

如何解讀中國上市公司的控制鏈

林凱薰

放寬陸資來台投資與「渾水事件」，引發台灣對陸資企業公司治理完善與否的關注。

行政院長陳沖於今年 10 月表示，政府將大幅放寬陸資參股台灣產業的限制，且以發展「台灣 T 股」¹吸引大陸註冊企業來臺上市為政策目標，此訊息無疑的將對台灣產業和資本市場為注入新的發展動能。有鑑於之前遭渾水、香櫞等機構做空的中概股皆被質疑有財務造假、資訊揭露不完全以及公司治理存在缺陷等問題，台灣金管會和企業們也許需要進一步思考在開放陸資企業投資之後，應如何杜絕「渾水事件」在台灣資本市場上演。因此，有必要先瞭解陸資企業的公司治理結構。

企業的公司治理結構完善與否，與股權結構有著極密切的關連。本文運用「中國公司治理分析模組」中所提供的「產權與控制關係模組」，就如何解讀中國上市公司控制鏈中的控制型態與控制層級先進行說明。關於中國上市公司的最終控制股東在公司治理結構的影響以及中國上市公司集團在控制鏈所扮演的角色等議題，將另行撰文說明。

本文分三部分說明：中國上市公司股權結構的特色、中國上市公司的控制型態與基本數據分析、以及如何判讀與計算控制層級。

一、中國上市公司股權結構

基於中國特有經濟制度的轉型，在資本市場發展過程中，形成了二元股份結構、股權集中度高以及普遍存在最終控制者且大多為政府等三項極具特色的股權結構。

(一) 二元股份結構

中國股市因為特殊歷史原因和特殊的發展演變，A 股市場的上市公司內部普遍形成了非流通股與流通股兩者並存的二元股份結構，也就是股權分置。股權分置是一個具有中國特色的制度，這個制度允許少部分股份（通常不到三分之一），在市場公開發行及交易，其餘的股份則暫時不允許進入市場流通，並只能由一個或幾個法人持有。這樣的安排只是權宜之計，主要是在保證國家對上市國有企業具有絕對的控股權的同時，也無需顧慮剛建立的

中國上市公司
股權結構特色：
1. 二元股份
2. 股權集中度高
3. 最終控制者大多
是政府。

¹根據行政院政務委員管中閔表示，「台灣 T 股」是指大陸註冊企業在台灣股市掛牌發行股票。
(請參閱中央日報 2012 年 10 月 24 日社評—發展「台灣 T 股」帶動資本市場)

中國股票市場無法承擔全流通的市場壓力。但是這一制度也衍生出，上市公司在盈餘分配上面臨大股東與小股東股東利益衝突，以及控制權僵化²的公司治理問題。為了解決股權分置所產生的後遺症、完善公司治理結構、推動資本市場的進一步發展與世界接軌，中國遂於 2005 年推動了股權分置改革。有關股權分置改革對公司治理之改善成效，尚待另文探討。³

(二) 股權集中度高

1990 年代初期，中國試圖透過將國有企業中較優質的部門或單位自企業分離出來上市。分離上市主要的目的是希望，透過國有股權私有化來改善，長期以來所普遍存在生產力低下與無效率的問題，以及取得國有企業所需的資金。自然而然地，未上市的國有企業就成為上市企業的控制股東、上市公司股權就集中在國有股東手上。而當大股東持有非流通股，市場約束力無從發揮，大股東很有可能進行不利於流通股股東的舉動。

(三) 最終控制者大多為政府

基於中國上市公司主要是來自國有企業的分離上市的歷史背景，未上市的國有企業成了控股股東，最終也是由政府所控制⁴，比重曾高達 80%。即使在股權分置等多項股票市場改革政策實施後，政府控制的國有企業比重仍高達 61%（主板市場則有 68%）。身為最終控制者的政府，常見以金字塔股權結構，對上市公司建立一定的控制層級的方式對上市公司實施控制。許多最終控制者會公開或隱藏其控制鏈，這可能會導致資金分散、內部利益衝突或利益輸送的弊病。但最終控制者與上市公司間的控制層級數也可能降低政府對上市公司決策的干預程度控制層級數越高，意味著政府越難對上市公司施以干預。

