

中国家族上市公司最终所有权、 控制权及其分离*

——基于不同上市方式的比较分析

□ 陈凌 叶长兵 鲁莉劼

内容提要 自 La Porta 等人首创追溯公司终极所有者研究方法以来,国际上涌现出大量研究各国大公司最终所有权结构的文献。中国作为全球最大的转轨经济体和新兴市场,家族上市公司的最终所有权结构却被国内外研究者不同程度地忽视。本研究发现,总体上中国家族上市公司的控制权高度集中且最终控制权与现金流权严重分离,但不同样本之间存在较大差异。分类比较进一步表明,直接和间接上市家族企业具有不同的所有权和控制权演变路径;在控股家族财富、控制意图以及相关法律制度等因素的制约下,间接上市家族企业具有较低的最终所有权和控制权,并倾向于构建复杂的金字塔控股结构,因而最终控制权与现金流权分离程度较高。

关键词 最终所有权 最终控制权 现金流权 金字塔控股结构

作者陈凌,浙江大学经济学院副院长,浙江大学民营经济研究中心教授,博士生导师,浙江大学城市学院家族企业研究所所长;叶长兵、鲁莉劼,浙江大学经济学院博士研究生。(杭州 310027)

一、引言

现代公司治理问题的产生是与股份公司所有权与控制权的分离联系在一起,公司所有权结构是公司治理的产权基础,它决定着所有权与控制权分配的比例关系。家族企业最重要的结构特征就是创业家族对企业所有权和经营权的控制,这种控制集中体现在企业股权与决策权集中在家族内部。因此,所有权和控制权结构更是家族企业治理结构研究的核心问题。Coffee(1996)列出了四个家族企业进一步研究的主题,摆在第一位

的就是“家族企业中的所有权和控制权”。他指出,尽管关于企业所有权和控制权的研究已经相当丰富,但从详尽的经验研究到对同期家族企业所有权和控制权相联系的跟踪研究却相对缺乏。^①

经过改革开放三十年的发展,我国一些家族企业在规模和效益上都取得了长足的进步,越来越多的家族企业通过公开发行或者买壳上市,已经发展成为中国证券市场上的一个重要板块。但是随着家族控制的上市公司的数量的快速增加,家族上市公司的各种治理问题也开始显现出来,

* 基金资助:浙江省社科重点规划课题(07JDLB001ZD);教育部人文社科基金资助项目(08JC790092)。

引起了广泛的关注。然而到目前为止,作为一般意义上的家族上市公司还没有引起国内理论界应有的重视;现有研究往往将家族上市公司和民营上市公司交织在一起,停留在与国有上市公司治理结构和绩效的比较上。家族上市公司作为全球范围内广泛存在的企业形态,其组织结构具有多样性和复杂性,加上我国新兴市场背景和转轨经济特征下独特的制度环境和法律规制,不同类型家族上市公司的最终所有权和控制权结构具有较大的差别,因此有必要对之进行细化分类研究。

本研究将家族上市公司^②界定为“最终控制者可以追溯到自然人或家族的沪深两市A股上市公司”,对最终控制者的最低控制权不作要求^③。对最终所有权和控制权及两权分离系数的计算方法与La Porta等(1999)、Claessens等(2000)以及Faccio和Lang(2002)相同,即:最终控制权(V)等于最终控制人每条控制链上持股比例最小值之和,现金流权(C)等于每条控制链上持股比例乘积之和,现金流权除以最终控制权为二者分离系数(C/V);同时还引入控制链长度(N)这一变量来衡量金字塔控股结构的复杂程度,控制链长度在自然人或家族直接控股上市公司时为1,通过一个中间企业控制时为2,余次类推,如果有多条控制链则取最长控制链的长度。本文以下部分将在回顾国内外相关文献的基础上对中国家族上市公司的最终所有权和控制权结构进行分析,并收集大样本数据进行统计验证。

二、国内外研究回顾

从伯利和米恩斯(1932)的经典著作到La Porta等人(1998,1999)的开创性研究,学术界对公司所有权和控制权结构的研究对象、方法和结论可以说是发生了重大转变,作为公司最终所有权和控制权研究,本文以La Porta等(1998,1999)的研究为文献起点。

