

金字塔结构、所有制与中小股东利益保护^{*}

——来自中国上市公司的经验证据

罗党论¹, 唐清泉²

(1. 中山大学岭南学院, 广东 广州 510275;

2. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

摘要:通过追溯2003—2004年度上市公司的金字塔控股资料,文章系统研究了不同所有权性质的中国上市公司在金字塔控股方式下,公司的所有权分离度、层级结构对中小股东利益侵害的影响。结果发现,虽然上市公司的金字塔控股结构十分普遍,但对不同所有权性质的公司,其所有权分离度及层级结构对中小股东利益侵害却呈现了很大的差异。只有在民营控制的上市公司,金字塔控股结构中的所有权分离度、控制层级高低对中小股东利益的侵害产生了显著的影响,而在国有控股上市公司中没有观察到这种显著的影响。其原因可能与不同所有制下,金字塔的形成动因不同有关。

关键词:金字塔控制; 国有上市公司; 中小股东利益保护

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)09-0132-12

一、引言

所谓金字塔控制是指企业的控股股东利用金字塔结构建立一系列的控制链,其中一个上市公司可能被另一个公司所控制,而后者的控股份额反过来又可能直接或间接地通过类似的链条而落在某个终极所有者手中。Claessens等(2000)对东亚国家的公司以及Faccio和Lang(2002)对西欧国家的公司的分析都表明金字塔控股的普遍存在。在经济转型的中国,上市公司被终极控制人以金字塔结构控制也十分普遍(Fan等,2005)。一方面,国家对上市公司的控制已经从直接控股扩展到了主要以金字塔型持股结构为特征的间接控制,刘芍佳等(2003)发现,中国75.6%的上市公司由国家通过金字塔控股方式实施间接控制;另一方面,韩志丽等(2006)发现,由自然人控制的民营上市公司绝大多数也都处于金字塔控制下,327家中只有19家处于水平结构下。

金字塔结构使得控股股东可用较少的现金流量权获取较大的控制权,加重了公司的代理问题。La Porta等(1999)指出,在世界大多数大企业,主要

收稿日期:2008-05-25

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70772084)

作者简介:罗党论(1979—),男,广东阳江人,中山大学岭南学院博士后流动站研究人员;

唐清泉(1960—),男,四川蓬溪人,中山大学管理学院教授,博士生导师。

的代理问题是控股股东侵害中小股东,而这种侵害行为往往发生在金字塔控股方式下。由于最终控制人的控制权和现金流权能实现分离,最终控制人对其控制的公司进行利益侵占导致的实际损失小于表面上的损失,从而获得巨大的控制权私有收益。当法律还不足以对小股东进行有效保护时,这种行为产生的代理成本将会更加严重。Claessens 等(2000)提供了金字塔结构与代理成本高度相关的经验证据。

在我国,王力军(2006)以我国民营上市公司为样本,考察了金字塔控制、关联交易与公司价值的关系,发现民营上市公司的金字塔控制不利于公司价值;民营上市公司的最终控制人主要通过关联方担保、关联方资金占用和上市公司与关联方的商品购销活动来侵占小股东的利益。

实际上,中国上市公司的所有权性质是比较复杂的,既有中央直属企业控制、地方所属国有企业、国有资产管理结构,还有民营上市公司、外资、金融机构以及高校等等(徐丽萍等,2006)。Denis 和 McConell(2003)关于股权性质的研究表明,不同性质的股东在效率与代理问题的产生与解决方式以及所有权的行使方式上存在明显区别。目前国内还比较少从控股股东性质的区别来对金字塔结构进行研究。本文试图研究不同所有制金字塔结构对上市公司中小股东的利益保护的影响。这不仅加深了我们对金字塔这种控股方式的了解,也扩充了对投资者保护的理解。

