

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 广州足球俱乐部股权结构优化研究

研究生姓名: 彭大帅

指导教师姓名、职称: 史亚荣 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月5日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 彭大伟 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 史亚荣 签字日期： 2022年6月5日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 彭大伟 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 史亚荣 签字日期： 2022年6月5日

Research on Equity Structure Optimization of Guangzhou Football Club

Candidate: Peng Dashuai

Supervisor: Shi Yarong

摘 要

2016至2020年5年间,中国共有26只各级足球职业联赛俱乐部破产清算,进入2021年以来,受疫情影响,中超各球队均有不同程度的财务危机。为促进职业足球联赛健康发展,《中国足球改革发展总体方案》(国办发〔2015〕11号)和《中国足球中长期发展规划(2016-2050年)》(发改社会〔2016〕780号)中均指出优化俱乐部股权结构要实行企业、政府和个人多元投资。广州足球俱乐部由于母公司恒大集团深陷债务危机,急需股权结构优化来维持俱乐部正常运营。

本文首先首先阐述了选题的研究背景及意义,重点介绍了股权结构对公司绩效的影响的相关研究,并梳理了足球俱乐部公司治理以及球迷信托的研究现状,给出了本文的创新点与不足。其次,概述了股权结构的含义以及相关理论,对国外股权结构优化经验进行了阐述,对广州足球俱乐部的股权结构、财务状况以及公司治理进行分析,提出广州足球俱乐部股权结构存在的问题,分析股权结构不合理对其产生的影响,接着根据上述分析结果,给出了优化思路:一是推行多元持股,二是建立球迷信托,并进入董事会和监事会参与管理。三是强化俱乐部监事会的职权,四是完善俱乐部经理人的激励约束机制,五是实现俱乐部所有权与控制权分离。最后,对实施效果进行了预估。

关键词: 股权结构 公司治理 财务绩效 球迷信托 多元投资

Abstract

From 2016 to 2020, a total of 26 professional football league clubs at all levels in China went bankrupt and liquidated. Since the beginning of 2021, all CSL teams have suffered financial crises of varying degrees due to the impact of the epidemic. In order to promote the healthy development of professional football league, the Overall Plan for The Reform and Development of Chinese Football (State Office of Development[2015]No. 11) and the Medium and Long Term Development Plan of Chinese Football(2016-2050)(Development and Reform Society[2016]No. 780) point out that diversified investment of enterprises, government and individuals should be carried out to optimize the ownership structure of clubs. Due to the debt crisis of the parent company Evergrande Group, Guangzhou Football Club urgently needs to optimize its equity structure to maintain the normal operation of the club

This paper first describes the research background and significance of the topic, focuses on the impact of ownership structure on corporate performance, combs the research status of corporate governance of football clubs and fan trust, and gives the innovation points and shortcomings of this paper. Secondly, overview the meaning of equity structure and related theory, the experience of foreign equity structure optimization, the Guangzhou football club ownership structure, financial performance and corporate governance is analyzed, then put forward the

problems existing in the guangzhou football club ownership structure, analysis of the impact of ownership structure is not reasonable to its, then, based on the above analysis, The scheme design is as follows: one is to promote diversified shareholding; the other is to establish fan trust, and participate in the management of the board of directors and the board of supervisors. The third is to strengthen the power of the board of supervisors, the fourth is to improve the incentive and restraint mechanism of club managers, and the fifth is to realize the separation of ownership and control rights of the club. Finally, the implementation effect is estimated.

Keywords: Ownership structure; Corporate governance; Financial performance; Fan trust; Diversified investment

目录

1 绪 论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	2
1.3.1 股权结构对公司绩效影响相关研究.....	2
1.3.2 俱乐部治理相关研究.....	5
1.3.3 关于建立球迷信托的研究.....	8
1.4 研究内容及研究方法.....	10
1.4.1 研究内容.....	10
1.4.2 研究方法.....	11
1.5 创新与不足.....	12
1.5.1 创新点.....	12
1.5.2 不足之处.....	12
2 理论基础	13
2.1 相关概念.....	13
2.1.1 股权结构的概念.....	13
2.1.2 职业足球俱乐部股权结构的类型.....	13
2.1.3 关于股权结构优化的研究.....	14
2.2 理论基础.....	14
2.2.1 委托代理理论.....	14
2.2.2 不完全契约理论.....	15
2.2.3 利益相关者理论.....	15
3 国外职业足球俱乐部股权结构优化经验	16
3.1 日本 J 联赛改革经验.....	16
3.2 德国职业足球俱乐部股份制改革经验.....	16
3.3 西班牙足球联赛俱乐部股权结构改革经验.....	17
3.4 国外职业足球俱乐部股权结构改革综述.....	18

4 广州足球俱乐部股权结构存在问题及影响	19
4.1 球队简介	19
4.2 广州足球俱乐部俱乐部股权结构分析	19
4.2.1 广州足球俱乐部股权结构现状	19
4.2.2 广州足球俱乐部股权集中度分析	20
4.2.3 广州足球俱乐部股权制衡度分析	21
4.2.4 广州足球俱乐部股权性质分析	21
4.3 广州足球俱乐部内部治理结构分析	22
4.4 广州足球俱乐部财务分析	23
4.4.1 广州足球俱乐部收入及成本分析	24
4.4.2 广州足球俱乐部经营现状及盈利能力分析	24
4.4.3 广州足球俱乐部利润分析	26
4.4.4 结论	27
4.5 广州足球俱乐部股权结构存在的问题	27
4.5.1 广州足球俱乐部股权性质有待优化	27
4.5.2 广州足球俱乐部股权集中度和股权制衡度不合理	29
4.5.3 广州足球俱乐部股东滥用权利	29
4.6 广州足球俱乐部股权结构不合理带来的影响	30
4.6.1 广州足球俱乐部内部治理结构不规范	30
4.6.2 广州足球俱乐部收支严重失衡，引发球队破产危机	32
5 广州足球俱乐部股权结构优化设计思路	34
5.1 广州足球俱乐部股权结构优化原则	34
5.1.1 依法合规原则	34
5.1.2 股东自愿选择原则	34
5.1.3 企业价值最大化原则	34
5.2 推行多元持股	35
5.2.1 政府以球场入股	35
5.2.2 引入国企和私企投资，推进多元持股	35
5.3 广州足球俱乐部球迷信托持股	35

5.3.1 建立广州足球俱乐部球迷信托的的可行性分析	35
5.3.2 广州足球俱乐部球迷信托持股，并加入董事会	38
5.4 强化广州足球俱乐部监事会的职权	39
5.5 完善广州足球俱乐部经理人的激励约束机制	39
5.6 实现广州足球俱乐部所有权与控制权分离	40
6 广州足球俱乐部股权结构优化设计的实施效果预估	41
6.1 改善球队财政状况	41
6.2 完善公司内部治理	41
6.3 加快球迷市场建设	42
6.4 实现俱乐部地域化发展	42
6.5 实现会员制俱乐部	43
参考文献	45
致谢	50

1 绪 论

1.1 研究背景

上个世纪 90 年代，为适应国际化趋势，提升中国足球水平，中国足球开始了职业化进程。1994 年，组建了中国足球甲级 A、B 组和乙级联赛，2004 年，中国足球协会在总结中国十年职业足球进程的基础上，为进一步提升中国职业足球竞赛水平和品牌，正式推出“中国足球协会超级联赛”，2006 年 4 月，为进一步完善中国足球产业的市场化进程，中国足球协会与所有中超参赛俱乐部共同出资成立了中超联赛有限责任公司。2016 年，足协开始筹划组建具有独立法人资格的职业联赛管理机构的中国足球职业联盟，由于种种原因，直到 2021 年年底仍未建立。

自党的十八大以来，国家层面的改革措施频出，而作为改革大盘子的重要组成部分，体育得到了党中央和国务院的高度重视，振兴足球作为发展体育运动、建设体育强国的重要任务也摆上了日程。而消除泡沫，保持联赛健康、可持续发展则成了首要问题。2015 年 2 月 27 日，中央全面深改小组通过中国足球改革总体方案，《中国足球改革发展总体方案》（国办发〔2015〕11 号）中提到：优化俱乐部股权结构。实行政府、企业、个人多元投资，鼓励俱乐部所在地政府以足球场馆等资源投资入股，形成合理的投资来源结构，推动实现俱乐部的地域化，鼓励具备条件的俱乐部逐步实现名称的非企业化。完善俱乐部法人治理结构，加快现代企业制度建设，立足长远，系统规划，努力打造百年俱乐部。

2020 年底，中国足协公布《关于各级职业联赛实行俱乐部均名称非企业化》，从短期来看，会损失一部分投资者，因为投资人对于足球投资的目的有很大一部分原因是追求广告效应，比如恒大集团是在当时行业发展比较好的情况下，拿出资金来宣传企业的品牌。广告效应的关键在于它的冠名权，所有的企业都是以企业名称作为冠名权的。若取消企业冠名权，投资者一旦撤资，俱乐部该如何生存，这就需要优化俱乐部股权结构，鼓励多元投资。

1.2 研究意义

本文将致力于研究广州足球俱乐部股权结构优化, 以期为各大足球俱乐部提供思路, 主要研究意义如下:

为理论研究提供新思维。目前国内的研究主要集中在政府和企业如何以场地和资金入股俱乐部来优化俱乐部股权结构, 在个人层面的研究较少。本文则结合一家俱乐部进行分析, 不仅从政府和企业的角度, 更是从球迷控股角度研究建立球迷信托的可能性, 为以后的研究提供参考。

为广州足球俱乐部股权结构优化提供新路径。根据广州足球俱乐部 2019 年的财报显示, 球队亏损了 19.43 亿元, 2020 年虽然根据足协新规采取了限薪的举措, 但由于疫情的影响, 球队上半年仍亏损了 10.52 亿, 2021 年 3 月 21 日更是从新三板退市, 面对如此严峻的形式, 有必要引入新资本来维持球队运营。

为其他俱乐部提供参考。根据足协公布的数据显示, 中超俱乐部除了上海海港足球俱乐部, 其余球队每年均是亏损状态, 而光靠母公司输血养活球队注定走向破产清算的道路, 优化股权结构, 形成收支平衡的运营方式才是长久之计。

为会员制俱乐部打下球迷基础。会员制俱乐部自诞生之日起, 其承担的任务就是服务好广大会员。管理者会根据会员的意旨来经营俱乐部, 与非会员制俱乐部股东追求的是价值增长与利益回报不同, 会员们是没有分红的, 俱乐部即使产生盈利, 盈利资金也会投入到俱乐部经营中, 因此会员制俱乐部追求的是竞技层面的突破, 具有很强的公益性。会员制俱乐部可以保证俱乐部完全属于球迷。中国也曾建立过会员制俱乐部, 但由于资金问题被迫转型, 广州足球俱乐部可以借此建立球迷信托的机会, 为建立会员制俱乐部打下球迷基础。

1.3 文献综述

1.3.1 股权结构对公司绩效影响相关研究

本节梳理了股权结构常用的三个维度股权集中度、股权制衡与股权性质与公司绩效关系的有关研究, 其中股权性质重点关注国有股对公司绩效的特殊影响, 并不涉及家族企业股份、机构投资者股份、基金股份等股份性质的讨论。

（1）股权集中度对公司绩效影响研究

Berle 与 Means（1932）基于美国 200 家公司股权分散化的情况，进行了所有权和管理权分离的实证研究。研究发现当企业股权随因为公司扩张筹集资金被分散到某种程度时，企业的经营权会被委托给职业经理人，企业的所有权和管理权开始分离，由此产生了委托代理问题。关于股权集中度对公司绩效的研究主要基于“隧道挖掘效应”与“利益趋同效应”。前者指的是控股股东用其他股东未能发觉的方法来为侵占中小股东利益。股东内部之间也存在着所有权和控制权的分离，由控股股东控制的管理层会合谋转移其他股东的利益，这时控股股东就相当于委托人，其他股东为受托人，监督管理层和控股股东。Claessens（2002）、Bertrand（2002）、Denis（2003）等人用实证研究证实了该效应的存在。后者由 Shleifer 等（1986）提出，他们发现在公司股权结构相对分散的时候，中小股东会加强对管理层的监督，这是因为当股价上涨时，中小股东会同样获利，此时控股股东与小股东利益诉求一致，能够有效避免中小股东“搭便车”现象。

通过梳理相关文献，发现股权集中度与公司绩效存在 5 种关系。（1）正相关。吴国鼎（2015）以 2008-2012 年 A 股上市公司数据进行实证研究，发现 A 股上市公司企业股权集中度与公司绩效存在正相关关系。（2）负相关。丁汉青（2016）研究了 A 股 12 家传媒公司，结论为当股权集中度上升时，营业收入增长率降低，二者存在负相关关系。（3）“U 型”关系。即先负相关，到某个临界点之后变为正相关关系。曹廷求（2007）用 2004-2006 年 A 股上市公司数据进行实证研究，研究发现股权集中度与公司财务绩效存在左低右高的“U 型”关系。（4）“倒 U 型”关系。即先正相关后变为负相关。张纯（2009）经过研究发现，当民营企业股权集中度从开始增长时，公司财务绩效会慢慢降低，当股权集中度增长到某一特定值时，绩效停止降低并开始增长。（5）没有明显关系。Demsetz 与 Lehn（1985）通过对美国企业的实证研究发现，二者之间并不存在相关性。

