

屠巧平 著

公司控制权 市场研究

——从利益相关主体行为视角

The Study of
the Market
for Corporate
Control

本书主要研究中国上市公司控制权转移过程中,主要利益相关者(地方政府、中介机构、控股股东、小股东、管理者和债权人)的行为特征和主要影响因素;分析了利益相关者之间的利益关系及冲突;探求我国上市公司低效率控制权转移频频出现的根源;提出实现相关者利益平衡和提高控制权转移效率的政策路径。



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

屠

公司控制权 市场研究

——从利益相关主体行为视角

The Study of the Market
for Corporate
Control

· 本书主要研究中国上市公司控制权转移过程中,主要利益相关者(地方政府、中介机构、控股股东、小股东、管理者和债权人)的行为特征和主要影响因素;分析了利益相关者之间的利益关系及冲突;探求我国上市公司低效率控制权转移频频出现的根源;提出实现相关者利益平衡和提高控制权转移效率的政策路径。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目(CIP)数据

公司控制权市场研究:从利益相关主体行为视角/屠巧平著.
—北京:中国经济出版社,2007.10

ISBN 978-7-5017-7291-9

I. 公… II. 屠… 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(2007)第 147796 号

出版发行:中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址:www.economyph.com

责任编辑:余静宜(电话:010-68359421, E-mail:Jingyi_v@126.com)

责任印制:张江虹

封面设计:华子图文

经 销:各地新华书店

承 印:北京东光印刷厂

开 本:A5

印张:9.125 字数:231千字

版 次:2007年10月第1版

印次:2007年10月第1次印刷

书 号:ISBN 978-7-5017-7291-9/F·5859

定价:28.00元

版权所有 盗版必究

举报电话:68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话:12390

服务热线:68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

控制权转移市场属于公司治理外部机制的一种，控制权转移市场效率的高低直接影响到公司的治理结构，并最终影响公司的收益和中小股东的利益能否得到保障。在国外，有关公司控制权转移市场的研究非常成熟，已经建立起一套完整的理论体系；而在国内，学术界对控制权转移市场的研究主要集中在对西方控制权市场理论的介绍这一层面，专门对中国控制权转移市场的研究则非常少，相应的实证研究则更少。笔者试图从理论分析和实证研究两个方面，力争拿出有说服力的证据，揭开“中国控制权转移市场低绩效”之谜，从而为中国控制权转移市场的健康发展尽一份微薄之力。

我国上市公司控制权转移，是在我国证券市场特定制度和政策环境及其变迁下产生和发展起来的，对加快国有企业产权改革、促进产业结构调整和优化企业资源配置方面都发挥了一定的作用。与成绩相对应的是，我国上市公司控制权转移过程中，还存在着许多不规范问题：地方政府的过分干预，中介机构违规造假，控股股东侵害小股东的利益，目标公司管理层的抵抗等参与主体行为不规范或扭曲现象，严重侵害了小股东和公司债权人的利益，制约了我国控制权转移市场功能的发挥。因此，通过揭示利益主体不同的利益目标和行为动机，理清各利益主体之间的博弈结构，对规范利益相关主体行为，提高控制权转移效率，将具有重要的理论价值和现实意义。

本书是在笔者的博士论文《中国上市公司控制权转移利益相关主体行为研究》的基础上修改而成。本次修改中，在结构上作了一

点调整,在内容上作了增补和扩充。首先,对控制权转移过程中主要利益相关主体行为进行理论研究,研究在控制权转移过程中,政府的干预行为,中介机构的参与行为,控股股东的掠夺行为,中小股东被迫“搭便车”行为,控制权收益不可补偿情况下管理层的抵抗行为,财务陷入困境中的债权人行为,考察各利益相关者的行为动机、方式及由此产生的后果;其次,以中国上市公司控制权转移事件为样本,对控股股东、目标管理层及公司“内部人”的行为进行实证分析,以寻找影响中国上市公司控制权转移利益相关主体行为的关键因素;再者,用博弈论方法分析利益相关主体行为之间的相互作用和相互影响,以及由此产生的利益冲突;最后,提出规范各利益相关主体行为及提高控制权转移效率的政策路径。具体研究内容如下:

第1章,绪论。提出问题,确定研究目的和研究思路,总结国内外研究现状,预计研究创新点。

第2章,引例。引入中国上市公司控制权转移的三个典型案例,呈现控制权转移过程中利益相关主体的行为特征,提出以下章节要研究和回答的问题。

第3章,控制权市场及其相关理论回顾。回顾了控制权市场及其相关理论,对国外的公司控制权市场理论从主流和反主流两个角度进行了归纳,对控制权市场相关的理论进行了回顾,对国内在并购研究中涉及到的与公司控制权市场相关的成果进行了较全面的总结。

第4章,发达国家控制权市场概况。以美国和日本为例考察了发达国家控制权市场发展过程、模式和特征。

第5章,中国控制权市场的发展概况。从制度背景和法律环境出发归纳了中国控制权市场的制度供给,从而为寻找影响中国控制权市场绩效的影响因素奠定了基础;对中国控制权市场发展的历史和模式进行了分析,并与国外控制权市场发展状况进行了对比分析。

第6章,控制权转移利益相关主体行为的理论研究。上市公司控制权转移主要利益相关主体包括:政府和中介机构,目标公司控股股东及管理层,目标公司中小股东和债权人,收购公司控股股东和管理层及公司债权人等。本章研究控制权转移过程中政府的干预行为,中介机构的参与行为,控股股东的掠夺行为,中小股东“搭便车”行为,目标管理层的抵抗行为,财务陷入困境公司债权人的参与行为;考察各利益相关者的行为动机、原因及由此产生的后果;分析我国特殊的市场背景和法律环境下,上市公司控制权转移利益相关主体行为的原因。

第7章,控制权转移利益相关主体行为的实证研究。首先,对我国特殊的市场背景下,控股股东的掠夺行为进行实证分析。根据中国上市公司的股权结构特征,推导出控制权收益的计量公式,指出用控制权溢价高估了控制权收益。并以2000~2005年上半年发生控制权转移的上市公司为样本,进一步考察控股股东的控制权收益及影响因素,以揭示我国上市公司控股股东的行为特征。其次,对目标公司管理层行为进行实证分析。采用1998~2004年股权转让终止的公司为样本,以当年控制权转移成功的公司为配对样本,采用均值比较和Logistic回归的方法,研究股权转让终止公司的特征及管理层行为的影响因素,以揭示我国上市公司控制权转移目标管理层的行为特征。最后,对控制权转移中“内部人”内幕交易行为进行实证研究。分析了我国上市公司“内部人”从事内部交易的原因。采用事件研究法和更直观的指标检验法对内幕交易行为进行了实证检验,并与成熟市场国家的内幕交易状况进行比较,揭示了我国证券市场“内部人”内幕交易的严重程度。

第8章,利益相关主体之间的博弈分析。用博弈论的分析方法,分析控股股东与小股东的博弈,控股股东与控制权竞争者的博弈,目标公司管理者与收购者的博弈及收购公司控股股东与管理者的博弈。在控股股东与小股东的博弈中,考虑了小股东所处的法律

环境对参与者策略的影响。控股股东与控制权竞争者的博弈中,对于协商接管,均衡价格取决于双方的讨价还价能力。竞价接管中,由于控制权收益的存在,使低于目标公司价值的接管成为可能,小股东的利益在控制权转移中受损。目标公司管理者与收购者的博弈中,考虑了三种可能的均衡:分离均衡、混同均衡和部分混同均衡。一种是强收购者攻击,弱收购者被动等待,这是一个“分离均衡”,在分离均衡中,管理者必须抵抗,否则所有弱收购者将会选择攻击。在第二类均衡中,两类收购者都选择积极进攻,这是“混合均衡”,这类均衡包含两个子策略,一种是管理者总是合作,另一种是管理者在合作和抵抗之间随机选择。第三种均衡,强收购者进攻,弱投资者选择进攻或消极等待是无差别的,这意味着管理者必须随机选择行动。收购公司控股股东与管理者的博弈中,研究了合谋和非合谋状态下,控股股东、管理者和中小股东的均衡收益,提出了治理控股股东与管理者合谋的对策。

