



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

基于不同上市方式的民营企业 多元化战略价值取向研究

孟 丁 / 著

BUTONG SHANGSHI FANGSHI DE MINYING QIYE
DUOYUANHUA ZHANLUE JIAZHI QUXIANG YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

013057743



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

F279.242
05

广东省哲学社会科学“十二五”规划2011年度学科共建项目“基于融资约束和代理成本的民营企业投资行为、投资效率和企业价值研究”（项目编号：GD11XYJ16）



基于不同上市方式的民营企业 多元化战略价值取向研究

孟 丁 / 著

JIYU BUTONG SHANGSHI FANGSHI DE MINYING QIYE
DUOYUANHUA ZHANLUE JIAZHI QUXIANG YANJIU



北航

C1668143



经济科学出版社
Economic Science Press

F279.242
05

图书在版编目 (CIP) 数据

基于不同上市方式的民营企业多元化战略价值取向研究 /

孟丁著. —北京: 经济科学出版社, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2571 - 9

I. ①基… II. ①孟… III. ①民营企业 - 企业发展
战略 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 242

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 249277 号

责任编辑: 王冬玲

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫

责任印制: 邱 天

基于不同上市方式的民营企业多元化战略价值取向研究

孟 丁 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: 88191217 发行部电话: 88191537

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

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

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 8.5 印张 230000 字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2571 - 9 定价: 35.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

民营上市公司在我国资本市场迅速发展,已经成为上市公司的重要组成部分。民营上市公司能否健康发展,既关系到民营企业能否通过资本市场完成二次创业,也关系到我国资本市场的健康发展。传统的公司治理研究是以股权分散为假设前提的,因此股东与管理层之间的冲突成为其关注的重点。但对我国民营上市公司来说,在众多的利益相关方之间无疑存在着更为严重的代理成本。

在我国转型经济的制度背景下,由于缺乏制度支持以及治理环境不完善等原因,借鉴英、美经济发达国家为解决终极控股股东与其他股东的利益分歧所建立的信息披露、证券交易等治理机制,运行效果并不理想。^①在此背景下,以我国民营上市公司为样本,从终极股东与其他股东的利益分歧角度,来研究终极股东的多元化经营战略对公司价值的影响,具有重要的理论与现实意义。

民营上市公司终极控制人的自利性多元化不仅直接影响了中小投资者和债权人的利益,而且投资和破产政策的扭曲同时也损害了企业价值。本书从民营终极控股股东所受融资约束的角度并结合多元化经营来解释民营上市公司金字塔形成的原因以及债务融资代理成本的产生缘由,进而综合分析多元化经营、金字塔持股方式、资产负债率对公司价值的负面影响。以金字塔持股方式和实行多元化

① Young, M. N, Peng, M. W, Ahlstrom, D, Bruton, G, D and Jiang, Y. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-principal Perspective [J]. Journal of Management Studies, 2008, 45, (1): 196-220.

经营为标准来挑选样本,研究金字塔持股结构下的多元化侵占方式。

本书首先对企业多元化价值等文献进行了综述,回顾了多元化动因、金字塔持股结构形成的动因和价值、债务的代理成本以及相机治理效应、并购动因等相关理论,总结了我国民营企业发行上市的特定制度背景。并结合具体的数据资料系统地对两类民营上市公司的股权结构、财务价值、市场价值进行了比较,分析了终极控股股东的行为。在对中国民营上市公司股权结构和企业价值等进行系统考察的基础上,进一步分析了两类民营上市公司主要利益相关者——终极控股股东、债权人、经理人可能的代理行为,并就因此导致的代理成本提出了假说。最后,在此基础上通过2006~2009年民营上市公司的样本对中国民营上市公司金字塔持股结构的代理问题、债务代理问题以及多元化投资中所体现的大股东与中小股东之间的代理问题进行了实证检验,基本验证了本书的理论分析和假设判断,即金字塔控制方式使得民营上市公司终极控制人能够采取有利于自身利益而牺牲中小投资者利益的“隧道挖掘”行为,他们通过多元化经营隐秘地对中小投资者利益实施剥夺,同时也对企业价值造成了实际侵害。

