

公司治理、资本市场掠夺和市场进入障碍^{*}

——国航竞购东航的案例分析

徐龙炳^{1,2}, 李 科²

(1. 上海财经大学 财经研究所, 上海 200433; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要:航空业是一个非常有利于实施金融市场掠夺策略的行业, 公司治理和公司资本结构对公司在产品市场的竞争有重要影响。文章构造了一个两阶段融资模型, 说明当公司治理水平低, 负债率高且依赖外部融资时, 掠夺者的最优策略是通过在金融市场上提高被掠夺者的融资成本, 间接地提高其代理成本, 阻止潜在的市场进入者进入市场, 从而掠夺竞争对手和潜在进入者。通过国航竞购东航案例, 文章模型说明国航采取了对东航和新航进行掠夺的策略, 指出公司融资策略必须考虑产品市场竞争战略和公司治理水平, 因为公司治理水平的提高不仅有利于改善资金的使用效率, 而且有利于提高经济效率和改善消费者福利。

关键词:公司治理; 资本结构; 掠夺; 航空

中图分类号: F830. 91, F425 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)02-0051-14

一、引 言

中国国际航空公司(以下简称国航)竞购中国东方航空公司(以下简称东航)事件引起了媒体的广泛关注, 不仅对航空运输业的竞争格局产生了巨大影响, 也可能对消费者的福利产生重要影响。因此, 本文认为重新认识资本市场与行业竞争的关系是很有必要的。

本文从公司金融理论和产业组织理论来解释国航竞购东航事件, 说明国航利用资本市场对东航和新加坡航空公司(以下简称新航)进行事实上的掠夺, 以及可能导致的消费者福利的损失。国航利用在资本市场上竞购东航, 提高被掠夺者进入市场的成本以及建立进入市场后的掠夺性竞争的威胁对东航和新航进行掠夺, 这种掠夺策略使新航面临遭受被掠夺和代理问题的两难困

收稿日期: 2008-11-05

基金项目:国家自然科学基金项目(70673056, 70873080); 教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-07-0533); 上海市哲学社会科学规划项目(2008BJB003)。

作者简介:徐龙炳(1964—), 男, 江苏丹徒人, 上海财经大学财经研究所、上海财经大学金融学院教授, 博士生导师;

李 科(1978—), 男, 湖北仙桃人, 上海财经大学金融学院博士研究生。

境:如果新航以高价入股东航可以避免被掠夺,但是很有可能诱发代理问题;相反,如果新航坚持以较低的价格入股,虽能激励大股东避免代理问题,但会导致新航被掠夺从而退出上海航空运输市场。最终国航不仅迫使潜在竞争对手——新航退出上海航空市场,也进一步压制和阻碍了市场上原有的竞争对手——东航的发展,削弱了其竞争实力,以达到垄断上海航空运输市场的目的。

本文的意义在于将公司治理引入产业组织的研究,重新认识传统公司治理的作用以及资本市场与行业竞争的关系。由于资本市场存在信息与激励的问题,公司治理水平和资本结构不仅会影响公司的融资成本以及经营利润,还可能决定公司在行业中的竞争地位。资本市场信息不对称所导致的代理问题阻碍了有效率的投资者进入市场,从而也阻碍了经济效率的提高和福利的改进。换言之,公司治理水平的提高不仅有利于改善资金的使用效率,而且有利于经济效率的提高和消费者福利的改善。

掠夺性定价是指公司降低竞争性产品的价格以期望将对手和潜在对手赶出市场或者压制住对手而获取主导市场和垄断市场的长期利润。利用金融合约的掠夺是指掠夺者利用金融市场的不完备性限制被掠夺公司的融资,从而将竞争对手和潜在对手赶出市场或者压制竞争对手,从而获取主导市场和垄断市场的长期利润。

传统的掠夺理论(McGee, 1958)认为,掠夺性定价行为是非理性的,因而不可能发生。现代掠夺理论却认为掠夺性定价是理性的,主要包括金融市场掠夺理论和信号理论。信号理论认为有信息优势的企业在竞争中会降低价格来诱导竞争对手,使其相信投资进入市场是不明智的(Kreps 和 Wilson, 1982; Milgrom 和 Roberts, 1982; Fudenberg 和 Tirole, 1986)。金融市场掠夺理论(Bolton 和 Scharfstein, 1990)认为被掠夺者能够随时从金融市场上获得资金的假定不现实。在金融市场中资金供给者为迫使公司归还贷款,往往会逐步提供资金,当观测到短期利润很低时资金供给者有动机停止继续提供资金。如果掠夺引起公司短期利润下降,资金供给者观测到利润减少后往往并不能区分利润减少是由于对手掠夺所致还是公司自身管理不善所致,为避免更大的风险,资金供给者就会减少或终止向公司提供资金。其后, Lambrecht(2001)考虑了存在破产成本时债务融资对公司竞争决策的影响;Kanatatas 和 Qi(2001)研究了债务期限结构和融资来源对公司竞争产生的不同影响;Povel 和 Raith(2004)认为公司产量减少是因为融资成本影响了产品成本,进而影响了产品市场竞争。

