

# 论中国强制要约收购制度之合理性

## 从法经济学视角分析

薛人伟\*

**摘要** 自上世纪九十年代英国强制要约收购制度被移植至中国后,中国对该制度进行了多次修订,极大地扩大了要约义务豁免的范围。修订后的强制要约收购制度争议颇多,许多声音认为该修订损害了小股东的经济利益,但实证证据的缺乏导致该争议至今未得出结论。本文从法经济学视角对该问题进行实证研究,分析了2011年至2014年所有要约义务豁免案例中目标公司绩效,发现修订后的强制要约收购制度能够显著促进目标上市公司绩效提升,小股东的经济利益未受到损害,因而中国对强制要约收购制度的修订具有合理性。该实证证据也对西方的静态模式—动态模式理论之争做出了一定贡献。

**关键词** 强制要约收购 实证研究 小股东保护 法经济学 豁免

### 一、导论

强制要约收购制度,在并购领域又被称作平等机会制度(Equal Opportunity Rule),〔1〕首创于20世纪七十年代初期英国的《并购守则》(City Code on Takeovers and Mergers)。〔2〕

\* 香港大学法律学院博士研究生。

〔1〕 See Edmund-Philipp Schuster, “The MBR: Efficient, After All?”, *The Modern Law Review*, Vol. 76(3), 2013, p.533. See also, L. A. Bebchuk, “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.109(4), 1994, p.968.

〔2〕 See John Armour, “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, And Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *Georgetown Law Journal*, Vol.95(6), 2007, p.1763.

《并购守则》第9条对强制要约收购制度进行了规定：“若收购人及其一致行动人受让上市公司股份，从而持有上市公司有表决权股份超过百分之三十，或已持有超过百分之三十而低于百分之五十的有表决权股份而继续增持，则收购人应向上市公司全部其他股东发出全面要约收购其他全部剩余股份。”〔3〕此后，强制要约收购制度逐渐被许多国家移植。2004年欧盟实施了《欧盟要约收购指令》(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids)，要求所有欧盟成员国采用强制要约收购制度。〔4〕除欧盟成员国外，澳大利亚、俄罗斯、新加坡、南非、瑞士、加拿大、日本亦采用了此项制度。〔5〕上世纪九十年代初，中国也移植了强制要约收购制度。1993年，《股票交易与发行暂行管理条例》首次明确规定了强制要约收购制度，〔6〕1999年该制度被正式写入《中华人民共和国证券法》，〔7〕2002年《上市公司收购管理办法》为该制度进行了更为详细的规定。〔8〕

移植之初，中国的强制要约收购制度遵循了英国的原有路径，〔9〕但随后该制度在中国被多次修订，与英国原制度有了巨大的差别。主要的修订是扩大了强制要约收购义务的豁免范围。有学者认为，中国之所以对强制要约收购制度进行如此修订，其原因是原英式的强制要约收购制度无法适应中国欠发达的并购市场。〔10〕上世纪九十年代中国国有企业运营效率低下，鉴于并购有其自带的约束作用(disciplinary effect)，中国的经济环境需要更多的并购以降低国有企业代理成本，从而提升国有企业的运营效率。〔11〕而英式的强制要约收购义务的高昂收购成本，会阻却潜在的收购者进行收购。〔12〕因此，强制要约收购义务的豁免范围被屡屡扩大，以减少原英式强制要约收购义务对并购的阻却影响，从而促进并购的发生，满足中国经济环境对并购的需求。〔13〕

不少学者认为对强制要约收购制度的修订有其合理性，但是许多学者也对该修订进行了批评。〔14〕部分学者认为豁免导致小股东无法在收购发生时将其持有的股份售与收购者从而分享收购溢价并退出公司，因此如果并购后上市公司经营变差，或被新的控制者“隧道挖掘”

〔3〕 City Code on Takeovers and Mergers, Rule 9.

〔4〕 See Klaus J. Hopt, “European Takeover Reform of 2012/2013—Time to Re-Examine the Mandatory Bid”, *European Business Organization Law Review*, Vol.15(2), 2014, p.145.

〔5〕 Schuster, *supra* note 1, p.530.

〔6〕 参见《股票发行与交易管理暂行条例》第48条。

〔7〕 参见1999年《中华人民共和国证券法》第81条。

〔8〕 参见2002年《上市公司收购管理办法》。

〔9〕 See Chao Xi, “The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the MBR In China Tell Us”, *Journal of Business Law*, 2015(2), 2015, p.144.

〔10〕 See Guanghua Yu, *Comparative corporate governance in China: political economy and legal infrastructure*, London; New York, N.Y.: Routledge, 2007, p.49.

〔11〕 *Ibid.*, p.49.

〔12〕 参见李炳安：“试论强制要约收购豁免”，《法学论坛》2003年第18卷第6期，第52页。

〔13〕 Yu, *supra* note 10, pp.49—50.

〔14〕 例如，Cai Wei, “The MBR, hostile takeovers and takeover defences in China”, Thesis (S. J. D.) - University of Hong Kong, 2011, p.180.

(tunnelling),那么小股东会遭受损失。此外,豁免的范围太大,强制要约收购制度“筛除低效率收购者”的作用(下文详述)无法发挥,因此无效率收购会发生,小股东的经济利益也会蒙受损失。因此,许多学者认为,该修订使强制要约收购制度偏离了英国的路径,所以无法实现小股东经济收益最大化的原立法目的。

就理论层面而言,上述对该修订的批评皆基于静态模式理论。根据静态模式理论,在并购发生之时,有必要让小股东最大化其收益。<sup>[15]</sup>而与之相反,动态模式理论的西方学者认为,由于并购有约束作用,并购能够提升公司的经营效率,因此并购越多,小股东收益则越大;<sup>[16]</sup>如果并购大量发生,即便小股东无法在并购发生时分享收购溢价并退出公司,小股东也不会遭受经济损失。因此,从逻辑上来说,倘若动态模式理论能够解释并适用于中国的强制要约收购制度,那么上述针对该修订的批评就失去了理论基础。然而,由于前人研究尚未对该问题进行实证证明,所以很难对该修订是否合理下定论。因此,确有必要利用实证证据研究中国修订后的强制要约收购制度能否提升被收购公司的经营效率。

本文目的即通过实证的视角探究该问题。本文整理了2011年到2014年全部要约收购义务被豁免的案例,通过对案例中被收购公司的每股收益(EPS)、资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、总资产增长率(TAGR)、净资产增长率(NAGR)进行实证研究,发现在要约收购义务被豁免后,被收购公司经营绩效会变好,动态模式理论适用于中国的强制要约收购制度。因此虽然在中国要约收购义务被豁免,小股东的经济利益并未受到损失。究其背后的原因,大部分被豁免的股权转让交易都是以借壳上市为目的的收购(下文简称“借壳收购”),该部分借壳收购将优质资产注入上市公司,并更换了上市公司原有低效管理者;由于修订后的豁免制度能够有效降低借壳收购的成本,可以说该豁免制度鼓励了收购者进行高效率的借壳收购。除此之外,另外一大部分被豁免的股权交易是公司集团内部关联方股权交易,修订后的豁免制度鼓励了公司集团内部关联方通过关联股权交易挽救绩效差的公司、优化资源配置、重新分配资产、提高资产利用率。因此,可以说修订后的豁免制度所辖的股权交易效率较高,且被豁免的股权交易能够显著地提升被收购公司的绩效。本文通过实证研究的方式,解答了中国修订后的强制要约收购制度是否损害小股东利益的问题,同时也用中国的实证证据为理论界的静态模式—动态模式理论之争做出了贡献。

本文分为七部分。第二节简要梳理了前人对强制要约收购制度必要性的讨论,第三节简要讨论中国修订后的强制要约收购制度与英式制度的差异,并使用统计数据探讨该制度自2004年到2018年是如何运行的。第四节论证为何中国对英式制度的偏离并不当然等同于不合理。第五节用实证的方法研究2011年到2014年所有被豁免的被收购公司的绩效,通过研

[15] 例如,Paul L. Davies, “The Notion of Equality in European Take-Over Regulation”, *SSRN Electronic Journal*, 2002, pp. 7 – 13, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=305979](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305979), last visited on 6 December 2018.

[16] 参见(美)伊斯特布鲁克、费希尔:《公司法经济结构》,罗培新译,北京大学出版社2005年1月版,第五章。

究被收购公司从收购前三年(下文简称“-3年”)到收购后三年(下文简称“+3年”)的长期绩效,本文发现在义务豁免的股权转让发生后,被收购公司的绩效有显著提升。第六节探讨绩效提升背后的原因。第七节是结论。

## 二、强制要约收购制度的必要性之争

强制要约收购制度的必要性问题,自该制度创设之初即讨论不断。在采用强制要约收购制度的代表法域英国,该制度是公平原则项下的一项制度。<sup>[17]</sup> 作为一项股东导向型(shareholder-oriented)的原则,公平原则在英国有三项主要内容:①要约内股东平等;②要约内外股东平等;③控股股东与非控股股东之间平等。<sup>[18]</sup> 依据第三项“控股股东与非控股股东平等”的要求,当上市公司控制权发生转移时,控股股东之外的其他股东也应享有平等的机会能够“以与控股股东相同的条件参与股权交易”,<sup>[19]</sup> 从而分享股权收购者所支付的收购溢价,<sup>[20]</sup> 此要求构成了强制要约收购制度的基础。不采用强制要约收购制度的典型代表是美国,与英国相反,在美国股权收购方不需要向剩余股东购买剩余股权,<sup>[21]</sup> 当上市公司控制权发生转移之时,非控股股东无权参与本次股权交易并分享收购溢价。

这两种截然相反的立法模式背后,是静态模式理论和动态模式理论的差异。采用强制要约收购制度的立法模式背后是静态模式理论。依据静态模式理论,当控股股东将其控制权售与收购者时,有必要同时让小股东将其所持有的股份以相当的价格售与收购者,从而让小股东有机会最大化其经济收益。<sup>[22]</sup> 与之相反,不采纳强制要约收购制度的立法模式背后是动态模式理论。依据动态模式理论,鉴于收购本身具有约束作用,收购往往会促进公司绩效变好,<sup>[23]</sup> 所以从动态的视角来看,有必要鼓励更多的收购发生。<sup>[24]</sup> 由于强制要约收购制度会阻碍收购(下文讨论),因此没有必要采用强制要约收购制度。<sup>[25]</sup>

[17] 公平原则项下还有其他分制度,例如限制部分要约的规定、关于一致行动人的规定等。See Ferna Ipekel, “Operation of the Equality Principle in the UK City Code on Takeovers and Mergers”, *Yearbook of International Financial and Economic Law*, 2000, pp.436-440.

[18] “要约内股东平等”要求收购者应当向同一类的股东发出相同要约,向不同类的股东发出相当的要约,而且若股东接受要约后要约价格再上升,上升的价格也适用于已接收要约的股东。“要约内外股东平等”要求若收购人在要约之外以更高的价格收购股份,则有义务将要约价格提升至相同的水平。由于这两项要求与强制要约收购制度关系不大,因此本文不对其进行详细研究。对公平原则的探讨参见 Davies, *supra* note 15, p.3; Ipekel, *supra* note 17, p.428.

[19] Bebchuk, *supra* note 1, p.960.

[20] See David Kershaw, *Company Law in Context: Text and Materials (Web Chapter A: The Market for Corporate Control)*, Oxford: Oxford University Press, 2010, p.104.

[21] Schuster, *supra* note 1, pp.538-539.

[22] Paul L. Davies, *supra* note 15, pp.7-13.

[23] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第五章。

[24] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第五章。

[25] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第五章。

基于上述静态模式理论与动态模式理论的分野,两派理论的支持者们围绕强制要约收购制度的必要性问题进行了持续的争论。

支持强制要约收购制度的学者们主要有四个方面的理由。第一即上文所提及公平原则项下的小股东平等机会理论。第二,强制要约收购制度提供给小股东以退出公司的机会,从而能够保护小股东免受新控制者的掠夺。<sup>[26]</sup>此外,即便新控制者不掠夺小股东利益,若其治理能力不足导致公司经营不善,小股东依然会蒙受损失。<sup>[27]</sup>因此,有必要给予小股东们以“单方面退出权”。<sup>[28]</sup>第三,在股权分散的公司中,强制要约收购制度能够保证小股东拥有“非畸形选择”(undistorted choice)的权利。当收购者取得控制权并且购得大部分股份时,剩余股东所持有的剩余股份就会丧失流动性。<sup>[29]</sup>由于彼此间沟通的缺乏,公众股东难以合作对抗收购,因此每个小股东个体都会担心其他股东接受要约而自己由于拒绝要约而最终被留在公司中。<sup>[30]</sup>在强制要约收购制度缺失的情况下,即便公众股东们内心并不接受该收购,上述囚徒困境也会迫使他们接受要约。<sup>[31]</sup>因此,如果不采用强制要约收购制度,则会出现上述的“选择权畸形”的问题。<sup>[32]</sup>此外,倘若收购者采用常见于美国的双层要约策略(dual-tier offer,即首先发出一个高价要约购买部分股份,随后发出一个低价要约),一个小股东即便反对本次收购,他也会被迫接受第一个高价要约,因为其若拒绝第一个要约但公司控制权最终转移,若该小股东不愿继续留在新控制者控制的公司中,则只能接受第二个低价要约卖出其股份。<sup>[33]</sup>但是,如果采用强制要约收购制度,收购者必须在获得控制权之后向所有其他股东发出同等条件的全面要约,小股东因此不必再基于对流动性缺乏的恐惧而决定是否接受要约。<sup>[34]</sup>因此,强制要约收购制度能够保证小股东的选择权不被“扭曲”。第四,强制要约收购制度能够过滤掉无效率收购(inefficient takeover)。有学者例如 Bebchuk 教授认为,市场规则(market rule)在促进有效率收购(efficient takeover)的同时,也会促进无效率收购,<sup>[35]</sup>即收购者以获取控制权私益(private benefit of control)而非创造价值为目的的收购。<sup>[36]</sup>虽然缺

[26] Kershaw, supra note 20, p.102.

[27] Kershaw, supra note 20, p.102.

[28] Davies, supra note 15, p.9.

[29] See H. Kent Baker and Halil Kiyamaz, *The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholder Value Through Mergers and Acquisitions*, Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, 2011, p.42.

[30] See Lucian Arye Bebchuk, “Toward Undistorted Choice And Equal Treatment In Corporate Takeovers”, *Harvard Law Review*, Vol.98(8), 1985, p.1696. See also, Ian Ramsay, “Balancing Law and Economics: The Case of Partial Takeovers”, *Journal of Business Law*, 1992, p.385; Ferna Ipekeli, supra note 17, p.439.

[31] Ibid.

[32] Supra note 30.

[33] H. Kent Baker and Halil Kiyamaz, supra note 29, p.44.

[34] Ipekeli, supra note 17, p.442.

[35] Bebchuk, supra note 1, p.959.

[36] Bebchuk, supra note 1, p.959.



