

學術
研究

中国上市公司 控制权及其流动性 研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
KONGZHIQUAN JIQI LIUDONGXING
YANJIU

高辉 著



西南财经大学出版社

Southwestern University of Finance & Economics Press

中国证券市场是政府进行强制性制度变迁的结果，其制度设计上的博弈结果当时是次优。随着证券市场的建立和发展，出现了种种问题，而这些问题只有在发展中进行解决。从理论上讲，在解决股权分置问题的背景下研究控制权，在一定程度上完善和丰富了企业控制权理论；从现实来看，解决股权分置中的控制权问题对公司治理和证券市场功能的发挥有重要意义。

中国证券市场的股权分置起源于控制权的非流动性，这是被动放弃或强制放弃，是当时在公有制条件下的制度选择。随着经济改革的深化和股权结构的多元化，控制权作为一种特殊商品日益产生了流动性需求；这是全流通制度的内在动因，也是现代商品经济的合理诉求。因此，对于控制权来说其流动具有合理性。

中国上市公司 控制权及其流动性 研究

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
KONGZHIQUAN JIQI LIUDONGXING
YANJIU

高辉 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司控制权及其流动性研究/高辉著. —成都:西南财经大学出版社, 2010. 9

ISBN 978 - 7 - 81138 - 912 - 8

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司—股份制—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 168350 号

中国上市公司控制权及其流动性研究

高辉 著

责任编辑:张 岚
助理编辑:植 苗 王林一
封面设计:穆志坚
责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	郫县犀浦印刷厂
开 本	148mm × 210mm
印 张	8. 625
字 数	220 千字
版 次	2010 年 9 月第 1 版
印 次	2010 年 9 月第 1 次印刷
印 数	1—1000 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 81138 - 912 - 8
定 价	25. 80 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序

我国经济转轨的国情,使国有企业改革一直具有重要性和复杂性。其中,企业所有权(控制权)一直是一个焦点问题,同时,这方面的研究取得了较为丰富的成果。从承包制、两权分离到股份制改造,从建立企业独立经济利益实现机制到法人财产制度,国有企业的产权改革可以说是国有企业改革的主线索,而以产权分析为基本特征的现代企业理论特别引人瞩目。正是人们对国有企业的实际资源配置机制和配置效率的关注启发了对企业控制权的研究,而控制权方面的研究也取得了相当丰硕的成果。但是面对改革的推进,特别是我国资本市场的快速发展,资本市场上的股权分置问题日益突出。在新的历史时期,上市公司控制权问题需要新的解决思路和方法。

中国证券市场上的股权分置起源于控制权的非流动性,这是被动放弃或强制放弃,是当时公有制条件下的制度选择。随着经济改革的深化和股权结构的多元化,控制权作为一种特殊商品日益产生了流动性需求。这是全流通制度的内在动因,也是现代商品经济的合理诉求,所以对于控制权来说流动具有合理性。

高辉同志的《中国上市公司控制权及其流动性研究》正是在这样的背景下撰写的。

本书以控制权的研究为逻辑起点,通过对控制权的界定梳理、证券市场上控制权的形成以及对比我国与发达国家证券市场中上控制权的形成,说明我国上市公司控制权的形成是我国特定历史条件下的制度性产物。然后,本书对控制权收益从理论与实证两个方面进行了梳理,并根据2002—2006年的有关数据对我国上市公司控制权溢价进行了测算。另外,本书还说明了控制权

收益大小会影响到非流通股流通的定价。最后,本书特别对股权分置改革中的基于控制权与流动性条件下的非流通股定价进行了探讨,为我国股权分置改革提供一个理论思路。

高辉同志的这本著作是在他的博士学位论文基础上修改而成的,从答辩到修改出版经历了几年的时间。我知道这本书倾注了高辉的许多心力,也充分体现了他的执著、求真、踏实的风格和个性。在这几年的时间里,我国证券市场上股权分置后的问题也正在得到解决。高辉同志在书中提出:“政府在解决控制权与控股权的问题上可以发挥更大作用。当政府拥有控股权的成本比拥有控制权的成本大时,政府可以通过一些持股结构分离政府的控制权与现金流量所有权。解决我国公司治理中的一股独大和“内部人控制”问题需要金融工具的创新。”“控制权的交易也可以看成一个对价交易。因此可以说控制权是流通权的对价物。流动性约束对非流通股定价有负面作用,而控制权收益对非流通股定价有正面的作用。”值得高兴的是,这些观点仍然具有理论的创新性和现实的可操作性。当然,从学术的研究角度来看,许多问题也不是一本书就能够全部解决的。本书的出版不等于研究的结束,相反,却是更高层次探索的开始。换言之,本书的出版正是对我国上市公司后股权分置中控制权研究的开始。

