



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀原创学术成果
搭建高校哲学社会科学学术著作出版平台
探索高校哲学社会科学专著出版的新模式
扩大高校哲学社会科学科研成果的影响力



基于内部资本市场的 投融资问题研究

宁宇新/著

Research on Investment and Finance Problems Based
on the Perspective of Internal Capital Market

光明日报出版社



高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀原创学术成果
搭建高校哲学社会科学学术著作出版平台
探索高校哲学社会科学专著出版的新模式
扩大高校哲学社会科学科研成果的影响力



宁宇新/著

基于内部资本市场的 投融资问题研究

Research on Investment and Finance Problems Based
on the Perspective of Internal Capital Market

光明日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于内部资本市场的投融资问题研究/宁宇新著. —北京:光明日报出版社,2010.2
(高校社科文库)
ISBN 978-7-5112-0650-3

I. 基… II. 宁… III. ①公司—投资—研究—中国②公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第027813号

基于内部资本市场的投融资问题研究

作 者: 宁宇新 著

出版人: 朱 庆

责任校对: 马桂英 王 莹

责任编辑: 田 苗

责任印制: 胡 骑 宋云鹏

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市崇文区珠市口东大街5号,100062

电 话: 010-67078945(发行),67078243(总编室),67078235(邮购)

传 真: 010-67078227,67078233(发行),67078255(办公室)

网 址: <http://book.gmw.cn>

E-mail: gmcbs@gmw.cn

法律顾问: 北京市华沛德律师事务所张永福律师

印 刷: 北京大运河印刷有限责任公司

装 订: 北京大运河印刷有限责任公司

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社发行部联系调换

开本: 690×975毫米 1/16

字数: 170千字

印张: 9.25

版次: 2010年3月第1版

印次: 2010年3月第1次印刷

书号: ISBN 978-7-5112-0650-3

定价: 23.00元



序

企业的投融资问题历来是公司财务研究的核心和重点领域。尽管经典的经济学和财务学理论对企业投融资行为进行了很好阐释，然而，当面对我们这样一个新兴加转轨的市场经济环境，就需要结合我国市场经济发展的特有路径、制度环境来研究企业投融资问题。正是基于上述考虑，宁宇新博士的论著《基于内部资本市场的投融资问题研究》选择以内部资本市场为切入点，并结合我国制度环境因素来探求企业投融资问题，在研究视角和方法上具有一定创新性。

在经典的投资和财务理论中，企业投资行为和融资行为之间是不相关的。在完全的市场环境中，企业投资行为主要受到来自项目收益率和资金成本率的影响。然而，当市场是不完全的，企业投资行为和融资行为之间存在一定互动影响。有的问题表面上看是投资问题，但实质上是融资问题；而有的问题表面上是融资惹的“祸”，但背后主因可能是投资无效率造成的。在宁宇新博士的论著中，体现了企业投资行为和融资行为之间的联动性。在该论著中，作者认为上市公司作为“融资窗口”是导致出现企业投资和融资问题的主要诱因。许多集团公司谋求融取资金的最大化，推动了内部资本市场边界不断增加，内部资本市场规模的扩大本质上是资金驱动增长而非效率驱动，为此，作者基于制度因素很好地解释了内部资本市场资金配置无效率问题；进而，作者在“融资窗口”特征理论牵引下，进一步分析了内部资本市场和外部资本市场相互作用的运作机理，揭示出资本市场上普遍存在的过度融资问题，说明在企业融资环境中存在制度性缺陷，制度性缺陷会诱导企业非理性融资行为，内部资本市场实质上是制度性缺陷的传导机制：外部资金推动促使内部资本市场规模扩大，而内部资本市场低效率运作会进一步增加企业对外部资金融取，从而使企业呈现过度融资倾向。论著的最后进一步解释了关联信贷和关联担保的普遍



性，关联信贷和关联担保具有内部融资效应，但同时会对企业价值和公司股东财富产生损害效应。

综观该论著，研究逻辑体系清晰，理论阐述严谨、科学，论证充分和翔实。能够在占有大量数据基础上，运用实证检验方法对研究结论进行科学检验，研究结论可靠，具有一定说服力。宁宇新博士的研究不仅具有一定理论价值，还具有一定的现实意义。

