

2010

2010
CHINESE LISTED
COMPANIES' CONTROL
RIGHTS REPORT

中国上市公司控制权报告

■ 汪 炜 张小茜 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

2010

2010
CHINESE LISTED
COMPANIES' CONTROL
RIGHTS REPORT

中国上市公司控制权报告

■ 汪 炜 张小茜 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

2010 中国上市公司控制权报告/汪炜,张小茜著
—杭州:浙江大学出版社,2011.10
ISBN 978-7-308-09381-1

I. ①2… II. ①汪… ②张… III. ①上市公司—企业管理—研究报告—中国—2010 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 256188 号

2010 中国上市公司控制权报告

汪 炜 张小茜 著

责任编辑 陈丽霞

封面设计 刘依群

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 浙江时代出版服务有限公司

印 刷 浙江云广印业有限公司

开 本 889mm×1194mm 1/16

印 张 8

字 数 164 千字

版 印 次 2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-09381-1

定 价 20.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

前 言

控制权(control rights)是公司治理的核心问题之一,也是现代金融理论、企业理论的前沿性命题。但是,长期以来,现代公司的控制权问题在理论上没有形成统一的学术认知和评价标准,在应用上控制权的界定及其测度一直是困扰学术界和实务界的学术难题之一。一种普遍的认识是,以股权比例描述控制权是粗糙而不科学的,完全控制、绝对控制、金字塔控制、相对控制、管理层控制的传统分类方法,单纯以最大股东的持股比例为标准。然而,理论研究和治理实践表明:控制权还受到公司股权结构、董事会组成、公司决议机制、法律保护水平等诸多因素的影响。

当前,中国资本市场已基本完成股权分置改革,进入股权“全流通时代”。在这一全新的市场环境下,上市公司的控制权管理已经突显成为中国资本市场亟须认真面对和有效应对的重大问题。国有资产受托管理部门需要通过准确把握国有上市公司控制权,保证国家对国计民生产业的有效控制;民营企业更期望通过控制权来保证对上市公司的有效控制,以维护自己在企业中的决策权和影响力。然而,对于一家特定上市公司而言,大股东持股多少才能实现对公司的有效控制?持股过多,会出现控制权溢余,导致现金资源浪费;而控制不足,则很有可能被觊觎已久的竞争对手或“市场猎手”恶意收购,而丧失对企业的控制。

本研究的意义在于:通过提出符合中国资本市场特征和制度现状的上市公司控制权理论,建立了不同决议机制下的控制权概率测度模型,并给出实现上市公司有效控制的最低持股比例,为上市公司控制权的动态管理提供了较为科学的理论方法和技术手段。

本报告通过对 1515 家中国上市公司 2007—2009 年度有效控制权及控制程度的测算,揭示了国内上市公司普遍存在的较严重的控制权问题。数据显示,大量上市公司未能准确把握有效控制权,存在严重的控制权溢余或控制权缺失现象。尤其在特别决议机制下,控制权溢余和控制权缺失的问题均较突出,而且大量上市公司存在严重的第一大股东控制权缺失风险。控制权影响因素的实证结果显示:在普通决议和特别

决议两种机制下,控制度与股价的关系表现较为复杂、与企业盈利能力和负债水平负相关、与企业规模正相关,而且民营企业控制度显著低于国有企业。本报告还对民营上市公司,特别是浙江省民营上市公司控制权现状进行了深入分析,结果表明,在特别决议机制下,民营企业的控制权缺失现象相当严重,存在巨大的控制权风险!这一现象应该引起上市公司的高度重视。

《2010 中国上市公司控制权报告》是我们在近年开展控制权测度模型和实证研究的基础上,形成的第一本年度报告。由于控制权问题的复杂性,目前,我们建立的不同决议机制下的控制权概率投票模型还存在很多需要进一步完善之处,如可以进一步考虑控制链的影响,将外部控制和内部控制结合起来,增加模型中尚未考虑的其他影响控制权的重要因素。研究中不足之处敬请专家给我们提出宝贵的意见!我们将在此基础上,不断改进和完善理论模型的科学性和实证测算的准确性,把《中国上市公司控制权报告》做成既具有理论创新价值,又能够为上市公司控制权动态管理提供现实指导,为中国资本市场健康发展提供决策支持的年度报告。

