

财政部重点会计科研课题系列丛书 (2006)

课题管理单位：中国会计学会

RESEARCH ON ULTIMATE
OWNERSHIP AND CONTROL IN

PYRAMIDAL OWNERSHIP
STRUCTURE

金字塔结构下终极 所有权与控制权研究

■ 课题主持人：马 忠

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

■ 财政部重点会计科研课题系列丛书(2006)

课题管理单位：中国会计学会

RESEARCH ON ULTIMATE
OWNERSHIP AND CONTROL IN
**PYRAMIDAL OWNERSHIP
STRUCTURE**



金字塔结构下终极 所有权与控制权研究

■ 课题主持人：马 忠

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 马 忠 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

金字塔结构下终极所有权与控制权研究 / 马忠主持. —大连: 东北财经大学出版社, 2007. 5

(财政部重点会计科研课题系列丛书·2006)

ISBN 978 - 7 - 81122 - 063 - 6

I. 金… II. 马… III. 公司 - 企业管理 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 072926 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总 编 室: (0411) 84710523

营 销 部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连金华光彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×230mm 字数: 310 千字 印张: 14 1/2 插页: 1
2007 年 5 月第 1 版 2007 年 5 月第 1 次印刷

责任编辑: 方红星 孙晓梅

责任校对: 刘贤恩

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 81122 - 063 - 6

定价: 34.00 元

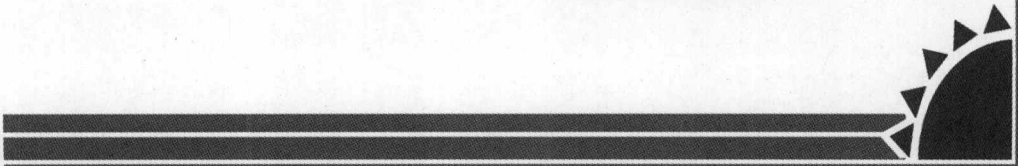
课题编号：2003KJA024

金字塔结构下终极所有权与控制权研究

课题主持人：马 忠

课题组成员：张秋生 张金鑫 吴翔宇

陈 勉 陈 彦



财政部重点会计科研课题结项鉴定评审委员会

主任

刘玉廷

副主任

李玉环 周守华

委员

(以汉语拼音为序)

戴德明	樊行健	盖 地	黄世忠	李玉环
刘明辉	刘永泽	刘玉廷	陆建桥	陆正飞
骆家骧	秦荣生	曲晓辉	宋献中	汤谷良
唐国平	田志心	王 斌	王化成	王 乔
王善平	王世定	魏明海	伍中信	夏冬林
谢建宏	谢志华	杨世忠	杨雄胜	杨有红
喻 灵	张龙平	张美霞	张 鸣	张 蕊
赵德武	周守华			

出版说明

为落实中国会计学会第六届理事会科研规划，繁荣中国的会计理论研究，中国会计学会组织实施了财政部重点会计科研课题（2003）的研究。本次重点会计科研课题是针对我国会计改革与理论研究中出现的亟待解决的难点问题予以立项的，共有16个课题项目、75个课题组中标。

中国会计学会对所有立项课题进行了严格的跟踪管理。经过近三年的认真研究，绝大部分课题组都较好地完成了课题预期的研究任务。自2005年8月开始，中国会计学会先后在广东、江西、北京、湖南等地召开七次课题结项鉴定会，与会专家对本次重点课题的研究成果给予了充分肯定，同时对每一份研究报告提出具体的修改意见。根据报经财政部批准的课题评审结果，有71个课题研究报告通过评审，其中12个获得“优秀奖”。

为及时推广本批课题的理论研究成果，更好地为我国会计改革与发展服务，中国会计学会特选出部分优良的课题研究报告，作为“财政部重点会计科研课题系列丛书（2006）”予以出版。

会计是经济工作的重要基础。适应我国市场经济发展要求、与国际惯例趋同的企业会计准则体系和注册会计师审计准则体系的实施，将为会计理论研究提供丰富的研究课题。中国会计学会将继续团结全国广大的会计工作者，联系会计改革实际，开展会计理论研究，为更好地发挥会计的作用、促进经济社会健康协调可持续发展，作出更大贡献。

