

控制权博弈

企业成长的高端战场

CORPORATE CONTROL

THE GAMES OF

杨桦 范永武◎著

资产重组、企业兼并、收购与反收购——大格局博弈步步惊心、
利益攸关、实现企业开疆拓土、基业长青



中信出版社·CHINACITICPRESS

控制权博弈

企业成长的高端战场

CORPORATE CONTROL
THE GAMES OF

杨桦 范永武◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

控制权博弈: 企业成长的高端战场 / 杨桦, 范永武著. —北京: 中信出版社, 2013. 8

ISBN 978-7-5086-3891-1

I. ①控… II. ①杨… ②范… III. ①上市公司-企业管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 053016 号

控制权博弈

——企业成长的高端战场

著 者: 杨 桦 范永武

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 三河市西华印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 21.25 字 数: 320 千字

版 次: 2013 年 8 月第 1 版 印 次: 2013 年 8 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3891-1/F · 2862

定 价: 52.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

序 言

本书作者依托 10 多年肩负发展国内并购市场的宏观重任以及从事并购重组案例审核的微观视角，对我国控制权市场进行多角度、大纵深、长时间的研究，揭示了错综复杂的控制权市场。全书系统阐述了控制权市场理论，通过采取全景式方法扫描我国控制权市场发展概况，深刻剖析了我国控制权市场的特点及成因，并在分析国内现状和国外并购市场特点的基础上，对我国控制权市场的未来发展方向作了展望。

控制权市场的发展促进了企业成长和发展。公司控制权争夺通过收集股权或投票代理权取得对企业的控制，达到企图接管和更换不良管理层的效果，展开产业整合，实现各种战略目的。良好的控制权市场有助于构建管理层和股东之间的良性竞合作用。然而，由于经济体制结构和内部人控制问题的存在，控制权市场所发挥的实际效果和控制权市场的发展受到了一定的限制。随着股权分置改革的实施，非流通股股东的股份取得流通权，控制权市场发展的制度障碍逐步消除，外部控制权市场作用逐步显现，真正意义上的控制权市场得以建立和发展。

具体来说，近几年境内控制权市场出现了以下一些新的发展趋势。首先，股权分置改革完成后，上市公司股票价格提供了并购的另一个基本的估价基础。其次，股权分置改革完成后，控制权市场在调整产业结构和资金配置方面的功能进一步显现，真正成为我国经济实现战略转型的平台之一。最后，股权分置改革完成后，政府在企业并购中的部分影响将还给市场，控制权市场将逐步向市场化方向发展。企业管理层也可能更多地从自身实际出发、从市场需要出发，进行产业整合和战略并购，促进内部人不

断做强企业，不断提高核心竞争力。

控制权市场机制的发挥，离不开健全有效的法律制度。最近几年，监管部门在制度建设方面颁布和修订了一系列法规，如《上市公司治理准则》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《财务顾问业务管理办法》，《关于外国投资者并购境内企业的规定》等，初步确立了上市公司控制权市场运行的法规基本框架。作为相关政策的制定者，本书作者在书中对我国控制权市场的核心政策进行了解读，并就如何放松管制，为并购市场创新预留空间等方面进行了探索思考，对我国控制权市场监管制度提出了一些有针对性的建议。

