

中南  
经济  
论丛

ZHONGNAN JINGJI LUNCONG

葛  
结  
根  
著

上市公司投票权规则、  
控制权配置与效率研究

SHANGSHI GONGSITOUPIAOQUAN GUIZE  
KONGZHIQUAN PEIZHI YU XIAOLU YANJIU

中国财经出版传媒集团

 经济科学出版社  
Economic Science Press

中南经济论丛

ZHONGNAN JINGJI LUNCONG

葛结根 著

上市公司投票权规则、  
控制权配置与效率研究

SHANGSHI GONGSI TOUPIAOQUAN GUIZE  
KONGZHIQUAN PEIZHIYU XIAOLU YANJIU

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司投票权规则、控制权配置与效率研究/葛结根著.  
—北京:经济科学出版社,2016.12

(中南经济论丛)

ISBN 978-7-5141-7599-8

I. ①上… II. ①葛… III. ①上市公司-企业兼并-  
研究-中国 IV. ①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 314741 号

责任编辑:周秀霞

责任校对:王苗苗

责任印制:潘泽新

## 上市公司投票权规则、控制权配置与效率研究

葛结根 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编:100142

总编部电话:010-88191217 发行部电话:010-88191522

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@esp.com.cn

天猫网店:经济科学出版社旗舰店

网址:http://jjkxcbs.tmall.com

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

710×1000 16 开 14.75 印张 210000 字

2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-7599-8 定价:43.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换。电话:010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话:010-88191586)

电子邮箱:dbts@esp.com.cn)

## | 前 言 |

在股权分置改革背景下，并购过程中上市公司控制权的转移方式将从协议收购逐步过渡到要约收购，这一演变路径包含三个最明显的特征，即从政府的积极和有限干预到市场主导，从追求利益到效率——收益相结合，从廉价投票权到等价投票权。我国上市公司控制权转移类型从所有制角度可划分为国有企业之间、国有企业与非国有企业之间以及非国有企业之间的并购，从并购战略角度可划分为水平并购、垂直并购和混合并购，这些并购类型随着政府干预和资源整合程度的不同而有所差异。总体看来，上市公司的控制权转移不仅具有以投票权为前提的法律基础，而且也包含以效率为核心的经济学依据。

上市公司的控制权转移取决于股权的交易，而股权又是投票权的载体。在中国的资本市场上，股权分置导致投票权结构的复杂性，既有一股一票制，又存在廉价投票权。从经济学意义上说，一股一票制作为合同机制和风险机制体现了投资、决策和风险相对称的原则，促使股东将公司控制权与收益权有机结合起来，从而达到激励相容的效果。在我国实行一股一票制的前提条件是消除股权分置现象，以形成一个充分竞争的控制权市场。累积投票规则实际上可看成是股东之间的一种博弈过程，股东作为理性的参与者将按照最大最

小原理选择对自己最有利的策略。于是，中小股东将有机会进入公司董事会，从而参与公司的决策和管理。但通过实证分析表明，股权分置改革的实施并未对股东持股比例产生实质性的影响，因而累积投票的博弈结果仍然无法改变大股东在董事选举中占据绝对优势地位的局面；但在股权相对分散的公司样本中，这一状况得到明显的改善。因此，可以预期的是，股权分置改革的最终完成将推动股权的合理流动，从而成为累积投票规则发挥作用的前提条件。

廉价投票权是指在并购过程中以无偿或低于市场价格的方式获得的公司投票权。由于通过廉价投票权进行控制权的配置通常是在政府主导的并购行为中产生的，同时，廉价投票权的获得者没有充分利用资源从而提升企业价值的动机，并且廉价投票权使得控制者能以较低的成本抵制能力较高的竞争对手获得控制权，因此，通过获得廉价投票权而进行的并购行为导致较低的效率。根据进一步的实证检验发现，在通过廉价投票权从而实现控制权转移的并购活动中，无偿并购的绩效明显低于协议并购的绩效；在协议并购中，并购绩效与并购溢价成正比，即并购溢价越高，并购绩效越好。

