



深圳证券交易所



第六届会员单位、基金公司研究成果评选

民营企业控制多家上市公司实证研究

D 上市公司类

一等奖

杨兴君、宗长玉、江艺

金信证券有限责任公司

内容提要

本报告结合我国国内民营企业控制多家上市公司的现实情况，从理论和实证两个方面研究我国国内民营企业控制多家上市公司的控制结构特征，及其对上市公司控制权、现金流权、分离系数和价值的影响，并进一步研究了民营企业控制多家上市公司时控制股东对少数股东权益实施侵害的概率和程度。

通过理论研究和实证研究，我们得出了以下结论：

- (1) 国内民营企业普遍使用金字塔结构控制多家上市公司。
- (2) 民营企业控制多家上市公司加剧了控制权与现金流权的分离。
- (3) 民营企业控制多家上市公司导致了上市公司价值的降低。
- (4) 民营企业控制多家上市公司加大了控制股东侵害少数股东权益的概率和程度。

在以上研究结论的基础上，我们提出了如下建议：

- (1) 完善民营企业控制多家上市公司的监管制度。
- (2) 尽快推行和完善终极控制人信息披露制度。
- (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。
- (4) 健全外部监督体系。
- (5) 完善对少数股东的民事赔偿责任制度。

目 录

1 研究背景

1.1 研究目的

1.2 国内外相关研究

1.3 研究对象

2 民营企业控制多家上市公司的概况

2.1 海外概况

2.2 国内概况

2.3 治理结构特征

3 理论研究

3.1 控制结构模型

3.2 结论

4 实证研究

4.1 样本选取

4.2 统计描述及分析

4.3 实证检验

5 结论及建议

5.1 结论

5.2 建议

参考文献

附 录

1 研究背景

1.1 研究目的

随着民营企业控制上市公司现象的日渐增多，与之相关的利益分配、治理结构及其代理问题也逐渐暴露，给正常的社会和经济秩序带来不稳定因素。由于利益的驱使，民营企业即使只控制单家上市公司，在违规收益高于违规成本的情况下，大股东侵害上市公司和少数股东利益行为的发生也有其必然性；而当民营企业同时控制多家上市公司时，由于民营企业在不同上市公司持股比例及利益的不同，进一步使违规行为表征及其后果复杂化，则其侵害行为可能更具复杂性和隐秘性，并且侵害程度也可能更大。

所以，民营企业控制多家上市公司产生的问题已经成为我们必须关注的一个重要课题，研究这一课题无疑具有极为重要的现实意义和迫切性。本研究将结合我国国内民营企业控制多家上市公司的现实情况，从理论和实证两个方面研究我国国内民营企业控制多家上市公司的控制结构特征，及其对上市公司控制权、现金流权、分离系数和价值的影响。在此基础上，我们将提出有关建议，这有助于提高监管部门的监管效率，优化上市公司的治理结构，保护少数股东的利益。

1.2 国内外相关研究

二十世纪九十年代，国内外学术界对全球主要国家和地区的公

公司治理做了全面深入的研究，其中有关民营企业的研究主要集中在民营企业中的家族企业上。近年来，国内对民营企业控制上市公司现象也有不少关注，但目前尚未发现有民营企业控制多家上市公司方面的研究。归纳起来，这些国内外的相关研究成果主要集中在以下两个方面。

1.2.1 企业治理结构特征

La Porta 等人 (1998) 对全球 27 个发达经济体及国家的大型企业的所有权结构进行综合分析后认为，家族企业的组织结构模式在全球广泛存在，相对于公众持有公司、国家控制公司以及公众持有企业所控制的公司具有更加复杂的公司治理结构。Neubauer 等人 (1998) 对家族企业治理结构的研究结果亦证明了此观点。

Lucian 等人 (1999) 和经合组织 (OECD) 的研究表明，家族企业可以通过复式投票权、交叉持股、金字塔结构、多重控股和家族人员担任经理位置等种种方式实现仅持有少量股份而控制公司的目的 (controlling minority structure)，其最终的结果就是控制权和现金流权的分离 (separation of control and cash flow rights)。其中，金字塔结构是最为普遍采用的控制方式，尤其是在对投资者保护程度较弱的国家。

1.2.2 企业治理结构与企业价值的关系

民营 (家族) 企业内部存在双重代理关系，而代理成本是降低

企业价值的一个重要因素。La Porta 等人 (1998) 发现家族企业的主要代理问题在经理人和股东之间并不是非常突出，而集中体现在控制股东 (controlling shareholder) 和少数股东 (minority shareholder) 之间。控制权与现金流权的分离是降低企业价值的重要因素，控制性家族剥削少数股东，并由此产生代理冲突。La Porta 等人 (1998)、Claessens 等人 (2000) 以及 Lemmon 等人 (2001) 的研究发现，随着控制性家族控制权与现金流权的分离程度越来越高，控制性家族就可以用较少的现金流来实现对上市公司的实质性控制，其对少数股东的剥削程度也越高，因此带来的代理冲突也越来越严重，进而家族企业的价值也随之不断减少。Claessens 等人 (2002) 发现具有金字塔结构的企业 (尤其是控制权和现金流权分离程度严重) 具有较低的托宾 Q 值，而类似的结果也被 Jon (2001)、Mittton (2002) 和 Lins (2003) 等人所证实。苏启林等 (2003) 对我国 83 家民营 (家族) 类上市公司的研究亦得出相同结论。

1.3 研究对象

本文的研究对象主要包括两个方面：一是民营企业控制多家上市公司的控制结构特征及其对上市公司和股东权益的影响；二是被控制的多家公司与民营控制者之间产生的复杂问题，即因为控制者在不同上市公司持股比例的不同，以及在不同上市公司的利益不同而产生的表征及其后果复杂化了的问题。此外，对于其中涉及到的相对比较单一的问题，由于其与单个上市公司和民营控制者之

间产生的普遍问题存在较大的共性，类同的研究也比较多，所以不是本文研究的重点。本文研究对象的范围特征是：

- (1) 控制者（实际控制人）必须为民营性质；
- (2) 股权关系必须为控股（最大股东，或能实际控制或施加重大影响）；
- (3) 控制者控制了两家以上（含两家）的上市公司。

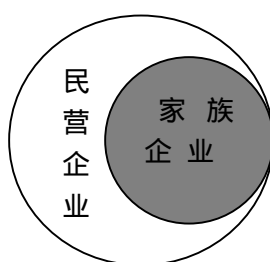
由于本研究涉及到民营企业与家族企业的关系界定，所以我们在这里通过图 1 来说明我国民营企业与家族企业的联系和区别：

(1) 家族企业是指企业的控制权掌握在有血缘关系或姻缘关系的人手中。判断家族企业的两个要件是：一是家族血缘关系或姻缘关系；二是企业的控制权归属；

(2) 民营企业包括家族企业，但并非所有的民营企业都是家族企业，比如员工持股会或工会控制的公司和管理层实施 MBO 后控制的公司等；

(3) 家族企业是民营企业的主要组成部分，很多民营企业是以家族企业的形式存在的。

图 1 民营企业与家族企业的关系



2 民营企业控制多家上市公司的概况

2.1 海外概况

经合组织、香港中文大学郎咸平等人对东亚九个国家和地区 2980 家公司、西欧 13 个国家 5232 家上市公司的最终股权结构研究表明，在东亚和欧洲大部分国家，民营企业中的家族企业控制多家上市公司的现象相当普遍。日本家族操控了上市公司的 9.7%，韩国家族操控了上市公司的 48.4%，台湾是 48.2%，马来西亚则是 67.2%。在欧洲，除英国外各国也均有类似亚洲企业家族垄断的情况（跟亚洲同样严重），只是欧洲似乎没有像亚洲金融风暴一样的危机。此外，哈佛大学的经济学者、世界银行进行的研究也指出，除了美国，其余国家的大部分企业均由民营企业中的家族企业控制。

另一个度量家族控制情况的方法是计算出每个家族平均拥有的上市公司数量和最大的 1 个、5 个、10 个和 15 个家族所拥有的上市公司的市价总值，以及最大的 15 个家族控制的上市公司的市价总值分别占其国内生产总值（GDP）的百分比（见表 1）。就每个家族平均拥有的上市公司数量来说，印尼最多（4.09 家），其次是菲律宾、香港和韩国（2 家以上），日本最少（1.04 家）。与此相对应，在印尼和菲律宾，最大 1 个家族控制了市价总值的约 1/6，两国最大 10 个家族控制了本国市价总值的 50% 以上；在泰国和香港，5 个最大家族控制了 26% 的市价总值；至于韩国、马来西亚及新加坡，十大家族也操控市价总值的 1/4；家族操控的情况在日本则不甚明显。另外，最

