

香港上市公司股權結構與經濟表現

顧問報告

郎咸平博士

香港中文大學財務學系
講座教授

劉殖強先生

香港中文大學會計學院
商業法律副教授

蘇偉文博士

香港中文大學財務學系
副教授

二零零三年四月十四日

報告摘要

本報告闡述香港上市公司經濟表現比對股權概況的分析結果，當中記錄了截至二零零一年八月三十一日，在香港聯合交易所上市的 754 間公司之股東結構和經濟表現，所進行的深入及精確的分析後所得之論據。報告中分析計算所需的數據，主要從上市公司的中期報告和年報中取得，另外亦有部分數據是取自 Asian Company Handbooks 和 *Worldscope* 資料庫。

為了易於理解和進行比較，公司的所有權主要可分為以下四個類別：

- i. 家族裏的成員擁有公司多於 10% 已發行股份的家族掌權式公司；
- ii. 公司裏沒有股東擁有超過 10% 已發行股份的股權分散持有式公司；
- iii. 由中央政府、省政府或市政府掌控制權的國有企業；和
- iv. 非以上類別的“雜類”。

本研究以常用的資產回報率和股本回報率去量度這些公司的經濟表現。同時，我們亦透過資產市值面值比去作出對這些公司的市場評價。

主要的研究結果摘要如下：

1. 受調查公司中有 94.7% (如前所解釋，調查中共有 754 間公司) 是屬於家族掌權式公司或國有公司，前者佔 81.17%，即有 612 間。這百分比較亞洲東部地區的經濟體系的平均數 48.85% 為高；
2. 家族掌權式公司的經濟表現是最佳的，即使在股權分散持有式公司和國有公司裏有家族持有所有權，其經濟表現亦不會受到反面影響；
3. 接近所有公司 (受調查香港上市公司中的 94.83% 或 715 間) 都採用金字塔結構作為公司裏的控制模式，而當中大部分都將旗下上市實體置於金字塔的第一層；
4. 證據亦顯示公司的經濟表現跟它旗下上市實體在金字塔結構內的位置成反比。簡單來說，那些將上市實體放在金字塔頂層的公司通常會有一個較佳的經濟表

現，反之亦然。在金字塔頂層和底層實體的平均資產回報率分別為 0.058 和-0.014，其差別在統計上是顯著的。另外，塔頂和塔底實體的平均股本回報率分別為 0.094 和-0.000，其差別在統計上亦是顯著的；及

5. 在家族掌權式公司裏，家族成員參與公司管理的程度並沒有對公司的經濟表現造成反面影響。若利用相同的經濟表現指標，高度的家族式管治會使公司有較佳的經濟表現，例如在受調查公司裏家族成員參與度最低的三分之一有一個中度的資產回報率(0.033)及股本回報率(0.056)，但參與度最高的三分之一則有最高的資產回報率(0.071)及股本回報率(0.115)。有較多家族成員參與管理的公司，無論那些成員是董事局裏的董事或是處理日常業務的高級經理，它們都不會比較少家族成員參與的公司表現為差。

這份報告受著兩個重要的局制。第一，本報告是從理解公司數據，和對數據作科學分析去研究香港上市公司的股權結構和經濟表現。第二，本報告沒有提出那種公司結構較佳、或對如何增加回報率或增加保障投資者作任何結論。

第一章

引言

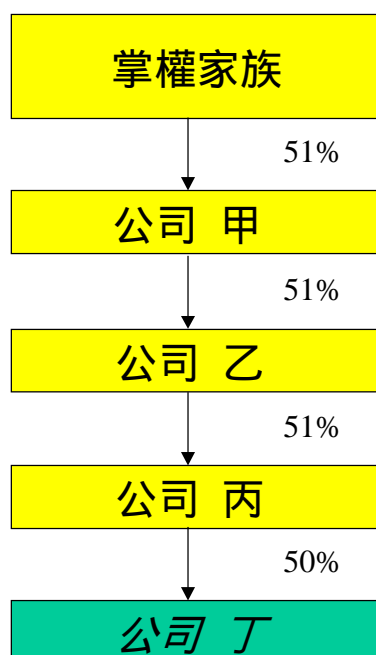
背景

- 1.1 在經濟學的著作中，很多數據都顯示經理人員未必永遠會為股東的利益而工作。經理人員追求有利於自己而非有助於增加股東財產的目標是很自然的事。這個導致主從之間的衝突叫做代理人成本。為了減低代理人成本的影響，我們可考慮一些措施如資本市場的監察和組織的變革作為當中的檢查和平衡。
- 1.2 資本市場的監察是指以資本市場的力量去“懲罰”管理不善的公司，方法是降低那些公司的股票市價和提高其債務融資的成本。
- 1.3 這項研究的題目已被公司法改革常務委員會的股東小組委員會確認。股東小組委員會希望了解到在香港上市公司大部分都有家族擁有支配地位的大前題下，當中有否一個有關財務表現的趨勢，以及這些公司吸引外資的能力。
- 1.4 一隊來自香港中文大學的顧問團被委派去研究這個課題。有關這顧問團的詳細資料以及各工作人員的專長已在附錄一有所說明。這顧問團很樂意將這份報告交與計劃統籌小組。
- 1.5 顧問團的角色只是記錄經濟表現跟所有權結構之關係的證據，而絕不會提出任何推測性的結論。

研究結果簡介

- 1.6 這份報告裏主要的研究結果顯示接近所有的香港上市公司都是家族掌權式。在附錄裏，我們列出了這些上市公司的控制圖以及當中的家族如何透過私營公司和家族的信托基金去控制這些公司。雖然香港的公司多是家族掌權式已是共識，但這份報告則是第一份科學研究去提供有關的實驗證據。
- 1.7 在這份報告內，我們採用了資產回報率和股本回報率為經濟表現的量度指標。跟股權分散持有式公司和國有公司比較，我們發現了家族的存在能改善公司的經濟表現。
- 1.8 我們同時亦記錄了大多數公司的高級管理人員隊伍(高級主管或董事)內有最少一名是來自掌權家族。以公司董事會中董事來自同一個家族和高級經理來自同一個家族的百分比為算，家族在公司管理層的集中程度都不在一個高水平。
- 1.9 我們記錄了公司的經濟表現會隨高級管理層和董事來自掌權家族的百分比大大的得到改善。那些有來自掌權家族的高級管理層和董事高度參與管理的公司的經濟表現是最佳的。這些家族的第二代開始擔任家族公司高級管理的職位，如董事和高級營運主管。但是，第二代的參與並沒有對上市公司的經濟表現有重要的影響。
- 1.10 另一個重要的研究結果是大多數香港上市公司都是屬於金字塔結構式的管理。金字塔式有助於在維持低度所有權之時放大對公司的控制權。圖 1.1 顯示金字塔結構式的運作情況。在不失一般性的情況下，假設某家族擁有公司甲的 51%；而公司甲亦擁有公司乙的 51%；公司乙再擁有公司丙的 51%；公司丙又擁有公司丁的 50%。最後某家族就會擁有公司丁股份的 50% 控制權(在控制鏈內最少的持股量)。但是，由於金字塔效應，某家族在公司丁的所有權股份只有 6.7%(是全部所有權的積數，即 $51\% \times 51\% \times 51\% \times 50\% = 6.7\%$)。

圖 1.1 金字塔結構



- 1.11 從本報告裏我們可見大多數的上市公司都在金字塔結構式的第一層。這是在正常的商業擴張，一條公司自然發展之路下的一個現象。然而，金字塔結構之所以優勝的確實原因則不在本報告範圍內。
- 1.12 實驗結果顯示在金字塔結構頂部的公司的經濟表現較佳；但在金字塔底部的公司的經濟表現則較弱。
- 1.13 這份報告亦提供了對這些公司的經濟表現市場評價結果。當中的市場評價並非跟香港的經濟表現一致。相對於其他類別的公司，家族掌權式公司擁有最低的市場評價。而市場同時亦對有第二代參與以及有家族集中在董事會和高級管理層的公司有一個較低的評價。

1.14 本報告的編排如下：第二章討論研究方法。描述性統計資料則見於第三章。有關經濟表現的實驗分析見於在第四章。第五章討論了有關公司經濟表現的市場評價。最後一章則會提供結論性的評述。

第二章

研究方法

抽樣程序

- 2.1 這項研究檢查了香港全部上市公司的所有權結構系統和經濟表現。我們從香港聯交所得到一份香港上市公司的名單。在最初的名單裏包括了截至二零零一年八月三十一日共 756 間在主板上市的公司和 84 間在創業版上市的公司。如前所解釋，我們在本研究裏使用了二零零零年的公司數據。以這段時間作為抽樣週期是基於兩個主要原因。第一，二零零零年已是一九九七年亞洲金融風暴發生後的第三年，上市公司的所有權結構系統和經濟表現的調查結果將不會被亞洲金融風暴之嚴重事件所影響。第二，二零零零年見證著創業版在香港的穩健設立，故在新經濟之下的公司亦會在調查範圍之內。
- 2.2 由於研究的對象是香港的上市公司，樣本代表著所有的公眾公司。即使中國國有企業，H股的所有權結構跟香港典型公司有異，它們亦在樣本範圍內。相反地，一些公司雖然在香港的商場有很大的投資如牛奶公司、怡和置地等，正因為它們沒有在港上市，所以並沒有被選作為調查樣本。
- 2.3 在所有上市公司中，有些上市公司並不在調查範圍內。例如：八佰伴國際 (0700) 因正在清盤中故不在調查之列，雅佳控股 (0448) 亦因停牌而沒有被調查。上市封閉式基金，如匯豐中國基金 (0504), Thai Asia Fund Ltd (0540) 和北京投資(1062)同樣沒有被列在最後樣本的名單內，原因是他們屬於投資基金，他們的經濟表現和股東概況間的關係並沒有對公眾投資者產生任何實際的意義。
- 2.4 表 2.1 包括一些沒有被列入調查樣本名單內的公司及其被剔除的原因。

表 2.1: 不在研究樣本範圍內的公司

股票編號	公司名稱	被剔除的原因
87	太古洋行 B	B股
90	金和國際	新上市
159	華南集團	停牌
162	一木國際	新上市
164	上海策略置地	新上市
192	聖安娜控股	新上市
196	格蘭酒店B	B股
204	首富國際	封閉式基金
206	德祥企業優先股	優先股
223	建發國際	除牌
261	中建科技	停牌
290	耀生行	新上市
310	金源投資	封閉式基金
329	金龍集團	新上市
335	美建集團	新上市
339	安利時投資	封閉式基金
346	聯大集團	新上市
353	美吉利國際	新上市
361	順龍控股	新上市
362	東君化工	新上市
365	日東科技	新上市
395	兆峰陶瓷	清盤中
421	慶豐集團優先股	優先股
428	亨亞	封閉式基金
448	雅佳控股	停牌
504	匯豐中國基金	封閉式基金
505	僑弼控股	新上市
540	Thai-Asia F Ltd	封閉式基金
543	Thai Asset F Pre	優先股
597	東方魅力優先股	優先股
605	港佳控股	新上市
627	佑威國際	新上市
647	Joyce Boutique	公司報表尚未公佈
682	超大現代農業	新上市
700	八佰伴國際	清盤中
702	捷美能源	新上市
721	Prime 集團	封閉式基金
768	開明投資	封閉式基金
770	滬光國際	封閉式基金

861	神州數碼	新上市
878	金朝陽集團	公司報表尚未公佈
881	JF Japan OTC Fund	封閉式基金
885	福方國際	新上市
888	路訊通	新上市
889	連達科技	新上市
913	Unity 投資	封閉式基金
932	歐亞農業	新上市
987	J. I. C. Tech	停牌
1062	北京投資	封閉式基金
1128	鎮海煉油化工股份	新上市
1180	生命科技集團	公司報表尚未公佈
1210	淘大置業優先股	優先股
1213	萬寶剛集團	新上市
1215	國新集團	新上市
8019	中遠威製藥	新上市
8022	雅高企業	新上市
8032	大中華科技	新上市
8043	年代資訊	新上市
8045	南大蘇富特	新上市
8047	毅興科技	新上市
8049	吉林長龍藥業	新上市
8051	千里眼控股	新上市
8059	金澤超分子	新上市
8070	MRC 集團	新上市
8076	新利軟件	新上市
8079	彩虹國際	新上市
8082	訊通控股	新上市
8089	寶訊科技	新上市
8090	EVI 教育亞洲	新上市
8091	環球實業	新上市
8098	德維森控股	新上市
8101	亞洲網上交易	新上市
8103	訊泰科技	新上市
8112	英君技術	新上市
8115	華翔微電子	新上市
8118	創博數碼	新上市
8119	即時科研	新上市
8120	中華藥業	新上市
8127	山河控股	新上市

8128	國訊國際	新上市
8129	九方科技	新上市
8132	百江燃氣	新上市
8135	成都托普科技	新上市
8139	昌興國際	新上市
8149	新奧燃氣	新上市
8150	東光集團	新上市
8151	億勝生物科技	新上市
8152	廣平納米科技	新上市
8158	邦盟匯駿國際	新上市
8161	金屬電子交易所	新上市
8179	艾克國際	新上市

資料搜集

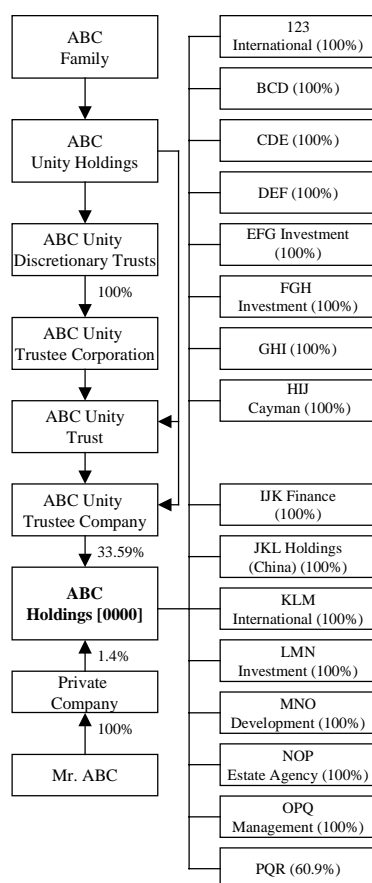
- 2.5 得出最後樣本公司的名單後，我們詳細分析了這些公司的所有權結構。我們以公司的中期報告和年報作為這項研究的原始數據來源。根據香港報告要求，香港的上市公司必需在年報中披露大股東（大股東的定義為持有公司10%股份或以上權益的股東）的資料以及董事的利益。當中以10%作為分界線是因為根據香港的證券(披露權益)條例，10%的持股量被視為重要且公司必須有所呈報。
- 2.6 除了上市公司的財務報表外，我們還在 *World Scope 資料庫* 和 *Asian Company Handbook* 取得公司所有權的資料。這兩個數據來源主要是用以補充中期報告和年報以確認上市公司的所有者。
- 2.7 由於樣本名單內的公司有著不同的財政結算日，而非有一個共同的截數日，我們選取了它們最近期的公司報表為用。為了控制在財政結算日後所有權結構的重大改變，我們亦搜尋了公司的後期資料和檢查當中所有權結構有否重大改變。例如：[建發國際](#)在樣本截數日後停牌，故它便不會在樣本之列。
- 2.8 根據搜集得來的資料，我們替每一間上市公司都描劃了一幅所有權的圖表。以下是其中一個例子。在不失一般性的情況下，我們以一間虛構的公司，ABC集團為

例。假設ABC集團是一間著名藍籌股公司並由ABC家族所擁有。由一些虛構的名字所組成的ABC集團所有權結構詳見於圖 2.1。¹ 當中包括了全部擁有者的所有權百分比。香港上市公司的金字塔型管理模式是很典型的，但若只是看金字塔中間部分是沒有意思。例如：ABC集團直屬擁有者是ABC單位信託公司，但ABC先生是其真正擁有者卻是眾所周知的。為了解決這個問題，我們可以隨所有權關係鏈追溯至最終的擁有者。正如預料，ABC家族以私有公司和家族的信托基金控制ABC集團，成為最終的擁有者。我們已為所有上市公司進行最終所有者的追溯，這些公司的所有權圖表見於本報告附錄四。