本书使用核心财务指标和市场价值指标为公司价值的代理变量,并分组进行了民营上市公司股权结构、债务比率、多元化经营与公司价值的实证研究,结果具有较强的一致性。本书按照“终极控制人受到融资约束——构建金字塔持股结构——多元化经营——企业价值”的逻辑思路,分析民营终极控股股东受到的融资约束如何影响其构建两权分离的金字塔控制结构,以及这种控制结构如何通过多元化侵占方式增加大小股东之间的代理成本,实现其控制权私人利益最大化,损害中小投资者以及债权人利益。

孟 丁

2013年4月

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究目的与研究意义	1
1.2 研究内容	9
1.3 文献综述	11
1.4 研究方法与技术路线	27
1.5 本书可能的贡献与不足	28
第2章 相关理论回顾	32
2.1 多元化的经营动机	32
2.2 金字塔持股结构及其经济后果	42
2.3 债务治理效应	73
2.4 公司并购的动因理论	91
第3章 制度背景分析	100
3.1 我国证券发行上市制度	100
3.2 我国上市公司的股权分置问题	111
3.3 我国民营企业的融资约束	118
第4章 我国民营上市公司股权特征分析	121
4.1 我国民营上市公司股本结构和市场绩效分析	121

4.2	直接上市与间接上市民营公司控股股东行为分析	144
4.3	民营上市公司上市方式特征分析	150
第5章	民营上市公司多元化经营的实证研究	163
5.1	民营企业多元化投资价值分析	163
5.2	民营企业多元化投资的股权治理效应研究	191
5.3	民营企业多元化投资的负债治理效应研究	207
5.4	关于民营上市公司多元化影响因素的实证研究	217
第6章	结论与展望	228
6.1	主要结论	228
6.2	研究展望	233
	参考文献	235
	后记	265

第1章

导论

1.1

研究目的与研究意义

1.1.1 研究目的

随着经济体制改革的不断推进,民营经济在我国经济结构中所占的比重越来越大,我国资本市场上民营企业的数量也逐渐增多。与传统的家庭作坊式民营企业不同,追求二次创业的不少现代民营企业将进入资本市场作为进一步发展的平台。尤其是随着金融环境的逐步完善和政府政策的进一步宽松,直接上市和间接上市的民营企业数量显著增多。民营上市公司的增多将对改善证券市场结构、促进市场竞争、扩大市场规模、增加资本流动起到非常重要的作用。但民营上市公司存在的问题同样不容忽视。^①

一方面,我国特有的制度背景所造成的多数上市公司隶属于企业集团的现状及上市公司与实际控制人控制的其他法人之间的业务关联,均使得我国上市公司的终极控制人能够利用更加多样化的方

^① 王力军. 金字塔结构控制、投资者保护与公司价值——来自我国民营上市公司的经验证据 [J]. 财贸研究, 2008 (4): 74-82.

式实现对中小股东利益的侵占。目前国内很多学者分别从现金股利、资金占用、关联交易、信用担保、在职消费等多个视角对民营上市公司终极控制人的利益侵占行为进行了研究,但多元化经营是否也是上市公司终极控制人进行利益侵占的手段之一呢?其如何利用多元化经营实现利益侵占?金字塔控制方式导致的两权分离如何影响上市公司的多元化经营?

另一方面,中国上市民营企业的制度缺陷同样不容忽视,尤其值得关注的是,民营上市企业普遍采用的金字塔持股结构引发的治理问题。中国是世界上经济增长速度最快的国家,因而所取得的经济成就也为世界所瞩目。因此用终极产权理论研究中国民营上市公司的多元化价值问题,无论对中国乃至世界该领域研究的丰富和发展都很有价值。