作为本书作者的博士研究生导师，为本书的出版感到高兴，并相信作者在以后的学术生涯中会更上一层楼，为我国的财经理论研究进行更深入探索。值此年终岁末，将这本论著推荐给广大读者，并乐为作序。

西安交通大学管理学院博士生导师

柯大纲

2009年12月31日



CONTENTS

目 录

- 第一章 绪 论 / 1
 - 1.1 选题背景和研究问题的提出 / 1
 - 1.1.1 选题背景 / 1
 - 1.1.2 研究问题的提出 / 1
 - 1.2 研究的理论和现实意义 / 4
 - 1.2.1 研究的理论意义 / 4
 - 1.2.2 研究的现实意义 / 5
 - 1.3 研究内容、研究方法及研究框架结构 / 6
 - 1.3.1 研究内容 / 6
 - 1.3.2 研究方法 / 8
 - 1.3.3 研究框架结构 / 8
- 第二章 内部资本市场运作的基本理论 / 10
 - 2.1 内部资本市场的理论内涵与运营机制 / 10
 - 2.1.1 内部资本市场的内涵 / 10
 - 2.1.2 内部资本市场的边界特征 / 11
 - 2.1.3 内部资本市场的运作机制 / 14
 - 2.2 内部资本市场组织载体变迁:欧美与亚洲特征 / 15
 - 2.2.1 美国企业内部资本市场组织载体特征及其变迁 / 15
 - 2.2.2 日本企业内部资本市场组织载体特征及其变迁 / 18



2.2.3	东亚奇迹及其内部资本市场组织载体特征	/ 19
2.2.4	内部资本市场组织载体历史变迁的述评	/ 20
2.3	内部资本市场功能	/ 21
2.3.1	内部资本市场的基本功能分析	/ 21
2.3.2	内部资本市场功能延展	/ 22
2.4	内部资本市场功能异化的原因分析	/ 23
2.5	中国企业内部资本市场形成与发展	/ 25
2.5.1	内部资本市场随着企业集团发展而形成	/ 25
2.5.2	内部资本市场形成和发展有其鲜明的政策特征	/ 26
2.5.3	依托证券市场的我国企业内部资本市场功能分析	/ 26
2.5.4	集团公司面临“多元化陷阱”	/ 26
2.6	本章小结	/ 27
第三章	基于转轨背景的内部资本市场资金配置效率研究	/ 28
3.1	内部资本市场资金配置效率理论研究综述	/ 28
3.1.1	国外研究综述	/ 28
3.1.2	国内研究综述	/ 31
3.1.3	内部资本市场资金配置效率研究述评	/ 32
3.2	内部资本市场资金配置效率实证研究方法综述	/ 32
3.2.1	内部资本市场资金配置效率价值增加的测度方法	/ 32
3.2.2	投资现金流量的测度方法	/ 33
3.3	我国上市公司内部资本市场的资金配置效率分析	/ 34
3.3.1	上市公司作为“融资窗口”特征的提出	/ 34
3.3.2	“融资窗口”特征提出的制度背景	/ 36
3.3.3	“融资窗口”特征的理论推演	/ 37
3.3.4	“融资窗口”特征对内部资本市场资金配置的影响	/ 39
3.4	基于投资现金流的内部资本市场实证性检验	/ 39
3.4.1	样本选择和数据来源	/ 39
3.4.2	变量涵义	/ 40
3.4.3	检验模型	/ 42
3.4.4	实证检验结果分析	/ 43
3.5	本章小结	/ 47



