第四章 外部治理机制（1）：公司控制权市场

引言

公司内部治理机制与外部治理机制相互补充，相互支持，构成一个有机的整体。最重要的公司外部治理机制，包括前面第二章所研究的法律与监管环境，本章所要研究的公司控制权市场，下一章将要研究的债权人、机构投资者、中介机构与自律组织的外部约束，以及资本市场、产品市场和经理人市场的竞争等。就公司控制权市场的作用而言，当内部治理机制失效，导致企业的实际价值和潜在价值出现巨大差异时，外部力量便具有激励来控制该企业，从而恢复企业的应有价值。因此，控制权市场是公司治理的一道重要防线。

控制权的具体交易方式依赖于公司的所有权结构。在英美国家中，公司所有权结构较为分散，公司的控制权是“可竞争的”，潜在的竞争者可以通过直接购买股份或发出收购要约等方式获得公司的控制权。Jensen 和 Ruback(1983)、Franks 和 Mayer(1995)等人的研究表明，英美两国存在较为活跃的公司控制权市场，且大都为敌意收购行为，从而起到了有效约束管理层的作用。与之相反，在欧洲大陆国家和新兴市场中，由于所有权结构较为集中，公司的控制权是“锁定的”，潜在的竞争者只有与控股股东谈判并经过后者的同意后才能获得公司的控制权。因此，控制权交易在这些国家中主要以“协议转让方式”，而不是以敌意收购形式进行。Franks 和 Mayer(2001)对欧洲大陆国家的研究显示，外部竞争者一般通过协议收购现有大股东的股权来控制公司。

关于控制权市场对公司治理的影响主要集中在三个层面：一是控制权变更对管理层的约束，Holmstrom 和 Kaplan(2001)回顾了美国企业控制权市场的研究文献，发现绩效较差的公司更有可能成为收购目标，其管理层在公司被收购后也更

有可能被解雇；二是控制权交易对目标公司绩效的影响，Bruner(2002) 对国外历年的研究进行了全面汇总，总体而言，目标公司股价对并购公告的平均异常收益显著为正，而收购公司股价对并购公告的平均异常收益则显著为负；如果综合考虑目标公司和收购公司股价对收购公告的反应，那么异常收益相对较小，但显著为正，因此公司并购创造了价值。此外，在控制权市场发生作用的条件下，即使仅仅是存在被接管的可能，低股价也会对管理层施加压力，使其忠于股东利益(Fama，1980)。

专栏 4.1
关于控制权的定义

实行强制要约收购制度的国家或地区如英国、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》对控制权作出了明确界定："除文意另有所指，控制权须当作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"。英国《伦敦城市守则》也对控制权作出了明确界定："控制权指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"。可见，香港地区和英国对控制权的界定非常相似，都规定是否构成实际控制权是无关紧要的，这不是界定控制权的必要条件，唯一的区别在于持有或合并持有目标公司的股权比例，前者略高于后者。与英国和香港的做法不同，没有实行强制要约收购制度的国家如美国，则没有对控制权进行专门的界定。

在控制权方面，我国借鉴了英国和香港地区的成功做法，并实行强制要约收购制度。《上市公司收购管理办法》对上市公司收购的定义是：收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。这里，上市公司收购的途径有两种，即持有被收购公司的股份达到一定比例，或者控制被收购公司的股份达到一定程度。收购的目的是获得或可能获得对被收购公司的实际控制权，换言之，这是构成上市公司收购的实质条件。可见，我国上市公司收购强调的是实际控制权，而不是一般意义上的控制权。

《上市公司收购管理办法》的附则中专门对实际控制问题作出了明确、具体的界定："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：(1)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；(2)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；(3)持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过 30%的，但是有相反证据的除外；(4)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；(5)中国证监会认定的其他情形。"

可见，我国对控制权的界定比较宽泛，只要是构成对一家上市公司的实际控制，就被界定为控制权，而不仅仅局限于持有、控制一个上市公司投票权的股份达到或超过一定比例这一种情形。

资料来源：桢容，2002:《控制权、收购与反收购及其他》,《上市公司》第 9 期。

然而，以控制权市场作为公司治理机制也存在一些缺陷。首先，控制权争夺往往在公司代理问题较为严重，公司绩效出现严重下降时才会发生，因此只能算是一种事后的补救机制。其次，控制权争夺需要花费较多的时间和财力，而且在购并成功后往往会发生削减投资、解雇员工等现象，具有较高的社会成本；此外，管理层有时为了满足个人的商业成就感，进行“疯狂”而不计收益的购并活动，从而对收购公司的股东价值带来负面影响。

尽管存在上述缺陷，但过去二十年里控制权市场仍在公司治理中发挥了重要作用。在二十世纪八十年代，以杠杆融资为特点的敌意购并活动风行一时，使得超大型公司也会面临被购并的危险，从而使股东价值得到了重视。至上世纪九十年代初期，购并活动有所平缓，但在九十年中后期，全球的购并活动又达到了一个新的高峰。需要指出的是，九十年代中后期的购并活动大都不是敌意购并，而是同行业之间的战略性并购。这一方面是由于经济全球化的深入和“新经济”的蓬勃发展加速了产业整合进程；另一方面则是因为自九十年代以来全球范围内兴起的公司治理运动大大强化了内部治理机制的作用，从而降低了对控制权市场这一外部治理机制的需求。

中国上市公司控制权市场的发展

发展阶段

近年来，随着中国经济市场化程度的不断加深、国有经济战略性重组的日益推进以及国有资产管理体制的深化改革，中国企业并购规模呈不断上升趋势。据统计，中国企业的并购额在过去5年内以每年70%的速度增长，2002年涉及中国企业的兼并与收购交易总值达到300多亿美元，占亚洲地区(除日本外)所公布同类

交易价值总额的五分之一。[1]