在本书出版之际,作为他的博士生导师,我感到由衷的高兴,故以上述文字为序。

愿高辉博士百尺竿头、更进一步!

西南财经大学
博士生导师、副校长

刘 灿 教授

2010年3月

目录

- 1 导论·····1
 - 1.1 问题的提出及意义·····2
 - 1.1.1 问题的提出·····2
 - 1.1.2 本书的理论意义·····5
 - 1.1.3 本书的现实意义·····6
 - 1.2 国内外研究现状评述·····8
 - 1.2.1 “控制权”的界定·····8
 - 1.2.2 控制权的配置·····10
 - 1.2.3 控制权的收益·····13
 - 1.2.4 股权分置下的控制权·····16
 - 1.3 本书内在逻辑的一致性与结构内容·····18
 - 1.3.1 内在逻辑一致性·····18
 - 1.3.2 研究体系与内容·····18
 - 1.4 本书的研究方法与创新·····22
 - 1.4.1 研究方法·····22
 - 1.4.2 创新点·····23
- 2 控制权的界定与演变·····25
 - 2.1 控制权的界定·····25
 - 2.2 西方国家上市公司控制权的演变·····35
 - 2.2.1 两权分离命题·····35
 - 2.2.2 股权分散的原因与控制权的形成·····39

2.3	中国上市公司控制权的演变·····42
2.3.1	中国上市公司控制权形成的制度成因·····42
2.3.2	控制权:企业经营者与政府的博弈·····51
2.3.3	股权集中与“内部人控制”悖论·····55
2.4	中西方控制权形成比较·····57
2.5	本章小结·····61
3	所有权与控制权·····63
3.1	所有权与控制权分离演变·····63
3.1.1	西方学者对所有权与控制权的研究·····64
3.1.2	机构投资者正在成为大股东·····78
3.1.3	中国学者对所有权与控制权的研究状况·····81
3.2	中国上市公司的股权结构·····83
3.2.1	中国上市公司股权结构现状·····84
3.2.2	中国上市公司总体股本结构的年度变动情况·····86
3.3	所有权与控制权的关系·····89
3.3.1	所有权与控制权的非对称性·····89
3.3.2	非对称性模式的分布·····91
3.3.2	所有权与控制权分离的工具·····93
3.4	本章小结·····99
4	公司的控制权收益·····100
4.1	控制权私人收益的理论分析·····100
4.1.1	控制权私人收益·····100
4.1.2	控制权侵占收益模型分析·····104
4.2	国外市场的控制权私人收益实证·····109
4.2.1	控制权收益的实证模式·····109
4.2.2	有关控制权私人收益实证的研究结果·····112
4.3	中国上市公司控制权溢价的实证分析·····116

4.3.1	对中国上市公司控制权溢价的有关研究·····	118
4.3.2	中国上市公司控制权溢价的计量·····	120
4.4	控制权溢价与投资者法律保护·····	125
4.5	本章小结·····	128
5	控制权的配置:谁拥有更有效率·····	130
5.1	公司控制权配置的模式·····	130
5.2	公司控制权配置特征·····	134
5.2.1	大股东拥有控制权·····	134
5.2.2	董事会拥有控制权·····	136
5.2.3	经理层拥有控制权·····	138
5.2.4	控制权配置的综合模型·····	140
5.3	资本结构下的控制权配置·····	141
5.3.1	不完备金融契约条件下的控制权·····	142
5.3.2	控制权的相机转移·····	148
5.3.3	考虑了“可保证收入”的控制权分配·····	152
5.4	拥有控制权的股东行为分析·····	154
5.5	控制权配置的市场约束·····	158
5.5.1	产品市场·····	158
5.5.2	经理人市场·····	159
5.5.3	控制权市场·····	160
5.6	本章小结·····	166
6	股权分置下的中国上市公司控制权·····	168
6.1	中国上市公司控制权与流通性的历史演变·····	168
6.1.1	中国股票市场的历史演进·····	168
6.1.2	中国股市解决流动性的几次探索·····	171
6.2	股权分置下控股股东利益行为的经济解释·····	183
6.2.1	政府—控股股东之间的利益关系·····	183

