

资本市场与金融衍生品博士论丛

主 编 黄运成

中国上市公司融资结构与 控制权转移

Research on Financing Structure and Corporate Control
Transfer of China's Listed Companies

阎晓春 著



经济科学出版社
Economic Science Press

资本市场与金融衍生品博士论丛

主编 黄运成

中国上市公司融资结构与 控制权转移

Research on Financing Structure and Corporate Control
Transfer of China's Listed Companies

阎晓春 著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司融资结构与控制权转移 / 阎晓春著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 12
(资本市场与金融衍生品博士论丛)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 6744 - 4

I. 中… II. 阎… III. 上市公司 - 融资 - 研究 - 中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 182726 号

责任编辑: 张 频
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 董永亨

中国上市公司融资结构与控制权转移

阎晓春 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

787 × 1092 16 开 11 印张 250000 字

2007 年 12 月第一版 2007 年 12 月第一次印刷

印数: 0001—2000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6744 - 4/F · 6005 定价: 21.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总序

现代市场经济中的资源配置，主要是通过资本市场来进行的。资本市场的发展是现代市场经济发达程度的标志。资本市场的发育滞后，不但会影响整个社会的资源配置效率，而且还会导致整个市场机制的扭曲和变形，并进而造成社会经济运行的失序或无序。

对处于经济体制转轨过程中的中国而言，资本市场的发展具有非常特殊的意义。可以说，中国的经济体制能不能从计划经济全面走向市场经济，能不能从外延扩张最终走向内涵提高，资源配置机制能不能从简单组合逐步过渡到要素整合，在很大程度上都取决于资本市场的发展水平。当前，中国已经具备大力发展资本市场并努力构建现代金融体系的宏观和微观基础，在今后相当长的时间内，推进资本市场的健康快速发展，是我们所要追求的目标。

投资银行在资本市场发展中具有特殊意义。在中国，证券公司虽然数量不少，但规模小，业务创新不足，盈利模式单一，在国际市场竞争中实力较弱。中国投资银行业未来发展应通过为资本市场提供高质量的金融媒介服务、开展工具和业务模式创新等方面赢得利润，重新定位。

国际资本市场在 20 世纪 80 年代之后获得了持续高速发展，并在整个金融体系中成为替代传统商业银行的主导力量，其关键在于这个市场所具有的成长性和透明度。在当前中国资本市场发展的关键阶段，寻求优化上市公司资本结构的制度基础和技术措施，保证公司如实披露信息、保持足够透明度的公司治理结构，具有重要的理论价值和很强的现实意义。研究资本结构和公司治理就是要提高上市公司质量乃至整个资本市场的成长性和透明度。影响公司资本结构的因素主要是包括股东和股权结构、激励机制等制度性因素和行业的成长周期及其市场竞争程度等非制度性因素。公司治理所追求的目

标函数则经历了从公司利润最大化到股东资产价值最大化再到相关者利益最大化的演变。资本结构在深层次上影响着治理结构，并共同作用于公司价值。

作为资本市场中最为重要的组成部分，金融衍生品市场是市场经济发展到一定阶段的产物，也是金融市场为现货市场服务的最为有力的工具之一。衍生品市场的发展是金融市场风险管理的需要，金融市场的风险不因衍生品出现而消失，但通过衍生品市场，金融市场风险可以被转移和重新配置，这就是风险管理的意义。衍生品交易的实质在于将金融风险从风险厌恶者转移到风险偏好者那里，从而使得每一个参与者都实现了与其相适应的风险水平，结果是吸引更多的资金投入基础市场。在中国目前日益国际化的经济环境下，如果不能加快发展金融衍生品市场并发挥其价格发现和风险对冲的功能，那么这种现状本身就是我们面临的最大问题和需要解决的最严重风险。

