

21 世纪证券研究论坛

21st Century Securities Research Forum

瞿宝忠 著

公司控制权问题研究

COMPANY CONTROL RIGHTS RESEARCH

上海證券報 总策划
百家出版社

GONGSI KONGZHIGUAN WENTI YANJIU

公司控制权问题研究



瞿宝忠 著
上海證券報 总策划
百家出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司控制权问题研究/瞿宝忠著.——上海:百家出版社,2003.9

(中国证券书库.21世纪证券研究论坛)

ISBN 7-80656-839-5

I. 公… II. 瞿… III. 上市公司-企业管理-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第068908号

责任编辑 赵毅

特约编辑 梁星宝 李东

封面设计 阎玉华

公司控制权问题研究

瞿宝忠 著

百家出版社出版发行

(上海天钥桥路180弄2号)

(邮政编码 200030)

全国新华书店经销 上海松江新桥新生印刷厂印刷

640×935毫米 1/16 印张12.75 字数190 000

2003年9月第1版 2003年9月第1次印刷

印数:2 100册

ISBN 7-80656-839-5/F·84 定价:22.00元

(版权所有 侵权必究)



序言

股份公司制度堪称是一项比电和蒸汽机更伟大的发明。制度的发明及完善较之工具的发明应用显得更加困难。尽管股份公司制的发明沿革久经四个世纪而不衰，由诞生地欧洲向全世界推广至今仍方兴未艾，但是，在资源稀缺及竞争全球化的大背景下，属于个人、机构乃至国家的资产何以会跨地区、跨国界交给股份制公司去经营运作，公司控制权的配置方式和运行规则如何与资源竞争的规模、广度和效率相适应，诸如此类问题的研究，依然处于经济学、管理学、法学和系统论等学科交叉的前沿领域，需要人们去深入探索。

上市公司的资产及控制权配置作为理论问题，进入研究者的正面视野，是一个渐进过程。70年前伯勒和米恩斯率先开启了“控制权和所有权相分离”的研究之门，然而他俩当时对其经典表述的忧虑似乎多于兴奋。20年前格罗斯曼和哈特提出了“剩余控制权”的新概念，但他们迫于经济理性而放弃了对企业复杂产权结构中诸多控制权的明确界定。近10年来公司资产及控制权配置的理论 and 运作问题的研究，呈现出突破以往断断续续“出题”的状态，而愈益成为学术界、企业界和证券市场各界都共同关注“解题”的热点和难点。因此，公司控制权问题研究，仅仅作为早期主流研究者讨论的副产品的时期已经过去，而其新探索和新成果则应该是可以预期的。

企业制度改革历来是需要理论和效率的。在中国，股份公司及上市制度的法律确认几乎用去了20世纪的整个一百年，与欧洲相比晚了整整两个世纪。尽管中国在20世纪的最后10年奋

起直进,如今已有 1300 多家股份制上市公司,但是企业的股份制改造和完善,依然是任重而道远。中国上市公司控制权配置的优化目标,在“三会”(股东会、董事会和监事会)架构中依然是“形备而实不至”,其中最关键的是“三权”(大股东控股权、董事会决策权和经理层经营权)的“分离”程度极低,大多处于大股东垄断的“三权一体”状态。上市公司与大股东之间在资产、财务、人员和主业方面的“四分开”设置,并不能替代股份表决控制权、法人财产控制权和经营服务控制权的“三分离”改革。只有在公司控制权配置模式上消除垄断,化解壁垒,还股份制在资产配置和效率竞争上的制度优势,现代企业制度建设才能少走弯路,使更多高效率、高成长的中国上市公司真正屹立于世界股份制公司之林。

借鉴相关学科的理论文献和研究成果,深入研究股份制公司控制权的内涵本质、模式选择、约束机制、让渡定价以及跨国并购等问题,这是一项具有重要学术性和应用性价值的探索工作。本书作者围绕上述主题做了颇有收益的尝试。基于效率目标,本书提出了公司资产“三权分离”及控制结构范式,构建了公司控制权组合的数学模型,分析了控制权配置模式的基本类型及特征,探讨了各类模式的效率性选择问题,研究了控制权让渡中的非效率定价问题以及对 MM 定理和定价方法的应用修正,并对跨国并购中控制权运行环境的评价指标及定量比较等问题进行了别具新意的探讨,其中的创新点和闪光点发人深省,相信会给人以理论启迪和有益思考。