乏实证证据，<sup>〔37〕</sup>但有学者认为强制要约收购制度所带来的高昂成本会阻却无效率收购者发起收购，<sup>〔38〕</sup>而只有价值创造者(value creator)才敢于承担如此高昂的成本发起收购。<sup>〔39〕</sup>因此，强制要约收购制度能够起到过滤无效率收购的作用。

虽然强制要约收购制度的支持者众多，但上述观点也遭到许多反对。第一，有学者着重强调并购的约束功能，认为立法应当以促进并购为目标。由于强制要约收购制度在滤掉无效率收购的同时，也会阻却有效率收购的发生，<sup>〔40〕</sup>因此该制度会减损收购的约束功能，最终会损害投资者利益。<sup>〔41〕</sup>此外，控制权转移的成功率很大程度上取决于法律是否准许小股东参与其中；<sup>〔42〕</sup>在强制要约收购制度实施的情况下，所有股东都可将其股份售与收购者，因此收购者会被迫购入远超其所需的股份，这样巨大的成本可能会让潜在的收购者望而却步。<sup>〔43〕</sup>此外，在股权集中的公司中，若小股东也有权分享本次收购溢价，控股股东卖出股份的动力就会被减弱。<sup>〔44〕</sup>而在股权分散的公司中，由于在强制要约收购制度下众多小股东们无论如何都能分享收购溢价，他们也会倾向于在要约发出时不接受要约，因为即便他们暂时拒绝本次要约也不会遭受损失：如果控制权最终成功转移，强制要约收购义务被触发，收购者则会发出一个相同条件的二次要约购买剩余股份；而倘若第二次要约价格更高，那么小股东们会得到更大的收益。<sup>〔45〕</sup>因此，强制要约收购制度会降低并购的成功率（因为股东们倾向于不接受要约），因而破坏了并购的约束功能，提高了被收购公司的代理成本，最终减少社会的整体财富。<sup>〔46〕</sup>反之，如果不采用强制要约收购制度，则会发生更多的并购，创造更多的财富，对全体投资者都更有利。因此可以说，小股东对收购溢价的分享是建立在牺牲社会整体财富的基础之上，强制要约收购制度不合理，没有必要以并购数量的减少为代价保护小股东的经济利益。<sup>〔47〕</sup>而且，也没有证据证明对小股东经济利益的保护足以抵消掉强制要约收购制度所造成的损失。<sup>〔48〕</sup>

第二，强制要约收购制度的平等机会(equal opportunity)作用也遭到了批判。部分学者例如 Easterbrook 教授认为，在并购领域，事后的不平等是合理的，控股股东不应负有与其他

〔37〕 Bebcuk, *supra* note 1, p.961.

〔38〕 See Hsin-Ti Chang, "An Alternative Explanation for Non-Adoption of The Mandatory Bid", *Review of Securities & Futures Markets*, Vol.23(1), 2011, p.102.

〔39〕 *Ibid.*

〔40〕 See Marcel Kahan, "Sales of Corporate Control", *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.9(2), 1993, pp.372-376.

〔41〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第五章。

〔42〕 Bebcuk, *supra* note 1, p.958.

〔43〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第五章。

〔44〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第五章。

〔45〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第五章。

〔46〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第五章。

〔47〕 伊斯特布鲁克等，见前注〔16〕，第七章。

〔48〕 See Luca Enriques, "The MBR In the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?", *European Company and Financial Law Review*, Vol.1(4), 2004, p.453.

股东分享溢价的义务。<sup>[49]</sup> 在普通的私人财产交易中,财产出售者都独享全部对价,因而控制权交易也应当与其他私人财产交易一样,<sup>[50]</sup>让控制权卖出者独享全部收购溢价。<sup>[51]</sup> 还有学者认为,立法者不应当只关注被收购公司股东权益而牺牲收购者的利益。<sup>[52]</sup> 因此,平等机会理论无法充分证明强制要约收购制度的合理性。

第三,有学者认为强制要约收购制度保护小股东免受新控制者压迫的理由不成立。由于原控股股东也可以压迫小股东,所以在控制权转移后,即便新控制者压迫小股东,小股东的境况也并未变差。<sup>[53]</sup> 在股权集中的公司中,当控制权发生转移或现任控制者增持巩固其控制权时,即便小股东不能分享收购溢价,对小股东而言也没有更不公平,<sup>[54]</sup>因为小股东毕竟依旧是小股东,其地位并未改变。<sup>[55]</sup> 此外,由于并购往往会更有效率的管理者更换现任低效率管理者,<sup>[56]</sup>所以在并购后小股东往往境况变好而非变差。因此,“预防未来压迫”的理论站不住脚。

第四,强制要约收购制度保证非畸形选择的作用也遭到了批判。有学者认为,虽然“小股东会被胁迫接受要约”的理论看似有理,但在现实情况中真实的胁迫案例却寥寥无几甚至并不存在,<sup>[57]</sup>所以不必使用强制要约收购制度预防这样一个并不存在的问题。退一步讲,即便畸形选择权的问题确实存在,在股权分散的公司中这个问题也可以通过其他制度来解决,例如规定收购者只有在获得小股东相当的支持后才可受让控制权。<sup>[58]</sup> 所以强制要约收购制度并非必需。有学者甚至认为,双层要约策略应当被允许,因为该策略能够解决小股东搭便车(free-riding)的问题。双层要约能够让更多的小股东卖出其持有的股份,从而能够促进更多的并购发生,因而更有利于全体投资者。<sup>[59]</sup> 部分实证研究也证明了双层要约并不会减少股东财富。<sup>[60]</sup> 所以,既然没必要禁止双层要约,那么也就没有必要采用强制要约收购制度。<sup>[61]</sup>

综上,批评者认为,强制要约收购制度的平等机会作用、退出机制作用以及预防畸形选择

[49] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第五章。

[50] Schuster, *supra* note 1, p.530.

[51] See Michael J. Barclay and Clifford G. Holderness, “The Law and Large-Block Trades”, *The Journal of Law and Economics*, Vol.35, No.2, 1992, p.266.

[52] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第七章。

[53] Davies, *supra* note 15, p.13.

[54] Kershaw, *supra* note 20, p.104.

[55] Cai, *supra* note 14, p.156.

[56] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第五章。

[57] See John C. Coffee, “The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders, and Bust-ups”, *Wisconsin Law Review*, Vol.1988, 1988, p.439.

[58] Bebchuk, *supra* note 30, p.1749. See also, Lucian Arye Bebchuk, “The Sole Owner Standard For Takeover Policy”, *The Journal of Legal Studies*, Vol.17, No.1, 1988, p.222.

[59] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第 199 页。

[60] See Robert Comment and Gregg A. Jarrell, “Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-Riding Shareholder”, *Journal of Financial Economics*, Vol.19(2), 1987, p.284.

[61] 伊斯特布鲁克等,见前注[16],第 236 页。

的作用都无法证明强制要约收购制度具有合理性,反而此制度会阻碍并购的发生。

虽然围绕强制要约收购制度合理性的争论仍在继续,但无论是支持者还是批评者都未提出充分的实证证据证明其各自观点。正如 Bebchuk 教授所说,没有实证证据,很难得出结论说采用强制要约收购制度是否合理。<sup>[62]</sup>

### 三、要约收购义务豁免制度在中国的修改及运行

移植之初,中国的强制要约收购制度遵循了英国的原路径,<sup>[63]</sup>但随后立法者对强制要约收购制度的态度被形容为发生了“急转弯”。<sup>[64]</sup>中国对该制度进行的多次修订极大地扩大了强制要约收购义务的豁免范围,<sup>[65]</sup>使之与英国原制度有了巨大的差别。

第一,中国明文规定的豁免情形与英国的规定差异明显。在英国,《并购守则》规定可以豁免的6种情形分别是:①新证券的发行(须经非关联股东批准);②贷款担保的执行;③对陷入财务危机的公司进行的紧急挽救;④无意疏忽;⑤合计持有百分之五十以上表决权股份的股东书面拒绝要约,或百分之五十以上表决权的股份由一人持有;⑥赋予无表决权股份以表决权。<sup>[66]</sup>在这6种情形下,并购监管委员会(The Panel on Takeovers and Mergers)一般会豁免收购者的强制要约收购义务。相比于英国的豁免范围,中国的豁免范围要大得多。在2002年的《上市公司收购管理办法》中,有10种豁免情形,这10种情形的豁免都需要得到证监会的核准。<sup>[67]</sup>而经过了2006年、2008年、2012年和2014年的四次修订之后,目前的《上市公司收购管理办法》规定了11种豁免情形,而其中大部分情形都落入了“自动豁免”的范畴,要约义务无需得到证监会核准即可豁免(下文详述)。<sup>[68]</sup>中国的这11种豁免情形<sup>[69]</sup>和英国的6种豁免情形<sup>[70]</sup>中只有两项重合,分别是①挽救陷入严重财务困难的上市公司、②发行新股。<sup>[71]</sup>

第二,中英的一个显著区别是中国创设了自动豁免制度。英国《并购守则》规定,所有的豁免都需要得到并购监管委员会的核准,<sup>[72]</sup>不存在自动豁免的情况。豁免制度被引入中国之

[62] Bebchuk, *supra* note 1, p.961.

[63] Xi, *supra* note 9, p.142.

[64] Xi, *supra* note 9, p.145.

[65] Cai, *supra* note 14, pp.160-163.

[66] City Code on Takeovers and Mergers, Notes on Dispensations from Rule 9.

[67] 参见2002年《上市公司收购管理办法》第四章。

[68] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第63条。

[69] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第四章。

[70] City Code on Takeovers and Mergers, Notes on Dispensations from Rule 9.

[71] 除此2项之外,中国还有一项豁免情形与英国仅部分重合,即《上市公司收购管理办法》第63条规定的“证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%”与英国《并购守则》的Notes on Dispensations from Rule 9的第二项“贷款担保的执行”有部分重合。

[72] City Code on Takeovers and Mergers, Notes on Dispensations from Rule 9.



初,中国也规定所有的豁免都需要得到证监会的核准。<sup>[73]</sup>而2012年之后,自动豁免制度被采用,<sup>[74]</sup>此前许多需要得到证监会核准的情形在2012年后落入了自动豁免的范畴。2012年可以自动豁免的只有3种情形,<sup>[75]</sup>而2014年修改之后,添加了另外4种情形。<sup>[76]</sup>目前在全部11种豁免情形中,只有4种情形需要得到证监会的核准,而其他7种情形的收购者无需向证监会提交申请,其强制要约收购义务可被自动豁免。<sup>[77]</sup>

第三,不同于英国要求的豁免必须严格基于6种明文规定的具体情形,中国在11种明文规定的情形之外,收购者也可以得到豁免。《上市公司收购管理办法》规定了兜底条款,在11种明文规定的豁免情形之外,如果出现“为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”<sup>[78]</sup>时,证监会也可以核准豁免收购者的强制要约收购义务。

第四,中英对爬行增持(creeping acquisition)的态度有较大差异。虽然英国最初允许爬行增持,但有学者认为倘若允许爬行增持,则会阻碍小股东分享收购溢价,<sup>[79]</sup>因此应当限制爬行增持。1998年的Re Astec (BSR) plc案判决认为爬行增持不应当被豁免,其应当触发强制要约义务。<sup>[80]</sup>此后爬行增持不再被豁免。英国的规则制定者们对爬行增持的态度由正转负,但中国的立法却恰恰相反,2002年《上市公司收购管理办法》并未对爬行增持予以豁免,但在2006年的修订后,爬行增持的收购人被允许向证监会申请豁免其要约收购义务,<sup>[81]</sup>而2012年的修订进一步将爬行增持划入自动豁免的范畴,<sup>[82]</sup>即爬行增持的收购人无需向证监会提交申请,其要约收购义务即可直接被自动豁免。

由此可见,中国要约义务豁免的范围在修订后被极大扩大。修订后的豁免制度在实践中运行情况如何?本文对豁免核准制的运行情况也简要进行了研究。<sup>[83]</sup>根据证监会公布的《〈行政许可事项服务指南〉要约收购义务豁免核准》文件,<sup>[84]</sup>豁免申请的全部结果都公布于证监会官方网站上,本文整理了证监会网站上公布的全部豁免申请结果。由于2004年之前各

[73] 参见2002年《上市公司收购管理办法》第四章。

[74] 参见2012年《上市公司收购管理办法》第63条。

[75] 参见2012年《上市公司收购管理办法》第63条。

[76] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第63条。

[77] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第63条。

[78] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第62、63条。

[79] See Luca Enriques and Matteo Gatti, “Creeping Acquisitions In Europe: Enabling Companies To Be Better Safe Than Sorry”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.15(1), 2015, p.60.

[80] Davies, *supra* note 15, p.11.

[81] 参见2006年《上市公司收购管理办法》第63条。

[82] 参见2014年《上市公司收购管理办法》第63条。

[83] 虽然已有学者对强制要约收购义务豁免制度的运行情况进行过案例研究,但大都是2012年之前的研究。因此有必要对该制度近年来的运行情况做进一步研究。

[84] 参见网址, [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306207/201602/t20160225\\_293052.htm?keywords=](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306207/201602/t20160225_293052.htm?keywords=), 最后访问日期:2019年3月16日。

年证监会网站都有公告遗失，<sup>[85]</sup>为了准确起见，本文只研究了2004年到2018年的豁免申请结果，共1042个，描述性统计数字见表3.1。<sup>[86]</sup>此外，为了探究强制要约的实际情况，本文也研究了2004到2018全部实际发出强制要约的案例。所有的要约案例都公布于上海证券交易所<sup>[87]</sup>和深圳证券交易所<sup>[88]</sup>官方网站上，本文对全部要约收购案例的收购报告书<sup>[89]</sup>进行了整理，挑选出其中全部强制要约收购案例，<sup>[90]</sup>描述性统计数字见表3.1。

表 3.1 2004 年至 2018 年要约义务豁免申请结果及强制要约收购案例统计

年份	核准豁免的案例数量(个)	不予核准豁免的案例数量(个)	实际发出强制要约的案例数量(个)	
			强制全面要约	“准”强制部分要约
2018	53	0	总计:13	
			强制全面要约:2	“准”强制部分要约:11
2017	34	0	总计:10	
			强制全面要约:4	“准”强制部分要约:6

[85] 例如，2001年至2003年的豁免申请结果皆未在证监会网站上公布，而2002年仅公布了一个申请结果。

[86] 豁免日期以证监会网站公布日期为准。强制要约案例的日期以其要约期间的开始之日为准。虽然予以核准的案例数自2012年开始下降，但并非因为证监会2012年后核准变严，而是因为2012年后自动豁免制度的实施。2012年后，许多原本需要向证监会提交申请的收购者不再需要证监会的核准即可自动得到豁免。

[87] 参见网址，<http://www.sse.com.cn/>，最后访问日期：2019年3月16日。

[88] 参见网址，<http://www.szse.cn/>，最后访问日期：2019年3月16日。

[89] 收购报告书收集自中国证监会指定的上市公司信息披露网站巨潮资讯网，<http://www.cninfo.com.cn/new/index>，最后访问日期：2019年3月16日。

[90] 包括收购者根据《上市公司收购管理办法》第47、56条而发出强制全面要约的案例，以及收购者根据《上市公司收购管理办法》第23、25条为增持超过30%上市公司股份而发出部分要约的案例，以及已持有超过30%股份的收购者根据《上市公司收购管理办法》第24、47条为增持而发出部分要约的案例。后两种部分要约在其收购报告书中一般被标注为主动要约，但实质上该两种部分要约也是为了履行强制要约收购义务而发出的（《上市公司收购管理办法》第24、47、56条）。因此本文将这两种部分要约划归为“准强制”部分要约。自2004年到2018年，共有92个要约案例。其中有7个案例中发出部分要约的收购者不会持有超过30%的股份。此类部分要约可以被视为“真”主动要约，因为该要约不可能触发强制要约收购义务。此外，以退市为目的的全面要约共10个，因为此类案例中收购者发出该要约并非为履行其强制要约收购义务，因此本文也将该10个要约视为主动要约而非强制要约，所以未计入强制要约收购案例的数字中。移除此17个案例后，共计75个强制要约案例，详见表3.1。

2016	27	1	总计:7	
			强制全面要约:6	“准”强制部分要约:1
2015	31	0	总计:4	
			强制全面要约:3	“准”强制部分要约:1
2014	50	0	总计:4	
			强制全面要约:0	“准”强制部分要约:4
2013	37	0	总计:8	
			强制全面要约:2	“准”强制部分要约:6
2012	47	0	总计:5	
			强制全面要约:2	“准”强制部分要约:3
2011	98	0	总计:1	
			强制全面要约:1	“准”强制部分要约:0
2010	117	0	总计:1	
			强制全面要约:1	“准”强制部分要约:0
2009	125	0	总计:4	
			强制全面要约:3	“准”强制部分要约:1
2008	56	0	总计:2	
			强制全面要约:2	“准”强制部分要约:0
2007	133	0	总计:4	
			强制全面要约:2	“准”强制部分要约:2
2006	141	2	总计:3	
			强制全面要约:3	“准”强制部分要约:0
2005	64	0	总计:2	
			强制全面要约:2	尚未采用部分要约制度
2004	29	0	总计:7	
			强制全面要约:7	尚未采用部分要约制度
总计	1039	3	总计:75(强制全面要约:40,“准”强制部分要约:35)	

从表 3.1 可见,在 2004 年到 2018 年的 15 年间,绝大多数(1039 个案例)的豁免申请者都得到了证监会的豁免,证监会仅对 3 个豁免申请不予核准。实际上不予核准的案例应大于此数字,因为豁免申请在实践中存在一个“影子机制”,<sup>[91]</sup>即收购者往往在向证监会正式提交豁

[91] Xi, supra note 9, p.146.

