

# GONGSI

## ZHENG TI

## SHANGSHI

LILUN YU SHIZHENG YANJIU

# 公司整体上市

——理论与实证研究

- 什么是整体上市? ●
- 为什么要整体上市? ●
- 整体上市的绩效如何? ●
- 如何整体上市? ●

赵宇华 著

GONGSI ZHENG TI SHANGSHI

LILUN YU SHIZHENG YANJIU



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

# GONGSI ZHENGTI SHANGSHI LILUN YU SHIZHENG YANJIU

本书由北京第二外国语学院科研基金资助出版

## 公司 整体 上市 ——理论与实证研究

赵宇华 著

GONGSI ZHENGTI SHANGSHI  
LILUN YU SHIZHENG YANJIU



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目 (CIP) 数据**

公司整体上市——理论与实证研究/赵宇华著.  
—北京: 经济管理出版社, 2007. 6  
ISBN 978 - 7 - 80207 - 973 - 1

I. 公... II. 赵... III. 上市公司—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 074642 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 陆雅丽

责任编辑: 陆雅丽

技术编辑: 杨玲

责任校对: 超凡

720mm × 1000mm/16

17.5 印张 261 千字

2008 年 1 月第 1 版

2008 年 1 月第 1 次印刷

定价: 38.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 80207 - 973 - 1/F · 845

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

## 摘 要

中国上市公司控股股东行为不规范问题已成为顽疾。遵循现代企业的理论逻辑,从股权结构入手寻找问题根源是关注的焦点。中国上市公司的股权结构具有“一股独大”、国有股比例过高、股权分置以及控股股东主要为工商业公司(或说子公司上市)四个特点,围绕前三个特点,学者们已展开了大量研究,政策界也已出台了明确的改革方案。但第四个特点却鲜受关注,这一方面可能是由于中国官方的股东分类标准未明示这一特点,另一方面则可能是由于学者对公司治理的研究起源于美国并受美国研究范式的影响,而美国的公司是以单一制(free-standing company)为特征的。母子公司关系的基本特征以及中国股权分置改革的实践揭示了,在上市公司普遍由其母公司控制的情况下,单纯针对前三个股权结构特点的改革将难以达到预定的效果。政策界从2003年起陆续推出了TCL集团吸收合并上市子公司以及数起上市子公司反向收购母公司资产等具有试点性质的改革方案,然而与前三个股权结构改革方案基本受到理论界和实践界的共识不同,变革子公司上市制度安排,实现母公司上市(也就是“整体上市”,下同)目前还存在着颇多争议。因此,围绕“子公司上市”现象展开研究,构建分析这一制度安排效率的理论框架,并对变革案例展开实证分析,具有重要的理论价值和现实意义。

鉴于母子公司关系的研究是分析子公司上市与母公司(或单一制公司)上市制度安排重要区别的逻辑主线,本书以母子公司关系为视角展开研究,具体包括以下三部分:

第一部分是“子公司上市”制度安排效率的研究,旨在从理论到实证,由国际比较到国内实践,综合性地构建一个分析子公司上市是中国股票市场又一制度缺陷的研究框架。在理论上,分别从法律、经济学和管理学三个角度对

母子公司关系的基本特征进行综合分析, 实证则从两个角度展开, 一是国际上公司上市制度安排的历史变革和发展趋势, 二是中国子公司上市制度安排是否低效的实证研究。

第二部分是借鉴制度变迁理论分析中国能否变革子公司上市的制度安排, 实现母公司上市。主要从两方面展开, 一是从制度需求方面, 分析各利益主体的制度变迁成本和收益, 以探求是否存在制度变迁的潜在收益; 二是从制度供给方面, 分析制约中国形成“母公司上市”制度安排的条件是否发生了变化, 仍存在制度供给不足的情形。

