

金字塔层级对公司经营绩效的影响研究

——基于产权性质差异的视角

苏 坤

(西北工业大学 管理学院, 陕西 西安 710129)

[摘 要] 金字塔式股权结构已成为上市公司中普遍存在的一个现象, 通过对民营上市公司与国有上市公司中金字塔结构的形成原因以及两类公司金字塔层级对公司经营绩效的影响进行实证分析后发现: 民营上市公司与国有上市公司中金字塔结构形成的制度背景不同, 金字塔层级对公司经营绩效的影响在两类公司中截然相反。在民营上市公司中, 金字塔层级的延长加剧了终极控制人的代理问题, 金字塔层级越长, 终极控制人的“掏空”行为就越严重, 进而会降低公司的经营绩效。在国有上市公司中, 金字塔结构是政府“放权”的产物, 金字塔层级的延长降低了政府干预程度, 促使国有公司进行市场化经营, 进而提高了公司的经营绩效。

[关键词] 金字塔式股权结构; 上市公司经营绩效; 终极控制人; 现金流权; 产权性质

[中图分类号] F272 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2013)05-0081-07

一、引言

世界范围内的上市公司中普遍存在金字塔股权结构这一现象, 我国存在金字塔股权结构的上市公司所占比例超过七成^[1-5]。在金字塔股权结构模式下, 终极控制人是公司财务决策的主体, 并最终影响着公司经营绩效, 而且控制权与现金流权相分离引发了严重的代理问题^[6-8]。代理问题的经济后果最终会在公司经营绩效上表现出来, 这也是学术界研究终极控制人与公司绩效之间关系的逻辑主线^[9-10]。

然而, 目前的研究大多是基于终极控制人控制权和现金流权以及两者相分离的视角来展开的, 而忽视了造成这种现象的深层次原因, 即金字塔内部的股权层级结构。实际上, 金字塔股权层级结构是金字塔内部结构的一个主要特征。当然, 近年来部分学者也开始从金字塔内部结构来研究上市公司的代理问题。王焱研究了上市公司金字塔代理链对审计师选择的影响, 发现金字塔代理链层级越长, 代理冲突问题越严重, 上市公司越有可能聘请审计质量较高的事务所^[11]。王妍玲研究了金字塔层级对上市公司盈余管理行为的影响, 发现终极控制人控制层级的延长增加了公司盈余管理程度^[12]。王敏和李瑕研究了金字塔内部结构复杂性对公司现金股利政策的影响, 发现金字塔内部结构较复杂的上市公司支付力度较低^[13]。苏坤研究了金字塔代理链层级和代理链条数对公司资本结构的影响, 发现金字塔代理链层级的延长提升了公司资本结构水平, 而金字塔代理链条数的增加对公司资本结构并没有显著影响^[14]。张瑞君和李小荣研究发现, 企业越是处于金字塔的低端, 其业绩波动就越大^[15]。Hu Nan 等研究了政府控制公司的代理链层级对公司审计费用的影响, 发现金字塔代理链层级越长,

[收稿日期] 2013-02-07

[基金项目] 西北工业大学人文社科与管理振兴基金(RW201203); 西北工业大学科研启动项目(11GH0313)

[作者简介] 苏坤(1984—), 男, 河南民权人, 西北工业大学管理学院讲师, 博士, 主要研究方向为财务管理与公司治理。

公司审计费用就越高^[16]。程仲鸣等以我国 2002 年至 2006 年地方国有上市公司为研究样本,实证检验了政府干预和金字塔层级对投资过度与投资不足的影响,结果发现:地方国有上市公司中存在着因政府干预而导致的过度投资现象,仅有微弱的证据表明政府干预与投资不足之间呈现正相关关系;金字塔层级与过度投资负相关,说明金字塔结构作为法律保护的替代机制可以保护公司行为免受政府干预的影响^[17]。刘情和宋从涛以 2008 年至 2010 年我国民营制造业上市公司为研究对象,从金字塔层级及控制权与现金流分离两个维度刻画金字塔结构,并实证检验了金字塔结构对民营上市公司业绩的影响,结果发现:民营上市公司的金字塔层级越多,公司业绩越差;民营上市公司终极控制人的控制权与现金流权分离度越大,公司业绩越差^[18]。