6.2.2	控股股东—社会公众投资者的利益关系·····	187
6.3	中国上市公司“内部控制人”行为的经济学解释·····	191
6.3.1	股权融资偏好·····	194
6.3.2	关联交易·····	198
6.3.3	股利政策·····	199
6.4	资本市场的市场化与控制权的流动·····	203
6.4.1	中国资本市场的市场化选择·····	203
6.4.2	流动性与控制权的两难选择·····	205
6.4.3	高流动性资本市场的形成·····	206
6.4.4	证券监管:约束控制权和增进流动性·····	208
6.4.5	股权分置下的流动性·····	210
6.5	本章小结·····	214
7	基于流动性与控制权溢价的非流通股定价·····	216
7.1	资产的流动性偏好·····	216
7.2	基于流动性的非流通股定价模型·····	218
7.3	股权分置:基于流动性的经济学分析·····	230
7.4	解决股权分置的实践:对价与权证·····	235
7.4.1	对价·····	235
7.4.2	权证·····	240
7.5	股权分置改革是巩固了控制权还是弱化了控制权·····	249
7.6	本章小结·····	250
8	总结·····	252
8.1	主要观点和结论·····	252
8.2	本书的不足及进一步研究方向·····	255
	主要参考文献·····	257
	后记·····	266

1 导论

任何客观事物的发展都需要理论进行指导。如果在理论落后于实践的情况之下,则需要对实践中出现的问题加以概括和总结;如果理论只是普遍性的理论,在指导具体实践的过程中就要特别注意。中国证券市场的发展与实践也不例外,尤其是像中国这样的一个新生的证券市场,迫切需要对证券市场的理论和实践问题进行探讨、加以研究,以指导我国证券市场的健康发展。

经济理论对经济实践起指导性作用,经济实践对经济理论又起着检验作用。凯恩斯有一段经常被引用的话:“经济学家和政治哲学家的思想,不论其对与错,都比通常的理论更具有影响力。事实上,我们的现实生活中正是被这些人所左右。那些实用主义者,坚信自己不受任何理论的影响,但往往正是这些人受着某些已故经济学家思想的奴役。”从凯恩斯的这段话中我们可以看出,对经济现象进行理论层面的思考与总结是必要的。中国证券市场从建立之初就有“不争论”,认为证券市场是资本主义的东西,这涉及我国是实行计划经济还是市场经济的经济体制。在政府进行强制性的制度变迁的推动下,证券市场得到了建立和发展,但由于制度设计时的博弈结果是次优,随着证券市场的发展,出现了种种问题。面临的问题只有在发展中进行解决,近年来进行的股权分置改革迫切需要我们的理论探讨。

1.1 问题的提出及意义

1.1.1 问题的提出

资本市场已经成为中国市场经济的重要组成部分,证券市场已成为运用市场机制配置资源的重要渠道。通过资本市场提高资产的证券化程度,可以促进资产在更大范围的流动重组,吸收大量的资本进入产业;同时,通过资本市场进行产权交易,可以节省大量的中间成本,减少交易费用,提高效率。中国资本市场从建立到现在,只有短短的十多年时间,从不规范到逐渐规范,从计划导向逐步转向市场导向,经历了一个渐进、稳健的发展过程。资本市场的主体是上市公司,公司质量对资本市场功能的发挥起着基础性的作用,与公司的治理有紧密的关系,而公司的治理与控制权有直接的联系。

