

股权结构的公司治理 效应研究

GUQUAN JIEGOU DE GONGSI ZHILI
XIAOYING YANJIU

© 万立全 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本专著得到 2015 年河南省高等学校哲学社会科学创新团队《河南省国有企业混合所有制改革制度安排》的资助（项目批准号：2015 - CXTD - 09）

股权结构的公司 治理效应研究

万立全 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权结构的公司治理效应研究/万立全著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6311 - 7

I. ①股… II. ①万… III. ①股份有限公司 - 企业
管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 285104 号

责任编辑: 王长廷 袁 激

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

股权结构的公司治理效应研究

万立全 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

总编辑部电话: 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://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京密兴印刷厂印装

710 × 1000 16 开 14. 75 印张 230000 字

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6311 - 7 定价: 60. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

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

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究思路与研究框架	4
1.3 研究创新与不足之处	6
第2章 文献综述	11
2.1 股权结构形成与调整的影响因素	12
2.2 金字塔结构的公司治理效应	18
2.3 股权结构与控制权市场	21
2.4 文献述评	24
第3章 概念界定与理论基础	25
3.1 概念界定	25
3.2 理论基础	31
第4章 实际控制人股权结构特征与上市公司价值关系实证研究	36
4.1 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	36
4.2 创业板上市公司股权结构与公司价值案例分析	51
4.3 结论	75

第5章 终极股东特征、市场因素与股权结构动态调整	77
5.1 理论分析与研究假设	77
5.2 样本选择与模型设立	80
5.3 实证分析	84
5.4 研究结论与启示	92
第6章 金字塔结构、市场化进程与股权结构动态调整	95
6.1 理论分析与研究假设	95
6.2 研究设计	98
6.3 实证分析	103
6.4 研究结论与启示	111
第7章 股权结构动态调整的案例分析	113
7.1 中联重科股权结构动态调整的实践及其经济后果分析	113
7.2 国有股东的控制权竞争及其经济后果分析 ——基于鄂武商的案例研究	141
第8章 股权结构动态调整的经济后果分析 ——基于控股股东减持的实证分析	172
8.1 引言	172
8.2 研究假设	173
8.3 研究设计	174
8.4 实证检验	177
8.5 研究结论与启示	183
第9章 实际控制人股权结构特征与公司负债水平	185
9.1 引言	185
9.2 理论分析与研究假设	186

9.3 研究设计	192
9.4 实证检验	194
9.5 研究结论	199
第10章 我国上市公司股权结构的动态调整机制与优化路径	201
10.1 上市公司股权结构的动态调整机制	201
10.2 我国上市公司股权结构的优化路径	204
第11章 结语	209
11.1 主要结论	209
11.2 研究不足和未来研究方向	212
参考文献	215
后记	228

第 1 章

导 论

1.1 研究背景

股权结构是公司治理问题的逻辑起点 (Bencht et al. , 2002), 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, 良好的股权结构是公司治理的基础 (刘志远、毛淑珍, 2007)。股权结构包括三层含义: 股权的流通性结构、股权集中(分散)程度和股权性质。终极股东的股权结构还包括其对所控制公司的所有权与控制权的分离。股权的流通性结构是指流通股和非流通股在上市公司股权中的比例关系^①。通常, 股权结构只是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。简而言之, 股权结构是指股权集中度和股权性质。但股权

^① 在股权分置改革之前, 我国上市公司的股本分为流通股和非流通股, 非流通股不能在证券市场上自由交易。非流通股包括国有股、法人股(包括发起人法人股和募集法人股)、内部职工股和其他未流通股(转配股、战略投资者配售股份)。流通股包括流通 A 股、流通 B 股和其他流通股(如流通 H 股)(王化成, 2006)。随着股权分置改革的完成, 我国上市公司股权中已经不存在非流通股。

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—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：第一，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；第二，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；第三，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调整行为的经济后果。

我国政府部门历来重视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。从中国证监会 2002 年颁布《公司治理准则》、2005 年启动股权分置改革到 2007 年起推出“公司治理专项活动”，我国公司治理逐渐走上规范发展之路。但是，公司治理尚存在许多问题。《中国公司治理报告》(2003)^① 将股权结构不合理作为我国上市公司治理存在的八大基本问题之首，非流通股不能流通是其原因之一。随着股权分置改革的完成，股权流通性问题得到解决。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，随着解禁期限的结

