

# 我国家族上市公司“一股独大”的利益分析

熊 鹏

(南京大学 商学院, 江苏 南京 210097)

**摘要:**随着近年来具有民营背景的家庭上市公司不断出现,其家族股东“一股独大”的股权结构引起了政府、投资者和理论界的重视。公司股权结构总是基于一定股东利益的获得与分配的。因此,本文将家族上市公司的家族大股东作为利益主体,试图从对家族股东的利益影响角度来分析家族上市公司“一股独大”的股权结构产生的根源。文章还就家族上市公司利益分配的合理化以及“一股独大”股权结构的调整和完善提出了对策和建议。

**关键词:**家族上市公司;一股独大;利益;制度缺陷

**中图分类号:**F121.23;F121.26 **文献标志码:**A **文章编号:**1009-3699(2005)01-0020-04

## Interest Analysis of “Domination of a Single Shareholder” in the Family Listed Company of China

XIONG Peng

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** As the family listed company with private background is constantly increasing in number, the company's stock right structure characterized by “domination of a single shareholder” has drawn the attention of government, investors and theoretical circle. The stock right structure of a company is always based on acquisition and distribution of certain shareholder's interests. So, this paper regards the big shareholder of the family listed company as the interest subject, and attempts to study the source of “domination of a single shareholder” from the angle that “domination of a single shareholder” influences the interests of the big shareholder. On this basis, the paper has offered suggestions on the rationalization of interest distribution and perfection of the stock right structure in the family listed company.

**Key words:** the family listed company; domination of a single shareholder; interest; system defect

### 一、引言

自2001年3月证监会宣布实施股票发行核准制以来,我国家族上市公司的发展成为社会各界关注的对象。2001年2月以来,包括太太药业、用友软件等四家私人股份占大比例的家族公司先后上市,并创造了“一夜暴富”的资本神话。随着越来越多的家族企业上市,家族上市公司类似国有股“一股独大”的股权结构引起了投资者和有关部门的重视。作为有别于一般公众公司的家族上市公司,是由原家族公司通过上市的方式

将部分股权转让给大众持有后转制而来的<sup>[1]</sup>。随着企业发展,尤其是企业转变为上市公司,家族成员拥有的公司股权应该逐步分散化和外部化,通过逐步稀释股权,从而降低决策风险和道德风险,改善公司治理结构。西方国家的家族上市公司通过逐步地股权稀释,已经很少有家族持股比例达50%以上的企业,而我国家族上市公司股份绝大部分为家族所有,家族持股处于绝对控股地位,从而出现了家族高比例持股的另类“一股独大”的股权结构(本文所指的股权结构,是 equity ownership structure(有人称所有权结构),即指股

东所持公司股份比例,与股权种类结构(A股、B股、流通股等)或所有制结构有一定差别)。统计数字表明,2001年以来,四家家族上市公司家族持股比例高达55%~74%,远远超过了目前我国A股上市公司第一大股东平均44.8%的持股比例。

关于我国家族上市公司“一股独大”的股权结构产生的溯源,国内理论界多从家族企业发展历史或管理传统等角度来解释,而较少从家族股东“一股独大”的利益层面进行研究和探讨。实际上,公司股权结构总是基于一定股东利益的获得与分配的。因此,本文将家族上市公司的家族大股东作为利益主体,试图从家族上市公司“一股独大”的股权结构对家族股东的利益影响角度来分析其产生的根源。在对家族上市公司“一股独大”的利益影响深入剖析的基础上,文章还就家族上市公司利益分配的合理化以及“一股独大”股权结构的调整和完善提出了对策和建议。

## 二、家族企业上市对家族股东利益的影响

在以身份与等级来约束权利的家族公司内,其财产所有权、经营权、使用权及转让权合而为一,家族大股东利益是公司的灵魂及目标,家族的资本积聚和对绝对控股的偏好正是为此目标服务的<sup>[2]</sup>。Shleifer和Vishny认为,当家族大股东股权比例超过某一点,基本上能充分控制公司决策时,他们可能更倾向获取公众股东不能分享的私人利益。从经济学角度来说,股东的行为符合经济人假设,即股东的行为总是为自己获得利益最大化服务的。因此,家族股东偏好绝对控股从而导致的“一股独大”的股权结构是为其利益目标服务的。