自 1533 年“信托责任”(Fiduciary Duty)提出以来,公司治理就以各种形式存在于企业之中。Berle 和 Means(1932)的《现代公司与私人财产》出版以来,大量的学者对其中控制权的相关问题进行了研究。这是因为公司的“所有权”与“控制权”已成为公司治理的核心问题。“没有显著控制权的所有权和没有显著控制权的所有权”成为两权分离的公司所关注的焦点问题。特别是 20 世纪七八十年代,有一大批经济学家加入了研究所有权与控制权问题的行列,取得了令人瞩目的成就。20 世纪 90 年代以来,公司领域的所有权与控制权已经成为了一个世界性的问题。在发达的市场国家,所有权与控制权的讨论不仅继续对如何控制感兴趣,积极探索公司控制机制的变革,也开始挑战控制权的分配问题,即由谁来行使控制权的问题(Aghion, Bolton, 1992; Deawatripont, Tirole, 1994; Grossman, Hart, 1995; Blair, 1995)。在我国,随着我国证券市场的建立,有关上市公司控制权的问题已经越来越引人

关注。尤其是大股东或者内部人利用手中控制权为自身谋福利,侵害中小股东,公司治理急需完善的问题,与此相关的领域吸引了不少有识之士进行探讨,如张维迎(1996)、周其仁(1996)、杨瑞龙(1997)等。

由于西方发达的市场经济与我国社会主义市场经济中的企业发展有很多的不同,所以有关控制权的问题也不一样。在中国发展证券市场的过程中,发达国家证券市场现在出现的问题,我国目前也存在,它具有证券市场中控制权问题的共性。但是我国证券市场的建立有其特有的制度背景,所出现的控制权的相关问题也与发达国家出现的问题不一样,具有中国控制权问题的个性。中国控制权市场不发达,或者说是我国的控制权市场与其他发达市场的控制权市场有明显的不同,但我国的证券市场中控制权相关问题客观存在。目前正在进行的股权分置改革就要涉及控制权问题,如怎样解释我国资本市场上的控制权问题以及如何考虑拥有控制权的流通股的定价问题等。

中国资本市场上的股权分置起源于控制权的非流动性,这是被动放弃或强制放弃,是当时在公有制条件下的制度选择。随着经济改革的深化和股权结构的多元化,控制权作为一种特殊商品日益产生了流动性需求,这是全流通制度的内在动因,也是现代商品经济的合理诉求。所以对于控制权来说,其流动具有合理性。

控制性股东的存在不是不可以,关键是控制权的获得要有一个市场化的过程,它是自由契约的结果,而不是国有股权行使行政权力的结果。我们现在的情况是,国有股东往往依靠政府权力获得控制权,这难以有效制衡公司或进行公司制改造后形成的法人治理结构。这种产权制度的安排效率是低下的,它在很大程度上制约了公司价值的提升。随着证券市场改革的不断深化,这一方面的问题日益突出:如何改变以前这种状况,建立有效的公司法人治理结构。以全流通替代股权分置的倡导者经常打着保护中小股东的旗号,而这种替代却是大股东在已经享受成长利益和

控制权的前提下还要获得资产的流动性,这本质上是以违约的方式侵犯中小股东的利益。这就是为什么在股权分置的市场上,全流通的声浪一起,股价就必然应声下跌。

这些问题实质上是目前我们所要解决的股权分置问题。股权分置问题导致我国上市公司股权结构不合理,国有股权过度集中,严重影响到我国证券市场上资源配置效率和上市公司高效治理结构的建立。股权分置的改革是产权的重新配置,影响人们对未来的预期,从而影响上市公司目前的价值。

