

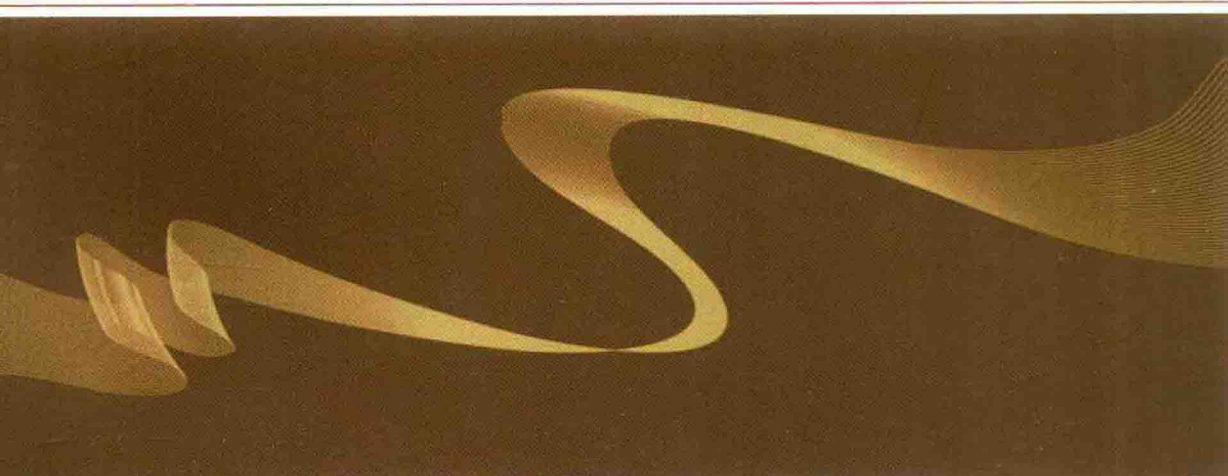


重庆工商大学会计学院学术文库

金融危机冲击下的 企业集团内部资本市场研究

JinRong WeiJi ChongJiXia De
QiYe JiTuan NeiBu ZiBen ShiChang YanJiu

© 陈欢 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



重庆工商大学会计学院学术文库

本著作得到国家自然科学基金重点项目（项目批准号：71272245）的资助

金融危机冲击下的 企业集团内部资本市场研究

JinRong WeiJi ChongJiXia De
QiYe JiTuan NeiBu ZiBen ShiChang YanJiu

◎ 陈欢 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机冲击下的企业集团内部资本市场研究 / 陈欢著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 10
(重庆工商大学会计学院学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4941 - 8

I. ①金… II. ①陈… III. ①企业集团 - 资本市场 - 研究 IV. ①F276.4②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 194716 号

责任编辑: 刘明晖 李 军

责任校对: 靳玉环

版式设计: 齐 杰

责任印制: 王世伟



金融危机冲击下的企业集团内部资本市场研究

陈 欢 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

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京盛源印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.75 印张 170000 字

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4941 - 8 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

总 序

改革开放以来，随着中国经济的高速发展以及国际化的不断推进，我国资本市场有了长足的发展。但 2008 年全球金融危机爆发后，我国股票市场的表现并不尽如人意。2014 年 5 月，国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》发布，新股发行改革配套措施也正式落地，中国企业又一次迎来了资本市场发展的制度红利。中国企业在经济全球化这个不可逆转的发展潮流中，如何有效利用内外部资源、提高自身的抗风险能力和治理水平，抓住机遇，迎接挑战，是企业在变幻莫测的环境下实现可持续发展所面临的突出问题。

