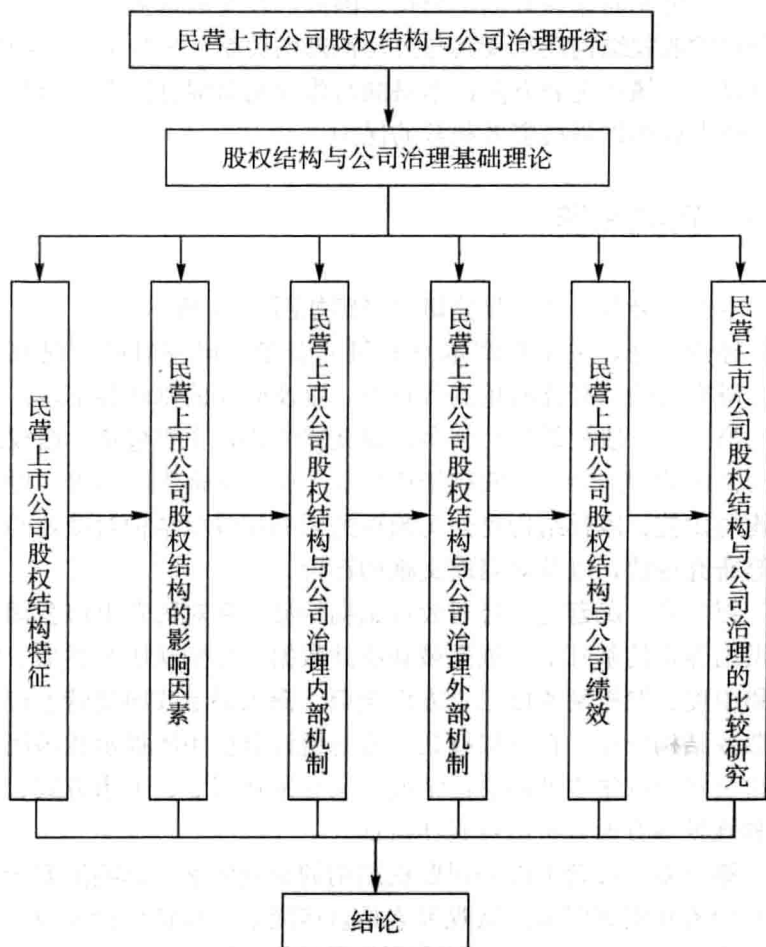


图 0-1 研究思路

主要选取了资本市场、公司控制权市场和经理市场三个方面，逐一探讨了民营上市公司股权结构与以上外部治理机制的关系。

第六章，民营上市公司股权结构与公司绩效。本书从股权结构中的股权集中度、股权制衡度和控制权特征三个方面展开实证

分析,揭示出股权结构与公司绩效之间的关系。

第七章,民营上市公司股权结构与公司治理的比较研究。本章是在前面各章分析的基础上,更全面、深入把握我国民营上市公司股权结构与公司治理现状的重要章节,主要包括与我国国有上市公司的比较和与国外上市公司的比较。

第八章,案例研究。本书选取了极具代表性的民营上市公司水井坊(600779)作为分析案例。通过分析其股权结构演变、控制权特征及相关公司治理现状,为本书提供从理论到现实的链接。

第九章,本书的结论及对策建议。在结论部分,根据前述各章的分析,深刻和明确地总结出我国民营上市公司股权结构的特点及对公司治理的影响;并从现实角度提出改善民营上市公司治理现状,加强投资者利益保护和实现公司可持续发展的相关对策建议。

0.4 研究方法

在本书的研究中,笔者以马克思主义经济学作为指导,在借鉴西方企业理论精华的基础上,结合中国改革开放以来的具体国情进行研究。其具体研究方法如下。

(1) 规范分析和实证分析的方法

本书是在大量关于上市公司股权结构与公司治理研究基础上对民营上市公司的专门化和深入化进行研究,因而对前人研究成果的归纳与总结是一个最为基础的研究方法。在前人研究的基础上,通过对研究对象的归纳与演绎、抽象与具体、分析与综合,力求实现逻辑清晰、结构合理、论证充分的理论效果。为了增强论证的充分性,笔者还运用实证分析方法,收集翔实的一线资料,并运用计量方法得出实证结果,从而增强理论研究的说服力和实践性。

(2) 系统分析法

本书以股权结构为出发点,对与股权结构相关的重要问题做出分析,如民营上市公司股权结构的特征,包括总体特征、行业特征、上市方式特征、地域特征和规模特征等;影响股权结构的因素;股权结构对公司治理内部机制的影响;股权结构与公司治理外部机制的关系;股权结构对绩效的影响,以及相关优化股权结构与公司治理的建议。

