



同济大学 1907-2017
Tongji University



同济博士论丛
TONGJI Dissertation Series

总主编 伍江 副总主编 雷星晖

谭文浩 著

中国企业内部 资本市场问题研究

A Study on Internal Capital Market of
Business Groups in China



同济大学出版社
TONGJI UNIVERSITY PRESS

国家自然科学基金资助项目
(项目批准号: 71472138) 成果

 同济博士论丛
TONGJI Dissertation Series
总主编 伍江 副总主编 雷星晖

谭文浩 著

中国企业内部 资本市场问题研究

A Study on Internal Capital Market of
Business Groups in China

 同济大学出版社
TONGJI UNIVERSITY PRESS

内 容 提 要

本书基于 2007—2011 年企业集团内部资本市场运行数据,考察企业集团构建内部资本市场的动机、集团内部资金配置机制及其经济后果。本书由 7 个章节构成:第 1 章为引言;第 2 章和第 3 章阐述内部资本市场的理论框架;第 4、5、6 章考察内部资本市场构建的影响因素、内部资本配置机制及其所产生的经济后果;第 7 章归纳本研究的主要结论,并揭示本研究在理论方面的增量贡献以及对现实实践的指导意义。

本书既有对丰富新兴市场中企业集团内部资本市场行为的研究,同时也对企业集团的资金运营战略构建具有借鉴意义。

本书可供各类企业及管理部门不同层次的管理者参考,同时也适用于技术经济及管理 and 对该领域感兴趣的专家学者。

图书在版编目(CIP)数据

中国企业内部资本市场问题研究 / 谭文浩著. —上海:同济大学出版社,2018.9

(同济博士论丛/伍江总主编)

ISBN 978-7-5608-6825-7

I. ①中… II. ①谭… III. ①企业—内部市场—资本市场—研究—中国 IV. ①F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 058271 号

中国企业内部资本市场问题研究

谭文浩 著

出 品 人 华春荣 责任编辑 孙丽燕 卢元姗

责任校对 徐春莲 封面设计 陈益平

出版发行 同济大学出版社 www.tongjipress.com.cn

(地址:上海市四平路 1239 号 邮编:200092 电话:021-65985622)

经 销 全国各地新华书店

排版制作 南京展望文化发展有限公司

印 刷 浙江广育爱多印务有限公司

开 本 787 mm×1092 mm 1/16

印 张 13.5

字 数 270 000

版 次 2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5608-6825-7

定 价 65.00 元

本书若有印装质量问题,请向本社发行部调换 版权所有 侵权必究

“同济博士论丛”编写领导小组

组 长：杨贤金 钟志华

副 组 长：伍 江 江 波

成 员：方守恩 蔡达峰 马锦明 姜富明 吴志强
徐建平 吕培明 顾祥林 雷星晖

办公室成员：李 兰 华春荣 段存广 姚建中

“同济博士论丛”编辑委员会

总 主 编：伍 江

副 总 主 编：雷星晖

编委会委员：（按姓氏笔画顺序排列）

丁晓强	万 钢	马卫民	马在田	马秋武	马建新
王 磊	王占山	王华忠	王国建	王洪伟	王雪峰
尤建新	甘礼华	左曙光	石来德	卢永毅	田 阳
白云霞	冯 俊	吕西林	朱合华	朱经浩	任 杰
任 浩	刘 春	刘玉擎	刘滨谊	闫 冰	关侗红
江景波	孙立军	孙继涛	严国泰	严海东	苏 强
李 杰	李 斌	李风亭	李光耀	李宏强	李国正
李国强	李前裕	李振宇	李爱平	李理光	李新贵
李德华	杨 敏	杨东援	杨守业	杨晓光	肖汝诚
吴广明	吴长福	吴庆生	吴志强	吴承照	何品晶
何敏娟	何清华	汪世龙	汪光焘	沈明荣	宋小冬
张 旭	张亚雷	张庆贺	陈 鸿	陈小鸿	陈义汉
陈飞翔	陈以一	陈世鸣	陈艾荣	陈伟忠	陈志华
邵嘉裕	苗夺谦	林建平	周 苏	周 琪	郑军华
郑时龄	赵 民	赵由才	荆志成	钟再敏	施 骞
施卫星	施建刚	施惠生	祝 建	姚 熹	姚连璧

