

终极所有权结构研究综述

梁利辉

(四川理工学院 经济与管理学院,四川 自贡 643000)

摘要:公司终极所有权是指通过追溯层层所有权关系链而确定的终极所有者拥有的公司投票权。透过公司终极所有权视角,可以更深入地分析公司终极所有者的动机与行为,丰富和完善现代公司财务治理理论,有助于更好地进行公司治理。文章对公司终极所有权结构研究进行回顾,从公司终极所有权结构分布、终极所有者两权偏离状况和终极控制股东加强控制的方式三个方面进行综述。国内外研究发现,除英国、美国和日本等少数国家终极股权相对分散外,其他无论是经济发达国家还是经济欠发达国家,终极股权都在一定程度上集中。股权集中使得控股股东掠夺中小股东的合法利益成为可能。现有研究推翻了 Berle 和 Means 等提出的股权广泛分散的观点,为现代公司治理和研究指明了方向。研究还发现,终极控制股权不仅在一定程度上集中,而且通过层层金字塔股权结构,以较少的现金流量权获得更大的控制权,实现两权偏离。两权偏离易于产生掠夺外部投资者(中小股东/债权人)的机会主义行为。同时,现有文献还研究发现,终极控制股东通过同股不同权、交叉持股、成为公司唯一控制者和参与公司管理等手段加强对公司的控制,获得超额控制利益。已有文献对进一步深入研究中国上市公司终极所有权结构提供了理论参考和实证证据。

关键词:终极所有权;金字塔结构;现金流量权;控制权;两权偏离度;终极所有者

中图分类号: F271;F276 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-8580(2015)01-0087-16

现代公司所有权是广泛持有还是控制在少数股东手中,学者们提出了两类不同的观点:一类观点通过直接股权研究认为,现代公司所有权广泛持有,且所有权与控制权分离。这类观点源自 Berle 和 Means^[1],并由 Baumol^[2], Jensen 和 Meckling^[3]等进一步推广;另一类观点通过间接股权研究认为,现代公司所有权主要掌握在少数股东手中,所有权与控制权分离(Holderness 和 Sheehan; La Porta et al.; Claessens et al.; Faccio et al.)^[4-7],股权在一定程度上集中。股权集中使得控股股东凭剥削和掠夺中小股东的合法利益成为可能。例如, Shleifer 和 Vishny 研究发现,当股权集中时,公司的控股股东与小股东之间存在代理问题(即第二类代

基金项目:四川省科技厅项目(2013ZR0125);四川理工学院学科建设项目资助(2013)

作者简介:梁利辉,博士研究生,教授,硕士生导师(E-mail:lianglihui0991@126.com)

理问题),控股股东利用控制权牺牲中小股权和债权人利益而获得超额控制收益^[8]。Johnson等研究发现,控股股东通过转移公司资源剥夺其他股东合法权益^[9]。间接股权研究是现代公司治理研究的前沿话题。本文通过间接研究终极所有权结构的文献进行综述,反映公司终极所有权结构状况。

一、公司终极所有权结构分布研究综述

公司终极所有权是指通过追溯层层所有权关系链确定的终极所有者拥有的公司投票权。拥有公司终极所有权的个人、企业或组织称为终极所有者。终极所有者通常利用较少的现金流量权而控制较多的投票权,从而更为隐蔽地操纵公司盈余,侵占少数股东利益。对终极所有权分布的研究可以透过股东直接持股的表面现象,深入研究公司的终极控制者及公司行为,从而更好地进行公司治理。因此,终极所有权问题成为了研究现代公司治理研究的热点问题,引起众多顶尖学者的关注。例如,La Porta et al.研究了全球公司终极所有权状况^[5],Claessens et al.^[6],Faccio 和 Lang^[7]相继研究了东亚和西欧地区公司所有权的分布状况,Aldrighi^[10]、Chernykh^[11]、甄红线和史永东^[12]分别研究了巴西、俄罗斯和中国公司终极所有权分布。学者们研究发现,不管是在经济发达国家还是在发展中国家,除日本、美国和英国等少数国家股权相对分散外,其他国家的公司终极所有权集中程度较高,广泛持有型公司所占比例小。终极所有权结构分布的研究推翻了 Berle 和 Means 提出的公司是广泛持有的观点,同时说明现代公司的主要矛盾不是股东与管理者之间的矛盾,而是内部人(大股东/经理)与外部投资者(中小股东/债权人)之间的矛盾,为现代公司治理及研究指明了方向^[1]。学者们的研究进一步发现,非广泛持有型公司的终极所有权主要集中在家族或国家等终极所有者手中(La Porta et al.; Claessens et al.; Faccio 和 Lang)^[5-7],终极所有者使公司的现金流量权与投票权分离,从而加强控制的主要方式有金字塔结构、交叉持股、同股不同权、二元股份和所有者参与公司管理等。以下对公司终极所有权结构分布从三方面进行综述,即公司终极所有权结构分布状况、现金流量权与投票权的分离状况、终极所有者加强终极控制的方式。

La Porta et al.研究了全球公司终极所有权分布,为公司终极所有权研究做出了开创性的贡献。该研究是终极所有权研究文献中的典范,得到学界广泛认可。La Porta et al.选取了世界 27 个经济发达国家或地区,并将其按股东权益法律保护的健全状况分为两类,即股东权益法律保护健全的 12 个国家或地区的样本公司与股东权益法律保护不健全的 15 个国家或地区的样本公司,分别以 10%和 20%为投票权阈值,将每个国家或地区的样本公司分为大公司和中等规模公司两类,大公司为 1995 年末普通股市值排名居前的 20 个公司,中等规模公司为 1995 年末普通股市值排名最低但不少于 5 亿美元资本的公司。La Porta et al.将公司是否存在终极控制者分为广泛持有型公司和非广泛持有型公司两大类,同时又根据终极所有者的类型将非广泛持有型公司分为五类,即家族或个人控制型,国家控制型,广泛持有金融机构(如银行或保险公司)控制型,广泛持有公司控制型及其他组织控制型(如合作公司、信托投资公司或无单一控制的投资者组织所控制的公司)^[5]。在 20%和 10%的投票权阈值下大公司拥有权分布状况见下表 1。