二、理论阐释与研究问题的提出

从理论上讲,只要控股层次 n 足够大,处于金字塔持股顶端的股东 A 利用金字塔结构控制处于金字塔底层的上市公司 B,其在上市公司 B 所享有现金流权比例 β 可以降至足够小。由于在金字塔控股结构中,终极控制人的控制权与现金流权往往是不一致的,这两种权利的不一致会导致终极控制人利用手中的控制权以牺牲中小股东的利益来实现自身利益的最大化。从表面上看,如果控股股东从上市公司转移了资源,或者上市公司的经营效率得不到应有的提高,那么包括控股股东自己在内的所有股东都会受到损失。

在这里,我们建立了一个简单的模型来进行分析。在该模型中,我们假设控股股东通过 n 层的金字塔控制了上市公司 B,控股股东对上市公司的控制权为 α ,且持有这样的股份有足够能力控制上市公司,现金流量权为 β ,两者的分离幅度可用 $\gamma = \alpha/\beta$ 来表示。一般地,如果 α 不变,金字塔的层级越多(n 越大), γ 越大。

假设上市公司可用于投资的总量是 I ,回报率是 R ,因而公司的收益是 RI 。控股股东因为各种便利和动机会对上市公司进行侵占,这里我们定义这个侵占比例为 s , $0 < s < 1$,从而控股股东侵占的数额为 sRI 。但另一方面,这种侵占行为也需要付出成本。这里我们定义侵占成本为 C ,其中 C 主要受到

以下因素的影响:侵占比例 s 与侵占的制约因素 k 。

那么控股股东侵占的成本函数就是 $C(k, s)$, 总体来说, $C(k, s)$ 有以下基本假定: $C'_k > 0, C'_s > 0, C''_{ss} > 0, C''_{ks} > 0$ 。第一个不等式表示, 制约因素越多, 控股股东侵占成本就越高; 第二个不等式表示随着控股股东侵占增加, 侵占成本也上升, 即控股股东的侵占边际成本为正; 第三个不等式表示控股股东的侵占边际成本是递增的; 第四个不等式表示随着制约因素的改善, 控股股东的侵占成本也是递增的。也可以这样认为, 大股东侵占中小股东权益成本越低, 意味着侵占越容易, 发生侵占的可能性也就越大。

在考虑这样的成本后, 当控股股东侵占的数额为 sRI , 他得到的收益是 $sRI - C(k, s)RI$ 。除了这部分收益, 依据 β 的现金流权, 控股股东还可以从上市公司享受的收益为 $\beta(1-s)RI$, 从而控股股东的总利润函数为:

$$U = \beta(1-s)RI + sRI - C(k, s)RI \quad (1)$$

控股股东由此获得最大利益的条件可通过对 s 求导得到:

$$U'_s = [-\beta + 1 - C'_s(k, s)]RI = 0 \quad (2)$$

$$\text{即 } C'_s(k, s) = 1 - \beta \quad (3)$$

再根据(3)式对 k 求导:

$$C''_{ks}(k, s) + C''_{ss}(k, s)ds/dk = 0 \quad (4)$$

$$\text{即 } ds/dk = -C''_{ks}(k, s) / C''_{ss}(k, s) < 0 \quad (5)$$

(3)式表明控股股东侵占的比例与其拥有上市公司的现金流权负相关, 或者说当控股股东的现金流权比例达到一定的程度时, 就有动机通过合理合法的阳光渠道去获得投资回报, 而不是通过不合理、不合法的非正式渠道去侵占中小股东的利益。特别是在现金流比例达 100% 的极端情况下, 该公司控制权与现金流权不存在分离, 这时对其他股东的侵占为 0。Bebchuk 等(1999)也通过一个项目选择模型证明: 在保持基本的控制权 α 不变下, 两权分离程度指标 γ 值越高的情况下, 控股股东在上市公司 A 中的最终现金流权(所有权) β 会进一步下降, 那么选择总价值较低的项目的可能性越高, 项目投资的非效率造成的损失也越大, 从而对其他股东利益的侵害程度也越高。

