

第四章 民营上市公司的所有权与控制

引言

在公司运营的实践中，企业所有权源于股东实际投入资本后取得的股份比例，即现金流所有权(Cash Flow Rights)；而企业控制权则源于股东拥有的投票权(Vote Rights)。从本质上来讲，股东拥有现金流量权后才享有投票权，即投票权源于现金流量权。Grossman 和 Hart(1988) 的分析表明，每一股股份应享有一个公司决策的投票权，即实行“一股一票(One Share-One Vote)”原则，这有助于抑制大股东仅顾私利的道德风险，并有利于选择高效的经理层，是社会福利较优的制度安排。

所有权和控制权的不同组合构成了不同的公司股权结构。Berle 和 Means 描述的“所有权分散，控制权分散”型公司曾被视为“放之四海而皆准”的公司形态，基于股权分散形成的股东和经理层之间的委托—代理关系也成为公司治理研究的基本范式。但从上个世纪 90 年代起，随着公司治理的研究范围逐步扩展到美国以外的世界其他国家(地区)，人们首先发现日本和德国公司的所有权和控制权较为集中，全球范围内的国别比较研究更是显示，集中是大部分国家中公司所有权和控制权结构的主导形态，即使是美国企业也存在一定程度的集中现象。¹

La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny (1998)首先对公司所有权结构进行了较大范围的国别比较研究。他们选取了全球27个发达国家中市值最大的20家上市公司，并以单个股东拥有的投票权是否超过20%作为所有权集中与否的分界线，在此基础上将公司划分为分散、家族控制、国家控制、金融机构控制、企业控制和其它六种类型，结果发现这六种类型在样本公司中所占比例分别为36%，31%，18%，5%，5%和5%。如果将投票权界限从20%放宽至10%，或者以中等规模公司作为分析对象，那么家族控制型公司所占比例将大大超过所有权分散型公司所占比例。在具体控制手段上，大股东一般会通过发行具有不同投票

¹ Holderness(2002)对美国公司所有权的研究证据进行了综述，发现美国上市公司中管理层和董事拥有的股权比例接近 20%。但是，美国公司内部人员的持股往往作为薪酬激励的一部分，并且是由多人所持有，因此这一结论并不能动摇 Berle 和 Means 范式。

权力的多类别股份、构造金字塔式持股模式或进行交叉持股等手段，使其投票权超过实际投入资金后取得的现金流量权，以此实现对公司的超额控制。此外，有69%的家族控股股东亲自参与公司管理，可见控股股东对公司的日常运营也具有决定性的影响。

Claessens, Djankow 和 Lang(2000)对 9 个东亚国家(地区)的 2980 家上市公司进行了分析，并以现金流量权衡量所有权，以投票权衡量控制权。研究发现，除日本公司拥有较为分散的所有权结构外，其余东亚国家(地区)中三分之二的公司都拥有单一控制性股东，其中家族控制型公司的比例均超过了 45%；从控制手段来看，大股东一般通过金字塔式持股模式和交叉持股实现超额控制，现金流量权与投票权的比例平均为 74.6%，这种分离现象在家族控制型公司和小型公司中尤为显著。Faccio 和 Lang(2002)则分析了 13 个西欧国家的 5232 家公司，发现股权分散和家族控制是最主要的所有权形态，其所占比例分别为 36.93%和 44.29%，其中，股权分散型公司集中于英国和爱尔兰，而家族控制型公司则集中于欧洲大陆；在欧洲大陆国家中，大股东通过差别投票权股份或金字塔式持股模式提高控制力的现象也较为普遍，现金流量权与投票权的比例为 86.8%。

可见，Berle 和 Means 描述的股权分散型公司仅适用于美国和英国的大型公司，所有权和控制权集中以及家族控制才是全球公司所有权结构的主导形态。在这种情况下，需要追溯企业的终极产权所有者，通过对企业现金流所有权和投票权(包括直接持有和间接持有)的终极追溯，才能更好地理解现代企业中所有权结构、控制权分配以及两者之间的相互关系。

随着中国证券市场和民营企业的迅速发展，民营上市企业越来越多；同时这些企业也受到政府主管部门、业界和舆论越来越多的关注，对民营控股的利弊可谓众说纷纭。本章将对民营上市企业的所有权及控制特点进行系统的定量分析，以作为政策制定和投资决策的依据。

所有权结构与控制方式

1. 所有权与控制权的偏离

现代公司经营理念提倡一股一权原则，即每一股股份享有一个公司决策的投

票权，其目的是降低大股东的道德风险和控制收益。La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny(1999)指出，“一股一权”中的“股”应该以股东的实际股份为代表，他们的计算方式是以股东实际投入资本后取得的股份为基础，即现金流所有权；而“权”的概念应通过实际投票权来衡量，包括经由直接控股及间接控股所拥有的投票权，以体现对公司的真正控制力，可称之为最终控制权。控制权高于所有权表明大股东投入较小资金而获得较大的企业控制权；换言之，大股东从企业获得的股权收益比例要少于其拥有的控制权。

表 4.1 为沪市上市民营企业的所有权和控制权的描述性统计结果。在沪市 213 家民营上市公司中，最终控制人拥有的控制权平均为 34.32%，而最终控制人投入的资金为 22.42%，即他们真正的所有权显著小于其对企业的控制权。

为了解最终控制人的控制权与所有权的偏离情况，我们采取两种衡量方式：一是绝对偏离程度，用最终控制人的控制权减去所有权来衡量；二是相对偏离程度，用最终控制人的所有权与控制权之比来衡量。表 4.1 显示，民营上市公司控制权和所有权的绝对偏离程度为 11.90%，这说明民营上市企业中存在较大程度的所有权和控制权的分离现象。我们进一步通过所有权与控制权之比来观察相对分离程度，结果显示我国民营上市企业最终控制人的投入资金约为其拥有的企业控制权的 63%。在这种情况下，最终控制人对其他小股东的侵占而致使公司造成的损失具有较大的溢出效应，即最终控制人只承担或内部化了其中很少的份额，但却享受到了由侵占行为产生的控制权收益。此时，最终控制人产生仅顾私利的道德风险的机会也就相应较高，引发的代理问题为最终控制人对小股东的财富侵占和对公司的掏空行为，而非仅单纯如 Jensen 和 Meckling(1976)所提出的特权消费和偷懒行为，这种由所有权与控制权分离所衍生的代理问题可称为核心代理问题。

表 4.1 民营上市公司所有权与控制权

	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
控制权 (%)	34.32	29.51	13.84	6.98	74.17
所有权 (%)	22.42	20.00	15.16	0.53	74.17
控制权-所有权 (%)	11.90	10.60	10.42	0.00	41.33
所有权/控制权(倍)	0.63	0.64	0.29	0.04	1.00