(一)国外文献回顾:全球范围的公司所有权

La Porta等(1998)考察了包括东亚九个国家在内的49个国家10家最大的非金融上市公司的所有权结构及其与法律制度的关系,结果发现英美以外国家公司所有权集中是普遍现象,一国大公司的股权结构与该国的法律制度和执法力度密切相关,法律对中小股东利益保护薄弱和司法腐

败都会造成公司所有权的集中。La Porta等(1999)进一步对全球27个发达国家最大的20家最大非金融上市公司的所有权和控制权结构进行更为细致的研究,并首创关于最终所有权和控制权问题的研究方法。与伯利和米恩斯影响下的早期公司治理文献里研究的“所有权与经营权的分离”不同,La Porta等(1999)研究的是“终极所有权与控制权的分离”^④,即最终控股者的控制权如何以及在何种程度上超出了其现金流权,以及这种分离所导致的经济后果。

La Porta等(1999)将所追溯到的上市公司终极控制者分为5类,并指出大多数中小股东并不会参与投票,并且控股股东往往通过金字塔式持股、交叉持股以及发行多重股票等手段来增强其控制权。因此,在一般情况下,拥有一个公司10%或20%的股票就可以达到控制的目的。他们还分析了最终控制者加强控制权的手段,发现除了在对中小股东利益保护较好的美、英等国家,金字塔控股结构广泛存在。借助金字塔结构的多层垂直控制方式,家族股东可以有效达到控制权和现金流权偏离的目的;并且理论上越靠近底层的公司控制性家族持有的现金流权就越低,会远离一股一票的状态。

继La Porta等(1999)开创性研究之后,涌现出大量运用该方法探讨世界各国上市公司的所有权结构的文献,但其研究样本都未涵盖中国大陆这个全球最大的转轨经济体和新兴市场。Claessens等(2000)研究了东亚九个经济体2980家上市公司,发现当控制权的标准分别定为10%和20%时,超过三分之二的被单一大股东控制,并且家族控制最为普遍,占全部公司半数以上。对家族类上市公司的进一步分析发现上市公司资产控制在少数家族手中,其中印度尼西亚和菲律宾最大的十个家族分别控制了57.5%和52.5%的公司资产。在所有的东亚国家中,最终控制权通过金字塔结构和交叉持股得到了加强。在以5%为控制标准的时候,东亚9国(地区)的平均现金流权是15.70%,平均最终控制权是19.77%,平均两权分离系数为0.746。东亚公司最主要是通过金字塔式持股,其次是交叉持股,来使得控股股东的控制权偏离一股一票,而很少使用多重股票。在全样本公司中,家族控股的公司和小公司的

现金流权和控制权分离程度较大。

Faccio 和 Lang(2002)研究了西欧 13 个国家 5232 个公司的最终所有权和控制权,发现最为典型的控制形态是家族控股(占 44.29%)和广泛持有(占 36.93%);在英国和爱尔兰广泛持有型占主导,而在欧洲大陆则是家族控制型占主导。与东亚不同,西欧公司控股股东较多使用多重股票而较少使用金字塔式控股来增加控制权,使其偏离一股一票。在以 5%的最终控制权标准的情况下,西欧公司最终现金流权平均为 34.64%,最终控制权平均为 38.48%,平均两权分离系数为 0.868。与 Claessens 等(2000)对东亚的研究相比,在西欧家族也控制着大量的公司,但平均每个家族控制的公司数较少;虽然总体上控股家族拥有较高的现金流权,但通常并不是按照现金流权来决定投票权,多重股票的盛行使得控股股东的控制权超过现金流权。

(二)国内相关文献评述

国内有关家族上市公司所有权和控制权结构的研究可以概括为以下三种类型。

1. 国有上市公司与家族(或民营)上市公司的对比研究。如赖建清(2005)把 2002 年 1088 家上市公司的最终控制人区分为国有和非国有两大类,发现国有最终控制样本的两权分离系数均值为 2.24%,^⑤非国有最终控制样本两权分离系数均值为 10.61%,家族类上市公司所有权与控制权的分离程度要远远超过其它类型上市公司。但是由于国有和家族上市公司在行业、规模、目标函数以及行为特征上都有很大程度上的不可比性,基于不同的研究方法和样本得到的结论也大相径庭。