从(5)式来看, 制约因素越小, 侵占的成本越小, 也越容易发生侵占行为。在金字塔控股结构下, 层级的存在降低了公司的透明度, 层级越多, 公司组织结构越复杂, 侵占的制约因素 k 也越小, 从而为控股股东获取控制权私利, 侵害中小股东利益提供了便利。刘启亮等(2007)通过格林柯尔案例的分析, 发现为隐藏获取的控制权私利, 强势的控股股东会利用金字塔结构的复杂性, 以及对公司剩余的控制等有利条件, 通过盈余管理等手段操纵会计信息, 降低财务信息的透明度。邓淑芳等(2007)则发现, 出于融资的需求与隐匿身份或交易的动机, 自然人对上市公司的控制会更多地选择构建复杂的金字塔结构, 这会增大其侵害小股东利益的动机和能力。

另外,在不同的所有制下,金字塔结构产生的两权分离程度指标值与层级对中小股东的利益的影响也是不一样的。其原因在于它们的金字塔结构形成的过程或动因是不一样的。

对国有企业来说,一方面由于在资本市场初期,政府为了帮助当地国有企业解困,把一些产业类似或相关的企业捆绑在一起,组建成了国有企业集团。这些企业集团中的某一个工厂或车间可能给单独划分出来上市,这些上市的公司其终极控股人还是原来的企业集团代表,这样经常形成集团公司控股的若干子公司或子公司、孙公司,从而形成了一些国有企业的层级结构。另一方面,为了实现政府的所有者职能同社会行政职能彻底分离,政府对国有资产管理体制进行了多次改革尝试。随着国有资产管理体制改革的推进,逐步形成的一种模式是由中央和省、市(地)分级设立国有资产管理结构,再通过国有资产管理部——国有资产经营公司——各级实体公司的三层国有资产管理模式对国有企业进行管理。在这种国有资产管理模式下,各级政府设立各种类型的国有资产经营单位或投资单位(如深圳的投资管理公司、商贸控股公司),下辖若干集团公司(投资公司)或子公司(这些集团公司本身就是上市公司或者是上市公司的母公司)。从国有资产管理部到国有资产经营公司,以及各级实体公司之间,政府一般还保持着绝对控股的地位,并通过保留对各级控股公司或企业的人事任免权来维持自身的控制能力。实际上,政府对所属的企业还保持较大的行政干预能力,必要时也会以行政手段取代市场化原则。而民营企业的层级结构大多是根据市场化发展形成的,是为了方便以较少资金控制更多的资产而产生的。Bianchi 等(2001)还认为金字塔结构是一种便于实际控制人向市场和政府监管当局隐藏真实身份的一种良好手段。Fan 等(2005)认为,国有企业与民营企业都会通过公司层级来控制上市公司,但是两种建立公司层级的行为受到不同产权限制的影响。政府部门由于受到法律的限制无法自由转让所有权,而公司层级使得他们能够将公司决策权下放给管理层,同时保证所有权不被转让。而民营公司由于受到外部融资的限制,需要建立公司层级来形成内部资本市场。他们的实证研究也证实了他们的这种推测。

国有控制的上市公司的委托人是“国家”(政府)而非自然资本家,由于国家(或政府)是虚拟参与方而非实际参与方,国有企业的委托权必须通过科层组织授权给政府官员并由其实施。张维迎(1995)认为,名义上国家所有的企业其控制权实际上为官员高度集中所有,企业的剩余索取权却是属于国家而不是属于官员,从而控制权与剩余索取权是分离的。官员与私营控股股东的目标是不一样的,官员的目标主要由他们自己的政治与经济利益决定,与社会福利不同,从而产生了另外一种代理问题,即政府如何督促和监督官员,这正是一些中国学者所认为的国有企业的主要问题是委托人而非代理人(张春霖,

1995;樊纲,1995)。这种代理问题比通常意义上的代理问题可能要大得多。由于国有企业的经营者通常受制于现有法律法规而不能正式、合法地拥有自己的经济实体,从而也很难将上市公司的利益直接转移给自己。我国的民营上市公司不存在政企不分的情况,民营控股股东追求自身利益最大化,这与西方公司的目标基本上是一致的。在这种所有权体制下,民营控股股东可以通过设立层级结构,扩大所有权的分离度,这样获取私人收益的成本会减少,从而收益也就增加了,由此有如下假设。

