

XIAOLILUN

SHICHANGZHILI

GONGSIKONGZHIGUAN

GONGSIKONGZHIGUAN

SHICHANGZHILI

XIAOLILUN

GONGSIKONGZHIGUAN
SHICHANGZHILI
XIAOLILUN

公司控制权
市场治理

效力论

张慕濒 著

XIAOLILUN

SHICHANGZHILI

GONGSIKONGZHIGUAN

GONGSIKONGZHIGUAN

SHICHANGZHILI

XIAOLILUN

 商务印书馆
THE COMMERCIAL PRESS

公司控制权市场 治理效力论

张慕瀕 著

商 务 印 书 馆

2008 年 · 北京

图书在版编目(CIP)数据

公司控制权市场治理效力论/张慕瀨著. —北京:商务印书馆, 2008

ISBN 978 - 7 - 100 - 05717 - 2

I. 公… II. 张… III. 公司 - 企业管理 - 研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 008224 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

公司控制权市场治理效力论

张慕瀨 著

商务印书馆出版
(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

商务印书馆发行
北京市白帆印务有限公司印刷
ISBN 978 - 7 - 100 - 05717 - 2

2008 年 11 月第 1 版 开本 787 × 960 1/16
2008 年 11 月北京第 1 次印刷 印张 14

定价: 23.00 元

目 录

前言	1
导论	5
1. 问题的提出	5
2. 概念性框架与研究安排	11
3. 相关概念界定	17
4. 本文的研究方法	26
1. 公司控制权市场治理的理论探索	27
1.1 新古典公司控制权市场理论的产生背景及主要思想	29
1.2 公司控制权市场理论与资本结构理论的交叉研究	31
1.3 传统公司控制权市场理论遭受质疑	33
1.4 公司控制权市场理论实证研究的发展	37
2. 公司控制权市场治理的作用机制	44
2.1 公司控制权市场的管理惩戒功能	44
2.1.1 管理者更替与公司控制权市场治理	45
2.1.2 公司控制权市场促进管理效率改善的其他原因	52
2.2 公司控制权市场的股东治理效力	55
2.2.1 股票的控制权特征和投票权结构	56
2.2.2 股权结构与公司控制权市场治理效力的理论分析	64
2.3 小结	74
3. 中国上市公司控制权市场的发展历程	76
3.1 上市公司控制权市场的早期发展状况	77

2 公司控制权市场治理效力论

3.2	上市公司控制权市场制度环境与治理能力的变化·····	83
3.2.1	促进公司控制权市场发展的制度建设·····	83
3.2.2	国民经济布局调整战略下的上市公司股权制度改革·····	86
3.2.3	公司控制权市场发展的新阶段·····	89
3.3	小结·····	93
4.	管理层更替与中国上市公司控制权市场的治理效力·····	96
4.1	管理层更替现象研究的理论适用性分析·····	97
4.2	中国上市公司管理层更替研究现状·····	100
4.3	研究方法和模型构建·····	104
4.4	统计描述和计量结果·····	109
4.5	小结·····	119
5.	股权结构与中国上市公司控制权市场的治理效力·····	122
5.1	上市公司股权结构与公司控制权市场关系的研究回顾·····	123
5.2	股权结构对公司控制权转移后企业业绩的影响·····	127
5.2.1	股权集中度与公司控制权交易方式的选择·····	127
5.2.2	股权集中度变化对公司控制权转移后业绩的影响·····	133
5.2.3	股权属性变化对公司控制权转移后业绩的影响·····	136
5.3	公司控制权转移后企业业绩变化的固定效应面板分析·····	139
5.4	股权因素影响公司控制权转移效果的固定效应面板分析·····	144
5.5	样本固定效应之衡量·····	147
5.6	公司控制权转移的影响因素分析·····	156
5.7	小结·····	162
6.	中国上市公司控制权市场治理效力的总体评价与理论启示·····	165
6.1	中国上市公司控制权市场治理效力的总体评价·····	165
6.2	中国公司控制权市场治理效力研究的若干启示·····	174
6.3	提升中国公司控制权市场治理效力的政策建议·····	181
	主要参考文献·····	212