真诚希望更多的研究者能静下心来,将“公司研究”这一大课题深入下去,扩展开来,这也是走向成熟的上市公司、投资者和监管者所共同企盼的。

龚浩成

2003 年 7 月 20 日

**ABSTRACT**

Economic globalization implies not only global opportunities in resource deposition and efficiency competitions for modern enterprises, but also accommodation of arrangement and operating rules of right of control system in corporate structure to those opportunities and competitions. It will become more and more difficult for a company to seek viability and growth just on strength of existing resource and inefficient right of control arrangement. However, the structure and operation of right of control system compatible with the scope and efficiency of resource deposition become a key point to keep sustainable growth. Based on efficiency target, assimilating relative theories in Property Right Economics, Management, Law and Systematology, this paper puts emphasis on exploration of right of control system in corporate structure in terms of characteristics, model selection, constraint mechanism, transfer pricing and cross-border M&A to improve the worldwide resource deposition efficiency for listed companies.

The research on right of control system is both theoretical and practical, overlapping several academic subjects. Numerous research achievements that have been made from diversified levels and aspects provide abundant materials and useful reference. The first chapter summarizes relative materials and recent achievements in field of right of control, drawing a con

clusion that right of control system in corporate structure has played a key role in economic development and social resource deposition.

Given that resource scarcity dominates every aspect of human life, the approach to dispose resources most efficiently turns into the basic rule for a company to evolve. The second chapter analyses the basic characteristics and operating regulation in light of resource scarcity and disposition efficiency. Based on the main features of modern enterprises in resource convergence and property arrangement, a Tri-power Separation and Function Model is induced to define the basic feature of right of control system and discuss the ultimate demand of the system to combine different corporate economic entities.

There is basically close relationship between the function efficiency and arrangement mode. The third chapter clarifies the respective rights of different corporate economic entities on the basis of law, then provides foundation for classifying various right of control system modes, and puts forward analytical model and modes of the system. To conclude, a further study is conducted to compare different modes from three aspects: efficiency & monopoly, efficiency & competition, and efficiency & agent.

Whether the integration of individual power function will lead to high efficiency of resource disposition is unavoidably subjected to many restraint factors from both inside and outside. The forth chapter analyses principles to restrict the function of right of control system and both inside and outside restraint factors during the course of function. Finally, A feedback control model is established to clarify the mechanism and principle in which market impact right of control system in corporate structure.

The price of transfer indicates the capability that a com-

pany distributes the limited resource by its right of control system, and also keeps contact with the whole value change around transferring the system. Combined with the current situation of our country, the fifth chapter analyses the pricing in the course of right of control transfer, which the value is not inclined to. This chapter also interprets what the price of right of control transfer is based on, and what compose of the value of governance system transfer, discusses how we introduce the three MM principles to inspect the possibility and the revision of the transfer of right of control. Furthermore, it probes into how to select pricing methods and what situation different methods take effect, and construct the pricing mode and do some empirical research.

Cross-border M&A has expanded the scope that a company disposes the global economic resource by means of right of control system, and enhances the intensity of efficiency competition, which show fully that a listed company has more chances and resource advantages based on modern enterprise system. However, right of control transfer in cross-border M&A is a complicated systematic project that is closely related to the environmental factors. Beginning with the theoretical background of cross-border M&A and its environment, the sixth chapter analyses the main characteristics of the newly global M&A tide and its efficiency motivation, then introduces improvement on cross-border M&A environment and the recent tendency in China, and finally explores index valuation system and analytical model of cross-border M&A environment.

Key words: Based on Efficiency Right of Control System
Model of Right of Control Arrangement
Transfer Pricing of Right of Control
Cross-border M&A Environment



目 录

序 言

龚浩成

1 导 论

- 1.1 研究目的及动因 (1)
- 1.2 相关理论难点及文献综述 (4)
- 1.3 研究重点与内容框架 (18)

2 基于效率目标的公司控制权内涵及本质分析

- 2.1 资源稀缺性与配置效率 (21)
- 2.2 生存法则:基于效率的公司特性 (22)
- 2.3 效率目标:公司运行调节的基本准则 (26)
- 2.4 公司资源与产权特征 (28)
- 2.5 公司资产“三权分离”及控制结构模型 (33)
- 2.6 公司控制权能分解及整合的本质涵义 (41)
- 2.7 本章小结 (46)

3 公司控制权的模式分类及选择研究

- 3.1 公司控制权模式构建的法律基础 (48)
- 3.2 公司控制权模式的基本组合 (53)
- 3.3 公司控制权模式的选择研究 (58)