表 1 世界大公司终极所有权分布

国家或地区	广泛持有型		家族控制型		国家控制型		广泛持有金融机构控制型		广泛持有公司控制型		其他组织控制型	
	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%
阿根廷	0.00	0.00	0.65	0.65	0.15	0.20	0.05	0.10	0.15	0.05	0.00	0.00
澳大利亚	0.65	0.55	0.05	0.10	0.05	0.05	0.00	0.05	0.25	0.25	0.00	0.00
加拿大	0.60	0.50	0.25	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	0.00	0.05
香港地区	0.10	0.10	0.70	0.70	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.10	0.10
爱尔兰	0.65	0.45	0.10	0.15	0.00	0.00	0.00	0.05	0.10	0.05	0.15	0.30
日本	0.90	0.50	0.05	0.10	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.35
新西兰	0.30	0.05	0.25	0.45	0.25	0.25	0.00	0.05	0.20	0.20	0.00	0.00
挪威	0.25	0.05	0.25	0.25	0.35	0.40	0.05	0.10	0.00	0.00	0.10	0.20
新加坡	0.15	0.05	0.30	0.45	0.45	0.45	0.05	0.00	0.05	0.00	0.00	0.05
西班牙	0.35	0.15	0.15	0.25	0.30	0.45	0.10	0.15	0.10	0.00	0.00	0.00
英国	1.00	0.90	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
美国	0.80	0.80	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
均值	0.4792	0.3417	0.2458	0.3042	0.1375	0.1583	0.0250	0.0500	0.0833	0.0583	0.0292	0.0875
奥地利	0.05	0.05	0.15	0.15	0.70	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10
比利时	0.05	0.00	0.50	0.50	0.05	0.05	0.30	0.35	0.00	0.00	0.10	0.10
丹麦	0.40	0.10	0.35	0.35	0.15	0.20	0.00	0.05	0.00	0.00	0.10	0.30
芬兰	0.35	0.15	0.10	0.10	0.35	0.35	0.05	0.25	0.05	0.00	0.10	0.15
法国	0.60	0.30	0.20	0.20	0.15	0.20	0.05	0.20	0.00	0.10	0.00	0.00
德国	0.50	0.35	0.10	0.10	0.25	0.30	0.15	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
希腊	0.10	0.05	0.50	0.65	0.30	0.30	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
以色列	0.05	0.05	0.50	0.50	0.40	0.40	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00
意大利	0.20	0.15	0.15	0.20	0.40	0.50	0.05	0.00	0.10	0.00	0.10	0.15
韩国	0.55	0.40	0.20	0.35	0.15	0.15	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
墨西哥	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
荷兰	0.30	0.30	0.20	0.20	0.05	0.05	0.00	0.00	0.10	0.10	0.35	0.35
葡萄牙	0.10	0.00	0.45	0.50	0.25	0.25	0.15	0.20	0.00	0.00	0.05	0.05
瑞典	0.25	0.00	0.45	0.55	0.10	0.10	0.15	0.30	0.00	0.00	0.05	0.05
瑞士	0.60	0.50	0.30	0.40	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00	0.05	0.05
均值	0.2733	0.1600	0.3433	0.3833	0.2200	0.2367	0.0700	0.1100	0.0233	0.0200	0.0700	0.0900
样本均值	0.3648	0.2407	0.3000	0.3481	0.1833	0.2019	0.0500	0.0833	0.0500	0.0370	0.0519	0.0889

资料来源:La Porta et al.(1999)。

表 1 数据显示,在 20%的投票权阈值下,世界 27 个国家或地区中,广泛持有型公司所占比例最高(0.3648),其次是家族控制型公司(0.3000)和国家控制型公司(0.1833),其它三类公司所占比例较低。在 10%的投票权阈值下,广泛持有型公司所占比例为(0.2407),约占四分之一。在 20%的投票权阈值下,只有英国、日本和美国的广泛持有型公司所占比例较高,比例最高的是英国(1.00),其次是日本(0.90)和美国(0.80)。阿根廷、香港地区、奥地利、比利时、希腊、以色列、墨西哥和葡萄牙八个国家或地区广泛持有型公司所占比例在 0.10 及以下,新西兰、挪威、新加坡、意大利、荷兰、瑞典六国广泛持有型公司所占的比例也仅在 0.20—0.30 之间。在 10%的投票权阈值下,广泛持有型公司所占比例显著降低,仅为 0.2407。其中,占比例最高的是英国(0.90),其次是美国(0.80),所占比例在 0.10 及以下国家或地区增加至 13 个,最低的国家是阿根廷、比利时、墨西哥、葡萄牙和瑞典,都为 0.00。日本广泛持有型公司所占比例由 20%投票权阈值下的 0.90 降至在 10%投票权阈值下的 0.50,说明在日本的公司中,较多股东持有股份介于 10%与 20%之间,在 20%的投票权阈值下,这些公司成为了广泛持有型公司,而在 10%

的投票权阈值下,这些公司就成为了非广泛持有型公司。这一研究结果推翻了 Berle 和 Means 所提出的现代公司股权广泛持有的观点^[4]。

表 1 数据显示,家族控制型公司是非广泛持有型公司中的典型代表。在 20%和 10%的投票权阈值下,大公司样本中家族控制型公司分别占 0.3000 和 0.3481。其中阿根廷、香港地区、比利时、希腊、以色列五国和地区在两个投票权阈值下家族控制型公司所占比例在 50%及以上;新加坡、丹麦、葡萄牙、瑞典和瑞士在两个投票权阈值下家族控制型公司所占比例在 30%与 50%之间;家族控制型公司所占比例最高的国家是墨西哥,在两个投票权阈值下都为 1.00。英国、日本和澳大利亚家族控制型公司所占比例较低,在 20%的投票权阈值下分别是 0.00、0.05 和 0.05,在 10%的投票权阈值下分别是 0.05、0.10 和 0.10。

表 1 数据显示,国家控制型公司虽然比家族控制型公司在非广泛持有公司中所占比例要低,但也是非常典型的一类非广泛持有型公司。在 20%和 10%的投票权阈值下,世界 27 个国家或地区中国家控制型公司所占比例的均值分别占 0.1833 和 0.2019。其中,所占比例最高的是奥地利(0.70),挪威、新加坡、西班牙、芬兰、希腊、以色列和意大利所占比例在 30%与 50%之间,其它国家或地区所占比例都较低,加拿大、英国、美国、爱尔兰和瑞士在两个投票权阈值下所占比例都为 0。

表 1 数据还显示,广泛持有金融机构控制型公司、广泛持有公司控制型公司和其他组织控制型公司所占比例都较低。在 20%和 10%的投票权阈值下,广泛持有金融机构控制型公司分别占 0.0500 和 0.0833,广泛持有公司控制型公司分别占 0.0500 和 0.0370,其他组织控制型公司分别占 0.0519 和 0.0889。

La Porta et al.除了研究世界 27 个国家或地区大公司终极所有权分布状况外,还研究了中等规模公司(Medium Firms)的终极所有权分布状况^[5],研究结果见下表 2。

表 2 数据显示,世界 27 个发达国家或地区的中等规模公司中,家族控制型公司所占比例最高,在 20%和 10%的投票权阈值下,其所占比例的均值分别是 0.4515 和 0.5252,比大公司中家族控制型公司所占比例显著增加。在 20%的投票权阈值下,家族控制型公司所占比例在 50%及以上的国家或地区有 12 个,接近一半。其中,比例最高的是希腊和墨西哥,都为 1.00,其次是香港地区 and 阿根廷,分别为 0.90 和 0.80;以色列、意大利和瑞典都为 0.60,澳大利亚、法国、韩国、葡萄牙和瑞士都为 0.50。在 10%的投票权阈值下,家族控制型公司所占比例在 50%及以上的国家有 15 个。其中,比例最高的也是希腊和墨西哥,都为 1.00,其次是香港地区和新西兰,分别为 0.90 和 0.86,阿根廷、意大利和韩国都为 0.80。

在 20%和 10%的投票权阈值下,世界 27 个发达国家或地区中,广泛持有型公司所占中等规模公司的比例均值分别是 0.2370 和 0.1074,比大公司中家族控制型公司所占比例显著降低。广泛持有型公司所占比例在 50%及以上的国家只有 6 个,其中所占比例最高的是美国,为 0.90。