关于股权集中度与公司财务绩效的研究一直没有停止，但目前还没有确切的结论，本文试图结合前人研究以及行业特征，来分析广州足球俱乐部股权集中度对公司绩效的影响。

(2) 股权制衡对公司绩效影响研究

在起初的研究中, Berle 与 Means (1932) 认为管理权在职业经理人手中, 控股股东无法获得, 因此两权之间的矛盾仅停留在管理层与股东之间。而事实上在上个世纪末期世界上大多数企业的大股东拥有者企业的控制权, 委托代理矛盾就变成了控股股东和大股东之间的矛盾, 随即产生了股权制衡对公司绩效影响的研究。通过梳理相关文献, 发现股权制衡度与公司绩效存在 5 种关系。(1) 正相关关系。安焱 (2012) 用制造业企业的相关数据做实证研究, 发现当公司内存在多个势均力敌的股东时, 第一大股东就会减少侵占其他股东的利益, 公司绩效也会随之提高。(2) “倒 U 型” 关系。吴成颂 (2013) 用银行企业做实证研究, 发现控股股东更多考虑成本收益, 当侵占小股东利益所带来的收益大于所花费的成本时, 控股股东更倾向于与其他大股东合谋。对于小股东来说, 他们对控股股东和大股东的“隧道挖掘行为”的抵抗, 会随着股份的增多而增多, 当他们股份增加到一定程度时, 他们又会与控股股东和其他大股东一起来侵占小股东的利益, 因此股权制衡度与公司财务绩效成倒 U 型关系。(3) 状态依存关系。朱滔 (2007) 通过研究发现所有权和控制权偏离状态的不同, 会改变股权制衡对公司绩效的影响, 在两权偏离程度较低的企业, 股东之间的制衡会使股东之间增加谈判成本, 从而降低公司绩效。与之相反的是当偏离程度较高时, 股权制衡会减少控股股东和大股东对小股东的利益侵占, 从而增加公司财务绩效。而股权制衡还受文化以及法律等外部环境的影响, 例如企业若在法律较为完备的国家或地区, 控股股东与大股东合谋侵占小股东的成本较高, 股权制衡发挥的作用较小。

(4) 股权性质对公司绩效影响研究

对于企业中国有资本股份对公司绩效的影响研究, 大致分为两方, 一方认为因为国有资本的拥有者为国家, 他们的法人一般为政府高官, 而由政府高官担任股东往往导致权责不相等, 他们只对政府或者更高一级领导负责, 企业的盈亏并不影响到到他们的收入, 因而不会对履行股东职责太过上心, 导致缺少监督俱乐部高层运营的动力。张维迎认为由公务员担任领导人的国企, 其公司绩效只是政府高官们攀登仕途的阶梯, 他们会因此追求短期突破而损害公司长期利益。Roland (2000) 研究之后认为即使政府对企业的干预是以提升企业效率为出发点的,

可政府一面是裁判，一面是运动员，使得与国企签订的契约常出纰漏，最终效率目标难以实现。李增泉（2004）认为国有企业的控股股东与大股东联合侵占小股东利益的行为更加严重。李国平（2008）用在上海和深圳证券交易所上市的 1300 家上市公司数据进行实证研究，发现公司具有国家股会对公司绩效产生显著负面影响，国有股法人会对公司绩效有不显著的正向影响。另一方认为企业中拥有国有股会对公司绩效产生正面效应，因为会有更多政策支持企业的发展。李维安（2010）用 1127 家上市公司数据进行实证研究，并构建公司治理评价指标，发现国有企业治理指数普遍高于民营企业。徐丽萍（2006）认为公司的大股东为国有资本时，会对公司经营绩效产生正面影响。

1.3.2 俱乐部治理相关研究

俱乐部股东治理是俱乐部治理的重要部分，俱乐部研究领域尤其在国内文献中两者往往同时出现，专门去研究俱乐部股东治理的文献较少，因此本节对包括股东治理在内的俱乐部治理有关文献进行梳理，并聚焦其中股东治理的研究成果。

（1）国外俱乐部治理结构相关研究

国外俱乐部治理结构相关研究是伴随着各俱乐部治理结构的调整而发展的。当会员制俱乐部因为财政问题出现经营困难的时候，各国纷纷进行公司制改革，只有少数几家被保留了下来。从 1983 年到上个世纪末，陆陆续续有 20 家英格兰各级联赛俱乐部上市，从股市中获得的资金使得各个俱乐部得以走出“希尔斯堡惨案”的阴影，此时理论研究的重点就在上市公司的治理结构上。随着足球股的不断下跌，各俱乐部纷纷退市，只有曼联一家俱乐部仍然在资本市场坚挺着，这时候理论研究的重点转变为对上市公司治理模式的探讨。近年来大量外资入主足球俱乐部，股东与管理层之间，与球迷之间的矛盾越来越大，此时理论研究的重点转变为对股东性质的研究。在对上市俱乐部的研究中，Berrett（1983）认为俱乐部的正外部性会因为股票市场的原因被消减，俱乐部的价值没有得到正确评估。在公众公司俱乐部的研究中，Gerrard（2005）构建职业体育俱乐部的资源使用效率模型，以 97/98-01/02 五个赛季英格兰足球超级联赛俱乐部为样本，验证

了上市俱乐部财务绩效更好是因为技术效率更高的原因。Baur（2011）认为足球俱乐部不会因为上市，其竞技成绩就有所提高，有的下降了许多，上市与竞技成绩之间没有必然联系，但如英甲、英乙等低级联赛上市之后竞技成绩会有所上升，他认为这是因为资本市场的资金支持短期内不会对俱乐部造成影响，但长期会提高俱乐部成绩。Leach（2015）用英格兰各级联赛上市的俱乐部为样本，发现他们的目标仍然是在竞技赛场取得优异成绩以及获得更多利润，驳斥了之前关于俱乐部利益相关者发生改变之后，其价值取向也会改变的假设。在对私人俱乐部的研究中，Franck（2010）认为有实际持有人的公司会为了提高俱乐部竞技成绩投入更多资金，使得俱乐部在竞争中更有优势。在对会员制俱乐部研究中，Wicker（2012）通过对2009年德国各级联赛中会员制俱乐部与公司制俱乐部的对比发现，前者的赞助收入多于后者。在对外资入主的俱乐部研究中，Wilson（2013）用2000/2001-2009/2010赛季的英格兰超级联赛俱乐部为样本，实证研究俱乐部所有权结构发生变化后，公司财务绩效会发生哪些改变，发现相对控股结构的俱乐部财务绩效更好，外国资本入主的俱乐部竞技成绩比本国资本拥有的俱乐部更好。在对股权集中度的研究中，Rohde（2016）通过对股权集中度俱乐部的研究发现，分散股权有利于降低俱乐部成本，从而提高利润。Michie（2000）通过对英格兰俱乐部高层的研究，发现高层更注重足球给他们带来的社会地位和经济价值的提高。Holt（2007）认为欧洲缺少保护俱乐部股东的相关政策。

综上所述，国外的主要研究方向在俱乐部的股权结构与财政绩效以及竞技成绩之间的关系，尽管有大量实证研究，但何种股权结构是最适合足球俱乐部的仍然没有定论，这是因为财政绩效受到公司外部的影响过大，而研究所设定的假设往往没有考虑到。

（2）国内俱乐部治理结构相关研究

2004年之前的理论研究聚焦在对俱乐部进行股份制改革以及如何分配俱乐部的产权。戴晨（2000）提出当时的足球俱乐部治理结构存在明显弊端，所有权与经营权交叉在一起，影响俱乐部经营，应尽快进行有效分离，并且改善俱乐部内部治理结构，比如在监事会加入球迷和球员代表。在当时的体育环境中，由于各地的体育局也拥有俱乐部的一部分产权，他们认为国家也应持有球员的一部分

所有权，这就给当时的俱乐部股份制改革造成困难。周挺（2001）和刘文董（2002）相继探讨了将足球俱乐部推向资本市场的可行性。杨年松（2003）认为球员由于其自身努力所获得的成就，理应持有俱乐部一部分所有权，各地方体育局理应放弃持有俱乐部的股份，应让俱乐部进行股份制改革。

为顺应时代发展，中国足协在2004年颁布了《参加2004年中国足球俱乐部甲级联赛的俱乐部标准》，标准中规定各俱乐部应进行股份制改革，实行现代企业制度。张宏杰（2006）及游茂林（2007）通过对中国足球超级联赛各俱乐部的调查，发现俱乐部股改仍没有实质性进展，为应付足协规定俱乐部最少拥有5名股东，俱乐部通常用虚假股东来蒙混过关。而俱乐部的所有权与管理权系于控股股东一人之手，控股股东通过自己任命的董事长和总经理仍可管理俱乐部。有研究人员通过与英格兰超级联赛俱乐部股权结构的对比，发现93%的中国足球超级联赛俱乐部大股东拥有股份仍超过50%，而竞技水平更高，财政更好的英超俱乐部只有不到一半是这个情况。倪刚（2009）建议俱乐部应加深股权改革程度，进行多元化持股，同时各地体育局应交出俱乐部股份，俱乐部内部健全激励机制以及对俱乐部内部权力进行优化等。这个时期的理论研究由于欧洲俱乐部股份制改革珠玉在前，学者们根据欧洲俱乐部的做法对国内俱乐部提出了建议，但对原因产生机制缺乏研究。2009年之后研究转向俱乐部治理上。李希明（2009）认为由于欧美国情不同，美国足球俱乐部目标是股东利益最大化，欧洲足球俱乐部则致力于利益相关者利益最大化。郑国荣（2011）认为中国足球俱乐部的股东追求短期效应，若俱乐部无法为其带来足够的效益或者冲超失败、降入下一级联赛，股东往往会退出俱乐部。姜熙（2014）对英格兰足球俱乐部的破产规则进行了分析，认为这会使得足球世界正常秩序得以延续。张毅恒和彭道海（2018）用2016年中国足球超级联赛各俱乐部为样本，运用数据包络分析法，投入指标选取总支出、俱乐部所在城市人口、人均GDP三个指标，产出指标则选取中超积分、主场观众人数与俱乐部总支出三个指标，得到“技术”“规模”均有效的俱乐部只有华夏幸福、重庆力帆、延边富德与石家庄永昌4家，认为中超俱乐部内外部治理均存在问题，内部治理中，政企产权划定不清，政府干预过多，导致俱乐部无法正常经营；外部治理中，由于国内体育市场开发程度不够，导致金融机构拒绝借入资金，导致球队难以生存。王裕雄（2016）认为俱乐部的股东为追求入主俱乐部

所带来的税收优惠、土地优惠、社会地位的提高和广告效应等“溢出效应”，私人公司是中国足球俱乐部的最优选择，其余公司形式往往难以承受入不敷出的俱乐部经营状况。杜丛新（2018）认为国有资本经营足球俱乐部有利于缓解球队经营压力。张新英（2017）认为恒大足球俱乐部母公司治理的模式是一把双刃剑，应积极完善俱乐部内外部治理。

国内关于俱乐部内部治理的研究较少，涉及股权结构的相关论文也仅描述现有的股权结构特征，并没有重视股权结构与俱乐部的关系研究。

本文试图从分析广州足球俱乐部股份有限公司股权结构入手，试图找到一条真正适合球队运营的治理模式

1.3.3 关于建立球迷信托的研究

信托本质上是一种财产安排，围绕委托人、受托人以及受益人三方展开，受托人受委托人财产权的委托，受托人根据委托人的意愿，以自己的名义对委托人的财产进行管理。信托的主要特征有信托财产独立性、所有权与受益权相分离、有限责任及信托管理连续性等。信托的这些特征，使得球迷可以通过服务信托持股。

Shane Tobin（2017）认为足球从一种无序的消遣发展成为一项全球最流行的运动，是因为这项运动的结构和组成从根本上被改变了。由于 20 世纪 80 年代新自由主义思想涌入在英国足球界，以及随之而来的社会关系的转变，球迷和俱乐部之间的关系已经被重新定义。泰勒报告和 1992 年英超联赛的诞生可以被视为促成英国足球精英化和全球化的关键事件。英超从足球联赛中分离出来，标志着长达一个多世纪的被英足总干涉和管理的结束。这次分离让英超俱乐部得以享受自由市场政策和宽松的监管。由于体育场的座位问题曾导致了海瑟尔(Heysel)、布拉德福德(Bradford)和希尔斯伯勒(Hillsborough)体育场的灾难，因此引入了全座体育场的法律要求，再加上利润丰厚的电视交易，导致这项运动越来越商业化。

英格兰足球试图吸引更多“富裕的消费者”，以追求进一步的商品化，这让许多传统球迷感到被孤立。这种离群索居的感觉导致了球迷们想要在俱乐部中扮演一个积极的角色。新工党和第三条道路思想（即人人可获得经济和政治权力，每个人都应拥有资本所有权，并获得充足稳定的资本收益。经济制度应建立在人人都

能依靠其禀赋来参与基础上，推动了球迷尝试参股俱乐部的想法的形成。而Supporters Direct的建立就是推动这一想法的践行。随即Supporters Trust就推动建立了球迷信托一般来说，Supporters Direct和球迷信托的关键功能之一是“超越道德和价值引导的争论”，为把球迷集中起来提供一个切实可行的方法，让更多的支持者参与进来。

更进一步，Peter Kennedy（2012）发现Supporters Direct通过提供法律咨询和资金帮助俱乐部建立球迷信托，鼓励球迷信托代表在俱乐部董事会中占有席位，所有信托成员共同持有俱乐部股份，个人不获得股息。股息通过为信托基金购买更多股份的方式重新注入俱乐部。信托公司清算时，清偿债务后剩余的余额将捐给当地的慈善机构或其他非营利性组织。所有这些都意味着，足球互助银行不能被用作盈利的工具，其资产(可能包括足球俱乐部的股份)在未来也不能被无道德的成员变现。