^① 《中国公司治理报告》(2003) 指出，股权结构不合理是我国上市公司治理存在的八大基本问题之首。具体内容如下：股权结构不合理表现在四个方面：一是流通股的比重非常低，绝大部分股份不能上市流通；二是非流通股过于集中，导致“一股独大”；三是流通股过于分散，机构投资者比重过小；四是上市公司的最大股东通常为一家控股公司，而不是自然人。不合理的股本结构特点导致多方面的问题：一是由于国家股股东权力的执行机制不健全，结果要么导致政企不分，企业目标政治化，要么导致内部人控制，内部人滥用股东资产和公司资源，企业目标偏离股东价值最大化；二是平行式的或金字塔式的控股结构刺激和便利了大量的损害上市公司利益的关联交易；三是公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力；四是公司控制权市场的运作效率、运作质量和运作空间受到严重限制；五是股票二级市场价格信号和价格形成机制扭曲，导致公司融资行为扭曲，阻碍股权市场有效竞争和合理配置资本。

束，很多公司开始减持行为。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，在减持过程中出现部分公司减持速度过快、减持比例过大等“减持潮”现象，影响资本市场的健康发展。近几年，股市持续低迷，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股权结构动态调整的影响因素，尤其是厘清终极股东股权结构动态调整的影响因素。本书拟对这些问题展开理论和实证分析。

在2003年前，我国对上市公司股权结构的研究文献主要集中于控股股东或者第一大股东等上市公司的股份直接持有者，没有追溯至终极股东，这与资料的获取难易程度有关。2004~2014年中国证监会陆续修订年度报告准则，要求上市公司以方框图的形式披露上市公司与实际控制人之间的股权与控制关系^①，为研究股权结构调整提供了资料。

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。自德姆塞茨和莱恩（Demsetz and Lehn, 1985）提出股权结构的内生性假说以后，学者们从经济、法律、政治、历史以及文化等角度分析股权结构调整的内在动因。

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

^① 2001年中国证监会发布了《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2002年并没有在年度报告中披露实际控制人的股权情况，实际披露情况与证监会的要求存在很大差距。2004年证监会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，可以说我国上市公司相对规范的实际控制人的披露从2004年开始。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、国有资产管理部门，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。2012年和2014年修订的年度报告准则对公司最终控制层面存在多位自然人或自然人控制的法人共同持股的情形以及不存在实际控制人的情况做出规范。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，有助于投资者准确了解上市公司与实际控制人之间的产权与控制关系。

的股权结构调整较小，动态模型在股权结构上的研究较少。

但是，我国资本市场不同于西方国家的资本市场，具有中国特色的是：（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，在我国特殊的制度背景下，利用我国上市公司近十几年来的数据，采用定性分析与定量分析相结合的方法对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）股权结构的动态属性；（3）我国上市公司股权结构动态调整的影响因素；（4）我国上市公司股权结构动态调整对公司价值的影响；（5）实际控制人股权结构特征对公司负债水平的影响；（6）我国上市公司股权结构动态调整机制与优化路径。希望对规范我国资本市场股东的增持与减持行为有所裨益。

1.2 研究思路与研究框架

1.2.1 研究思路

首先，本书对国内外股权结构形成与调整的影响因素以及金字塔结构的公司治理效应等文献进行综述，在界定股权结构、终极股东等概念的基础上，把委托代理理论、终极产权理论和市场择机理论等理论作为本书的理论基础。其次，分析我国上市公司股权结构动态调整的影响因素与调整的经济后果。重点分析六个问题：（1）后股权分置时代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。（2）终极股东特征和市场因素对股权结构动态调整的影响。（3）金字塔结构和市场化进程对股权结构动态调整的影响机理。（4）股权结构动态调整的案例分析。

在此部分，分析中联重科股权结构动态调整的实践及其经济后果，并以鄂武商事件为例，分析国有股东的控制权竞争及其经济后果。(5) 股权结构动态调整的经济后果分析。(6) 实际控制人股权结构特征对公司负债水平的影响。最后，阐述上市公司股权结构的动态调整机制并提出股权结构的优化路径。