中国会计学会
2007年3月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与问题	1
1.2 研究对象及意义	3
1.3 研究假设与分析框架	4
1.4 研究思路、内容与方法	5
1.5 本书的创新点	8
第 2 章 文献回顾与概念框架	12
2.1 公司治理结构、体系与机制	12
2.2 公司治理研究基本范式	19
2.3 所有权结构与终极控制人的代理成本	25
2.4 本章小结	51
第 3 章 终极所有权与控制权	53
3.1 所有权集中与控制性股东	53
3.2 所有权集中下的所有权与控制权分离	62
3.3 中国上市公司的金字塔结构	71
3.4 本章小结	77
第 4 章 终极控制人的代理成本	79
4.1 引言	79
4.2 终极控制人代理成本的相关研究	82
4.3 终极所有人控股动机的理论分析	86
4.4 样本选择	95
4.5 变量设定及说明	95
4.6 实证结果及分析	98
4.7 国有最终控制性股东的代理成本	103
4.8 本章小结	107
第 5 章 控制性股东大宗股权协议转让中的控制权私利	109
5.1 引言	109
5.2 控制权私利的规模与测度	114
5.3 现实背景与研究假设	119
5.4 变量、模型与样本	122
5.5 控制权私利实证结果分析	132
第 6 章 终极所有权结构对自愿性信息披露程度的影响	154
6.1 引言	154
6.2 自愿性信息披露相关研究	156

第1章 绪论

1.1 研究背景与问题

1.1.1 研究背景

在公司治理领域的文献中,公司所有权结构以及由此引发的代理成本一直是备受关注的问题。Jensen and Meckling (1976) 基于分散所有权结构研究了公司内部经理人与外部分散股东之间的代理冲突。而近年来的经验研究发现在欧洲及东亚国家和地区普遍存在控制性股东(家族控制及参与管理的公司比例较高),并通过金字塔型、交叉持股或二元股份的所有权结构强化了控制性股东的控制权,使控制性股东的控制权与所有权产生分离(Claessens, Djankov and Lang, 2000; Faccio and Lang, 2002)。由于终极控制人在金字塔所有权结构底层企业中的控制权(voting rights)往往会超过相应的所有权(cash flow rights),使其在该公司中行使的控制企业资源的能力和管理决策的权力往往超过其所承担的义务与责任,从而产生终极控制人对中小股东利益的代理成本(La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999)。相关的理论研究分析了当控制性股东采用金字塔股权结构实现其终极控制权与终极所有权的分离时,会产生另一类代理问题,即终极控制性股东与中小股东之间的代理冲突(Wolfenzon, 1999; Bebchuk, Kraakman and Triantis, 2000; Almeida and Wolfenzon, 2005; Morck, Wolfenzon and Yeung, 2004; Attig, Fischer and Gadhoun, 2003)。控制性股东可以通过对上市公司的“利益抽取”(tunneling)来获得控制权下的私人利益(Johnson et al., 2000),但是在某些情况下,控制性股东也可能使用他们获取的私利对上市公司实现“利益输送”(propping)以维持上市公司的经营(Friedman, Johnson and Mitton, 2003)。

针对这一问题的一系列实证研究表明,当存在终极控制人为攫取控制权私利(private benefits of control)而对中小股东财富进行利益剥夺时,企业价值呈现下降的特征,不仅经验验证了终极控制人代理成本的存在(Claessens, Djankov, Fan and Lang, 2002; Lin, 2003; Joh, 2003),而且还间接测度了这种代理成本对企业价值的影响程度(Cronqvist and Nilsson, 2003)。

在中国上市公司中,最终控股股东普遍采用金字塔所有权结构来控制公司,针对这一所有权结构可能引起的终极控制人的代理成本,目前的理论和实证研究结论均表明最终控制性股东的控制权与所有权的分离将导致控制性股东与中小股东之间的代理冲突,使企业价值受损(郑志刚, 2005; 苏启林、朱文, 2003; 杨兴君、宗长玉、江艺, 2003; 苏启林, 2004)。但在国内现有的研究中,还缺乏针对金字塔结构下终极控制人

与小股东之间利益关系的深入系统的研究。事实上,金字塔结构中终极所有权(cash flow rights)与控制权(voting rights)之间的分离度为终极控制人与小股东之间出现利益冲突提供了条件,但控制性股东也因所有权集中而存在价值及业绩激励,如同业主—经理型(owner-manager)企业的内部经理人与外部分散股东之间的利益关系一样^①,始终同时存在利益冲突和利益联盟。因此,值得研究的问题是利益冲突与利益趋同两者之间在什么情形下起主导作用,其特征是什么。显然,对此问题的研究有必要分析终极所有人的控股权以及终极所有权与终极控制权对小股东利益的影响。