大 15 个家族控制的上市公司的市价总值占 GDP 的排序情况是：香港（84.2%）、马来西亚（76.2%）、新加坡（48.3%）、菲律宾（46.7%）、泰国（39.3%）、印尼（21.5%）、台湾（17%）、韩国（12.9%）、日本（2.1%）。

表 1 东亚上市公司家族控制集中度

	印 尼	日 本	韩 国	马来 西亚	菲 律 宾	新 加 坡	泰 国	香 港	台 湾	大 陆
前 15 名占总 市值比例(%)	61.7	2.8	38.4	28.3	55.1	29.9	53.3	34.3	20.1	3.0
前 10 名占总 市值比例(%)	57.7	2.4	36.8	24.8	52.5	26.6	46.2	32.1	18.4	2.4
前 5 名占总市 值比例(%)	40.7	1.8	29.7	17.3	42.8	19.5	32.2	26.2	14.4	1.7
第 1 名占总市 值比例(%)	16.6	0.5	11.4	7.4	17.1	6.4	9.4	6.5	4.0	0.7
前 15 名占 GDP 比例(%)	21.5	2.1	12.9	76.2	46.7	48.3	39.3	84.2	17.0	1.3
平均每个家族 拥有的上市公 司数量(家)	4.09	1.04	2.07	1.97	2.68	1.26	1.68	2.36	1.17	1.07

资料来源：根据公开资料整理，主要来源于《新财富》2002年第8期

2.2 国内概况

截止2002年底,我国国内控制上市公司市值最高的民营企业(德隆)所控制的5家上市公司的总市值为190.01亿元,占市场总量的1.52%;控制上市公司家数比较多的10个民营企业所控制的市值比例也已经达到3.86%。相对海外情况来说,目前我国国内民营企业控制上市公司市值的情况并不明显,处于东亚各国中较低水平,只与日本的情况相似。但从占有比例变化来看,2001年底这两个比例分别为0.7%和2.4%(见表1),相比之下增加幅度非常大。同时,错综复杂的“系”——由民营企业控制多家上市公司的现象也越来越普遍。从附表1中不完全的统计结果¹可以看出,目前民营企业控制多家上市公司已经达到42例,涉及境内外上市公司达127家,其中境内上海、深圳证券交易所99家,占目前境内上市公司总数1290家的7.67%;平均每家控制3.02家境内外上市公司(其中平均每家控制2.36家境内上市公司),有些民营企业控制的境内外上市公司达7家之多。

表2 我国国内主要民营企业控制上市公司市值情况

民营企业“系”	控制上市公司市值 (亿元)	占总市值的比重
德隆系	190.01	1.52%

¹ 有关数字截止2003年12月20日。

复星系	64.18	0.51%
泰跃系	38.24	0.31%
斯威特系	35.11	0.28%
凯地系	32.95	0.26%
鸿仪系	31.41	0.25%
格林科尔系	28.57	0.23%
万向系	24.22	0.19%
横店系	19.12	0.15%
华立系	18.57	0.15%
合计	<u>482.38</u>	<u>3.86%</u>

2.3 治理结构特征

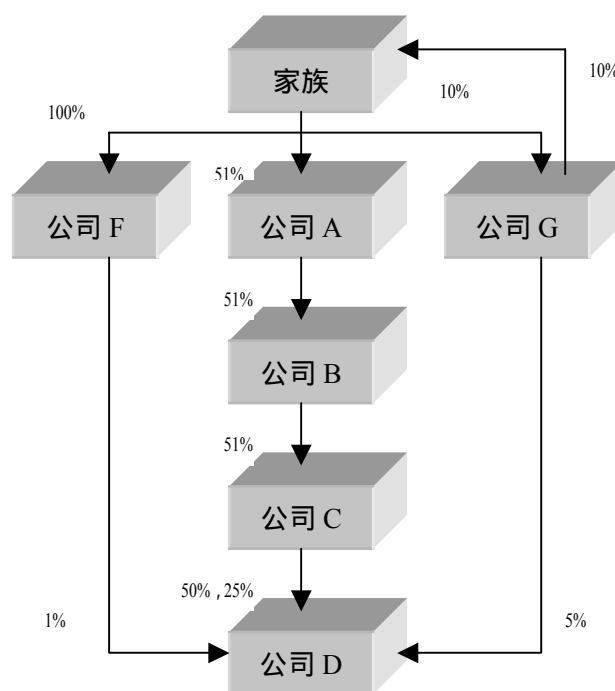
民营企业控制多家上市公司在治理结构上具有明显的复杂性。国内外的情况表明，民营企业控制多家上市公司在公司治理上倾向于使用金字塔结构、复式投票权、交叉控股、多重持股等控制形式。

2.3.1 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。

图 2 金字塔式结构示例



Michael Backman (1999) 解释了金字塔结构的控制过程：一个家族控制公司位于金字塔的顶端，第二层是拥有贵重资产的公司，第三层包括了集团的上市公司……金字塔的最底层是现金收入及利润高的上市公司。一方面集团向公众发售这些公司的股票，并通过多种的内部交易，把底层公司的收益转移到金字塔上层的母公司；

另一方面，集团又把一些利润较少、品质较差的资产从上层利用高价转移到下层。

2.3.2 复式投票权

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；De Angelo(1985)的研究也发现欧洲上市公司的内幕人士和权威人士只持有上市公司 24%的普通股，却在上市公司中拥有 56.9%的投票表决权。此外，加拿大也大量使用复式投票制。

2.3.3 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。

2.3.4 各种结构的综合运用

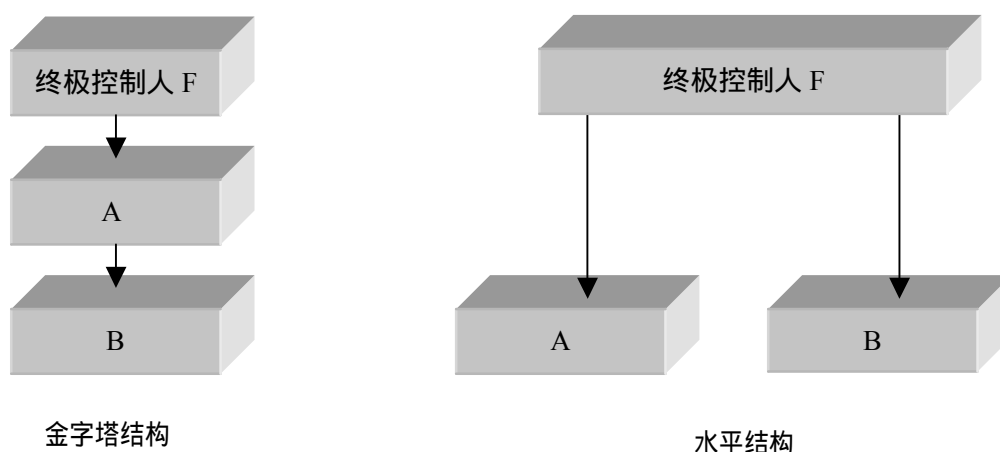
通过以上分析可以看出，民营企业控制多家上市公司在控制结构上形成了金字塔式结构、复式投票权以及交叉控股结构，甚至是各种结构进行综合运用等复杂的现象。我们以图 2 为例来说明这些控制结构的特征和复杂性：（1）家族控制 $A \rightarrow B \rightarrow C \rightarrow D$ 就是所谓的金字塔控制方式，家族对上市公司 D 的终极所有权是 6.63%（ $51\% \times 51\% \times 51\% \times 50\%$ ），而控制权却是 50%，金字塔结构造成了所有权和控制权的分离。（2）家族通过 F 再来控制 D，就是所谓的多重控股。（3）家族与 G 的相互持股就是交叉持股。（4）如果 C 对 D 的所有权是 25%，并且 C 有复式投票权（1 股 3 票），则 C 可以拥有 D 50% 的控制权，即 $(25\% \times 3) / [25\% \times 3 + (1 - 25\%)] = 50\%$ 。（5）家族也会任命自己的亲戚担任上市公司 D 的董事和经理人员，进一步强化对上市公司的控制权。

3 理论研究

以图 3 为例来说明。我们可以把民营企业控股上市公司的过程分为三个阶段：（1）终极控制人 F 控制公司 A，持有 α 比例的股份；

(2) A 公司产生自由现金流量 c , F 控制另单家公司 B , 持有 β 比例的股份 , 假设控制 B 公司的资金全部来源于 c ;(3) B 公司需投资 i , 产生利润 r 。假设 $r > i$ (即 B 公司净现值为正) 。