免申请前,会提前以非正式的方式向证监会咨询意见,而此时若证监会表示未来不会对其豁免,则收购者往往不会再正式向证监会提交豁免申请,<sup>[92]</sup>而可能直接发出强制要约。因此,如果加上此类非正式不予豁免的案例,实际上证监会不予豁免的案例数应大于上述的3个。由于此类非正式不予核准的结果未被公开,因此无法获知此类案例的准确数量。但是由于在影子机制中被拒绝豁免的收购者往往会发出强制要约,因此被证监会非正式拒绝豁免的案例数量可以通过计算实际发出强制要约的案例数而粗略估计。如上表3.1所示,自2004年至2018年,共有40个收购者发出全面要约以履行其强制要约义务,有35个收购者发出“准强制”的部分要约。<sup>[93]</sup>鉴于被证监会非正式拒绝豁免的收购者可以通过发出强制全面要约继续其股权收购而非直接放弃整项交易<sup>[94]</sup>(因为在中国实践中履行强制要约收购义务并非是一项重大负担,收购者可以通过压低要约价格或发出部分要约的方式避免收购多余股份),所以非正式不予豁免的案例数字应该不会与上述强制要约案例的数字相差太大。因此,虽然非正式不予豁免案例的具体数量无从得知,但是仍然可以说不予豁免(包括正式不予豁免和非正式不予豁免)的案例数非常少。因此可以说,绝大多数收购者都能够得到证监会的豁免,仅有极少数的收购者未得到豁免而发出强制要约。

综上,虽然中国的豁免制度移植自英国的《并购守则》,但是中国对豁免制度进行了较大修改,扩大了豁免范围,统计数据显示大多数豁免申请者能够得到证监会的豁免。虽然中国立法者倾向对更多的收购者进行豁免,但是此修订遭到了众多批评。有学者认为,由于此豁免机制的存在,在中国强制要约收购义务仅存在于字面之上,而收购者并不会实际发出强制要约,因此小股东的经济利益会遭受损失。<sup>[95]</sup>这样的批评是否合理?下文将对此进行讨论。

#### 四、讨论:路径偏离是否等同于不合理?

有学者对中国上述修订的原因进行了分析,主流观点认为中国之所以对强制要约收购制度做出上述修改是因为英式的强制要约收购制度会阻碍潜在的收购者发起收购,<sup>[96]</sup>而中国需要更多的收购来提升国企经营水平,<sup>[97]</sup>因此中国的立法者在引入强制要约收购制度之后即对该制度进行了修改,对要约义务进行大量的豁免。<sup>[98]</sup>从强制要约收购制度在中国的发

[92] Xi, *supra* note 9, p.146.

[93] 即收购者利用部分要约规避触发强制要约收购义务的案例。此类部分要约实际上是被迫而非真的“主动”发出的,因此本文将该类部分要约视为实际上的“准”强制(部分)要约。而真正自愿发出的部分要约案例则不计算在强制要约的数字内。

[94] 例如在2006年的深圳华强(证券代码为:000062)案中,收购者的豁免申请未被证监会受理,因此证监会未正式公布审核结果。此后收购者直接发出强制全面要约,并未放弃整个股权交易。

[95] Cai, *supra* note 14, pp.160-163.

[96] 李炳安,见前注[12],第52页。

[97] 李炳安,见前注[12],第52页。

[98] Yu, *supra* note 10, p.50.

展历程分析,中国立法者对该制度的态度比较复杂。从表面上看,中国的立法遵循了英国的路径,明确规定中国采用强制要约收购制度;而从实质上看,中国的立法者对这个制度却持有怀疑态度。

虽然有学者认为中国的修订是合理的,<sup>[99]</sup>但也有学者认为该修订不具有合理的基础。批评者的主要观点是,中国的豁免制度使得小股东在控制权转移时难以得到退出公司的机会,如果公司此后经营不善,那么小股东则会蒙受损失。许多学者认为,由于中国的修改偏离了原本英国的路径,因此修订后的强制要约收购制度无法实现其原本的立法目的,<sup>[100]</sup>即无法实现最大化小股东的经济利益的目标。

虽然中国的修订偏离了英国路径,但问题是,路径的偏离是否当然等于不合理?这个问题是所有讨论的基础所在。虽然中国强制要约收购制度的确偏离了英式制度的路径,但这并非当然意味着修改是错误的。从逻辑上讲,上述的批评都基于下面的假设:一,英式的强制要约收购制度的目的真的是保护公众小股东;二,英式制度可以适应中国环境并正常发挥其功用。然而,这样的假设并不见得成立。

首先,虽然英国的强制要约收购制度有保护小股东的作用,但最初并非是为了保护公众小股东而创设的。回顾一下英国并购规则的历史,可以发现英国的并购规则是一个公共选择(public choice)的结果,最初其创设的目的是为了保护机构投资者的利益,而非公众小股东的利益。上世纪六十年代末,英国制定了《并购守则》以应对五十年代到六十年代出现的恶意收购现象。此时英国的机构投资者例如养老基金、保险公司、信托基金已经在股权市场中占有巨大的份额,对规则制定有巨大影响力。<sup>[101]</sup>作为一项自治规范,《并购守则》是由机构投资者代表、商业银行代表和其他金融机构代表所组成的委员会制定的,<sup>[102]</sup>该委员会成员大都代表机构投资者利益。<sup>[103]</sup>正因为此,《并购守则》制定了许多有利于股东的制度,强制要约收购制度即是典型代表。《并购守则》创设之初,众多公司管理者也曾试图游说政客制定有利于管理者的法律,<sup>[104]</sup>但都以失败告终。<sup>[105]</sup>此外,《并购守则》之所以制定强制要约收购制度的另一个

[99] 例如 Xi, *supra* note 9, p.54.

[100] Cai, *supra* note 14, p.163.

[101] Armour, *supra* note 2, p.1769.

[102] 该委员会的成员包括证券发行公司协会执委会的代表、承兑公司委员会代表、投资信托协会代表、英国保险协会代表、伦敦清算银行委员会代表、伦敦证券交易所代表等。See Joseph P Sullivan, "Regulation of Take-Over Bids: A British Approach", *The Business Lawyer*, Vol.24(4), 1968, p.1275.

[103] 仅有一个管理者组织的代表参与制定《并购守则》,但其对《并购守则》的制定影响甚小。Armour, *supra* note 2, pp.1775-1776.

[104] Armour, *supra* note 2, pp.1772-1773.

[105] Armour, *supra* note 2, p.1773.



原因,是为了巩固并购监管委员会(The Panel on Takeovers and Mergers,由金融机构代表组成,<sup>[106]</sup>是监管并购的机构<sup>[107]</sup>)的监管者地位。<sup>[108]</sup>为了显示并购监管委员会有能力对并购进行有效监管,从而避免立法者干预(立法者可能以出台有利于管理者而不利于机构投资者的法律的方式来进行干预),强制要约收购制度在《并购守则》起草后很快就被设计出来。<sup>[109]</sup>综上,强制要约收购制度原本是机构投资者制定的用来保护其自身利益而非公众股东利益的制度,是英国在特定的历史条件下出现的。因此,就小股东保护这一目的而言,强制要约收购制度并非必需,在其他国家该制度也并非必要。

虽然英式的强制要约收购制度在世界范围内被广泛接受(例如欧盟成员国),但并不代表该制度是合理的,因为该制度在其他各国也不见得真的是被用于保护公众小股东。有欧洲学者把部分大陆法系的国家例如法国和意大利所采用的(包括强制要约收购制度在内的)收购制度形容为“披着羊皮的狼”,<sup>[110]</sup>因为这些制度虽然表面上保护小股东,但是实际上却被用以保护该国的大股东群体。在部分欧盟成员国中,作为“压力集团”(pressure groups)的大股东群体能够对政策制定施加较大影响。<sup>[111]</sup>之所以采用强制要约收购制度,其目的之一是为了利用该制度来增加收购难度,从而保护大股东的控制权不受威胁,而非为了保护公众小股东的利益。<sup>[112]</sup>换言之,这些国家采用强制要约收购制度的原因之一,是该制度能够满足那些对政策制定产生巨大影响的群体的政治经济需求。<sup>[113]</sup>

美国采用的向管理层倾斜的收购制度也是公共选择的结果。在美国制定收购制度之时,美国的机构投资者的势力尚弱,因而未有足够影响力让立法者制定类似于英国的股东导向型规范。此外,美国收购规则的主要渊源是法官造法,而在司法实践中,由于公司管理者往往比股东更有能力也更有意愿提起诉讼,<sup>[114]</sup>也更有可能会赢得该诉讼,因而随着类似判例的积累,美国的收购规则逐渐成为了一套有利于管理者的规则。<sup>[115]</sup>

最初移植英式的强制要约收购制度进入中国,并非经过深思熟虑。<sup>[116]</sup>上世纪九十年代初,让大型国有企业在香港上市,从而进军香港资本市场,成为了中国较为迫切的需求。为了

[106] See Andrew Johnston, “Takeover Regulation Historical and Theoretical Perspectives on The City Code”, *The Cambridge Law Journal*, Vol.66(2), 2007, p.448.

[107] Armour, *supra* note 2, p.1729; Johnston, *supra* note 106, p.442.

[108] Kershaw, *supra* note 20, p.105.

[109] Armour, *supra* note 2, p.1763.

[110] Marco Ventoruzzo, “Takeover Regulation as A Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis To Continental Europe”, *Bocconi Legal Studies Research Paper*, No.2008-02, 2008, p.135.

[111] *Ibid.*, pp.135,138.

[112] Ventoruzzo, *supra* note 110, pp.151-154.

[113] Ventoruzzo, *supra* note 110, p.154.

[114] Armour, *supra* note 2, p.1780.

[115] Armour, *supra* note 2, p.1780.

[116] Cai, *supra* note 14, p.137.

能够让香港投资者们相信中国已有良好的小股东保护制度,中国立法者直接移植了香港的资本市场法律。<sup>[117]</sup> 香港的资本市场法律,基本上是英国资本市场规范的翻版。因此,之所以引进英式的强制要约收购制度,并非因为中国真的需要该制度,也并非该制度能够真的适应中国的环境。<sup>[118]</sup> 恰恰相反,上世纪九十年代初,中国国有企业效率低下的问题非常严重,<sup>[119]</sup>立法者意图通过促进收购的方式来解决效率低下的问题。但是由于英式强制要约收购制度会阻碍收购,照搬该制度会阻碍该目的的实现。因此,中国立法者后来对英式的强制要约收购制度进行了修改,以适应中国欠发达的并购市场。<sup>[120]</sup> 总而言之,该制度最初移植并未经过严谨的利弊分析,<sup>[121]</sup>而其后来的修改,却是在考虑中国需求的基础之上做出的。因此从逻辑上讲,鉴于其最初的移植并非一定合理,因此其后来的修改不见得不合理。

综上,强制要约收购制度是基于英国特定的历史背景而创设,起初被用作保护机构投资者而非小股东的经济利益。在英、美以及许多欧洲国家中,决定是否采用强制要约收购制度时,小股东保护并非唯一的考虑因素,而那些能够对政策制定产生重要影响的群体的利益,是立法方向的重要考量。<sup>[122]</sup> 因此,在判断中国对这个舶来制度的修改是否合理之时,不应仅基于该制度的表面功能(即小股东保护)能否实现。退一步讲,即便英式强制要约收购制度真的能够在英国有效地保护小股东,也并不意味着该制度能够在经济环境完全不同的国家完全适用。一些西方的实证研究也证明,在以公司股权集中为特征的一些国家中,英式的强制要约收购制度在移植后不能良好运作,甚至会有反作用。<sup>[123]</sup> 鉴于中国的大多数上市公司也以股权集中为特征,中国对英式强制要约收购制度的修改不见得不合理。

所以,判断中国的修改是否合理的关键标准,应该是该修改能否有效地服务于中国的立法目的。中国的强制要约收购制度有两个主要目的:一是促进收购从而提升公司经营效率,二是让小股东最大化其经济收益。虽然已有许多学者对中国强制要约收购制度的修改进行了讨论,但并未提供充足的实证证据证明修改后的制度能否切实地服务于立法目的。实证证据的缺乏使得无论是支持者亦或是反对者的观点都缺乏说服力。虽然也有学者做过实证研究,例

---

[117] See Guanghua Yu, "Does One Size Fit All? Transplanting English Takeover Law into China", in Lehman, C., Tinker, T., Merino, B. and Neimark, M. (Ed.), *Corporate Governance: Does Any Size Fit? (Advances in Public Interest Accounting, Vol. 11)*, Bingley: Emerald Group Publishing Limited, 2005, p.43.

[118] Cai, *supra* note 14, p.135.

[119] See Justin Yifu Lin, Fang Cai and Zhou Li, "Competition, Policy Burdens, And State-Owned Enterprise Reform", *The American Economic Review*, Vol.88(2), 1998, p.422. See also, Qian Sun, Wilson H. S. Tong and Jing Tong, "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.29(1-2), 2002, p.12.

[120] Xi, *supra* note 9, p.54.

[121] Cai, *supra* note 14, p.135.

[122] Armour, *supra* note 2, p.1793.

[123] Ventoruzzo, *supra* note 110, pp.168-172.