1.1.2 研究的问题

本书研究的主要问题是金字塔所有权结构下的终极所有权、控制权及其对公司治理的影响。对这一问题的研究在本书中涉及三个方面:一是金字塔所有权结构下终极所有人与小股东之间的代理问题,即基于中国上市公司的金字塔所有权结构,分析并检验了终极控制人与小股东之间的利益关系。这种利益关系一方面表现为终极控制人与小股东之间的利益冲突,即盘踞效应所呈现的终极所有人的代理成本;另一方面表现为终极控制人与小股东之间的利益趋同,即联盟效应所呈现的终极所有人的代理收益。在此基础上,在家族与国有控股上市公司之间进行比较,旨在比较不同类型终极控制人的代理问题是否具有类似的特征。二是研究控制性股东代理成本的特征,即分析大宗股权协议转让中的控制权私利,通过研究控制权私利的测度方法与实证检验可以从另一个角度验证代理成本的存在及其程度。三是研究金字塔所有权结构对自愿性信息披露程度及质量的影响,验证中国家族控股上市公司的金字塔所有权结构对自愿性信息披露的影响,并与“100最佳”治理上市公司的自愿性信息披露程度相比较,据此判断家族控股上市公司自愿性信息披露的程度。

这三个方面问题之间的逻辑关系是:①对终极控制人代理成本的研究旨在发现终极所有人与小股东之间的利益关系。控制性股东与小股东之间存在的代理问题是研究其他两个问题的基础,即利益冲突的基本特征是终极控制人以损害小股东的利益为代价取得控制权私利,往往表现为利用各种形式攫取公司资源。同时,终极控制人利用对董事会和公司资源的控制力,影响甚至操纵信息披露。②控制性股东的代理成本源于以小股东利益为代价取得控制权私利,这成为公司治理结构中的重要研究问题。本书旨在研究大宗股权交易中是否存在并如何测度控制权私利,印证代理成本伴随控制性股东的行为以及发现与其他公司治理结构变量之间的关系。③以终极控制人的代理成本和取得控制权私利动机为起点,进一步分析金字塔所有权结构对自愿性信息披露程度及质量的影响,旨在发现终极所有权与控制权相分离的情况下,终极控制人对信息披露质量的影响,并验证终极控制人的代理成本表现为其自身与小股东之间的信息不对称,以及现金流权与控制权之间的成本与收益不对称是金字塔治理结构的主要问题。上述三个问题的研究是基于对中国上市公司金字塔所有权结构的分析,因此,本书在对中国上市公司金字塔结构进行描述性统计的基础上,把以自然人或一致行动人为终极控制人的家族控股上市公

^① Jensen and Meckling (1976) 和 Morck, Shleifer and Vishny (1988) 以及 Stulz (1988) 讨论了增加内部经理人的股权激励以便使其与股东利益趋同,但大额股权集中于内部经理人时,内部管理所有权又会出现内部经理人的盘踞现象(entrenchment)而呈现与股东之间的代理冲突。

司作为基本样本展开研究，并在进行比较研究时扩展为其他样本。

1.2 研究对象及意义

本书研究的主要对象是中国上市公司金字塔结构以及终极所有权与控制权。在本书中，金字塔所有权结构对公司治理结构的影响是通过终极所有权、终极控制权以及两者相分离而产生终极控制人的代理成本反映出来的。从国内外公司治理领域最新的学术研究动态看，虽然存在不同的公司治理结构研究范式以及涉及更为宽泛的利益相关人治理理论，但基于保护中小股东利益的控制性股东的代理问题依然是理论与实践中的重要问题之一，在法律体系对中小股东利益保护不力的新兴市场经济国家更是备受关注。研究金字塔结构下终极所有权与控制权对公司治理研究的学术意义主要集中于两大类主要问题：

一是运用代理理论的分析范式，研究金字塔结构下终极所有人在控制链条上底层公司中与小股东之间的利益关系，旨在发现终极所有权与控制权对公司价值、业绩、信息披露程度及质量的影响，进而分析产生终极控制人与中小股东代理冲突的原因、影响因素及程度。对这一问题的研究将以终极控制人的代理成本为核心，通过分析代理成本的表现形式、控制权私利的测度及实证检验，为分析控制性股东的控制权私利、利益抽取或利益输送，考察控制性股东对中小股东利益攫取的能力与程度，进而为金字塔所有权结构对公司治理研究提供理论与经验证据。在中国的市场制度环境下，上市公司普遍存在金字塔结构（赖建清、吴世农，2005）^①，有必要对中国上市公司金字塔结构下终极所有权与控制权对公司治理结构的影响进行深入的研究。这不仅有助于与目前国外文献中的针对不同治理体系中金字塔结构对公司治理结构的影响研究的内容与结果进行比较与借鉴，也为研究金字塔结构的第二类问题提供理论与经验证据。

