



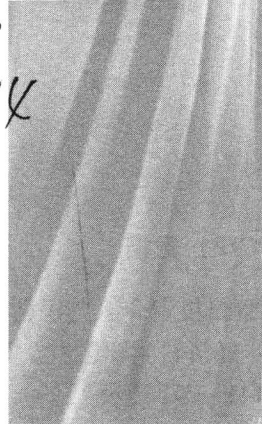
家族控制、私募股权投资介入与 民营上市公司治理

Family Control, PE Investment and Corporate Governance of Private Listed Firm

苏启林 著



经济科学出版社
Economic Science Press



家族控制、私募股权投资介入与 民营上市公司治理

Family Control, PE Investment and Corporate Governance of Private Listed Firm

苏启林 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

家族控制、私募股权投资介入与民营上市公司治理/
苏启林著. —北京: 经济科学出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3733 - 0

I. ①家… II. ①苏… 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 (2013) 第 201574 号

责任编辑: 李 雪 王 瑛

责任校对: 靳玉环

责任印制: 邱 天

家族控制、私募股权投资介入与民营上市公司治理

苏启林 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6 印张 100000 字

2013 年 9 月第 1 版 2013 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3733 - 0 定价: 25. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前

言

自 2001 年以来我国家族控制的民营上市公司数量不断增加，随之而来的控制家族股东不断依靠控制权与现金流权的分离，通过隧道效应等不当利益输送通道剥削中小股东，而不完善的监管环境一定程度上为控制性家族股东剥削中小股东提供了便利。但近年来私募股权投资已经成为了国内资本市场一股重要的新兴力量，私募股权投资通过积极参与企业的投资后管理过程提升企业治理水平和经营业绩。

本书从两个层面上构建了私募股权投资参与民营上市公司治理的一个分析框架，第一个层面是构建了私募股权投资通过所有权、控制权和经营权三个维度，所有权与控制权分离、控制权与经营权分离形成的双重代理冲突如何影响民营上市公司治理

结构的概念模型；第二个层面是构建数理模型研究私募股权投资的介入对民营企业治理的影响机制，私募股权投资对民营企业的介入，一方面能够缓解所有权层面的代理冲突；另一方面将降低经营权层面的代理成本。

本书选取 2011 ~ 2012 年间在上海和深圳证券交易所 IPO 的有私募股权投资介入的 214 家和无股权投资介入的 160 家民营上市公司作为实证样本，得出如下基本结论：在国内公司治理水平不高以及监管机制不完善的背景下，私募股权投资对家族控制的民营上市公司的介入，通常采取“软监督”而不是“硬监督”，PE 倾向于通过与控制性家族合作来实现其改善公司治理的目的，这种合作能够更有效地缓解民营家族企业的代理问题，从而提升企业价值。

苏启林

2013 年 7 月

目 录

1 导言	1
1.1 研究背景与选题意义	1
1.1.1 上市公司家族控制三个主要阶段	1
1.1.2 上市家族控制基本特征	6
1.1.3 私募股权投资与公司治理参与	10
1.1.4 本研究选题意义	15
1.2 研究内容	16
1.2.1 概念模型构建	16
1.2.2 数理模型构建	17
1.2.3 实证研究	17
1.3 研究方法与技术路线	21
1.3.1 研究方法及数据来源	21
1.3.2 技术路线	22
1.4 创新之处	23

2 文献综述	25
2.1 家族控制与民营企业治理	25
2.1.1 家族所有权与家族控制	25
2.1.2 公司治理与家族企业代理冲突的理论分析	27
2.2 私募股权投资与公司治理研究	31
2.2.1 私募股权投资通过公司治理优化提升 企业价值	31
2.2.2 私募股权投资偏好股权和董事会参与	33
2.2.3 私募股权投资在公司治理中扮演的角色	34
2.3 私募股权投资与家族企业治理	36
2.4 简要评述	38
3 理论框架构建	40
3.1 不同背景私募股权投资对家族企业 公司治理的影响	40
3.1.1 家族企业公司治理的主要代理冲突	40
3.1.2 私募股权投资介入能够缓解所有权 层面代理冲突	41
3.1.3 私募股权投资介入后的控制权层面代理 冲突缓解	42
3.1.4 私募股权投资介入后的经营权层面代理 冲突缓解	45

3.1.5 不同背景私募股权投资介入后的公司治理 模式研究	46
3.2 PE 介入对家族企业治理的影响——基于 数理模型的分析	50
3.2.1 PE 介入对家族企业代理问题的影响	50
3.2.2 PE 对家族股东控制的股权制衡	62
3.3 本章小结	76
4 PE 对民营企业所有权与控制权的影响	78
4.1 有无 PE 背景的统计性描述	79
4.2 股权投资与公司股权结构	82
4.2.1 研究思路和理论假设	82
4.2.2 统计性描述分析	86
4.2.3 回归模型	92
4.2.4 结论	96
4.3 股权投资与公司董事会结构	97
4.3.1 研究思路和理论假设	97
4.3.2 私募股权投资在董事会占席数影响 因素分析	103
4.3.3 PE 机构特征对独立董事比例影响分析	106
4.3.4 结论	109
4.4 PE 背景下的两权分离与企业价值	110