图 3 金字塔结构和水平结构



在金字塔结构中 , B 是 A 的子公司 , 因此 F 可以用全部资金 c 来实现对 B 的控制。而在水平结构中 , F 直接控制 B , 所动用的资金仅限于 αc 。在两种情况下 , B 都可以对其他股东发行股份以实现融资。

假设 F 对 B 的控股比例为 x , F 对 B 的控制权使其能够转移 B 的现金或资产 (即权益) , 但不论采用何种结构 , 这种转移是有成本的 , 将成本率设为 η 。我们假设该成本与转移的资金量和投资者保护的程
度有关 , 即当 F 转移资金率为 d ($d = f_1(x)$) , 投资者保护系数为 k 时 , $\eta = f_2(d, k)$ 。在第三阶段 , F 将尽量实现对 B 公司利润控制的最大化 , 即 :

$$\max_{d \in [0,1]} x(1-d)r + (d-\eta)r$$

同时 , 设 B 的净现值为 $NPV(x) = r - i - \eta r$ ($NPV(x)$ 为增函数 , 因

为较高的股权集中度有利于减少资金转移现象，从而增加 B 公司净值)。

3.1 控制结构模型

3.1.1 水平结构

假设 F 拥有 B 股权比例为 β_H ，则少数股东持有 $1 - \beta_H$ ，B 拥有的自由现金流为：

$$R_H = \alpha c + (1 - \beta_H)(1 - d(\beta_H))r$$
 (R_H 为递减函数,因为较高的股权集中度将会影响对其他股东融资的规模)

F 在阶段三所拥有的价值（定义为控制 B 公司的效用）为

$$U_H = \alpha c + r - i - \eta(\beta_H^*)r = \alpha c + NPV(\beta_H^*)$$

(β_H^* 为满足条件 $R_H(\beta_H^*) = i$ 的最大股权比例)

3.1.2 金字塔式结构

F 可用 c 的现金流对 B 投资，假设 F 拥有 B 股权比例为 β_P ，则少数股东持有 $1 - \beta_P$ ，B 拥有的自由现金流为：

$$R_P = c + (1 - \beta_P)(1 - d(\alpha\beta_P))r$$

F 在阶段三控制 B 公司效用为

$$\begin{aligned} U_P &= \alpha\beta_P^*(1 - d(\alpha\beta_P^*))r + d(\alpha\beta_P^*)r - \eta(\alpha\beta_P^*)r \\ &= \alpha c + \alpha[(1 - d(\alpha\beta_P^*))r - i] + [d(\alpha\beta_P^*) - \eta(\alpha\beta_P^*)]r \\ &= \alpha c + NPV(\alpha\beta_P^*) - (1 - \alpha)[(1 - d(\alpha\beta_P^*))r - i] \end{aligned}$$

(β_P^* 为满足条件 $R_P(\beta_P^*) = i$ 的最大股权比例)

3.1.3 两种结构的比较

假设 $\beta_H = \alpha\beta_P$, $V = (1 - d(\alpha\beta_P^*))r$, 在 B 公司价值不变的情况下比较两种结构下 B 股东所占股权份额和投资成本的异同, 见表 3 和表 4 :

表 3 金字塔式结构

	股权份额	投资成本
F	$\alpha\beta_P$	αc
A 的少数股东	$(1 - \alpha)\beta_P$	$(1 - \alpha)c$
B 的少数股东	$1 - \beta_P$	$(1 - \beta_P)V$

表 4 水平结构

	股权份额	投资成本
F	$\alpha\beta_P$	αc
B 的少数股东	$1 - \alpha\beta_P$	$(1 - \alpha\beta_P)V$
	$1 - \beta_P$ $(1 - \alpha)\beta_P$	$(1 - \beta_P)V$ $(1 - \alpha)\beta_P V$

3.2 结论

3.2.1 终极控制人更倾向于使用金字塔结构

考虑 $U^P = \alpha c + NPV(\alpha\beta_P^*) - (1 - \alpha)[(1 - d(\alpha\beta_P^*))r - i]$, 当 r 低, 而 i 、 d 较高时, U^P 值较高。

因此, 满足以下情况时, F 更倾向于使用金字塔结构: (1) 公司 B 的盈利能力不高 (r); (2) 公司 B 需要大量投资 (i); (3) 对投

资者保护程度较低 (d)。

3.2.2 金字塔结构导致下层公司价值的降低

假设采用金字塔结构，并且满足 $(1-d(\alpha\beta_p^*))r \geq i$

而 $R_p(\beta_p^*) = c + (1-\beta_p^*)(1-d(\alpha\beta_p^*))r = i$

变换可得 $\beta_p^*(1-d(\alpha\beta_p^*))r = c + (1-d(\alpha\beta_p^*))r - i$

故 $\beta_p^*(1-d(\alpha\beta_p^*))r \geq c$

$$\begin{aligned} R_H(\alpha\beta_p^*) &= \alpha c + (1-\alpha\beta_p^*)(1-d(\alpha\beta_p^*))r \\ &= \alpha c + (1-\beta_p^*)(1-d(\alpha\beta_p^*))r + (1-\alpha)\beta_p^*(1-d(\alpha\beta_p^*))r \\ &\geq \alpha c + (1-\beta_p^*)(1-d(\alpha\beta_p^*))r + (1-\alpha)c \\ &= R_p(\beta_p^*) \end{aligned}$$

而 $R_p(\beta_p^*) = i$

故 $R_H(\alpha\beta_p^*) \geq R_H(\beta_H^*)$

由于 R_H 递减，所以 $\beta_H^* > \alpha\beta_p^*$

$$U^H(\beta_H^*) - U^P(\beta_p^*) = NPV(\beta_H^*) - NPV(\alpha\beta_p^*) + (1-\alpha)[(1-d(\alpha\beta_p^*))r - i]$$

因为 NPV 为递增函数，且 $(1-d(\alpha\beta_p^*))r \geq i$ ，故 $U^H(\beta_H^*) > U^P(\beta_p^*)$ ，

说明对 F 而言，水平结构要优于金字塔结构，与假设矛盾。

因此，如果终极控制人选择金字塔结构，将会导致 $(1-d(\alpha\beta_p^*))r < i$ ，对于 B 的少数股东而言，B 公司的实际价值低于其初始投资，从而使少数股东的利益受到侵害。

3.2.3 金字塔结构加剧了控制权与现金流权的分离

假设 \bar{r} 为一个临界量，当 $r \geq \bar{r}$ 时，选择水平结构，反之选择金字

塔结构。用 $\beta_H^*(r)$ 和 $\beta_P^*(r)$ 分别表示 F 在 B 的利润为 r 时对 B 的股权份额。通常情况下， $\beta_H^*(r)$ 和 $\beta_P^*(r)$ 应该是递增的。

考虑 \bar{r} 的定义，因此， $U^P(\bar{r}) = U^H(\bar{r})$

故 $NPV(\beta_H^*(\bar{r})) = NPV(\alpha\beta_P^*(\bar{r})) - (1-\alpha)[(1-d(\alpha\beta_P^*(\bar{r})))\bar{r} - i]$

因为 $[(1-d(\alpha\beta_P^*(\bar{r})))\bar{r} - i] \leq 0$

所以 $NPV(\beta_H^*(\bar{r})) \geq NPV(\alpha\beta_P^*(\bar{r}))$

而 NPV 是一个增函数，所以 $\beta_H^*(\bar{r}) \geq \alpha\beta_P^*(\bar{r})$

同理也可证明 i 变化的情形。

因此，如果只考虑 r 和 i 对控制结构的影响，在相同的效用下金字塔结构中 F 对 B 的现金流权不高于水平结构所要求的现金流权，这加剧了金字塔结构下控制权与现金流权的分离，即控制股东可以用较少的现金流来实现对下层公司的实质性控制，所引发的代理冲突更为严重，其对少数股东利益的侵害程度也更高。

4 实证研究

费方域（1998）研究了特权消费所造成的代理问题，其适用于民营企业直接控制上市公司的情况。如前所述，由于民营企业控制多家上市公司时通常采取金字塔式控制、复式投票权和交叉式控股等控制结构，这时候形成的代理问题已经不是特权消费，也不是经理人对股东的不尽职，而是终极控制性股东侵害少数股东利益所形成的代理冲突问题。

