

金字塔型股权结构对企业成长的效应研究

杨 洋¹, 吴应宇^{1,2}, 韩 静¹

(1.东南大学经济管理学院,江苏南京 210096;2.中国药科大学国际医药商学院,江苏南京 211198)

摘 要:作为普遍存在的股权结构之一,金字塔型股权结构是否具有企业成长效应,这种效应在金融危机后是否具有某些特点值得检验。以2008年金融危机后具备金字塔型股权结构的上市公司为样本,实证检验了金字塔型股权结构各要素的企业成长效应。研究结果表明:控制权比例具有显著的正向效应,最终控制人借助控制权对被控制公司提供帮助;控制权与现金流权分离程度的效应不显著,最终控制人的侵占动机被抑制;控制层级具有显著的正向效应,通过拉长控制链条,最终控制人对被控制公司提供保护,或保持未来向集团输送外部资金的能力;其他直接股东通过对一致行动人的制衡以及对其他股权结构变量效应的调节对企业成长具有积极的正向作用。总体来看,金字塔型股权结构具有企业成长效应,在危机中对企业成长可起到保护作用,这对于帮助企业从股权结构的角度寻求成长具有启示意义。

关键词:企业成长;金字塔型股权结构;金融危机

中图分类号:F832.51

文献标志码:A

文章编号:1671-4970(2016)01-0038-09

一、引 言

2008年金融危机爆发后,企业的生存和成长环境越来越严峻,如何保持企业良好的成长态势进一步得到关注。以往企业成长影响因素的研究主要集中于技术(如资源、能力、知识、管理等)和外部环境(如产品与市场、政策与法律、宏观经济等)两个方面,制度因素的影响一直被忽视。制度安排影响“人”的积极性和参与度,企业成长归根结底是“人”的行为的结果,因此制度安排对企业成长的意义显而易见。公司治理作为一种制度安排理应对企业成长存在影响,股权结构是公司治理的逻辑起点和根本基础,因此,有必要对股权结构是否具有企业成长效应加以检验和分析。同时,在金融危机爆发后,股东必然密切关注上市公司能否顺利度过危机以维持企业继续融资的能力,股东争夺利益的方式和手段继而要进行应对性的调整,因此股权结构的企业成长效应在危机爆发后是否具有某些特点值得思考和研究。目前,关于股权结构的企业成长效应的研究存在以

下局限:①这些研究基本上以“贝利—米恩斯命题”作为研究的逻辑起点,即认为股权是分散的,公司代理问题的主要矛盾是投资者与管理者之间的利益冲突,即第一类代理问题。但La Porta等证实,普遍来讲股权结构是集中的,公司代理问题的主要矛盾在于控股股东和小股东之间的利益冲突,即第二类代理问题^[1]。因此,基于第二类代理问题的企业成长研究更具有普遍意义。其他学者进一步证实,各类集中型股权结构中,金字塔型股权结构更加兴旺,在亚洲尤其普遍^[2-3]。可见,基于金字塔型股权结构检验股权结构是否具有企业成长效应更加具有代表性。那么,金字塔型股权结构各要素的企业成长效应如何呢?此外,当存在多个大股东或利益集团时,大股东的行为将受到牵制和制约,此时,企业成长是否受到影响呢?股东间的制衡关系对其他股权结构要素效应是否具有调节作用呢?②这些研究未设定特定的情境。任何效应的发挥都受到所处环境的影响,股权结构各要素对企业成长效应的发挥也不例外。因此,将研究期间设定为2008年金融危机爆发

收稿日期:2015-10-29

基金项目:江苏高校哲学社会科学重点项目(2014ZDIXM007)

作者简介:杨洋(1976—),女,辽宁沈阳人,讲师,博士研究生,从事公司治理与企业成长研究。

后。讨论危机爆发后,逐利性股东如何使金字塔型股权结构发挥企业成长效应,是否具有某些明显的特点?

基于上述考虑,笔者以投资机会集为企业成长衡量指标,以2008年金融危机后具备金字塔型股权结构的上市公司为样本,实证检验了股权结构各要素的企业成长效应。笔者认为现有文献具有以下贡献:首先,以往的企业成长影响因素研究忽视了制度因素的作用,个别基于公司治理的文献又多以第一类代理问题为逻辑起点^[4-8]。笔者基于第二类代理问题分析了普遍存在的金字塔型股权结构企业成长效应。研究表明,金字塔型股权结构具有企业成长效应,结果具有更强的代表性。其次,金字塔型股权结构下股东间的制衡逐渐得到学者的关注以解决大股东利益侵占问题。笔者借鉴这些研究成果,分析股东制衡机制在企业成长中的作用,并进一步考察制衡机制对股权结构其他要素效应的调节意义。研究结果显示,制衡机制通过直接作用于企业成长或通过对股权结构其他要素效应的调节间接作用于企业成长而对企业成长发挥着重要影响。这对于进一步理解金字塔型股权结构下股东制衡机制的作用具有帮助。最后,笔者的研究结果表明金融危机爆发后金字塔型股权结构对企业成长起到了保护作用,比如,最终控制人通过控制权对被控制企业提供支持,通常控制权与现金流权的分离所导致的侵占动机被抑制等。这对于理解股权结构在金融危机这类特定的情境下如何发挥企业成长效应具有启示意义,对于帮助集团企业从股权结构的角度寻求成长具有一定的现实意义。

