

# 民营上市公司终极控制股东、多元化经营与投资者保护

顿曰霞<sup>1</sup>, 薛有志<sup>2</sup>, 孙玲<sup>3</sup>, 王茜<sup>4</sup>

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 3. 南开大学 公司治理研究中心, 天津, 300071; 4. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

**摘要:** 本文从上市公司终极控制股东利用多元化经营侵占中小股东利益的视角, 检验了其在上市公司中的控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响。结果表明, 控制权与现金流权分离度越高, 多元化经营程度越高, 且控制层级的增加会弱化控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响, 从而验证了我国民营上市公司的终极控制股东存在利用多元化经营侵占中小股东利益的动机, 并倾向于采用以较低控制层级实现较高控制权与现金流权分离度的方式实现对上市公司的控制, 因此如何保护投资者的合法权益, 抑制终极控股股东自利动机的多元化经营行为成为应该关注的问题。

**关键词:** 实际控制人 多元化经营 投资者保护 控制权与现金流权分离度

**中图分类号:** F      **文献标识码:** A

## 1 引言

La Porta等学者早在1999年就发现终极控制股东会利用金字塔控股结构实现控制权与现金流权的分离, 并指出在法律制度不健全的国家, 终极控制股东会利用此结构损害中小股东利益。由于我国独特的制度背景所造成的股权割裂、上市公司与终极控制股东之间的业务关联, 使得我国上市公司的终极控制股东会利用更加多样化的方式实现对中小股东利益的侵占。考虑到我国民营上市公司的治理结构不够完善, 如家族对董事会的控制度较大, 独立董事不能发挥作用; 家族所持股份较大, 股权制衡作用小; 而且, 几乎所有的上市公司都采用了金字塔控股结构, 并实现了控制权与现金流权的较大程度的分离, 因此民营上市公司发生控股股东“隧道行为”的可能性增大(金永红、陈焯, 2006)<sup>[1]</sup>。本文即以民营上市公司为研究对象, 检验终极控制股东对中小股东的利益侵占行为。

目前, 国内很多学者展开了此方面的研究, 并分别从现金股利支付、资金占用、关联交易等视角对民营上市公司的终极控制股东如何侵占中小股东利益进行了研究, 但多元化经营是否也是终极控制股东进行利益侵占的手段之一? 终极控制股东如何利用多元化经营实现利益的侵占? 金字塔控股结构实现的控制权与现金流权分离度如何影响民营上市公司的多元化经营? 本文以终极控制股东为自然人或民营法人的上市公司为样本, 计算其在上市公司中所拥有的控制权和现金流权比例, 分析二者之间的分离度如何影响企业的多元化经营决策, 从而试图对以上问题作出回答。通过我们的研究, 可以验证终极控制股东是否拥有上市公司的绝对控制权, 是否将多元化经营作为其进行隧道挖掘的手段之一, 并可以验证终极控制股东如何在利用较高控制权与现金流权分离度获取私利的同时, 避免由于控制链条延伸导致的对上市公司的失控, 并针对民营上市公司治理结构虚化的现状, 提出如何改进民营上市公司治理结构, 保证其决策科学性, 改善终极控制性股东的利益侵占行为以及保护中小股东利益的建议。

## 2 文献回顾与假设建立

自La Porta等人（1999）发现“控制权与现金流权分离”现象以来，许多学者按照这一逻辑，展开了此方面的研究（La Porta等，2002；Claessens，2000，2002；Bebchuk等，2000等），并指出控制权与现金流权较大程度的分离会导致企业价值的降低<sup>[2][3][4]</sup>。国内一些学者也循此逻辑进行了此方面的研究，苏启林等（2003），谷祺等（2006）对金字塔控股导致的控制权与现金流权分离度如何影响企业价值进行了研究，验证了控股股东的利益侵占行为会导致企业价值的降低<sup>[5][6]</sup>。李善民等（2006）发现家族控制的上市公司比政府控制的上市公司控制权与现金流权的分离度高，企业价值低，说明较高的家族企业控制权与现金流权分离度会引发更严重的大股东与中小股东代理问题<sup>[7]</sup>。许多学者均验证了控股股东存在侵占中小股东利益的动机（陈晓、王琨，2005；贺建刚、刘峰，2005；李增泉等，2004），唐清泉等（2005）发现当企业集团作为控股股东时，隧道挖掘效应更加明显<sup>[8]</sup>。刘峰等（2004）通过对典型案例五粮液公司与其控股股东五粮液集团之间利益输送的分析，指出在我国的资本市场上，中小股东利益保护机制的缺乏以及大股东约束制衡机制的不健全使得控股股东经常采用各种手段，如股利分派、商标及标识使用费、服务费及设备使用费、资产往来、产品往来等，损害中小股东利益<sup>[9]</sup>。