David Kennedy（2007）认为球迷信托只能在球队濒临破产的情况下为球队提供资金，在平时球迷信托并不能参与管理。

Paul Martin（2007）认为在欧洲职业体育俱乐部的治理体系中，球迷体系是很重要的组成部分。球迷不仅自己是俱乐部的支持者，还会带动他的家庭一起成为支持者，还会通过购买球票和周边来支持球队，以此来促进球队的健康运营。球迷信托是非营利组织，若是产生利润，这些利润会被用来增加社区的基础设施。信托组织成立的头五年已经取得了相当大的成就。在财务上，支持者信托已经为各俱乐部投入大约1000万英镑，这让并不富裕的俱乐部受益良多，球迷信托之所以坚持到今天，就是因为他的价值体现在在为俱乐部提供帮助上。俱乐部希望球迷除了提供资金之外不要插手俱乐部的管理，但球迷们出于对球队的爱，渴望参与球队治理，比如加入董事会。

球迷信托自建立之日起就一直力求增加其在俱乐部的影响力。阿森纳球迷信托一度在阿森纳董事会中占有一席之地，虽然克伦克收购阿森纳之后就将球迷信托赶出了董事会，而阿森纳球迷也一直努力呼吁俱乐部高层让他们重返董事会。又比如自2021年欧超计划（皇马、巴萨、尤文等十二家俱乐部想摆脱欧足联独自建立的欧洲赛事）公布以来阿森纳球迷在对埃弗顿赛前举行示威活动，球迷信托(AST)列出克伦克未做到的承诺以证实其并非英超所有者审查中所定义的“合

适的所有人”(suitable owner); 切尔西球迷信托(CST)要求主席和CEO下课, 并发起投票决定是否强制俱乐部董事会对球迷组织进行更多协商; 热刺球迷信托(THST)90% 的成员投票要求俱乐部更换包括列维在内的董事会成员, 但未要求更换控股方ENIC; 而在球队破产的时候, 球迷信托更是可以挽救俱乐部: 比如苏格兰超级联赛的格拉斯哥流浪者队 2012 年因动用员工福利信托来支付薪水, 被英国海关税务总局认定为违法行为, 罚款 4900 万英镑, 最终破产被罚入苏丙, 而球迷信托组织向流浪者队注入资金, 最终帮助球队重回苏超联赛。

郑智(2014)认为我国信托行业已经建立起了较为完善的合规风控制度, 拥有一批素质较高的涵盖金融、财务、法律等专业人才队伍, 并且具备了专业化、规模化的投资管理能力。信托公司相比银行、券商、基金和保险, 除了在货币与资本市场投资上拥有较多的灵活性外, 在实业领域和产业市场的结构化融资方面也拥有更为丰富的经验, 因此, 信托公司被誉为中国的“实业投行”。

国外关于建立球迷信托来让球迷参与俱乐部的治理, 监督俱乐部的运营甚至拯救俱乐部的破产危机已经有了丰富的经验, 国内由于政策等原因还没有相关案例, 但近些年随着法律和相关政策的成熟, 建立球迷信托的呼声越来越高。

1.4 研究内容及研究方法

1.4.1 研究内容

本文的主要研究内容为在对广州足球俱乐部进行全面分析的基础上, 对广州队进行合理的股权结构优化设计, 为球队设计具体的方案, 达到保证俱乐部平稳健康的运营下去的目的, 具体的研究内容如下:

对广州足球俱乐部股权结构进行分析, 阐明存在问题, 叙述进行股权结构优化的必要性。

对国外职业足球俱乐部股权结构改革进行梳理和分析, 介绍国外改革经验对我们的启发。

在搜集和整理广州足球俱乐部自身的数据后, 有了广州队股权结构优化思路, 包括用建立球迷信托方式让球迷持股; 政府以场地、政策的优惠入股; 引进广州本地企业参与投资分散大股东持股, 实行多元化投资; 强化俱乐部监事会职

权、完善俱乐部经理人的激励约束机制以及实现俱乐部所有权和控制权分离。

研究的技术路线图如下：

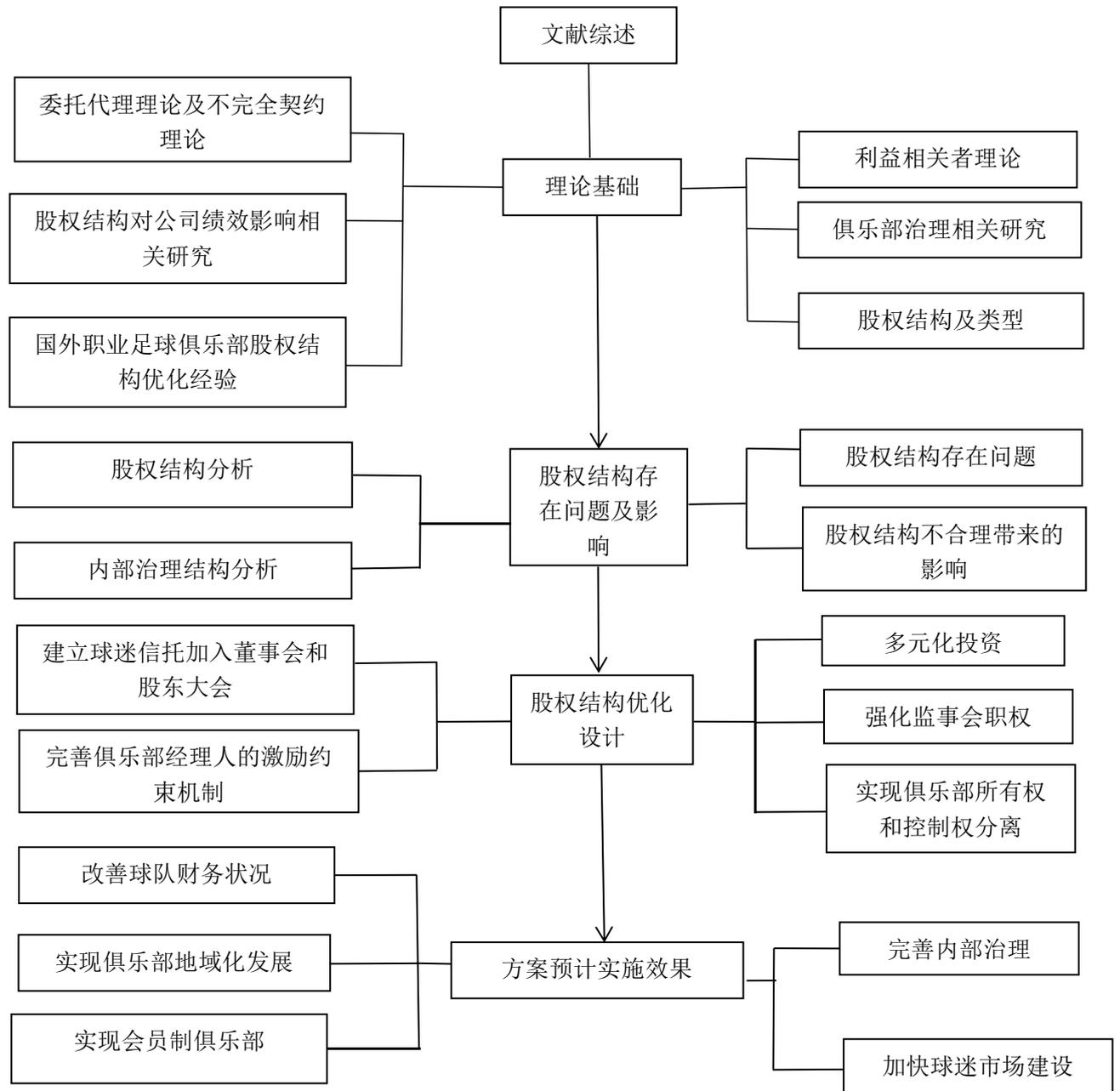


图 1.1 技术路线图

1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法。本文在阅读大量文献的基础上，学习了股权结构优化的基本理论，了解国内外职业俱乐部股权结构改革和建立球迷信托的相关经验，对

有关资料进行了数据整理，形成了广州足球俱乐部股权结构优化设计理念，为后文的写作奠定基础。

(2) 案例分析法。本文以股权结构相关理论为基础，在搜集、整理广州足球俱乐部数据的基础之上，对广州足球俱乐部的股权存在问题进行分析，并结合分析研究针对相关问题给出设计思路，并对效果进行预估。

1.5 创新与不足

1.5.1 创新点

本文的创新点在于将股权结构优化理论与中国的足球产业相结合，同时将球迷信托与中国实际相结合来作为球迷持股的方法，填补了国内研究的空白。本文选取广州足球俱乐部，为其提供优化方案，如果成功施行将成为中国第一家真正成功的优化股权结构的足球俱乐部，为中国足球联赛健康发展提供新思路。

1.5.2 不足之处

由于国内关于体育产业成功股权结构优化案例几乎没有，可供参考借鉴的地方较少，所以探究的不够完善和全面。

2 理论基础

在上一章节介绍了全文的研究背景和研究意义、内容和方法后，本章主要是从理论角度和文献角度进行研究，指导后续的工作。包括针对股权结构的概念、类型和股权结构优化展开研究，而相关理论则是为了后续的工作提供理论支撑。

2.1 相关概念

2.1.1 股权结构的概念

股权结构是指在股份公司中，不同性质的股份在总股本中所占的比例和彼此产生的联系。股权指的是股东根据其在公司中所占股份的比例，所享有的权益和义务。沈瑾、吕柳（2019）认为股东根据持有股份的多少，会享有一定的权利和义务。解决公司治理问题的重点是合理分配股权结构。王奇波、宋常（2006）认为股权过于集中与过于分散都不是最优股权结构，只有相对制衡才能达到最优，最优股权结构有利于公司健康运营。夏同水、臧晓玲（2019）认为调整股权结构有利于加快企业创新速度。赵艳丽（2019）认为股权结构不合理会导致公司战略决策出现问题，从而导致不健康运营。

2.1.2 职业足球俱乐部股权结构的类型

股权集中度是衡量股权集中还是分散的指标，其根据持股比例多少划分，与稳定公司有着密不可分的关系。大股东控股股份超过 50%的，按照股权结构类型可以划分为绝对控股；50%以下，协议控股的被划分为相对控股，剩下的控股模式叫做股权分散。

绝对控股型股份制足球俱乐部：第一大股东拥有公司 50%以上的股份，对公司保持着绝对控制权。这种控股模式的好处就公司可以完全按照大股东的意志运营，不会出现因外人掣肘干扰公司决策的事情，但弊端就是公司的经营好坏完全取决于大股东的个人意志以及个人能力。广州足球俱乐部股份有限公司中恒大地产占股 56.71%，为绝对控股型股份制足球俱乐部。

相对控股型股份制足球俱乐部：这种俱乐部一般有若干个拥有公司股份在

30%—50%的大股东，股东之间可以相互制衡，当大股东做出有损公司健康运营的决策时，其他股东可以在股东大会投票制止。

股权分散型股份制足球俱乐部：公司的股东持有公司股份一般在 20%以下，股东之间持股数相差不大，这时候公司的其他内部治理结构将会发挥重要作用。

2.1.3 关于股权结构优化的研究

股权结构问题是公司治理的重点问题之一。邓中荣、于中鹏（2003）认为股权优化设计的目的是以股权换发展,最终建立多元化动态化的股权结构,从而实现民营企业的持续增长。王奇波、宋常（2006）认为最优股权结构是股权集中与股权制衡相互作用的结果，最优股权结构有利于治理体系的优化和公司价值的提升。夏同水、臧晓玲（2019）认为股权结构对董事高管责任保险与企业创新关系的调节作用。赵艳丽（2019）认为股权结构可以分为股权集中、股权制衡和高管持股三个方面。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论是 1932 年由 Berle 和 Means 为了解决所有权与经营权分离问题提出的。公司所有者将经营权委托给代理人，代理人依照所有者意愿来经营公司，所有者根据代理人的服务提供相应报酬。公司所有者也即公司的股东希望公司产生更多的商业利润，从而提高其商业价值，代理人希望自己所利最多，这样就产生了委托代理问题。Shleifer 和 Vishny 在 1997 年提出，完善公司治理可用来保护投资者的利益，从而解决委托代理问题。广州足球俱乐部因为其股权结构存在问题，也存在委托代理问题，中小股东和机构投资者的利益遭到大股东的侵占，所以要加强对中小股东、投资者的保护，完善公司内部治理，其首要任务是不断优化职业足球俱乐部股权结构，使其健康发展。

2.2.2 不完全契约理论

不完全契约理论是格罗斯曼(Grossman)与哈特(Hart)在 1986 年提出的, 也称之为 GHM 模型。不完全契约理论研究在不完全合约下, 如何合理配置产权, 能最大限度激励专用性投资。不完全契约指因为信息不对称以及交易中可能出现的各种突发事件导致契约具有不完全性。因为不完全契约理论导致剩余控制权的分配很重要。专用性投资指专为某特定资产投资, 若不是投资此资产, 则投资方面临亏损风险。为消除此风险, 应将剩余控制权分配给对投资更为重要的一方。

与国有企业或者地方政府退出球队仍会收益不同, 私企退出球队后专用性投资的收益会断崖性下跌。这也因此会让企业在经营时有提高俱乐部竞技水平与财政收益的动力。不完全契约理论有助于分析控制权分配结果对企业的影响, 也有利于优化公司治理结构。

2.2.3 利益相关者理论

利益相关者理论认为企业不应只对股东负责, 应以全体利益相关者为重。1963 年, 斯坦福国际咨询研究所(SRI)认为企业是靠利益相关者的支撑才能正常经营下去。Rhenman(1964)认为利益相关者也依靠企业展现其价值, 二者互为依托。Freeman(1984)认为能够对企业的经营产生影响或者被企业经营所影响的都是利益相关者。因此不仅俱乐部的股东和高管层是利益相关者, 球队主教练、球员以及球迷均在此列。Blair(1995)认为完善公司治理的关键就是利益相关者的利益最大化, 利益相关者都应参与到公司治理中。依据利益相关者理论, 公司治理中, 若俱乐部目标是股东利益最大化, 则小股东以及球迷等利益相关者的利益难以保证, 球迷对球队付出了金钱和陪伴, 这类似于“专用性投资”, 球迷理应参与俱乐部治理。为了保证小股东以及其他利益相关者的正常权益, 应改绝对控股为相对控股, 并且在董事会和监事会中引入球迷代表, 强化监事会的职权。