2. 家族上市公司最终所有权和控制权结构对企业价值的影响研究。苏启林(2003)研究发现我国家族上市公司最终控制权与所有权的分离加剧了控制性家族与社会股东之间的代理问题,因而对公司价值具有负面影响。张华等(2004)研究发现与所有权和控制权分离情况严重的东亚地区的其他 9 个经济体相比,我国民营上市企业的两权分离更大,两权的分离造成了企业价值的下降。还有不少学者作了类似的研究,但是此类文献存在的问题是没有明确地将具有不同治理特征和经营绩效的家族上市公司区分开来,因此很

难得出有针对性的结论。

3. 民营企业不同上市方式的比较分析。相关研究还很少,并且大多集中在不同方式的成本收益比较和案例分析上。如赵贺和颜克益(1998)对买壳上市的各利益主体的成本和收益进行了比较分析,认为买壳上市行为的风起云涌是利益驱使使然。牛建波和李胜楠(2007)研究发现对家族控股直接上市的民营公司使用不同的回归方法得到的结果是稳定和合理的,而在家族或自然人通过兼并重组取得控股地位的上市公司中,控股股东现金流权与投票权的分离程度与企业价值之间关系的回归结果是不稳定而且与理论分析相矛盾的,这表明不同上市方式的家族(民营)企业在治理结构以及经营绩效上确实是存在差异的,但是目前相关研究还相当欠缺。

三、上市方式与最终所有权、控制权： 理论分析

我国证券市场发展初期主要是为国有企业改制服务的,发行制度中存在一定的所有制歧视,因此沪深两市中国家族上市公司非常少。1993 年上市的福耀玻璃成为首家由家族控股的上市公司,此后随着我国资本市场的逐步开放和国家扶持民营企业政策的不断出台,家族上市公司数量迅速增加。但是由于证券交易所对直接上市企业的规模、效益以及信息披露等方面较为严格的要求,家族企业更多是通过买壳等间接而不是首次公开发行(IPO)直接上市;沪深交易所统计数据 displays 2001~2004 连续三年,民营企业买壳上市的数量都超过通过 IPO 上市的数量。由于家族控制直接上市和通过兼并重组取得控制地位间接上市的家族企业的治理结构是有差异的,将之看作一个整体来研究其所有权和控制权结构会造成理论以及实证上的模糊,因此有必要对 IPO(即直接上市)家族上市公司和非 IPO(即间接上市)家族上市公司进行细化分类研究。

(一)IPO 家族上市公司最终所有权与控制权结构

直接上市是指通过 IPO 方式取得公众公司地位的上市方式,也是其它各国企业上市的主要方式。根据新优序融资理论,家族企业融资遵循先内源融资,再债权融资,最后才会选择股权融资的

顺序。因此,对直接上市的家族企业而言,其所有权结构会随着成长阶段的变化经历从封闭到逐渐向社会开放的过程,控制权也从完全集中于创业家族到逐渐向外部股东和职业经理放开,但家族始终会保留控股权和重大决策权。因此直接上市的家族企业的所有权和控制权是从集中到分散逐步稀释的过程,如图1所示。图中45度线表示控制权与现金流权完全对应,即“一股一票”;虚线自左上角向左下角表示IPO家族上市公司所有权和控制权的演变路径。^⑥如图所示,IPO家族上市公司的所有权和控制权从完全或高度集中(图中右上角)开始逐渐向社会开放,但是只要创业家族保持一定的持股比例和重大决策权,作为控股股东其控制权还是超过所有权,因而偏离“一股一票”。^⑦但是当控股家族的所有权和控制权稀释到临界点C以下的时候将会失去控股权,丧失了控股地位后其控制权将小于所有权。

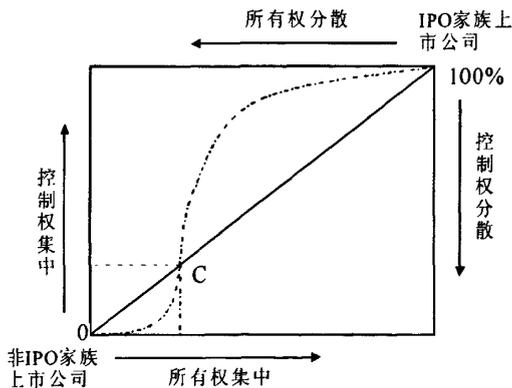


图1 IPO和非IPO家族上市公司
所有权控制权演变路径

由于IPO家族上市公司最终控制者一般都是创业家族,有着强烈的控制权偏好,不愿意向社会开放大部分的股权;一些控股家族甚至会保留70%以上的股权,仅仅将总股本的25%公开发行以满足最低法定要求,因此IPO家族上市公司最终所有权和控制权比例一般都较高。在1999年之前我国公司法规定自然人持有上市公司的股份不得超过总股本的0.5%,因而此前控股家族只能通过集团或者控股公司等中间企业间接控制上市公司。但由于这些家族企业上市前股权是高度集中的,上市时采用金字塔控股结构也多是出于剥离非核心资产和满足监管要求等目的,所以其