二是为什么会存在金字塔所有权结构以及什么因素决定了金字塔所有权结构。由于公司治理体系之间的差异性，所有权结构的演进过程带有明显的治理体系特征，因此，针对中国的金字塔结构提供规范性解释和实证检验将成为后续研究的基础。目前国外学者针对第二类问题的研究主要是为金字塔结构的形成及存在提供规范解释（Wolfenzon，1999；Bebchuk，Kraakman and Triantis，2000；Almeida and Wolfenzon，2005；Riyanto and Toolsema，2003；Holmen，2004；Obata，2002等）。国内学者（郑志刚，2005）的研究结论也从投资者选择的角度提供了理论解释，可以成为后续研究的基础。中国香港学者 Fan，Wong and Zhang（2005）从国有企业限制转让产权和民营企业直接上市融资受限制的角度为中国金字塔所有权结构的成因提供了理论解释和经验验证。

目前，对这类问题的学术性规范研究与实证研究均在进行中，其成果形成了互补关系。规范研究成为实证检验的基础，而实证研究的新发现也为规范研究进一步提出更科学、有效的问题提供了基础。

^① 在赖建清、吴世农（2005）描述性统计的基础上，本书也对中国上市公司金字塔所有权结构进行了数据统计与分析，详见第3章内容。

1.3 研究假设与分析框架

1.3.1 研究假设

本书在对公司治理结构基本研究范式、治理体系、治理机制等有关概念进行阐述的基础上,从理论上分析了所有权集中情形下金字塔结构中的终极控制人与小股东之间的利益关系,并从财务经济学的研究视角,沿用了公司治理结构研究所使用的代理理论为基本分析范式,对中国金字塔结构中终极控制人与小股东之间的利益关系及其对信息披露的影响进行了实证检验研究,目的在于验证本书提出的基本假设以及由基本假设进一步分解为针对具体问题的假设。

本书研究的假设分为三个层次:

第一层次是本书的基本假设:

在金字塔所有权结构中,终极所有人的终极控制权与所有权会产生分离,并由此产生终极控制人与中小股东的利益冲突和信息不对称。

第二层次是在基本假设的基础上,基于代理理论的分析范式,在对本书研究问题进行理论分析时所提出的两个方面的假设:

由于金字塔所有权结构使终极控制人与中小股东之间存在潜在的利益冲突,终极控制人有可能为谋取控制权私利而发生对中小股东的代理成本。

终极控制人通过其控制权或直接出任上市公司高管职务,具有取得控制权私利的可能性,并对企业的信息披露质量产生影响。

第三层次是针对代理成本问题和信息披露程度及质量进行实证研究的具体假设。

1.3.2 分析框架

本书针对所研究的问题,提出金字塔所有权结构和终极控制人的代理成本的关系结构图(图1—1)。

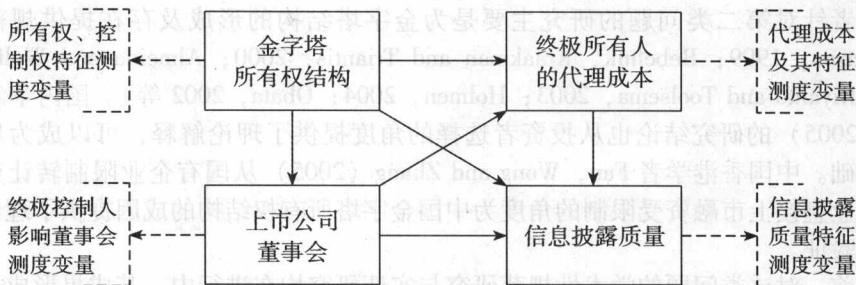


图 1—1 金字塔所有权结构及其代理成本的关系结构图

依据上述研究问题的关系结构图,本书的研究框架大体可以分为三个部分:一是在提出本书研究问题的基础上,在对目前理论与实证的相关研究进行了回顾的同时,阐述相关概念及它们相互之间的逻辑关系,并据此概括了本书的概念框架;二是对金字塔所有权结构的代理问题进行理论和实证分析,包括对代理关系与控制权私利的研