尽管金融衍生品市场没有融资功能，但它提供了与融资功能密不可分的一项职能：风险管理。通过利用衍生品市场进行风险管理，与传统手段相比，具有更高的准确性和时效性。金融衍生品的流动性可以对市场价格变化做出灵活反应，并可以随着基础交易头寸的变动而随时调整，较好地解决了传统风险管理工具管理风险时的时滞问题。金融衍生工具操作时多采用财务杠杆方式，大大降低了交易成本，同时具备更大的灵活性。如果没有完善的金融衍生品市场，货币市场和资本市场的融资规模不可能得到有效扩大，融资效率也不可能得到显著改善。

从国际经验看，金融衍生品正在改变着基础市场。金融衍生品市场的发展，对资本市场乃至整个金融市场的规模、效率、功能、完整性、安全性、国际化等诸多方面大有帮助。其主要作用表现在直接和间接两个方面：一方面，金融衍生品市场是资本市场的一个重要组成部分，有助于健全市场架构，扩大市场规模；另一方面，金融衍生品市场的发展又可以大大促进资本市场各组成部分的快速发展。衍生品市场为参与市场的各方投资者提供了一个风险管理的市场，使资本市场得到补充和完善。

加入 WTO 以来，中国市场就暴露在了巨大的国际市场风险面前，尚未完全市场化的中国经济将逐步真正参与到资源的全球优化配置中，这也意味着中国经济将承受来自国际市场风险冲击的严峻考验。国内与国际两个市场充分衔接，与国内工业尤其是制造业相关的各类资源、各类产品的价格将局部与世界范围内同类商品价格同步，接踵而来的是国际市场由于需求、价格波动带来的随机的、不可预测的风险。这其中，不能回避的一个现实是中国应该有一个完备的市场体系，尤其是应该有一个完备的由商品期货期权和金

融期货期权组成的衍生品市场。因为只有金融衍生品的不断发展完善，才能为国内外的经营和投资主体提供一个风险规避、套期保值和增加收益的金融市场。

中国经济市场化整体水平已经得到了很大提升，随着货币价格市场化进程的推进、基础金融市场的发展和机构投资者队伍的壮大，开发并推出金融衍生产品的时机已经成熟。发展成熟的金融衍生品市场，充分发挥其风险管理和价格发现功能，将有助于经济稳定和资源配置效率的提高，也有助于政府掌握准确的经济动态信息，丰富宏观调控手段。

处于经济转轨阶段的中国正面临国际商品和金融市场价格波动所带来的机遇和挑战，在这一形势下，积极发展金融衍生品，对于维护国家经济利益、保持经济金融的稳定、保障资本市场的稳步发展都具有重要意义。目前正在筹备中的沪深 300 股指期货以及发展、建设中的中国金融期货交易所，正是对金融衍生品的研究与开发的具体实践。

“资本市场与金融衍生品博士论丛”的作者均拥有相关学科的博士学位和具有多年从事资本市场与金融衍生品方面的理论研究与实际操作的经验。该丛书的内容来自三个方面：一是作者的博士论文；二是作者承担的国家级课题；三是作者在实际过程中的总结和最新研究成果。丛书内容资料翔实，论述全面，分析深刻。相信这套博士论丛的出版必然会对我国资本市场和金融衍生品市场的实际操作、科学研究和政府监管提供非常重要的参考价值。

黄运成

2007 年 3 月

内容摘要

公司控制权问题是公司发展中的决定性因素，也是现代企业治理结构中的一个关键问题。有效率的公司控制权市场不仅能够形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁，而且能够促进一国产业结构的调整，使资源达到优化配置。企业融资结构与控制权之间存在着紧密联系，前者不仅规定着企业收入流的分配，而且规定着企业控制权的分配，资本结构管理控制学派认为融资结构从以下方面影响控制权的争夺：第一，融资方式的选择影响委托投票权的竞争；第二，公司成为收购目标的概率随债务水平降低；第三，目标公司权益所有者获得的接管溢价部分和负债水平正相关。本书以上述理论和资本结构的其他相关理论为依据，采用了实证分析与规范分析相结合的研究方法，对中国上市公司融资结构与控制权转移的关系进行了研究。

