

Shangshi Gongsi Kongzhiquan Shichang
Gongneng Yanjiu

上市公司 控制权市场功能研究

■ 祝红梅 王勇/著

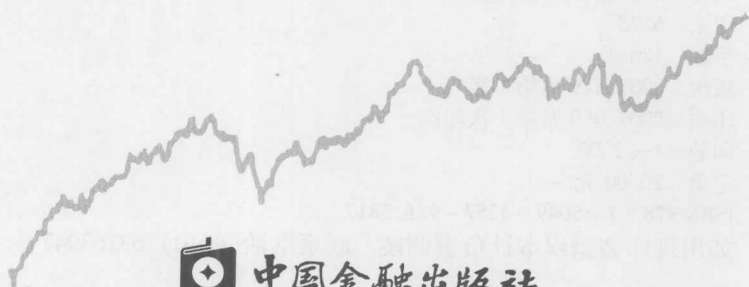


 中国金融出版社

上市公司 控制权市场功能研究

SHANGSHI GONGSI
KONGZHIQUAN SHICHANG
GONGNENG
YANJIU

■ 祝红梅 王 勇/著



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司控制权市场功能研究 (Shangshi Gongsi Kongzhiquan Shichang Gongneng Yanjiu) / 祝红梅, 王勇著. —北京: 中国金融出版社, 2007. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4257 - 9

I. 上… II. ①祝…②王… III. 上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 011869 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 6.75

字数 186 千

版次 2007 年 9 月第 1 版

印次 2007 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4257 - 9/F. 3817

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

公司的并购重组是股票市场进行资源配置的一个重要环节。在境内 A 股市场，从 1993 年第一起上市公司并购发生至今，我国的并购市场已经经历了十几年的发展历程。在此期间，有近千家上市公司发生过不同形式的并购重组活动。如果再加上非上市公司，则我国并购市场的规模已经很大。并购市场的交易包括股权转让、资产剥离、吸收合并、管理层收购等多种形式，其中涉及公司控制权变动的交易会在股权结构、发展方向、经营策略等方面给公司带来重大影响。因此，对公司控制权市场的研究历来是并购研究的核心领域。

近年来，关于公司控制权市场的研究很多。本书作者另辟蹊径，选取了“公司控制权市场的功能”这个新的视角，从理论和实证两方面进行系统研究，提出了自己独到的见解。

首先，作者定义了公司控制权市场的经济功能和公司治理功能，并对我国上市公司控制权市场的作用进行了实证研究。作者发现我国公司控制权市场具有特殊的经济功能，即上市公司控制权发生变更后通过资产置换、重组等方式改变上市公司主营业务，这种做法虽然可以明显改善上市公司业绩，但持续性较差。而公司控制权市场作为公司治理的外部机制的有效性在我国 A 股市场上难以得到有力的经验证据支持。由此，作者认为应更多地关注控制权市场的经济功能。

其次，针对中国上市公司股权集中度较高的特点，作者应用“控制权私有收益”研究框架分析了大股东追逐控制权私利的行为对控制权市场功能和效率的影响，提出完善公司治理结构要从中小投资者的保护开始。

最后，在对美、英两种监管模式进行比较研究的基础上，作者对我国上市公司控制权交易监管模式进行了分析和评价，并提出了改进方向。

祝红梅博士在清华大学经济管理学院攻读博士学位期间，我曾经协助她的导师做过一些指导工作。我一直很欣赏她勤勉的工作态度和细密的研究作风。我认为，本书的研究成果对我国并购市场的发展具有很好的政策参考意义，也有一定的学术价值，因此愿意将本书推荐给读者。而且，我也相信，随着法律法规的逐渐完善和健全，上市公司股权分置改革的结束，我国的并购市场将产生新的发展和变化，因此期待作者在这一领域不断有新的研究成果出现。

宋逢明

2007年7月

于北京清华园

目 录

绪 论	1
第 1 章 公司控制权市场概述	5
1.1 公司控制权	5
1.2 企业组织形态与控制权的演变	7
1.3 公司控制权市场	11
1.4 美国的公司控制权市场	16
第 2 章 公司控制权市场功能的理论分析	22
2.1 公司控制权交易的动机	22
2.2 公司控制权市场的功能	27
第 3 章 中国公司控制权市场的形成与发展	36
3.1 控制权的初始配置与演变	36
3.2 非上市公司控制权市场	39
3.3 上市公司控制权市场	43
第 4 章 实证研究样本的选取与统计特征	55
4.1 研究样本的选取标准	55
4.2 研究样本的统计特征	57
第 5 章 上市公司控制权市场的经济功能研究	60
5.1 股票市场、资源配置与公司控制权市场	60
5.2 公司控制权市场与过度生产能力退出	63