中等规模公司中,国家控制型公司分别占 0.1507 和 0.1619,其他三类公司所占比例合计 16%左右,与大公司同类比例差异不大。可见,中等规模公司中广泛持有型公司所占比例低,公司财富主要集中在终极所有者手中,尤其是家族控制者手中。

表 2 世界中等规模公司所有权分布状况

国家或地区	广泛持有型		家族控制型		国家控制型		广泛持有金融机构控制型		广泛持有公司控制型		其他组织控制型	
	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%
阿根廷	0.00	0.00	0.80	0.80	0.20	0.20	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
澳大利亚	0.30	0.10	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	0.10	0.20	0.20	0.00	0.10
加拿大	0.60	0.40	0.30	0.50	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
香港地区	0.00	0.00	0.90	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10
爱尔兰	0.63	0.50	0.13	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.13	0.00	0.13	0.25
日本	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.60	0.70
新西兰	0.57	0.00	0.29	0.86	0.14	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
挪威	0.20	0.10	0.40	0.40	0.20	0.20	0.10	0.10	0.00	0.00	0.10	0.20
新加坡	0.40	0.10	0.40	0.60	0.20	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
西班牙	0.00	0.00	0.30	0.30	0.20	0.30	0.40	0.40	0.10	0.00	0.00	0.00
英国	0.60	0.10	0.40	0.60	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.20
美国	0.90	0.50	0.10	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20
均值	0.3750	0.1667	0.3850	0.5092	0.0867	0.1033	0.0417	0.0583	0.0358	0.0167	0.0775	0.1458
奥地利	0.00	0.00	0.17	0.17	0.83	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
比利时	0.20	0.10	0.40	0.40	0.30	0.30	0.10	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
丹麦	0.30	0.00	0.40	0.40	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.40
芬兰	0.20	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20	0.10	0.20	0.10	0.10	0.20	0.30
法国	0.00	0.00	0.50	0.50	0.20	0.20	0.20	0.20	0.00	0.00	0.10	0.10
德国	0.10	0.10	0.40	0.40	0.20	0.20	0.20	0.30	0.10	0.00	0.00	0.00
希腊	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
以色列	0.10	0.10	0.60	0.60	0.30	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
意大利	0.00	0.00	0.60	0.80	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	0.30	0.10
韩国	0.30	0.00	0.50	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.20	0.00	0.00
墨西哥	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
荷兰	0.10	0.10	0.20	0.20	0.10	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.50	0.50
葡萄牙	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
瑞典	0.10	0.10	0.60	0.60	0.20	0.20	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00
瑞士	0.50	0.40	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
均值	0.1267	0.0600	0.5047	0.5380	0.2020	0.2087	0.0400	0.0667	0.0400	0.0267	0.0867	0.1000
样本均值	0.2370	0.1074	0.4515	0.5252	0.1507	0.1619	0.0407	0.0630	0.0381	0.0222	0.0826	0.1204

资料来源:La Porta et al.(1999)。

La Porta et al.的研究发现,除极少数国家外,现代公司并非普遍为广泛持有型,而是集中在以家族或国家为代表的终极所有者手中。他们进一步研究发现,公司规模及股东权益法律保护程度影响着公司广泛持有度,即影响着公司终极所有权的分布状况^[9]。表 3 将不同公司规模及不同股东权益法律保护对公司终极所有权分布的影响进行了对照。

我们比较公司规模对公司终极所有权的影响。从表 3 可以看出,在 20% 的投票权阈值下,大公司中广泛持有型公司所占比例的样本均值为 0.3648,中等规模公司中广泛持有型公司所占比例的样本均值 0.2370,低于大公司的广泛持有度;在 10% 的投票权阈值下,大公司中广泛持有型公司所占比例的样本均值为 0.2407,中等规模公司中广泛持有型公司所占比例的样本均值为 0.1074,也低于大公司的广泛持有度。说明公司规模越大,公司的广泛持有度越高,非广泛持有度越低,公司终极所有权分布受公司规模的影响。从股东权益法律保护程度对公司终极所有权分布的影响来看,大公司在 20% 投票权阈值下,12 个股东权益法律保护健全的国家或地区的广泛持有型公司所占比例均值是 0.4792,15 个法律保护不健全国家或地区的广泛持有型公司所占比例均值 0.2733,显著低于股东权益法律保护健全的国家或地区。表 3 数据显

示,股东权益法律保护程度对中等规模公司终极所有权分布状况的影响与对大公司终极所有权分布状况的影响相同,即股东权益法律保护健全的国家或地区比股东权益法律保护不健全的国家或地区的中等规模公司的广泛持有度更高。

表 3 不同公司规模及不同股东权益法律保护程度下所有权分布状况对照表

规模	比例	类型	广泛持有型	家族控制型	国家控制型	广泛持有金融 机构控制型	广泛持有公 司控制型	其他组织 控制型
20% 的 阈 值	大 公 司	法律保护健全	0.4792	0.2458	0.1375	0.0250	0.0833	0.0292
		法律保护不健全	0.2733	0.3433	0.2200	0.0700	0.0233	0.0700
		样本均值	0.3648	0.3000	0.1833	0.0500	0.0500	0.0519
	中 等 公 司	法律保护健全	0.3750	0.3850	0.0867	0.0417	0.0358	0.0755
		法律保护不健全	0.1267	0.5047	0.2020	0.0400	0.0400	0.0867
		样本均值	0.2370	0.4515	0.1507	0.0407	0.0381	0.0826
10% 的 阈 值	大 公 司	法律保护健全	0.3417	0.3042	0.1583	0.0500	0.0583	0.0875
		法律保护不健全	0.1600	0.3833	0.2367	0.1100	0.0200	0.0900
		样本均值	0.2407	0.3481	0.2019	0.0833	0.0370	0.0889
	中 等 公 司	法律保护健全	0.1667	0.5092	0.1033	0.0583	0.0167	0.1458
		法律保护不健全	0.0600	0.5380	0.2087	0.0667	0.0267	0.1000
		样本均值	0.1074	0.5252	0.1619	0.0630	0.0222	0.1204

资料来源:La Porta et al.(1999)。

Claessens et al.^[6]以东亚 9 个国家或地区的 2980 个公司为样本,研究了东亚地区公司终极所有权与控制权的分布状况,在终极所有权研究中占有重要地位。Claessens et al.^[5]采用 La Porta et al.^[6]的研究方法,研究结果见表 4。

表 4 东亚公司终极所有权分布表

国家或地区	广泛持有型		家族控制型		国家控制型		广泛持有金融公司 控制型		广泛持有公司 控制型	
	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%
香港地区	7.0	0.6	66.7	64.7	1.4	3.7	5.2	7.1	19.8	23.9
印度尼西亚	5.1	0.6	71.5	68.6	8.2	10.2	2.0	3.8	13.2	16.8
日本	79.8	42.0	9.7	13.1	0.8	1.1	6.5	38.5	3.2	5.3
韩国	43.2	14.3	48.4	67.9	1.6	5.1	0.7	3.5	6.1	9.2
马来西亚	10.3	1.0	67.2	57.5	13.4	18.2	2.3	12.1	6.7	11.2
菲律宾	19.2	1.7	44.6	42.1	2.1	3.6	7.5	16.8	26.7	35.9
新加坡	5.4	1.4	55.4	52.0	23.5	23.6	4.1	10.8	11.5	12.2
台湾地区	26.2	2.9	48.2	65.6	2.8	3.0	5.3	10.4	17.4	18.1
泰国	6.6	2.2	61.6	56.5	8.0	7.5	8.6	12.8	15.3	21.1