第三部分是对上市母子公司制度变迁展开实证研究。实证研究结果显示, 上市母子公司制度变迁在中国上市公司历年资产重组中占据重要地位, 且呈现增长趋势; 对初级行动团体基本特征的分析发现, 处于制造业等技术经济联系紧密的产业、业绩优良公司是诱致性制度变迁的主体, 说明上市公司实际控制人更多的是出于变革低效率的组织安排进行内部资产重组, 而非“支持性”动机; 兑现股权激励假说虽然由于政策影响未得到大样本的统计检验, 但几起典型案例的分析显示其具有积极作用; 对两大石化股份公司制度变迁的案例析表明, 股权分置改革提高了上市公司实际控制人维持子公司上市制度安排的成本, 对推动上市母子公司制度变迁有积极的影响。

与此同时, 我们还发现初级行动团体主要采取渐进式变革, “子公司反向收购”是上市母子公司制度变迁的主体模式。母公司股份制改制的困难是难以实现激进式上市母子公司制度变迁的重要限制因素, 地方政府的政策支持对上市母子公司制度变迁有推动作用; 融资渠道的狭窄对制度变迁起到了阻碍作用, 股权支付方式尤其是定向增发资格的获得对上市母子公司制度变迁有积极的影响。对上市母子公司制度变迁方案的剖析表明, 为取得中小股东对制度变迁方案的支持, 初级行动团体在定价上均显示出一定的“让利”信号, 是上市母子公司制度变迁成功实施的重要保障。

虽然部分案例制度变迁时限短, 暂难以评价制度变迁绩效, 但2003年的47起样本制度变迁绩效实证研究显示: 从主营业务收入规模来看, “整体上市”后公司绩效改善明显, 以主营业务利润率和净资产收益率为代表的财务

指标则显示,盈利能力呈下降趋势,规模和盈利能力指标的反向变化可用“掏空”说来解释,表明“整体上市”可能是一场更隐蔽的向母公司“输血”,掏空上市公司的运动,也有可能是并购整合效应尚未在短期内发挥造成的。对样本公司按照 ROE (净资产收益率) 的差异进行的一元方差分析表明,绩效越差 ( $ROE < 6\%$ ) 的公司制度变迁绩效越可能呈下降趋势,而绩优公司 ( $ROE > 10\%$ ) 制度变迁绩效越可能为正向效应,这为政府监管“整体上市”运动中的“掏空”动机提供了指导。

最后,在理论分析和实证研究基础上,从以下四个方面提出了政策建议:一是加快母公司改制改组进程,解决国有出资人缺位问题,创造有利于实现上市母子公司制度彻底变迁的外部条件和政策环境;二是设计制度安排,改变制度变迁主体的激励约束条件,提高其实现上市母子公司制度变迁的积极性;三是改革创新上市公司再融资制度安排,解决上市母子公司制度变迁的融资“瓶颈”约束;四是完善上市母子公司制度变迁中对小股东利益保护安排措施,克服上市母子公司制度变迁的信息不对称问题。

# 目 录

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 1 导论 .....                     | 1   |
| 1.1 问题的提出和研究意义 .....           | 1   |
| 1.2 国内外研究文献综述 .....            | 9   |
| 1.3 研究概念界定 .....               | 43  |
| 1.4 研究目标与主要内容 .....            | 48  |
| 1.5 研究创新要点与难点 .....            | 49  |
| 1.6 研究方法 .....                 | 51  |
| 1.7 研究思路与逻辑框架 .....            | 52  |
| 2 母子公司关系的研究 .....              | 53  |
| 2.1 法人、人格和公司 .....             | 53  |
| 2.2 金融机构类法人股东与公司独立人格 .....     | 57  |
| 2.3 母子公司体制与公司的独立人格 .....       | 61  |
| 2.4 母子公司体制的代理和治理机制问题 .....     | 73  |
| 2.5 子公司上市问题变革措施的国际比较 .....     | 79  |
| 2.6 结论与启示 .....                | 84  |
| 3 中国子公司上市制度安排研究 .....          | 86  |
| 3.1 中国子公司上市制度安排的基本特征 .....     | 86  |
| 3.2 母子公司基本特征和子公司上市动机假说验证 ..... | 89  |
| 3.3 中国子公司上市安排的制度分析 .....       | 102 |
| 3.4 外部治理机制的失效 .....            | 116 |