¹ 在本報告中，我們以 ABC 集團 [0000]作為例子是為使說明一致，當中並沒有任何含意。這個選擇是基於 ABC 是首三個英文字母。

圖 2.1

ABC集團 [0000] 的所有權控制圖



2.9 我們將公司分為四個主要類別：家族掌權式、股權分散持有式、國有的和雜類。

2.10 家族掌權式泛指公司內存在擁有超過10%股份的掌權家族。以圖 2.1為例，ABC家族是ABC集團(0000)的掌權家族，控制模式屬金字塔結構式。香港大部分的上市公司都是家族掌權式的。為給一個正式定義，若公司內最大掌權者持有公司10%或以上的控制權且是屬於一個家族的話，那便是掌權家族。以10%作為所有權的分界原則是基於證券(披露權益)條例對大股東的定義。

- 2.11 股權分散持有式公司泛指公司內沒有一個掌權股東擁有公司10%或以上的股份。以10%作為所有權的分界點是基於在證券(披露權益)條例中，10%的持股量被視為重要且公司必須有所呈報。例如：匯豐控股(0005)和佐丹奴國際(0749)都被分類為股權分散持有式公司。
- 2.12 國有公司泛指在中華人民共和國的國有企業，當中包括由中央政府、省政府和市政府所擁有的企業。
- 2.13 若有公司不屬於以上的三個類別，它便會被分類為雜類。在香港上市的股權分散持有式公司中仍有些是存有大股東(持股量大於10%)，且是由財務機構(當中亦包括代名人賬戶、投創共金、互惠基金等)或政府(主要是中國)所擁有。這些公司被分類為雜類是因為其他三個種類都未能完全形容這些公司的特徵。另外，被分類為雜類的公司只佔樣本的2.52%，且亦不佔香港上市公司的大部分(見第三章)。如果再將這些公司仔細劃分成不同的類別，分類便會顯得太過狹窄，每一個類別內公司的數目都只會很少。²
- 2.14 為了量度上市公司的經濟表現，我們提出了兩個量度指標：(1) 資產回報率，定義為淨利潤 / 總資產 (2) 股本回報率，定義為淨利潤 / 總股東權益。資產回報率和股本回報率是普遍的會計量度指標，會計和財務界亦流行以它們去評價一間公司的經濟表現。另外，我們亦以公司的資產市值面值比去作出對這些公司價值的市場評估。這市場價值評估指標，即每元資產面值的相應市價，反映了公司的市值評估。有關經濟表現的討論見於第四章。市場評價的探討則見於第五章。

資產回報率和股本回報率的計算是很直接的。在不失一般性的情況下，我們以ABC集團(0000)作為例子。在結算日為二零零零年十二月三十一日的財政年度裏，報表裏的淨利潤為港幣 \$19,308 百萬；另外截至二零零零年十二月三十一日，公司的總資產為港幣\$188,755百萬，總股東權益為港幣\$159,318百萬。資產回報率會是

² 這些定義可能會被認為過分草率。但是，我們必須承認每間公司都是不同的。太精確的分類會使每個類別內只有一間公司，這會令分析無法進行。

$19,308 / 188,755 = 0.102$ 或 10.2% , 而股本回報率則會是 $19,308/159,318 = 0.121$ 或 12.1%。我們對其他的樣本公司亦作出了相類似的計算。

2.15 不過，股東權益為負數的公司卻不在研究範圍內。這是因為這些公司的股本回報率會對分析帶來偏誤。例如，假設一間公司的淨收入是 -10 百萬元，股東權益為 -5 百萬元。股本回報率的計算就會得出一個數字 2 ($-10 \text{ 百萬元} / -5 \text{ 百萬元}$)。這會大大地扭曲事實的真相。為了避免這個潛在的偏誤，股東權益為負數的公司便沒有被包括在分析樣本內。

2.16 以下表2.2顯示了那些因股東權益為負數而不在研究樣本範圍內的公司。

表 2.2: 因股東權益為負數而不在研究樣本範圍內的公司

股票編號	公司名稱	總股東權益	結構
------	------	-------	----

8	電訊盈科	-14,856,000	家族掌權式
56	聯合地產	-392,745	家族掌權式
128	安寧數碼	-213,769	家族掌權式
181	福海集團	-133,119	國有
182	香港葯業	-90,741	家族掌權式
202	國中控股	-437,316	家族掌權式
208	金盾集團	-153,189	家族掌權式
286	金匡企業	-230,507	家族掌權式
333	TOP FORM INT'L	-90,925	家族掌權式
396	均來集團	-3,930	家族掌權式
412	漢基控股	-456,214	家族掌權式
439	英發國際	-397,909	家族掌權式
456	新城市(北京)	-28,643	家族掌權式
464	錦宏集團	-28,146	家族掌權式
479	華建控股	-291,237	家族掌權式
593	卓健亞洲	-137,945	家族掌權式
639	福山控股	-106,008	國有
657	環科國際	-17,867	家族掌權式
663	恆光實業	-322,928	股權分散持有式
673	科達集團(控股)	-227,747	家族掌權式
681	基電控股	-590,861	家族掌權式
729	巨川國際	-72,852	家族掌權式
818	高陽集團	-341,516	國有
898	萬事昌國際	-18,201	家族掌權式
952	華富國際	-55,679	家族掌權式
990	三商行	-220,502	國有
1013	普納	-500,915	家族掌權式
1041	福邦控股	-15,373	家族掌權式
1060	上聯水泥	-786,649	家族掌權式
1063	新確科技	-65,462	家族掌權式
1095	德勝集團	-146,015	家族掌權式
1203	廣南(集團)	-523,629	國有
8071	絲網路數碼	-3,467	家族掌權式

2.17 表2.2顯示出大部分股東權益為負的公司都是家族掌權式。

2.18 為得出資產市值面值比，我們計算了公司資產的市值和面值。市值在這裏被定義為普通股的市值長期負債的面值與已發行優先股的市值之和。我們把長期負債作為計

算資產市值面值比的分子，因為這計算會量度股東和債權人可索款項的市值。在經濟學和財務學的著作中，這種對公司價值進行市場評估的指標計算已被廣為接受。另外，這種計算方法跟沒有將長期負債包括在內的計算方法的相關度是0.94³，表示兩種計算資產市值面值比的方法是沒有顯著分別的。因此，為了跟經濟學和財務學著作的慣常做法一致，我們就以上述方式計算資產市值面值比。

- 2.19 為了計算每一間公司的股東權益價值，我們將公司於財政年度結算日的普通股本數目乘以當日的股價。我們運用了公司資產負債表上的資產面值，同時亦運用了公司資產負債表上的長期負債的面值。優先股價值之計算為在財政年度結算日的優先股數目乘以當日的市值。市場資料由Thompson Financial's *Datastream* 資料庫提供。會計數據則從公司公佈的財務報表中得來。
- 2.20 我們再以ABC集團為例，ABC的財政年度為每年的十二月三十一日，在二零零零年十二月三十一日，ABC擁有2316百萬已發行股分，收市價為港幣\$99.75。如此，ABC集團股東權益的市價為港幣\$99.75 x 2316百萬 = HK\$231,037百萬。從ABC的財務報表中，長期負債的面值為港幣\$13,806 百萬，總資產為港幣\$188,755 百萬，當中並沒有已發行的優先股。這樣的話，資產市值面值比的計算如下：(股東權益的市值 + 長期負債的面值) / 總資產的面值： $(231,037 + 13,806) / 188,755 = 1.297$ 。
- 2.21 市值面值比的指標跟會計數字是不同的，因為前者會包含市場的估價。以ABC集團為例，ABC集團的資產市值面值比為1.297，表示投資者願意支付高於資產值29.7%或以上的價錢。一間收入高和經濟表現良好的公司並不意味著它會有一個高的股價。假如投資者覺得一間公司欠佳，這負面的印象便會從市場的低股價裏反映出來，即使它的經濟表現是好的。因此，該公司的資產市值面值比會處於低位。相反地，一個高的比率顯示出投資者會願意付出高於資產面值的價錢，這意味著公司

³ 相關度量度兩個變數間的關係。若兩個變數是 100% 正面相關的，那相關度係數便會是 +1。若兩個變數是 100% 負面相關的，那相關度係數則會是 -1。0.94 的相關值表示 94% 正面相關。

做得很好或投資者覺得公司會有很好的前景，即使它的資產回報率和股本回報率並不理想。如此，這些公司會有一個較高的股價。為提供有關對公司價值的市場評估詳情，在報告裏我們包括了資產市值面值比和兩個經濟表現量度指數，資產回報率和股本回報率。

- 2.22 首先，我們考查了不同類別的管治結構對上市公司的經濟表現是否都有重要的影響。例如，我們希望測試家族的存在或金字塔結構會否對經濟表現有所影響。
- 2.23 我們還考查了掌權家族的第二代對公司經濟表現之影響。我們將管理人員隊伍定義為董事會的成員或是高級營運主管。數據的來源是公司公佈的報表和 *World Scope* 資料庫。
- 2.24 最後的數據集見於附錄三。

實驗方法

- 2.25 為了測試不同的假設，我們用了描述性的統計方法如平均法，標準差和百分比；t-檢定(t-test)；和變異數分析 (ANOVA)。以上提及的測試方法的目的是查驗我們有否科學證據(名為統計上的顯著性，解釋可見第二章)以支持結論。在本報告裏的正文部分，我們並沒有解釋到這些方法的詳細資料，我們只對其提供了直觀的解釋。專業上的細節詳見附錄二。

第三章

數據描述

- 3.1 本研究裏所使用的數據集見於附錄三以作參考。數據集裏共有 754 間公司被列在調查範圍之內，當中有 695 間在主版上市而在創業版的則有 59 間。樣本內包括所有在香港截至二零零一年八月三十一日的上市公司。有關數據搜集程序的詳細資料可參閱 2.5 段至 2.21 段。
- 3.2 在本部分，我們展示出所有上市公司樣本的統計摘要。有關經濟表現和所有權結構的詳細分析見於下一章。

所有權的分佈

- 3.3 首先是樣本公司所有權分佈的描述。表 3.1 顯示了這些分佈：

表 3.1 所有權結構的分佈		
甲組：包括所有公司		
所有權結構	百分比	累積百分比
家族掌權式	81.17	81.17
股權分散持有式	3.32	84.48
國有	13.53	98.01
雜類	2.52	100.00
乙組：不包括 H-股和國有企業		
所有權結構	百分比	累積百分比
家族掌權式	93.58	93.58
股權分散持有式	3.67	97.25
國有	0.00	97.25
雜類	2.75	100.00
丙組：只包括在主版上市的公司		
所有權結構	百分比	累積百分比
家族掌權式	80.14	80.14
股權分散持有式	3.60	83.74

國有	14.10	97.84
雜類	2.16	100.00
丁組：只包括在創業版上市的公司		
所有權結構	百分比	累積百分比
家族掌權式	93.22	93.22
股權分散持有式	0.00	93.22
國有	0.00	93.22
雜類	6.78	100.00

3.4 我們將公司分類為家族掌權式，股權分散持有式，國有和雜類。每個種類的定義見於第二章。

3.5 表 3.1 甲組顯示出大多數受調查的香港上市公司都是由家族掌權。家族掌權式公司佔 81.17%，而餘下的就是屬於其他所有者結構類型的公司。當中我們要注意國有企業亦佔所有樣本的 13.53%。但是，這些國有企業實際是在中國成立，它們的所有權結構跟香港的典型公司會有著顯著的分別。

3.6 為測定中國國有企業的出現會否影響調查結果，乙組顯示了在不包括國有企業的情況下公司所有權之分佈。結果家族掌權式公司的比例升至 93.58%。雖然大家都相信香港的公司多以家族為主，這裏的證據卻顯示家族掌權式生意其實是一種規則，而非一個現象或大多數人的經商方式。非家族掌權式的公司可算是例外。

3.7 為了對家族式生意有更佳的理解，我們再將樣本公司分為在主版上市的公司和在創業版上市的公司。結果我們除了在創業版上觀察到有更多家族掌權式公司外，當中的結論都是跟之前相似的。這個發現跟很多創業版公司都是剛成立的互聯網公司及創辦人仍操公司控制大權之事實相符。