最终控制权与现金流权的分离程度并不高。并且随着对自然人持股比例限制的取消一些控股家族逐渐选择对上市公司进行直接控制,2001年1月潘广通家族控制的天通股份IPO上市,成为A股市场上第一家由自然人发起和控制的上市公司,随后特别是2004年中小企业板的创立以来,自然人或家族直接控制直接上市的家族企业越来越多,两权分离程度会越来越低。

(二)非IPO家族上市公司最终所有权与控制权结构

非IPO上市即间接上市,指通过对已有上市公司进行并购重组等手段而取得上市地位的方式,其中最主要的形式是买壳上市,因此以下分析以买壳上市为例。企业买壳上市指通过购买一定数量的股份而获得对一家上市公司的控制权,然后将要上市的资产注入到此家上市公司中去而实现上市的方式,因而又被称“反向收购”;其中被收购重组的上市公司被称为壳公司,通过兼并重组取得控股地位的主体称为买壳方。在家族企业买壳上市的过程中,购买方和壳公司往往毫无关联,其对上市公司的所有权和控制权是从无到有逐渐增强的过程。如图1所示,图中虚线自左下角向右上角表示买壳方对壳公司所有权和控制权的演变路径,买壳方从不具有或具有较低的壳公司所有权和控制权开始,随着持有壳公司股权的增加其控制权也相应增加,但是在达到临界点C成为控股股东之前,其控制权相对所有权被缩小而偏离“一股一票”。当买壳方所有权和控制权超过控股临界点并对目标公司实施有效控制之后,作为控股股东其控制权将被增强而偏离“一股一票”。

与IPO家族上市公司相比,非IPO家族上市公司控股股东所有权和控制权比例往往较低,因为非IPO家族上市公司最终所有权和控制权比例受到多重因素的制约。第一是买壳方控股家族财富的制约。取得一家上市公司的控股权需要的资金额度比较高,自然人一般缺少可投资的大笔财产,而企业法人也受到对外投资比例不得超过自有资产50%的法律限制;并且壳公司大多是效益低下甚至亏损严重的企业,一般不仅短期内不具有再融资的功能,而且对其进行重组还需要大量的后续资金投入,因此买壳方一般缺乏对壳公司

进行绝对控股的资金。第二是受到壳公司股权结构和相关法律的限制。由于我国《公司法》规定当受让方持有上市公司股份达到 30% 时必须履行必要的信息披露义务,并且再增持股份需要向全体股东发出要约或申请豁免要约义务,因此很多买壳方会将持股比例控制在 30% 以下以规避发出全面要约的义务。第三是控制意图的制约。IPO 家族上市公司的控股家族有着更强的控制权偏好,并且一般寻求企业领导人的继任或换代后控制权仍然保留在家族内部;而非 IPO 家族上市公司的控制者多是出于资本运作的目的,其控制意图往往是追求以最少的资金投入控制最大规模的资产,因而倾向于对上市公司仅仅保持临界控股。

同时也因为上述三个制约因素的影响,非 IPO 家族上市公司倾向于构造复杂的金字塔控股结构,使得其最终控制权与现金流权的分离程度比 IPO 家族上市公司更高。首先,由于并购和重组一家上市公司需要较多的资金,买壳方可能会借助金字塔控股结构所形成的杠杆效应来增强其最终控制权,造成最终控制权与现金流权的分离。其次,一些买壳上市家族企业的最终控制者通过金字塔控股结构复杂的持股关系对壳公司进行控制,这样既可能是为了在取得控制权之前隐藏其真实动机以避免刺激股价上涨增加收购成本,也可能是为了规避持股超过 30% 以后发出全面要约收购的义务。并且因为买壳上市家族企业的控股家族基本都是通过其控制的企业法人受让壳公司的股份,并且壳公司的大股东也因为受到发起人股份转让限制等原因,往往通过转让持有上市公司股份的企业法人的股权来达到间接转让上市公司所有权的。因此与 IPO 上市家族企业相比,买壳上市的家族企业的控股股东的控制链较长,所有权与控制权的分离程度较高。最后,受控制意图的影响,非 IPO 家族上市公司最终控制者具有较高侵占中小股东利益的动机,而复杂金字塔控股结构下控制权与现金流权的分离不仅为其侵占中小股东利益提供激励,更提供了便利。^⑥

