

金字塔结构损害中小投资者利益吗？

— 基于投资收益的实证研究

陈 炜

(深圳证券交易所, 广东 深圳 518028)

摘要: 论文研究了我国资本市场上市公司金字塔式结构是否影响了中小投资者保护效率。研究结果显示: (1) 金字塔结构侵害假说被证实, 结果支持了大股东掏空理论, 表明我国资本市场金字塔式系族企业集团形成与大股东行为密切相关; (2) 掏空假说被证实, 金字塔控股结构的系族企业通过现金流权与所有权分离攫取利益, 侵害着中小股东的利益; (3) 实证表明金字塔式系族企业不论所有权性质, 其对中小投资者都存在损害, 但是我国民营系族企业的现金流权与所有权的高度分离使得其对中小股东的掠夺可能性更大。

关键词: 投资者保护; 中小投资者; 金字塔结构。

The Empirical Test of the Impact of Pyramid Structure of Efficiency on Minority Investor Protect

Chen Wei

Abstract: This paper studied if pyramid structure impacts the protection of minority investors in China Securities Market Based on new index of the dollar profit. Our result support hypotheses of entrenchment, hypotheses of tunneling. But no evidence supports the hypotheses of structure level, hypotheses of the owner type. This results show that pyramid controlled enterprises have motive and concrete behavior to encroach on minority shareholders by pyramid structure.

Keyword: Investor Protection; Pyramid Controlled; Pyramid Structure

Key Word: Investor Protection; Minority Shareholder; Corporate Pyramids

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文献回顾

所谓“系”企业通常是指一个实际控制人(家族或个人)控制两家或两家以上的上市公司, 即通过控制中间层公司法人的形式以金字塔结构来间接对上市公司进行控制。在我国资本市场上, 通过资本运作扩张控制多个公司并组成关联的、金字塔形状的“系族企业”是一些企业集团快速成长重要途径。金字塔式系族企业集团自1999年之后大量涌现, 成为普遍存在的现象。系族企业出现有其积极影响, 但是这种现象往往与我国资本市场过度融资、恶意圈钱、市场操纵等问题紧密联系, 损害了广大中小投资者利益, 对市场影响重大, 甚至引发重大风险。部分系族企业的全面溃败, 例如“德隆系”、“格林柯尔系”、“张海系”对资本市场造成了严重的负面效果。例如, “德隆系”曾一度控制5家上市公司、控股参股13家金融机构, 崩溃后其旗下“老三股”市值蒸发150多亿, 中小投资者损失惨重。

从金字塔式系族企业集团问题的经典文献来看, 金字塔式系族企业集团形成动因学

说主要有大股东掏空与支持假说、内部资本市场假说、企业多元化假说三种理论。

一、大股东掏空与支持假说

金字塔控股结构的主要特征是控制权与所有权的分离，实际控制人通过较小的现金流支出来谋取控制权私利。目前公司治理研究领域，LLSV^[11]（La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny，以下简称 LLSV）范式的研究占据了主导地位，取代了传统的委托代理理论。与 LLSV 范式相联系的投资者保护成为新的研究重点，该范式¹的研究关注重点为控股股东对小股东利益的侵占（Expropriation of Minority Shareholders），其主要逻辑是投资者保护和所有权结构都影响公司实际控制人攫取的控制权私利水平，进而影响到公司价值。

La Porta 等（1999）^[12]针对 27 个发达国家的 1231 家上市公司、Claessens 与 Diakov 及 Lang（2000）^[5]针对东亚 9 个国家（地区）的 2980 家上市公司的控制权结构等问题进行了研究，发现大型家族企业普遍采用金字塔式控股结构的控制模式，金字塔式股权结构使得实际控制人能够以较少的现金流控制较多的表决权，从而实现对中小股东利益的掠夺。Bebchuk、Kraakman 和 Tiantis（2000）^[4]认为在金字塔结构中，控股股东有动机通过掏空（Tunneling）的方式剥夺下层公司的资源。Friedman、Johnson 和 Mitton（2003）^[9]认为金字塔控股结构中控制型股东并不总是掏空上市公司，存在控股股东在成员之间转移资源而进行利益攫取的可能性，同时也存在利益输送的可能性（Propering），大股东对上市公司的“掏空”和“支持”行为是对称的。

