

基于

内部资本市场视角的 企业集团治理研究

李艳荣 著



经济科学出版社

基于内部资本市场视角的 企业集团治理研究

李艳荣 著

经济科学出版社

责任编辑：周国强
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

基于内部资本市场视角的企业集团治理研究 / 李艳荣
著. —北京：经济科学出版社，2008. 12
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7726 - 9

I. 基… II. 李… III. 企业集团 - 企业管理 - 研究
IV. F276. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 189692 号

基于内部资本市场视角的企业集团治理研究

李艳荣 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：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 7. 625 印张 210000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7726 - 9 / F · 6978 定价：22. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

19 世纪下半叶和 20 世纪初期，随着市场竞争的日益激烈和生产规模的急剧扩大，企业集团这一新的企业联合形式逐渐出现在人类社会中。发展到现在，目前无论是在成熟市场体系下还是在新兴市场经济中，企业集团都是居于主流地位的企业组织形式，其产出量和贸易规模在各个经济体中都占据着举足轻重的地位，在一些重要产业内大型集团所占有的国际市场份额都在 90% 以上。但是在企业集团快速发展和在经济中日益重要的同时，现实当中的种种现象也引起了人们对企业集团中的利益冲突和治理问题的关注。

与企业集团相伴随的是内部资本市场的广泛应用，在集团总部的主导下通过成员企业之间的资本交易配置可以实现大量的协作剩余：通过资本融通提高有效投资额；降低集团的总融资成本，提高内部的资本配置效率等。但与此同时，种种迹象表明内部资本市场也会带来成员企业之间大量的摩擦和冲突，如控股股东对子公司的剥夺，子公司滥用母公司的资产，成员企业之间的资源竞争和内耗等，这些都会导致集团治理成本的增加和合作收益的减少。因此，内部资本市场犹如一把“双刃剑”，人们在利用其制度优势的同时，也要考虑如何协调其内部的利益冲突，减少治理成本，扩大相对收益，因此目前应对内部资本市场中的利益冲突问题从理论上加以研究和总结。

《基于内部资本市场视角的企业集团治理研究》一书是在李艳荣博士论文基础上修改而成的，它是从参与内部资本交易的成员企业之间利益冲突的角度来研究内部资本市场组织成本的，核心研究

内容包括以下五个部分：

第一，本书揭示了内部资本市场中利益冲突产生的根源。在研究中作者是从内部资本市场上的具体财务行为入手，利用最优线性规划方法建立了内部资本市场中的各种融投资分配模型。通过对模型的分析，发现由于成员企业的融投资能力的不同以及各种复杂交易动机的存在，使得每个成员企业在内部资本市场中的融资贡献和获得的投资并不匹配，集团总部对于不同成员企业存在着财务歧视的现象，这也就成为内部资本市场中潜在的利益冲突根源。

第二，分析了上述利益冲突所带来的负面后果。本书通过设定内部资本交易中的关键参数和母子公司的博弈对策，建立了母子公司资本转移的博弈支付矩阵，并进一步分析了由此可能导致的多种博弈均衡结果。研究结果发现，以效率为目标的内部资本交易在加入了利益冲突的因素以后可能会异化为其他几种次优结果，并会带来整个社会的效率损失和公平侵害。

第三，尝试性地分析了利益冲突的影响因素，以进一步寻求相关的解决途径。企业集团中的内部资本市场可以看作是一个团队协作行为，协调利益冲突时既要发挥内部的自发协调性，也需要外部力量的介入。本书利用重复博弈中的可自我执行协议理论框架分析了促使有效交易达成的影响因素，试图了解在交易方自发博弈下最优交易状态可能实现的途径，在此基础上又进一步分析了外部法律规制对内部资本运作状态的影响和作用。

第四，对我国上市公司的内部资本交易行为进行了实证分析。在具体研究中通过选取适当的研究方法和计量指标，研究了三方面的内容。首先，通过分析内部资本交易与公司融投资行为之间的关系，从内部资本市场财务歧视的角度对我国上市公司的股权融资偏好行为做出了一个新的解释。其次，研究了内部资本交易的影响因素，发现上市公司的股权结构会显著影响到内部资本交易的发生情况。最后，研究了不同类型内部资本交易对公司价值的影响，发现资产置换类型的内部交易会严重损害上市公司的价值。上述结论证