3.8 在表 3.1 的發現可見於圖 3.1 至 3.4。

圖 3.1 所有權結構百分比：包括所有公司

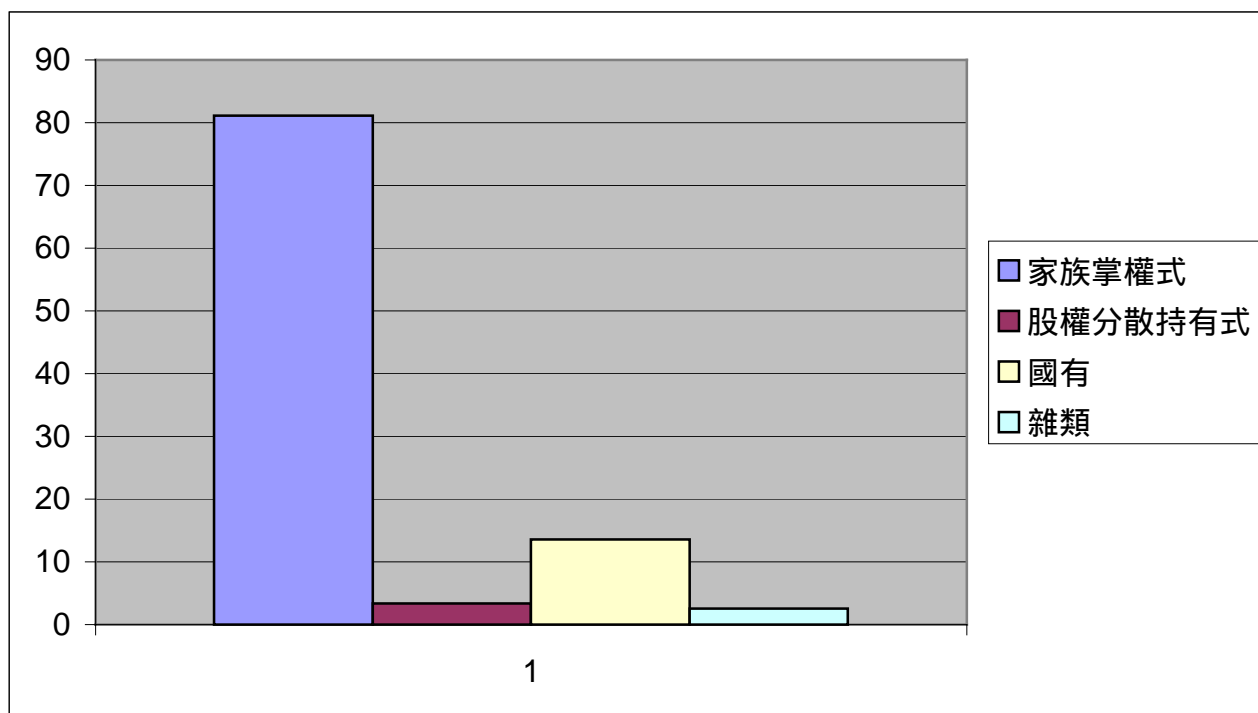


圖 3.2 所有權結構百分比：不包括 H-股和國有企業

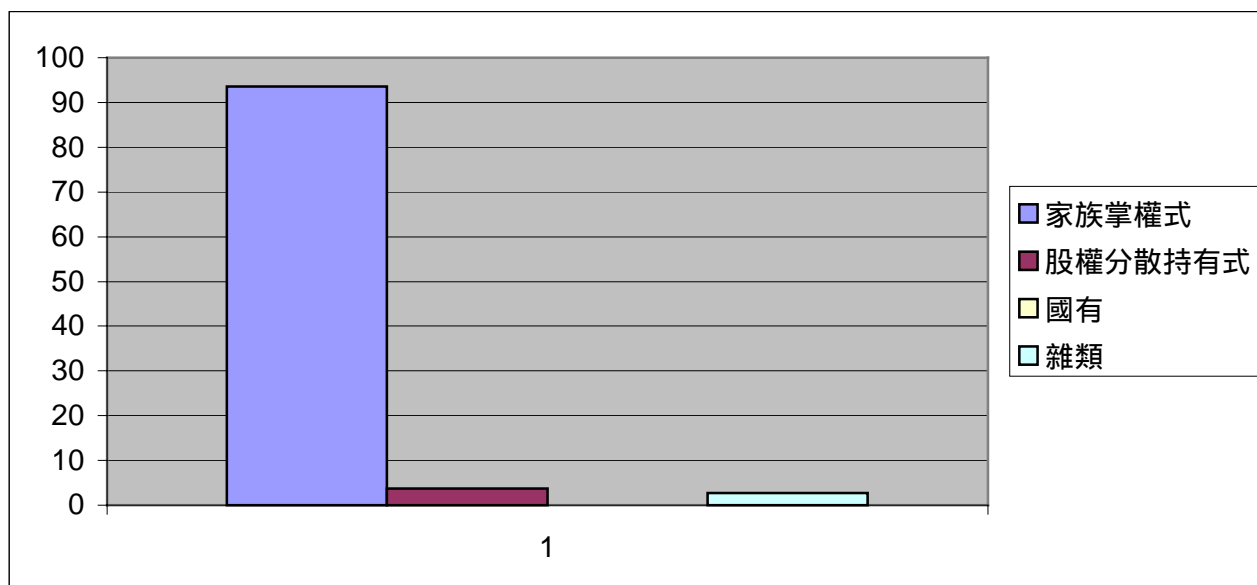


圖 3.3 所有權結構百分比：只包括在主版上市的公司

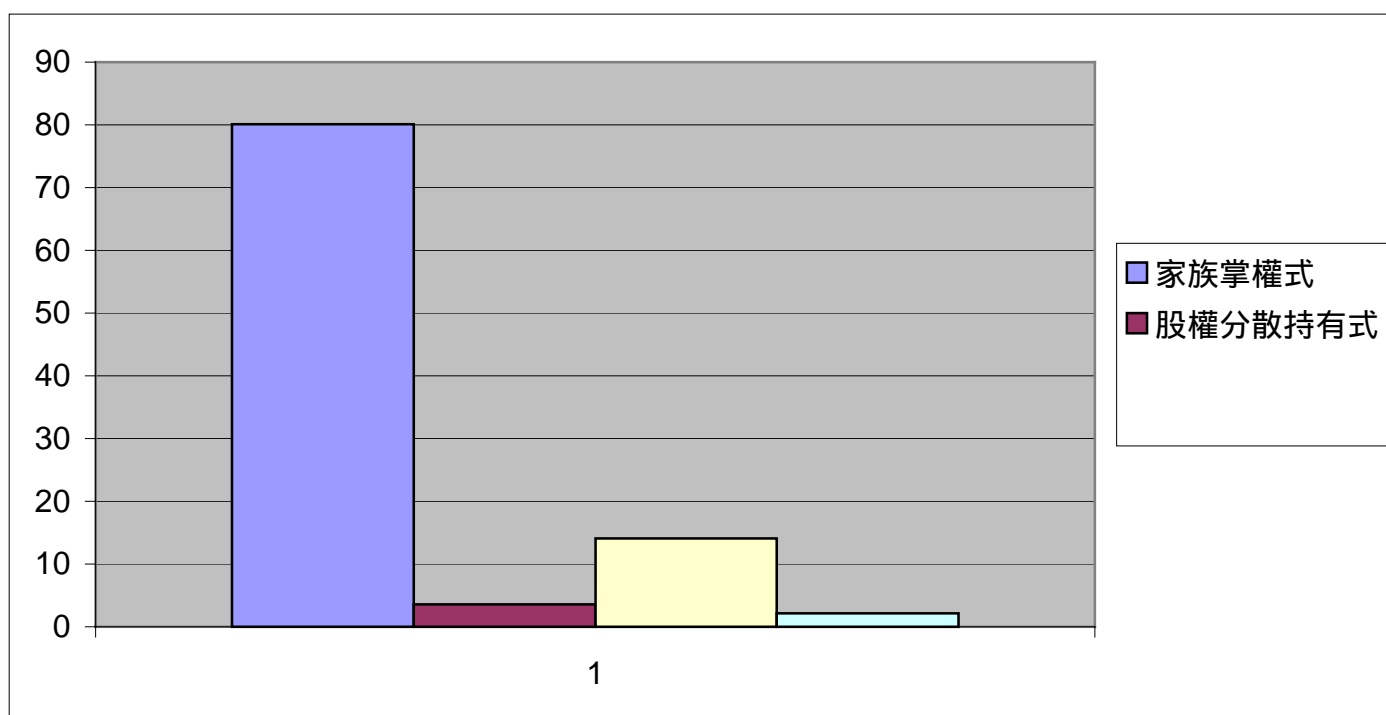
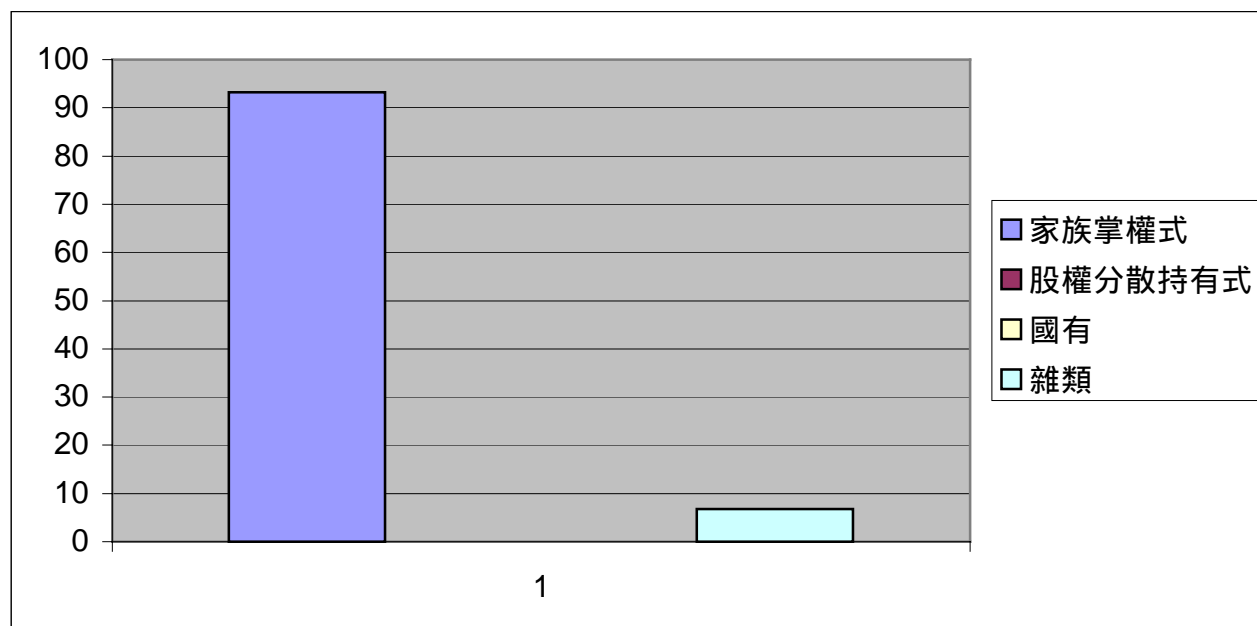


圖 3.4 所有權結構百分比：只包括在創業版上市的公司



3.9 將香港的所有者結構跟歐洲和亞洲東部經濟體系的結果進行比較是非常有用的。亞洲東部經濟體系樣本內的公司全是上市公司。有關亞洲東部的資料是取自 *Worldscope* 資料庫和公司的股票交易手冊。由於我們的重點在於香港上市公司的經濟表現和所有權結構，我們採用了一些來自其他著者前著作內的數據(請見，Claessens, Djankov and Lang, 2000; Claessens, Djankov, Fan and Lang, 2002; and Faccio and Lang, 2002)，並再加上我們自己的計算。

3.10 我們將公司分類為“家族掌權式”，“國有”，“股權分散持有式”，“由股權分散持有式公司所控制”，和“由分散財務機構所控制”。家族掌權式和國有公司的定義較為直接。為找出公司裏有否一個掌權的所有者，我們用了 10% 作為所有權的分界線。這 10% 的分界線同時亦應用於所有東亞經濟體系以達到分析上的一致性。這個分界線跟證券(披露權益)條例相符。股權分散持有式公司是沒有掌權所有者的公司。例如：匯豐控股 [0005] 和佐丹奴國際 [0709] 被分類為股權分散持有式公司。縱使香港政府是匯豐控股的最大所有者，我們仍視這間公司為股權分散持有式公司。那些“由股權分散持有式公司所控制”，和“由分散財務機構所控制”的公司是

指掌權所有者(定義為 10%的所有權分界線)是股權分散持有式公司或財務機構。例如：恒生銀行[0011]是由一間股權分散持有式的財務機構—匯豐控股[0005]所控制。

3.11 表 3.2 顯示家族掌權式公司在香港的百分比是最高的，而股權分散持有式公司的則是最底，但這比率仍是較印尼，馬來西亞，新加坡和泰國的為高。有別於其他東亞國家的經濟體系，由股權分散持有式公司或財務機構所控制的公司之百分比在香港是最底的。表 3.2 中有一點要注意的是，有關其他經濟體系的數據是取自其他研究，而當中的調查是未夠全面的。因此，在那些市場裏的公司數目只代表一個樣本而非上市公司的總數。但香港的數據則包括在剔除第二章中所提及的公司後所有香港的上市公司。

經濟體系	公司數目	控制權分散的公司之百分比	擁有最終控制權的公司之百分比		
			家族所有的	國有的	由股權分散持有式公司或財務公司所有的
香港	754	3.32	81.17	15.33	1.99
東亞經濟體系					
印尼	132	1	73	9	17
韓國	281	13	73	2	12
日本	1240	5.73	12.66	1.21	80.4 ⁴
馬來西亞	171	1	75	12	12
菲律賓	77	4	51	3	43
新加坡	176	1	55	29	15
台灣	129	5	59	2	35
泰國	110	1	72	5	21
歐洲經濟體系					
奧地利	99	11.11	52.86	15.32	8.59
比利時	130	20.00	51.54	2.31	13.46
芬蘭	129	28.68	48.84	15.76	2.20

⁴ 日本是一個特別的例子，當中大部分的上市公司都是由財務機構如銀行，財務公司和保險公司所控制。

法國	607	14.00	64.82	5.11	12.28
德國	704	10.37	64.62	6.30	12.44
愛爾蘭	69	62.32	24.63	1.45	9.42
意大利	208	12.98	59.61	10.34	13.46
挪威	155	36.77	38.55	13.09	9.00
葡萄牙	87	21.84	60.34	5.75	11.50
西班牙	632	26.42	55.79	4.11	11.98
瑞典	245	39.18	46.94	4.90	8.57
瑞士	214	27.57	48.13	7.32	15.66
英國	1953	63.08	23.68	0.08	12.40

來源：Claessens, S., S. Djankov and L.H.P. Lang (2000), Separation of Ownership from Control of East Asian Companies, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112; Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L.H.P. Lang (2002), The Pattern and Valuation Effects of Corporate Diversification: A Comparison of the United States, Japan, and Other East Asian Economies, forthcoming in *Journal of Finance*; Faccio, M. and L.H.P. Lang (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, forthcoming in *Journal of Financial Economics* and authors' calculations.

3.12 跟歐洲的比較，在香港股權分散持有式公司的百分比是最低的，但家族掌權式公司的則是最高。這對比在圖 3.5 和圖 3.6 較清晰地表現出來。

圖 3.5 家族掌權式公司的百分比：香港和其他亞洲經濟體系

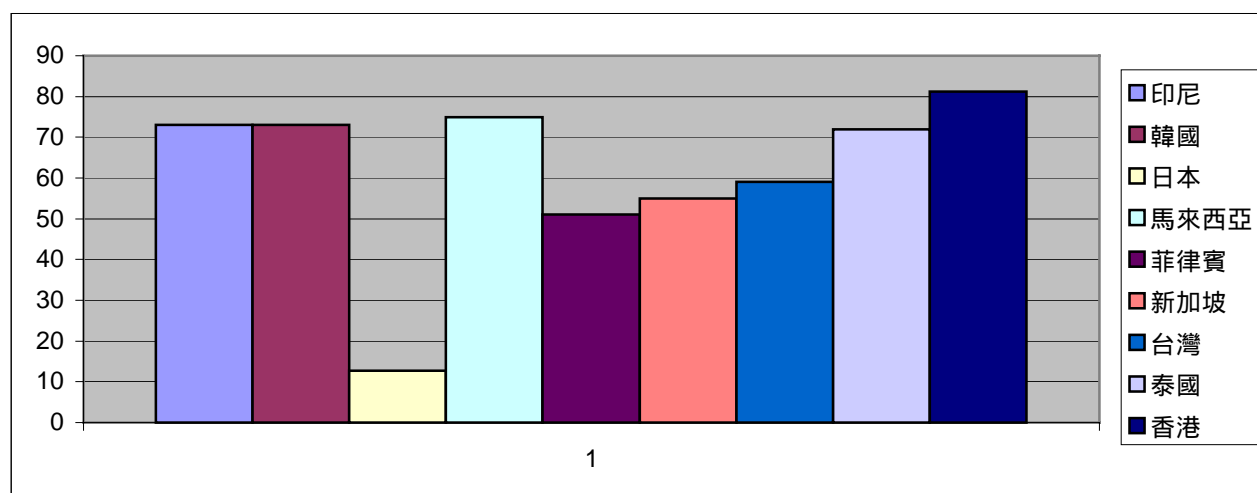
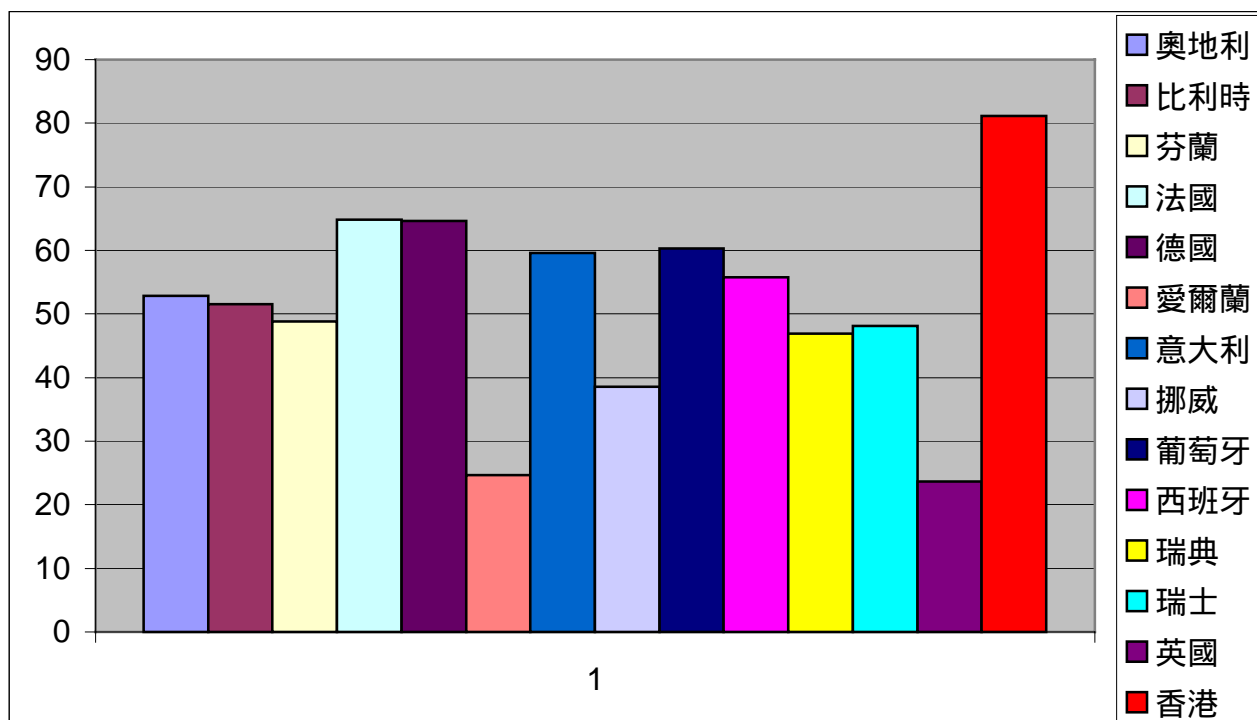


