

# 中国上市公司

## 股权结构及其代理问题研究

Research on Ownership Structure and  
Agency Conflict of  
China's Listed Companies

蔡 宁◎著

*Ownership  
Structure*



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

国家自然科学基金面上项目（71672159）；教育部人文社会科学重点研究基地  
重大项目（16JJD790034）；教育部人文社会科学基金项目（15YJC790001）

# 中国上市公司

## 股权结构及其代理问题研究

Research on Ownership Structure and  
Agency Conflict of  
China's Listed Companies

蔡 宁◎著

*Ownership  
Structure*



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股权结构及其代理问题研究/ 蔡宁著.

—北京: 中国经济出版社, 2018. 5

ISBN 978 - 7 - 5136 - 5153 - 0

I. ①中… II. ①蔡… 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 (2018) 第 064022 号

责任编辑 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子设计

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京金明盛印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 18. 25

字 数 261 千字

版 次 2018 年 5 月第 1 版

印 次 2018 年 5 月第 1 次

定 价 59. 00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

---

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 88386794

## 作者简介

蔡 宁 女，管理学（会计学）博士，厦门大学管理学院会计系教授，美国伊利诺伊大学香槟分校（UIUC）Freeman项目访问学者，入选财政部会计领军学术类（后备）人才、福建省新世纪优秀人才支持计划，中国会计学会成员。研究方向为资本市场会计与财务问题。在《管理世界》《会计研究》《金融研究》《南开管理评论》等刊物发表论文多篇。主持国家自然科学基金、教育部人文社会科学基金、中央高校基本科研业务费等项目，作为主要参与人参与国家自然科学基金重大项目、教育部人文社会科学重大项目多项。

## 内容简介

本书共分为两部分，上篇“基于最终控制人视角的股权结构研究”和下篇“基于股东关系视角的股权结构研究”。上篇从LLSV理论研究出发，从最终控制人角度梳理上市公司股权结构特征以及相应代理问题。第2章、第3章为理论回顾，尝试从制度经济学角度，为投资者法律保护和企业股权结构之间的关系探寻解释思路，主要遵循“投资者法律保护→股权结构特征→主要代理问题”这一思想主线。第4章、第5章、第6章为我国上市公司问题研究，尝试从最终控制人角度考察股权结构特征，研究上市公司最终控制人的利益输送行为以及最终控制人对财务报告质量的可能影响。下篇以中国证券市场股权分置改革为契机，从股东关系角度梳理上市公司股东行为，以及全流通市场环境下新的代理冲突。第7章、第8章、第9章为理论探讨，从股改制度背景出发，提出股东利益实现机制嬗变下的股东关系、股东合谋、利益输送新形式等问题。第10章、第11章为实证检验，考察原非流通股份减持过程中的利益输送以及股东合谋问题。

责任编辑：贺 静 | C 15210012215

封面设计：華研

|               |   |
|---------------|---|
| 1 绪 论         | 1 |
| 1.1 研究背景与选题意义 | 1 |
| 1.2 研究框架与主要内容 | 2 |

## 上篇 基于最终控制人视角的股权结构研究

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 2 投资者法律保护与现代企业股权结构            | 7  |
| 2.1 产权的公共执行决定私人执行             | 7  |
| 2.1.1 交易费用与产权                 | 7  |
| 2.1.2 产权的公共执行                 | 9  |
| 2.1.3 产权的公共执行决定私人执行           | 11 |
| 2.2 投资者法律保护的差异性               | 12 |
| 2.2.1 证券的实质与投资者法律保护           | 12 |
| 2.2.2 法系决定投资者法律保护的差异性         | 14 |
| 2.2.3 投资者法律保护的程序决定股权结构特征      | 18 |
| 2.3 现代企业股权结构特征                | 20 |
| 2.3.1 分散的股权结构特征——基于“伯利和米恩斯命题” | 20 |
| 2.3.2 集中的股权结构特征——基于 LLSV 范式   | 23 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| <b>3 企业股权结构与代理问题</b>         | 33 |
| 3.1 最终控制人的利益输送行为             | 33 |
| 3.1.1 不同股权结构下代理问题的转变         | 33 |
| 3.1.2 利益输送行为的代理成本            | 36 |
| 3.1.3 利益输送行为的“合法性”           | 41 |
| 3.2 股权结构对企业绩效的影响             | 43 |
| 3.2.1 管理层持股与企业绩效             | 44 |
| 3.2.2 大股东持股与企业绩效             | 46 |
| 3.2.3 最终控制人与企业绩效             | 47 |
| 3.3 股权结构对财务报告质量的影响           | 49 |
| 3.3.1 制度性背景对财务报告质量的影响        | 49 |
| 3.3.2 股权结构对财务报告质量的影响         | 53 |
| <b>4 东亚和中国上市公司股权结构特征</b>     | 57 |
| 4.1 东亚经济中的公司治理               | 57 |
| 4.1.1 投资者保护不完善               | 57 |
| 4.1.2 东亚企业的股权结构特征            | 63 |
| 4.2 中国上市公司股权结构研究现状           | 66 |
| 4.2.1 以直接股东为研究对象             | 66 |
| 4.2.2 以最终控制人为研究对象            | 68 |
| 4.3 我国上市公司股权结构特征             | 71 |
| 4.3.1 控制链示例                  | 71 |
| 4.3.2 最终控制人                  | 80 |
| 4.3.3 控制权、现金流量权集中程度与两权分离情况   | 83 |
| <b>5 中国上市公司最终控制人利益输送行为分析</b> | 88 |
| 5.1 上市公司最终控制人利益输送行为          | 88 |
| 5.1.1 高额派现                   | 89 |