浙江大学金融研究院 浙江省金融研究院

执行院长



2011 年 7 月

目 录

第一章 导 论	(1)
第二章 上市公司控制权管理现状和存在的问题	(5)
引 言	(5)
第一节 控制权理论和国际经验回顾	(6)
一、学界对控制权的定义	(6)
二、公司治理实践中对控制权的定义	(7)
三、控制权市场的国际经验	(7)
第二节 中国上市公司控制权市场	(8)
一、中国上市公司控制权市场的形成与发展	(8)
二、中国上市公司控制权市场的特点	(10)
第三节 中国上市公司控制权的交易	(11)
一、控制权变动的形式	(11)
二、我国控制权交易场所	(11)
三、控制权交易的主体	(11)
四、控制权市场交易方式	(12)
第四节 中国上市公司控制权的形态和新挑战	(13)
一、中国上市公司控制权的形态	(13)
二、民营企业控制权管理面临的新挑战和新机遇	(14)
第三章 上市公司控制权的测度模型	(21)
引 言	(21)
第一节 控制权的界定和度量标准	(21)
一、控制权的基本要义	(21)
二、控制权的度量	(22)
第二节 股东大会的概率投票模型	(24)
一、我国上市公司股东大会决议机制	(24)
二、概率投票模型	(25)

第三节 控制度及其影响因素分析	(27)
一、不同决议下的控制度	(27)
二、控制度的影响因素	(29)
第四节 控制份额与有效控制份额	(31)
一、控制份额	(31)
二、有效控制份额	(34)
第五节 结论与展望	(35)
第四章 中国上市公司控制权测度与影响因素分析	(38)
引言	(38)
第一节 股权集中比率和 <i>H</i> 指数	(39)
一、股权集中比率	(39)
二、 <i>Herfindahl</i> 指数	(40)
第二节 基于概率投票模型的控制度与有效控制份额	(42)
一、控制度	(43)
二、有效控制份额与控制类型	(44)
第三节 中国上市公司控制权状况的描述性评价	(46)
一、分地区的分析	(46)
二、分行业的分析	(48)
三、分控制人性质的分析	(48)
四、分规模的分析	(49)
五、分股价的分析	(50)
第四节 上市公司控制权影响因素分析	(50)
一、控制度与股价的关系	(52)
二、控制度与企业特征的关系	(52)
三、控制度与企业规模的关系	(55)
四、控制度与控制人性质的关系	(55)
第五节 结论和建议	(55)
第五章 民营上市公司控制权管理模式及法律机制研究	(59)
引言	(59)
第一节 国内民营上市公司概况	(59)
一、民营上市公司行业、地区分布	(59)
二、民营上市公司市场表现	(61)

第二节 国内民营上市公司控制权状况	(62)
一、总体状况	(62)
二、地区分析	(63)
三、行业分析	(64)
第三节 中国民营上市公司控制权的模式选择	(65)
一、欧美国家上市公司股权结构及控制权模式	(65)
二、国内民营上市公司股权结构和控制权状况	(66)
三、中国民营上市公司控制权管理模式选择	(67)
第四节 结论和建议	(68)
第六章 浙江省民营上市公司控制权现状和对策研究	(70)
引 言	(70)
第一节 浙江省民营上市公司特点	(70)
一、浙江省民营上市公司发展状况	(70)
二、浙江省与国内民营企业发达地区的比较	(72)
第二节 浙江省民营上市公司控制权现状	(75)
一、浙江省民营上市公司第一大股东持股比例和控制权状况	(75)
二、浙江省民营企业控制权风险巨大	(77)
第三节 宏观调控和法律机制建议	(78)
一、法律机制建议	(78)
二、宏观调控和民营企业上市孵化	(79)
第七章 典型案例	(81)
第一节 过度控制案例	(81)
一、2009 年度控制权溢余 Top 10 公司	(81)
二、典型案例——酒钢宏兴(600307. SH)	(82)
第二节 控制不足案例	(85)
一、2009 年度控制不足 Top 10 公司	(85)
二、典型案例——鹏博士(600804)	(86)
第三节 ST 类企业案例	(90)
一、2009 年度 ST 类企业过度控制和控制不足 Top 10 公司	(90)
二、典型案例——ST 宇航(000738. SZ)、ST 合金(000633. SZ)	(90)
第四节 控制权动态调整案例	(94)
一、2009 年度有效控制权区间宽度 Top 10 公司	(94)