1.2.2 研究框架

本书共分为 11 章，各章的主要内容如下：

第 1 章为导论，主要对本书内容进行简要介绍，具体包括研究背景、研究思路、研究的主要内容以及创新与不足之处。

第 2 章为文献综述，主要包括股权结构与公司价值的关系、股权结构形成与调整的影响因素、金字塔结构的公司治理效应等。

第 3 章为概念界定与理论基础。首先界定股权结构、终极股东等概念，并把委托代理理论、终极产权理论和市场择机理论等理论作为理论基础。

第 4 章为实际控制人股权结构特征与上市公司价值关系实证研究，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 5 章实证分析终极股东特征、市场因素与股权结构动态调整的影响。该章从终极股东的角度出发，结合我国的制度背景从理论上分析终极股东的两权分离、控制权比例以及股票回报率和股票波动率等因素对股权结构动态调整的影响。在此基础上，选取 A 股上市公司为研究样本，构建股权结构的动态调整模型，分析终极股东的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等变量对股权结构调整的影响。

第 6 章实证分析金字塔结构、市场化进程与股权结构动态调整的影响机理。该章在理论分析的基础上，以我国 A 股市场 2006 ~ 2013 年的上市公司为研究对象，分析金字塔层级和金字塔链条与市场化进程对股权结构动态调

整的影响。

第7章是股权结构动态调整的案例分析。该章以中联重科为例分析股权结构动态调整的实践及其经济后果，此外，以鄂武商为例分析国有股东的控制权竞争及其经济后果。

第8章分析股权结构动态调整的经济后果。该章以深交所控股股东减持的公司为例，采用双重差分模型实证研究控股股东减持对公司价值的影响。

第9章分析实际控制人股权结构特征与公司负债水平的关系，该章以我国非金融公司的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10章论述我国上市公司股权结构的动态调整机制和优化路径。首先，论述我国上市公司股权结构的动态调整机制所包含的要素。其次提出我国上市公司股权结构的优化路径。

第11章为结语，包括研究结论与启示、研究的局限性及未来进一步研究的方向。

本书框架结构如图1-1所示。

1.3 研究创新与不足之处

我国上市公司终极股东股权结构的动态调整机制与优化路径研究是一个全新而又极具复杂的课题，由于该课题尚处于研究的初始阶段，大大增加了该领域研究的难度。当然，这也为本书的创新留下了较大的空间。为此，本书在借鉴国内外相关文献的基础上，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进行研究。本书的改进与创新之处主要体现在如下几个方面：