我国民营企业按照上市渠道分为直接上市和间接上市两种。直接上市企业通常都是经过多年的资本积累、历经残酷激烈的市场竞争,最终大浪淘沙,在符合我国证券市场相关要求并经证监会发审委严格审核后公开发行上市。而间接上市公司则主要是由民营企业通过并购重组业绩欠佳的原上市公司并最终导致控制权转移。但无论是哪一类民营上市公司的终极控制人都面临着资本约束,这与可以得到行政资源支持的国有资产代理人存在很大的差异。同时,民营上市公司的终极控制人面临着环境中更大的不确定性,而采取金字塔控制方式、实施多元化经营可以降低投资风险且更易于应对环境中的不确定性。

直接上市公司的最终控制股东具有企业家的本质属性,他们的全部心血和事业都倾注于一手创建的企业,做好企业往往是他们毕生的使命。^①这类企业在上市前往往都已经是具有一定品牌的知名企业,其上市的主要目的是利用资本市场这个平台来实现企业进一

^① 王力军,童盼. 民营上市公司控制类型、多元化经营与企业绩效 [J]. 南开管理评论. 2008 (10): 31 - 39.

步做强做大的目标。^① 在目前我国严格的审核制发行体制下, 公司的主营业务、财务绩效和治理水平都必须达到较高标准才会被允许公开发行股票。其特征是主营业务突出, 终极控制股东为了牢牢控制自己一手创立的企业, 往往持有较高比例的控制权和所有权。^② 但这类民营企业终极控制人建立金字塔控制结构的目的主要是为了摆脱资金需求瓶颈, 并不一定是刻意为隐秘而方便地实施“隧道挖掘”行为做准备。因此, 伴随这种持股方式的代理问题并不会特别突出。同时, 由于他们的管理重心放在如何增强本企业的核心竞争力、延长企业的生命周期上, 因此并不急于追求规模的扩大, 通常都是首先在原有业务领域形成优势地位, 然后在环境和自身实力许可的条件下才实施多元化经营。

通过控制权转移间接上市的民营企业与直接上市民营企业显然有着不同的背景和目的。这类民营企业的终极控制人缺乏必要的行业背景知识以及相关管理才能, 他们的兴趣集中在如何借助壳公司这一“摇钱树”在资本市场上为自身利益或相关业务融得更多的资金, 全然不顾上市公司的中小投资者和债权人的利益。由于在收购过程中向壳公司注入了大量的优质资产, 在成功上市后迫切需要资金回流就成为必然的选择。因此, 间接上市的民营公司终极控制人会尽量以较少的所有权来实现更大的控制权, 然后, 在风险较小的情况下利用所融得的资金进行多元化经营, 不断扩大企业规模, 甚至横跨多个不相关的行业。邵军、刘志远发现终极控制人在成功买壳后, 公司的多元化程度迅速增加, 上市公司价值却呈逐渐下降的趋势, 由此判断多元化经营成为最终控制人机会主义扩张的一种重

① 李新春, 苏琦, 董文卓. 公司治理与企业家精神 [J]. 经济研究, 2006 (2): 57-68.

② 王力军, 童盼. 民营上市公司控制类型、多元化经营与企业绩效 [J]. 南开管理评论, 2008 (10): 31-39.

要手段。^①

综上所述,这两种类型的企业在背景和目的上的巨大差异一定会影响到其融资和投资决策,进而影响到公司发展方向和重大经营战略,然后通过具体的经营行为反映到公司治理领域,最终作用到公司价值上面。随着政策环境的进一步宽松,我国民营企业虽然直接上市的比例逐年增多,但以间接上市方式为主的趋势仍无法取代。与之相关的利益分配、治理结构及代理问题也逐渐暴露。由于目标函数的差异性,民营上市公司终极控制人的“隧道挖掘”行为难以避免,必然对正常的金融秩序和企业的经营效果造成消极影响。许多民营企业的终极控制人往往采用多层间接控制方式对上市公司实施管理,这种多层结构的持股方式不可避免地造成利益与成本的非对称性,进而大大降低了终极控制人的投资风险,从而造成了大小股东目标利益函数的不一致,提高了代理成本。^②