假设:在金字塔控制下,层级越多,分离度越大,控股股东侵害中小股东利益越是严重,同时,这种金字塔控股结构对中小股东利益的影响在民营控股上市公司中体现得尤甚。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

我们以2003—2004年度的非金融上市公司为研究样本,还剔除了以下样本:(1)ST类公司,因为该类公司财务状况指标恶化,从而资金占用、主营业务利润率与正常公司相比有一定偏差;(2)一些变量在样本中处于极端值的情况;(3)剔除了终极控股人不属于国有资产管理局、地方直属企业与民营控制的上市公司^①。

终极控制人对上市公司的金字塔控制层级数据及终极控制人对上市公司的控制权和所有权(现金流权)数据均来源于笔者的手工搜集。具体做法是从2003年、2004年年报中查找相关数据计算所得,对于年报中未披露最终控制人及披露不清晰的,就尽量通过查阅几大门户网站以及财经专业网站的财经消息、上市公司网站等途径加以补充。会计数据和其他相关数据来源于色诺芬数据库。

(二)检验模型与变量设定

根据研究问题,我们构造了如下研究模型:

$$\text{Occupy(CROA)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Deviate} + \beta_2 \text{Chain} + \beta_3 \text{Herfen} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Year} + \beta_7 \text{IND} + \epsilon$$

另外,为了进一步考察不同所有制下,金字塔控股结构对中小股东利益的影响,我们设置了所有制×分离度与所有制×层级这些交叉项进行检验。

$$\text{Occupy(CROA)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Deviate} + \beta_2 \text{Chain} + \beta_3 \text{Private} + \beta_4 \text{Private} \times \text{Deviate} + \beta_5 \text{Private} \times \text{Chain} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{Year} + \beta_9 \text{IND} + \epsilon$$

1.因变量:中小股东利益保护

La Porta等(1999)认为,控股股东与中小股东之间的代理成本可以分为直接的剥夺和非效率投资。直接的剥夺主要体现在控股股东占用上市公司的

资产、资金,也就是 Johnson 等(2000)提出的“掏空”(Tunneling),这里参考了罗党论、唐清泉(2007)用其他应收款/总资产(Occupy)来衡量。非效率投资包括企业运作中企业资源的直接耗费与支出。控股股东可能会因为个人私利而对企业资源进行无效或低效率的投资,从而对中小股东利益造成了损失。这里我们采用营业利润/总资产(CROA)来衡量,这个指标的好处是不受公司的非正常损益的影响,能比较直接地衡量公司的经营效率。

2.测试变量:金字塔结构下的变量与所有制

在金字塔控股结构中,终极控制人位于金字塔的顶端,上市公司处于塔底,位于两者之间的则是一系列中间层次公司。我们通过查找年报和相关网站,追溯上市公司的终极所有者,以确定最终控制人。终极控制人直接或间接控制上市公司的控制链可能有多条,我们采用最终控制人控制上市公司的最长的一条控制链上中间层公司的数量来衡量控制链的长度,即为金字塔的控制层级(Chain)。如果终极控制人直接控制上市公司则控制层级为0,如果终极控制人通过一家公司间接控制上市公司,即为一层金字塔结构,控制层级为1,以此类推。

终极控制人对上市公司的最终控制权以金字塔链条上最小的持股份额来度量。如果终极控制人与上市公司之间存在多条控制链,则将每条控制链上的控制权(CTRL)相加作为最终控制权;现金流权(CTAR)以金字塔链条上所有持股份额的乘积来度量,如果终极控制人与上市公司之间存在多条控制链,则将每条控制链上的现金流权相加作为现金流权,然后再将控制权/现金流权的值作为分离度(Deviate)。