Backman（2001）^[11]研究发现东南亚家族企业集团普遍选择金字塔式架构：一家控股公司位于金字塔的顶端；第二层是拥有重要资产的公司；第三层包括了集团的上市公司；金字塔的最低层是现金收入及利润高的上市公司。集团通过多种手段把底层公司的收益传到金字塔上层的母公司。另一方面，集团又把一些利润较少、品种较差的资产从上层利用高价转移到下层。Claessens、Diakov、Fan 与 Lang（2002）^[6]对东亚 8 个国家（地区）1301 家上市公司的研究表明，公司价值与实际控制人的现金流权呈正向关系，但与现金流权和控制权的分离程度呈负向关系。Lins（2003）^[15]利用 1995 年 18 个新兴市场国家 1433 家公司的样本数据，研究了股权结构与托宾 Q 之间关系，发现控制权与现金流权的分离与公司价值负相关。

二、内部资本市场假说

Williamson（1975）^[18]首先提出内部资本市场理论，后来有更多的学者将这一概念进行了扩展，使内部资本市场不仅局限于威廉姆森所认为的 M 型企业组织，包括了具有多法人结构的控股公司。内部资本市场是指在 M 型结构（即事业部结构）的企业中，由企业统一分配各事业部的现金流，实施多元化投资，一定程度上解决外部资本市场不完善而导致交易成本过高问题，从而使企业转向内部进行现金流配置。我国在内的新兴与转轨市场经济国家中，资本市场普遍比较落后，直接融资功能比较弱，企业集团的多元化和财务公司制度也表现出了内部资本市场的特征。近年来我国股市相继出现的大量金字塔式系族企业集团，一定程度上可以用内部资本市场的理论进行解释。但是，由于我国上市公司大股东普遍使用金字塔式控制结构，而且通过大量关联交易、对外担保等方式掠夺中小股东利益，该理论无法完全解释我国市场金字塔式系族企业集团现象。

三、多元化假说的有关研究

20 世纪 60 年代，美国出现了多元化的企业兼并浪潮。多位学者的研究结果显示，多元化使企业价值受到损失。许多研究结果认为，相关多元化（即与本企业所属行业相关的多元化，如汽车与摩托车制造）能使企业价值提升，行业跨度过大的多元化多数会使企业价值降低。

国内学者研究金字塔式系族企业集团现象始于 2001 年，香港中文大学郎咸平在《新

财富》发表《中国独特的“类家族企业”敛财模式》^[22]，对“德隆系”进行了深入剖析。郎咸平认为“系”是一种类家族企业模式，主要通过对上市公司制造题材、拉高股价而牟利，是一种利用控制权非法获取小股东利益的新模式。随后国内也有众多学者对此现象进行了系列研究，例如金信证券研究所 2003 年的《民营企业控制多家上市公司实证研究》发现国内民营企业普遍使用金字塔式控股结构实现对多家上市公司的控制，加剧控制权与现金流权的分离，导致上市公司价值的降低。

苏启林、朱文(2003)^[24]，马忠等(2007)^[23]的实证研究都发现在我国目前的制度环境下，实际控制人利用金字塔股权结构进行利益攫取的行为更加普遍，家族类上市公司存在所有权层面的控制权和现金流权分离所形成的代理关系，侵害着中小股东的利益。Fan、Wong 和 Zhang(2005)^[8]在中国市场中金字塔控股模式形成的原因是不同的。对于国有控股的上市公司来说，贯彻分权和放权的激励是形成金字塔控股结构的主要原因。中国私营企业构造金字塔股权结构的主要目的是为了缓解融资约束，形成内部资本市场。在法律保护不健全的制度背景下，这种内部资本市场往往是以牺牲中小投资者的利益为代价而形成的。王明琳、周生春(2006)^[26]发现控制性家族和分散性家族的社会股东之间的代理冲突，控制性家族通过隧道行为侵占外部股东利益的情况已经比较严重，这类代理冲突随着控制权和现金流权偏离程度的扩大而恶化。

