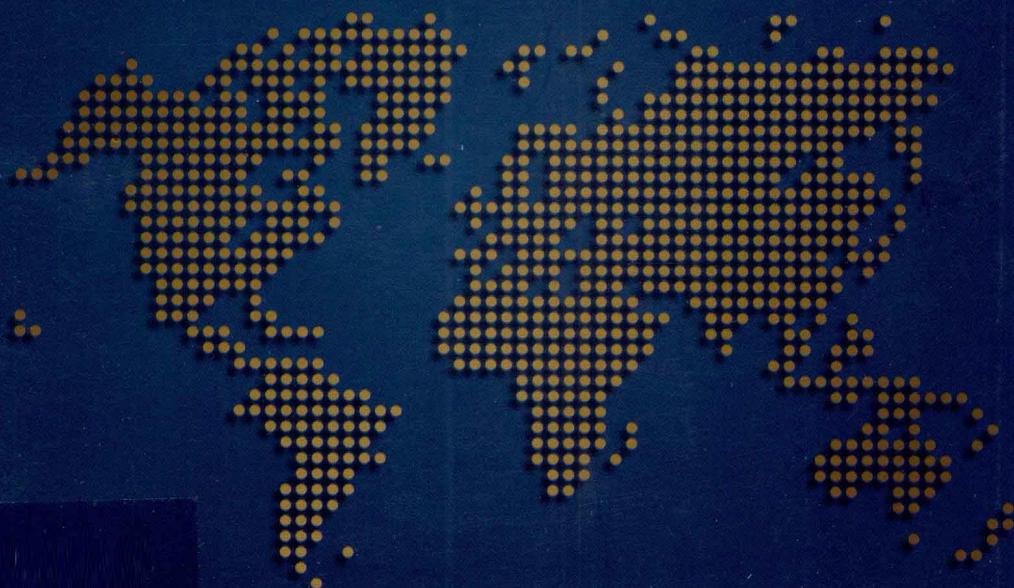


终极所有权结构与公司绩效： 理论分析与经验证据



甄红线◎著



科学出版社

终极所有权结构与公司绩效： 理论分析与经验证据

甄红线 著

本书得到如下基金的资助，在此表示感谢：

• 国家自然科学基金面上项目“基于制度环境的隐性终极控制权、投资者保护与公司绩效研究”（批准号：71072140）

• 教育部人文社会科学研究青年基金项目“隐性终极控制权及其对公司绩效的影响”（批准号：09YJC630022）

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书基于我国制度环境,采用国际上广泛运用的追溯控制链的研究方法,通过理论建模、经验研究、案例剖析、跨区域比较等研究方法,研究我国上市公司的终极所有权结构及其对公司绩效的影响。其主要内容包括:追踪调查上市公司的整个控制链条,分析大股东背后的终极所有者及其行为动机;构建终极所有权结构分析模型,分析上市公司终极所有权结构;选取典型案例与数据,比较直接所有权与终极所有权结构差异;比较我国与东亚、西欧、北美、俄罗斯上市公司的终极所有权结构差异;从终极控制权集中度、终极所有者身份、终极所有权与控制权偏离度等维度研究终极所有权结构对公司绩效的影响。

本书的研究对防范终极所有者的违法违规行为、保护中小投资者权益、完善公司治理结构、提高上市公司绩效、促进证券市场长远健康发展,从根本上改善上市公司的治理环境具有重要的理论价值和实践意义。

本书的主要读者为高等院校经济与管理专业和关注公司治理问题的研究生、教师、科研人员以及从事相关行业的实务界人士。

图书在版编目(CIP)数据

终极所有权结构与公司绩效:理论分析与经验证据 / 甄红
线著. —北京:科学出版社, 2012

ISBN 978-7-03-034809-8

I. ①终… II. ①甄… III. ①上市公司—所有权—关系—企
业绩效—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第124844号

责任编辑:马 跃 / 责任校对:陈小立
责任印制:阎 磊 / 封面设计:蓝正设计

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号
邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京九天志诚印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2012年6月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2012年6月第一次印刷 印张:11

字数:220 000

定价:45.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

本书由大连市人民政府资助出版

**The published book is sponsored
by the Dalian Municipal Government**

前言

近年来，公司所有权问题受到了国内外学者的广泛关注。除了在发达国家以及我国国内不断出现的公司治理丑闻之外，过去 20 年中，世界范围内私有化进程的推进、养老金制度改革的深入、私人储蓄的增加、资本市场自由化和一体化过程的加快等，客观上也引起人们对公司所有权，尤其是终极所有权问题的极大关注。学术界与实业界人士都在思考如何从公司所有权问题本身出发，寻求公司治理失效的原因，找出解决问题的办法，以提高公司绩效，实现企业价值最大化。