4.4.1	研究思路和理论假设	110
4.4.2	变量选取与描述性统计	113
4.4.3	回归模型	116
4.5	本章小结	121
5	PE 对民营企业控制权与经营权分离的影响	124
5.1	有无股权投资机构背景企业的对比分析	124
5.2	PE 对两权分离以及高管层变动的影响	127
5.2.1	理论与假设	127
5.2.2	私募股权投资与企业控制权与经营权分离的 实证分析	131
5.2.3	私募股权投资与企业高管层变动的 实证分析	138
5.2.4	结论	145
5.3	控制权和经营权分离对企业价值的影响	146
5.3.1	理论与假设	146
5.3.2	变量选取与描述性统计	149
5.3.3	回归分析与结果	152
5.3.4	结论	155
5.4	本章小结	156

6 结论与启示	158
6.1 研究结论	158
6.2 启示	161
参考文献	164
后记	181

1 导 言

1.1 研究背景与选题意义

1.1.1 上市公司家族控制三个主要阶段

中国家族企业从 2001 年开始大踏步走上了资本市场的康庄大道，成为中国资本市场的一道亮丽风景线。总体而言，家族企业上市大发展主要经历了三个阶段：

1.1.1.1 摸索阶段（2001~2003 年）

（1）直接上市阶段。

家族控制上市公司在《证券法》实施以前，自然人持有

上市公司股份不能超过该公司总股本的 0.5%，因此自然人不可能成为上市公司直接控制人。1999 年 7 月 1 日起生效的《证券法》取消了自然人的持股限制，并强调所有市场主体一律平等，自然人和法人一样，也可以成为上市公司的发起人。2001 年 1 月上市的“天通股份”（600330）是中国首家以自然人身份直接控制的上市公司。潘广通及其子潘建清分别持有“天通股份”11.03% 和 10.45% 的股份，分列第一、二大股东，潘氏父子共持有“天通股份”21.48% 的股份，是该公司的实际控制人^①。

（2）MBO 阶段。

2002 年 12 月 1 日《上市公司收购管理办法》颁布前后掀起了家族企业通过管理层收购（Management Buy - Outs, MBO）上市的第一股热潮。在这种模式下，国有企业经理人受制于各种各样的压力，眼花缭乱地实施一系列资本运作，将自己在体制内多年辛苦打拼的积累通过 MBO 方式变现出巨额财富。

胜利股份（000407）MBO 路径：先由胜利股份高管联合第一大股东胜邦企业投资集团、胜利集团的部分中高层管理人员自筹资金成立一个投资公司——山东胜利投资股份有

^① 《家族控制上市公司的 9 种模式》，载《新财富》2002 年 8 月刊。

限公司,然后分别由第一大股东胜邦企业投资集团有限公司将所持部分公司法人股 2588.625 万股(约占总股本的 10.8%)、第三大股东胜利集团将代山东省国资办持有的国家股 1641 万股(占总股本的 6.85%)以公司 2002 年 6 月 30 日每股净资产 2.27 元的价格转让给胜利投资,从而使后者以持股总量占总股本比例达到 17.65% 而成为上市公司第一大股东,完成了管理层收购^①。

1.1.1.2 加速阶段(2004~2005 年)

2004 年 5 月起设立中小企业板加快了中国家族企业的上市进度。按照深圳证券交易所要求,所有在中小企业板上市的公司务必在 2005 年 7 月 15 日以前报送股权分置改革方案,以加快中小企业板的股改步伐,中小企业板尽快实现全流通,并达到新股全流通发行的政策条件。中小企业板率先实现全流通在人们预料之中,因为中小企业板在支付对价时比国有股出手大方,大部分刚上市不久,历史包袱不多,最容易首先完成股改^②。

2005 年 11 月 21 日,中小企业板最后一家股改公司黔源

① 刘明、丁忠民:《2003 中国上市公司 MBO 报告》,载《新财经》2003 年第 1 期。

② 凌嘉:《中小企业板跑步股改,有望率先实现全流通》,载《北京现代商报》2005 年 7 月 14 日。

电力宣告股改完成，这标志着中小企业板所有原来的非流通股在经过限售期后，将可以全流通。中小企业板股改结束后，所持上市公司股份过亿元的控制性家族达到 30 家，占中小企业板上市的 50 家企业的 60%，具有代表性的有霞客环保的陈建忠，美欣达的单建明家族，科华生物的唐伟国、沙立武、徐显德，兔宝宝的丁鸿敏和威尔科技周向明家族^①。