我国经济总量已居世界第二，而经济增长方式亟待真正转变，新一轮并购浪潮喷薄欲出。因此，本书所介绍的控制权市场相关知识，现实意义十分突出。

中国银监会前主席、全国政协经济委员会副主任

劉明康

目 录

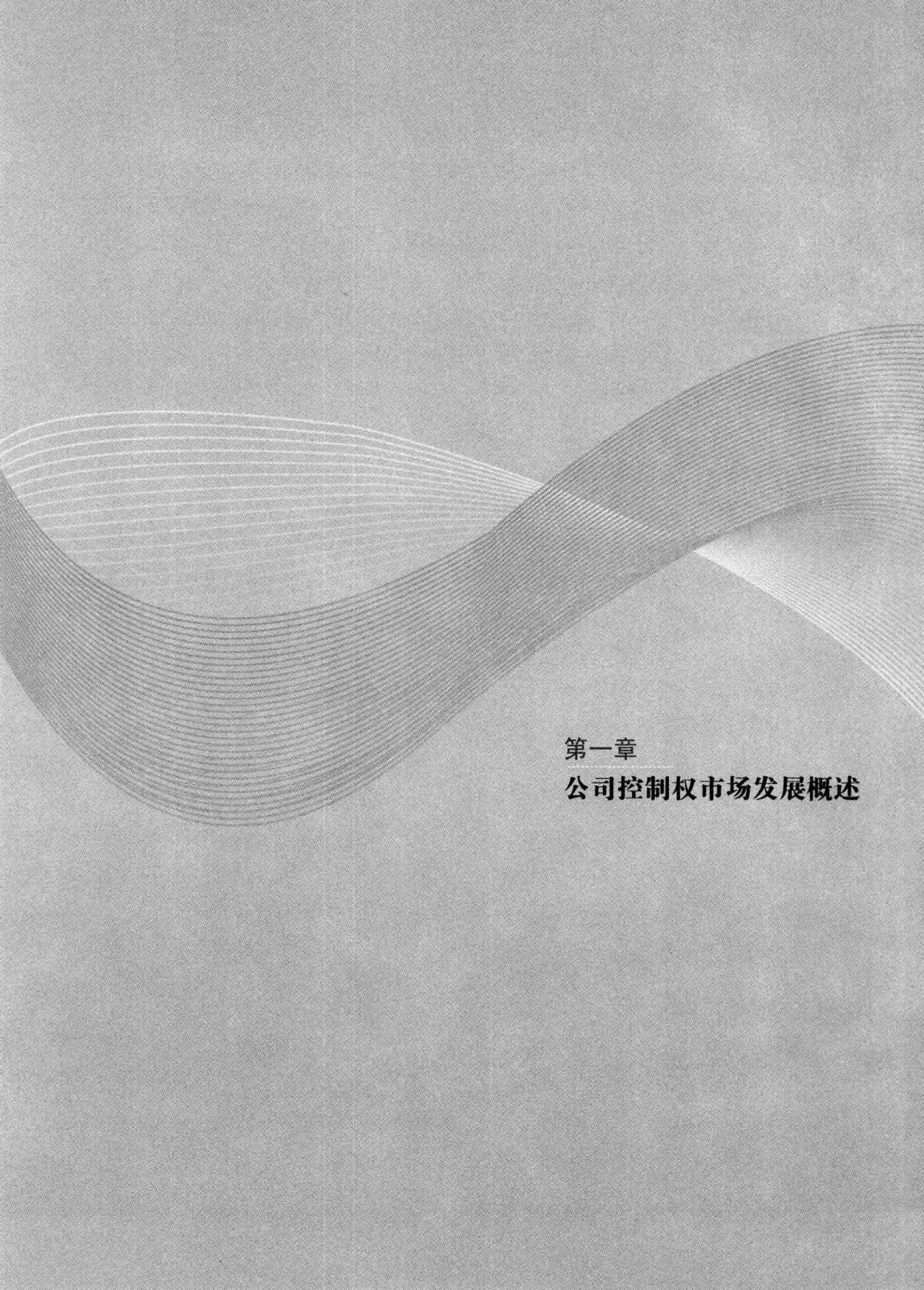
序言	VII
第一章 公司控制权市场发展概述	
第一节 控制权理论的发展	3
第二节 控制权的来源、分类及配置	4
第三节 新古典控制权市场理论	7
第四节 控制权市场的效率评价	22
第五节 我国学者对控制权市场的认识	38
第二章 国外公司控制权市场的实践和发展	
第一节 国外通用的兼并、收购理念	45
第二节 国外公司控制权市场并购浪潮的发展历程	46
第三节 第六次并购浪潮的特点及案例	50
案例 2-1 引领网络潮流——诺基亚天价收购数字地图 供应商 NAVTEQ	51
案例 2-2 钢铁大王的收购——米塔尔收购阿塞洛	53
案例 2-3 戴尔杠杆收购案例	55
第四节 上市公司收购的两大监管制度	59
第五节 国外公司控制权市场中的反收购实践	71
案例 2-4 搜狐的“毒丸”反收购计划——搜狐股东权益 计划应用	75