国有控制(SOE):终极控制人为国有企业为1,否则为0。民营控制(Private):终极控制人为民营公司为1,否则为0。

3.控制变量

除了上述研究变量外,我们还对一些相关变量进行了控制。

股权约束从本质上体现了不同股东之间互相制衡的关系,也就是中小股东如何同控制股东博弈,使其决策能回到全体股东及公司长远利益最大化的轨道上来,因而设置了股权制衡指数(Herfen)作为控制变量,它为第2到第5大股东股权比例之和与第1大股东之间的比值。资产规模(SIZE)为当年度的总资产取对数;资产负债率(Lev)为当年度总负债/当年度的总资产;年度(Year)为当处于2004年度时为1,否则为0;行业(IND)为当公司处于(证监会)规定行业^②时为1,反之为0。

四、实证检验结果及解释

(一)描述性统计

首先看样本各变量的描述性统计。表1表明不同所有权性质的公司各个

变量之间有着显著差异。总体来看,民营控制的上市公司其对中小股东的利益侵害要显著大于国有控制的上市公司,并且,民营控制公司的金字塔结构更明显。有学者认为最终控制人建立金字塔形股权结构有助于缓解外部融资的困难,建立内部资本市场,扩大公司规模,增强公司抵抗风险的能力。Fan 等(2005)认为,最终控制人拥有的财富越少,其为了控制上市公司所面临的融资约束越强,从而建立金字塔形股权结构的动机越强。他们对中国民营上市公司的研究发现,最终控制人拥有的财富越少,上市公司与最终控制人之间的层级越多。

其他变量方面,民营控制的公司其控制权与现金流权都要显著小于国有控制的公司,国有公司的股权制衡度没有民营公司那么大。公司基本上,国有公司的规模要大于民营公司,而负债比率要小于民营公司。

表 1 变量描述性统计

变量名	类别	样本数	最小值	最大值	标准差	均值	T 检验
Occupy	Private	386	0.000	0.781	0.069	0.021	2.192**
	SOE	1238	-0.013	0.873	0.050	0.014	
CROA	Private	386	-0.585	0.257	0.076	0.021	-4.263***
	SOE	1238	-0.372	0.263	0.057	0.036	
Deviate	Private	386	1.000	27.200	3.004	2.736	16.197***
	SOE	1238	1.000	21.270	0.818	1.199	
Chain	Private	386	1.000	7.000	0.941	2.570	4.815***
	SOE	1238	1.000	6.000	0.753	2.340	
CTLR	Private	386	0.032	0.743	0.134	0.317	-16.296**
	SOE	1238	0.091	0.850	0.161	0.464	
CTAR	Private	386	0.005	0.743	0.139	0.187	-24.795***
	SOE	1238	0.006	0.850	0.177	0.431	
Herfen	Private	386	0.006	3.885	0.691	0.904	13.410***
	SOE	1238	0.003	3.225	0.550	0.446	
SIZE	Private	386	18.776	22.968	0.765	20.946	-8.491***
	SOE	1238	19.439	24.833	0.810	21.341	
LEV	Private	386	0.040	1.385	0.183	0.511	4.064***
	SOE	1238	0.008	1.170	0.174	0.469	

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 以下水平统计显著(双尾检验)。

(二) 回归结果分析

在回归分析之前,我们还对变量之间的关系进行了相关性统计。相关性统计表明,金字塔结构产生的两权分离程度指标 Deviate、层级指标 Chain 与资金占用显著正相关,与经营效率显著负相关,说明分离度越大,层级越高,大股东的资金占用越严重、经营效率也越低。相关性统计还表明金字塔控制结构中,层级与分离度之间存在较强的相关性,为避免共线性可能(由于篇幅关

系,相关性结果这里没有做汇报),在下面回归中这两个变量被分别独立引进模型。回归结果如表2与表3。

表2 金字塔结构、所有制与中小股东利益保护(因变量为 Occupy)