作为一个投资者保护法律尚不健全、政府行为对资源配置具有重要影响的转型经济体，在我国终极所有权结构和控制权安排对公司绩效影响问题备受关注，同时，对该问题的明晰也是理解公司治理效率的关键所在。

通过追溯控制链来鉴别终极所有者的研究方法是研究所有权结构与公司绩效方法论上的新进展，以终极所有权为基础的研究使得公司治理研究跨入了一个崭新的阶段，成为公司治理研究的主流方向之一。学者们正在从不同角度探求终极所有权结构存在跨国差异的原因以及终极所有权结构与公司绩效的关系。尽管涌现出许多较高水平的研究成果，但是关于终极所有权结构及其与公司绩效的关系还没有形成一套完整的分析体系，也存在着一些尚未涉及的领域。

本书以中国证券市场和中国上市公司为研究背景，以终极所有权结构为研究主线，采用国际上广泛运用的追溯控制链的研究方法，基于 2006 年中国上市公司的终极所有权数据和相关公司绩效数据，系统研究了我国上市公司的终极所有权结构及其对公司绩效的影响，主要解决以下问题：①我国上市公司的直接所有权结构与终极所有权结构是否存在明显差异？②谁最终控制了我国的上市公司？③我国上市公司的终极所有权结构是怎样的？④我国上市公司的终极所有权结构与东亚、西欧、北美、俄罗斯的终极所有权结构是否存在差异？反映出怎样的公司治理问题？⑤我国上市公司的终极所有权结构对公司绩效有何影响？对于我们有何启示？我们的研究结论将为上市公司进行公司治理结构的改革提供借鉴，同时也在选择一个相对有效率的所有权结构方面为政府提供政策启示。

本书的主要内容和贡献如下：

第一，全面系统地整理和评述了有关终极所有权结构、股权结构与公司绩效以及

终极所有权结构与公司绩效的研究文献，在此基础上对未来的发展趋势进行展望。

第二，通过绘制上市公司终极所有权结构图谱，使其隐性特征相对显性化、企业的所有权结构透明化，澄清已有文献中对终极所有权与终极控制权概念理解偏颇的观点，对相关概念进行了较为清晰、全面、系统的定义。深入分析终极所有权、公司治理与公司绩效的理论内涵、内在关系以及对于构建我国上市公司治理结构与治理机制的理论与现实意义。

第三，我国的制度环境具有明显的中国特色，考察中国上市公司的公司治理问题必须对上市公司所处的特殊环境进行分析，我们从证券市场的制度特征、企业改制中的股权设置以及国有资产管理体制三方面分析我国上市公司的制度环境。

第四，运用近年来国际上广泛采用的追溯控制链的研究方法，对中国上市公司的所有权结构进行实证分析和系统研究，这有别于国内其他定性和定量的研究。研究显示，我国上市公司的所有权结构高度集中，境内法人直接控制了绝大多数上市公司，国家和境内自然人更多地通过法人公司对上市公司实施间接控制，从而成为上市公司最重要的终极所有者，上市公司的终极所有权结构与直接所有权结构存在明显差异。

第五，系统研究了东亚 9 个经济体、西欧 13 个经济体、北美经济体（美国和加拿大）以及俄罗斯上市公司的终极所有权结构，并与我国的所有权结构进行比较分析。研究发现经济制度、文化背景、经济发展模式以及国家经济发展水平等因素都会不同程度地影响该国（地区）的终极所有权结构，而且一国（地区）的终极所有权结构也影响其公司治理水平。

第六，针对我国转轨经济的制度与现实背景，提出终极所有权结构与公司绩效关系的研究假设，采用 OLS 多元回归模型，研究我国上市公司终极所有权结构对公司绩效的影响。

研究表明，终极所有者的存在有利于提高公司绩效，终极控制权与公司绩效之间呈现显著的倒 U 型关系，终极控制权在 40%~57%，公司绩效取最大值；终极所有权与终极控制权的偏离度与公司绩效呈显著的 U 型关系；私人最终控制的上市公司绩效表现优于国家最终控制的上市公司；私人控制比任何一种类型的国家控制〔国有企业、国务院国有资产监督管理委员会（简称国务院国资委）、地方国有资产监督管理委员会（简称地方国资委）和机关事业单位终极控制〕都有更高的效率。