|     |                                            |     |
|-----|--------------------------------------------|-----|
| 3.5 | 子公司上市影响的实证研究 .....                         | 121 |
| 3.6 | 结论 .....                                   | 133 |
| 4   | 上市母子公司制度变迁的供求分析 .....                      | 135 |
| 4.1 | 制度变迁理论 .....                               | 135 |
| 4.2 | 上市母子公司制度变迁的需求分析 .....                      | 145 |
| 4.3 | 上市母子公司制度变迁的供给分析 .....                      | 152 |
| 4.4 | 结论 .....                                   | 164 |
| 5   | 上市母子公司制度变迁的实证研究 .....                      | 166 |
| 5.1 | 研究设计 .....                                 | 167 |
| 5.2 | 上市母子公司制度变迁基本特征的实证研究 .....                  | 173 |
| 5.3 | 激进式制度变迁方案实证研究——TCL 集团吸收合并模式 .....          | 184 |
| 5.4 | 第一种渐进式制度变迁方案实证研究——以子公司为核心<br>反向收购的模式 ..... | 192 |
| 5.5 | 第二种渐进式制度变迁的实证研究——以母公司为核心的<br>多种重组模式 .....  | 210 |
| 5.6 | 结论 .....                                   | 235 |
| 6   | 结论与政策建议 .....                              | 238 |
| 6.1 | 加快母公司改制,完善国有资产出资人制度建设 .....                | 238 |
| 6.2 | 改变制度变迁主体激励约束制度安排 .....                     | 241 |
| 6.3 | 积极创造融资条件,鼓励上市母子公司制度变迁 .....                | 248 |
| 6.4 | 强化对中小股东利益保护 .....                          | 254 |
|     | 参考文献 .....                                 | 259 |
|     | 致 谢 .....                                  | 271 |



# 1 导 论

## 1.1 问题的提出和研究意义

越来越多的研究显示，资本市场的发展对一国经济增长有重要意义。作为国民经济的“晴雨表”，资本市场与一国 GDP 的增长趋势密切相关，然而近十几年来，虽然中国 GDP 在高速增长，资本市场的发展却并不同步，具体见图1-1。

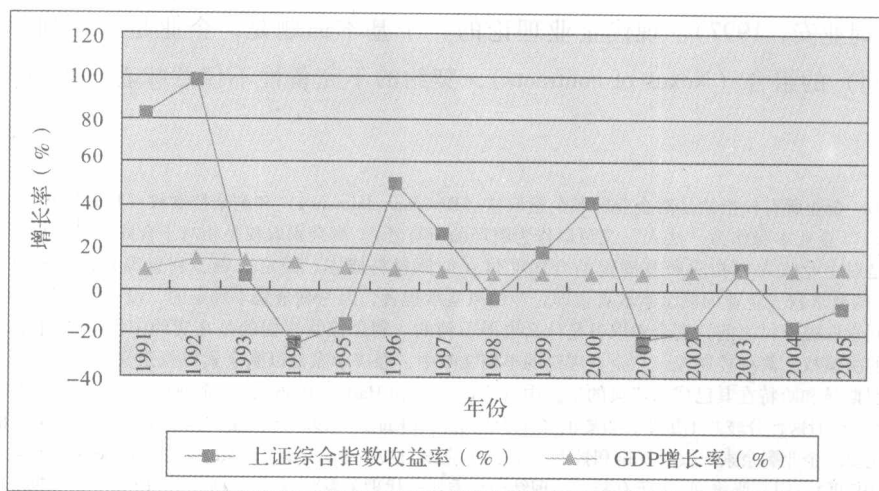


图1-1 GDP 增长率与股市增长率的关系 (1991~2005)

资料来源：根据天相上市公司数据库整理。

自 1990 年和 1991 年,中国先后在上海和深圳建立证券交易所以来,上市公司虽然规模发展迅速,数量已达 1380 家,但控股股东频繁利用关联交易(不分红的股利政策、高价增发配股、低成本造假、“庄家操纵市场”)等手段恶意侵占上市公司利益(孙永祥,1999;唐宗明、蒋位,2002),ST 猴王、莲花味精、ST 江纸因为超过其净资产的巨额资金被大股东占用而陷入困境,ST 轻骑、ST 幸福、ST 托普、ST 屯河因为替大股东担保承担连带赔偿责任,倾尽其财而资不抵债,各种恶性案件频发,极大地打击了投资者的信心,导致中小股东投资意愿淡薄;自 2001 年股指连续下挫后,股市长期低迷,交易规模日渐萎缩,资本市场的健康发展受到严重阻碍。造成控股股东行为不规范,侵害上市公司和中小股东利益的原因是什么呢?