明了控股母公司利用内部资本市场进行利益侵害行为的存在性，支持了前述的理论研究假设。

第五，对内部资本市场中的利益冲突及协调情况的现实情况进行了阐述，并提出了相关对策。在研究中作者首先确定了协调内部资本市场利益冲突的两个目标：提高有效协作交易和减少利益冲突及侵害行为，然后分别从内部资本市场的内部自纠机制和外部制衡机制两方面详细探讨了协调内部利益冲突的多种手段。接着对当前世界各国主要集团类型中内部资本交易的治理情况进行了阐述分析，最后针对我国企业集团中的内部资本交易现状和协调机制提出了相关的政策建议。

本书综合了以往的内部资本市场研究、公司治理和企业集团的研究成果，从内部资本市场上的交易行为入手，通过研究内部资本市场中的各种投融资财务行为及其后果揭示了集团成员之间的利益冲突根源，通过分析内部资本市场中不同利益主体的博弈过程揭示了利益博弈的多样性及其协调治理对策。这种研究视角是公司治理的研究领域内还是属于较为创新的做法。

本书从内部资本市场的视角对企业集团内部治理问题进行了系统、深入、全面的研究，为我国企业集团治理的理论与实践提供了可资借鉴的研究成果。全书结构合理，逻辑严谨，层次清楚，重点突出，观点明确，文笔流畅，论述充分，资料丰富而且运用得当。全书有不少观点可供参考，值得一读，但是其中也免不了存在着有待商榷的地方，敬请各位读者不吝批评指正。

浙江大学经济学院教授、博士生导师

金雪军

2008年10月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景及主题	1
1.2 研究的意义	5
1.3 研究的逻辑框架和主要内容	8
1.4 研究的创新点	14
第 2 章 文献回顾与评述	16
2.1 内部资本市场的文献综述	16
2.2 企业集团治理的文献综述	30
2.3 相关评述	45
第 3 章 企业集团及其内部资本市场	48
3.1 企业集团概述	48
3.2 企业集团中的内部资本市场	63
3.3 企业集团中的多重利益冲突	81
第 4 章 内部资本市场中的财务歧视	84
4.1 内部资本市场中的财务歧视行为	84
4.2 财务歧视行为是成员企业利益冲突的根源	107
第 5 章 内部资本交易博弈的结果及其影响	112
5.1 内部资本交易的博弈模型	113

5.2	不同交易结果及其影响	120
5.3	利益冲突的社会成本	127
第6章	内部资本交易中利益冲突的协调	130
6.1	利益协调原则及可能的解决思路	130
6.2	资本协作中的自我实施协议	133
6.3	外部法律规制	143
6.4	小结	145
第7章	内部资本交易的实证研究：以中国上市公司为例	146
7.1	财务歧视与上市公司的融投资行为	147
7.2	内部资本交易类型及其影响因素分析	156
7.3	内部资本交易对公司价值的影响	163
第8章	企业集团内部交易与治理的国际比较	171
8.1	美国企业集团的内部资本交易及治理情况	171
8.2	德日企业集团的内部资本交易及治理情况	174
8.3	东南亚企业集团的内部资本交易及利益协调情况	176
8.4	我国企业集团中内部资本交易及协调情况	180
第9章	完善我国企业集团治理的政策建议	191
9.1	企业集团利益协调的目标	191
9.2	内部资本市场的利益协调机制	193
9.3	完善我国内部资本市场利益协调机制的政策 建议	201
参考文献		213
后记		232

第 1 章

导 论

1.1 研究背景及主题

1.1.1 研究背景

19 世纪下半叶和 20 世纪初期，随着市场竞争的日益激烈和生产规模的急剧扩大，再加上组织成本的制约和“反垄断法”的限制，单一企业不能无限制地扩大下去，于是企业集团这一新的企业联合形式应运而生，目前它已经发展为一种极其重要的生产一体化组织。在企业集团中，众多的成员企业拥有共同的品牌、统一的战略、营销网络以及信息共享等因素，有效地降低了经营成本并从协同效应中获取更多的收益，正因如此它也受到了人们的推崇和广泛的应用。目前无论是在成熟市场体系下还是在新兴市场经济中，它都是居于主流地位的企业组织形式，其产出量和贸易规模在各个经济体中都占据着举足轻重的地位。