就上市公司而言，自 1993 年 9 月中国股票市场首宗并购案例——宝安集团收购延中实业始，上市公司的控制权市场呈现蓬勃发展之势。回顾历史，我们看到，上市公司控制权转让的实践经历了以下几个发展阶段：

全流通股上市公司的收购和反收购阶段：1993 年起。此阶段上市公司收购的依据主要是《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》以及《证券法》。1993 年宝安集团通过二级市场收购延中实业股权后，全流通公司爱使股份、飞乐音响以及申华实业(现申华控股)均发生过收购与反收购的案例。这些案例的共同特点是以争夺控股权为目的，多次反复，出现一致行动人、产业转型、要约豁免等现象。

此阶段法律实践的主要特点是：(1)法律制度和市场规则的准备严重不足。由于市场缺乏统一的行为规范，每次收购均带来大范围争论，市场监管也严重滞后；（2）没有国有股转让的先例，所有重组的目光主要集中在二级市场和“三无概念”[2]公司上。“恒棱事件”[3]和“浙凤事件”后，上市公司收购才涉及国有股转让。

外资对上市公司的初次收购阶段：1995 年起。1995 年经国务院批准，日本五十铃和伊藤忠商社分别协议购入北旅汽车国有股和国有法人股，美国福特汽车公司定向认购江铃汽车 80%B 股，这是国家开放外资收购上市公司的初步尝试。此后考虑到国有股和法人股统一管理，证监会同年下发《暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商的通知》，但外资仍可以通过增持或定向发行 B 股或 H 股达到控制上市公司的目的。典型案例是华新水泥向 Holchin B.V.定向发行 B 股等。

国企大规模资产重组与收购创新阶段：1997 起。1997 年以后，随着证监会颁布《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》、《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》和《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，激发了市场针对部分绩差上市公司“壳资源”的重组。特别是 1998 年以来，随着上海市本地上市公司掀起一轮资产重组的热潮，多数省市开始重视本地上市公司的发展，将上市公司质量和业绩的提高，作为推动当地国有企业改革的试点与龙头，也视上市公司经营的好坏作为其政绩之一。尤其是一些上市公司业绩持续恶化的

[1]王巍:《中国并购报告 2003》，人民邮电出版社 2003 年第 1 版。
[2] “三无概念”公司是指全流通股公司，因该类上市公司无国有股、无法人股和无内部职工股而得名。
[3] 关于“恒棱事件”，参见本章专栏 4.4“棱光实业是如何被大股‘掏空’的？”

地区，迫使政府使用行政手段推动控制权转让和资产重组，并成为最有效和最快速的方法。这一阶段收购实践创新出很多新形式，如协议收购、吸收合并、间接控股收购、一致行动收购、司法裁定收购等。在收购定价方面，既有协议收购中通行的以公司每股净值为基础进行市场溢价，也有竞拍中“公允价格”造成低于净值成交的情况，如名流投资入主幸福实业。不足之处是在支付方式上，现金收购仍是主要形式，缺乏多样化支付工具。

市场开放和国有股减持背景下收购发展的新阶段：2001 年至今。随着中国加入 WTO，逐步开放证券市场已成为大势所趋。与此同时，随着国有资本逐渐从竞争性领域退出，国有股的减持也提上议事日程。在这种背景下，公司控制权市场的发展迈入了一个新阶段，一批真正有实力的民营企业和外资战略投资者通过协议转让国有股进入上市公司，涉及行业包括石化、电子、汽车、交通运输等主导产业，以及原先禁止投资但入世后大幅开放的医药、零售、公用事业、金融服务等行业。

总体来看，上市公司的控制权转让近年来发展迅速。据 2002 年中国证监会和经贸委对公司治理状况的调查结果，在上市后通过非流通股股权转让发生过控制权转移的公司共有３３８家，约占上市公司总数的３０%。[4]从历年趋势来看，上市公司控制权转让数量自 1997 年以来逐年上升，近两年已明显高于新股发行(IPO)数量(参见表 4.1)。

表4.1　　1997-2002年上市公司控制权转让一览表

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
上证指数最高与最低平均数	1188	1269	1399	1739	1881	1545
新股发行数量(IPO)（家）	196	100	95	133	70	69
上市公司股权转让累计披露（家）	33	70	84	103	119	168*
平均收购金额（亿元）	0.64	0.91	0.91	0.95	1.41	2.02
上市公司并购数/新上市公司数	0.17	0.70	0.88	0.77	1.70	2.43

资料来源：吕爱兵、陈蓉《 2003第一季度上市公司并购浅析》, 2003年2月13日《证券时报》。

*上市公司首次披露在本年度以前，不计算在内；2002年上市公司共披露172起控制权转让事项，其中有四家受让双方已经解除了股权转让协议，余下168家。

[4] 资料来源:http://www.csrc.gov.cn

控制权交易的活跃，一定程度上纠正了上市公司治理结构的制度性缺陷。相关研究表明，在第一大股东变更后，公司的股权集中度显著下降，董事长与CE0 两职分离的态势明显加强,外部独立董事的设立情况也得到明显改观。[5]所有这些都表明，控制权转让使困扰我国公司治理的内部人控制问题有所缓解，来自外部和市场监督的力量得到加强，公司治理的效力明显提高。另一方面，控制权市场的发展从某种程度上顺应了产业变革和经济结构调整的方向，促进了企业、地区乃至国家在全球经济体系中的分工与合作，提高了资本市场的资源配置效率。

法规建设

在《证券法》颁布之前，国内法规对于“控制权转让”和“收购”缺乏系统的法律定义，例如 1993 年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第 46 条规定，中国公民持有一家上市公司发行在外的普通股 5‰以上部分，由该上市公司得到证监会同意后，按照原买入价格和市场价格中较低价格“收购”，此规定显然对收购行为具有惩戒性质，现已废止。《证券法》颁布后，和《公司法》、《国有资产评估管理办法实施细则》、《关于规范股份有限公司国有股股权管理有关问题的通知》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等一起构成了公司控制权转让和收购的法律法规体系。