第四章 影响内部资本市场资金配置效率的制度因素研究	/ 49
4.1 外部制度因素与内部资本市场配置效率	/ 49
4.1.1 政治因素的影响	/ 49
4.1.2 法律监管因素的影响	/ 50
4.2 所有权结构与内部资本市场配置效率	/ 51
4.2.1 金字塔结构和水平股权结构	/ 52
4.2.2 控制权和现金流量权的分离度	/ 53
4.3 集团公司特征与内部资本市场配置效率	/ 54
4.4 影响内部资本市场资金配置效率相关假设的提出	/ 55
4.4.1 有关外部制度因素的假设	/ 55
4.4.2 有关集团公司治理结构的假设	/ 56
4.4.3 集团公司自身特征影响的假设	/ 57
4.5 基于价值增加法的内部资本市场实证性检验	/ 58
4.5.1 内部资本市场效率指标建构	/ 58
4.5.2 样本选择和数据来源	/ 58
4.5.3 与假设相关变量设计	/ 59
4.5.4 检验模型	/ 60
4.5.5 描述性统计分析	/ 60
4.5.6 回归检验结果分析	/ 62
4.6 本章小结	/ 63
第五章 内部资本市场资金配置的股东财富效应研究	/ 69
5.1 二元股权结构和控制性股东行为	/ 69
5.1.1 二元股权结构形成的历史背景	/ 69
5.1.2 二元股权结构与控制性股东行为的关系	/ 70
5.2 内部资本市场资金配置的股东财富效应分析	/ 70
5.2.1 全流通、市场完全有效条件下的内部资本市场财富效应	/ 70
5.2.2 全流通,非完全有效市场的内部资本市场财富效应	/ 73
5.2.3 二元股权结构下的内部资金配置的财富效应	/ 73
5.2.4 基本结论	/ 74
5.3 内部资本市场的股东财富效应实证性检验	/ 74
5.3.1 内部资本市场股东财富效应实证性检验步骤	/ 74



- 5.3.2 样本选择和数据来源 / 77
- 5.3.3 内部资本市场股东财富效应的实证性检验结果分析 / 77
- 5.4 本章小结 / 79

- 第六章 企业内部资本配置与外部融资问题研究 / 83**
 - 6.1 内部资本市场和外部资本市场的区别 / 83
 - 6.2 内部资本市场和外部资本市场的关系 / 84
 - 6.2.1 内部资本市场和外部资本市场互补关系 / 84
 - 6.2.2 内部资本市场和外部资本市场替代关系 / 85
 - 6.2.3 内部资本市场和外部资本市场的相互作用和影响 / 86
 - 6.3 企业内部资本配置对外部融资的影响 / 89
 - 6.3.1 企业内部资本配置对债务融资的影响 / 89
 - 6.3.2 企业内部资本配置对权益融资的影响 / 90
 - 6.4 结合制度背景分析及研究假设的提出 / 91
 - 6.5 实证研究设计 / 93
 - 6.5.1 检验模型 / 93
 - 6.5.2 变量设计和涵义 / 94
 - 6.5.3 样本选择和数据来源 / 94
 - 6.6 实证检验结果分析 / 95
 - 6.6.1 描述性统计分析 / 95
 - 6.6.2 回归检验结果分析 / 96
 - 6.7 本章小结 / 98

- 第七章 集团公司关联信贷融资效应和风险研究 / 100**
 - 7.1 集团公司关联信贷及担保问题的提出 / 100
 - 7.2 关联信贷融资效应研究 / 101
 - 7.2.1 关联信贷的含义及融资效应的理论解释 / 101
 - 7.2.2 以社会资本为担保品的关联信贷融资效应 / 103
 - 7.2.3 基于相互监督的关联信贷 / 104
 - 7.2.4 关联信贷对财务危机企业的救助 / 105
 - 7.3 结合制度背景的关联信贷融资效应假设的提出 / 105
 - 7.3.1 实证研究设计 / 106



7.3.2	描述性统计分析	/ 107
7.3.3	实证性检验结果分析	/ 108
7.4	集团公司关联担保风险研究	/ 109
7.4.1	集团公司关联担保风险分析	/ 109
7.4.2	有关关联担保假设的提出	/ 112
7.4.3	实证研究设计	/ 113
7.4.4	描述性统计分析	/ 114
7.4.5	实证检验结果分析	/ 114
7.5	本章小结	/ 115
第八章	结束语	/ 116
8.1	主要研究结论	/ 116
8.1.1	内部资本市场无效率和制度背景有密切关系	/ 116
8.1.2	“执法之外”机制对内部资本市场资金配置有重要影响	/ 116
8.1.3	内部资本市场资金配置影响股东财富	/ 117
8.1.4	内部资本市场的无效率会诱发企业的过度融资行为	/ 117
8.1.5	关联信贷和担保具有内部融资效应	/ 118
8.2	主要创新性成果	/ 118
8.3	政策建议	/ 119
8.3.1	完善制度和治理环境,提高内部资本市场运作效率	/ 119
8.3.2	发展外部资本市场,注重对企业内部资本市场的监管	/ 120
8.3.3	避免集团公司的关联信贷和担保而导致的“财务黑洞”	/ 120
8.4	研究局限和未来研究展望	/ 121
8.4.1	研究局限	/ 121
8.4.2	未来研究展望	/ 122
	参考文献	/ 123
	附 录	/ 133
	致 谢	/ 136