自 Shleifer and Vishney (1997) 开创性的研究之后,控股股东对中小股东的代理问题成了继管理层与股东代理问题之后公司治理研究的新热点。如何限制控股股东牟取控制权的私人收益呢?目前的研究主要是从完善公司治理的角度展开的。公司治理是一个广泛的概念,学者们从不同的角度对其进行定义,但从根本上可将其视为一个关于所有权<sup>①</sup>安排的契约<sup>②</sup>(张维迎,1996;杨瑞龙、周业安,1997)。现代企业理论的一个基本命题是,企业是一系列契约(合同)的组合(Nexus of contracts),契约的不完备性不仅意味着“所有权”

---

① 企业所有权指的是对企业的剩余索取权(Residual claimancy)和剩余控制权(Residual rights of control)(企业本身作为“法人”又可以作为财产的所有者)。剩余索取权是相对于合同收益权而言的,指的是对企业收入在扣除所有固定的合同支付(如原材料成本、固定工资、利息等)的余额(“利润”)的要求权。企业的剩余索取者也即企业的风险承担者,因为剩余是不确定的、没有保证的,在固定合同索取被支付之前,剩余索取者是什么也得不到的。剩余控制权指的是在契约中没有特别规定的活动的决策权,简称控制权。在企业理论的早期文献中,经济学家是以剩余索取权定义企业所有权的,但格罗斯曼和哈特在其已成为经典的论文中(Grossman 和 Hart, 1986),将企业所有权定义为“剩余控制权”。但这种分歧并不重要,重要的是至少从奈特(Knight, 1921)开始,经济学家就认识到,效率最大化要求企业剩余索取权的安排和控制权的安排应该对应(matching)(Milgrom 和 Roberts, 1994, 第 191~193 页)。引自张维迎:《所有制、治理结构与委托—代理关系》,《经济研究》,1996 年第 9 期。

② 公司治理(Corporate governance)狭隘地讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排,广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排,这些安排决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样一些问题(Blair, 1995)。

问题的存在,而且意味着谁拥有所有权是重要的(格罗斯曼和哈特,1986;阿根廷和博尔滕,1992;杨小凯和黄有光,1995;张维迎,1995等)。因此,尽管公司治理包括董事会结构、股权结构等内部治理机制和接管市场、法律制度安排等外部治理机制(Diane K. Denis, 2003),不同的公司治理机制相互补充(郑志刚,2004)对提高公司治理水平均有着重要的意义,但从现代企业理论的逻辑出发,股权结构<sup>①</sup>仍成为公司治理研究的焦点<sup>②</sup>。

对控股股东牟取控制权私人收益原因的剖析和规范同样遵循上述研究逻辑,虽然学者们从董事会的构成、中国对中小股东权益保护的有关法律法规,以及并购市场的发展等方面进行了深入的研究(段亚林,2001),并借鉴发达国家的相关经验,提出了一系列措施,如独立董事制度、累计投票制度、关联股东、关联董事回避制度、股东派生诉讼制度,但是中国特有的文化、历史和法律等制度环境背景以及这些制度的内在缺陷决定了上述舶来的制度安排在中国发挥作用有限,而且中国上市公司股权结构的基本特征也对上述机制的发挥产生了负面影响,如股权集中情况下对并购市场发挥作用的影响<sup>③</sup>。因此,从股权结构入手寻找规范控股股东行为的根本原因成为学者们关注的焦点。