如利用数据计算中国的豁免比率、<sup>[124]</sup>对具体的强制要约案例进行定性研究等,<sup>[125]</sup>但都未能全面回答中国强制要约收购制度的修改能否实现其立法目的。而就西方文献而言,虽然强制要约收购制度自上世纪七十年代创设之初即被讨论,但中国的情况在西方几乎未被讨论过。因此,为了回答中国强制要约收购制度的修改是否合理,需要对中国的实证证据进行研究。

此外,从理论角度来看,也有一个问题需要研究。如前文所提,关于强制要约收购制度,在理论界有静态和动态两个相左的理论。批评中国强制要约收购制度的修改会损害小股东经济利益的观点即是基于静态模式理论。而与之相反,如果动态模式理论真的能够在中国运行,那么就可以撼动上述批评声音的基础。因此本文要研究的理论问题即:在中国强制要约收购制度的语境下,动态模式理论是否能够运行?虽然动态模式理论和静态模式理论已经被西方充分发展,但并不代表能够在中国顺畅运行。前人的研究也未使用实证证据证明在中国强制要约收购制度的语境下,这两个理论哪个能够适用,因此实证研究十分必要。通过实证方法研究中国修改后的强制要约收购制度能否促进上市公司绩效的提升,这个理论问题也可以得到解答。若实证研究显示在义务豁免的股权转让发生之后目标公司绩效变好,则可以说即便收购人并未发出强制要约,小股东的经济利益并未因为该制度的修改而遭受损失。

## 五、实证研究

在过去的二十年间,中国的收购数量显著增加。<sup>[126]</sup>但是,收购数量并非衡量中国并购市场好坏的唯一因素,收购后公司经营效率也是重要的考量因素。若收购是无效率收购,那么即便收购数量增加,整个并购市场所创造的财富依然会下降。<sup>[127]</sup>反之,有效率收购能够促进被收购公司的绩效提升,增加整个市场的财富。<sup>[128]</sup>本节即用实证证据探究该问题。<sup>[129]</sup>

### (一) 研究设计

#### 1. 样本选择和数据收集

首先,根据证监会公布的《〈行政许可事项服务指南〉要约收购义务豁免核准》文件,<sup>[130]</sup>所

[124] 例如 Cai, *supra* note 14, p.160.

[125] 例如参见张人骥、刘春江:“控股股价、流通溢价与上市公司要约收购:南钢股份案例研究”,《管理世界》2006年第2期,第126—131页。

[126] 参见 Wind 金融数据库。

[127] Chang, *supra* note 38, p.93.

[128] Chang, *supra* note 38, p.93.

[129] 本文所研究的是原本触发强制要约收购义务但随后被证监会豁免的案例。根据《上市公司收购管理办法》的规定,不仅仅收购或控制权转移能够触发强制要约收购义务,若现任控股股东所持有的股份超过30%但低于50%并且计划增持,也会触发强制要约收购义务。此类股权交易不属于收购抑或控制权转移,但仍受强制要约收购制度的管辖。本文研究的是强制要约收购制度,因而也一并研究该种非控制权转移的股权转让交易。

[130] 参见网址, [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306207/201602/t20160225\\_293052.htm?](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306207/201602/t20160225_293052.htm?keywords=)最后访问日期:2018年12月6日。

有豁免申请结果都在证监会网站上公布。本文对全部豁免案例进行了梳理。发生股权转让的当年被定为 0 年,本文研究样本公司从股权转让前三年(-3 年)到股权转让后三年(+3 年)的长期绩效。在本文撰写之时,目标公司 2018 年及之后的财务数据尚不可得,样本公司+3 年最晚只能为 2017 年,因此 2014 年之后发生的股权转让案例未被选为样本;2011 年之前发生的股权转让案例也未被选为样本,因为股权分置改革于 2007 年基本完成,为了排除股权分置改革对样本公司绩效的影响,样本公司-3 年不应早于 2008 年,即样本公司股权转让交易不早于 2011 年发生。因此,2011 年到 2014 年发生的股权转让案例被选为样本案例。

本文整理了 2011 年到 2014 年的全部豁免案例,共 232 个。依据下列标准,本文对 232 个案例进行了进一步筛选:

- (1) 移除国有股权无偿转让的案例和其他类型的股权无偿转让案例;<sup>[131]</sup>
- (2) 移除目标公司-3 年到+3 年财务数据缺失的案例;<sup>[132]</sup>
- (3) 移除目标公司属于金融行业的案例;<sup>[133]</sup>
- (4) 移除在证券交易所购买低于上市公司 1% 股份的案例。<sup>[134]</sup>

根据上述筛选标准,122 家公司被移除,剩余 110 家公司被选为本次研究的样本公司。本研究对此 110 家样本公司从-3 年到+3 年共 7 年的财务绩效数据进行了整理,使用五个经济学研究常用的财务指标:每股收益(EPS)、资产收益率(ROA)、净资产收益率(ROE)、总资产增长率(TAGR)、净资产增长率(NAGR)。本研究从 WIND 金融数据库收集上述财务数据,

[131] 国有股权无偿转让的案例占全部被剔除案例的绝大多数。绝大部分国有股权无偿转让交易都由政府指令主导而非市场主导,而且由于此类股权转让无需支付对价,收购发挥其约束作用从而降低目标公司代理成本的可能性较低。本文的主旨之一是探讨在中国强制要约收购制度的语境下,收购行为的约束作用能否促进被收购公司的绩效提升(即动态模式理论能否解释中国的强制要约收购制度),而此类国有股权无偿转让交易由于不是市场行为,难以对本文的研究问题进行证明,因而不属于本文的讨论范畴。在针对并购的经济学研究中,剔除国有股权无偿转让的案例比较常见,例如参见李善民、陈玉罡、曾昭灶、李珩、王彩萍:《中国上市公司并购与重组的实证研究》,中国财政经济出版社 2003 年版,第 138 页,以及李梅:《中国企业跨国并购绩效的实证研究》,武汉大学出版社 2010 年版,第 105 页。此外,本研究中有少部分案例的非国有股权由于继承、存续式分立后承继等原因也进行了无偿转让,由于无偿转让案例难以对本文的研究问题提供证明,所以在本研究中也一并剔除。

[132] 该类被剔除的案例占比非常小。其中包括一个控制权转让后三年内退市的公司(其证券代码:601268)。

[133] 在探讨并购绩效的经济学研究中,剔除金融行业公司比较常见,例如 G. Chen and others, "Control transfers, privatization, and corporate performance: efficiency gains in China's listed companies", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol.43(1), 2008, p.168. 剔除的主要原因是金融类上市公司的经营和财务特征与其他行业上市公司差别较大,而且金融类上市公司适用的会计准则和会计方法与其他行业也不同,因而其财务指标所表示的内容与其他行业的财务指标有所差异。参见李善民等,见前注[131],第 139、212 页。因此,本研究将金融行业公司的案例(占比非常小)进行了剔除。

[134] 此类少量增持的股权交易不太可能对目标公司的绩效产生显著影响,因此被移除。但是,转让的股权虽低于 1% 但该次交易使收购者所持股份超过 50% 的股权交易未被剔除。



并用 CCER 数据库<sup>[135]</sup>对已收集数据的准确性进行了二次核对。

## 2. 数据调整

为了排除极端值对研究结果的影响,本研究按年将数据中超过两倍标准误的值定义为异常值,予以剔除。<sup>[136]</sup>此外,样本公司的绩效可能受整体经济形势的影响。即便某个体公司的财务指标有增长,依然不能直接断言该公司经营发生了好转,因为整体经济形势可能也处于上升趋势,而该公司貌似增长的绩效可能实际上却落后于整体经济形势的增长速度。因此,本研究使用了经济学研究中常用的市场中位数调整法,<sup>[137]</sup>对样本公司的财务数据进行了调整,将各样本公司各年的财务指标数据减去全部 A 股公司该指标在该年的中位数,以排除整体经济形势对数据的干扰,从而让财务数据真实反映股权转让对公司绩效的影响。

在对数据进行调整之后,本文对 110 个样本公司从 -3 年到 +3 年的绩效进行逐年对比,研究样本公司在义务豁免的股权转让发生之后,绩效是否普遍提升。

### (二) 数据分析

本文从两方面对数据进行了分析。第一,本文对全部样本公司五个财务指标分别进行了逐年分析,研究在义务豁免的股权转让前后,样本公司的绩效是否发生提升。第二,本文研究了原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让之后有多大概率绩效变好。五指标的具体分析如下:

#### 1. 每股收益(EPS)

##### (1) 样本公司 EPS 值是否提升

本研究对样本公司 EPS 进行的描述性统计数据见表 5.1(见附录),EPS 均值在各年的变化曲线见图 5.2。

[135] 参见 CCER 数据库, <http://new.ccerdata.cn/home>, 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[136] 在统计学中,与平均值的偏差超过两倍标准差(标准误)的值被认定为异常值。本研究按照统计学规范,对数据中超过两倍标准误的数据进行了剔除。在 EPS 数据中,-3 年到 +3 年各年被剔除的异常数据为 5 至 7 个;ROA 数据中,-3 年到 +3 年各年被剔除的异常数据为 4 至 7 个;ROE 数据中,-3 到 +3 各年被剔除的异常数据为 5 至 11 个;TAGR 数据中,-3 到 +3 各年被剔除的异常数据为 4 至 10 个;NAGR 数据中,-3 到 +3 各年被剔除的异常数据为 5 至 9 个。

[137] 在经济学研究中,此种使用行业或市场中位数对样本公司数据进行调整的方法较为常见。Chen and others, *supra* note 133, p.172, and Paul M. Healy, Krishna G. Palepu and Richard S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve after Mergers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31(2), 1992, p.145. 本研究中的案例大都涉及控制权转移,而控股股东的更换往往会导致企业的产业变化,使得控制权转移前后行业属性不一致,因此无法采用行业中位数对其数据进行调整。例如案例华芳纺织(证券代码为 600273),在收购前目标公司所属行业是纺织制造,但在收购后所属行业转变为化学制品。对于此类上市公司控制权转移导致行业属性变化的案例,经济学研究中常使用市场中位数(即全部上市公司的该财务指标中位数)以取代行业中位数来对样本数据进行调整。例如参见朱红军:“大股东变更与高级管理人员更换:经营业绩的作用”,《会计研究》2002 年第 9 期,第 34 页。由于本研究中的大部分案例都涉及行业属性的前后变化,因此本文也采用了市场中位数(而非行业中位数)调整法。



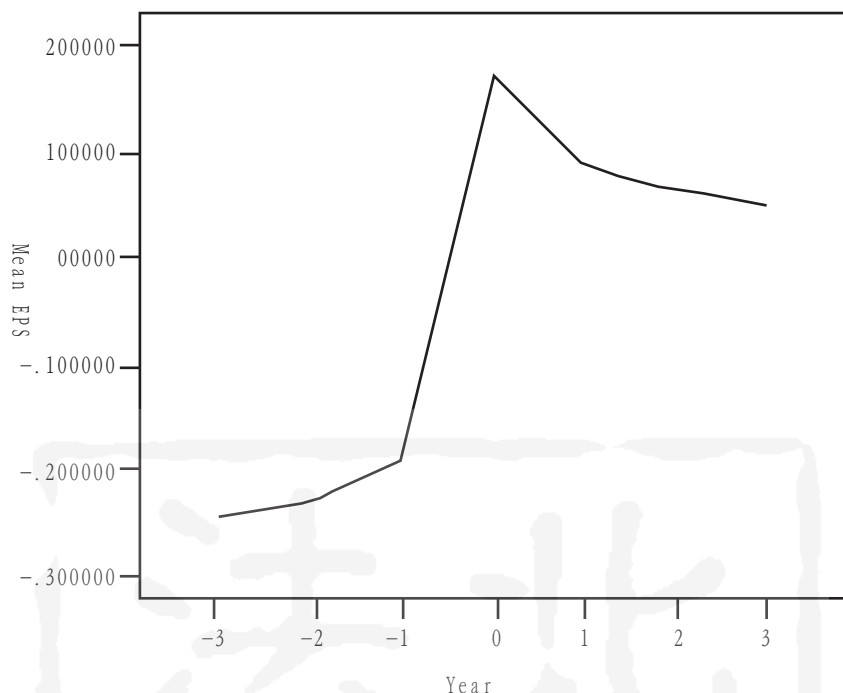


图 5.2 全部样本公司自-3 年到+3 年 EPS 值变化曲线

从表 5.1 和图 5.2 可见,样本公司在股权转让前的三年中, EPS 值较低(在-0.25 到-0.20 之间波动)。但是在义务豁免的股权转让发生之后,样本公司的绩效明显变好:在股权转让当年, EPS 即上涨至 0.17;虽然从+1 年到+3 年 EPS 值逐渐下降,但是股权转让后的 EPS 最低值(即+3 年的值:0.048)也远高于股权转让前的最高值(即-1 年的值:-0.20)。由此可见,在义务豁免的股权转让后,样本公司的 EPS 值明显高于股权转让前。

本研究对 EPS 数据进行了进一步的统计学分析,探究上述股权转让前后的绩效差异是否存在统计显著性(由于五个财务指标的数据均不符合正态分布,本研究相应地采用了威尔科克森符号秩检验法对数据进行显著性检验)。EPS 数据的显著性检验结果见表 5.3 和表 5.4(见附录)。显著性检验结果显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 EPS 值显著高于股权转让前的 EPS 值。

#### (2)原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让后绩效变好的概率

样本公司<sup>[138]</sup>的 EPS 数据显示,在义务豁免的股权转让前,77.6%(83 个)的样本公司的 EPS 值低于全部 A 股上市公司 EPS 值的中位数。而在义务豁免的股权转让之后,80.4%(86

[138] 这里对 EPS 的研究包括 107 个样本。在股权转让之前,全部 110 家公司的数据都齐全,但是在股权转让后,有 3 家公司从+1 年到+3 年均有异常数据(超过两倍标准误),本文按照统计学规范对该异常数据进行了剔除,因而剩余 107 家公司。

个)的样本公司的EPS值发生了提升(即+1年到+3年的三年EPS均值高于-3年到-1年的三年EPS均值)。在83个原本绩效差(低于全部A股公司中位数)的样本中,有80%(73个)的公司在股权转让后EPS值升高。