在对沪市民营上市企业的所有权、控制权的总体状况进行了统计分析后，可将其与邻近的东亚九个国家和地区作一个比较研究以加深认识。表 4.2 为我们提供了上述样本民营企业 and 九个东亚国家和地区的所有权、控制权和所有权与控制权之比的均值和中值，以及所有这九个国家和地区的总平均数和中值。东亚国家和地区的数据来自 Claessens, Djankov 和 Lang 等人(2000)的研究。

在最终控制人的所有权方面，沪市民营上市企业的这一水平为 22.42%，高于东亚地区平均水平的 15.7%。泰国在东亚地区最高，达到 32.84%，其次是印尼和香港，分别为 25.61%和 24.30%，最低的是日本和韩国，分别为 6.90%和 13.96%。而在控制权方面，沪市民营上市企业的平均水平为 34.32%，远远高于东亚平均水平的 19.77%，仅次于亚洲地区最高的泰国 35.25%，名列第二，最低的是日本和韩国，分别为 10.33%和 17.78%。

可以看出，与东亚九个国家和地区相比，沪市民营上市企业的最终控制人对企业的所有权偏低，而控制权则偏高。这一两权分离状况在所有权与控制权之比这一指标上得到了充分的体现。沪市民营上市企业的这一比值为 0.63，明显低于东亚平均水平 0.746，是东亚诸国和地区中最小的。需要特别指出的是，东亚是全世界公认的大股东对企业的控制力较强、所有权和控制权分离较大的地区，而与这九个东亚国家和地区相比，我国民营上市企业的这一现象更为严重。

表 4.2 民营上市公司所有权与控制权的国际比较

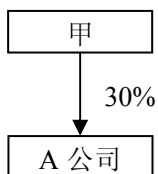
	所有权		控制权		所有权和控制权之比	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值
中国	22.42	20.00	34.32	29.51	0.635	0.644
香港	24.30	18.67	28.08	19.64	0.882	1.000
印度尼西亚	25.61	24.00	33.68	30.19	0.784	0.858
日本	6.90	4.00	10.33	9.71	0.602	0.600
韩国	13.96	10.10	17.78	20.00	0.858	1.000
马来西亚	23.89	19.68	28.32	29.72	0.853	1.000
菲律宾	21.34	19.22	24.36	21.00	0.908	1.000
新加坡	20.19	20.00	27.52	29.35	0.794	0.800
台湾	15.98	14.42	18.96	21.28	0.832	0.975
泰国	32.84	30.00	35.25	39.52	0.941	1.000
东亚平均	15.70	12.00	19.77	19.83	0.746	1.000

专栏 4.1

如何计算最终控制人的所有权和控制权

最终控制人仅采用直接控制

直接控制是登记在最终控制人名下的投票权。附图最终控制人采用直接控制的例子。假设A为上市公司，经过分析A公司的主要股东后，发现甲持有A公司30%的股份，因此甲对A公司的控制权与现金流量权均为30%。

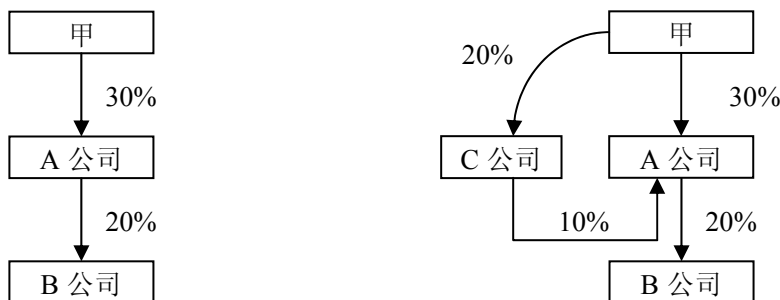


最终控制人仅采用直接控制及间接控制

间接控制是指最终控制人通过A公司以外的其他公司而间接持有A公司的股权。此时，计算最终控制人的间接控制权时，应选取该控制链中的最小股权，而现金流量请求权则是控制链上各股权相乘。下面两图分别为最终控制人采用直接控制和间接控制的例子。

假设A和B为上市公司，甲持有A公司30%股权，而A公司又持有B公司20%股权。此时，甲对B公司的现金流量请求权为两层股权相乘，即为6%；而对B公司的控制权则为控制链中的最小股权，即20%。

假设另一种情况，甲直接持有A公司30%股权，同时通过C公司持有A公司10%股权，此为间接控制。此时，甲对A公司的控制权为： $30\%+10\%=40\%$ ，而对A公司的现金流量请求权为： $30\%+20\%*10\%=32\%$ 。此外，就B公司而言，甲分别通过A公司及C公司两条控制链进行控制，甲对B公司的现金流量请求权为： $30\%*20\%+20\%*10\%*20\%=6.4\%$ ，甲对B公司的控制权为两条控制链中的较大者，即为： $\max[\min(30\%, 20\%), \min(20\%, 10\%, 20\%)] = 20\%$ 。



资料来源：作者分析和整理。

2. 控制方法与控制结构

在本研究中，我们归纳了四种最终控制人对民营上市公司进行控制的方法：

- (1) 自然人直接控股。最终控制人通过直接持有上市公司股权实施对企业的控制。
- (2) 金字塔结构；最终控制人通过持有一些中间层次公司的股权来实施对上市公司的间接控制。
- (3) 董事长或总理由最终控制人担任，最终控制人担任企业总经理、董事长或副董事长。我们将董事长或副董事长也视为管理职务的原因是，在目前我国企业中正副董事长确实管理着企业的日常运作。
- (4) 最终控制人提名

的董事在董事会的席位比率。在国内上市公司中，董事会是公司日常事务的最终决策者，在公司运营中居于举足轻重的地位。因此，最终控制人可通过提名董事来实施对上市公司的控制。

表 4.3 列举了最终控制人控制民营上市企业的方法。在 213 家沪市民营上市企业中，自然人直接控股的仅占 9.81%，其余 90.19% 的上市公司无一例外地采用了金字塔式的控制方法。此外，最终控制人担任董事长或总经理的公司有近三分之二，而最终控制人提名的董事在董事会中的席位比率平均为 53.27%。在这种情况下，董事会极易成为大股东的“一言堂”，大股东就很容易在获取自身利益的同时侵害其他股东的利益。

第一大股东和第二大股东的持股比例对比可反映最终控制人对上市公司的控制程度。在 18.22% 的民营上市企业中第一大股东持股比例超过 50%，形成绝对控制；与此同时，有 27.10% 的民营企业中第二大股东持股比例小于 5%，而第二大股东持股比例小于 10% 的公司在一半以上。这些股权结构数据表明，最终控制人对民营上市公司具有较强的控制力。

表 4.3 最终控制人对民营上市公司的控制方法

	占样本比例 (%)
自然人直接控股	9.81
金字塔式控股	90.19
董事长或总理由最终控制人担任	66.53
最终控制人提名的董事在董事会中的席位比率	53.27
第一大股东持股大于 50%	18.22
第二大股东持股小于 5%	27.10
第二大股东持股小于 10%	50.93