第一章

绪 论

1.1 选题背景和研究问题的提出

1.1.1 选题背景

在我国的经济道路上，一直奉行的是政府主导下的经济赶超战略。在学习日本和韩国经济起飞的先进经验中，越来越多的人认识到集团公司对推动经济快速发展、资源有效重组发挥着巨大作用。20世纪90年代以后，随着产权改革的展开，企业公司化改造逐步完成，为企业之间的兼并、重组，形成产权联系的集团公司提供了制度基础。1997年到1999年，国务院、中共中央十五次全国代表大会将“以资本为纽带，通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”作为国家发展的重要战略目标。截止2004年，我国企业集团共有2764家，其中有2628家建立母子公司体制，占全部企业集团总数的95.1%^[1]；集团公司的发展彻底改变了过去行政指令下的资源配置方式，以产权为纽带、通过股权联系、形成控股型母子结构方式也同时改变了企业运作机制。然而，在破除旧体制的同时，并不意味着新体制的自动形成，华源集团发展困境、德隆公司“轰然倒塌”都显示了集团公司面临着各种问题，其中集团公司内部资源配置问题、对外部资本市场的影响、债务融资和担保问题等都直接影响着集团公司运营效率。本书正是基于我国集团公司发展的现实背景及相关问题，展开相应的研究。

1.1.2 研究问题的提出

内部资本市场问题是随着企业组织规模的扩大而出现的具有一定现实和理论内涵的问题。在本质上，内部资本市场是企业内部存在的一种资金分配、流



动和转移的资本配置现象。它广泛存在企业内部总部和分部之间、集团公司母公司和子公司之间。相对于外部资本市场，内部资本市场并不是完整意义上的市场行为，然而，却具有外部资本市场的某些属性和功能，这些属性和功能会随着内部资本市场的边界、组织形式和环境特征变化而变化，具有极大的不确定性。针对内部资本市场，主要围绕以下问题展开讨论：

1) 企业投资行为和内部资本市场

根据古典经济学投资理论，在完全竞争的市场经济环境中，企业的投资水平取决于资本的边际效率和利率水平，当资本边际效率和利率水平一致时，投资达到了最佳水平，实现了企业投资收益的最大化。古典经济学的投资理论忽视了两个方面因素对于投资行为的影响：一个是融资约束影响；另一个是组织内部和外部信息不对称因素的影响。古典经济学投资理论假设金融市场是完善的，在资本产出效率一定的前提下，金融市场可以提供企业所需任何水平的投资资金，不存在融资约束的问题，因此，企业最佳投资规模总是可以实现。古典经济学将企业视为“黑匣子”的研究思路，早已为科斯企业权威理论所代替^[2]。然而，科斯企业权威理论并没有指出权威如何在企业内部相关决策中有效发挥作用。为此，随后发展起来的代理理论和信息不对称理论对于揭示组织内部和外部信息不对称所导致的利益冲突有着重要作用和影响^[3]。古典经济学投资理论对这两个方面因素的忽略，显然削弱了其对现实投资行为的解释力度。

内部资本市场是一种资金流转的现象，同时也是企业组织内部资金配置行为的反映。在内部资本市场中，存在内部管理者和外部股东之间，内部不同管理层级之间等多层复杂的代理关系，由此而带来的利益冲突，会对企业投资行为产生什么样的影响？

在现代复杂的组织结构框架中，企业内部管理者相对于企业外部投资者有着明显的信息优势，并对各个分部资金有着充分的剩余控制权，因此，对于各个部门投资，作为公司总部管理者是积极实施监督权，以提高组织内部的投资效率，还是平衡各个部门的资金需求？企业组织内部资金配置优势是否意味着企业内部资本市场越大越好？