二、典型案例——亿利能源(600277. SH)	(94)
第五节 与控制权有关的并购案例	(97)
一、2009 年度上市公司并购 Top 10 公司	(97)
二、典型案例——深发展(000001. SZ)	(99)
附录 1 2007 年度中国上市公司控制权状况	(101)
第一节 中国上市公司控制权状况的描述性评价	(101)
一、分地区的分析	(101)
二、分行业的分析	(103)
三、分控制人性质的分析	(104)
四、分规模的分析	(105)
五、分股价的分析	(105)
第二节 国内民营上市公司控制权状况	(106)
一、总体状况	(106)
二、地区分析	(106)
三、行业分析	(108)
四、国内民营上市公司股权结构和控制权状况	(108)
五、中国民营上市公司控制权管理模式选择	(109)
附录 2 2008 年度中国上市公司控制权状况	(111)
第一节 中国上市公司控制权状况的描述性评价	(111)
一、分地区的分析	(111)
二、分行业的分析	(112)
三、分控制人性质的分析	(113)
四、分规模的分析	(114)
五、分股价的分析	(115)
第二节 国内民营上市公司控制权状况	(115)
一、总体状况	(115)
二、地区分析	(116)
三、行业分析	(117)
四、国内民营上市公司股权结构和控制权状况	(118)
五、中国民营上市公司控制权管理模式选择	(119)

第一章 导 论

股权分置改革是中国资本市场成立以来影响最为深远的制度改革之一,也是最近证券市场关注的一个焦点。在此之前,国内上市公司的大部分股份是非流通股,控制权市场相对稳定。随着股权分置改革的基本完成,我国资本市场即将进入规范发展的全流通时代,控制权变成了名副其实的商品,可以交易,控制权代表赖以产生的行政机制被打破,国有企业和各级政府、经济综合部门间的关系会发生本质性的变化,政企分离的真正实现也就有了前提和保证。由于全流通下可以在二级市场收集足够股份实现控制权转移,控股股东如何确保自己对公司的控制权,对二级市场的并购行为如何设置预警机制,成为当前中国资本市场亟待解决的重大问题。

2008年国际金融危机爆发,2009年全球企业并购交易较2008年从金额到数量出现了较大下滑,与国际趋势相反的是,中国的并购交易从数量、质量和规模三方面看都呈现上升,而且,随着中国政府努力提高制造业水平、加快节能减排和产能优化进程,国内主要行业的业内整合将加快,这使得并购重组成为2010年的主题。从中国企业海外投资并购来看,2009年出现了创纪录的突破,交易额高出2008年200%多,中国民营企业纷纷试水跨国并购,这一热浪甚至被美化为“海外抄底”。

国内方面新政不断出台,2009年12月31日国务院明确表示鼓励外资参与国内企业特别是民营企业的兼并重组。2010年1月新三板扩大试点,非上市公司也可进行股份转让,浙江证监局更是将此作为新的工作重点之一。至此,代办股份转让系统(即三板)—创业板—主板已启动了有效衔接。中央和地方新政策的出台为浙江民营企业并购提供了更广阔的空间,新环境带来了新风险:民营企业随时可能成为被并购对象、陷入控制权争夺,收购方的民营企业也可能由于并购行为导致资金链断裂。

作为民营经济大省的浙江,民营企业事关整个浙江经济的稳定,民企强则浙江强,民企兴则浙江兴,民企难则浙江难。鉴于国内外环境的新变化,浙江民营企业要想在新环境中生存必须正确面对控制权问题。

本研究对民营上市公司控制权管理现状和存在的问题进行了系统的梳理和分析,

建立了控制权的测度模型,并在此基础上对中国上市公司的控制权状况进行了跟踪和影响因素分析,提出了控制权动态管理的技术思路。最后,我们进一步对民营上市公司特别是浙江省民营企业的控制权现状进行了跟踪和分析。具体研究内容如下:

第二章论述了上市公司控制权管理现状和存在的问题。通过控制权理论和国际经验回顾,系统梳理了学界和公司治理实践中对控制权的定义,并比较了控制权市场的几种主要模式——英美市场导向模式、日德大陆模式、东南亚—拉美家族模式、转轨经济模式。对中国上市公司控制权市场的形成与发展的回顾显示了其主要的特点:(1)控制权市场发展很快,但整体发展水平还比较低。(2)政府在并购重组活动中发挥着主导作用,市场竞争机制不成熟。(3)控制权市场交易方式还比较落后。(4)控制权市场对上市公司治理没有形成约束力。(5)内幕交易、市场操纵等问题严重。(6)上市公司并购效率较低。(7)市场定价效率较差。(8)并购融资发展滞后。(9)控制权交易对产业结构调整的作用没有充分发挥。分析从控制权变动的形式、交易场所、交易主体,及交易方式,揭示了控制权交易的过程和主要特点。最后,分析了中国上市公司控制权的形态,几个重要的案例揭示了民营企业控制权管理的新挑战和新机遇。