家族大股东的利益主要包括分红收入、资产增值以及通过关联交易占有公司资金。我国上市公司股利分配方式主要有派发现金红利和送红股两种。前者是以现金形式把利润分配给股东,后者是以股票红利形式把利润分配给股东。上市公司的利润分配方案是由股东大会批准,而家族大股东“一股独大”的股权结构使得股东大会通过的股利分配政策必然是基于家族大股东利益的。家族大股东凭借其控股地位可以获取与其高比例持股地位相对应的高额分红收入。表1说明了2003年我国主要的家族上市公司家族股东持股与分红收入的基本情况。2003年,五家家族上市公司家族股东控股比例平均为65.62%,其中用

友软件(600588)与广东榕泰(600589)的家族股东控股比例都达到了75%;五家公司的家族股东分红收入平均为7773.13万元,健康元(600380)的家族股东分红所得高达21347.55万元。

表1 2003年我国主要家族上市公司家族持股比例与股利分配情况

	天通股份 (600330)	康美药业 (600518)	用友软件 (600588)	健康元 (600380)	广东榕泰 (600589)
总股本(万股)	22 947	10 620	14 400	60 993	19 200
家族持股比例(%)	29.35	74.58	75	74.18	75
分红总额(万元)	2 983.11	2 055	8 640	21 347.55	3 840
家族分红额(万元)	875.54	1 980.1	6 480	15 835.61	2 880

注:1. 本表中股利分配指现金分红(含税),不涉及红股配送。

2. 资料来源:上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)。

在我国“一股独大”的家族上市公司中,家族大股东的利益除了分红收入,更重要的在于股票市值和资产增值带来的资本溢价收入。2001年2月以来,我国几家具有代表性的家族公司先后上市,它们利用原始资产存量的资产评估、溢价发行、挂牌交易的三级放大,把握上市名额的稀缺和股本规模小的先机,顺利实现了高市盈率、高溢价的首次公开发行股票(IPO)价格的高开。而首次公开发行股票(IPO)或增发过程的完成就意味着家族股东持有的以交易价格计算的股票市值和资产成倍增值(实际上真正获得资本溢价收入要考虑在二级市场上股份交易所产生的价格变化因素,这是主要指帐面价值增加)<sup>[3]</sup>。表2显示了我国主要的家族上市公司家族股东财富增值情况。表2中所列五家企业上市前家族股东总资产平均为3.56亿元,上市后总市值平均为29.70亿元,实现了8.34倍的平均增长,其中的用友软件(600588)更是实现了17.47倍的高增长。这些

表2 我国主要家族上市公司家族股东财富增值情况

	天通股份 (600330)	康美药业 (600518)	用友软件 (600588)	健康元 (600380)	广东榕泰 (600589)
发行价(元)	8.99	12.57	36.68	24.80	9.90
现价(元)	12.54	28.44	51.13	40.64	16.44
发行市盈率(%)	45.00	30.83	64.35	33.29	45.00
现市盈率(%)	41.57	69.06	72.63	50.34	74.67
上市前总资产(亿元)	3.81	2.31	1.62	7.39	2.69
上市后总市值(亿元)	4.12	13.36	28.31	85.03	17.67

注:1. “发行价”与“发行市盈率”取自各股发行日期,“现价”与“现市盈率”选自2002年10月11日的收盘价。

2. “上市前总资产”指家族股东在公司上市前持有的资产总值(2000年);“上市后总市值”指家族大股东在公司上市后持有股票总市值(2002年)。

3. 资料来源:上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)。

公司家族大股东的资产在上市后都实现了数倍、甚至数十倍的增长。这种家族股东“一夜暴富”的股市财富堆积效应的制度解释在于我国家族公司的家族发起人股东的股权价值和价格折算的特

殊性。我国家族上市公司的家族发起人股东是在资产评估增值基础上,按每股1元左右折价入股。而公众股东却按几十倍的现价购买一股,享有与发起人以一元折为一股所代表的同等权利,发起人的股权获得成本远远低于购买新发行股票投资者的成本,两者差额作为资本公积金被全体股东共同占有。从持股比例来看,在“一股独大”的家族上市公司里,家族股东高比例持股,从而合法地高比例占有了溢价发行中每股 $N(N = \text{发行价} - 1)$ 元的公积金总和。从某种意义上讲,只要IPO这一过程完成,就意味着家族发起人股东持有的原始股份价值增长了 $N$ 倍。这种资本溢价收入(至少是帐面上的)构成了家族大股东利益的重要组成部分。