从已有研究来看,学者们往往集中于对民营上市公司金字塔股权结构的代理问题进行研究^[19],而忽视了占我国证券市场主体的国有上市公司。在我国独特的制度背景下,国有上市公司的金字塔股权结构与民营上市公司的金字塔股权结构在形成原因等方面存在较大差异,从而这两类公司金字塔股权结构的代理问题也必然会表现出较大的差异。由此可见,从金字塔内部结构的视角来研究公司代理问题已经引起广大学者的重视,但对我国国有上市公司和民营上市公司金字塔结构形成的不同制度背景进行对比分析,并就两种不同结构对公司经营绩效的影响及其差异的深层次原因进行研究的却不多。有鉴于此,本文拟对国有上市公司和民营上市公司两类金字塔股权结构的代理问题进行对比分析,并深入研究两种类型的金字塔层级对公司经营绩效的影响。

二、理论分析与研究假设

在民营企业,终极控制人通过金字塔股权结构实现了以较小现金流权控制更多资源的目的。控制权与现金流权的分离导致了终极控制人严重的代理问题^[7],金字塔股权结构使得终极控制人一方面有动机和能力侵占公司资源以获取私有收益,进而损害公司经营绩效,另一方面减轻了终极控制人因攫取公司利益行为所应承担的责任^[10]。也就是说,终极控制人以损失其他股东利益为代价而实现了获取私有收益的目的。金字塔层级是造成终极控制人控制权与现金流权相分离的重要原因,金字塔层级越长,控制权与现金流权就会产生更大程度的分离,终极控制人以同样的资金撬动的可控制资源就越多,也就越有动机将资金从上市公司转移到金字塔层级的顶端来“掏空”上市公司^[20-21]。同时,金字塔层级越长,终极控制人距离上市公司就越远,由于其“掏空”行为而造成的声誉损失也就越小^[11]。较长的金字塔层级虽然便于终极控制人远离高风险项目,但却增加了底层上市公司的风险^[22]。基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:民营上市公司中金字塔层级的延长会降低公司经营绩效。

对于国有上市公司来说,金字塔结构的出现是伴随着中国的分权和放权政策而产生的,是一种避免政府干预的主动构建行为,金字塔层级的延长提高了国有上市公司的经营决策自主权^[3]。在转型经济的制度背景下,国有公司过多地承担了政府强加的多重政策性任务,如就业、税收、经济发展战略、社会稳定和官员政绩目标等,过多的政府干预给企业经营带来了严重的负面影响,进而损害了公司的经营绩效^[23]。金字塔层级的出现使得上市公司远离政府的控制,由于金字塔层级先天具有较高的信息传递成本,因此金字塔层级越长,政府干预上市公司的成本就会越高^[24]。也就是说,金字塔层级越多,政府干预上市公司的概率和程度就会越小,上市公司所承担的社会责任也就越少,并有助于减轻政府对上市公司的“掏空”行为^[21,25]。从已有研究成果来看,一方面,政府的“放权”促使国有上市公司进行市场化经营,从而有利于提升上市公司的经营绩效^[26],另一个方面,国有上市公司金字塔层级的延长能够降低公司的盈余管理程度,这也有利于促进公司经营绩效的提高^[12]。基于上述分析,本文提出假设 2。

假设 2:国有上市公司中金字塔层级的延长会提升公司经营绩效。

三、研究设计

(一) 变量设计

1. 被解释变量

鉴于我国资本市场成熟度不高这一现实状况,本文没有采用市场绩效指标,而是采用更为可靠的账面财务类经营绩效指标来衡量公司经营绩效。为保证研究结论的可靠性和稳健性,本文采用资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)和每股收益(EPS)三个指标同时衡量公司经营绩效。

2. 解释变量

金字塔层级数指从终极控制人到上市公司之间需经过的金字塔代理链层级数。金字塔层级从终极控制人开始,如果终极控制人直接控制上市公司,金字塔层级数则为1,然后每多一层,金字塔层级数就增加1。如果终极控制人是政府控制的独资企业,则在计算的金字塔层级数基础上加1,因为按照终极产权的定义,这类企业不是终极控制人,应进一步向上追溯至政府或国有资产管理部門。对于金字塔结构中存在多条链条的情况,本文采用最短链条的层级数来衡量金字塔层级,这是因为从终极控制人到上市公司的最短层级才真正体现了终极控制人对上市公司的控制能力。