(3) 比较分析法

本书重点比较了民营上市公司股权结构和公司治理与我国国有上市公司的异同,以及与国外上市公司的异同。通过比较,可以更全面地把握我国民营上市公司股权结构和公司治理的基本现状,并从中吸取各方长处,为民营上市公司股权结构的优化、公司治理的改善及实现可持续发展提供借鉴。

(4) 综合分析法

在本书的研究中,笔者始终坚持经济学研究的学科主线,但为了增强论证的丰富性、全面性和充分性,还借鉴了包括管理学、法学、社会学、政治学和历史学等学科在内的知识背景和研究方法。

(5) 案例分析法

对上市公司的研究,离不开典型案例的分析。本书结合研究主题,选取典型案例做出全面和深入的分析,将理论与实践结合起来,丰富研究内容。

0.5 研究的重点和难点

(1) 对民营上市公司股权结构特征的把握

这主要表现在对数据的筛选、统计和分析存在较大的工作量。一方面,本书通过相关软件咨询系统和有关渠道收集与民营上市公司股权结构有关的最新数据,力求增强本书研究的创新性

和时效性；另一方面，对数据的统计和分析需要投入较多精力，因为本书力求从不同角度展现我国民营上市公司股权结构的现状，这就涉及对收集的最新数据进行各项分类统计和分析。这既是本书的重点，也是难点之一。

(2) 对民营上市公司股权结构影响因素的分析

此前的文献对此问题的研究尚不够全面和深入，原因可能在于，一方面，当前的主要研究对象是国有上市公司，没有对民营上市公司这方面的问题进行过专门和深入的研究；另一方面，对这方面问题的分析需要运用多学科知识，如政治学、法学、社会学、历史学、文学等，这就对研究者学科知识的综合能力提出了较高要求。因此，它是本书的难点之一，本书试图对此做出尝试。

(3) 民营上市公司控制权特征分析是本书的重点和难点

对控制权的分析是对股权结构由表及里进行分析的重要过程，由股权结构展现出来的控制权特征才是理解和把握民营上市公司治理问题的核心和关键。控制权特征源于股权结构同时又深刻制约和影响公司治理，要解决民营上市公司治理问题必须溯及控制权。因此，对民营上市公司控制权特征的分析是本书研究的核心。

(4) 股权结构与公司治理外部机制的关系是本书研究的重点

公司治理效果的改善不仅需要内部机制的作用，同时还需要外部机制的作用。尤其是在当前中国现实环境下，加强外部机制的建设对于改善公司治理具有十分重要的意义。此前的多数文献。对此问题的关注度不够，因此它也是本书研究的一个重点。

(5) 对民营上市公司股权结构与公司绩效关系的分析既是难点又是重点

因为从研究方法上讲，此部分需要做定量研究，而且有较大的工作量；另一方面，股权结构与绩效之间到底有无关系或关系如何一直是学界探讨的热点问题，至今尚没有一个统一的定论。

因此,对此问题的分析既存在技术操作的难度,又符合当前理论关注的重点。

0.6 研究的创新和不足

0.6.1 主要创新点

第一,运用最新数据,多角度分析了民营上市公司股权结构的特征,包括总体特征、行业特征、地域特征和不同上市方式特征和不同规模特征等,最新、最全面地对民营上市公司股权结构特征作出了分析。

第二,分析了影响民营上市公司股权结构的相关因素。此前的文献对该问题研究较少,专门以民营上市公司为分析对象的则更少。本书对此问题分别从政治、经济、法律和文化等宏观因素与民营企业成长、上市、行业、规模和股东等微观因素进行了相应探索。

第三,提出理解和把握控制权才是理解民营上市公司治理问题的关键。笔者通过研究发现,对于民营上市公司而言,不管是公司的权力(利)配置,还是“三会”运行、激励机制与约束机制及投资者利益保护等公司治理基本问题,都深刻受到控制权特征的影响。如通过对控制权特征的分析,笔者认为民营上市公司激励约束对象的关键是实际控制人,而不是传统委托—代理理论下的经理层。

第四,认为加强公司外部治理机制建设是当前改善公司治理的重中之重。笔者认为,改革开放30年的实践证明,对于中国的现实国情来讲,只有构建良好的外部环境才能真正促进企业之间平等竞争并引导企业按照市场规律实现可持续发展,同时也才能真正实现对投资者利益的保护。

第五,对民营上市公司股权结构与公司治理的比较分析也是