在金字塔持股结构中，最终控制人位于金字塔的顶端，上市公司处于塔底，位于两者之间的则是一系列中间层次公司，这些公司的层数可用来衡量控制链的长度。从表 4.4 中可以发现，除了直接控股的 21 家企业外，其余企业中有 113 家由其最终控制人通过一家企业间接控制，即一层金字塔结构；采用二层金字塔结构的企业有 57 家；而采用三层(及以上)金字塔结构的有 22 家。

此外，从表 4.4 还可以看出，随着控制链条的加长，最终控制人对上市公司

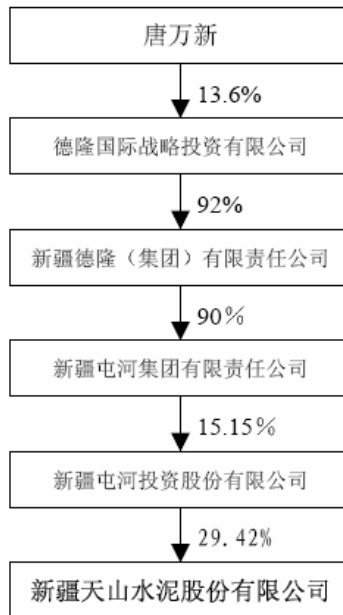
的所有权不断下降，但是控制权却反而随控制链加长而显著上升，从而导致所有权与控制权之比逐渐下降。在采用三层(及以上)金字塔结构的企业中，最终控制人对企业的所有权仅为 15.26%，但其拥有的控制权却达到 37.57%，所有权与控制权之比仅为 0.41，两者的偏离现象极为显著。

表 4.4 上市公司控制层次情况

	直接控制	1 层	2 层	3 层及以上
公司家数	21	113	57	22
所有权	31.34	25.25	16.22	15.26
控制权	31.34	35.20	32.32	37.57
所有权/控制权	1.00	0.70	0.47	0.41
第一大股东持股大于 50%	4.76	19.30	15.79	31.82
第二大股东持股小于 5%	14.29	29.82	26.31	27.27
第二大股东持股小于 10%	47.62	51.75	47.37	59.09

可见，在民营上市企业的金字塔控制结构中，中间的层次越多，处于最高层的最终控制人就越有可能投入较小资金来控制上市公司，从而加剧了所有权和控制权的分离。以唐万新对天山股份的控制为例，2004 年年报显示，唐万新持有德隆国际 13.6%的股份，后者持有新疆德隆 92%的股份，新疆德隆则持有屯河集团 90%的股份，屯河集团持有屯河股份 15.15%的股份，而屯河股份又持有天山股份 29.42%的股份，中间的控制层次多达四层。在这种情况下，唐万新对天山股份的所有权仅有 0.5%，但其拥有的控制权却高达 13.6%，前者仅为后者的 1.8%，所有权与控制权的分离达到了令人吃惊的程度。这意味着，即使天山股份出现亏损，作为最终控制人的唐万新的实际损失也不会很大。假如造成这种亏损的同时自己又能获得足够利益，并且违规成本很低，最终控制人往往会毫不犹豫地牺牲上市公司的利益，德隆系上市公司的命运就是最佳例证。

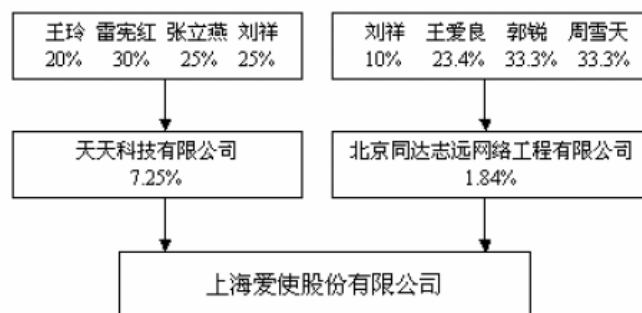
图 4.1 天山股份的控制链



资料来源：新疆天山水泥股份有限公司二00四年度报告。

在金字塔控制结构下，有些民营上市企业还出现了名义最终控制人和实际最终控制人，使得控制链更趋复杂。例如，“爱使股份”的控股股东是天天科技和同达网络，2家公司的出资人分别是王玲、刘祥、雷宪红、张立燕、王爱良、郭锐、周雪天，但业内皆知“爱使股份”的实际最终控制人另有所属。复杂隐秘的控制结构常常给投资者“难识庐山真面目”的感觉，这对监管者和投资者在判断实际最终控制人对公司的生产经营可能产生的影响时带来了很大的困难。

图 4.2 爱使股份的控制链



资料来源：上海爱使股份有限公司二00四年度报告。

专栏 4.1
各国(地区)上市公司增强控制权的方法

国内外的情况表明,民营企业控制多家上市公司在倾向于使用金字塔结构、复式投票权、交叉控股、多重持股等控制形式。

金字塔式结构

有关资料显示,在全球范围内,家族企业大量利用金字塔结构(如图2所示)来强化对上市公司的控制。在东亚,九个国家和地区的家族普遍通过金字塔结构来建立一系列控制链,其中一个上市公司经常被另一个上市公司所控制,而后者的控股份额又经常直接或间接地通过链条而落在某个终极所有者手中。在加拿大,我们抽取的1080家上市公司中只有32.62%的公司是大众持股,其它几乎都以家族控制为主并大量利用金字塔等结构分离所有权与控制权。在欧洲,德国小型公司是以家庭控制为主(德国非银行的大股东也控制了1/4的股权),而且也是利用金字塔式的控制,这种金字塔结构最有利于股东以较小股权控制一系列公司。此外,欧洲大家族也广泛构建金字塔控制链。

复式投票权

复式投票权是指不同类别的股份具有的投票权利,如有些股份不具有投票权,而另一些股份具有“一股多票”的投票权。从对西欧13个国家5232家上市公司的股权结构统计中发现,只有英国和爱尔兰有着较多的大众持股公司,而其它欧陆各国以家族控制为主。54%的欧洲上市公司是由家族为主的大股东所控制,而且2/3的家族控制公司均指派自己的亲戚担任上市公司的经理人员。但西欧各国与东亚地区相比,大家族控制上市公司时较少使用金字塔、交叉控股和多重控股结构,但使用较多的复式投票权。比如,意大利“阿涅利家族”在构建金字塔控制链过程中就大量使用了复式投票权。

交叉控股式结构

众多资料表明,交叉控股结构在全球大型家族公司中被普遍使用。德意志银行是交叉控股全球最大及最复杂的使用者,其包括了德累斯顿银行、巴伐利亚联合银行、安联保险、慕尼黑再保险和戴姆勒-奔驰公司,控制着超过50家德国上市公司。德意志银行集团的交叉控股结构体现在,安联有4个控股股东,即巴伐利亚联合银行、德累斯顿银行、慕尼黑再保险公司和德意志银行。同时,安联拥有慕尼黑再保险公司25%的控股权(两者交叉控股),并且安联也是德累斯顿银行的控股股东,由于德累斯顿银行有复式股票制,因此安联实际拥有11.16%的股权,却有21.97%的股票权,这种关系也是交叉控股。