3. 控制变量

本文选取公司规模、资产负债率、公司成长性、行业和年度作为控制变量。在行业类别方面,本研究对制造业按二级代码分为10个小类,并排除金融类行业,最终共得到21个样本行业,故共设置20个行业为虚拟变量。同时,为了控制不同年份的影响,本文将年度设置为虚拟变量。表1为本文研究变量的定义明细表。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	定义及计算公式
被解释变量	资产收益率	ROA	$2 \times \text{净利润} / (\text{期初总资产} + \text{期末总资产})$
	净资产收益率	ROE	$2 \times \text{净利润} / (\text{期初净资产} + \text{期末净资产})$
	每股收益	EPS	净利润/期末总股本
解释变量	金字塔层级	LAYER	终极控制人对上市公司行使控制权所经历的最短代理链长度
控制变量	公司规模	SIZE	$\ln(\text{期末总资产})$
	资产负债率	LEV	期末总负债/期末总资产
	公司成长性	GROWTH	$(\text{本期主营业务收入} - \text{上期主营业务收入}) / \text{上期主营业务收入}$
	行业	INDUSTRY _j	当公司属于行业j时,该虚拟变量取值1,否则为0
	年度	YEAR _k	当公司属于年度k时,该虚拟变量取值1,否则为0

(二) 样本选择与数据来源

本文根据我国上市公司2004年至2009年年报,通过手工收集整理得到终极控制人控制链条以及最终控制人为国有和民营的上市公司等数据。同时,本文对不符合要求的样本进行了剔除:(1)剔除金融行业样本公司和ST、PT公司;(2)剔除具有极端值变量的公司;(3)剔除相关数据不全的公司。经筛选,本文最终得到7058个有效样本观测值,其中民营上市公司样本观测值为2255个,国有上市公司样本观测值为4803个。

(三) 模型设定

本文建立如下三个模型来分别检验金字塔层级对公司经营绩效的影响:

$$ROA_i = \alpha_0 + \alpha_1 LAYER_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 LEV_i + \alpha_4 GROWTH_i + \sum_{j=1}^{20} \alpha_{(4+j)} INDUSTRY_{ji} + \sum_{k=1}^5 \alpha_{(24+k)} YEAR_{ki} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 LAYER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 GROWTH_i + \sum_{j=1}^{20} \beta_{(4+j)} INDUSTRY_{ji} + \sum_{k=1}^5 \beta_{(24+k)} YEAR_{ki} + \varepsilon_i$$

(2)

$$EPS_i = \gamma_0 + \gamma_1 LAYER_i + \gamma_2 SIZE_i + \gamma_3 LEV_i + \gamma_4 GROWTH_i + \sum_{j=1}^{20} \gamma_{(4+j)} INDUSTRY_{ji} + \sum_{k=1}^5 \gamma_{(24+k)} YEAR_{ki} + \varepsilon_i \quad (3)$$

四、实证分析

(一) 描述性统计分析与均值差异检验

本文分别对不同产权性质的样本进行描述性统计,并对两类样本均值的差异进行 t 检验,结果如表 2 所示。从表 2 可以看出,我国上市公司的总体盈利能力不高,民营上市公司的经营绩效要高于国有上市公司。从两类公司 ROA 和 ROE 均值差异的 t 检验结果来看,两类样本公司经营绩效之间的差异具有显著性。从 LAYER 的均值来看,民营上市公司的金字塔层级平均为 2.1295,国有上市公司的金字塔层级平均为 2.3539,国有上市公司的金字塔层级显著高于民营上市公司。同时,国有上市公司的成长性、资产规模和资产负债率也显著高于民营上市公司。