「產權與控制關係方框圖」是股權結構最直接的資訊來源。

然而，為了能夠讓上市公司的股權結構資訊更加透明，健全公司治理結構，中國證監會遂於 2004 年起，開始要求上市公司必須在年報或招股說明書中，提供「產權與控制關係方框圖」⁵（以下簡稱控制鏈）。這項資訊的

²三分之二的法人股不可以通過公開市場流通，這意味著上市公司的大股東，特別是其國有企業的母公司，對上市公司具有不可動搖的控制權，導致控制權僵化的問題。

³關於股改的初步效應，請參閱林俊頤與羅靖霖(2007)「中國股改效應之初步觀察」一文(刊登於本刊第 63 期)。

⁴Wu, Wu, Zhou, and Wu (2011)所提供的統計數據顯示，在中國有 61.5%的上市公司係屬於國有企業。

⁵中國證監會於 2004 年 12 月 31 日所發布《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 2 號》規定，上市公司必須對外「披露公司的實際控制人情況，並以方框圖的形式披露公司與實際控制人之間的產權和控制關係」。

中國上市公司可區分為國有企業與民營企業兩類。

主要的控制型態仍是國有企業

揭露的確對解析最終控制者的控制型態與控制層級有相當的幫助，這也是「中國公司治理分析模組」得以進一步提供，最終控制股東的股份控制權及盈餘分配權以及上市公司的集團歸屬等資訊。值得注意的是，中國上市公司係以文字與方框圖雙重方式揭露控制股東與上市公司間的控制鏈；而台灣上市櫃公司並沒有此項資訊的揭露，使得投資人們在獲取相關資訊時困難重重。未來台灣的主管機構在監理上市公司的資訊揭露時可以此為借鏡。

二、控制型態

中國上市公司可區分為國有企業⁶與民營企業兩大類。中國證監會雖於2004年起才開始要求上市公司必須揭露控制鏈，2004年至2006年揭露控制鏈的上市公司家數並不多，因此本文以2007年至2010年為數據分析期間。

(一) 國有企業的控制型態：中央國有企業與地方國有企業

國有企業可分為中央國有企業與地方國有企業兩類。前者的最終控制人為國務院國資委、中央政府部門或機構；後者的最終控制人則為地方國資委（省級政府國資委、地市級政府國資委）或地方政府部門或機構。

1. 中央國有企業

以康佳集團股份有限公司（000016）為例。其2010年報揭露公司第一大股東和實際控制人未發生變化，均為華僑城集團公司，華僑城集團公司是經國務院批准成立的大型國有企業，屬國務院國有資產監督管理委員會監管的中央企業之一。因此，該公司最終控制股東控制型態為中央國有企業。

2. 地方國有企業

以深圳市物業發展（集團）股份有限公司（000011）為例。其2010年度報告揭露其最終控制人為深圳市國有資產監督管理局。因此，該公司最終控制股東控制型態為地方國有企業。

表一為國有企業與民營企業家數年度分佈情形。首先，觀察表一可知，中國上市公司中主要的控制型態仍是國有企業，佔全部樣本的57.05%（若扣除中小企業板與創業板比重，則達68.06%），以2007年比重最高，達

⁶ 戚務君與林凱薰(2012)已於「中國政府對國有企業管理的沿革：國有資產監督管理委員會介紹」一文(刊登於本刊第94期)詳細說明了如何閱讀上市公司年報中所揭露的產權與控制關係；方框圖判讀上市公司是否為國有企業，請讀者參閱。

61.83%⁷，比重逐年下降，2010 年下降幅度更高達 6.08%。截至 2010 年底為止，國有企業與民營企業的相對比重接近 1：1（50.69：49.31）。

其次，表二則進一步觀察中央國有企業與地方國有企業之年度分布情形。統計數據顯示，平均而言，地方國有企業的比重（66.70%）明顯大於中央國有企業的比重（33.30%），且各年度的比重並無明顯的差異。

表一：國有企業與民營企業家數年度分佈情形

年度	控制型態				合計 (家數)	
	民營企業		國有企業			
	家數	比重 (%)	家數	比重 (%)		
2007	624	38.17	1,011	61.83	1,635	
2008	666	39.38	1,025	60.62	1,691	
2009	801	43.23	1,052	56.77	1,853	
2010	1,033	49.31	1,062	50.69	2,095	
合計	3,124	42.95	4,150	57.05	7,274	