资料来源:作者分析和整理。

3. 民营上市企业与国有上市企业的股权结构比较

民营企业和国有企业具有不同的上市激励机制、上市途径和产权保护环境,因此它们的所有权和控制权结构可能会有所差异。表4.5对民营上市企业与国有上市企业的股权结构进行了比较,从中可以发现,国有上市企业最终控制人拥有的所有权和控制权均高于民营上市企业的最终控制人,而前者的所有权与控制权之比为0.92,后者的所有权与控制权之比则为0.63。可见,国有上市企业的所有权与控制权分离现象并不明显,而民营上市企业的所有权与控制权分离现象要严重得多。

表4.5 民营上市企业与国有上市企业的股权结构比较

	民营上市企业	国有上市企业	全体样本
控制权(%)	34.32	45.99	42.99
所有权(%)	22.42	42.84	37.61
控制权-所有权(%)	11.90	3.14	5.38
所有权/控制权(倍数)	0.63	0.92	0.85
样本数	213	625	838

另一方面，如果将公司的注册资本作为金字塔结构中每一层次的层宽，国有上市企业的控制链大多呈倒金字塔结构，越往上，控制人的注册资本越大，不少公司的资产规模仅占集团公司资产规模一个很小的比例，这主要与国企采用部分上市有关。相对而言，民营上市企业的控制链则大多呈金字塔结构，基本上是以小控大，控制链的结构相对也更为复杂。

4. 两权分离与企业绩效

所有权和控制权是公司治理机制的主要决定因素，而不同的公司治理机制又对企业行为和经营绩效产生影响。为了分析这一可能，我们通过描述性统计对所有权、控制权与企业绩效之间的关系作初步分析。我们分别根据所有权、控制权以及二者之比将样本企业按中值分为相同数量的两组，观察两组间净资产收益率的差异。表 4.6 显示，所有权高的组别其净资产收益率高于所有权低的组别；但在控制权方面，两者的差异并不明显。使用所有权-控制权之比分组的结果表明，两权分离程度低的组别的企业绩效好于两权分离程度高的组别。

表 4.6 所有权、控制权和其分离程度与企业净资产收益率

	所有权		控制权		所有权/控制权	
	低	高	低	高	低	高
均值	3.87	6.84	5.84	6.66	3.97	6.74
中值	6.08	6.63	6.21	6.34	6.08	6.74
标准差	12.83	8.46	12.97	8.31	12.95	8.30
最小值	-66.55	-32.95	-66.55	-32.95	-66.55	-32.95
最大值	23.10	23.92	23.10	23.92	23.92	22.52

上述分析表明，当大股东的财富集中于某公司时，其本身具有足够的诱因去收集信息并有效监督管理层，从而避免了股权高度分散情况下的“免费搭车”问题；其次，大股东在某些情况下直接参与经营管理，解决了外部股东和内部管理层之间在投资机会、业绩表现上的“信息不对称”问题。因此，第一股东持股

比重对公司绩效的影响是正向显著的。但是，当第一大股东拥有多数董事席位，却未持有相对多数的实际股份时，它会有诱因滥用其控制权，运用公司资源来获取私利，或者直接通过关联交易转移公司资产和利润、“掏空”上市公司，从而产生严重的核心代理问题和道德风险，对公司财务绩效将造成负面影响。因此，在某种程度上，我们可以用大股东拥有的现金流量权和投票权之间的偏离度作为衡量其道德风险的一个指标。

民营企业系的发展及影响

1. 民营企业系的构造方式与特征

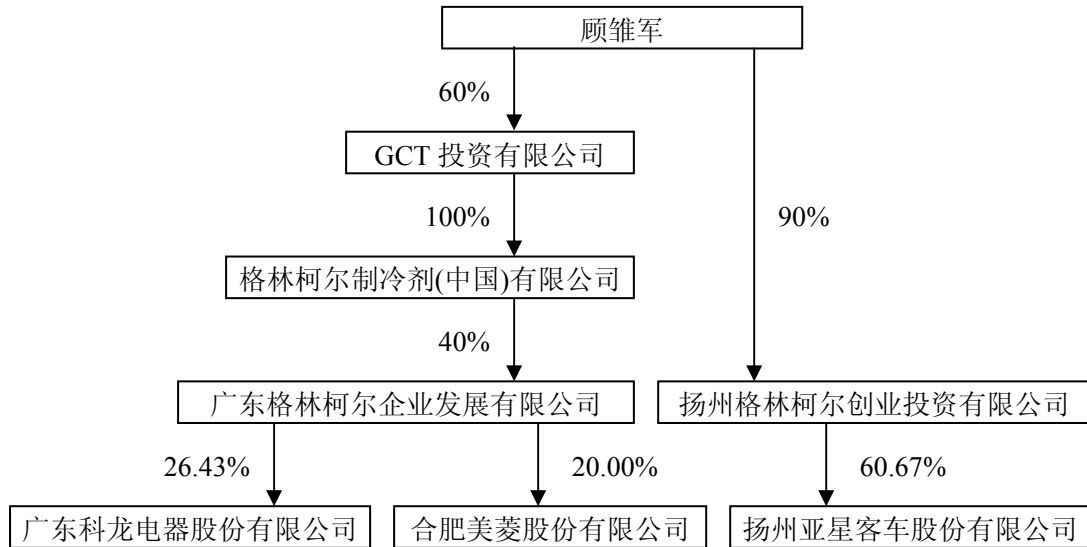
从 2000 年开始，随着对民营企业发行上市、受让国有股权政策的逐步放宽，证券市场上出现了一家民营企业同时控制多家上市公司的情况，即所谓的民营企业系现象。根据 2004 年年度报告披露的信息，目前上海股市同时控股两家(及以上)上市公司的民营企业有 26 家，被控制的上市公司有 47 家。

民营企业同时控股多家上市公司，构造企业系的方式主要有以下两种：

(1) 民营企业系的构造方式之一：水平控制

某家民营企业（同一法人实体）同时持有多家上市公司的股份并居于控股地位，上市公司之间则保持相对独立。这类民营企业一般都是经过相对长时间的原始积累，在进入资本市场前自身实力较为雄厚，在产业界已经积聚了相当高的声誉，其掌控的上市公司中一般有一家是通过 IPO 方式上市，另外的公司为收购控股。

