

资本结构与 公司控制权安排研究

A Study on Capital Structure
and Corporate Control Contests

高谦 著



中国金融出版社

资本结构与 公司控制权安排研究

A Study on Capital Structure
and Corporate Control Contests

 中国金融出版社

责任编辑：何 为

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

资本结构与公司控制权安排研究 (Ziben Jiegou yu Gongsì Kongzhiquan Anpai Yanjiu) / 高谦著 .—北京：中国金融出版社，2009.4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4875 - 5

I . 资… II . 高… III . 股份有限公司—企业管理—研究—中国 IV . F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 171420 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 160 毫米 × 235 毫米

印张 17

字数 245 千

版次 2009 年 4 月第 1 版

印次 2009 年 4 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN978 - 7 - 5049 - 4875 - 5/F.4435

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

无论是在理论界还是在实业界，公司治理都受到广泛重视。在我国，1993年首次正式提出并阐述了建立现代企业制度问题，1999年又进一步指明建立现代企业制度是国有企业改革的方向，而现代企业制度就是现代公司制度，如何建立良好的公司治理结构则是现代公司制度的核心问题之一。从广义来看公司治理是指有关公司控制权分配的一整套法律、文化和制度性安排，研究所有权与经营权分离条件下的“代理人问题”，其中控制权安排是核心问题。

从金融学的发展趋势来看，对公司融资行为的研究开始占有显著地位，受到越来越多的关注，在经历了现代资本结构理论、新资本结构理论的发展阶段后，资本结构控制权理论以不完全合同理论为基础，引入了控制权因素作为一个主要解释变量，成为资本结构理论发展的主要方向。由此，资本结构理论与公司治理结构问题出现了实质上的相交，并成为资本结构理论发展的新方向。而事实上，从公司日常经营与管理的实践来看，资本结构与控制权安排本来就是密不可分的，因为公司的治理水平与业绩水平的基础是公司的控制权安排，而公司控制权的安排在很大程度上又是由资本结构所决定的。

然而，从国内的情况来看，无论是对资本结构的研究，还是对公司控制权安排的研究，绝大多数是各言其事，基于控制权考虑的资本结构研究的成果还很少，更不用说结合中国企业的实际所进行的深入研究了。而作为一个处于转轨阶段的发展中大国，在较长时间内，建立现代公司制度将是一项艰巨任务，既要建立一个良好的公司治理结构，也要解决产权界定的难题，前者的核心问题是控制权安排，而后者则与企业资本结构的变革密切相关。因此，将资本结构与控制权安排结合起来进

行研究，有助于解决我国企业改革中的难题，对于我国建立现代公司制度具有极其重要的意义，本书正是作者在这方面努力探索的成果。

首先，作者建立了资本结构影响控制权安排的统一的理论分析框架，将资本结构与控制权安排的多种模式纳入到了一个统一的解释框架中。在成熟市场经济体中，公司的资本结构类型与控制权模式以英美公司和德日公司为主要代表，而在公司治理的实践中，公司资本结构与控制权安排的不同模式之间也表现出了明显的适应性。为此，作者以不同利益相关者之间的利益争夺为核心，构建了一个理论分析框架，对资本结构与控制权安排模式做出了统一的理论解释。

其次，在理论分析的基础上，作者得出了关于资本结构与公司控制权安排模式的相关结论。作者认为在高负债比例资本结构下，与之相适应的控制权安排为控制型所有权结构与内部人公司控制制度，此时控制权由控股股东拥有；而在低负债比例的资本结构下，控制型所有权结构与内部人公司控制制度、分散型所有权结构与外部人公司控制制度这两种控制权安排都应该是稳定的，由控股股东拥有控制权或者通过控制权市场都能形成稳定的控制权安排。

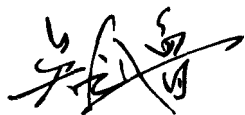
再次，作者以我国上市公司为对象，深入研究了资本结构的特征及其决定因素，测量了我国上市公司的控制权收益并分析了其影响因素，并对上市公司的控制权安排进行了实证研究。

最后，作者以本文提出的理论分析框架和对我国上市公司资本结构、控制权收益和控制权安排的实证研究为依据，分析了我国上市公司资本结构对控制权安排的影响机制。与成熟市场经济国家不尽相同的是，我国是一个处于转轨阶段的发展中大国，证券市场相关法律制度尚不完善，上市公司中内部人控制现象普遍，这使得我国上市公司资本结构对控制权安排的作用机制特殊，但是，在加入法律制度不完备假设后，运用本文所提出的理论框架作者对此也做出了合理的解释。