资料来源: Claessens et al.(2000)。

Claessens et al.的研究结果显示,不论是在 20%还是在 10%的投票权阈值下,除日本外,东亚其它 8 个国家或地区以家族控制型公司为主。其中,在 20%的投票权阈值下,香港地区、印度尼西亚、马来西亚、新加坡、泰国五国和地区的家族控制型公司所占比例都在 55%以上,韩国、菲律宾和台湾地区在 44%以上,日本的家族控制型公司所占比例最低,仅为 9.7%。在 10%的阈值下,韩国和台湾地区家族控制型公司的比例都有显著增加;泰国和马来西亚家族持控制型公司比例有所降低,但降低幅度较小;菲律宾和新加坡的所有权分布在两个控制水平下,比较稳定^[6]。

东亚 9 个国家或地区除了日本和韩国外,其他国家或地区公司的广泛持有度普遍较低。在 10%的投票权阈值下,日本的广泛持有度为 42.0%,韩国为 14.3%,其它国家或地区的广泛持有度都低于 3%。在 20%的投票权阈值下,日本的广泛持有度为 79.8%,韩国为 43.2%,台湾地区为 26.2%,菲律宾为 19.2%,马来西亚为 10.3%,其他四国和地区均在 7%以下。在 20%的阈值下,日本广泛持有型公司所占比例显著增加,这与 La Porta et al.^[5]对日本公司终极所有权的结构分布研究结论一致。

Claessens et al.在 10%和 20%的阈值下研究结果表明,东亚地区国家控制型公司总体较低,只有新加坡超过了 23%。广泛持有金融公司和广泛持有公司控制型公司所占比例都较低^[6]。

总之,Claessens et al.的研究结果表明,东亚地区除日本广泛持有度较高外,其他国家公司的终极所有权集中度高,公司以家族控制型为主,大量的财富集中在少数家族手中^[6]。这一研究结果也不支持 Berle 和 Means 公司所有权广泛持有的观点,证明现代公司终极所有权在一定程度上集中^[1]。

Faccio 和 Lang^[7]以西欧 13 个国家或地区的 5232 个公司为样本,对西欧公司的终极所有权状况进行了研究,是终极所有权研究中另一重要文献。Faccio 和 Lang^[7]比 La Porta et al.^[5]研究的样本公司的范围更广,不仅研究了非金融公司,还研究了金融公司;不仅研究了大公司和中等规模公司,还研究了小规模公司。Faccio 和 Lang^[7]对样本公司的类型划分包括 La Porta et al.^[5]划分的广泛持有型、家族控制型、国家控制型、广泛持有金融公司控制型、广泛持有公司控制型和其他组织控制型六种外,还包括交叉持股型。Faccio 和 Lang^[7]在 20%的投票权阈值下的研究结果见表 5。

表 5 西欧公司终极所有权分布状况

国家	广泛持有	家族持有型	国家控制型	广泛持有公司控制型	广泛持有金融公司控制型	其他组织控制型	交叉持股型
澳大利亚	11.11	52.86	15.32	0.00	8.59	11.11	1.01
比利时	20.00	51.54	2.31	0.77	12.69	12.69	0.00
芬兰	28.68	48.84	15.76	1.55	0.65	4.52	0.00
法国	14.00	64.82	5.11	3.79	11.37	0.91	0.00
德国	10.37	64.62	6.30	3.65	9.07	3.37	2.62
爱尔兰	62.32	24.63	1.45	2.17	4.35	5.07	0.00
意大利	12.98	59.61	10.34	2.88	12.26	1.20	0.72
挪威	36.77	38.55	13.09	0.32	4.46	4.54	2.27
葡萄牙	21.84	60.34	5.75	0.57	4.60	6.90	0.00
西班牙	26.42	55.79	4.11	1.64	11.51	0.47	0.05
瑞典	39.18	46.94	4.90	0.00	2.86	5.71	0.41
瑞士	27.57	48.13	7.32	1.09	9.35	6.31	0.23
英国	63.08	23.68	0.08	0.76	8.94	3.46	0.00
大公司	45.24	27.24	12.20	1.09	8.46	4.42	1.35
中等公司	29.28	48.82	6.53	2.01	8.65	4.25	0.46
小公司	25.32	59.66	3.72	0.90	5.17	4.80	0.44
金融公司	39.92	26.54	5.05	1.31	21.48	4.00	1.71
非金融公司	36.39	48.15	3.85	2.13	5.96	3.30	0.21
样本均值	36.93	44.29	4.14	1.68	9.03	3.43	0.51

资料来源:Faccio 和 Lang(2002)。

表 5 的数据显示,西欧 13 个国家以家族控制型公司为主。在 20% 的投票权阈值下,家族控制型公司所占比例均值为 44.29%。除了英国和爱尔兰以广泛持有为主外,欧洲大陆其他国家的公司以家族控制为主。13 个国家有 7 个国家(即澳大利亚、比利时、法国、德国、意大利、葡萄牙和西班牙)家族控制型公司所占比例超过了 50%,芬兰、瑞典和瑞士所占比例在 40%与 50%之间,余下的挪威、爱尔兰和英国所占比例分别为 38.55%、24.63%、23.68%。广泛持有型公司所占比例均值是 36.93%,其中,英国和爱尔兰两国公司广泛持有度最高,分别是 63.08%和 62.32%,瑞典为 39.18%,挪威为 36.77%,其它国家都在 30%以下。西欧地区国家控制型、广泛持有控制型和其他组织控制型公司所占比例的均值较低,分别为 4.14%、1.68%、3.43%,广泛持有金融公司控制型所占比例相对前三类高,为 9.03%。交叉持股所占比例总体较低,所占比例最高的德国和挪威也仅占 2.62%和 2.27%,有接近一半的国家交叉持股比例为 0。

与 La Porta et al.^[5]的研究相同,Faccio 和 Lang^[7]也在 10% 的阈值下对西欧公司终极所有权分布状况进行了研究,虽然没有列出各国的具体数据;但是,对西欧 13 个国家的样本均值数据表明,广泛持有型公司所占比例降至 14%,家族控制型公司所占比例增加至 56%。也就是说,在 10% 的投票权阈值下,西欧国家的公司中家族控制型所占比例超过了一半,是最主要的公司类型。