## 2. 资产收益率(ROA)

### (1) 样本公司ROA值是否提升

全部样本公司ROA值的描述性统计数据见表5.5(见附录),ROA均值的各年变化曲线见图5.6。

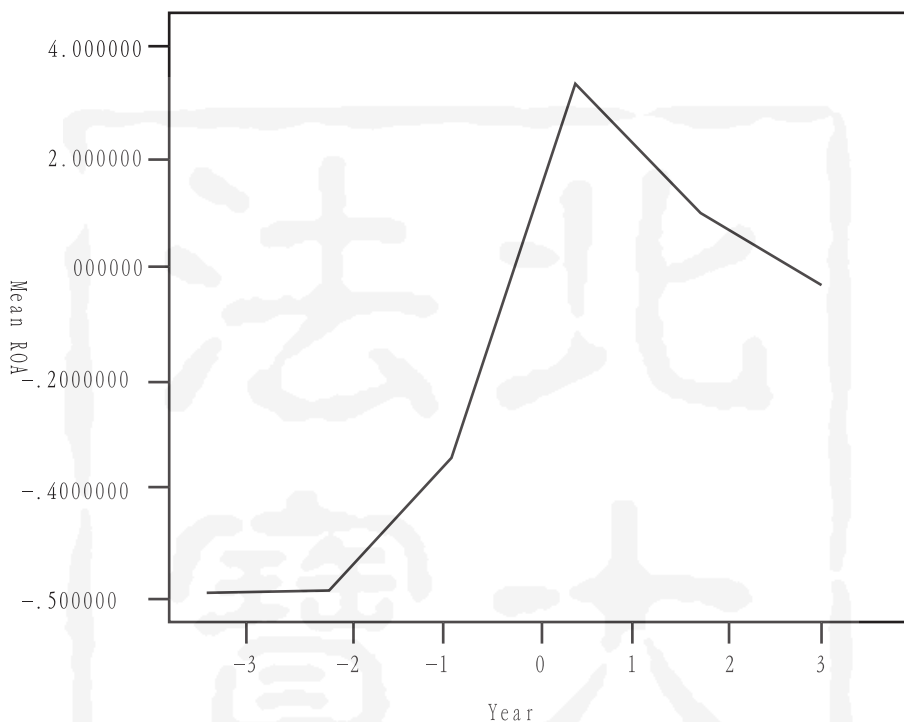


图 5.6 全部样本公司自-3年到+3年ROA值变化曲线

由表5.5和图5.6可见,在股权转让之前,样本公司的ROA均值较低(在-5.92%到-3.53%之间波动)。义务豁免的股权转让发生之后,样本公司的ROA值明显升高,在股权转让发生当年达到了3.12%。即便ROA值在0年之后逐渐下降,+3年的ROA值(股权转让后的最低值)也比股权转让前的ROA最高值(即-1年的-3.53%)高出2.33%。由此可见,在义务豁免的股权转让后,样本公司的ROA值明显高于股权转让前。

本研究也对上述股权转让前后的ROA值差异进行了显著性检验,检验结果见表5.7和5.8(见附录)。显著性检验结果显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的ROA值显著高于股权转让前的ROA值。

### (2) 原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让后绩效变好的概率

ROA 数据显示,在全部样本公司<sup>[139]</sup>中,有 83 个公司的 ROA 值在股权转让前低于全部 A 股上市公司的中值。此 83 个原本绩效差的公司中,有 89.2%(74 个)的公司在义务豁免的股权转让后 ROA 值提升。

### 3. 净资产收益率(ROE)

#### (1) 样本公司 ROE 值是否提升

本研究对全部样本公司 ROE 值的描述性统计数据见表 5.9(见附录),ROE 均值的各年变化曲线见图 5.10。

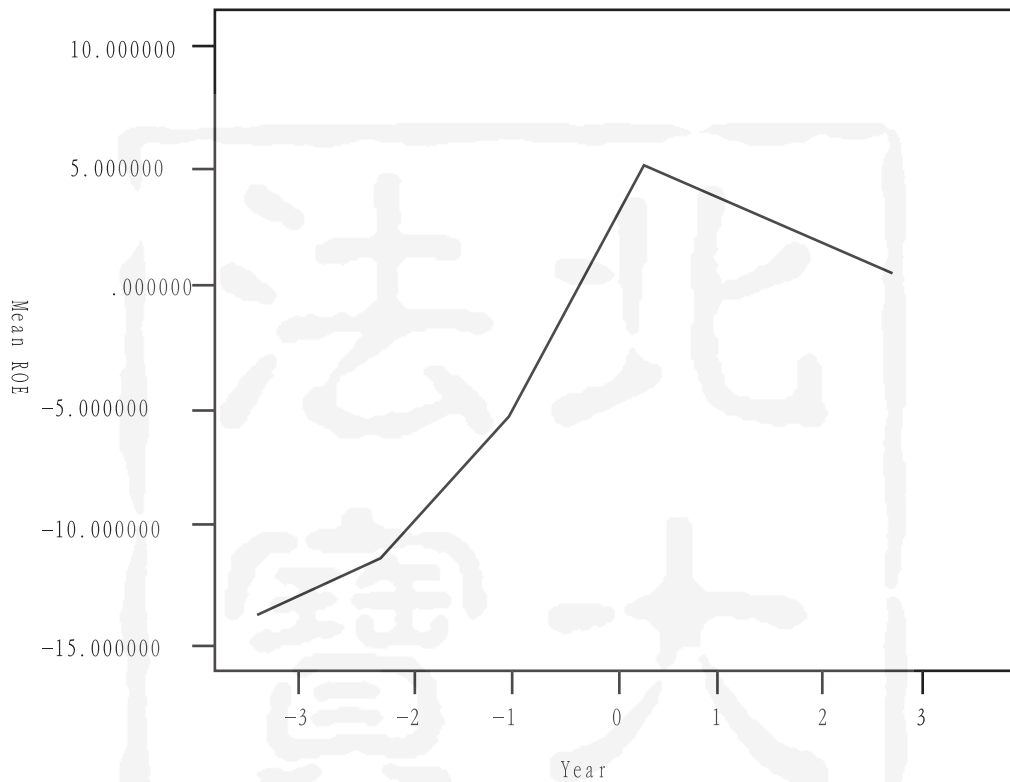


图 5.10 全部样本公司自-3 年到+3 年 ROE 值变化曲线

样本公司的 ROE 数据显示了与上述 EPS 和 ROA 相似的特征。在股权转让发生之前,样本公司的 ROE 值较低,在-13.15%与-5.21%之间波动,但是在义务豁免的股权转让当年,ROE 值显著升高至 5.03%。虽然 ROE 值在随后的三年中缓慢下降,但是股权转让后的 ROE 最低值(即+3 年的值:-0.49%)也远高于股权转让之前的 ROE 最高值(即-1 年的值:-5.21%)。由此可见在义务豁免的股权转让之后,样本公司的 ROE 值明显高于股权转让前。

本研究也对 ROE 数据进行了显著性检验,检验结果见表 5.11 和 5.12(见附录)。显著性

<sup>[139]</sup> 对 ROA 的研究包括 106 家公司。由于股权转让后有 4 家公司从+1 年到+3 年均有异常数据(超过两倍标准误),本文按照统计学规范对该异常数据进行了剔除,因此剩余 106 公司。

检验结果显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 ROE 值显著高于股权转让前的 ROE 值。

(2)原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让后绩效变好的概率

ROE 数据显示,有 79 家公司<sup>[140]</sup>的 ROE 值在股权转让前低于全部 A 股上市公司的中值。但是在义务豁免的股权转让发生后,这些绩效差的公司中有 97.5%(77 个)的公司的 ROE 值升高。

4.总资产增长率(TAGR)

(1)样本公司 TAGR 值是否提升

本研究对各年的 TAGR 值进行的描述性统计见表 5.13(见附录),TAGR 值在各年的变化曲线见图 5.14(包含 0 年的数据)和 5.15(不包含 0 年的数据)。由于 0 年的 TAGR 值显著高于其他各年的值,所以从图 5.14 中较难看出其他各年的绩效值变化。<sup>[141]</sup>为了使图中其他各年绩效的变化更清晰,本文剔除了第 0 年的数据后另作新的绩效变化曲线图,即图 5.15。

从表 5.13 和图 5.15 可见,在股权转让发生之前,样本公司的 TAGR 均值一直较低,但在义务豁免的股权转让发生之后,样本公司的 TAGR 值明显上升。虽然从 +1 年到 +3 年 TAGR 值逐渐下降,但股权转让后各年的 TAGR 值都远高于股权转让前的最高值(即-3 年的-11.02%)。由此可见,在义务豁免的股权转让之后,样本公司的 TAGR 值明显高于股权转让前。

本研究对上述股权转让前后的 TAGR 值差异的显著性检验结果见表 5.16 和 5.17(见附录)。显著性检验结果显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 TAGR 值显著高于股权转让前的 TAGR 值。

(2)原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让后绩效变好的概率

[140] 有 81 家公司在-3 年到-1 年的 ROE 均值低于全部 A 股上市公司的 ROE 中值,但其中有 2 家公司在股权转让后有异常值(超过两倍标准误)而被剔除,所以无法对其股权转让前后的绩效进行比较,因此该两家公司未被计算在内。

[141] 本研究所涉及的案例,大部分是借壳收购或公司集团内部关联方之间的“支持型”股权转让,这些案例在股权转让的同时,大都向目标公司注入大量优质资产作为股权转让的对价(分析详见后文第六节),因此在股权转让当年,目标公司的资产额会大幅度上升。总资产增长率是以本年总资产增长额除以年初资产总额再乘以 100%得出,由于本文案例中的目标公司在股权转让前大都绩效较差(分析详见后文第六节)而且总资产额较低,因此股权转让当年置入的资产会使得该年度目标公司的总资产增长率极高。例如在案例 S\*ST 圣方(证券代码:000620)中,股权转让前一年目标公司的总资产为 5,939,946.23 元,而在股权转让当年,目标公司被置入的资产价值为 2,921,891,300 元,价值是目标公司前一年度总资产的近五百倍。因此,如图 5.14 所示,样本公司的总资产增长率在股权转让当年会显著高于其他各年的值。但股权转让当年极高的总资产增长率反映的更多是作为股权转让对价的资产置入,而非目标公司的实际经营情况。相比起第 0 年的数据,+1 到+3 年的数据更能够反映目标公司在股权转让后实际经营绩效的变化。因此,为了更清晰地分析其他各年绩效的变化,本文剔除掉第 0 年的数据另做了绩效变化曲线图(图 5.15)。与总资产增长率类似,本研究中净资产增长率的值在股权转让当年也极高,因此下文也将净资产增长率第 0 年的数据剔除另做新的绩效变化曲线图。剔除第 0 年的原因下文不再重复说明。

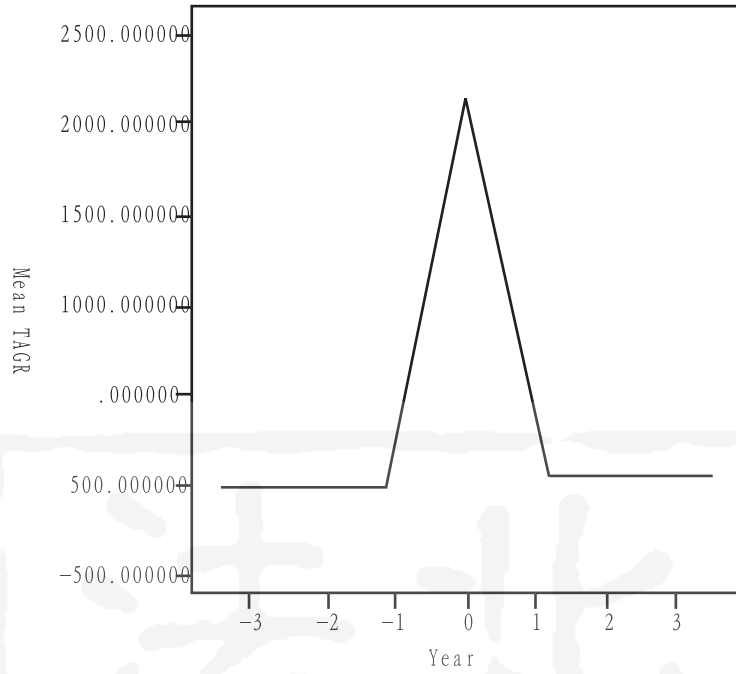


图 5.14 全部样本公司自-3 年到+3 年 TAGR 值变化曲线

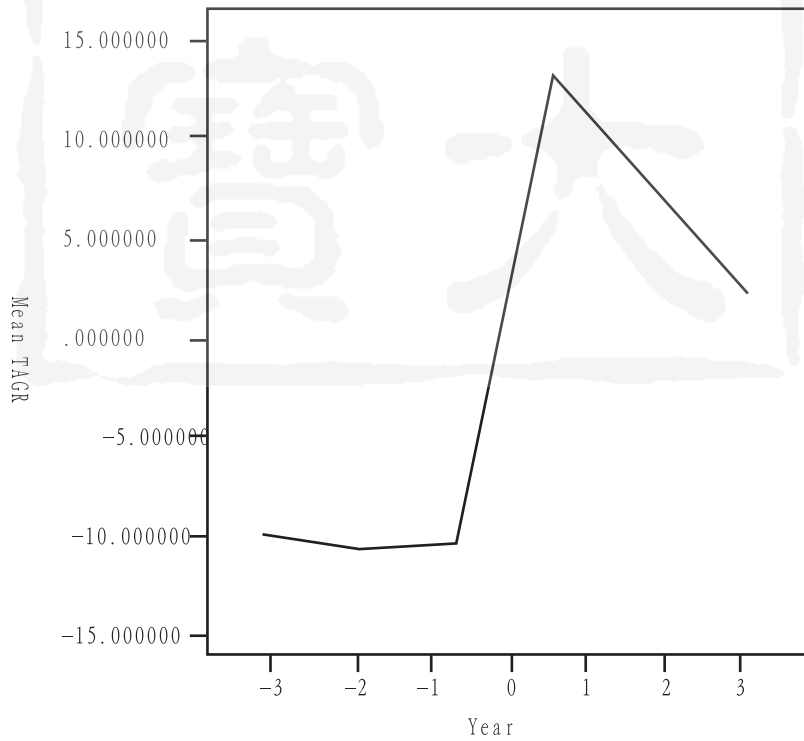


图 5.15 全部样本公司自-3 年到+3 年 TAGR 值变化曲线(已移除第 0 年数据)



TAGR 数据显示,在 110 个样本中有 78.2%(86 个)公司的 TAGR 值在股权转让前低于全部 A 股上市公司的中值。但是在义务豁免的股权转让发生之后,这些原本绩效差的样本中 89.5%(77 个)的公司的 TAGR 值升高。

### 5.净资产增长率(NAGR)

#### (1)样本公司 NAGR 值是否提升

本文对各年的 NAGR 值进行的描述性统计见表 5.18(见附录),NAGR 值在各年的变化曲线见图 5.19(包含 0 年的数据)和图 5.20(不包含 0 年的数据)。由于 0 年的 NAGR 值显著高于其他各年的值,所以从图 5.19 中较难看出其他各年的绩效值的变化。为了使图中其他各年绩效的变化更清晰,本文剔除了第 0 年的数据后另作新的绩效变化曲线图,即图 5.20。