随着公司控制权市场的不断发展壮大，中国证监会和相关政府部门在 2002 年内出台了多项法规，以便对上市公司控制权交易起到积极的引导作用，达到完善公司治理的目的。2002 年 9 月 28 日，中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》，对收购人主体、收购方式、收购程序、支付方式、信息披露等问题进行了详尽的规定，这标志着一个比较完整的境内上市公司收购法律框架已经基本形成。特别是《上市公司收购管理办法》对于控制权市场发展意义深远，其创新之处在于：（1）扩大了上市公司收购的主体，自然人、法人、民营、外资均可平等参与；（2）增加了上市公司收购的支付工具，除现金外，增发、换股等股权支付手段的运用使公司收购成为可能；（3）要约收购成为主要形式，规定了 4 种申请和 8 种备案后可以取得豁免的情形；（4）

[5] 参见徐晓东，陈小悦，2003：《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》，《经济研究》第 2 期。

创造性提出解决要约收购中要约定价问题；（5）提出管理层收购概念，当收购人为被收购公司高级管理人员或全体员工时，由被收购公司独立董事聘请有从业资格的独立财务顾问，就被收购公司的财务状况和收购条件出具报告；（6）强化收购要约的信息披露，保护中小投资者。

2002 年 11 月 1 日，中国证监会、财政部和国家经贸委联合发布了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，允许向外商转让上市公司的国有股和法人股，明确规定了相应的原则、条件和程序，停滞多年的外资并购上市公司得以重新全面启动。

2002 年公司控制权市场的发展

在良好的政策环境下，2002年上市公司控制权交易呈现几大特点。首先，涉及外资的并购活动显著增加。如青岛啤酒与美国A-B公司之间的战略性投资合作；东风汽车公司与日产自动车株式会社组建合资公司等等。其次，行业性的整合加剧。为迎接WTO的挑战，国内汽车、航空、电力、医药等行业纷纷重组整合，提高产业的国际竞争能力。再次，MBO异军突起。随着《上市公司收购管理办法》的出台，同时也出于公司完善治理结构的需要，洞庭水殖、鄂尔多斯等上市公司纷纷推出了MBO计划，引起了市场的广泛关注。此外，国有股权向民营企业转让明显加速。在国有资产实行两级管理体制以后，国有资产的形态变化（包括国有控股的上市公司）主要是依靠协议收购这一手段来完成的。另一方面，改革开放二十多年以来，中国已经形成了一批有实力的强势企业，特别是民营企业，这些企业利用证券市场进行兼并收购，实现买壳上市的动机日益强烈。在这种背景下，国有资本存量和民间资本增量通过国有股权转让实现了对接。

专栏 4.2
民营企业并购上市公司提速

自 2002 年 8 月 15 日方向光电国家股转让获批以来，2002 年下半年上市公司国家股权转让迎来了高峰。这些密集出现的国家股转让呈现出三大特点--股权转让规模扩大：动辄上亿股，且大部分涉及大股东变更；股权转让速度加快：从协议签署到获得各相关主管部门审批的时间间隔大大缩短；“国转民”比例放大且形式多样化：民营企业成为受让国家股和参与对国家控股上市公司进行整合的生力军。

自方向光电 8 月 20 日公告股权转让获准后，不到一个月时间已有 11 家上市公司国有股转让获得财政部批准，例如成商集团 9 月 28 日公告称，其 13282.888 万股国家股被大股东

成都市国有资产投资经营公司转让给四川迪康产业控股集团股份公司；11 月 15 日，长丰通信、吉林敖东、福州大通不约而同地发布了国家股转让公告。

与此同时，国家股转让的审批速度也在加快，很多 2001 年就上报了的转让项目在 2002 年下半年集中得到批准，而荣华实业大股东 2002 年 7 月 29 日签订的《股权转让协议》，11 月 13 日就得到财政部的批复同意，创造了国家股转让审批的新纪录。另外，像健特生物 4778.7 万股国有法人股出让给民企上海华馨、S T 鑫光、苏福马的国有股向民营企业转让，也都很快获财政部批复。

资料来源：陆一、高利《中国并购：2002 年亚洲及全球最活跃的市场》,《上市公司》2003 年 第 2 期。

专栏 4.3
外资并购上市公司的主要模式

1.间接收购

即通过控制上市公司的母公司或控股企业来间接控制上市公司，如，2001 年 10 月，阿尔卡特通过受让上海贝尔有限公司的股权，以 50％+1 股控股上海贝岭的第二大股东上海贝尔有限公司，阿尔卡特因此成为上海贝岭的间接第二大股东。

2.合资、合作方式

外资企业与上市公司合资组建由外方控股的合资／合作公司，然后由合资／合作公司反向收购上市公司的核心业务，从而达到并购的目的。如，2001 年 3 月，我国轮胎生产龙头企业轮胎橡胶与世界上最大的轮胎生产企业米其林组建合资企业，由米其林控股的合资企业斥资 3.2 亿美元收购轮胎橡胶核心业务和资产，结果米其林通过合资企业实质性地控股轮胎橡胶。

3.直接收购股权

在直接收购上市公司股权上，由于国有法人股的价格远低于流通股的价格，且收购过程中可以得到要约豁免，从而可以降低收购成本，并缩短收购时间。因此，外资收购上市公司的股权，依然主要以协议收购非流通国家股或法人股为主。2001 年底，作为世界三大新型制冷剂供应商之一的格林柯尔集团通过其旗下的顺德市格林柯尔企业发展公司一次性拿出 5.6 亿元现金，协议收购科龙电器 20.6％的法人股，从而成为科龙电器的新第一大股东。此外，外资还可以通过协议收购外资法人股来收购上市股权。如，耀皮玻璃第一大股东皮尔金顿国际控股公司是英国皮尔金顿有限公司的控股子公司，通过逐步受让外资法人股，皮尔金顿成为耀皮玻璃的第一大股东。由于这种方式属于外资股在外方股东间的转让，受到的限制较少，操作起来相对简便。