而在针对企业集团制度优势的研究中，普遍认为企业集团中的内部资本市场起着重要的作用，通过集团成员之间的内部资本协作可以产生许多的协作收益：降低总融资成本；降低集团的融资约束；提高资本配置效率等。上述优点对于那些外部资本市场不发达的国家来说组建内部资本市场更加具有特别的意义。但是在企业集团快速发展和内部资本市场的应用日益普遍的同时，现实当中的种

种现象也引起了人们对内部资本市场中的利益冲突和集团治理问题的关注。

首先是企业集团中大股东利用内部资本市场所进行的剥夺行为。目前在许多国家的公司治理实践中都出现了控股股东对中小股东的剥夺问题,比起股东和经理人之间代理型公司治理问题,它存在的范围和影响后果都要大得多,特别是包括中国在内的转型经济和东南亚的新兴市场经济体中,剥夺行为是最普遍和最严重的一类公司治理问题。以东南亚国家为例,许多学者认为1997~1998年的亚洲金融危机的最终根源就是一些政府主导或者家族式企业集团中不完善的公司治理机制所造成的。在东南亚的家族控股集团中,公司创业者或家庭成员作为大股东控制着集团内的系列企业,他们在经营活动中往往忽视甚至损害中小股东的利益,发生了许多控股股东危害公司的事件,具体行为包括:将资产转移出公司,提取利润逃避债务,用集团中业绩好的企业来扶助(propping)遭受损失的公司。例如,伯特兰、梅塔和毛拉内森(Bertrand, Mehta and Mullainathan, 2002)发现印度的大股东经常使用商业集团来从小股东那里向外转移资源。本、康和肯姆(Bae, Kang, Kim, 2000)利用韩国1981~1997年间的并购案例,调查了新兴市场中的商业集团的性质,检查了韩国的商业集团是增加了其成员公司的价值还是为控股股东提供了转移财富(tunneling)的机会。在这些企业集团中的相关财务决策主要考虑的是控股股东的利益,较少关注单个公司价值的最大化,实际上为控股股东提供了一个为了自己的利益而从其他成员那里转移财富的渠道。上述侵害行为的存在,使得企业集团中存在着对资源误分配和无效投资的现象,损害了集团的价值,也损害了外部投资者的利益和投资信心。

其次是多元化企业集团中成员企业的价值降低现象(折价现象)。学者们在对多个国家的多元化企业的绩效研究中发现了多样化折价的现象,例如,郎咸平和史图斯(Lang and Stulz, 1994),伯杰和奥菲克(Berger and Ofek, 1995),考梅特和贾内尔(Com-

ment and Jarrell, 1995) 分别对多样化企业的绩效进行了实证研究, 得出了多样化折价的实证结果, 支持了无效投资的观点。由此人们开始探究多样化企业集团折价的原因, 并将其中部分责任归因于内部资本市场的价值破坏作用, 即内部资本市场存在着过度投资和交叉补贴的行为, 也可能与内部资本市场中复杂的股权结构和利益冲突成本有关。

最后是在内部资本市场中成员企业之间的相互冲突和内耗现象。企业集团本来是一群相对独立的成员企业通过相互协作来获取比独立企业更多的合作剩余, 但是在一些企业集团中, 母公司和子公司, 不同子公司之间出现了严重利益冲突并且无法协调的现象, 导致集团内的“内讧”事件, 给各方都带来了较大的内耗成本。特别是在我国的一些以国有企业为核心的企业集团中, 存在着大量的子公司失控现象: 由于母公司或者公司总部对子公司或其他成员企业的控制失效, 缺乏有效的管理手段, 子公司为了局部利益而不配合有效资本协作。例如, 子公司不听从母公司对它的管理和对某些重大问题所提出意见, 不积极配合参与集团内的经营协作行为; 子公司对关系母公司投资权益的重大问题, 如重大项目投资、重大对外投资、重大担保事项、重大诉讼纠纷等, 一概不让母公司知道, 母公司的管理控制根本无法贯彻, 这些企业集团往往陷入了“集而不团、大而不强”的困境而难以自拔。在这种情况下, 子公司往往会滥用集团赋予它的资源, 一旦经营失败则会给母公司造成巨大的损失。我国的中航油事件就是一个典型的例子, 由于新加坡子公司擅自越权开展石油期货, 给整个集团带来了 5.5 亿美元的损失。