① 股权结构与企业的所有权结构是不同的概念。张维迎(1996)认为,虽然传统上讲,股东是公司的所有者,但自20世纪80年代以来,研究企业理论的经济学家越来越认识到企业所有权是状态依存的,股东不过是“正常状态”下的所有者,尽管这个正常状态占了90%以上。此外,实际中还存在一“股”(Share)多“票”(Vote)(甚至无票),允许给予债权人(Bondholders)投票权,企业可以自由选择投票权是否可以累积,有投票权的人可以自己投票也可以委托他人投票(Proxy)等多种情况,因此股权结构与企业所有权结构是不同的。但在一般意义上二者是一致的,即当股东是剩余索取者,拥有“每股一票”的投票权,通过投票选择“董事会”,再由后者选择经理;经理的收入一般由合同薪水加奖金、利润分成和股票期权组成(因而经理既是合同收入索取者,又是剩余收入索取者),拥有对企业日常运行的决策权;债权人拿取合同收入(利息),一般没有投票权;工人拿取固定工资,一般没有投票权。因此尽管股权结构和所有权结构是两个不同的概念,但在绝大多数情况下,将二者等同,并不影响对问题的分析。

② 1998年11月,在亚太经合组织国家有关官员和学者召开的公司治理的会议上,首次明确提出股权结构是治理安排的关键决定性因素这一观点。

③ Shleifer and Vishny (1986)认为,取得大股东地位是收购方收购成功的必要条件。Stulz (1988)认为,经理所持的股份比例越多,则收购方标价收购该公司获得成功的可能性越小,而且在收购成功的情况下,收购者需要额外支付的金额就越大,表明了控股股东对收购兼并的抵制心态。现实中,在股权分散情况下,收购兼并是一种重要的治理机制,但在股权集中度高的国家如日本、德国并购市场却并不活跃,与上述理论一致。

中国上市公司股权结构有哪些特点,其对公司价值和控股股东行为又有哪些影响呢?根据中国证监会对上市公司股东主体的分类标准,中国上市公司股权结构有三个鲜明特点:①股权过度集中。从1996~2001年,第一大股东持股比例平均在40%以上,显示上市公司处于第一大股东的控制状态<sup>①</sup>。②非流通股比例过大。1992~2000年,非流通股比例最高达72.17%,最低为64.27%,平均水平为66.47%,占总股本的2/3左右,一直处于主导地位。③国有股比例过大。1992~2000年,国家股平均水平为38.75%,法人股平均水平为25.67%,虽然没有具体的资料说明法人股股东的产权性质,但就经验观察和一些不规则的统计分析,法人股股东中国有产权占控制地位的比例较高,因此,国有股(国家股和国有法人股)处于绝对控股地位<sup>②</sup>。然而中国目前官方对股东主体的统计分类标准<sup>③</sup>是用来帮助管制股票交易的,而非真正的对投资者的分类(Tian, 2001),其既没弄清楚法人股本身的所有制属性,也没弄清楚国家股到底是由政府直接控制,还是由公司制法人实体来控制。按照国际上通行的投资者(个人/家族、非金融公司、政府、金融机构、其他)分类标准对中国上市公司的股权结构进行新的分类(刘苟佳, 2003),可以得到下表1-1所示的股权结构。

① 资料来源: <http://www.chinaef.com>。

② 资料来源:中国证监会网站。

③ 按官方统计标准,我国上市公司的股份可以分为国有股(State shares)、法人股(Legal-person shares)和社会公众股。其中国有股指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产投资形成的股份,包括以公司现有国有资产折算成的股份。从这个角度来说,国有股的主体既可指政府部门,也可指国有独资公司;法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向公司非上市流通股部分投资所形成的股份,根据法人股认购的对象,可将法人股进一步分为境内发起法人股、外资法人股和募集法人股三个部分。社会公众股指我国境内个人和机构,以其合法资产向公司可上市流通股部分投资所形成的股份。