前 言

公司控制权是对公司全部经营活动构成影响的权力,包括依据所有权获得的控制权和依据所有权获得的控制权,这两种控制权均会影响公司的治理结构和治理效果,并进而影响公司价值。由于控制权在公司经营中的决定性作用以及由此派生的控制权收益,以兼并为主要形式、以获取公司控制权为主要目标的公司控制权市场得以形成,成为现代市场经济体系的重要组成部分。

公司控制权市场的公司治理效力是指公司控制权市场作为企业的外部控制机制,在提高企业价值、改善股东利益方面的作用。公司控制权市场的治理效力产生于公司股东、管理层和外部竞争者的控制权争夺行为,而不同的控制权争夺结果则可被看作控制权市场治理效力存在差异的原因。公司控制权市场为公司间的兼并、收购和代理权争夺提供了交易的场所,交易的目的不仅仅是获得规模经济和垄断利润,而且是出于外部人改善企业管理效率的动机。公司控制权市场主要有两大功能,即管理惩戒功能和股东治理功能。管理惩戒功能主要表现为控制权市场能够筛选业绩差的企业,并通过替换在位管理者实现企业业绩的改善,同时促进非接管目标企业的管理改善;股东治理功能则表现为,作为股份交易的场所,控制权市场为内部股东和外部人提供了通过征集投票权掌握企业控制权的机制。正如 Shleifer and Vishny (1986)指出的,实施公司治理的先决条件就是获得大股东的地位。既然控制权交易是大股东权力变化的手段之一,那么控制权市场也可被看作大股东治理的手段之一。由于股票的控制权特征,股东治理的有效性受到其所持股份数量的影响,一定的股权结构就代表一定的股东控制能力。控制权转移过程中股权结构的初始

2 公司控制权市场治理效力论

设置,以及控制权争夺后股权结构的变化均会影响控制性股东与管理层、与其他大股东、与外部接管方之间的博弈结果,从而在交易方式、交易成本、溢价程度、企业业绩变化、公司治理效率改善等各方面产生显著的影响。

伴随着我国资本市场的发展,我国的公司控制权市场诞生于 20 世纪 90 年代初期。2000 年之后,随着以市场化、规范化为目标的法律制度建设步伐加快,在“国退民进”的国民经济战略布局调整的宏观政策推动下,上市公司控制权转移承载了股权制度改革的使命,控制权交易也出现新的特点,表现为:具有行业导向性和实业背景的战略并购初具规模;自然人、外资、民营企业等多元主体积极参与;竞争性行业的管理层收购强势起步;政府干预从直接走向间接。表明控制权市场运行不再是为了某个单一的目标,而是朝着市场化的方向迈进。尽管在这一过渡时期,交易主体的多元化、交易方式的市场创新、政府行为的过度参与以及法律规范的不完全到位等原因会影响控制权交易的效果,但不可否认我国公司控制权市场已开始发挥其积极功能。

对管理层更替的研究表明:控制权市场对业绩低下企业的识别作用已经显现,然而由于股权结构的特殊设置导致的多层委托代理关系,弱化了企业业绩与管理效率之间的相关关系,也降低了控制权市场的管理惩戒作用。从各类管理层更替的实证分析中,我们发现由控制权转移引起管理层完全更替的企业,其业绩总体上低于其他更替企业,并且股权结构相对分散;不仅如此,企业业绩下降会提高管理层更替对业绩的敏感程度。说明收购方根据市场经济原则选择目标企业的自主性不断增强,从未来赢利的角度,收购方会尽量选择那些业绩低下但未来增值空间较大、股权分散从而财务成本节约的企业。但是控制权市场管理惩戒的其他效果并不显著。

对股权结构与控制权市场治理效力关系的研究表明:(1)公司控制权转移对公司绩效的影响是多方向的。控制权转移既可能改善公司的绩效,也可能降低公司的绩效,还可能对公司绩效不构成显著影响,其关键影响因素是股权集中度的状态以及控制权交易过程中股权集中度的变化。但是总体而言,公司控制权转移后低股权集中度的公司其绩效改善程度高于高股权集中度公