股权分置的基本特征之一便是流通股与非流通股并存，两类股票的不同定价机制导致不同的投票权规则。如果以公司的公共价值最大化作为效率标准，则可得到如下基本结论：当在职者的  $V_i$ （公共价值）和  $R_i$ （私人价值）均大于竞争者的  $V_r$  和  $R_r$  或者竞争者的  $V_r$  和  $R_r$  均大于在职者的  $V_i$  和  $R_i$  时，投票权规则不会影响控制权配置的效率；但当  $V_i + R_i$  与  $V_r + R_r$  之间的大小不确定时，一股一票制的投票权规则通过最大化经营较差的一方获取控制权的成本，而使控制权配置无效率出现的可能性最小化。背离一股一票制的其他投票权规则会增加控制权配置无效率出现的可能性，因而均

是无效率的规则。

在控制权竞争市场上,并购活动的目的是为了获得目标公司的控制权,以实现收购方的战略意图,但公司控制权的配置会产生不同的财富效应,也会产生不同的效率。在单边治理结构中,判断控制权配置效率的标准为帕累托标准和希克斯标准,而在多边治理结构中则为利益相关者标准。虽然不同的效率标准存在一定的差异,但他们与传统的股东至上逻辑是相容的,因为不管在什么样的治理结构中,股东作为所有者与公司的契约关系都处于核心地位。另一方面,在一定的条件下,不同的效率标准之间可以相互转化。在控制权重新配置的过程中,如果一方获得的利益多于另一方的损失,且赢家能补偿输家,则希克斯效率就会转化为帕累托效率;再把帕累托效率扩展到所有相关利益主体,则帕累托效率又会转化为利益相关者效率。由于利益相关者标准所涉及的是社会福利范畴,同时,它是基于一种更为有效的公司治理结构之上,因此,它是一种最优的效率选择。通过对上市公司的案例分析也证实了这一判断。

在上市公司的并购和控制权转移过程中,并购方往往通过一定的并购战略来实现其目标,鉴于此,本书试图运用实证方法来检验一些与并购战略相关联的常用并购类型及其绩效。首先从经营业务和市场关系角度采用财务指标法分析水平并购、垂直并购和混合并购的绩效差异。结果显示,水平并购由于能够有效地整合资源,发挥规模经济的优势,因而其绩效从长期看呈现稳步上升的趋势;不同行业中企业的管理模式的整合所带来的管理成本大幅度上升抵消了垂直并购所带来的交易成本下降,而使得垂直并购的绩效表现最为糟糕;实施混合并购的企业重点关注的是扩大企业规模,而没有把管理能力和非管理劳动资本顺利地转移到其他相关行

业,从根本上整合企业资源,从而造成长期内并购绩效下滑的局面。

要约收购将逐步成为我国证券市场上的主要收购方式。通过案例分析表明,要约收购也必须建立在有效整合资源和发挥经营协同作用的基础上,否则难以提高并购效率。企业的并购活动需要支付相应的对价,选择并购支付方式是实现企业并购战略目标的手段之一。本书以上市公司的并购事件为样本,对并购支付方式与并购绩效之间的关系进行实证分析。研究发现,以市场为主导的有偿并购的绩效明显好于以政府为主导的无偿并购的绩效。在有偿并购中,不同并购支付方式的绩效存在一定的差异。现金支付及现金与资产支付组合的绩效较为稳定,资产支付方式的绩效表现为高开低走,而现金与承担债务支付组合的绩效呈现先上升后下降的趋势。进一步研究显示,与现金支付方式相比,关联交易和并购类型是其他支付方式下并购绩效改善的主要影响因素。