股权分置的缺陷如果是表现在控制权方面,有以下两个方面。一方面,对于国家股和法人股股东来说,不仅存在主体缺位问题,“用手投票”往往只是体现内部人意志,而且由于其股份不允许流通,只能协议转让,同时对转让的对象和条件都有严格的限制,且最终的转让必须通过政府机关审批,这在客观上造成了国家股和法人股难以借助正常的市场行为来行使“用脚投票”的控制权。另一方面,对于流通股股东来说,由于:①流通股只占总股本的三分之一,表决意见难以改变控股股东的意志;②大多数流通股股东为个人股东,个人股东的资金有限性决定了流通股的分布较为分散;③为了参加股东大会、履行监督职责,每个一小股东要付出较大的成本(相对于他们的投资而言),当他们认为成本超过预期收益时,就不会参加股东大会;④即使是参加股东大会,在现有公司治理框架下,中小股东也难以真正有所作为,所以目前拥有流通股的中小股东很少有动机参与公司的监管。从这一点来看,股权分裂在客观上强化了经理或内部人对公司的控制权。需要特别说明的是,股权分置改革必然增加预期的股票供应量,但却未必因此降低市场的定价中枢均衡的价格水平。如果全流通的制度改革目标得到确定,市场在增加预期供给的同时就增加了一个新的商品:控制权。控制权的交易也可以看成是一个对价交易。更为准确地说,流通权的对价物就是控制权。

本研究认为中国上市公司控制权市场还没有形成。控制权市场没有真正形成是指中国还没有西方国家传统的公司控制权

市场理论,如公司外部治理、接管威胁和自由现金流量等。其原因是中国历史上的股权分置使得国家股(大股东)拥有的控制权没有形成一个真正的市场。在解决股权分置时,我们不能不考虑控制权,本研究就是要解决股权分置过程中控制权如何被考虑的问题。这是我国特殊的证券市场的特有现象,从理论的层面上进行探讨和从经验上进行总结都具有较大的意义。

1.1.2 本书的理论意义

中国自改革开放以来,由于经济转轨的国情,国有企业改革一直具有复杂性和重大性。其中,企业所有权一直是一个焦点问题,这方面的研究取得了较为丰富的成果。从承包制、两权分离到股份制改造,从建立企业独立经济利益实现机制到法人财产制度,国有企业的产权改革可以说是国有企业改革的主线索。特别是以契约分析为基本特征的现代企业理论成为众多分析的一朵奇葩。这是因为人们对国有企业的实际资源配置机制和配置效率的关注启发了对企业控制权的研究。同时控制权的研究取得了相当丰硕的成果。然而面对改革进程的推进,对企业控制权的关注点也发生了变化,研究也要与时俱进。因此,本书的着眼处也在此。

本书研究上市公司控制权具有理论价值,主要有如下意义:

(1) 通过对上市公司控制权的研究,可以更加清楚地认识控制权的界定。控制权的本质是什么,理论界与实践者是如何界定的?对于这个问题的回答有助于理解我国的控制权与西方发达市场所形成的控制权有何不同,突显了在解决股权分置过程中的控制权问题。

(2) 由于控制权的配置,控制权分置在不同的主体手中,它的作用是不一样的。另外,谁拥有控制权,就会拥有相应的控制权收益。在理论上,谁拥有控制权有利于公司的价值提升?回答这个问题有助于我们把握控制权配置的效率标准,以便在进行控制权配置的过程中作出更为合理的安排。

(3) 从理论上讲,在解决股权分置过程的背景下研究控制权,在一定程度上填补了企业控制权理论的不足,这大大丰富了我们对企业控制权的理解:流动性约束对非流通股定价有负面作用,而控制权收益对非流通股定价有正面的作用。

(4) 基于控制权及其流动性的非流通股定价。在解决股权分置的过程中控制权是如何被定价的?这个问题是控制权与流动性的矛盾。解决股权分置过程就是解决这一矛盾的过程。目前我国的资本市场,在控制权理论的研究方面,大多数文献偏重于控制权的转移维度,也就是主要研究公司在并购重组前后的公司价值,分析治理异同等,而较少从经济学、金融学的角度对控制权本身的收益,以及在交易中如何实现价值深入分析。特别是从控制权私人收益及其控制权的流动性溢价角度对我国目前的股权分置改革中非流通股的定价方面进行研究。

从理论上对上述问题进行探讨,将对我国证券市场有重要的意义。

1.1.3 本书的现实意义

中国的经济改革选择的是一条渐进式的市场化道路。在证券市场发展初期,为了维护国有经济的主导地位,避免对国有银行体制造成冲击,国有部门为保留公司(经济)控制权而放弃暂时的股份流通权,就形成了我们今天所看到的股权分置。股权分置是一种特定历史条件下的最优制度安排,但从证券市场本身的发展来看就不是最优的制度安排。随着证券市场的发展,它的问题和缺陷也充分暴露出来了。