圖 3.6 家族掌權式公司的百分比：香港和歐洲的經濟體系



由掌權家族管理、控制金字塔和掌權家族第二代的參與

3.13 我們的證據提出了香港的公司是家族掌權式的，下一部就是去研究一些家族掌權式公司的特徵。研究的項目如下：假如管理人員隊伍中一個成員是來自掌權家族、假如那公司是依金字塔結構式控制、假如掌權家族的第二代積極參與公司的日常運作。

3.14 金字塔結構式的特徵是掌權家族利用小量的股本去控制一間在金字塔下層的上市公司。以 ABC 集團為例，ABC 家族持 ABC 集團(0000) 35%的控制權，ABC 集團再持 BCD 49.9%的控制權，BCD 再持 ABC 基建 84.6%的控制權，ABC 基建又持 ABCDE 集團 38.2%的控制權。

3.15 統計數字說明了香港跟其他經濟體系在利用金字塔結構式上的不同，我們在每一個經濟體系內都用相同的方法去檢查公司所有權結構內是否存有金字塔模式，我們在 *Worldscope* 資料庫尋找有關資料並計算金字塔式公司在每一個經濟體系的百分比。表 3.3 顯示在亞洲和歐洲的經濟體系中使用金字塔結構式公司之百分比。

表 3.3 在不同經濟體系中使用金字塔式公司的百分比	
甲組：亞洲經濟體系	
經濟體系	使用金字塔結構式的公司之百分比
香港	94.83
印尼	60.11
日本	62.74
南韓	33.33
馬來西亞	37.39
菲律賓	33.33
新加坡	65.61
台灣	43.26
泰國	8.98
亞洲平均	48.85
乙組：歐洲經濟體系	
經濟體系	使用金字塔結構式的公司之百分比
奧地利	25.26
比利時	25.62
芬蘭	6.31
法國	17.75
德國	24.22
愛爾蘭	20.75
意大利	26.90
挪威	35.88
葡萄牙	12.94
西班牙	14.59
瑞典	22.73
瑞士	7.87
英國	27.55
歐洲平均	20.64

3.16 表 3.3 顯示出接近所有調查中的香港公司是依金字塔結構式所控制。

3.17 表 3.3 的結果見於圖 3.7 和 3.8。

圖 3.7 依金字塔結構式作控制模式之公司的百分比：香港和其他亞洲的經濟體系

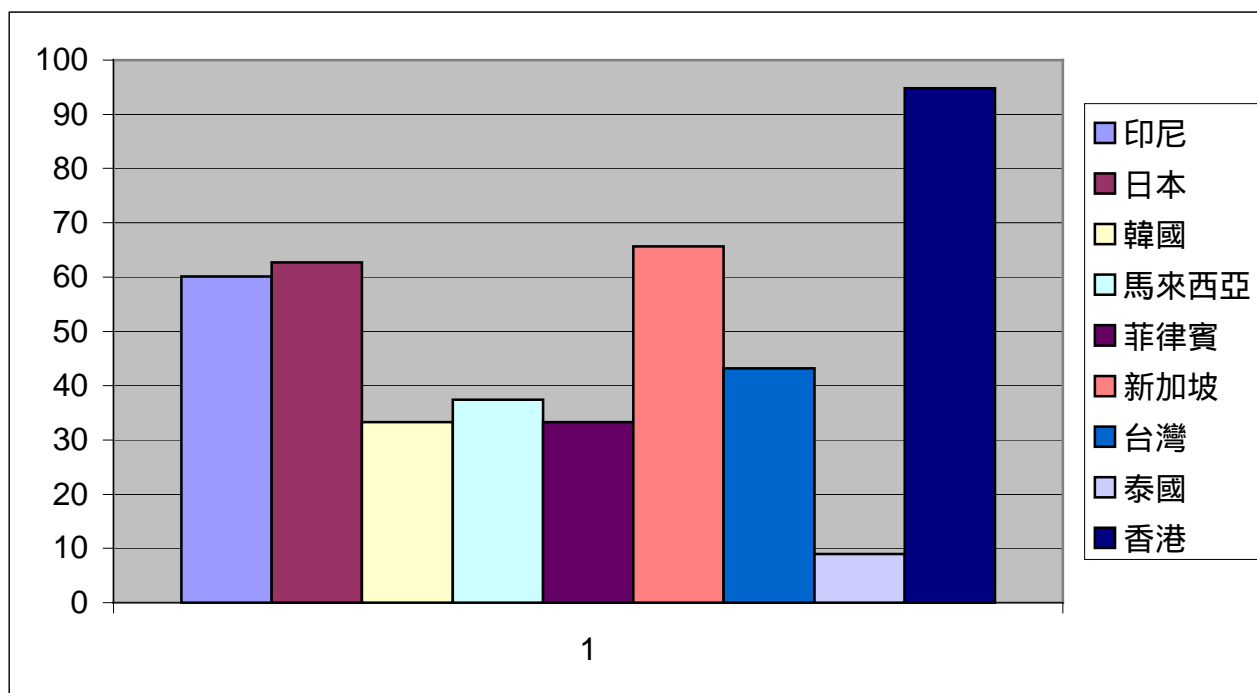
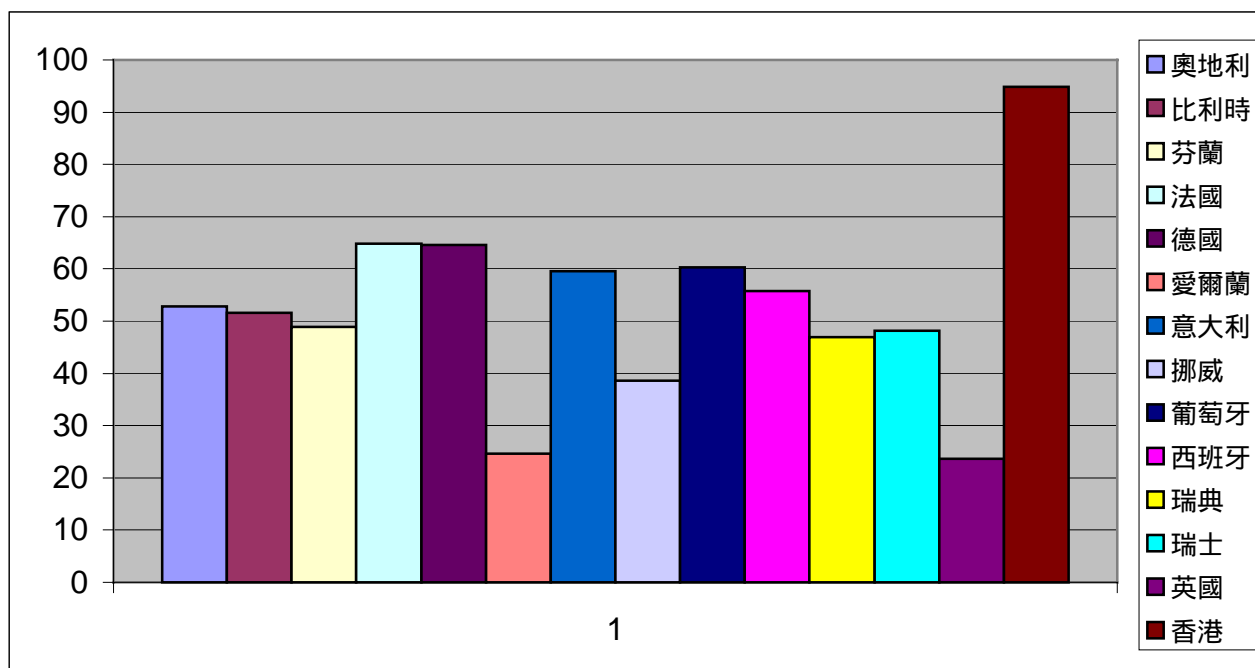


圖 3.8 依金字塔結構式作控制模式之公司的百分比：香港和歐洲的經濟體系



3.18 由於香港的公司有以金字塔結構作控制模式的特色，研究上市公司在金字塔裏的那一層是很有用的。將分類簡單化的話，我們可把金字塔分為三層。為便於說明，我們假定以下的結構：甲擁有乙的 51%，乙擁有丙的 51%，丙擁有丁的 51%，丁擁有戊的 51%。那麼，甲便會被分為第一層，乙和丙會在第二層，丁和戊會在第三層。假如在金字塔內只有四間公司，如只有甲、乙、丙、丁。那甲便會在第一層，乙和丙在第二層，丁會在第三層。若金字塔內再只有三間公司，甲就會在第一層，乙會在第二層，丙會在第三層。有時候會出現掌權公司擁有甲的 100%，甲擁有乙的 100%，乙擁有丙的 100%，丙擁有丁的 100%，丁擁有戊的 51%的情況。甲、乙、丙、丁可以是私人公司或家族信托基金。這樣的話，我們會考慮戊是在金字塔的第一層，由於公司甲至丁之間有著 100%所有權之關係，這對控制權跟現金流動比率是沒有任何影響。

3.19 以 ABC 集團為例，在早前我們已提過 ABC 家族通過一連串的家族信托基金控制了 ABC 集團(ABC)，ABC 集團控制 BCD (BCD)，BCD 控制 ABC 基建(ABCI)，

ABCI 控制 ABCDE。在這個分類中，ABC 會在第一層，雖然在技術上 ABC 並非在金字塔的第一層，而 BCD 和 ABCI 在第二層，ABCDE 則在第三層。

- 3.20 以這個分類法去分類受調查的公司，我們得到一個很有趣且重要的結果。我們發現只有十五間樣本公司在金字塔的第二層。當我們將之跟研究公司的數目比較一下時，則可見當中少於 2% 的公司會在金字塔的第二層。表 3.4 展示了這 15 間公司。

股票編號	公司名稱
4	九龍倉
13	和記黃埔
17	新世界發展
19	太古洋行 A
36	遠東科技
97	恒基發展
156	力寶華潤
219	順豪科技
226	力寶
293	國泰航空
413	南華工業
488	麗新發展
501	慶豐金集團
617	百利保控股
1038	長江基建

- 3.21 由於在第二層的公司數目太少，太少的樣本數目會令有關該層的分析變得無意義。同時，[JL1] 分析亦會因而難以進行，並對結果帶來偏誤。假如在第二層有些例外的個案，我們的結果就會被這些例外的觀察所偏離，令到分析不盡可靠。由於這些潛在的問題，我們將樣本分為頂層和非頂層，以取代金字塔結構中的三層模式來進行分析。

[JL2]

- 3.22 下面表 3.5 顯示了金字塔控制式內每一層公司數目的百分比，另外亦包含了公司在主版和創業版上的分佈。

表 3.5 公司在金字塔控制式內每一層的分佈

甲組：包括所有公司	
金字塔層	公司所佔的百分比
頂層	72.02
非頂層	27.98
乙組：只有在主版上市的公司	
金字塔層	公司所佔的百分比
頂層	74.24
非頂層	25.76
丙組：只有在創業版上市的公司	
金字塔層	公司所佔的百分比
頂層	45.76
非頂層	54.24

3.23 從表 3.5 中，大部分的上市公司都是位於金字塔控制式的頂層。在創業版上市的公司中有大多百分比並不在頂層。這引證了大多剛成立的互聯網公司實為主版公司之附屬公司的現象。

3.24 由於香港大部分的上市公司都在金字塔控制式的頂層，這可令我們易於比較在不同所有權結構下的結果。以下的表 3.6 描繪了這比較。

表 3.6 所有權結構和金字塔控制式內各層的公司分佈

甲組：家族掌權式公司		
金字塔層次	百分比	累積百分比
頂層	71.57	71.57
非頂層	27.98	100.00
乙組：股權分散持有式公司		
金字塔層次	百分比	累積百分比
頂層	80.00	80.00
非頂層	20.00	100.00
丙組：國有公司		

金字塔層次	百分比	累積百分比
頂層	77.55	77.55
非頂層	22.45	100.00
丁組：雜類		
金字塔層次	百分比	累積百分比
頂層	47.37	47.37
非頂層	52.63	100.00

3.25 從表 3.6 中，我們可見若不考慮當中的所有權結構，大部分公司都在金字塔控制式的頂層。我們很有趣地發現上市公司，即使是國有企業，都是在金字塔控制式的頂層。在股權分散持有式公司中，公司在底層的百分比是在四個類別裏最低的。

3.26 除了公司的分佈，下一個表(表 3.7)亦顯示了在金字塔控制式不同層次裏董事和高級管理人員來自同一個掌權家族的百分比。一般來說，在第一層董事來自同一個掌權家族的百分比是最高的。這顯示了公司在金字塔控制式裏的位置越高，決策過程就會越集中於同一個掌權家族。

表3.7 在金字塔控制式不同層次裏董事和高級管理人員來自同一個家族的百分比

甲組：包括所有公司		
金字塔層次	董事的百分比	高級管理人員的百分比
頂層	18.02	5.07
非頂層	13.66	4.42
乙組：只有在主版上市的公司		
金字塔層次	董事的百分比	高級管理人員的百分比
頂層	18.54	5.30
非頂層	14.62	5.56
丙組：只有在創業版上市的公司		
金字塔層次	董事的百分比	高級管理人員的百分比
頂層	9.07	1.97
非頂層	8.75	0.69

- 3.27 上表亦顯示了在金字塔控制式不同層次裏高級管理人員來自同一個掌權家族的百分比。從表中可見在層裏的公司，高級管理人員來自同一個家族的百分比通常會是最高的。例如：在第一層金字塔控制式的公司裏，平均有 5.07% 的高級管理人員來自同一個家族。
- 3.28 測試第二代對公司參與程度的目的是要找出第二代的存在會否對公司的經濟表現造成影響。第二代被定義為創辦人的子女、媳、婿、外甥、外甥女、侄子和侄女。在公司的創辦人去世而第二代已多年擔起管理公司的責任的情況下，那第二代便會成為”第一代”，那時的第二代其實就是家族的第三代。舉一個例：新鴻基地產(0016)的創辦人是郭德勝先生。他已於多年前去世，而這間公司現在是由他的兒子
- 3.29 管理人員隊伍泛指公司的董事會和高級營運主管。假如掌權家族的成員是公司的董事或高級營運主管，那公司便會被視為存有來自掌權家族的管理人員隊伍。董事的定義為董事會的成員(執行董事和獨立非執行董事)，公司的報表需披露他們的資料。高級管理人員泛指對公司日常運作有影響的營運主管。例子包括財務負責人，總經理，市場部主管，生產部經理，人力資源部經理。有關高級管理人員的資料亦可在公司報表中搜集得來。
- 3.30 以下的表 3.8 展示了一些有關的百分比。如表 3.1，所有樣本和部份樣本(不包括國有公司，只有在主版上市的公司和只有在創業版上市的公司)的實驗結果都有所顯示。

表 3.8 由掌權家族管理、以金字塔結構式管理和掌權家族第二代的參與		
甲組：包括所有公司		
	是的百分比	否的百分比
管理人員隊伍來自掌權家族	79.60	20.40
以金字塔結構式管理	94.83	5.17
掌權家族的第二代參與公司日常運作	16.00	84.00
乙組：不包括 H-股和國有企業		
	是的百分比	否的百分比