第三章研究了上市公司控制权的测度模型。研究首先就控制权的基本要义进行了界定,旨在提出一种符合中国上市公司特点的一般化的控制权度量方法,为上市公司进行控制权管理以及公司金融理论研究提供一种有效的工具。考虑到公司持股结构、股东意见和出席股东大会状况对控制权的影响,我们得到了三种决议机制下的控制制度,修正和扩展了 Cubbin-Leech 的控制权概率投票模型,并导出了控制份额和股权结构动态变化下的有效控制份额。

第四章分析了中国上市公司控制权测度与影响因素。运用不同决议机制下的控制权概率投票模型考察了国内 A 股上市公司的控制权状况,通过对 2009 年度中国上市公司控制制度与有效控制份额的计算,我们发现国内上市公司普遍存在较严重的控制权问题,尤其在特别决议机制下,控制权溢余和控制权缺失的问题均较突出,而且大量上市公司存在严重的第一大股东控制权缺失风险。控制权影响因素的实证结果显示:在普通决议和特别决议两种机制下,控制制度与股价的关系表现较为复杂,与企业盈利能力和负债水平负相关,而且民营企业控制制度显著低于国有企业。在上述分析基础上,提出上市公司控制份额合理区间的设定、大非减持可能危及大股东对上市公司有效控制等观点及建议。

第五章对民营上市公司控制权管理模式及法律机制进行了研究。首先从行业、地

区、市场表现方面,审视目前国内民营上市公司状况,并从控制度、有效控制份额的上下限角度,考察了其总体状况,结果显示民营企业能以较低的持股比例实现控制权,但实际中第一大股东的控制度并不高,掌握控制权的比例仅为 41%,分地区、分行业的分析进一步显示了这一点。最后,基于股权结构、控制权模式的国际比较,我们提出了中国民营上市公司控制权管理的模式选择建议。

第六章进一步探讨了浙江省民营上市公司控制权现状和对策。结果显示,浙江民营企业控制风险巨大。浙江民营上市公司主要集中在制造业,在房地产、制造业、综合类行业中,浙江民营上市公司已具备一定的规模,接近甚至超过全体 A 股上市公司平均水平。与同为民营企业发达地区的广东省相比,浙江省民营企业市场表现更好。但另一方面,浙江民营企业控制风险巨大。浙江民营上市公司的持股结构和控制权状况显示,74 家样本公司中有 8 家绝对控股、55 家属相对控股型、11 家企业属分散持股型,第一大股东的控制权风险非常大。相对控股型企业控制度为 85.72%,平均持股不足以实现控制权,56%的该类企业第一大股东实际未掌握控制权。分散持股型企业的第一大股东则几乎丧失控制权,平均控制度仅为 65.42%,第一大股东持股比例与有效控制份额差距较大,平均低 5%左右。

第七章列示了 2009 年度控制过度、控制不足、控制权上下限距差、ST 类、并购事件的 Top10 公司,并进行了典型案例分析。Top10 公司的列示和案例分析,旨在揭示 2009 年度中国控制权市场的典型公司和典型事件,探索导致控制权特殊形式的原因,并提出了解决的相关建议。

附录是 2007 年度和 2008 年度中国上市公司控制权状况。与 2007 年度和 2008 年度相比,2009 年度中国上市公司控制权状况有所改善,控制度和掌握控制权的公司数有所提高,但三个年度的数据仍深刻揭示了大量企业控制权溢余或不足,即第一大股东尚缺乏准确把握控制权的能力,控制权的动态调整更无从谈起。

基于民营企业实务发展的客观要求及其战略决策的实践,我们在浙江省科技计划软科学项目“全流通背景下浙江省民营上市公司控制权管理问题研究”(No. 2008C25012)的资助下,于 2008 年 1 月至 2010 年 6 月期间,引入现代金融管理理论中的前沿方法——基于概率投票的控制权模型,对中国上市公司特别是民营企业控制权进行了系统的研究。

为使模型更符合中国上市公司的实际需要,我们对 Cubbin-Leech 的基于概率投票的控制权模型进行了突破。本研究的学术贡献主要体现在控制权模型的三个创新上:

(1)Cubbin-Leech 的控制度公式只适用于普通决议,我们的模型分别给出了普通决议、特别决议和重大事项三种决议机制下的控制度。随着第一大股东持股比例增加,控制度增加。值得注意的是,所有权虽然是控制权的基础,但并非是获得控制权的唯一途径,持股结构、各股东的意见、决议机制也是重要的影响因素。

(2)在我们的模型中,用投票结果占出席会议的股东所持表决权比例代替 Cubbin-Leech 模型中对总股数的占比,这一指标的修正更符合实际。虽然在普通决议机制下,用这一比例计算出的控制度与 Cubbin-Leech 控制度公式一致,但特别决议机制下控制度还取决于出席会议股份的期望比例。可见,股东出席会议状况也是值得考虑的一个重要因素。

(3)我们还修正了 Cubbin-Leech 模型中 H 指数为常数的假设,在控制权最大威胁下,即第一大股东减持股份全部被第二大股东吸收,对应持股结构的动态调整得到了最大股东以预计概率 α 保证自己的意见获得通过所需持有的最低股份比例——有效控制份额。

本研究的实践意义在于:首次基于国内上市公司特点清晰地刻画了控制权,为上市公司提供控制权动态管理工具和构建预警机制。研究结果显示:目前国内上市公司第一大股东的控制度并不高,特别决议下的控制度均值仅为 88.36%,仅有 842 家掌握实际控制权,占样本总数的 56%。民营企业控制权风险更大,仅有 41%的民营企业掌握实际控制权。浙江省作为民营经济大省,在控制权管理上并不领先,民营企业第一大股东的控制度接近全国平均水平,第一大股东持股比例与有效控制份额差距较大。

第二章 上市公司控制权管理现状和存在的问题

引 言

股权分置改革是中国资本市场成立以来影响最为深远的制度改革之一,是最近证券市场关注的焦点之一。在此之前,国内上市公司的大部分股份是非流通股,控制权市场相对稳定。随着股权分置改革的基本完成,我国资本市场即将进入规范发展的全流通时代,控制权变成了名副其实的商品,可以交易,控制权代表赖以产生的行政机制被打破,国有企业和各级政府、经济综合部门间的关系会发生本质性的变化,政企分离的真正实现也就有了前提和保证。由于全流通下可以在二级市场收集足够股份实现控制权转移,控股股东如何确保自己对公司的控制权,对二级市场的并购行为如何设置预警机制,成为当前中国资本市场亟待解决的重大问题。

“加快制定全流通时代上市公司国有股权管理办法,以顺应新时期国资管理体系变革”已经成为国家金融政策及两会代表委员关注的热点问题。近来,国务院国资委、证监会等相关部门已着手研究制定《上市公司国有股权管理办法》,上海等省市也已经各自对全流通时期国有股最低控股比例开展研究和探索。如何在全流通环境中对上市公司国有股权进行有效的专业化动态管理,也是各级国资部门、国有法人机构面临的一项重大任务和难题。

另外,证券市场已逐步成为民营企业融资的重要渠道,但目前许多民营企业对是否上市存在重重顾虑:一方面定价权回归导致上市公司分化加剧,业绩较差、成长性差、存在重大隐患的企业面临在二级市场边缘化的危险;另一方面全流通下并购重组的交易成本大大降低、方式也更趋灵活,大股东的控制权将受到很大威胁。如何保证对上市公司的有效控制、实现企业的持续稳定发展,也是通过资本市场推动民营企业二次创业和可持续发展的关键性问题。

目前国内证券公司等金融机构已经围绕数以万亿计的非流通股份的托管业务开展了激烈的战略竞争。这一极其巨大的市场增量资产的相关业务将决定中国资本市场发展未来市场分割的格局,而谁掌握上市公司控制权动态管理的先进技术,谁就能在国内资本市场未来竞争中获得主动权和最终胜利。可以预见,控制权动态管理技术的开发和应用,将为这些金融机构提供巨大的未来业务空间。

第一节 控制权理论和国际经验回顾

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不依据所有权获得的控制权两种。这两种控制权均会影响公司的治理结构和治理效果,进而影响到公司的价值。理论上学者们从不同角度对控制权做过多种界定,实践中公司控制权常常和决策管理权联系在一起。

一、学界对控制权的定义

学界对控制权主要有以下几种定义:

(1)Berle 和 Means(1932)在其著名的《现代公司与私有产权》书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,有权选择董事会成员或其多数成员的实际权力。有时,控制权并非通过影响董事会成员选择体现,而是来自实际上支配公司的经营者。

(2)Jensen 和 Meekling(1976)从契约理论出发,主张在企业内部通过委托代理制度将经营决策权转让给经营者,所有者则拥有对经营者的监督权,并根据绩效度量和奖惩来约束和激励经营者。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”词条中将其定义为“对高层经理人员的聘用、解聘和确定高层经理薪酬的权力”。

(3)Grossman 和 Hart(1988)提出不完全合同理论中的“剩余控制权”,认为企业的控制权是企业产权契约规定的特定控制权之外的剩余控制权,它的实质是对企业物质资产的控制权。

(4)Loss(1988)认为控制权是对公司的业务经营和决策有主导的权力。La Porta 等(1999)对控制权的定义是最大股东对公司决定形成有效控制的能力。Tirole (2001)则认为控制权是影响公司行动过程的权力。

二、公司治理实践中对控制权的定义

公司治理实践中,控制权和公司的经营决策和管理权联系在一起,各国法律对控制权的判断标准也不尽相同。

1. 美国

美国的《证券法》规定,“控制是指直接或间接对一个公司的经营管理政策或者对一个自然人的活动行使控制性影响的权力,而不管是通过表决权,还是通过一个或多个中间人,或者通过合同或其他方式”。

2. 欧盟和英国等

欧盟和英国等国有关控制权的法规,更多的是针对母子公司之间以及控股公司与子公司之间关系。实行强制要约收购制度的国家或地区(如英国、中国香港),其上市公司收购法规专门对控制权加以规定。例如,《香港公司收购及合并守则》对控制权做出了明确界定:“除文意另有所指,控制权须当做持有或合并持有公司 30% 或以上的投票权,不论该持有量是否构成实际控制权。”

3. 中国

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”。我国 2006 年 8 月颁布实施的《上市公司收购管理办法》采用实际控制权的概念。该办法第八十四条规定:“收购人有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权:(1)投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东;(2)投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%;(3)投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任;(4)投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响;(5)中国证监会认定的其他情形。”

三、控制权市场的国际经验

不同的国家具有不同的社会传统、法律体系、政治体制及经济制度,因而演化出不同的产权结构、融资模式和要素市场,形成不同的公司治理模式。国际上,主要有以下四种控制权模式:

1. 英美市场导向模式

这种模式主要出现在英美法系国家,包括加拿大和澳大利亚等英联邦国家。主要

特点是:股权高度分散,拥有发达的资本市场,股权流动性大,控制权市场比较发达。控制权交易方式主要是面向全体股东的要约收购,以股东利益为导向,以资本市场为基础,利于培育活跃的商业创新氛围,也会导致对管理层监管失控、重视短期盈利、市场并购成本过高的弊端。英美模式更适合于具有高技术和高风险特征的行业,如石油开采、生物技术、制药和软件业等。

2. 日德大陆模式

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,公司实际上控制在作为大股东的企业或者银行手中,资本市场不及英美模式的资本市场活跃,控制权交易以协议收购为主,要约收购很少发生,控制权市场相对不发达,某些不一定通过直接监督加以纠正的管理失误和低效企业往往会长期存在。这种模式适合于具有标准化生产过程和广泛运用成熟技术的企业。

3. 家族模式

家族模式是指企业所有权与控制权没有实现分离、企业与家族合一、企业主要控制权在家族成员中配置,也称为古典结构模式,主要出现在东南亚地区和拉美地区。股权高度集中,且为家族控股,进行敌意收购相对困难,控制权市场很不活跃。控制性家族从政府手中获取资金和政策支持,在投资项目上存在预算软约束、裙带资本主义。

4. 转轨经济模式

主要出现在前苏联和中东欧等转轨经济国家,产生于各国的私有化战略,表现出明显的“内部人控制”,公司控制权市场十分不发达。

第二节 中国上市公司控制权市场

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,以并购为主要形式、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,成为现代资本市场的重要组成部分。控制权市场是指通过收集具有控制权地位的股权或者投票代理权,从而获得对公司控制的竞争市场。这个市场上交易的标的是公司的控制权。

一、中国上市公司控制权市场的形成与发展

中国上市公司控制权市场的形成和发展与中国证券市场的建立与成长是同步的。上海证券交易所研究中心的 2009 年《中国公司治理报告》指出,我国上市公司控制权