本书共包括8章。第1章为绪论；第2章从MM定理出发，对现代公司融资理论的主要内容和最新发展进行综述，并重点探讨了控制权理论在资本结构研究中的应用。第3章以股权结构为出发点重点研究了我国上市公司控制权的现状及形成背景，我国上市公司控制权的突出特点是第一大股东的超强控制和内部人控制。第4章在总结国内外相关实证研究结果的基础上，以资本结构理论中所揭示的资本结构影响因素为假设，设定了一些变量，对这些变量进行了总体分析和分组分析，实证结果表明，虽然中国上市公司的股权结构和融资结构具有一定的特殊性，但二者在减少所有者——管理者利益摩擦和降低代理成本等方面仍然发挥着一定程度的积极作用。这一结论一方面说明了资本结构理论、控制权理论、代理成本等相关理论对于我国上市公司具有一定的适用性，从而为我们寻找理想的融资结构、股权结构提供了有益的启示；另一方面也表明我国上市公司特定的股权结构、融资结构和控制权结构存在着被我们所忽视的正面影响和仍有待于进一步研究的治理机制。因而客观公正地评价我国的股权结构和融资结构模式，并在此基础上深入研究其与控制权的相互作用机制和客观效果，具有十分重要的理论和现实意义。

本书第5章以2001~2003年发生控制权转移的155家A股上市公司和随机选取的同年度未发生控制权转移的195家公司为样本，采用Logistic模型方法实证研究了融资结构及公司其他财务特征与控制权转移发生概率的关系。回归结果证明，长期负债率影响控制权转移的发生，一定程度上验证了资本结构管理控制学派的相关理论，说明尽管我国上市公司控制权多是协议转让，但融资结构与控制权转移的互动机制仍然在发挥作用。回归结果显示，管理层持股比例小，在控制权转移过程中还不能起到明显的作用；

第一大股东对融资结构调整和控制权转移都有着至关重要的影响；股权较为分散、总股本较小、每股净资产较少、固定资产比例小的成熟行业的公司具有较高的控制权转移概率，公司控制权转移有买壳上市的动机。

本书第6章以2001~2003年我国A股上市公司非流通股协议转让的155家公司为样本，实证研究了控制权转让价格、转让溢价率与融资结构及其他影响因素之间的关系。研究表明，融资结构、盈利能力和股权结构对控制权转让价格没有影响，只有目标公司的每股净资产与股权性质影响控制权转让价格，控制权转移中股权定价方式市场化程度较低。总负债率与控制权转移溢价率存在显著的正相关关系，在一定程度上验证了资本结构管理控制学派关于目标公司权益所有者获得的接管溢价部分和负债水平正相关的观点。由于市场对壳资源价值的重视和政府干预力量的存在，盈利能力对控制权转让溢价率的影响与假设不符。资本结构管理控制学派关于目标公司权益所有者获得的接管溢价部分和内部人持股比例正相关的观点也未得到证实，还需要进一步的研究。

本书第7章在总结融资结构与控制权转移的治理机制之后，分析和总结了我国制度、环境中公司融资结构与控制权转移互动机制发挥作用存在的障碍，并探讨了完善的政策路径。本书第8章是总结和展望，中国上市公司控制权转让从产生到逐渐发展，其模式还处于不断的调整 and 变化之中，远没有达到成熟的水平，相信随着资本市场的不断发展，其间的作用将进一步凸显。