在中国民营企业股权高度集中背景下,公司的股东也并非完全是缺位所有者,更不是同质的利益集团,代理问题不仅产生于股东与管理者之间,还存在于终极控制人与外部投资者及相关利益者之间。因此,公司治理问题不仅仅包括伯利和米恩斯(Berle and Means, 1932)所指的股东与管理者之间的矛盾,还包括外部各种利益相关者与公司内部人之间的矛盾。因此,我国民营企业治理的重心应放在对终极控制人的自利性“隧道挖掘”上。^③

由于我国公司治理机制真正发挥作用的时间还不长,民营企业终极控制人利用治理机制和监管方面的漏洞,通过各种巧妙的掏空

① 邵军,刘志远.“系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究[J].管理世界,2007(6):114-121.

② 侯强.民营上市公司核心代理问题及其治理研究[D].辽宁工程技术大学博士学位论文,2006(2):1-4.

③ 董秀良,薛丰慧.股权结构、股东行为与核心代理问题研究[J].经济评论,2004(4):34-40.

手段,侵蚀中小股东和公司利益,导致许多民营上市公司价值严重下降,中小股东的利益受到侵害。因此,探讨民营企业中的各种代理问题和治理效应就显得尤为迫切。本书以民营上市公司为研究样本,以代理问题为研究对象,分析代理成本对债务融资、多元化经营和企业价值的影响程度,并以此为依据为完善民营上市公司治理提供政策建议。因此,本书将借鉴其他研究成果,重点研究在股权集中条件下,围绕债务融资和金字塔持股结构,以多元化经营为中心,分析讨论民营上市公司终极控制人的“隧道挖掘”行为。

1.1.2 研究意义

随着市场经济改革的深入进行,我国资本市场日趋完善,企业融资渠道逐步拓宽,融资的政策环境也更为宽松。但不可避免的是,一些深层次的矛盾和隐患逐渐暴露出来,尤其是民营企业终极控制人掏空上市公司的行为日渐增多。在股权高度集中及法律环境欠完善的背景下,终极控制人与外部投资者之间的目标差异成为治理问题的核心内容。从本书收集的数据和比较分析结果来看,我国民营上市公司的股权集中现象较为普遍,同时在发行股票之初也同样会受到股权分置的影响,而且我国的证券监管机制还存在相当多的漏洞和不足,使得我国民营上市公司各利益相关方之间的利益冲突更加尖锐,利益协调的难度无疑更大。因此,对民营上市公司控股股东与中小股东和债权人之间的代理问题进行研究更有实际意义,针对性也更强。

1.1.2.1 理论意义

大股东控制已经成为公司治理理论研究的核心内容之一。传统公司治理理论认为,公司代理问题的主要根源是股东与管理层之间

的目标差异,而股权集中能够有效地缓解和约束管理者机会主义行为,最终对企业经营决策产生积极影响。

但大量关于所有权结构方面的研究发现在世界大部分地区,特别是对股东保护程度较弱的国家和地区,股权分散现象并不是现代公司所有权结构的主流状态,现代公司股权结构中有相当一部分呈现出大股东控制的特征。股权集中使得终极控股股东完全有能力掌控上市公司,并借助于各种手段影响上市公司的重大战略决策,从而达到个人利益最大化的目的。按照终极控制权的传导机制,终极控制人才是实际掌握上市公司财务政策的主体。^①因此,关于投资者保护和作用研究的焦点已经不是经理人员的代理问题,而是大股东从小股东那里攫取私有收益的问题。越来越严重的大股东掠夺行为也成为各国公司治理中最尖锐的问题之一。

目前,大股东控制、私有收益和掠夺效应等问题使得公司治理研究更加深入和细化,尤其在考虑了控股股东性质、终极控制人的控制方式、股权结构与投资 and 融资的关系之后更是如此。学者们正在从不同的角度寻找控股股东掠夺中小股东的证据,这些研究主要集中在控制权分离模式、控制权私有收益形式、股权集中对公司价值的影响、投资者保护等方面。

根据经典理论,公司治理的任务主要是通过构建一整套合理的机制来保障各利益相关方的利益,同时也对他们的非道德甚至非法行为进行有效约束。这些利益相关方包括各类股东、行使决策职能的董事会、行使执行职能的经理层、有着各种利益诉求的债权人、员工、供应商等。但由于各个国家和地区企业股权性质、结构和形式上的差异,使得不同的企业公司治理的内容和重点有所不同。公司治理的文献表明,世界大多数国家和地区的公司普遍存在金字塔

^① 王化成,李春林,卢闯.控股股东对上市公司的现金股利政策影响的实证研究[J].管理世界,2007(1):122-127.