由于股权分置的存在,非流通股股东无法分享二级市场的资本利得,不重视股价的表现,也不乐于分红派息,在新股溢价发行的条件下,必然导致上市公司的过度融资行为,使流通股股东不堪重负。据统计,2001—2003年,在A股市场有现金分红的公司所占比重平均只有44.5%;如果不是再融资对分红有要求,估计这一比重还会降低。现金股息率年平均只有1.05%,不及同期银

行存款利率。1990—2004年,上市公司累计融资额为8450亿元,累计税前现金分红964亿元,前者为后者的8.77倍。这无疑会影响A股市场的投资价值和投资者的信心。^①这可以解释为何前几年我国股票市场一直处于低迷状态,投资者对股票市场失去了信心。

股权分置的缺陷表现在控制权的行使上。一方面,对于国家股和法人股股东来说,不仅存在主体缺位问题,“用手投票”往往只是体现内部人意志;而且由于其股份不允许流通,只能协议转让,同时对转让的对象和条件都有严格的限制,且最终的转让必须通过政府机关审批,这在客观上造成了国家股和法人股难以借助正常的市场行为来行使“用脚投票”的控制权。另一方面,对于流通股股东来说,他们只能搭便车而无力对公司进行监督。在现有的公司治理框架下,中小股东也难以真正有所作为,目前拥有流通股的中小股东很少有动机参与公司的监管。

因此,股权分置在客观上强化了经理或内部人对公司的控制权,不利于控制权市场的形成。控制权市场不能形成将会影响到证券市场的功能发挥,要改变我国上市公司控制权转移的效率,就必须建立充分发育的控制权市场。而控制权市场的建立和效率依赖于高效流动的股市场,而庞大的非流通股的存在,以及相应的场外协议交易市场的存在,不利于证券市场功能的发挥。

公司的控制权和股票的流动性相互影响。分散化和高流动性的股权结构必然导致所有权和控制权的分离,减少大股东监督的积极性,而集中并获取控制权的办法通常依赖于大比例持有优势股份或其他代理投票机制。降低股票流动性,减少了资本市场的效率;同时也可能扭曲控股股东的激励机制,滥用控制权掏空上市公司,这些矛盾及相互作用机制在学术理论还存在争论,在不同国家的商业实践中也尚未很好地解决流动性和控制权潜在的矛盾。鉴于国有股权的低效率,应该坚持国有股的流动性。

^① 黄明. 股权分置制度变革时机趋成熟. 中国证券网, 2005-04-11.

目前我们面前的问题是股权分置。在解决股权分置过程中,公司控制权将会受到影响。或者换句话说,在解决股权分置过程中控制权是被纳入考虑的。一般认为,拥有控制权就拥有控制权收益(包括共享收益和私人收益),这种控制权收益在目前通常以对价方法获取流通权。

在发达的市场上,对控制权市场的研究可以说是从理论和实证方面都有相当丰富的文献资料。但是比较遗憾的是,西方发达市场没有像中国这样的股权分置问题,股权分置是我国证券市场发展史上的特定问题,因此西方发达市场就没有研究股权,解决股权分置过程中的有关控制权经验。所以,从理论上讲,对于在解决股权分置过程的背景下研究控制权,在一定程度上填补了企业控制权理论的不足,这大大丰富了我们对企业控制权的理论;从现实来看,解决股权分置中的控制权问题——控制权收益、控制权配置、控制权定价——对公司治理和证券市场功能发挥有重要意义。

1.2 国内外研究现状评述

关于上市公司控制权的研究是随着证券市场的发展而发展的。特别是像中国这样的一个新生的市场,更是如此。众多的有识之士加入到了这个领域进行研究。这方面的研究文献很多,可以从以下几个方面进行考察。

1.2.1 “控制权”的界定

在企业理论的研究中,“控制权”一词首先开始于 Berle 和 Means(1932)的《现代公司与私人财产》。在书中他们明确提出了“所有权与控制权分离”的论断,并把控制权定义为“所拥有的选举董事会成员或其多数成员的权利”;Grossman 和 Hart(1988)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