四、统计检验

2004 年 12 月中国证监会修订《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度

报告的内容与格式〉》,首次要求上市公司在年度报告中披露实际控制人的相关信息。截至 2007 年度,沪深两市上市公司已经连续四个年度在年度报告中披露实际控制人的相关信息,这一强制性披露要求为对中国家族上市公司的终极所有权结构进行经验分析提供了宝贵的具有可比性的数据。我们综合利用 WIND 资讯和 CCER 民营上市公司数据库提供的实际控制人信息,收集了 2004 - 2007 年所有实际控制人为自然人上市公司的年报、招股说明书等资料,沿用并改进 La Porta 等(1999)计算最终控股股东现金流权和控制权的方法,剔除数据不全的样本后得到了 1705 家公司的非平衡面板数据。

(一) 样本总体描述

从表 1 可以看出,我国家族上市公司控股股东的现金流权平均为 23.85%,最终控制权平均为 34.11%,二者的分离系数平均为 0.68;与东亚九国全部大股东控制的上市公司平均 19.77% 的最终控制权和 0.746 的两权分离系数(Claessens 等,2000)相比,我国家族上市公司最终所有权和控制权更为集中,二者的分离程度更大;这与国内现有实证研究结论是一致的,也符合 La Porta 等(1998)的观点:转轨经济背景下法律制度的不完善和司法效率的低下,使得对中小股东权益的保护非常薄弱,因此必然会形成高度集中的公司所有权。同时各变量的最大值和最小值显示不同样本之间差别非常大,现金流权和控制权中值小于均值且偏度为正,说明这两个变量存在少量极大值样本;控制权与现金流权分离系数中值大于均值且偏度为负,说明该变量存在少量极小值样本。因此,有必要进一步对变量和样本进行分类分析。

表 2 是对控制权和分离系数分布的分组统计,可以看出在全部样本中,最终控制权在 50% 以上的样本只占 16%;没有一家公司大股东的最终控制权在 5% 以下,只有 0.7% 的样本公司 10% 以下,因此是否采用 Claessens 等(2000)5% 的最低控制权标准对本样本没有影响;而在 10% 到 20% 之间的也只占 12.6%,表明如果以 10% 或 20% 作为最低控制权标准,我国绝大多数自然人控制的上市公司也可以被界定为家族上市公司;有 42.1% 的样本最终控制权比例在 20 - 30% 之间,Claessens 等(2000)研究却发现大量日本和台

表1 样本总体特征统计描述

变量	均值	最大值	最小值	中值	偏度	峰度	标准差
现金流权(C)%	23.85	87.85	0.61	21.28	0.936	0.712	14.82
控制权(V)%	34.11	87.85	6.93	29.68	0.819	0.187	14.29
分离系数(C/V)	0.68	1.00	0.038	0.71	-0.395	-1.101	0.276
控制链(N)	2.50	9	1	2	1.432	3.834	1.024

表2 全部样本最终控制权及两权分离系数分布

控制权比例(V)%	频数	单项百分比%	累积百分比%	分离系数(C/V)	频数	单项百分比%	累积百分比%
10以下	12	0.7	0.7	0.25以下	145	8.4	8.4
10-19.999	202	11.8	12.6	0.25-0.499	326	19.1	27.5
20-29.999	718	42.1	54.7	0.5-0.7499	434	25.5	53.0
30-39.999	255	15.0	69.6	0.75-0.99	392	23.0	76.0
40-49.999	246	14.4	84.0	0.99-1	408	24.0	100.0
50以上	272	16.0	100.0				
总计	1705	100.0		总计	1705	100.0	

表3 IPO和非IPO家族上市各变量均值比较

变量	IPO家族上市公司, [a]	非IPO家族上市公司, [b]	均值比较	
			[a]-[b]	t检验值
C	29.90	19.50	10.40	.000
V	39.06	30.43	8.63	.000
C/V	0.76	0.63	0.13	.000
N	2.12	2.77	-0.647	.000