综合国内外的学者研究，金字塔式系族企业集团在境内大量出现之后，相关研究为数不少，但是目前为止，国内还没有研究对于金字塔式系族结构究竟在资本市场上体现的是掏空还是支撑行为还没有一个统一的结论，也没有能够回答金字塔式系族结构对中小投资者的损害是否比其它结构更加严重。论文试图通过实证分析我国资本市场金字塔式系族结构是否通过“隧道行为”侵占中小股东利益，控制权和现金流权的分离是否是金字塔式系族结构企业侵害中小投资者的手段。

中小投资者的保护程度直接影响到一个国家的资本市场发展和经济发展。在我国证券市场，大股东对中小股东利益的侵犯一直是市场关注的焦点，证券监管当局也将保护投资者利益，特别是中小投资者的利益作为制度设计和市场建设的主要目标之一和长期任务。目前股权分置改革已基本完成，全流通市场环境下金字塔式系族结构如何影响中小投资者，对制定监管政策有重要意义。

论文主要以我国深圳市场 2001 年至 2007 年的上市公司为研究样本，通过实证方法检验金字塔式系族结构是否损害了中小投资者的利益。论文创新之处在于：(1)将 Barber 等(2009)^[26]中计算市场整体各类投资者收益的方法应用到个股层面，设计了新的中小投资者保护效率指标，可以考察不同公司中小投资者保护效率，克服了原有的控制权私利指标无法用于计算我国股票市场中小投资者保护效率指标；(2)用新的中小投资者保护效率的指标，从投资收益的角度研究了金字塔式系族结构是否损害了中小投资者的利益。

我国上市公司的金字塔结构

系族企业集团的控制方式采用金字塔式控制，即实际控制人通过控制中间层公司法人的形式，以金字塔结构来间接对上市公司进行控制。金字塔式结构的具体形式，是实际控制人首先控股一家或多家公司，然后再由这家或多家公司控制另外的公司，依次类推，通过层层控股实现对目标上市公司的最终控制。金字塔式结构控制导致了对上市公司控制权与现金流权的分离，控制权是指控股股东利用其投票权对公司重大事项的表决权，现金流权是指控股股东按实际投入公司的资金占总投资额的比例所享有的剩余索取权。

深交所胡经生 2007 年的一份内部研究报告^[3]统计指出，2007 年深沪证券市场共有

各类“系”123个，涉及上市公司367家，占同期深沪上市公司总数的27%。其中，民营控股的“系”共有47个，涉及上市公司113家，家族控股占绝大多数；国有控股的“系”76个，涉及上市公司254家，大部分为国务院国资委控股。123个“系”中，实际控制人与上市公司之间至少有一个中间层级，一般为两到三个层级，少数“系”的中间控制层级达4层。其中，360家样本上市公司的平均控制权比例为37.93%，其中，超过半数的上市公司控制权比例在30%以上，平均现金流权比例为28.89%，近60%公司的现金流权比例在30%以下。所有样本公司分离系数的平均值为2.13，控制权与现金流权对称的公司，即分离系数²为1的公司比例占到39%，三分之一不到的公司分离系数超过2。民营“一控多”公司的分离系数远远高于国有“一控多”公司，前者是后者的两倍多，说明民营“一控多”公司的实际控制人，普遍利用很少的现金流权，实现对公司决策的更大的话语权。