表二：國有企業與民營企業家數年度分佈情形

年度	控制型態				合計	
	中央國有企業		地方國有企業			
	家數	比重 (%)	家數	比重 (%)		
2007	320	31.65	691	68.35	1,011	
2008	339	33.07	686	66.93	1,025	
2009	358	34.03	694	65.97	1,052	
2010	365	34.37	697	65.63	1,062	
合計	1,382	33.30	2,768	66.70	4,150	

（二）民營企業的控制型態

民營企業的分類：

1. 控股型態：
 - 家族控股
 - 經理人共治控股
 - 職工持股份控股
 - 社會團體控股
 - 集體所有制企業
2. 資金來源：
 - 內資
 - 外資
 - 港澳台

類似台灣的家族控股型態

若上市公司最終控制人為非政府部門或單位，例如自然人、外資、集體企業或社會團體等，則歸屬於非國有企業，也就是民營企業。民營企業依控股資金來源可再區分為內資股東、港澳臺商及外資股東；依控股型態可再區分為家族控股、經理人共治控股、職工持股份控股、社會團體控股及集體所有制企業控股。其中，職工持股份控股、社會團體控股及集體所有制企業控股為中國內資股東中特有的控制型態。以下就民營企業的控制型態逐一說明，並提供基本分析。

1. 家族控股

當上市公司的最終控制人為自然人且自然人間屬於家族關係時，則此企業的控制型態即屬於家族控股。以山西美錦能源股份有限公司（000723）為

⁷ 此比重與 Wu, Wu, Zhou, and Wu (2011) 的 61.5% 非常相近。

台灣的經理人共治常見於高科技產業

職工持股會類似台灣的員工福利委員會

例，其最終控制人為自然人且為家族關係，因此，該公司的控股型態歸類為「家族控股」。該公司 2010 年報揭露公司實際控制人情況如下：

實際控制人為自然人姚巨貨、姚俊良、姚俊傑、姚俊花、姚三俊、姚四俊、姚俊卿七位，公司上述七名自然人股東之間存在著關聯關係。姚俊良先生為實際控制人；姚俊良先生、姚俊花女士、姚俊傑先生、姚三俊先生、姚四俊先生、姚俊卿先生均為姚巨貨先生的子女；姚俊良先生與姚俊花女士為兄妹關係；姚俊良先生與姚俊傑先生、姚三俊先生、姚四俊先生、姚俊卿先生為兄弟關係。

2. 經理人共治控股

這種控制型態的公司，其最終控制者為自然人且具備專業或技術背景，本身除出任董事外，亦為公司實際營運的主要關鍵人物，並出任高階主管職。在台灣，經理人共治控股常見於高科技產業。以深圳世紀星源股份有限公司（000005）為例，其實際控制人為自然人且擔任公司董事與高階主管職，屬於內資經理人。因此，該公司的控股型態歸類為「經理人共治控股」。該公司 2010 年報披露公司實際控制人情況如下：

該董事會的實質控制人為 Arran Profits Ltd.，而丁芃、鄭列列、陳榮全，此三名自然人為 Arran Profits Ltd. 的最終控制者。丁芃：女，中國籍，無其他國家或地區居留權，最近 5 年擔任本司董事局主席，中國投資有限公司董事。鄭列列：男，中國籍，有香港居留權，最近 5 年擔任本司董事、總裁，中國投資有限公司董事。陳榮全：男，中國籍，無其他國家或地區居留權，最近 5 年擔任中國投資有限公司董事，西樵經濟發展總公司經理。

3. 職工持股會控股

職工持股會是中國的國企產權制度改革下的產物，依法⁸設立的從事內部職工股的管理，代表持有內部職工股的職工行使股東權利，類似台灣的員工福利委員會。倘若上市公司的最終控制人是職工持股會，那麼其控制型態即屬於職工持股會控制型態。

⁸依據 1994 年外經貿部、國家體改委《外經貿股份有限公司內部職工持股企業試點暫行辦法》規定，職工持股會是公司工會內設的專門從事公司內部職工股的管理組織，不必做專門的登記。