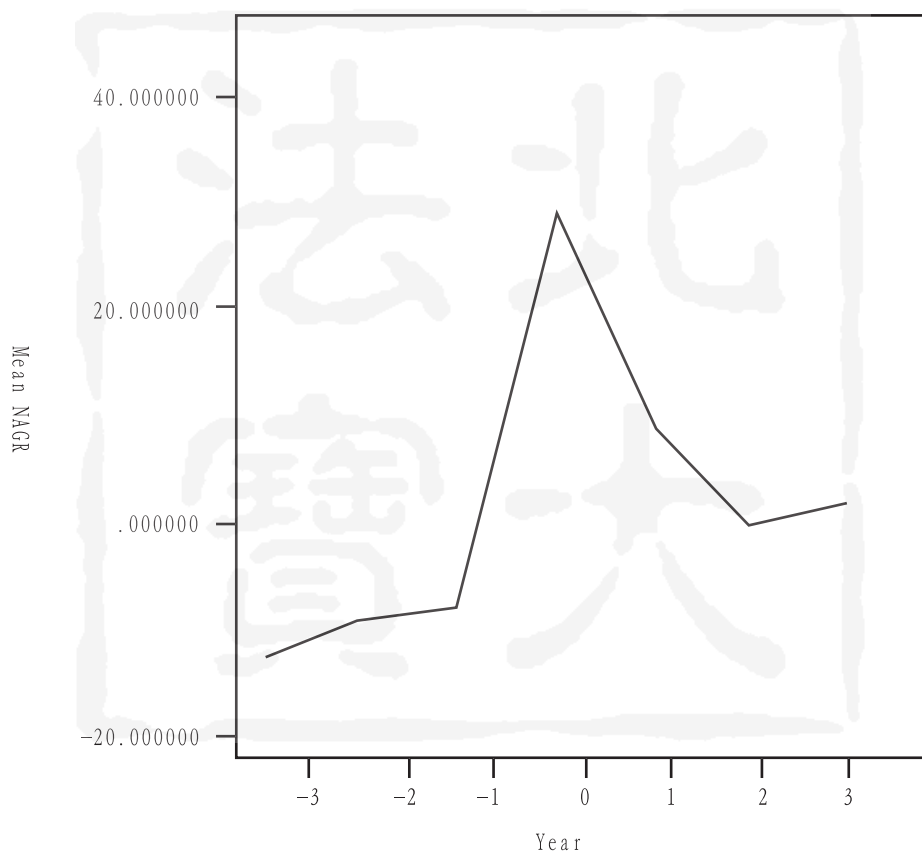


图 5.19 全部样本公司自-3 年到+3 年 NAGR 值变化曲线

从表 5.18 和图 5.20 可见,在股权转让之前,样本公司的 NAGR 值在各年都较低。但在股权转让之后,样本公司的 NAGR 均值有大幅度升高,从+1 年到+3 年 NAGR 值在 1.84%与 13.93%之间波动,远高于股权转让前任何一年的值。由此可见,在义务豁免的股权转让之后,样本公司的 NAGR 值明显高于股权转让前。

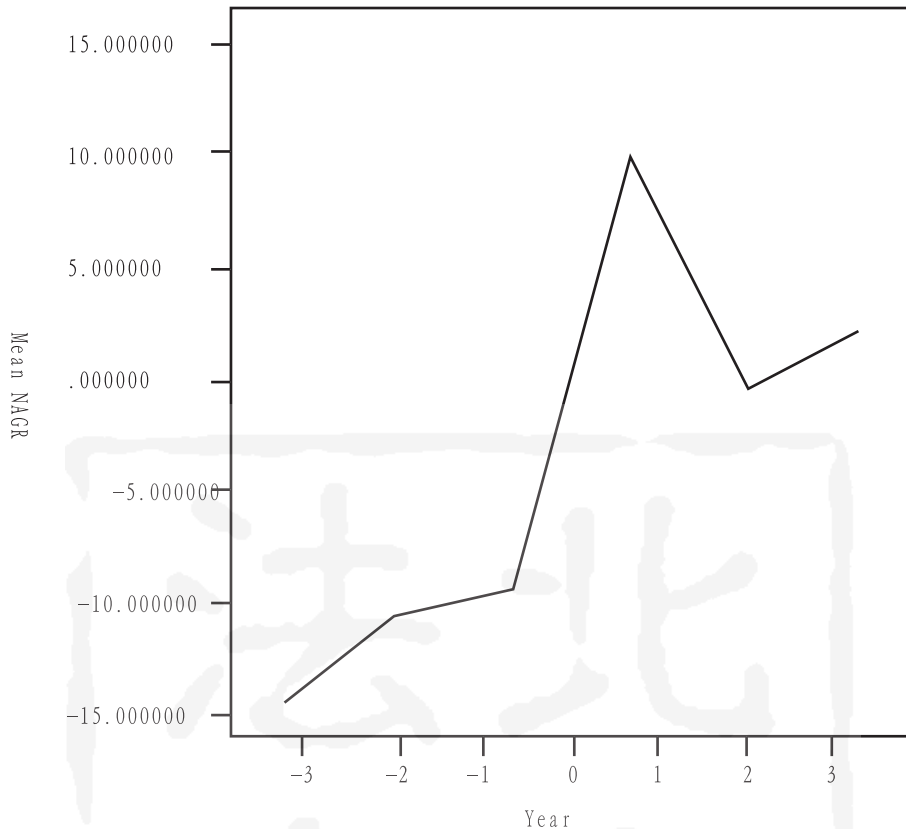


图 5.20 全部样本公司自-3 年到+3 年 NAGR 值变化曲线(已移除第 0 年数据)

本研究对上述股权转让前后的 NAGR 值差异的显著性检验结果见表 5.21 和 5.22。显著性检验结果显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 NAGR 值显著高于股权转让前的 NAGR 值。

(2)原绩效较差的公司在义务豁免的股权转让后绩效变好的概率

NAGR 数据显示,在全部样本<sup>〔142〕</sup>中,80.7%(88 个)的样本公司的 NAGR 值低于全部 A 股上市公司的 NAGR 中值。但是在义务豁免的股权转让之后,这些原本绩效差的公司中 87.5%(77 个)公司的 NAGR 值升高。

综上,全部 5 个财务指标都显示,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的绩效明显优于股权转让前,而且原本绩效差的公司义务豁免的股权转让之后,有非常高的几率发生绩效提升。可以说,样本公司绩效的提升与义务豁免的股权转让密切相关。

〔142〕 全部 110 家公司在股权转让前的数据都齐全,但有 1 家公司在股权转让后+1 年到+3 年均有异常值(超过两倍标准误),本文按照统计学规范对该异常数据进行了剔除。因此剩余 109 家公司。

## 六、原因分析

上文通过对数据的分析发现,在义务豁免的股权转让发生后,原本绩效差的公司绩效会变好。下面对其背后的原因进行分析。

根据《上市公司收购管理办法》第48条、49条和67条规定,强制要约收购义务被豁免的目标公司必须披露其收购报告书、财务顾问报告、法律意见书。<sup>[143]</sup> 本人整理了全部样本公司的上述披露文件,并通过研究披露文件,对这些股权交易进行了分析。

本文所采用的全部5个财务指标反映了样本公司三大方面的绩效。每股收益反映了每一流通股所代表的盈利或亏损情况(第一方面),资产收益率和净资产收益率反映了样本公司的资产和资本的收益情况(第二方面),而总资产增长率和净资产增长率反映了样本公司的资产增长情况(第三方面)。根据样本公司三个方面的绩效情况,本研究将全部样本公司进行了分组。分组后的分析发现,在义务豁免的股权转让发生之后,虽然有14个公司在全部三方面都发生了绩效下滑(后文进行分析),<sup>[144]</sup> 但是有96个公司在至少一个方面的绩效发生了提高。通过对这96个股权转让的披露文件进行研究,本文发现大多数(57个样本,<sup>[145]</sup> 占比59.3%)股权转让是以借壳上市为目的的收购,此外还有29个是公司集团内部关联方股权交易,<sup>[146]</sup> 以及12个其他种类的股权转让。

全部三个方面绩效都提升的案例能够更明晰地反映为何义务豁免的股权转让能够促进公司绩效提升。在全部110个样本中,有55个公司在全部三个方面都发生了绩效提升,而这55个股权转让中,绝大多数是借壳收购。具言之,在这55个股权转让中,有42个<sup>[147]</sup> 是借壳收购,有10个是公司集团内部关联方股权交易,还有5个是其他种类的股权转让。<sup>[148]</sup> 由于样本显示大多数绩效发生提升的股权转让都是借壳收购和关联方股权转让,因此有必要对此两类样本进行特别研究。

### (一)借壳收购样本的分析

1. 绝大多数借壳收购的被收购公司在收购前绩效都较差

样本公司的披露文件显示,几乎全部借壳收购的被收购公司在收购前绩效都较差,有的甚

[143] 参见《上市公司收购管理办法》,第48、49、67条。

[144] 若净资产收益率或资产收益率任一指标在股权转让后发生下滑,则该公司即被视为第二方面的绩效发生下滑。同样,如果总资产增长率或净资产增长率任一指标在股权转让后发生下滑,该公司即被视为在第三方面的绩效发生下滑。

[145] 包括两个既是借壳收购也是以资产重新分配为目的的关联方股权转让的案例。

[146] 本文中“关联方”的范畴依据《深圳证券交易所股票上市规则》第十章的规定,但不包括第10.1.6条规定的在未来12个月内成为关联方的主体。

[147] 包括2个既是借壳收购也是以资产重新分配为目的的关联方股权转让的案例。

[148] 具言之,有2个案例是以巩固控制权为目的,1个案例以向上市公司出售财产为目的,1个案例以间接持股从而挽救经营不善的公司为目的,1个案例以从投行回购股份为目的。

至面临退市风险。在全部 58 个借壳收购案例中,收购发生当年,有 7 个案例的被收购公司的股票名称前被标注“ST”(“特殊处理”,即已连续两个会计年度遭受亏损),有 21 个案例的被收购公司的股票名称前被标注“\*ST”<sup>[149]</sup>(即已连续三个会计年度遭受亏损,因此面临退市风险)。其他的 30 个样本公司虽然并未被标注“ST”或“\*ST”,但是其绩效在三个方面几乎全部低于 A 股上市公司的中值。具言之,全部 30 个公司的每股收益、29 个公司的资产收益率、全部 30 个公司的净资产收益率、27 个公司的总资产增长率、29 个公司的净资产增长率低于同时期全部 A 股上市公司的中值。由此可见,全部 58 个借壳收购的被收购公司在收购前绩效都较差,有的样本公司在被收购前甚至已经破产。例如,在中国科健股份有限公司(证券代码为 000035<sup>[150]</sup>)被严圣军及一致行动人收购前,已多年亏损而且已经完成破产重整,其在被收购时已是一个“净壳”。“壳”的价值在中国极高,买壳是高成本交易,<sup>[151]</sup>“壳”的价格是决定借壳上市的重要因素之一。购买绩效差的公司的“壳”的成本相对较低,因此相比起运营良好的公司,绩效较差的公司更可能成为被收购目标。这也从成本的角度可以较容易理解为何本研究中借壳收购的被收购公司大都是绩效较差公司。

综上,第一,在实践中,豁免制度所辖的股权交易大部分是借壳收购,而其目标公司主要是绩效较差的公司。第二,鉴于几乎全部此类被收购公司都在收购后绩效变好(下文详述),可以说豁免制度治下的收购对个体公司和整个并购市场都有积极作用。

## 2. 为何大多数借壳收购的被收购公司在收购后绩效提升?

数据显示,98.3%(57 个)的借壳收购的被收购公司都在收购后绩效变好。具言之,72.4%(42 个)的样本公司在全部三个方面的绩效都有提升,8 个样本公司在两个方面的绩效提升,7 个样本公司在一个方面的绩效有提升。只有 1 个样本公司在全部三个方面的绩效都下降。之所以这部分公司有如此高的比率绩效提升,主要原因在于中国以借壳上市为目的的收购中,注入被收购公司的资产往往都是极优质的资产。这一点在全部 58 个借壳收购被收购公司的披露文件中都有反映。

借壳上市的门槛要求也可以从某些角度解释这个问题。根据 2011 年版《上市公司重大资产重组管理办法》<sup>[152]</sup>的规定,借壳上市必须要有利于上市公司增强持续经营能力。<sup>[153]</sup>此外,上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在 3 年以上,最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元,<sup>[154]</sup>因此只有高质量的收购者才会被核准发起借壳

[149] 21 个样本中包括标有“\*ST”和“S\*ST”的公司。

[150] 当下文中涉及公司名称时,以其证券代码代替其名称。

[151] See Charles M.C. Lee, Yuanyu Qu and Tao Shen, “Going Public in China: Reverse Mergers Versus IPOs”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, 2019, pp.94-95.

[152] 《上市公司重大资产重组管理办法》于 2008 年生效,并分别于 2011、2014、2016 年修订。由于本文所研究的并购发生于 2011 年至 2014 年,同时期的《上市公司重大资产重组管理办法》主要是 2011 年版本,因此此处引用了 2011 年《上市公司重大资产重组管理办法》的规定。

[153] 参见 2011 年《上市公司重大资产重组管理办法》,第 10 条第 5 款。

[154] 参见 2011 年《上市公司重大资产重组管理办法》,第 12 条。

收购。此外,虽然从表面上来看,2011年的《上市公司重大资产重组管理办法》比首次公开发行股票(IPO)的门槛要求低,<sup>[155]</sup>但是借壳上市所需要满足的要求不仅仅限于上述《上市公司重大资产重组管理办法》所明确规定的要求。2011年,证监会要求借壳上市应当参考首次公开发行股票所需要满足的门槛要求。2013年证监会进一步明确表示,首次公开发行股票的门槛要求也应严格适用于借壳上市。<sup>[156]</sup> 2014年证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》进行了修订,正式规定首次公开发行股票的门槛要求要适用于借壳上市。<sup>[157]</sup> 依据2006年的《首次公开发行股票并上市管理办法》<sup>[158]</sup>的规定,公司首次公开发行股票需要满足一系列严格的要求,包括持续盈利、合规、关联交易等各方面,这些要求也相应的适用于借壳上市。鉴于只有规模大且盈利高的公司才会被核准发起借壳收购,被收购公司在被收购之后绩效变好也就不足为奇了。

第二,之所以借壳收购会向被收购公司注入高质量资产的另一原因是,许多原本计划通过首次公开募股方式上市的高质量公司选择了借壳的方式上市。中国的借壳上市不同于一些发达国家(例如美国)的借壳上市。在美国,借壳上市主要是不满足IPO门槛条件的中小型企业用以上市的手段。<sup>[159]</sup> 而在中国恰恰相反,有研究发现,中国通过借壳方式上市的公司甚至比通过首次公开募股上市的公司规模更大、盈利能力更强,而且在上市后,前者也比后者绩效更好。<sup>[160]</sup> 之所以这些高质量公司会选择借壳的方式而非首次公开募股方式上市的原因,在于证监会对首次公开募股审核的严格控制。相比起首次公开募股,借壳上市的审核速度更快,而且确定性更高。虽然借壳上市也需要满足《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的发行条件,但是需要注意的是,相比起首次公开募股,借壳上市被核准的概率更大。一,有研究表明,证监会对借壳上市的审核主要按照明文规定审核,<sup>[161]</sup>而对首次公开募股的审核往往在明文规定之外还要求该公司满足一系列的其他要求。<sup>[162]</sup> 因此,即便某公司满足了首次公开募股的全部明文要求,依然有不被核准首次公开募股的可能。因此,选择首次公开募股的方式上市有很大的不确定性。例如在2018年的上半年,证监会审核了102家公司,但仅仅核准了58家(即56.9%)。如果加上其他148家撤回申请的公司,2018年上半年证监会对首次公开募股的

[155] 例如,申请首次公开募股的公司的盈利要求为:最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元。除盈利要求外,也有许多其他方面的要求。

[156] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, pp.99-100.

[157] 参见2014年《上市公司重大资产重组管理办法》,第13条。

[158] 现行的《首次公开发行股票并上市管理办法》已于2015和2018年进行了修正,但由于本文所研究的借壳收购发生于2011年至2014年,而同时期的《首次公开发行股票并上市管理办法》是2006年的版本,因此此处引用了2006年版《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定。

[159] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.93.

[160] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.93.

[161] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.100.

[162] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.100.