产品市场竞争与金融市场关系的理论认为金融市场信息和激励问题影响了公司融资结构,融资成本上升和利润降低影响了公司在行业中的竞争地位。Brander 和 Lewis(1986)、Maksimovic(1988)指出股东和债权人对公司的剩余

要求权不一致,公司债务比率影响了管理者最大化股东利益的激励,因此,投资者可以利用高负债激励管理者在产品市场上更加激进,从而影响产品市场的均衡。在 Brander 和 Lewis(1986)的基础上,Glazer(1994)得出长期负债会降低公司的激进程度;Showalter(1995)认为债务的战略承诺效应与公司的不确定性有关;Chevalier 和 Scharfstein(1995, 1996)通过实证研究发现债务杠杆会减缓产品市场竞争程度;Dasgupta 和 Titman(1998)将短期负债和长期负债同时纳入了伯川德模型中;Wanzenried(2003)将产品差异化引入古诺模型和伯川德模型进行分析。

航空业的同盟与兼并对乘客福利有重大影响。航空公司兼并导致消费者福利减少,乘客费用上升(Borenstein, 1990; Brueckner, Dyer 和 Spiller, 1992; Kim 和 Singal, 1993)。Cooper(2001)发现美国航空业放松规制后,兼并后的航空公司服务质量下降,票价大幅提高,对旅客的控制力增强,航空业竞争下降,潜在的进入者越来越难以进入航空市场。Peteraf 和 Reed(1994)发现对机场或航线的垄断增加了消费者费用,航空公司只有在小机场才有规模经济,在垄断航线中潜在的进入者对价格的影响很小。Brueckner 和 Pels(2005)发现欧洲航空公司联盟与兼并导致航空业竞争下降,伤害了消费者,减少了整个社会的福利。

二、基于公司治理和金融市场掠夺的理论分析

本文构造一个两期融资模型进行分析。假定市场上有两个竞争者 G(国航)和 D(东航),在每一期开始时两个竞争者为争夺市场都进行项目投资。两个竞争者的差异在于其资本结构不同:公司 G 有更好的资本结构,其内部能筹集大量的资金为其项目进行融资;但是公司 D 的负债率很高,不能有效地为其项目进行融资,需要从外部金融市场筹集资金。

(一)第一种情形:资本市场不存在掠夺

图 1 给出了公司决策的时间序列。假定公司 D 在第零期给出一种接受或不接受的合约,投资者投入资金 I 购买公司 $(1-\alpha)$ 的股份,大股东保留 α 的股份,因为大股东对公司拥有控制权,投资者和大股东形成一种委托代理关系。这种代理关系使得大股东与小股东之间存在利益冲突,从而产生了代理成本。假定投资者是风险中性的,其贴现率为 0,如果合约给出了正的期望净现值,那么投资者就会接受合约;否则,投资者不会为公司 D 提供资金。

在第一期里,所有人都预期公司 D 在短期内有收益,短期收益实现后分配给投资者 $\bar{r}$,但是在短期收益实现的同时,公司会遭受到外部市场的冲击而需要再融资 $k, k \in [\underline{k}, \bar{k}]$, k 服从分布 $G(k)$ 。再融资存在一个最优的融资边界水 $k^*(\bar{r})$ 平,投资者只有在 $k \leq k^*(\bar{r})$ 时才会向公司继续提供资金。为简化模型,本文不考虑第一期的代理成本,假定所有人都认为短期内公司分配给投

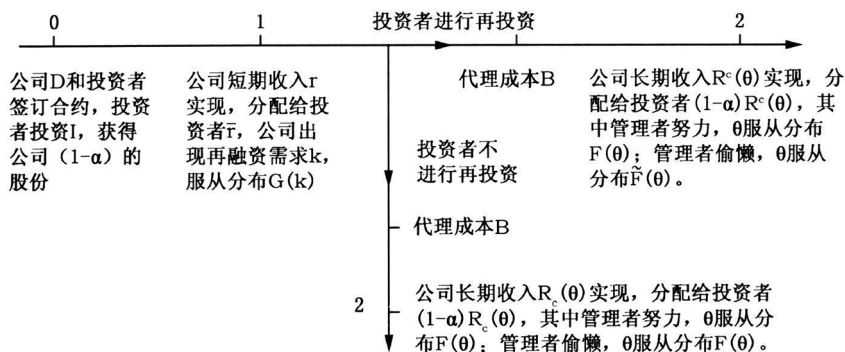


图 1 没有掠夺情形下的融资合约

投资者的期望利润是 $\bar{r}$, 最优的再融资边界值为 k^* 。如果投资者再提供资金 k 保持其在公司中 $(1-\alpha)$ 的股份, 第二期公司利润为 $R^c(\theta)$, 即进行再投资后长期的市场竞争利润, 投资者得到 $(1-\alpha)R^c(\theta)$ 的利润。如果投资者不向公司提供资金 k , 第二期公司的利润为 $R_c(\theta)$ 。其中, 大股东努力时 θ 的分布服从 $F(\theta)$, 当大股东谋取自身私利时, 他们可以得到非货币性的好处 B , 但 θ 的分布服从 $\tilde{F}(\theta)$, $F(\theta)$ 一阶随机占优于 $\tilde{F}(\theta)$ 。这种非货币性的好处 B 表示公司道德风险引起的代理成本。