结构 (La Porta et al., 1999;^① Claessens et al., 2000;^② 刘芍佳等, 2003;^③ 上海证券交易所, 2005。^④)。那么, 公司治理的重点就是通过一系列的制度安排对终极控股股东的利益侵害行为进行有效约束。

我国民营企业终极控制人通过组建金字塔持股结构来控制上市公司的现象已成为学者们的共识, 终极控制人取代经营管理者成为企业的实际控制人和战略决策者。终极控制人出于私有收益的目的, 其利益目标和行为取向必将在公司的资本结构和战略决策方面留有明显的痕迹, 并最终投射到公司价值上。中国民营上市公司的股权高度集中, 如何通过合理的股权安排, 提高公司治理效率是值得深入研究的重要问题之一。本研究一方面可以检验上市公司的实际控制人是否将多元化经营作为“隧道挖掘”的手段之一; 另一方面, 可以分析上市公司的实际控制人如何利用较高的控制权与现金流权分离度和债务融资为公司多元化战略服务, 从而更巧妙地达到个人的经济目的。

1.1.2.2 实践意义

如何有效约束大股东掠夺行为不仅是一个微观层面的公司治理问题, 更是一个宏观层面涉及资本市场发展和经济增长的问题。尽管目前研究民营上市公司文献较之几年前增加了很多, 但主要是从单一角度进行分析。徐莉萍等 (2006) 从股权集中与股权制衡角度

① La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andreis Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. The Journal of Finance, 1999, 54 (2): 417-517.

② Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1-2): 81-112.

③ 刘芍佳, 孙需, 刘乃全. 终极产权理论、股权结构及公司绩效 [J]. 经济研究, 2003, (4).

④ 上海交易所研究中心. 中国公司治理报告: 民营上市公司治理. 上海: 复旦大学出版社, 2005.

对公司经营绩效的影响展开研究,发现股权集中度与经营绩效之间呈显著正向线性关系,而过高的股权制衡度对公司的经营绩效有负面影响。^①王跃堂(2006)从董事会治理角度,检验董事会的独立性与公司绩效的关系,同时也测试了股权制衡程度对独立董事比例和公司绩效的影响。^②夏立军、方轶强(2005)则强调了治理环境的改善对公司价值具有较大的正面影响,其中又以法制水平的影响较之市场化程度和政府干预程度更为显著。^③以上研究成果以经验事实为依据,从不同角度证明了公司治理机制与公司绩效(或企业价值)之间因果关系的存在性,在逻辑上为公司治理研究奠定了理论基础。

产权经济学认为产权结构对公司的战略经营和决策有着重要的影响。国内关于股权结构和性质对公司价值的研究最初都是从研究第一大股东起步,逐步过渡到对股权制衡以及“一致行动人”行为的研究。但由于金字塔这种隐秘的控制方式使得终极控制人的“一致行动人”较难识别,因此,大部分关于股权制衡的研究绝大部分是基于控制人的直接股权结构(如黄渝祥等,2003;^④孙兆斌,2006;^⑤唐跃军、谢乃明,2006;^⑥刘运国、高亚男,2007^⑦)。由于中国民营上市公司普遍存在金字塔控制结构,追溯到上市公司的终极控制人能够更好地理解现代公司中所有权、控制权、控股结构

① 徐莉萍,辛宇,陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 管理世界, 2006, (1).

② 王跃堂. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. 经济研究, 2006, (5).

③ 夏立军,方轶强. 政府控制,治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (5).