4.增资式收购

国内上市公司向外资定向增发 B 股。1995 年 9 月，美国福特汽车公司以 4000 万美元认购江铃汽车 138642800 股新发 B 股，占江铃汽车发行成功后总股本的 20％，成为江铃汽车的第二大股东，首开外资通过上市公司定向增发实施并购的先河；1999 年 3 月，华新水泥又以每股 2.16 元人民币向 Holchin B.V.定向增发 7700 万 B 股，使后者的持股比例达 23.45％，成为其第二大股东。与股权协议转让相比，定向增发方式没有太多的法律障碍，是无实施、也是无监管

中国上市公司控制权市场的特征与问题

控制权市场的特征

作为转轨经济过程中引入的制度安排，中国上市公司在股权结构上设立了国有股、法人股和公众流通股，其中国有股和法人股处于绝对控股或相对控股的地位，且无法在二级市场上公开流通。在这种特殊的股权结构下，国有股、法人股协议转让成为控制权交易的主要形式，而流通股标购的案例则较为少见。公司控制权收购市场相应表现为二级市场收购流通股和非流通的国有股与法人股协议转让两个分割的市场。国有股与法人股等非流通股协议转让价格普遍采用净资产溢价方式(见表 4.2)，转让价格远远低于被转让公司股票的市场价格，因而也低于二级市场收购流通股的价格，由此造成了国有股与法人股协议转让在上市公司控制权转移中占主要地位。而直接在二级市场收购流通股主要发生在延中实业（1998 年改名“方正科技”)、申华控股、爱使股份等股份全部上市流通的“三无概念”公司中。

表 4.2　历年上市公司控股权转让价格与每股净资产的溢价比

	公布转让价格的公司家数	大于 30%	0 至 30%之间	-30%至 0 之间	小于-30%
1996	2	—	2	—	—
1997	26	13	8	4	1
1998	34	9	20	4	1
1999	41	10	20	10	1
2000	67	20	31	9	7
2001	79	27	33	12	7

在并购动机方面，中国上市公司的控制权市场也具有自身显著的特征。

从发生控制权转让的上市公司来看，其在控制权转让前经营业绩发生恶化，统计显示，公司每股收益、净资产收益率和主业利润率都显著下降，从控制权转让前 3 年到前 1 年，每股收益平均值从 0.2038 下降到 0.1098，两年内降低了 36.11%；而净资产收益率(ROE)的平均值从 2.65％下降到-12.23％；主业利润率从 23.19％下降到 18.23％。在控制权转让当年和第二年上述 3 个指标都有所改观，每股收益平均值分别上升了 29.96%和 29.99%，净资产收益率上升了 106.86%和 752.46%，主业利润率上升了 29.38%和 5.69%。由此可见，改善公司业绩是上市公司进行控制权转让的主要动机。

从购并方来看，其进入绩差上市公司的主要目的是为了获取控制权的私人收益。一方面，我国上市公司普遍地存在“一股独大”现象，截至 2002 年底，第一大股东平均持股比例为 44.3%。大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来，在保护小股东利益的法律体系尚不完善的情况下，控股股东会通过不正当的关联交易、信贷担保及占用资金等手段“掏空(Tunneling)”上市公司，侵害小股东利益，从而获得控制权的私有收益。第七期“上证联合研究计划”的一项研究表明，我国上市公司控制权溢价平均达到 11%的水平，即便在发展中国家也是较高的(见表 4.3)。这一方面反映了我国上市公司治理结构和证券市场法律监管存在的突出问题；另一方面也反映出控制权价值是我国上市公司控制权私人收益中一项重要的利益来源。另一方面，上市公司具有独特的上市价值，除了可以提升公司的知名度和信用度外，更可以享有资本市场上以配股、增发、发债等形式获得直接融资的便利。在企业上市尚实行严格的“核准制”，上市节奏受制于行政管制的情况下，通过受让上市公司控制权以实现“买壳上市”，不但可节省直接上市所需的高额成本，还可以获得直接融资的可能性。因此，上市资格所具有的经济价值便成为控制权私人收益的另一大来源。可以说，部分购并方获取上市公司控制权的主要动机是为了获得“掏空”上市公司的机会和取得“壳价值”，而并非着重于通过提高管理效率和强化协同效应等途径来创造公司价值。

表 4.3　大股东控制权溢价的国际比较（％）

国家或地区	平均值	中值	标准差	最小值	最大值	观测数	正值观测数
日本	-0.04	-0.01	0.09	-0.34	0.09	21	5

中国香港	0.01	0.03	0.05	-0.12	0.05	9	7
英国	0.02	0.01	0.05	-0.06	0.17	43	23
澳大利亚	0.02	0.01	0.04	-0.03	0.11	13	9
美国	0.02	0.02	0.10	-0.20	0.40	47	28
新加坡	0.03	0.03	0.03	-0.01	0.06	4	3
马来西亚	0.07	0.05	0.10	-0.08	0.39	41	31
印尼	0.07	0.07	0.03	0.05	0.09	2	2
中国大陆	**0.11**	**0.02**	**0.15**	**-0.14**	**1.38**	**87**	**60**
泰国	0.12	0.07	0.19	-0.08	0.64	12	11
菲律宾	0.13	0.08	0.32	-0.4	-0.82	15	11
韩国	0.16	0.17	0.07	0.04	0.22	6	6