湾家族类上市公司最终控制权比例在10%和20%之间,这说明通常情况下我国家族上市公司大股东实施有效控制的最低控制权比例为20%,高于日本和台湾。两权分离系数的分布更是呈现两极分化的特征:有8.4%的样本两权分离系数在0.25以下,却有24%的样本两权没有产生分离。^⑨前面的理论分析已证明,与IPO家族上市公司相比,非IPO家族上市公司最终所有权和控制权比例较低,两权分离程度更高,下面将利用统计数据验证。

(二) IPO与非IPO家族上市公司的比较分析

在全部1705家样本公司中,有1007家是通过买壳等方式间接上市的,占全部样本的59.1%。表3对分类样本各变量均值的比较显示IPO和非IPO家族上市公司最终所有权、控制权、两权分离系数以及控制链长度上都存在较大差异,并且具有统计上的显著性。IPO家族上市公

司的最终现金流权和控制权比非IPO家族上市公司平均分别高出10.4和8.6个百分点;这表明IPO家族上市公司控股家族有着更为强烈的控制偏好,其平均最终控制权接近40%,比通常情况下20%的有效临界控制权几乎高出一倍;并且相对于最终控制权,IPO和非IPO家族上市公司现金流权相差更大,前者比后者平均高53%以上。分离系数和控制链长度的均值比较进一步显示了IPO和IPO家族上市公司最终所有权和控制权结构上的差异:前者现金流权与最终控制权的分离程度比后者平均低20%以上,而后者的控制链比前者平均长30%以上。

表4对IPO和非IPO家族上市公司的最终控制权分布进行了对比,可以看出在全部非IPO家族上市公司中,最终控制权在20%以上的占83%,而最终控制权低于30%的占69.9%,说明众多买壳上市公司控股股东一方面要对上市公司进行有效控制,另一方面又要将控制权控制在30%以下以规避全面要约收购的义务。作为对比的是在IPO家族上市公司中,接近70%样本最终控制权在30%以上,还有超过四分之一的样本被绝对控股,而非IPO家族上市公司这一比例不到十分之一;仅有7.6%的IPO家族上市公司最终控制权低于20%,而非IPO家族上市公司这一比例为16%。

表4 IPO与非IPO家族上市公司最终控制权分布比较

IPO 家族上市公司				非 IPO 家族上市公司			
控制权比例 (V)%	频数	单项百分比 %	累积百分比 %	控制权比例 (V)%	频数	单项百分比 %	累积百分比 %
10 以下	2	0.3	0.3	10 以下	10	1.0	1.0
10 - 19.999	51	7.3	7.6	10 - 19.999	151	15.0	16.0
20 - 29.999	176	25.2	32.8	20 - 29.999	542	53.9	69.9
30 - 39.999	149	21.3	54.1	30 - 39.999	106	10.5	80.4
40 - 49.999	143	20.5	84.6	40 - 49.999	103	10.2	90.6
50 以上	177	25.4	100.0	50 以上	95	9.4	100.0
总计	698	100.0		总计	1007	100.0	

表5 IPO和非IPO家族上市公司两权分离系数分布比较

IPO 家族上市公司				非 IPO 家族上市公司			
分离系数 (C/V)	频数	单项百分比 %	累积百分比 %	分离系数 (C/V)	频数	单项百分比 %	累积百分比 %
0.25 以下	32	4.6	4.6	0.25 以下	113	11.2	11.2
0.25 - 0.499	102	14.6	19.2	0.25 - 0.499	224	22.3	33.5
0.5 - 0.7499	159	22.8	42.0	0.5 - 0.7499	275	27.3	60.8
0.75 - 0.989	144	20.6	62.6	0.75 - 0.989	248	24.6	85.4

表5对直接和非IPO家族上市公司两权分离系数的分布进行了分组描述。在IPO家族上市公司中,两权分离程度高(C/V小于0.25)的样本只占4.6%,非IPO家族上市公司这一比例为11.2%;同时37.4%的IPO家族上市公司和14.6%的非IPO家族上市公司两权没有产生分离(C/V为1)。这说明在全部家族上市公司中,最终控制权与现金流权分离程度高、控股股东与中小股东利益分歧大的只占少数,而且主要集中于非IPO家族上市公司中;家族控制的上市公司——特别是家族控制直接上市的公司的最终控制权和现金流权完全可以是统一的,不加区分地讨论控股家族对社会股东的侵占动机得出的结论缺乏实践意义,在理论上也容易自相矛盾。