5.3	公司控制权市场、资产重组与资源配置	78
5.4	小结	83
附录 1	产业性并购案例分析: 太极集团并购重庆中药	84
附录 2	大股东变更与资产重组案例: 长春长铃重组	90
第 6 章	上市公司控制权市场公司治理功能研究	94
6.1	公司控制权市场与公司治理	94
6.2	作为外部治理机制的公司控制权市场	97
6.3	公司控制权市场、股权结构与公司业绩	114
6.4	小结	119
第 7 章	控制权私有收益与公司控制权市场功能	120
7.1	控制权私有收益的形成	120
7.2	中国上市公司控制权私有收益的表现形式	122
7.3	控制权私有收益对公司控制权市场功能的影响	138
7.4	控制权私有收益和投资者法律保护	139
附录	度量控制权私有收益的 BH 方法述评	145
第 8 章	公司控制权市场的效率与监管	149
8.1	公司控制权交易的效率成本	149
8.2	公司控制权交易的监管模式	151
8.3	两种监管模式的效率成本比较	153
8.4	中国上市公司控制权交易的监管	162
附录	中国香港要约收购制度及案例剖析	181
第 9 章	中国公司控制权市场的完善与发展	185
9.1	股权分置改革	185
9.2	《公司法》与《证券法》的修改	187
9.3	《上市公司收购管理办法》的修订	191

9.4 公司控制权市场的未来发展	194
参考文献	196
后记	206

绪 论

证券市场的基本功能是进行资源配置，其中的两个主要环节是 IPO 上市和并购重组。一个公司只有一次 IPO 上市，而上市后的并购重组却可能经常发生。公司上市后，迟早都会面临通过并购重组对股权结构和存量资产再次进行资源优化配置的需要。由此可见，并购市场的效率对证券市场有效配置资源这一根本职能的实现至关重要。因此，并购重组是证券市场一个永恒的热点。西方成熟市场已经经历了五次并购浪潮，其中最大的并购浪潮发生在 1992 ~ 2000 年。

1993 年 9 月 30 日，宝安收购延中实业（600601）拉开了中国上市公司收购的序幕。到 2006 年，国内上市公司并购市场已走过了 13 年的历程，其间累计有上千家上市公司披露过并购事件。从 2001 年开始，上市公司并购数量已经超过了新股发行的数量，每年上市公司并购披露数量大约是新股发行数量的 1.5 倍。在这些并购事件中，公司控制权转移因给上市公司股权结构、主营业务、资产结构带来变化而对上市公司产生了重要影响。从理论上讲，上市公司控制权市场的运作能够调整存量上市公司的资产结构、股权结构，完善外部治理机制、提高上市公司整体质量。在实践中，对我国上市公司控制权市场实际运作的效果如何，它对资源配置和公司治理发挥了什么作用，如何提高公司控制权市场的效率等问题，目前尚没有系统的研究。

在这种背景下，本书把“公司控制权市场的功能”作为主题，从理论和实证两方面进行系统研究。全书包括三部分共 9 章。

第一部分包括第 1 章和第 2 章，介绍公司控制权的概念和公司控制权市场的演进过程，从理论上对公司控制权市场的功能进行分

析和定义：在对理论文献梳理的基础上，将控制权转移在优化社会资源配置方面的作用定义为公司控制权市场的经济功能，将控制权转移活动在解决企业代理问题方面的作用定义为公司控制权市场的公司治理功能。

