

# 融资结构与企业控制权争夺

连建辉

(西南财经大学 经济学院, 四川 成都 610071)

**摘要:**在市场经济条件下,融资结构的确定对企业有着特殊的治理功能。融资方式的选择,规定着企业控制权的分配,对企业的控制权争夺具有多方面的作用。关于融资结构与企业控制权争夺之间的关系的理论分析,对我国企业鼓励经理人员持股、重视债务的控制作用、解决产业过剩规模、全面准确理解和实施“债转股”政策、扶持新兴企业股权融资等方面都具有一定的理论指导意义。

**关键词:**融资结构;企业控制权争夺;债务控制;债转股

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)01-0032-06

## 一、引言

企业的融资结构(financial structure)又称资本结构(capital structure),指的是企业融通资金不同方式的构成及其融资数量之间的比例关系,它反映了企业各项资金来源的组合情况。企业的资金来源,按其具体渠道不同可分为内源融资与外源融资两大类。内源融资即企业的留存收益;外源融资包括股票发行、债券发行、商业信贷、银行借款等,按其性质不同可分为负债和股本两类,其中股本又有企业内部股本和外部股本之别。

企业控制权的争夺,指的是各个不同的管理集团对为夺取某个企业的决策控制权而采取的种种策略及行为,它包括发起方的主动争夺与目标方的适时反争夺两个方面的行为。在现实生活中,发起方主动争夺的主要方式有:要约收购(tender offers)、委托投票竞争(proxy contests)即代理权之争、兼并(mergers)、收购(takeovers)等<sup>①</sup>;目标方适时反争夺的主要方式有:“金降落伞”(golden parachutes)、“焦土政策”(scorchedearth policy)、“毒丸(poison pill)计划”、“绿衣天使计划”等<sup>②</sup>。

在现代市场经济条件下,企业融资结构与控制权争夺这二者之间存在着紧密联系。融资结构具有显明的企业治理功能,它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,直接影响着一个企业的控制权争夺。

## 二、融资结构对企业控制权争夺的影响分析

在市场经济条件下的企业中,股本和债务是重要的融资工具,同时,也是非常重要的控制权基础。Williamson(1988)认为,股本和债务与其说是融资工具,不如说就是控制和治理结构。股本和债务既然是一种控制权基础,那么,它们二者特定的比例就会构成特定的控制权结构。股本和债务比例的变化主要与融资方式的选择有关系,选择什么样的融资方式就会形成什么样的股本—债务比例,从而就会形成什么样的控制和治理结构。哈特(1995)则认为,给予经营者以控制

收稿日期:2001-08-24

作者简介:连建辉(1971—),男,福建泉州人,西南财经大学经济学院博士生。

权或激励并不特别重要,关键的问题是要设计出合理的融资结构,限制经营者以投资者的利益为代价而追求他们自己目标的能力。最近几年来,有关融资结构与企业治理之间的关系问题的研究相当活跃。现有文献的研究成果表明,融资结构的选择至少可通过三个渠道影响着企业的治理结构并发挥着治理效应:一是“激励效应”,融资结构通过影响经营者的工作努力水平和其它行为选择,从而在一定程度上调节着委托人与代理人之间的矛盾;二是“信息传递效应”,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;三是“控制”效应,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。本文关注的就是这里的“控制”效应。具体来讲,企业的融资结构对控制权争夺的作用主要体现在以下几个方面。

其一,融资结构对企业控制权转移的影响。现代企业理论揭示了这样一个基本道理:企业产权包括企业控制权处于“依存状态”(state contingent),股东不过是“正常状态下的企业所有者”。令 $X$ 为企业的总收入, $A$ 为应当支付给员工的合同工资, $B$ 为对债权人的合同支付(本金加利息), $C$ 为股东所要求的一个满意利润。那么,“状态依存”说的是:(1)当 $X \geq A+B$ 时,控制权掌握在股东手中;(2)当 $X \geq A+B+C$ 时,控制权实际上掌握在经理手中;(3)当 $A \leq X < A+B$ 时,控制权掌握在债权人手中;(4)当 $X < A$ 时,控制权实际上掌握在员工手中(张维迎,1996)。由此可见,企业的控制权是可转移的。但这种转移是建立在一定的融资结构基础上的。在由一定的债权—股权比例构成的企业里,在正常状态下,股东或经理是企业控制权的拥有者;在企业面临清算、破产状态下,企业控制权就转移到债权人手中;在企业完全是靠内源融资维持生存状态下,企业控制权就可能被员工所掌握(当然,这是一种特例,在现实生活中不是普遍现象)。这种控制权转移的有序进行,依赖于股权与债权之间一定的比例构成。假如在股权为零或比例极低、或假如在债权为零或比例极低的企业融资结构下,上述企业控制权的有序转移就是不可能的。正是在这个意义上,阿洪和博尔顿(1992)认为,企业融资结构的选择也就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择,最优的负债比例是在该负债水平上导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人时是最优的。