上述这些现象说明了在企业集团的内部资本市场中相互协作的企业之间也存在着种种利益冲突问题。也就是说, 作为一种经济制度安排, 内部资本市场同样也有着自己的成本和收益, 人们在采用该组织形式时, 一方面享有由内部市场和协作行动所带来的合作收益, 另一方面又要面对着由其复杂结构所带来的利益冲突成本。因

此人们在享受其内部市场收益的同时，也要考虑如何协调内部资本市场中的利益冲突，减少治理成本，扩大相对收益。而且目前企业集团及其内部资本市场的应用发展无论在我国还是在世界范围内都具有进一步扩大的趋势，其复杂的内部结构更易造成利益冲突，会进一步放大金融风险 and 信心风险，因此对这一类型的内部资本市场的利益冲突和协调问题，急需从理论上加以研究和总结。

1.1.2 研究主题

根据对现实情况的观察可知，集团内部不同成员企业之间的交换行为和利益冲突主要是通过内部市场中的关联交易来实现的。企业集团中的关联交易行为很多，包括产品交易、技术交易、人员互派、借贷和投资行为，资产和股权置换等等，我们把这种交易关系的总和称之为内部市场（以便和集团以外的外部市场相区别）。根据交易内容可将这些内部市场分为：产品和服务市场，技术市场，人力资本市场，资本市场等。从理论上来说，在任何一个市场上发生的关联交易如果是不公允的，必然会涉及成员企业之间的利益转移，由此也就产生了利益冲突的潜在根源，因此在研究集团中成员企业的利益冲突时必然要从内部市场的交易行为入手。但是另一方面在上述诸多的内部市场中，撇开交易的外部形式，其所产生的资源转移的利益后果在性质上是相同的，因此可通过深入剖析一个市场来达到“窥一斑而见全豹”的结果，所以本书只选择其中一个内部市场来分析问题。在具体的选择对象上，因为内部资本市场中的交易行为影响最大，交易动机也最为复杂，现有的很多剥夺行为、利益冲突都是由资本交易行为引发的，因此本书的研究切入点是集团内部的资本市场。

在研究内容上，本书主要关心的问题是在内部资本市场中，成员企业之间如何在集团总部（控股母公司）的主导下进行相关的内部资本交易，交易的后果对各参与成员企业的利益影响如何，如何平衡和减弱这种利益冲突以促进协作收益的最大化，通过对内部

资本市场的这些分析在实质上就揭示了企业集团中利益冲突的存在和协调的必要性。在具体的研究框架中,本书将遵循“提出问题,分析问题和解决问题”的思路,从企业集团中的内部资本市场入手,探求在内部资本市场中都存在着哪些利益团体,主要的内部资本交易行为表现为什么方式,在这些内部资本交易中为什么会产生利益冲突,成员企业之间如何进行博弈以及相应的博弈后果,如何采取相应对策或机制来协调这些利益冲突,实现集团合作收益的最大化。

总之,本书确立了以“内部资本市场中的利益冲突与协调”作为研究的主题,期望通过相关的理论探索和实证研究,揭示内部资本市场中成员企业间利益冲突的根源,探索对利益冲突的协调机制,能够为完善我国企业集团中的内部资本市场良性运作提供一些理论参考和建议。

1.2 研究的意义

1.2.1 理论意义

1. 有助于对内部资本市场研究的深入。

随着多部门企业和企业集团的兴起,越来越多的学者研究了与这些组织结构紧密相伴的内部资本市场。现有的研究表明,内部资本市场既有其有益的一面也有其不利的一面。一方面内部资本市场相对于外部资本市场具有信息优势,可以更加低成本地将稀缺资源导向企业内部生产效率最高的部门,避免外部融资所带来的信息和激励成本以及投资不足的成本,在外部市场不发达的情况下,内部资本市场可以部分替代外部欠发达市场的功能,在整个经济体中起到提高资源配置的作用。而另一方面内部资本市场可能会导致利益群体的寻租行为,使得投资扭曲,导致了资源从劣势部门到优势部门的交叉补贴。