第二部分包括第3章至第6章，是对中国上市公司控制权市场的实证研究。第3章介绍中国公司控制权市场的形成和发展，重点介绍上市公司控制权市场的发展阶段、典型案例和该市场的特征。第4章说明实证研究样本的选取过程和样本的统计特征描述。第5章对我国上市公司控制权市场的经济功能进行实证研究。研究发现，中国上市公司的控制权转移行为与上市公司所属行业的发展状况不具有明显的相关性，以整合行业资源为目的的产业性并购很少，公司控制权市场在通过产业性并购避免过度产能造成的资源浪费、优化资源配置方面的功能不明显。中国股票市场盛行控制权发生变更后通过资产置换、重组等方式改变上市公司主营业务的做法，其目的是迅速改善上市公司的业绩指标。这也可以看做公司控制权市场帮助股票市场实现资源配置的一种方式。虽然资产重组和变更主业在短期内对上市公司业绩改善的作用明显，但持续性较差。第6章研究上市公司控制权市场的公司治理功能。研究结果表明，驱动中国上市公司控制权市场交易的基本动因是买壳上市，收购方对目标公司的选择标准更多地与买壳的成本有关。公司控制权市场对上市公司管理层和大股东的约束（惩戒）作用并不明显，难以作为一种有效的外部治理机制。

第三部分包括第7章和第8章。第7章针对中国上市公司股权集中度较高的特点，应用“控制权私有收益”研究框架分析大股东追逐控制权私利的行为对控制权市场功能和效率的影响。第8章在相同的理论框架下探讨对公司控制权交易的监管模式及其有效性。在对美、英两种监管模式进行比较研究的基础上，对我国上市公司控制权交易监管模式进行具体分析。

第四部分为第9章。第3章至第8章的分析和研究主要是针对

2005 年以前的市场情况，从 2005 年开始的股权分置改革和一些法律法规的修订使得公司控制权市场的运作环境发生了一些变化，第 9 章对这些变化及其对公司控制权市场的影响进行了讨论。

本书的主要结论和创新性观点包括以下内容。

(1) 中国上市公司并购活动中，以整合行业资源为目的的产业性并购很少，公司控制权市场在通过产业性并购避免过度产能造成的资源浪费、优化资源配置方面的功能不明显。中国上市公司控制权市场帮助股票市场实现资源配置的主流方式是控制权发生变更后通过资产置换、重组等方式改变上市公司主营业务，其目的是迅速改善上市公司的业绩指标。研究表明，资产重组和变更主业对上市公司业绩改善的作用明显，但持续性较差。通过这种“亏损——重组（置换资产）——再亏损——再重组”的重组模式，越来越多的不良资产剥离到上市公司之外无人问津，造成资源的极大浪费。

(2) 委托—代理理论的繁荣使得将公司控制权市场作为一种外部治理机制的新古典公司控制权市场理论深入人心，目前各方面对公司控制权市场的研究和认识基本上是从公司治理角度出发的。本书的研究表明，新古典公司控制权市场理论将该市场作为一种有效的外部治理机制，该观点的成立在理论上面临着各种挑战，在实证上，大量基于成熟市场的实证研究也没有为其提供有力的经验证据支持。中国上市公司和股票市场的特点使得中国上市公司控制权市场的运作完全不同于成熟市场，更加难以有效发挥公司治理功能。在这种情况下，应更多地关注控制权市场的经济功能，特别是在国民经济产业结构升级和调整的背景下，关注公司控制权市场在退出过度生产能力、整合产业资源、减少资源浪费、提高资源使用效率方面的作用。

(3) 关于大股东滥用股权问题。近年来频繁发生的上市公司被大股东掏空的案例使得大股东滥用股权问题备受关注。对控制权私有收益的追逐和滥用股权是集中的公司所有权结构下普遍存在的

问题,因此,现代的公司控制权市场理论更加关注控制权交易过程中对小股东利益的保护,认为对投资者保护程度的差异是决定公司治理结构和效率的关键因素,完善公司治理结构要从中小投资者的保护开始。这对于目前在中小投资者保护方面做得不够的中国股票市场很有启发意义。

(4) 关于国有股权法人化问题。理论界有一种倾向性的观点:国有股权的集中对企业价值产生负面影响,将国有股法人多元化有助于改善公司治理和经营业绩。本书的研究表明,通过公司控制权市场的运作,相当一部分上市公司的国有股东将第一大股东的位置让位于法人股东,然而,并购后由法人控股的上市公司业绩表现并不像预期的那样优于国有控股的公司,而是比国有控股的公司表现更差。这表明,在控股股东的经营目的、管理行为没有太大差别的情况下,简单地将国有股法人化并不能有效地改善公司治理和经营业绩,还需要通过体制、环境因素的改变去影响、引导控股股东的价值取向和行为方式。

需要特别指出的是,上述结论适用于 2005 年之前的上市公司控制权市场。2005 年为我国证券市场和公司控制权市场发展的转折点,其间发生了很多制度和法制变革,这些变革对证券市场和公司控制权市场的实际影响尚待进一步观察。