第六节 国外公司控制权市场实践对我国的启示和意义	78
第三章 我国公司控制权市场实践：股权分置改革前	
第一节 股权分置改革前我国控制权市场的特点	83
第二节 推动我国控制权交易的动机	90
第三节 案例分析与启示	101
案例 3-1 国有股权定价难题——深物业国有股转让	102
案例 3-2 “组合拳”收购——丽珠集团控制权争夺	104
案例 3-3 有机整合——一百换股合并华联	109
案例 3-4 控制权争夺的一种特殊形式——股改前的代理权之争	116
第四章 我国公司控制权市场实践：股权分置改革中及后股改时代	
第一节 股权分置改革对公司控制权市场发展的意义	125
第二节 股权分置改革期间公司控制权市场的特点	128
第三节 后股权分置改革时代控制权市场的特点	131
案例 4-1 鹏欣集团收购 ST 合臣（原名中科合臣，600490）	137
案例 4-2 汇邦旅业收购华邦制药（002004）	141
第四节 案例分析与启示	164
案例 4-3 借道股改成功上市——宜华地产借壳光电股份	164
案例 4-4 资产整合与资本运作的完美融合——东方电气股改结合整体上市	167
案例 4-5 打造全能型金融帝国——中国平安收购深发展	173
案例 4-6 公开市场标购——ST 兴业控制权之争	177
案例 4-7 地方国资与民营资本大鳄——武汉国资系与银泰系关于鄂武商 A 股权之争	180
第五章 公司控制权市场发展的方式	
第一节 跨境收购市场	187

案例 5-1 关于国家经济安全的争论——凯雷并购徐工失败	197
案例 5-2 整合先行——中联重科竞购 CIFA	207
案例 5-3 特殊行业与政治风险——北生药业收购国外油气 资产失败	210
第二节 上市公司管理层收购	212
案例 5-4 中国上市公司 MBO 第一例——“粤美的” 管理层收购	229
第三节 上市公司的吸收合并	231
案例 5-5 以时间换空间——攀钢钢钒现金选择权	236
案例 5-6 悖论性困境——云天化重组中的捆绑现金选择权 与投票权	239
第四节 借壳上市	241
第五节 上市公司分立	244
案例 5-7 和谐的“分手”——东北高速分立	250
第六节 上市公司私有化	253
案例 5-8 要约收购——中国石油私有化吉林化工、锦州 石化和辽河油田	258
案例 5-9 吸收合并——中国铝业私有化山东铝业、 兰州铝业	260
案例 5-10 强制挤出的争论——电讯盈科私有化	262
第七节 上市公司破产重整	264
案例 5-11 涅槃重生——*ST 长岭破产重整	267
第八节 上市公司自由增持制度	269
第九节 上市公司反收购	270
案例 5-12 钢铁产业的收购和反收购——宝邯大战	272
案例 5-13 “联姻”中的反收购——盛大与新浪的收购和 反收购	276

第六章 公司控制权市场监管体制的构建

第一节	成熟证券市场并购监管政策的转变	282
第二节	我国并购监管模式的发展路径	285
第三节	我国并购监管模式积累的经验和教训	296
第四节	我国现行上市公司并购制度存在的问题及 改革建议	298
第五节	关于我国控制权市场建设的若干建议	312
第六节	控制权市场的局限及反垄断问题：一个附带 说明	322
	后记	331

The background of the page features a series of thin, light gray wavy lines that create a sense of movement and depth. These lines are arranged in a way that suggests a three-dimensional, undulating surface, possibly representing a ribbon or a wave. The overall effect is modern and minimalist.