我国市场投资者结构与投资者保护

深交所2008年一份研究报告全面分析了我国市场投资者结构与投资者行为方面：截至2007年底，深市累计A股账户数达到5463.5万，但是真正持股的账户数量不到总开户数量的1/3（平均月末持股户数为1341.8万），全年参与交易的账户数只占总开户数量的50%（约为2790万）。从持有流通股市值来看，个人投资者月末持股市值占总流通市值的60.4%，机构投资者持股市值占39.6%，其中投资基金持股市值占23.9%。从持股账户数量和交易份额来看，100万元以下类个人投资者是市场主体：持股账户数占总数的98.8%，参与交易的账户占总数的96.7%，交易金额超过67%，持股市值占41.7%。从收益率角度看，个人投资者的收益率低于机构。

投资收益是投资者进入市场的最终动机和投资者保护程度的最终标准。如果在一个市场中，相对其它投资者，中小投资者也可以获得合理的投资回报，那么其中小投资者保护程度也较高，反之可以认为中小投资者受到保护程度较低。在我国，中小投资者保护程度与效率取决于三个层面：（1）大股东与公司管理层利用公司控制权与管理权攫取私利，即控制权私利，中小投资者在信息等方面处于劣势，比大投资者更可能因公司价值受损导致损失，从而降低中小投资者保护效率；（2）公司大股东或管理层、与公司大股东或管理层有关的内幕人士、证券从业人员等利用特殊渠道获得的优势信息或其它手段，从二级市场投机甚至操纵中获得收益，导致中小投资者受损，降低中小投资者保护效率；（3）市场发育、投资者保护立法与法制环境因素导致中小投资者投资权益无法保障，影响中小投资者保护效率。其中第三个因素对所有公司都产生影响，而第一和第二个因素则最终通过二级市场的投资收益对不同公司的中小投资者保护效率产生不同的影响。

中小投资者保护程度衡量指标

根据中小投资者保护的直接含义，如果中小投资者在实际投资过程当中，如果相对大投资者（包括机构投资者等大投资者）遭受了越多的损失，那么其投资者保护的程度与效率就越低。而衡量投资者过程当中中小投资者损失或者盈利的程度，论文采用了Barber等（2009）^[26]中经典的中小投资者损失的设计指标。该指标主要思路为：

以10天为周期的计算周期内³（2005年—2007年）中小投资者与大投资者在每日每只股票上的买入组合绝对金额收益、卖出组合绝对金额收益，两者之差即为每日净组合收益，定义为利润（Dollar Profits），具体公式为：

$$DP^n = \sum_{j=1}^{10} \sum_{i=1}^{n_{bt}} s_i^b p_{it-1} (R_{it} - R_{mt})$$

其中， DP^{10} 为组合持有 10 天的 Dollar Profits； n_{bt} 为从 t 天算起前 m 天组合中购买股票的种类； s_i^b 为前 m 天购买第 i 种股票的数量； p_{it-1} 为第 i 种股票在 t-1 天的收盘价； R_{it} = (第 i 种股票) t 天收盘价/t-1 天收盘价； R_{mt} 为 t 天股票市场指数收益 = t 天收盘指数/t-1 天收盘指数。

分别计算中小投资者（三年内月末平均持股市值 100 万以下）和大投资者两类投资者的利润金额数（Dollar Profits），得出每天每只股票两类投资者的利润金额数（Dollar Profits），然后将三年内每天的数据进行平均得到每只股票的利润金额数（Dollar Profits），最后将该数据用年平均交易金额调整之后得到每只股票的中小投资者保护效率指标。此外，根据该计算方法，由于该衡量方法同时考虑了买单的收益和卖单机会成本，而买单总是等于卖单，所以实际上中小投资者与大投资者计算出来的指标总和是零，也就是两者正好数值一样，符号相反，因此正好合适用于衡量中小投资者保护效率。值得说明的是，之所以选择平均持股市值 100 万以下作为划分中小投资者和大投资者的标准主要是根据深交所报告证实持股 100 万元以下的个人投资者是市场主体：持股账户数占总数的 98.8%，参与交易的账户占总数的 96.7%，交易金额超过 67%，持股市值占 41.7%，这种划分符合我国市场实际情况。