书中的观点属于笔者在研究和探索过程中的一些见解,由于水平有限,难免存在不妥之处,期待着广大读者和专家的批评、指正,以便进一步完善。

第1章 公司控制权市场概述

1.1 公司控制权

“公司控制权”是一个广泛应用而又没有明确界定的概念。

理论上,公司控制权有以下几种定义:

(1) Berle 和 Means (1932) 在其名著《现代公司和私有产权》(*The Modern Corporation and Private Property*) 中从实用主义的角度出发,将控制权定义为:“无论是通过行使法定权利还是施加压力,实际上有权选择董事会成员或其多数成员”^①。

(2) Michael Jensen (1992) 在其为《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》所撰写的“公司控制权市场”词条中将公司控制权定义为“对高层经理人员的聘用、开除和确定高层经理工资的权力”^②。

(3) 不完全契约理论中的“剩余控制权”。不完全契约理论从契约的不完备性出发,认为由于信息不完全和有限理性的原因,所有的契约都有遗漏和疏忽之处,从而都是不完备的,必然产生剩余权益,对剩余权益的控制权力即剩余控制权。

实践中,控制权和公司的经营决策和管理权联系在一起。如美国的《联邦证券法》规定,控制是指直接或间接对一个公司的经营管理或方针政策或者对一个自然人的活动行使控制性影响的权

① Berle, A. A and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition, Harcourt, Brace and World, Inc., New York, 1967.

② 《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》(中译本)第二卷,经济科学出版社,2000年版,第636页。

力。不管是通过投票权，还是通过一个或多个中间人，或者通过合同或其他方式^①。我国《〈企业会计准则——关联方关系及其交易的披露〉指南》规定，控制是“有权决定一个企业的财务和经营政策，并能据以从该企业的经营活动中获取利益”。

在证券市场上，对公司控制权的判断常以投票权作为衡量标准。例如，《香港公司收购及合并守则》对控制权的界定如下：“除文意另有所指，控制权须当做持有或合共持有公司 35% 或以上的投票权，不论该（等）持有量是否构成实际控制权。”^② 英国《伦敦城市守则》对控制权的界定是：持有或合共持有公司 30% 或以上投票权的股份，不论该（等）持有量是否构成实际控制权。

我国 2002 年 12 月 1 日实施的《上市公司收购管理办法》采用实际控制权的概念。该办法第六十一条规定：“收购人有下列情形之一的，构成对一个上市公司的实际控制：

（一）在一个上市公司股东名册中持股数量最多的；但是有相反证据的除外；

（二）能够行使、控制一个上市公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东的；

（三）持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过百分之三十的；但是有相反证据的除外；

（四）通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以上成员当选的；

（五）中国证监会认定的其他情形。”

殷召良（2001）在《公司控制权法律问题研究》中将公司控制权定义为：“对公司的所有可供支配和利用的资源的控制和管理

^① Federal Securities Code, 202 (29)。转引自殷召良：《公司控制权法律问题研究》，法律出版社，2001 年版，第 4 页。

^② 《香港公司收购及合并守则》（1986 年颁布）定义部分第 6 条。

的权力”^①。他把控制的内容总结为：“指对一个公司的经营管理或方针政策具有决定性的影响力，这种影响力可以决定一个公司的董事会的选任，决定公司的财务和经营管理活动，甚至使该公司成为某种特定目的的工具”^②。笔者认为，这个定义基本表明了公司控制权的实质。

1.2 企业组织形态与控制权的演变

个人独资企业、合伙企业和公司企业是西方国家企业的三种法律形式。从历史的角度来看，最初产生的是个人独资企业（或者叫做业主制企业），其后出现了合伙制企业，最后是公司制企业，而公司制企业又分为有限责任公司和股份有限公司两种。企业形态的这种演变，其核心在于控制权的演变。

业主制企业，业主既是企业的所有者，又是企业的经营者，所有权和控制权高度统一。企业通过契约与其客户、雇员等建立法律关系，业主对此以自己的全部财产承担无限责任。合伙制企业是业主制企业扩张的结果。若干个业主通过契约形式组建合伙企业，成为合伙人。这样，企业做出各种决策之前就需要内部各合伙人的谈判和协调，这种协调和谈判的成本有时候会非常高，使得合伙所带来的相对于业主制企业的规模经济优势荡然无存。因此，有必要将企业的控制权集中到某一部分合伙人手中，从而减少协调和谈判成本。这个过程被 Demsetz (1967) 称为“第一次法律修正”^③，其结果是控制权从全部合伙人转移到了部分合伙人手中，好处是企业在降低协调和谈判成本的基础上获得了规模经济的利益。同时，这种

① 殷召良：《公司控制权法律问题研究》，法律出版社，2001年版，第5页。

② 同①，第6页。

③ Demsetz Harold, “Toward a Theory of Property Right”, *American Economic Review*, 1967, (57), 61-70.