第七，根据本书的经验研究结论，笔者提出如下政策建议：①充分认识终极控制权的存在，有效抑制其负面影响；②有步骤分层次地推进国有企业改制；③加快构建规范的金融与法律体系，改善公司治理环境；④发展机构投资者，引入国外战略投资者，改善内部公司治理机制。

目 录

前言

第 1 章 导论	1
1.1 研究主题与意义	1
1.2 研究目标与研究内容	4
1.3 技术路线与研究方法	8
第 2 章 终极所有权与公司绩效研究发展与演进	11
2.1 国外所有权结构与公司绩效研究	11
2.2 国内所有权结构与公司绩效研究综述	21
2.3 对现有研究的评析及未来研究展望	26
第 3 章 我国上市公司终极所有权结构产生的制度根源	29
3.1 我国证券市场的制度特征	29
3.2 企业改制中的股权设置	42
3.3 我国的国有资产管理体制	46
3.4 本章小结	56
第 4 章 终极所有权、公司治理与公司绩效	57
4.1 终极所有权相关基本概念	57
4.2 终极所有权与公司治理	66
4.3 终极所有权与公司绩效	69
第 5 章 中国上市公司终极所有权结构经验分析	77
5.1 研究设计	77
5.2 计量结果与分析	81
5.3 主要结论和启示	85
第 6 章 终极所有权结构的国际比较研究	88
6.1 中国与西欧国家的比较	89
6.2 中国与东亚国家(地区)的比较	97
6.3 中国与北美国家的比较	104
6.4 中国与俄罗斯的比较	111

第 7 章 中国上市公司终极所有权结构与公司绩效理论分析	121
7.1 终极所有权集中度与公司绩效	121
7.2 终极所有权与终极控制权的偏离度与公司绩效	123
7.3 终极所有者的性质与公司绩效	125
第 8 章 中国上市公司终极所有权结构与公司绩效经验分析	131
8.1 数据与计量	131
8.2 终极所有权与公司绩效：描述性统计	134
8.3 终极所有权与公司绩效：经验分析与结论	135
第 9 章 结论与政策建议	146
9.1 主要结论	146
9.2 政策建议	148
9.3 主要创新点	153
9.4 研究局限性	155
参考文献	157



第 1 章

导 论

■ 1.1 研究主题与意义

作为解决现代公司所有权与控制权分离问题的制度安排，最近十几年来公司治理(corporate governance)在全球范围内受到了理论界和实务界前所未有的关注。上至以联合国为首的各种全球性、地区性国际组织(包括世界银行、经济合作与发展组织、证券交易所等)，下到具体运行的上市、非上市公司以及各类市场中介机构和行业协会，都以各种形式表示了对公司治理问题的重视，而以公司治理为主题的学术论文更是占据了各类经济学、管理学等顶尖杂志的“半壁江山”。公司治理问题之所以受到普遍关注并得以形成全球浪潮，不仅是因为它是现代公司运行、管理和可持续发展的必要条件，在很大程度上决定着公司的效率(La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2000)，而且也是现代市场经济的微观基础，对一国资本市场乃至整个经济的发展都具有重要影响。

作为公司治理的主要问题之一，公司所有权问题受到了国内外学者的广泛关注。除了在发达国家以及我国国内不断出现的公司治理丑闻之外，过去 20 年中，世界范围内私有化进程的推进、养老金制度改革的深入、私人储蓄的增加、资本市场自由化和一体化过程的加快，客观上也引起人们对公司所有权，尤其是终极所有权问题的极大关注(蒲自立，2004)。学术界与实业界人士都在思考从公司所有权问题本身出发，寻求公司治理失效的原因，找出解决问题的办法，以此来提高公司绩效，实现企业价值最大化。

根据现代公司治理理论，所有权结构的安排是整个公司治理框架的产权基石，而目前，所有权结构不合理是我国企业制度和治理结构中存在的根本问题。不合理的所有权结构使得公司治理效率低下，直接影响到公司绩效的改进。所以

研究所有权结构及其与公司绩效之间的关系，揭示当前上市公司中存在的治理弊病，建立具有中国特色的治理体系，对发展中国特色现代企业理论和实现中国企业制度变革都具有深远的意义。