表 1-1 按终极产权论构造的 2001 年中国上市公司的股权结构

| 公司的最大股东                    |               | 公司数及占比        | 最大股东持股平均      |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| 国家<br>作为<br>终极<br>控股<br>股东 | 直接控制：政府部门或机构  | 8.5% (94 家)   | 39.6% (16.1)  |
|                            | 间接控制：国有企业     | 75.6% (836 家) | 47.3% (17.6)  |
|                            | 其中：政府控股的上市公司  | 1.4% (15 家)   | 52.3% (20.8)  |
|                            | 国有独资公司        | 32.6% (360 家) | 49.7% (16.7)  |
|                            | 政府控制的非上市公司    | 40.6% (449 家) | 45.4% (17.9)  |
|                            | 政府拥有的专业机构与组织  | 1.1% (12 家)   | 39.0% (14.1)  |
| 国家控制的公司总量                  |               | 84.1% (930 家) | 46.5% (17.66) |
| 非 国 有<br>终 极 控<br>股 股 东    | 非政府控股的上市公司    | 0.4% (4 家)    | 37.7% (24.99) |
|                            | 未上市的集体企业与乡镇企业 | 7.0% (77 家)   | 38.3% (16.9)  |
|                            | 未上市的国内民营企业    | 7.5% (83 家)   | 33.3% (11.6)  |
|                            | 外资企业          | 1% (11 家)     | 25.8% (6.5)   |
| 非国家控制的公司总量                 |               | 15.9% (174 家) | 34.8% (14.77) |
| 样本企业的数量加总                  |               | 100% (1105 家) | 44.6%         |

资料来源：转引自刘芍佳等：《终极产权论、股权结构与公司绩效》，《经济研究》，2003 年第 3 期。

由上表可见，中国上市公司股权结构的第四个明显特点是 90.4% 上市公司的控股股东是非金融公司，其中持股比例除外资企业略低，为 25% 左右以外，其他控股股东的持股比例平均达到 30% 以上，说明中国上市公司的终极股东，无论是国家还是非国有的终极控股股东主要是通过其他公司来对上市公司进行控制的，而且这些作为中间体的公司除 15 家（1.4%）为政府控制的上市公司，4 家（0.4%）为非政府控制的上市公司外，其余皆为各种所有制性质的非公众公司，包括国有独资公司、集体企业与乡镇企业、国内民营企业和外资企业，换言之，中国的上市公司绝大多数是一个非公众公司的子公司。

诚然，“一股独大”、股权分置以及国有股高度集中对控股股东行为均具有一定的负面影响，学者们对此已展开了大量的研究，如“一股独大”下对公司决策程序和内部控制机制的研究（孙永祥，1999；陈晓悦，2001；陈晓，

2005), 股权分置下对大股东股利分配行为 (应展宇, 2004)、融资行为 (赵涛, 2005) 和公司股票价值的研究; 国有股与公司绩效的影响 (许小年等, 1998) 以及国有股权下由于国家所有权的代理问题没有很好的解决, 控股股东——国有授权机构 (控股公司、国有资产经营公司、集团公司等) 的内部人不是追求最终所有者——国家利益的最大化, 将上市公司建设成具有强大市场竞争力的企业, 而是牟取自身甚至领导个人的利益最大化对上市公司的影响 (吴敬琏, 2001); 并提出了针对性的解决措施。其中旨在解决“全流通”的股权分置改革 2005 年 5 月开始启动, 截至 2006 年底, 沪深两市已有 1269 家公司完成股改或进入股改程序, 股改公司数比例达 94.49%, 市值比例达 96.79%, 股权分置改革已接近尾声。针对国有股“一股独大”问题, 国资委 2005 年 6 月发布了《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》提出了不同行业国有股权比例调整的框架性意见, 为日后的国有股减持奠定了一定的制度基础。