邓建平和曾勇（2005）从股利分派的视角研究了控股家族对上市公司中小股东利益的侵害，指出当控股家族拥有上市公司较高的现金流权时，倾向于发放较高比例的股利，非理性分红的愿望较强，但是当控制权与现金流权分离程度较高时，公司越倾向于不分配或分配较低比例的股利，非理性分红的欲望越弱，这充分证明了控制性家族利用其控制权侵占中小股东利益的动机<sup>[10]</sup>。王力军（2006）则研究了我国民营上市公司如何利用金字塔控制，通过关联交易实现对中小股东利益的侵占，其结果表明控制权与现金流权分离度越大，控股股东与中小股东利益的背离程度越大，企业价值的损失越大，并且发现控股股东普遍利用关联交易侵占上市公司的利益，而资金担保、关联方资金占用以及关联方商品购销方式对企业价值的负面影响最大<sup>[11]</sup>。

在上述三种关联交易方式中，关联方商品购销的实现依赖于关联方之间业务的关联，从而成为终极控制股东利用多元化经营侵害中小股东利益的手段之一。因为终极控制股东可以要求上市公司开展与其全资子公司业务相关的多元化经营，从而利用商品购销形式的关联交易将多元化经营产生的收益转移到自己的公司；其次，由于多元化经营，尤其是非相关多元化经营的风险较高，当终极控制股东在上市公司中的现金流权较小时，可以利用其控制权要求上市公司开展多元化经营，从而将多元化经营的风险转移到上市公司，同时又可以通过资金担保、关联方资金占用等关联交易方式实现对多元化经营产生收益的侵占。如果终极控制股东在上市公司中具有较大比例的现金流权，其自身也要承担较大的多元化经营风险，相对来说会慎重地开展多元化经营。辛墨（2006）基于代理理论的视角，指出在将多元化经营作为控股股东损害中小股东利益的手段时，如果控股股东在上市公司中的控制权比例较大，股权制衡作用较小，其进行多元化经营的动机会较弱，因为可以通过关联交易等更为直接的方式实现利益的侵占；但如果控股股东在上市公司中的控制权比例较低，股权制衡作用较大，则利用多元化经营这种隐蔽方式进行利益侵占的动机较强<sup>[12]</sup>。

终极控制股东利用多元化经营侵占中小股东利益的第三种方式为：与上市公司合资建立第三方从事多元化经营，并通过在多元化经营不同阶段持股比例的变化实现多元化经营风险的转移和收益的侵占。现实中也存在这样的案例，如世茂股份（600823）操纵上市公司和自身的全资公司成立项目公司开发房地产，项目开始时上市公司控股，随着项目进入回收期，以较低的溢价受让上市公司股权或增资稀释上市持股比例。这样，房地产开发的风险主要由上市公司承担，收益却主要由世茂集团享有（苏启林，2004）<sup>[13]</sup>。

因此，终极控制股东可以通过多种手段利用多元化经营实现对中小股东利益的侵占，而且在控制权与现金流权分离度不同的情况下，终极控制股东对多元化经营决策的影响也会存

在差别。如果终极控制股东在上市公司中控制权与现金流权分离度较高，则会要求上市公司实施较高水平的多元化经营。因此，我们建立以下假设：

**假设 1：**采用金字塔形式控制的上市公司，控制权与现金流权分离度与多元化经营程度之间存在正相关关系。

由于控制层级的延伸一般伴随着控制权与现金流权分离度的增加，同时由于存在来自其他股东的制衡和监督压力，控制层级的延伸也意味着控制难度的增加，因此，当控制层级较低时，由于终极控制股东在上市公司中的控制力较强，可以利用控制权与现金流权的分离将多元化经营作为隧道挖掘的手段，从而使得控制权与现金流权分离度与多元化经营程度之间的正相关关系较强；然而，如果控制层级较高，监督压力以及控制难度的增加使得终极控制股东对上市公司的影响力减弱，利用多元化经营实现隧道挖掘的难度增加，从而使得控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响弱化。