随着对新兴市场经济中企业集团结构和绩效的研究,越来越多的学者注意到内部资本市场容易引发严重的代理问题,如果不能很好地加以监管和治理的话,这种机会主义行为将使得内部资本市场成为一种利益掠夺的工具,会严重损害有关附属企业的价值和有关投资主体的利益。但是他们只是从一些实证经验的角度提出了此看法,还缺少深入系统的理论研究。另外,从企业集团的内部化理论研究方面来看,现有的研究一般都着重分析内部资本市场的信息节约和交易成本的优势以及它的资源配置效率如何,但是对其中涉及的治理问题只研究到一个较浅层面,缺乏较为深入的研究。本书在研究企业集团的治理问题时是以内部资本市场为研究切入点,在分析中涉及了内部资本市场的内涵、表现形式、财务行为特点以及相关主体的博弈过程,提出了一些独创性的观点,拓展了内部资本市场的相关理论研究。

2. 有助于对公司治理理论的扩展研究。

从20世纪的80年代起,公司治理理论逐渐成为现代经济领域的一个重要问题和研究对象,在实务领域,公司治理也得到了有关国际机构、政府监管部门、媒体以及公司的共同关注,各国的政府监管部门和一些社会组织都已制定并出台了一些公司治理的准则和指引。公司治理的内涵是在公司组织内不同产权明晰的资源所有者为了确立剩余分配规则,保护自己的权益而进行的讨价还价过程。由此给人们的启示是,作为比独立公司规模更大的一种生产一体化组织,企业集团内部同样存在着多种利益冲突,同样需要协调各方利益冲突和寻求最大合作剩余的治理机制。因此需要对现有的公司治理理论进行突破,在企业集团的内部交易范畴内来研究相关的利益冲突起源、表现以及相关的治理机制。

而且随着公司治理理论的发展,出现了以LLSV为代表的第三阶段研究,他们考虑到了不通过的法律体系对公司治理和投资者保护程度的影响,强调了作为外部治理机制的法律制度在公司治理中的重要意义。由此,人们逐渐认识到公司治理问题实际上包括以下

两类：一类是代理型的公司治理问题，主要是股东与经理人之间的代理问题；另一类是剥夺型的公司治理问题，主要涉及股东之间利益冲突问题。前一类问题主要发生在英、美的一些股权分散性公司之中，而后的实际存在范围要广的多，而它的发生往往是控股股东通过结构复杂的企业系列或企业集团来进行隐蔽的欺诈行为来实现的。因此，为了进一步研究剥夺型公司治理问题就必须深入探究内部资本市场中的利益转移和冲突行为。

在企业集团的内部资本市场中，利益冲突主要是来自于成员企业之间，利用的手段主要是内部交易及相关的资源转移，所以笔者尝试从这个角度来讨论由此造成的利益冲突和相关治理问题，以期为公司治理理论作一个研究范畴上的扩展和补充。

1.2.2 实践意义

1. 有助于深入理解集团中的内部资本交易现象。

在企业集团的运营中一般都会发生大量的内部交易，例如，产品购销、资金融通和资产重组等。对企业集团而言，内部交易可以增强集团的内部化优势，例如，降低交易成本、合理避税和通过协作提高竞争力等，但是如果掌握不当，也会产生负面影响，成为“利益转移”的工具。通过本书对内部资本市场中财务行为分析，可以有助于了解内部交易产生的动机、表现形式，以及对相关各方所带来的影响，有助于人们更深入地了解企业集团的内部交易现象及其本质。

2. 有助于从更广阔的层面上来理解公司治理问题。

20世纪末和21世纪初发生了几个重要事件引起了人们对公司治理机制的重视，其中包括：东南亚金融危机中，家族控股的系列企业中对投资者保护的不利以及由此造成的投资者信心丢失，在我国母公司对上市子公司中的中小股东利益的严重侵害等，众多的专家学者从公司治理的角度进行了详细的逻辑推导和实证研究，也得出了很多有意义的研究成果。