我国证券市场的不规范使得上市公司在获利渠道上有漏洞可钻。家族公司上市后,家族大股东所控制的关联企业诱发的关联交易可能轻易地转移上市公司的资金,通过套取大量现金,使得公司庞大资源被个人或家族所利用。这种利用关联交易套取公司现金,并根据个人或家族欲望改变募股资金投向的获利方式也是影响家族股东追求控股地位的一个利益因素。我们选择前述样本中的健康元(原太太药业600380)作为研究对象,研究其前五位股东之间的关联关系。尽管太太药业在公司的招股说明书中也作了特别风险提示,但仅从表3披露的信息无法知道其家族控制的真实

表3 太太药业2002年9月30日前登记在册的前5名股东间的关联关系

前5名股东(法人股)	控股股东名称
深圳市百业源投资有限公司 48.96%	朱保国 刘广霞
香港鸿信行有限公司 18.54%	朱保国 太太药业集团
深圳市千广汇计算机技术有限公司 2.23%	深圳市世纪星源运输实业、焦作市成功化学制品
深圳市国运鸿贸易有限公司 2.23%	深圳市百业源投资有限公司 刘广霞
焦作市成功化学制品有限公司 2.23%	朱保国 刘广霞

注:太太药业的控人关系来自于公司2001年度报告,其2002年主要股东关系未发生变更;数据来自公司2002年10月30日公布的第三季度报告。

股份大小。太太药业总股本27108万股,5家发起人股东合计占74.18%股权,社会公众股占25.82%股权。而这5家发起人上市前本是同一个家族企业,第一大股东、持股48.96%的深圳百业源的终极股东即38岁的董事长朱保国,占90%;其妻31岁的副董事长刘广霞占10%;第二大股东、持股18.54%的香港鸿信行的终极股东为朱保国之母刘苗,占99.9%,朱保国占0.1%;另外三家各占2.23%的并列大股东,或是朱保

国、刘广霞开的“夫妻店”,或是朱保国之弟朱保安和刘广霞的叔嫂合资公司。总的来说,朱保国家族控股达到74.18%。尽管公司已经设立了两位独立董事,游离于大股东利益之外,公司重大的投资决策必须由独立董事通过以后才可实施,以期保障广大中小投资者的利益。然而在现有环境和公司法人治理结构状况下,大部分独立董事所尽的只是监督与进言的角色,实际上并不参与管理;独立董事是否能真正“独立”与“懂事”也只能用道德标准来判定。

### 三、基于家族股东利益“一股独大”的制度缺陷

郎咸平<sup>[4]</sup>的研究表明,家族企业通过上市公司聚敛财富是一种十分普遍的现象,即家族通过控股上市公司损害中小股东和一般投资者的利益。Claessens, Djankov等在1999年的一项关于亚洲地区家族股东通过控股上市公司剥削小股东的大样本实证研究中,也说明了家族股东“一股独大”对社会公众股东利益的损害。由于家族股东持有大量的股权,股东之间失去了相互制衡的作用,形成家族股东对公司的完全控制,这种特殊的公司治理结构蕴藏的风险主要表现为三个方面:首先是决策风险。股权过于集中于家族股东,由于缺乏有力的监督机制和集体的决策机制,决策失败的可能性增大;其次是道德风险。在家族控股企业里,控股家族通过控制上市公司的资产重组、股权交易等方式达到自身收益最大化,然而却损害了上市公司的利益,并且增加了日后关联交易的隐秘性,从而加大了防范和监管关联交易的复杂性;再次是能力风险。对于尚未实施职业化经理经营的家族式企业,其接班人的风险非常突出,企业经营决策的科学化、规范化常常与家族式管理模式发生冲突,这将成为企业进一步发展的桎梏。

由以上分析可知,对于家族上市公司家族股东过度利益倾斜形成的“一股独大”股权结构,如果不加以调整、完善,将产生有损于证券市场,乃至金融市场和整个社会经济发展的严重后果。第一,挫伤中小股东进行风险投资,特别是与家族资本合作的积极性。家族资本过度分享中小股东的权益财富、压低社会资本的收益水平,长此以往,必定严重挫伤社会资本所有者——中小投资者投资的积极性。第二,不利于培养真正优秀的家族企业,选拔合格的控股家族。一个控股家族如果不用通过经营努力就可以轻而易举地获得巨额的