第一，论述了实际控制人股权结构特征对上市公司价值的影响，分析了新型国有资产监管体制的效率。在研究我国上市公司实际控制人特征与上市

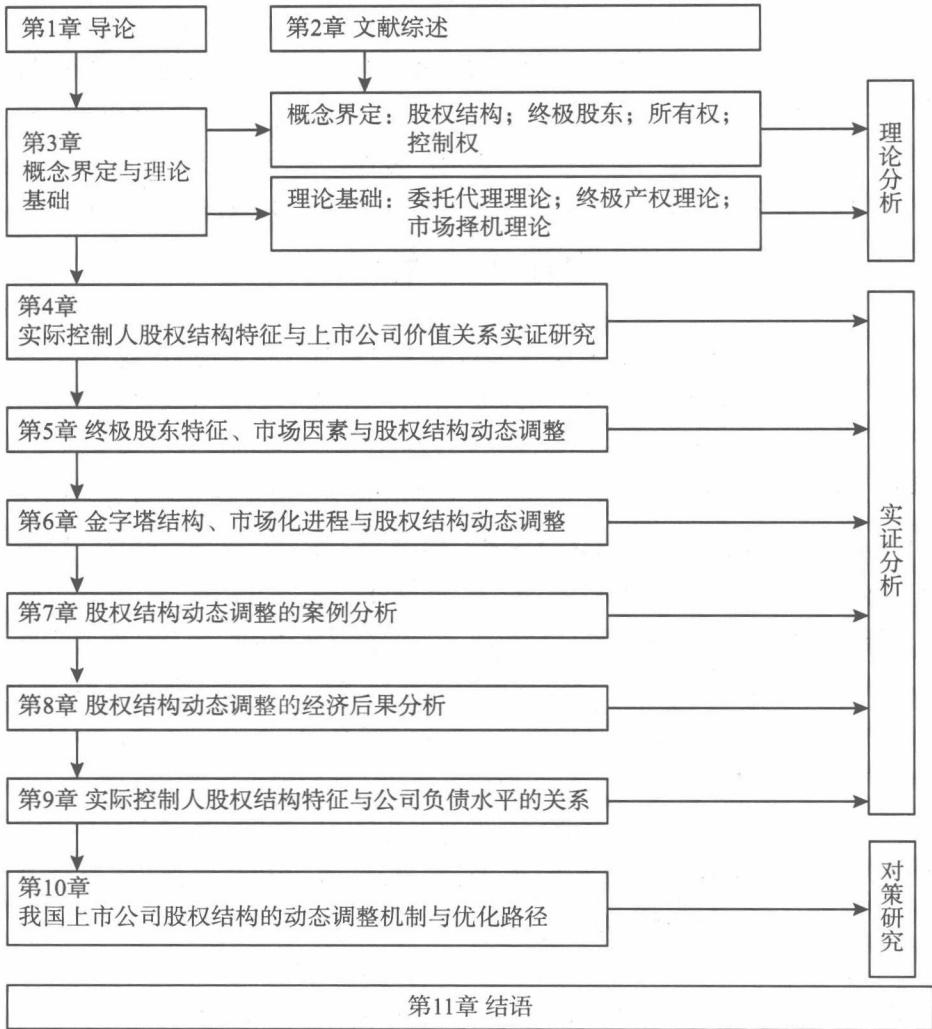


图 1-1 本书结构

公司价值关系时，对实际控制人的类型进行再界定，从实际控制人对上市公司的所有权、控制权、所有权与控制权的分离、控制链、实际控制人类型等五个方面剖析实际控制人对上市公司的“激励效应”、“壁垒效应”，通过比较国资委控制的上市公司与非国资委控制的国家控制公司的公司价值差异，间接说明新型国有资产监管体制的效率，并说明国家控制公司控制链的增加

是政府解决政企不分的一种手段。

第二，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。现有研究大多只考虑区域特征和行业特征，本书考虑公司治理因素和制度因素设计股权结构动态调整模型。多层次表现在模型考虑微观、中观和宏观层次的因素，双向性表现在模型考虑宏观经济环境对股权结构的直接决定作用和间接影响，动态性表现在模型考虑的因素随着“时间”和“公司特征”变化而变化。

第三，实证分析了终极股东特征和市场因素对股权结构动态调整的影响。本书利用 Logist 回归模型分析终极股东特征和市场因素对股权结构动态调整的影响。结果发现：（1）终极股东控制权与所有权的两权分离度越大，终极股东的股权越不容易稀释，金字塔形式的股权结构限制了终极股东稀释股权。（2）终极股东控制权比例越大，越倾向于保持甚至集中股权，控制权比例越小越倾向于稀释股权。（3）上市公司的股票回报率与终极股东股权稀释不存在显著的相关关系，终极股东在调整股权结构时不存在明显的市场择机行为。（4）股票波动率与终极股东股权稀释正相关。终极股东控制权和所有权的两权分离度与终极股东股权集中没有显著的相关关系，两权分离限制了终极股东稀释股权，但是并没有因此促使终极股东集中股权。

第四，实证分析了金字塔结构与市场化进程影响股权结构动态调整的机理与作用。研究发现：（1）我国上市公司股权集中现象依然存在。终极股东的终极控制权比例仍然很大，而且终极控制权呈现增长的“逆”向趋势，终极股东通过复杂的金字塔结构实现对上市公司的“隐性”控制。（2）金字塔结构对上市公司股权结构调整的影响呈现不对称的抑制效应。金字塔层级与股权稀释呈负相关关系，金字塔层级抑制了公司终极控制权的减少，金字塔层级越长，终极股东越不愿意减少其持股比例，金字塔链条对股权稀释的影响不显著。金字塔结构抑制股权稀释效应发挥作用的机制主要是依靠金字塔层级而不是金字塔链条。金字塔层级和金字塔链条都对终极股东增加持股比例的影响有限。（3）市场化进程有助于公司股权结构的减少。随着市场化进程的加快，越来越多公司的终极股东减持股份，市场化进程对金字塔层级抑制公司终极股权减少的调节作用有效。