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| 5.1.2 关联交易 .....                   | 92         |
| 5.2 上市公司最终控制人与高派现行为 .....          | 95         |
| 5.2.1 上市公司最终控制人类型对高派现行为的影响 .....   | 96         |
| 5.2.2 上市公司最终控制人两权情况对高派现行为的影响 ..... | 101        |
| 5.3 上市公司最终控制人与关联交易 .....           | 104        |
| 5.3.1 上市公司最终控制人类型对关联交易的影响 .....    | 104        |
| 5.3.2 上市公司最终控制人两权情况对关联交易的影响 .....  | 110        |
| <b>6 中国上市公司最终控制人与财务报告质量 .....</b>  | <b>113</b> |
| 6.1 研究背景 .....                     | 113        |
| 6.2 上市公司最终控制人与财务报告质量 .....         | 116        |
| 6.2.1 研究假设 .....                   | 116        |
| 6.2.2 研究设计 .....                   | 121        |
| 6.2.3 检验结果及分析 .....                | 125        |
| 6.2.4 研究结论 .....                   | 132        |

## 下篇 基于股东关系视角的股权结构研究

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| <b>7 股权分置改革与利益输送新途径 .....</b> | <b>137</b> |
| 7.1 问题的提出 .....               | 137        |
| 7.1.1 股权分置改革的制度背景 .....       | 137        |
| 7.1.2 内幕交易——利益输送新途径 .....     | 138        |
| 7.2 内幕交易相关研究 .....            | 139        |
| 7.2.1 国外研究现状 .....            | 139        |
| 7.2.2 国内研究现状 .....            | 144        |
| 7.3 原非流通股份减持概况 .....          | 145        |
| 7.3.1 解禁与减持的整体情况 .....        | 145        |

|       |                        |     |
|-------|------------------------|-----|
| 7.3.2 | 解禁、减持与市场行情 .....       | 147 |
| 7.3.3 | 不同股东的减持行为 .....        | 150 |
| 7.4   | 原非流通股份交易中的内幕交易行为 ..... | 153 |
| 7.4.1 | 原非流通股东的内幕交易行为 .....    | 153 |
| 7.4.2 | 原非流通股东利用信息优势 .....     | 155 |
| 7.4.3 | 原非流通股东信息优势差异影响因素 ..... | 157 |
| 7.4.4 | 影响内幕交易的外部制度因素 .....    | 159 |
| 8     | 股东合谋与股东制衡 .....        | 162 |
| 8.1   | 问题的提出 .....            | 162 |
| 8.2   | LLSV 范式下的代理问题 .....    | 163 |
| 8.2.1 | “伯利和米恩斯命题” .....       | 163 |
| 8.2.2 | LLSV 范式下的代理冲突 .....    | 165 |
| 8.3   | 股东合谋与制衡 .....          | 167 |
| 8.3.1 | 大股东共享控制权的理论基础 .....    | 167 |
| 8.3.2 | 股东合谋与制衡的经验证据 .....     | 170 |
| 8.3.3 | 国内研究现状 .....           | 172 |
| 8.4   | 资本市场动因的盈余管理 .....      | 174 |
| 8.4.1 | 盈余管理动因的演变 .....        | 175 |
| 8.4.2 | 盈余管理的资本市场动因 .....      | 176 |
| 8.4.3 | 国内研究现状 .....           | 179 |
| 8.5   | 对现有研究的评述 .....         | 181 |
| 9     | 股东利益关联与股东关系 .....      | 184 |
| 9.1   | 非流通股东分类 .....          | 184 |
| 9.2   | 经济体制改革的制度背景 .....      | 186 |
| 9.2.1 | 股份制改造 .....            | 186 |
| 9.2.2 | 发展证券市场 .....           | 189 |

