

# 上市公司家族控制权增长路径 依赖与特征分析

苏启林

家族控制的上市公司占我国上市公司的比重在当前虽然偏低,但家族控制的上市公司的发展却几乎与我国股市是同时起步的。1993年6月在上海证交所上市的福耀玻璃(600660.SH)、1994年1月上市的东方集团(600811.SH)以及1994年1月在深圳证交所上市的方向钱潮(000559.SZ)标志着我国家族控制的上市公司的诞生,虽然其第一大股东戴着法人的“红帽子”,但这并不否认,这三家上市公司的最终控制人从一开始分别是曹德旺家族、张宏伟家族和鲁冠球家族的事实。

(一)我国家族控制的上市公司控制权的增长路径依赖。

我国家族控制的上市公司控制权的增长路径主要包括:直接公开上市(IPO)、股权受让、管理层收购(MBO)三种路径,而这三种路径每条路径下面又细分为两条子路径,见图1:

沿着路径1增长的家族控制权的上市公司的比重不大,这是因为政府将证券市场直接融资的指标更多地给予了大中型国有企业。路径1的增长以2001年为界可以划分为两个大的阶段,2001年以前,我国家族控制的上市公司除了前三家之外,仅有1996年9月上市的由郭立文家族控制的哈慈

股份(600752.SH)以及1998年上市的由四川刘氏兄弟控制的新希望(000876.SZ)两家,总计5家。

路径1:

1A路径。2001年以前,没有出现自然人(家族)直接持股的上市公司(路径1A),其主要原因在于1999年7月前,法律规定自然持股比例不得超过0.5%,1999年7月《证券法》取消了这个限制,给予自然人与法人同等权利。2001年和2002年两年间沿着路径1A增长家族控制权的也仅有5家,包括王春鸣家族控股的国栋建设、叶洋友家族控股的腾达建设、潘氏家族控制的天通股份以及张学阳家族控制的精伦电子以及王栋等自然人直接控股的宏智科技。值得注意的是1A路径的家族控制权增长速度开始加快,仅2003年第1季度,就有3家自然人直接控股的公司上市(《新财经》,2003/05)。

1B路径。1B路径在2001年出现“井喷”行情,2001年先后有迪康药业、康美药业、太太药业、广东榕泰、宏达股份等多家家族间接控制的公司上市,引起了极大的震动。至2002年底,有30家公司沿着1B路径实现了家族控制权的增长,成为我国上市公司控制权增长的主要路径选择。1B路径在我国股市还是一路畅通的,自1993年第一家家族间接控制的公司上市,至今已走过了十年的历程。

路径2:

路径2是我国上市公司中家族控制权实现的最主要路径,其中绝大部分是2A

路径,截止2002年底已有90家家族控制的上市公司通过2A路径实现控制权增长。2A路径主要是控制性家族通过国有股、国有法人股的协议转让、拍卖等形式实现家族控制权的增长。值得注意的是,2B路径虽然“天生”不适应股权割裂的中国股市特色,但2003年7月18日随着郑百文的复牌,张继升家族控制的山东三联取得上市公司控制权,并首开先河地持有郑百文5300万的流通股,占总股本的27%。其具有开创性的意义在于,第一次通过控制流通股成为第一大股东的控制性家族,其无论成败,对于将来股权割裂消除后的中国股市的发展均具有开天辟地的借鉴作用,也可以说是中国股市全流通下家族控股的第一步宝贵探索。

路径3:

由于管理层对MBO政策变化的反复无常性,沿着3A路径增长的家族控制权增长的粤美的(000527.SZ)成为受到政府(顺德区政府)成功支持的合法MBO。粤美的从1998年起开始酝酿MBO,2000年4月,何亨健控股25%,其余由其他管理层持股的顺德美托公司成立,并在2000年5月,12月两次成功收购了政府控股公司的股权,并成为第一大股东。此后,在武昌鱼(600275.SH)、洞庭水殖(600257.SH)、特变电工(600098.SH)和方大集团(000055.SZ)出现了成功的MBO之后掀起了一股MBO的高潮。

但是在MBO的过程中,由于信息不对称和地方保护主义,出现了很多的问题,使得管理层不得不叫停MBO。随着管理层对MBO的叫停,MBO的隐秘程度也越来越深了,即只能陷入3B路径之中或者就是在等待

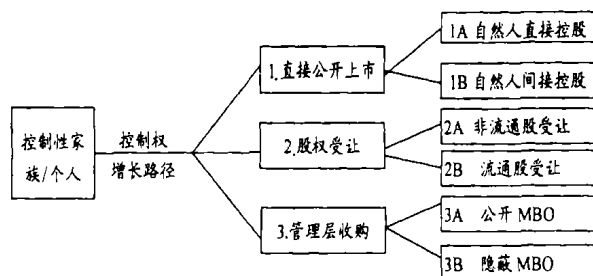


图1: 我国家族控制的上市公司控制权增长路径示意图

复杂的批复之中。MBO 秘道之一,先由私营公司收购国有股,再从私营公司手中回购股份,这样可以绕过政策关口。如 2003 年 8 月 11 日私营的南方香江公司正式成为山东临工(600162.SH)第一大股东,而在南方香江的背后是山东临工的 7 位高管,其下一步计划联合部分职工成立公司,再从南方香江手中回购上市公司的优质核心资产。秘道之二,上市公司实现 MBO,再反过来控制上市公司的大股东,在人事上控制自己的大股东。创造这一秘道的就是吉林敖东(000623.SZ)。