司的绩效改善程度;适度股权集中度的公司又高于低股权集中度的公司的绩效改善程度;(2)控制权转移过程中,股权集中度的降低对企业业绩的改善是通过控制管理层可以滥用的自由现金流量水平而实现的;(3)企业所处的行业差异能够显著地影响控制权转移过程中股权因素的作用。资金密集型和技术密集型的大型制造业、公用事业部门、高科技企业,在控制权转移以及股权集中度变动后业绩会得到改善,这归因于行业整合的效果。在这些行业发生的控制权转移大多体现为“强强联合”,或者是相关行业的并购,因此有利于促发产业整合效应、财务协同效应、管理协同效应。那些发挥负效应的行业主要集中在劳动密集型的轻工业以及处于生命周期末端的行业;(4)第一大股东股权属性因素在控制权转移过程中并不发挥作用。可以认为那是企业股权结构初始设置的一种,与我国企业股份制改革的制度背景相关,而与企业业绩无关;(5)企业规模相对较小的企业控制权转移后业绩改善的效果较好,这可能与企业的股东控制力量的实际效果以及委托代理链条的长短有关,因此要慎重进行企业整体重组。

综上所述,我国公司控制权市场的公司治理效力已经开始显现并逐步提高,但与成熟市场经济国家公司控制权市场相比,仍然存在很大差距。其理论启示在于:公司控制权市场是一种重要的外部控制机制,是有效的公司治理不可或缺的治理机制,公司控制权市场治理效力发挥的内在机理主要表现为通过控制权交易实现管理层更替和董事会权力架构变化,以此实现公司治理效力的改善,而股东拥有平等权利是控制权市场发挥治理效力的前提和基础,投资者特别是中小投资者的利益是否得到保护是控制权市场治理效力高低的重要表现。就我国的实际而言,总体上适度集中的股权结构最有利于公司治理效力的提升。此外,通过公司控制权市场的有效运行促使经理人市场的成熟与完善,可以引导公司经营层朝着股东利益和公司价值最大化的目标行事,改善管理效率。

我国的股权分置改革为我国公司控制权市场的发展提供了良好的发展机遇,我国资本市场的开放、企业国际和国内竞争的加剧及产业升级的加快,则

4 公司控制权市场治理效力论

对我国公司控制权市场的发展提出了新的挑战。因此,需要进一步提升我国公司控制权市场的公司治理效力。首先,应充分重视公司控制权市场的作用和功能,积极发展我国的公司控制权市场,使公司控制权市场这一外部治理机制能够更为有效地促进公司治理的改善。其次,建立健全以公开化、公正化、民主化、市场化作为标志或目标的公司控制权市场运行的法律和制度基础,在法规和制度建设上实现从家规到国法、从中国特色到国际惯例的转变,为我国公司控制权市场的平稳有效发展奠定基本条件。再次,改进政府监管方式,提高政府调控水平,促进公司控制权交易效率的改善。在控制权交易的方式和股权转让的幅度上,要有明确的政策导向,同时要有效监管恶意收购和外资并购,完善信息披露制度,保障我国经济安全和国家安全。第四,围绕着我国公司控制权市场发展的长期目标,发挥公司治理的内、外机制的互补作用而非替代作用。其中最重要的在于提高董事会的治理能力、积极培育职业经理人市场。另外,借助于股权分置改革的机会简化国有上市公司控股关系,推进整体上市,提高上市公司质量,也是促进公司治理的内、外机制协调运行的关键。

导 论

1. 问题的提出

自 1993 年“深宝安”通过二级市场收购“延中实业”至今,我国上市公司的控制权交易已经有十五年的发展历程。上市公司前十大股东股权变动的案例在 2000 年之前年均不过 60 例,而 2001 年就增长到 600 多例,增幅为 2000 年的 10.9 倍;2001 至 2005 年,股权变动数量的年均增幅更是达到 25% 以上^①。然而如此快速增长的股权交易行为并未缓解理论界对我国公司控制权市场的存在性和有效性的质疑态度,控制权市场形成和发展的特殊制度背景成为理论争论的起点。