本书作者高谦研究资本市场已有 10 年，最近 3 年来，他在全国社会保障基金理事会研究部负责资本市场的研究工作，研究重点包括资本市场上的公司融资行为和控制权争夺问题，在这 3 年内，他长期不间断地与国内各大证券公司的分析师们进行交流与探讨，因此他有机会了解资本市场的最新动向，并整理了大量的关于国内上市公司的相关资料与

数据。在此基础上，结合他多年的资本市场研究工作的实践，完成了对“资本结构与公司控制权安排研究”这一选题的研究工作。

我认为，本书从理论上深入地解释了资本结构对公司控制权安排的影响，尤其是结合转轨经济体的现实情况引入了内部人假设，从而形成了一个较为完整的理论分析框架。同时，在这一理论框架下，作者既分析了代表性国家的公司资本结构与控制权安排的情况，又从中国的实际情况出发，以 A 股市场上市公司为样本进行了实证研究。这就使得本书不仅具有较重要的理论价值，而且对于现实也有较强的借鉴意义。本书对金融工作者特别是对证券业从业人员有重要的参考价值和使用价值，对经济类大专院校师生也有重要的参考意义。因此，我祝贺、推荐此书的出版，并乐意为之作序。



二〇〇九年一月十二日于北京

前 言

19 世纪末至今，全球已兴起五次并购浪潮，控制权市场越来越活跃，在公司并购活动的实践中，有一些重大现实问题值得关注。一是资本结构及公司治理两种传统模式的长期存在及趋同。传统上低负债比例型资本结构和外部治理体系以英美公司为代表，高负债比例型和内部治理体系则以日本和欧洲大陆公司为代表，20 世纪 80 年代以后，两种类型资本结构模式趋同迹象明显，给公司的控制权安排及控制权市场带来了很大的冲击。二是控制权市场的发展并非毫无阻滞，持续的并购浪潮与反收购立法并行不悖，对于美国来说尤其如此，并购浪潮发生伊始就是反收购立法的开端。但是，并购大潮并未因此而消退，20 世纪 90 年代中期以来出现了第五次并购浪潮，该浪潮以跨国并购为主要内容，并从成熟市场延展到了新兴市场。三是转轨国家中的内部人控制现象普遍，使得公司治理的外部机制和内部机制的作用均受到限制，从资本结构及控制权安排的角度来看，这就涉及一个问题，即内部人控制假设是否会改变资本结构与公司控制权安排之间的一般关系，对转轨国家控制权市场的发展又会产生什么影响。四是并购将是未来我国经济活动的主要内容之一。在经过二十多年的总量扩张和发展之后，我国经济已经达到了一个阶段性顶点，成为全球第四大经济体，要想跨越这一阶段性的顶点使经济发展跃上一个更高的平台，就必须通过并购活动完成产业整合。这是经济发展到一定阶段使然，在经济的总量扩张达到一定阶段以及经济转轨、全球化趋势不可逆转的前提下，并购活动与控制权市场的发展是新兴市场经济大国走向成熟市场经济体的必由之路。

与控制权市场发展实践相应的是，从 20 世纪 80 年代开始，对公司资本结构与控制权关系的研究成为资本结构理论最前沿的课题之一。从

资本结构理论发展的脉络来看,以 MM 定理为中心的现代资本结构理论和以信息经济学为核心的新资本结构理论已经为理论研究提供了一个包含完整技术工具与经济思想的框架,但是,资本结构不仅决定了企业剩余收益的分配,还决定了企业剩余控制权的分配,新资本结构理论对后者尚未予以考虑,从经济思想的角度来看,新资本结构理论所包含的利益分析体系还没有得到充分延伸,这也正是 20 世纪 80 年代中后期以来新资本结构理论日渐式微的原因。而建立在不完全合同理论基础上的资本结构控制权理论则开辟了新的研究方向,在强调现金流作用的同时,更强调控制权的作用,使新资本结构理论没有涵盖的这一因素成为解释资本结构的主要变量,并表现出了强大的解释力,两种理论流派式微与兴起的原因也在于此。在引入控制权作为解释资本结构问题的主要变量之后,资本结构研究进入了一个全新的阶段,20 世纪 80 年代以来基本上是沿着这个思路发展的,从研究方向与方法来看,主要沿着两条主线在发展,一条主线是以资本结构对控制权分配的影响为主要研究内容,另一条主线则是根据不完全合同与证券设计理论,研究并推导最优资本结构及企业应发行的金融证券。