4.1 样本选取

本研究以民营企业控制多家上市公司涉及的 127 家上市公司为对象，选取其中境内上市的 99 家上市公司为样本；同时，为了进行对比分析，我们还选取了民营企业控制单家上市公司涉及的 132 家境内上市公司为样本。但由于上市公司对关于实际控制人的持股情况信息披露不详尽或没有披露相关内容，使得我们只能获取到 48 家“多家”的实际控制人的现金流权（见附表 1），也只能获取到 77 家“单家”的实际控制人的现金流权（见附表 2）。所有样本数据均由我们根据公开资料统计和整理而成。

表 5 样本状况描述

样本情况	样本数量（家）
民营企业控制多家上市公司	99
其中：能获得现金流权	48
民营企业控制单家上市公司	132
其中：能获得现金流权	77

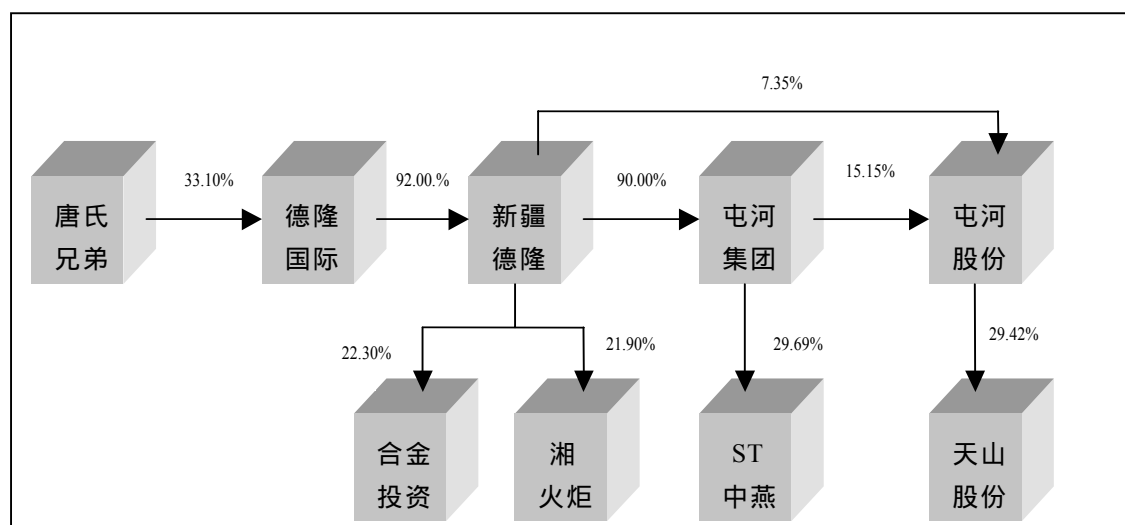
4.2 统计描述及分析

4.2.1 控制结构特征

经对 99 家多家样本进行统计分析发现：(1) 所有样本都满足金字塔式结构的两个条件：一是该上市公司存在控制股东；二是在该上市公司及其控制股东间的控制链上至少有一个民营企业非完全控制的公司。(2) 有少量的多重持股现象，但本质上只是金字塔式结构中较复杂的一种形式。(3) 尚未确切地发现有复式投票制、交叉控股及其各种控制结构综合运用的样本。

总的来说，我国国内民营企业控制多家上市公司的控制结构特征集中地体现为金字塔式结构。如德隆、复星、东方集团、新希望、朝华集团等民营企业已经成为使用金字塔结构的典型代表（可参见图 4）。

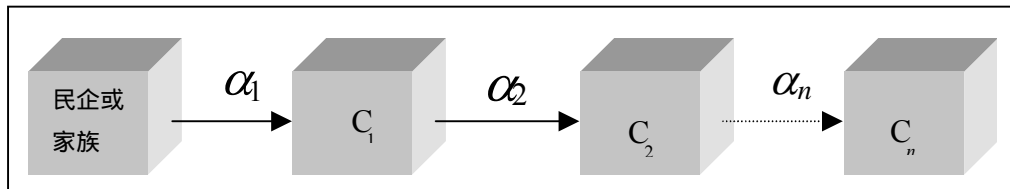
图 4 德隆系上市公司控制结构图



4.2.2 控制权的分布特征

我们利用 Lucian Bebchuk 等人 (1999) 的推导结果来计算金字塔式结构 (图 5) 下的控制权。

图 5 金字塔式控制结构



控制权的计算方法为：

$$CON = \min(\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n)$$

(1)

有多重持股时，控制权比例等于所有的每条控制链投票权最小值之和。譬如在图 2 中，家族企业对 D 的控制权等于 $\min(51\%, 51\%, 51\%, 50) + 1\%$ ，即 7.63%。

以德隆为例 (根据图 4)，唐万新兄弟对合金投资、湘火炬、ST 中燕、屯河股份和天山股份的控制权计算分别如下：

$$CON_A = \min(33.10\%, 92\%, 22.30\%) = 22.30\%$$

$$CON_B = 21.90\%$$

$$CON_C = 29.69\%$$

$$CON_D = [\min(33.10\%, 92\%, 7.35\%) + \min(33.10\%, 92\%, 15.15\%)] = 22.50\%$$

$${}^2 CON_E = \min(22.50\%, 29.42\%) = 22.50\%$$

²苏启林 (2003) 等人在计算这一控制权时，并不像本文取两条控制链最小值累加，即为 22.50%，而是取其小，即 15.15%。我们认为，虽然采取累加可能出现控制权超过 100% 的情况使之失去意义，但却能真实地反映控股者在上市公司中的表决权。

表 6 中的数据描述了我国国内民营企业控制多家上市公司涉及的控制权分布状况。

表 6 民营企业控制多家上市公司涉及的控制权分布

控制权比例 (%)	公司数量 (家)	单项百分比 (%)
10.00 以下	1	1.01
10-19.99	11	11.11
20-29.99	53	53.54
30-39.99	9	9.09
40-49.99	10	10.10
50 以上	15	15.15
总计	99	100.00

表 6 中反映的控制权分布特征与苏启林等人 (2003) 关于民营企业控制上市公司的研究一致:(1) 未发现民营企业控制多家上市公司与民营企业控制单家上市公司在控制权上有不同的特征。(2) 民营企业控制多家上市公司中有 65.66%的控制权比例低于 30%，这可能是民营企业对 30%要约收购分界线予以规避的原因。

4.2.2 现金流权的分布特征

当 $\alpha_i \geq 1/2, i=1,2,\dots,n$, 则终极控制股东的现金流权:

$$CASH = \prod_{i=1}^n \alpha_i$$

(2) 仍以德隆为例, 唐万新兄弟对合金投资等的现金流权分别计算

如下：

$$CASH_A = 33.10\% \times 92\% \times 22.30\% = 6.79\%$$

$$CASH_B = 6.67\%$$

$$CASH_C = 8.14\%$$

$$CASH_D = 33.10\% \times 92\% \times 7.35\% + 33.10\% \times 92\% \times 15.15\% = 6.39\%$$

$$CASH_E = 22.50\% \times 29.42\% = 6.62\%$$

表 7、8 中的数据分别描述了我国国内民营企业控制多家和单家上市公司涉及的现金流权分布状况。

表 7 民营企业控制多家上市公司涉及的现金流权分布

现金流权比例 (%)	公司数量 (家)	单项百分比 (%)
10 以下	19	39.58
10-19.99	12	25.00
20-29.99	12	25.00
30-39.99	1	2.08
40-49.99	2	4.17
50 以上	2	4.17
总计	48	100.00

表 8 民营企业控制单家上市公司涉及的现金流权分布

现金流权比例 (%)	公司数量 (家)	单项百分比 (%)
10 以下	11	14.29
10-19.99	27	35.06

20-29.99	25	32.47
30-39.99	7	9.09
40-49.99	5	6.49
50 以上	2	2.60
总计	77	100.00

从表 7、8 中可以发现：多家中现金流权比例低于 10%的占总量的 39.58% ,低于 20%的占总量的 64.48% ,低于 30%的占总量的 89.58%。与单家的情况相比，单家中现金流权比例低于 10%的仅占总量的 14.29% ,低于 20%的占总量的 49.35% ,低于 30%的占总量的 82.82%。可见在我国国内民营企业控制多家上市公司中，民营控制者的现金流权有趋小或低比例的偏好（尤其偏好 10%以下的比例），多家的现金流权总体上明显低于单家。

4.2.3 分离系数的分布特征

控制权与现金流权分离系数的计算方法为：

$$SQ = \frac{\min(\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n)}{\prod_{i=1}^n \alpha_i}$$