作为一个投资者保护法律尚不健全、政府行为对资源配置具有重要影响的新兴资本市场，我国上市公司及其行为明显区别于发达资本市场国家的上市公司。一方面，终极控制者普遍存在(甄红线和史永东，2008)，使得上市公司的决策制定几乎完全取决于终极控制者的意愿；另一方面，整体法律制度环境的薄弱，特别是地方政府对于本地上市公司的庇护也加剧了上市公司终极控制者谋取私人利益的可能。因此，在中国证券市场现存的制度环境下，终极控制权及其结构对中小投资者利益和公司绩效影响问题备受关注，同时，对该问题的明晰也是理解公司治理效率的关键所在。

1.1.1 研究主题

通过追溯控制链来鉴别终极所有者的研究方法是研究所有权结构与公司绩效方法论上的新进展(La Porta et al., 1999)，以终极所有权为基础的研究使得公司治理研究跨入了一个崭新的阶段，并成为公司治理研究的主流方向之一。学者们正在从不同角度探求世界各国的终极所有权结构以及终极所有权结构存在跨国差异的原因。

事实上，人们对所有权结构的研究是基于对公司绩效的关心，该问题可以追溯到1932年Berle(伯利)和Means(米恩斯)出版的名著《现代公司和私有财产》，从那时起，人们开始关注股权结构与公司绩效问题，并引发了七十余年的持久而激烈的争论：股权结构与公司绩效之间是否存在关系？如果存在，二者之间的关系如何？国内外学者们就这一问题进行了大量的理论研究和实证分析，但是到目前为止，学术界还没有形成一个被广泛接受的结论。

所有权结构与公司绩效的关系一直是资本市场永恒的话题，而上市公司终极所有权结构与公司绩效的关系又是近年来备受争论的热点问题之一。终极所有权问题的研究在国外起步较早，并且发展得比较成熟，已经涌现出一批经典的研究成果(La Porta, et al., 1998; Claessens et al., 2000; Chernykh, 2005, 2008)。但是，在国内，我们的相关研究起步较晚，加之在我国证券市场上，投资者保护法律尚不健全、政府行为对资源配置具有重要影响以及大部分股票尚未真正流通的特殊性，使得终极所有权研究难度加大，而且受传统研究方法以及终极控制链条结构的复杂度和路径清晰度等因素的制约，这一领域的研究仍然处于初始和探索阶段，目前可以见到的相关研究成果比较少。然而，终极所有权问题的研究直接影响到公司的治理结构、长远发展及其效益、公司价值和中小股东的利益保障

等诸多问题,对于发展和完善我国的资本市场也具有重要的意义。

本书以中国证券市场和中国上市公司为背景,以终极所有权结构为主线,将国际研究中广泛采用的追溯控制链(La Porta et al., 1999)的研究方法应用于中国上市公司的所有权结构研究,以2006年中国上市公司的终极所有权数据和相关公司绩效数据为基础,系统地研究了我国上市公司的终极所有权结构及其对公司绩效的影响,并与世界主要经济体进行跨区域比较,并针对研究结论提出相应的政策建议。

1.1.2 研究意义

本书基于终极所有权研究的视角,旨在研究上市公司的终极所有权结构对公司绩效的影响,并探寻其中的理论与现实内涵,其理论价值和现实意义主要体现在以下几个方面:

(1)本书的研究是对终极所有权结构国际研究的重要补充。中国是世界经济体重要的一分子,其在1997年亚洲金融危机以及当前的全球金融风暴中的影响力有目共睹。2008年,中国经济对世界经济增长的贡献率是20%。

中国是世界上经济增长速度最快的国家,自改革开放以来,其经济发生了翻天覆地的变化。然而,在终极所有权跨国比较研究中很少见到以中国上市公司为样本的研究,在Claessens等(2000)以东亚国家和地区为样本进行的终极所有权结构研究中,也没有中国内地的样本。

自20世纪90年代初中国政府开放股票市场以来,伴随着改革开放的历史进程,我国资本市场走过了不平凡的发展历程。根据中国证券监督管理委员会(简称中国证监会)的统计数据:截至2010年12月,我国资本市场已经有2063家上市公司,1.3亿户投资者,106家证券公司,62家基金公司,163家期货公司,股票市价总值265422亿元,流通市值为193110亿元,股票总市值全球第二,商品期货市场成交量居世界第一位。资本市场在拓宽融资渠道、促进资本形成、优化资源配置、分散市场风险方面发挥了不可替代的重要作用,有力推动了实体经济又好又快发展,成为支持我国经济社会持续健康发展的重要平台。