在第二期中, 投资者提供资金能使公司的竞争力增强, 公司也能获取更高的竞争性利润。^① 对于相同的投资水平大股东努力总能产生更高的收入水平。^② 如果大股东努力经营公司, 公司面对外来冲击时再融资就有价值, 即 $\bar{k} < (1-\alpha) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta$ 。如果公司进行再投资, 大股东努力的公司价值的增加就高于不进行再投资时公司价值的增加, 即 $\int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} \Delta^c(\theta) l(\theta) d\theta > 0$, 这里 $l(\theta) = f(\theta) - \tilde{f}(\theta)$ 是大股东努力而增加的公司价值, $\Delta^c(\theta) = R^c(\theta) - R_c(\theta)$ 是在相同状态下进行再投资时大股东的努力所增加的公司价值。假定短期内投资者不能收回成本, 即 $\bar{r} < I$, 没有代理成本时, 投资 I_1 从长期来看是值得的;^③ 存在代理成本时, 投资 I_1 从长期来看是不值得的。^④

最优合约要求最大化投资者的期望利润, 同时满足如下约束条件: (1) 大股东在第二期努力工作得到的好处要多于其偷懒得到的好处, 即激励相容。(2) 公司的大股东在第零期有动机提出这份合约, 即公司是理性的。那么最优合约问题如下:

$$\begin{aligned} \text{Max}_{\{\alpha, k^*\}} & \left\{ -I + \bar{r} + (1-\alpha)G(k^*) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta \right. \\ & \left. + (1-\alpha)(1-G(k^*)) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) f(\theta) d\theta - \int_{\underline{k}}^{k^*} kg(k) dk \right\} \end{aligned}$$

约束条件为：

$$\begin{aligned} & \alpha G(k^*) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta + \alpha(1 - G(k^*)) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) f(\theta) d\theta \\ & \geq \alpha G(k^*) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) \tilde{f}(\theta) d\theta + \alpha(1 - G(k^*)) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) \tilde{f}(\theta) d\theta + B \end{aligned} \quad (1)$$

$$\alpha G(k^*) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta + \alpha(1 - G(k^*)) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) f(\theta) d\theta \geq 0 \quad (2)$$

激励相容条件(1)保证了大股东努力工作,为公司产生尽可能高的利润,由激励理论可以知道在最优时这一条件是受到约束的,且等式是成立的。那么能得到下式:

$$G(k^*) \bar{\Delta}^c + \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) l(\theta) d\theta \geq \frac{B}{(1 - (1 - \alpha))} \quad (3)$$

其中 $\bar{\Delta}^c = \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} (R^c(\theta) - R_c(\theta)) l(\theta) d\theta$ 。不等式(3)是投资者在第零期进行投资的条件,如果不满足,大股东不会努力经营好公司,投资者不能得到高回报。当未来期望收益给定,最优融资规模的临界值确定时,为满足不等式(3),公司应当保留足够多的股份。当公司的代理成本 B 越小时,不等式(3)越有可能得到满足,即代理成本越小时,投资者在第零期越有可能向公司提供资金。

在第零期,给定最优的股份 α^* 和最优的再融资规模 k^* ,投资者接受合约的条件为:

$$\begin{aligned} & \bar{r} + (1 - \alpha^*) \left[G(k^*) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta + (1 - G(k^*)) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R_c(\theta) f(\theta) d\theta \right] \\ & \geq I + \int_{\underline{k}}^{k^*} kg(k) dk \end{aligned} \quad (4)$$

假定投资者认为 I_1 满足条件(4), I_2 不满足条件(4),双方会签订以 I_1 获得公司 $(1 - \alpha)$ 股份的合约。当投资成本太高,达到 I_2 时,投资者不会接受这份合约。

(二)第二种情形:资本市场存在掠夺,掠夺者利用资本市场作为竞争者进入市场的壁垒

公司 G 为了获得市场垄断地位会对公司 D 进行掠夺。在本文中,掠夺策略是通过资本市场进行的,即公司 G 通过资本市场将投资者为获取公司 D 的 $(1 - \alpha)$ 股份的投资成本由 I_1 提高到 I_2 ,使其不能满足条件(4),投资者不愿意向公司 D 提供资金,公司 G 一方面加强同公司 D 的竞争,增强其行业地位,另一方面阻止潜在的竞争者进入市场。

公司 G 采取掠夺战略会导致三种可能发生:第一种情况,公司 G 利用资本市场掠夺公司 D ,同时阻止外部竞争者进入市场,两家公司合并垄断市场;第二种情况,公司 G 阻止了外部竞争者进入市场,公司 D 得不到外部融资,

两家公司不合并,公司 G 加强同公司 D 的竞争,致使公司 D 的短期利润和长期利润均下降,而公司 G 的短期利润和长期利润则均上升;第三种情况,公司 G 未能阻止外部竞争者进入市场,公司 D 得到外部融资,公司 G 和公司 D 都得到竞争性利润。假定每一种情形下公司 G 都承担了进行掠夺战略的成本 $I_2 - I_1$, 公司 G 采取掠夺战略导致三种情形发生的概率分别为 μ, ν 和 $1 - \mu - \nu$ 。