3 国外职业足球俱乐部股权结构优化经验

3.1 日本 J 联赛改革经验

J 联赛在开始阶段，也遇到过和今天中超联赛同样的情况，由于 J 联盟的“联赛应更加加强与社区的协同”和“联赛应保持健康发展，不能仅靠赞助存活”的发展建议，赞助商就和联盟有着内在矛盾。再加上球员有着不符合自身水平的高薪水，俱乐部大多入不敷出。到了 1996 年，金元足球带来的弊端彻底显露了出来，企业退出球队，球队纷纷倒闭，联赛水平较低，观众不再买票支持球队，日本职业化足球急需改革。

为了改变之前完全靠企业、财团输血的“厂队”模式，J 联盟决定建立依靠社区、民众以及企业的“地域密着型”足球俱乐部，从此以后，日本的足球俱乐部就走上了健康经营的道路。

J 联赛各个俱乐部由于其是股份公司，所以产权属于全体股东，各个俱乐部股东拥有俱乐部的股份大都在 24.9%至 70%，无论股东持股多少，俱乐部的冠名权都不属于他们。因此 J 联赛俱乐部都是股份制公司，其运营模式不会按照某位股东的意志来运营，而是按照收支平衡的方式来健康运营。

3.2 德国职业足球俱乐部股份制改革经验

德国各级职业足球联赛每年能产生数十亿欧元的效益，还为社会提供了十几万个工作机会。在德国，只有三分之一的行业员工要多于足球行业，职业足球比赛还为德国政府每年提供十几亿欧元的税款，足球已经融入了德国人的生活。

在 1998 年以前，德国的足球俱乐部一般都经营两个或者两个以上的体育项目，并且俱乐部的所有权属于全体会员，当俱乐部产生盈利的时候，盈利不会分红给会员，而是全部投入的球队运营中。随着球员工资和转会费的增长，球队运营成本渐渐高出营收，会员制俱乐部已经满足不了球队的发展了。1999 年德国足协对俱乐部进行了股份制改革，改革内容分为两种，一是保留原先的会员制俱乐部模式，但用公司制进行决策。二是将俱乐部变为股份制公司，实行股份公司制的管理模式。德国足球的职业化改革基于“50+1”政策，即不管俱乐部的股东

拥有多少股权，俱乐部的会员必须拥有高于 50% 的表决权。这是为了避免球队股东做出有损俱乐部的决策。但若有企业在 1999 年 1 月 1 日之前，已经连续经营俱乐部超过 20 年，就可以完全拥有球队。2001 年之后各级联赛就由德国足协管理换成由俱乐部组成的职业联盟和足协共同组成的协会一起管理，由其下属的全资子公司负责商业开发和市场推广方面工作。

3.3 西班牙足球联赛俱乐部股权结构改革经验

从建队之初开始，西班牙职业足球俱乐部就采用会员制俱乐部模式，即每年由会员出钱来维持俱乐部的日常开销，但随着俱乐部日常运营所需要的费用越来越多，仅靠会费难以支撑，许多俱乐部面临着倒闭的风险，到上个世纪八十年代，西甲、西乙 A 以及西乙 B 联赛各俱乐部共欠下 1.244 亿英镑的债务。在 80 年代中期《西班牙俱乐部重建计划（plan de saneamiento）》应运而生，计划要求足球彩票每年拿出年收入的 2.5% 来帮各级联赛偿还债务。但这仍然解决不了俱乐部的财政危机，会员制俱乐部走到了尽头。西班牙政府在这个时候颁布了《体育法 10/1990（Ley Del Deporte）》，法案要求各级职业联赛俱乐部应改组为有限责任的公共体育公司（Public Limited Sports Company），截至日期为 1992 年 6 月底，未完成改制的俱乐部，将被强制解散或降入丙级，政府帮他们偿还所有债务，他们需要在 12 年内还给政府，不需要支付利息。有四个特例就是奥萨苏纳、皇马、巴萨以及毕尔巴鄂竞技四只俱乐部，因为他们凭借自身良好的财政状况，不需要政府的资助。这四家也是西班牙各级联赛到现在仅有的四家会员制俱乐部。

会员制运营模式中各俱乐部会员以向俱乐部缴纳会费的方式获得权利，如选举主席的权利。在西甲硕果仅存的三家会员制运营模式的俱乐部巴萨、皇马、毕巴都是主席负责制的管理模式。如皇家马德里俱乐部，主席团由主席、副主席以及秘书处组成，定期召开会员大会，由大会进行主席选举，而主席有挑选副主席的权利，可以选出四名副主席分别负责各个部门。秘书处负责处理日常工作，主席团受由十四名委员组成的委员大会监督，并且有表决主席团决定的权力。会员大会是俱乐部的最高权力机构，依照预先设计好的规定参与到俱乐部重大事项中，每年俱乐部的盈利不需要发放给会员，而是全部投入到体育项目中，一切都

是为了俱乐部的发展，俱乐部的主席由会员选举得出，因此代表会员行使权力，主席的个人能力直接决定了俱乐部是否能够运营好俱乐部。

3.4 国外职业足球俱乐部股权结构改革综述

欧洲和日本各职业足球俱乐部股权结构大致分为两种，一是股份制公司，股份制公司治理模式分为三种，一是持有人掌握公司绝对控制权，公司高层由控制人指派，来保障持有人能直接干预俱乐部，比如英超的切尔西俱乐部。二是公司母公司拥有小于 50%的表决权，这是为了限制大股东的权力，避免出现大股东为了赢球不计代价的购买球员的情况，比如德甲各个俱乐部。除了股份制俱乐部，第三种就是会员制俱乐部，俱乐部的所有权属于全体会员，由会员选取主席，主席负责选出球队的高层来维持球队的日常经营，主席对会员负责，若会员觉得主席的管理有损于俱乐部的发展，则可以重新投票选出新的主席。

4 广州足球俱乐部股权结构存在问题及影响

4.1 球队简介

广州足球俱乐部股份有限公司，又称广州队，其主场为广州天河体育场。从1954年广州市足球队成立至今，先后经历了广州白云山时代（1984年-1992年）、广州太阳神时代（1993年-2000年）、广州吉利时代（2001年）、广州香雪时代（2002年-2003年）、广州日之泉时代（2004年-2005年）、广州医药时代（2006-2009年）、广州恒大时代（2010年-2014年）、广州恒大淘宝时代（2014年-2020年）以及广州队（2020年以后）时代。恒大集团自入主广州队以来，十二年间获得了9个联赛冠军，其中8个中超联赛冠军，并两次登顶亚洲，获得亚冠冠军，并且在2015年6月，成功上市新三板，一时间风头无两。

在竞技层面所向披靡的背后是高额运营成本，导致球队连年亏损经营。从2018年5月3日开始，在新三板上市的恒大淘宝足球俱乐部简称变成ST恒宝。不久之后的2020年12月28日，恒大淘宝足球俱乐部正式宣布从新三板退市。由于母公司恒大集团深陷债务危机，导致球队工资从2020年9月3日之后就再未发放，俱乐部与除了蒋广泰以外的归化球员全部解约，而在最新公布的广州队内部文件中披露，2022赛季球队顶薪60万元，起薪6万元的超低薪水更是震惊了中超。

2021年2月4日，广州恒大淘宝足球俱乐部股份有限公司正式改名为广州足球俱乐部股份有限公司。

4.2 广州足球俱乐部俱乐部股权结构分析

4.2.1 广州足球俱乐部股权结构现状

由表4.1可知，广州足球俱乐部由恒大地产集团有限公司绝对控股（56.71%），阿里集团占股37.81%，其余股份由六家民营企业、专项资产管理计划以及私募投资资金分得，均在2%以下。

表 4.1 广州足球俱乐部股权结构现状

股东名称	股东性质	主营业务	股权占比
恒大地产集团有限公司	民营企业	地产	56.71%
阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	民营企业	电商	37.81%
深圳市建融合投资有限公司	民营企业	受托管理股权投资基金	1.36%
深圳市第一前海体育投资管理有限公司	民营企业	体育业投资	1.16%
深圳广田集团股份有限公司	民营企业	建筑装饰工程的设计与施工	0.63%
苏州金螳螂企业（集团）有限公司	民营企业	实业投资	0.63%
江苏南通三建集团股份有限公司	民营企业	建筑施工业	0.38%
科顺防水科技股份有限公司	民营企业	新型建筑防水材料的研发、生产和销售	0.19%
前海开源资产-民生银行-前海开源资产恒通 15 号专项资产管理计划			0.19%
上海邦阁资产管理有限公司-邦阁新三板 1 号私募投资资金			0.16%

数据来源：天眼查（时间截止到 2022 年 5 月 23 日）

4.2.2 广州足球俱乐部股权集中度分析

广州足球俱乐部由恒大地产集团有限公司绝对控股（56.71%），阿里集团占

股 37.81%，其余股份由六家民营企业、专项资产管理计划以及私募投资资金分得，均在 2%以下。

4.2.3 广州足球俱乐部股权制衡度分析

根据陈德萍股权制衡度做法，第二大股东对第一大股东的制衡度具体数值为第二大股东占比于第一大股东占比之比。由于其余股东股权占比均在 2 这种以下，所以将剩余股东占比之和计算与第一大股东的制衡度，如下表所示：

表 4.2 广州足球俱乐部股权制衡度

股东名称	股权占比	股权制衡度
恒大地产集团有限公司	56.71%	—
阿里巴巴（中国）网络技术有 限公司	37.81%	0.67
其余股东占比之和	5.48	0.1

数据来源：天眼查

4.2.4 广州足球俱乐部股权性质分析

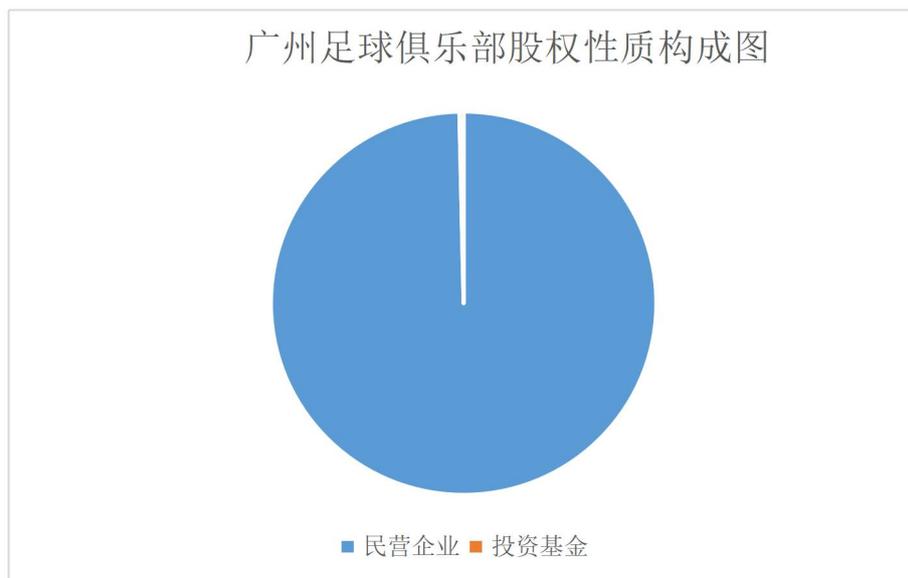


图 4.1 广州足球俱乐部股权性质构成图^①

^① 数据来源于广州俱乐部最后一份年报

职业足球俱乐部的股东一般分为俱乐部、自然人、法人、家族、投资基金、政府 6 种形态，从图 4.1 可知，广州足球俱乐部股权性质绝大多数为民营企业，只有极少部分为投资基金。

4.3 广州足球俱乐部内部治理结构分析

广州足球俱乐部公司治理结构如下：

(1) 股东大会治理

股东大会决策机制的发挥与股权结构密切相关。当前，职业足球俱乐部股权结构正向多元化转变，股权集中度开始下降，但据 2021 年中超俱乐部股权结构统计，俱乐部股权高度集中和股权性质单一情况依然突出，股权制衡机制比较薄弱。从长远看，股权结构多元化，股权适度集中，有利于俱乐部发挥股权制衡机制，提高股东大会决策水平。广州足球俱乐部发展初期，恒大集团作为唯一股东，利用对俱乐部完全控制权，肆意插手球队经营。在稳定发展后，俱乐部改善股权结构，在保持恒大集团作为控股股东的同时，陆续增加股东人数，引入企业法人、机构投资者和自然人等股东，但恒大集团还是公司控股股东，依然做出“金元足球”时期损害俱乐部经营的球员高薪和高额转会费维持球队竞技水平的决定

(2) 董事会治理

董事会由董事组成，股东大会负责选举出各个董事，全体董事投票选出董事长。董事代表了股东的意志，负责根据股东们的诉求来决定公司的经营，以此维护股东们的利益。广州足球俱乐部的董事会常设 5 名董事，5 名董事均来自恒大集团，因此董事的决议完全体现大股东恒大地产集团的意志，而广州队的股东不仅有恒大地产，还有阿里集团，且占有 40% 的股份，广州队为了维持其在中超的统治地位获得的溢出效应，依然拿出营业收入三四倍的资金来支付球员高额的转会费和薪资，恒大集团依靠广州队的广告效应在房地产行业赚的盆满钵满，造成的后果就是球队完全依靠母公司输血，球队不健康甚至可以说是畸形的运营者，这都与董事会的决策是分不开的。