④ 黄渝祥,孙艳,邵颖红,王树娟. 股权制衡与公司治理研究[J]. 同济大学学报(自然科学版), 2003, (9).

⑤ 孙兆斌. 股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率[J]. 管理世界, 2006, (7).

⑥ 唐跃军,谢乃明. 大股东制衡机制与现金股利的隧道效应:来自1999~2003年中国上市公司的证据[J]. 南开经济研究, 2006, (1).

⑦ 刘运国,高亚南. 我国上市公司与公司业绩关系研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2007, (4).

之间的关系(刘苟佳等, 2003)。^①

综上所述, 本书的研究将表明, 那些历经艰辛成长起来的民营企业一定会表现出可持续的竞争优势, 利用其长期形成的核心竞争力进一步成为国民经济的真正支柱, 应鼓励它们在我国资本市场上融资并做大做强。而对间接上市民营企业的各种融资行为和投资方向应给予较多的监管和政策指导, 从而保障中小投资者和债权人等相关利益方的利益。因此应严格对上市公司在控制转移方面的监督和审核, 防范其通过资本运作而非实业经营方式对上市公司实施各种“隧道挖掘”行为, 有效防止国有资产流失。

1.2

研究内容

(1) 本书借鉴双重代理理论的分析范式, 以民营控股上市公司为研究对象, 以各种代理问题为研究视角, 对民营控股上市公司的金字塔持股结构、公司价值和多元化经营行为、债务治理效应等方面进行理论梳理和经验验证, 探索我国民营上市公司治理结构的合理化建议, 从而保障民营上市公司各相关方的利益, 进而提高民营上市公司的价值。

(2) 本书结构与主要内容

公司治理机制与企业价值之间的相关性研究是公司治理研究中的一个重要问题。由于我国民营上市公司具有两种典型的上市方式, 使得民营上市公司治理机制研究更具深入挖掘的潜力。本书将以2006~2009年沪、深两市民营上市公司为样本, 选择适宜的回归方法建模, 以不同的变量来进行实证分析, 并对回归结果进行比较, 从而进行深入的分析 and 总结。本书将以有关的文献资料为先

^① 刘苟佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权理论, 股权结构及公司绩效 [J]. 经济研究, 2003, (4).

导,分别运用理论分析与实证检验、以定性研究为基础,以定量研究为手段、分类进行比较分析。在结构安排上,本书共分成8章。各章主要内容如下:

第1章导论,分析本书的研究目的和选题意义,然后提出研究的切入点以及主要研究内容和框架,梳理关于多元化价值的主要文献成果,讨论本书的研究方法与技术路线,最后分析本书可能的创新与不足之处。

第2章,相关理论回顾。主要回顾包括多元化动因、金字塔持股结构的动机和价值、并购动机以及债务相机治理作用等相关理论,为后面的实证检验和比较分析搭建平台。

第3章,我国民营公司的制度背景分析。运用新制度经济学关于制度变迁的原理,分析中国上市制度变迁的过程。我国证券市场存在供需瓶颈,上市公司资格成了一种稀缺资源,由此导致国有大股东的寻租行为与民营企业大股东的“买壳上市”。因此我国证券市场形成与发展的计划性特征,弱化了资源的配置功能,强化了融资功能,使大股东将上市公司视为融资工具和融资平台,最终为自己获取源源不断的资金来源。

第4章,我国民营上市公司股权特征及行为分析,包括股本规模、股权集中度、流通股比例、经营绩效、市场价值。民营控股上市公司利益相关者行为分析以及我国民营上市的公司金字塔持股特征。

第5章,实证分析。主要包括四部分,民营上市公司多元化经营的价值分析、金字塔持股结构和持股特征的代理问题分析、债务的治理效应分析,多元化经营的影响因素分析。本书以2006~2009年在我国A股上市的民营公司为样本,尤其针对民营企业不同的上市途径下的各种变量之间的关系进行比较分析,从而为民营上市方式的动因做出进一步的合理解释。

第6章,结论和展望。本章是对全书结论的简短概括,同时展