本书试图通过以上的分析研究，能对中国公司融资理论的发展有所启示，更能为中国企业的融资决策和公司治理问题有关政策的制定提供理论依据和实践指导。

目 录

第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景和意义	(1)
1.1.1 研究背景	(1)
1.1.2 研究意义	(4)
1.2 概念界定与研究范围	(5)
1.2.1 概念界定	(5)
1.2.2 研究范围	(7)
1.3 研究内容与研究方法	(8)
1.3.1 研究内容	(8)
1.3.2 研究方法	(10)
1.4 创新点	(10)
第 2 章 公司融资和控制权市场主要理论模型及最新发展	(14)
2.1 MM 定理及其扩展	(14)
2.2 代理 (激励) 问题与公司融资	(15)
2.3 信息不对称 (asymmetric information) 与公司融资	(16)
2.3.1 信号激励 (signal incentive) 理论	(16)
2.3.2 优序融资理论	(17)
2.4 控制权市场理论及其对资本结构研究的影响	(18)
2.4.1 控制权市场主流理论	(18)
2.4.2 反收购立法对公司控制权市场主流理论的挑战	(20)
2.4.3 公司控制权市场对企业资本结构的影响	(22)
2.5 资本结构管理控制学派理论	(23)
2.5.1 Harris-Raviv 模型	(24)
2.5.2 Stulz 模型	(25)
2.5.3 Israel 模型	(26)
2.5.4 Aghion-Bolton 模型	(27)

2.6 结论	(28)
第3章 我国上市公司的控制权现状	(30)
3.1 我国上市公司的股权特征	(30)
3.1.1 上市公司的股权结构	(30)
3.1.2 股权结构与公司价值	(34)
3.1.3 股权结构与控制权	(35)
3.2 股权结构与控制权外部转移	(37)
3.3 我国上市公司控制权转移市场的特征	(38)
3.3.1 控制权转移方式特征	(38)
3.3.2 控制权转移价格特征	(40)
3.4 结论	(40)
第4章 我国上市公司融资结构特征及其影响因素	(42)
4.1 国内外相关实证研究综述	(42)
4.1.1 国外相关实证研究	(42)
4.1.2 国内相关实证研究	(43)
4.2 我国上市公司融资结构的特征	(44)
4.2.1 公司融资结构的统计特征	(44)
4.2.2 公司融资结构的趋势特征	(47)
4.2.3 公司融资结构的国际比较	(47)
4.3 我国上市公司融资结构影响因素的研究假设	(49)
4.3.1 股权结构与融资结构	(49)
4.3.2 融资结构的其他影响因素	(50)
4.4 样本数据说明与分析	(52)
4.4.1 样本数据来源	(52)
4.4.2 样本确定	(52)
4.4.3 样本统计描述	(53)
4.5 实证分析结果	(53)
4.5.1 总体分析	(53)
4.5.2 分组分析	(56)
4.6 结论	(59)
附录	(62)

第5章 我国上市公司融资结构对控制权转移概率的影响	(98)
5.1 国内外相关实证研究综述	(98)
5.1.1 国外相关实证研究	(99)
5.1.2 国内相关实证研究	(101)
5.2 研究假设	(101)
5.3 操作变量的选取	(104)
5.4 模型估计方法: Logit 回归模型	(105)
5.5 样本数据说明与分析	(105)
5.5.1 样本数据来源	(105)
5.5.2 样本确定	(105)
5.5.3 样本统计描述	(107)
5.6 实证结果	(107)
5.6.1 Logit 模型回归结果	(107)
5.6.2 模型结果分析	(111)
5.7 案例分析	(113)
5.7.1 广州天伦集团收购龙发股份	(113)
5.7.2 东盛集团收购潜江制药	(115)
5.8 结论	(120)
 第6章 我国上市公司融资结构对控制权转移价格的影响	 (122)
6.1 国内外相关研究综述	(122)
6.1.1 国外相关研究	(122)
6.1.2 国内相关研究	(123)
6.2 研究假设	(124)
6.2.1 融资结构与公司价值	(124)
6.2.2 资产净值与公司价值	(125)
6.2.3 盈利能力与公司内在价值	(125)
6.2.4 盈利能力与公司上市价值	(126)
6.2.5 股权结构与股权流动性	(126)
6.2.6 股权性质	(127)
6.3 变量的设计	(127)
6.4 样本数据说明与分析	(128)
6.4.1 样本数据来源	(128)
6.4.2 样本确定	(129)
6.4.3 样本统计描述	(129)