(3)监事会治理

监事会负责监督董事会和高管层以及公司的日常经营。监事会具有监督职能，对维持公司正常运转具有重要意义，是现代公司中重要治理机构。广州队实行的是“股东监事+职工监事”的监事会治理模式，股东大会有选举和更换股东监事的权力，职工监事顾名思义是由职工代表担任。广州队监事会成员有三人，每名监事有三年任期，任期结束后，若股东大会或职工投票连选，则可以再次当选。广州队还设立财务、会计和内部审计部门以及外部会计、审计机构等，若监事会依照相关规定，遵从监事本应负起的责任和义务，那他们本应该监督球队的日常决策，限制或者否决董事会做出有损球队经营的决定，但从俱乐部一直举债经营，收支严重失衡的现在来看，监事会治理形同虚设。

(4)高管层治理

高管层负责连接董事会和管理层，也是具体执行董事会意志的机构。广州队高管层分别为总经理、副总经理、董事会秘书和财务负责人，以上人员均出自母公司恒大集团。董事长有提名董事长秘书和和总经理的权利，总经理有提名副总经理的权利，经董事会开会表决是否聘任，董事会若觉得三者不能胜任工作，可以解聘重新让董事长和总经理提名。这种选聘方式决定了俱乐部高管层是董事会的执行机构。高管层负责实施董事会下达的决定、方案以及计划等高管层负责联系主教练团队，包括聘任主教练以及向主教练传达董事会的决定，主教练负责竞技层面的事务。广州队之所以保持着如此优秀的战绩，与“董事长负责下的主教练负责制”是分不开的，董事会以及其他高管层不会队球队竞技层面有所干涉，对主教练充分放权，主教练在球队转会、训练、比赛方面说一不二，主教练受董事长全权委托，并设计了远高于其他俱乐部的薪酬激励制度。这虽然让恒大在竞技层面保持充分的优势，但正是由于高昂的薪酬激励，导致球队财政层面支出过多，球队在经营层面出现严重财政问题，酿成了破产危机。

4.4 广州足球俱乐部财务分析

本文从广州足球俱乐部的成本、收入、经营现状及盈利能力以及利润进行分

析，对广州足球俱乐部公司财务问题进行分析，为下文分析股权结构存在问题打下基础。

4.4.1 广州足球俱乐部收入及成本分析

表 4.3：广州队营业收入及职工薪酬占营业成本比重(单位：人民币)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1H
营业收入	3.81 亿	4.72 亿	4.78 亿	6.03 亿	7.83 亿	0.10 亿
营业成本	12.66 亿	15.11 亿	17.24 亿	24.06 亿	24.31 亿	10.77 亿
职工薪酬	8.71 亿	10.80 亿	12.34 亿	14.77 亿	17.30 亿	7.99 亿
薪酬占比	68.80%	71.48%	71.58%	61.39%	71.64%	74.19%

数据来源：广州足球俱乐部年报（数据截止到最新一份年报）

如上图所示，广州队职工薪酬占营业成本比重在 68%以上。这凸显出广州队的经营模式的实质，就是大量投入资本引进教练和球员，再通过参加比赛夺得优秀战绩来使其控股公司获得良好的营销效果。这种模式毫无疑问带来的是沉重的成本负担，尤其是球员高额的转会费和薪酬；俱乐部自上市以来从招股书涵盖的最早年度 2013 年，到退市前 2020 年最后一份中报，广州队累计亏损 86.35 亿元，各方股东通过注资、借款等方式为球队注入了 99.1 亿现金。至退市时，俱乐部对集团内关联公司的借款仍有 70.19 亿。账面上一直没有可供分配的利润。

4.4.2 广州足球俱乐部经营现状及盈利能力分析

下表仅选取三个指标进行经营现状及盈利能力分析，分别是每股收益、净资产收益率和资产负债率。

每股收益表示持股股东每持有一股所享有的盈利或承担的亏损，表现出了企业的盈利能力和承担风险的能力。足球俱乐部的每股收益与球队战绩和财政有关，广州队自上市一来，由于其亏损严重，入不敷出，尽管在中超赛场和亚冠赛场表现不俗，其每股收益还是一路下跌，在退市前的 2019 年，更是达到-6.41。

净资产收益率（Return on Equity，简称 ROE），又称股东权益报酬率/净值报酬率/权益报酬率/权益利润率/净资产利润率，是净利润与平均股东权益

的百分比，是公司税后利润除以净资产得到的百分比率，该指标反映股东权益的收益水平，用以衡量公司运用自有资本的效率。指标值越高，说明投资带来的收益越高。广州队自从 2017 年之后就没有公布过相关数据，从前三年公布的数据来看，一路下滑，到 2017 年就达到了-1089.34%，这与其过分依赖母公司输血的畸形的发展模式是分不开的。

表 4.4 广州队安全性及盈利能力指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1H
每股收益	-2.54	-2.05	-2.49	-4.61	-6.41	-2.65
净资产收益率	-137.74%	-143.42%	-1089.34%	—	—	
资产负债率	73.87%	52.30%	133.89%	216.25%	267.37%	341.96%

数据来源：广州队年报（数据截止到最新一份年报）

资产负债率是长期偿债能力的重要体现，反映了公司使用债权人提供的负债进行的经营情况，同时是衡量债权人贷款安全性的重要指标，其公式为：

$$\text{资产负债率} = \text{总负债} / \text{总资产}$$

资产负债率应根据行业背景来分析，资产负债率低说明球队趋于稳定，长期偿债能力强。资产负债率高说明球队充分利用财务杠杆，以获得更大收益。广州队的负债率一路走高，从 2016 年开始迅速增长，2017 年便突破 100%，2018 年高达 216.25%，到 2020 年更是高达 341.96%，说明球队已资不抵债。

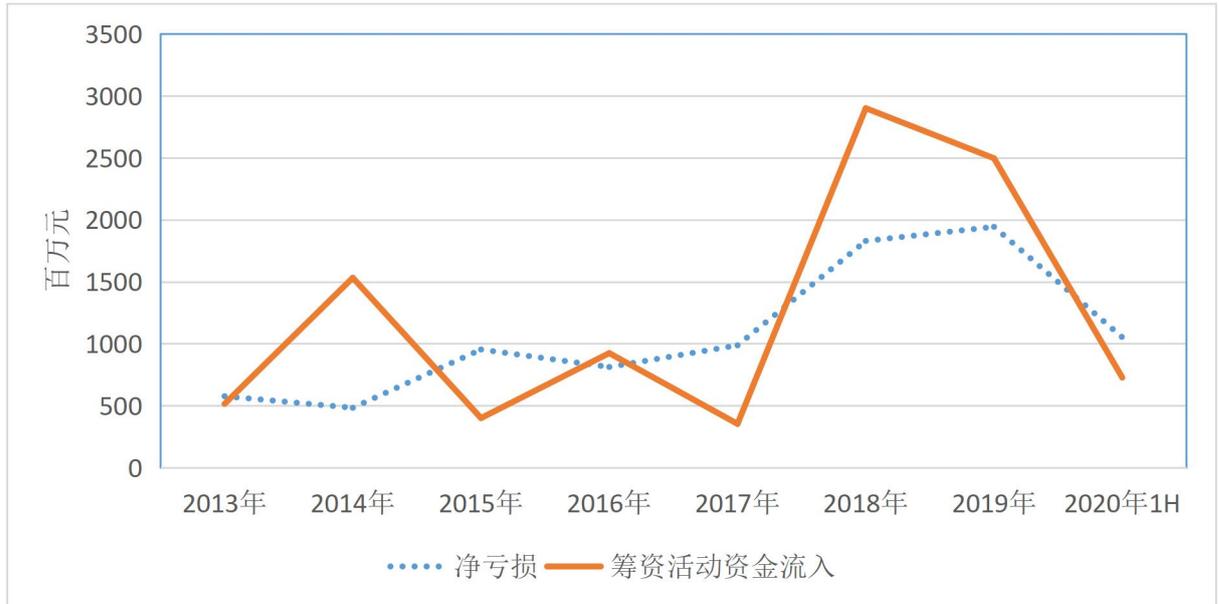


图 4.2 广州队历年净亏损及筹资现金流入^①

4.4.3 广州足球俱乐部利润分析



图 4.3 广州队净利润变化趋势(单位: 人民币万元)^②

^① 数据来源: 广州队历年年报 (数据截止到最新一份年报)

^② 数据来源: 广州足球俱乐部年报 (数据截止到最新一份年报)

从上表可以看出，广州队净利润基本在-9 亿人民币以上，在 2019 年更是达到了惊人的-19 亿，这是由于广州队支付的高额转会费以及巨额球员薪资导致的。

4.4.4 结论

从上面分析可以得出广州足球俱乐部的经营主要依靠母公司的持续注资，成本的居高不下让俱乐部一直在维持着一种畸形发展，恒大集团每年高额投入以维持如此畸形的公司运营模式的原因显然不是因为恒大集团有一颗为中国足球崛起献出一切的爱心，从球队三次更换胸前广告和十一年来未有一人转会留洋可以看出，恒大集团如此高额的投入只是为了追求溢出效应，以达到营销效果甚至从政府拿地更加方便的目的。俱乐部完全失去自我经营的能力，成为存亡取决于母公司的“厂队模式”。

不同于足球文化积淀深厚的欧洲足坛，中国球迷的消费力撑不起球队开销，而广州队却采取超出职业运动员行业薪酬标准和社会普适性劳资伦理的巨额薪水，脱离市场太过，架起的空中楼阁终会倒塌，所造成的便是球队无法健康经营，今日深陷破产传闻也就不足为奇了。

4.5 广州足球俱乐部股权结构存在的问题

广州足球俱乐部股权结构存在着股权性质有待优化、股权集中度和制衡度不合理以及股东滥用权利的问题。

4.5.1 广州足球俱乐部股权性质有待优化

从广州足球俱乐部的股权性质构成图可知，其股东大多数为法人股，且均为民营企业，小部分为投资基金。徐丽萍（2006）认为公司的大股东为国有资本时，会对公司经营绩效产生正面影响。

中国的足球俱乐部，往往因为其入不敷出，具有公益性等特点，所以他的优质股东不同于其他商业公司，要求母公司具有高度的社会责任感、源源不断的现金流，或者不走金元路线，能对俱乐部的支出精打细算，来维持俱乐部的长久经营。前者代表企业是上海海港母公司上港集团以及以及山东泰山的母公司山东省

电力公司，二者都是具有高度垄断性的国企，自然兼具上述特点。后者代表企业是河南嵩山龙门俱乐部的母公司河南建业集团，河南队成立起自 1994 年就一直活跃在中国职业联赛中，27 年来从未缺席，也从未有过欠薪传闻，这与其母公司精打细算稳扎稳打的建队方针是分不开的。

表 4.5 中超各球队欠薪情况

球队	欠薪情况
北京国安	欠薪 5 个月以上，半年来补发了一个月工资
上海申花	拖欠部分月份薪资。
广州队	欠薪 2 个月，9 月 3 日之后没有再发薪水。
广州城	欠薪 2 个月，9 月份开始停薪。
武汉队	欠薪 7 个月以上
重庆两江竞技	欠薪 8 个月以上。2021 年以来仅发了 2 个月工资。
青岛黄海	欠薪 6 个月以上。一直承诺尽快补发，但还没有兑现。
天津津门虎	欠薪 2 个月，仅发少量生活费。
沧州雄狮	欠薪 6 个月左右。
长春亚泰	欠薪 4 个月左右，隔几个月补发一次 2 个月工资。
河北队	普遍至少 6 个月以上
深圳队	11 月之前薪资正常发放，11 月暂不确定能否发放。不过政府年度补贴已经提前发放给俱乐部，球队运营正常。
河南嵩山龙门	薪资目前正常发放。相关人士透露，因为股改导致的俱乐部股权变更等流程问题，薪资发放曾延缓近 2 个月，目前已经补上。
大连人	俱乐部按照新的工资体系正常发放薪资
山东泰山	薪资正常发放
上海海港	薪资正常发放

数据由网络整理得出

广州足球俱乐部自成立以来一直依靠其母公司恒大集团投入资金来维持经营，且亏损严重，恒大集团依靠广州队在中超赛场和亚冠赛场的优异表现获得广

告效应以及其他隐性收益，如今恒大集团深陷财务危机，广州队必然难以保持以往高投入来维持竞技表现的状况，此时需依靠有稳定资金来源、有高度社会责任感的国企来帮助球队，方能度过难关。

4.5.2 广州足球俱乐部股权集中度和股权制衡度不合理

童超（2019）用 2013-2018 赛季全球 22 家上市职业足球俱乐部职业足球俱乐部股权结构和财务数据为研究对象，得出(1)股权集中度与财务绩效呈左高右低的“U 型”关系，表明俱乐部财务绩效在股权分散时达到最优。而广州队如此之差的财务状况验证了这一结论，因此应当降低广州足球俱乐部的股权集中度，以改善球队的财政状况。(2)职业足球俱乐部股权制衡度与财务绩效呈“倒 U 型”关系，表明存在一个相对平衡的制衡点，既不影响大股东的决策效率，又可以对大股东实施有效监督。从上面对广州队的治理结构分析得知，广州队管理层均为恒大集团指派，为起到有效监督，因此应降低第二大股东对第一大制衡度，提高其他股东对第一大制衡度。

4.5.3 广州足球俱乐部股东滥用权利

2013 年 11 月 9 日，亚洲冠军联赛决赛第二回合，广州队（当时叫恒大足球俱乐部）毫无征兆的把胸前原本应该是“恒大地产”的广告更改为“恒大冰泉”；2014 年 8 月 27 日，亚洲冠军联赛第二回合，广州队将胸前广告由原先的“东风日产启辰”更换为“东风日产启辰”。2015 年 11 月 21 日，亚洲冠军联赛决赛第二回合，在未获得赞助商东风日产同意的情况下，依然更换胸前广告，将“东风日产启程T70”变为“恒大人寿”。