表 2 描述性统计与均值 t 检验表

变量	产权性质	最小值	最大值	均值	标准差	方差	均值 t 检验
ROA	民营	-0.6205	0.4660	0.0410	0.0681	0.0046	0.0068 ***
	国有	-0.4623	0.4337	0.0342	0.0616	0.0038	(4.0173)
ROE	民营	-0.9961	0.7571	0.0700	0.1486	0.0221	0.0086 **
	国有	-0.9780	0.7502	0.0615	0.1364	0.0186	(2.3230)
EPS	民营	-3.0900	5.8932	0.2512	0.4211	0.1773	0.0127
	国有	-2.3000	6.2800	0.2385	0.4379	0.1918	(1.1515)
LAYER	民营	1.0000	8.0000	2.1295	0.9685	0.9380	-0.2245 ***
	国有	1.0000	8.0000	2.3539	0.7293	0.5319	(-9.7802)
SIZE	民营	18.3224	24.9478	21.1550	0.9081	0.8247	-0.5866 ***
	国有	18.2659	28.0031	21.7417	1.1449	1.3107	(-23.2146)
LEV	民营	0.0178	0.9662	0.4752	0.1801	0.0324	-0.0262 ***
	国有	0.0081	0.9569	0.5014	0.1778	0.0316	(-5.7467)
GROWTH	民营	-0.4977	1.9292	0.1755	0.3379	0.1142	-0.0062
	国有	-0.4927	1.9877	0.1816	0.2973	0.0884	(-0.7405)

注:括号内为变量均值差异的 t 检验值,t 值上方是相应变量均值的差;***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5% 和 10%。

(二) 相关性检验

民营和国有样本公司各变量的 Pearson 相关性检验分析结果如表 3 和表 4 所示。从表 3 可以看出,在民营上市公司中,金字塔层级与表示公司经营绩效的三个指标之间均在 1% 水平上显著负相关,说明民营上市公司中金字塔层级的延长会降低公司经营绩效,假设 1 得到初步验证。从表 4 可以看出,在国有上市公司中,金字塔层级与公司经营绩效之间虽然正相关,但并没有达到显著性水平。其他控制变量与公司经营绩效之间的关系与预期符号相同。

表 3 民营上市公司各变量的 Pearson 相关性检验表

	ROA	ROE	EPS	LAYER	SIZE	LEV	GROWTH
ROA	1.0000						
ROE	0.8788 ***	1.0000					
EPS	0.8319 ***	0.8018 ***	1.0000				
LAYER	-0.1567 ***	-0.1240 ***	-0.1214 ***	1.0000			
SIZE	0.1195 ***	0.1955 ***	0.2659 ***	0.1011 ***	1.0000		
LEV	-0.3428 ***	-0.1977 ***	-0.2078 ***	0.1540 ***	0.3685 ***	1.0000	
GROWTH	0.2567 ***	0.2706 ***	0.2360 ***	-0.0437 **	0.0898 ***	0.0713 ***	1.0000

注:***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5% 和 10%。

表4 国有上市公司各变量的 Pearson 相关性检验表

	ROA	ROE	EPS	LAYER	SIZE	LEV	GROWTH
ROA	1.0000						
ROE	0.8867 ***	1.0000					
EPS	0.7936 ***	0.8137 ***	1.0000				
LAYER	0.0109	0.0104	0.0071	1.0000			
SIZE	0.1911 ***	0.2249 ***	0.3132 ***	-0.0611 ***	1.0000		
LEV	-0.3252 ***	-0.1561 ***	-0.1160 ***	-0.0339 **	0.2889 ***	1.0000	
GROWTH	0.2755 ***	0.2993 ***	0.2788 ***	-0.0145	0.1010 ***	0.0748 ***	1.0000

注:***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5% 和 10%。

(三) 多元回归分析

表5 为样本公司的多元回归分析结果。从表5 中民营上市公司的回归结果来看,在控制其他变量的情况下,金字塔层级与表示公司经营绩效的三个指标之间均在 1% 水平上显著负相关,这说明对于民营上市公司而言,金字塔层级的延长加剧了终极控制人的代理问题,金字塔层级越长,终极控制人的“掏空”行为就越严重,进而降低了公司经营绩效,假设 1 得到验证。从国有上市公司的回归结果来看,在控制其他变量的情况下,金字塔层级与表示公司经营绩效的三个指标之间均在 10% 水平上显著正相关,这说明对于国有上市公司而言,金字塔层级的延长降低了政府的行政干预,促进了国有上市公司的市场化经营,进而提高了上市公司的经营绩效,假设 2 得到了验证。