类别	SOE				Private			
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Constant	0.126	3.22***	0.123	3.11***	0.245	1.94**	0.236	2.38**
Deviate	0.001	0.67			0.003	2.39**		
Chain			0.002	0.99			0.017	4.50***
Herfen	-0.008	-3.13***	-0.008	-3.17***	-0.001	-0.24	0.002	0.36
SIZE	-0.006	-2.97***	-0.006	-2.97***	-0.013	-2.63**	-0.013	-2.78**
LEV	0.027	3.07***	0.028	3.14***	0.055	2.59**	0.045	2.17**
IND	Yes		Yes		Yes		Yes	
Year	Yes		Yes		Yes		Yes	
样本数	1238		1238		386		386	
F 值	2.762		2.797		1.44		2.390	
Adj-R ²	0.022		0.023		0.0180		0.055	

注:*、**和***分别表示在10%、5%和1%以下水平统计显著(双尾检验)。

从金字塔的控制权与现金流权分离度、控制层级方面对中小股东利益的侵害来看,当因变量为资金占用时,在国有控股的上市公司,变量 Deviate、Chain 的回归结果均正相关但都不显著。只有在民营控制时,Deviate、Chain 的回归结果分别在5%与1%程度上显著。这说明在金字塔控制下,层级越多,分离度越大,控股股东侵害中小股东利益越严重。

表3 金字塔结构、所有制与中小股东利益保护(因变量为 CROA)

类别	SOE				Private			
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Constant	-0.314	-8.08***	-0.323	-8.26***	-0.191	-1.48	-0.228	2.21**
Deviate	-0.002	-1.19			-0.002	-1.78*		
Chain			-0.002	-1.01			-0.009	-2.26**
Herfen	0.001	0.55***	0.001	0.261***	-0.003	-0.61	-0.005	-0.97
SIZE	0.020	10.69***	0.020	10.77***	0.017	3.45***	0.017	3.50***
LEV	-0.143	-16.34***	-0.144	-16.46***	-0.166	-7.73***	-0.163	-7.56***
IND	Yes		Yes		Yes		Yes	
Year	Yes		Yes		Yes		Yes	
样本数	1 238		1 238		386		386	
F 值	28.085		28.050		5.48		5.625	
Adj-R ²	0.259		0.259		0.1569		0.161	

注:*、**和***分别表示在10%、5%和1%以下水平统计显著(双尾检验)。

当因变量为经营效率时,在国有控股的上市公司,变量 Deviate、Chain 的回归结果均负相关但依然不显著,而在民营控制时,Deviate、Chain 的回归结果分别在10%与1%置信水平上显著。这也说明在金字塔控制下,层级越多,分离度越大,控股股东的非效率投资会越严重,从而加深了对中小股东利益的侵害。

总的来说,虽然上市公司的金字塔控股结构是十分普遍,但对不同所有权性质的公司,其所有权分离度及层级结构对中小股东利益的侵害却呈现了很大的差异。只有在民营控制的上市公司,金字塔控股结构中的控制权与现金流权分离度、控制层级高低会对中小股东利益保护产生显著的影响,分离度越高,层级越高,对中小股东的利益越可能发生侵害。

之所以这样,是与金字塔控股结构的形成原因不一样有关。虽然国有企业与民营企业都会通过公司层级来控制上市公司,但是两种建立公司层级的行为会受到不同产权限制的影响。国有企业往往是集团控制集团,甚至通过控制集团再控制上市公司,即使层级多了,一般也不会产生严重的两权分离。而民营公司的金字塔控股结构是为了用较少的现金流量权获取较大的控制权,加重了公司的控股股东与中小股东的代理问题。Morck 等(2005)甚至大胆地推测,由于金字塔的乘数效应,少数富豪家族可以通过金字塔实现对一国经济的总体控制,并从自身利益出发阻碍该国基于经济发展的制度变革。

其他变量方面,股权制衡程度对国有上市公司的资金占用有显著的影响,这与唐清泉等(2005)的结论是一致,此外,公司规模越大、负债比例越高,中小股东利益受到的侵害的可能性也越大。