# | 目 录 |

|                                         |     |
|-----------------------------------------|-----|
| 第一章 导论 .....                            | 1   |
| 第二章 上市公司的控制权转移：路径、类型和法律分析 .....         | 8   |
| 第一节 上市公司控制权转移的演变路径和基本特征 .....           | 8   |
| 第二节 上市公司控制权转移的类型分析 .....                | 17  |
| 第三节 上市公司控制权转移的法律分析 .....                | 29  |
| 第三章 上市公司的投票权规则与控制权配置 .....              | 39  |
| 第一节 重新理解一股一票制：基于法律经济学的<br>分析视角 .....    | 39  |
| 第二节 上市公司廉价投票权与控制权配置 .....               | 52  |
| 第三节 上市公司累积投票规则的博弈分析 .....               | 69  |
| 第四章 上市公司控制权配置的效率选择 .....                | 82  |
| 第一节 上市公司控制权配置效率分析：以公共价值<br>最大化为标准 ..... | 82  |
| 第二节 上市公司控制权收益分析 .....                   | 88  |
| 第三节 上市公司控制权配置效率的比较分析 .....              | 93  |
| 第四节 上市公司并购过程中利益相关者的利益保护 .....           | 106 |

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 第五章 上市公司的并购类型与并购绩效 .....              | 116 |
| 第一节 上市公司水平并购、垂直并购与混合并购的<br>绩效比较 ..... | 116 |
| 第二节 上市公司要约收购的绩效分析 .....               | 123 |
| 第三节 上市公司并购支付方式与并购绩效分析 .....           | 131 |
| 附录一 样本公司股权转让溢价和相关财务数据 .....           | 150 |
| 附录二 样本公司并购支付方式与并购绩效的相关数据 .....        | 152 |
| 附录三 上市公司收购管理办法 .....                  | 173 |
| 附录四 上市公司股权分置改革管理办法 .....              | 202 |
| 主要参考文献 .....                          | 212 |
| 后记 .....                              | 224 |

# 第一章

## 导 论

### 一、研究背景和问题的提出

并购是现代企业实现快速扩张的主要手段，而企业之间的并购往往以控制权的转移或配置为标志。从国际上看，现代企业集团很少通过内部积累而得到扩张和发展。从 19 世纪末期开始共发生过六次并购浪潮，尽管每个时期的并购各有特点，然而无论是“为了垄断的并购”，还是敌意并购或是跨行业的并购，最终都会有一批企业迅速发展成为行业巨头。从国内看，中国的证券市场虽然只经历了二十多年的发展，但针对上市公司的并购事件却频繁发生，并已成为企业通过买壳上市、资产重组等方式实现扩大规模和提高竞争力的重要途径。由于并购行为涉及物质资本和人力资本的流动，同时所有权的交易又成为并购的主要方式，因此，并购将会导致控制权的重新配置，并且带来资源配置效率和财富分配的变化。

中国的证券市场上，上市公司的股权结构较为复杂，既有国有股、国有法人股和社会公众股，也包含流通股和非流通股等，特别是长期存在的股权分置现象，使得投票权结构具有一定的特殊性。投票权依附于股权，在资本市场上获得目标公司的控制权，必须购买到足够多的股权与相应的投票权。随之而来的问题是，不同类型的投票权结构对控制权的配置及其效率会产生什么样的影响。例如，在政府主导下的无偿并购和部分协议并购实质上是一种廉价投

票权的交易,那么,基于这种并购类型的控制权配置的效率是否会低于通过市场交易的并购呢?如果是,则产生该结果的深层次原因又是什么?如果我们把通过市场交易的投票权结构称为一股一票制,那么又该如何从经济学的角度来理解其提高控制权配置效率的依据。此外,从公司控制权的内部配置看,我国的《公司法》对累积投票制作出了明确规定,在选举公司董事时,按照公司章程或股东大会的决议可以实行累积投票制。累积投票制实际上是股东之间的一种博弈,由于股东之间存在利益冲突,因此,非合作博弈可用来分析股东的策略选择。