**假设 2：**采用金字塔形式控制的上市公司，当控制层级较低时，控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响较强，当控制层级较高时，控制权与现金流权分离度对多元化经营的影响减弱。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本的选择

由于民营上市公司控制权与现金流权的分离度较高，而且终极控制股东的逐利特性使得公司更容易开展多元化经营，也更可能利用制度漏洞实现自身的利益，因此，我们选用民营上市公司作为分析对象。由于从 2004 年起，证监会要求上市公司在年报中必须按图表形式披露企业的终极控制股东信息，因此，我们选用沪市 2004 年的民营上市公司为样本，即根据上市公司年报中披露的控制链条，可以追溯到自然人或民营法人。剔除控制链条披露不完整以及主营业务数据披露不明确的样本，最终得到具有完整数据的样本 188 家。通过查阅其年报收集了多元化经营分类报告数据，上市公司的控制权特征数据来自 CCER 数据库。

#### 3.2 变量定义及研究思路

我们采用 Herfindahl 指数以及熵指数两种方法衡量上市公司的多元化经营程度，以相互印证。我们首先查阅上市公司的年报，获取主营业务收入的产品分类信息，然后按国民经济行业分类代码（SIC）给每一种产品编码，一般认为企业进入前两位相同的代码行业属于相关多元化经营，进入前两位代码不同的行业属于非相关多元化经营（Pal, 2004 等）。以此为标准，分别依据进入每个两位与四位数行业收入占总收入的百分比计算相应的 Herfindahl 指数和熵指数。此外，我们分别选用终极控制股东在上市公司中的控制权比例、现金流权比例、控制权与现金流权分离度、以及终极控制股东至上市公司之间的控制层级作为终极控制股东在上市公司中控制权特征的表征变量，在计算终极控制股东在上市公司中的控制权比例、现金流权比例以及控制权与现金流权分离度时，我们借鉴了 La Porta 等（1999, 2002），Claessens 等（2000）的计算方法，各变量的定义及计算见表 1。

由于存在同一终极控制股东控制多家上市公司的情形，而在这种情形下，处于高层的上市公司如果拥有处于低层上市公司的实际控制权，会使得其合并报表中披露的业务包含低层上市公司的业务，可能造成其多元化经营程度较高，而这与我们假设处于低层的上市公司控制权与现金流权分离度较高进而多元化经营程度较高的假设对立。因此，为了排除这一影响，我们把属于同一终极控制股东控制的上市公司剔除，利用剩余的 152 家样本验证我们的结论。我们首先对此样本 2004 年的多元化经营程度与控制权特征变量进行了描述性统计，然

后分别利用相关分析及多元回归方法对控制权与现金流权分离度影响多元化经营程度的假设进行验证，并结合中国民营上市公司治理结构的现状进行解释，最后针对我国民营上市公司治理结构存在的问题提出改进的建议。

表 1 多元化经营程度及控制权特征变量的定义及计算说明表

变量名	变量涵义	计算方法
H4	按国民经济行业分类代码四位数计算的 <u>Herfin</u> 指数	$\sum_{i=1}^N P_i^2$ ( $P_i$ 为每个 SIC4 行业收入占比)
S2 (4)	按国民经济行业分类代码两(四)位数计算的熵值	$-\sum_{i=1}^N p_i \cdot \ln(p_i)$ ( $P_i$ 为每个 SIC2 (4) 行业收入占比)
RD	相关多元化熵指数	S4-S2
Control	控制链条上的最小控制权比例	$\min(X_1, X_2, \dots, X_i)$ ( $X_i$ 为每层链条的控制权比例)
Cash	各层控制链条上的控制权比例乘积	$\prod_{i=1}^N X_i$ ( $X_i$ 同上, N 为控制链条层级)
<u>Separ</u>	控制权比例除以现金流权比例	Control/Cash
N	控制链条层级	终极控制股东与上市公司之间的层级