袁万城	莫天伟	夏四清	顾 明	顾祥林	钱梦騄
徐 政	徐 鉴	徐立鸿	徐亚伟	凌建明	高乃云
郭忠印	唐子来	閻耀保	黄一如	黄宏伟	黄茂松
戚正武	彭正龙	葛耀君	董德存	蒋昌俊	韩传峰
童小华	曾国荪	楼梦麟	路秉杰	蔡永洁	蔡克峰
薛 雷	霍佳震				

秘书组成员：谢永生 赵泽毓 熊磊丽 胡晗欣 卢元姗 蒋卓文

总序

在同济大学 110 周年华诞之际,喜闻“同济博士论丛”将正式出版发行,倍感欣慰。记得在 100 周年校庆时,我曾以《百年同济,大学对社会的承诺》为题作了演讲,如今看到付梓的“同济博士论丛”,我想这就是大学对社会承诺的一种体现。这 110 部学术著作不仅包含了同济大学近 10 年 100 多位优秀博士研究生的学术科研成果,也展现了同济大学围绕国家战略开展学科建设、发展自我特色,向建设世界一流大学的目标迈出的坚实步伐。

坐落于东海之滨的同济大学,历经 110 年历史风云,承古续今、汇聚东西,秉持“与祖国同行、以科教济世”的理念,发扬自强不息、追求卓越的精神,在复兴中华的征程中同舟共济、砥砺前行,谱写了一幅幅辉煌壮美的篇章。创校至今,同济大学培养了数十万工作在祖国各条战线上的人才,包括人们常提到的贝时璋、李国豪、裘法祖、吴孟超等一批著名教授。正是这些专家学者培养了一代又一代的博士研究生,薪火相传,将同济大学的科学研究和学科建设一步步推向高峰。

大学有其社会责任,她的社会责任就是融入国家的创新体系之中,成为国家创新战略的实践者。党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央高度重视科技创新,对实施创新驱动发展战略作出系列重大决策部署。党的十八届五中全会把创新发展作为五大发展理念之首,强调创新是引领发展的第一动力,要求充分发挥科技创新在全面创新中的引领作用。要把创新驱动发展作为国家的优先战略,以科技创新为核心带动全面创新,以体制机制改

革激发创新活力,以高效率的创新体系支撑高水平的创新型国家建设。作为人才培养和科技创新的重要平台,大学是国家创新体系的重要组成部分。同济大学理当围绕国家战略目标的实现,作出更大的贡献。

大学的根本任务是培养人才,同济大学走出了一条特色鲜明的道路。无论是本科教育、研究生教育,还是这些年摸索总结出的导师制、人才培养特区,“卓越人才培养”的做法取得了很好的成绩。聚焦创新驱动转型发展战略,同济大学推进科研管理体系改革和重大科研基地平台建设。以贯穿人才培养全过程的一流创新创业教育助力创新驱动发展战略,实现创新创业教育的全覆盖,培养具有一流创新力、组织力和行动力的卓越人才。“同济博士论丛”的出版不仅是对同济大学人才培养成果的集中展示,更将进一步推动同济大学围绕国家战略开展学科建设、发展自我特色、明确大学定位、培养创新人才。

面对新形势、新任务、新挑战,我们必须增强忧患意识,扎根中国大地,朝着建设世界一流大学的目标,深化改革,勠力前行!