基于实践中存在的一些现实问题和理论研究方向上的突破,以及我国经济发展的现实情况,研究资本结构对公司控制权安排、控制权市场发展的影响,对于我国企业改革而言是非常有意义的,可以在把握资本结构与公司控制权安排一般规律的基础上,推动企业改革向规范、有序的方向发展,尽量避免出现一些转轨国家曾经出现过的问题。本书在理论上秉承了不完全合同理论对资本结构问题的认识,并在此基础上,从微观经济主体行为出发,分析了各利益相关者之间的冲突与竞争,提出了一个基本的理论框架来解释为何在不同资本结构条件下,不同微观经济主体选择了迥然不同的控制权安排模式,从理论上解释了资本结构与公司控制权安排基本模式的形成过程,然后以此为据得出了相关推论,并进行了实证检验。在理论研究与实证检验的基础上,本书又对我国上市公司资本结构的特征和影响因素、控制权收益水平和影响因素以及控制权安排的基本特征进行了实证研究。随后,本书根据实证研究的结果,以本书构建的理论框架为依据,分析了我国上市公司资本结构与控制权模式选择的原因,得出了相关结论,并从我国资本市场改革发展的

角度,指出了这些结论的政策含义。

本书的主体结构如下:第一章对本书做了概括性介绍,包括选题背景、研究意义与目的、相关概念的界定、本书的研究思路与逻辑框架等。第二章是文献综述和对各种理论流派的评论,分析了各种理论流派的贡献和不足,意在为本书的研究寻找切入点。第三章从微观经济主体的行为出发,分析了公司内部利益相关者之间的利益冲突、收益分配问题以及争夺控制权的过程,提出了一个理论框架来分析资本结构影响控制权安排的一般规律,解释了资本结构与公司控制权安排的基本模式。第四章选取美国、日本的公司为研究对象,结合两国公司的基本情况和本书的理论体系提出了四个假说,随后以公司控制权市场为间接观察变量,对资本结构与控制权之间的关系做了实证研究,结果表明美国、日本两国控制权市场的发展较好地验证了相关假说,进而也验证了本书的理论结论。第五章分析了我国上市公司资本结构的基本特征,对影响上市公司资本结构的因素进行了实证研究。第六章测算了我国上市公司的控制权收益水平,分析了相关因素对控制权收益的影响。第七章以我国上市公司资本结构的基本特征和控制权收益水平为依据,对上市公司的控制权安排进行了实证研究,并根据本书的理论框架,对我国上市公司的低负债比例型资本结构和控制型所有权结构的模式以及内部人公司控制制度进行理论解释,说明了现阶段我国上市公司资本结构对控制权安排模式的影响。最后对本书理论与实证研究的结论进行了总结,揭示了结论的政策含义。

本书的创新点包括:一是在加入道德风险与不完全合同假设的前提下,分析了不同利益主体对利益的争夺过程,建立了一个资本结构影响控制权安排的统一的理论框架,对资本结构与控制权安排的各种模式做出了一般性解释。二是研究了我国上市公司资本结构的特征及决定因素,测量了上市公司的控制权收益水平,并分析了上市公司控制权安排的基本模式,检验了理论研究的相关结论。三是根据对我国上市公司资本结构、控制权收益水平和控制权安排的实证研究结论,结合本书的理论框架,分析了我国上市公司资本结构对控制权安排的影响机制。四是在构建理论分析框架时加入了控制权因素,同时考虑了现金流激励因素和控制权激励因素。五是将现有公司资本结构设定为外生变量,在这一

假设下研究资本结构影响控制权安排的机制，并解释了控制权安排模式对资本结构的反作用。

本书的不足之处包括：一是没有提出资本结构类型的量化标准，使得本书对经济金融实践的指导意义有所减弱。二是由于数据缺乏，以美国、日本公司为对象的实证研究只能间接地以控制权市场为依据来进行，使得研究不够深入。三是在测量我国上市公司控制权收益时，由于股权转让以非流通股为标的物，使得研究方法的选择受限，国际比较研究的精确性有所欠缺，股权分置改革完成后如果能在二级市场上获取足够多的样本，将能弥补比较研究方面的不足。四是本书只研究了资本结构对公司控制权安排的影响，从控制权安排出发全面研究公司治理是需要进一步研究的问题，将能提供一个全新的方向。五是本书理论分析的深度与严密程度还需要进一步加强。