## 4 研究结论及分析

### 4. 1 样本公司多元化经营及控制权特征的描述性统计

我们首先对样本公司 2004 年的多元化经营程度及控制权特征进行了描述,结果见表 2。

由表 2 可知,我国沪市民营上市公司终极控制股东的控制权比例均值为 36.26%,而最小值为 9.09%,最大为 74.59%,因此,我国民营上市公司终极控制股东的控制权比例存在很大的差异,现金流权比例也表现出相似的情况:均值 25.26%,最小值 2.42%,最大值达到 74.59%。控制权与现金流权分离度的均值为 1.9029,最大分离度达到 9.62,控制层级最高达到七级,整体样本的平均控制层级为 2.3423。而且通过我们的分析发现,83 家样本的控制层级为 2,占总体样本的 54.61%,控制层级小于 2 的样本为 101,占总体样本的 66.45%,因此,我国民营上市公司的终极控制股东倾向于采用较低的控制层级实现对上市公司的控制,并利用金字塔结构实现了控制权与现金流权较大程度的分离。此外,表征我国民营上市公司多元化经营程度的赫芬德尔指数为 0.6518,熵指数为 0.6250,相关多元化经营程度为 0.1703,而非相关多元化经营程度达到 0.4547,因此,我国民营上市公司更倾向于开展非相关多元化经营。

表 2 样本公司 2004 年多元化经营程度与控制权特征变量的描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	中位数	标准差
Separ	1.0000	9.6200	1.9029	1.4391	1.3604
N	1.0000	7.0000	2.3423	2.0000	0.9499
Control	0.0909	0.7459	0.3626	0.2990	0.1457
Cash	0.0242	0.7459	0.2526	0.2339	0.1575
H4	0.1409	1.0000	0.6518	0.6285	0.2532
S4	0.0000	1.8622	0.6250	0.6232	0.4709
RD	0.0000	1.1869	0.1703	0.0000	0.2993
S2	0.0000	1.8622	0.4547	0.3800	0.4607

#### 4.2 多元化经营程度与控制权特征变量之间的相关分析

我们计算了多元化经营程度与控制权特征变量之间的相关系数。结果见表3。由表3可知，衡量多元化经营程度的两个指标高度相关，相关系数为0.975，这证明了多元化经营程度衡量的准确性。此外，衡量多元化经营程度的两个指标与金字塔层级和控制权与现金流权分离度均存在显著的相关关系，且均表明终极控制股东在民营上市公司中的控制权与现金流权分离度越高，多元化经营程度越高，这与我们的假设1一致。而且，终极控制股东与民营上市公司之间的控制层级越多，多元化经营程度越小。因此，控制层级和控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响是反向的。尽管与辛翌（2006）的研究一致，控制权比例与多元化经营程度之间表现出负相关关系，但相关系数不显著，同样现金流权比例与多元化经营程度负相关，说明终极控制股东在上市公司中的现金流权比例越大，利用多元化经营进行隧道挖掘的可能性越小，但同样没有通过显著性检验。

表3 变量之间的相关系数

相关系数	H4	S4	N	Separ	Control	Cash
H4	1.000	-0.975***	0.181**	-0.162*	0.071	0.075
S4	-0.975***	1.000	-0.180**	0.166**	-0.029	-0.045
N	0.181**	-0.180**	1.000	0.330***	0.135	-0.194**
Separ	-0.162*	0.166**	0.330***	1.000	-0.125	-0.561***
Control	0.071	-0.029	0.135	-0.125	1.000	0.767***
Cash	0.075	-0.045	-0.194**	-0.561***	0.767***	1.000

注：\*表示在10%水平上显著；\*\*表示在5%水平上显著；\*\*\*表示在1%水平上显著。

#### 4.3 控制权与现金流权分离度影响多元化经营程度的实证检验

为了更加准确地检验终极控制股东在上市公司中控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响，我们建立以下多元回归模型。

$$divers = \alpha + \beta saper + \chi \ln N + \delta control + \varepsilon$$

其中，*divers* 表示多元化经营程度，*Saper* 表示控制权与现金流权分离度， $\ln N$  表示控制层级的自然对数，*Control* 表示控制变量，我们分别选择民营上市公司的民营化时间（*time*），总资产的对数（*lnasset*）以及负债比率（*debtr*）作为控制变量。为保持结果的稳健性，我们分别用 *H4* 与 *S4* 作为因变量对自变量进行回归。考虑到相关分析中控制层级和控制权与现金流权分离度对多元化经营的影响是反方向的，同时为了检验假设2，我们将

总体样本按照控制层级的中位数分成两组，一组为控制层级大于 2，样本为 48 家，另一组控制层级小于等于 2，样本量 104 家，分别对多元化经营程度进行回归。回归结果见表 4。