究与检验；三是对金字塔所有权结构的信息披露质量影响进行理论分析与实证检验。

1.4 研究思路、内容与方法

1.4.1 研究思路

基于本书研究问题的逻辑关系，用简图表述对问题的分析思路和研究步骤（图1—2）。

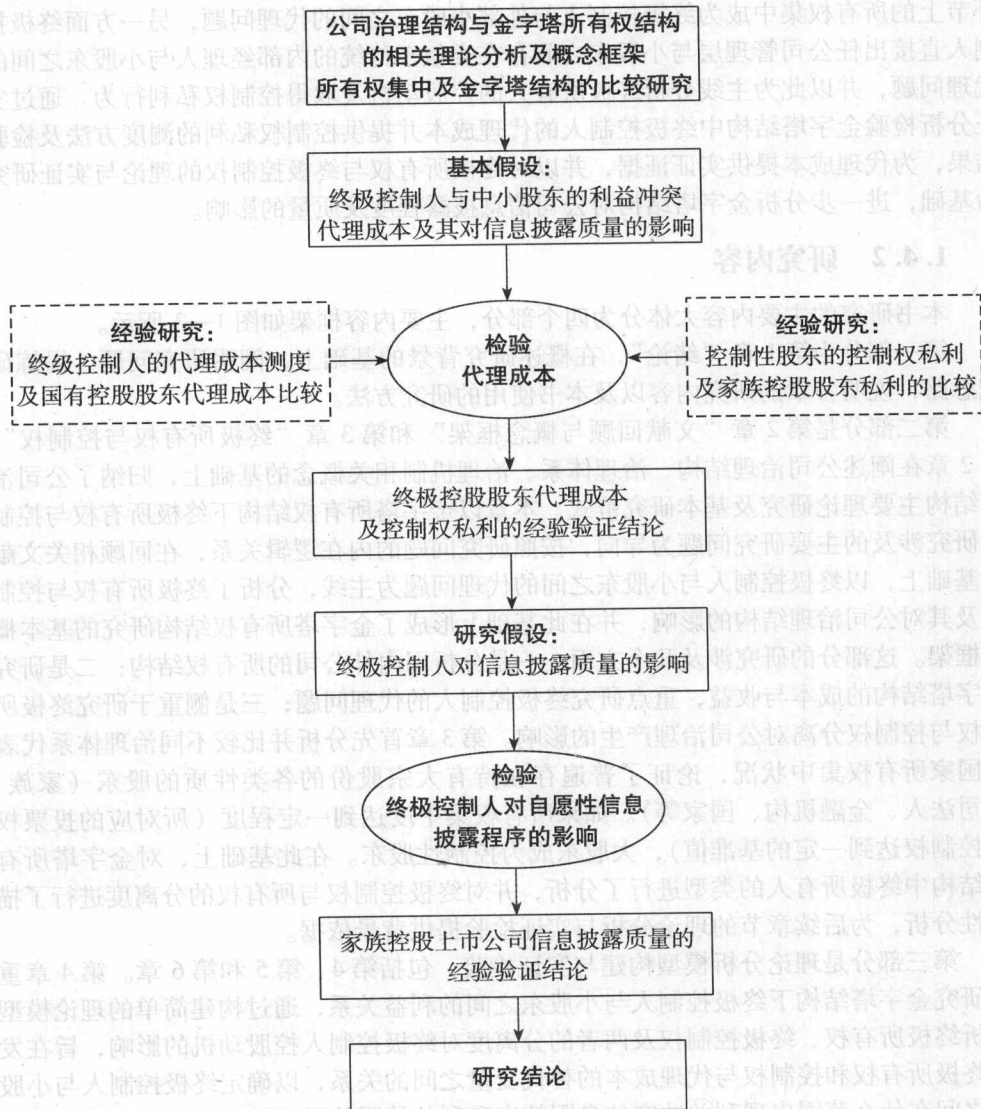


图1—2 本书研究思路

中国上市公司金字塔所有权结构存在的背景是法律体系对小股东保护程度较低,所有权集中度高,控制性股东与小股东之间的利益关系与其他利益相关人关系相比较而言依然是目前公司治理结构研究中值得特别关注的问题。因此,本书在说明公司治理结构、治理体系、治理机制基本概念的基础上,阐述了所有权分散结构与所有权集中结构中的两类不同的代理问题。以此为起点,系统分析了金字塔所有权结构中因所有权与控制权的分离所引起的终极控制人与小股东之间潜在的代理冲突,即将所有权结构中的代理问题研究从传统的内部经理人与分散小股东之间的代理问题的研究转向终极控制人与小股东之间的双重代理问题,即一方面终极所有人自身控制链条上各个环节上的所有权集中成为终极控制人与外部小股东之间的代理问题,另一方面终极控制人直接出任公司管理层与小股东之间存在类似于传统的内部经理人与小股东之间的代理问题,并以此为主线分析终极所有人的控股动机及取得控制权私利行为。通过实证分析检验金字塔结构中终极控制人的代理成本并提供控制权私利的测度方法及检验结果,为代理成本提供实证证据,并以对终极所有权与终极控制权的理论与实证研究为基础,进一步分析金字塔结构对公司信息披露程度及质量的影响。