第一章 公司控制权市场发展概述

第一节 控制权理论的发展

早在 18 世纪，英国经济学家斯密（Smith）就指出了由于经营者和所有者利益不一致而导致产生的股份制公司代理问题。代理关系被定义为：有一人或者数人（委托人）与另一代表委托人行动的人（代理人）订立明示的或者隐含的契约，授予代理人某些决策权，并约定向代理人支付一定报酬（包括报酬数量和支付方式）的关系。代理关系会导致代理成本提高，所谓代理成本是制定、管理和实施这类契约的全部费用，包括交易费用、辛苦费用和信息费用等。

伯利（Berle）和米恩斯（Means）是较早对公司控制权进行系统研究的学者，他们在《现代公司和私有产权》（1932）一书中指出，与所有权分离的控制权并不是众所周知的一般性概念，它是公司制度的特殊产物，然而其概念较为模糊；既然公司的活动是由董事会来执行的，那么公司的实际控制权将掌握在那些有权选择董事会成员（或多数成员）的人手里。从实用角度出发，他们将控制权界定为，无论是通过行使法定权利还是施加压力，实际上享有选举董事会成员或其多数成员的权利。米恩斯和伯利通过对美国 200 家最大非金融公司的分析指出，随着现代股份公司股权分散、公司所有权和控制权相分离现状的出现，公司的控制权事实上已经落入公司经营者手中，出现了所谓的“经理革命”。因此，公司控制权问题开始引起理论界的重视。20 世纪 60 年代，勒纳（Lerner）运用米恩斯和伯利的标准调查了美国 1963 年最大的 200 家非金融公司的控制类型，进一步验证了这两位学者的结论。事实表明，股份制公司在 20 世纪获得空前的发展，以股份公司为主的现代公司制占据了工商业的绝对主体位置，对这个

现象的解释直接导致了控制权市场理论的发展。

我国学者唐宗明和蒋位、叶康涛、施东晖、胡旭阳的研究表明：在我国早期，企业也同样存在上述控制权关系。改革开放以后，我国开始建立并且根据中国国情完善现代股份公司制度。

国内法律界提出从控制权与控制、控制权与控股权两个角度去理解认识公司控制权概念。通常“公司控制”是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，是指资产使用的决定权。因此，控制权是建立在公司控制基础上的一种集中权力，是权力的集合。

第二节 控制权的来源、分类及配置

一、控制权的来源

（一）物质资本

在完全合同理论框架下，标准委托代理理论首先假设控制权来源于所有权。例如，代理人有权选择接受或是不接受委托人所提出的合同安排，而委托人则可以通过对代理人激励与约束去促使代理人向委托人的利益最大化而努力。这样，委托人对合同的控制权直接来自于他对物质资本的所有权。哈特（Hart）和莫尔（More）认为通过不完全合同理论表明，“由于合同不完全，所有权是权力的来源”，而且“对物质资产的控制权能导致对人力资产的控制权”。也就是说“资本雇佣劳动”，证明企业的控制权来自物质资本的所有。美国经济学家阿尔钦（Alchian）和德姆塞茨（Demsetz）指出，在企业的团队生产中，为减少成员偷懒而实施有效监督的监督者特权，源于他是剩余索取者，是物质资本的所有者。

（二）人力资本

在分析了物质资本在控制权理论中所占的重要地位之后，人力资本作为又一重要概念被提出。格罗斯曼（Grossman）和哈特认为，对非人力资本的控制将进一步导致对人力资本的控制，人力资本从属于非人力资本。随着新经济时代的来临，人力资本的重要性将会日渐突出。在市场经济条

件下，正是因为人力资本与物质资本的紧密结合，才产生了公司（企业）这一组织形式。我国著名学者周其仁认为，企业是人力资本与非人力资本的所有者共同签订的一个特殊契约。而巴泽尔（Bazell）、拉扬（Rajan）和津盖尔（Zingales）等认为，人力资本属于主动型资本，它决定了企业其他资本和人力资本本身能否获得回报以及获得多少回报。人力资本与物质资本同时决定着企业的盈利，因而经理与员工也同时承担着企业经营的风险，他们有权同企业的所有者一同分享企业所创造的价值，并且拥有企业的剩余所有权。周其仁进一步指出，人力资本与人身不可分离的自然属性，决定了员工可以随时关闭自己的人力资本。因此，对现代企业中的员工只能激励不能压榨，毫无疑问员工拥有对自己人力资本的剩余控制权。按照哈特的剩余索取权和剩余控制权相对称的要求，承认员工拥有剩余控制权，那么员工就应得到剩余索取权。