管理人員隊伍來自掌權家族	91.59	8.41
以金字塔結構式管理	94.34	5.66
掌權家族的第二代參與公司日常運作	20.83	79.17
丙組：只有在主版上市的公司		
	是的百分比	否的百分比
管理人員隊伍來自掌權家族	78.71	21.29
以金字塔結構式管理	94.53	5.47
掌權家族的第二代參與公司日常運作	19.60	80.40
丁組：只有在創業版上市的公司		
	是的百分比	否的百分比
管理人員隊伍來自掌權家族	91.53	8.47
以金字塔結構式管理	98.31	1.69
掌權家族的第二代參與公司日常運作	0.00	100.00

3.31 表 3.8 顯示了 79.60% 的公司擁有最少一個經理是來自掌權家族。但是，這事實是被扭曲了的，因為從表 3.1 中，國有企業佔了香港上市公司的重要部分。為了更好地反映出掌權家族在公司日常管理之影響，乙組顯示了在沒有包括 H 股和國有企業公司的情況下，擁有最少一個經理來自掌權家族的百分比。擁有最少一個成員來自管理人員隊伍的百分比為 91.59%。那數字代表著香港的公司不單是由家族所控制，掌權家族往往會通過參與公司管理層而緊緊地控制著公司的日常運作。家族在公司的日常控制是香港公司的一個重要因素。

3.32 當將樣本公司分為主版公司和創業版公司時，我們可見在創業版的公司中，家族對上市公司仍然實施嚴緊的控制。創業版內在這方面的百分比為 91.53% (丁組)，但創業版和主版的百分比之和則是 91.59%。當中的分別顯然是不重要的，這表示無論公司是在主版上或是在創業版上，掌權家族仍然在公司日常運作上擔任著一個主動的角色。

3.33 我們考證了上市公司是否依金字塔結構式控制。從表 3.8 中甲組至丁組所示的百分比，我們可見無論國有公司是否被包在內，那百分比都是處於一個多於第十九百分值的高位。無論那些公司是在主版上的還是在創業版上的，結果都是如此。這意味

著所有香港的上市公司都是透過金字塔結構式所控制，即使是國有企業亦不會例外。對於創業版的公司來說，擁有金字塔控式制的百分比是較高，這代表金字塔結構式在剛成立公司的掌權家族中是很流行的。

3.34 另外我們亦檢查了第二代有否積極地參與公司的日常運作。表 3.8 甲組顯示出只有 16.00% 的上市公司有高級經理來自掌權家族的第二代。在不包括國有企業的情況下(表 3.8 的乙組)，那百分比升至 20.83%。但是，這個百分比在創業版的公司中則是 0。這表示在新成立的公司裏，第二代並沒有投入到公司的管理層。這些公司仍然是由第一代所控制。

由同一個家族控制的上市公司數目

3.35 表 3.9 表示由同一個家族控制的上市公司數目分佈。

在同一個組別內的上市公司數目	百分比	累積百分比
1	86.75	86.75
2	7.95	94.70
3	2.48	97.19
4	0.83	98.01
5	0.66	98.68
6	0.66	99.34
7	0.33	99.67
8	0.17	99.83
9	0.17	100.00

3.36 大部分的家族(86.75%)都在他們的王國裏控制一間上市公司。但是，大約 14%的家族擁有多於一間的上市公司，接近 5%的掌權家族在他們的集團內擁有三個或以上的上市公司。

香港上市公司的管理層集中程度

3.37 最後一個研究項目是研究管理層集中程度。我們在研究裏包含了兩個管理層集中程度的量度指標。第一個是董事來自掌權家族的百分比。第二個則是高級經理來自掌權家族的百分比。當中要注意只有高級主管才會被視為高級管理人員。若將一般主管和職員都包括在內，這個比率顯然會被低估的。表 3.10 顯示了有關管理層集中程度兩個指標的描述性統計。

表 3.10 管理層集中程度				
甲組：包括所有公司				
	描述性的指標 (百分比)			
	平均	標準差	最低	最高
董事來自同一個掌權家族的百分比	16.77	22.12	0.00	100.00
高級經理來自同一個掌權家族的百分比	4.90	17.16	0.00	100.00
乙組：不包括國有公司				
	描述性的指標 (百分比)			
	平均	標準差	最低	最高
董事來自同一個掌權家族的百分比	19.03	22.72	0.00	100.00
高級經理來自同一個掌權家族的百分比	5.67	18.42	0.00	100.00
丙組：只有在主版上市的公司				
	描述性的指標 (百分比)			
	平均	標準差	最低	最高
董事來自同一個掌權家族的百分比	17.51	22.46	0.00	100.00
高級經理來自同一個掌權家族的百分比	5.36	18.07	0.00	100.00
丁組：只有在創業版上市的公司				
	描述性的指標 (百分比)			
	平均	標準差	最低	最高
董事來自同一個掌權家族的百分比	8.90	16.30	0.00	62.50
高級經理來自同一個掌權家族的百分比	1.27	5.25	0.00	25.00

- 3.38 表 3.10 甲組顯示了香港上市公司中有 16.77%的董事和 4.9%的高級經理是來自同一個掌權家族。亦即是說，平均大約六分之一的董事會成員是來自同一個家族。董事和高級經理共同的百分比更高達 100%。
- 3.39 表 3.10 乙組展示了在不包括國有公司的情況下的結果。董事會和高級經理在管理層的集中程度分別升至 19.03%和 5.67%。
- 3.40 當我們將樣本分為主版公司和創業版公司，我們可見當中有一個明顯的分別。在主版上市的公司中，兩個管理層集中程度的指標的百分比都是較創業版的為高。在創業版上的公司，董事和高級經理來自同一個家族的最高百分比都分別只有 62.5%和 25%，大大的較主版的為低。
- 3.41 這一章展示了香港公司的真實普遍情況。結果顯示香港公司是家族掌權式，上市公司是根據金字塔結構式所控制的。另外我們亦發現在不同種類公司間會有重要的分別，而這些分別會跟經濟表現在第四章一同分析。

第四章

有關經濟表現和所有權結構的實驗結果

單變項分析

- 4.1 在本章裏，我們展示了經濟表現和公司所有權變數間的關係。我們以資產回報率和股本回報率去量度經濟表現。
- 4.2 首先，我們根據所有權結構去研究香港上市公司的經濟表現。表 4.1 報告了家族掌權式，股權股權分散持有式，國有和雜類公司的平均資產回報率和股本回報率。相互持有和其他的結構並沒有包括在內，這是因為當中的樣本數目太少，包括在內的話會將結論扭曲。

表 4.1 經濟表現和所有權結構				
甲組：以資產回報率作為量度經濟表現的指標				
所有者結構	平均	標準差	最低	最高
家族掌權式	0.043	0.123	-0.454	0.314
股權股權分散持有式	0.005	0.123	-0.163	0.204
國有	0.041	0.100	-0.214	0.207
雜類	0.022	0.074	-0.133	0.090
乙組：以股本回報率作為量度經濟表現的準則				
所有者結構	平均	標準差	最低	最高
家族掌權式	0.076	0.191	-0.487	0.481
股權股權分散持有式	0.019	0.190	-0.240	0.308
國有	0.066	0.162	-0.336	0.322
雜類	0.039	0.093	-0.149	0.143

以甲組為例，家族掌權式公司的資產回報率為 4.30%。從表中的結果，家族掌權式公司有最高的資產回報率(4.3%) 和股本回報率(7.6%)。因此，其經濟表現是最佳的。國有企業在經濟表現排列第二位 (資產回報率 = 4.1%，股本回報率 = 6.6%)，接著是雜類的公司 (資產回報率= 2.2%，股本回報率 = 3.9%)和股權分散持有式公司 (資產回報率= 0.5%，股本回報率 = 1.9%)。表 4.1 的結果顯示家族的存在並沒有降

低公司的經濟表現。事實上，家族掌權式公司的表現是最好的。因此，家族掌權式為日常的管理模式是一個重要的因素。[JL1]

4.3 因此，家族日常的控制是一個重要的因素。

4.4 在上表中的甲組和乙組的資料詳見圖 4.1 和圖 4.2。

圖 4.1 經濟表現(資產回報率)和所有權結構

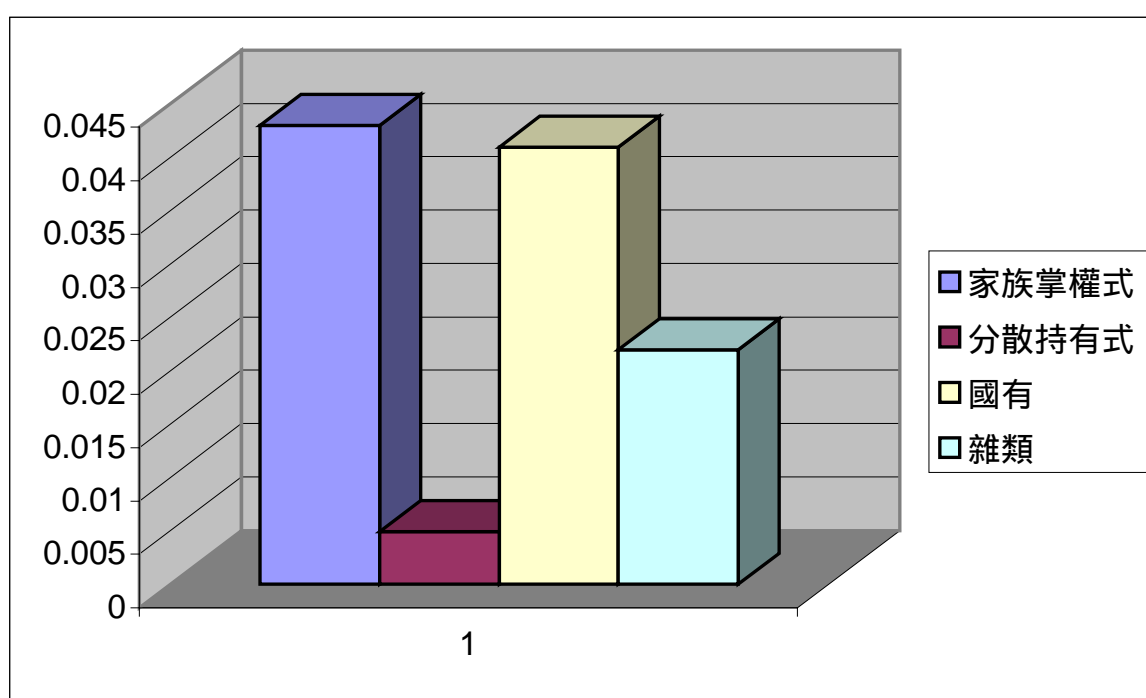
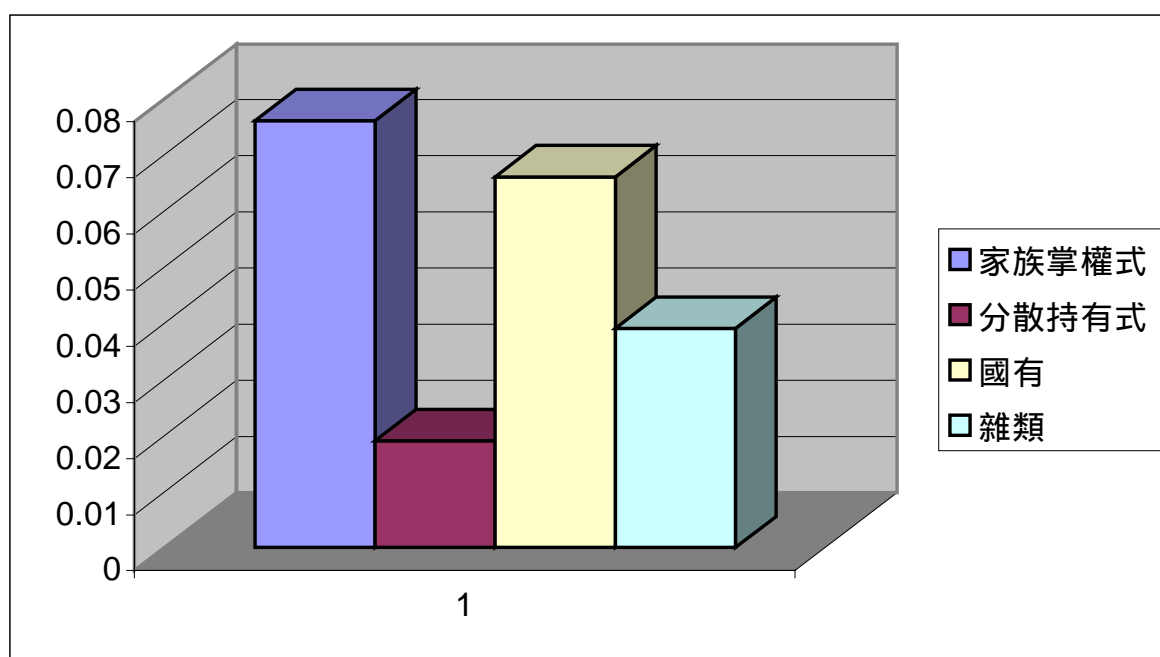


圖 4.2 經濟表現 (股本回報率) 和所有權結構



4.5 表 4.1 兩組別的結果顯示，當以資產回報率和股本回報率計算時，家族掌權式的經濟表現跟國有公司的是相近。

4.6 下一個課題是去研究公司的經濟表現會否被家族成員為董事和高級管理人員的百分比所影響。這研究可再進一步測試家族對經濟表現之影響。表 4.2 顯示公司的經濟表現和董事來自同一個家族的的分佈。

表 4.2 經濟表現和董事來自同一個家族的百分比

甲組：用資產回報率作為量度經濟表現的指標

董事來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高
最低的 1/3	0.033	0.128	-0.454	0.287
中間的 1/3	0.021	0.108	-0.425	0.221
最高的 1/3	0.071	0.117	-0.308	0.314
乙組：用股本回報率作為量度經濟表現的指標				
董事來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高
最低的 1/3	0.056	0.200	-0.487	0.415
中間的 1/3	0.045	0.163	-0.484	0.385
最高的 1/3	0.115	0.188	-0.406	0.481