中國的社會團體的
持股為非流通股

集體所有制企業包
括城鎮集體所有制
企業和鄉村集體所
有制企業

以海南築信投資股份有限公司（600515）為例，該公司2010年度報告所披露的產權關係中指出，其控股股東為天津市大通建設發展集團有限公司，天津大通控股股東為海航置業控股（集團）有限公司，海航置業實際控制人為海南航空股份有限公司工會委員會，因此，該公司的控股型態歸類為「職工持股會控股」。

4.社會團體控股

與台灣的社團法人一樣，中國的社會團體⁹也是非營利性的社會組織，具備法人資格依法可將其可支配的資產投資股份有限公司的非流通股。倘若中國上市公司的最終控制者為社會團體，則其控制型態就屬於社會團體控股。

以橫店集團東磁股份有限公司（股號002056）為例，其實際控制人——橫店社團經濟企業聯合會即為社會團體。該聯合會經浙江省東陽市鄉鎮企業局鄉鎮企（2001）54號批復，於2001年8月3日在東陽市民政局登記註冊，其社會團體法人登記證書編號為浙東社證字第77號。

5.集體所有制企業控股

集體所有制企業¹⁰包括城鎮集體所有制企業和鄉村集體所有制企業，為中國社會主義公有制經濟的組成部分。若城鎮或鄉村集體所有制企業以其法人身份投資於上市公司且為最終控制人時，此企業的控制型態即為集體所有制企業。

以上市公司北京福星曉程電子科技股份有限公司（00139）為例，其實際控制人湖北漢川市鋼絲繩廠即為集體所有制企業，因此其控制型態為集體所有制企業控股。

表三為民營企業控股型態之年度分佈。統計數據顯示，民營企業中主要的控股型態為「內資—家族」，且以2010年比重最高，達78.80%；外資控股佔的比重最低，僅佔2.89%（2.50%+0.26%+0.13%）。其中，值得注意的

⁹參閱：《社會團體登記管理條例》。

¹⁰城鎮集體所有制企業是指財產屬於勞動群眾集體所有、實行共同勞動、在分配方式上以按勞分配為主體的社會主義經濟組織，並依《城鎮集體所有制企業條例》第14條規定，取得法人資格後設立；鄉村集體所有制企業則是指由由鄉(含鎮)村(含村民小組)農民集體舉辦，實行自主經營、獨立核算、自負盈虧的企業，並依《鄉村集體所有制企業條例》第14條規定，取得《企業法人營業執照》或者《營業執照》後設立。

是，廣西陽光股份有限公司（股號 000608）其實際控制人為外國政府出資的最終控制者（Minister of Finance (Inc.) of the Government of Singapore，新加坡財政部公司）。

表三：民營企業控股型態之年度分怖

年度		資金來源										合計	
		內資					外資			港澳台			
		社會團體	家族	集體所有制企業	經理人共治	職工持股會	家族	經理人共治	政府	家族	經理人共治		
2007	家數	3	482	23	58	16	16	2	1	20	3	624	
	比重 (%)	0.48	77.24	3.69	9.29	2.56	2.56	0.32	0.16	3.21	0.48		
2008	家數	3	511	22	68	15	19	2	1	22	3	666	
	比重 (%)	0.45	76.73	3.3	10.21	2.25	2.85	0.3	0.15	3.3	0.45		
2009	家數	3	617	18	87	17	21	2	1	32	3	801	
	比重 (%)	0.37	77.03	2.25	10.86	2.12	2.62	0.25	0.12	4	0.37		
2010	家數	3	814	18	113	16	22	2	1	40	4	1,033	
	比重 (%)	0.29	78.8	1.74	10.94	1.55	2.13	0.19	0.1	3.87	0.39		
合計	家數	12	2,424	81	326	64	78	8	4	114	13	3,124	
	比重 (%)	0.38	77.59	2.59	10.44	2.05	2.5	0.26	0.13	3.65	0.42		

說明：表格內括弧內的數字為該分類公司家數佔該年度的比重。

三、控制層級

中國上市公司的控制鏈方框圖需揭露達到一定持股比例¹¹的第一層級（即直接的）控制人，如果存在一個或者一個以上的控制人，再向上追溯第一層控制人的控制人—上市公司的第二層級控制人，依此類推，直到某一層級的控制人不再為其他股東所控制即為上市公司的最終控制者。中國的上市公司則是由下往上揭露控制關係，因此上市公司是最底層的被控制公司，最終控制者透過控制鏈對上市公司實施控制。