其次，应该看到企业成长与企业投资行为有着密切相关性，具有内部资本市场的企业，其投资行为和独立企业相比，在把握投资机会、提高投资效率、促进企业成长显然有着完全不同的发展模式。内部资本市场对企业价值可能产生积极影响，也可能产生消极影响。针对这些问题，都需要基于内部资本市场



的背景对企业投资行为及相关问题进行研究和分析。

2) 内部资本市场和外部资本市场的相互作用和影响

内部资本市场和外部资本市场并非完全隔离，二者常常相互交融和相互影响。内部资本市场的存在，使企业会更多的利用外部资本市场融资，还是倾向于更多地使用内部资金？企业选择负债融资，内部资本市场的存在是否会对企业选择短期债务融资和长期债务融资产生一定影响？对这些问题的回答理论界并没有形成统一观点。Comment 和 Jarrel (1995) 研究发现存在内部资本市场的企业倾向于较少从外部资本市场中募集资金，并且将更多资金返还给股东^[4]。Urs C. Peyer (2002) 则认为内部资本市场特征是决定企业从外部取得资金量的重要决定因素。如果企业的内部资本市场规模较大，同时内部资本市场的资金配置效率较高就会更多地利用外部资本市场^[5]。Urs C. Peyer (2002) 认为高效率的内部资本市场减少了投资者和企业之间的信息不对称，从而有助于企业从外部资本市场获得更多资金^[6]。

内部资本市场的存在，是否会改变企业的融资成本？承载内部资本市场的组织结构，在不同国家和地区有着不同表现：在美国，内部资本市场的组织结构主要为具有分散股权结构的“M”型的联合企业组织架构；在亚洲和欧洲一些国家，内部资本市场的组织结构则是以集中控股型结构为主的“H”型金字塔式的结构框架。在这两种不同组织框架中，企业融资成本是不同的。在“M”型组织结构框架中，主要问题是组织内部不同级别代理人寻租行为和机会主义对企业融资成本的影响^[7]；而在“H”型金字塔结构框架中，控制型股东和中小股东之间的矛盾冲突是影响融资成本的关键因素。在投资者权益保护不力的环境中，金字塔结构往往成为资金传送“管道”。在证券市场运营效率不高的经济环境中，投资者难以识别企业的“隧道行为”，使控制性股东能够以较低成本获得资金。

3) 内部资本市场关联信贷的融资效应和风险问题

内部资本市场的存在，是否会改变企业风险结构？相对于外部资本市场，企业内部资金配置行为具有极大的隐蔽性，并难以得到外部监管者的监督，其内部关联企业的互保、关联借贷，在一定程度上使风险向企业集团顶部聚集，从而威胁整个集团公司的“生存”。集团公司内部企业相互之间的关联关系，使资金控制者能够从容玩“拆东墙补西墙”的游戏，将大量资金调配于庞大集团公司融资体系中，极大影响资金使用效率，并使整个集团公司置于高风险的状态，集团公司内部关联担保问题发展背后动因是什么，对内部资本市场的



融资效率和市场价值产生什么样的影响，是本文继对内部资本市场资金配置、内外部资本市场相互作用理论分析基础上进一步需要加深研究的问题。

1.2 研究的理论和现实意义

1.2.1 研究的理论意义

对于上述有关内部资本市场问题，国内外许多学者都进行了相应的规范和实证性研究。内部资本市场对企业投资行为影响的理论基础分别有基于代理理论的管理机会观，和基于信息不对称理论的投资观。前一观点认为随着所有权和经营权分离，管理者在追求自身利益时，会倾向于做大企业规模，追求市场份额和销售增长率的最大化。由于内部资金成本较低，受到外部监管和约束较低，因此，管理者倾向于利用内部资本市场实现其增长目标，使内部资本市场成为满足企业管理者效用最大化的重要机制。后一观点则认为由于外部资本市场的信息不对称，抑制了企业供给，企业由于补偿信息不对称而产生较高资金成本，放弃有价值的投资，内部资本市场在缓解企业投资不足方面发挥着重要作用。由于我国的经济环境，企业成长历程和西方经济环境有着迥然不同的特点，决定了国内对于内部资本市场研究思路是在借鉴国外同行研究基础上提出自己观点。分别提出了“缓解融资约束”和“隧道行为”两种观点，邵军验证了集团公司内部资本市场在缓解企业融资约束方面发挥重要作用^[8]；万良勇则认为集团公司内部资本市场并没有缓解企业的融资约束，由于控制性股东的“隧道行为”而使集团公司相对于非集团公司面临着更严重的融资约束问题^[9]。显然，对于内部资本市场的研究，国内的学者基本上是在这两种观点中寻求答案，缺少一定的理论创新和突破。特别是将资本市场普遍存在的资金占用问题和担保问题，简单地界定为“掏空”行为，使我们不能理解这些现象发生的背后机理，不能解释这些行为在我国证券市场的普遍性和持续性，因此，将上述问题纳入到内部资本市场的分析框架，对于我们深刻理解企业资金配置行为和融资行为有着重要的理论意义。