我们还对所有制与金字塔结构的交叉项进行检验,其结果如表 4。

表 4 不同所有制下的金字塔结构对中小股东利益的影响^③

类别 变量\检验	Occupy				CROA			
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Constant	0.171	4.10***	0.168	4.00***	-0.286	-6.83	-0.296	-6.99**
Deviate	-0.002	-0.49			-0.002	-0.87		
Chain			0.001	0.57			0.002	1.11
Private	-0.002	-0.49	-0.036	-3.60***	0.006	1.20	0.029	2.91**
Deviate× Private	0.003	1.18			-0.001	-0.42		
Chain× Private			0.016	4.32***			-0.011	-2.97**
Herfen	-0.006	-2.57**	-0.005	-2.13***	0.000	0.06	-0.001	-0.44
SIZE	-0.007	-4.17***	-0.008	-4.24***	0.019	10.69***	0.019	10.78***
LEV	0.035	4.19***	0.032	3.87***	-0.147	-17.68***	-0.147	17.61***
IND		Yes		Yes		Yes		Yes
Year		Yes		Yes		Yes		Yes
样本数		1 624		1 624		1 624		1 624
F 值		3.56		4.75		28.92		28.99
Adj-R ²		0.0276		0.0399		0.2364		0.2369

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 以下水平统计显著(双尾检验)。

从表 4 的结果可以看出,当因变量为资金占用时,回归中 Deviate×Private、Chain×Private 与因变量均正相关,T 值分别为 1.18 与 4.32,后者在 1% 置信水平上是显著的。同样,当因变量为经营效率时,回归中 Deviate×Pri-

vate、Chain×Private 与因变量均负相关,T 值分别为-0.42 与-2.97,后者在5%置信水平上是显著的。这个结果在一定程度上与表2和表3的结果是基本一致的。只是控制权与现金流权分离程度指标 Deviate 不显著。也就是说,在民营控制的上市公司,金字塔控股结构中的控制层级高低会对中小股东利益保护产生影响,层级越高,对中小股东的利益越可能发生侵害。

五、结论与讨论

本文系统研究了不同所有权性质的中国上市公司在金字塔控股方式下,公司的所有权分离度、层级结构对中小股东利益侵害之间的关系。总的来说,虽然各类公司的金字塔控股结构都十分普遍,但对不同所有权性质的公司,其所有权分离度及层级结构对中小股东利益侵害却呈现了很大的差异。在本文中我们发现,只有在民营控制的上市公司,金字塔控股结构中的控制权与现金流权分离度、控制层级高低会对中小股东利益保护产生影响,分离度越高,层级越高,对中小股东的利益越可能发生侵害。而在国有上市公司中,金字塔控股结构中的控制权与现金流权分离度、控制层级高低对中小股东利益的影响却是不显著的。

这一结果说明虽然都是金字塔控股结构,但在大股东与中小股东利益冲突中所反映出的代理问题,由于民营控股和国营控股所形成代理问题的内在机制不同,或者说在不同所有制下,金字塔的形成动因不一样,也由于形成内在机制的不同,相比国营控股的上市公司,民营控股会显著对中小股东的利益造成侵害。

本文的研究结论对进一步理解控股股东与中小股东之间的代理成本有一定的贡献,也就是说,在研究中国上市公司金字塔问题上,需要对上市公司的所有权进行细分,这样可以发现由于金字塔产生的动因不同而导致了后续的影响是不一样的。国有企业股东之间的代理问题是有别于民营上市公司的代理问题的。

* 作者感谢匿名审稿人的建设性意见,当然文责自负。

注释:

- ①在国有企业中,本文剔除了中央控股的上市公司样本,中央政府终极控制的公司规模庞大,往往属于关系国计民生的重点行业,特别是诸如石化、电讯、能源等垄断行业,一直被中央政府严格控制。
- ②这里的行业包括:农、林、牧、渔业;采掘业;制造业;电力、煤气及水的生产和供应业;建筑业;交通运输、仓储业;信息技术业;批发和零售贸易;房地产业;社会服务业;传播与文化产业;综合类。
- ③所有制与金字塔结构的交叉项虽然存在高度线性相关,但在共线性检验中,其方差膨胀系数(vif)都小于8,不存在有害的多重共线性。