注：除我国以外的数据所反映的大宗股权转让溢价水平，是以大宗股权转让价格减去该项交易宣布后的交易价格后除以该交易价格，再乘以转让股份比例；我国的数据是用前面得到的控制权溢价率乘以转让股份占总股本比例。

资料来源：浙江大学课题组，《中国上市公司购并动机：治理因素分析》，第七期上证联合研究计划研究报告。

专栏 4.4

棱光实业是如何被大股东“掏空”的？

棱光实业股份有限公司是上海证券市场中著名的失败案例，它的失败原因主要在于控制权转让。1994 年的棱光重组是当时轰动一时的国有股转让案例，恒通集团因此成为棱光实业的控股大股东。从 1994 年 4 月恒通集团正式入主棱光实业公司到 1999 年 7 月披露恒通集团所质押棱光实业法人股将被拍卖的 5 年多一点的时间中，恒通集团借助这家总资产仅 5.8 亿元的公司，通过溢价转让资产、担保、股权质押等多种方式，拿走了 8 个多亿。那么，这一切是怎么发生的呢？

首先，溢价购买大股东资产。在大股东恒通集团没有回避投票的情况下，1995 年 12 月 22 日，棱光实业公司股东大会通过决议，全额收购恒通集团拥有的恒通电表公司。当时棱光实业公司是一家净资产只有 1.08 亿元的公司，却要花 1.6 亿元收购一家净资产 8488 万元的公司。为了支付首期的 8000 万元，棱光实业公司大规模向银行借款，1995 年报披露的短期借款项目达到 8117 万元，比年初增加 485％。

第二，以上市公司作为自己子公司的贷款担保和占用上市公司资金。棱光实业公司为恒通集团下属子公司所作担保相当部分根本没有经过董事会讨论，只是由董事长签字就得到法律确认，许多董事甚至不知道对外出具了担保。根据财政部对于关联交易的定义，为大股东的子公司进行担保属于关联交易。按照国际惯例，与关联交易有关的董事会成员应该进行回避。然而，棱光实业公司不仅违背了这一规定，而且公司董事长长期由恒通集团人员兼任，恒通集团总裁就多次同时担任棱光实业公司董事长，在董事会根本不发挥应有作用的情况下，为自己的子公司出具担保函无异于左手为右手担保一般。

第三，以所持上市公司股权作质押向银行贷款。棱光实业公司 1999 年 7 月 27 日披露，恒通集团以持有的 4400 万股棱光实业公司股权作质押，向浦发银行借款 5000 万元。由于这 5000 万元逾期未还，债权人向法院申请执行，上海拍卖行受法院委托，对质押股权进行拍卖。但经过恒通集团这些年的巧取豪夺，棱光实业公司已经是一个空壳，没有人再敢来接手这一烫手的“山芋”。

通过上述几种方式，恒通集团借助棱光实业公司共获得资金 8.6 亿元，即使除去

控制权的转让方式

从上市公司控制权转让的方式来看，目前主要有以下六种：

一是协议转让。由于我国上市公司的股权高度集中，协议转让控股权成为最常见的方式。这种方式可以在一次性交易中迅速、直接完成控股权的变更，便于新的控股股东在较短时间内入主，对行业、部门和地区的突破性较强。

二是无偿划拨。无偿划拨是指地方政府或主管部门作为国有股的持股单位，直接将国有股在国有投资主体之间进行的划拨行为。这种控制权转让方式仅是国家股持股主体转移，股权性质并没有发生变化，带有极强的行政性。

三是间接控股。主要是购并方通过收购上市公司的第一大股东来间接地获得上市公司的控制权。这种方式主要是为了规避财政部门对国有股权转让的审批程序，缩短控制权重组进程。

四是司法裁定。当上市公司原有控股股东无法偿还债权人债务时，债权人会申请法院对大股东持有的股权进行冻结拍卖，战略投资者便可以通过竞拍的方式获得这部分股权，或者由法院直接裁定将这部分股权给债权人作为抵偿。

五是公开拍卖。公开拍卖在 2001 年度曾经十分热烈，但证监会于 2001 年 9 月 3 日发布了《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动的规范通知》，对在场外以公开拍卖方式进行股权转让活动予以制止。

六是二级市场收购。由于我国上市公司股权结构高度集中，二级市场收购缺乏必要的市场基础，使得通过收购流通股获取控制权比较困难，迄今为止只发生过少数案例。

从不同转让方式所占比例来看，协议转让是控制权交易的主要方式，历年所占比例保持在 60%-85%之间；其次则为无偿划拨，历年比例在 15%-30%之间。

专栏 4.5

丽珠集团收购案开辟流通股协议转让收购上市公司新途径

丽珠集团由于行业地位举足轻重，加上股本结构特殊，在资本市场中股权之战不断。经过激烈争夺，太太药业及控股关联公司天诚实业（太太药业全资子公司）分别从 A、B 股市场上不断增持丽珠集团股份，最终持有丽珠 19.34％的股权，已取得对丽珠的实际控制权。此案中流通股收购和场外协议转让相结合，特别是在 B 股市场上，在天诚实业和光泰医药协议以 6 元/股转让后，通过深交所 B 股对敲系统一次完成股权转让交易。这种方式有利于机构投资者通过大宗交易促成收购，同时也标志着对流通股过半数的公司可以通过两个以上市场完成收购行动。