上述方案的出台虽能在一定程度上起到规范控股股东行为的作用, 但均忽略了我国上市公司股权结构第四个特点对方案设计的影响。奥村宏 (1990) 认为, 法人股东和机构投资者、个人股东 (包括资本家股东和散户股东) 是不同的, 前者主要以支配证券为主要目的而持有股票 (附带也有为价格上升获利而再转卖股份, 但是基本是为获得控制权而持股), 会长期、固定地持有股票, 既不会随着股票价格的变动忽而买入、忽而卖出, 也不会因为股票没有分红、公司的业绩恶化而出售股份。中国股权分置改革中控股股东的行为印证了奥村宏的观点, 比如说虽然截至 2006 年 3 月底已有占总市值 63.5% 的公司进行了股改, 但单一大股东持股比例较低的上市公司进行股改的只有两家, 与众多采取送股作为对价方式的公司不同, 万科 (000002) 和中集集团 (000039) 均采取大股东派送认沽权证的方式获取非流通股的流通权, 以达到既不降低控股比例, 反而还可能因流通股股东行权提高持股比例的办法。即使是在第一大股东持股比例比较大的上市公司中, 在股改迫使控股股东以向流通股股东支付股票作为对价换取流通权, 自身控制权有可能削弱的情况下, 控股股东纷纷出台增持股份的承诺, 如第二批 42 个股权分置改革试点公司中, 有

15 家公司出台了增持股份的承诺；中国国有股终极股东在 2005 年 6 月出台的《国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》中更是明确提出“国有控股上市公司的控股股东要根据调整国有经济布局 and 结构、促进资本市场稳定发展的原则，结合企业实际情况，确定股权分置改革后在上市公司中的最低持股比例”，显示出了为防范“全流通”市场中控股股东控制权削弱而应强化控制权的信号。由此可见，即使在“全流通”的体制下，在上市公司普遍由其母公司控制的情况下，“一股独大”将难以得到实质性改变，国有股减持也将难以实现，控股股东仍然将凭借其强大的控制权，对上市公司行使着母子公司体制下的一系列内部控制手段，众多小股东仍然只能用脚投票，并购市场的代理功能和经济功能将难以有效发挥，股权分置改革的意义大打折扣。

因此，对中国上市公司第四个股权结构特点进行研究，分析其是否需要改革以及如何改革，具有重要的现实意义。然而这一关系到中国上市公司治理的重要问题，长期以来被隐藏在中国上市公司其他三个股权结构特点之下，无论是在政策界还是在理论界均鲜受关注。

在政策界，证监会 2003 年《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》明确传达了对整体改制模式的鼓励信号，表明其已开始采取措施，杜绝增量子公司上市问题的发生，那么存量部分如何解决呢？证监会以往主要是通过出台一系列事后的补救措施如“三独立”、“五独立”<sup>①</sup>等行政规章制度，以及借鉴国外规范控股股东行为的经验制订解决方案，如前文提出的保护小股东利益的一些制度安排，然而并不奏效，控股股东占用上市公司资金、担保行为等问题仍然很严重。据上海证券报信息数据中心统计显示，上市公司向

---

① “三独立”指上市公司在人员、资产和财务上应独立，与控股股东分开。人员独立指上市公司人员和管理层应独立于控股股东；资产独立指控股股东投入上市公司的资产应独立完整、权属清晰；财务独立指上市公司应依照有关法律、行政法规的要求建立健全财务、会计管理制度，独立在银行开户及对外结算，依法独立进行纳税申报和缴纳。2002 年《中国上市公司治理准则》又增添了机构独立和业务独立两项内容，将“三独立”延伸到“五独立”。机构独立指上市公司的董事会、经理层及相应的管理机构应功能健全、独立运作，控股股东不得干预上市公司内部机构的设立和运作，控股股东及其职能部门与上市公司及其职能部门之间没有上下级关系，不得向上市公司及其下属机构下达有关经营情况的指令或指示，也不得以其他形式影响其独立性。业务独立指上市公司应当拥有独立的生产、供销系统，股东不得采取垄断采购、销售业务渠道等方式干预上市公司的生产经营。

控股股东和关联方提供的资金余额，2004 年半年报为 1276.7 亿元，2005 年年中则上升到 1329.95 亿元，上市公司发生的违规担保金额 2003 年年底是 243.03 亿元，2004 年底和 2005 年半年报则分别攀升到 415.74 亿元和 500.93 亿元。因此，单纯的事后补救措施以及保护外部投资者利益的制度安排很难斩断上市公司与母公司的这种千丝万缕的联系，中国上市公司控股股东不规范问题成为了顽疾。