其二,融资方式的选择对委托投票权竞争的影响。一般而言,在企业的绝对投资量保持不变的情况下,增大投资中债务融资的比例将增大经理的股权比例,同时,随着债务融资量的增加,经理的股权收益也将增加。通过改变企业的融资结构,提高负债水平,改变经理的持股份额,进而扩大自己所占有或所能控制的股份比例,这样,在职经理掌握企业控制权的概率相应增大,程度相对提高,其在代理权之争过程中的主动性必然加强,从而降低了更有能力的潜在竞争者获取代理权成功的可能性。哈里斯和雷维吾(1988)在考察了投票权的经理控制后认为,代理权之争导致需要一些负债,企业负债水平的提高,确实有利于在职经理在委托股票权竞争中的控制能力。同时,由于在职经理的股权比例增加,其所拥有的剩余索取权的比例也将提高,经理偷懒和谋求私利的积极性将降低,进而降低应由经理承担的外部股权的代理成本。

但是,对企业的在职经理而言,债务的数量并不是可以无限扩大的。随着在职经理的股份增大,其收益也将增大;但另一方面,如果在在职经理的股份增加过多,更有能力的潜在竞争者成功的可能性将减少,从而企业的价值及相应的经理的股份价值就会减少。这样,就存在着一个最优负债水平的选择问题。

其三,融资方式的选择对外部投资者的影响。随着举债融资比例的提高,由于“资产替代效应”,往往会诱使股东选择风险更大的项目进行投资,这就产生了债权人与股东之间的冲突。因为在举债融资的情况下,当某项投资产生了较高的收益时,在债券面值之上的收益将归股东所有,然而当投资失败时,由于有限责任,其后果将大部分由债权人来承担。这样的结果就是,即使风险投资使企业价值下降,股东仍可能从这种行为中获得好处。因此,随着债务融资比例的上升,股东将选择更具风险的项目。然而,由于理性的债券人将正确地预期到股东的资产替代行为,为保护他们的债权不受损失或能在收益中尽量获取一定份额,故会向经理或股东提出一系列

的要求或增加举债融资的约束条件,这样,债务融资比例的上升就将导致借债成本的上升,即债务融资的代理成本的上升。这种成本将由股东来承担。总之,随着债务融资比例的上升,应由经理承担的股权的代理成本将减少,而应由股东承担的债务的代理成本将增大(詹森和麦卡林,1976)。

其四,融资结构对企业收购与反收购的影响。股权和债务水平的比例关系,是影响公司控制权市场上的收购行为的一个极其重要的因素,一个企业的融资结构,往往决定着该企业的收购与反收购的能力,具体来说,主要体现在以下几个方面。

首先,某个企业的负债—股权比与其被收购的可能性负相关,这就是所谓的“债务杠杆效应”。由于债权的所有者不拥有控制公司的股票权,而股权的所有者则拥有控制公司的投票权,在现任经理具有对债务融资和股权融资进行安排的权力而且其自身也拥有一定份额的股权时,他便可以通过增加债务融资的数量,从而扩大自己所占有或所能控制的股份比例。这样,就能够在一定程度上提高与外来现实的或潜在的竞争者争夺企业产权控制的能力,在一定程度上提高外来竞争者的收购壁垒,从而降低外来竞争者的收购能力,有效地抵御外来收购。因此,负债水平与被收购成功的可能性负相关,债务杠杆由此成为现代公司一种重要的抵御收购的策略。哈里斯和雷维尔(1988)、斯达尔兹(1988)、伊斯瑞尔(1991)用大量的事实证明了一点。

其次,通过改变企业现有的资本结构,实施多种消极的反收购策略。如实施“金降落伞”政策,把公司的资产大幅度地转化为董事会成员和经理们的收益,把企业的留存收益大幅度地转化为公益金,尽力扩大管理者的退休金和遣散费,造成真正的“内部人控制”现象,从而大力提高收购成本;实施“焦土”政策,疯狂举债,恣意支出,盲目投资,造成财务烂帐事实,有意对企业本身造成严重损害,从而降低收购的吸引力;再如,实施“毒丸”计划、“绿衣天使”计划,等等。