当然,今天的中国证券市场仍然很不完善,也存在很多问题,但是可以作为比较成功的新兴与转轨资本市场的代表。笔者认为,用世界上广泛运用的方法论研究中国上市公司的所有权结构问题,并且与新兴、转轨以及成熟市场经济国家的终极所有权结构进行比较,对丰富与发展中国乃至世界该领域的研究都很有必要,也非常有价值。因此,中国的资本市场是世界资本市场不可或缺的组成部分,缺少中国资本市场研究样本的终极所有权国际研究一定是不全面的。同时,对于一个转轨经济的国家来说,对终极所有权结构的深入研究是把握市场发展方

向和确保改革取得成效的关键所在，针对一系列转轨经济国家的理论与经验研究已经证实了以上观点(Denis and McConnell, 2003; Djankov and Murrell, 2002)。

(2)为国内所有权与公司绩效研究开辟新的分析框架。国内学者对我国上市公司的所有权与公司绩效的经验研究，大多是直接采用官方的统计数据，按照现有的股权分类方法，即传统的直接所有权的研究方法，以上市公司第一大股东、前五大股东、前十大股东的持股比例等来考察股权集中度以及控股股东的性质与公司绩效的关系。这种以直接所有权为基础的研究方法实际上没有抓住所有权结构的本质与核心，由此得出的结论可能还需要进一步验证。国内的终极所有权结构研究起步较晚，因而相关研究还存在研究数据欠缺以及研究方法不规范等诸多问题。

上市公司的终极所有权问题是在国内外资本市场上普遍存在的，终极所有权的配置效率、终极控制链条的结构复杂度和路径清晰度等因素，直接影响到公司的治理结构和长远发展。以往的直接所有权结构研究主要停留在大股东(直接控股股东)的层面，由于没有追溯到公司的终极所有者，其理论解释和应用价值都存在一定的缺陷。

因而以直接所有权结构为基础的研究，无论是揭示上市公司的所有权结构特征，还是研究所有权与公司绩效的关系，都可能使研究结论产生偏差。笔者认为只有追踪到公司的终极所有者，才能够准确地揭示公司的所有权结构特征，真正分析出所有权结构与公司绩效的关系，从而提高我国上市公司价值、完善公司治理结构、规范证券市场的发展提供理论依据和经验证据。

(3)本书的研究具有重要的理论价值和现实意义。在中国证券市场的现实环境下，上市公司的终极所有权结构究竟处于何种状态、终极所有权结构与直接所有权结构是否存在差异？终极所有权结构与公司绩效究竟是怎样的关系？亟须对这些问题进行深入地理论研究和实证分析，这对于提高上市公司绩效与企业价值、完善公司治理机制、促使上市公司注重长远发展和正常运作、保护中小投资者的权益以及规范证券市场的发展，具有重要的理论价值和现实意义。因而，本书的研究结论可以为证券市场监管机构的政策制定提供实证参考，为上市公司进行公司治理结构改革提供经验与借鉴，同时也为政府选择相对有效率的所有权结构提供政策启示。

■ 1.2 研究目标与研究内容

鉴于终极所有权与公司绩效研究所具有的重要意义，笔者在研读大量国内外文献的基础上，发现目前国内相关研究中存在一些不足，并确定了本书的研究目标和切入点。

1.2.1 研究目标

本书的研究目标是在回顾和整理现有文献的基础上,综合运用经济学、管理学、财务学、会计学、统计学、数学、信息学等理论,总结和借鉴西方一个世纪以来终极所有权与公司绩效研究领域的研究精华,以终极所有权基本概念界定和构制终极所有权结构图谱为研究起点,以中国证券市场和中国上市公司为研究背景,以制度经济学的相关理论为理论研究基础,以终极所有权结构为主线,将国外研究中广泛运用的追溯控制链(La Porta et al., 1999)的研究方法应用于中国上市公司的所有权结构与公司绩效研究。

本书以2006年中国上市公司的终极所有权结构数据和相关公司绩效数据为基础,系统地研究了我国上市公司的终极所有权结构及其对公司绩效的影响。本书将为我国所有权与公司绩效研究提供一个新的研究视角和分析框架。同时结合我国上市公司的实际情况与我国特殊的转轨经济特征,从上市公司治理结构与机制、国有股权改制以及公司治理环境等角度提出相关的政策建议,既体现学术理论研究的先进性和前瞻性,又为我国上市公司内部治理机制改革以及证券市场的规范与完善提供可操作性的指导。