核准通过率只有 23.2%。<sup>[163]</sup> 与之相反,2018 年上半年证监会对借壳上市的核准通过率是 85%。<sup>[164]</sup> 因此,借壳上市的核准通过率更高。二,证监会经常暂停审核首次公开募股,截至 2018 年底,证监会已经有 8 次暂停审核。<sup>[165]</sup> 由于暂停审核的起始时间与终止时间不透明,<sup>[166]</sup>选择首次公开募股的公司会面临巨大的不确定性。三,有实证研究发现,公司自身的“人脉关系”可能会影响其获得证监会核准的成功率,<sup>[167]</sup>而缺乏“人脉关系”的公司,即使规模更大盈利能力更高,其得到证监会核准的成功率更低。<sup>[168]</sup> 因此,缺乏“人脉关系”但规模大盈利能力高的公司可能倾向于选择通过借壳的方式上市。四,借壳上市比首次公开募股上市的速度更快。在中国申请首次公开募股的公司需要排队接受审核,而由于首次公开募股被证监会严格限制,排队接受审核的公司数量非常庞大,此现象甚至被称作“IPO 堰塞湖”。<sup>[169]</sup> 例如,首次公开募股的排队公司一度在 2016 年 6 月接近 700 家。<sup>[170]</sup> 虽然排队公司的数字自 2017 年一直下降,但截至 2018 年底,仍有逾 200 家公司排队等待证监会审核。<sup>[171]</sup> 而与之相反,借壳上市不存在类似的“堰塞湖”现象。因此,许多满足首次公开募股上市的公司会转而选择借壳的方式上市。

第三,之所以借壳收购的被收购公司在收购后绩效变好的另一原因可能是管理层的更换。在经济学研究中,判断管理层是否更换的标准通常是董事长或总经理在股权转让后一年内是否发生变动。<sup>[172]</sup> 本文也采用此标准判断样本公司是否更换管理层。<sup>[173]</sup> 本文整理了全部样本公司的董事会决议,发现全部 58 个样本公司在股权转让一年内都发生了管理层更换。将原低效管理者更换为高效管理者,是收购得以促进公司经营效率的重要原因,这在理论界已形成

[163] 参见网址, [https://www.sohu.com/a/239796159\\_475888](https://www.sohu.com/a/239796159_475888), 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[164] 参见网址, [http://www.sohu.com/a/238261106\\_99925212](http://www.sohu.com/a/238261106_99925212), 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[165] 参见网址, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20150704/195622592273.shtml>, 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[166] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.103.

[167] See Piotroski, J. D., Zhang, T., “Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China”, *Journal of Financial Economics*, Vol.111(1), 2014, pp.111 - 136. See also, Francis, B.B., Hasan, I. and Sun, X., “Political connections and the process of going public: Evidence from China”, *Journal of International Money and Finance*, Vol.28(4), 2009, pp.696-719.

[168] Lee, Qu and Shen, *supra* note 151, p.100.

[169] 参见刘纪鹏、黄习文:“从 IPO 核查看股市新政”,《经济》2013 年第 7 期,第 110 页。

[170] 参见网址, [http://epaper.zqrb.cn/html/2018-09/03/content\\_349531.htm?div=-1](http://epaper.zqrb.cn/html/2018-09/03/content_349531.htm?div=-1), 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[171] 参见网址, [http://www.sohu.com/a/284819801\\_730526](http://www.sohu.com/a/284819801_730526), 最后访问日期:2018 年 12 月 6 日。

[172] 例如,朱红军,见前注[137],第 34 页;李增泉、杨春燕:“企业绩效、控制权转移与经理人员变更——一项基于我国证券市场的实证研究”,《中国会计与财务研究》2003 年第 4 期,第 62 页。

[173] 由于在部分样本案例中,收购人在触发强制要约收购义务之前即已开始借壳的流程,目标公司在该次股权转让之前即已更换了管理层。由于借壳过程中一系列的股权转让都应视为同一整体,因此在该次股权转让前(但在借壳流程开始后)管理层已更换的,在本研究中也应被视为控制权转移导致管理层更换的案例。

共识。<sup>[174]</sup>因此,本研究中样本公司之所以在借壳之后绩效变好可能也源于管理层的更换。

综上,本节结论的逻辑有两层。第一,中国豁免制度主要促进收购人借壳收购绩效差的公司。第二,在中国借壳上市的规则下,只有经营极好的公司才会被核准发起借壳收购,在借壳过程中优质资产注入被收购公司,高效管理团队替代了原低效管理团队,因此大部分样本公司原本绩效差,但收购后绩效显著提升。在中国买壳成本很高,<sup>[175]</sup>如果收购者在高昂的买壳成本之外还需要再发出强制要约,借壳上市可能无法成为性价比较高的选择。因此可以说,中国的要约义务豁免制度降低了借壳上市的成本,从而促进了高效借壳收购的发生。

## (二)关联方股权转让样本分析

在全部的110个样本案例中,有36个<sup>[176]</sup>是公司集团内部关联方之间进行的股权转让,其中29个(占比80.6%)的目标公司至少一个方面的绩效在股权转让后发生了提升。具言之,有10个公司在三个方面的绩效提升,16个公司在两个方面绩效提升,3个公司在—个方面绩效提升。由此可见,大多数的关联方股权转让,也促进目标公司绩效提升。

有研究发现,关联方股权转让的目的经常是向集团内部的上市公司注入优质资产、剥离劣质资产。<sup>[177]</sup>这类“支持型”股权转让常在上市公司面临亏损或退市风险时发生,被用来“保壳”,此外也常被用来促进集团内部资源优化配置、提升资产利用效率。<sup>[178]</sup>虽然有学者认为关联方股权交易不能提升目标公司的绩效,但有实证研究证实,“支持型”关联方股权交易发生后,目标公司绩效确会变好。<sup>[179]</sup>本研究中大多数(29个,占比80.6%)关联方股权交易都可以划归上述“支持型”股权转让,样本公司的披露文件也显示,绝大多数样本公司都被注入了高质量的资产作为股权转让的对价。数据显示,这29家绩效变好的目标公司在股权转让之前都绩效较差,<sup>[180]</sup>不少样本公司的收购报告书都明确披露该次股权转让的目的或是挽救上市公司,<sup>[181]</sup>或是通过注入优质资产提升上市公司实力,<sup>[182]</sup>这些都符合上述理论中的“支持型”关

<sup>[174]</sup> See Roberta Romano, “A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, Vol.9, 1992, p.129.

<sup>[175]</sup> See Charles Lee, Yuanyu Qu and Tao Shen, “Reverse Mergers, Shell Value, And Regulation Risk in Chinese Equity Markets” *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 2017, p.2, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3038446](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3038446), last visited on 6 December 2018.

<sup>[176]</sup> 包括2个同时也是借壳收购的案例。

<sup>[177]</sup> 参见黄兴李、沈维涛:“掏空或支持:来自我国上市公司关联并购的实证分析”,《经济管理》2006年第12期,第63页。

<sup>[178]</sup> 参见鞠雪琴:“我国上市公司关联并购的影响因素及效应研究”,山东大学2014年博士学位论文,第71—77页。

<sup>[179]</sup> 同上注,第138页。

<sup>[180]</sup> 具言之,12个公司在三个方面的绩效低于A股全体公司中值,8个公司在两个方面的绩效低于A股全体公司中值,5个公司在—个方面的绩效低于A股全体公司中值。4个公司在三个方面的绩效都高于全体A股公司的中值。

<sup>[181]</sup> 例如证券代码为600698的公司。

<sup>[182]</sup> 例如证券代码为600780的公司。

关联方股权转让的特征。<sup>[183]</sup>此外,许多样本公司的披露文件明确提到该次股权转让的目的是合并集团内部相近产业从而减少同业竞争、<sup>[184]</sup>减少集团内部管理成本、<sup>[185]</sup>重新分配整合资产,<sup>[186]</sup>这也符合理论界提到的高效关联方股权交易的特征。

因此,关联方股权转让的样本也显示,义务豁免的股权转让能促进公司集团内部挽救经营较差的上市公司或者促进上市公司绩效提升,而大多数样本案例都达到了这个目的。豁免制度降低了此类股权转让的成本,促进了有效率股权转让的发生。

但是有一点需要注意,相比借壳收购,关联方股权交易的目标公司在股权转让后出现全部三个方面都绩效下滑的概率更高(占比 19.4%),而借壳收购的目标公司在三个方面都绩效下滑的概率只有 1.7%。为什么会出现这样的结果?有学者认为,相比其他种类的股权转让,关联方股权交易有更高的概率出现大股东隧道挖掘行为。<sup>[187]</sup>由于关联方股权交易实际上被大股东操控,因此注入上市公司的所谓“优质”资产有可能是以次充好。<sup>[188]</sup>这类掏空行为常常发生在以资产置换或资产整合的方式进行的关联方股权转让中,<sup>[189]</sup>而且有实证证据显示这类“掏空型”股权转让发生之后,目标公司的绩效往往差于其他种类股权转让的目标公司。<sup>[190]</sup>本研究中发现的几个三方面绩效全部下滑的样本,即可能是此类“掏空型”股权转让。但是,发生此类“掏空型”股权转让并不能归咎于中国对强制要约收购制度的修订。按照英国的《并购守则》的规则 9.1 <sup>[191]</sup>的规定,此类集团内部关联方往往会被认定为一致行动人,因此收购人和被收购人会被当做同一人。因此即便在英国,这类集团内部关联方股权转让也不会触发强制要约收购义务(除非发生特殊情况)。<sup>[192]</sup>此类关联方股权转让并未导致控制权的实际转移,因而自然应被豁免。因此,由于上述“掏空型”股权转让的发生不能归咎于中国对强制要约收购制度的修订,所以这些“掏空型”股权转让的存在,无法质疑中国对强制要约收购制度的修订的合理性。加之,这类无效率股权转让在全部股权转让中的占比较小,更好的解决办法应是要求对公司集团进行更多的披露。

### (三)其他类的股权转让样本

除了上述借壳收购和关联方股权转让外,还有 18 个其他种类的股权转让。其中大部分

[183] 鞠雪琴,见前注[178],第 71 页。

[184] 例如证券代码为 600676 的公司。

[185] 例如证券代码为 000066、000021 的公司。

[186] 例如证券代码为 600723、600748 的公司。

[187] 鞠雪琴,见前注[178],第 68 页。

[188] 参见张祥建、郭岚:“资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率”,《金融研究》2008 年第 2 期,第 99 页;参见刘建勇:“我国上市公司大股东资产注入动因及经济后果研究”,中国矿业大学 2011 年博士学位论文,第 90 页。

[189] 鞠雪琴,见前注[178],第 69 页。

[190] 鞠雪琴,见前注[178],第 68 页。

[191] City Code on Takeovers and Mergers, Notes on Rule 9.1 (4).

[192] Ibid.

(12个)的目标公司都在股权转让后绩效发生了提升。<sup>[193]</sup>但是这12个样本案例的种类没有共同特征。另外还有6个样本公司在股权转让后,全部三个方面的绩效都发生了下滑。但这6个样本案例的种类也没有共同特征。这6个样本案例中,2个是上市公司大股东在二级市场少量增持而触发强制收购要约义务,随后被证监会豁免。由于上市公司控制人并未发生改变,而且该次转让的股权数量非常少,因而不能说其随后的绩效下滑是该次股权转让导致的。其他4个股权转让包括两个普通的控制权转让、1个以支持目标公司搬迁改造为目的的股权转让、1个因执行法院裁定而发生的股权转让。虽然这18个其他种类的股权转让没有共同的背景特征,但是也同样能够反映,义务豁免的股权转让能够促进大多数目标公司绩效提升。

综上,实证证据表明,中国强制要约收购制度所辖下的股权转让,大都是高效率的股权转让。因此可以说,修订后的强制要约收购制度能够促进公司的效率提升,不会侵害小股东的经济利益。

## 七、结 论

本文探讨了中国修订后的强制要约收购制度能否促进公司绩效提升的问题。虽然中国强制要约收购制度移植自英国,但是中国随后对该制度进行了修改,大范围地对该义务进行了豁免,使其偏离了英国原制度的路径。修订后的强制要约收购制度遭到了学界的许多批评,批评声音主要认为豁免使得小股东们无法将其所持股份以相当的价格售与收购人,因而他们的经济利益会遭受损失。本文认为,由于英国的强制要约收购制度最初的创设目的,是保护机构投资者利益而非公众小股东利益,因而此制度并非一定要全部照搬照抄,中国对该制度进行修改也并非当然不合理。对修订的批评声音主要是建立在静态模式理论之上的,但如果动态模式理论能够在中国强制要约收购制度的语境下运行,那么上述批评声音的基础就会被撼动。虽然前人对中国的强制要约收购制度进行过许多探讨,但并未提供充足的实证证据证明该制度能否促进公司的效率,而实证证据的缺乏导致论争双方的论点都无法令人信服。本文使用实证证据证明,在中国强制要约收购制度的语境下,动态模式理论是适用的;在义务豁免的股权转让发生之前,目标公司大都经营绩效较差,但在股权转让之后大都绩效提升。因此,可以说义务豁免的股权转让大都效率较高。本文对其背后原因进行了探究。实证证据显示,这些要约义务被豁免的股权转让大部分是借壳收购。由于豁免制度能够显著地降低借壳上市的成本,借壳得以成为一种性价比较高的上市方式。在借壳收购过程中,优质资产被注入上市公司,原有的低效管理团队被高效管理团队所替代,因而目标公司在收购之后有非常高的概率发生绩效提升。除借壳收购之外,还有很大一部分义务豁免的样本是关联方股权转让,这部分样本也显示大部分目标公司在股权转让后绩效提升。其原因可能是这些关联方股权转让的目的即是挽救绩效差的上市公司、优化集团内部资产配置、促进资产利用效率。综上,中国豁免制

<sup>[193]</sup> 具言之,5个公司在三个方面发生绩效提升,5个公司在两个方面发生绩效提升,2个公司在一个方面发生绩效提升。

度所辖股权转让的效率极高,义务豁免的股权转让能够显著地促进上市公司的绩效提升。因此,虽然小股东无法在股权转让时将其持有股份售与收购人从而分享溢价,但他们依然未遭受经济损失。因此,认为中国强制要约收购制度会损害小股东经济利益的批评观点的基础较弱。

本研究也对前人文献做出了贡献。虽然西方对强制要约收购制度的探讨已经进行了数十年,但鲜有涉及中国的讨论。虽然动态模式理论和静态模式理论已被西方充分发展,但并不意味这两个理论能够在中国顺畅运行。虽然许多中国学者对强制要约收购制度的修订有许多探讨,但未利用实证证据证明中国修改后的该制度能否促进公司效率提升、是否损害小股东的经济利益,前人文献也未曾用实证证据证明动态模式理论抑或静态模式理论是否适用于中国。本文用中国的实证证据为静态模式—动态模式理论之争做出了贡献。

## 附录

表 5.1 全部样本公司自-3 年到+3 年 EPS 值

	Y -3	Y -2	Y -1	Y 0	Y 1	Y 2	Y 3
均值(元)	-.24691442	-.23233981	-.19646505	.16940476	.08804175	.06356827	.04820095
标准误	.475200833	.460951010	.353894872	.441042388	.291657082	.318275958	.446973081
最小值 (元)	-1.942000	-1.940000	-1.300000	-.750000	-.450000	-.566000	-1.060000
最大值 (元)	1.268000	1.258250	1.040000	1.920000	1.105000	1.165700	1.560000
中位数 (元)	-.26595000	-.30050000	-.30000000	.10000000	.03760000	.02120000	.01000000