我们还对IPO和非IPO家族上市公司的控制链长度的分布进行了对比,发现99%以上的非IPO家族上市公司都是被间接控制的,而且超过一半控制链长度在3层以上,这印证了对买壳上市易形成复杂金字塔控股结构的理论分析。有55.4%的IPO家族上市公司只采用了两层的金字塔控股结构,说明IPO家族上市公司采用金字塔控股结构大多仅仅是为了满足监管要求;因而在

放松对自然人持股比例的限制后,一些控股家族就选择作为发起人直接控制上市公司,在全部IPO家族上市公司中这一比例已达到有22.5%。

五、结论

本文根据La Porta等(1998,1999)的研究方法和相关结论,对中国转轨经济和新兴市场背景下家族上市公司的最终所有权和控制权结构进行考察,发现除了中小股东权益保护薄弱和司法效率低下造成最终所有权和控制权结构的集中以外,所有制歧视以及与证券发行、交易和监管相关的法律制度还造成了不同类型家族上市公司之间最终所有权与控制权结构的巨大差异。大量家族企业是通过买壳等非IPO方式间接上市;与IPO家族上市公司相比,非IPO家族上市公司最终控制者对上市公司的所有权是从无到有逐渐增加的过程,并受到控股家族财富、控制意图以及相关法律制度的制约,因此非IPO家族上市公司的最终所有权和控制权比例较低,而二者分离程度较高。

上述观点也得到了大样本统计数据的验证。2004-2007年全部家族上市公司最终所有权和控制权数据显示,中国家族上市公司的最终控制

权总体上比亚其它九个国家和地区更为集中,但不同样本之间有着较大的差别。中国家族上市公司的最终现金流权平均只占控制权的68%,两权分离程度高于东亚其它九个国家和地区,但其分布同样呈现两级分化的趋势。对直接和间接上市样本的进一步对比统计分析表明,直接上市公司控股股东有着更为强烈的控制偏好,其平均最终控制权显著高于间接上市公司;并且相对于最终控制权,二者现金流权差异更大,直接上市样本比间接上市样本平均高出53%以上。间接上市家族公司最终控制人倾向于构造复杂的金字塔控股结构,因此其控制链比直接上市家族公司平均长30%以上,最终控制权与现金流权的分离程度也显著高于后者。

本文得到较为一般性的结论是:在中国复杂多变的法律规制和制度环境下,家族企业组织形态更加呈现出复杂性和多样性的特征,不同类型家族上市公司的最终所有权和控制权结构存在较大差异,只有对之进行细致的分类研究才能获得较为全面的信息和准确的结论,进而得出具有针对性的对策建议。本研究在一定程度上丰富了世界范围内公司所有权和控制权结构的文献,对中国家族上市公司治理结构及其与企业价值的关系研究具有一定的启示意义,对于完善家族企业的上市、交易和监管制度也有一定的参考意义。

注释:

①Rob Coffee,《理解家族企业:进一步研究的主题》,载《家族企业:组织、行为与中国经济》,李新春、张书军主编,上海三联书店、上海人民出版社2005年版。

②国内家族企业研究和民营企业交织在一起,因而相关文献多将研究对象定位为民营上市公司。但民营上市公司与家族上市公司是两个不同的范畴,民营上市公司中由员工持股会、工会以及社会团体控制的企业都不属于家族企业,其所有权和控制权结构也与自然人或家族控制的上市公司有很大差异。此外国际文献中少见国有上市公司和民营上市公司这两个范畴,以家族上市公司为研究对象也方便与相关国际文献进行比较。

③不设定最终控制权标准是为了对全部自然人和家族控制的上市公司所有权与控制权结构进行描述,事实上统计结果发现这种界定实际上与Claessens等(2000)使用的家族最终控制权不低于5%的标准是一致的,因为我