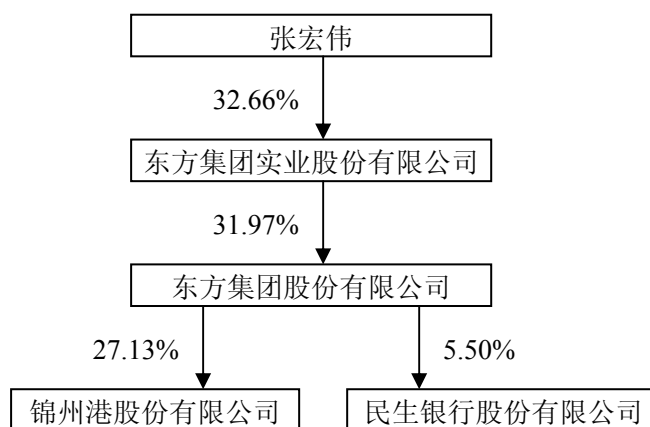
图 4.3 格林柯尔系的水平控制结构



(2) 民营企业系的构造方式之二：垂直控制

这种控制模式是一种类似于金字塔式的纵向层级控股方式，控股者位于金字塔的顶端，由其控股第一层级上市公司，再由第一层级上市公司控股第二层级上市公司。借助这种方式，最终控制人的控制权以几何级数形式放大。

图 4.4 东方系的垂直控制结构



2. 民营企业系的所有权和控制权

相对于一般的民营上市企业，民营企业系的股权结构较为复杂，两者在所有权和控制权方面可能有所差异。为此，我们以民营企业系控制的 47 家上市公司为对象，同时，选取了民营企业控制单家上市公司涉及的 166 家上市公司为样本，对两组公司的所有权和控制权进行对比分析。

从表 4.7 中可以发现，在民营企业系控制的上市公司中，虽然最终控制人拥有的所有权和控制权均低于民营企业控制单家上市公司的情况，但前者的所有权和控制权的分离程度要大于后者，这主要是因为民营企业系的控制链较长，其平

均控制层数为 1.83 层，而后者的平均控制层数为 1.28 层。可见，与控制单家上市公司相比，民营企业通过控制多家上市公司加剧了控制权与现金流权的分离，使得民营企业以较少的资产实现了对较大资产的上市公司的控制。

更进一步的分析显示，在民营企业控制多家和单家上市公司这两种情况下，上市公司的资产负债率和净资产收益率存在非常明显的差异，前者的资产负债率要高于后者，而净资产收益率却远低于后者。这可能是因为在民营企业系中，最终控制人可以用较少的现金流来实现对下层公司的实质性控制，所引发的代理问题更为严重，其对少数股东利益的侵害程度和对上市公司绩效的负面影响也更大。

表 4.7 民营上市企业与国有上市企业的股权结构比较

	民营企业系上市企业	非民营企业系上市企业	全体样本
控制权(%)	28.77	35.76	34.32
所有权(%)	14.43	24.48	22.42
控制权-所有权(%)	14.34	11.28	11.90
所有权/控制权(倍数)	0.49	0.68	0.63
控制层数(层)	1.83	1.28	1.40
资产负债率(%)	60.89	51.37	54.23
净资产收益率(%)	4.01	6.49	5.58
样本数	47	166	213

3. 民营企业构造企业系的动机分析

从目前来看，打造上市公司“系”，寻求产业多元化发展，确实是一些造“系”者的单纯想法，但从近几年爆发的一系列事件来看，相当部分造系者的动机并不单纯，隐藏着高风险。

(1) 民营企业构造企业系的动机之一：掏空上市公司

相当部分造系者利用中国股市的制度缺陷和法律漏洞，以产业整合或产业多元化为掩护，利用企业系中复杂的股权关系，通过如下三种途径来掏空上市公司。

第一种途径是占用上市公司资金。最终控制人占用上市公司资金的形式可谓多种多样，借款、垫付资金、销售业务往来等往往成为重要的“输血”途径。

第二种途径是关联交易。最终控制人利用自身控制地位采取资产置换、成立合资公司等手段掏空上市公司。

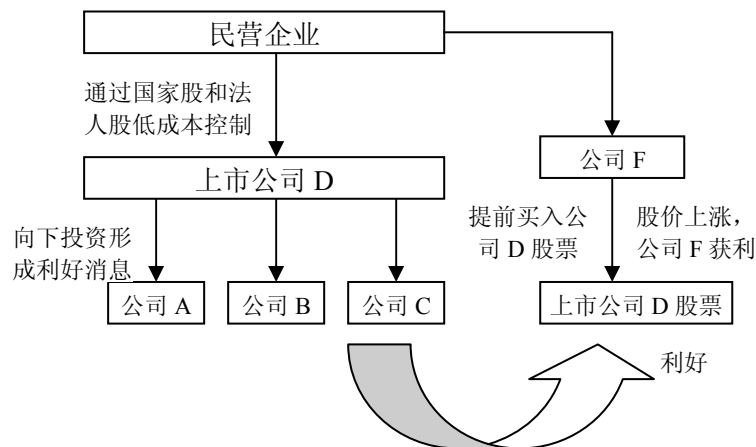
第三种途径是为控股股东及其他关联方提供担保。造“系”者通常会操控上

上市公司为一些财务状况不明的企业提供担保，或者为子公司担保，背地里则由这些企业为控股股东及其关联方提供担保。

(2) 民营企业构造企业系的动机之二：操纵股价

有些民营企业在构筑企业系中不仅从上市公司套取资金，还自己充当庄家或配合庄家操纵公司股价牟取巨额利益。由于未流通的国家股和法人股在上市公司的股份中占有很大的比例，同时价格远低于流通股，这使得民营企业可以通过很低的价格受让国家股和法人股，实现对一家上市公司的控制。当这些民营企业低成本控制上市公司后，便不断进行对外投资，籍此制造二级市场上的利好消息，推动股价上涨。中小投资者在从众心理或羊群效应的作用下，试图在股价的短期疯涨中尽快获利了结，并把风险转移给其他的投资者。投资者的短期投资倾向加上庄家的操纵，使得这类上市公司股价波动较大，中小投资者利益受损的可能性较高。

图 4.5 民营企业系操纵股价的运作模式



专栏 4.3

一种不得不关注的力量：造系者说

中国证券市场一种力量在不断地增长，目前这种力量已经发展到让我们不得不重视的时候，这便是证券市场中的“系”。

不论是目前错综复杂、花样不断、“系”列辈出，不外乎都是为了一个目的，就是在资本市场融资。资本逐利无不为了利润最大化。中国证券市场的制度缺失，给不断涌出的“系”提供了机会。

“可以毫无避讳地说，我造系其一是为了融资，其二还是为了融资。”一位目前在中国资本市场控制着数家上市公司的造系者张先生在接受《新财经》记者采访时如是说。

“这是一个被扭曲的造系运动，为了快速融资，许多和我们一样的人，加入了造系者的队伍。”张对《新财经》记者说。“中科系”模式至今仍然被一些机构运用，只不过他们在资

金链的维护与安全性方面，无疑更加强了防范。“现在的市场机构已经不像以前那样在二级市场上速战速决，控制上市公司已经不是简单意义上的配合股票运作了。为了不违反监管法则，又要达到控制上市公司的目的，只有先成上市公司的大股东或控股股东，然后再对上市公司进行包装，高价卖掉或者运作上市公司的股票。”也就是说，目前证券市场中的系，已经由过去的操作股票的“系”演变成控股多家上市公司的“系”。