资料来源：彭志刚、栾兰《国内上市公司控制权问题的制度创新和监管》，《中国证券业通讯》2002 年第 9 期。

控制权市场存在的问题

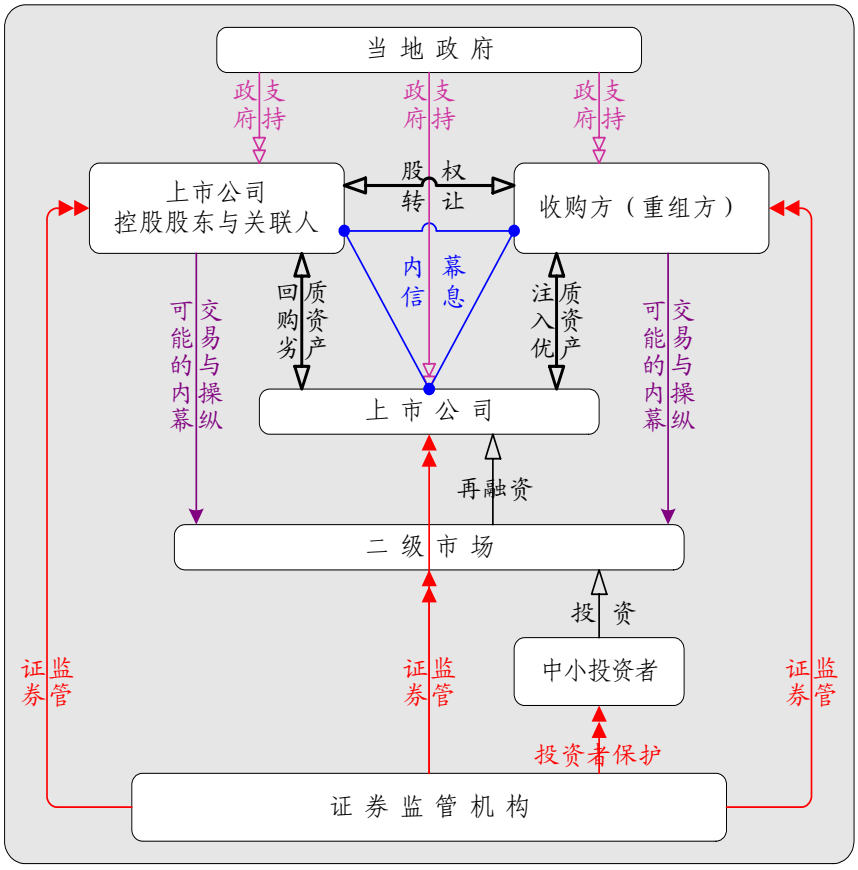
作为转轨经济中发展起来的新兴证券市场，中国上市公司的控制权市场尚存在多方面的问题：

一是国有股和法人股的不流通阻碍了公司控制权市场的真正形成。国有股和法人股的不流通严重影响了股市定价功能的发挥，导致股市无法以股价的涨跌来反映公司的经营业绩，从而削弱了股价涨跌对管理层的压力。另一方面，尽管目前以协议转让为主要形式的控制权市场快速发展，但国有股、法人股的凝固导致三分之二的股份不能在市场上流通，使市场交易不对上市公司控制权产生影响，削弱了证券市场敌意购并和代理权争夺对管理者的监督作用，而在国家绝对控股形成的双层委托—代理关系中，经理层既可作为国家股的代表不理会其他股东的意见，又可以作为内部人不理会国家这个大股东的意见，从而加重了“内部

人控制”问题。

二是控制权转让主要以绩差上市公司为中心、以价值转移和再分配为主要方式。由于我国《公司法》对上市公司的上市地位和再融资资格设置了相应的盈利要求,亏损上市公司为了进行再融资或避免退市，往往必须进行控制权转让和并购重组。上市公司所在地的地方政府往往也出于地方利益考虑,支持这种重组,为重组提供种种优惠条件，而收购公司则是为了壳资源而进行收购。在这种机制下的重组，对目标公司股东显然是有利的。因为，一是地方政府提供优惠条件，二是收购公司为了维持目标公司的再融资资格，需要减轻亏损，因此收购公司往往要对目标公司低价输入优质资产。而收购公司和地方政府（以及现有或未来的股东，通过认购增发配股等方式）在为目标公司输血。在这种情况下，并购重组直接带来的实际上是价值的转移而非价值的创造(见图4.1)，控制权转让对绩效的改善也缺乏持续性。第七期“上证联合研究计划”的一项研究显示，公司每股收益、净资产收益率和主业利润率在控制权转让当年和第二年都有所上升；但从控制权转让后第2年开始，业绩增长不明显，而到第3年，经营业绩甚至有所恶化。