二、文献回顾

近年来,学者开始探讨股权结构对企业成长的影响,但这些文献多局限于公司治理第一类代理问题,而基于第二类代理问题的股权结构效应研究又主要集中于其对公司经营绩效的影响,如利润率、企业价值等,而后一类文献对本文的借鉴作用更大。

1. 控制权与现金流权

最终控制人的控制权是直接投票权与控制链中最小的间接投票权之和,现金流权^①是直接所有权与控制链中形成的间接所有权之和。一般认为,控制权呈现向最终控制人单方向高度集中的畸形状状态,对上市公司的控制权比例越高,企业的价值越低^[1]。Vishny认为,当大股东的控制权达到一定程度之后,大股东几乎能够控制整个公司,并通过隐蔽的手段获得小股东无法获得的控制权私有收益^[9]。

依据这种观点,当控制权高度集中时,企业的成长将受阻。但从另一个角度看,控股股东也可能向上市公司提供支持,输送利益^[10],特别是在企业处于困境,比如面对危机时。Peng等基于我国上市公司的数据进行分析认为,为了保住公司继续融资的能力,当公司处于困境时大股东会对上市公司采取支持性行动,并以此作为获取未来控制权收益的某种战略性投资^[11]。Friedman等发现,在东南亚金融危机后,大股东运用私有资源对陷入困境的上市公司进行了支持,以帮助其渡过难关^[10]。Riyanto等发现,当公司陷入财务困境时,大股东可以更好地对公司进行支持,以避免其破产^[12]。可见,当企业遇到困难时,控制权也可能有利于企业成长。因此,控制权对企业成长的效应要视被控制企业的具体情况而定,比如是否处于困境。

2. 控制权与现金流权的分离

绝大多数学者认为,控制权与现金流权的分离会强化大股东的利益侵占动机,进而产生消极影响^[13-14]。如李大鹏等以家族企业为研究对象发现,随着两权分离程度的加大,家族控股股东侵害小股东利益变得容易,公司绩效降低^[15]。唐跃军等发现,两权分离程度越高,公司的营销战略越激进,公司的盈利水平和持续发展潜力最终将受损^[16]。熊艳以民营上市公司为研究对象发现,两权分离程度越高,创新投资越呈现出低效率^[17]。也有学者的研究结果与上述观点截然相反,如谢德明等发现,在我国的民营上市公司中现金流权和控制权对企业价值具有激励作用,两权分离的状态没有降低公司价值,相反还有微弱的正向作用^[18]。从另一个方面看,当企业面临危机时,最终控制人出于支持被控制企业摆脱危机的目的考虑,两权分离的侵占动机很可能被抑制,此时,两权分离的效应不显著。因此,笔者认为对于企业成长而言,控制权与现金流权分离的效应取决于两权分离下的大股东利益侵占动机被强化还是被抑制。

3. 金字塔控制层级

金字塔控制层级方面的研究多是依据企业的产权性质进行的。很多学者发现,对于地方国有企业金字塔层级结构具有保护效应,金字塔结构的层级越多,公司的绩效越高^[19-23]。对于自然人或家族控制的上市公司,金字塔控制层级越多,终极股东对上市公司的“掏空”行为越严重^[24-25],但对于中央政府控制的上市公司,终极股东的“掏空”行为恰恰相

^①由于将进一步考察控制权与现金流权的分离,本文不单独考察现金流权的企业成长效应。

反^[24]。可见,总体来看,国有企业金字塔控制层级的保护作用更大,比如,张瑞君等发现企业处在金字塔越底层,业绩波动越大,但企业的国有属性能降低业绩波动与金字塔层级的关系^[21];钟海燕等认为,金字塔层级与公司价值之间存在“U型”曲线关系,对于国有企业,金字塔层级具有支持和保护效应^[22]。总之,控制层级所导致的终极股东利益侵占行为随终极股东性质的不同存在差异。

4. 控制链条数量

关于控制链条数量的研究文献非常少见。陈红等通过建立均衡收益模型得出,终极股东的侵占程度随控制链条数量的增加而增大,并利用我国上市公司的样本获得实证结果支持^[26]。笔者认为,增加控制链条会导致金字塔型股权结构复杂化,便于掩饰终极股东的侵占行为,对企业成长具有不利影响。

5. 股东制衡机制

金字塔型股权结构下,股东制衡机制包括直接股权制衡和终极股东制衡,前者表现为受同一最终控制人控制的直接股东及通过其他方式与之实现一致行动的直接股东受到的来自于集团外部其他直接股东的制衡,后者表现为多个终极股东之间的制衡。

一致行动人强化了最终控制人的控制权,当属于其他利益集团的直接股东的持股比例较低时,最终控制人的行为就无法受到有效约束,最终控制人的侵占动机就会加大。陈红等发现,金字塔型股权结构对终极股东侵占行为的屏障作用和杠杆作用随着直接股权制衡变弱而增强^[26]。