表 5.3 EPS - 威尔科克森符号秩检验

	配对样本	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Y0 - Y-1	-6.731	.000***
2	Y1 - Y-1	-6.425	.000***
3	Y2 - Y-1	-5.742	.000***
4	Y3 - Y-1	-5.277	.000***
5	Y0 - Y-3 至 Y-1 均值	-7.578	.000***
6	Y1 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.873	.000***
7	Y2 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.369	.000***
8	Y3 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.113	.000***
9	Y1 至 Y3 均值 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.564	.000***

\* p<0.1 \*\* p<0.05 \*\*\* p<0.01



表 5.4 EPS — 配对样本的中位数及四分位距

	配对样本	中位数	四分位距
1	Y-1	-.30000000	.414800
	Y0	.10000000	.440350
2	Y-1	-.30000000	.380200
	Y1	.06000000	.365050
3	Y-1	-.30000000	.356000
	Y2	.02570000	.435300
4	Y-1	-.30000000	.412400
	Y3	.01840000	.460200
5	Y-3 至 Y-1 均值	-.30143333	.375333
	Y0	.10000000	.462150
6	Y-3 至 Y-1 均值	-.31791667	.343333
	Y1	.03760000	.385600
7	Y-3 至 Y-1 均值	-.31800833	.346304
	Y2	.02120000	.438950
8	Y-3 至 Y-1 均值	-.30143333	.355000
	Y3	.01000000	.460100
9	Y-3 至 Y-1 均值	-.31791667	.343333
	Y1 至 Y3 均值	.01803333	.388567

为确认采用何种显著性检验方法,本研究对数据进行了 Kolmogorov - Smirnov(K - S) 检验,检测数据是否符合正态分布。检验结果显示, EPS 数据不符合正态分布,因此本研究相应地采用了威尔科克森符号秩检验法对数据进行显著性检验(其他四个财务指标 ROA、ROE、TAGR、NAGR 的数据也均不符合正态分布,因此后文对 ROA、ROE、TAGR、NAGR 的显著性检验分析也均采用了威尔科克森符号秩检验法,后文不再重复说明)。本文对全部样本公司在-1 年的 EPS 值与其在 0 年、+1 年、+2 年、+3 年的 EPS 值进行比较,并对股权转让前三年的 EPS 均值分别与在 0 年、+1 年、+2 年、+3 年的 EPS 值和股权转让后三年的 EPS 均值数据进行比较(后文对 ROA、ROE、TAGR、NAGR 进行显著性检验的配对年度也与此处的 EPS 配对年度相同,后文不再重复说明)。显著性检验的结果见表 5.3。为更清楚研究股权转让前后的绩效数据差异如何,本文对上述配对样本的中值和四分位距也一并进行了计算,详见表 5.4。由表 5.3 可见,全部 9 组配对样本的 P 值都低于 0.1%,因此全部 9 组的 EPS 差异都在 1%的水平上显著。表 5.4 显示,全部 9 组样本在股权转让后 EPS 值都远高于股权转让前 EPS 值。综上,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 EPS 值显著高于股权转让前的 EPS 值。

表 5.5 全部样本公司自-3 年到+3 年 ROA 值

	Y-3	Y-2	Y-1	Y0	Y1	Y2	Y3
均值 (%)	— 5.91912260	— 5.86579808	— 3.52636796	3.11880144	.79269429	— .48350236	— 1.19376635
标准误	9.660347815	9.248269384	7.095178121	7.419064448	4.903991496	4.314602019	4.645606470
最小值 (%)	— 48.272000	— 43.264000	— 32.482700	— 9.504300	— 6.215400	— 10.120900	— 17.161000
最大值 (%)	27.303650	14.070900	10.690400	25.899300	18.746000	11.625900	11.552300
中位数 (%)	— 4.38450000	— 4.67995000	— 3.65560000	1.30845000	— .15865000	— 1.56630000	— 1.57395000

表 5.7 ROA — 威尔科克森符号秩检验

	配对样本	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Y0 - Y-1	-5.296	.000***
2	Y1 - Y-1	-4.357	.000***
3	Y2 - Y-1	-3.441	.001***
4	Y3 - Y-1	-2.772	.006***
5	Y0 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.803	.000***
6	Y1 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.207	.000***
7	Y2 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.319	.000***
8	Y3 - Y-3 至 Y-1 均值	-4.770	.000***
9	Y1 至 Y3 均值 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.732	.000***

\* p&lt;0.1 \*\* p&lt;0.05 \*\*\* p&lt;0.01

表 5.8 ROA — 配对样本的中位数及四分位距

	配对样本	中位数	四分位距
1	Y-1	-3.41150000	6.143900
	Y0	1.29765000	8.734588
2	Y-1	-3.41150000	6.074400
	Y1	-.19297500	7.050450
3	Y-1	-3.41630000	6.013200
	Y2	-1.71215000	5.525500
4	Y-1	-3.41630000	6.165000
	Y3	-1.53060000	5.291400

5	Y-3 至 Y-1 均值	-4.28350000	8.687871
	Y0	1.30845000	8.130075
6	Y-3 至 Y-1 均值	-4.36425000	8.633192
	Y1	-1.15865000	6.476300
7	Y-3 至 Y-1 均值	-4.38043333	8.578513
	Y2	-1.56630000	5.384275
8	Y-3 至 Y-1 均值	-4.28350000	8.514742
	Y3	-1.57395000	5.037725
9	Y-3 至 Y-1 均值	-4.38043333	8.578513
	Y1 至 Y3 均值	-1.38953333	4.970275

显著性检验的结果见表 5.7, 配对样本的中值和四分位距见表 5.8。由表 5.7 可见, 全部 9 组配对样本的 P 值都低于 0.1%, 因此全部 9 组的 ROA 差异都在 1% 的水平上显著。表 5.8 显示, 全部 9 组样本在股权转让后 ROA 值都远高于股权转让前 ROA 值。综上, 在义务豁免的股权转让发生后, 样本公司的 ROA 值显著高于股权转让前的 ROA 值。

表 5.9 全部样本公司自-3 年到+3 年 ROE 值

	Y-3	Y-2	Y-1	Y0	Y1	Y2	Y3
均值 (%)	13.15218900	10.65435354	5.21447030	5.03206731	2.95785810	7.76302500	8.48807700
标准误	22.55934708	743.39185801	633.07929582	113.14038469	89.377688605	7.900443844	8.587626140
最小值 (%)	122.080000	279.770000	142.070000	34.020000	12.000000	20.970000	30.680000
最大值 (%)	45.350000	186.310000	256.380000	46.830000	33.920000	25.900000	24.050000
中位数 (%)	8.80250000	8.17000000	6.73000000	1.95750000	1.57600000	2.29000000	2.21500000

表 5.11 ROE - 威尔科克森符号秩检验

	配对样本	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Y0 - Y-1	-5.014	.000***
2	Y1 - Y-1	-4.804	.000***
3	Y2 - Y-1	-4.122	.000***
4	Y3 - Y-1	-4.054	.000***
5	Y0 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.492	.000***

6	Y1 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.261	.000***
7	Y2 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.398	.000***
8	Y3 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.129	.000***
9	Y1 至 Y3 均值 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.050	.000***

\* p<0.1 \*\* p<0.05 \*\*\* p<0.01

表 5.12 ROE — 配对样本的中位数及四分位距

	配对样本	中位数	四分位距
1	Y-1	-4.98000000	10.440000
	Y0	2.27000000	12.465000
2	Y-1	-5.58000000	10.903500
	Y1	1.36000000	10.475000
3	Y-1	-5.49000000	10.965250
	Y2	.20500000	9.995000
4	Y-1	-4.69000000	11.053500
	Y3	-.18000000	8.915000
5	Y-3 至 Y-1 均值	-7.31166667	15.937000
	Y0	2.57500000	13.070000
6	Y-3 至 Y-1 均值	-7.32416667	13.912167
	Y1	1.46800000	10.785000
7	Y-3 至 Y-1 均值	-7.33666667	13.935333
	Y2	.22000000	10.100000
8	Y-3 至 Y-1 均值	-6.93500000	13.965000
	Y3	-.25000000	8.930000
9	Y-3 至 Y-1 均值	-7.80666667	14.355333
	Y1 至 Y3 均值	.74633333	10.356667

显著性检验的结果见表 5.11, 配对样本的中值和四分位距见表 5.12。由表 5.11 可见, 全部 9 组配对样本的 P 值都低于 0.1%, 因此全部 9 组的 ROE 差异都在 1% 的水平上显著。表

5.12 显示,全部 9 组样本在股权转让后 ROE 值都远高于股权转让前 ROE 值。综上,在义务豁免的股权转让发生后,样本公司的 ROE 值显著高于股权转让前的 ROE 值。

表 5.13 全部样本公司自-3 年到+3 年 TAGR 值

	Y-3	Y-2	Y-1	Y0	Y1	Y2	Y3
均值 (%)	— 11.02019650	— 11.77452524	— 11.57719510	2089.478613	214.91358476	9.01784559	2.58628113
标准误	22.98091664	23.43625826	20.53507643	611753.399624868	801763500	837.96483088	322.194147599
最小值 (%)	— 98.547100	— 112.623700	— 74.090700	— 111.486200	— 35.857600	— 37.722800	— 74.736300
最大值 (%)	84.928700	52.646300	45.872300	113741.669600	352.736850	326.992400	82.917300
中位数 (%)	— 11.64530000	— 10.68150000	— 12.41755000	54.68955000	2.21100000	3.21332500	— 2.15865000

表 5.16 TAGR — 威尔科克森符号秩检验

	配对样本	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Y0 - Y-1	-7.300	.000***
2	Y1 - Y-1	-5.296	.000***
3	Y2 - Y-1	-4.871	.000***
4	Y3 - Y-1	-4.136	.000***
5	Y0 - Y-3 至 Y-1 均值	-7.591	.000***
6	Y1 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.516	.000***
7	Y2 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.099	.000***
8	Y3 - Y-3 至 Y-1 均值	-4.370	.000***
9	Y1 至 Y3 均值 - Y-3 至 Y-1 均值	-6.056	.000***

\* p<0.1 \*\* p<0.05 \*\*\* p<0.01

表 5.17 TAGR — 配对样本的中位数及四分位距

	配对样本	中位数	四分位距
1	Y-1	-12.05370000	20.725300
	Y0	71.79590000	458.617500



2	Y-1	-12.73750000	20.994925
	Y1	2.01350000	29.337613
3	Y-1	-11.99640000	21.543175
	Y2	3.55467500	23.675950
4	Y-1	-12.72590000	20.092700
	Y3	-2.38700000	24.954900
5	Y-3 至 Y-1 均值	-10.13328333	19.151317
	Y0	54.68955000	449.907950
6	Y-3 至 Y-1 均值	-10.56053333	21.155333
	Y1	2.21100000	29.586775
7	Y-3 至 Y-1 均值	-10.03062500	20.703725
	Y2	3.21332500	23.302750
8	Y-3 至 Y-1 均值	-10.39371667	20.456425
	Y3	-2.15865000	25.328113
9	Y-3 至 Y-1 均值	-10.39371667	21.276875
	Y1 至 Y3 均值	2.30277917	22.883071

显著性检验的结果见表 5.16, 配对样本的中值和四分位距见表 5.17。由表 5.16 可见, 全部 9 组配对样本的 P 值都低于 0.1%, 因此全部 9 组的 TAGR 差异都在 1% 的水平上显著。表 5.17 显示, 全部 9 组样本在股权转让后 TAGR 值都远高于股权转让前 TAGR 值。综上, 在义务豁免的股权转让发生后, 样本公司的 TAGR 值显著高于股权转让前的 TAGR 值。

表 5.18 全部样本公司自-3 年到+3 年 NAGR 值

	Y-3	Y-2	Y-1	Y0	Y1	Y2	Y3
均值 (%)	14.02731832	9.64613606	8.25559000	40.46751553	13.93154854	1.83625333	5.04477816
标准误	33.88087328	941.63470103	723.49671217	167.78394003	440.15473364	519.72755904	623.72850488
最小值 (%)	180.756650	210.110200	117.247200	15.230100	21.123300	63.722500	42.692650
最大值 (%)	142.309600	247.677500	82.938750	301.465900	199.019100	69.705500	75.366050
中位数 (%)	9.96750000	9.30755000	8.02215000	13.64365000	1.54005000	1.17820000	.75150000

表 5.21 NAGR — 威尔科克森符号秩检验

	配对样本	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1	Y0 - Y-1	-6.972	.000***
2	Y1 - Y-1	-4.874	.000***
3	Y2 - Y-1	-3.009	.003***
4	Y3 - Y-1	-4.318	.000***
5	Y0 - Y-3 至 Y-1 均值	-7.488	.000***
6	Y1 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.550	.000***
7	Y2 - Y-3 至 Y-1 均值	-4.327	.000***
8	Y3 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.030	.000***
9	Y1 至 Y3 均值 - Y-3 至 Y-1 均值	-5.969	.000***

\* p<0.1 \*\* p<0.05 \*\*\* p<0.01

表 5.22 NAGR — 配对样本的中位数及四分位距

	配对样本	中位数	四分位距
1	Y-1	-8.22547500	14.062125
	Y0	13.19022500	50.777650
2	Y-1	-7.48145000	14.488950
	Y1	1.28147500	17.003125
3	Y-1	-6.92050000	14.515750
	Y2	-1.21377500	13.159075
4	Y-1	-8.03222500	14.223400
	Y3	-1.76975000	20.800438
5	Y-3 至 Y-1 均值	-9.37358333	14.246067
	Y0	13.64365000	52.233000
6	Y-3 至 Y-1 均值	-8.81598333	14.249908
	Y1	1.54005000	17.144550
7	Y-3 至 Y-1 均值	-8.91925000	13.772388
	Y2	-1.17820000	15.301125
8	Y-3 至 Y-1 均值	-9.90018333	14.268600
	Y3	-1.75150000	19.747650
9	Y-3 至 Y-1 均值	-9.37358333	14.104792
	Y1 至 Y3 均值	2.96020000	18.708967

显著性检验的结果见表 5.21, 配对样本的中值和四分位距见表 5.22。由表 5.21 可见, 全部 9 组配对样本的 P 值都低于 0.1%, 因此全部 9 组的 NAGR 值差异都在 1% 的水平上显著。表 5.22 显示, 全部 9 组样本在股权转让后 NAGR 值都远高于股权转让前 NAGR 值。综上, 在义务豁免的股权转让发生后, 样本公司的 NAGR 值显著高于股权转让前的 NAGR 值。

**Abstract:** This study uses empirical evidence to give a relatively convincing answer to the heated debate as to whether China's modified Mandatory Bid Rule (MBR) really undermines minority shareholders' economic interests. After transplanting the MBR from the UK in the early 1990s, China amended this rule and grants exceptions on the basis of a much broader scope of grounds, and most acquirers who triggered the mandatory bid obligation could obtain the CSRC's dispensation. While there is a large body of literature discussing whether this modification undermines minority shareholders' economic benefits, however, none of them provides convincing empirical evidence, so the lack of empirical evidence makes either the advocates' or objectors' claims unpersuasive. This article seeks to address the current deficiency in research on empirical evidence. By using quantitative evidence, this study finds that China's modified MBR can significantly facilitate better performance by listed companies, so minority shareholders' economic benefits were not undermined even though there were no material mandatory offers. This article also uses China's empirical evidence to contribute to the debate between the static-model theory and dynamic-model theory in the western world.

**Key Words:** Mandatory Bid Rule; Empirical Analysis; Minority Protection; Law and Economics; Dispensation

(责任编辑:贺 剑)