在第一种情形下,假定除利润外其他都保持不变,在第一期公司 G 短期收益实现后分配给投资者 $\bar{r}_m$, 即短期市场垄断利润 ($\bar{r}_m > \bar{r}$), 在垄断情形下面对外部冲击时,公司一定会融资。在第二期公司 G 的利润为 $R^m(\theta)$, 即再投资后长期市场的垄断利润 ($R^m(\theta) > R^c(\theta)$)。在第二种情形下,公司 G 在第零期进行投资,公司 D 筹集不到资金而不能进行投资,因此,在第一期公司 G 短期期望收益由 $\bar{r}$ 上升到 $\bar{r}_d$, $\bar{r}_d$ 表示短期主导市场时的利润 ($\bar{r} < \bar{r}_d < \bar{r}_m$), 而公司 D 的利润会下降;当第二期面对外部冲击时,为进一步获取市场垄断地位,公司 G 一定会进行再投资,其长期利润为 $R^d(\theta)$, 即长期主导市场的利润 ($R^c(\theta) < R^d(\theta) < R^m(\theta)$)。在第三种情况下,公司 G 和公司 D 在短期和长期都获得竞争性利润。

公司 G 采取掠夺策略的条件为:^⑤

$$\begin{aligned} & \mu \bar{r}_m + \nu \bar{r}_d - (\mu + \nu) \bar{r} + \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} [\mu R^m(\theta) + \nu R^d(\theta) - (\mu + \nu) R^c(\theta)] f(\theta) d\theta \\ & > (I_2 - I_1) + (\mu + \nu) \int_{k^*}^{\bar{k}} kg(k) dk \end{aligned} \quad (5)$$

在本文的模型中新航面临着被掠夺和代理问题的两难困境:如果新航以高价入股东航避免被掠夺,新航为弥补高成本投资会要求东航给出保证更加努力工作的承诺,这种承诺要求减少东航自身的利益,从而减轻代理成本 B,但是这种承诺使得激励相容的条件得不到满足,因此是不可信的,很有可能诱使更大的代理问题发生;相反,如果新航坚持以较低的价格入股能避免代理问题,但是这会导致新航被掠夺而退出上海航空运输市场。在金融合约中新航不可能忽视东航代理问题给其造成的风险,国航的掠夺策略成为三方博弈的可能的均衡结果。

三、案例分析

(一) 国航竞购东航事件回顾

2007 年 5 月 11 日,东航公告称拟引进战略投资者。9 月 2 日,东航与新航和淡马锡达成并签署相关协议。根据协议,东航将以每股 3.80 港元的价格,定向增发数量为 29.85 亿股的 H 股,募集资金约 113 亿港元。其中向新航发行 12.35 亿股,向淡马锡发行 6.49 亿股。与此同时国航的母公司中航集团不断增持东航 H 股,截至 5 月 18 日,中国航空持有东航 H 股的份额从 4 月

20 日的 4.92% 增至 9.81%。国航已持有东航“A+H”总股本 3.16%, 为第三大股东。9 月 4 日国航再次增持东航 H 股, 成为东航最大的 H 股股东。9 月 21 日国航控制的国泰航空用高达 40 亿美元的价格收购东航股权, 以阻击新航进入东航。2008 年 1 月 6 日, 国航公告称如果新航方案未能获得特别股东大会的批准, 国航拟建议由国航方面担任东航新的战略伙伴。1 月 8 日, 由于国航的阻击, 东航拟以每股 3.80 港元价格引入新加坡航空与淡马锡一事未能获得股东大会的投票支持。

(二) 国航掠夺东航的证明

1. 有利于掠夺的民航业市场结构

Levine(1987)认为航空业是一个非常有利于实施金融市场掠夺策略的行业。民用航空运输业有自身的行业特点:(1)市场进入壁垒高。民航业是一个资本密集型、技术密集型、信息密集型的服务业, 并且是一个受规制的行业, 这构成了进入航空运输业的障碍。(2)寡头垄断的行业特征。航空资源的稀缺性、航空业的规模经济和范围经济等因素, 决定了民航业的寡头垄断特征。2002 年国务院正式批准了民航总局提出的航空运输业合并计划。民航总局直接控制的九大航空公司合并为三大集团: 中国国际航空集团公司、中国南方航空集团公司和中国东方航空集团公司。合并后, 三大航空集团占航空市场 80% 以上的份额, 截至 2006 年底, 国航、东航和南航分别拥有 225、205、309 架飞机, 占飞机总量的 23%、21%、31%。航空运输业基本上形成了寡头垄断的市场格局。

寡头垄断性和市场进入壁垒使得航空运输业成为一种非常有利于竞争者采取掠夺策略的行业。上海航空枢纽在中国三大航空枢纽中占有相当重要的地位, 上海和北京的旅客吞吐量已经占到全国旅客吞吐量的 13.3% 和 13.83%, 而货邮吞吐量上海和北京各占 34.24% 和 16.45%, 可见上海航空市场在航空业竞争中的重要性。在上海的航空市场中, 其竞争者主要是东航和国航。据民航资源网统计数据显示, 2007 年 8 月东航和国航占据了京沪航线 80% 以上的份额, 分别为 48% 和 33%, 在上海到北京的航线中两家航空公司几乎形成了垄断。进入上海航空市场有着巨大的障碍, 这不仅因为进入成本非常昂贵, 而且航空运输业是受到规制的行业, 开辟新的航线必须得到民航总局的许可。