研究设计

一、样本设计

由于数据获得原因，论文选取了深市 2005 年至 2007 年所有上市公司股票和深市金字塔式系族公司为研究样本，并剔除如下几类股票：（1）长时间停牌公司；（2）缺失或者无法获得控制变量数据的公司。相关数据来自于深交所中心数据库记录的交易数据，相关的控制变量数据来自北京色诺芬信息服务有限公司 CCER 中国证券市场数据库和万德咨询数据库。进入模型一最终样本为 492 家深市公司，进入模型二属于深市金字塔式系族企业样本为 106 家。

二、研究假说

结合经典的财务理论，提出如下待检验的假说：

假说一，金字塔结构侵害假说：属于金字塔式系族企业集团的上市公司的中小投资者保护效率低于其它上市公司。

金字塔式系族企业集团的上市公司由于其金字塔式结构导致现金流权与所有权分离，侵害中小股东的手段、动机与获利程度都高于其它非系族企业。因此，该假说认为系族上市公司的中小投资者保护效率低于非系族公司。

假说二，掏空假说：控制权与现金流权的分离程度越低，中小投资者保护程度较高。

金字塔式结构控制导致上市公司控制权与现金流权的分离，这种分离所形成的代理关系将使得实际控制人进行利益攫取的行为更加普遍，侵害了中小股东的利益。因此，该假说认为分离程度越高的上市公司，中小投资者越容易遭受剥削，导致这类公司中小

投资者保护的程序较低。

假说三，层级结构假说：所处层级结构高的上市公司的中小投资者保护程度高于层级低的公司。

金字塔式架构中，一般通过各种掏空手段，把底层公司的收益传到金字塔上层的母公司。另一方面，集团又把一些利润较少、品种较差的资产从上层利用高价转移到下层。因此，相对而言，所处层级结构越高的上市公司的中小投资者保护程度较高，相反，层级比较低公司的中小投资者保护程度应该越低。

假说四，所有权性质假说：国有性质金字塔结构公司中小投资者保护程度高于民营性质金字塔结构公司。

不同所有权类型金字塔结构公司，其实际控制人的利益取向和动机存在差别。国有企业与民营企业由于其性质的差别，决定了两者在中小投资者保护方面存在差别。现阶段来看，我国民营“一控多”上市公司实际控制人对中小股东的掠夺的动机更强、可能性更大，因此提出所有权性质假说。

三、变量的定义与回归模型

因变量为前文所述的中小投资者保护效率指标。自变量为检验假说的替代变量和相关控制变量，其度量标准列示在表 1 中。表 2 则列出相关解释变量与控制变量的描述性统计。

模型一：检验假说一，金字塔结构假说

$$Protect = b_0 + b_1 Pyramid_i + \sum_{j=1}^n b_j Controlfactors_j + e_i$$

模型二：检验假说二至四，掏空假说、层级结构假说和所有权性质假说

$$Protect = b_0 + b_1 Tunneling_i + b_2 Level_i + \sum_{j=1}^n b_j Controlfactors_j + e_i$$

如果某解释变量的系数显著不等于零，说明解释变量对因变量的影响显著，从而验证提出的假说。

表 1 控制变量的定义与度量标准

	变量名称	符号	度量标准
	中小投资者保护效率	Protect	见前文
1	金字塔结构侵害假说	Pyramid	属于金字塔式系族公司取 1，否则取 0
2	掏空假说	Tunneling	以控制权与现金流权计算的分离系数
3	层级结构假说	Level	离顶层公司的层级
4	所有权类型假说	Type	属于国有性质取 1，否则取 0
控制变量	控制程度	Control	第一大股东的持股比例
	股权制衡程度	Balance	第一大股东持股比例减去第 2 至第 5 大股东持股之和
	规模	Size	总市值对数
	机构持股比例	Institute	机构持股比例
	交易活跃程度	Turnover	股票换手率
	经营业绩	Roe	净资产收益率
	投资价值	PE	PE 值
	财务杠杆	D/E	债务资本比例
	系统风险	Beta	系统性风险 BETA 值