产业结构调整推动不同企业之间相互合作，以实现规模经济和协同效应，使得企业并购活动日益频繁。20 世纪 80 年代以来，随着中国股票市场的发展，企业之间的并购——尤其是跨国并购与日俱增。据统计，2004 ~ 2013 年，中国企业累计跨国并购金额近 1 000 亿美元，中国已经成为全球第五大对外投资国。多样化上市公司股权收购逐渐占据主要地位。在经济日益全球化的今天，世界对资源的争夺越演越烈，企业所控资源的多寡、优劣，决定着其未来发展速度和发展前景。在这场国

际化的资源争夺战中，企业为适应环境选择多元化战略，形成大的企业集团。据统计，目前，中国企业集团的数量已有3 000家，达到国家工商总局规定的注册为企业集团标准的上市公司就有300多家。并购浪潮作为企业集团迅速发展的主要原因之一，引发了一波又一波的理论争鸣：并购到底是优化资源配置还是大股东“掏空”的手段？不同股权结构的企业在并购中的股权制衡效应又会对企业绩效产生怎样的影响？通过并购形成的企业集团内部资本市场是否真正发挥了其缓解融资约束和重新有效配置资源的功能？内部资本市场在外部资本市场紧缩的情况下又会发生怎样的变化？如何通过品牌资源的优化提升企业在国际化进程中的核心竞争力？企业向经营者实施的股权激励制度是否能有效解决企业代理问题？这些都已成为企业发展过程中需要解决的理论问题。

企业的发展一方面受宏观经济环境的影响，另一方面也与企业的治理水平有着密切的联系。为深入研究当前经济形势下企业的可持续发展路径，本套丛书结合当前宏观环境的变化，深入分析了微观主体的行为及其公司治理的相关问题：为应对全球化进程中企业所面临的挑战，从品牌资源的优化方面探索国内会计师事务所的发展方向；从并购战略视角分析企业股权制衡的治理效应的传导机制，为企业的并购行为提供指导意见；结合外部环境变化（金融危机）探析并购形成的企业集团内部资本市场的运行机理、效率决定及价值影响，为企业应对外部风险、进行多元化并购策略提供参考建议；为提高公司治理水平，深入考察了公司经营者股票期权的定价及相关问题；同时，为实现收入分配的公平，研究了“福利公平”原则下彩票供需以及公益金管理，为彩票市场的健康发展提

供一些思路。

尽管不同企业所处的地区环境不同，自身的发展方式也存在差异，但书中所介绍的一些典型企业（主要是上市公司）的发展经验对于其他企业也有十分重要的借鉴意义。



2014 年 7 月

前 言

企业集团的资本配置过程要经过外部和内部资本市场两个环节：外部资本市场上的金融中介机构将社会资本配置给各种不同形态的企业；企业总部通过内部资本市场把资本配置到各下属公司或分部，进而将资本配置给不同的投资项目。内部资本市场和外部资本市场作为两种类型的金融资源配置机制，它们之间有着相当密切的联系。正如拉詹和津加莱斯（Rajan & Zingales, 1998）所论述的，内部资本市场的有效性取决于其所处的外部资本市场环境。外界对内部资本市场效率的评价也是基于它们的比较优势，当外部环境发生变化时，内部资本市场相对于外部资本市场的比较优势就会发生变化，其运行机制和效率都会发生相应的改变。

目前，关于内部资本市场的研究并不少，但大部分文献都是基于常态经济环境下的考察与研究。事实上，在不同环境（如常态经济环境与环境急剧恶化）下，内部资本市场的运行机制及其效率决定可能会有所不同，甚至大相径庭。因此，我们有必要将内部资本市场研究置于非常态经济环境（如金融危机冲击）下进行考察。而且，已有研究大都是静态地比较不同

集团（公司）分立前后的内部资本市场效率差异，没有动态分析内部资本市场资本配置的作用机理。但内部资本市场中的资本配置行为是一个动态的调整过程，静态分析方法很难厘清内部资本市场上资本分配的运行机理。当然，这些问题的存在一定程度上是因为缺乏良好的观测环境，而 2008 年金融危机的爆发为我们提供了一个千载难逢的研究契机。金融危机冲击下外部资本市场急剧变化，我们可以通过考察内部资本市场的动态调整来剖析二者之间的内在联系。而且，我们将内部资本市场运行机制、影响因素及其对企业价值的研究置于金融危机这一环境急剧恶化背景下，更容易考察和剖析各种影响因素的作用途径和内在机理。