4.7 表 4.2 中三個組別的結果被繪製在圖 4.3 至 4.4。

圖 4.3 經濟表現(資產回報率)和家族在董事會的集中程度

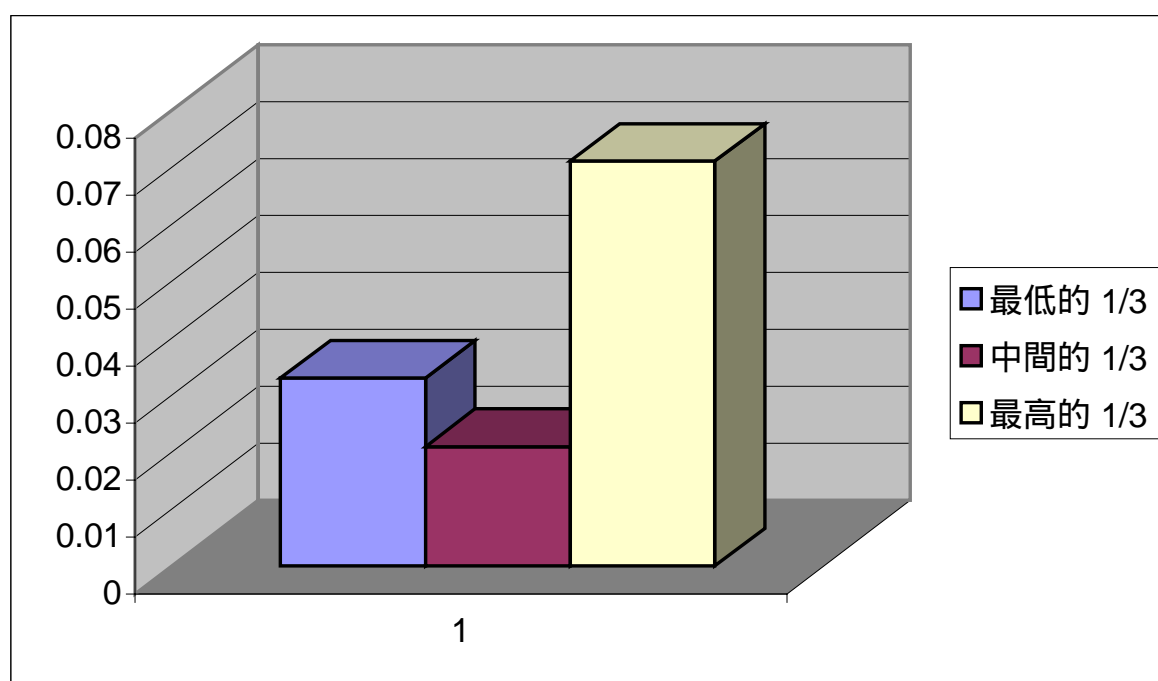
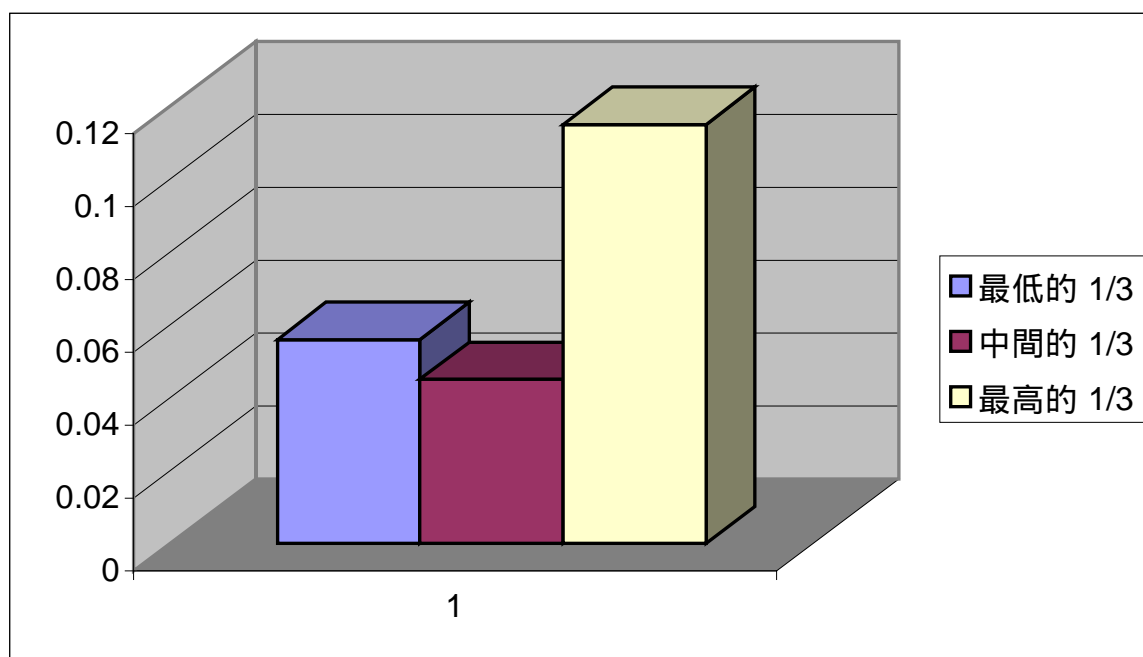


圖 4.4 經濟表現(股本回報率)和家族在董事會的集中程度



4.8 表 4.2 的結果並沒有提出有關經濟表現跟家族控制程度之間的關係之趨勢，因為最高的 1/3 之資產回報率和股本回報率是最好的：而最低的 1/3 則有中等的資產回報率和股本回報率。而中間 1/3 的經濟表現看來是最差的。

4.9 表 4.3 報告了公司的經濟表現和高級經理是否來自同一個家族的分佈。表 4.3 的三個組別的結果被繪製在圖 4.5 至 4.6。

表 4.3 經濟表現和來高級管理人員來自同一個家族的的百分比

表 4.3 經濟表現和來高級管理人員來自同一個家族的的百分比				
甲組：用資產回報率作為量度經濟表現的指標				
來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高
最低的 1/3	0.026	0.122	-0.425	0.282
中間的 1/3	0.029	0.114	-0.454	0.287
最高的 1/3	0.069	0.119	-0.308	0.314
乙組：用股本回報率作為量度經濟表現的指標				
高級管理人員來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高

最低的 1/3	0.049	0.182	-0.484	0.381
中間的 1/3	0.050	0.183	-0.487	0.415
最高的 1/3	0.115	0.188	-0.406	0.481

圖 4.5 經濟表現(資產回報率)和家族在高級管理層的集中程度

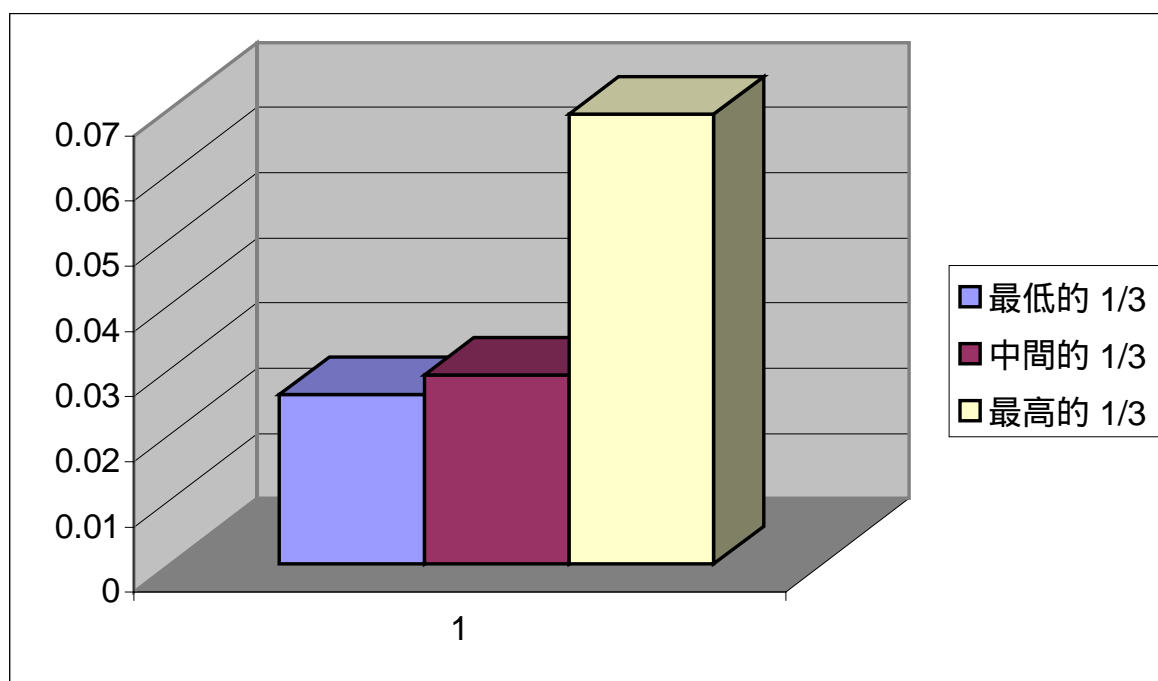
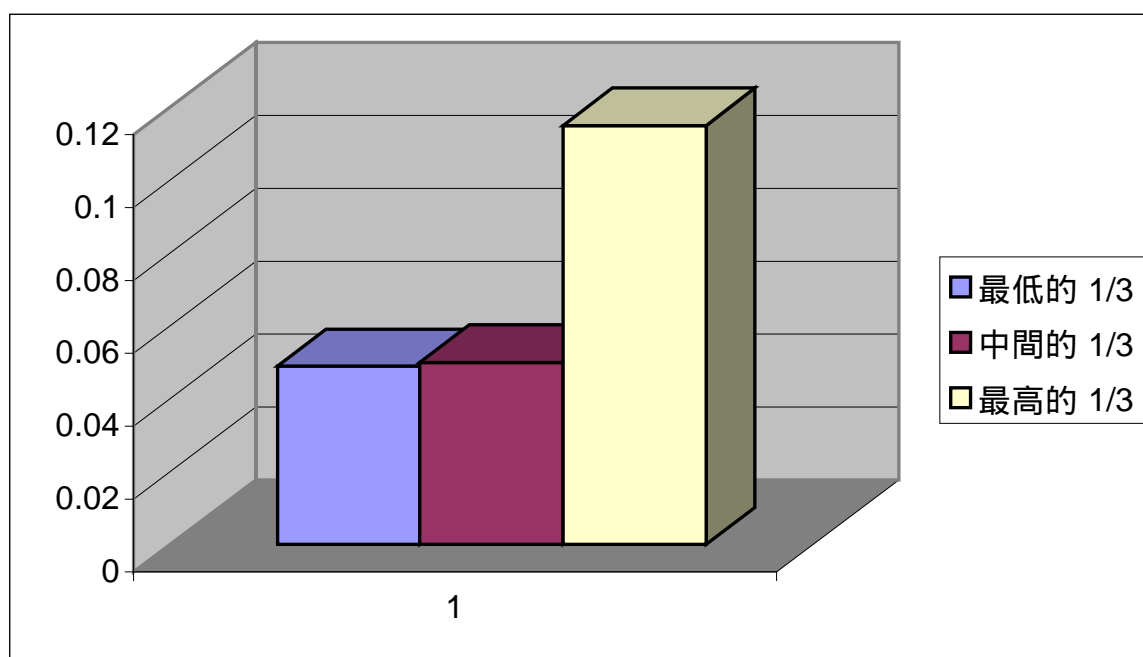


圖 4.6 經濟表現(股本回報率)和家族在高級管理層的集中程度



4.10 表 4.3 (圖 4.5 和圖 4.6) 表示家族成員在高級管理層的出現並沒有降低經濟表現。例如，最低的 1/3 擁有最低的資產回報率和股本回報率。中間的 1/3 有中度的資產回報率和股本回報率。而最高的 1/3 則有最高的資產回報率和股本回報率。然而，這個結果受著一個限制的。如表 3.6 所示，家族成員當高級管理層的百分比並不高，當中最高的百分比只有 5.6%，顯示出家族成員普遍對高級管理層在公司日常運作的參與度都不高。

4.11 然而，從圖 4.3-4.4 和圖 4.5-4.6 中我們亦可見家族成員在公司管理層的存在並沒有降低公司的經濟表現。這項證據有趣的地方是，從股東的權益處看來，越多家族成員當董事和高級管理人員永遠是較好的。

4.12 接著我們會研究第二代對公司管理和經濟表現方面之影響。表 4.4 顯示了這方面的結果。從這個表，當中並沒有實質的證據去顯示第二代參與公司的運作會否造成在經濟表現上的不同。具體地說，兩組的資產回報率和股本回報率基本上是一樣的，

當中的差別在統計上是不顯著。⁶在多於 80%的樣本公司沒有第二代參與的情況下，表中的結果並不令人驚訝 (表 3.8)。

經濟表現	第二代的參與		
	是	否	t-統計量
資產回報率	0.042	0.041	0.07
股本回報率	0.069	0.072	0.10

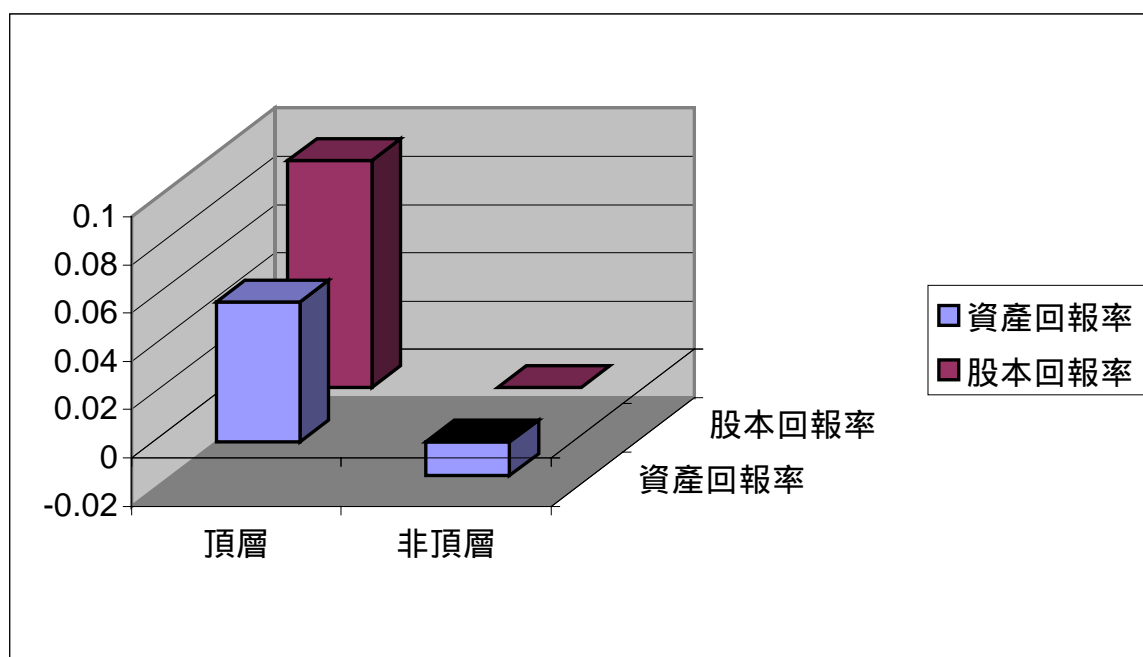
4.13 早前的結果提出大部分公司都是依金字塔結構式所控制。為檢查公司在控制金字塔內的位置有否對經濟表現造成影響，我們按公司在控制金字塔內的位置將之分為兩組(頂層跟非頂層)。金字塔各層的描述見於第三章。表 4.5 展示出這兩組的平均經濟表現。

經濟表現	控制金字塔內的層次		
	頂層	非頂層	t-統計量
資產回報率	0.058	-0.014	4.23
股本回報率	0.094	-0.000	3.53

4.14 表 4.5 顯示在控制金字塔頂層的公司通常擁有較佳的經濟表現。當我們將頂層的資產回報率和股本回報率跟非頂層的比較，那差別在統計上是顯著的，這表示頂層的資產回報率和股本回報率是較大。我們將觀察所見繪製在圖 4.7。這些證據顯示在金字塔底部(最低的組別)的經濟表現較金字塔頂部(最高的組別)的為差。

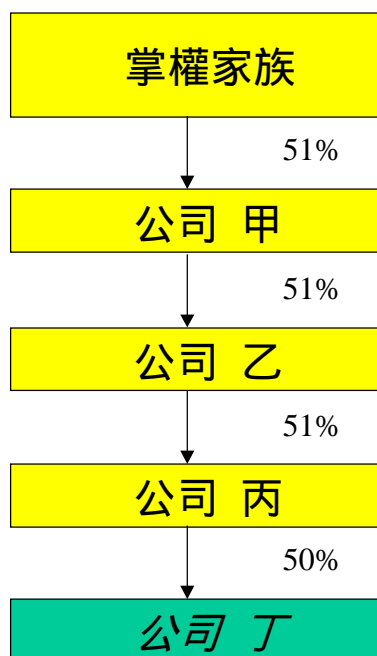
⁶ “統計上顯著”意思指當中有科學證據去支持一個結論。“統計上不顯著”意思是指當中沒有證據去支持一個結論。一個 t-統計量的絕對數值大於二通常被認為是統計上顯著。簡單的解釋見於附錄二。

圖 4.7: 經濟表現和在控制金字塔內的位置



4.15 鑑於在香港表現較差的公司會在金字塔底層，我們可以將它們的現金流動權跟控制權之比和其他經濟體系的比較一下。現金流動權跟控制權之比被定義為真實所有權跟實在操控權之比率。圖 4.8 以圖 1.1 所描繪的金字塔結構為本重繪，由於金字塔結構效應，當控制股份是 50% 時，現金流動權只有 6.7% (全部所有權的積數：即 $51\% \times 51\% \times 51\% \times 50\% = 6.7\%$)。因此，現金流動權跟控制權之比是 0.134。