第五，采用双重差分模型分析了控股股东股权结构动态调整的经济效应。在双重差分模型中，构造试验组（终极股东减持）和控制组（终极股东未减持），比较试验公司在减持前后与控制公司的双重差异，以此排除不可见因素的干扰。不仅考察纵向时间维度（减持前后）的差异，而且控制横向公司层面（是否属于减持公司）特征的影响，克服单一比较的局限性。以深交所上市公司为例，实证研究控股股东减持对公司价值的影响。结果表明无论是国家控制的上市公司还是非国家控制的上市公司，控股股东减持都可以提升上市公司价值。但是，国家控制公司控股股东减持所带来的公司价值的提高低于非国家控制公司价值的提高。并得出结论，控股股东减持有利于公司股权结构的优化，对其应该进行正确的引导，既有控股股东又有制衡股东的股权结构应该成为后股权分置时代上市公司股权结构调整的方向。

第六，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。本书根据股权结构动态调整机制理论，提出股权结构的内部优化路径和外部优化路径。股权结构的优化要以市场化选择为原则，以股权多元化和股权均衡为方向，适当降低终极股东的持股比例，增加机构投资者的持股比重，并区别对待不同性质控股公司渐进优化。在大小非减持时根据公司实际情况采用不同减持手段，完善大宗交易方式，制定鼓励社保基金大宗受让大小非减持股份的政策。同时完善外部公司治理机制，包括修订相关法律制度、完善资本市场与经理人市场等。我国上市公司股权结构的发展方向应该朝着股权多元化方向发展，多管齐下，采取多种方式最终形成橄榄形的股权结构。这种橄榄形股权结构中，终极股东持股仍然占多数，但比现在持股数量有所下降，达到 30% ~ 40%，仍然保持持股优势，处于相对或绝对控股地位。包括机构投资者在内的法人股持股比例上升，达到 20% ~ 30%，在股权结构中处于中间地位，与终极股东持股的差距缩小。

本书的不足之处主要有以下几个方面：

第一，在方法论上，未能引入博弈论的相关知识从数理模型上论证最优股权结构的存在性，缺乏一定的立论基础。

第二，在分析股权结构动态调整的经济效应时没有采用事件研究法，事件研究法可能是分析控股股东减持经济后果的更为稳健的方法。

第三，在分析股权结构的优化路径时没有对不同行业展开分析。本书提出股权结构的内外优化路径，但是分析有些简单，对于不同行业、不同所有制的企业其最优股权构成并不相同，应该归纳、总结不同行业、不同所有制标杆企业的最优股权结构，在此基础上推广到其他企业。

第 2 章

文献综述

研究股权结构及其动态调整起源于对公司治理的考查，尤其与研究股权结构对公司价值的影响有关。股权结构（Ownership Structure）是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。前者是说明股份持有者的性质，后者是说明股权集中或分散的程度。股权结构是公司治理结构的重要组成部分，它对公司的经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督等公司治理机制均有着较大的影响。对于中国的上市公司来说，在股权分置改革以前还存在流通股与非流通股之分。

早期关于股权结构与公司价值关系的研究深受伯利和敏思（Berle and Means, 1932）的影响，伯利和敏思（1932）认为公司中的代理问题主要是股东与经营者、股东与债权人的代理冲突。从 20 世纪 80 年代开始，国外学者发现，在世界上大多数国家，公司代理问题中更具有代表性的是控制性股东与中小股东的代理冲突，以拉波尔塔，洛佩兹德·塞兰斯，施莱福和维什尼（LaPorta, Lopez-de - Silanes, Shleifer and Vishny, LLSV）为代表的关于控制性股东与中小股东的代理冲突研究逐渐成为公司治理研究的前沿问题。当然，在股权的流通性上，国外资本市场中不存在流通股和非流通股的区别，因此，流通股股东与非流通股股东的利益冲突并未成为国外学者的研究课题。