



*The Pyramidal Control Structure:
Determinants and Economic Consequences*



金字塔控制结构的 影响因素及其经济后果

© 毛世平 / 著

The Pyramidal Control Structure: Determinants and Economic Consequences



经济科学出版社
Economic Science Press

*The Pyramidal Control Structure:
Determinants and Economic Consequences*

金字塔控制结构的 影响因素及其经济后果

◎ 毛世平 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

金字塔控制结构的影响因素及其经济后果 / 毛世平著.

—北京: 经济科学出版社, 2008. 8

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7418 - 3

I. 金… II. 毛… III. 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 115416 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

金字塔控制结构的影响因素及其经济后果

毛世平 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

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

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

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 16 印张 270000 字

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7418 - 3/F · 6669 定价: 33.80 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

普遍存在的集中型股权结构成为世界大多数国家和地区公司所有权结构的主导形态，现代公司治理的逻辑起点因此而发生了转变，即从公司股东与经理人的代理问题转变到公司（终极）控制人与中小投资者之间的代理难题。在股权集中型的公司治理模式下，终极控制人通过构建金字塔控制结构、交叉持股和发行具有双重投票权的股票等方式，以较少的现金投入获得了较多的控制权，使得终极控制人的控制权和现金流所有权发生分离。在此情形下，终极控制人的利益系由其现金流所有权来体现，而非由第一大股东直接持股比例来反映，仅拥有上市公司中间控制人的资料不能准确理解上市公司的所有权结构。另一方面，如果基于控制人的直接股权结构来研究多个控制人股权制衡的治理效应时，存在的缺陷更为明显：从终极控制人的角度看，上市公司的多个直接控制人可能是一致性行动人，这是同一个终极控制人采用多链条金字塔控制结构加强对上市公司控制的一种方式；在此基础上讨论多个直接控制人是监督还是共谋，显然是没有意义的，最终得到相关治理效应的研究结论缺乏可信度。因此，以上市公司终极控制人作为行为主体进行研究更能够抓住研究问题的根本。

中国特殊的企业改制模式和股票发行制度决定了上市公司所有权结构具有外生性，同时中国资本市场的变迁具有强制性变迁的特征，这也就决定了中国资本市场制度在相当程度上是政府外生设定的，不是企业组织自我发展和市场经济逐步完善相互促进的内生结果。可见，制度环境成为影响中国上市公司所有权结构的重要因素，而所有权结构是研究金字塔控制结构的基础，它们对终极控制人的行为产生重要的基础性影响。因此，中国特殊的制度环境可能成为处于转型经济中的中国上市公司治理问题有别于发达市场经济国家中公司治理问题的关键所在。

终极控制人构建的金字塔控制结构普遍存在、政府终极控制人的主导控制模式、终极控制人拥有高度集中的控制权和股权分置的二元股权结构是中国资本市场和上市公司的典型特征。中国企业上市改制和股票发行制度中股权设置的限制是产生终极控制人对上市公司高度控制的根本性因素；终极控制人金字塔控制结

构的构建进一步强化了终极控制人高度控制的控制权。在二元股权结构下,终极控制人对上市公司的超额控制削弱了公司微观层面的治理机制。可见,中国上市公司表现出了有别于发达市场经济环境下的公司治理特征。在中国上市公司的实践中,金字塔控制结构除了存在终极控制人控制权和现金流所有权发生分离的情况,还存在着大量的终极控制人控制权和现金流所有权不发生分离的情况。普遍存在于中国上市公司的金字塔控制结构是终极控制人对上市公司实施控制最为主要和最为常用的方式,中国上市公司治理的核心问题表现为终极控制人和其他中小投资者之间的利益冲突问题。终极控制人对其他社会中小投资者的掠夺往往是通过金字塔控制结构实现的,实施隧道行为是否是终极控制人构建金字塔控制结构的唯一原因?同时,面对终极控制人的隧道行为,其他社会中小投资者为何还继续投资于金字塔控制结构的公司?不同类型金字塔控制结构对上市公司产生何种程度的经济后果?金字塔控制结构下的多个终极控制人控制联盟产生何种治理效应?这些问题迄今都没有得到很好的回答。毛世平博士的专著《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》就此进行了开拓性的研究,较好地回答了上述问题。这部专著的研究逻辑框架清晰,无论从研究问题的选择、研究视角的角度,还是从方法论及研究工具(大样本数据库的建立、计量经济方法等)运用的角度来看,都做得相当出色。