第一次更换胸前广告事件由于都是恒大集团的子公司，在集团内部进行了相关处理，未造成任何争议，恒大冰泉因此进入国人眼帘，成为市场上的爆火产品。

第二次事件之后，广州队对外声称与东风日产妥善处理好这场无视赞助合同的闹剧，此次事件虽然引起一定的舆论，但未造成严重的后果，而由于恒大在比赛中输球了，导致恒大粮油没有造成恒大冰泉那样大的广告效应。而第三次事件之后，广州队也是如第二次一样支付违约金来平息事件，而大众对这种践踏商业契约的行为忍无可忍，舆论纷纷支援东风日产。

表 4.6 广州足球俱乐部营业收入构成及广告收入占营业收入比重

项目	2020H	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	0.10 亿	7.83 亿	6.03 亿	5.28 亿	5.61 亿	3.81 亿
门票收入	—	0.57 亿	0.41 亿	0.48 亿	0.48 亿	0.21 亿
广告收入	—	5.66 亿	4.63 亿	3.84 亿	0.40 亿	0.13 亿
比赛出场 费或奖金 收入	—	0.87 亿	0.77 亿	0.83 亿	0.83 亿	1.01 亿
商品销售 及特权使 用费收入	0.10 亿	0.72 亿	0.22 亿	0.12 亿	0.14 亿	0.26 亿
广告收入 占营业收 入比重	—	72.34%	76.77%	72.85%	71.16%	33.29%

数据来源：俱乐部历年年报（数据截止到最新一份年报）

恒大集团利用其控股股东的身份，为给旗下公司宣传，不顾合同约定，强行在赛前更换胸前广告，严重损害了公司和其他股东的利益，给球队造成了严重的信用危机，从表 4.6 可以看出，从 2016 年开始，广告收入占球队营业收入的比重就超过了 70%，结合俱乐部年报可以看出，也是从 16 年开始，广州足球俱乐部的广告收入全部来源于其母公司恒大集团旗下的子公司，这无疑是因为其三次更换胸前广告，违反商业契约，使得其余企业纷纷望而却步，这使得球队本就不健康的经营方式变成完全依靠母公司输血来维持运营的畸形生存方式。

4.6 广州足球俱乐部股权结构不合理带来的影响

4.6.1 广州足球俱乐部内部治理结构不规范

内部治理结构不规范具体表现为 1 股东大会形同虚设，由于广州队入不敷出，每年依靠母公司恒大集团“输血”才勉力维持下去，在做出重要决定时候，恒

大集团利用其控股股东的身份，往往做出损害公司和其他股东的行为。2 董事会和监事会疏于职守，董事会和监事会成员均出自母公司恒大集团，因此唯大股东马首是瞻，董事会未能做出有利于俱乐部发展的决策，监事会也没能起到监督作用。3 缺乏对高管层的必要激励约束，广州队之所以成为今天这样畸形的运营方式，与俱乐部没有建立对高管层必要的激励约束机制有关。从上一节可以看出，广州队自上市之日就一直在亏损，到 2020 年累计亏损 86.35 亿元，可见俱乐部缺乏必要考核机制，董事会对高管层没有明确对经营成果考核指标和考核方法。缺乏必要激励约束。

广州足球俱乐部的治理结构为私人公司形式治理结构，实际持有人并不加入俱乐部的董事会或高层，而是通过对母公司的影响来对俱乐部发号施令。这一治理结构下，实际持有人对俱乐部有绝对的控制权，俱乐部的经营方向由实际控制人决定。颜强认为，地产商如绿地、华夏以及富力纷纷入股足球俱乐部是因为他们看到了广州队在亚洲赛场的成功所起到卓越的营销效果。另外就是可以通过俱乐部与当地政府增加联系，从而希望在地产开发方面更进一步。Franck(2010)认为俱乐部的投资回报除了利润之外，还包括对俱乐部持有人其他的公司或事业产生“溢出效应”。广州队在这十年间在中国乃至亚洲一直是处于霸主地位，成为了广州这座城市一张靓丽的名片，广州队的实际控制人许家印及其控制的恒大集团受到了“溢出效应”的回报。而许家印也需要广州队继续保持在中超和亚冠赛场上的优异表现维持恒大所要求的营销效果，因此这种治理结构消除股东与管理层之间的信息不对称，较好的维护股东以及公司的利益。

在三道红线出来之后，房地产行业受到严重冲击的今天，这种治理结构的弊端就显现出来了，管理层不追求公司的健康发展，而以控制人旗下的其他公司利益为重。张新英（2017）认为中超联赛中的众多职业俱乐部并未成为其持有人价值的一个重要组成部分，而更多的是被作为一个带有强烈权宜色彩的短期工具，俱乐部会被持有人根据自身经营情况以及领导发生变化导致俱乐部被放弃。

而现在种种新闻报道都在指向广州队会走向和卫冕冠军江苏苏宁足球俱乐部一样的结局恰恰验证了这种“短期行为假说”。这是因为其内部治理结构都是为了保证实际控制人能完美控制俱乐部，无论控制人做出对公司有利还是不利的决定，公司高层都没有能力去否决这个决定。由于持有人的目的是实现利益最大化，

当持有人控制的俱乐部的母公司出现财政危机时，过去持有人下达的种种为球队“好”的决定将成为剧毒，加速球队死亡。比如用远超俱乐部本土球员和外籍教员身价的天价转会费引入球员，用超高工资留住球员，还有“为国养士”，为国家队规划了众多巴西球员。如今球队外援如保利尼奥转会吉达安民，塔利斯卡转投利雅得胜利，朴志洙租界结束返回水原三星，还有众多规划球员在完成 2021 年中国国家队任务后直接返回了巴西，拒绝参加 2021 赛季中超第二阶段比赛。若是在 2015 或 2016 赛季之后，俱乐部高层能够对“金元足球”说不，选择一条健康发展之路，虽说不能保持过去中超和亚冠的强势地位，可最起码会离建队之初喊的建立百年俱乐部奋斗目标更近一点。

综上所述，广州足球俱乐部绝对控股的股权结构大大弱化了其治理结构的功能，导致法人治理结构中的股东大会、董事会和监事会的功能无法正常发挥，俱乐部内部组织功能低效或者失效。

4.6.2 广州足球俱乐部收支严重失衡，引发球队破产危机

足球经济学中有过这样一段话，足球俱乐部不应该是自欺欺人地认为自己是 BBA 航空公司，他们更像大英博物馆，是那种心系公众，在为公众服务的同时，保持自身具备一定的清偿能力。而在足球最发达的欧洲，在 2009 年，欧洲顶级联赛的总亏损高达 19 亿欧元，随即 2010 年欧足联就推出了财政可持续性法则（简称 FFP），规则中要求所有欧洲球队从 2013/2014 赛季开始，球队的亏损不得超过 500 万欧元，其目的就是为了控制俱乐部支出，以维持俱乐部据财政健康，避免入不敷出。对违反财政公平法案的球队，欧足联会进行处罚，轻则警告罚款，重则取消比赛资格，甚至降级。为了避免出现母公司进行关联交易来规避 FFP，FFP 还会对关联方交易时特别审核。从宏观角度看，FFP 对改善欧洲足球俱乐部整天财务状况的贡献不容忽视，从 2019 年公布的数据显示，欧洲顶级联赛共盈利 1.4 亿元。

从招股书涵盖的最早年度 2013 年，到退市前 2020 年最后一份中报，广州队累计亏损 86.35 亿元，各方股东通过注资、借款等方式为球队注入了 99.1 亿现金。至退市时，俱乐部对集团内关联公司的借款仍有 70.19 亿。

早在 2015 年，房地产行业就涌现债务危机，而从上一节的俱乐部财务分析

可以看出, 2015 年的时候, 广州队的营业收入是营业成本的三分之一左右, 而职工薪酬占据成本的 70% 以上, 收入增长速度远远不及职工薪酬的增长速度, 2015 年之后, 广州队依然是高薪酬高转会费的运营思路, 根据中国足协公布的数据, 2019 年中超球员平均年薪为 1389 万元人民币, J 联赛和 K 联赛分别为 241 万人民币和 119 万人民币, 而日本人 K 联赛和 J 联赛鲜有俱乐部因为经营不善破产清算的, 恒大地产每年向俱乐部注入巨额资金, 这是“隧道挖掘效应”的一种体现, 控股股东恒大地产和第二大股东阿里集团获得广告效应, 损害了其余小股东的利益, 也造成了球队的畸形运营, 损害了其余利益相关者的利益, 为今天破产危机埋下祸根。

当初为广州队专门建设的恒大球场如今也已经被政府部门收回, 根据足球记者白国华的报道, 恒大球场将会被政府部门进行拍卖, 不过拍卖的难度还是非常大的, 因为这座球场已经开始了修建, 新接手企业无论是继续修建球场, 还是推倒重建其他项目都需要很高的成本投入, 广州市政府也已经做好了流拍的准备, 一旦没有人愿意接手这座球场的话, 广州城投集团将会进行兜底。

作为广州队青训体系重点建设的恒大足校目前经营非常困难, 从 2021 年 9 月份开始足校就开始劝退教师和工作人员, 目前已经有很多教师和员工收到了遣散通知书。

种种迹象表明球队以及到了解散的边缘, 之所以球员还坚持比赛, 一方面是他们的职业素养, 另一方面是因为政府成立工作小组, 在寻找广州企业接手, 球员有一线希望。

5 广州足球俱乐部股权结构优化设计思路

5.1 广州足球俱乐部股权结构优化原则

5.1.1 依法合规原则

股权结构优化首先要遵守的原则就是依法合规原则，一是合法能够保证大多数人的利益，二是合规能让优化设计制度化、体系化。如果在优化过程中违反了经济法等相关法律，那么终有一天会得到反噬。轻则侵害股东权利，重则可能导致公司走向破产。因此，在设计广州队股权结构优化时，应遵照公司法等相关法律，必须遵守相关规定。

5.1.2 股东自愿选择原则

股东自愿选择原则体现在一是按照公司法规定，在股权优化过程中具体股权调整须原股东签字，股权交易方式、股权交易对象以及股权数量都得经过原股东的同意。第二则是公司应向购买股份的机构或公司阐明公司未来发展方向，以及有义务向购买方说明广州队未来经营规划以及可能出现的具体状况比如可能受疫情影响，比赛日收入锐减或者足协政策影响使联赛停滞等突发事件，还应阐明中国的足球俱乐部是带有公益性质的，俱乐部应承担一定的社会责任，如向社区提供专业教练，与校园合作训练等，让购买对象自愿选择。基于上述两点，广州足球俱乐部应遵守股东自愿选择的原则。

5.1.3 企业价值最大化原则

无论是公司实际控制人或是普通股东，作为公司一员，目的都是为了公司能有更好的发展，自身可以获得更好的收益。而自身的利益最大化是建立在公司利益最大化的基础上的。广州足球俱乐部的实际控制人不断插手球队运营，损害公司利益的行为不应该再次发生。合理、有效的股权分配原则，能够把多种资源加以整合平衡，形成规模效应，最终实现理想化的资源配置，将会让公司的发展更具公平合理性

因此，需要优化公司内部治理结构，引入球迷俱乐部加入股东大会、董事会或者监事会，来限制实际控制人的权力，以防再次出现为了追求球队成绩，用高薪和高额转会费吸引好球员的现象股权分配的设计理念牵涉到每个人的利益。

5.2 推行多元持股

5.2.1 政府以球场入股

恒大的球场已初具规模，受恒大集团财政危机的影响，目前球场建设已被广州城投集团接手，若城投集团能够完成球场建设，再以球场为资产入股球队，广州队少了不仅少了租赁球场的开支，也会增加很多收入。

5.2.2 引入国企和私企投资，推进多元持股

据东方体育报报道，广州方面于 2021 年 10 月份经组建了一个改革广州两家足球俱乐部股权的工作小组，小组直接由市政府相关领导牵头负责，成员包括市体育局在内的广州市相关职能部门的领导，主要工作就是负责为广州足球俱乐部寻找能够接盘的企业。据悉，这些企业以广州本地的国企为主，其中就有广州医药。

同时，政府不应重复恒大旧事，让一家俱乐部绝对控股，应多引入企业分散投资压力，同时合理分配表决权，来限制大股东权力，以免损害小股东和其他股东利益。若股改成功，有国企愿意注资球队，则俱乐部接近解散破产的危机便可迎刃而解。

5.3 广州足球俱乐部球迷信托持股

5.3.1 建立广州足球俱乐部球迷信托的的可行性分析

信托围绕着委托人、受托人以及受益人三方展开，是委托人出于对受托人信任，将财产权委托给受托人，受托人将为了受益人的利益或特定目的，以自己的名义对财产进行管理的行为。

球迷信托起源于英国。20 世纪 80 年代，新自由主义思潮席卷英国足球界，球迷与俱乐部之间关系渴望有新的变化。1992 年英超联赛宣告成立标志着英超从联赛体系中分离出来。英足总对英超有了新的监管政策，俱乐部得以享受更宽松的市场政策，同时随着转播技术越来越发达，转播收入带来的丰厚利润让这项运动越来越商业化。俱乐部将涨价的球票以及周边产品卖给更加富裕的球迷，以获得更高的收入，使得原本不太富裕的工人阶级被冷落，第三条道路的思想让这群原本的球迷产生了在俱乐部中拥有话语权的想法，新工党帮助建立的 Supporters Direct 组织就是为了帮助球迷们建立球迷信托，以求在俱乐部中获得股份来在俱乐部的管理中拥有发言权。

球迷信托自建立之日起就一直力求增加其在俱乐部的影响力。阿森纳球迷信托一度在阿森纳董事会中占有一席之地，虽然克伦克收购阿森纳之后就将球迷信托赶出了董事会，而阿森纳球迷也一直努力呼吁俱乐部高层让他们重返董事会。又比如自今年欧超计划（皇马、巴萨、尤文等十二家俱乐部想摆脱欧足联独自建立的欧洲赛事）公布以来阿森纳球迷在对埃弗顿赛前举行示威活动，球迷信托 (AST) 列出克伦克未做到的承诺以证实其并非英超所有者审查中所定义的“合适的所有人”(suitable owner)；在球队破产的时候，球迷信托更是可以挽救俱乐部：比如苏格兰超级联赛的格拉斯哥流浪者队 2012 年因动用员工福利信托来支付薪水，被英国海关税务总局认定为违法行为，罚款 4900 万英镑，最终破产被罚入苏丙，而球迷信托组织向流浪者队注入资金，最终帮助球队重回苏超联赛。