笔者认为内部资本市场问题，既是一个投资问题，也是一个融资问题；既是一个微观问题，处理不当，也会转化为宏观问题。内部资本市场研究的理论意义就在于通过其对投资问题和融资问题的影响研究，可以深化我们对于企业投资行为和融资行为的理解。在我国大量对投资行为和融资行为的理论解释都



来自西方成熟市场经济环境，缺少将我国转轨加新兴市场特征与成熟理论相结合而迸发的“思想火花”，因此，如何以内部资本市场为研究突破点，深入理解企业行为，并升华为理论概念和假设是本论文亟待解决的重要问题。

1.2.2 研究的现实意义

在我国，企业集团发展历程并不长。但发展规模和势头却是惊人。据国家统计局统计，1999年底全国省级以上部门批准成立企业集团共有2302家，资产总额达到49250亿元；到2003年，全国省级以上部门批准年营业收入和资产总额均在5亿元以上的各类大企业集团就有2629家，年末总资产为170170亿元。根据陆军荣博士论文统计694家样本公司中，有55.8%隶属于集团公司；有83.1%的上市公司设立了子公司和孙公司^[10]。无可置疑，发展企业集团是我国一项重要的企业成长战略，对于带动产业的集团经营，增加企业竞争实力有着重要意义。然而，在企业集团成长过程中，也不可避免存在各种各样的问题，其最突出特点在于集团公司内部投资效率和融资效率低下，同时伴随着巨大风险传递和积累，随时有演化为社会危机的可能性。2004年拥有222亿元总资产，控制177家参股企业，跨越十几个产业领域的德隆集团公司“轰然崩塌”，四大国有商业银行有近200亿难以收回的贷款^[11]；无独有偶，控制着三家上市公司“三九”集团公司，由于欠付巨额银行贷款，而被华润实业收购重组。在我国，大量企业集团的发展是行政性力量和市场力量共同作用的结果，行为属性表现为“官办”和“市场行为”的双重特征，其行为标准往往难以简单以市场效率指标来衡量。非经济的、行政性因素虽然能造就大规模的企业集团，但未必能够形成建立在效益基础上，具有充分竞争力的经济实体。因此，基于内部资本市场投资行为的研究，有助于破解集团公司内部资金运作难题，以把握影响企业内部资金运作效率的相关因素。

有大量证据显示，集团公司内部资本市场和外部资本市场是紧密相联，一方面利用内部资本市场的资产重组，为从外部资本市场募集资金创造条件^[12]；另一方面，从外部资本市场募集大量资金，通过收购、重组强化资源控制力，进一步扩大企业内部资本市场边界。内部资本市场和外部资本市场的互补关系，尽管在短期有利于企业集团成长，然而，其潜在风险和不确定却客观存在。企业集团内部资本市场战略行为会诱导企业的盈余管理行为，财务中不合理，但合法的“报表重组”不可避免存在。其结果募集或借入大量资金由于内部配置效率低下而必须不断重复从资产重组到外部借入资金，再到内部资金



配置循环往复的“游戏”。内部资本市场规模不断扩大，会对企业融资行为产生怎样影响？是研究中必须解决的现实问题。

近几年来，以集团客户为核心的关联企业集团迅速发展，成为各家银行努力争取的重点客户群。这些集团客户给银行带来巨大利益的同时，也蕴涵着巨大的风险。一些借款企业利用关联交易逃废债务时有发生。由于集团公司集中信贷而引发的信用风险，已经引起高层关注，说明内部资本市场中存在巨大的潜在信贷风险。