由结果可知，所选择的控制变量中只有民营化时间与多元化经营程度表现出显著的正相关关系，说明民营化时间越长，多元化经营程度越高。尽管资产规模、负债比率分别与多元化经营程度表现出正、负相关关系，但均未通过显著性检验。而且，当在模型中分别加入控制权比例与现金流权比例时，与回归分析的结论一致，控制权比例与多元化经营程度之间存在负相关关系，但回归系数未通过显著性检验，同样现金流权比例的回归系数也未通过显著性检验。由于资产规模、负债比重、控制权比例以及现金流权比例在所有模型中均不显著，因此，我们没有将其加入分析模型。

表 4 控制权与现金流权分离度影响多元化经营程度的分组回归

变量名	Model1 (S4) N≤2	Model2 (S4) N≤2	Model3 (S4) N>2	Model4 (S4) 总样本	Model5 (S4) 总样本	Model6 (S4) 总样本	Model7 (S4) 总样本
constant	0.501*** (0.000)	0.282** (0.032)	0.400*** (0.002)	0.520*** (0.000)	0.305*** (0.006)	0.451*** (0.000)	0.420*** (0.000)
Saper	0.106** (0.010)	0.100** (0.013)	0.051 (0.231)	0.058** (0.045)	0.053* (0.062)	0.082*** (0.006)	0.114*** (0.001)
lnN						-0.280*** (0.009)	-0.344*** (0.002)
time		0.047** (0.037)			0.046** (0.015)	0.048** (0.010)	0.048** (0.010)
lnN*saper							-0.152* (0.053)
Adj R <sup>2</sup>	0.056	0.088	0.011	0.021	0.054	0.089	0.107
F值	6.877***	5.806***	1.477	4.101**	5.135***	5.644***	5.267***

注：\*表示在 10%水平上显著；\*\*表示在 5%水平上显著；\*\*\*表示在 1%水平上显著。

与相关分析的结果一致，在控制层级 $\leq 2$ 的样本和总体样本中，控制权与现金流权分离度与多元化经营程度均呈现出正相关关系，且均通过了显著性检验，这在一定程度上验证了假设 1，说明控制权与现金流权分离度越大，多元化经营程度越高。但在控制层级 $> 2$ 的样本检验中，回归方程（模型 3）没有通过 F 检验，说明在控制层级较高时，控制权与现金流权分离度不能对多元化经营程度产生解释力。而且，在控制层级 $\leq 2$ 的样本中，控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响较总体样本要强，因此，控制层级可能会影响控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的解释力，为了检验这一效应，我们在模型中加入控制层级和控制权与现金流权分离度的乘积项，结果发现乘积项的系数显著为负，从而验证了控制层级会影响控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的正效应，而且，控制层级越高，控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的解释力越弱，假设 2 成立。为了保持结果的稳健性，我们利用衡量多元化经营程度的另一指标 H4 作为因变量对自变量进行了回归，结果一致。

本研究验证了民营上市公司的终极控制股东拥有上市公司的绝对控制权，并将多元化经营作为侵占中小股东利益的手段，而且在不同的控制层级下，终极控制股东在上市公司中实施的多元化经营程度会存在差异。当控制层级较低时，由于终极控制股东距离上市公司较近，对上市公司多元化经营程度的影响力较高，而且终极控制股东在开展多元化经营时可选择的范围较小，从而使得控制权与现金流权分离程度越高，终极控制股东会要求上市公司开展越

高水平的多元化经营；然而在控制层级较高时，终极控制股东距上市公司较远，同时由于存在其他股东的制衡，使得终极控制股东对多元化经营决策的影响效力较弱，而且终极控制股东可以选择距离自己较近的公司实施多元化经营，从而控制权与现金流权分离度并没有和多元化经营程度表现出显著的相关性。

因此，尽管理论上控制层级的延伸一般会伴随控制权与现金流权分离度的增加，但实践中，终极控制股东不会使自己在上市公司中的控制权与现金流权过度分离从而导致对上市公司的失控，在控制层级较高时，终极控制股东会增加在上市公司的控制权从而减轻控制权与现金流权的分离度。为了验证这一点，我们还分析了控制层级与分离度之间的关系，发现在控制层级较低时，随着控制层级的增加，控制权与现金流权的分离度也不断增加，但是当控制层级较高时，分离度随着控制层级的增加反而减少，由此导致了在控制层级的不同取值范围内，控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响存在差异。这表明我国民营上市公司的终极控制股东倾向于采用以较低控制层级实现较高控制权与现金流权分离度的方式实现对上市公司的控制，从而能够相对直接地参与企业的运行，使企业决策更加符合自身利益，导致这种情况下的多元化经营程度较高。