造系游戏

2000年初，张成立了自己的农业类高科技股份制公司。对他来说，要想做大企业，资金成为关键一环。如何在资本市场上融资，成为当务之急，上市当然是最好的融资办法。但是根据中国证监会关于股份制公司上市的要求，他的公司要想上市需三年。

“收购上市公司这种方式确实是最快又最省钱的办法。目前证券市场的弊端就是同股不同权，而且大股东一股独大，只要成为上市公司的大股东，这家公司的控制权和经营权则自然而然地落到手中。到那时，从上市公司中取得资金自然不是问题。”他告诉《新财经》记者。经过他们和第一大股东当地国资局的多次谈判，几个月后，以高于净资产10%的价格及承担部分债务的条件，顺利地与该公司第一大股东签署了股权转让协议，他也就有了第一家上市公司。“这家公司当时具备融资的条件，利用上市公司的资源优势，我从银行很顺利地贷到许多钱，也就是我当初投入的收购资金70%收回了。用这些钱，以委托理财的方式交给我的关联投资咨询公司，进行这家公司股票炒作。”

2000年，中国股市二级市场行情使他快速地赢得了更多资金。他先将自己的优质资产装入上市公司，这样，则有利于制造业绩和形成高科技概念。与此同时，他的咨询公司通过二级市场不断地买入这家上市公司的股票，该只股票在其成功入主后的七个月，股票价格上涨70%多。

收购这家上市公司后仅四个月，他又利用这家上市公司以出资4000万元的方式收购了自己仅成立不到半年的另一控股公司持有的一家生产转基因公司80%的股权。通过这样的收购方式张获得了大量现金，实现了原有资产的快速升值和变现。随后在其入主一年半后，利用上市公司的配股资格，在二级市场配股筹资3.2亿元。

张先生收购其他上市公司的手法与此类似。其目的都是先控制上市公司，再以成立新公司为名，让上市公司出巨资成为大股东，有的公司则是上市公司以现金出资65%以上，而自己参与合资的另一公司则以实物参股，甚至直接将手中的资产卖给上市公司进行套现，从而使上市公司的资金进入自己掌控之中。

抢占壳资源

“中国目前上市公司重组还处于刚刚起步的阶段。壳资源非常多，而且很廉价，加上部分股份还不能流通，同股不同权，收购上市公司的国有股和法人股成为快速获取暴利的手段。”张先生对《新财经》记者说。在不到两年半的时间里，他先后收购了多家上市公司。造系必须要有大量的资金作为后盾和依托。能否有源源不断的后续资金加入，对支撑目前的产业架构来说至关重要，尤其实业运作上的“短板”已无法支持其自身的迅速发展和扩张。目前普遍运用的融资模式是资产抵(质)押-银行贷款-投资-再抵(质)押-再投资的循环链；另一种是，资产担保-融资-投资-再担保-再融资-投资。

张先生对《新财经》记者讲，目前造系者打造融资渠道的手法正在发生转变，通过自己控制的上市公司从银行贷款，控制的上市公司之间相互担保贷款，进行关联交易，从而做高企业业绩；另外，将一部分钱委托给自己投资公司来运作股票，这样的话，可以获取利益最大化。在上市公司没有更好的融资渠道下，可以择价买掉这个壳。他就是用这种方式，从控制的上市公司中获取配股资金6亿多元，并且形成上市公司相互担保链。其自有资产从原本的一个多亿，经过几番运作后，资产快速膨胀，升至十几亿元。但与之形成强烈反差的是，目前控制的上市公司真实经营状况并无大的变化。

“在中国证券市场上造系，最后的结果就是，套牢银行，从上市公司、投资者手中拿钱，办自己的事情。企业发展到一定的阶段，最关键的就是，现金流。最快的融资是民企做大的先决条件。从上市公司中拿钱，目前已经成为流行趋势。”张先生对《新财经》记者如是说。

随着中国证监会对上市公司重组监管的不断完善和加强，造系者的造系行为将会越来越隐蔽，造系者将多处于幕后运作，而不走上前台。关联公司控股上市公司的行为将会越来越多。如果，造系者是为了企业的快速发展而进入上市公司，并且有优质资产进入的话，对证券市场将是有利的。如果，造系者进入上市公司仅仅是为了从上市公司拿钱，掏空上市公司，套牢银行的话，这对于正在发展的中国证券市场来说，将会是一颗没有点燃的炸弹。

资料来源：《新财经》2003年5月。

4. 民营企业系发展中存在的主要问题

这几年出现的民营企业造系运动，从表面上看，是众多企业为多元化经营而实施的战略布局，是优势企业收购弱势企业的资产重组。但从最近爆发的一系列事件来看，在市场发展、监管机制都还不完善的情况下，相当部分民营企业系是利用中国股市的制度缺陷和法律漏洞，为获取超额利润而进行的商业上的铤而走险。

与只控制一家上市公司的民营企业相比，民营企业系在掏空上市公司和侵害中小股东利益的方式上并没有显著差别，真正的差别之处在于其酿成的风险大小及对资本市场和社会的影响力度。

在民营企业系中，由于上市公司资产质量较高，筹资渠道较多，在上市公司作为担保人情况下，银行一般都愿意向控制集团贷款，方便了“企业系”的构筑。控制集团往往以其持有的上市公司股权质押贷款，以贷款再去收购其他上市公司股权，通过一系列“资本运作”，以小博大，将各个关联企业的资金紧密地串联在一起，从而形成一个相互支撑的多米诺骨牌般的资金链，一旦链条中的某一环节出现问题，将引发资金链断裂，从而导致一家公司的风险放大，波及到系内所有上市公司，引起系内所有上市公司面临危机。在此情况下，不仅会导致控制集团丧失对上市公司的控制权，而且会引发市场恐慌性抛售，影响证券市场的稳定发展。而且，从造系运动的趋势来看，民企造系有向金融资本渗透的趋势，如此一来，单个上市公司的风险就有扩散成金融风波的危险。单纯的个体上市公司风险由于“系”的存在形成了证券市场的系统风险，又由于产融结合模式，民营企业系的风险就像放射波一样扩大，形成了整个金融系统的风险。中科系、德隆系等一系列事件已充分说明了这一点。

专栏 4.4 德隆系资金黑洞到底有多大？

资金一直是德隆最关键的命脉,同时也是它最大的秘密。长期以来,德隆的资本运作手腕一直为人所惊叹,而支持它的便是天文数字的资金,但资金的来源和去向却是云山雾罩,即使是德隆内部高层,对于德隆的整体资金情况也大多难知全貌。"真正掌握核心数字的,整个德隆不会超过 5 个人。"一位德隆人士这样说道。