并购活动中的控制权配置可为控制权竞争提供一种激励机制,以提高资源的利用效率,增加企业价值。但目前国内外对控制权配置效率的理解还存在一定的分歧,有人认为是企业价值和财东财富的增加,也有人认为是企业经营绩效的提高,这两者是否具有一致性或者在什么情况下是一致的?与此相关的问题是,要判断控制权配置是否有效率,首先必须理解该效率标准到底是什么?在分析效率的变化时,是仅仅只考虑股东的利益,还是应考虑并购事件中所有利益相关者的利益?对于前者,效率标准可能是经典的帕累托标准和希克斯标准,对于后者则可能是利益相关者标准。既然如此,如何选择一个使社会福利最大化的效率标准便是在分析控制权配置效率时需要解决的关键问题之一。

并购与控制权的重新配置是为了实现企业的战略意图,而这种目标又与企业的并购类型紧密相关。企业的并购类型一般分为水平并购、垂直并购和混合并购,从并购支付方式看又可分为现金收购、股权收购、承担债务收购等。因此,需要讨论的问题是,这些并购类型是通过什么方式或途径来实现企业的并购战略?它们对企业的并购绩效是否会产生不同的影响?

## 二、理论和现实意义

目前的企业控制权理论主要以发达国家成熟的资本市场为背景,

但是西方发达国家的市场环境、法律规范、企业所有权结构等都与中国具有一定差异,因此,直接运用现有西方国家的理论体系不能有效地分析和解决中国的控制权市场所面临的问题。在中国的资本市场上,存在企业股权分置的特点,即流通股与非流通股并存,在此背景下,如何用一个一般的分析模型或框架描述上市公司控制权从协议并购到市场并购的转移路径?企业控制权的转移与投票权的交易紧密相关,而中国的投票权又分为政府主导下的廉价投票权和市场主导下的一股一票制,那么,不同的投票权规则对控制权的配置及其绩效将产生不同的影响。另外,关于控制权配置是否是有效率的关键问题是如何确立一个合适的效率标准。对这些问题的分析将是对现有企业控制权理论的有益补充,也是我们选择研究这一领域的理论意义所在。

从实际经验看,在中国上市公司的无偿并购和协议并购中,控制权的转移或配置受到政府的干预,获得控制权的动机主要在于得到再融资的机会,以便控制更多的资源进而获得更多的控制权私人收益,而被并购的企业并未获得长期增长机会,甚至于股东利益最大化的基本目标也未达到。实施股权分置改革以后,通过市场交易的并购无疑将会提高控制权配置的效率,但如果不解决相关的法律与制度问题,该效率就会大打折扣。如公司法和证券法未对累积投票权、代理投票权的实施条件以及在必要时是否可对持股比例过高的股东的投票权进行限制等做出具体规定。另外,在控制权转移过程中并购方未及时披露其并购后的发展规划和实施步骤,并存在大股东过度追求短期利益进而损害中小股东和其他利益相关者利益的现象。因此,如何促使管理机构、立法机构和企业三方构建一个有效的控制权竞争市场对于解决上述问题具有重要的现实意义。