虽然信托行业在中国取得了蓬勃的发展，但球迷信托却未能被引入中国，究其原因，一是因为各足球俱乐部不需要这股资金，依靠股东的资金注入便能养活俱乐部；二是因为从法律层面，根据以前的《集合资金信托管理办法》，投资一个信托计划的合格投资者为认购金额超过 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织，而球迷信托显然不会有太多满足此要求的球迷，若降低认购金额门槛，无疑会被有关部门认定为非法集资。

笔者将会从法律、球迷、俱乐部三个角度来论证建立球迷信托可行性。

(1) 球迷信托属于服务信托范畴

根据银保监会发布的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，

服务信托业务，是指信托公司运用其在账户管理、财产独立、风险隔离等方面的制度优势和服务能力，为委托人提供除资产管理服务以外的资产流转，资金结算，财产监督、保障、传承、分配等受托服务的信托业务。”第 2 条规定：“本办法所称资金信托业务，是指信托公司作为受托人，按照投资者的意愿，以信托财产保值增值为主要信托服务内容，将投资者交付的资金进行管理、运用、处分的信托业务活动。”第 29 条规定：“服务信托业务不属于本办法所称资金信托，不适用本办法规定。

由上述内容可知，球迷信托应属于服务信托。服务信托与资金信托的区别，一是为受托人提供的服务上，前者提供的是财产保值增值服务，后者提供的是资产流转，资金结算，财产监督、保障、传承、分配等受托服务的信托业务。二是在目的上，服务信托的目的是为了实现财产的分配、保障、监督等功能，资金信托的主要目的是获得投资利润。被委托的财产是否为资金不能成为划分二者的依据。

球迷信托建立之初的目的是为了获得俱乐部的股权，球迷信托并不参与分红，只是为了参与俱乐部的管理，因此主要目的并不是获得投资利润。受托人根据球迷们汇总的需求，进行目标俱乐部的股权投资，受托人本身不负责选择项目，只是提供托管、运营等管理服务。

因此球迷信托应属于服务信托范畴，资金信托暂行办法中关于投资者人数和合格投资者等各种的限制均不适用于球迷信托。

(2) 庞大的球迷群体为球迷信托提供资金保障

目前广州足球俱乐部主场天河体育场从 2014-2019 赛季场均观众人数均超过 4 万人，是中超所有俱乐部中主场场均人数最多的，贴吧粉丝数为 468.3 万人，微博粉丝数为 797 万人，均位于中超榜首。种种数据表明广州恒大拥有中超最多的球迷，为球迷信托的建立打下良好的经济基础。

表 5.1 广州足球俱乐部门票及商品销售收入(万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
门票收入	5453.90	21023.90	4772.20	4783.30	4123.10	5520.42

续表 5.1

商品销售收入	2383.90	2025.50	1042.00	1238.61	2400.17	2936.85
--------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

数据来源：根据广州足球俱乐部历年年报整理得来

门票收入和商品销售收入代表着球迷对俱乐部的喜爱程度，会付出多少金钱来支持俱乐部，从表 1 可以看出，广州足球俱乐部门票收入稳定在四千万元以上，主场观众人数稳定在四万人以上，据笔者从俱乐部官网查询到的信息，俱乐部每年季票分为 5 个档次：500 元、600 元、1000 元、1500 元、2000 元、2500 元，俱乐部每年会放出 25000 张季票，一经发售，变一扫而光，足以证明球迷们对球队的喜爱，愿意拿出资金来帮助俱乐部，相信广州足球俱乐部的球迷对拿出资金建立球迷信托，在俱乐部中占有股份，进而参与到俱乐部的治理中是非常乐见其成。

(3) 俱乐部股东深陷债务危机需要新资金注入俱乐部

广州足球俱乐部股东均为民营企业，且占股份最多的两家俱乐部恒大集团和阿里集团最近几个月一直处在风口浪尖，广州足球俱乐部深陷债务危机，据第一财经的消息，以广州城投、越秀等为代表的国资已经开始接手恒大的一些项目，比如恒大位于广州番禺的大球场以及配套公寓以作价卖给了广州城投。另有消息显示，越秀已出手接盘了恒大位于香港的总部大楼。这不禁让人想起一年前的江苏苏宁俱乐部，同样的母公司苏宁集团深陷债务危机，尽管最终苏宁俱乐部获得了联赛冠军，但苏宁集团最终还是决定停止向苏宁俱乐部注入资金，使得俱乐部不满足中超联赛准入标准，俱乐部以停止运营，球员和工作人员或转头他家、或退役收场，令全世界都大为震惊。

中超俱乐部除了几家国企控股的俱乐部，其他几家或多或少都传出欠薪的传闻，因此广州足球俱乐部也是需要新的资金来源来保持俱乐部健康的运营下去，因此俱乐部会乐意见到球迷信托的建立，并积极给与必要的援助。

5.3.2 广州足球俱乐部球迷信托持股，并加入董事会

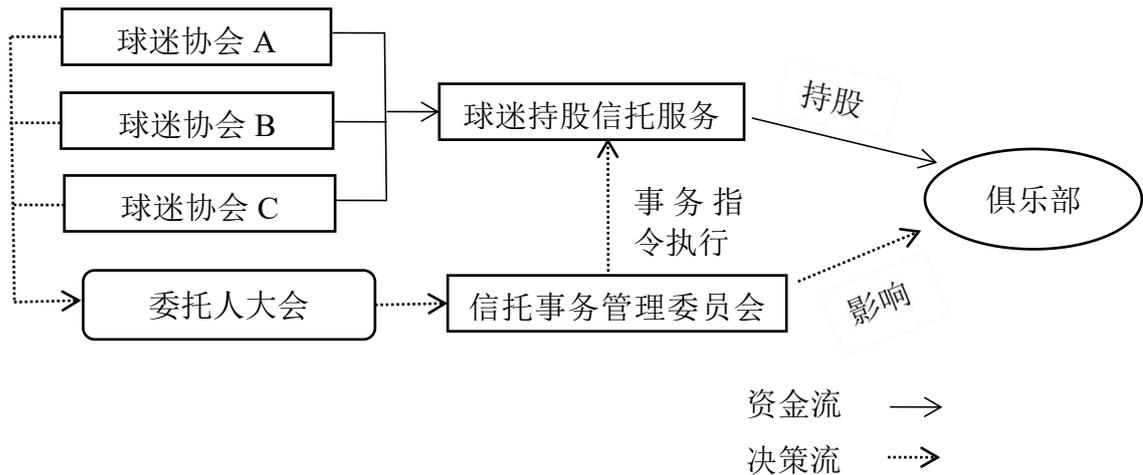


图 5.1 球迷信托操作流程

具体操作流程如上图所示，首先由信托公司开启球迷持股信托服务项目，各个球迷协会负责收集资金并打入信托专户，由各个球迷协会选出成员组成委托人大会，委托人大会组成信托事务管理委员会，建立决策流程体系，受托人信托公司根据管理委员会决议进行信托事务管理。

信托事务管理委员会持有俱乐部股份，根据持股比例在股东大会享受对应的投票权或者进入董事会，参与俱乐部日常事务管理，发挥球迷热爱俱乐部全心全意为球队好的特性，以此限制实际控制人的权力以及对公司高层的监管，以此完善公司内部治理。

5.4 强化广州足球俱乐部监事会的职权

鉴于原监事都是股东大会或者职工代表中选取，而这些人都是从恒大集团挑选而出，代表了集团的利益，致使公司在经营层面畸形发展。因此应设立独立监事，独立监事应从监管部门委派，或者由球迷信托服务担任，不能与股东之间有任何交集，为了能真正的起到监督作用，三名监事中独立监事应占两人，独立监事的道德品行以及工作时间应有充分的保证，如此才能保证公正、独立，才能杜绝公司只为某位股东服务，杜绝损害其他股东的事情发生。

5.5 完善广州足球俱乐部经理人的激励约束机制

为了解决俱乐部俱乐部亏损严重、畸形运营的问题，应对俱乐部的收入分配

进行调整，制定激励性、多元化的报酬结构，形成激励约束机制，将俱乐部利润和高管层的收入挂钩，来调动高管层的积极性，以达到增长收入和降低成本的目标，保护所有利益相关者的利益，进而实现俱乐部健康发展。一是健全内部监测机制，即完善股东大会、董事会等对高管层的监督。二是健全外部监测机制，即董事会通过营收状况来对高管层做出评定，继而做出奖惩。

5.6 实现广州足球俱乐部所有权与控制权分离

所有权和控制权分离是企业实现健康运营的基本做法。广州足球俱乐部无论是首任总经理刘永灼还是接任的高寒，都是恒大集团的职员，不是职业体育经理，因此二人都是为了母公司恒大集团的利益来运营俱乐部，这无疑损害了其他股东和俱乐部的利益。在欧洲足球发达国家，有一部分足球运动员退役之后会选择担任俱乐部的总经理，如拜仁前任总经理为赫内斯，现任总经理卡恩均为足球运动员，他们因为有着充足的体育经验，使其管理俱乐部更加得心应手，广州队应该积极培养职业体育经理人，如有着丰富足球职业经验的前国脚郑智，再加上其本身效力广州队长达十年，可以培养其管理能力，成为球队总经理，实现俱乐部所有权与控制权分离。

6 广州足球俱乐部股权结构优化设计的实施效果预估

6.1 改善球队财政状况

球迷信托在球队面临破产的时候出资帮助球队度过难关的例子在国际上比比皆是。如 2003 年，埃克塞特城队正副主席因贪腐银铛入狱，俱乐部债台高筑降入业余联赛，球迷信托出手收购球队，帮助球队重返职业联赛并运营至今；世界上现存第三古老的球队雷克瑟姆在经历世纪初破产托管的艰辛史后，于 2011 年被球迷信托收购，2013 年还夺得足总挑战杯冠军，直到今年被好莱坞明星瑞安雷诺兹和罗布-迈克尔亨尼收购；2013 年，“庞贝军团”朴茨茅斯被高等法院判处破产，球迷信托出手相救，一直运营到 2017 年前由迪士尼 CEO 迈克尔-艾斯纳收购球队；苏格兰超级联赛的格拉斯哥流浪者队在被罚入苏丙联赛濒临破产之际，受到了球迷信托的资金帮助，才免于破产危机，最终一步步回到超级联赛之中。

在上一章提及过，广州队由于其出色的球队战绩，拥有中国最大的球迷团体，每年的球队周边收入均在 2000 万元以上，门票收入在 4000 万元以上，拥有如此庞大的愿意为球队付出金钱和时间，球迷信托收集到的资金虽然不能使球队彻底度过危机，但在球迷信托和政府以及社会的共同努力下，一定能改善球队财政状况。

6.2 完善公司内部治理

完善的内部治理是职业足球俱乐部公司治理的核心。完善俱乐部公司内部治理机制，有利于加强对决策层的监督，改善经营环境，保持自身稳定发展。

广州足球俱乐部现有公司内部治理模式有利于控制人直接插手干预俱乐部的经营行为，这种模式在 2010-2020 年这十一年间解决了委托人和管理层之间信息不对称的问题，若恒大集团不出现财政危机或者广州队如英超俱乐部的切尔西一样，通过完善球迷市场和赞助市场来保持俱乐部收支平衡，从而减少母公司的输血。那么这种治理模式可以一直持续下去，可经济形势错综复杂，这种治理模式的弊端随着房地产行业的暴雷显现出来，由于俱乐部三次更换胸前球衣事件使

得恒大在赞助商市场口碑下滑，长时间的高工资使得球队外援纷纷离队，这些都因为其内部治理结构不规范引起的，通过强化监事会职权，完善俱乐部经理人的激励约束机制，可以完善内部治理规范。

6.3 加快球迷市场建设

加快球迷市场建设是发展体育产业重要方法。在 2014 年 10 月，国务院颁发《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》。与欧美国家相比，由于我国体育产业开始较晚，开发程度不够，因此具有巨大的市场潜力，文件表示要大力开发体育产业，以此来扩大国内消费，增加 GDP，增加产业规模。足球作为世界第一运动，国内球迷市场并没有得到充分的开发，广州队应借助诸多政策和股改的契机，充分开发球迷市场，来提高俱乐部收入。

足球俱乐部的收入来源主要有四种，分别是转播收入、门票收入、赞助商收入以及球队周边产品收入，曾经的金元足球时期，联赛转播收入卖出 5 年 80 亿的天价，后又调整为 20 年 110 亿，而受疫情影响，中超公司在 2020 年仅收到 1.5 亿元的转播费用，中超公司已向购买转播权的体奥动力寄去解约函，曾经的天价版权费宣告结束。因为广州队的三次更换胸前广告事件，其赞助商 15 年之后一直是有恒大系公司担任，寻找新的赞助商需要一定的时间。门票收入中的散票收入会随着球队战绩波动，具有不稳定性。而季票收入和球队周边收入是球迷市场的重要组成部分，也是全世界各个俱乐部一直积极开发和维护的。

中超各个俱乐部在球迷市场的开发上远远落后于欧美，原因一是球队不重视球迷，球迷缺少自我认同。二是缺少良好的球迷文化氛围。而球迷信托可以为解决这两个问题提供帮助。从俱乐部的角度，球迷信托作为俱乐部的股东之一，可以直接为球队提供参考性建议，比如利用地域优势，打造特色周边产品来吸引球迷购买等，以此来提高球迷的稳定性和认同感。从球迷的角度，球迷是俱乐部的股东之一，用利益和情感来绑定球迷对球队的忠诚，这是加速球队死忠球迷建设的重要方法，有利于对球迷文化深层次的塑造和培养良好的球迷氛围。