控制層級是指控制鏈中上市公司與其股東間所屬投資架構之層級。

中國的國有企業最終控制者皆為政府機構或部門，透過金字塔層級的設計以限制其對上市公司的直接干預，且控制層級數越多，意謂著控制金字塔底端上市公司的控制成本越高越難影響上市公司的決策。所謂控制層級是指，產權與控制關係方框圖中的上市公司與其股東間所屬投資架構之層級，每條控制鏈的最終投資人為第一層，最終投資人的被投資人為第二層，依此類推。然而，中國上市公司的控制鏈結構常見有金字塔結構（最單純）與交叉持股結構，倘若再涉及多條控制鏈時，控制層級的計算方式將是異常的複

¹¹相關的揭露規定，請參閱中國證監會所發布的《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 2 號〈年度報告的內容與格式〉。

雜。為了能夠提供讀者在瞭解中國上市公司的控制鏈結構時，有更便利的管道，TEJ 運用 OECD 所提出的公司治理架構並結合「台灣公司治理模組」設計的經驗，推出「中國公司治理分析模組」。

以下就金字塔結構、交叉結構且多條控制鏈、同一最終控制人且多條控制鏈三種類型，逐一說明控制層級的計算邏輯。

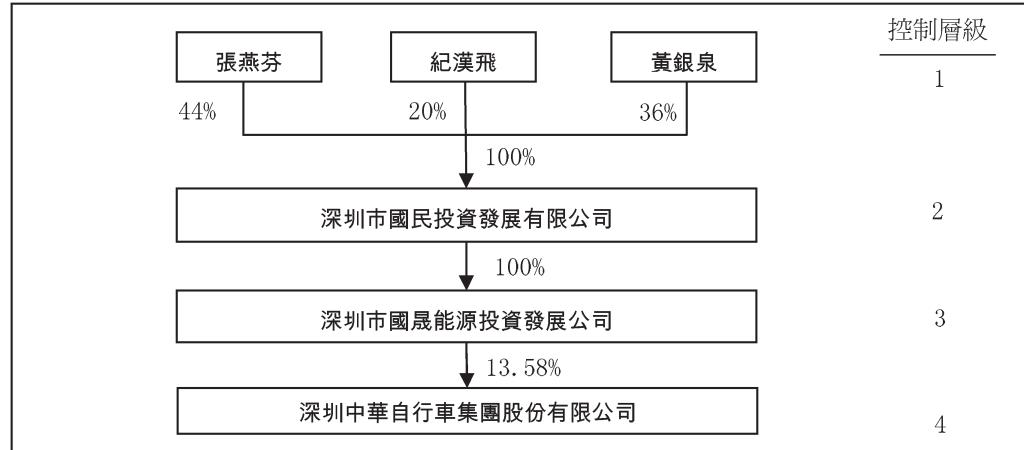
(一) 金字塔結構

金字塔結構控制層級的計算

以深圳中華自行車（集團）股份有限公司（000017）之 2008 年報為例，其實際控制人為深圳市國民投資發展有限公司，實際控制人之控股股東為張燕芬（持股 44%）、紀漢飛（持股 20%）和黃銀泉（持股 36%）。

圖一為深圳中華自行車（集團）股份有限公司 2008 年之產權關係方框圖，檢視圖一可知，張燕芬、紀漢飛與黃銀泉為實際控制人（深圳市國民投資發展有限公司）之控股股東，故位於控制層級的第一層、深圳市國民投資發展有限公司位於第二層、深圳市國晟能源投資發展公司位於第三層、深圳中華自行車（集團）股份有限公司（上市公司）則屬於第四層，也是控制鏈中的最底層。