另外,从表5 可以看出,公司规模对公司经营绩效具有显著正向影响;资产负债率越高的公司,其经营绩效水平越低;成长性对公司经营绩效产生显著正向影响。

表5 多元回归分析

变量	ROA		ROE		EPS	
	民营	国有	民营	国有	民营	国有
常数项	-0.3057 *** (-9.9206)	-0.2337 *** (-14.2960)	-0.8014 *** (-11.4036)	-0.5636 *** (-14.6727)	-3.1459 *** (-16.2852)	-2.4185 *** (-20.2061)
LAYER	-0.0070 *** (-5.2158)	0.0018 * (1.7671)	-0.0149 *** (-4.8956)	0.0047 * (1.9438)	-0.0368 *** (-4.3967)	0.0127 * (1.6706)
SIZE	0.0189 *** (12.8315)	0.0139 *** (18.6742)	0.0449 *** (13.3511)	0.0302 *** (17.2574)	0.1712 *** (18.5217)	0.1241 *** (22.7707)
LEV	-0.1651 *** (-21.1333)	-0.1460 *** (-31.9004)	-0.2683 *** (-15.0647)	-0.2048 *** (-19.0495)	-0.8142 *** (-16.6288)	-0.5961 *** (-17.7933)
GROWTH	0.0542 *** (14.5684)	0.0552 *** (21.3785)	0.1166 *** (13.7294)	0.1299 *** (21.4031)	0.2901 *** (12.4285)	0.3706 *** (19.5971)
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjust R ²	0.2870	0.3158	0.2223	0.2290	0.2681	0.2738
F 值	32.2828 ***	80.1548 ***	23.2184 ***	51.9406 ***	29.4704 ***	65.6454 ***
D. W 值	1.8724	1.9660	1.8967	1.9695	1.9134	1.9754
样本量	2255	4803	2255	4803	2255	4803

注:括号内为 t 值;***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5% 和 10%。

五、研究结论

本文对我国民营上市公司与国有上市公司中金字塔股权结构的形成原因进行了分析比较,并深

入研究了这两类公司中金字塔层级对公司经营绩效的影响。研究结果表明:在所有权性质不同的民营上市公司和国有上市公司中,两类公司由于金字塔股权结构的形成制度背景不同,金字塔层级对公司经营绩效的影响也截然相反。在民营上市公司中,金字塔层级的延长加剧了终极控制人的代理问题,金字塔层级越长,终极控制人的“掏空”行为就越严重,进而降低了公司经营绩效,金字塔层级与公司经营绩效显著负相关。在国有上市公司中,金字塔结构是政府“放权”的产物,金字塔层级的延长降低了政府干预程度,促使国有公司进行市场化经营,进而提高了公司经营绩效,金字塔层级与公司经营绩效显著正相关。

本文的研究表明,在探讨金字塔股权结构的代理问题时,我们应对不同产权性质的上市公司进行区别对待,而不应把形成制度背景不同的两类金字塔结构混为一谈。对于民营上市公司而言,应力求缩短金字塔结构层级,从而降低终极控制人的代理链控制层级。对于国有上市公司而言,应该进一步推动国有企业的市场化改革,使得上市公司远离政府的直接控制,通过延长政府对上市公司的金字塔代理链控制层级来减少政府干预,以促使公司经营效率的提高。

我们从本文的研究结论中可以直观地发现,民营上市公司中金字塔层级与公司经营绩效负相关,国有上市公司中金字塔层级与公司绩效正相关。但是,金字塔层级与公司绩效之间是否存在简单的线性关系呢?这是一个需要进一步深入研究的问题。从理论上讲,在国有上市公司中,政府控制既可能存在“掠夺之手”,也可能存在“扶持之手”,随着金字塔层级的延长,政府的干预会减少,政府控制的“掠夺之手”效应会降低,政府控制的“扶持之手”效应也会降低,只有当“掠夺之手”效应的降低程度大于“扶持之手”效应的降低程度时,国有上市公司的经营绩效才会随着金字塔层级的延长而得到提高。然而,随着金字塔层级的进一步延长,丧失了政府“扶持之手”的上市公司的经营绩效是否会真的越来越高呢?如何才能综合权衡“掠夺之手”和“扶持之手”,以促使公司选取合适的金字塔层级,进而达到公司绩效的最优水平呢?在民营上市公司中,类似的问题也同样存在,随着金字塔层级的延长,虽然终极控制人的“掏空”行为会逐渐变得严重,但金字塔结构组建的内部资本市场也会给上市公司带来一定的资源优势。既然如此,应该如何权衡这种层级延长的“利得”与“损失”,以实现上市公司经营绩效的最优水平呢?这是笔者需要进一步探讨和深入研究的方向。