圖 4.8 金字塔結構



4.16 這個比較在表 4.6 裏亦有所顯示⁷。在亞洲地區，所有權和控制權最高的是在日本，印尼和新加坡。最低的則是在菲律賓和泰國。例如，在日本最典型的大掌權者在每六股直接股分裏便會擁有最終十票的投票權，亦即代表 0.602 的現金流動權跟控制權之比。相比起來，香港平均現金流動權跟控制權之比是 0.888。亦即是說，一個香港典型的股票持有者平均在每 8.8 股中便會擁有十票投票權。換句話說，掌權所有者無需將持股量增至十股便已可擁 10 票投票權。由於金字塔效應，掌權所有者增加 8.88 股便可得到十票投票權。但當中要留意 8.88 的現金流動權跟控制權之比率只是一個平均數，實際是會因公司而異。在不失一般性的情況下，以 ABC 集團為例，在早前的討論中，我們知道 ABC 家族持有 ABC 集團 35% 的股份，ABC 集團再持有 BCD 49.9% 的股份；BCD 再擁有 ABC 基建 84.6% 的股份，而

ABC 基建再持有 ABCDE 38.2% 的股份。由於金字塔效應，ABC 家族可有效地控制 ABCDE。ABC 家族在 ABCDE 的控制權為 38.2%。但現金流動權卻只有 5.64% (35% X 49.9% X 84.6% X 38.2%)。因此，對於 ABCDE，現金流動權跟控制權之比為 0.148 (5.64% / 38.2%)。換句話說，ABC 家族只要增加 1.48 股 ABCDE 的股票便可增加 10 票的投票權。若我們將這個比率加以平均，亞洲的平均值為 0.82，而歐洲的則為 0.84。

表 4.6 亞洲東部公司現金流動權跟控制權之比						
經濟體系	公司數目	平均數	標準差	中位數	第一四分位數	第三四分位數
香港	754	0.888	0.233	1.000	0.800	1.000
東亞經濟體系						
印尼	178	0.784	0.241	0.858	0.630	1.000
日本	1117	0.602	0.376	0.600	0.200	1.000
韓國	211	0.858	0.229	1.000	0.700	1.000
馬來西亞	238	0.853	0.215	1.000	0.733	1.000
菲律賓	99	0.908	0.201	1.000	1.000	1.000
新加坡	211	0.794	0.211	0.800	0.600	1.000
台灣	92	0.832	0.198	0.975	0.700	1.000
泰國	135	0.941	0.164	1.000	1.000	1.000
歐洲經濟體系						
奧地利	95	0.851	0.224	1.000	0.704	1.000
比利時	120	0.779	0.36	1.000	0.596	1.000
芬蘭	119	0.842	0.246	1.000	0.800	1.000
法國	604	0.930	0.189	1.000	1.000	1.000
德國	690	0.842	0.267	1.000	0.709	1.000
愛爾蘭	68	0.811	0.321	1.000	0.683	1.000
意大利	204	0.743	0.337	0.971	0.548	1.000
挪威	149	0.776	0.341	1.000	0.532	1.000
葡萄牙	86	0.924	0.218	1.000	1.000	1.000
西班牙	610	0.941	0.178	1.000	1.000	1.000
瑞典	244	0.790	0.339	1.000	0.526	1.000
瑞士	189	0.740	0.290	0.83	0.468	1.000
英國	1628	0.888	0.228	1.000	0.907	1.000

⁷ 跟之前章節的結果比較起來，我們可見在其他經濟體系中的樣本大小是不同的。這是因為變數中有些數值未被找到，以致樣本大小在不同的列表中有異。

來源: Claessens, S., S. Djankov and L.H.P. Lang (2000), Separation of Ownership from Control of East Asian Companies, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112; Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L.H.P. Lang (2002), The Pattern and Valuation Effects of Corporate Diversification: A Comparison of the United States, Japan, and Other East Asian Economies, forthcoming in *Journal of Finance*; Faccio, M. and L.H.P. Lang (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, forthcoming in *Journal of Financial Economics* and authors' calculations.

- 4.17 在歐洲，現金流動權跟控制權之比通常會較亞洲東部的為高。所有結果都顯示香港在現金流動權跟控制權之比方面都不是特別差。
- 4.18 為了有效地展示當中的比較，亞洲東部的現金流動權跟控制權之比見於圖 4.9，而歐洲的則見於圖 4.10。

圖 4.9 香港和亞洲東部的現金流動權跟控制權之比

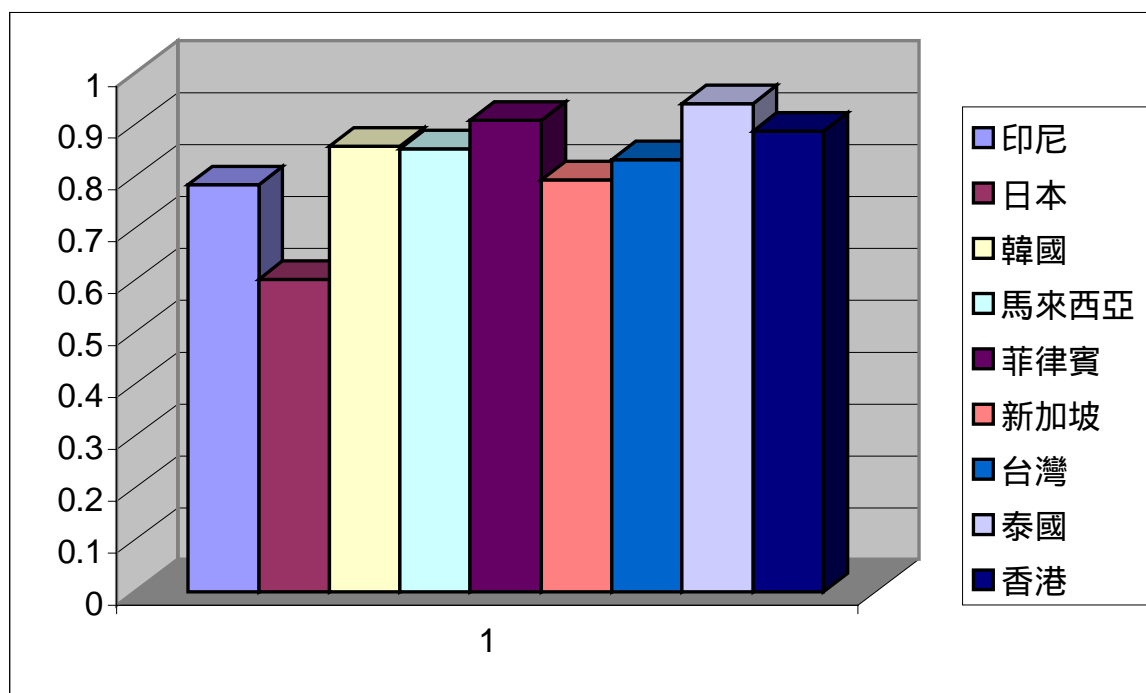
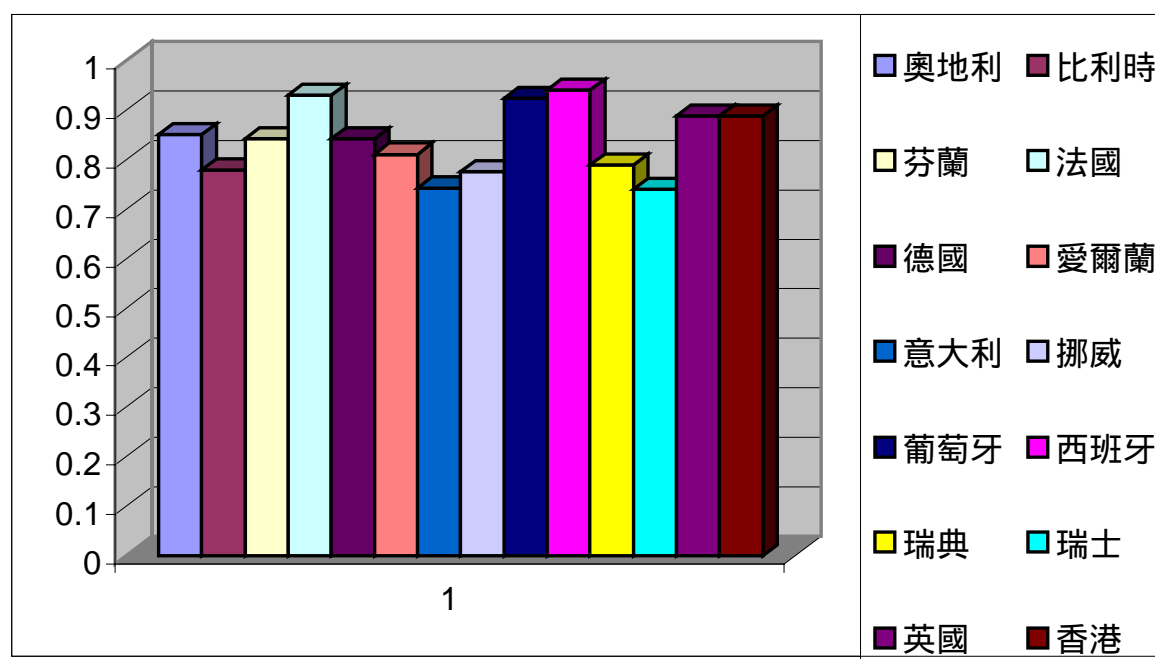


圖 4.10 香港和歐洲的現金流動權跟控制權之比



行業間的不同

4.18 在本節，我們研究經濟表現在行業間的不同。表 4.7 顯示了當中的比較。

表 4.7 經濟表現在行業間的不同					
甲組：以資產回報率為量度經濟表現的指標					
行業	數目	平均	標準差	最低	最高
銀行金融業	46	0.009	0.093	-0.239	0.118
公用事業	18	0.022	0.125	-0.214	0.153
地產業	132	0.031	0.087	-0.191	0.252
綜合企業	427	0.050	0.117	-0.425	0.314
H-股	32	0.013	0.009	0.007	0.019
創業版公司	52	0.015	0.172	-0.454	0.282
乙組：以股本回報率為量度經濟表現的指標					
行業	數目	平均	標準差	最低	最高
銀行金融業	46	0.038	0.141	-0.243	0.254
公用事業	18	0.073	0.234	-0.336	0.385
地產業	132	0.053	0.166	-0.409	0.481

綜合企業	427	0.081	0.185	-0.484	0.480
H-股	32	0.048	0.027	0.028	0.067
創業版公司	52	0.050	0.228	-0.487	0.414

4.19 從上表我們可歸納出在資產回報率和股本回報率中，綜合企業的表現是最好的；而銀行金融業則是表現得最差。只從資產回報率看來，綜合企業排行第一，之後是地產業和公用事業。同樣地，依股本回報率看來，綜合企業仍然表現得最好的，隨著的便是公用事業和地產業。其餘三個行業包括金融業，H-股和創業股的表現則較差。

4.20 圖 4.11 至 4.12 重新顯示表 4.7 所得的結果以作參考。

圖 4.11 行業間的平均資產回報率

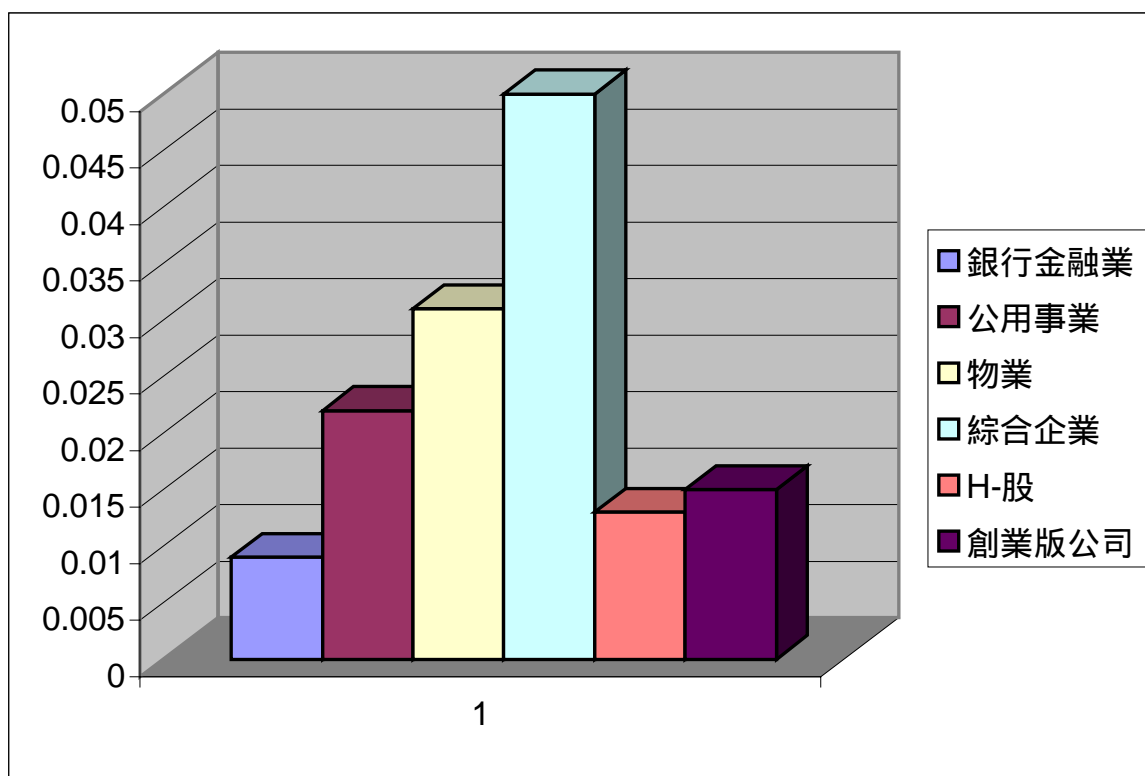
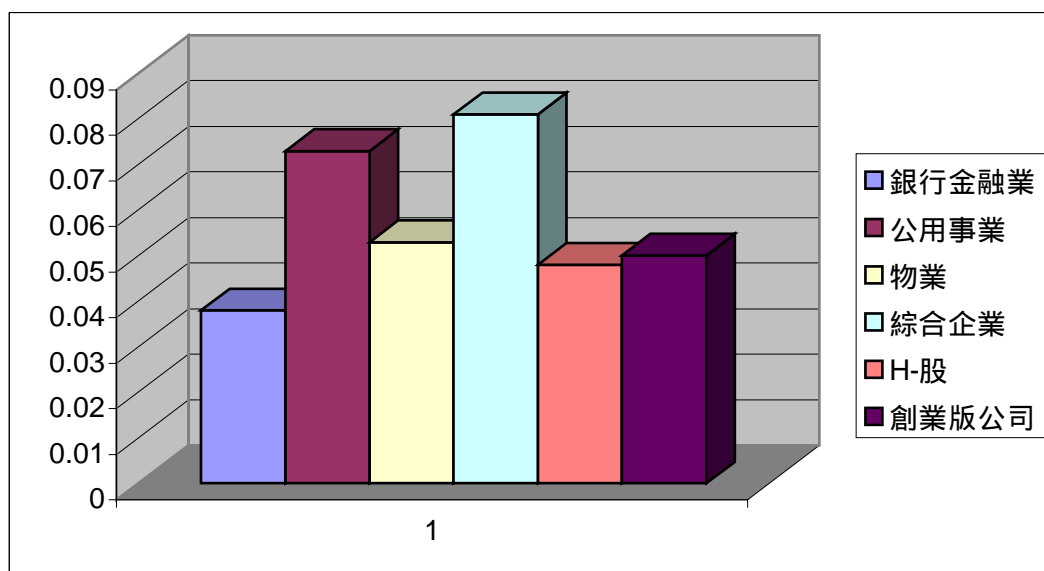


圖 4.12 行業間的平均股本回報率



4.21 在本章顯示的實驗結果提出了家族掌權式公司的經濟表現是最佳的。第二代在公司的參與並沒有對公司的經濟表現造成影響，而高級管理人員和董事來自掌權家族的百分比亦會大大的影響經濟表現。另外，我們亦記錄了有關在金字塔結構頂層的公司通常會有較佳經濟表現的證據。