首先,建立了一个研究金字塔控制结构下公司治理问题的分析框架,对金字塔控制结构形成的影响因素、产生的经济后果以及约束金字塔控制结构下终极控制人的隧道行为的控制机制进行了较为系统的研究分析,为进一步分析金字塔控制结构下终极控制人的行为提供了重要的基础性研究框架。这是该著作的学术贡献之一。

第二,非常注重运用符合国际学术规范的研究方法和先进的计量经济分析方法。这部著作对研究框架中的每一个问题的研究都遵循了(制度)背景、理论分析与研究假设、研究设计、实证结果及其分析讨论和研究结论这样一个符合国际学术规范的基本研究方法。值得一提的是,该著作对中国资本市场的制度特征和中国上市公司的治理特征等制度背景进行了系统分析,对制度背景的分析为解释中国上市公司的金字塔控制结构形成的影响因素及其产生的经济后果提供了现实背景和理论依据。由于中国国有企业改革的路径依赖、国有企业股份制改革“增量”发行的改革方式、中国股份制公司呈现出“强制变迁”下政府外生设置的痕迹以及中国资本市场变迁具有强制性变迁特征等特有因素的影响,使得处于转型经济中的中国上市公司存在着特殊的制度环境。对中国上市公司特殊制度背景的分析,有助于本书研究假设的提出和对研究结论做出更为充分合理的解释。

由于该著作的研究主体和对象分别为终极控制人和中国上市公司,从年报披

露的实际情况看,中国上市公司的终极控制人比较完整、清晰的信息披露应该始于2004年,这造成符合研究要求的样本数量可能还不够充足,进而影响了研究结论的可靠性;另外,不同计量经济分析方法的选择也会影响研究结论的稳定性。作者在研究过程中充分利用其熟练掌握的先进的统计(模型)分析方法和计量经济分析方法,以保证和提高研究结论的可靠性和稳定性。基于构建新的大样本数据库,该著作在研究中运用了基于非平衡面板数据的计量经济分析方法,既避免了简单混合数据横截面回归模型固有的样本自相关问题,也避免了平衡面板数据模型的样本选择偏差问题,充分利用了样本数据所包含的信息;该著作还对一系列的非平衡面板数据的固定效应模型和随机效应模型进行选择,以保证计量经济分析方法选择的准确性,进而提高研究结论的可靠性。

第三,这部著作以上市公司终极控制人作为研究主体,基于不同类型金字塔控制结构存在显著性差异的新颖角度,率先科学界分了中国上市公司金字塔控制结构类型以及终极控制人的不同委托管理形式,作者在一个较完整的研究框架之内对中国上市公司金字塔控制结构形成机理的影响因素及其经济后果进行了经验性探究,获得了一系列有价值的创新性发现。这在公司财务领域中的实证研究尚不多见,这也是该著作的创新所在,显示出作者在公司财务研究上的科学性及前沿性。研究发现,不同类型的金字塔控制结构产生了不同的治理效应:分离型金字塔控制结构产生负面的治理效应,降低了公司价值;非分离型金字塔控制结构能够产生正面的治理效应,提高了公司价值;多链条控制方式放大分离型金字塔控制结构和非金字塔控制结构各自的治理效应。在考虑了终极控制人的性质和不同的委托管理形式后,不同类型的金字塔控制结构各自产生的治理效应并没有因此而改变;在多个终极控制人组成控制联盟的公司中,分离型和非分离型金字塔控制结构各自的治理效应依然保持不变。可见,终极控制人控制方式的选择决定了对公司价值影响的方向及其程度,这也是该著作进一步细分金字塔控制结构类型进行研究的重要意义所在。综上所述,该著作的研究问题是一个内涵丰富、富有前瞻性的研究课题,且研究视角尤为值得关注,相信它为未来更深入的理论和实证研究奠定了基础,将起到抛砖引玉的作用。