万 钢

2017年5月

论丛前言

承古续今,汇聚东西,百年同济秉持“与祖国同行、以科教济世”的理念,注重人才培养、科学研究、社会服务、文化传承创新和国际合作交流,自强不息,追求卓越。特别是近20年来,同济大学坚持把论文写在祖国的大地上,各学科都培养了一大批博士优秀人才,发表了数以千计的学术论文。这些论文不但反映了同济大学培养人才能力和学术研究的水平,而且也促进了学科的发展和国家的建设。多年来,我一直希望能有机会将我们同济大学的优秀博士论文集中整理,分类出版,让更多的读者获得分享。值此同济大学110周年校庆之际,在学校的支持下,“同济博士论丛”得以顺利出版。

“同济博士论丛”的出版组织工作启动于2016年9月,计划在同济大学110周年校庆之际出版110部同济大学的优秀博士论文。我们在数千篇博士论文中,聚焦于2005—2016年十多年间的优秀博士学位论文430余篇,经各院系征询,导师和博士积极响应并同意,遴选出近170篇,涵盖了同济的大部分学科:土木工程、城乡规划学(含建筑、风景园林)、海洋科学、交通运输工程、车辆工程、环境科学与工程、数学、材料工程、测绘科学与工程、机械工程、计算机科学与技术、医学、工程管理、哲学等。作为“同济博士论丛”出版工程的开端,在校庆之际首批集中出版110余部,其余也将陆续出版。

博士学位论文是反映博士研究生培养质量的重要方面。同济大学一直将立德树人作为根本任务,把培养高素质人才摆在首位,认真探索全面提高博士研究生质量的有效途径和机制。因此,“同济博士论丛”的出版集中展示同济大

学博士研究生培养与科研成果,体现对同济大学学术文化的传承。

“同济博士论丛”作为重要的科研文献资源,系统、全面、具体地反映了同济大学各学科专业前沿领域的科研成果和发展状况。它的出版是扩大传播同济科研成果和学术影响力的重要途径。博士论文的研究对象中不少是“国家自然科学基金”等科研基金资助的项目,具有明确的创新性和学术性,具有极高的学术价值,对我国的经济、文化、社会发展具有一定的理论和实践指导意义。

“同济博士论丛”的出版,将会调动同济广大科研人员的积极性,促进多学科学术交流、加速人才的发掘和人才的成长,有助于提高同济在国内外的竞争力,为实现同济大学扎根中国大地,建设世界一流大学的目标愿景做好基础性工作。

虽然同济已经发展成为一所特色鲜明、具有国际影响力的综合性、研究型大学,但与世界一流大学之间仍然存在着一定差距。“同济博士论丛”所反映的学术水平需要不断提高,同时在很短的时间内编辑出版 110 余部著作,必然存在一些不足之处,恳请广大学者,特别是有关专家提出批评,为提高同济人才培养质量和同济的学科建设提供宝贵意见。

最后感谢研究生院、出版社以及各院系的协作与支持。希望“同济博士论丛”能持续出版,并借助新媒体以电子书、知识库等多种方式呈现,以期成为展现同济学术成果、服务社会的一个可持续的出版品牌。为继续扎根中国大地,培育卓越英才,建设世界一流大学服务。

伍 江

2017 年 5 月

前言

作为应对外部制度环境缺陷的有效替代,企业集团在新兴市场国家尤其是在中国成为一种主流的组织形态。在集团化运营的背景下,企业依托内部资本市场进行资金配置,可以起到缓解外部融资约束、提高资本配置效率的作用。针对美国等发达经济体的内部资本市场研究,较多认为内部资本市场是有损企业价值的财务战略。然而,新兴市场在制度环境、要素市场发育、企业治理结构均显著有别于发达经济体。为此,对新兴市场中尤其是中国企业组建内部资本市场的动机、运行机制以及经济后果进行考察,具有重要的理论意义和实践价值。

既有文献对内部资本市场的讨论,主要是围绕大股东主导的内部资本市场运行效率的讨论。研究的结论基本是以负面效应为主,认为内部资本市场成为大股东及管理层进行利益输送的隧道。同时,受制于数据的限制,既有研究主要采取案例的方式来考察企业集团内部资本市场行为。更为重要的是,既有研究中未能有效区分内部资本市场中的“掏空”行为和“支持”行为。有鉴于此,本书将研究问题界定为基于财务协同效应的内部资本市场行为研究,同时以上市公司与其子公司构成的整体作为企业集团的度量范畴。

