

# 《金字塔控制结构的影响因素及其经济骸

## 图书基本信息

书名：《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》

13位ISBN编号：9787505874183

10位ISBN编号：7505874187

出版时间：2008-8

作者：毛世平

页数：239

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介以及在线试读，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)

# 《金字塔控制结构的影响因素及其经济骸

## 内容概要

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》主要内容：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为常用的方式，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《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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，《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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

## 《金字塔控制结构的影响因素及其经济骸

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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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。

《金字塔控制结构的影响因素及其经济后果》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

## 《金字塔控制结构的影响因素及其经济骸

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。

# 《金字塔控制结构的影响因素及其经济骸

## 版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)