2. 掠夺的机制和证据

(1) 东航依赖外部融资。航空运输业是资本密集型行业, 公司的资产规模在相当程度上决定了航空公司的实力, 而公司的净资产则约束着公司的融资能力。东航在 20 世纪 90 年代是中国民航业的盈利状元。但是, 2005 年东航亏损 4.67 亿元; 2006 年东航巨亏 27.79 亿元; 2007 年第一季度东航又亏损 5.1 亿元, 并发布半年报预亏公告。东航亏损带来的直接后果就是东航在总

资产和净资产上远低于国航,公司负债率过高,现金流紧张及融资成本加大。东航必须改善经营管理,加强其在国际航空运输市场产品的竞争力,而 94% 的负债率使其处于融资困境,东航仅依赖内部融资不能满足其在行业中的生存和发展的需要,必须获得外部资金以减轻其财务压力,因此不得不考虑引入战略投资者。

(2) 国航观察到有潜在的进入者。2007 年 5 月 21 日晚新航致电东航,新航愿意以每股 H 股 3.88 元价格入股东航。9 月 2 日,东航与新航及淡马锡签订了战略合作框架协议。东航将通过定向增发 H 股以每股 3.80 港元的方式引进新航和淡马锡作为战略投资者。新航通过东航进入上海航空市场需要公告以及报国资委、商务部、证监会和民航总局审批,因此国航能了解到其竞争者与潜在市场进入者的情况。事实上,在 8 月 29 日,东航与新航和淡马锡签订最初协议的三天前,国航已经正面出击,在香港公开市场上累计买入 11% 的东航股份。

(3) 国航在预测到新航进入市场时,提高新航的进入成本。在东航拟引入战略投资者新航后,中航计划与国泰航空公司共同收购东航股份,以取代新航与东航的入股协议。随后,中航不断增持东航股份,在 11 月 29 日其持股比例已增至 12.07%,成为东航 H 股的第一大流通股股东。其后,中航于 2008 年 1 月 6 日发表声明称,如果新航方案未能获得特别股东大会的批准,中航将取代淡马锡及新航的角色,担任东航新的战略伙伴,并愿意以每股 H 股不低于 5 港元的价格收购。由于国航将收购价提高到 5 港元,要使东航引进战略投资者获得股东大会的通过,新航必须提高其收购价格,即提高了新航的投资成本。

(4) 新航认为进入成本过高,而放弃进入市场。东航拟通过定向增发 H 股的方式引入新航,每股增发价格定为 3.80 港元,这一价格相对于 2007 年 5 月 21 日东航 H 股停牌时 3.73 港元的价格溢价 1.9%;相对于从 4 月 22 日至 5 月 21 日 30 天东航 H 股的平均价格则足足高出 35.7%。而两年前刚开始谈判时,东航 H 股仅为 1 港元多。新航面对国航竞购抬价的压力,坚称自己不会再出比 3.80 港元更高的价格收购东航,数次强调“新航的购买价是有原则的,这个原则就是被收购方的价值”。由于国航将收购价格定在 5 港元而新航又认为其收购提议是公平合理的,因此东航引入新航作为战略投资者的议案被否决。

(5) 东航的外部融资受其代理成本的影响。新航进入东航并没有获得公司的控制权,新航不能按照自己的意思来决策整个航空公司的运行,即使新航得到了诸多有利于其控制公司的条件,在一个法律保护和法律执行力不强的制度环境下,新航也不可能得到东航的实际控制权。大股东和小股东的利益冲突造成了新航的投资存在代理成本。

对于公司治理的外部环境, Shleifer 和 Vishny (1997) 指出股东投票权的有效性依赖于法律对股东的保护程度。在中国, 合约的法律保护和法律执行力不强的制度环境也提高了公司的代理成本, 最近新桥入股广汇的案例也说明我国公司治理的外部环境有待改进。2006 年广汇与新桥就液化天然气 (LNG) 项目签订合作协议, 广汇股份以 3380 万美元的价格向新桥投资出售旗下天然气公司 24.99% 的股权, 同时规定新桥投资可以增持 LNG 股份最多至 67%, 行权价最高额为 1.69 亿美元。但是在 2007 年 LNG 项目已成为广汇的主导产业, 其利润已经占到广汇利润的 33.93% 的情形下, 新桥不仅未能实现其增持 LNG 股份的权利, 而且极不情愿地将持有的 24.99% 股权出让给了广汇, 终止与广汇的合作。

对于公司内部治理水平, 中国民航企业的公司治理结构大都“形”多于“实”, 尽管东航作为国内上市公司建立了现代企业治理结构, 但是其仍存在着严重的计划经济和行政管理色彩。2002 年民航业重组后, 东航集团整体的一体化运营程度并不高, 存在着总公司和分公司之间的博弈现象, 未能充分、有效地发挥企业规模扩大所能带来的各项管理和运营收益。这种利益分歧的直接后果是航线运力调配不能统一, 造成了资源浪费, 增加了成本开支, 对东航的经营绩效产生了较大的负面效应。