第9章,在研究结论基础上,提出规范利益相关者行为和推动有效控制权转移的政策路径。

本书的完成,首先感谢我的导师胡培教授,胡老师对论文的选题和写作提出了许多宝贵的意见和建议,各方面都给予了我很多的关心和帮助,在此谨向他表示衷心的感谢。同时感谢我的工作单位——河南大学工商管理学院的领导、同事和朋友们,感谢他们对我学业的支持、理解和帮助。最后,应当感谢我的家人。没有他们的关心和体谅,我的四年的学习和本书的完稿都是不可能的。

屠巧平

2007年8月3日

目 录

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景	1
1.2 基本概念界定	5
1.2.1 公司所有权	5
1.2.2 公司控制权	6
1.2.3 公司所有权与控制权	7
1.2.4 控股权与控制权	8
1.2.5 公司控制权市场	9
1.3 研究的目的和意义	10
1.3.1 研究目的	10
1.3.2 研究意义	11
1.4 国内外研究现状	13
1.4.1 关于控股股东行为的研究	13
1.4.2 关于小股东“搭便车”的研究	18
1.4.3 关于目标公司管理层抵抗的研究	20
1.4.4 关于财务困境公司债权人行为的研究	23

1.5 研究的思路及内容	24
1.5.1 研究思路	24
1.5.2 研究内容	25
1.6 研究的创新	28
1.6.1 结论的创新	28
1.6.2 理论的创新	29

第2章 引例

2.1 恒通集团掏空棱光实业	30
2.2 丽珠集团控制权之争管理层的悲哀与无奈	31
2.3 百文重组不容忽视债权人	33
2.3.1 概况	34
2.3.2 债权人参与下的相关者利益的调整	36
2.3.3 债权人参与重组的合理性分析	41
2.3.4 郑百文重组的启示	44

第3章 公司控制权市场及相关理论

3.1 公司控制权市场的主流理论	46
3.1.1 惩戒理论	46
3.1.2 协同效应论	48
3.1.3 X 低效率理论	49
3.1.4 自由现金流量假说	49
3.1.5 Williamson 的公司治理结构论	51
3.1.6 进化论	51
3.1.7 代理范例模型	52

3.2 公司控制权市场的反主流理论	53
3.2.1 代理问题与管理主义理论	53
3.2.2 过度自信假说	54
3.2.3 市场短视论	54
3.2.4 再分配理论	54
3.2.5 剥削利益相关者论	55
3.2.6 Matin 的剥削目标公司股东论	56
3.3 国内学者对公司控制权市场理论的研究	57
3.3.1 国有企业准兼并假说	57
3.3.2 产权障碍论	58
3.3.3 掠夺性接管论	58
3.3.4 壳资源利用论	58
3.3.5 体制因素下价值转移与再分配假说	59
3.3.6 投机性重组论	59
3.4 控制权市场相关理论	60
3.4.1 经济利益理论	60
3.4.2 企业的利益相关者理论	61

第4章 发达国家公司控制权市场概况

4.1 美国企业控制权市场的发展	71
4.2 日本控制权市场的发展	78
4.2.1 战后 30 年的并购活动	79
4.2.2 泡沫经济时期的企业并购活动	80
4.2.3 九十年代以后的并购活动	81

第5章 中国公司控制权市场的发展概况

5.1 中国公司控制权转移市场的制度背景	86
5.2 我国控制权市场的法律环境	94
5.2.1 《中华人民共和国公司法》	94
5.2.2 1999 年我国《证券法》颁布	95
5.2.3 2002 年《上市公司收购管理办法》正式出台	98
5.3 我国控制权市场发展的历史回顾	100
5.3.1 试点阶段(1990~1993)	100
5.3.2 初级阶段(1994~1997)	101
5.3.3 发展阶段(1998~1999)	102
5.3.4 现阶段	103
5.4 我国控制权市场的主要方式和特点	104
5.4.1 主要方式	104
5.4.2 我国公司收购的特点	105
5.5 控制权转移的标准方式:几种市场交换形式的介绍	107
5.5.1 企业并购	107
5.5.2 代理权争夺	109
5.5.3 托管运营	109
5.5.4 其他形式(无偿划拨、诉讼裁定等)	110
5.6 中国控制权转移的绩效	111
5.6.1 市场绩效的研究	111
5.6.2 财务绩效的研究	113
5.7 中西方企业并购的比较	116
5.7.1 并购所处的经济体制不同	116
5.7.2 并购发生所处的经济发展阶段不同	116