一般认为终极股东制衡具有积极的作用。Bennedsen 等认为,当其他条件相同时,与单个大股东相比,多个大股东形成的控制联盟会随着股份的增加而内部化控制联盟的成本,使掠夺其他中小股东的行为得到抑制^[27]。Lehman 等的研究表明,德国公司中第二大股东的存在提高了上市公司的绩效^[28]。Bloch 等通过建立两个大股东争夺有效控制权的理论模型发现,为了拉拢中小股东以获得公司的控制权,两个大股东均会做出有效使用控制权的承诺,而且这种承诺会随着两个大股东持股比例的拉近而增多,中小股东受到的利益侵害减少^[29]。Volpin 对意大利上市公司的研究表明,有投票权辛迪加的企业绩效优于只有单个大股东的企业绩效^[30]。Edwards 等证明了持有较多股份的第二大股东的存在有助于提高公司价值^[31]。但有的学者认为,上述结论需要满足一定的条件,如只有当第二大股东与第一大股东的持股数非常接近时,企业价值才会随着第二大股东

的持股数的增加而上升^[32]。与上述研究结论相反,陈红等认为多个终极控制人的制衡效果并不理想^[26]。

笔者认为,直接股权制衡和终极股东制衡都能在一定程度上起到牵制最终控制人的作用,这有利于抑制最终控制人的侵占动机,从而使企业成长受益。

可见,上述文献多是从最终控制人利益侵占的角度研究金字塔型股权结构对企业经营绩效,特别是企业价值的影响,分析金字塔型股权结构对企业成长效应的文献非常少见。然而,企业经营绩效和企业成长是企业表现的不同方面,前者体现为企业一定期间的经营效益,后者体现为企业在数量和质量两个方面的动态变化。经营绩效良好的企业未必在实质上实现了成长能力的提升或表面上追求规模的扩大;反之,成长能力强或迅速扩张的企业的经营绩效未必令人满意,有时甚至是过差的。但鉴于金字塔型股权结构下最终控制人的利益侵占动机同时使企业经营绩效和企业成长受到类似的影响,因此,笔者借鉴上述成果研究金字塔型股权结构对企业成长的效应,这无疑是对现有文献的丰富和补充。

三、研究设计^①

1. 变量的具体说明和计算

(1) 被解释变量

笔者选择投资机会集作为被解释变量。Myers 将企业的价值划分为现有营运资产的现值和未来投资和成长机会的现值两部分,后者即所谓的投资机会集^[33]。与现有营运资产相比,投资机会集依赖于决策层的裁决性投资,如生产能力扩张计划、并购决策等,预示着企业未来的成长性,是企业成长能力的反映。由于投资机会集依赖于决策层决策,而决策层又受制于股权结构,因此,投资机会集可以很好地体现股权结构与企业成长能力的关系,有利于开展股权结构对企业成长效应的分析。

Kallapur 等研究发现,市价与账面价值之比与企业成长最相关^[34]。因此,选择以下代理变量衡量投资机会集:①资产市价与账面价值之比;②权益市价与账面价值之比;③收益与市价之比;④固定资产的资本性支出^[35]。这4个变量(表1)是目前衡量投资机会集时使用最为频繁的替代变量,已经在很多文献中被广泛使用^[36-41]。

^①限于篇幅,本部分没有列出描述性统计的结果与分析。

表 1 投资机会集替代变量的说明

变量名称	变量标识	变量说明
资产市价与账面价值之比	MKTBKASS	(总资产-股东权益·流通股比例+流通股股数·股票收盘价)/总资产
股东权益市价与账面价值之比	MKTBKEQ	(流通股股数·股票收盘价)/(股东权益·流通股比例)
每股收益与每股市价之比	EP	每股收益/股票收盘价
固定资产与公司市价总额之比	FAVR	固定资产总额/(流通股股数·股票收盘价)

随后,采用因子分析法计算企业成长能力指数。首先,对各替代变量的指标进行标准化处理,并进行 KMO 和 Bartlett 球体检验,结果显示:KMO 值为 0.735, Bartlett 球体检验的 χ^2 统计值的显著性概率是 0.000,说明数据具有相关性,适宜做因子分析。

为保证公因子的特征根能够较好地解释总体方差,按照累计方差贡献率大于 80% 的原则,经测试,本文指定提取 3 个公因子,并进行正交旋转,公因子的累计方差贡献率为 94.773%^①。

最后,以各因子旋转后的方差贡献率为权重与该因子的得分乘积求和构造企业成长能力指标。

$$\text{投资机会集} = \text{FAC1_2} \cdot 0.44134 +$$

$$\text{FAC2_2} \cdot 0.25330 + \text{FAC3_2} \cdot 0.25306 \quad (1)$$

其中,FAC1_2、FAC2_2 和 FAC3_2 分别代表提取的公因子 1、公因子 2 和公因子 3。

(2) 解释变量

选择最终控制人^②的控制权比例、控制权与现金流权的分离程度、金字塔^③控制层级、金字塔控制链条数量、直接股权制衡度和终极股东制衡度来表示金字塔型股权结构的特征。

①s_con:控制权比例,用第一大最终控制人^④(包括与其一致行动的股东)对上市公司的各控制链条不同层级的控制权取最小值并加总求和表示;