6.5	实证分析结果	(130)
6.5.1	控制权转移价格的分析结果	(130)
6.5.2	控制权转移溢价率的分析结果	(135)
6.6	结论	(140)
第7章	融资结构与控制权转移的进一步探讨	(142)
7.1	公司融资结构与控制权转移的治理机制	(142)
7.1.1	公司融资结构对控制权的影响	(142)
7.1.2	公司控制权市场发生作用的条件	(144)
7.1.3	公司控制权市场发生作用的障碍	(144)
7.2	我国特殊制度、环境对公司融资结构调整与控制权转移的限制	(145)
7.2.1	股权结构与流动性的限制	(145)
7.2.2	管理层激励不足的限制	(147)
7.2.3	机构投资者欠缺的限制	(148)
7.2.4	经理人市场缺失的限制	(150)
7.2.5	市场融资环境的限制	(151)
7.2.6	债权人监督不到位的限制	(153)
7.2.7	法制环境的限制	(155)
7.3	结论	(158)
第8章	总结和展望	(161)
8.1	结论	(161)
8.2	需要进一步研究的问题	(163)
致 谢		(165)

第 1 章

绪 论

1.1

研究背景和意义

1.1.1 研究背景

1. 发达国家公司控制权市场在公司治理中的功能

自从伯利 (Berle) 和米恩斯 (Means, 1932) 通过对美国 200 家最大非金融公司的分析, 提出著名的所有权与控制权分离理论以来, 两权分离就成为现代企业的一个重要特征, 而这种分离使股东与管理者之间形成一种委托——代理关系, 委托人 (股东) 追求的目标是公司长期利润最大化, 代理人 (管理者) 追求的目标则是自我报酬最大化, 两者之间存在着利益冲突, 从而引发了代理成本的产生, 这就激励股东必须采取措施对管理者进行监督和约束, 以确保管理者能够从股东利益最大化出发来管理公司。公司治理实质上要解决的是因所有权与控制权相分离而产生的代理问题, 它由内部治理机制和外部治理机制共同组成, 两种机制均是用于激励、监督管理者, 甚至是更换不合格的管理者。其中以代理投票权竞争、收购 (善意兼并和敌意接管) 为代表的外部公司控制权市场是公司治理的一种重要的外部治理机制^①。

所谓公司控制权市场 (Market for Corporate Control), 又称接管市场 (Takeover Market), 指的是通过收集股权或投票代理权取得对企业的控制, 达到接管或更换不良管理层目的的场所。这种收集可以是市场上逐步买入小股东的股票, 也可以是从大股东手中批量购入。公司控制权市场作为重要的公司外部治理机制, 在现代公司治理体系中占

据重要地位，有效率的公司控制权市场不仅能够形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁，而且能够促进一国产业结构、行业结构的调整，使资源达到优化配置。

从微观层面上讲，通过公司控制权市场可以形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁，这种外部威胁在市场导向型的公司治理体制中发挥着非常重要的作用。曼尼（Manne，1965）在其开创性论文中指出，公司控制权市场的存在大大削弱了所谓的所有权与控制权的分离问题，这个市场是把小股东在公司事务中的与其拥有的权益相当的权利与应受到的保护移交给他们^②；法玛（Fama，1980）指出，即使仅仅存在被接管的可能，低股价也会对管理层施加压力，使其改变行为方式，并且忠于股东利益^③。詹森（Jensen）认为，公司控制权市场的存在使企业管理层改善了管理，促使更多的资产用于生产率更高的产业和项目^④。这实际上是从资源配置效率的角度来解释控制权市场的作用，到目前为止，这是被金融界普遍接受的理论观点。