图 4.1　中国上市公司控制权转让的利益分配机制

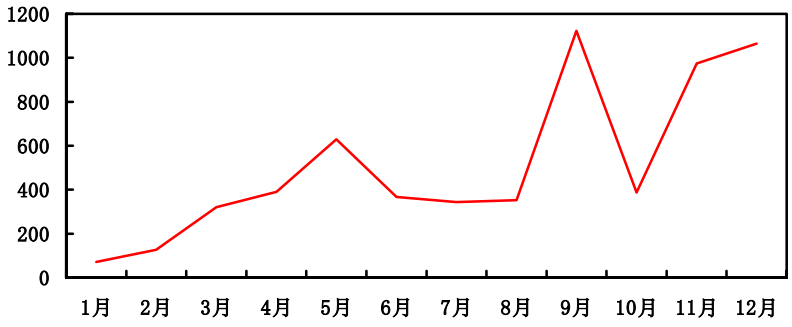


资料来源: 张新：《上市公司并购是否创造价值》，上海证券交易所《上证研究》

2003年第一辑，复旦大学出版社2003年出版。

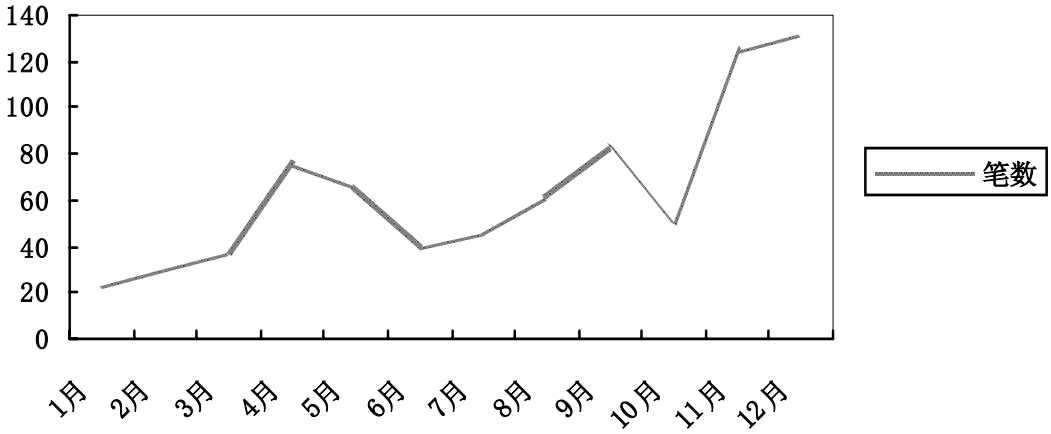
三是非市场化的动因左右控制权市场。相关研究显示，控制权转让和并购重组主要发生在第四季度，其中尤以 11 和 12 两月最为突出。这一现象主要是由资产重组的季节性引起的，很多经营业绩不佳的上市公司为了摆脱被 ST 或 PT，或者是为了达到再融资条件，往往在年底趁年报披露前利用并购重组来改善其帐面表现。有关统计表明，并购重组数量和金额往往在年底显著地呈上升趋势（见图 4.2 和 4.3）。

图4.2　　2002年上市公司并购金额(千万元)



资料来源：全球并购研究中心(htttp://www.online-ma.com.cn)

图4.3　　2002年上市公司并购数量（笔数）



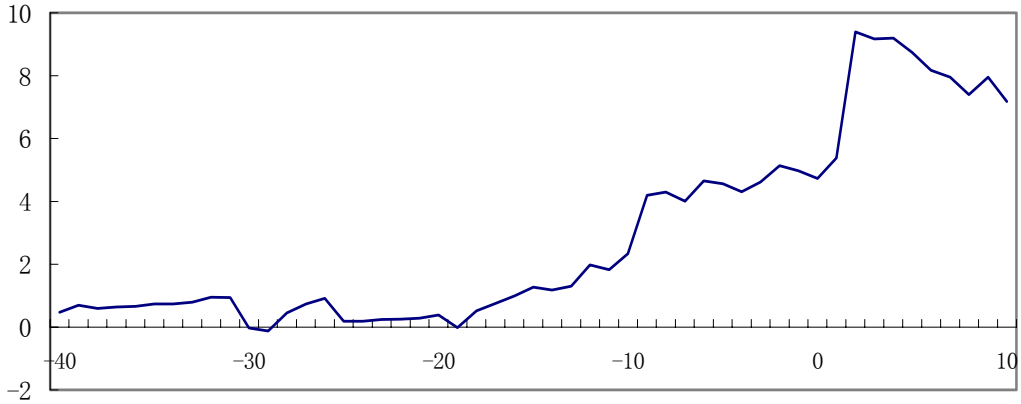
资料来源：同上。

四是控制权交易缺乏融资机制。当前我国上市公司的并购主要以资产置换和

股权置换为主，上市公司并购融资工具单一且发展很不成熟。一方面，在我国现制度环境下，针对并购的银行短期信贷是难以获得的，利用发行债券融资还面临着诸如发债额度、债券利率、资金投向等多种约束，导致债务性并购融资的渠道不够通畅；另一方面，由于不规范的股权结构以及相关的法律法规不健全，我国换股并购并未得到较快发展。可以说，并购的资金来源问题已成为制约大规模战略性并购的主要瓶颈之一。

五是控制权转让常常与内幕交易和股价操纵等违法行为相关联。当前股票市场流通股和非流通股分裂的市场结构，导致流通股的价格波动不会直接影响非流通股的转让定价。因此，内部人完全有可能凭借其掌握的购并信息，在支付有限的股权转让价格的同时，扮演“内幕交易者”的角色，即凭借内幕信息从二级市场获取巨大的流通股差价利润。大量研究（陈信元、张田余，1999；高见、陈欵玮，2000；顾勇、吴冲锋，2002；施东晖、傅浩，2002）及市场参与者普遍观察到的现象均表明，控制权转让这一重要信息在正式公告前就已在市场上提前反应(见图 4.4)。这种投机性利益的存在为购并方在非流通股转让中支付的成本和高额溢价提供了一种短期内得到充分补偿的机制，并由此演化为中国证券市场特有的制度缺陷和治理危机。近年来，投资者中流传的所谓“零成本收购”，反映了这一机制对我国上市公司购并的现实推动作用。从实际情况来看，内幕人既可能是大股东，也可能是其他利益相关者，甚至包括知情的经理人，而且经常是在一定利益分配机制下各相关主体的合谋行为。这种合谋行为严重损害了中小投资者利益，甚至造成了中国证券市场的信任危机。

图4.4　控制权转移前后累积平均异常收益率(%)



资料来源：施东晖 、傅浩《 证券市场内幕交易监管：基于法和金融的研究》，上海证券交易所《上证研究》2002 年第 1 辑，复旦大学出版社 2002 年出版。

建立高效的公司控制权市场

中国公司控制权市场的发展趋势

随着国有资产两级管理体制的建立、国有经济战略性调整步伐的加速以及中国加入WTO后经济市场化和国际化进程的不断推进，中国的公司控制权市场必将呈现蓬勃发展的态势。

首先，国有股协议转让将大大提速。我国已经着手实施国有经济的战略性调整，根据十六大报告的精神，除“关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等，由中央政府代表国家履行出资人职责”外，国有经济将陆续从竞争性领域退出。与此同时，国有资产两级管理体制的建立加速了各地国有经济从竞争性领域退出和招商引资方面的努力，如山东省的105号文件明确确定25户国有股所占比重较大的上市公司作为重点转让国有股权的对象向外商推介。国有股协议转让的加速无疑将极大地推动上市公司控制权市场的规模扩大和功能深化，更有利于优化国有上市公司的治理结构。