本书基于手工收集的 2007—2011 年企业集团内部资本市场运行数据,考察企业集团构建内部资本市场的动机、集团内部资金配置机制及其经济后果。在研究设计中,对内部资本市场构建的影响因素分别从宏观经济政策波动、产权性质和 CFO 特征三个层面展开;对资金配置机制采用多案例分析的

方式进行;对内部资本市场运行的经济后果分别从融资效果、资本配置效率及企业价值三个维度进行考察。针对上述子研究的分析,本书得到如下的研究结论:

首先,宏观经济政策波动显著影响企业内部资本市场使用。在宏观经济形势趋紧的情形下,企业利用内部资本市场以应对负面冲击,具有“金融缓冲器”的功能,并且这一效果在民营企业以及金融市场发育程度高的地区更为明显。

其次,产权性质显著影响内部资本市场发育,民营企业建立和使用内部资本市场的动机更强。在已经建立起内部资本市场的情形下,民营企业的内部资本市场更为活跃,显示出更大的资金往来规模。进一步考察内部资本市场运作对融资方面的影响发现,内部资本市场能够显著地降低融资成本,并且这种效果在民营企业中比在国有企业更为明显。

第三,CFO特征对内部资本市场运作具有显著影响。国有企业CFO薪酬与内部资本市场构建及规模呈正相关;在民营企业中呈负相关。同时,民营企业的CFO担任董事会成员或具有金融背景时,内部资本市场显示出更大的规模。

第四,在内部资金配置机制上,民营企业具有更倾向于采用市场化的方式将资金配置到效率高的子公司,资金配置符合效率原则,而国有企业资金配置具有明显的“内部社会主义”特征。

第五,内部资本市场能够显著影响企业的投资效率。具体而言,在民营企业中,内部资本市场能够降低过度投资和促进研发投入,然而国有企业则呈现截然相反的趋势。

最后,内部资本市场运作能够显著提升公司价值,并且这种效果在民营企业中更为明显。

不同于以往研究,本书在研究命题、数据来源、研究思路及研究结论上,都进行了一系列新的尝试。与既有研究的差异,具体而言主要体现在以下四

个方面:

首先,本书重点关注于内部资本市场正面的财务协同效用。既有研究主要以利益侵占视角讨论内部资本市场行为,但证监会2003年对大股东资金占用启动专项治理行动以来,大股东利益侵占行为已受到有效遏制。更为重要的,金融危机后地方政府对信贷资源的挤占,企业外部融资面临的压力更大,作为内源性融资方式的内部资金往来发挥着替代外部融资渠道的重要作用。在这样的背景下,研究内部资本市场的财务协同作用更具有现实价值。

其次,利用手工收集的上市公司与其子公司之间的内部资金往来数据度量内部资本市场规模。利用上市公司与其子公司间资金往来,能够较好地避免利益侵占问题,因而研究结论更为清晰。同时,本书在研究设计中,也控制了控股股东对上市公司的利益侵占影响,以便能够较好地分离利益侵占与支持行为。

再次,本书应用内部资金往来数据和子公司层面财务数据结合的方式,考察内部资金配置的具体机制。解决了以往研究中数据受限尤其是子公司层面数据缺乏的问题,从而能够更好地理解集团内部如何配置资金。

最后,将内部资本市场研究置入宏微观融合的背景下加以考察,既有从外部宏观经济环境、区域金融深化程度考察外部经济金融环境发展对内部资本市场运行的影响机制,又有从产权性质、CFO特质背景下考察微观治理机制对内部资本市场运行效率的影响。宏微观融合的背景下考察内部资本市场行为,能够更全面系统地理解内部资本市场与宏微观治理环境的互动关系,同时也使得研究结论具有更好的普适价值。

本书的研究有助于更好地理解新兴市场中企业内部资本市场行为。研究结论揭示在外部资本市场发育尚不健全的背景下,企业通过构建内部资本市场,并运作市场化的内部资本配置机制,则能够有效缓解外部市场不完美导致的负面后果。发挥内部监督优势,提高资本配置效率,从而增加企业价值。同时,本书的研究结论也为政策制定者提供了思路,对企业的政策支持