我国公司控制权交易的产生和发展派生于我国的资本市场制度建设。回顾资本市场发展历程,可以将其初建的主要目标概括为两个方面:一是国有经济改制目标;二是国有经济融资目标。所谓改制目标,是指藉由资本市场引入非国有经济参与国有企业的公司制改造,通过建立股份有限公司明确国家作为出资人的权利和义务,其目的是建立国有企业的法人治理结构。所谓融资目标,是针对当时国有经济的过度负债和国有银行高额不良资产的状况,借助资本市场的筹资功能解决国有企业“融资难”问题。相比而言,融资目标虽然较易实现,但改制目标关系到国有企业的长期发展,因而更重要于融资目标。

国有企业上市改制为股份有限公司,并按照现代公司制企业设立法人治

^① 作者整理自聚源公司数据库(www.csinfo.com.cn, www.gildata.com.cn)

6 公司控制权市场治理效力论

理结构的主要目的是实现公司治理的效率目标。根据罗伯特·蒙克斯和尼尔·米诺对欧美公司制企业的研究,公司治理是指诸多利益相关者的关系,这些利益相关者决定企业的发展方向和业绩。主要的利益相关者包括股东、经理层(首席执行官)和董事会。公司治理的本质就是使股东、董事会和经理层获得合适的控制权,形成他们之间有效的协调制约机制,维护各自的控制权格局,最终服务于企业价值最大化和股东利益最大化的目标^①。其中,董事会是最重要的内部治理机制,它代表股东监督管理者,在少数的高层管理者和为数众多的股东之间维护平衡。而控制权市场则是最重要的外部治理机制,它通过外部人的控制权竞争行为对企业产生威慑力量,迫使董事会加大监管力度或者迫使经理层更加关注企业发展。

理论上讲,我国资本市场的建成为公司控制权市场作为外部治理机制发挥作用提供了一个制度环境,但是由于资本市场的改制功能尚未完全实现,控制权交易的外部治理效力受到扭曲。资本市场成立以来,一直到2005年下半年正式启动股权分置改革之前,我国上市公司普遍存在产权主体缺位、股权高度集中于国有股东、绝大部分股份无法自由流通的制度缺陷,导致上市公司成为国有企业的“翻牌公司”,陷入政企不分和内部人控制的困境,经营机制难以转换,治理效率十分低下。1993至1995年间,虽然公司控制权交易出现了自发性的萌芽(典型的包括1993年“深宝安”在二级市场收购“延中实业”,以及1994年“恒通”控股“棱光实业”等),但由于资本市场本身处于初建时期,并购的相关法律法规尚不健全,这一时期的公司控制权交易并未形成大的气候。而在1995、1996年,制度缺陷造成的国有上市公司治理效率低下以及宏观经济恶化的双重冲击,导致我国一部分上市公司陷入财务困境,相继出现一批亏损企业并产生特殊处理(ST)板块。亏损企业以及ST板块的出现,意味着一些上市公司失去了配股资格甚至很有可能被摘牌。由于当时实行上市的

^① [美]罗伯特·蒙克斯、尼尔·米诺,李维安、周建等译,《公司治理》(第2版),中国财政经济出版社,2004年。

额度控制,几乎每个省份的政府职能部门都掌握相应的上市指标,再加上证券市场规模很小,资金供给相对充沛,使得获得上市指标和配股资格这种稀缺资源的成本极为低廉,于是1996年之后出现了地方政府主导的、以“保壳保配”为直接目标的上市公司并购重组浪潮,其实质是消化国有企业改制产生的负面效应。这成为当时我国上市公司控制权交易的主要形式,是我国公司控制权市场初步发展的重要原因之一。在这一时期,资本市场的改制目标让位于融资目标,公司控制权市场的交易行为也从本应产生外部治理效力,变为保全上市资格和融资资格的主要手段。然而这种融资目标导向也造就了国内民营企业参与国有上市公司的资产重组过程,表现为以“壳资源融资”为直接目标的民营企业“借壳”、“买壳”上市活动,这是我国公司控制权市场初步发展的另一个重要原因。在国家重点扶持国有企业改革的政策背景下,国有企业通过上市实现改制成为国有企业改革的重要模式,而民营企业在迅速发展却缺乏强有力的政策及融资支撑。因此,为了满足自身发展的融资需求,一些优秀的民营企业开始通过收购上市公司“壳资源”达到上市目的。证监会2000年相继出台的增发新股的政策规定,即实施重大资产重组且符合其他条件的上市公司可以增发新股,无疑给民营企业的“买壳”、“借壳”上市提供了一个契机。