5.7.3 并购主体的企业存在明显差异	118
5.7.4 企业并购规模不同	120
5.7.5 企业联合的模式不同	121
5.7.6 股权交割的市场化程度不同	121
5.7.7 政府在并购中担当的角色不同	122
5.7.8 在企业并购中中介机构作用不同	122
5.7.9 市场体系完善程度不同	124
5.7.10 社会保障机制方面的差异	126
5.7.11 企业并购的历史文化背景不同	126
5.7.12 企业并购的国际经济条件不同	127

第6章 利益相关主体行为的理论分析

6.1 政府行为的理论分析	129
6.1.1 “诺斯悖论”与政府干预并购	129
6.1.2 政府利益及其对政府行为的影响	132
6.1.3 中国企业并购中的政府行为分析	138
6.2 中介机构参与企业并购的作用	148
6.2.1 高居不下的并购失败率及其原因分析	148
6.2.2 国外中介机构在企业并购中的作用	152
6.2.3 并购过程中中介机构的功能与作用	155
6.2.4 强化中介机构在国内企业并购中的作用	157
6.3 控股股东掠夺行为的理论分析	160
6.3.1 控制权转移中的控股股东动机	161
6.3.2 制度因素与控股股东掠夺行为	162
6.3.3 控股股东掠夺行为影响因素的进一步分析	164
6.3.4 控股股东掠夺行为的结果	167

6.3.5 中国上市公司控股股东掠夺行为的制度根源	169
6.4 小股东“搭便车”行为的理论分析	171
6.4.1 标购的定义	171
6.4.2 标购中小股东“搭便车”的原因和结果	172
6.4.3 “搭便车”问题的解决	174
6.4.4 中国上市公司中小股东的行为特征及原因分析	181
6.5 目标公司管理层抵抗行为的理论分析	182
6.5.1 目标公司管理层抵抗的原因分析	182
6.5.2 法律对目标管理层的行为限制	183
6.5.3 中国上市公司并购目标管理层抵抗的原因分析	184
6.6 财务困境公司债权人参与行为	186
6.6.1 债权人参与理论	186
6.6.2 债权人参与方式	186
6.6.3 中国上市公司债权人参与状况及原因分析	187

第7章 利益相关主体行为的实证研究

7.1 股权结构与控股股东掠夺行为	189
7.1.1 控制权收益的计量	189
7.1.2 样本及描述性统计	192
7.1.3 控制权收益的影响因素	197
7.1.4 研究结论	202
7.2 管理层激励与目标管理层行为的实证研究	203
7.2.1 研究假设	203
7.2.2 样本与变量	206
7.2.3 数据分析	208
7.2.4 研究结论	212

7.3 控制权转移“内部人”内幕交易行为	213
7.3.1 “内部人”内幕交易的原因	213
7.3.2 内幕交易行为的实证研究	214
7.3.3 实证结果	215
7.3.4 结论	219

第8章 利益相关主体之间的博弈分析

8.1 控股股东与小股东的博弈	220
8.1.1 控股股东与小股东策略与支付	220
8.1.2 博弈均衡	221
8.2 在职控制者与控制权竞争者博弈	223
8.2.1 模型	223
8.2.2 协商收购均衡	224
8.2.3 控股股东与小股东的利益冲突	225
8.2.4 参与者类型与均衡结果	225
8.2.5 竞价均衡	227
8.2.6 竞价后讨价还价	227
8.2.7 竞价前的串谋	229
8.2.8 结论	231
8.3 控股股东与管理者博弈	231
8.3.1 模型的基本假设	232
8.3.2 非合谋状态下控股股东与管理者的行为方式和 中小股东的收益水平	233
8.3.3 合谋状态下控股股东与管理者的行为方式和中 小股东的收益水平	234
8.3.4 结论	236