2003 年 9 月，TCL 集团公司通过吸收合并子公司实现母公司上市的方案浮出水面，紧接着又陆续出台了武钢股份和宝钢股份通过反向收购模式分步实施母公司上市的案例，为解决“子公司上市问题”提出了一个新的思路。但对这样一个重要措施，学者们对其研究却多停留在现象描述和逻辑分析基础之上，有的学者将该方案的意义与其他股权结构特点及治理机制在中国的缺陷混为一谈（黄国富，2004），从而对打破这种子公司上市的制度均衡，实现母公司上市的意义缺乏深刻清醒的认识，有的学者将其与“二次股份制改造”联系起来，认为传统的让子公司先上市的弊端主要在于未对母公司进行股份制改造，从而母公司与上市子公司的治理结构不同步配套（肖国元，2004）。从产权制度的观点认识母公司，特指国有母公司上市的意义，该种观点固然有一定的说服力，但其不能解释为何中国的民营母公司——也广泛存在侵害上市子公司的问题（苏启林，2003；张华，2004）。也有的学者认为，子公司上市并不是中国特有的现象，在国外也存在子公司上市问题，如美国的“股权剥离”（Carve-out）理论研究的薄弱自然导致对制度变革方案认知的偏颇。在短短半年的时间里，投资者对其认识也由热到冷，从 2003 年 9 月对 TCL 集团和武钢集团的母公司上市的“热捧”，到 2004 年 8 月宝钢集团母公司上市方案出台后中小股东纷纷用脚投票，复盘首日，股票暴跌 8.59%，沪市大盘更被砸出 1356 点的新低。母公司上市（媒体称其为“整体上市”）究竟为何物，被炒得沸沸扬扬，学术界和媒体甚至展开了“整体上市”是“圈钱老虎”的辩论，宝钢集团的母公司上市方案一度搁浅。

由此可见，针对中国普遍存在的“子公司上市”现象，虽然已逐渐引起政策界的关注，并已出台了具有试点性质的改革方案，但学者们对其研究还是



很薄弱的。究其原因在于公司治理的研究起源于 20 世纪 80 年代以单一制上市公司为特征的美国,发展于 90 年代对德、日等国家的比较研究,因此国际学者主要是围绕这些国家股权结构的主要特征,如股权分散抑或集中,金融机构持股以及内部人持股而展开,子公司上市问题未纳入其研究视野;国内对公司治理的研究是在学习和借鉴西方的基础上开展的,受这种以单一制公司为研究对象的的公司治理研究范式的影响,加之中国官方的股东分类标准未对这种股权结构特点进行明示,因此国内学者多从借鉴规范控股股东行为的国际经验来探讨解决措施,而很少针对子公司上市问题构建分析这一制度安排效率的理论框架,更缺乏对打破这种制度安排实现母公司上市制度变迁方案的实证研究。理论研究的匮乏已滞后于政策界的改革实践,实证研究的薄弱更使得明确的制度变迁政策出台缺乏强有力的证据支持,因此突破以单一制公司为研究对象的的公司治理范式,对中国“子公司上市”这一制度安排效率进行研究并寻求解决思路具有重要的理论价值和现实意义。

## 1.2 国内外研究文献综述

### 1.2.1 关于子公司上市问题的国际研究

#### 1.2.1.1 子公司上市的基本特征

子公司上市现象在当今国际证券市场主要有两种表现形式<sup>①</sup>:一是英美国国家为代表的已上市的母公司因“股权剥离”(Carve-out)<sup>②</sup>而产生的子公司上市行为;二是东南亚、德、意等国家为代表的以金字塔持股组织结构为特征

<sup>①</sup> Randall Morck (2003) 认为,也有其他一个工商企业拥有上市公司股票的情形:如风险投资公司在彻底出售投资对象前的部分持有情形;对一家上市公司吸收合并前的部分持有情形;要约收购失败而拥有上市公司部分股权或者是为了抵御敌意并购而实施的白衣骑士策略等。上述工商企业公司持有上市公司股票主要是一种暂时性的制度安排,其产生动机和影响已经一目了然,因此本书不做论述。

<sup>②</sup> Carve-out 在中国也译为分拆上市。