实证结果与分析

表 2 显示,所有样本股票经过平均交易金额调整后的中小投资者保护效率指标的平均值为-1261.94。该结果表明中小投资者与大投资者在市场的投资过程中,总体上中小投资者处于弱势地位,数据为负值表明了中小投资者处于需要保护的地位,其投资收益低于大投资者,这也说明中小投资者保护是一个切实需要进行的迫切任务。

表 2 变量描述性统计

变量与符号		模型一		模型二	
变 量	符号	平均值	标准差	平均值	标准差
中小投资者保护效率	Protect	-1261.94	1242	-1325.78	1729.34
系族公司侵害假说	Pyramid	35.43	14	/	/
掏空假说	Tunneling	/	/	2.27	2.89
层级结构假说	Level	/	/	0.47	0.13
所有权类型	Type	0.62	0.49	0.72	0.45
控制程度	Control	19.36	22	37.49	15.92
股权制衡	Balance	0.22	0.41	20.46	22.97
规模	Size	20.68	0.89	20.85	1.03
机构参与程度	Institute	13.83	15	13.98	15.66
交易活跃程度	Turnover	687.26	198	656.74	201.51
经营业绩	Roe	10.94	154	33.61	329.02
投资价值	PE	79.56	135	85.78	186.79
财务杠杆	D/E	127.04	1646	399.92	3544.60
系统风险	Beta	0.89	0.18	0.89	0.17

表 3 列出多元回归分析结果,模型在 1%水平显著, R 平方为 66.35%, 调整后的 R 平方为 62.01%, 表明模型拟合度良好。实证结果支持了大股东掏空理论,其中金字塔结构侵害假说、掏空假说被证实,而层级结构假说没有被证实、所有权类型假说被证实没有被证实。

1. 实证结果支持金字塔式系族企业集团形成的大股东掏空理论。金字塔结构侵害假说被证实,表明我国资本市场金字塔式系族企业集团形成与大股东行为密切相关。

2. 金字塔结构侵害假说被证实。该假说的估计参数在 10%的水平显著。系族公司通常由一个实际控制人控制多家公司,其现金流权与所有权分离的金字塔式结构提供了攫取私利的动机,同时复杂的金字塔结构提供了实际控制人更多从二级市场获利的手段与机会,导致中小投资者保护效率降低。金字塔式系族企业集团还将导致控股股东在公司规模扩张、项目选择、控制权转移等方面采取不利于中小股东的决策。此外,一些系族公司构造金字塔股权结构的主要目的是为了缓解融资约束,形成内部资本市场。在法律保护不健全的制度背景下,这种结果往往是牺牲了中小投资者的利益。

3. 掏空假说被证实,该假说的估计参数在 10%的水平显著。控制权与现金流权的分离程度较低公司的中小投资者保护程度较高表明了通过两权分离来攫取利益是金字塔式系族企业集团的实际控制人攫取利益的手段之一。金字塔式结构控制将导致了对上市公司控制权与现金流权的分离,这种分离所形成的代理关系将使得实际控制人进行利益攫取的行为更加普遍,侵害着中小股东的利益。

4. 层级结构假说没有被证实。一方面该结果表明,当前阶段公司所处系族企业集

团的层级水平没有影响中小投资者保护的效率。另一方面，当前由于我国对金字塔式系族企业集团的监管还处于初期，资本市场整体监管水平与程度也不高，实际控制人可以运用的掏空手段比较丰富，实际控制人利用金字塔结构将利益输送方式还不是线型的由底层往最高层输送。

5. 所有权类型假说被证实。该假说的估计参数在 10% 的水平显著，表明国有性质金字塔式系族企业集团对中小投资者保护程度不高于民营性质金字塔式系族企业集团。这说明金字塔式系族企业不论所有权性质，其对中小投资者都存在损害，金字塔式控股结构是金字塔式系族企业集团攫取利益的重要工具。