本书基于产权理论、交易成本理论、委托代理理论、融资优序理论和企业组织理论等理论的核心思想上，以 2008 年爆发的金融危机为背景，立足中国企业特殊的制度环境，利用民营系属上市公司相关数据，通过构建理论与实证模型，系统研究金融危机冲击下内部资本市场运行的内在机理、效率决定及其优化路径。具体地说，本书总体上分为三个大部分。

第 1 部分（第 1、第 2 章）主要是提出研究的问题。第 1 章主要阐述了研究背景、研究意义，并介绍了主要的研究方法、研究框架和研究创新点；第 2 章是文献综述，从内部资本市场的功能、效率、内外部资本市场的关系、公司治理对内部资本市场的影响以及内部资本市场与企业价值的关系等方面对已有相关文献进行回顾和总结，并对研究现状进行简单评述。通过对相关文献的梳理，结合现实背景提出本书所要研究的问题。

第 2 部分（第 3~6 章）是本书的核心部分，从理论和实

证方面分析了内部资本市场在金融危机冲击下的运行变化。第3章是理论基础与分析,本章以交易成本理论、产权理论和委托代理理论为基础,对常态环境下内部资本市场的运行机理以及金融危机冲击下内部资本市场运行的变化进行理论分析,并结合已有研究具体分析国外企业内部资本市场在金融危机中的反应,为实证考察金融危机冲击下内部资本市场的运行奠定理论基础;第4章是金融危机冲击下内部资本市场的运行变化,我们通过构建理论模型,并利用我国民营上市公司的数据对金融危机冲击下内部资本市场的功能变化、内外部资本市场间的关系等问题进行实证检验和分析;第5章是金融危机冲击下内部资本市场运行变化的影响因素,这一章是在第4章的基础上进一步分析金融危机冲击下内部资本市场运行的影响因素,我们从外部环境因素、集团多元化特征以及公司治理水平三个方面实证考察金融危机冲击下内部资本市场投资分配变化的影响因素;第6章是金融危机冲击下内部资本市场运行变化对企业价值的影响,我们通过理论分析和实证检验内部资本市场的投资分配调整与企业价值间关系,考察金融危机冲击内部资本市场的运行变化是否有利于企业价值的提升。

第3部分(第7章)是对我国内部资本市场的优化路径的探讨。这一部分我们根据前面部分得出的研究结论,分析我国企业集团内部资本市场与国外企业内部资本市场在金融危机冲击下表现差异的原因,结合研究结论并借鉴国际经验,从企业和政府层面提出优化我国企业集团内部资本市场的政策建议。

本书可能的创新点有:基于金融危机背景,深入分析内部资本市场的运行变化、影响因素及经济后果,丰富了内部资本市场的研究;对比金融危机爆发前后内部资本市场作用的改

变，动态分析了环境变化下企业集团内部资本配置调整过程；基于金融危机背景，更容易厘清内外部资本市场间的关系。

本书可能存在的不足：由于国有上市公司的资本运作受政府干预和制度因素影响而没有被纳入研究范围，仅以民营上市公司为研究样本，使得观测值相对较少；公司治理指标的相关分析中，两权分离度与独立董事比例及第一大股东持股比例存在轻微的共线性问题；对企业价值的衡量，在没有更合理的选择情况下，我们选择托宾 Q 作为衡量指标，仍可能存在一些不足。