参考文献:

- [1]邓淑芳,陈晓,姚正春.终极所有权、层级结构与信息泄漏[J].管理世界,2007,(3):122—129.
- [2]樊纲.论当前国有企业产权关系的改革[J].改革,1995,(1):25—29.
- [3]韩志丽,杨淑娥,史浩江.企业终极所有者“掏空”行为的影响因素[J].系统工程,2006,(9):43—47.
- [4]罗党论,唐清泉.市场环境与控制股东的“掏空”行为[J].会计研究,2007,(4):69—74.
- [5]刘芍佳,孙霏,刘乃全.终极产权论、股权结构及公司绩效[J].经济研究,2003,(4):51—62.
- [6]刘启亮,李增泉,姚易伟.投资者保护、金字塔结构与控制权私利[C].中国会计学年会论文集,2007.
- [7]唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量[J].中国会计评论,2005,(1):63—86.
- [8]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,(1):90—100.
- [9]王力军.金字塔控制、关联交易与公司价值——基于我国民营上市公司的实证研究[J].证券市场导报,2006,(2):18—24.
- [10]张维迎.从现代企业理论看国有企业改革[J].改革,1995,(1):18—22.
- [11]张春霖.国有企业改革与国家融资[J].经济研究,1995,(4):13—14.
- [12]Bebchuk Lucian, Kraakman Reiner, Triantis George. Stock pyramid, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights[R]. NBER Working Paper N0.6951, 1999.
- [13]Bebchuk Lucian, Levine Ross. Finance and the source of growth[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2):261—301.
- [14]Bianchi Marcello, Magda Bianco, Luca Enriques. Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy[A]. Fabrizio Barca, Marco Becht. Who controls corporate Europe? [C]. Oxford: Oxford University Press, 2001: 154—187.
- [15] Claessens Stijn, Simeon Djankov, Larry Lang. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. Journal of Finance Economics, 2000, 58:81—112.
- [16]Dennis Diane, John Mcconnell. International corporate governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(3):1—36.
- [17]Faccio M, Lang L. The ultimate ownership of western European corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365—395.
- [18]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2):471—517.
- [19]Joseph P H Fan, T J Wong, Tianyu Zhang. The emergence of corporate pyramids in China[R]. The Chinese University of Hong Kong, Working Paper, 2005.
- [20]Johson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2):22—27.

[21]Morck R, D Wolfenzon, B Yeung. Corporate governance, economic entrenchment and growth[J]. *Journal of Economic Literature*, 2005, 43: 657—722.

Pyramid Structure、Ownership and Small Shareholders' Interest Protection

——Evidence from Listed Companies in China

LUO Dang-lun¹, TANG Qing-quan²

(1. *Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China*;

2. *School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China*)

Abstract: Using the data of pyramid structure of listed companies from 2003 to 2004, this paper systematically studies the impacts of separation of ownership and layer structure on interest losses of small shareholders. The results indicate that, although pyramid structures among listed companies are popular, the influences of separation of ownership and layer structure on interest losses of small shareholders differ a lot, owing to different nature of ownership. Only in those private-owned listed companies, the separation of control right and cash flow right, and the lever of control layers have significant influences on interest losses of small shareholders, which is not common in those state-owned listed companies. This could be due to the different forming causes of pyramid structures under different ownership.

Key words: pyramid control; state-owned listed company; small shareholders' interest protection

(责任编辑 金 澜)

(上接第 47 页)

is low. The conflict between transplanted institution and native informal institution conduces to transplantation failure, so the institutional transformation gets into institutional trap. The only countermeasure of escaping the trap is institutional renovation. In other words, it means to make transplanted formal institution and the native informal institution in perfect harmony. The main viewpoint of this paper is supported by the empirical study about institutional renovation models in Russia and China.

Key words: economic transition; institutional transplantation; informal institution

(责任编辑 金 澜)