1.3 研究内容、研究方法及研究框架结构

1.3.1 研究内容

本书研究思路正是针对上述问题展开，重点分析了基于内部资本市场的投资问题、融资问题和关联信贷问题。全书分为八章内容，第一章和第八章分别是本论文的导论和结论部分。

第二章主要分析了内部资本市场的基本涵义、边界特征及运作机制。并描述不同国家和地区承载内部资本市场的组织载体——企业集团的组织架构变迁历程，藉此说明内部资本市场功能和一个国家地区政治、经济和法律环境有着密切关系。借用路径依赖理论和结构驱动理论分析内部资本市场功能异化原因。本章最后介绍我国企业集团形成和发展历程，着重分析了企业集团“官办”和“市场行为”的双重属性特征，为进一步对内部资本市场投融资行为的分析提供了相应制度基础。

在第二章分析基础上，第三章结合我国转轨期的制度特征，提出由于企业行政性产出最大化动机的推动，致使许多集团公司将上市公司作为“融资窗口”，谋求融取资金的最大化。在该目标的导引下，内部资本市场边界不断增加，内部资本市场规模增加的本质是资金驱动下的增长而非效率驱动。在该理论的推论下，本章利用内部资本市场投资现金流法进行了实证检验，证实了内部资本市场在资金融通方面发挥着积极作用。企业集团内部资本市场规模的增加，对于推动子公司投资增加发挥了积极作用和影响。

第四章具体分析了制度环境、治理结构和法律等因素对内部资本市场配置效率的影响。根据理论推导，笔者提出了可检验的假设，并利用内部资本市场价值增加法进行检验，研究显示上述因素在内部资本市场资金配置中都发挥了



一定效力，相对而言，政治影响更为显著，覆盖面更大，基本上证实了本书的理论分析。

第五章基于证券市场角度来认识内部资本市场资金配置的财富效应。在我国证券市场中，二元股权结构是控制性股东和社会公众股东利益割裂的制度基础。在这样的制度背景下，控制性股东和上市公司之间资金往来而形成的内部资本市场，会对控制性股东和社会公众股股东产生不同的财富效应。特别是在市场有效性较差的情况下，内部资本市场对中小股东财富的影响会产生“时滞效应”，市场有效性越差，这一“时滞效应”越大，从而对中小股东财富的增减变动幅度影响越大。本章采用事件研究法证实内部资本市场资金配置对中小股东有明显的财富效应，该财富效应随着行业属性不同有着不同反应，但总体趋势是一致的。

第六章在对内部资本市场资金配置问题的基础上，进一步分析了内部资本市场和外部资本市场相互作用的运作机理。借用 Jean Tirole (2004) 融资理论模型，说明内部资本市场中不同分部收入能够起到互相抵押作用，从而大大增加了企业获得外部资金的额度^[13]。在该理论框架下，笔者认为我国大量企业，无论是国家控制企业，还是民营控制企业，都存在过度融资倾向，说明在企业融资环境中存在制度性缺陷。而制度性缺陷会诱导企业非理性行为，内部资本市场实质上成为制度性缺陷的传导机制。表现出如下特征：外部资金推动促使内部资本市场规模扩大，而内部资本市场低效率运作会进一步增加企业对外部资金融取，从而使企业呈现过度融资倾向。针对上述观点，承接第四章的实证检验，本章进一步分析了内部资本市场规模、内部资本市场配置效率和外部资金需求之间的相关性。实证性检验证明内部资本市场和外部资本市场之间存在一定相互作用和相互影响。

第七章分析了集团公司关联信贷带来的内部融资效应和风险问题。说明在我国特有经济环境中，关联信贷的重要功能是对集团公司内部企业的财务支持和救助。尽管集团公司以社会声誉作为担保价值，内部企业的相互监督能够提高企业的融资水平，但如果集团公司内部企业出现逆向选择问题，相互监督不力，反而会削弱集团公司关联信贷能力；其次，一味强调对集团公司内部企业的财务支持，无疑忽略了内部资本市场的资金配置能力发挥，其最终结果会导致内部资本市场融资效应的丧失。其次，研究显示关联信贷和关联担保的隐蔽性、欺诈性和风险连锁效应会严重损害企业价值，放大内部资本市场的风险问题。本章基于上述观点进行了相应的实证检验，实证性检验证实关联担保对公