陈 欢

2014 年 8 月

| 目 录 |

第1章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的及意义	3
1.2.1 研究目的	3
1.2.2 研究意义	5
1.3 研究内容及方法	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 研究方法	11
1.4 研究思路	12
1.5 研究可能的创新点	13
第2章 文献综述	14
2.1 内部资本市场功能方面的研究	15
2.1.1 缓解融资约束	15
2.1.2 重新配置资本	16
2.1.3 监督和激励	17
2.2 内部资本市场效率的测量	19
2.3 内部资本市场的公司治理问题	21
2.4 内部资本市场与外部资本市场的关系	23
2.4.1 内外部资本市场的区别	23

2.4.2	内外部资本市场的联系	25
2.5	内部资本市场与企业价值的关系	27
2.5.1	内部资本市场损害了企业价值	27
2.5.2	内部资本市场创造了企业价值	28
2.5.3	内部资本市场与企业价值间的关系不确定	29
2.6	研究现状评述	31
2.7	本章小结	32
第3章 相关理论与内部资本市场运行机制		34
3.1	内部资本市场出现的实践基础：企业多元化	34
3.2	内部资本市场的理论基础	36
3.2.1	交易成本理论	36
3.2.2	产权理论	37
3.2.3	委托代理理论	39
3.2.4	内部化理论	40
3.2.5	协同理论	41
3.2.6	信息不对称理论	42
3.2.7	“融资优序”理论	42
3.3	内部资本市场的运行机理	43
3.3.1	内部资本市场影响企业融资	43
3.3.2	内部资本市场上的投资分配	46
3.3.3	内部资本市场运行的组织形式	47
3.3.4	内部资本市场的运行方式	50
3.4	集团战略目标对内部资本市场的影响	52
3.5	内部资本市场各主体行为对资本分配的影响	54
3.5.1	总部 CEO 的行为	54
3.5.2	部门经理的行为	54

3.5.3 控制股东的行为	55
3.6 金融危机冲击对内部资本市场运行的影响	56
3.6.1 内部资本市场的资本配置功能受限	57
3.6.2 内部资本市场的信息优势降低	58
3.6.3 金融危机冲击下的内部资本市场表现：以美国和 韩国为例	59
3.7 本章小结	62
第4章 金融危机冲击下内部资本市场运行变化	65
4.1 常态环境下系族企业和非系族企业投资 决策的差异	67
4.2 金融危机冲击下对外部资本市场的冲击	69
4.3 金融危机冲击下内部资本市场运行的变化	70
4.3.1 金融危机冲击下内部资本市场功能的变化	70
4.3.2 金融危机冲击下内外部资本市场的关系	71
4.4 实证检验与结果分析	73
4.4.1 数据来源及样本选择	73
4.4.2 模型构建及变量的定义	76
4.4.3 实证结果与分析	80
4.5 本章小结	94
第5章 内部资本市场运行变化的影响因素	96
5.1 成员企业投资敏感性的测量	96
5.2 内部资本配置的影响因素：理论分析及假设	98
5.2.1 外部环境因素	99
5.2.2 企业集团的多元化特征	100
5.2.3 公司治理结构	104

5.3	实证检验	107
5.3.1	样本选择及变量定义	107
5.3.2	模型构建	110
5.3.3	实证结果及分析	111
5.4	本章小结	116
第6章	内部资本市场变化与企业价值的关系	118
6.1	企业集团投资敏感性的测量方法	119
6.2	我国民营系族内部投资敏感性的计量	121
6.2.1	系族投资—Q 敏感性	121
6.2.2	系族投资—现金流敏感性	123
6.3	企业价值的衡量	125
6.4	理论分析与研究假设	126
6.5	模型构建与实证分析	128
6.5.1	模型构建	128
6.5.2	实证检验与结果分析	129
6.6	本章小结	133
第7章	内部资本市场的优化路径	135
7.1	我国与美国企业内部资本市场在危机中表现的差异	135
7.2	不同国家企业内部资本市场表现迥异的原因分析	137
7.2.1	内部资本市场的形成不同	138
7.2.2	内部资本市场主体的特征差异	140
7.2.3	内部资本市场运行的外部环境各异	142
7.3	内部资本市场的优化路径：国际经验与启示	145