(6) 国航可以间接影响东航的代理成本。国航通过竞购东航提高新航入股东航的成本, 如果新航以高价入股东航, 新航为弥补高成本投资会要求东航给出保证更加努力工作的承诺, 这种承诺要求减少东航自身的利益从而减轻代理成本 B, 但是这种承诺致使激励相容的条件 (3) 得不到满足, 即使东航给出了这些承诺, 东航作为大股东完全控制着公司, 能够使用各种手段使得这些合约不能生效, 因此东航的承诺是不可信的, 东航给出这些承诺很有可能诱使更大的代理问题发生。正如新桥入股广汇一样, 新桥投资广汇时要求在未来有权增持 LNG 股份最多至 67%, 行权价最高额为 1.69 亿美元, 且可以用应收账款等现金等价物支付。如果新桥执行这项期权将会对广汇的权益造成极大的损害, 这种合约不满足激励相容的特征, 因此会诱使代理问题的发生。在 2007 年 LNG 项目已成为广汇的主导产业, 其利润已经占到广汇利润的 33.93% 的情形下, 广汇不仅阻止了新桥增持 LNG 股份, 而且收回了新桥持有的 24.99% 股权, 终止了与新桥的合作。国航通过竞购东航提高新航的投资成本, 恶化了新航高价入股东航后的代理问题, 从而影响了新航投资东航的代理成本。

(7) 国航清楚东航依赖外部融资, 且国航有足够的资金和外部融资渠道进行掠夺策略。负债率是企业融资能力的一个重要指标, 过高的负债率会削弱公司的融资能力, 限制公司规模的扩张。对于相同的公司, 负债率较低的公司通常更容易得到银行的贷款。截至 2007 年 9 月, 国航和东航的资产负债率分

别为 63.1%和 92.8%。国航和东航的债务水平也有巨大差异,国航不仅负债规模低于东航,而且其负债结构也明显优于东航,国航的短期借款为 96 亿元,占负债总额的 23%,而东航的这一比例高达 49%。东航面临着严峻的融资约束和短期偿债压力,而国航资金则相对宽裕。对于东航而言,由于公司内部产生的现金流不仅不能支持公司的发展,甚至不能维持正常的经营,脆弱的资金链严重束缚了东航的发展,因此东航必须引入外部战略投资者以获得外部融资,这导致了东航对外部融资的依赖。作为竞争者,国航很清楚东航的现状,且国航自身通过 2006 年在资本市场上募集资金,促使其资产负债率大大降低,因此,国航有充足的资金收购东航的股份,并且有足够的资产为收购东航融资作抵押。

(三)掠夺后的补偿

进行掠夺战略后国航能得到两方面补偿:一是压制对手或排除潜在对手进入市场,减少市场竞争;二是通过提高价格或降低质量伤害消费者。

首先,国航通过提高新航入股东航的成本迫使新航退出上海航空市场,同时减少竞争对手东航的资金来源以压制其发展。新航是全球市值最高的航空公司,被业内外誉为世界上最舒适、最安全、盈利能力最强的航空公司之一,而东航又是上海最大的基地航空公司,如果新航与东航携手,两家航空公司就能促进客流在两家公司的网络之间流动,新航将在亚洲北部找到一个强有力的航线网络支撑点,利用第五航权开辟从上海至欧美的国际航线,以上海地区大量的高收益旅客,加上新航在业内的高品质服务,又有东航航线网络为其输送旅客,新航将很快占据上海的高端市场。例如上海—新加坡—纽约航线,新航将能借助东航,从上海源源不断地输送国际旅客到达纽约,而基地位于上海的东航,由长三角区域飞往国际市场的航线大多为东航拥有,这对于拥有最多国际航线的国航形成了强有力的竞争。对于东航而言,引入新航一方面使东航的财务状况大为改观,另一方面可以改善东航的经营管理水平,加强其在国内和国际航空运输市场产品的竞争力。新航在全球航空界占据领先地位,其客运航线网络延伸至 35 个国家的 65 个目的地城市,东航能利用新航广泛的全球网络使其快速、有效地扩张国际业务,有效地完善其国际航线网络以及分享新航在航空公司经营管理方面世界一流的专业经验,同时东航能进一步推进上海枢纽港的建设,通过东航、新航的国际航线网络,建立一体化的国际、国内航线网络,有效地提高中转旅客数量。毫无疑问,这对国航形成了巨大的竞争压力。但国航通过资本市场采取掠夺策略后,新航放弃了进入上海航空市场的计划,无论国航下一步能否成功收购东航,国航都已经在时间和空间上获得了巨大胜利。如果国航与东航合并,上海作为国际、国内航空枢纽的地位将进一步增强。国航在北京和上海的地位将会进一步巩固,其在北京和上海航空枢纽的市场占有率都将超过 50%,国航也将成