表 3 模型一回归结果

	变 量	模型一		模型二	
		估计参数	T 值	估计参数	T 值
检验 假说	截距项	-26268***	-20.47	-29099***	-8.68
	系族公司侵害假说	-243.85***	-2.77	/	/
	掏空假说	/	/	-136.92***	-3.26
	层级结构假说	/	/	302.55	0.34
	所有权类型假说	/	/	-121.75	-0.46
控制 变量	所有权类型	139.38*	1.73		
	控制程度	-16.13**	-2.48	-5.86	-0.58
	股权制衡	9.36**	2.18	9.53	1.42
	规模	1155.18***	18.99	1252.37***	8.1
	机构参与程度	-8.19**	-2.34	-8.00	-0.76
	交易活跃程度	2.17***	10.61	2.94***	4.65
	经营业绩	-0.85***	-3.64	-0.85**	-2.58
	投资价值	0.31	1.14	0.48	0.83
	财务杠杆	-0.01	-0.57	-0.01	-0.28
系统风险	83.81	0.41	121.07	0.19	

注：***表示在 1% 水平显著，**表示在 5% 水平显著，*表示在 10% 水平显著。

结 论

论文的研究结果表明：(1) 中小投资者保护效率的指标为负值，表明我国中小投资者保护效率还有待提高，必须进一步强化投资者利益的法律保护，通过股票发行制度、交易制度和信息披露制度等一系列法律制度的完善改进中小投资者保护程度；(2) 实证结果支持金字塔式系族企业集团形成的大股东掏空理论。模型结果显示系族企业侵害假说，表明我国资本市场金字塔式系族企业集团形成与大股东行为密切相关。(3) 金字塔控股结构的系族企业的中小投资者保护效率较低，一方面可能通过现金流权与所有权分离攫取控制权私利来侵害中小股东，另一方面其复杂的金字塔式系族结构使得其更有可能通过优势信息甚至是操纵手段来从二级市场获利，从而损害中小投资者利益。(4) 掏空假说被证实，金字塔式结构控制将导致了对上市公司控制权与现金流权的分离，这种分离所形成的代理关系将使得实际控制人进行利益攫取的行为更加普遍，侵害着中小股东的利益。

所有权类型假说没有被证实,这说明金字塔式系族企业不论所有权性质,其对中小投资者都存在损害。值得注意的是,虽然结果没有直接证实民营系族公司对中小投资者保护方面低于国有系族企业,但是前文表明这一数值高于我国民营系族企业的分离系数高达 3.33,高于国有系族企业的分离系数 1.63,也高于新兴市场国家样本公司中控制权与现金流权的分离系数 2.68,并其中有四分之一公司分离系数高达 4 以上。同时,论文的实证模型支持了掏空假说,也就是控制权与现金流权的分离程度越高,中小投资者保护程度越弱。因此,必须注意现阶段我国民营“一控多”上市公司实际控制人对中小股东的掠夺可能性更大。

目前,我国已基本形成由国家法律法规和行政保护、投资者自我保护、市场自律保护与社会监督保护相结合的多层次投资者保护体系。但是,与发达的资本市场相比,我国投资者保护程度还有待提高,必须以投资者保护为核心,加强监管,推进在资产重组、收购兼并、关联交易、内幕交易、信息披露等多方面的制度建设。同时,实施有效监管,建立风险预警和处置机制,对风险较大或者违规的上市公司提高配股、增发等再融资的门槛,使得资金流向效益高的公司,这样才能最终使中小投资者获得合理回报。

[(基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (项目编号: 70502007)]

注释

¹传统的金融契约理论认为,只要契约是完善的,执行契约的司法体系(法庭)是有效的,那么投资者与公司签订契约就可达到保护自己利益的目的,法律并不重要。

²公司控制权与现金流权分离系数的计算公式为:分离系数 = 控制权 / 现金流权。分离系数等于 1 时,控制权与现金流权是相称的;当分离系数大于 1 时,就导致了这两种权力的分离,即表明控股股东可以利用较少的现金流权,实现较大的对公司事务进行决策的表决权。