8.4 目标管理者与收购者博弈	236
8.4.1 模型	236
8.4.2 最优行动和信仰	240
8.4.3 均衡及分类	242
8.4.4 结论	244

第9章 规范利益相关主体行为的政策路径

9.1 规范地方政府行为是提高企业并购效率的根本保证	245
9.2 优化上市公司治理结构,规范控股股东行为	246
9.2.1 引入类别股东表决制度	246
9.2.2 强化董事会的独立性	247
9.2.3 优化股权结构	248
9.3 建立目标管理层控制权收益损失补偿机制	248
9.3.1 金降落伞计划简介	248
9.3.2 金降落伞计划在我国的应用	249
9.3.3 管理层收购的补偿问题	251
9.4 加强债权人对并购重组的参与程度	251
9.5 完善法制环境,加强对中小投资者的法律保护	252

第10章 总结与展望

10.1 主要研究结论	255
10.2 研究的局限性及进一步的工作	256
参考文献	258
致谢	275

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景

我国上市公司控制权转移,是在我国证券市场特定制度和政策环境及其变迁下产生和发展起来的。1994 年 3 月 11 日国有资产管理局发布了《股份试点企业国有股权管理的实施意见》,允许国有股可以转让给法人、自然人和外国投资者。第一个控制权转移事件发生在 1994 年,恒通集团受让了棱光实业 35.5% 的股份,取得了棱光实业的实际控制权。自 1997 年后我国上市公司控股股东变更日渐频繁,并且有逐年递增的趋势。根据上海证券交易所统计,1997 年发布资产重组公告的上市公司为 110 家,1998 年达到 422 家,1999 年为 437 家。王巍(2003)的统计显示,仅在 2002 年 1~11 月,我国上市公司并购交易金额已经达到 508.6 亿元。张新(2003)也认为:“中国实行并购重组的上市公司的市值、总资产和净资产占市场的比重从 1993 年起即呈上升趋势,特别是从 1999 年以来每年约有 1/3 左右的进行了并购重组。其中 1999 年和 2001 年实施并购重组的上市公司市值分别达到市场总值的 41.4% 和 32.1%”。但这样大规模且高频率的并购重组并没有阻止上市公司业绩整体下滑的趋势,据统计,2001 年业绩预警、预亏的约 260 家上市公司中,有大约 30 家近年实施过重大重组。二次乃至多次重组现象频繁发生,1998 年以前发生上市

公司控制权转移的 120 宗案例中，至 2002 年 6 月 30 日，已有 40 家上市公司经历了控股权的再次甚至三次转让。借重组之名、图二级市场之利的逐利本能造成了并购重组的虚假繁荣。根据东方高圣的研究，1996 年、1997 年、1998 年这 3 年，在沪、深两市年度涨幅前 10 名的股票中，八成与重组并购有关。80% 的被收购的上市公司的股价在公告前有明显的操纵现象。因重组成功而股价一飞冲天的 1997 年大牛股国嘉实业，中国股市首只股价突破 100 元大关的最“牛”的亿安科技，以倡导“学习的革命”红遍大江南北的商科利华，如今都走下了神坛，成为 ST 家族的成员。重组中大股东侵害小股东权益的现象不断发生，股权变更后优质资产被大股东掏空，不少公司还因替大股东担保而背上大量的或有债务。面对上述现象，不由得使人们对中国上市公司控制权转移效率产生怀疑，不少学者开始对发生控制权转移后的公司绩效进行研究。

国内学者对中国上市公司控制权转移绩效的研究主要集中在两个方面：一是讨论兼并收购对公司绩效所起的作用；二是讨论兼并收购对上市公司二级市场股价变动的影响。高愈湘(2004)对这两方面的研究进行了汇总。其中关于财务绩效的 27 项研究成果中，10 项研究证明国内企业并购提升了企业业绩，但 10 项成果中都是对并购后短期考察的结果；4 项研究表明并购后企业的绩效下降；另有 4 项研究没有明显的规律性结论。但是，值得注意的是，在国内对企业并购后的长期绩效考察的 8 项成果中，却均发现企业业绩在并购后呈明显的先升后降的趋势。关于并购的市场绩效的 14 项研究中，仅有 5 项研究表明目标方收益显著为正，有 2 项对控制权转移的研究则认为目标企业收益为负，甚至时间越长收益越差，同时多数研究认为控制权转让事件存在强烈的提前反应和公告日后的过度反应，从而表现出我国股票市场的不成熟。而关于并购方股东收益的 8 项研究中，股东收益显著为正与显著为负的比例大体上差不