1.4.2 研究内容

本书研究的主要内容大体分为四个部分,主要内容框架如图1—3所示。

第一部分为第1章“绪论”,在概述研究背景的基础上,阐明研究问题,提炼研究思路,说明各章的研究内容以及本书使用的研究方法。

第二部分是第2章“文献回顾与概念框架”和第3章“终极所有权与控制权”。第2章在阐述公司治理结构、治理体系、治理机制相关概念的基础上,归纳了公司治理结构主要理论研究及基本研究范式。本章以金字塔所有权结构下终极所有权与控制权研究涉及的主要研究问题为导向,按照研究问题的内在逻辑关系,在回顾相关文献的基础上,以终极控制人与小股东之间的代理问题为主线,分析了终极所有权与控制权及其对公司治理结构的影响,并在此基础上形成了金字塔所有权结构研究的基本概念框架。这部分的研究涉及几个方面:一是分析国内外公司的所有权结构;二是研究金字塔结构的成本与收益,重点研究终极控制人的代理问题;三是侧重于研究终极所有权与控制权分离对公司治理产生的影响。第3章首先分析并比较不同治理体系代表性国家所有权集中状况,论证了普遍存在持有大宗股份的各类性质的股东(家族、公司法人、金融机构、国家等)。如果所有权集中度达到一定程度(所对应的投票权及控制权达到一定的基准值),大股东成为控制性股东。在此基础上,对金字塔所有权结构中终极所有人的类型进行了分析,并对终极控制权与所有权的分离度进行了描述性分析,为后续章节的理论分析与实证检验提供背景依据。

第三部分是理论分析模型构建与实证检验,包括第4、第5和第6章。第4章重点研究金字塔结构下终极控制人与小股东之间的利益关系,通过构建简单的理论模型分析终极所有权、终极控制权及两者的分离度对终极控制人控股动机的影响,旨在发现终极所有权和控制权与代理成本的替代变量之间的关系,以确定终极控制人与小股东之间在什么范围出现利益冲突的盘踞效应和利益趋同的联盟效应。本章还通过与国有控股上市公司代理成本的比较,得出目前我国家族控股上市公司代理成本的相对水