(3)

德隆对下属各家上市公司分离系数的计算如下：

$$SQ_A = CON_A / CASH_A = 3.2842$$

$$SQ_B = 3.2834$$

$$SQ_C = 3.6474$$

$$SQ_D = 3.5211$$

$$SQ_E = 3.3988。$$

附表 1 和附表 2 分别列示了 48 家多家样本公司分离系数和 77 家单家样本公司分离系数的计算结果，其分布状况统计在表 9 和表 10 中。

表 9 民营企业控制多家上市公司涉及的分离系数分布

分离系数范围	公司数量（家）	单项百分比（%）
[0, 1]	2	4.17
(1, 2]	23	47.92
(2, 3]	6	12.50
(3, 4]	9	18.75
(4, +)	8	16.66
总计	48	100.00

表 10 民营企业控制单家上市公司涉及的分离系数分布

分离系数范围	公司数量（家）	单项百分比（%）
[0, 1]	9	11.69
(1, 2]	47	61.04
(2, 3]	12	15.58
(3, 4]	3	3.90
(4, +)	6	7.79
总计	77	100.00

从表 9、10 中可以发现：(1) 多家中只有 4.17% 的样本的分离系数小于或等于 1，单家中则多达 11.69%，这些样本的控制权与现金流权未发生分离。所以，多家的分离发生面积（95.83%）要比单家（88.31%）大得多。(2) 多家中只有 47.92% 的样本公司的分离系数大于 1 而小于 2，单家则多达 61.04%，这些样本公司的控制权与现金流权发生了弱分离。所以，多家的弱分离发生面积要比单家少得多。(3) 多家中有 35.41% 的样本公司的分离系数都大于 3，有的分离系数最高峰值甚至超过了 22，单家则只有 11.69% 的样本公司的分离系数大于 3，分离系数的最高峰值不超过 6。所以，多家的分离发生面积，尤其是强分离发生面积要明显高于单家，并且有的分离情况相当严重。

4.2.4 上市公司价值的变化状况

在公式 (1)、(2) 和 (3) 的基础上，我们可以得出上市公司的价值损失或终极控制股东侵害少数股东利益的情况：

$$V = \sum_{i=1}^n (1 - \alpha_i) v_{c_i}$$

(4)

从公式 (4) 中可以发现，在控制链中公司 c_i 越多，终极控制股东持有的股权比例 α_i 越大，上市公司损失的价值就越大。对少数股东而言，这意味着降低了上市公司的价值。

结合 La Porta 等人(1998)、Claessens 等人(2000)以及 Lemmon 等人(2001)的研究成果可进一步发现：在我国国内民营企业控制

多家上市公司中，绝大部分（95.83%）上市公司的控制权和现金流权发生了分离，这可能使上市公司的价值受到损害或降低；相当部分（16.66%）上市公司的控制权和现金流权发生了强分离，其价值受到损害或降低的概率和程度更大。

4.3 实证检验

西方学者大多用托宾 Q 值衡量企业价值。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 Yeh 等人（2001）用托宾 Q 值衡量我国台湾地区上市公司的企业价值；Bai 等人（2002）认为托宾 Q 值是衡量我国国内上市公司价值的主要指标之一。另外，La Porta 等人（1998）、Claessens 等人（2000）以及 Lemmon 等人（2001）研究了控制权和现金流权的分离系数与企业价值的关系。所以，我们这里也使用托宾 Q 值³和分离系数来进行实证检验。

4.3.1 检验样本和数据

在上述 99 家多家样本中剔除了 PT 南洋（数据缺失），在上述 132 家单家样本中剔除了 ST 宏业（数据缺失）。交易数据来源于 2002 年 12 月 31 日的沪深交易所的行情数据（收盘价），财务和股本结构数据来源于 2002 年年报，其中安泰集团采用的是 2003 年 1 季度末数

³托宾 Q 值等于上市公司市值与重置价值之比。由于目前难以取到国内上市公司重置价值的数，所以本研究参照 Mitchell 和 Lehn 等人（1990）的结论：托宾 Q =（公司流通市值+公司非流通市值+负债帐面价值）/资产帐面价值。

据(2003年新上市)。另外,由于非流通股市值的计算缺乏公认的合理标准,所以不少研究,如孙永祥(2001)、肖作平(2003)在计算托宾Q值时就没有考虑非流通股的价值。但本研究认为,目前国内民营企业控制多家上市公司时大多是通过持有非流通股而实现的,计算上市公司托宾Q值时应该把非流通股价值包括进去。东方高圣公司对2002年度国内上市公司并购的统计表明,壳公司非流通股每股转让价格是每股净资产的110.71%⁴。所以,本研究将每股净资产近似为非流通股的价格。

4.3.2 检验方法

(1)用单因素方差分析法检验民营企业控制上市公司的家数对上市公司的近似托宾Q值是否具有显著影响。

(2)用单因素方差分析法检验民营企业控制上市公司的家数对上市公司的控制权和现金流权的分离程度是否具有显著影响。

4.3.2 检验结果分析

(1)民营企业控制单家和多家上市公司的情况下上市公司价值比较

在民营企业控制单家和多家上市公司这两种情况下,上市公司的近似托宾Q值存在非常明显的差异,民营企业控制多家的情况下上市公司价值大大低于控制单家的情况,前者均值为3.1,而后者仅

⁴苏启林、朱文,上市公司家族控制与企业价值,经济研究,2003年8月。

为 1.69 (见附图 1 和附图 2)。我们用单因素方差分析检验的结果也显示两组样本之间存在着显著差异 (见表 11)。

表11 公司价值单因素方差分析结果

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	105.215	1	105.215	38.839	.000
Within Groups	617.651	228	2.709		
Total	722.866	229			

虽然单家和多家的情况存在明显差异，然而仅就控制多家的情况来看，公司价值的变化并未呈现一定的规律性。如果进一步用均数多重比较检验被控制的上市公司家数与公司价值的关系，按控制上市公司家数将多家样本划分为五组样本，并未发现五组样本对近似托宾 Q 值产生显著差异，因此无法得出控制家数越多对上市公司近似托宾 Q 值影响越大的结论 (见附表 3)。

(2) 民营企业控制单家和多家上市公司的情况下分离系数的差异比较

在民营企业控制单家和多家上市公司这两种情况下，上市公司控制权和现金流权的分离状况同样也存在显著差异，前者平均值为 1.82，而后者上升比较明显 (见附表 4)。用单因素方差分析进行检验的结果也显示两组样本之间存在显著差异 (见表 12)。

表12 分离系数的单因素方差分析结果

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	26.617	1	26.617	5.725	.018
Within Groups	543.922	117	4.649		
Total	570.539	118			

同样考虑控制家数对分离系数的影响，由于同时控制 4 家和 6

家上市公司情况的分离系数较难取得，因此导致样本量过少，我们用均数多重比较检验判断被控制上市公司家数与分离系数的关系时将此两类样本剔除，通过分析发现控制 7 家上市公司的样本与其他各类样本之间存在非常显著差异(见表 13)，说明民营企业控制上市公司增加到一定数量时，将严重加剧上市公司现金流权和控制权的分离。

表13 分离系数的均数多重比较结果

(I) 分组	(J) 分组	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	-7.2941E-02	.4754	.878	-1.0149	.8690
	5	-.9242	.5887	.119	-2.0907	.2423
	7	-4.5568*	.7742	.000	-6.0907	-3.0229
2	1	7.294E-02	.4754	.878	-.8690	1.0149
	5	-.8512	.6849	.216	-2.2082	.5057
	7	-4.4839*	.8496	.000	-6.1672	-2.8006
5	1	.9242	.5887	.119	-.2423	2.0907
	2	.8512	.6849	.216	-.5057	2.2082
	7	-3.6326*	.9178	.000	-5.4511	-1.8141
7	1	4.5568*	.7742	.000	3.0229	6.0907
	2	4.4839*	.8496	.000	2.8006	6.1672
	5	3.6326*	.9178	.000	1.8141	5.4511

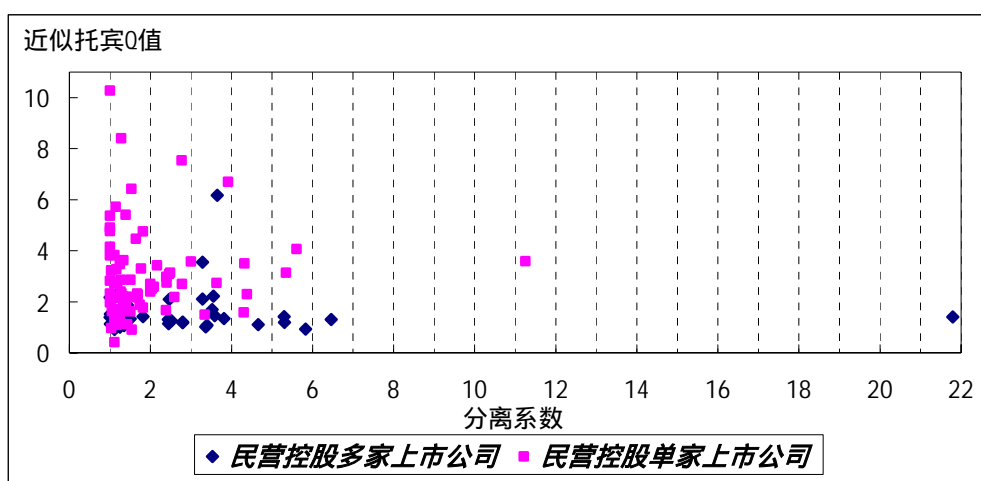
*. The mean difference is significant at the .05 level.