1.2.2 研究思路

本书以规范研究与实证研究相结合的方法,从经济学、管理学、会计学 and 财务学等角度对上市公司终极所有权与公司绩效问题进行深入而系统的研究。具体而言,本书的研究思路是按照三个递进的层次依次展开的。

第一层次是终极所有权与公司绩效研究的设计基础。以终极所有权与公司绩效研究的历史变迁和理论演进为线索,分国内研究和国外研究两个方面,通过对终极所有权与公司绩效的研究现状进行剖析,发现和认识已有研究文献的局限与不足,为构建本书的理论分析与经验研究框架提供线索与切入点。

第二层次是终极所有权与公司绩效研究的理论基础研究。本层次在梳理终极所有权、公司治理与公司绩效理论演进的宝贵思想的基础上,依据制度经济学理论,借鉴已有的终极所有权与公司绩效研究的研究成果,运用规范研究的方法推导出终极所有权、公司治理与公司绩效的内在联系。这一研究的前提包括构制上市公司终极所有权结构图谱、厘清终极所有权的相关概念、规范与改进终极所有权的计算方法等。

第三层次是终极所有权与公司绩效的经验研究。本层次分三个组成部分:第一部分是我国上市公司终极所有权结构的经验研究,本书将为目前国内比较混乱的研究格局提供一个新的研究视角与分析框架。第二部分是对我国的终极所有权

结构进行国际比较研究，通过与新兴、转轨以及成熟市场经济国家的终极所有权结构进行比较分析，发现公司治理意义的启示。第三部分是本书的核心部分，我们分析了中国上市公司终极所有权结构与公司绩效的理论与现实背景，进而提出研究假设，通过建立计量模型，经验分析终极所有权的集中度、终极所有权与终极控制权的偏离度以及终极所有者的性质与公司绩效的关系。

1.2.3 研究内容

本书以中国证券市场和中国上市公司为背景，以终极所有权结构为主线，采用追溯控制链的研究方法，以 2006 年中国上市公司的终极所有权数据和相关公司绩效数据为基础，系统地研究了我国上市公司的终极所有权结构及其对公司绩效的影响，本书主要研究内容如图 1.1 所示。