不过,随着德隆风暴越刮越烈,许多曾经深深掩盖的情况渐渐吹开。展现在人们面前的,是一个又一个触目惊心的黑洞。这些黑洞互相混杂纠结,犹如一团乱麻,要想彻底理清,还有待各界努力。就目前而言,在进行多方采访和综合统计之后,记者发现,德隆系的银行贷款及社会融资规模至少都要超过百亿,其中与上市公司有关的资金黑洞便超过 50 亿元。

追寻资金来源

没有任何企业能在短短数年内靠自身积累完成这样规模的构筑,德隆也不例外。自进入资本市场伊始,德隆的高速扩张便伴随着同样高速的融资。几乎每一次投资,德隆都会将其设计成为更大规模的融资行为。

德隆最重要的融资平台有二:上市公司和各类金融机构。上市公司除了从证券市场上融资之外,更多地是利用上市公司的信誉,以贷款、担保、抵押等形式从银行获取资金;而德隆控制的租赁公司、证券公司、信托公司、城市商业银行等各类金融机构更是将融资功能发挥到了极致,成为德隆得心应手的"提款机"。

近日来,德隆系上市公司的一连串公告,暴露了德隆占用上市公司资金的真相。湘火炬、合金投资、新疆屯河、天山股份、重庆实业无一幸免,被占用的资金总额超过 40 亿元。

新疆屯河: 2.9 亿元大额存单被质押,对外担保约 8.58 亿元,9.96 亿元资产被抵押;

湘火炬: 德隆集团及其关联企业间接占用公司资金共计 3.04 亿元;

合金投资: 被占用资金 1.8 亿元,未披露的担保 4.82 亿元,控股子公司 1.44 亿元国债被德恒证券挪用;

天山股份: 9000 万元贷款逾期,对外担保超过 2.5 亿元,3 亿多元表外银行贷款被用作委托理财;

重庆实业: 公司 5 亿多元的现金通过关联交易和资金占用手段流向了实际控制人德隆。对外担保累计金额为 5.11 亿元,占净资产的 183.8%,其中逾期担保 1.08 亿元。

可以看出,在这些被占用的资金中,上市公司自身的资金还只占少数,大多数的资金是通过担保的形式,由德隆的其它关联公司从银行获得。上市公司大量未披露的或有负债,成为德隆获取资金的强力手段。

尽管上市公司被接近掏空,仍然难以满足德隆的资金渴求。因此,德隆在近几年中控制的大量金融机构成为其效率更高的融资平台。在德隆的控制下,这些金融机构不惜违反法规,用各种手段从市场中"捞钱"。

资金投向何处

巨额融资堆起了德隆,而巨额投资则消耗着德隆。代价高昂的股份维护、不加节制的行业并购、成本奇高的融资费用,这一切都像无底深渊一般,吞噬着德隆的资金-----虽然其中大部分都不是德隆自身的。

德隆系"老三股"的疯狂涨升曾被视为股市一大奇观。从德隆入主之后,湘火炬、合金投资、新疆屯河便一路飙升,据粗略计算,按照复权价计算,湘火炬的最高价曾 240 元,合金投资 230 元,新疆屯河也近 190 元。但是,高高在上的股价使它们成为股市中的"观赏品种",鲜有投资者敢于沾手。

德隆本身操控"老三股"股价已经成为市场中公开的秘密。虽然德隆曾一再否认,但德恒证券、恒信证券大量持有"老三股"股票的事实已经让辩护变得如此脆弱无力。德隆的困境在于,高度控盘的股票无法变现,但悬在空中的股价却需要真金白银去维持。

曾有市场人士给德隆算过帐:德隆为支撑股价每年付出的成本高达8亿元。如果从1997年开始算起,"老三股"至少套牢了德隆四五十亿的资金。

但这比起德隆的并购花费来还不算什么。自1996年10月介入新疆屯河以来,德隆在资本市场上大举出手,将多家上市公司收入囊中。在德隆入主之后,这些上市公司又无一例外地开始了大量的投资活动。近两年,德隆又将并购的目标指向了包括矿业、旅游、零售、汽车、农业、食品等多达数十个行业。

曾披露的德隆国际截至2003年6月30日的资产负债表显示,德隆国际总资产为204.95亿元,其中大部分是通过并购形成。在这样的高速并购活动中,大量的资金沉淀为流动性较差的资产。

一方面,德隆的投资速度急速加快,融资成本越来越高昂;另一方面,所投资的项目产生的经营现金流又不足以弥补资金缺口。当资金链出现崩裂的时候,留给德隆的就只能是一个难以填补的窟窿。

资料来源:叶展,《上海证券报》2004年6月17日。

控制权市场

1. 控制权市场发展的制约因素

高效而富有活力的公司控制权市场对于改善公司治理、提高资源配置效率均具有积极作用。在中国,由于股权分置、市场发育不健全以及法制环境不成熟等原因,民营上市企业的控制权市场尚有待形成。

作为历史遗留的制度性缺陷,目前中国上市公司的绝大部分股份暂不上市流通,截至2004年底,非流通股份占上市公司总股本的64%,而民营上市企业非流通股份所占比例平均也高达61%。这种特殊的股权分置安排严重影响了股市定价功能的发挥,导致股市无法以股价的涨跌来反映公司的经营业绩,从而削弱了股价涨跌对民营上市企业大股东和管理层的压力。此外,由于大股东持有的股份不能在市场上公开流通,使市场交易不对上市公司控制权产生影响,削弱了证券市场敌意购并和代理权争夺对管理者的监督作用,从而加重了民营上市企业的“道德风险”问题。

民营上市企业控制权市场的发展还受到融资机制缺乏的制约。当前我国上市公司的并购主要以资产置换和股权置换为主,上市公司并购融资工具单一且发展

很不成熟。在我国现行制度环境下，针对并购的银行短期信贷是难以获得的，利用发行债券融资还面临着诸如发债额度、债券利率、资金投向等多种约束，导致债务性并购融资的渠道不够通畅；另一方面，由于不规范的股权结构以及相关的法律法规不健全，上市公司的换股并购并未得到较快发展。可以说，并购的资金来源问题已成为制约大规模战略性并购的主要瓶颈之一。

此外，内幕交易和股价操纵等违法行为损害了控制权市场的真正功能。当前股票市场流通股和非流通股分裂的股权结构，导致流通股的价格波动不会直接影响非流通股的转让定价。因此，内部人完全有可能凭借其掌握的购并信息，在支付有限的股权转让价格的同时，扮演“内幕交易者”的角色，即凭借内幕信息从二级市场获取巨大的流通股差价利润。大量研究（陈信元，1999；高见，2000；顾勇，2002；施东晖，2002）及市场参与者普遍观察到的现象均表明，控制权转让这一重要信息在正式公告前就已在市场上提前反应。从实际情况来看，内幕人既可能是大股东，也可能是其他利益相关者，甚至包括知情的经理人，而且经常是在一定利益分配机制下各相关主体的合谋行为。这种合谋行为严重损害了控制权市场的真正功能，甚至造成了中国证券市场的信任危机。