以上两点是关于融资结构对反收购的作用的分析。

再次,在短时间内,大幅度提升企业的债务水平,从而增大企业的资产总额,为实施收购行为扩充实力,增强收购能力。通常采用的改变融资结构的做法是实施“杠杆收购”(leverage buy-out)和发行“垃圾债券”(junk bond)。杠杆收购是一种通过增加公司的财务杠杆而进行的收购交易,具体来讲,就是一个公司主要通过借债来获得另一公司的产权,然后从后者的现金流量中偿还负债。这种收购方式的特点是利息高,通常是在同业拆放利率的基础上再加2%—4%的利差,还要有手续费1.5%—3%。发行垃圾债券是为收购进行筹资的一种手段,这种筹资手段具有很强的投机性。这种债券资信极低,风险很大,利率很高,但却受到大量中小企业特别是投机者的青睐,以致大量社会游资被垃圾债券所吸引。实施“杠杆收购”和发行“垃圾债券”,虽然其成本较高(因为其利率较高),但由于它们能够在较短时间内筹集起大量债务资金,所以往往被企业为进行收购活动所采用。

总之,不同的融资结构及其相应的债务水平,对企业的控制权争夺的影响方式是不一样的,由此也决定了各种收购方式的可行性。较高的债务水平可以使在职经理获得较高比例的股权,进而有力地抵御外来收购;较低的债务水平则可能导致成功的要约收购;而中间的债务水平则意味着结果是不明朗的,控制权争夺更多地表现为委托投票权竞争即代理权之争。

其五,融资结构对企业清算、破产的影响。清算、破产常常被人们视为一种约束企业经营管理者控制机制,因为企业的效用是依赖于企业的生存,一旦企业破产,经理将丧失他所享受的一切任职好处即承担着极其高昂的破产成本。因此,对企业的经营管理者来说,存在着较高的私人收益流量同较高的破产成本风险之间的权衡。但是,破产对经营管理者约束的有效性取决于企业的融资结构,尤其是负债—股权比。格罗斯曼和哈特开创了融资结构与企业清算、破产之间关系问题的探讨,他们在1982年建立的一个关于正式的代理模型中认为,如果投资完全通过股权融资进行,破产的可能性即为0,经理就可以将所有的钱用于享受其任职好处。如果投资完全通过举债进行,则任何非利润最大化的选择都必然导致破产。破产的可能性同负债—股权比正

相关。这之后,哈里斯、哈特等人对此进行了进一步的研究。哈里斯(1990)等人认为,在经营者控制企业的状态下,有效的破产可能难以发生。但若使企业拥有债务,在资不抵债时,债权人就可依照破产法对企业进行清算。哈特和莫尔(1994)分析了债务融资可能使一些陷于财务困难但仍有生存希望的企业被过早清算的情况。威廉姆森则认为,当资产的专用性很高时,由债务融资引起的破产成本很高。

根据上述所分析的融资结构对企业清算、破产的影响来看,最优的债务水平即资本结构选择,应依照企业的具体情况而定。一般来讲,处在新兴产业的企业,在其它条件不变时,负债率应比处在增长较慢的成熟产业的企业低。新成长的产业和企业,其价值主要在于未来的增长机会,近期内可能没有足够的收益还本付息,债务融资可能使这些企业被过早清算。同时这些企业也没有足够的资产作抵押,不适宜于债务融资;对实物资产比例很低的企业及资产专用性很强的企业,由于资产变卖的价值很小,一般也不适合于普通的债务融资,而采用股票和风险资本管理等形式;对那些已成为成熟产业(如发达国家中的汽车、钢铁、卷烟、石油化工等产业)中的企业,由于它们的盈利率相对稳定、留存收益比例也较高,也有足够的资产做抵押,就比较适宜于债务融资。

其六,融资结构对收购溢价从而对收购双方的股东收益的影响。我们在前面已就融资结构对收购行为的影响方式作了分析,由于收购过程往往伴随着股价波动现象,进而难免会对收购双方的股东收益带来影响,因此,有关融资结构对收购双方的股东收益的影响问题就不能不引起人们的关注。斯达尔兹(1988)认为,由于收购的发生是一个好消息,人们可以预期,伴随着这一事件,将会出现用债务和股票相交换,同时出现股价的上升。从融资结构的角度来说是,在目标企业的负债—股权比越小从而其被收购的可能性越大的情况下,一旦市场传递着收购信息时,目标企业的股价将上升,从而出现收购溢价现象。因此,目标企业的负债—股权比与被收购的可能性负相关,而与收购溢价正相关。总之,负债的增加将使目标企业的股东收益增加。伊斯瑞尔(1991)则对其中的原因作出了另一种解释。他认为,债权人掌握了按契约规定的固定的收购收益份额,目标企业及收购企业的股东之间能够讨价还价的只有事先未承诺给债权人的那部分收益。债务越多,留给目标企业及收购企业的股东分割的收益就越少,收购企业的股东获得的收益也就越少。但是,目标企业的股东可以在发行债权时获取应归目标企业债权人的收益,而这些收益是不归收购企业股东的。这样,目标企业的负债水平的提高就减少了收购企业股东所获取的收益,一旦收购发生,目标企业的负债水平越高,目标企业股东的收益就越高(张维迎,1995)。