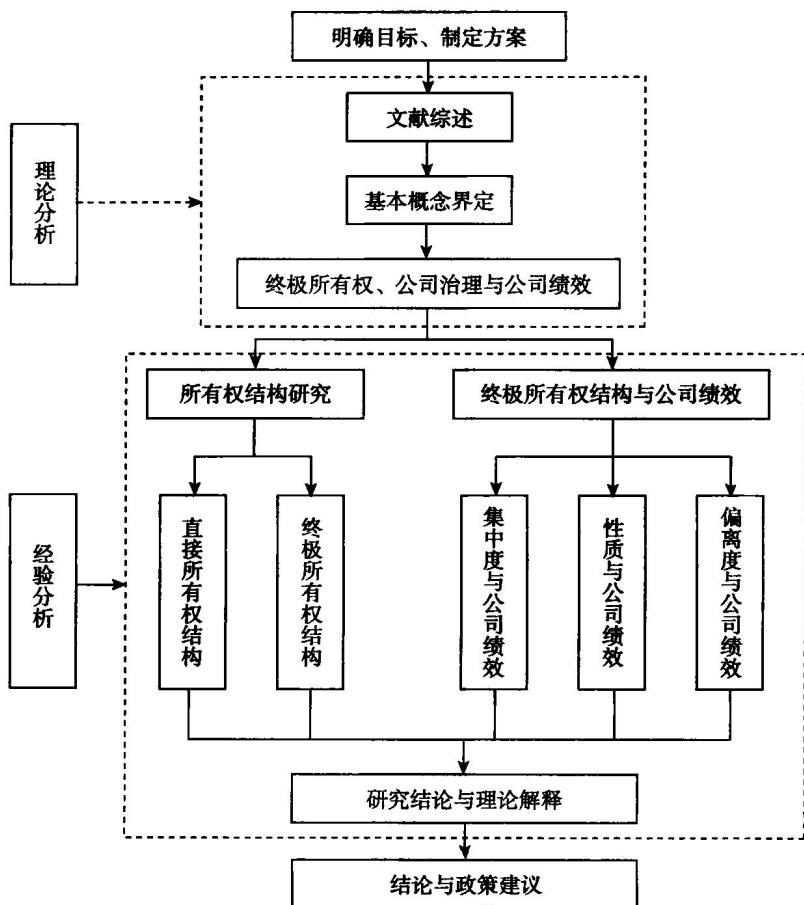


图 1.1 内容框架

(1)文献综述。从现有的浩如烟海的所有权研究文献中整理出一条清晰的脉络是本书研究的起点。在文献综述部分,具体包括国外研究和国内研究两部分,总结已有的研究成果,发现研究中存在的不足与缺陷,确定本书的研究目标。

(2)基本概念界定。现有的终极所有权研究存在很多概念上的混淆与错误,如不知如何判断终极所有权结构的集中度、对终极所有权与终极控制权的概念与计算的混淆,而这些都是终极所有权结构研究的基础。本书澄清了已有文献中对终极所有权与终极控制权概念理解偏颇的观点,对文中的基本概念进行了较为清晰、全面、系统的界定,并且针对中国证券市场与上市公司的具体情况,对国外的研究方法加以改进和拓展。

(3)构制我国上市公司的终极所有权结构图谱。要研究终极所有权结构与公司绩效的关系,就必须揭示上市公司的终极所有权结构(为了清晰地表达,可以结构图谱的形式来刻画),这是本书研究的前提条件。上市公司的所有权结构错综复杂,并且随着上市公司并购重组的不断进行,上述所有权结构图谱也在发生变化。本书以当时可获得的最新数据(2006年)为基础,构制上市公司的终极所有权结构图谱,从而使上市公司隐性特征相对显性化,企业的所有权结构透明化。

(4)基本理论分析。公司治理从作用机制上可以分为外部治理与内部治理机制,终极所有权属于内部治理机制的范畴,研究企业的终极所有权结构,通过优化内部公司治理结构,提高公司的治理效率和绩效水平,从而促进证券市场乃至整个国民经济健康发展。

在研究的过程中,我们需要澄清终极所有权、所有权、控制权、现金流权、投票权等相关概念,掌握终极所有权的计算方法。明晰终极所有权、公司治理与公司绩效的理论内涵、内在关系及其对于构建我国上市公司治理结构的现实意义,是本书研究的理论基础。

(5)我国的制度环境分析。我国的制度环境具有明显的中国特色,资本市场具有新兴与转轨的双重特征,政府行为对资源配置具有重要影响。因此,考察中国上市公司的公司治理问题必须对上市公司所处的特殊环境进行分析,我们从证券市场的制度特征、企业改制中的股权设置以及国有资产管理体制三方面分析了我国上市公司的制度环境。

(6)经验研究上市公司的终极所有权结构。通过中国上市公司的直接所有权与终极所有权结构的比较,以经验证据来分析中国上市公司治理机制中存在的深层次问题。研究表明,我国上市公司的所有权结构高度集中,境内法人直接控制了绝大多数上市公司,国家和境内自然人更多地通过法人公司对上市公司实施间接控制,从而成为上市公司最重要的终极所有者。上市公司的终极所有权结构与直接所有权结构存在明显差异。经验研究反映出我国现有股本类型的分类方式存

在弊端、中小投资者缺乏有效的法律保护以及上市公司内部公司治理机制薄弱等问题。

(7)终极所有权结构的国际比较。系统研究了东亚 9 个经济体、西欧 13 个经济体、北美经济体(美国和加拿大)以及俄罗斯上市公司的终极所有权结构,并且与我国的所有权结构进行跨区域比较分析。我们发现经济制度、文化背景、经济发展模式以及国家经济发展水平等因素都会不同程度地影响该国(地区)的终极所有权结构,而且一国(地区)的终极所有权结构也影响其公司治理水平。

(8)中国上市公司终极所有权结构与公司绩效的理论分析与研究假设。针对我国转轨经济的制度与现实背景,提出终极所有权结构与公司绩效关系的研究假设。H1:上市公司存在终极所有者有利于提高公司绩效。H2:上市公司终极所有权的集中度与公司绩效呈倒 U 型的关系。H3:上市公司的终极所有权与终极控制权的偏离度与公司绩效呈正 U 型关系。H4:私人最终控制的上市公司绩效表现优于国家最终控制的上市公司。H5:私人终极控制比任何一种形式的国家终极控制更有效率。