从宏观层面上讲，公司控制权市场是一国调整产业结构、改善行业结构的主要场所。詹森和卢巴克（Ruback，1983）等人的研究早已表明：基于市场准则的收购兼并有利于资源配置的优化。这一市场的运作可以促进存量资本的合理流动和调整，使公司资产可以转移到那些能最有效地运用它们的人的手中去^⑤。

2. 公司融资结构的治理功能

融资结构是指公司取得资金的各项来源、组成以及相互比例关系。融资结构的选择非常重要，因为它不仅影响企业的融资成本、企业的市场价值（特别是上市公司的市场价值），而且与企业治理结构和宏观经济运行有关。公司治理结构则是治理公司各个相关利益主体之间交易关系的制度安排。治理结构与融资结构是企业理论中的两个重要问题，二者对企业绩效均有着显著的影响。在公司治理视野下，债权和股权不仅仅被看作是不同的融资工具，同时还被看作是不同的治理结构^⑥。

自1956年莫迪利亚尼和米勒就融资结构与公司价值提出著名的MM定理以来，围绕这一问题已进行了很多的研究，逐步形成了资本结构通过影响治理并最终影响公司价值的三个理论：一是激励理论，融资结构通过影响经营者工作的努力程度和其他行为选择，从而在一定程度上调节着委托人与代理人之间的矛盾；信号理论，企业融资方式的选择具有向外部投资者提供企业经营状况的信息传递功能；控制权理论，融资方式的选择规定着企业控制权的分配，并直接影响着该企业控制权的争夺。这三个理论的共同特点是将公司的融资结构与公司的治理结构联系在一起，分析融资结构如何通过对公司治理结构的影响从而使企业市场价值发生变化，组成了相对完善的现代企业融资理论。本书主要以融资结构理论中的控制权理论为基础研究融资结构与公司控制权转移的关系。

3. 公司融资结构对控制权转移的影响

正如哈特（1991）指出的情形一样，一个自私的管理者可以从他对企业的控制权中谋取巨大的好处（rent），包括来自主持一个大型企业王国的满足感和利用职权获得的货币与非货币收益。利用物质刺激手段来解决这类代理问题代价往往太高，因为需要

付出大量的金钱才会让管理者放弃这些控制利益 (control rents)。对投资者而言,利用资本结构来抑制管理者建立超规模企业王国的浪费倾向可能更为经济^⑦。将资本结构与公司控制权市场结合研究的理论称为资本结构管理控制学派,其着重研究资本结构与公司控制权市场的联系,并突出了管理者在资本结构决策中的重要作用^⑧。通常情况下,当出现收购对手时,公司股票价格会上涨,上涨的幅度取决于更有能力的管理者能实际控制公司的可能性,而这种可能性反过来取决于在职管理者对负债水平的选择。

首先,就表决权而言,由于公司普通股享有表决权,而债务不享有表决权,所以,管理者对负债——权益比率(即资本结构)的不同选择将会影响到公司表决的结果,且部分地决定了谁能掌握公司资源的控制权。用债务换取权益将造成投票权从那些不追求控制公司的投资者手中转移到设法控制公司的投资者手里。因此,在职管理者完全有可能利用变动资本结构来左右他们对公司的控制。其次,管理者对负债——权益比率的选择不能是随心所欲的。一方面,提高负债——权益比率减少了在职管理者被赶走的可能性,享受到公司控制权的利益;另一方面,提高负债——权益比率减少了他们从收购中可能得到的其他利益,包括:增加负债的同时也增加了公司破产的可能性;债务契约的增加也增加了对管理者的限制条款;债务的利息支付制约了管理者对现金流量的限制。因此,管理者是否变动资本结构取决于对所有这些因素的权衡^⑨。由此可见,选择最优资本结构的同时也就内在地决定了收购的方法、结果及价格。资本结构的变化正是通过改变投票权在经理和其他股东之间的分布以及现金流在股权和债权之间的分配制约着公司的收购和控股活动。综上所述,融资结构对公司控制权市场的影响主要体现在目标公司被接管的概率、价格及反收购措施方面。而外部接管市场反过来又激励在职管理者提高管理效率,从而改善治理结构,提高企业价值。