然而就笔者的感觉来说,以往的研究大多是从单个公司层面的角度来研究该公司利益主体之间的利益冲突及协调问题。但实际上进行细察以后,上述的绝大多数问题实际上是在一个企业集团中产生的,它们共同的特点是控股大股东大量利用内部资本交易在不同成员企业之间进行资源转移,由此造成了某个特定子公司(大多是上市子公司)中小投资者的利益侵害和投资信心的丢失。因此在研究一个特定的公司治理问题时需要对它所在集团的整体情况有所了解,才能真正抓住侵害行为的实质,因此本书的研究力图使得人们从集团及其内部资本市场的角度来审视成员企业之间的利益冲突以及公司内部的治理问题。

3. 有助于制定对策来完善我国的集团治理问题。

本书通过对内部资本市场的分析说明了企业集团中利益冲突的存在和治理的必要性。目前在现实中,我国企业集团中的治理问题还是很严重的:在国有控股企业集团中,既存在着母公司对子公司过度控制的现象,又存在着子公司失控的现象;在家族和集体控股企业中存在着控股母公司对其他利益主体的侵害行为;而在拥有上市公司的集团中,上市公司和控股母公司之间更是存在着大量的通过关联交易进行的“利益转移”和盈余操纵的现象。本书通过研究企业集团中内部资本市场中的利益冲突根源和影响因素,可以揭示集团中利益冲突和经营失败的问题所在,有助于人们根据现实情况有针对性地制定相应的治理机制,完善我国的集团治理,促进企业集团的健康良性发展。

1.3 研究的逻辑框架和主要内容

1.3.1 逻辑框架

本书的主要目的是通过研究内部资本市场中的各种投融资财务行为及不同利益主体的博弈过程,以此来揭示企业集团中内部资本

市场利益冲突的根源、后果及其解决措施。在主要研究部分的逻辑框架上,遵循的是“提出问题,分析问题和解决问题”以及“先理论后实践”的研究思路。在理论部分,利用理论模型推导分析了内部资本市场中利益冲突的根源、后果和协调问题。在实践部分先是以中国上市公司为例进行了计量研究,然后又阐述了国内外企业集团中内部资本交易的治理情况并提出了完善我国内部资本市场的政策建议。本书的整个研究内容和结构如图1-1所示。

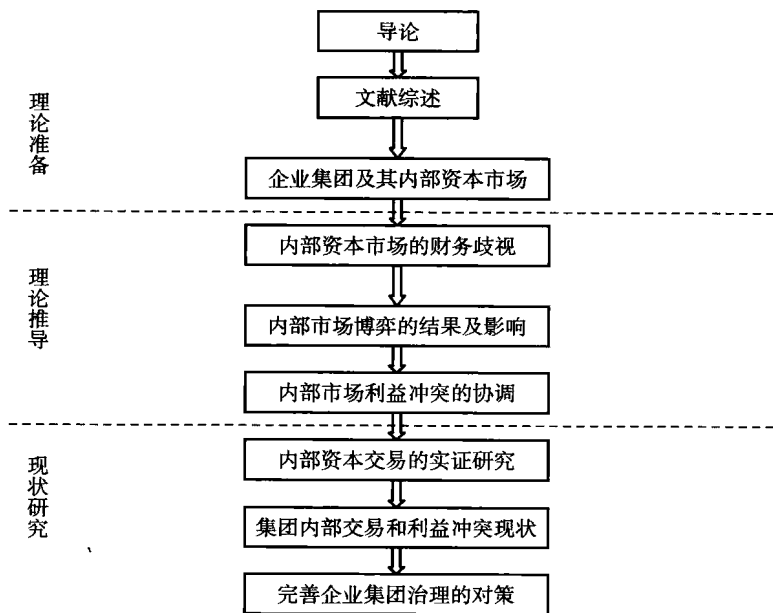


图1-1 本书的研究框架

从图1-1中可以看出,本书的主要研究逻辑结构如下:

第一大部分是相关的理论研究准备阶段,包括导论、文献综述和企业集团的基本情况阐述。导论部分简单概述了本书的研究背景和意义、内容和创新点等问题。文献综述是对以往有关内部资本市