二、控制权的分类

按照企业的决策程序，法玛（Fama）和詹森（Jensen）将企业决策划分为决策经营和决策控制，前者指提出资源利用和契约结构的建议及执行已认可的决策，即决策提议和贯彻；后者指对所需贯彻的提议作决策选择及考核决策代理人的绩效并给予奖励，即决策认可和监督。

关于控制权的划分，近年来，学术界先后提出了剩余控制权、决策控制权、实际控制权和名义控制权等与公司控制权相关的概念。其中，剩余控制权是新制度经济学领域的重要概念，由哈特和莫尔（1990）在建立不完全契约理论分析框架过程中提出。“合同中包含缺口和遗漏条款。具体来讲，合同中还可能会提及某些情况下各方的责任，而对另一些情况下的责任只做出粗略或模棱两可的规定”；在合同不完全的情况下，将条款全部都列示清楚的成本很高，最好让合同中的一方购买剩余权利，从而拥有控制权，企业所有权就是对这些剩余权利的购买，资产的所有者拥有剩余控制权。由此，所谓剩余控制权就是指事先未能在契约中明确规定如何使用的权利，是决定资产在最终契约所限定的用途以外如何被使用的权利；能够事先在契约中明确规定的，在什么情况下如何使用的权利则称之为特定控制权。

阿格因（Aghion）和梯若尔（Tirole）（1997）将控制权划分为名义控制权和实际控制权，其中，实际控制权是指能对决策制定产生实质影响的控制权；与之对应的是名义控制权，即法律、契约做出明确规定，应由投资者享有的控制权，这样的划分反映了拥有权利和行使权利的差别。

需要指出的是，剩余控制权、决策控制权以及实际控制权等概念只是从某一视角出发而提出的，与整体性意义上的公司控制权概念有着本质区别。因此，不能用这些概念来代替公司控制权的内涵。

三、控制权的配置

（一）剩余控制权与剩余索取权相匹配的控制权配置

早期的控制权理论没有对特定控制权与剩余控制权进行区分，剩余控制权是从剩余索取权发展而来的。剩余索取权是对企业剩余现金流的要求权，而剩余控制权是对企业契约规定外的交易或事项的投票权、决策权。对于剩余索取权和剩余控制权，先前的观点（如阿尔钦和德姆塞茨）强调前者，现代观点：如产权理论模型（GHM 理论）更强调后者。但二者都认为，剩余控制权和剩余索取权应统一。GHM 理论进一步指出，由剩余控制权可推导出剩余索取权的安排。此外，美国学者布莱尔（Blair）从风险承担者与风险制造者相对应的角度、巴泽尔从人力资本属于主动性资产、詹森和麦克林（Meckling）从企业知识结构的角度出发，都得出剩余控制权和剩余索取权相匹配才是企业控制权配置有效率的结论。因此，以剩余控制权理论为基础，将资本的范围扩张到人力资本，自然会得出企业契约中的人力资本也应拥有剩余控制权的结论。

（二）资本结构制约下的控制权配置

詹森和麦克林开创了融资结构的契约理论，指出融资结构由代理成本决定，而融资结构通过影响经营者的努力水平、市场信号传递功能、经营者占有的股份与其对企业控制权的分配这三种途径影响企业价值。哈里斯（Harris）和雷维夫（Raviv）针对投票权的经理控制、企业的负债—股权比率及兼并市场三者间的关系，建立了一个投票权和剩余收入权匹配的模型，证明资本结构是保证优秀候选人获得公司控制权的一种工具。阿洪

(Aghion) 和博尔顿 (Bolton) 建立了一个当事人受财富约束下, 企业家 (有技术无资金) 和资本家 (有资金无技术) 的市场签约模型。他们指出控制权的相机配置要求在企业进行债权融资时, 如果能按规定偿还债务, 则剩余控制权配置给企业家; 如果不能按规定偿还债务, 则剩余控制权配置给资本家。哈特在不完全合同框架下研究了最佳债务合同: 如果融资方式是发行带有投票权的股票 (普通股), 则资本家掌握剩余控制权; 如果融资方式是发行不带投票权的股票 (即优先股), 则企业家掌握剩余控制权; 如果融资方式是发行债券, 则剩余控制权仍由企业家拥有, 前提是按期偿还债务本息, 否则, 剩余控制权就转移到资本家手中。