第五章

經濟表現的市場評價

- 5.1 在第四章裏，我們記錄了若以資產回報率和股本回報率為指標，家族掌權式公司的經濟表現是最佳的。但是，股票市場的評價未必絕對跟良好的經濟表現相應。例如：一些互聯網公司和科技股公司即使在沒有任何淨利潤的情況下，市場亦可會對它們有一個高的評價。在本章裏，我們會大概討論一下有關公司經濟表現的市場評價。但背後的原因則不在本報告討論範圍之內。
- 5.2 為量度市場的評價，我們以資產市值面值比作為指標。這個比率量度了市場願意付出资產值的溢價為多少。詳細的計算見於第二章。
- 5.3 下面的表 5.1 將不同所有權結構的市價作了一個比較。從這個表中，家族掌權式公司有一個最小的資產市值面值比。家族掌權式公司，平均來說，會得到一個為他們資產值 3.5%“折扣”的市價評估。

所有者結構	平均	標準差	最低	最高
家族掌權式	0.965	0.452	0.501	2.454
股權分散持有式	1.141	0.666	0.581	2.381
國有	1.130	0.579	0.505	2.389
雜類	1.219	0.227	1.008	1.617

- 5.4 下面的表 5.2 顯示了公司的市場評價跟管理人員來自同一個掌權家族的集中程度。當中的量度指標會是董事和高級經理來自同一個家族的百分比。

甲組：董事來自掌管家族的百分比				
董事來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高
最低的 1/3	1.083	0.512	0.513	2.292

中間的 1/3	0.987	0.470	0.503	2.454
最高的 1/3	0.916	0.428	0.501	2.389
乙組：高級管理人員來自掌權家族的百分比				
高級管理人員來自同一個家族的百分比	平均	標準差	最低	最高
最低的 1/3	1.001	0.490	0.503	2.454
中間的 1/3	1.038	0.463	0.503	2.218
最高的 1/3	0.944	0.474	0.501	2.389

5.5 從表 5.2 中，我們可見董事來自掌權家族百分比最低的公司有著最高的資產市值面值比。例如，在最低的 1/3 部分的公司中，市場願付平均較資產價多 8.3% 之溢價。在高級管理人員方面，中間的 1/3 公司有著最高的資產市值面值比。但是，如第三章所述，高級管理人員來自同一個家族的百分比只有 4.90%，這是一個低水平。故有關高級管理人員集中程度的百分比之差異未必有意義。

5.6 在第三章和第四章，我們可見第二代參與公司日常管理的並不多，而且，大部分香港的上市公司都是依金字塔控制式，下面的表 5.3 顯示市場對第二代參與公司管理的看法和金字塔效應在市場價值評核上的影響。

表 5.3 公司的資產市值面值比、第二代在公司的參與和金字塔內的層次		
甲組：第二代參與公司的日常管理		
第二代的參與		
是	否	t-統計量
0.817	1.032	-2.71
乙組：在金字塔內的層次		
金字塔內的層次		
頂層	非頂層	t-統計量
0.991	1.013	-0.32

5.7 沒有第二代參與的公司的資產市值面值比較有第二代參與的為高。當中的差異在統計上是顯著的，表示市場傾向給予沒有第二代參與的公司一個較高的評價。雖然金

字塔控制式裏非頂層公司的資產市值面值較頂層的為高，當中的差別在統計上是不顯著的，亦即是說兩者的資產市值面值比基本上是一樣的。

5.8 最後，我們展示了不同行業間的資產市值面值比的不同。公用事業看來有一個較高的比率，接著的便是創業股和綜合企業。銀行金融業和物業公司分別排第四和第五。H-股的資產市值面值比是最低的。

表 5.4 不同行業的市場價值

行業	數目	平均	標準差	最低	最高
銀行金融業	46	0.935	0.345	0.605	1.715
公用事業	18	1.347	0.468	0.713	2.085
物業	132	0.782	0.340	0.503	1.905
綜合企業	427	0.996	0.496	0.501	2.454
H-股	32	0.581	0.090	0.517	0.644
創業版公司	52	1.235	0.400	0.525	2.205

5.9 在本章裏，我們對公司的經濟表現加以市場評價的分析，當中顯示出市場的評價未必會跟經濟表現掛鉤，經濟表現欠佳的公司或會有一個高的市場評價。

第六章

結論

- 6.1 在本研究中，我們考查了香港上市公司的所有權結構和經濟表現。
- 6.2 我們記錄了幾個重要的觀察。第一個是香港上市公司大都是家族掌權式。
- 6.3 我們亦記錄了家族用金字塔結構式去控制上市公司。金字塔結構式已被廣泛應用，就連國有企業亦不例外。
- 6.4 香港的公司不單以強烈的家族掌權式為其特色，我們還發現掌權家族亦參與公司的日常運作。大多數公司的高級管理人員隊伍裏有至少一個成員是來自掌權家族。
- 6.5 我們觀察到第二代在公司日常管理上的參與度是很低的，但他們的參與並沒有影響公司的經濟表現。我們同時亦觀察到掌權家族將控制權集中在創辦人而非第二代，尤其是在創業版上的公司。
- 6.6 我們採用了資產回報率和股本回報率作為量度經濟表現的指標。我們在公司經濟表現方面的考究得到很多結果。第一，家族掌權式公司表現得較股權分散持有式公司和國有公司為好。
- 6.7 掌權家族第二代的參與並沒有影響公司的經濟表現。這或許是由於掌權家族的第一代仍然具有實權，而第二代並非真正可以作決策。
- 6.8 我們記錄了金字塔控制式對經濟表現的影響。我們的證據表示在金字塔控制式頂層的公司的經濟表現是最好的。

- 6.9 家族在管理層的集中，以董事來自同一個家族的百分比和高級經理來自同一個家族的百分比為量度指標，並沒有降低經濟表現。
- 6.10 再者，本報告提供了對經濟表現的市場評價結果。這些市場評價並非跟香港的經濟表現指標一致。相對其他公司，家族掌權式公司的市場評價是最低的。市場亦對有第二代參與和有家族集中在董事會和高級管理層的公司評價甚低。

附錄一 顧問團

- A1.1 顧問團是由三位來自香港中文大學的成員所組成，他們分別是郎咸平博士(財務系講座教授)，劉殖強先生(商業法律副教授)，和蘇偉文博士(財務系副教授)。以下是他們的一些簡歷。
- A1.2 郎咸平博士於一九八六年在賓夕法尼亞大學沃頓學院取得財務哲學博士學位。他早於一九七八年已在台灣東海大學取得經濟學學士學位，於一九八零年在台灣的國立大學取得經濟學碩士學位，並於一九八五年在賓夕法尼亞大學沃頓學院取得財務碩士學位。一直以來，郎博士在世界很多商學院包括沃頓學院，密歇根大學，俄亥俄州大學，紐約大學，芝加哥大學和香港中文大學都曾執教。另外，他自一九九八年起已開始擔任世界銀行有關公司治理(corporate governance)的顧問。他協調研究公司治理的隊伍並發表了世界銀行第 409 號研討報告。這份報告研究出九個東亞國家裏的第一股東結構，其後該報告更在二零零零年被收列入美國國會圖書館。郎博士的專門知識和興趣主要在公司治理，專案融資，直接投資，公司改革，合併與收購和破產上。他在不少世界主要的經濟財務刊物裏包括 *Journal of Political Economy*, *American Economic Review*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Finance*, and *Journal of Accounting Research* 都發表了很多文章。郎博士是保障少數股東的活躍支持者，且亦積極參與證券和期貨票券的辯論，他的意見受到傳媒的廣泛報導。
- A1.3 劉殖強先生是香港中文大學會計學院商業法律的副教授，自一九九二年至加入香港中文大學期間，他是馬來西亞高等法院的律師和事務律師。他持有澳洲蒙那許大學的經濟及法律學位，在香港大學亦取得法律碩士學位。他是二零零零年九月至二零零二年八月期間會計學碩士課程的主任。他主要集中研究有關公司治理和監管架構的課題，並在很多國際性的學術雜誌上發表。另外，他亦是 *Securities Regulation in Malaysia* 的作者和 *Financial Markets in Malaysia* 和 *Financial Markets in Hong Kong* 的編輯。再者，他亦跟別人同著了兩本有關公司法的書，名為 *Understanding Company Law in Malaysia* 和 *Understanding Company Law in Hong Kong*。他在公司法，金融市場的監管架構和在一些亞洲國家包括香港，

馬來西亞和新加坡的公司治理方面的工作都受到重視。另外，他亦在最近一個與會者眾的公司治理和披露討論會中負責主要的籌備工作，當中的知名講者包括沈聯濤先生，梁定邦先生，簡達恒先生，李家祥博士，單仲皆先生和 Mr. Andy Lee。

- A1.4 蘇偉文博士是香港中文大學財務系副教授和財務理學碩士課程的主任。他持有工商管理哲學博士學位，主修財務，副修經濟。在展開他的學術事業前，他曾任職於渣打銀行。直至一九九七年加入香港中文大學前，蘇博士曾在香港嶺南學院和美國路易斯安納州立大學任教。他的研究興趣包括電子財務，國際財務，全球金融市場，和投資。他的研究結果發表於很多著名的國際性雜誌，包括 *Journal of Futures Markets*, *Journal of Real Estate Finance and Economics* and *Review of Quantitative Finance and Accounting*, and *Journal of Multinational Financial Management*。除了在學術上的努力外，蘇博士亦是香港聯合交易所的考試組成員，現時亦擔任香港證券學會的考試官^[JL1]。他的商業見解亦見於很多傳媒中包括電視廣播，香港電台，*the Globe*，*Hong Kong Economic Weekly*，*Hong Kong Economic Journal*，和 *the Benchmark*。

附錄 2 實驗方法的技術細節

A2.1 描術性統計泛指變數特性的量度。在這項研究裏，我們以平均值，標準差和百分比為描術性統計的指標。由於百分比較為常用，故我們沒有在這裏加以討論。

A2.2 數學上來說，平均值(\bar{R})被定義為 $\bar{R} = \sum_{i=1}^n X_i / n$ ，當中的 X_i 是個別的觀察 ($i=1,2, \dots, n$)， n 為觀察的數目。

A2.3 由於平均值是將所有的觀察集合起來去量度，當中一些資料會被流失。例如，組別一含 1, 2, 和 3。組別一的平均值便是 2。組別二含 -10, 6, 和 10。組別二的平均值亦是 2。明顯地，組別一的成員比組別二的有較大程度的相同性。標準差是統計學上用來量度個別的觀察如何偏離平均值的方法。從數學的角度看來，標準差 (σ) 的定義為 $\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{R})^2 / n}$ ，當中的 X_i 是個別觀察 ($i = 1,2, \dots, n$)， n 是觀察的數目，而 \bar{R} 則是平均值。假如標準差是較高的話，這就意味著變數離平均指標有較大的偏倚。因此，變數間的相同性較低。相反地，假如標準差較低的話，即是說變數間的相同性較高[11]。

A2.4 T-檢定 (T-test) 是測試兩個組別的平均值差異的統計方法。那以兩個樣本為本的 T-檢定將樣本一的平均值減去樣本二的平均值然後再跟一個特定數字作出比較。例如，我們可以研究不同公司治理結構(如家族掌權式，分散持有式等) 的經濟表現，假若統計數 t 是重要的，當中的差別即同是重要，亦即意味著兩個組別之間有著差異。

A2.5 變異數分析(ANOVA) 跟 t-檢定是相似的，它們都是量度兩個組別平均值差異之處。然而，變異數分析測試多個組別之間的平均數之差異。因為多於兩個組別，我們用的統計數會是 F-統計數。假若 F-檢定在統計學上是重要的，亦即是說當中有著差異。

A2.6 我們以統計上顯著這術語去表示當中有科學證據去支持和反對一個假設。舉例說，

我們比對兩個組別如家族掌權公司和國有企業的經濟表現，兩個組別的經濟指標不可能相同。我們只可以測試當中經濟表現的不同是否重要。以一個人的體重為譬如作推論，甲的體重為 50 公斤而乙的為 50.0001 公斤。表面上看來，乙較甲重，但是當中的差別是不重要的。統計學上看來，我們用不同的測試統計數（如前所述的 t-統計數和 F-統計數）去測試當中的差別是否重要。若差異是重要（不重要）的，我們稱之為統計上顯著（不顯著）。統計學上顯著即是說我們有實質的證據去作結論。

附錄 3 研究內所用的數據庫

下表展示了數據庫的解釋和變數。確實的數據庫見於較後的頁數。

變數	值	意思
Obs	1 至 852	觀察數字
In_sample	1 或 0	1 = 包括在樣本內, 0 = 不包括在樣本內
H_Share	1 或 0	1 = H-股, 0 = 非 H-股
Stock_Code	數字	在香港交易所的股票代號
Company	英文字母	公司名稱
Industry	1 至 6	1 = 金融, 2 = 公共事務, 3 = 地產, 4 = 綜合企業, 5 = H-股, 6 = 創業版股
Pyramid_layer	1, 2, 3	在金字塔結構裏 1 = 第一層, 2 = 第二層, 3 = 第三層
MGT	1 或 0	1 = 來自掌權家族的管理層, 0 除此以外
Group_No	數字	每一個家族或商業組別都會被編予一個數字去顯示公司所屬的商業組別。
Pyramid	1 或 0	1 = 以金字塔結構控制的公司, 0 除此以外
Structure	1, 2, 3, 4, 5 或 6	1 = 家族掌權的, 2 = 分散持有, 3 = 國有, 4 = cross holdings, 5 = 分散持有, 由財務機構控制, 6 = 分散持有, 由政府控制
Next_Gen	1 或 0	1 = 第二代在管理隊伍裏, 0 除此以外
Own1	0, 3, 4, 8, 9	第一大股票持有者的擁有者分類 0 = 分散持有, 3 = 由公司控制, 4 = 由財務機構控制, 8 = 由家族控制, 9 = 由政府控制
C1	數字	第一大股票持有者的控制權百分比
O1	數字	第一大股票持有者的擁有權百分比
Own2	0, 3, 4, 8, 9	第二大股票持有者的擁有者分類 0 = 分散持有, 3 = 由公司控制, 4 = 由財務機構控制, 8 = 由家族控制, 9 = 由政府控制
C2	數字	第二大股票持有者的控制權百分比
O2	數字	第二大股票持有者的擁有權百分比
Own3	0, 3, 4, 8, 9	第三大股票持有者的擁有者分類 0 = 分散持有, 3 = 由公司控制, 4 = 由財務機構控制, 8 = 由家族控制, 9 = 由政府控制
C3	數字	第三大股票持有者的控制權百分比
O3	數字	第三大股票持有者的擁有權百分比
Own4	0, 3, 4, 8, 9	第四大股票持有者的擁有者分類 0 = 分散持有, 3 = 由公司控制, 4 = 由財務機構控制, 8 = 由家族控制, 9 = 由政府控制
C4	數字	第四大股票持有者的控制權百分比
O4	數字	第四大股票持有者的擁有權百分比

Own5	0, 3, 4, 8, 9	第五大股票持有者的擁有者分類 0 = 分散持有, 3 = 由公司控制, 4 = 由財務機構控制, 8 = 由家族控制, 9 = 由政府控制
C5	數字	第五大股票持有者的控制權百分比
O5	數字	第五大股票持有者的擁有權百分比
Market	英文字母	Mainboard = 主版公司, GEM = 創業版公司
No_of_Director	數字	來自同一個掌權組別的董事數目
Director_Family	1, 0	1 = 來自同一個家族的董事, 0 = 除此以外
No_of_SMGT	數字	來自同一個掌權組別的高級管理人員數目
SMGT_No	1, 0	1 = 來自同一個家庭的高級管理人員, 0 = 除此以外
TA00	數字	公司的總資產
MKTVAL00	數字	公司的市值
LT_Debt00	數字	公司長期負債的帳面值
TE00	數字	公司的總股東權益
NI00	數字	公司的淨收入