6.4 实现俱乐部地域化发展

2015 年 3 月 8 日，国务院办公厅印发的《中国足球改革发展总体方案》明

确提出：“推动实现俱乐部的地域化，鼓励具备条件的俱乐部逐步实现名称的非企业化。”中国前足协主席蔡振华表示：2016年是中国足球改革深化之年，在职业俱乐部建设上要“着重推动实现俱乐部的地域化和名称非企业化”。而若想实现俱乐部地域化发展，加强与社区之间的联系是重中之重，只有紧密联系社区，才能融入当地，使足球成为大家的日常生活，形成自己城市的一种足球文化。

张路指导曾经说过中国足球从2000年到2014年这十五年间，平均每年踢球的中小學生不足一万人，而日本是六十万，而且全都是接受业余训练的，这就能解释为什么中国的水平如此之低。日本为什么有如此浓厚的踢球氛围？这得益于日本职业足球地域化建设如J联赛职业球队与市政府合作建立社区体育中心和训练营，并提供专业教练为各个年龄段的青少年提供参与足球运动的机会，这些措施极大的促进了日本职业足球的发展。

广州队同城球队广州城队也在积极探索职业足球地域化之路，广州城队经常组织球员进校园开设足球课，推进校园足球建设。广州队应利用此球迷信托持股的机会，让球迷参与踢球，带动身边人踢球，培养踢球氛围。同时与政府合作提供场地和教练，来促进足球运动的普及。

6.5 实现会员制俱乐部

会员制俱乐部自诞生之日起，其承担的任务就是服务好广大会员。管理者会根据会员的意旨来经营俱乐部，与非会员制俱乐部股东追求的是价值增长与利益回报不同，会员们是没有分红的，俱乐部即使盈利，也会投入到俱乐部经营中，因此会员制俱乐部追求的是竞技层面的突破，具有很强的公益性。非会员制俱乐部大都是现在公司模式，管理层除了要保证竞技层面有所突破之外，还要更多的谋求商业收入来为股东创造更多的收益。因此会员制俱乐部治理体系可以保证俱乐部完全属于球迷。

中国足坛也曾留下会员制俱乐部的足迹。2014年，由巴萨中国球迷协会主席石秀坤发起、联合283名创始会员组建的镇江华萨足球俱乐部成立。经过两年业余赛事的打拼后，华萨遭遇了彼时中国足协推行的职业俱乐部准入制度，囊中羞涩的他们距离一年几十万投入的最低要求还很远。经过投票，会员一致决定接受外部投资，无偿将俱乐部划转给镇江文旅集团。

之后镇江文旅华萨队递补升入中乙，2017年艰难保级，镇江文旅却决定放弃投资球队。经过石秀坤四处奔走，俱乐部最终于昆山文旅达成协议，迁至昆山并更名为“昆山FC”。

在金元足球的大潮中，中国首家会员制职业足球俱乐部就这样走到了生命尽头。石秀坤另行注册“江苏华萨足球俱乐部”，投身校园足球和职业青训，并继续会员制模式的探索。

在如今的经济环境下，想让球迷信托独自承担起球队的运营，无论从管理角度还是资金角度都不太现实，但建立一种“半会员制”俱乐部是大有可为的，球迷信托并不一定要求获得俱乐部的绝对掌控权，而是作为私有制的补充为俱乐部提供各方面支持，为将来实现会员俱乐部打下坚实的基础。

参考文献

- [1] Andy.Burnham.Time for change:Supporters direct[J].Soccer& Society,2000,1(3).
- [2] Blair M M.Ownership and control: rethinking corporate governance for the 21st century[M].Brookings Institution,1995.
- [3] Berrett T,Slack T,Whitson D.Economics and the Pricing of Sport and Leisure.Journal of Sport Management.1993;7(3):199-215.
- [4] Berle A A,Means G G C. The Modern Corporation and Private Property[M].New York:Macmillan,1932,145-149.
- [5] Baur DG,McKeating C.Do Football Clubs Benefit from Initial Public Offerings?International Journal of Sport Finance. 2011;6(1):40-59.
- [6] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences[J]. Journal of political economy, 1985, 93(6): 1155-1177
- [7] Dimitropoulos PE, Tsagkanos A.Financial Performance and Corporate Governance in the European Football Industry. International Journal of Sport Finance.2012;7(4):280-308.
- [8] David Kennedy,Peter Kennedy. Supporter Trusts and Third Way Politics[J]. Sport in Society,2007,10(2).
- [9] FRANCK E.Private firm,public corporation or member's as-sociation governance structures in European football[J].Int J Sport Finance,2010,5(2):108-127
- [10]Freeman R E. Stakeholder management: a strategic approach[J]. New York: Pitman,1984.
- [11]Franck E. Private Firm, Public Corporation or Member's Association Governance Structures in European Football.International Journal of Sport Finance. 2010;5(2):108-127.
- [12]Gerrard B.A Resource-Utilization Model of rganizational Efficiency in Professional Sports Teams. Journal of Sport Management. 2005;19(2):143.
- [13]Holt M.The Ownership and Control of Elite Club Competition in European Football.Soccer & Society.2007;8(1):50-67.
- [14]Leach S,Szymanski S.Making money out of football[J].Scottish Journal of

- Political Economy,2015,62(1):25-50.
- [15]Lang M,Grossmann M,Theiler P.The sugar daddy game: how wealthy investors change competition in professional team sports[J].Journal of Institutional and Theoretical Economics JITE,2011,167(4):557-577.
- [16]Michie J.The governance and regulation of professional football[J].The Political Quarterly,2000,71(2):184-191.
- [17]Peter Kennedy.Supporters Direct and supporters' governance of football:a model for Europe?[J].Soccer & Society,2012,13(3).
- [18]Paul Martin. Football, Community and Cooperation: A Critical Analysis of Supporter Trusts in England[J]. Soccer & Society,2007,8(4).
- [19]Rohde M,Breuer C.The financial impact of (foreign) private investors on team investments and profits in professional football: Empirical evidence from the premier league[J].Applied Economics and Finance,2016,3(2):243-255.
- [20]Roland G. Transition and economics: Politics, markets, and firms[M]. MIT press, 2000.
- [21]Shane Tobin.Supporter ownership as a method of football governance:the concept of a Supporters' Trust and its operation within England and the Republic of Ireland[J].Soccer & Society,2017,18(5-6).
- [22]Shleifer A,Vishny,R W.A Survey of Corporate Governance[J].The Journal of Finance,1997,52(2):737-783.
- [23]Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of political economy, 1986, 94(3,Part 1): 461-488.
- [24]Wicker P,Wemgaertner C,Breuer C,Dietl H. The Effect of a Sports Institution's Legal Structure on Sponsorship Income:The Case of Amateur Equestrian Sports in Germany. International Journal of Sport Finance. 2012;7(4):340-357.
- [25]Wilson R,Plumley D,Ramchandani G.The relationship between ownership structure and club performance in the English Premier League[J].Sport, Business and Management: An International Journal, 2013,3(1):19-36.
- [26]安焱,钟廷勇.股权集中度、股权制衡与公司绩效关联性研究——基于中国制

- 制造业上市公司的实证分析[J].东北师大学报(哲学社会科学版),2011(06):46-52.
- [27]鲍逸颖,何卫红.高管股权激励、创新投入与企业绩效研究[J].经营与管理,2021(12):12-21.
- [28]曹廷求,杨秀丽,孙宇光.股权结构与公司绩效:度量方法和内生性[J].经济研究,2007,42(10):126-137.
- [29]陈德萍,陈永圣.股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009年中小企业板块的实证检验[J].会计研究,2011(01):38-43.
- [30]戴晨.中国职业足球俱乐部法人治理结构存在问题的探讨[J].体育文史,2000(03):15-16.
- [31]杜丛新,钟进,贾华,白鹏,王晓玲.欧洲职业足球俱乐部所有权特征研究[J].武汉体育学院学报,2018,52(01):24-29.
- [32]范玉仙,张占军.混合所有制股权结构、公司治理效应与企业高质量发展[J].当代经济研究,2021(03):71-81+112.
- [33]巩娜.企业金融化、股权激励与公司绩效[J].经济管理,2021,43(01):156-174.
- [34]黄速建,任梦,张启望.竞争性行业混改中国有资本控制人持股比例与企业绩效[J].经济管理,2021,43(03):62-79.
- [35]李蒙,扈文秀,李秉祥.股权集中度对企业资本结构调整速度的影响研究——基于经理管理防御视角[J].西安财经大学学报,2021,34(02):91-99.
- [36]刘波,李永宪.竞技体育发展之路走进德国[M].北京体育大学出版社,2014.7:15.
- [37]刘文董,张林.我国职业足球俱乐部上市前景的初步研究[J].天津体育学院学报,2002(03):29-33.
- [38]李维安.公司治理学[M].2版.北京:高等教育出版社,2009:11-14,193-194.
- [39]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004(12):3-13+97.
- [40]梁益军.我国职业足球俱乐部股份制改革存在问题分析[J].体育与科学,2010,31(01):12-15.
- [41]李维安,郝臣.公司治理手册[M].北京:清华大学出版社,2015:29.
- [42]李国平.控股股东性质与中国上市公司业绩的实证研究[J].经济与管理研

- 究,2008(11):39-43
- [43]倪刚,冯维胜.我国职业足球俱乐部公司治理结构反思[J].天津体育学院学报,2009,24(05):399-402+419.
- [44]南开大学公司治理评价课题组,李维安.中国上市公司治理状况评价研究——来自2008年1127家上市公司的数据[J].管理世界,2010(01):142-151.
- [45]单春霞,李倩,仲伟周,王宇红.政府补贴、股权结构与创业板上市公司成长性——基于企业异质性视角[J].经济问题,2021(01):39-46+124.
- [46]王裕雄,靳厚忠.中超联赛俱乐部持有人特征及动机判断——兼论职业足球俱乐部治理结构的选择[J].体育科学,2016,36(09):90-97.
- [47]吴国鼎.股权结构、上市板块与企业绩效[J].金融评论,2015,7(01):89-99+126.
- [48]吴成颂,黄送钦,马铮.利益驱逐:制衡抑或共谋?——我国上市银行股权特征与经营绩效的关系研究[J].经济与管理,2013,27(07):51-58.
- [49]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].经济研究,2006(01):90-100.
- [50]夏同水,臧晓玲.董事高管责任保险、股权结构与企业技术创新[J].财会月刊,2019,(22):168-176.
- [51]杨年松.论职业体育俱乐部产权结构与制度安排[J].成都体育学院学报,2003(01):26-29.
- [52]杨铄,郑芳和丛湖平.欧洲国家职业足球产业政策研究——以英国、德国、西班牙、意大利为例[J].体育科学,2014,34(5):75—88.
- [53]游茂林,王斌和贾珍荣.中外4家职业足球俱乐部管理机制比较研究[J].武汉体育学院学报,2007(05):33-35+82.
- [54]闫成栋,周爱光.职业体育俱乐部的法律性质[J].体育学刊,2011,18(01):53-56.
- [55]周进强.我国职业体育俱乐部经营中的若干法律问题——职业体育俱乐部法律问题研究之二[J].天津体育学院学报,2001(01):29-33.
- [56]张宏杰,倪刚,冯维胜.我国职业足球俱乐部建立现代企业管理制度的研究[J].体育科学,2006(04):28-39.
- [57]郑国荣,谢忠萍.中国职业足球俱乐部产权变更的原因分析[J].北京体育大学学报,2011,34(10):24-27.

- [58]张纯,方平.论我国民营上市公司股权结构与绩效[J].上海大学学报(社会科学版),2009,16(02):90-105
- [59]周强,夏正清,霍玉娟.英格兰职业足球俱乐部破产重整中的公司治理[J].沈阳体育学院学报,2016,35(05):24-29.
- [60]张毅恒,彭道海.新时代我国职业体育俱乐部治理效率[J].武汉体育学院学报,2018,52(06):12-19.
- [61]张新英,张瑞林.我国职业足球俱乐部公司治理研究——以广州恒大淘宝足球俱乐部股份有限公司为例[J].上海体育学院学报,2017,41(06):28-33.
- [62]张维迎.理解公司:产权、激励与治理[M].上海:上海人民出版社,2013:8-13
- [63]朱滔.大股东控制、股权制衡与公司绩效[J].管理科学,2007(05):14-21.
- [64]赵艳丽.内部控制、股权结构与企业费用粘性[J].会计之友,2019,(20):126-131.
- [65]沈瑾,吕柳.上市公司股权结构问题分析[J].经济研究导刊,2019,(12):69-70.

致谢

行文至此，二十一载求学生涯已至尾声。回首过往，心中满是感激之情。

首先要感谢我的导师。在论文选题的时候，老师就给了我很多好的意见，在老师的帮助下，我的选题才最终确立下来，当我写作遇到困难向老师求助时，她总是能不厌烦的给我指导，在指导的过程中，老师渊博的学问、治学的严谨，给我留下深刻的印象，我那时就立志以后要成为老师那样的人。

感谢我同门还有可爱的师弟师妹们，感谢在我论文遇到困难时给我的意见，感谢三年来的无私帮助，同属一个师门是我的福气。

我还要感谢我优秀的室友们，我们三个来自五湖四海，虽然生活习惯都有不同，但他们真的是非常好的朋友，我生病时他们帮我倒水掖被，伤心时他们陪我唱歌解忧，我们互相监督，互相陪伴，成长路上有你们真好。

感谢学校和学院能够给我提供这样一个学习的平台，尽管三年来疫情不断，但学校和学院还是尽他们最大的能力给我们提供方便，感恩学校，感恩学院。