②s_se:控制权与现金流权的分离程度,用第一大最终控制人的现金流权^⑤与控制权的比值表示;

③s_lye:控制层级,是第一大最终控制人最长的控制链条的控制层级数。如果在第一大最终控制人与最终被控制的公司之间存在 1 个层级的控制人时取值为 2,在第一大最终控制人与最终被控制的公司之间存在 2 个层级的控制人时取值为 3,依此类推;

④s_nc:控制链条数量,是第一大最终控制人控制上市公司的所有途径之和;

⑤s_mr:直接股权制衡度,用全部直接大股东^⑥的持股比例之和与第一大最终控制人^⑦的持股比例

之和的比值表示,比值越高,对第一大最终控制人的制衡能力越强。当一致行动人的持股比例超过 50% 时,对上市公司处于绝对控股地位,这时其他直接大股东很难对其形成制衡,将此时的直接股权制衡度设为 1;

⑥s_uc,终极股东制衡度,用所有最终控制人的数量表示,比值越高,对第一大最终控制人的制衡能力越强。当一致行动人的持股比例超过 50% 时,最终控制人对上市公司处于绝对控股地位,其他最终控制人很难对其形成制衡,将此时的终极股东制衡度设为 1。

(3) 控制变量

控制了以下已被证实对企业成长产生影响的变量。

①mon:企业月龄,用公司成立时间到年报披露时间表示,以月为单位;

②las:企业规模,用资产总额的对数表示;

③alr:资产负债率,用负债总额与资产总额的比值表示。

此外,参照 2001 年中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》设置虚拟变量对公司行业特征加以控制以消除行业对企业成长的影响。另外,设置虚拟变量对公司所处年份加以限定以考察时间效应。

2. 数据获取

将研究期间限定在 2009—2012 年,这不仅可以避免金融危机导致的外部环境变化的影响,还有利于考察金融危机发生后股权结构对企业成长的效应。选择仅发行 A 股的江苏省上市公司为研究样本,这是因为不同地区的企业外部治理环境存在较

①限于篇幅,本部分没有列出解释的总方差、旋转后的因子载荷矩阵及因子得分系数矩阵的结果。

②最终控制人是指通过直接或间接拥有其他公司的绝对或相对多数股权从而实现对其他公司控制的最终股权持有者。本文确定最终控制人的程序如下:首先设定控制权临界值标准(10%),然后依据该标准判断是否存在一个或多个持股比例达到或超过该标准的直接持股股东,如果存在则将该直接持股股东定义为第一层级控制人,并按照设定的控制权临界值标准进一步追溯第一层级控制人的控制人,以此逻辑追溯,直到某一层级控制人向上不再存在控制人,则该层级的控制人即为公司的最终控制人。

③金字塔型股权结构是指在最终控制人和最终被控制的公司之间存在一个或多个层级的控制人的股权结构。

④本文将持有股权最多的最终控制人定义为第一大最终控制人(在不引起歧义的情况下,将之简称为最终控制人)。

⑤现金流权的计算方法为第一大最终控制人(包括与其一致行动的股东)对上市公司的各控制链条中控制权的乘积加总求和。

⑥直接大股东指直接持有最终被控制公司股权比例超过 5% 的股东。

⑦包括与其一致行动的股东。

大差异(如对投资者的法律保护程度、市场竞争程度等),这样处理可以避免外部治理环境差异的影响。同时,我国上市公司的金字塔型股权结构具有很强的共性,如结构相对简单、控制权和现金流权的分离程度不大等,江苏省上市公司的金字塔型股权结构普遍具有这些特点,因此,以江苏省上市公司为样本的研究结论应该具有普适性。

截至 2012 年底,江苏省仅发行 A 股的上市公司共 232 家,样本的筛选过程如下:①剔除金融类上市公司;②剔除 ST、* ST 的上市公司;③剔除不具备金字塔型股权结构的上市公司;④剔除最终控制人发生变更的上市公司;⑤剔除上市仅一年的公司;⑥剔除数据不全的公司或样本观测点。最后,获得了包括 134 家样本公司的 446 个有效样本观测点。

使用的最终控制人的控制层级、最终控制人的控制链条数量、一致行动人的持股比例(用于计算直接股权制衡度)、终极股东数量等数据无法从研究数据库直接获得,需要采用手工的方式从上市公司年报所披露的控制权关系图、一致行动人说明及公司网站公布资料中获取和计算;其他数据来自于 CSMAR 数据库。

3. 模型设定

为检验金字塔型股权结构对企业成长的效应,基于上述分析,构建如下形式的基本计量模型:

$$ios_{it} = \alpha_0 + \beta SS_{it} + \lambda CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,i=1,...,N,N 为样本中上市公司的数量;t=2009,2010,2011,2012,即样本期间;SS_{it}表示股权结构变量向量集;CONTROL_{it}表示控制变量向量集; ε_{it} 为随机扰动项。