³之所以选择 10 天为周期计算是因为后文中引述深交所报告表明深圳市场单个账户的年平均交易天数为 19.6 天,考虑计算周期最好小于 19.6 天,作者选择了两周(10 个交易日)作为计算周期。

参考文献:

- [1] Backman, Michael.2001.Asian eclipse: exposing the dark side of business in Asia[M]. Singapore, John Wiley.
- [2] Barber, Brad, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean.2009.Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? .Review of Financial Studies ,22: 609-632.
- [3] Barclay, M. and C. Holderness.1989.Private benefits of control of public corporations[J], *Journal of Financial Economics*, 25: 371-395.
- [4] Bebchuk L.A., Kraakman R., Triantis G..2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, Concentrated Corporate Ownership[J], R. Morck, Ed, :445-460.
- [5] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang. 2000.The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 58: 81-112.
- [6] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang. 2002.Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. Journal of Finance, 57(6): 2741-2772.
- [7] Dyck, A. and L. Zingales.2001.Private benefits of control: an international comparison, Working Paper, No. 535, University of Chicago.
- [8] Fan ,Joseph P. H. ; Wong ,T. J . and Zhang ,Tianyu.2005.The Emergence of Corporate Pyramids in China. Working Paper ,The Chinese University of Hong Kong.
- [9] Friedman , E. ;Johnson S. and Mitton ,T..2003.Propping and Tunneling[J]. Journal of

-
- Comparative Economics , 31: 732 - 750.
- [10] La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, A. Shleifer and R. W. Vishny.1997.Legal determinants of external finance[J].*Journal of Finance* 53(1):1131-1150.
- [11] La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, A. Shleifer and R. W. Vishny.1998.Law and finance[J].*Journal of Political Economy* 106(6):1113-1155.
- [12] La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, and A. Shleifer.1999.Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance* 54(2):471-517 .
- [13] La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, and A. Shleifer. 2000. Investor protection and corporate governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 58:3-27.
- [14] La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, A. Shleifer and R. W. Vishny.2002.Investor protection and corporate valuation[J].*Journal of Finance* , Vol. LVII , No.3:1147-1170.
- [15] Lins, Karl V..2003.Equity ownership and firm value in emerging markets[J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38:159-184.
- [16] Shleifer,Andrei, and R. W. Vishny.1986.Large shareholders and corporate control[J].*Journal of Political Economy*,95:461-488.
- [17] Shleifer,A. and R. W. Vishny.1997.A survey of Corporate governance[J].*Journal of Finance*, Vol.LII, No.2:737-783.
- [18] Williamson, O.E. .1975.Markets and Hierarchies[M].New York, Free Press.
- [19] Zingales, L..1994.The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience[J].*Review of Financial Studies* 7:125-148.
- [20] 陈炜、孔翔、许年行.我国中小投资者法律保护与控制权私利关系的实证检验[J].*中国工业经济*, 2007, (1):p24-31.
- [21] 胡经生.“一控多”上市公司:实证分析与理论解释[R].深证综内字第0033号, 2007.
- [22] 郎咸平.中国独特的“类家族企业”敛财模式.新财富, 2001, (4):p22-28.
- [23] 马忠等.金字塔结构下终极所有权与控制权研究.东北财经大学出版社, 2007.
- [24] 苏启林、朱文.上市公司家族控制与企业价值[J].*经济研究*, 2003, (8):p36-45.
- [25] 唐宗明、蒋位.中国上市公司大股东侵害度实证分析[J].*经济研究*, 2002, (4):p44-50.
- [26] 王明琳、周生春.控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J].*管理世界*, 2006, (8): p83-93.
- [27] 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. *经济研究*, 2002, (4): p44-50.
- [28] 张光荣, 曾勇.大股东的支撑行为与隧道行为[J].*管理世界*, 2006, (8): p126-135.
- [29] 吕长江, 肖成民.民营上市公司所有权安排与掏空行为[J].*管理世界*, 2006, (10): p128-138.