### 三、结论与启示

融资结构,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索取利益控制和分享的内生化的装置。前面关于融资结构对企业控制权的作用的分析,可以为我们提供一些极有意义的启示。

其一,要充分重视融资结构的企业治理效应,充分发挥融资结构对企业控制权争夺的作用机制。发达国家的企业治理经验表明,在市场经济条件下,一个有效、健全的控制权市场及依托在这个控制权市场上的有序的控制权争夺机制,对企业的生存与发展是至关重要的。充满活力而又健康的控制权争夺对协调委托人与代理人之间的矛盾、最大限度地降低代理矛盾、激活企业潜力、提高企业价值等方面都是不可缺少的。因此,把企业的内部控制与外部控制有机地结合起来,把债权的硬约束与股票的投票权有机地结合起来,形成一个相对合理而又灵活的融资结构,是我国当前企业改革进程中必需关注和解决的一个迫切问题。

其二,要赋予企业经理真正的经营权,并给予相当的股权份额。融资结构对企业控制权争夺

的作用机制是建立在企业的管理者具有真正的经营权并拥有相当的股权比例基础之上的。管理者若没有一定的决策经营权和拥有相当的股权,不管采取什么样的融资方式,都谈不上控制权从股东到经理再到债权人的“依存状态”的转移过程(在职经理若没有一定的股权,控制权就失去了转移的根据与理由),更谈不上融资结构在委托投票权竞争即代理权之争过程中的影响(没有一定的股权,在职经理凭什么进行强有力的委托投票权竞争?又哪来的进行委托投票权竞争的的动力和信心?),也谈不上融资结构在企业收购与反收购中的作用机制(没有一定的股权,在职经理凭什么增强抵御收购的能力?又如何实施“金降落伞”等策略?“债务杠杆效应”也得不到有效发挥)。因此,让经理持股,使异质型人力资本所有者既是企业的经营管理者,又成为企业的部分所有者,这是企业融资结构理论所揭示出的一个重要结论。当前,在我国国有企业实施股份制改造的进程中,尽快推进一套有关经理持股的指导方案,设计出种种合理的股票期权计划,不仅是对经理人员进行有效激励的要求,也是发挥融资结构对控制权争夺机制的必然要求。

其三,要全面理解和正确实施“债转股”的政策。对融资结构与控制权争夺关系的分析,有助于我们全面、辩证理解“债转股”政策,从而更好地实施“债转股”政策。因为债转股从本质上来讲是一种对企业资金来源的重新配置和原有融资结构的重新调整,而这种融资结构的重新调整将会导致企业治理结构的变化特别是企业控制权争夺方面的变化。债转股虽然具有缓解我国当前通货紧缩压力、保护仍有生存价值企业免遭清算及破产等方面的积极意义,但是,如果片面地理解“债转股”政策,简单地将企业的不良资产转化为资产管理公司的股份,可能将使国有企业本来就不健全的治理结构进一步恶化,从而使将来处理不良债务的成本更加高昂(吴有昌、赵晓,2000)。从前面我们所分析的融资结构与控制权之间的关系来看,如果简单地将企业的不良债务转化为外部投资者的股权,对企业的委托投票权竞争是不利的,对企业的收购与反收购以致对国有企业的进入、退出和国有经济的重组更是不利的。我们必须从更深层次的国有企业治理结构及与其相对应的国有企业控制权争夺的视野中来准确、全面地认识和实施“债转股”政策。惟有如此,才能明确债转股的主要企业对象,也才能把“债转股”机制与清算、破产机制有机结合起来,从而更快、更好地推进国有经济的战略性调整。