Faccio 和 Lang^[7]也研究了公司规模对公司终极所有权结构的影响。与 La Porta et al.^[4]研究不同的是,其不仅研究了大公司和中等规模公司,还研究了小公司,研究结果见表 5,在 20% 的投票权阈值下,西欧 13 个国家中,广泛持有型公司占大公司、中等规模公司和小规模公司比例的均值分别是 45.24%、29.28%和 25.32%。可见,总体上规模越大的公司,广泛持有度越高,这一结果也与 La Porta et al.^[5]的研究结论一致。但是,澳大利亚、挪威和葡萄牙三个国家例外。澳大利亚三种规模下公司的广泛持有度区别较小,挪威则是小规模公司的广泛持有度最高的,葡萄牙则是中等规模公司的广泛持有度最高,其他国家大规模公司的广泛持有度比小规模公司的广泛持有度更高。Faccio 和 Lang^[7]还研究了金融公司与非金融公司终极所有权分布的区别,研究结果见表 5。研究发现,西欧地区 13 个国家广泛持有型公司占金融公司与非金融公司的比例分别是 39.92%和 36.39%,金融公司广泛持有度比非金融公司的广泛持有度更高。

Fan 和 Wong 以东亚 7 个国家或地区(香港地区、印度尼西亚、马来西亚、新加坡、韩国、台湾地区和泰国)977 个公司为样本,研究了东亚 7 个国家或地区的所有权结构,研究发现,除了日本所有权分散外,其他 6 个国家或地区的所有权结构集中程度高^[13]。这一研究与 Claessens et al.的研究结果一致^[6]。

上述文献对不同地区、不同国家的终极股权分布进行了比较研究。也有文献对特定国家的终极控制股权结构进行了考察。例如,Aldrighi 研究了巴西 1997—2002 年间公司的终极所有权状况。统计数据表明巴西广泛持有型公司少,家族控制型公司在非广泛持有公司中所占比重最大,1997 至 2002 每年都超过了 50%。其次,外资控股型公司所占比重较大^[10]。Chernykh 以俄罗斯 2000—2002 年间 145 个公司的 435 个公司年为样本,研究了俄罗斯终极所有权与控制权形式。研究发现,俄罗斯存在非常不透明的公司所有权现象,一些公司表面上是广泛持有

型,而实质上存在终极所有者,只是无法追溯而已。比如,俄罗斯存在通过任命或是国外投资公司的形式隐盖其真实身份以达到私有目的的个体投资者^[11]。与 La Porta et al.^[5]、Claessens et al.^[6]和 Faccio 和 Lang^[7]等对公司终极所有者类型划分不同的是,Chernykh 将终极所有者分为国家(state)、匿名型终极所有者(anonymous ultimate owners)、其他组织型终极所有者(miscellaneous ultimate owners)和不知名型终极所有者(unknown ultimate owners)四类^[11]。其中,匿名型终极所有者(anonymous ultimate owners)是指那些可以追溯其现金流量权和投票权,但无法追溯其个人身份的所有者;不知名型终极所有者(unknown ultimate owners)是指那些现金流量权和投票权者无法追溯的所有者。鉴于俄罗斯的所有权高度集中和划分少数与绝对多数控制权的需要,Chernykh 分别以 25%和 50%作为投票权阈值。其研究发现,俄罗斯的终极所有权高度集中。在 25%的控制水平下,有 84.6%的公司存在终极控制者;即使在 50%的控制水平下,也有接近一半的公司存在终极控制者。在四种类型的终极所有者中,国家控制型公司所占比重最高。在 25%的阈值下,国家控制型公司达到 57.5%,在 50%的阈值下,该比例也达到了 37%。其次是匿名型所有者所占比重较高,不知名型和其他组织型所有者比重相对较低^[11]。

国内的研究表明,中国上市公司普遍存在终极控制股东(如 Chen et al.; Fan et al.; 刘芍佳等;叶长兵和郭萍等)^[14-17]。其中,甄红线和史永东对截至 2006 年底 1336 家中国上市公司的研究发现,在中国上市公司中,国家与自然人是最主要的终极控制股东,金融组织和境外投资者发挥的作用微小。在 20%的投票权下,89.02%的上市公司存在终极控制者,其中,国家控制型公司占 59.73%,境内自然人占 27.47%。自然人作为终极控制股东控制了四分之一以上的上市公司,说明中国上市公司在民营化的道路上已经迈出了重要的一步,并且,终极控制股东所持比例较高^[12]。刘芍佳等研究 2001 年的中国上市公司发现,平均而言,每个上市公司的最大股东持有该公司约 44%的股份^[16]。叶勇等研究发现,2003 年中国上市公司终极控制股东持股比例均值为 37.84%^[18]。

国内外研究发现,除美国、日本和英国等少数国家外,世界其他国家非广泛持有公司普遍存在终极控制者,终极控制者以家族为主,中国则以国家终极控制为主。研究表明,现代公司终极股权并非广泛持有,而是相对集中。股权结构特征是公司治理的基础。追溯终极控制股东对间接股权结构进行研究突破了直接股权研究的局限,更能揭示控制股东尤其是终极股东的动机与行为,更好地为现代公司治理服务。

二、终极所有权与控制权的分离状况

现代公司股份不是广泛持有,而是主要集中在以家族或国家为代表的终极控制者手中。终极控制者的所有权与控制权分离。学者们以现金流量权和投票权分别度量终极控制者的所有权与控制权,以现金流量权与投票权的比值度量公司所有权与控制权的分离度。其中,现金流量权指每条控制链上持股比例乘积之和,控制权指每条控制链上最小持股比例之和。研究发现,公司终极所有者的所有权与控制权分离现象普遍存在,现金流量权小于投票权。Claessens et al.^[6]对东亚地区 2611 家公司所有权与控制权的分离状况进行了统计,统计数据见下表 6。

表 6 东亚地区公司现金流量权与控制权的比值

国家或地区	公司数量	均值	标准差	中值	第一个四分之一	第三个四分之一
香港地区	330	0.882	0.214	1.000	0.800	1.000
印度尼西亚	178	0.784	0.241	0.858	0.630	1.000
日本	1117	0.602	0.376	0.600	0.200	1.000
韩国	211	0.858	0.229	1.000	0.700	1.000
马来西亚	238	0.853	0.215	1.000	0.733	1.000
菲律宾	99	0.908	0.201	1.000	1.000	1.000
新加坡	211	0.794	0.211	0.800	0.600	1.000
台湾地区	92	0.832	0.198	0.975	0.700	1.000
泰国	135	0.941	0.164	1.000	1.000	1.000
东亚地区	2611	0.746	0.321	1.000	0.450	1.000

资料来源: Claessens et al.(2000)。

表 6 的数据显示,东亚地区公司的所有权与控制权的分离现象普遍存在,且分离度较高,平均值是 0.746。表 6 数据反映出东亚地区各国或地区公司所有权与控制权分离度差异较大,分离度最大的是日本(0.602),其次是印度尼西亚(0.784)和新加坡(0.794),菲律宾(0.908),泰国的分离程度最小,为 0.941。

Claessens et al.深入研究了东亚地区非广泛持有公司中,公司控制类型及公司规模对公司所有权与控制权分离程度的影响。研究发现,除了日本、新加坡外的东亚国家或地区,家族控制型公司的所有权与控制权分离程度最大。在日本,广泛持有金融控制型公司的所有权与控制权分离程度最大(0.495),而在新加坡则是国家控制型公司的所有权与控制权分离程度最大(0.685)。同为家族控制型公司,各国家或地区不同公司规模的分程度差别较大,例如,香港地区、日本、菲律宾的小公司的分离程度最大,韩国、新加坡和台湾地区则是大公司的分离程度最大,马来西亚和印度尼西亚是中等规模公司的分离程度最大^[6]。