3.4 本章小结	(70)
4 公司控制权运行的约束研究	
4.1 公司控制权运行的约束原则	(71)
4.2 公司控制权运行的约束因素	(74)
4.3 市场对公司控制权的约束机理	(79)
4.4 法规对控制权运行的制衡创新	(84)
4.5 本章小结	(93)
5 公司控制权让渡的定价研究	
5.1 公司控制权让渡的定价问题	(94)
5.2 公司控制权定价的价值依据	(100)
5.3 公司控制权让渡的定价方法	(105)
5.4 定价模型的应用分析	(110)
5.5 本章小结	(116)
6 公司控制权跨国并购与环境分析	
6.1 跨国并购及其环境的理论背景	(118)
6.2 新一轮跨国并购及其效率动因	(119)
6.3 新一轮跨国并购得益于环境改善	(128)
6.4 中国的公司并购环境	(132)
6.5 跨国并购与目标公司控制权运行环境分析	(137)
6.6 本章小结	(144)
7 全文总结与研究展望	
7.1 全文总结	(146)
7.2 研究展望	(149)
参考文献	(150)
附录 I 资源、股权与配置：	
上海上市公司股权融资实证研究	(162)

附录 2 全局影响、系统优化与综合管理 ——关于国有股流通的综合思考	(176)
后 记	(186)

Catalogue

Preface Gong Haochen (1)

1 Introduction

- 1.1 The purposes and drivers of research (1)
- 1.2 The pertinent difficulties in theory and the overview of relative theories (4)
- 1.3 The research emphasis and framework (18)

2 The meaning and essential analysis of right of control in the corporate structure based on efficiency target

- 2.1 The resource scarcity and the disposition efficiency(21)
- 2.2 The living rule : the basic features of company based on the efficiency target (22)
- 2.3 The efficiency target : the basic maxim of corporate operating regulation (26)
- 2.4 The main features of corporate resource convergence and property arrangement (28)
- 2.5 A Tri-power Separation of corporate property and Function Model of right of control system (33)

- 2.6 The essential meanings of the separation and integration of right and function of control system (41)
- 2.7 The summary of this chapter (46)

3 The classification of various right of control system models and selective research

- 3.1 The legal provisions for constructing models of right of control system (48)
- 3.2 The basic combinations of models of right of control system (53)
- 3.3 The selective research of models of right of control system (58)
- 3.4 Summary of this chapter (70)

4 Restrictive research of the function of right of control system

- 4.1 The restrictive rules of the function of right of control system in corporate structure (71)
- 4.2 The restraint factors of the function of right of control system in corporate structure (74)
- 4.3 The mechanism and principle in which market impact right of control system in corporate structure (79)
- 4.4 The innovation of laws to balance the operation of right of control system in corporate structure (84)
- 4.5 Summary of this chapter (93)

5 The pricing research of right of control system transfer

- 5.1 The transfer pricing of right of control system (94)

5.2 The value criterions to price right of control system transfer	(100)
5.3 The pricing methods of right of control system transfer	(105)
5.4 The applied analysis of pricing models	(110)
5.5 Summary of this chapter	(116)

6 The cross-border M&A of right of control system in corporate structure and environmental analysis

6.1 The theoretical background of cross-border M&A and environment	(118)
6.2 The newly M&A tide and efficiency motivations	(119)
6.3 The newly M&A makes its profit of the environmental improvement	(128)
6.4 The M&A environment of china company	(132)
6.5 The environmental analysis of cross-border M&A and the operation of right of control system in the object corporate structure	(137)
6.6 Summary of this chapter	(144)

7 The summary of this book and the prospect of research

7.1 The summary of this book	(146)
7.2 The prospect of research	(149)

Bibliography	(150)
Appendix 1	(162)
Appendix 2	(176)
Epilogue	(186)

1 导论

1.1 研究目的及动因

经济全球化意味着现代公司的资源配置机会和效率竞争的全球化，同时也意味着公司控制权的配置方式和运行规则必须与之相适应。公司仅凭其存量资源和低效率控制权安排去寻求生存和发展，将变得越来越困难，而通过控制权结构及其运作与配置经济资源的广度和效率相协调，则是公司得以持久性增长的关键。

基于效率目标，借鉴吸收产权经济学、管理学、法学和系统论等学科的相关理论成果，研究现代股份制公司控制权的内涵本质、模式选择、约束机制、定价依据以及跨国并购环境等问题，以提高和改善上市公司对全球性经济资源配置的能力，这个研究目的构成了本书的主题。

企业形态的创新进程使传统的企业控制权模式面临挑战。单个业主型企业的控制权模式适应不了多人合伙型企业的实际需求，而资本股份制公司的控制权模式也不是前两种形态企业控制权的简单加和。伴随市场经济的全球化 and 资源配置的社会化，企业作为世界各国经济活动中一种典型的组织形式，大多有一个由传统的单个业主资产支撑的小企业到规模化融集社会资产的大公司的演变过程，同时也大多有一个由单个业主直接控制模式向现代公司分权化控制模式的变革过程。