为北京和上海两个航空枢纽的基地航空公司。如果东航拒绝中航的出价,并选择自主经营,那么东航只有在未来保持盈利才有可能生存。在考虑到其资产负债率高达 94%以及油价持续走高的情形下,保持盈利对东航来说有相当大的困难。如果东航未能保持盈利,其发展必然会停滞不前,那么国航将来仍有机会将其兼并。最终,国航成为中国的“超级承运人”,在中国航空运输业的霸主地位牢固确立。其直接影响是国航有能力垄断上海的航空运输市场,减少航空运输业的市场竞争。

其次,当市场被垄断后,无论事前垄断者给出多好的承诺,与之相伴的总是消费者利益受到伤害。Borenstein(1990)研究了美国航空业两起合并的案例,发现两起合并案都导致了市场垄断势力的增加和竞争的减少,航空公司价格的上升以及航空服务数量和质量的下降。对于国航等国内航空公司的服务水平一直被消费者所抱怨,但是消费者除抱怨外,没有太多其他选择。仔细分析比较国航和东航的营运数据,发现两家公司的经营效率事实上都相差无几,但是与新航却有很大差距。从表 1 可以看出国航和东航在经营效率方面不相上下。国航没有亏损得益于在国内民航大重组中,原国航合并的航空公司由于自身质地优良,重组并未给新国航带来包袱,因而成为负债率最低的国内航空公司。2004 年至 2006 年,国航先后在伦敦、香港和上海上市,促使其自有资金比较充裕;而东航在行政重组过程中承担了巨大的财务负担,同时带有浓厚行政色彩的收购使公司越来越受制于行政干预,延缓了公司的发展。国航和东航在国际航线上的每座位公里收益都只有 0.3 元左右,而新航却达到了 0.6 元。从国际航空协会(IATA)2006 年的排名中,新航在国际货运和客运中分别为第三名和第四名,空中客车公司也选择新航作为首个试飞超级巨无霸 A380 机型的航空公司,可见新航在国际航空业中经营效率之高,竞争力之强。如果国航成为中国的“超级承运人”,确立其在中国航空运输业的霸主地位,从而有能力垄断中国航空运输市场,在经营管理水平没有提高的前提下,最终结果是伤害消费者的利益,从长远看,这种垄断也会阻碍中国民航业的整体发展。

表 1 2007 年东航和国航部分经营数据比较

	固定资产周转率	总资产周转率	应收账款周转率	客座率	载运率	人机比	飞机日利用小时
东航	0.996	0.69	22.46	73.58	51.34	181.51	9.8
国航	0.954	0.954	18.17	78.47	56.43	85.35	9.92

资料来源:根据各公司年报数据整理得到。

四、结论与政策意义

本文通过两期融资合约模型解释了国航竞购东航事件是国航利用资本市场对东航和新航进行的掠夺。国航利用资本市场竞购东航股份,提高新航入

股东航的成本以及建立进入市场后的掠夺性竞争的威胁,从而迫使潜在竞争对手——新航退出上海航空市场,并进一步压制和阻碍市场上原有的竞争对手——东航的发展,削弱其竞争实力,最终确立了国航在中国航空运输业的霸主地位,使其有能力垄断上海航空运输市场。

国航使用的掠夺策略能够产生作用的前提在于金融市场存在道德风险和代理成本,导致东航得不到投资者的外部融资。国航利用金融市场摩擦逐步垄断中国航空市场将产生诸多负面影响:产生市场势力,阻碍其他航空公司进入市场;形成垄断价格;造成生产和技术的停滞;损害消费者利益。

为了减少由金融市场摩擦导致产品市场竞争中的垄断问题,进而影响行业生产效率和消费者福利,本文提出如下政策建议:一方面,政府部门应着力于公司治理外部环境的改善,如提高法律的执行力以及加快制定企业兼并收购中的反垄断的规则。改善公司治理外部环境有助于减轻资本市场上信息不对称所导致的代理问题,有利于减轻公司融资成本,提高融资效率,从而减少产品市场上的掠夺行为,最终提高消费者和整个社会的福利水平。而加快制定企业兼并收购中的反垄断规则,有利于发挥企业兼并重组所带来的资源优化配置的优势,同时能抵制产品市场掠夺形成的垄断,减少企业兼并收购对经济产生的负面影响。另一方面,公司在做出融资决策时必须同时考虑产品市场竞争战略和公司治理水平,提高公司内部治理水平有助于公司在困境中获取外部融资,从而在产品市场竞争中获得优势。

* 本文受上海市重点学科建设项目(B802)、上海财经大学“211 工程”三期重点学科建设项目以及上海财经大学第三批研究生科研创新基金项目资助。

注释:

① 即当大股东都努力工作时, $R^c(\theta) > R_c(\theta)$ 。

② 即 $\int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R(\theta) f(\theta) d\theta > \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R(\theta) \tilde{f}(\theta) d\theta$ 。

③ 即 $\bar{r} + (1 - \alpha) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) f(\theta) d\theta - \int_{\underline{k}}^{\bar{k}} kg(k) dk \geq I_1$ 。

④ 即 $\bar{r} + (1 - \alpha) \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} R^c(\theta) \tilde{f}(\theta) d\theta - \int_{\underline{k}}^{\bar{k}} kg(k) dk < I_1$ 。