最后,这部著作的研究新发现具有较强的政策含义。作者研究发现,终极控制人不同的委托管理形式对上市公司产生了不同的治理效应,混合型控股公司的委托管理形式对公司价值产生了显著的正面治理效应,其政策含义在于,混合型控股公司的委托管理形式是终极控制人对上市公司实施控制的理想选择。作者还发现,由于终极控制人控制权和现金流所有权分离程度的差异导致了其不同的行为方式,最终产生了不同的经济后果,具体体现在分离型金字塔控制结构产生负面的治理效应,而非分离型金字塔控制结构则产生正面的治理效应;政府终极控

制人构建分离型金字塔控制上市公司能够产生更大的负面治理效应，由低层级第一政府终极控制人与非政府终极控制人组成的控制联盟共同控制上市公司降低了公司价值；当多个终极控制人持股比例基本相同时，由多个终极控制人组成的控制联盟的股权制衡能够产生正面的治理效应。本书为中国上市公司金字塔控制结构形成的影响因素及其经济后果提供了很有价值的直接经验证据，这些新发现具有重要的政策含义：政府终极控制人正确行使所有者权利、控制权比例相近的股权制衡的产权安排和健全的法律制度（尤其是“揭开公司面纱，追溯终极控制人”制度）之相互作用是提高中国上市公司治理效率的根本所在。

毛世平博士长期在国家级科研单位从事研究工作，具有良好的数理基础，对于数量经济分析方法和计量经济分析方法均具有较好的掌握，具有财务学科领域坚实宽广的基础理论和系统深入的专门知识以及丰富的工作经验，其博士论文的选题充分发挥了其特长，也为其开启了后续研究的新领域。这部著作是迄今为止比较全面、系统地对中国金字塔控制结构的影响因素及其产生经济后果进行理论和实证研究的专著，它不仅具有深刻的理论价值，而且具有重要的现实意义。希望这部专著的出版，能够为关注公司财务的理论研究者和实务工作者提供有价值的参考和启示。

荆 新

2008年8月20日

摘要

在股权集中型的公司治理模式下，终极控制人通过构建金字塔控制结构、交叉持股和发行具有双重投票权的股票等方式，以较少的现金投入获得了较多的控制权，使得终极控制人的控制权和现金流所有权发生分离，偏离“一股一票”的原则。在此情形下，终极控制人的利益系由其现金流所有权来体现，而非由第一大股东直接持股比例来反映，仅拥有上市公司中间控制者的资料不能准确理解上市公司的所有权结构。另一方面，如果基于控制人的直接股权结构来研究金字塔控制结构下多个控制人股权制衡的治理效应时，存在的缺陷更为明显：从终极控制人的角度看，上市公司的多个直接控制人可能是一致性行动人，这是同一个终极控制人对上市公司采用多链条加强控制的方式；在此基础上来讨论多个直接控制人是监督还是共谋，显然是没有意义的，因此，以上市公司终极控制人作为行为主体进行研究更能够抓住问题的本质。

普遍存在于中国上市公司的金字塔控制结构是终极控制人对上市公司实施控制最为主要和最常用的方式，中国上市公司治理的核心问题是终极控制人和其他中小投资者之间的利益冲突问题。终极控制人对其他社会中小投资者的掠夺往往是通过金字塔控制结构实现的，那么，实施隧道行为是否是终极控制人构建金字塔控制结构的唯一原因？面对终极控制人的隧道行为，其他社会中小投资者为何还继续投资于金字塔控制结构的公司？终极控制人构建不同类型金字塔控制结构会对上市公司产生何种经济后果？这些都是需要检验的实证问题。由此，公司治理领域中金字塔控制结构形成的影响因素及其产生的经济后果这一前沿性课题成为本书的研究主题。

在中国上市公司普遍存在集中型的股权结构和终极控制人普遍采用金字塔控制结构控制上市公司的背景下，由于控制权和现金流所有权是研究金字塔控制结构的基础，它们对终极控制人的行为具有重要的基础性影响，本书尝试从影响终极控制人的现金流所有权和控制权的因素作为起点，在此基础上探讨上市公司金字塔控制结构形成的影响因素及其产生的经济后果。

本书首先进行文献综述，其目的在于尝试建立一个研究金字塔控制结构下公

司治理问题的分析框架,从而为形成本书的研究框架奠定基础。随后的制度背景分析则是通过对中国资本市场的制度特征和上市公司的治理特征的分析,为以后各章的展开提供研究背景。