圖一：深圳中華自行車（集團）股份有限公司 2008 年之產權關係方框圖



(二) 交叉循環持股且存在多條控制鏈

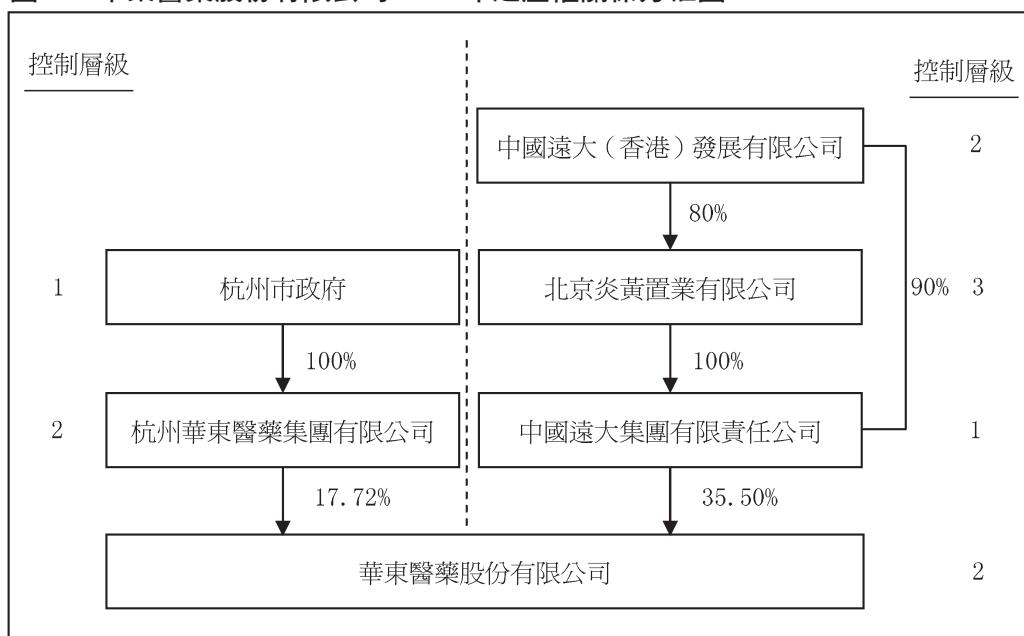
交叉循環持股且存在多條控制鏈之控制層級計算

以華東醫藥股份有限公司（股號 000963）2007 年報為例，圖二為華東醫藥股份有限公司 2007 年產權關係方框圖。檢視圖二可知，產權關係方框圖中存在兩條控制鏈。然因該公司 2007 年報披露其實際控制人為中國遠大

集團有限責任公司，故本文以右側控制鏈為主要控制鏈，並以此控制鏈為依據辨識控制層級。

首先，在主要控制鏈中，股東之間具循環持股關係，中國遠大集團有限公司（實際控制人）持有中國遠大（香港）發展有限公司 90%的股份；中國遠大（香港）發展有限公司持有北京炎黃置業有限公司 80%的股份，北京炎黃置業有限公司持有中國遠大集團有限公司 100%的股份。中國遠大集團有限公司、中國遠大（香港）發展有限公司和北京炎黃置業有限公司交叉持股。此時，實際控制人雖同為投資人及被投資人，但仍是第一層的投資層級。因此，中國遠大集團有限公司為第一層、中國遠大（香港）發展有限公司與華東醫藥股份有限公司同屬於第二層、北京炎黃置業有限公司則為第三層。其次，左側控制鏈的第一層控制層級為杭州市政府、第四層則為杭州華東醫藥集團有限公司。