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与动机	1
一、实践中存在的一些重大现实问题	1
二、对资本结构与控制权问题的进一步思考	7
第二节 研究意义与目的	8
第三节 概念的界定	10
第四节 研究方法与数据来源	16
一、研究方法	16
二、数据来源	17
第五节 研究思路与逻辑框架	17
第六节 本书的创新与不足	20
第二章 资本结构理论研究综述	22
第一节 资本结构理论发展的脉络	22
第二节 传统资本结构理论	23
一、净收益理论	24
二、净营业收益理论	25
三、传统理论	26
第三节 现代资本结构理论	26
一、MM 理论	27
二、权衡理论	31
三、米勒市场均衡模型	34
四、对现代资本结构理论的评价	35

第四节	新资本结构理论	38
一、	代理成本理论	39
二、	新优序融资理论	43
三、	信号模型	46
四、	对新资本结构理论的评价	49
第五节	资本结构控制权理论	51
一、	资本结构控制权理论的研究角度与体系	52
二、	资本结构对控制权安排的影响	53
三、	基于控制权考虑的融资合同的设计	56
四、	资本结构控制权理论发展展望	59
第六节	对资本结构理论的总体评价	60
第三章	资本结构与控制权安排理论分析的基本框架	61
第一节	公司的目标函数与利益相关者分析	61
一、	为什么要研究公司的目标函数	61
二、	公司的目标函数	62
三、	利益相关者及其相互之间的利益冲突	64
第二节	资本结构影响控制权安排的一般分析框架	65
一、	资本结构与控制权安排的基本模式	65
二、	分析框架的一般形式	68
第三节	低负债比例资本结构条件下的利益分配分析 框架	70
一、	基本思路与相关假设	70
二、	低负债比例资本结构与分散型所有权结构 模式下的利益分配	72
第四节	低负债比例资本结构条件下的控制权争夺	73
一、	基本思路与相关假设	73
二、	外部竞争者争夺控制权的竞价区间	74
三、	企业家争夺控制权的竞价区间	74
四、	放松相关假设之后的理论推论	79

五、低负债比例资本结构与控制权安排模式的 结论	85
第五节 高负债比例资本结构条件下的利益分配分析 框架	86
一、假设	86
二、高负债比例资本结构与分散型所有权结构 模式下的利益分配	87
三、引进道德风险假设之后的利益分配	89
第六节 高负债比例资本结构条件下的控制权争夺	91
一、基本思路	91
二、利益相关者与初始控制权安排	92
三、争夺控制权的竞价过程	94
四、利益相关者各自能承受的竞价上限的比较 分析	103
五、债权人争夺公司控制权的方式与相关结论	107
第七节 理论研究的总体结论	109
第四章 对资本结构与控制权安排关系的国际比较分析	111
第一节 实证研究的角度	111
第二节 关于资本结构变动与控制权市场发展的四个 假说	113
第三节 对四个假说的实证检验	113
一、融资结构的持续变动与资本结构长期特征的 变化	114
二、对假说的实证检验之一：以美国为例	121
三、对假说的实证检验之二：以日本为例	126
四、实证检验的总结	128
第四节 结论与启示	128
第五章 我国上市公司资本结构实证研究	131
第一节 基本思路	131

第二节 我国企业融资制度的演进	133
一、财政主导型融资阶段	133
二、银行主导型融资阶段	134
三、银行与资本市场共同发展的混合型融资阶段	138
第三节 我国上市公司融资行为分析	139
一、融资制度改革对企业融资行为的影响	139
二、外源融资与内源融资	141
三、直接融资与间接融资	144
四、股票融资与债券融资	146
五、债务融资结构	150
六、上市公司融资行为的基本结论	152
第四节 我国上市公司资本结构的特征	153
一、上市公司资本结构的变动趋势	154
二、上市公司与非上市企业资本结构差异分析	156
三、我国上市公司资本结构与部分国家的比较 分析	160
四、我国上市公司资本结构的基本特征	163
第五节 上市公司资本结构影响因素的实证分析	163
一、基本思路	163
二、影响我国上市公司资本结构的主要因素	166
第六节 研究方法与模型的构建	173
一、研究方法	173
二、模型构建	174
三、实证结果及分析	178
四、对实证结果的进一步讨论	184
第七节 资本结构实证研究的结论	186
 第六章 我国上市公司控制权收益实证研究	 189
第一节 控制权收益命题的提出	189
第二节 控制权收益及其测量	191
一、控制权收益的定义	191