由于这一时期公司控制权交易由政府引导产生,为上市公司扭亏的政策目标服务,因而公司控制权转移可被看做是来自(政府支持下的)企业资产重组的内在要求,而非外部人改善企业管理效率的动机^①。再加上相应的规范化制度尚未配套、缺乏实践操作经验,以及二级市场的交易活跃,公司控制权交易经常突破现有的政策框架,游走于监管的真空地带,并出现频繁的买壳卖壳、虚假重组等噪音信息。这一阶段公司控制权市场的交易行为主要表现为

^① 企业资产重组是控制权交易的一种主要形式,理论界对资产重组的起因有两种看法:一种认为大部分业绩衰退后企业重组活动是由内部自发产生的,例如 John, Lang and Jeffery (1992) 和 Maug (1997);另一种观点基本秉承了新古典控制权市场理论的思想,认为企业重组主要是来自外部人改善管理效率的动机。实证当中,这两种观点都分别得到支持。

8 公司控制权市场治理效力论

外部竞争者对上市公司“壳”资源的争夺,以及由“壳”资源产生的对上市公司控制权的争夺,并不体现公司控制权市场作为企业外部机制的治理效力,因而我国公司控制权市场的存在性和有效性受到普遍的质疑。

理论界对我国公司控制权市场的存在性有着截然相反的看法。双方都依据新古典公司控制权市场理论的分析框架,从控制权市场是否发挥应有的外部治理效力的角度进行了阐释。肯定的观点如朱武祥(2000)从公司控制权市场的资源配置功能出发,认为我国公司控制权市场已经形成,其优化资源配置的途径是替代了企业直接上市的功能,而不是西方理论所描述的经济功能;周小川(2002)也肯定了我国公司控制权市场的存在性,认为控制权交易可以在一定程度上分散上市公司的股权集中度,弥补股权结构性缺陷,形成市场约束和激励机制,促使上市公司治理结构改善;其他一些研究从上市公司并购绩效是否改善的角度论证了我国公司控制权市场的治理效力(徐晓东、陈小悦,2003;吴淑琨,2003;李善民等,2004)。否定的观点则从构成公司控制权市场有效性的要素出发,认为在股份尚未完全流通、国有股“一股独大”的制度背景下,我国公司控制权交易基本以协议转让或行政划拨为主,市场化的控制权争夺行为都没有出现,更何谈治理效力,因此“中国公司的内外部控制权市场基本没有形成”(剧锦文,2001)或“中国尚未形成完全意义上的公司控制权市场”(韩志国,2002)。

笔者认为上述两种论点都存在值得商榷的地方。首先,否定我国公司控制权市场存在性的观点以西方公司控制权市场的构成要素反观我国情况,忽略了我国公司控制权市场特殊的资源配置功能,比如在“国退民进”的战略安排上,公司控制权市场具有独特的价值。并且,随着制度建设的步伐加快,上市公司的控制权转移行为已经发生了实质性的改变:从最初以争取融资资格的“壳”资源争夺、二级市场“造市”获取超额股票回报为主,变成政策引导下,多元主体参与企业战略性调整的局面。因此,应该承认我国公司控制权市场的存在性及其特殊的存在方式。其次,肯定我国公司控制权市场存在的研究大部分以企业并购绩效是否改善来度量,尽管按照公司治理理论,公司治理机

制的有效性最终要看企业价值和股东利益的大小,但是我们认为仅从交易结果来判断并不能突出公司控制权市场治理的特殊性,应该从公司控制权市场发挥治理效力的途径和运行机理入手,评价我国公司控制权市场的存在性和有效性。