(3) 民营企业控制单家和多家上市公司的情况下分离系数与企业价值的关系

我们对民营企业控制单家和多家上市公司两种情况下分离系数与近似托宾 Q 值的散点分布进行了比较(见图 6)，发现当分离系数位于 $[2,3)$ 以及大于等于 4 的区间时，控制单家时公司价值要明显高于多家时上市公司的价值，后者绝大部分都位于 2 以下；而分离系数位于 $[3,4)$ 的区间是一个比较混沌的区间，未发现二者之间存在明显差异，但多家情况下位于此区间的样本数量明显增多；分离系数位于

[1,2)的区间是两个样本分布都比较密集的区域,可以发现单家情况下上市公司近似托宾Q值的整体分布比多家情况下分散,位于2以上的样本数量较多,而多家情况下上市公司的近似托宾Q值大多集中在[1,2)的区间。以上结果表明不同情况下分离系数对上市公司价值具有不同的影响。

图6 不同情况下分离系数与近似托宾Q值的散点分布比较



5 结论及建议

5.1 结论

5.1.1 国内民营企业普遍使用金字塔结构控制多家上市公司

(1) 国内民营企业控制多家上市公司的规模大幅度增长。据统计目前民营企业控制多家上市公司已经达到 42 例,涉及境内外上市公司达 127 家,上市公司总数 1290 家的 7.67%。平均每家控制 3.02

家境内外上市公司（其中平均每家控制 2.36 家境内外上市公司），有些民营企业控制的境内外上市公司达 7 家之多。

（2）经考察，国内民营企业控制多家上市公司全部使用了金字塔结构，这种结构有利于控制人最大程度地利用上市公司实现自身利益的最大化。

5.1.2 民营企业控制多家上市公司加剧了控制权与现金流权的分离

（1）根据理论研究可知，民营企业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。

（2）实证研究发现，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后的现金流权趋小或处于较低比例，使其实现了更大的控制目标。在分离程度上，“多家”的分离发生面积，尤其是强分离发生面积要明显高于“单家”，并且有的分离情况相当严重。

（3）实证检验进一步发现，民营企业控制 7 家上市公司时的分离系数发生了非常显著的上升，这说明民营企业控制上市公司达到一定数量时，将恶化上市公司现金流权和控制权的分离状况。

5.1.3 民营企业控制多家上市公司导致了上市公司价值的降低

理论和实证研究发现，民营企业控制多家上市公司导致了上市公司价值的降低：

（1）民营企业控制单家和多家上市公司这两种情况下，上市公

司的价值（近似托宾 Q 值）存在非常显著的差异，后者上市公司价值大大低于前者（1.69：3.1）。

（2）上市公司的价值受不同的分离系数影响，同时研究表明控制多家上市公司情况下的上市公司的价值整体上要低于单家的情况。

5.1.4 民营企业控制多家上市公司加大了控制股东侵害少数股东权益的概率和程度

（1）理论研究证明，在金字塔结构下控制股东可以用较少的现金流来实现对下层公司的实质性控制，所引发的代理冲突更为严重，其对少数股东利益的侵害程度也更大。

（2）实证研究目前虽然无法对少数股东利益受到侵害的程度进行量化分析，但参照海外类似的情况可以推断：在我国国内民营企业控制多家上市公司中，由于绝大部分（95.83%）上市公司的控制权和现金流权发生了分离，这可能使少数股东的利益受到侵害，而相当部分（16.66%）上市公司控制权和现金流权的强分离状况，使少数股东利益受到侵害的概率和程度更大。

5.2 建议

5.2.1 完善民营企业控制多家上市公司的监管制度

（1）鼓励以自然人为股东的民营企业直接上市，降低终极控制人控制上市公司的金字塔层级。

(2) 对于尚未大量出现的交叉控股等现象，监管部门须及早研究应对措施。

(3) 对多家上市公司被某终极控制人控制的情况，须监督其关联交易的合法性和合理性。

(4) 增强少数股东的维权力量，惩治大股东侵害少数股东权益。

5.2.2 尽快推行和完善终极控制人信息披露制度

(1) 作为国有控制的上市公司，其终极控制人即为国资委及授权投资机构，相对简单。而民营企业的终极控制人相对比较复杂。为保护投资者的知情权以及加强对实际控制人的监督，在民营企业控制的公司进行 IPO、民营企业通过收购上市公司成为大股东等情况发生时，应当要求上市公司披露终极控制人。

(2) 增强上市公司关联股东披露的力度，特别是同一个终极控制人以下的关联公司，上市公司须进行详尽披露。以避免终极控制人通过多层关系隐瞒真实控制人情况。

5.2.3 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。对于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均应有比较透明的

信息披露。

5.2.4 健全外部监督体系

可以借鉴国外对上市公司实行外部监管的有效做法,健全外部监督体系:(1)组织中小投资者协会,在重大投融资决策、重大关联交易的股东表决中推行累积投票制。(2)设立代表中小投资者利益的独立董事,以及引进为少数股东、独立董事服务的中介机构来提升少数股东对公司治理的参与程度。(3)设立自律性的投资者保护基金,逐渐把政府保障引导向市场保障。

5.2.5 完善对少数股东的民事赔偿责任制度

(1) 如果发生上市公司大股东对少数股东权益的违法侵害,其赔偿主体或处罚对象不仅仅涉及上市公司,还应追究相关责任个人,以及对上市公司的终极控制人也要进行一定程度的责任追究。

(2) 明确民事赔偿责任的范围,不但包括虚假陈述,还应包括关联交易、内幕交易和欺诈行为等。产生不公平关联交易的,受侵害的少数股东有权要求赔偿。

参考文献

1. Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, (2002), “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”, *Journal of Finance* 57
2. European Corporate Governance Network (1997), *The Separation of Ownership and Control: a Survey of 7 European Countries*, Report Prepared for the European Commission
3. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, (1999), “Corporate Ownership around the world”, *Journal of Finance* 54
4. Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman and George Triantis, (1999), “Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights”, NBER working paper 6951
5. Wolfenzohn, Daniel (1998), “A Theory of Pyramidal Ownership”, Harvard University Mimeo
6. 费方域，企业的产权分析，上海人民出版社，1998
7. 苏启林、朱文，上市公司家族控制与企业价值，*经济研究*，2003年8月
8. 孙永祥，所有权、融资结构与公司治理机制，*经济研究*，2001年1月
9. 王彬、杨晓云，论家族公司，*证券市场导报*，2001年8月
10. 肖作平，股权结构、资本结构与公司价值的实证研究，*证券市场导报*，2003年1月
11. 郎咸平、张信东等，中外家族控制上市公司比较，*新财富*，2002年8月
12. 郎咸平、张信东等，资本市场100富豪，*新财富*，2002年8月