2. 机构投资者与公司控制

在成熟的资本市场，机构投资者对其所投资企业往往能施加重要影响。作为上市公司的大股东，机构投资者往往能够通过拥有足够的投票权对经理人员施加压力，甚至可以通过代理权竞争和接管来罢免经理人员，有效解决代理问题。

早期的中国机构投资者力量比较薄弱，个人投资者占据中国股票市场的主体地位，机构投资者基本上是被动投资，很少执行以公司治理为导向的积极投资，对所投资企业经营绩效表达不满的方式主要是“用脚投票”。随着机构投资者的发展壮大，他们也开始积极参与公司治理。近年来，中国证券市场上的部分机构投资者开始通过征集代理投票权和提出股东议案等形式积极地参与公司治理，其积极作用开始显现。

总体看来，目前机构投资者在民营上市企业控制和治理中发挥的作用还很小，这是因为影响中国机构投资者公司治理行为的法律和制度等障碍仍然存在。主要有以下几个方面：

首先，中国证券市场存在股权分置和近三分之二股票不流通，而投资基金的

持股有两个 10%的规定,即“一个基金持有一家上市公司的股票,不得超过该基金资产净值的 10%”,“同一基金管理人管理的全部基金持有一家上市公司发行的证券,不得超过该证券的 10%”,从而导致基金在绝大多数上市公司中的持股比例不具有控制力,这严重地影响了其参与公司治理的能力。

其次,大多数机构投资者的国有产权性质使其经营者具有事实上负盈不负亏的特征,主要由国有证券公司和国有信托公司发起设立的基金管理公司也没有建立相关的约束机制来防范基金管理者的道德风险行为。这些机构投资者同样具有国有控股上市公司普遍存在的委托人缺位、“内部人控制”和治理机制不健全等问题,决定了其参与公司治理的动力和效率不足。

小结

在中国上市公司“一股独大”的股权结构和经济转轨的制度背景下,我国民营上市企业的最终控制人多数采用金字塔方式以实现用较少的投资控制较多的企业股份的目的。平均而言,最终控制人对企业的投入为 22.42%,而其控制权则为 34.32%。与所有权和控制权分离情况严重的东亚地区的其他国家和地区相比,我国民营上市企业的两权分离程度更大。进一步的分析显示,这种所有权和控制权的分离对企业绩效带来了负面影响。

相对于一般的民营上市企业,民营企业系的所有权和控制权结构更为复杂,民营企业通过控制多家上市公司加剧了控制权与现金流权的分离,对上市公司绩效的负面影响也更大。从民营企业造系的动机来看,相当部分造系者利用中国股市的制度缺陷和法律漏洞,以产业整合或产业多元化为掩护,利用企业系中复杂的股权关系,掏空上市公司或操纵股价,严重影响了证券市场的稳定、健康发展。

众所周知,民营经济在我国经济发展中的地位越来越高,“国退民进”已成为经济改革的重点。当我们畅谈国有企业转制、促进民营企业发展之时,切不可忽视民营企业内部的公司治理问题,而所有权和控制权结构则是重中之重。因此,完善民营上市企业的所有权和控制权结构,对于推进公司治理建设,促进中国证券市场健康发展具有重要意义。

1. 鼓励自然人持股公司直接整体上市

在中国证券市场的发展初期，市场的主要功能是为国有企业融资，所以企业集团控股现象较多，每个上市公司的控股方背后还错综复杂地设置了许多层控股企业方，这就为关联交易、资金占用和违规担保的大量产生提供了灰色地带。随着股票发行制度的改革和市场融资功能的日益完善，应鼓励自然人持股公司直接整体上市，将所有权和控制权落实到活生生的个人，这样民营上市企业的最终控制人、控制结构和现金流向的透明度将大为增加，而所有权和控制权的分离程度也将大为降低，关联交易、资金占用和违规担保的可能性亦大为降低，从而有助于降低最终控制人的道德风险，使其自身利益与公司价值及其他股东利益间的相关性显著增强。

2. 完善上市公司最终控制人的信息披露制度

目前，有关上市公司实际控制人的披露制度已初步建立，相关规定散见于证监会发布的《公开发行证券的信息披露内容与格式准则》第1号《招股说明书》、第2号《年度报告的内容与格式》及第15号《持股变动报告书》，其中对实际控制人的认定，还应适用《上市公司收购管理办法》第61条的规定。但在具体执行过程中，上述规定也暴露出一定问题，如对实际控制人的界定不够明晰、上市公司在实际控制人披露方面准确性不高，及时性较差，因此需要进一步完善：

一是应当在相关规定中明确公司的实际控制人就是指最终控制人，并完善相关的认定标准，特别是将采用信托方式间接控股以及通过其他私下协议、私下安排等方式控制公司的人也纳入披露范围。

二是加强对上市公司最终控制人的关注力度。证券交易所通过分析公司的股权结构、董事的简历背景等各种途径，挖掘公司的最终控制人，建立上市公司最终控制人的档案信息，制作每家上市公司的控制结构图并输入日常监管信息系统，监督其关联交易的合法性和合理性。

3. 加强对控制权和现金流权分离程度较高公司行为的监管

当民营企业通过多层次金字塔结构控制上市公司时，由于民营企业控制者在不同上市公司中持股比例和利益的不同，其偏向于对控制权和现金流权分离程度较高公司的少数股东进行侵害。监管机构应对这些上市公司的再融资行为、关联交易、对外担保、信息披露、少数股东权益保护、同业竞争、股权变化等方面行为加强监管，使其有比较透明的信息披露。

4. 在“国退民进”中加强对民营企业收购行为的监管

上市公司控制权变更直接关系到上市公司的生存和发展，应当加强对上市公司实际控制权变更情况的监管和审核，明确收购人应具备的资格（如控制集团应有三年以上持续经营记录，公司经营状态良好，经审计最后一年盈利），要求其出具收购后公司业务发展的重组方案，说明收购人在该行业已经具有的竞争实力，并将此作为豁免要约收购义务的条件之一。其次，重点关注收购资金来源的合理合法性，严防其从控股的上市公司套取资金用以收购其他上市公司，对来源于信贷资金的还应要求其提供与银行签订的贷款合同，限制依赖银行信贷资金进行所谓“产业整合”的收购行为，以此作为判断其是否具备实际履约能力的重要标准。

5. 强化董事及高管人员所承担的民事责任，加大刑事处罚力度。

民营上市企业所有权与控制权分离的现象较为严重，形成最终控制人对公司的完全控制，要有效制约最终控制人的侵害行为、保护好小股东权益，必须借助法律手段。当前应通过立法和司法解释细化证券违法行为的民事责任，而《公司法》等相关法律法规的修改中应进一步完善董事民事责任制度，规定更为科学、合理的董事责任追究民事实体要件和程序保障，更好地发挥其应有的法律功能。此外，建议在短期内强化刑事责任，打击董事和高管滥用公司财产、转移股东财富的行为。