国自然人控制的上市公司大股东的最终控制权最低为6.9%,都在5%以上。

④本文后面部分“两权分离”的表述均指最终控制权与现金流权的分离,而与经营管理权无关。

⑤该研究以最终控制权与现金流权之差作为两权分离系数来衡量两权分离程度,由于该指标不能显示两权分离程度的相对大小,因此在文献中并不常见。

⑥赵振全等(2002)已证明,在所有权集中的公司中,所有权结构安排中控制性股东权力的放大效应和小股东的权力缩小效应就在所难免,也就是出现了所有权和控制权的分离。这种所有权和控制权的分离分为两个层面,第一个层面是表层股东之间互动的微观机制造成的,第二个层面是终极股东通过多重股票、金字塔控股结构等法律手段造成的。本文讨论仅限于家族上市公司所有权和控制权分离的第二个层面。

⑦刘少波(2007)认为“单个股东只要拥有51%的控股权就可拥有对公司100%的控制权”的观点值得商榷,因为各国法律出于保护中小股东权益的目的对上市公司的决策机制有所限制,例如我国《公司法》就规定,对于重大事项除按普通决议或特别决议通过外,还需经参加表决的社会公众股东所持表决权的半数以上通过,上市公司大股东并没有完全的控制权。

⑧王明琳、周生春(2006)对创业型家族上市公司与非创业型家族上市公司、申明浩(2008)对资本家家族与企业家家族控制的上市公司分别进行了对比研究,虽然他们并不是按上市方式进行分类,但其研究结论都证明了不同类型家族上市公司所有权和控制权结构以及对中小股东的侵占动机是显著不同的。

⑨有24家样本两权分离系数为0.99,也被视为没有产生分离。原因是这些样本披露的实际控制人持有上市公司控股公司99%的股权,而另外1%往往是其亲属或者其它代理人名义上持有,目的是为了达到《公司法》对有限责任公司股东不得少于2人的要求。

参考文献:

1. 阿道夫·A. 伯利、加纳德·C. 米恩斯:《现代公司与私有产权》,甘华鸣等译,商务印书馆2005年版。
2. 陈凌、叶长兵:《中小家族企业融资行为研究综述》,《浙江大学学报》2007年第4期。
3. 赖建清:《所有权、控制权与公司绩效》,北京大学出版社2005年版。
4. 李新春、张书军:《家族企业:组织、行为与中国经济》,上海三联书店、上海人民出版社2005年版。
5. 牛建波、李胜楠:《民营公司的上市方式、董事会结构与企业价值——基于中国民营上市公司面板数据的比较研究》,《管理科学》2007年第4期。(下转第47页)

可变更,多么合乎规范和道理,理性都力图打破它,力图在它身上撕开一个口子,探求其本来的样子,并试图施加自己的影响,进而改造它。所以把全部事实看作是确实的、不可变更的,并且具有某种永恒性,对于纯粹理性则是一个遗憾的限制。它总会提出更为理想的方案来打破限制,从而推动事物向前挺进。这正是其所擅长的。当然,它的一切影响都借助实践理性来促使人行动,并通过人的实践来达到自己的目的。

注释:

①康德:《纯粹理性批判》李秋零译,中国人民大学出版社2004年版,第14~15页。

②宾克莱:《理想的冲突》,商务印书馆1983年版,第

190页。

③转引自罗伯特·福格林:《行走于理性的钢丝上》,新星出版社2007年版,第90页。

④蒂里希:《蒂里希选集》(下),上海三联书店1999年1月版,第978页。

⑤康德:《纯粹理性批判》,邓晓芒译,人民出版社2004年版,第一版序第1页。

⑥柯拉柯夫斯基:《形而上学的恐怖》,北京:三联书店1999年9月版,第2页。

⑦康德:《康德书信集》,上海人民出版社2006年版,第52页。

⑧康德:《纯粹理性批判》,邓晓芒译,人民出版社2004年版,第7页。

责任编辑 俞伯灵

(上接第15页)

6. 苏启林、朱文:《上市公司家族控制与企业价值》,《经济研究》2003年第8期。

7. 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》,《管理世界》2006年第8期。

8. 赵贺、顾克益:《“买壳上市”的成本与收益》,《中国工业经济》1998年第10期。

9. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81 - 112.

10. Faccio, M., Lang, L. H. P., 2002, "The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Countries", *Journal of Financial*

Economics, 65, pp. 365 - 395.

11. La Porta, Rafael, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny., 1998, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113 - 1155

12. La Porta, Rafael, Florencio Lopez - de - Salinas, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54, pp. 471 - 520.

13. La Porta, Rafael, Florencio Lopez - de - Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny., 2000, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 3 - 27

责任编辑 董希望