修正也给企业带来了新的问题,即代理成本和管理外部性的出现。由于法律要求各合伙人对合伙企业的债务承担无限连带责任,这对于合伙人来说就产生了管理的外部性,从而影响了企业的扩张。于是,有限责任出现,这就是“第二次法律修正”。正如 Demsetz 所说,权力集中的管理者经营和有限责任的结合,使扩张后的企业再次回到最低的经营成本上运行。有限责任的出现使得企业形态演变为公司制企业,当股东不满意管理者的决策,而又无法改变时,他唯有退出企业。虽然法律不禁止有限责任公司股东的退出,但是有较多的限制,因此就产生了“第三次法律修正”,即股份的自由转让。其结果是产生了股份有限公司,也同时带来了资本市场的兴旺。

设立公司需要依照法律建立各种内部机构。各国公司立法都采取了类似“三权分立”的原则,要求建立相互制约的权力机构。其中股东大会是最高权力机构,它享有部分重大事务的决策权,以及选举和罢免董事的权力。董事会拥有大部分事务的决策权,同时董事会聘用经理进行日常的经营管理。大陆法系和英美法系在监督机构的设置上不太一样,前者在董事会之外设置监事会,而后者则通过主要由独立董事构成的审计委员会来行使监督权。

由此可见,法律通过对公司权力机关的设立,对公司控制权进行了一次初始配置。Fama 和 Jensen 将企业的决策分为“决策管理”和“决策控制”^①。“决策管理”包括最初决策方案提议和决策方案被批准后的执行决策,而“决策控制”则包括决策方案的审批和对决策方案执行的监督。按照这种划分,经理所得到的特定控制权就是“决策管理权”,而董事会所具有的剩余控制权就是“决策控制权”。

由于股权结构的不同,各国公司内部治理的实践中出现了对控

^① Fama, Eugene and Michael Jensen, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 1983, 301 - 325.

制权初始配置的偏离,主要表现为三种模式。

1. 英美模式——股权高度分散

英美模式主要出现在英美法系的美国和英国等国家,这种模式的主要特点在于股权高度分散,拥有发达的资本市场,股权流动性大。在英美模式下,公司股东由于所占股份较小,对公司的经营管理影响有限,因此他们关注得更多的是企业股票价格的涨落,而非公司的经营管理。从这种意义上说,企业的内部治理并不重要,公司控制在管理者手中。但是,由于有效率的资本市场和经理人市场可以迅速发现并取代不称职的经理,公司事实上还是控制在股东手中。正如美国沃顿商学院教授麦克·尤西姆所说,美国的企业制度已从经理人员事实上控制的“经理人资本主义”转变为投资人对经理人实行有效制约的“投资人资本主义”。

2. 大陆模式——股权相对集中稳定

大陆模式主要出现在大陆法系的德国和日本等国家,其股权集中程度介于英美模式和家族模式之间。大陆模式不同于英美模式的两个特点在于,一是商业银行与工业企业的交叉持股,二是董事会不行使监管性职能,由专门的监事会来监督管理层的行为。因此,大陆模式的治理结构倾向于内部各权力机关的相互制衡,公司事实上是控制在作为大股东的企业或者银行手中。

3. 家族模式——股权高度集中

家族模式主要出现在东亚地区,其突出特点就是家族控股。例如,韩国家族控制的企业占到了全部企业数量的48%,中国台湾是61.6%,马来西亚是67.2%^①。在这些家族控股的企业里,家族成员不仅仅是作为控股股东,而且广泛地参与企业的经营管理。因此,股东与经理层利益趋同,形成双重激励与约束机制。此外,由于家族的血缘和姻亲关系,家族模式的企业比其他企业更具有稳定性。

表1.1至表1.3是各国公司所有权集中度和上市公司控制权的

^① 李向军:《公司治理的模式及借鉴》,载《中央财经大学学报》,2002(1)。