Faccio 和 Lang^[7]对 4806 个公司终极所有者的现金流量权与控制权的分离进行了研究,两权分离情况见表 7。

表 7 西欧地区公司现金流量权与控制权的分离状况

国家	公司数量	均值	标准差	中值	第一个四分之一	第三个四分之一
澳大利亚	95	0.851	0.224	1.000	0.704	1.000
比利时	120	0.779	0.360	1.000	0.596	1.000
芬兰	119	0.842	0.246	1.000	0.8000	1.000
法国	604	0.930	0.189	1.000	1.000	1.000
德国	690	0.842	0.267	1.000	0.709	1.000
爱尔兰	68	0.811	0.321	1.000	0.683	1.000
意大利	204	0.743	0.337	0.971	0.548	1.000
挪威	149	0.776	0.341	1.000	0.532	1.000
葡萄牙	86	0.924	0.218	1.000	1.000	1.000
西班牙	610	0.941	0.178	1.000	1.000	1.000
瑞典	244	0.790	0.339	1.000	0.526	1.000
瑞士	189	0.740	0.290	0.830	0.468	1.000
英国	1628	0.888	0.228	1.000	0.907	1.000
所有国家	4806	0.868	0.255	1.000	0.852	1.000

资料来源:Faccio 和 Lang(2002)。

Faccio 和 Lang 的统计数据发现,西欧地区公司的所有权与控制权分离现象普遍存在,所有权与控制权分离度的平均值是 0.868,现金流量权总体上小于控制权。其中,分离度最小的三国是西班牙(0.941)、法国(0.930)和葡萄牙(0.924),分离度最大的三国是瑞士(0.740)、意大利(0.743)和挪威(0.776),分离度最小的西班牙(0.941)与分离度最大的瑞士(0.740)相差 0.201^[7]。

Chernykh 研究发现,俄罗斯公司所有权与控制权的分离显著。在 25%的控制水平下,俄罗斯现金流量权与投票权分离度是 0.66;在 50%的控制水平下,分离度是 0.62。这一比值低于了西欧和东亚国家或地区的一般水平,比值越低,分离度越大^[11]。Chernykh 认为以上两权分离度的估计值存在低估的可能。因为俄罗斯公司控制链的透明度极低,而且存在无法追溯被任命型和国外投资这些附属公司的情况。但是,即使这样保守的估计值足以说明俄罗斯公司终极所有者的控制权和所有权分离度较高^[11]。

Bany-Arifin et al.对马来西亚的研究发现,该国通过金字塔结构控制公司的现金流量权与控制权的平均分离程度是 0.4216,分离度较大^[19]。

表 8 的数据显示,中国上市公司终极控制股东两权偏离度的均值为 0.796^[20]。中国上市公司终极控制股东两权偏离的平均水平介于西欧和东亚国家之间。其中,在西欧和东亚共 22 个国家中,比中国上市公司终极控制股东两权分离度大的国家有 14 个,表明中国上市公司终极控制股东两权分离度比多数其他国家的同类指标值更大。研究还发现,中国上市公司终极控制股东主要通过金字塔股权安排分离两权(如甄红线和史永东;刘芍佳等)^{[12][16]}。

表 8 终极控制股东两权偏离度的国际比较

国家	公司数量	均值	25分位数	中位数	75分位数	标准差
中国	1254	0.796	0.050	1.000	1.000	0.266

资料来源:肖作平(2012)。

上述研究表明,除极少数国家外,世界各国和地区公司的所有权与控制权的分离现象普遍存在。家族控制型公司的分离度总体高于其他类型的公司。终极所有者通过较低的现金流量权获得较高的控制权,从而侵占小股东利益。终极所有者主要通过哪些方式使现金流量权与控制权分离从而集中控制权呢?以下对终极所有者加强控制的方式进行文献回顾。

三、终极所有者加强控制的方式

学者们研究发现,公司终极所有者实现投票权与现金流量权分离(即两权分离)的方式主要有金字塔结构、同股不同权、交叉持股、唯一股东控制和所有者参与管理等。

第一,金字塔结构方式是各国家公司终极所有者使现金流量权与控制权分离的最主要的手段。(La Porta et al.; Claessens et al.; Aldrichi; Chernykh)^{[5-6][10-11]}。金字塔结构是指一公司持有另一公司的主要股份,而另一公司又持有第三个公司的主要股份,这一过程可以重复多次进行。Fan 和 Wong 研究发现,当“两权”未分离时,达到有效控制后的现金流量权的增加同时增加协同效应和壕沟效应;当“两权”分离时,终极控制股东以较少的现金流量就能获得有效控制,现金流量带来壕沟效应而非协同效应。“两权”分离度越大,控制股东剥削其他股东的诱因也越大。当法制不健全,大股东的控制权缺乏有效地监督和制约时,大股东就越有可能利用手

中的权力转移公司资源。终极控制股东为了谋取控制私利,常通过增加金字塔层级分离控制权和现金流量权。由于信息不对称性,终极控制股东可以通过提前确认收益,延迟确认损失,增加会计利润以掩盖真实的公司业绩。现金流量权是终极控制股东最长控制链上投票权乘积之和。在其它条件不变的情况下,金字塔层级增加,现金流量权减少,终极控制股东操纵财务报告和会计政策的动机降低,会计稳健性可能提高^[13]。杨克智和谢志华以 2003—2009 年沪深 A 股上市公司为样本研究发现,我国金字塔股权结构中,终极控股股东持股比率(即现金流量权)与会计稳健性负相关。另一方面,金字塔层级增加导致“两权”分离度提高,终极控制股东以更少的现金流就能控制投资组合企业,由于控制权所获得的转移公司资源利益大于由于现金流量权所带来的损失,因此,当金字塔层级增加时,“两权”分离度的提高增加了控制股东的掠夺动机和能力^[21]。

La Porta et al.的研究数据发现,在拥有终极所有者的样本公司中有 26%的公司通过金字塔结构方式控制公司。其中,股东权益法律保护健全的 12 个国家或地区比例为 18%,股东权益法律保护不健全的 15 个地区的比例为 31%。同时说明健全的法律保护对公司采用金字塔结构控制公司的行为有约束作用。通过金字塔结构方式控制公司比例最高的是比利时(79%),其次是以色列(53%)和瑞典(53%),新加坡、澳大利亚、德国和葡萄牙四国的比值都在 40%以上^[4]。Claessens et al.的对东亚地区采用金字塔结构方式控制公司的研究发现,东亚地区非广泛持有型公司中通过金字塔结构控制公司的比例占 38.7%。其中,印度尼西亚最高(66.9%),其次是新加坡(55%)和台湾地区(49%)^[6]。Faccio 和 Lang 研究发现,通过金字塔结构控制公司也是西欧公司中使现金流量权与控制权分离的重要方式。西欧地区样本国家中平均有 19.13%的公司采用金字塔结构,其中最高的是挪威(33.90%),其次是比利时(25.00%)和德国(22.89%),最低的是芬兰(7.46%)^[7]。Aldrichi^[10]对巴西的研究发现,50%左右的公司通过金字塔结构控制;虽然 1997 至 2002 间有下降的趋势,但金字塔结构仍旧是巴西终极所有者加强控制权的重要手段。Chernykh^[11]研究发现,金字塔结构是俄罗斯加强控制的主要手段。Bany-Arifin et al.实证研究了马来西亚公司的金字塔结构、现金流量权与控制权的分离如何使终极所有者为了自利且避免惩罚而控制公司的资源。研究结果发现,马来西亚的公司采用金字塔结构加强控制的程度较高^[19]。