附 录

附表 1 国内民营企业控制多家上市公司统计表

简称	代码	现金流权%	持股比例%	分离系数
太太药业	600380	44.06	48.96	1.1112
丽珠集团	000513	19.04	25.66	1.3477
合金投资	000633	6.79	22.30	3.2842
湘火炬	000549	6.67	21.90	3.2834
屯河股份	600737	6.39	22.50	3.5211
ST 中燕	600763	8.14	29.69	3.6474
天山股份	000877	6.62	29.42	3.3988
复星实业	600196	20.88	58.34	2.7941
豫园商城	600655	7.16	20.00	2.7933
南钢股份	600282	15.24	70.95	4.6555
羚锐股份	600285	2.84	15.04	5.2958
友谊股份	600827	4.47	26.04	5.8255
天药股份	600488	3.08	67.12	21.7922
联华超市	0980	2.28	51.00	22.3684
神龙发展	600659	17.40	17.40	1.0000
ST 中福	000592	17.50	20.00	1.1429
百科药业	000627	24.03	28.97	1.2056
安琪酵母	600298	12.00	14.40	1.2000
九芝堂	000989	9.40	60.74	6.4617
湘酒鬼	000799		29.04	
闽福发 A	000547		24.95	
岳阳恒立	000622		27.30	
PT 南洋	000556	18.20	26.70	1.4670
炎黄在线	000805	20.60	29.50	1.4320
托普软件	000583	6.60	35.00	5.3030
名流置业	000667	8.20	29.38	3.5829
ST 幸福	600743	5.40	19.20	3.5556
新希望	000876	39.67	53.61	1.3514
民生银行	600016	2.35	7.91	3.3660
上海地产	0067			
上海商贸	1104			
大盈股份	600844		29.20	
海鸟发展	600634		26.00	
太原刚玉	000795		44.61	
普洛药业	000739		40.00	
阳之光	600673		42.52	
宁城老窖	600159		71.10	

山东金泰	600385		26.99	
鹏润集团	0493		74.50	
茂化实华	000637		29.50	
湖北金环	000615		29.00	
景谷林业	600265		38.10	
凯马B	900953		29.50	
三峡水利	600116		21.16	
安塑股份	000156	20.90	29.85	1.4282
张家界	000430	12.50	30.83	2.4664
国光瓷业	600286	11.64	28.42	2.4416
湘酒鬼	000799	4.09	10.00	2.4450
凌云B	900957		19.54	
联想集团	0992			
神州数码	0861			
威远生化	600803		44.09	
新奥集团	2688			
武昌鱼	600275		40.50	
华普科技	8165			
大众公用	600635		25.54	
大众交通	600611		23.38	
科龙电器	000921	18.60	20.64	1.1097
美菱电器	000521	18.05	20.03	1.1097
格林柯尔	8056			
亚星客车	600213	54.60	60.67	1.1111
百仕达	1168			
百江燃气	8132			
威华达	0622			
上海科技	600608	16.98	21.98	1.2945
中国纺机	600610		29.00	
南京中商	600280		13.20	
ST 天鹅 A	000418	21.51	27.84	1.2943
昆明制药	600422		29.00	
华立控股	000607		24.80	
华立科技	600097		28.58	
太平系控	PFSY			
江淮动力	000816	61.95	62.64	1.0111
迪马股份	600565	47.47	48.00	1.0111
四环生物	000518		14.96	
江苏阳光	600220		48.36	
珠峰摩托	600338		41.03	
金路集团	000510		14.64	
汇通水利	000415	20.00	29.99	1.4995
隆源双登	000835		33.73	

ST 大洋 B	200057		29.98	
铜城集团	000672		27.15	
ST 威达	000603		19.66	
金马集团	000602		18.11	
ST 成百	600109		38.74	
万向钱潮	000559		58.52	
华冠科技	600371		23.75	
承德露露	000848		26.00	
美国 UAI			21.00	
ST 国嘉	600646		28.61	
中宝股份	600208	8.80	11.00	1.2500
前锋股份	600733		22.77	
深鸿基 A	000040		20.15	
万胜集团	0376		50.50	
金卫医疗	8180		59.70	
中国高科	600730		28.24	
银鸽投资	600069		25.00	
深南光	000043		32.84	
深天马	000050		59.85	
飞亚达	000026		52.24	
明伦集团	0346		68.00	
明星电力	600101	25.33	28.14	1.1109
东方集团	600811		32.46	
锦州港	600190		27.13	
东润拓展	0467			
民生银行	600016		7.45	
世贸股份	600823	26.43	26.43	1.0000
世贸中国	0649		75.00	
大众食品	PF00D			
食品控股	0708			
ST 烟发	600766	15.04	27.35	1.8185
万基药业	0835			
国中控股	0202			
国新集团	1215			
东盛科技	600771	21.04	53.04	2.5209
潜江制药	600568	21.47	29.51	1.3745
综艺股份	600770		45.64	
苏富特	8045			
ST 松辽	600715		53.08	
新银集团	0988		29.90	
新万泰	0433			
朝华集团	000688	26.24	30.13	1.1482
西昌电力	600505	7.12	27.13	3.8104

迪康药业	600466		58.79	
成商集团	600828		65.38	
中科英华	600110		29.74	
杉杉股份	600884		36.66	
中宝股份	600208		18.18	
新湖创业	600840		29.00	

附表 2 国内民营企业控制单家上市公司统计表

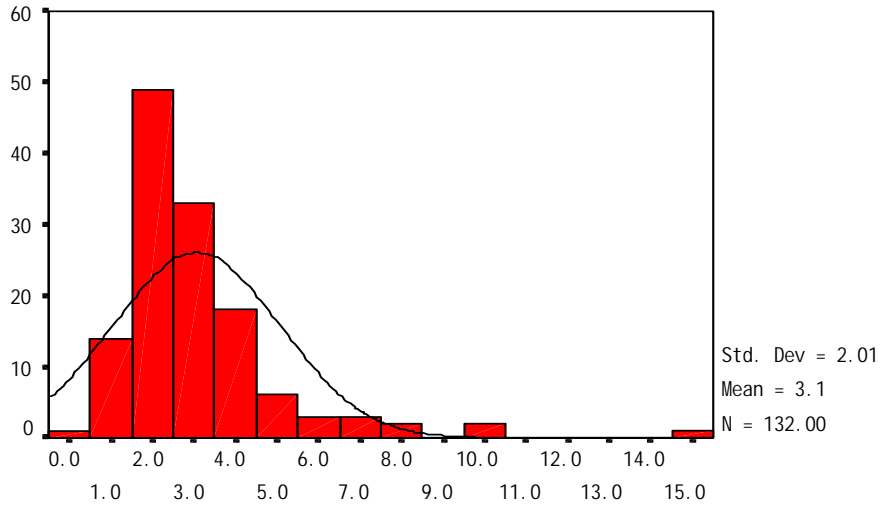
名称	代码	现金流权%	控制权%	分离系数
深华新	000010			
中科健 A	000035			
光彩建设	000046			
方大 A	000055	17.20	20.20	1.1744
海王生物	000078			
ST 麦科特	000150			
胜利股份	000407			
河北华玉	000408	22.80	28.40	1.2456
*ST 四通	000409	5.60	13.40	2.3929
ST 英特	000411			
汇通水利	000415			
健特生物	000416	16.10	24.70	1.5342
恒大地产	000502			
天歌科技	000509	16.20	18.00	1.1111
银基发展	000511			
好时光	000526	14.10	20.10	1.4255
粤美的 A	000527	12.20	22.20	1.8197
*ST 家乐	000533			
世纪中天	000540	8.60	33.70	3.9186
恒和制药	000545	12.70	21.10	1.6614
ST 太光	000555			
莱茵置业	000558	22.07	29.43	1.3335
ST 海药	000566	21.84	26.30	1.2042
ST 琼海德	000567	24.20	26.90	1.1116
数码网络	000578	25.50	29.70	1.1647
光明家具	000587	23.60	41.00	1.7373
宝光药业	000593			
四环药业	000605	15.80	68.00	4.3038
*ST 圣方	000620			
*ST 比特	000621			
ST 东源	000656	28.50	28.50	1.0000

珠海中富	000659	12.00	52.60	4.3833
广西红日	000662			
领先科技	000669	5.80	31.00	5.3448
思达高科	000676	45.00	57.40	1.2756
ST 宏业	000689	16.00	17.80	1.1125
聚友网络	000693	18.90	19.50	1.0317
模塑科技	000700			
天伦置业	000711	22.50	26.60	1.1822
锦龙股份	000712	12.40	29.80	2.4032
福建三农	000732			
重庆实业	000736	13.80	18.20	1.3188
方向光电	000757	11.40	29.50	2.5877
菲菲农业	000769	20.90	29.80	1.4258
草原兴发	000780			
美达股份	000782			
创智科技	000787	8.90	17.80	2.0000
ST 合成	000788			
*ST 湖山	000801			
银河科技	000806	6.70	11.00	1.6418
和光商务	000863			
渤海物流	000889			
长丰通信	000892			
亚华种业	000918	16.30	20.60	1.2638
兰州黄河	000929			
科苑集团	000979			
捷利股份	000996	15.80	28.00	1.7722
新大陆	000997	23.40	57.70	2.4658
ST 宗动	001696	26.00	29.80	1.1462
帝贤 B	200160	39.60	39.60	1.0000
雷伊 B	200168	37.00	37.00	1.0000
浙江广厦	600052			
宇通客车	600066			
中达股份	600074	14.60	29.20	2.0000
澄星股份	600078			
人福科技	600079	5.98	25.81	4.3161
金花股份	600080	26.70	44.60	1.6704
ST 啤酒花	600090	6.60	26.60	4.0303
禾嘉股份	600093	40.60	52.10	1.2833
永鼎光缆	600105			
波导股份	600130	11.90	33.00	2.7731
东湖高新	600133			