为了考察直接股权制衡度对金字塔型股权结构各要素效应的调节作用,在计量模型(2)的基础上进一步引入直接股权制衡度与金字塔型股权结构其他特征指标的交互项,构建如下形式的计量模型:

$$ios_{it} = \alpha_0 + \beta SS_{it} + \delta ADDS_{it} + \lambda CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,ADDS_{it}为交互项向量集,以直接股权制衡度与金字塔型股权结构其他特征指标的乘积项的形式表示,分别为 s_{se} · s_{mr}、s_{lye} · s_{mr}、s_{nc} · s_{mr}。

为了考察终极股东制衡度对金字塔型股权结构各要素效应的调节作用,在计量模型(2)的基础上进一步引入终极股东制衡度与金字塔型股权结构其他特征指标的交互项,构建如下形式的计量模型:

$$ios_{it} = \alpha_0 + \beta SS_{it} + \gamma ADUS_{it} + \lambda CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,ADUS_{it}为交互项向量集,以终极股东制衡度与金字塔型股权结构其他特征指标的乘积项的形式表示,分别为 s_{se} · s_{uc}、s_{lye} · s_{uc}、s_{nc} · s_{uc}。

四、实证结果

采用 stata 12.0 统计软件,经 Hausman 检验采取随机效应模型进行估计,估计结果见表 2,其中第(1)列报告了模型(2)的估计结果,第(2)列报告了模型(3)的估计结果,第(3)列报告了模型(4)的估计结果。

表 2 股权结构随机效应模型的估计结果

变量	(1)	(2)	(3)
s_con	0.008 17 *** (2.753)	0.007 93 *** (2.656)	0.007 91 *** (2.615)
s_se	-0.075 9 (-1.058)	0.360 (1.062)	-0.060 0 (-0.396)
s_lye	0.162 *** (3.149)	0.088 1 * (1.652)	0.088 6 (0.812)
s_nc	-0.012 5 (-1.101)	0.126 * (1.779)	0.019 2 (0.499)
s_mr	0.622 * (1.885)	1.438 ** (1.982)	0.627 * (1.858)
s_uc	0.069 5 (0.748)	-0.011 8 (-0.110)	-0.009 21 (-0.037 7)
s_semr		-0.360 (-1.263)	
s_lyemr		0.063 3 * (1.878)	
s_ncmr		-0.125 * (-1.861)	
s_seuc			-0.015 6 (-0.173)
s_lyeuc			0.065 2 (0.706)
s_ncuc			-0.027 2 (-0.788)
mon	-0.001 63 *** (-2.216)	-0.001 70 *** (-2.349)	-0.001 67 *** (-2.285)
las	0.130 *** (2.235)	0.134 *** (2.310)	0.135 *** (2.301)
alr	0.066 6 (0.284)	0.129 (0.562)	0.057 1 (0.236)
ind _i	yes	yes	yes
Constant	-3.466 *** (-2.756)	-4.397 *** (-3.604)	-3.469 *** (-2.707)
Observations	446	446	446
Number of id	134	134	134

注:***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号内报告了 z 值,模型进行了聚类调整。

从第(1)列的估计结果可见:①控制权比例的估计系数为0.008 17,并且在1%的水平下显著,表明随着最终控制人控制权比例的增加,企业的成长能力显著增强。多数的文献认为,随着控制权比例的增加最终控制人的侵占动机被强化。依据这种观点,企业成长应该受到负面影响,但未得到本文结果的支持。笔者认为,这可能由于以下原因:其一,多数文献所证实的控制权侵占效应是基于企业绩效(或企业价值)的,然而,企业绩效(或企业价值)与企业成长是企业表现的不同方面,侵占效应未必在企业成长方面同样成立;其二,随着控制权比例的增加,最终控制人对管理层的监督能力得以增强,可以有效阻止管理层的机会主义行为,这将有助于企业成长能力的提高;其三,对于成长能力强的上市公司,最终控制人会通过各种方式强化控制,包括提高控制权比例;其四,金融危机后,对于所持控制权比例越高的公司,最终控制人越可能采取“支持”策略帮助其渡过难关甚至实现成长,以借机维持和扩大未来控制权私有收益的选择权。选取2008年金融危机爆发后的公司为样本,第4个原因的解釋力更强,而且与Peng等^[11]、Friedman等^[10]以及Riyanto等^[12]的观点一致,即当公司陷入困境时,最终控制人倾向于支持和保护公司,以避免其破产。尤其在中国,企业很难上市,但一旦上市又面临摘牌的风险,摘牌则意味着最终控制人将丧失获取控制权私有收益的能力,因此当公司陷入困境时,最终控制人会选择暂时对被控制企业提供帮助。本文的研究结果进一步表明,最终控制人的支持有利于企业提高成长能力,进而有助于提升上市公司继续融资的能力和最终控制人未来牟取私有收益的能力。②控制权与现金流权分离程度的估计系数不显著,表明随着两权分离程度的加大,企业成长并未受到影响,这一结果显然仍与金融危机的背景有关。金融危机下,借助两权分离攫取控制权私有收益已经不是最终控制人的首要目的。为了保住珍贵的壳资源和取得再融资资格,以便于未来利用金字塔型控股结构向集团输送利益,危机下的“支持”动机大于“挖掘”动机。因此,当被控制企业遇到危机时,两权分离所导致的侵占效应被抑制,企业成长得到保护。③控制层级的估计系数为0.162,并且在1%的水平下显著。可见,金字塔的垂直层级越多,企业的成长能力越强。对于国有上市公司,拉长控制链条可以减少政府干预,对公司提供保护,使企业成长受益。对于民营上市公司,将成长表现好的公司置于金字塔底层,有利于未来将外部资金向整个集团输送。这是因为,本文所采用的企业成长衡量指标(投资机会