现代企业制度使股份制公司这一古老的经济组织形式得以

改造,并且成为资本市场上最富于活力的典型企业。股份制公司早在20世纪的头20年中已进入成熟期,到了第二次世界大战后则取得了惊人的发展。此外,在企业形态创新的前沿,又出现了由多个公司交叉持股或联合调节的新型公司集团,即所谓的企业联盟和控股集团。

就中国而言,通过股份制改造而进入证券市场的1300多家上市公司,虽然上市时间大多不到10年,但其控制权模式却是富有中国特色的一种新形态。股份制上市公司被称为中国现有企业存量中的“精英群体”或“佼佼者”,是现代企业制度的标本,具有榜样的作用。股份制上市公司所能配置经济资源的社会化程度,较之非上市公司或国有企业都要高得多。上市公司能够在较短的时间内,跨地区、跨国界、跨所有制进行大规模的社会资本的直接融集,是非上市公司或国有企业无法比拟的。问题在于,我国的股份制上市公司能否仅仅满足于“资产、财务、人员和主业”的“四分开”?是否还必须进一步开展公司不同经济主体在控制权方面“三分离”的深层次改革?这些企业制度创新前沿的问题,不仅提出了控制权运作层面的新内容,而且对公司控制权的理论研究也提出了新要求。

公司控制权制度效率的法规配套“形备而实不至”的问题需要深入关注。从实际看,公司控制权制度安排(institutional arrangement)的合法性,本身只是手段而不是目的,其最终目标还是要提升公司经济资源乃至社会资源的优化配置,提高资源配置效率。然而,无论是经济发达国家或发展中国家,公司中滥用控制权的丑闻层出不穷,诸如大股东侵占上市公司巨额资产、内部控制人虚构公司资产、虚编利润、借助关联交易转移公司财产或利润,以及掩盖公司真实信息和操纵资本市场证券价格等等,不一而足,其造成的严重后果当然是与资源配置的效率目标格格不入的。

综观历史和现实,虽然世界各国的法典传统渊源不同,如欧洲大陆法系秉承罗马法原则维护企业产权的整体性,英美法系则是依托其传统的“用益权”制度,更多地侧重于所有权权能的分解,而中国则曾经一度沿袭原苏联模式强调公有制及其所有

权的绝对权威。但就总体而言,几乎每个现代国家都有关于现代公司制度中控制权问题的法律规定,包括股份多数决原则、企业并购规则、要约收购制度、关联交易制度、会计审计规则、信息披露制度和公司治理体制等,问题在于在实际运作过程中,违法违规现象依然防不胜防。从某种意义上说,“道高一尺,魔高一丈”,上述丑恶行为是不可能单靠法规约束加以杜绝的,但这并不是目前法规配套不需要加以有针对性完善的理由。恰恰相反,公司控制权运作的实践,表明完全有必要和可能对与之相配套的法律法规进行建设性探讨,使公司控制权的运作更贴近其效率目标。

公司控制权让渡的交易价格和定价方法需要新的理论依托。公司并购(M&A)是一种复杂的控制权交易行为。兼并(merger)是指企业间相互吸收合并或新设合并,即其中一个企业吸收合并其他企业而续存,被吸收的企业取消法人资格;或者两个以上企业合并成一个新设立的企业,原有的被合并企业都各自取消法人地位。收购(acquisition)则是指无论收购方还是被收购方的企业法人地位都得以续存,但被收购方的实际控制权向收购方转移的经济行为。那么,公司控制权让渡定价的价值依据是什么?对定价方法进行选择的依据又是什么?显然,公司控制权让渡的交易对象并不直接是资产,像中国目前在大规模进行的国有控股权以目标企业的净资产为定价基础的做法是缺乏理论依据的,而西方发达国家以目标企业未来现金流量为参数的主流价值评估理论,对于未来现金流量有可能衰竭或不确定性极大的中国企业的现状来说,也是行不通的。鉴于上市公司作为并购目标的控制权交易日趋活跃,其中交易价格的合理定位不仅是交易成功的前提,而且对于促进公司资产重组和维护资本市场稳定有着重大影响。因此,对公司控制权的价值构成进行理论分析,探讨控制权让渡定价方法的选择问题,已成为公司控制权问题研究的重要课题。

全球跨国并购(cross-border M&A)的新浪潮推进了各国不同传统的公司控制权模式的碰撞和磨合。20世纪最后10年间,新崛起的世界第五次并购浪潮与前四次相比,无论是个案规模还