(二)我国上市公司家族控制的特征分析。

我国家族控制的上市公司的特征主要体现在以下三个方面:

1. 我国广泛使用的家族控制权增长方式是金字塔式控股。在东亚和欧洲地区广泛使用的控制权增长方式是金字塔式控股一样,我国控制性家族广泛采用这种方式提高控制权。与其他地区不同的是,我国很少使用其他的控制权增长方式,这主要因为我国家族控制的上市公司发展较迟,除对发行双重股票有法律的限制之外,控制性家族也缺乏经济实力与操作方面的经验。

2. 家族控制的上市公司管理的家族色彩比较浓厚。家族成员不但在董事会和监事会中安排家族成员对上市公司进行控制,而且在经营权上也不断插手,使得职业经理人在家族控制的上市公司中难以掌握充分的经营权。因而我们可以说,我国家族控制的上市公司的一个重要特征是,浓厚的家族色彩导致所有权与经营权在相当大的程度上重合。除此之外,随着我国私营家族企业已陆续进入“接班”的高潮,家族控制的上市公司中“子承父业”的现象开始增加(不含父子同时创业的情况),这更加重了这些上市公司的家族控制色彩。

3. 相对于国资机构控股的上市公司而言,家族控制的上市公司价值较高。为了比较家族控制的上市公司与国有控股的上市公司,为保持研究的准确性,首先剔除了 6 家在 2003 年度刚刚完成收购的家族控制的上市公司,样本数因此为 122 家,具体的样本选择参见苏启林和朱文(2003)。并以

表 1 家族与国资机构控股的上市公司控制权与企业价值平均值分布与 t 检验结果

类 型 \ 指 标	控制权 CON	托宾 Q 值 Tobin'Q	净资产收益率 ROE
平均值 (Mean)			
家族控制的上市公司 (FB) N=122	30.91%	1.6961	8.16%
强控制型 (FBs) N=82	-	1.7404	8.71%
弱控制型 (FBs) N=40	-	1.6052	7.04%
国有机构控制的上市公司 (GB) N=102	38.61%	1.5267	-26.20%
强控制型 (GBs) N=80	-	1.5541	-34.37%
弱控制型 (GBs) N=22	-	1.4271	3.53%
t 检验值 (t-statistic)			
FB vs GB	-3.974***	1.887*	2.322**
FBs vs FBw	-	-0.989	-1.970
GBs vs GBw	-	-1.332	2.008**

注:\*\*\* 在 1%水平上显著,\*\* 在 5%水平上显著,\* 在 10%水平上显著。

这国资机构控股的上市公司作为对照样本研究,其要符合以下几个条件:必须是第一大股东,且第一大股东必须是国有资产管理机构以及下属的国有资产经营公司。满足上述条件的上市公司总共有 102 家。为了更加清晰地研究控制权问题,本文采用 Leech 和 Leahy(1991)第一大股东控制权比例超过 25%,则更容易赢得大多数其他股东的支持,处于优势表决权地位的研究结果,将上市公司控制权超过 25%以上的定为强控制型,反之定为弱控制型。上述数据除股价外,均来源于 2002 年上市公司年报,且托宾 Q 值=(流通市值+每股净资产×非流通股数+负债)÷总资产账面价值。

大部分的学者倾向于使用托宾 Q 值表示企业价值,存在的差异只是托宾 Q 值计算方法的不同,此外在研究中国上市公司价值时托宾 Q 值也被认为是企业价值的重要评估指标,如 Bai 等人(2002)认为,托宾 Q 值得衡量中国上市公司价值的主要指标之一。

由于托宾 Q 值为公司市值与重置价值之比,而我国上市公司重置价值的的数据很难得到,托宾 Q 值实际等于许小年和王燕(2000)提出的 MBR 以及胡汝银(2003)提出的市净率 Q。此外我国上市公司存在流通股与非流通股,流通股的市值很容易计算,而非流通股市值的计算则难以把握,本文将每股净资产视为非流通股价格进行计算。在衡量我国上市公司价值时,若单

独使用托宾 Q 值,会面临公司市场价值可信度的问题,这也就是表 2 中为什么大部分学者均使用组合指标来表示公司价值,而组合指标中最常用的两个指标就是托宾 Q 值和净资产收益率 ROE。因此本文对企业价值指标的选取是托宾 Q 值和 ROE,其中采用托宾 Q 值的另外一个原因是顺沿国际惯例,以便进行国际比较。

分析结果见表 1。由表 1 可以得出以下几点结论:其一,国资机构控股的上市公司与家族控制的上市公司在控制权分布与企业价值指标存在显著的差异,特别是在控制权指标上存在非常显著的反向差异;其二,国资机构控股的上市公司控制权的平均值高于家族控制的上市公司,国资机构控股的上市公司倾向于高比例控股,而家族控制的上市公司倾向于低比例控股;其三,无论是控制托宾 Q 值,还是按照净资产收益率,家族控制的上市公司企业价值平均值均高于国资机构控股的上市公司;其四,对家族控制的上市公司而言,强控制型的企业价值比弱控制型要高(但双尾检验不显著),对国资机构控股的上市公司而言,强控制型的净资产收益率明显低于弱控制型(但在托宾 Q 值指标上则不能观察到相反结果)。

作者单位:华南理工大学工商管理学院  
(责任编辑 吴雪)