⑤ 在第一种情形下,公司 G 进行掠夺策略所能获取的收益为:

$$\bar{r}_m - \bar{r} + \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} [R^m(\theta) - R^c(\theta)] f(\theta) d\theta - \int_{\underline{k}^*}^{\bar{k}} kg(k) dk - (I_2 - I_1)$$

在第二种情形下,公司 G 进行掠夺策略所能获取的收益为:

$$\bar{r}_d - \bar{r} + \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} [R^d(\theta) - R^c(\theta)] f(\theta) d\theta - \int_{\underline{k}^*}^{\bar{k}} kg(k) dk - (I_2 - I_1)$$

在第三种情形下,公司 G 进行掠夺策略所能获取的收益为: $-(I_2 - I_1)$ 。

参考文献:

[1] Bolton P, David S Scharfstein. A theory of predation based on agency problems in finan-

- cial contracting[J]. American Economic Review, 1990, 80: 93—106.
- [2]Borenstein S. Airline mergers, airport dominance, and market power[J]. American Economic Review Papers and Proceedings, 1990, 80: 400—404.
- [3]Brander J, Tracy Lewis. Oligopoly and financial structure: The limited liability effect [J]. American Economic Review, 1986, 76: 956—970.
- [4]Brueckner Jan K, N J Dyer, P T Spiller. Fare determination in airline hub-and-spoke networks[J]. Rand Journal of Economics, 1992, 23: 309—333.
- [5]Brueckner Jan K, Eric Pels. European airline mergers, alliance consolidation, and consumer welfare[J]. Journal of Air Transport Management, 2005, 11: 27—41.
- [6]Chevalier J, D Scharfstein. The capital structure and product-market behavior: Liquidity constraints and the cyclical behavior of markups[J]. American Economic Review, 1995, 85: 390—396.
- [7]Chevalier J, D Scharfstein. Capital-market imperfections and countercyclical markups: Theory and evidence[J]. American Economic Review, 1996, 85: 703—725.
- [8]Cooper Mark N. Mergers between major airlines: The anti-competitive and anti-consumer effects of the creation of a private cartel[R]. Consumer Federation of America, 2001.
- [9]Dasgupta S, S Titman. Pricing strategy and financial policy[J]. Review of Financial Studies, 1998, 11: 705—737.
- [10]Fudenberg D, J Tirole. A ‘Signal-Jamming’ theory of predation[J]. Rand Journal of Economics, 1986, 17: 366—376.
- [11]Glazer J. The strategic effect of long-term debt in imperfect competition[J]. Journal of Economic Theory, 1994, 62: 428—443.
- [12]Kanas G, J Qi. Imperfect competition, agency, and financing decisions[J]. Journal of Business, 2001, 74: 307—338.
- [13]Kim E H, V Singal. Mergers and market power: Evidence from the airline industry [J]. American Economic Review, 1993, 83: 549—569.
- [14]Kreps D, R Wilson. Reputation and imperfect information[J]. Journal of Economic Theory, 1982, 27: 253—279.
- [15]Lambrecht B M. The impact of debt financing on entry and exit in a duopoly[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14: 765—804.
- [16]Levine M E. Airline competition in deregulated markets: Theory, firm strategy, and public policy[J]. Yale Journal on Regulation, 1987, 4: 393—494.
- [17]Maksimovic V. Capital structure in repeated oligopolies[J]. Rand Journal of Economics, 1988, 19: 389—407.
- [18]McGee J. Predatory pricing cutting: The standard oil (N. J.) case[J]. Journal of Law and Economics, 1958, 1: 137—169.
- [19]Milgrom P, J Roberts. Predation, reputation, and entry deterrence[J]. Journal of Economic Theory, 1982, 27: 280—312.

- [20]Peteraf M A, R Reed. Pricing and performance in monopoly airline markets[J]. Journal of Law and Economics, 1994, 37: 193—213.
- [21]Povel P, M Raith. Financial constraints and product market competition: Ex ante vs. Ex post incentives[J]. International Journal of Industrial Organization, 2004, 22: 917—949.
- [22]Shleifer A, R W Vishny. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737—783.
- [23]Showalter D M. Oligopoly and financial structure: Comment[J]. American Economic Review, 1995, 85: 647—654.
- [24]Wanzenried G. Capital structure decisions and output market competition under demand uncertainty[J]. International Journal of Industrial Organization, 2003, 21: 171—200.

Corporate Governance, Predation of Capital Market and Market-entry Barrier

——Case Study on Air China's Bidding for China Eastern

XU Long-bing^{1, 2}, LI Ke²

(1. *Institute of Finance and Economics, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

2. *School of Finance, Shanghai University of Finance
and Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: Airline industry provides a sound environment to implement financial market predation strategy. To a company, corporate governance and capital structure have significant impacts on its competition in product market. By establishing a two-stage financing model, the paper shows that the optimal strategy of predator is to raise financing cost of preyed party and prevent potential entrants entering market when it has low corporate governance and high liabilities ratio, and depends on external financing. Through the case study on Air China's bidding for China Eastern, it indicates that corporate financing strategy should pay attention to product-market-competition strategy and corporate governance. The improvement of corporate governance will be beneficial to efficiency of fund utilization, economic efficiency and consumers' welfare.

Key words: corporate government; capital structure; predation; airline

(责任编辑 喜 雯)