二、控制权收益的测量	191
第三节 我国上市公司控制权收益实证研究	192
一、研究方法	192
二、样本数据的选择	194
三、实证结果及分析	194
第四节 控制权转让溢价的决定因素分析	199
一、模型	200
二、样本数据的选择	202
三、实证结果及分析	203
第五节 控制权收益实证研究的结论	206
 第七章 我国上市公司控制权安排分析及结论的政策含义	209
第一节 法律制度不完备条件下的控制权安排	210
一、低负债比例资本结构与公司控制权的安排	210
二、法律制度不完备对控制权安排的影响	210
三、控制权收益水平与法律制度环境的关系	212
第二节 我国上市公司的控制权安排	213
一、控制权安排的理论方向	213
二、我国上市公司控制权安排的现状	214
第三节 我国上市公司控制权安排现状形成的原因	225
一、经济改革与公司控制权安排	225
二、制度变革与控制权收益	226
三、低负债比例资本结构、高水平控制权收益与 控制权安排	229
第四节 本文的分析结论及其政策含义	231
一、关于资本结构影响控制权安排模式的结论	231
二、结论的政策含义	232
 参考文献	238
 后 记	253

第一章

导 论

20 世纪 80 年代以来，控制权市场越来越活跃，并购活动愈演愈烈。到了 90 年代中期以后则进一步掀起了第五次并购浪潮，并购活动开始走出国门，跨国并购频繁。而与此对应的是，从 80 年代开始，基于控制权考虑的资本结构研究成为这一领域理论发展的主要方向。由于实践中一些现实问题的存在和理论研究方向上的突破，使得对公司资本结构与控制权关系的研究成为资本结构理论最前沿的课题之一。

第一节 选题背景与动机

一、实践中存在的一些重大现实问题

（一）资本结构及公司治理两种传统模式的长期存在及趋同

长期以来，各国公司融资结构存在两种类型，一类以英美公司为代表，内部积累在融资活动中占主导地位；另一类以欧洲大陆和日本公司为代表，债务融资是主要融资渠道。由此形成的特征是，在英美公司的融资结构中，内部积累占主导地位，然后是债务融资，最后是新股发行，公司负债率要低一些。在日本公司的融资中，银行借款占总资本来源的比重一直较高，内部融资长期以来则一直明显低于英美公司，高负债经营是其最重要的特征。作为欧洲大陆国家的典型代表，德国公司的资本结构介于两者之间，但与日本公司更相似。所以，由于融资方式的不同，以债务融资为主的德国公司和日本公司形成了高负债比例的资本结构，而以内源融资为主的英美公司则形成了低负债比例的资本结构。

反映在公司治理上，英美公司形成的是外部治理体系，以上市公司

为主，股权比较分散，对公司的控制是间接通过非执行董事、兼并重组活动以及管理层激励来进行，董事会只对股东负责，控制权市场是公司治理的核心内容。而对于欧洲大陆和日本的公司来说，在高负债经营模式下，形成了内部治理体系，以非上市公司为主，股权比较集中，强调银行及大股东对企业的直接控制与管理，同时，其他利益相关者在公司也有代表，但是公司控制权市场对公司治理作用甚微。与此相对应，在不同的资本结构模式下，各国公司控制权市场在实践中也表现出了不同的特点，20世纪80年代以前，英、美两国公司的并购重组活动构成了全球控制权市场发展的主要内容，而日本的公司控制权市场则不够活跃。

但是，20世纪80年代以后，各国公司的资本结构出现了一些变化，英美公司的负债率呈上升趋势，而日本公司的负债率出现明显下降，两种资本结构模式趋同迹象明显。在第一次石油危机以及“泡沫经济”崩溃的影响下，日本公司的融资结构开始发生重大变化，对外部资金的依赖程度降低，借款比例下降，内部融资占总资本来源的比例上升，与此同时，利用证券市场包括发行债券、股票融资的比例上升。

资本结构的变化给公司控制权安排及控制权市场带来了很大的冲击。20世纪80年代以后，英美公司中机构投资者开始兴起，90年代以后，机构投资者持股比例上升很快，并积极地参与企业治理，而不是简单地“用脚投票”，债权人也越来越多地参与公司的经营决策，这使得外部公司治理体系开始向内部体系靠拢，国内公司控制权市场开始更多地表现出了股权适度集中情况下机构投资者积极参与的特征。而日本公司资本结构变化则导致“法人资本主义开始动摇”，以及“银行脱离企业的现象”，主办银行对公司的控制能力下降，更多的主办银行开始理性地促成公司控制权的转移。自20世纪90年代以来，日本政府开始改革法律和税收制度，希望以此促进公司控制权市场的发展。与此相应的是，自90年代以来，日本的公司控制权市场表现出了逐步活跃的趋势。

可见，各国公司资本结构的变化与控制权安排的变化、控制权市场的发展密切相关。由此，我们思考的问题是：资本结构对公司控制权的影响机制是怎样的？是否存在公司资本结构与控制权安排的一般模式？在不同的资本结构下，公司控制权安排是否相应地表现为一种稳定