其次，外资并购的广度和深度将大大拓展。随着有关外资并购政策规章的陆续颁布，外资并购的政策障碍已经基本被扫清，上市公司外资并购即将进入一个新的发展阶段。在经济全球化和产业整合加速的背景下，同业之间的购并行为将在外资并购中担当主要角色，电信、金融、公用事业和物流等行业的上市公司都会有外资的深层次介入。与此同时，外资并购上市公司的模式也将不断创新，如，外资可以通过购买资产管理公司处置的不良资产，以债转股方式直接或间接进入上市公司；对于允许外资进入的产业领域，外资也可以通过购买、承接债权的方式进入上市公司。外资的进入将从股权结构上改变国有股 “一股独大”的格局，促进企业经营机制的转变，从而在一定程度上推动上市公司按照国际规则形成规范的治理结构。

再次，民营企业将在上市公司并购中担当重要角色。经过二十多年的改革开

放，我国已经形成了一批有实力的民营企业，它们在各自的产业领域中得到了长足的发展，积累了一定的竞争优势。在“国退民进”的战略性调整过程中，民营企业将成为受让国家股和参与国家控股上市公司整合的重要力量。更多民营企业入主上市公司，一方面可使原来过分集中的持股结构得以分散化，促进上市公司治理结构的完善；另一方面给许多失去成长性的传统企业带来新的活力，使公司业绩在转型后出现提高。

第四，并购手段日益多元化。随着相关政策的陆续到位，一些新的并购模式，包括要约收购、债转股、换股收购、自然人收购或者融资收购等，也将陆续出现。并购手段的多样化，将极大地促进控制权市场的发展。

完善公司控制权市场的对策和建议

当法律和和内部控制机制无法促使经理层为公司价值最大化而努力时，公司控制权市场将成为约束经理层的“最后武器”。因此，高效而富有活力的公司控制权市场，对于改善公司治理、提高资源配置效率均具有积极作用。在中国，由于股权结构分割、市场发育不健全以及政府对上市公司运作的行政干预等原因，真正意义上的公司控制权市场尚有待形成。因此，需要采取积极措施建立高效的公司控制权市场，提高公司治理的水平和资本市场的效率。

积极促进股权结构的多元化。中国公司控制权市场的建立需要打破各类股份的界限，通过优化上市公司股权结构和降低股权集中度，逐步实现上市公司股权结构的多元化和合理化，削弱大股东对上市公司的超强控制权，形成互相制衡的现代企业产权主体，防止形成新的“一股独大”。在此基础上，市场的流动性、深度和定价效率将会得到极大提高，基于经济主体利益动机的公司控制权市场也会自然形成。

继续完善有关控制权转让和收购兼并的法规。主要是建立良好的法律和监管环境，监管机构应继续简化审批程序，提高工作效率，大力鼓励市场创新，建立基于充分信息披露基础上的市场化定价机制，让有活力的产业和企业能够通过市场的方式，快速成长。同时，要努力改变我国并购重组市场以绩差上市公司为中心的局面，走出并购重组以价值转移和再分配为主要方式的死胡同，形成以实质性资产重组为主，以产业整合为特征的战略性并购重组的新格局。

建立和完善公司购并的融资机制。随着我国上市公司从财务性并购向战略性实质并购转变，借鉴国际成功经验，丰富并购融资工具品种，开辟并购融资渠道，已经日益重要。为此，应从多方面建立和完善上市公司购并的融资机制，尽快颁布现金收购、换股收购、定向募集收购等各种收购方式的实施细则，对《公司法》、《贷款通则》等现行法规中某些限制并购融资的条款进行修订，为并购融资创造宽松的法律环境。与此同时，加强金融产品创新，丰富并完善并购融资工具，尤其是探索发展综合证券收购方式与多层债务融资收购形式，尝试运用信托产品或 MBO 基金解决资金瓶颈，推动公司控制权市场健康发展。

进一步推动外资和民间资本通过并购国有股进入上市公司。随着新国资管理体制的建立，国有资产战略性退出已成为一种共识。就上市公司而言，国有股的转让可以从根本上避免国有股股东在公司治理机制上的混乱，而外资和民营股东的进入可使公司从“所有者缺位”导致的治理主体“虚幻化”中，引入一个实实在在的法人治理主体，从而有助于完善上市公司的治理结构。在目前国有股不能上市流通的前提下，应按照有进有退，有所为有所不为的原则，减少国家持股比例, 进一步推动外资和民间资本通过并购国有股进入上市公司。国有股“退出”过程中的重点则是确保“卖主到位”，防止不公平交易造成的国有资产流失。

建立完善的外资并购上市公司法律制度框架。首先，完善我国的国有资本退出管理制度，建立诸如向外资转让国有股和法人股的审批制度，向外资转让后的再流通制度，科学并符合国际惯例的公正资产评估制度。其次，完善外资并购上市公司的反垄断制度，适时推出外资并购的反垄断报告制度，外资并购的反垄断听证制度，外资并购的反垄断审查制度以及建立对导致垄断的外资并购行为的控制制度。再次，进一步健全外资并购上市公司的外汇管理制度，逐步完善外汇申报制度、外汇支付制度、外汇结汇制度。在此基础上完善外资并购上市公司的产业政策制度，在现行的《指导目录》等有关规定的基础上，建议对外商进入的行业范围作出调整。规范外资并购上市公司的信息披露制度，针对外资并购的特殊性，在信息披露规则上进一步作出规定，以充分保证外资并购过程中全面、充分和准确地披露相关信息。