参考文献:

- [1] La Port R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 471 - 517.
- [2] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 81 - 112.
- [3] 苏坤. 政府控制、制度环境与信贷资源配置[J]. 公共管理学报, 2012(2): 24 - 32.
- [4] 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.
- [5] 冉戎, 郝颖. 终极控制、利益一致性与公司价值[J]. 管理科学学报, 2011(7): 83 - 94.
- [6] 王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界, 2007(1): 122 - 127.
- [7] 苏坤. 实际控制人与市场化进程对资本结构的影响[J]. 系统工程, 2013(1): 18 - 28.
- [8] Hughes P. Corporate value, ultimate control and law protection for investors in western Europe[J]. Management Accounting Research, 2009, 20: 41 - 52.
- [9] Bozec Y, Laurin C. Large shareholder entrenchment and performance: empirical evidence from Canada[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2008, 35: 25 - 49.
- [10] 杨淑娥, 苏坤. 终极控制、自由现金流约束与公司绩效——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究,

- 2009(4):78-86.
- [11]王烨. 股权控制链、代理冲突与审计师选择[J]. 会计研究, 2009(6):65-72.
- [12]王妍玲. 市场化进程、终极控制人层级结构与盈余管理——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 珞珈管理评论, 2010(7):116-128.
- [13]王敏, 李瑕. 金字塔结构特征对上市公司现金股利政策的影响[J]. 南京审计学院学报, 2012(3):18-26.
- [14]苏坤. 金字塔内部结构、制度环境与公司资本结构[J]. 管理科学, 2012(5):10-21.
- [15]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.
- [16]Hu Nan, Wang Fangjun, Wang Peng, et al. The impact of ultimate ownerships on audit fees: evidence from Chinese listed companies[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2012, 19:352-373.
- [17]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.
- [18]刘情, 宋从涛. 金字塔结构对民营上市公司业绩影响的实证研究[J]. 会计之友, 2012(30):74-77.
- [19]马磊, 徐向艺. 两权分离度与公司治理绩效实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(12):108-116.
- [20]李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J]. 管理世界, 2008(1):123-135.
- [21]刘运国, 吴小云. 终极控制人、金字塔控制与控股股东“掏空”行为研究[J]. 管理学报, 2009(12):1661-1669.
- [22]Attig N, Gadhoun Y, Lang L, et al. Bid-ask spread, asymmetric information and ultimate ownership[R]. Saint Mary's University, 2003.
- [23]夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5):40-51.
- [24]孙铮, 于旭辉. 分权与会计师事务所选择——来自我国国有上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2007(6):52-58.
- [25]钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 管理世界, 2010(7):98-108.
- [26]朱松. 最终控制人特征、政府控制与公司价值[J]. 中大管理研究, 2006(1):98-119.

[责任编辑:王丽爱, 黄 燕]

Effects of Pyramid Layers on Corporate Operating Performance: Based on The Difference of Property Rights

SU Kun

Abstract: Pyramid ownership structure of listed companies has become a prevalent phenomenon. This paper analyzed the formation of pyramid structure in the private and state-owned listed companies, as well as the impact of pyramid level on the company's operating performance. The results show that since the pyramid structure formation background in the private and state-owned listed companies is different, the effects of pyramid layers on corporate operating performance is different in the two types of listed companies. In private companies, pyramid layers extend the ultimate controller's agency problem and its expropriating behaviors, thereby reducing the company's operating performance. In state-owned listed companies, pyramid structure is the decentralization product of government. The pyramid layers can reduce the government's intervention and promote the company's market-oriented operation, thereby improving the company's operating performance.

Key Words: pyramid structure; operating performance of listed companies; the ultimate controller; cash flow rights; nature of property rights