4. 我国公司控制权市场的发展

我国自1993年“宝延风波”首个收购案例以来,资本市场中代理权争夺、公司并购时有发生,上市公司作为收购目标的控制权交易在我国日趋活跃,已经成为公司资产重组的主旋律。原垄断产业的战略和结构调整、国有大中型企业的改制重组、国有资本从中小型企业退出、金融机构不良资产的处置以及西部大开发和中国入世,都使得中国市场出现了前所未有的购并机遇。特别是国有股减持,国有股减持即公司控制权的重新配置,其实质在于以此达到完善公司治理结构、提升公司价值的目的,这无疑更需要通过控制权市场实现。但我国的真正完善的公司控制权市场尚没有完全建立,公司控制权转移是上市公司治理结构的一个主要方面,对我国企业治理进行规范一个很重要的内容就是在提高内部控制有效性的同时,建立和完善有效的外部控制机制。目前我国上市公司的治理模式,没有充分利用兼并、收购、重组、破产等市场接管机制来改善公司的外部控制效率。作为约束上市公司经营者行为的公司控制权转移市场并没有发挥应有的作用。

尽管在目前我国的公司体制下,并没有完善的适宜控制权转移机制良好运作的外部制度环境,如国家股一股独大且具有非流通性,限制了股权的自由流动;信息披露制度的不健全使我国股市的信息传导机制、资本定价机制落后,降低了证券市场的有效性;经理人

市场的欠缺也使公司代理人之间的竞争机制作用受到限制。但作为证券市场的一个有机组成部分,我国上市公司之间的兼并收购也一直非常地活跃,而对控制权的争夺是已发生兼并收购事件的其中一大诱因。在公司发生大股东变更,公司被接管时,新股东通过改组董事会而获得对公司的控制权,高层经理人员则由于对企业经营的低效负有直接责任而被新的董事会所解聘。所以,随着我国市场机制的建立与完善,资本市场的逐步成熟,外部控制权市场必将对上市公司形成有效约束。经过多年发展,深沪市场由无效市场向弱式有效市场过渡已被不少实证研究所证实,这表明当前股票价格已大体反映了蕴含在股票历史价格中的信息,所有的新信息均能较快地在股票价格上得到反映。这为我们的研究提供了必要的前提。因此,分析我国公司控制权市场与融资结构之间存在怎样的互动关系,从而如何改善公司治理结构、提高资本市场效率是亟待研究和解决的重要课题。

1.1.2 研究意义

企业的融资结构反映了企业各项资金来源的组成情况。从表面上看是各种资金来源在企业内部形成的某种状态,但实质上,它是各种资金背后的产权主体相互依存、相互作用、共同生成的某种利益配置格局,这种利益配置格局构成了企业的治理结构并且在一定程度上决定着企业的治理绩效。可以说,融资结构是一个关于企业外部的产权主体利益控制和分享的内生化装置。融资结构理论不仅关注企业的现金流在不同类别的要求权持有人之间的分配,而且关注了由于不同的要求权获得报酬的方式不同,从而引起的不同类别的投资人对企业监督、激励和进一步的企业控制权问题。企业融资结构与控制权争夺这二者之间存在着紧密联系。融资结构不仅决定着企业收入流的分配,而且决定着企业控制权的分配,直接影响着一个企业的控制权争夺。所以,如何从有利于形成有效的公司治理结构出发引导公司融资方式方法的发展,或通过现有存量资本结构的调整大大改进对经营者的激励和投资人对公司的控制问题也是中国金融微观改革不可忽视的问题。但是目前国内的研究多是分析资本结构的影响因素,而与控制权理论相结合的研究还很少见。