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| 9.2.3 非国有经济的扶持与发展 .....         | 191        |
| 9.3 非流通股东利益关联分析 .....           | 193        |
| 9.3.1 发起人股东利益关联 .....           | 193        |
| 9.3.2 “IPO 前股东”利益关联 .....       | 195        |
| 9.3.3 “IPO 后股东”利益关联 .....       | 196        |
| 9.4 描述性案例 .....                 | 197        |
| 9.4.1 “高鸿股份”股东变动 .....          | 197        |
| 9.4.2 “浙富股份”股东变动 .....          | 200        |
| <b>10 非流通股份交易中的会计信息质量 .....</b> | <b>206</b> |
| 10.1 研究问题的提出 .....              | 206        |
| 10.2 案例分析：冠福家用 .....            | 208        |
| 10.2.1 随意变更会计政策 .....           | 208        |
| 10.2.2 非流通股东的减持行为 .....         | 210        |
| 10.2.3 会计政策变更配合股东减持? .....      | 211        |
| 10.3 制度背景与研究假说 .....            | 212        |
| 10.3.1 制度背景 .....               | 212        |
| 10.3.2 研究假说 .....               | 213        |
| 10.4 研究设计 .....                 | 214        |
| 10.4.1 数据来源 .....               | 214        |
| 10.4.2 盈余管理的季度性财务期间 .....       | 214        |
| 10.4.3 操控性应计和市场收益 .....         | 215        |
| 10.4.4 检验模型 .....               | 217        |
| 10.5 检验结果 .....                 | 220        |
| 10.5.1 描述性统计 .....              | 220        |
| 10.5.2 回归分析 .....               | 224        |
| 10.5.3 稳健性检验 .....              | 226        |
| 10.6 研究结论 .....                 | 228        |

11 股东关系、非流通股份交易与会计信息质量 ..... 230

11.1 研究问题的提出 ..... 230

11.2 案例分析：兴业房产 ..... 232

11.2.1 发起人股东联盟 ..... 232

11.2.2 发起人股东的“制衡”作用——抵制云南恒丰收购  
..... 234

11.2.3 发起人股东“制衡”失效——纺织开发占用资金 ..... 235

11.2.4 小 结 ..... 239

11.3 研究假设 ..... 239

11.4 研究设计 ..... 241

11.4.1 数据说明 ..... 241

11.4.2 模型检验 ..... 242

11.5 检验结果 ..... 246

11.5.1 描述性统计 ..... 246

11.5.2 回归分析 ..... 247

11.6 补充检验 ..... 250

11.6.1 持股成本与盈余管理 ..... 250

11.6.2 股东性质与盈余管理 ..... 252

11.7 研究结论 ..... 256

参考文献 ..... 259

索 引 ..... 281

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景与选题意义

自 20 世纪 30 年代伯利和米恩斯推出其经典专著《现代公司和私有财产》以来，相对分散的股权结构、股东和公司管理层之间的代理冲突被视为现代企业的两大基本特征，构成了公司治理研究的基础。随着 La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer 和 Vishny（下文简称 LLSV）等通过国际比较，将法律视角引入公司治理研究领域，越来越多的研究发现相对集中的股权结构在投资者法律保护薄弱的国家和地区更为普遍，股权的相对集中以及由此引发的控股股东对中小投资者的可能侵害，也成为现代企业更为突出的股权特征和代理问题。

国有企业改革、发展资本市场是中国经济体制改革多年来的重中之重，政府在这场改革中的主导性作用使得资本市场的准入机制带有明显的所有权性质倾向，也造就了我国上市公司独特的股权结构特征：国有经济占绝对性优势、股权结构高度集中。和 LLSV 提出的一国投资者法律保护环境决定了该国企业的所有权结构相似，我国独特的经济背景也决定了上市公司的股权结构。差异仅在于前者强调在既定的法律体系下市场自行作出的反应，在我国则是政府行政手段直接引导了微观经济主体的股权特征。因此，以公司财务主流为基础、结合我国特有的国情，本书尝试对 LLSV 范式的主要思想和相关研究成果作一个理论上的总结和梳理，并对我国上市公司股权结构和代理问题进行经验分析。