## 5 结论与启示

本文利用沪市民营上市公司的数据，从终极控制股东利用多元化经营侵占中小股东利益的视角，验证了终极控制股东在上市公司中控制权与现金流权分离度对多元化经营程度的影响。研究发现，我国民营上市公司的终极控制股东将多元化经营作为隧道挖掘的手段之一，并倾向于采用以较低控制层级实现较高控制权与现金流权分离度的方式控制上市公司。

因此，我国民营上市公司自身的治理结构对企业决策的影响力有限，重要决策权仍然掌握在终极控制股东手中，这对于完善民营上市公司治理结构，保障中小投资者的合法权益以及上市公司决策的科学性尤为不利。通过对民营上市公司其他治理机制与多元化经营程度关系的分析发现，只有董事会成员以及经理层的持股会对多元化经营产生抑制作用，而董事会成员以及经理层能否持股决定权仍在终极控制股东。因此，我国的民营上市公司必须改变由终极控制股东全权控制的局面，引入外部力量，加强股权激励措施的利用，才能使民营上市公司的决策由一人决策变为集体决策，而且，董事会以及管理人员的多样化也利于企业多元化经营的成功实施。

## 参考文献

- [1] 金永红,陈烨. 我国家族企业上市公司治理与绩效研究 [C],第 3 届中国金融学年会,中国上海,2006 年 10 月.
- [2] Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, (54):471-517.
- [3] Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. Investor protection and corporate valuation [J]. Journal of Finance,2002, (57):1147-1170.
- [4]Stun Claessens, Simeon Djankov, Joseph P H Fan, Larry H P Lang. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders [J]. Journal of Finance, 2002, (57): 2741-2771.
- [5]苏启林.上市公司家族控制与企业价值 [J].经济研究, 2003(8).
- [6]谷祺,邓德强,路倩.现金流权与控制权分离下的公司价值 [J].会计研究,2006(4).
- [7]李善民,王德友,朱滔.控制权与现金流权的分离与上市公司绩效[J].中山大学学报(社会科学版), 2006(6).

- [8]唐清泉,罗党论,王莉等.大股东的隧道挖掘与制衡力量 [ J ] .现代会计与审计,2005(1).
- [9]刘峰,贺建刚,魏明海.控制权、业绩与利益输送 [ J ] .管理世界,2004(8).
- [10]邓建平,曾勇.上市公司家族控制与股利决策研究 [ J ] .管理世界,2005(7).
- [11]王力军.金字塔控制、关联交易与公司价值 [ J ] .证券市场导报,2006(2).
- [12]辛翌.多元化折价与控股股东多元化动机 [ C ] 兴业基金管理有限公司,深圳证券交易所第八届会员单位与基金公司研究成果评选活动获奖研究成果,2006.
- [13]苏启林.上市公司家族控制与公司治理: 基于契约理论的研究 [ D ] .暨南大学, 2004.

## The ultimate owner, diversification and investors-protection in non-state owned companies Rethinking of concept of structural design against natural

Dun Yue-xia<sup>1</sup> Xue You-zhi<sup>2</sup> Sun Lin<sup>3</sup> Wang Qian<sup>4</sup>

(1. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;2. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;3. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;4. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** From the perspective of ultimate owner's expropriation of other shareholders through diversification, we analyze the impact of the divergence of voting from cash flow rights of ultimate owners on the diversification degree of the companies. The results indicate that the divergence of voting from cash flow rights influences diversification degree significantly, which means the more divergence between the two and the less hierarchy between ultimate owners and companies, the more the diversification degree. So the ultimate owners of non-state owned companies have the motive of implementing diversification for self-interests, and are apt to controlling companies through larger separation between their ownership and cash flow rights and lower hierarchy. So how to protect the investors' interests and restrain the self interest motive of ultimate owner is the problem to solve.

**Key words:** the ultimate owner, diversification, the protection of investors, the divergence of voting from cash flow rights

**收稿日期:** 2007-5-10

**基金项目:** 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“上市公司多元化经营与公司治理互动关系研究”。

**作者简介:** 顿曰霞 (1980-), 女, 山东德州人, 南开大学公司治理研究中心博士研究生。

薛有志(1965-), 男, 吉林集安人, 南开大学商学院副院长、教授、博士生导师。

孙玲 (1982-), 女, 山东日照人, 南开大学商学院硕士研究生。

王茜 (1983-), 女, 天津人, 南开大学商学院硕士研究生。