公司控制权问题是公司发展中的决定性因素,它不仅是现代企业治理结构中的一个核心问题,而且也是资本市场研究中的重要课题。公司控制权与制度密切相连,企业的历史、文化、认识论及外部环境均对其有相当大的影响。由于不同国家不同制度下的公司治理模式并不相同,公司控制的权力结构也相差甚远。尽管公司控制权理论对解释以美国为主的发达资本市场国家的治理问题有很强的说服力,但其并不能完全解释不同制度背景下公司发展过程中的控制权问题,有时甚至出现理论与实践的背离。由于权力的构筑以产权明晰为基础,在这一点上各种制度下的公众公司是相同的,因此借鉴运用成熟的公司控制权理论来解决不同制度下的公司治理问题仍是必要的。而且即使在美国如此发达的资本市场中,实践中愈演愈烈的公司收购与反收购一直并存,也印证了公司控制权理论仍有进一步发展的空间。

在目前的资本市场中,已有大量的兼并、收购、重组等涉及控制权转移的案例,但在对控制权的理论研究方面,大多数的文献基本上都是在宏观层次上说明完善公司治理机制的必要性,而较少从微观层次上就公司控制权理论问题进行必要的深入分析。大多数

研究的出发点都从规模效益及优化资源配置入手,强调激励机制对提高企业价值的重要性,而忽视对与激励相容的约束机制的研究,并较少和上市公司的控制约束相联系。因此虽然目前研究我国公司治理的文献很多,但我们尚无法从中完整地理解以收购为主的控制权市场目前在我国证券市场中的功能定位及影响控制权市场规范发展的因素。

公司控制权是公司治理的核心,控制权转移市场是上市公司治理机制不可或缺的组成部分,本书就现代融资结构理论中的控制权理论深入探讨和研究我国上市公司融资结构对控制权转移的影响。这对于全面认识控制权市场的功能及其面临的障碍,更准确地理解公司控制权市场在我国发生的种种现象,从而明晰其在一国特定历史发展阶段的金融体系中所处的地位,对于健全和完善我国上市公司的治理机制具有重要的理论意义和现实意义。

1.2

概念界定与研究范围

1.2.1 概念界定

1. 控制权

格罗斯曼和哈特从分析财产控制权入手,首先区分了特定控制权与剩余控制权。特定控制权是指那种能在事前通过契约加以明确规定的对财产的控制权利。如果合同是完全的,合同中考虑了所有可能发生的情况和条件,则特定控制权就包括了全部权利^①。剩余控制权(Residual control right)则是指那种事前未在契约中明确界定如何使用的权利,是决定资产在最终契约所限定的特殊用途以外如何被使用的权利^②。如果合同是不完全的,则凡是合同中未指定的权利都是剩余控制权。建立在产权理论基础上的这种控制权解释,源于企业生存环境的不确定及由此引起的企业合约的不完备性,正如哈特所说,“合同中包含缺口和遗漏条款。具体来讲,合同中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。”而当契约合同中的遗漏状态出现时,就必须有人决定如何进行弥补,这就是哈特所定义的剩余控制权的由来。按照对控制权的定义,在古典企业中,所有者经营者重合,特定控制权与剩余控制权同时归所有者所有。但在现代股份制企业中,特定控制权就是高层经理人员的经营控制权,包括日常的生产、销售、人事等权力;而剩余控制权则由所有者的代表董事会拥有,如任命和解雇总经理、重大投资、合并和拍卖等战略性的决策权^③。从控制权所引申出的决策权角度,法玛和詹森(1983)从决策的程序上进行了分类,把企业决策分为“决策管理”(decision management)和“决策控制”(decision control),“决策管理”包括初始决策的提议和对已认可决策的贯彻执行;而“决策控制”则包括对所提议的决策的选择和对决策方案执行的监督^④。从此种意义上讲,经理所得到的控制权是一