本书的实证研究首先基于中国资本市场变迁具有强制性变迁和上市公司所有权结构具有外生性的特征,从产权性质(类型)、终极控制人的委托管理形式、金字塔控制结构(类型)和股票发行制度四个角度对终极控制人现金流所有权和控制权形成的影响因素进行了实证检验,研究发现:(1)产权性质的差异导致了上市公司中政府和非政府终极控制人现金流所有权和控制权的差异;不同层级政府终极控制人对现金流所有权和控制权的影响存在显著性差异。不同的控制权获得方式影响了创始型和非创始型家族终极控制人的现金流所有权和控制权。(2)终极控制人通过金字塔控制结构第一条控制链控制上市公司而采取的不同委托管理形式对终极控制人的现金流所有权和控制权产生显著性影响。(3)金字塔控制结构的不同类型及其控制方式的复杂程度均能够对终极控制人的现金流所有权和控制权产生差异性影响。(4)中国股票发行制度的变迁对终极控制人现金流所有权和控制权产生的影响存在显著性差异,不同的股票发行制度导致终极控制人不同的现金流所有权和控制权。

本书建立计量经济模型分析了金字塔控制结构形成的影响因素。通过实证检验得出以下研究结论:(1)产权安排是终极控制人构建金字塔控制结构的基本影响因素,但对终极控制人构建分离型和非分离型金字塔控制结构的激励是不同的;当控制权与现金流所有权对应时,终极控制人构建金字塔控制结构的可能性不明显。(2)现代公司的有限责任原则是终极控制人构建金字塔控制结构的重要影响因素,上市公司的经营风险越大,终极控制人构建金字塔控制结构对其实施控制的可能性越高。(3)通过实施隧道行为而获得控制权私有收益成为终极控制人构建金字塔控制结构的影响因素,但对终极控制人构建分离型和非分离型金字塔控制结构的激励程度是不同的;隧道行为的掠夺效应越大,终极控制人构建金字塔控制结构的可能性越高。(4)公司负债融资和公司盈利能力是影响金字塔控制结构形成的重要因素,具有较高负债和较高资产收益率的上市公司,其他中小投资者投资于金字塔控制结构的可能性较高。(5)当存在权益融资的杠杆效应时,上市公司的投资规模越大,终极控制人构建金字塔控制结构的可能性越高;当权益融资的杠杆效应消失时,上市公司的投资规模越大,终极控制人构建金字塔控制结构的可能性越小;上市公司的规模越大,终极控制人构建金字塔控制结构的可能性越高。(6)终极控制人对上市公司控制的委托管理形式的出现是金字塔控制结构产生的重要影响因素,终极控制人委托管理形式的产生,金字塔控制结构形成的可能性越大;相对于非政府终极控制人,政府终极控制人构

建金字塔控制结构的可能性更高。(7) 投资者法律保护程度成为金字塔控制结构形成的重要影响因素, 投资者法律保护程度越弱, 金字塔控制结构形成的可能性越大。

本书建立固定效应计量经济模型来研究金字塔控制结构对公司价值的影响。金字塔控制结构是终极控制人对上市公司实施控制的主要方式, 不同的金字塔控制结构类型产生了不同的经济后果。通过实证检验得出以下研究结论: (1) 分离型金字塔控制结构产生负面的治理效应, 非分离型金字塔控制结构产生正面的治理效应, 在考虑了终极控制人的性质和不同的委托管理形式后, 不同类型金字塔控制结构各自不同的治理效应并没有因此而改变。(2) 复杂的多链条控制方式放大了分离型金字塔控制结构和非分离型金字塔控制结构各自的治理效应。(3) 相对于非政府终极控制人, 政府终极控制人构建分离型金字塔控制结构控制上市公司会产生更大的负面治理效应, 导致上市公司价值的降低; 政府终极控制人构建非分离型金字塔控制上市公司能够产生正面的治理效应, 提高了上市公司价值。(4) 终极控制人不同的委托管理形式对上市公司产生了不同的治理效应, 混合型控股公司的委托管理形式对上市公司价值产生了显著的正面治理效应, 纯粹型控股公司的委托管理形式对上市公司价值产生了显著性不稳定的负面治理效应, 终极控制人通过事业单位法人的委托管理形式来控制上市公司最终对公司价值产生了显著的负面治理效应。暗含的政策含义在于, 混合型控股公司的委托管理形式是终极控制人对上市公司实施控制的理想选择。