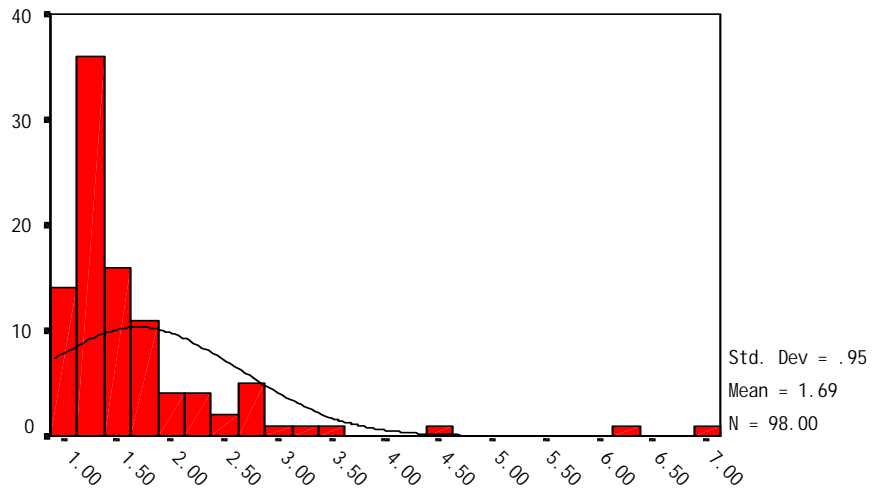
维科精华	600152			
山东临工	600162			
雅戈尔	600177	5.30	29.70	5.6038
海星科技	600185	30.20	31.80	1.0530
罗顿发展	600209	33.80	44.60	1.3195
紫江企业	600210			
大连创世	600233	26.70	54.50	2.0412
*ST 天龙	600234	19.20	29.00	1.5104
广汇股份	600256	31.60	45.10	1.4272
凯乐科技	600260	38.50	38.50	1.0000
浙江阳光	600261			
北京城建	600266			
亿阳信通	600289			
平高电气	600312			
国栋建设	600321	29.10	52.90	1.8179
天通股份	600330	21.50	21.50	1.0000
宏达股份	600331	20.70	21.40	1.0338
美克股份	600337	23.60	32.80	1.3898
精伦电子	600355	22.70	22.70	1.0000
宁波韵升	600366			
龙净环保	600388	9.00	27.00	3.0000
凯诺科技	600398			
红豆股份	600400			
安泰集团	600408			
宏智科技	600503	18.00	18.00	1.0000
腾达建设	600512			
康美药业	600518	52.40	58.20	1.1107
天士力	600535			
茉织华	600555	23.74	30.82	1.2982
卧龙科技	600580	30.20	65.40	2.1656
用友软件	600588	41.30	41.30	1.0000
广东榕泰	600589	28.10	37.50	1.3345
第一铅笔	600612	13.00	20.00	1.5385
天宸股份	600620	29.90	29.90	1.0000
福耀玻璃	600660			
强生控股	600662	23.50	32.90	1.4000
天目药业	600671	29.30	30.20	1.0307
ST 英教	600672	8.20	29.80	3.6341
银泰股份	600683			
新宇软件	600687	21.20	26.50	1.2500
东百集团	600693	17.00	20.00	1.1765

利嘉股份	600696	19.80	47.20	2.3838
长安信息	600706	7.20	16.40	2.7778
雄震集团	600711	31.30	39.80	1.2716
*ST 松辽	600715			
大连热电	600719			
新太科技	600728	18.00	27.20	1.5111
上海港机	600732			
哈慈股份	600752	44.30	48.00	1.0909
*ST 金帝	600758			
金荔科技	600762	21.70	45.20	2.0829
ST 龙科	600799	22.40	28.00	1.2500
鹏博士	600804	14.80	25.00	1.6892
宏盛科技	600817	18.20	45.30	2.4890
ST 永久	600818	52.20	54.10	1.0364
通化东宝	600867	14.60	48.80	3.3425
力诺工业	600885			
ST 信联	600899			
新城 B 股	900950	26.40	29.40	1.1136
凌云 B 股	900957			

附图 1 民营企业控制单家上市公司价值正态分布图



附图 2 民营企业控制多家上市公司价值正态分布图



附表 3 公司价值均数多重比较结果

Multiple Comparisons

Dependent Variable: AQ

LSD

(I) GROUP	(J) GROUP	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	1.4252*	.3157	.000	.8030	2.0474
	3	1.1133	.5721	.053	-1.4181E-02	2.2408
	4	1.6641*	.5212	.002	.6370	2.6911
	5	1.3447*	.3563	.000	.6425	2.0469
	6	.8931	.8429	.290	-.7679	2.5541
	7	1.3305*	.4828	.006	.3792	2.2819
2	1	-1.4252*	.3157	.000	-2.0474	-.8030
	3	-.3119	.6207	.616	-1.5351	.9113
	4	.2389	.5741	.678	-.8924	1.3701
	5	-8.0519E-02	.4300	.852	-.9279	.7668
	6	-.5321	.8765	.544	-2.2595	1.1952
	7	-9.4672E-02	.5394	.861	-1.1577	.9683
3	1	-1.1133	.5721	.053	-2.2408	1.418E-02
	2	.3119	.6207	.616	-.9113	1.5351
	4	.5508	.7465	.461	-.9202	2.0218
	5	.2314	.6423	.719	-1.0344	1.4971
	6	-.2202	.9980	.826	-2.1869	1.7465
	7	.2172	.7201	.763	-1.2020	1.6364
4	1	-1.6641*	.5212	.002	-2.6911	-.6370
	2	-.2389	.5741	.678	-1.3701	.8924
	3	-.5508	.7465	.461	-2.0218	.9202
	5	-.3194	.5973	.593	-1.4965	.8578
	6	-.7710	.9697	.427	-2.6819	1.1399
	7	-.3335	.6804	.624	-1.6743	1.0072
5	1	-1.3447*	.3563	.000	-2.0469	-.6425
	2	8.052E-02	.4300	.852	-.7668	.9279
	3	-.2314	.6423	.719	-1.4971	1.0344
	4	.3194	.5973	.593	-.8578	1.4965
	6	-.4516	.8920	.613	-2.2094	1.3062
	7	-1.4153E-02	.5641	.980	-1.1259	1.0976
6	1	-.8931	.8429	.290	-2.5541	.7679
	2	.5321	.8765	.544	-1.1952	2.2595
	3	.2202	.9980	.826	-1.7465	2.1869
	4	.7710	.9697	.427	-1.1399	2.6819
	5	.4516	.8920	.613	-1.3062	2.2094
	7	.4374	.9496	.645	-1.4338	2.3087
7	1	-1.3305*	.4828	.006	-2.2819	-.3792
	2	9.467E-02	.5394	.861	-.9683	1.1577
	3	-.2172	.7201	.763	-1.6364	1.2020
	4	.3335	.6804	.624	-1.0072	1.6743
	5	1.415E-02	.5641	.980	-1.0976	1.1259
	6	-.4374	.9496	.645	-2.3087	1.4338

*. The mean difference is significant at the .05 level.

附表 4 控制公司家数对分离系数的影响

Descriptives

分离系数

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
1	74	1.8226	1.0476	.1218	1.5799	2.0653	1.00	5.60
2	22	1.8956	1.2221	.2605	1.3537	2.4374	1.00	5.30
4	2	1.2944	1.414E-04	1.000E-04	1.2931	1.2957	1.29	1.29
5	13	2.7468	1.4790	.4102	1.8530	3.6406	1.11	6.46
6	1	1.2500	1.25	1.25
7	7	6.3794	6.9706	2.6346	6.7311E-02	12.8261	1.50	21.79
Total	119	2.1914	2.1989	.2016	1.7922	2.5906	1.00	21.79