

摘 要

新中国民营经济（不含外资）的发展，是从改革开放后开始逐步复苏的。在其后二十多年中，民营经济的力量迅速壮大，民营经济占国内生产总值的比重约 50%。一些民营企业经过改制或收购成为公众公司，成为我国证券市场的一股新生力量。这些民营企业控股（或公司最终控制人为自然人）的上市公司，即本报告所说的民营上市公司。至 2004 年底，在上海证券交易所挂牌的民营上市公司数为 212 家，占沪市上市公司总数四分之一强，其总市值占沪市 11.34%，流通市值占沪市 16.82%。

在公司治理机制方面，民营上市公司已建立了形式上较为完整的公司治理架构，这一点同非民营上市公司并无显著差别。但是，一方面，由于民营上市公司控股者与公司存在更紧密的利益联系，使得民营上市公司不象国有控股上市公司那样缺乏自我监督机制和存在严重的代理问题；另一方面，由于我国尚缺乏有效的股东权利保护机制，使得民营上市公司控股股东比国家更有激励去侵占非控股股东的财产（利益）或把公司财产据为己有，也就是说，民营上市公司控股股东滥用控制权的道德风险可能更加严重。这使得我国民营上市公司在治理机制上存在如下几个突出特点：

第一，民营上市公司所有权与控制权的偏离较非民营上市公司更加严重。我国民营上市企业最终控制人多采用金字塔方式以实现用较少的投资控制较多的企业股份的目的。平均而言，最终控制人对企业的投入为 22.42%，而其控制权则为 34.32%。这种所有权和控制权的分离对企业绩效带来了负面影响。

相对于一般民营上市企业，民营企业系的所有权和控制权结构更为复杂。民营企业通过控制多家上市公司加剧了控制权与所有权的分离，对上市公司绩效的负面影响也更大。部分民营企业造系者利用中国股市的制度缺陷和法律漏洞，以产业整合或产业多元化为掩护，利用企业系中复杂的股权关系，掏空上市公司或操纵股价，严重影响了证券市场的稳定、健康发展。

第二，民营上市公司中广泛存在家族控制和“一个人说了算”的家长式决策

现象，这一方面导致公司缺乏有效的内部风险控制，同时也损害了公司中小股东的合法权益。

第三，在激励机制方面，民营上市公司普遍存在如下两个特点：一是对高管采用股权激励的比例较低，这和民营公司在股权激励和年薪激励之间的选择偏好有关；二是外部董事薪酬大多数采取津贴形式，这使得外部董事所得到的激励与他们承担的法律风险完全不对等，不能有效地激励外部董事在公司董事会决策中发挥作用。

第四，在信息披露方面，民营上市公司违规比非民营上市公司更多，重复违规的比例也较高。民营公司信息披露的违规动机主要体现在“掩盖公司的违规行为”和“保牌需要”两方面。由于股权分置问题，民营上市公司通过隐瞒或发布虚假信息影响公司股价的动机并不明显。

第五，在公司业绩方面，总体上看，民营上市公司经营状况和盈利能力不如非民营上市公司。如 2003 年和 2004 年两年，民营上市公司的销售回报率、净资产回报率、总资产回报率和人均销售收入等指标平均均低于非民营上市公司。

国内民营上市公司治理与盈利能力较差是与以下因素直接相关的：

第一，基于融资偏好、上市制度、上市成本等因素的原因，很多业绩优秀的国内民营企业没有（在国内）上市。根据全国工商联 2003 年度上规模民营企业调研数据，前 500 家民营企业的净资产收益率平均为 14.1%，远高于同期国内民营上市公司 3.1%的净资产收益率水平。这说明很多优秀的民营企业没有上市。另一项数据则显示，2002 年中国民营企业前 50 强中，有 28 家公司没有上市（或没有控股上市公司）。

第二，不少优秀的民营企业选择赴海外上市。有关研究显示，在海外上市民营企业平均净资产收益率远高于在国内民营上市公司，前者是后者的 2.4 倍。

以上分析说明，民营上市公司治理和业绩并不必然会比非民营上市公司好。基于国内民营上市公司发展现状及其在治理机制上存在的问题，本报告提出以下建议：

第一，改革完善公司治理所必需的外在环境，建立有效的财产权利保护和股

东权利保护机制，并在此基础上完善民营经济发展的制度环境，在行业准入、直接与间接融资渠道等各方面给予民营企业与国有企业平等的待遇。

第二，鼓励自然人持股公司直接整体上市，降低所有权和控制权的分离程度，从而有助于降低最终控制人的道德风险，减少不当关联交易、资金占用和违规担保等可能发生的行为。

第三，完善上市公司最终控制人的信息披露制度，保证其准确性和及时性，如应明确公司的实际控制人就是指最终控制人，并完善相关的认定标准，对采用信托方式间接控股以及通过其他私下协议、私下安排等方式控制公司的人也应纳入披露范围等。

第四，加强对控制权和现金流权分离程度较高公司行为的监管，特别是应加强对其再融资行为、关联交易、对外担保、信息披露、少数股东权益保护、同业竞争、股权变化等方面的监管，使其有比较透明的信息披露。

第五，在“国退民进”中加强对民营企业收购行为的监管，如重点关注收购资金来源的合理合法性，严防其从控股的上市公司套取资金用以收购其他上市公司等。

第六，强化董事及高管人员所承担的民事责任，加大刑事处罚力度。民营上市企业所有权与控制权分离的现象较为严重，因此，要有效制约最终控制人的侵害公司（小股东）利益行为，必须借助法律手段，如通过立法和司法解释细化证券违法行为的民事责任，并强化刑事责任，以打击董事和高管滥用公司财产、转移股东财富的行为。

第七，在加强监管、完善法制的同时，逐步改革国内公司上市制度，降低上市成本，使得更多的优秀民营上市公司在国内证券市场挂牌上市，使国内投资者能够更多地分享中国民营经济快速发展的成果。

第八，加快推进股权分置改革，降低非流通股在民营上市公司中的比重，最终使非流通股淡出证券市场，以促进股权市场和公司控制权市场的正常发展，提高资本市场效率。