我国公司控制权市场的运行模式与运行效率受到资本市场制度建设以及配套改革的显著影响,因此,探寻公司控制权市场的运行机理不可回避两次重大的制度变革。其一是2000年之后资本市场大规模的制度建设与上市公司股权制度改革的初步尝试;其二是2005年5月开始实施的上市公司股权分置改革。

2000年之后,在企业改革逐步深入、资本市场制度建设不断完善的大环境推动下,我国公司控制权市场赖以发展的制度环境发生了变化,表现为政府主导的公司控制权市场市场化、规范化的法律制度建设,以及国民经济布局调整战略下的上市公司股权制度改革。这一政府主导的公司控制权市场制度变迁主要体现在几个方面:(1)以规范上市公司内部治理和公司控制权交易行为、增强管理当局监管力度为宗旨的规范化制度建设;(2)以《证券法》、《公司法》为基础,以《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》为核心的公司控制权市场基本法律框架建设;(3)推动外资参与并购的法律制度建设;(4)以国有股减持和股份全流通改革为主的上市公司经济布局调整。

市场化、规范化的制度建设为公司控制权市场的成熟发展奠定了基础,而“国退民进”的企业发展战略则引导着控制权交易的发展趋势。在这两种力量的综合作用下,2000年之后我国公司控制权市场进入快速发展时期,公司控制权交易的特征发生了显著的变化,表现为:具有实业背景的战略并购崭露头角,成为推动我国公司控制权市场成熟化、规范化的主要力量;以自然人、外资企业以及民营企业为主的多元化主体参与的并购格局逐渐展开,成为改善上市公司治理结构、提高上市公司业绩的新兴力量;管理层收购强势起步,对于那些管理层实质上完全掌握控制权的企业来说,管理层获得企业控股权后,

真正实现了其作为股东的控制力,成为其所控制资产的直接而明晰的所有者,因此更有动力改善企业治理效率,在面对控制权市场接管行为时,也会更加理性而有效;政府干预的方式由直接参与转变为提供制度保障。在公司控制权交易的主体及交易行为发生明显变化的同时,上市公司的股权集中度进一步分散,控股主体由单一的国家股股东扩展为国有法人、民营法人甚至流通股股东,并且控股方的控股份额也明显降低。由此,我国上市公司的控制权交易成为股权集中度降低和国有股持股份额降低,以及持股主体多元化的载体,并且在国家行业整合以及外资并购的行业导向作用下,并购后的公司绩效也有明显的改善。这样一种制度变革所造成的影响促使我们从理论上去思考这样一些问题:上市公司并购的兴起对公司业绩改善存在正向作用,然而这种业绩改善是否受到公司控制权市场外部治理效力提高的影响?如果是,公司控制权市场的治理效力又是通过什么途径发挥作用的?

第二个促使笔者思考我国公司控制权市场治理的运行机理的重要因素是2005年5月推行的“股权分置”改革。与21世纪之初资本市场的制度变革存在本质的不同,股权分置改革解决了阻碍我国资本市场发展的基本问题,即市场的运行基础问题,并由此带来资本市场的价值评估体系、上市公司的产权结构与治理机制、公司控制权市场的运行机制以及相关要素市场等决定性因素的重大变革。其中,股权分置改革对我国公司控制权市场发展的影响可谓直接而深远。股权分置改革后资本市场必然进入一个股份自由流通、同股同权的完全市场化发展阶段,活跃的公司控制权交易不仅可以促使国有股权集中度进一步优化和股权结构多元化,而且不可避免地面临完全市场化所带来的一些新问题,比如要约收购与敌意收购出现后收购与反收购手段的运用、公司控制权竞争中的投资人利益保护以及政府监管的取向与手段,等等。这一系列问题要求监管当局与其他市场参与者在促进公司控制权良性竞争的同时,必须考虑公司控制权市场的培育与发展,而公司控制权市场培育的关键在于建立一个良好的控制权市场运行机制,发挥其作为公司外部控制机制的治理效力。