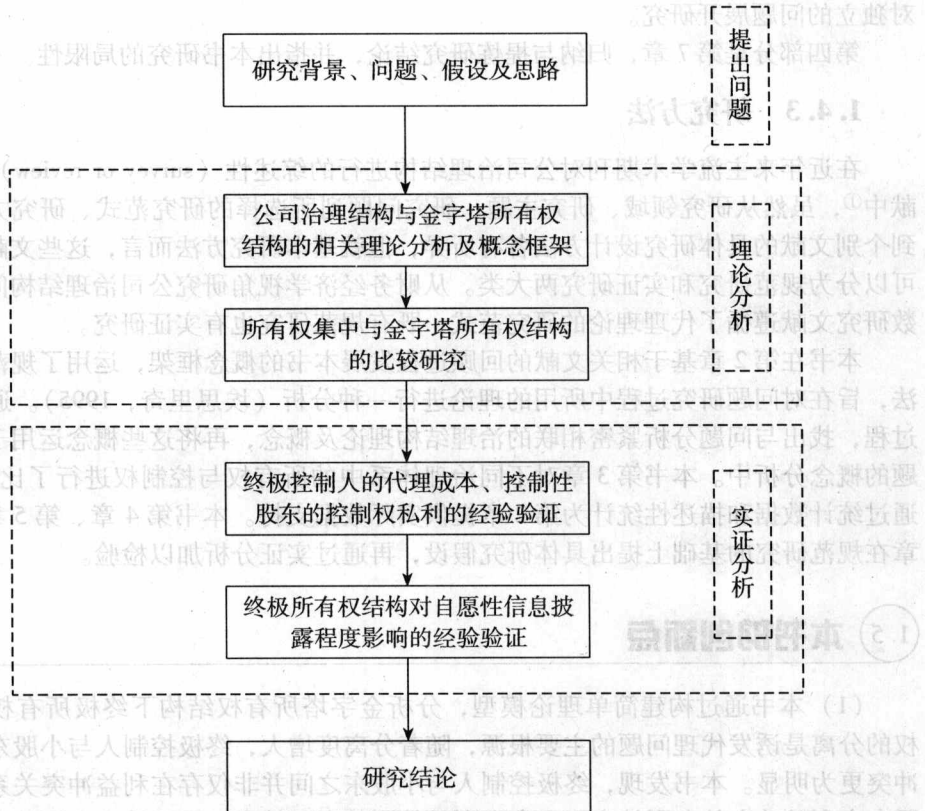


图 1—3 本书研究的内容框架

平。第 5 章重点研究如何测度控制性股东的控制权私利，在建立简单理论模型的基础上，对中国上市公司控制性股东控制权私利的规模以及大宗股权交易后管理层变更是否具有私利动机进行了实证检验。本章对控制权私利的研究也从另一个角度佐证了控制性股东的代理成本。本章在结合国内外现有文献对控制权私利测度方法的比较分析基础上，提出适合中国上市公司股权结构的控制权私利新的测度方法。此外，通过比较家族与国有控股上市公司两组样本控制权私利的水平，得出家族控股上市公司控制权私利的相对水平。第 6 章重点研究终极所有权结构对自愿性信息披露程度的影响。本章构建的简单理论模型的分析结果表明，终极控制人具有取得控制权私利的动机及可能性，在金字塔结构下终极控制人具有对管理层的控制力和影响力，从而影响了自愿性信息披露的程度。在对这一问题的研究中，首先从信息使用者对信息需求的角度归纳主要的信息披露类别及项目，在对照强制性信息披露项目的基础上，提炼出公司年度报告及公告中可能的自愿性信息披露项目，进而分析公司治理机制对自愿性信息披露程度的影响。通过比较家族控股上市公司与国内“100 最佳”治理上市公司的自愿性信息披露程度，判断家族控股上市公司自愿性信息披露的程度。第 6 章的研究内容可以为终极控制人的代理成本提供新的印证。这部分分为三章内容安排的目的是基于本书对研究问题的思路设计，在考虑研究问题的内在逻辑关系的基础上，便于对相

对独立的问题展开研究。

第四部分是第7章，归纳与提炼研究结论，并指出本书研究的局限性。

1.4.3 研究方法

在近年来主流学术期刊对公司治理结构进行的综述性 (survey or review) 研究文献中^①，虽然从研究领域、研究主题、研究问题到所选择的研究范式、研究方法，再到个别文献的具体研究设计方法各有所异，但就基本研究方法而言，这些文献大体上可以分为规范研究和实证研究两大类。从财务经济学视角研究公司治理结构问题的多数研究文献遵循了代理理论的研究范式，既有规范研究也有实证研究。

本书在第2章基于相关文献的回顾过程发展本书的概念框架，运用了规范研究方法，旨在对问题研究过程中所用的理论进行一种分析 (埃思里奇, 1995)。通过这一过程，找出与问题分析紧密相联的治理结构理论及概念，再将这些概念运用于具体问题的概念分析中。本书第3章对不同治理体系中的所有权与控制权进行了比较研究，通过统计数据和描述性统计为第2章提供实际数据支持。本书第4章、第5章、第6章在规范研究的基础上提出具体研究假设，再通过实证分析加以检验。

1.5 本书的创新点

(1) 本书通过构建简单理论模型，分析金字塔所有权结构下终极所有权与控制权的分离是诱发代理问题的主要根源，随着分离度增大，终极控制人与小股东的利益冲突更为明显。本书发现，终极控制人与小股东之间并非仅存在利益冲突关系，而是既存在利益冲突的盘踞效应，也存在利益趋同的联盟效应，双重效应之间的主导性取决于终极控制人的控股动机。本书的实证分析检验上述结论。

目前国内学者针对金字塔结构的研究已证明了终极控制人与小股东之间存在代理冲突，但终极控制人与小股东之间是否仅表现为简单的利益冲突关系是一个值得研究的问题。Morck, Shleifer and Vishny (1988) 的开创性研究发现，内部管理所有权与企业市场价值之间是非线性关系，据此解释了内部经理人与外部股东之间的代理关系，提出了与利益协同假设 (convergence-of-interest hypothesis) 和盘踞效应假设 (entrenchment hypothesis)，基于代理理论的分析范式对直接所有权结构下的理论与实证研究基本支持了上述结论。Claessens, Djankov and Lang (2002a) 针对东亚8个国家和地区的金字塔结构的研究，印证了控制性大股东的利益联盟的激励效应和利益冲突的盘踞效应。因此，有必要研究中国上市公司金字塔结构终极控制人与小股东之间的利益关系。与以往研究不同的是，本书首先构建了简单理论分析模型，分析了终极控股股东在终极控制权不同的区间存在不同的控股动机。在理论模型分析的基础上，通过实证检验，发现中国家族企业终极控股股东在其终极控制权不同的区间存在不同