本书通过对金字塔控制结构下的股权制衡对公司价值影响的研究, 得出以下研究结论: (1) 股权制衡能够产生权益效应, 多个终极控制人控制联盟的现金流所有权和控制权集中度越高, 公司价值越大; 现金流所有权集中度的治理效应大于控制权集中度的治理效应; 分离型金字塔控制结构会抵减多个终极控制人控制联盟的现金流所有权和控制权集中度的治理效应, 而非分离型金字塔控制结构则可增强其现金流所有权和控制权集中度的治理效应。(2) 从多个终极控制人控制联盟的现金流所有权和控制权均衡分布的角度看, 金字塔控制结构下的股权制衡效应在中国上市公司的发挥是有其条件限制的; 当多个终极控制人持股比例基本相同时, 股权制衡能够产生正面的治理效应; 分离型金字塔控制结构会抵减此条件下的股权制衡的正面治理效应, 而非分离型金字塔控制结构可增强此条件下的股权制衡的正面治理效应。分离型金字塔控制结构下, 多个终极控制人控制联盟的现金流所有权和控制权的均衡分布能够降低公司价值; 非分离型金字塔控制结构下, 多个终极控制人控制联盟的现金流所有权和控制权的均衡分布有助于提高公司价值。(3) 不同性质、性质相同而类型不同的多个终极控制人控制联盟共同控制上市公司产生了不同的治理效应。位于高层级的多个政府终极控制人

组成的控制联盟共同控制上市公司能够提高公司价值，而低层级的多个政府终极控制人组成的控制联盟共同控制上市公司则降低了公司价值；高层级的第一政府终极控制人与非政府终极控制人组成的控制联盟共同控制上市公司能够提高公司价值，而低层级第一政府终极控制人与非政府终极控制人组成的控制联盟共同控制上市公司则降低了公司价值；家族终极控制人作为第一控制人与低层级政府终极控制人或家族、集体企业终极控制人组成的控制联盟共同控制上市公司降低了上市公司价值。

本书实证检验的结论暗含了以下政策含义：（1）政府终极控制人应正确行使所有者权利。政府尤其是低层级政府终极控制人能否正当行使对上市公司的控制权，直接涉及社会正义和公平价值的实现与否以及实现的程度。基于政府作为股东的特殊性，他们既是所有者又是监管者，政府作为所有者应该制定清晰、稳定的所有权政策，保证其有足够的透明度。政府股东应该在法定框架内行使所有者权力，不允许政府股东享有特权；政府作为终极控制人与其他主体作为终极控制人时享有同等的权利和义务，不能滥用其在上市公司的控制权损害其他中小投资者的利益。（2）强化、细化上市公司信息披露的真实性和及时性，增加信息的透明度。透明的信息披露有利于监管部门和其他投资者深入地对上市公司和终极控制人进行评估，建立起终极控制人的声誉记录，从而约束终极控制人的掠夺行为。（3）增加对其他社会中小投资者法律保护的强度，增大终极控制人实施掠夺行为的支付成本。约束终极控制人掠夺行为最根本的办法是在立法中建立“揭开公司面纱，追溯终极控制人”制度。（4）调整中国上市公司形成的“一股独大”的股权结构，在上市公司中形成持股比例相近的股权制衡结构是多个终极控制人控制联盟所有权结构的理想选择。总之，政府终极控制人正确行使所有者权利、持股比例相近的股权制衡的产权安排和健全的法律制度之相互作用是提高中国上市公司治理效率的根本所在。

目 录

第1章 导论	(1)
1.1 研究背景与问题的提出	(1)
1.2 研究意义	(4)
1.3 研究问题的界定	(6)
1.4 研究方法	(12)
1.5 研究框架	(13)
第2章 文献综述	(16)
2.1 引言	(16)
2.2 金字塔控制结构：集中型股权结构下的不同公司治理命题	(17)
2.3 金字塔控制结构的存在与特征	(19)
2.4 金字塔控制结构形成的影响因素	(21)
2.5 金字塔控制结构的经济后果	(31)
2.6 制约金字塔控制结构下终极控制人隧道行为的控制机制	(39)
2.7 文献综述对本研究的启示	(49)
第3章 制度背景	(52)
3.1 中国资本市场的制度特征	(52)
3.2 中国上市公司的治理特征	(63)
3.3 本章小结	(72)
第4章 金字塔控制结构下的控制权和现金流所有权	(74)
4.1 引言	(74)
4.2 终极控制人控制权、现金流所有权与影响因素	(75)
4.3 数据、样本与变量	(82)
4.4 实证结果及其分析	(85)
4.5 研究结论	(107)