1.1.1.3 飞速发展阶段（2006 ~ 2012 年）

2004 年 5 月起开设中小企业板的滞后效应加上 2009 年 10 月 30 日起开设创业板，直接导致了 2006 ~ 2011 年出现家族企业上市的井喷之势，一共有 370 家家族企业在这 5 年中进入资本市场（见表 1.1）。

表 1.1 2009 ~ 2011 年创业板上市的家族企业一览表

年份	家数	占当年 IPO 比重（%）
2009	14	35
2010	44	34
2011	62	45

数据来源：Samantha Wu：《家族企业新力量》，载《福布斯》中文版 2011 年 11 月（上）。

^① 何雪峰、陈永华和孙婷婷：《中小企业板股改改出 30 亿万富豪》，载《信息时报》，2005 年 12 月 28 日。

截至 2011 年 5 月 22 日,刘纪鹏和王伟(2011)对 218 家创业板企业股权结构的统计显示,第一大股东是国有性质的只有 12 家,另 206 家都是自然人或家族为实际控制人,发行上市前第一大股东平均持股比例高达 53%。其中,持股比例超过 70% 的有 51 家,50% ~ 70% 的有 66 家,30% ~ 50% 的有 63 家^①。根据 Wind 数据库统计,在目前上市的 250 家创业板上市公司中,实际由家族或类似家族组团控股并负责运营的公司有 223 家,占比近 90%^②。

1.1.1.4 暂时停滞阶段(2012 年至今)

经过 3 年的突飞猛进,创业板已形成了拥有 345 家公司的庞大群体。而目前平均每家创业板企业中就有 3 位亿万富翁诞生。有统计数据显示,截至 2012 年 2 月 27 日,创业板发行一共造就亿万富翁 856 人,10 亿级家族富豪则高达 116 家^③。

但 IPO 的狂欢盛宴自 2012 年 10 月 10 日发审委审核两家企业 IPO 申请之后,开始进入漫长的“暂停期”,形成了

① 刘纪鹏、王伟:《创业板可持续发展存隐患,“三高”亟须根治》,载《中国证券报》,2011-07-04。

② 刘英、徐向阳:《创业板上市公司成长路径选择》,和讯网,2011-09-09。

③ 杨阳:《创业板为何成了“造富板”》,载《股市动态分析》,2012-08-20。

830 家待上市公司的中国特色的壮观的“堰塞湖”现象（截至 2012 年 12 月 6 日），其中中小企业板拟上市公司 342 家，中小企业板拟上市 320 家，占待上市公司总数的 80%，其中绝大部分是家族类上市公司。

1.1.2 上市家族控制基本特征

1.1.2.1 家族控制是我国民营上市公司中一个主流形态

按中国证监会有关部门负责人发布的数据，截至 2012 年 5 月 30 日，民营上市公司在全部上市公司中的占比超过 50%，在中小企业板上市公司中，民营企业占比超过 75%，创业板上市公司中，民营企业占比更是超过 95%^①。

家族控制是民营上市公司的一个潮流。据 2011 年度第一财经日报《财商》对深圳、上海两个证券交易所 A 股民营上市公司的统计，57 个控制性家族财富总额为 4606.46 亿元，平均每个家族 80.82 亿元。福布斯中文网 2011 年 11 月 10 日对沪深股市发布的一份调查显示，上市公司实际控制人夫妻关系有 209 个，兄弟关系 153 个，父子/母子关系 148

^① 《证监会：大力支持民企利用资本市场发展壮大》，证券时报网，2012-05-31。

个，夫妻档、兄弟档和父子档是中国民营上市公司最主要的企业家族关系。

1.1.2.2 控制性家族内部关系呈现多元化的特征

民营上市公司夫妻档的特色一马当先（见表 1.2）。宝德股份的实际控制人赵敏、邢连鲜夫妇合计持有公司超过七成股份；王新明、王红艳夫妇实际控制了吉峰农机发行前 45.67% 的股权；刘金成、骆锦红夫妇控制亿纬锂能发行前 72.11% 的股份；新宁物流由王雅军、伍晓慧夫妇实际控制；银江股份则由王辉、刘健夫妇控股；此外何巧女夫妇的东方园林、丁欣欣夫妇的亚厦股份、黄俊康夫妇的天虹商场和刘载望夫妇的江河幕墙也是家族企业上市的生力军。

表 1.2 2011 ~ 2012 年上市公司控制性家族内部关系一览表

年份	2011		2010	
排序	家族内部关系	数量	家族内部关系	数量
1	夫妻关系	209	兄弟关系	133
2	兄弟关系	153	夫妻关系	110
3	父子/母子关系	148	父子/母子关系	87
4	一代姻亲关系	86	一代姻亲关系	66
5	父女/母女关系	68	父女/母女关系	45
6	舅甥/叔侄关系	51	兄妹关系	32
7	二代姻亲关系	41	舅甥/叔侄关系	32