集)的计算以市价为基础,因此,投资机会集越高,表明企业未来通过增发、配股等进行股权再融资的能力越强。④控制链条数量的估计系数不显著,通过更多还是更少的链条控制成长能力强或弱的上市公司对最终控制人的意义并不大。⑤直接股权制衡度的估计系数为0.622,且在10%的水平下显著,说明来自其他直接股东的股权制衡可以刺激最终控制人为了获得有效控制权而对中小股东做出合理使用控制权的承诺,这将保证企业成长受到足够的重视,使企业成长受益。⑥终极股东制衡度的估计系数不显著,这可能与其他终极股东对投资机会集无法直接实施作用有关。

从第(2)列估计结果看:①直接股权制衡度及控制权与现金流权分离程度交互项的估计系数不显著,这可能与金融危机下两权分离的侵占效应未被激活有关。②直接股权制衡度与控制层级交互项的估计系数显著为正,即直接股权制衡强化了控制层级的效应,随着直接股权制衡度的提高,将成长能力强的企业置于集团底部的倾向得以加强。可见,随着控制链的延长,被控制公司的成长能力越高的结果是其他直接股东乐于看到的,以借此“搭便车”。③直接股权制衡度与控制链条数量交互项的估计系数显著为负,即直接股权制衡抑制了控制链条数量效应的发挥。随着直接股权制衡度的提高,对成长能力强的上市公司使用更少控制链条的倾向变弱。第(3)列的估计结果显示,终极股东制衡度对其他股权结构变量的效应不具备显著的调节作用。

随后,从以下几个方面进行了扩展性分析。

首先考虑股权结构对企业成长能力的影响可能存在滞后效应,而未必只表现在当期,因此将解释变量和控制变量替换为各自的滞后一期项。这样处理还可以帮助解决共时性导致的内生性问题,且有利于缓解解释变量和被解释变量间的双向因果关系导致的内生性问题。估计结果见表3的第(1)—(3)列,各列分别与模型(2)—(4)相对应。从估计的结果看:①最终控制人控制权比例的估计系数由0.008 17增加至0.011 1,且仍在1%的水平下显著;控制层级的估计系数由0.162增加至0.244,且仍在1%的水平下显著;直接股权制衡度的估计系数由0.622增加至0.774,且显著性提高。这些结果表明,最终控制人的控制权、控制层级以及直接股权制衡度的效应具有持续性,且滞后影响可能更重要。②直接股权制衡度与控制层级交互项的估计系数由0.063 3增加至0.093 7,且显著性提高;直接股权制衡度与控制链条数量交互项的估计系数的绝对值由0.125增加至0.188,且显著性提高。这说明直接股

权制衡度的调节作用具有持续性,且滞后调节作用可能更加重要。③终极股东制衡度与控制权与现金流权分离程度的交互项的估计系数以及与控制层级的交互项的估计系数仍不显著,但与控制链条数量的交互项的估计系数显著为负,且系数绝对值由0.027 2增加至0.084 2,这说明终极股东制衡的调节作用具有一定的滞后性,在后期抑制了控制链条数量效应的发挥。除了上述解释变量和交互项外,其他解释变量和交互项的估计系数仍不显著。可

见,估计结果具有很好的稳健性。

另外,还进一步考察了时间效应,即双向随机效应。分别在不考虑交互项和考虑交互项的情况下检验所有年度虚拟变量的联合显著性,结果显示p值分别为0.000 9、0.029 5和0.029 8,显著拒绝“无时间效应”的原假设。考虑时间效应后的估计结果见表3第(4)—(6)列,各列分别与模型(2)—(4)相对应。总体看,各变量(包括交互项)的估计系数和显著性未发生很大变化,估计结果具有很好的稳健性。