第5章 金字塔控制结构的影响因素	(108)
5.1 引言	(108)
5.2 理论分析与研究假设	(110)
5.3 研究设计	(116)
5.4 实证结果及其分析	(120)
5.5 研究结论	(133)
第6章 金字塔控制结构与公司价值	(139)
6.1 引言	(139)
6.2 理论分析与研究假设	(140)
6.3 研究设计	(144)
6.4 实证结果及其分析	(152)
6.5 研究结论和启示	(171)
第7章 金字塔控制结构下的股权制衡与公司价值	(173)
7.1 引言	(173)
7.2 理论分析与研究假设	(174)
7.3 研究设计	(180)
7.4 实证结果及其分析	(186)
7.5 研究结论和启示	(209)
第8章 结论	(211)
8.1 主要研究结论	(211)
8.2 政策含义	(214)
8.3 本书的特色及创新之处	(216)
8.4 研究局限与未来研究建议	(218)
附录1 多个终极控制人确定之示例	(219)
附录2 终极控制人及其控制权、现金流所有权确定之示例	(220)
参考文献	(222)
后记	(237)

图 表 目 录

图 1-1	上市公司终极控制人及委托管理形式分类	(11)
图 1-2	本书的研究框架	(13)
附图 1	多个终极控制人确定之示例	(219)
附图 2	终极控制人、控制权和现金流所有权确定之示例	(220)
表 3-1	上市公司股票发行制度的演变进程	(61)
表 4-1	上市公司股票发行制度变迁的阶段分类	(81)
表 4-2	变量定义	(83)
表 4-3	政府和非政府终极控制人性质与所有权结构分析	(85)
表 4-4	不同层级政府终极控制人与所有权结构分析	(86)
表 4-5	不同层级政府终极控制人与现金流所有权、控制权的差异 分析	(88)
表 4-6	不同层级政府终极控制人与现金流所有权和控制权分离程 度的差异分析	(88)
表 4-7	创始型和非创始型家族终极控制人类型与所有权结构分析	(89)
表 4-8	家族终极控制人获得控制权方式与所有权结构分析	(90)
表 4-9	家族终极控制人获得控制权方式与现金流所有权、控制权 的差异分析	(91)
表 4-10	家族控制人获得控制权方式与现金流所有权和控制权分 离程度差异分析	(92)
表 4-11	不同委托管理形式与所有权结构分析（第一条控制链）	(93)
表 4-12	不同委托管理形式与现金流所有权、控制权的差异分析 （第一条控制链）	(95)
表 4-13	不同委托管理形式与现金流所有权、控制权分离程度的 差异分析（第一条控制链）	(96)
表 4-14	不同委托管理形式与所有权结构分析（第二条控制链）	(96)
表 4-15	不同委托管理形式与现金流所有权、控制权的差异分析 （第二条控制链）	(98)
表 4-16	金字塔控制结构（两类型）与所有权结构分析	(99)

表 4-17	金字塔控制结构（三类型）与所有权结构分析	(100)
表 4-18	金字塔控制结构（三类型）与现金流所有权、控制权的 差异分析	(102)
表 4-19	金字塔控制结构（三类型）与控制权和现金流所有权分离 程度的差异分析	(102)
表 4-20	股票发行制度变迁与所有权结构	(103)
表 4-21	股票发行制度变迁与现金流所有权的差异分析	(105)
表 4-22	股票发行制度变迁与控制权的差异分析	(106)
表 4-23	股票发行制度变迁与控制权和现金流量权分离程度的差异 分析	(106)
表 5-1	样本公司的数量分布特征	(117)
表 5-2	变量定义	(118)
表 5-3	描述性统计	(120)
表 5-4	多变量模型回归结果（Py_Diff 样本组）	(123)
表 5-5	多变量模型回归结果（Py_Diff 样本组：与非政府终极控 制人交互作用）	(125)
表 5-6	多变量模型回归结果（Py_Diff 样本组：与政府终极控制 人交互作用）	(126)
表 5-7	多变量模型回归结果（Py_Nodiff 样本组）	(128)
表 5-8	多变量模型回归结果（Py_Nodiff 样本组：与非政府终极 控制人交互作用）	(130)
表 5-9	多变量模型回归结果（Py_Nodiff 样本组：与政府终极控 制人交互作用）	(131)
表 5-10	多变量模型回归结果（Py_Diff 样本组：20% 控制权临界 值标准）	(134)
表 5-11	多变量模型回归结果（Py_Nodiff 样本组：20% 控制权 临界值标准）	(136)
表 6-1	样本公司的数量分布特征	(145)
表 6-2	变量定义	(150)
表 6-3	描述性统计	(152)
表 6-4	随机效应的 Hausman 检验分析	(153)
表 6-5	金字塔控制结构、多链条控制与公司价值	(155)
表 6-6	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司 价值（1）	(157)