资本增值与收益,就不可能激发努力经营、增加赢利的动力。目前一些民营上市公司已经凸显出所谓资本营运、从中小股东身上获取合法不合理利益的现象就是明证。第三,不利于我国证券市场的平稳发展。证券市场最基本的投资主体是社会公众投资者,而随着我国所有制结构的调整,我国证券市场上市公司的主体将是非公有制企业,其中相当一部分将是家族企业,因此社会资本与家族资本的结合将是保证证券市场稳定发展的必要条件。在家族资本与社会资本的结合中,保证双赢是证券市场长期稳定发展的前提,但目前的局面是难于保证这一点的。

#### 四、结论与对策

以上研究表明,我国家族上市公司“一股独大”股权结构存在不利于公众中小股东利益的制度缺陷。合理调整我国家族上市公司“一股独大”股权结构,防范其对中小股东带来的利益损害,以及对公司绩效的不利影响非常必要。我国家族上市公司最优股权结构是股权适度集中、家族股东相对控股,并与其他大股东存在的股权结构,这应是合理调整我国家族上市公司现有“一股独大”股权结构的方向。具体来说,这种调整就是使家族股东的股权适当分散化和外部化。总结欧美国家和东南亚地区家族企业实践,可以采取这样几种形式:通过再次发行股票集资,稀释家族控股股东持有的股权比例;采用信托或非盈利组织的方式,实现股权的分散化;将股权转让给外来经营者、员工,推行员工持股计划(ESOP)等。另外,要从根本上解决家族上市公司“一股独大”可能引起的问题,使中小投资者利益得到保护,必须在法律、法规机制的建立、公司制度建设等各个方面下工夫,进一步完善独立董事制度,赋予其更大的职权,可以参与企业管理;引入职业经理人制度,实行家族企业所有权和经营权有效分开;引入“终极所有人”概念,提升市场信息透明度,使投资者可以更合理地选择投资目标;加强监管,完善信息披露制度。

为了减少家族上市公司中家族股东“一股独大”损害中小股东的现象,我们还必须从制度上加以防范,可以采取的主要措施有:①在我国《公

司法》和交易所上市规则中引入“终极所有人”概念。目前中国股市上出现的家族企业并不都是像天通股份那样由自然人持股发起的,有的是通过家族控股的公司作为发起人上市的。这使得投资者难以了解上市公司股权结构的真实情况。引入“终极所有人”以后,就容易披露上市公司的真正控股家族,有利于对家族上市公司的合理监督,也有利于投资者进行正确的投资选择。②在投票机制上采取适当保护中小投资者的措施。可以对绝对控股的家族公司采取累计投票制的投票机制,改善董事会大股东垄断地位。累计投票制是指股东选举董事的投票中,不是一股一票,其可投票数等于其所持股份数乘以选举人数,然后把票数可以全部投给某一个董事或若干个董事,使中小股东推选的候选人取得相对集中的票数有机会进入董事会。③利用独立董事对控股家族进行监督。由于董事会、监事会成员可能都是家族成员,独立董事的监督作用相对就更加重要了。在证监会颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中,规定上市公司在2003年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。对家族上市公司来说,这个比例可以适当扩大,以更好的发挥独立董事的监督职能。总之,上市对于众多的家族企业来说还具有相当的吸引力,家族企业上市后也给我国股市带来了新的活力,但我们也不能放松警惕,既要充分发挥家族企业产权制度的优势,又要防范可能出现的问题,使家族企业朝着更健康的方向发展。

#### 参 考 文 献

- 1 易宪容. 家族上市公司的制度分析[J]. 财贸经济, 2002, (8).
- 2 冯邦彦. 香港华人企业的管理模式[J]. 香港信报月刊, 2000, (8).
- 3 闻岳春. 家族企业上市后如何面对另类“一股独大”[J]. 金融研究, 2001, (11).
- 4 郎咸平. 中国独特的类家族企业敛财模式[J]. 新财富, 2001, (4).
- 5 王彬. 论家庭公司[J]. 证券市场导刊, 2001, (8).
- 6 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999, (12).

[责任编辑 彭国庆]