表 3 扩展性分析的估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
s_con	0.011 1*** (3.478)	0.010 2*** (3.237)	0.010 6*** (3.295)	0.009 17*** (3.083)	0.008 92*** (3.000)	0.008 93*** (2.961)
s_se	0.029 3 (0.486)	0.263 (1.137)	0.236 (1.473)	-0.064 7 (-0.929)	0.341 (1.040)	-0.056 1 (-0.382)
s_lye	0.244*** (2.927)	0.137 (1.570)	-0.040 6 (-0.141)	0.147*** (2.860)	0.069 5 (1.248)	0.057 3 (0.552)
s_nc	-0.024 7 (-1.446)	0.184** (2.271)	0.073 4 (1.370)	-0.009 92 (-0.869)	0.139* (1.880)	0.023 5 (0.573)
s_mr	0.774** (2.149)	1.300** (2.054)	0.748** (1.991)	0.582* (1.795)	1.363* (1.949)	0.588* (1.766)
s_uc	0.004 10 (0.031 8)	-0.050 0 (-0.360)	-0.172 (-0.421)	0.081 4 (0.881)	0.006 72 (0.064 9)	-0.037 4 (-0.154)
s_semr		-0.175 (-0.864)			-0.334 (-1.208)	
s_lyemr		0.093 7** (2.393)			0.067 8* (1.956)	
s_ncmr		-0.188** (-2.425)			-0.135* (-1.953)	
s_seuc			-0.156 (-1.152)			-0.010 5 (-0.120)
s_lyeuc			0.249 (0.941)			0.080 0 (0.892)
s_ncuc			-0.084 2* (-1.696)			-0.028 5 (-0.788)
mon	-0.002 10** (-2.346)	-0.002 15** (-2.419)	-0.002 20** (-2.482)	-0.000 962 (-1.207)	-0.001 04 (-1.351)	-0.000 988 (-1.251)
las	0.057 9 (0.957)	0.072 2 (1.220)	0.073 8 (1.377)	0.158*** (2.830)	0.162*** (2.868)	0.165*** (2.893)
alr	0.133 (0.586)	0.143 (0.606)	0.118 (0.546)	-0.023 2 (-0.092 1)	0.029 7 (0.123)	-0.040 9 (-0.156)
ind1	yes	yes	yes	yes	yes	yes
y10				0.077 0 (1.285)	0.079 3 (1.298)	0.076 0 (1.268)
y11				-0.036 5 (-0.587)	-0.029 6 (-0.477)	-0.037 7 (-0.602)
y12				-0.090 6 (-1.372)	-0.091 8 (-1.365)	-0.094 3 (-1.413)
Constant	-2.535* (-1.913)	-3.380** (-2.526)	-2.639* (-1.812)	-4.080*** (-3.304)	-4.977*** (-3.946)	-4.074*** (-3.154)
Observations	322	322	322	446	446	446
Number of id	133	133	133	134	134	134

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号内报告了z值,模型进行了聚类调整。

五、结 语

企业的生存和成长环境在 2008 年金融危机后变得越来越严峻,如何保持企业良好的成长态势进一步得到关注。以往关于企业成长影响因素的研究只局限于技术和外部环境两个方面。笔者认为企业成长是人的行为的结果,公司治理等制度因素影响“人”的积极性和参与度,股权结构是公司治理的逻辑起点和根本基础,因此有必要检验股权结构这类制度因素是否具有企业成长效应,特别是普遍存在的金字塔型股权结构的企业成长效应;进一步地,在金融危机爆发后,有必要检验股权结构对企业成长的效应是否具有某些特点。

笔者选择投资机会集作为企业成长的衡量指标,以 2008 年金融危机后具备金字塔型股权结构的上市公司为样本,实证检验了股权结构各要素的企业成长效应,结果显示:①最终控制人控制权比例对企业成长具有显著的正向效应。金融危机发生后,最终控制人借助控制权对被控制公司施加援助,帮助企业渡过难关,借机保持和扩大未来控制权私有收益的选择权。②控制权与现金流权分离程度的企业成长效应不显著,最终控制人由于控制权与现金流权分离所产生的侵占动机未被激活,这显然与最终控制人希望被控制企业能够顺利度过危机有关。③控制层级具有显著的正向效应。通过拉长控制链条,最终控制人对被控制企业提供保护,或保持未来向集团输送外部资金的能力。④其他直接股东通过对一致行动人的制衡以及通过对其他股权结构变量效应的调节对企业成长具有积极的正向作用。⑤直接股权制衡度和终极股东制衡度对控制链条数量效应的抑制说明,最终控制人集团以外的利益方不希望最终控制人对成长能力强的公司采用较少的控制链条。

此次研究结论对于帮助企业从股权结构的角度寻求成长具有一定的启示意义。首先,在企业陷入困境时,比如发生金融危机时,最终控制人可以通过控制权对被控制企业施以帮助,同时抑制由于控制权与现金流权分离所可能导致的侵占行为,以帮助企业顺利度过难关,并化危机为契机,借此实现成长。其次,无论是出于减少政府干预还是向集团输送利益的目的,加长控制链都可能对企业成长有利。再次,来自于其他直接股东的制衡力量非常重要。直接股权制衡不仅有利于提升企业的成长能力,而

且还可以借助对其他股权结构要素效应的调节对企业成长产生积极的影响。因此,如何引入和完善直接股权制衡机制是一个值得思考的现实问题。合理的直接股权制衡机制的建立和完善可以考虑通过以下手段实现:①创造条件以引导公司上市时形成持股比例接近的直接股权制衡结构;②对于已经上市的公司,在股权转让环节通过限定条件来引入持股比例相当的直接股权制衡结构。

参考文献:

- [1] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999(54):471-517.
- [2] 宁向东.公司治理理论:第2版[M].北京:中国发展出版社,2006:180.
- [3] LINS K V. Equity ownership and firm value in emerging markets [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1):159-184.
- [4] 孙烨.公司治理结构与企业成长能力研究[D].长春:吉林大学,2006.
- [5] 曾江洪.中小上市公司治理与成长型的关系研究[D].长沙:中南大学,2007.
- [6] 冯根福,黄建山.中国上市公司治理对公司成长能力影响的实证研究[J].经济管理,2009(12):61-68.
- [7] 段伟宇,师萍,陶建宏.创新型企业股权结构与成长性的关系研究:基于沪深上市企业的实证检验[J].投资研究,2012,31(5):79-90.
- [8] 李维安,李慧聪,郝臣.高管减持与公司治理创业板公司成长的影响机制研究[J].管理科学,2013,4(26):1-12.
- [9] SHLEIFER A, VISHNY R W. The limits of arbitrage [J]. The Journal of Finance, 1997, 52(1):35-55.
- [10] FRIEDMAN E, JOHNSON S, MITTON T. Propping and tunneling [J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(4):732-750.
- [11] PENG W Q, WEI K C J, YANG Z S. Tunneling or propping: evidence from connected transactions in China [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2):306-325.
- [12] RIYANTO Y E, TOOLSEMA L A. Tunneling and propping: a justification for pyramidal ownership [J]. Journal of Banking & Finance, 2008, 32(10):2178-2187.
- [13] CLAESSENS S, DJANKOV S. Privatization benefits in Eastern Europe [J]. Journal of Public Economics, 2002, 80(3):307-324.
- [14] 李维安,钱先航.终极控制人的两权分离、所有制与经理层治理[J].金融研究,2010(12):80-98.

- [15] 李大鹏,周兵. 家族企业终极控制权、现金流量权与公司绩效的实证分析[J].管理世界,2014(9):180-181.
- [16] 唐跃军,宋渊洋,金立印,等.控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格[J].管理世界,2012(2):82-95.
- [17] 熊艳. 民营金字塔结构、产品竞争市场与企业创新投入[J].软科学,2014(8):17-20.
- [18] 谢德明,李朝晖,丁焕强.金字塔结构下两权分离损害企业绩效吗?——基于民营化后上市公司经济效果的实证研究[J].现代管理科学,2010(12):53-55.
- [19] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T Y. Organizational structure as a decentralization device: evidence from corporate pyramids[R]. Working Paper,2008.
- [20] 程仲鸣,夏新平,余明桂.政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J].管理世界,2008(9):37-47.
- [21] 张瑞君,李小荣.金字塔结构、业绩波动与信用风险[J].会计研究,2012(3):62-71.
- [22] 钟海燕,冉茂盛,丁雪峰.地区差异、金字塔结构与公司价值[J].经济与管理研究,2012(5):12-19.
- [23] 章卫东,张江凯,成志策,等.政府干预下的资产注入、金字塔股权结构与公司绩效:来自我国地方国有控股上市公司资产注入的经验证据[J].会计研究,2015(3):42-49.
- [24] 刘运国,吴小云.终极控制人、金字塔控制与控股股东的“掏空”行为研究[J].管理学报,2009,6(12):1661-1669.
- [25] 陈晓红,尹哲,吴绪雷.“金字塔结构”、家族控制与企业价值:基于沪深股市的实证分析[J].南开管理评论,2007(5):47-54.
- [26] 陈红,杨凌霄.金字塔股权结构、股权制衡与终极股东侵占[J].投资研究,2012,31(3):101-113.
- [27] BENNEDSEN M, DANIEL W. The balance of power in closely held corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1-2):113-139.
- [28] LEHMANN E, WEIGAND J. Does the governed corporation perform better? Governance structure and corporate performance in Germany[J]. European Finance Review, 2000(4):157-195.
- [29] BLOCH F, HEGE U. Multiple shareholders and control contests[R]. Working Paper, 2001.
- [30] VOLPIN P F. Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy[J]. Journal of Financial Economics, 2002,64(1):61-90.
- [31] EDWARDS J S S, WEICHENRIEDER A J. Ownership concentration and share valuation[J]. German Economic Review, 2004,5(2):143-171.
- [32] LAEVEN L, LEVINE R. Beyond the biggest: do other large shareholders influence corporate valuations? [R]. Working Paper,2004.
- [33] MYERS S C. Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics,1977,5(2):147-175.
- [34] KALLAPUR S, TROMBLEY M A. The association between investment opportunity set proxies and realized growth[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 1999,26(3-4):505-519.
- [35] ADAM T, GOYAL V K. The investment opportunity set and its proxy variables[J]. Journal of Financial Research, 2008,31(1):41-63.
- [36] GAVER J J, GAVER K M. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies [J].Journal of Accounting and Economics, 1993,16(1-3):127-160.
- [37] HOSSAIN M, CAHAN S F, ADAMS M B. The investment opportunity set and the voluntary use of outside directors: New Zealand evidence [J]. Accounting & Business Research, 2000,30(4):263-273.
- [38] ANDERSON D, FRANCIS J R, STOKES, D J. Auditing directorship and the demand for monitoring[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 1993,12(4):353-375.
- [39] BABER W R, JANAKIRAMAN S N, KANG S H. Investment opportunities and the structure of executive compensation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1996,21(3):297-318.
- [40] GUL F A. Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan [J]. Journal of Corporate Finance, 1999,5(2):141-168.
- [41] SKINNER D J. The investment opportunity set and accounting procedure choice [J]. Journal of Accounting and Economics, 1993,16(4):407-445.