第三节 新古典控制权市场理论

一、控制权市场的定义

最早对公司控制权市场进行研究的经典文章是曼尼 (Manne) 于 1965 年发表的“兼并和公司控制权市场”一文。他提出“公司控制权市场的一个基本前提是公司的管理效率和其股票价格有着高度的正相关性”, 认为“除了证券市场, 我们没有任何衡量管理效率的客观标准”。遵循曼尼的思路, 詹森和卢拜克 (Ruback) (1983) 将公司控制权市场定义如下: “我们将公司控制权市场 (通常也被称作收购市场) 看成是一个由各个不同管理团队在其中相互争夺公司资源管理权的市场。”因而控制权市场其实是为争夺控制权而产生的各种机制或方式的集合, 这些机制有的是通过证券市场发挥作用, 有的则直接在公司内部产生效力。

根据公司资源管理权 (控制权) 的争夺方式, 可以大体上将公司控制权市场分为公司外部控制权市场和公司内部控制权市场两个方面。公司外部控制权市场指依托证券市场的控制权争夺, 即股权收购的一些方式; 公司内部控制权市场则主要指公司管理者内部竞争和激励、董事会的构成和大股东的监督等。

按照詹森等 (1983) 的定义, 公司控制权市场或接管市场是各种管理

团队为获得管理公司资源的权力而竞争于其中的独特场所，其核心活动是一个管理团队通过合并、要约收购或代理权争夺^①等手段完成对另一个管理团队的替代。而管理团队之所以要竞争公司控制权，是因为对控制权的掌握意味着共有利益、私人利益的存在。由于大股东有时会直接参与企业的日常经营（尤其是在中国），控制权又可能表现为大股东对企业的控制。

事实上，由于各国的公司治理机制及股权结构千差万别，控制权市场的表现也各有不同。上述定义主要立足于对于英美控制权市场的观察^②。如果我们把控制权市场看作是以公司的控制权作为收购、争夺或者交易对象的独特场所，则其活动的具体形式除了上述三种以外，还包括大额股份的收购（Block Share Purchase，一般以超过全部股份的5%为标准，也被称为部分收购），大额股份的协议转让以及其他交易形式。前两者尽管较少受到研究者的注意，但在股权比较分散的英、美资本市场也并非少见，比如有学者对1980年列入财富500强的425家公司股权转让活动的分析结果显示，57%的公司在其后的9年中发生了大额股份的购买。事实上，这种收购形式可以看作持续的收购过程的一部分。还有研究者对1978~1982年的公司公告进行检查后发现，在排除了完全的兼并与要约收购方式后，有97家公司发生了大额股份的协议转让，平均协议转让股份达到27%，这意味着，伴随着股份的转让，公司的控制权在很大程度上也发生了转移。在股权相对集中的欧洲大陆国家中，通过股权的协议转让实现控制权转移更构成了控制权市场的主要活动。比如科克（Koke）对德国资本市场的研究结果表明，1987~1994年期间，德国上市公司大额股份每年的平均转让率为8.3%，其中绝大多数交易导致了控制权的转移，相比之下，要约收购的作用则要小得多，尽管它仍然可能起着一定的制约作用。其他的控制权交易形式包括股权或控制权在同一集团的内部转移^③、由外部力量推动的

① 股东中的持异议集团争取董事会代表权的企图（J·弗雷德·威斯通等，1998）。

② 有人正是据此得出中国尚不存在成形的控制权市场的结论（李增泉，2002）。

③ 该交易形式的本质在于控制权的转移仅仅发生在较低的管理层次上，在更高的层次上，控制权依然保持在原所有者的手中，因此我们可以把这种活动看作一种内部的或者退化的控制权市场表现形式。