不仅仅体现在资源供给调节上,还应当更好地引导企业构建持续的具有“造血功能”的资金运营战略。因此,本书既丰富新兴市场中企业集团内部资本市场行为的研究,同时也对企业集团的资金运营战略构建具有重要的借鉴意义。

目 录

总序

论丛前言

前言

第1章 引言	1
1.1 研究背景与动机	1
1.2 概念界定与研究内容	3
1.2.1 基本概念阐释	3
1.2.2 主要研究内容	4
1.3 研究思路与框架	5
1.3.1 研究思路	5
1.3.2 研究框架	5
1.4 主要研究发现	6
1.5 研究贡献与创新	7
1.5.1 主要贡献	8
1.5.2 可能的创新点	9
第2章 理论基础、制度背景与运行机理	11
2.1 内部资本市场的理论基础	11
2.1.1 交易成本理论	11
2.1.2 融资优序理论	12
2.1.3 集权-分权理论	12
2.1.4 委托-代理理论	13

2.1.5	信息不对称理论	13
2.2	内部资本市场在中国的发展概况	14
2.2.1	企业集团的发展变革历程	14
2.2.2	内部资本市场的运营现状	16
2.3	内部资本市场的运行机理	18
2.3.1	内部资本市场的结构组成	18
2.3.2	内部资本市场的运行机理	20
2.3.3	内部资本配置的具体形式:基于中航集团的案例	22
第3章	文献综述	29
3.1	文献概述	29
3.2	内部资本市场的影响因素研究	31
3.2.1	多元化经营与内部资本市场研究	31
3.2.2	融资约束与内部资本市场研究	32
3.2.3	管理层激励与内部资本市场研究	33
3.2.4	金融发展与内部资本市场研究	33
3.3	内部资本市场与融资行为研究	34
3.3.1	内部资本市场与融资约束的研究	34
3.3.2	集团化经营与资本结构	35
3.3.3	多元化经营与融资成本的研究	36
3.4	内部资本市场与投资行为研究	37
3.4.1	集团化经营与投资促进	37
3.4.2	集团化经营与过度投资	38
3.5	内部资本市场与企业价值研究	40
3.5.1	内部资本市场价值折损的研究	40
3.5.2	内部资本市场中与利益侵占的研究	41
3.5.3	内部资本市场与价值创造的研究	41
3.6	总结性评述	42
第4章	内部资本市场构建的动因	44
4.1	引言	44
4.2	宏观经济波动层面内部资本市场构建的影响因素	48

4.2.1	理论分析与假说发展	48
4.2.2	数据与实证模型	52
4.2.3	实证结果与分析	55
4.3	企业异质性层面内部资本市场构建的影响因素	70
4.3.1	理论分析与假说发展	70
4.3.2	数据与实证模型	73
4.3.3	实证结果与分析	75
4.4	CFO 特质层面内部资本市场构建的影响因素	81
4.4.1	理论分析与假说发展	82
4.4.2	数据与实证模型	87
4.4.3	实证结果与分析	88
4.5	本章小结	105
第 5 章	内部资本配置机制	107
5.1	引言	107
5.2	制度背景与理论分析	109
5.2.1	企业集团与内部资本市场发展	109
5.2.2	内部资本市场运行与委托-代理冲突	110
5.2.3	内部市场化机制与资金配置	111
5.3	案例企业基本概况	112
5.3.1	案例企业介绍	112
5.3.2	案例企业财务状况比较	112
5.4	内部资金配置的运作机理	115
5.4.1	案例数据来源	115
5.4.2	内部资金配置规模的影响因素分析	117
5.4.3	内部资金配置利率的影响因素分析	119
5.5	内部资金配置的异质性剖析	122
5.5.1	产权性质	122
5.5.2	外部信贷资源配置能力	123
5.5.3	高管薪酬	124
5.5.4	控股股东持股状况	125
5.5.5	总部持有子公司股权	125