探讨中国上市公司的所有权结构和股东问题，离不开产权改革的制度

背景。回顾 40 年经济体制改革历程，以国企改革为契机的历次国有资产经营、监管体系的重大变革，外生性地决定了中国上市公司的股权特征、股东关系。

2005 年，中国证券市场启动股权分置改革；2006 年，首只解禁股的抛售揭开了原非流通股份减持的序幕；2009 年，中国证券市场迎来解禁最高峰；2012 年，市场基本实现全流通预期，二元股权结构从此终结。全流通时代的到来，一方面降低了中国证券市场的股权集中度，另一方面也引起了上市公司大股东代理问题表现形式的转变。股权分置改革之前，大股东所持股份在市场上无法流通，利益输送主要通过非市场化渠道实现，包括高派现、关联方交易等；股权分置改革之后，大股东所持股份在市场上逐步可流通，这部分股东同时又具有对公司相当的控制权，因此可能凭借控制权带来的信息优势交易股份获取超常收益。由此，原非流通股份出售中的内幕交易，就成为全流通市场环境大股东侵害的新途径。进一步看，解禁股份交易也为考察股东关系、股东行为提供了重要的研究场景。原非流通股股东，也包括持股比例较低的股东，这部分股东在股份出售过程中为何能够获取信息优势？股东之间的合谋默契可能让大股东愿意与这部分股东共享控制权私利。那么为什么股东之间会具有这样的合谋默契，或哪些股东之间更可能形成合谋？股东之间由特定利益关联带来的股东关系，是合谋默契的解释角度之一。因此，本书以股权分置改革后原非流通股份交易为研究对象，考察股东关系对股份交易中股东合谋、内幕交易的影响。

### 1.2 研究框架与主要内容

本书分为两部分，即上篇“基于最终控制人视角的股权结构研究”和下篇“基于股东关系视角的股权结构研究”。上篇从 LLSV 理论研究出发，从最终控制人角度梳理上市公司股权结构特征以及相应代理问题。第 2 章、第 3 章为理论回顾，尝试从制度经济学角度为投资者法律保护和企业股权结构之间的关系探寻解释思路，主要遵循“投资者法律保护→股权结构特征→主要代理问题”这一思想主线。第 4 章、第 5 章、第 6 章为我国上市

公司问题研究,尝试从最终控制人角度考察股权结构特征,鉴于我国目前最终控制人对企业价值的影响已较为成熟,本书着重研究上市公司最终控制人的利益输送行为以及最终控制人对财务报告质量的可能影响。下篇以中国证券市场股权分置改革为契机,从股东关系角度梳理股东行为、全流通市场环境下的代理问题。第7章、第8章、第9章为理论探讨,从股改制度背景出发,提出股东利益实现机制嬗变下的股东关系、股东合谋、利益输送新形势等问题。第10章、第11章为实证检验,考察原非流通股份减持过程中的利益输送以及股东合谋。

本书的主要内容如下:

上篇“基于最终控制人视角的股权结构研究”:

第2章“投资者法律保护与现代企业股权结构”。对投资者法律保护决定现代企业股权结构问题进行了讨论,产权的公共执行决定了私人执行的平衡状态,因此,一国投资者法律保护的完善性决定了该国企业的具体融资渠道和所有权结构。

第3章“企业股权结构与代理问题”。对特定股权结构下企业可能面临的代理问题进行了讨论,随着股权集中程度不断提高,最终控制人对外部中小投资者利益的可能侵害成为主要代理冲突。股权结构对企业绩效、财务报告质量的可能影响从经营绩效、信息要求权角度反映了这一代理问题。

第4章“东亚和中国上市公司股权结构特征”。对我国上市公司股权结构特征进行了描述和分析,我国上市公司最终控制人类型、两权情况具有不同于LLSV研究发现和东亚其他国家的显著特征。

第5章“中国上市公司最终控制人利益输送行为分析”。对我国上市公司最终控制人利益输送行为进行了分析,高额派现和关联交易是最终控制人采取的主要利益输送方式,最终控制人的类型和两权情况对利益输送方式的选择具有一定的解释力。

第6章“中国上市公司最终控制人与财务报告质量”。实证检验了我国上市公司最终控制人对财务报告质量的可能影响,主要检验最终控制人

类型、两权情况对上市公司会计盈余价值相关性的可能影响。

下篇“基于股东关系视角的股权结构研究”：

第7章“股权分置改革与利益输送新途径”。股权分置改革带来了非流通股东利益实现机制嬗变，股份出售中的内幕交易行为成为大股东侵害中小投资者的新途径。

第8章“股东合谋与股东制衡”。多个股东共享控制权有助于股东之间彼此制衡，但也可能引发合谋选择。但现有理论和经验研究都侧重于制衡研究，对合谋问题关注不足。解禁股份出售为研究股东合谋提供了重要场景。

第9章“股东利益关联与股东关系”。股权变动（发行、交易）的公开性影响了股东之间利益关联的紧密性。从股份公司成立到公开上市前，再到公开上市后，不同时期进入公司的股东其利益关联不同，也形成了不同的股东关系。

第10章“非流通股份交易中的会计信息质量”。以股权分置改革后原非流通股份减持中的盈余管理为研究对象，考察全流通市场环境下大股东的利益输送形式是否发生变化。

第11章“股东关系、非流通股份交易与会计信息质量”。以股权分置改革后原非流通股份减持中的盈余管理为研究切入点，考察非流通股东之间股东关系对合谋、利益输送的影响。

上 篇

# 基于最终控制人视角的股权结构研究