7.3.1 企业集团自身结构的优化	146
7.3.2 借助政府“之手”完善外部环境	148
7.4 本章小结	151
附 录	153
参考文献	169
后 记	186

第 1 章

导 论

1.1 研究背景

20 世纪 60 年代，美国掀起了一股企业联合兼并的浪潮，公司的跨行业并购形成了所谓的联合大企业，这类企业组织主要是以多元化模式经营，大多是事业部制（M 型）的组织结构。此时，传统的规模经济、范围经济或是纵向一体化理论已经难以解释这类混合多元化组织形式的存在。于是部分学者试图对这种组织的存在进行探究。

阿尔钦（Alchian, 1969）是最早将内部资本与企业理论相结合的学者，他在分析通用汽车公司成功的原因时，认为通用公司内部存在一个内部资本市场，内部资本市场的存在大大地提高了资金的配置效率。威廉姆森（Williamson, 1975）认为，在联合大企业内部，总部可以“将各种渠道的现金流集中起来投向有高收益的领域”，并将这种保证联合大企业内部资本筹集和重新分配的组织机制定义为“内部资本市场”。自此，内部资本市场概念被正式提出，随之关于内部资本市场的功能、效率以及内外部资本市场关系等问题日益成为学术界的关注热点。可以说，Alchian（1969）、Williamson（1975）、迈尔斯和迈基里夫（Myers & Majluf, 1984）等人的开创性研究成为内部资本市场领域相关文献的基础和源泉，而格罗斯曼和哈特

(Grossman & Hart, 1986)、哈特和摩尔 (Hart & Moore, 1990) 等人的研究则使内部资本市场的规范性研究进入了快速发展时期。

事实上,内部资本市场不仅存在于美国的联合大企业(M型组织结构)内,还存在于多法人制的控股公司内(H型组织结构)。这种控股结构的企业集团在世界各个国家普遍存在,特别是在制度欠发达的转型经济和发展中国家。于是,到20世纪90年代末,企业集团内部资本市场逐渐也成为各国学者们关注和研究的对象。

中国的企业集团是伴随着改革开放产生的一种适应市场经济和社会化大生产的经济组织。我国在20世纪80年代才开始组建企业集团,1978年,政府通过对国企下放经营自主权,鼓励国有企业之间仿效日本的工业集团(Keiretsu),积极寻求对外联系进行横向联合,这些横向经济联合体就是我国企业集团的雏形。经过30多年的改革开放,我国企业集团在数量和规模上都得到了空前的发展。中国国家统计局《企业集团统计年报》的资料显示,2004~2006年,中国企业集团的数目从2764增长到2856家。到2010年,达到国家工商总局规定的注册为企业集团标准^①的且公司名称中含有“集团”二字的上市公司就有300多家。中国大企业集团进入世界500强的也越来越多,从1995年的3家增长到2010年的54家。企业集团已然成为主导我国经济的重要组织形式,在我国的经济的发展过程中发挥着越来越重要的作用。同时,企业集团作为母公司,利用内部资本市场在其所控制的公司之间进行资金分配的行为颇为普遍。特别是我国证券市场初期,上市公司多以“分拆上市”的形式进入资本市场,业务链并不独立,母子公司间进行着大量的关联交易,集团内部之间的关联交易规模达上万亿。而且,我国上市公司的最终控制人多采用“金字塔”方式对集团内的各公司

^① 根据国家工商总局对注册为企业集团的标准,其核心公司或母公司注册资本至少为5000万元人民币、至少拥有5个子公司、核心公司或母公司与其下属于子公司的注册资本总计不得低于1亿元人民币(国家工商行政管理局,1998)。符合上述条件的公司可在其公司名称中使用“集团”字样。