梁利辉^[22]等对中国上市公司终极控制股东金字塔股权结构进行了研究,研究结果见表 9。

表 9 中国上市公司金字塔结构

	各层级比重 (%)								样本数 N	结构比 %	平均层级 级
	1	2	3	4	5	6	7	8			
国有	36.00	42.86	14.29	5.48	1.01	0.06	0.31	0.00	1589	41%	1.94
非国有	59.44	27.77	8.66	2.67	0.89	0.22	0.22	0.13	2251	59%	1.60
全体样本	49.73	34.00	10.99	3.83	0.94	0.16	0.26	0.08	3840	100%	1.74

资料来源:梁利辉(2014)。

从表 9 可见,国有和非国有金字塔股权结构公司的平均层级分别为 1.94 级和 1.60 级,与刘运国和吴小云的统计结果一致。在国有上市公司中金字塔层级为 2 级的公司所占比例最大,为 42.86%;其次是 1 级,占 36%。非国有上市公司中金字塔层级为 1 级的公司所占比例最

大,为 59.44%;其次是 2 级,占 27.77%。国有和非国有上市公司中金字塔层级为 1 级和 2 级的样本量占各自总体的累计比重分别为 78.86%和 87.21%。表 9 反映出,我国金字塔股权结构公司中,控制股东主要通过 1—2 两个中间公司控制上市公司,国有和非国有上市公司金字塔股权安排差异较大,非国有上市公司平均金字塔层级更低,低层级公司所占比重更大^[22]。

第二,同股不同权方式也是世界各国和地区用以加强控制的手段之一。La Porta et al.研究发现,27 个样本国家或地区中平均 18.56%的资本控制着 20%的投票权。其中,股东权益法律保护健全的 12 个国家平均 19.65%的资本控制着 20%的投票权,股东权益法律保护不健全的 15 个国家平均 17.69%的资本控制着 20%的投票权。爱尔兰、日本、新西兰、新加坡、英国、希腊、以色列和葡萄牙等国不存在同股不股权现象。同股不同权现象比较严重的是瑞典、西班牙和丹麦^[5]。Faccio 和 Lang 对西欧 13 个国家的研究发现,西欧的一些国家禁止发行二分化股份或限制发行二分化股份的比例。瑞典和芬兰规定了最低投票权限额,但表现出比其他国家或地区更大的所有权与控制权的分离度。瑞典公司发行二分化股份的比例最高(66.07%),其次是瑞士(51.17%)和意大利(41.35%)。最低的是葡萄牙(0.00%)、比利时(0.00%)和西班牙(0.16%)^[7]。

第三,交叉持股也是公司加强控制的方式之一,但较少公司采用,有的国家或地区甚至限制使用交叉持股。交叉持股指一个公司沿着控制链进一步持有同一集团内另一公司的股份(Claessens et al.)^[6]。La Porta et al.^[5]研究发现,除瑞典和德国等少数国家外,其它国家或地区公司较少采用交叉持股方式。在 20%投票权阈值下,世界 27 个国家或地区中采用交叉持股的公司仅占 3.15%。同时一个有趣的发现是,有法律限制交叉持股控制公司的国家交叉持股现象更普遍。如德国法律限制交叉持股,但该国通过交叉持股控制公司的比例是 27 个样本国家或地区中最高的,达到 20%。Claessens et al.研究发现东亚地区采用交叉持股的公司占 10.1%^[6],Faccio 和 Lang 研究发现,西欧 13 个国家公司采用交叉持股的仅占 0.73%。Chernykh 研究发现,俄罗斯在 50%的投票权阈值下,采用交叉持股的公司比例为 6%,其中私人控制公司较多采用此方式^[11]。

第四,成为公司唯一控制者是终极所有者加强控制权的另一种方式。Faccio 和 Lang^[7]及 Claessens et al.^[6]将公司的第二大股东限定为至少持有 10%投票权的股东,如果不存在这样的股东,就称公司为唯一控制型公司。唯一控制型公司的第一大股东因为不受其他势力较大股东的影响,很容易控制董事会从而加强公司的控制。如果存在这样的第二大股东,第一大股东对公司的控制度就会受影响。在 20%的投票权阈值下,Claessens et al.研究发现东亚 9 个国家或地区非广泛持有型公司有 67.8%的公司通过成为公司的唯一控制者控制公司^[6]。Faccio 和 Lang 研究发现西欧国家的非广泛持有型公司有 53.99%的公司是唯一控制型公司^[7]。

第五,公司所有者参与公司管理是公司加强控制的重要方式。所有者参与管理是指所有者的成员成为公司的总裁或董事会主席、名誉主席或副主席。大量的研究发现,家族控制型公司的家族成员参与公司管理的现象非常普遍。La Porta et al.研究发现,世界 27 个国家或地区的样本公司在 20%投票权阈值下,平均有 69%的家族控制型公司的家族成员参与公司管理。其中,澳大利亚、加拿大、日本、意大利和瑞士达到 100%^[5]。Claessens et al.研究发现,东亚地区

所有者参与管理公司的平均比例达 57.1%。其中,日本、印度尼西亚、马来西亚、韩国、台湾地区超过 70%^[6]。Faccio 和 Lang 研究发现,西欧国家所有者参与管理的公司平均比例达 68.45%。其中,奥地利、比利时、爱尔兰、英国、瑞典、意大利和瑞士超过 70%^[7]。

梁利辉^[23]对我国民营上市公司实际控制人控制方式、股权结构以及是否指定管理层进行了研究,研究结果见表 10。

表 10 民营上市公司实际控制人控制上市公司的方式及股权结构

	N	R (%)	CFR (%)	CR (%)	TRS (%)	指定管理层		未指定管理层	
						N	比重	N	比重
直接控制	1746	23.81	39.76	39.76	0.00	1628	0.93	118	0.07
金字塔控制	5570	75.95	27.02	36.68	9.66	3962	0.71	1608	0.29
交叉持股控制	18	0.25	34.48	44.58	10.10	8	0.44	10	0.56

资料来源:梁利辉(2014)。

表 10 数据显示,我国民营上市公司实际控制人控制方式单一,主要通过直接控制、金字塔控制和交叉持股控制三种形式控制上市公司。其中,金字塔控制是最主要的控制方式,占 75.95%;其次是直接控制,占 23.81%;交叉持股方式最少,不到 1%。从控制权来看,实际控制人的控制权都在 36%以上,其中,交叉持股方式最高,近 45%。在现金流量权方面,三种控制方式的差异较大,直接控制公司的平均现金流量权最高,近 40%,金字塔持股最低,为 27%。直接持股两权未偏离,交叉持股控制和金字塔持股控制两权偏离且偏离度相近,都在 10%左右。表 1 还呈现出民营上市公司一个显著的特征就是指定管理层,即公司的董事长、总经理、副董事长在控制链条公司里任职。在直接持股方式中,有 93%的民营上市公司指定了管理层,金字塔持股上市公司指定管理层的公司达到 71%,交叉持股上市公司最少,但也达到了 44%。表 10 反映出实际控制人通过集中股权、操纵管理层加强对上市公司的控制^[23]。