### 三、研究框架和内容

根据上述问题,本书安排如下研究框架(见图1-1)。

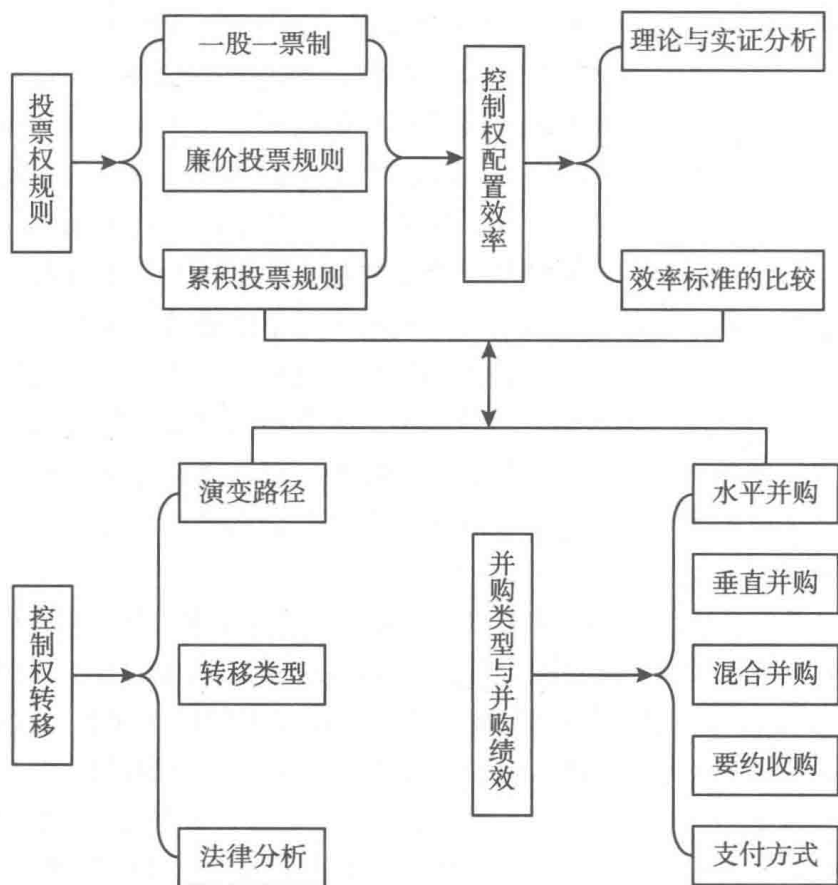


图 1-1 研究框架

按照以上研究框架，本书各章内容如下：

第一章为导论部分。

第二章主要分析中国上市公司的控制权转移。本章首先分析上市公司控制权转移的演变路径和基本特征。在股权分置改革以前，由于国有股和非流通股比例过高，所以政府可以积极参与和影响上市公司控制权的转移，此时，协议转让成为控制权转移的主要方式。而在股权分置改革完成以后，控制权转移模式呈现出多样化的特征，要约收购和代理权竞争将成为公司并购中普遍使用的方式。与此相适应，上市公司控制权转移具有三个明显的特征，即从政府的积极和直接干预到有限干预，从追求利益到效率—收益相结合，从廉价投票权到等价

投票权。然后从所有制和并购战略角度讨论控制权转移的类型。从所有制看,控制权转移包括国有企业之间、国有企业与非国有企业之间以及非国有企业之间三种类型;从并购战略看,控制权转移类型主要有水平并购、垂直并购和多元化并购。最后,本章讨论控制权转移的收购方式和表决权方式的法律依据。

第三章分析中国上市公司的投票权规则。首先,从合同机制和风险机制角度讨论一股一票制的效率含义,并从理论上探讨股权分置改革背景下一股一票制与控制权配置效率的关系,在此基础上进行实证检验。其次,运用博弈论方法分析累积投票规则在公司内部控制权配置中的作用。首先构建一个非合作博弈模型讨论在累积投票规则下不同的股东集团选举公司董事时的最优策略选择,然后利用上市公司股权分置改革前后的数据,通过实证分析进一步检验累积投票规则对公司董事选举结果的影响。最后,讨论廉价投票权与公司控制权的配置。廉价投票权是政府主导下的投票权让渡模式,因而以这种方式获得的控制权是一种无效率的配置。然后,我们以上市公司的并购事件为样本,对廉价投票权并购——无偿并购和协议并购的绩效进行实证检验。

第四章探讨上市公司的投票权规则与控制权配置效率的关系。首先,运用一个简单的模型讨论股权分置改革背景下投票权如何在现有控制者和竞争者之间进行配置,才能使企业的公共价值最大化。其次,采用实证方法验证控制权收益的存在性及其主要影响因素。再次,根据公司的治理结构分析上市公司控制权配置效率的标准。在分析单边治理结构下股东至上逻辑与各种效率标准的相容性、三种效率标准相互转换的条件的基础上,从社会福利观的角度讨论最优效率标准的选择依据。最后,结合最优效率标准,通过上市公司的具体案例探讨如何在并购过程中保护所有利益相关者的利益。