表 6-7	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司价值 (2)	(160)
表 6-8	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司价值 (3)	(162)
表 6-9	金字塔控制结构、多链条控制与公司价值	(166)
表 6-10	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司价值 (1)	(167)
表 6-11	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司价值 (2)	(168)
表 6-12	金字塔控制结构、终极控制人性质、委托管理形式与公司价值 (3)	(169)
表 6-13	金字塔控制结构与公司价值 (多个终极控制人样本)	(170)
表 7-1	变量定义	(184)
表 7-2	描述性统计	(187)
表 7-3	随机效应的 Hausman 检验分析	(188)
表 7-4	金字塔控制结构、现金流所有权集中度与公司价值	(190)
表 7-5	金字塔控制结构、控制权集中度与公司价值	(192)
表 7-6	金字塔控制结构下的股权制衡与公司价值	(194)
表 7-7	金字塔控制结构下的股权制衡 (控制权比例相近) 与公司价值	(196)
表 7-8	金字塔控制结构下的股权制衡与公司价值 (不同类型的样本)	(198)
表 7-9	金字塔控制结构下的股权制衡、政府终极控制人 (性质) 与公司价值 (1)	(200)
表 7-10	金字塔控制结构下的股权制衡、政府终极控制人 (性质) 与公司价值 (2)	(202)
表 7-11	金字塔控制结构下的股权制衡、非政府终极控制人 (性质) 与公司价值	(204)

第1章 导 论

1.1 研究背景与问题的提出

1.1.1 研究背景

所有权结构形成的原因与影响因素是研究所有权相关问题的“元”问题(陈信元, 2004)。所有权结构是研究投资者行为的基础与出发点, 是公司层面上最为重要的治理机制, 虽然众多学者都已经认识到所有权结构对公司治理机制的重要性, 但还没有深入探讨影响所有权结构的因素。中国特殊的企业改制模式和股票发行制度决定了上市公司所有权结构具有外生性, 同时, 中国资本市场的变迁具有强制性变迁的特征, 这也就决定了中国资本市场制度在相当程度上是政府外生设定的, 不是企业组织自我发展和市场经济逐步完善相互促进的内生结果。因此, 制度环境等外部因素成为影响中国上市公司所有权结构的重要因素。

产权理论认为, 企业产权包括剩余索取权和剩余控制权两个方面, 有效的产权安排需要使剩余索取权与剩余控制权相互匹配。为激励投资者进行投资和提高投资效率, 企业的剩余控制权和剩余索取权应该归属于投资者所有。在股权分散型的公司中, 投资者的现金流所有权和控制权没有发生分离, 而是相互匹配, 实现了剩余控制权与剩余索取权对应的产权安排原则, 因此, 传统的公司治理研究通常采用股东直接持股比例来衡量所有权结构, 并不区分现金流所有权和控制权的差异性。然而, 在股权集中型的公司中, 控制人通过构建金字塔控制结构、交叉持股和发行双重股票等方式, 使得剩余索取权和剩余控制权发生分离, 控制人以较少的现金流投入获得了较多的控制权, 导致了控制性股东现金流所有权和控制权发生分离, 从而偏离“一股一票”的原则。在这种情况下, 控制人的利益是由其现金流所有权来体现, 而不是由第一大股东直接持股比例来反映, 仅拥有上市公司中间控制者的资料不能准确理解上市公司的所有权结构, 需要追溯公司的终极控制人, 以上市公司的终极控制人作为行为主体进行研究更能够抓住问题