其四,要高度重视企业资本结构中债务的控制作用,充分发挥债务在解决我国产业过剩规模中的作用。前面的分析指出,当企业用股票融资时,股东或持有股份的经理就获得控制权,当企业用债券融资时,债权人也获得对企业的控制权。在正常状态下,是股东或经理拥有对企业的控制权,而在企业资不抵债时,债权人变成剩余索取者,控制权也就从股东转换到债权人手中。詹森(1986)等人认为,债务支出减少了企业的现金流量,从而削弱了经理从事低效投资的选择空间。在经营者控制企业的状态下,有效的破产可能难于发生。但若使企业拥有一定比例的债务,在资不抵债时,债权人就可依照破产法对企业进行清算。此时,从效率或投资者的角度看,将企业解散、财产用于他途更为有利,因为这是一种社会资源配置的帕累托改进。这就是企业资本结构中债务的控制功能,也就是债务在解决产业规模过剩状态中的作用机制(因为处于产业规模过剩状态中的企业往往面临着资不抵债的困境)。近年来的研究认为,在解决日本的产业规模过剩问题中,起主导作用的不是以往人们经常提及的产业政策,而是日本企业资本结构中负债的作用。我国国有企业长期以来存在的高负债和近年来出现的行业规模过剩现象与日本有所不同,主要是由体制性因素造成的,其解决方式当然不能简单套用发达国家的理论和经验。但上面我们介绍的这些理论和经验,对解决我国目前的产业规模过剩问题却能够提供有益的参考和启示。深化金融体制改革,硬化债务和破产清算对企业的约束,是在市场经济条件下解决产业规模过剩问题和进行经济结构调整的重要内容。

其五,要加大对处于新兴产业的企业和处于初创阶段但具有发展潜力的企业的股权融资扶持力度。前面的分析指出,处于新兴产业的企业和处于初创阶段但具有发展潜力的企业,不适宜较大比例的债务融资。从外源融资角度,对这样的企业,应积极创造各种有利条件,给予股权融

资以有力扶持。应尽快改变把我国的资本市场简单定位在主要为国有企业尤其是大中型国有企业融资的狭隘功能上,要全面发挥资本市场优化配置社会资金资源的基本功能,从而促进我国高新技术企业和新兴企业的快速成长。

#### 注释

- ①关于要约收购、委托投票权竞争、兼并、收购等概念,学术界存在一定程度的混淆,我们对它们的定义是:要约收购是指收购方向目标公司的所有股东发出公开通知,表明收购方将以一定的价格在某一有效期之前买入全部或一定比例的公司的股票,这种收购活动无需现任经理的明示许可,其是直接对目标公司的股东作出的;委托投票权竞争,是一种投票机制,按照这种机制,股东对董事或对现任经理或其它股东提出的议案等进行投票表决,同时,基于这种机制,在任经理和部分股东通过分发竞争性的委托材料来积极收集不出席股东大会的股东的投票权,以增强影响投票结果的能力。委托投票权竞争的实质是在任经理与股东之间关于公司控制权的竞争;兼并亦称吸收合并,是两个或两个以上企业的合并,在新组成的公司中,一公司存续,而另一公司从法律上而言不复存在;收购有时又可称之为接管(take over),其涵义比较复杂,广义上的收购包括了以上所有范畴,“收购可以通过兼并、要约收购和代理投票权竞争或有时通过所有这三种方式的组合来实现”(詹森,1984)。下文中我们所提到的收购主要指的是兼并。
- ②“金降落伞”是指目标公司董事会作出决议,一旦该目标公司被收购,而且公司董事及高层管理人员被革职时,他们可以领到一笔巨额的退休金或遣散费。无疑这会增加收购方进行收购的成本。“焦土政策”是指目标公司为了避免被其它公司收购所采取的一些会对目标公司本身造成严重损害的行动,来达到降低自己的吸引力的目的。

#### 参考文献:

- [1]张维迎. 公司融资结构的契约理论:一个综述[J]. 改革,1995,(4):109-116.  
[2]赵耀新. 资本结构在企业治理中的作用——以日本为例[J]. 金融研究,1999,(2):39-47.  
[3]孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究,2001,(1):45-53.  
[4]吴有昌,赵晓. 债转股:基于企业治理结构的理论与政策分析[J]. 经济研究,2000,(2):26-33.  
[5]梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M]. 北京:中国人民大学出版社,2000. 16-29.

## Financial Structure and Contest for Corporate Control

LIAN Jian-hui

(School of Economics, South-west Economic and Financial University, Sichuan Chengdu 610071, China)

**Abstract:** In the market-directed economy, the decision on financial structure has special governing function on enterprise. The Choice on financing made determines the distribution of corporate control. Which has a multi-facet impact on the contest over corporate control. Analysis on the relationship between financial structure and contest for corporate control is of far-reaching significance in stimulating managers to hold shares, to practise the policy of switching from debts to shares correctly, to avoid the overexpanding for industrial scales, and to supporting the burgeoning businesses to finance by means of shares-holding, etc.

**Key words:** financial structure; contest for corporate control; debts control; the switch from debts to shares