^① 近年来在主流学术期刊中，对公司治理结构进行综述性研究的有代表性 (概括全面、引用率高) 的文章有 Turnbull (1997); Shleifer and Vishny (1997); Denis and McConnell (2003); Tirole (2001); Morck, Wolfenzon, and Yeung (2004); Gillan (2006); Claessens and Fan (2002c); Letza, Sun and Kirkbride (2004); Claessens (2006); Zingales (2000)。

的控股动机。当终极控制权较低时（小于30%），终极控股股东有动机提高企业价值，并且为了降低股东与管理者之间的代理成本，终极控股股东倾向于担任管理者。这说明由于终极控股股东控制力不够强，其他股东也有决策的权力，终极控股股东获得私利的可能性较低，因此其他股东的制衡作用体现得不明显。当控制权较高形成绝对控股时（大于50%），终极控股股东作为企业最大的利益相关者也有动机提高企业价值，产生联盟效应，同时终极控股股东更愿意聘请有能力的管理者，而不是主动控制管理层，这时可能会存在终极控股股东和外部中小股东的代理冲突，但并不严重；当控制权处于中间区间时（介于30%和50%之间），终极控股股东有强烈的动机谋求控制权私利，产生盘踞效应，控制权与所有权的分离及控制管理层都是其加强控制力的工具，这时存在终极控制人与外部中小股东的代理冲突。

本书的理论分析和实证检验结果表明，金字塔股权结构在不同的控制权区间的主要作用也会不同。当终极控股股东控制权处于中间区间时，金字塔股权结构成为掩盖控股股东剥夺外部中小股东的工具，造成企业价值的损失；当终极控股股东控制权处于较低和较高的区间时，金字塔股权结构则更多用于形成内部资本市场及进行利益输送。终极控股股东的终极所有权在不同的区间都有显著的激励作用，但通过对比控制权对企业价值的影响可以发现，所有权相同的激励作用却在不同区间存在不同的控股动机，这表明单纯分析所有权对企业价值的影响是片面的，控股动机才能反映控股股东的持股目的。

持股比例较高的第二大股东在终极控股股东不同的控制权区间也存在不同的制衡动机。当终极控股股东控制权处于中间区间、有强烈动机谋求控制权私利时，第二大股东能够积极地起到监督作用，提升企业价值；当终极控股股东控制权处于较低区间时，第二大股东本身就有能力参与决策，制衡动机不强；当终极控股股东控制权处于较高区间时，第二大股东制衡能力有限，出于“搭便车”的心理，制衡动机也不强。

(2) 本书对中国上市公司控制性股东大宗股权交易中的控制权私利提供了较为全面的理论分析，并对理论分析结论进行了实证检验，丰富了我国关于控制权私利的研究，也从另一个角度验证了控制性股东的代理成本。具体贡献有四点：第一，提出了一种适合中国上市公司股权结构的测度控制权私利的改进方法；第二，用实证的证据检验了我国控股股东大宗股权交易中包含的控制权私利的规模；第三，首次通过分析我国高管变更与大宗股权交易溢价、公司业绩、担保和资金占用等关联交易的关系，检验了大宗股权交易后控股股东更换公司高管人员的私利动机；第四，首次检验了民营和非民营控股股东更换高管人员的动机的差别。

本书对控制权私利的理论分析结果表明，中国上市公司控制性股东取得控制权的动机既有改善经营业绩的监督动机，也有取得控制权私利的动机。对于上述第一点，本书发现我国的私利规模仍然较大。大宗股权协议转让的交易溢价平均为公司全部净资产规模的13.75%，其中溢价最大的达到公司全部净资产的9倍，而最低的为公司全部净资产的-1.3倍；是非流通股价值的22.88%，最大的为非流通股价值的12倍，最小的为非流通股价值的-2.1倍。

对于上述第二点，本书通过构建简单的理论模型，发现控制权私利的规模大小会影响控制性股东变更高管人员的决策。大宗股权交易后，控股股东更换高管的行为与