四、结 语

本文根据国内外经典文献对公司终极所有权结构进行了文献回顾。研究发现,除英、美和日本等少数国家终极股权相对分散外,其他无论是经济发达国家还是经济欠发达国家,终极股权都在一定程度上相对集中。股权结构是公司治理的基础。终极股权结构的研究推翻了 Berle 和 Means^[4]提出的股权广泛分散的观点,为现代公司治理和研究指明了方向。国内外主流文献研究发现,终极控制股权不仅在一定程度上集中,而且通过层层金字塔股权结构,以较少的现金流量权获得更大的控制权,实现两权偏离,易于产生掠夺外部投资者(中小股东/债权人)的机会主义行为。同时,现有文献研究还发现,终极控制股东通过同股不同权、交叉持股、成为公司唯一控制者和参与公司管理等手段加强对公司的控制,获得超额控制利益。终极控制股权研究更深入地揭示了终极控制股东的动机与行为。

注释:

- ①广泛持有型公司指公司终极股权高度分散,不存在终极控制者的公司。
- ②非广泛持有型公司指公司终极股权相对集中,拥有终极控制者的公司。

③表 1 中第一个均值指 12 个股东权益法律保护健全的国家或地区各类型公司所占比例的样本均值。

④表 1 中第二个均值指 15 个股东权益法律保护不健全的国家或地区各类型公司所占比例的样本均值。

⑤表 1 中样本均值指 27 个国家或地区各类型公司所占比例的样本均值。

⑥Faccio 和 Lang(2002)研究发现西欧地区两权分离度的均值是 0.868,Claessens et al.(2000)研究发现东亚地区两权分离度的均值是 0.746。

⑦两权偏离度以现金流量/权控制权表示,比值越大说明控制权和现金流量权的分离程度越小。

参考文献:

- [1] Berle,A,and Means,G.The Modern Corporation and Private Property[M].MacMillan,New York,1932.
- [2] Baumol,W.,Business Behavior,Value and Growth[M].MacMillan,New York,1959.
- [3] Jensen,M,and Meckling,W.,heory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs,and Ownership Structure [J].Journal of Financial Economics,1976,(3):305-360.
- [4] Holderness,C.,and Sheehan,D.,The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations[J].Journal of Financial Economics,1988,20:317-346.
- [5] La porta,R.,Lopez-DE-Silanes,F.,and Shleifer,A.,Corporate Ownership Around the World[J].The Journal of Finance,1999,54:471-517.
- [6] Claessens,S.,Djankov,S.,and Lang,L.,The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics,2000,58:81-112.
- [7] Faccio,L.,and Lang,L.,The ultimate ownership of Western European corporations [J].Journal of Financial Economics,2002,65:365-395.
- [8] Shleifer,A.,Vishny,R.,A Survey of Corporate Governance[J].Journal of Finance,1997,52:737-783.
- [9] Johnson,S.,LaPorta,R.,Lopez -de -Silanes,F.,and Shleifer,A.,Tunneling [J].American Economic Review, 2000,90:22-27.
- [10] Aldrighi,M.A.,The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance:Evidence from Brazil[J].Center for Studies of Airline Regulations and Competition Aeronautical Institute of Technology (Brazil)(NECTAR),working paper,2007.
- [11] Chernykh,L.,Ultimate ownership and control in Russia[J].Journal of Financial Economics,2008,88:169-192.
- [12] 甄红线,史永东.终极所有权结构研究——来自中国上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2008,(11): 108-118.
- [13] Fan,J.P.H,Wong T.J.,Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J].Journal of Accounting and Economics,2002,33:401-425.
- [14] Chen,C.,and Xia,D.L.,Corporate Pyramid,Capital Investment and Firm Performance in China[J].Beijing Normal University,Working Paper,2010.
- [15] Fan,J.P.H.,Wong,T.J.,and Zhang,T.,Institutions and Organizational Structure:The Case of State-Owned Corporate Pyramids[J].Journal of Law,Economics,and Organization,2012,12:1-36.
- [16] 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.
- [17] 叶长兵,郭萍.中国家族上市公司金字塔控股结构特征分析[J].财经论丛,2010,(6):91-96.
- [18] 叶勇,胡培,何伟.上市公司终极控制权、股权结构及公司绩效[J].管理科学,2005,(2):58-64.

- [19] Bany -Ariffin,A.N.,Fauzias,M.N.,Carl,B.M.J.,Pyramidal structure,firm capital structure exploitation and ultimate,owners' dominance[J].International Review of Financial Analysis,2010,19:151-164.
- [20] 肖作平.终极控制股东对资本结构选择的影响——来自中国上市公司的经验证据[J].中国管理科学, 2012,(4):167-176.
- [21] 杨克智,谢志华.金字塔股权结构、终极控股股东行为与会计稳健性[J].北京工商大学学报,2010,(6): 27-34.
- [22] 梁利辉,兰芬,张雪华.终极控制股东产权性质、金字塔层级与会计稳健性[J].经济经纬,2014,(2):101-107.
- [23] 梁利辉,陈一君,万吉琼.创业板上市公司会计信息质量研究[J].商业研究,2014,(12):22-28.

责任编辑:万东升

A Survey of the Ultimate Ownership Structure

LIANG Lihui

(School of Economics and Management, Sichuan University of Science & Engineering Zigong 643000, China)

Abstract: Ultimate ownership means the right of the ultimate owner owning the company to vote determined by tracing the ownership relations chain level by level. Through the ultimate perspective, a more in-depth analysis of ultimate owner's motivation and behavior can be made, a modern corporation financial governance theory can be expanded, and a better corporate governance can be achieved. This paper sorts out literature research on the ultimate ownership structure and summarizes from three aspects, i.e. the global distribution of ultimate ownership structure, ultimate owner deviation status of the two rights of ultimate control shareholder and the way of the ultimate shareholder strengthening the control in order to provide a theory reference and empirical evidence for China ultimate ownership structure theory and experience research. The existing research overthrows the view of equity widely dispersed put forward by Berle and Means. The study also finds out that the ultimate controlling equity not only focuses on a certain extent, but also gains greater control with less cash flow rights and realizes the two right deviation through the hierarchy pyramid ownership structure. Deviation of the two rights is prone to cause the plunder behavior to external investors (minority shareholders/creditors). At the same time, the existing literature research also finds out that the ultimate controlling shareholder, through the same shares with different rights, cross shareholding, the only controller and participating in the company management, strengthens the control of the company and accesses to the excess benefits of control. The existing literature provides a theoretical reference and empirical evidence for the further research of ultimate ownership structure of Chinese listed corporations.

Key words: ultimate ownership; pyramid structure; cash flow rights; control rights; deviation of two rights; ultimate owner