(9)检验中国上市公司的终极所有权结构对公司绩效的影响。这一部分是本书的核心,实证检验我国上市公司的终极所有权结构对公司绩效的影响。首先,检验终极控制权的集中度与公司绩效的关系;其次,检验终极所有权与终极控制权的偏离度与公司绩效的关系;最后,检验终极所有者的性质与公司绩效的关系。国家终极控制与私人终极控制,谁更有利于提高公司绩效?代表国家行使终极控制人职能的代理机构很多,这些代理机构的运行机制会存在差异,因此,我们需要检验国家控制的有效性是否取决于特定的具体形式。我们将国家最终控制的上市公司细分为国有企业、国务院国资委、地方国资委和机关事业单位终极控制的上市公司。他们作为终极控制人对公司绩效的影响可能会存在差别,私人最终控制的上市公司在绩效表现上是否仍然优于此四者呢?我们在第 8 章比较了国有企业、机关事业单位、国务院国资委、地方国资委与私人控制同公司绩效的关系。

(10)政策建议。根据本书的经验研究结论,笔者提出如下政策建议:①充分认识终极控制权的存在,有效抑制其负面影响;②有步骤分层次地推进国有企业改制;③加快构建规范的金融与法律体系,改善公司治理环境;④发展机构投资者,引入国外战略投资者,改善内部公司治理机制。

■ 1.3 技术路线与研究方法

对任何一项科学研究来说,除了选题以外,采取什么样的研究方法也是很重要的。本书将采取以下技术路线与研究方法进行研究。

1.3.1 技术路线

结合研究内容和研究方法，具体研究过程参见技术路线(图 1.2)。

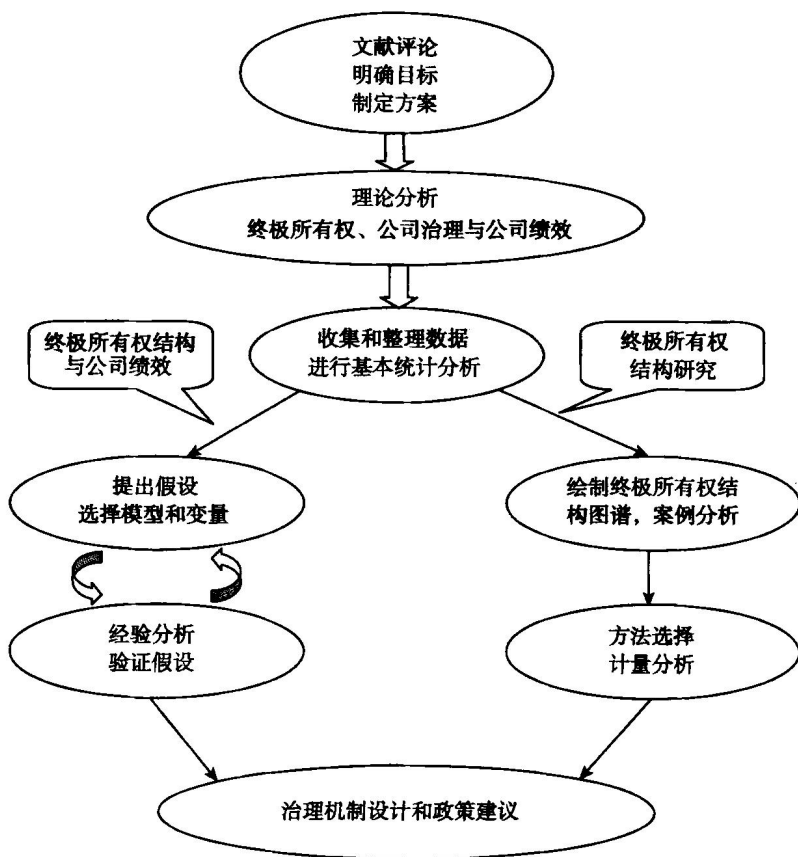


图 1.2 研究技术路线

1.3.2 研究方法

本书是一项多学科交叉的研究，将综合运用经济学、管理学、金融学、会计学、统计学、数学、信息学等相关学科所采用的前沿研究手段。这些研究手段经过这些相关学科权威学者长期工作的检验，被证明是可靠且行之有效的。

本书的研究方法主要包括制度经济学研究方法、模型分析、案例分析、规范分析、统计分析和比较分析、经验分析等。

公司治理是制度经济学的一个重要的研究领域。制度经济学认为，有交易的