第五章分析中国上市公司的并购类型与并购绩效。在上市公司的控制权转移过程中,并购类型的选择是实现并购战略的重要方式,并最终影响到并购绩效。首先,在第二章对并购类型进行理论分析的基础上,运用财务指标分析法对水平并购、垂直并购和混合并购三种并

购类型的绩效差异进行综合评价,其次,通过案例分析法探讨要约收购的绩效。最后,从实证角度讨论不同的并购支付方式与并购绩效的关系。本部分运用主成分和因子分析法构建一个综合评价模型,首先比较无偿并购与有偿并购的绩效差异,然后比较不同的有偿并购支付方式的绩效差异,并且通过回归模型进一步检验并购支付方式对并购绩效的影响。

#### 四、主要特点

本书的主要特点表现为以下几个方面:

1. 阐述中国上市公司投票权规则与控制权配置及其效率之间的关系。国内现有研究大多从某一学科领域分析其中的某一类问题,但对投票权规则与控制权配置之间关系的研究较为少见。而本书正是把这两者之间的关系作为主线,运用学科交叉的方法,研究中国控制权市场的理论及现实问题,这些问题主要包括企业控制权配置给哪一方是有效率的?什么样的投票权规则导致有效率的控制权配置?控制权配置的效率标准究竟是什么?

2. 提出一个控制权配置效率的新标准。传统的观点认为,在单边治理结构中,控制权配置的效率标准是与股东至上逻辑相对应的帕累托效率标准和希克斯效率标准,两者的差异是前者把单个股东作为一个独立的主体考虑,而后者把所有股东看作一个整体。而本书认为,公司作为一组契约关系的联结,在控制权重新配置的过程中会涉及所有相关主体的利益变化问题,这样,要使得控制权的配置是有效率的,所有相关主体的利益都应该得到改善,因此,从社会福利观点看,利益相关者标准是最优的效率标准。

3. 探讨投票权规则的经济含义。现有的文献大多集中于对公司投票权规则的法律层面的分析,而对其进行经济学分析的研究较少。本书认为,一股一票规则的经济含义是,它作为一种合同机制和风险机制,不但能促进公司与股东之间的合作,以达到激励相容的效果,而且还能把控制权配置给能力较高的一方而增加公司的价值。

累积投票规则作为一种非合作博弈，使得股东能按照最大最小原则选择最优策略，从而平衡大股东与中小股东之间的利益。

4. 本书主要采取与交叉学科相对应的研究方法，这与传统的单一学科研究方法有一定的差异。首先，运用规范分析来描述上市公司控制权转移的演变路径和相应的法律基础，并揭示其所隐含的效率意义。其次，运用规范分析论证投票权规则与控制权配置效率之间的关系，然后使用实证分析验证何种投票权规则会导致有效的控制权配置。最后，结合公司治理理论和福利经济学的方法来论证控制权配置有效的标准为什么是利益相关者标准，而不是希克斯标准和狭义上的帕累托标准。

## 第二章

# 上市公司的控制权转移： 路径、类型和法律分析

如果以股权分置改革为分界线，我国上市公司的控制权转移将呈现出一条从无偿并购到协议并购和要约收购的演变路径。从并购类型看，上市公司的控制权转移按照企业的性质、并购战略和并购的市场化程度可划分为不同的类型。这种演变过程和并购类型不仅反映出我国上市公司控制权转移的基本特征，也体现了控制权配置的效率变化。而完善对上市公司控制权转移的收购方式和表决权方式的法律规定，是建立公平和效率兼顾的控制权转移方式的前提条件。

## 第一节 上市公司控制权转移的 演变路径和基本特征

在成熟的资本市场中，上市公司的控制权转移是通过控制权市场上的股权交易完成的。控制权市场的主要功能是克服两权分离下经理与股东的利益偏差，以便于最大限度地增加股东的福利水平（Manne，1965）。获得控制权的一方要么来自于外部竞争者，要么来自于公司内部，控制权转移的基本方式是收购（包括反收购）和兼并。由于存在不同的法律和制度环境，中国上市公司的控制权转移将呈现出不同的模式。与股权高度分散条件下的要约收购不同，