圖二：華東醫藥股份有限公司 2007 年之產權關係方框圖



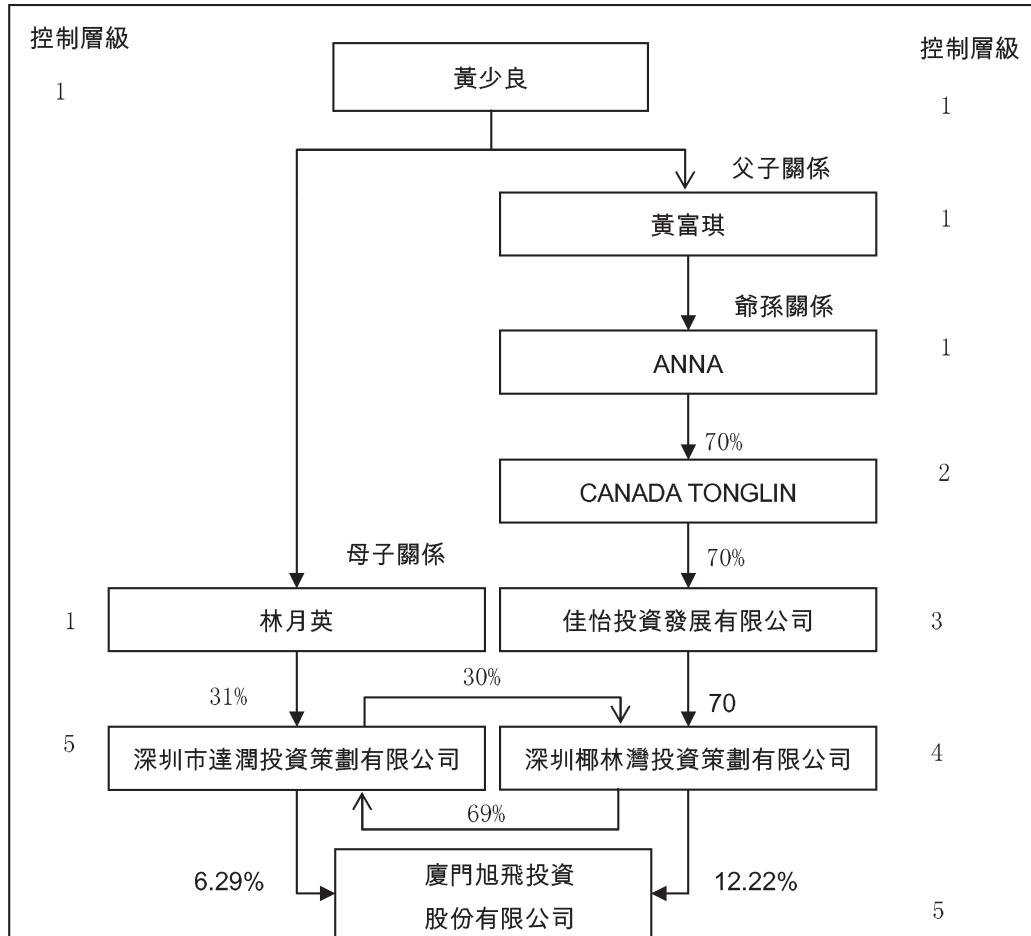
(三) 同一最終控制人且存在多條控制鏈

同一最終控制人與多條控制鏈之控制層級計算

以廈門旭飛投資股份有限公司（000526）之 2007 年報為例，根據 2007 年報所披露的訊息，該公司實際控制人為黃少良。檢視圖三可知，黃少良、黃富琪、林月英及 ANNA1 為親屬關係，非投資關係，控制層級為相同皆為第一層，CANADA TONGLIN INVESTMENT LTD 為第二層、佳怡投資發展

有限公司為第三層、深圳椰林灣投資策劃有限公司，深圳市達潤投資策劃有限公司與廈門旭飛投資股份有限公司（上市公司）同為第五層。

圖三：廈門旭飛投資股份有限公司 2007 年之產權關係方框圖



四、結語

本文主要是運用「中國公司治理分析模組」中所提供的「產權與控制關係模組」（也就是控制鏈），說明如何解讀中國上市公司控制鏈中的控制型態與控制層級。中國上市公司的控制鏈結構除了金字塔結構，還有交叉持股，如果再涉及多條控制鏈時，控制層級的計算方式將是異常的複雜。因此，本文提供釋例說明中國上市公司控制型態的辨認與控制層級的計算方式，期能對讀者在解讀中國上市公司的控制型態與控制層級時有所助益。

參考文獻

1. 戚務君、林凱薰，2012，中國政府對國有企業管理的沿革：國有資產監督管理委員會介紹，貨幣觀測與信用評等，第 94 期，頁 31-46。
2. Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu. 2011. Political connections, tax benefits and firm performance : Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 31 (3) : 277 – 300.

附錄一：參考法規

以下列示本文引用之法令與規定，有興趣的讀者可以至法律圖書館（<http://www.law-lib.com/>）下載全文內容。

- 上市公司行業分類指引
- 上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法
- 外經貿股份有限公司內部職工持股企業試點暫行辦法
- 定向募集股份有限公司內部職工持股管理規定
- 社會團體登記管理條例
- 城鎮集體所有制企業條例
- 鄉村集體所有制企業條例
- 鄉鎮企業法
- 關於外經貿試點企業內部職工持股會登記管理問題的暫行規定