

云南省哲学社会科学创新团队成果文库

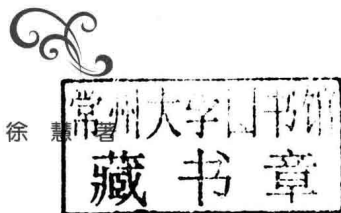
# 国有产权、 政府层级与集团内部 资本市场运作机制

State-owned Property,  
Government Level and Internal Capital  
Market Mechanism in Business Groups

徐 慧 著

# 国有产权、政府层级 与集团内部 资本市场运作机制

State-owned Property,  
Government Level and Internal Capital  
Market Mechanism in Business Groups



## 图书在版编目(CIP)数据

国有产权、政府层级与集团内部资本市场运作机制 /  
徐慧著. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2018.3  
(云南省哲学社会科学创新团队成果文库)  
ISBN 978-7-5201-2190-3

I. ①国… II. ①徐… III. ①企业集团-资本市场-  
研究 IV. ①F276.4 ②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 016558 号

· 云南省哲学社会科学创新团队成果文库 ·

## 国有产权、政府层级与集团内部资本市场运作机制

---

著 者 / 徐 慧

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 宋月华 袁卫华

责任编辑 / 孙以年

出 版 / 社会科学文献出版社·人文分社 (010) 59367215

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: [www.ssap.com.cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 17.5 字 数: 197 千字

版 次 / 2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5201-2190-3

定 价 / 98.00 元

---

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010-59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究

国家自然科学基金面上项目（71272245）阶段性成果  
云南省社会科学青年基金项目（QN2016059）阶段性成果

# 《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》 编委会

主任委员：张瑞才

副主任委员：江 克 余炳武 戴世平 宋月华

委 员：李 春 阮凤平 陈 勇 王志勇

蒋亚兵 吴绍斌 卜金荣

主 编：张瑞才

编 辑：卢 桦 金丽霞 袁卫华

# 《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》 编辑说明

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》是云南省哲学社会科学创新团队建设中的一个重要项目。编辑出版《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》是落实中央、省委关于加强中国特色新型智库建设意见，充分发挥哲学社会科学优秀成果的示范引领作用，为推进哲学社会科学学科体系、学术观点和科研方法创新，为繁荣发展哲学社会科学服务。

云南省哲学社会科学创新团队 2011 年开始立项建设，在整合研究力量和出人才、出成果方面成效显著，产生了一批有学术分量的基础理论研究和应用研究成果，2016 年云南省社会科学界联合会决定组织编辑出版《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》。

《云南省哲学社会科学创新团队成果文库》从 2016 年开始编辑出版，拟用 5 年时间集中推出 100 本我省哲学社会科学创新团队研究成果。云南省社科联高度重视此项工作，专门成立了评审委员会，遵循科学、公平、公正、公开的原则，对申报的项目进行了资格审查、初评、终评的遴选工作，按照“坚持正确导向，充分体现马克思主义的立场、观点、方法；具有原创性、开拓性、前沿性，对推动经济社会发展和学科建设意义

重大；符合学术规范，学风严谨、文风朴实”的标准，遴选出一批创新团队的优秀成果，根据“统一标识、统一封面、统一版式、统一标准”的总体要求，组织出版，以达到整理、总结、展示、交流，推动学术研究，促进云南社会科学学术建设与繁荣发展的目的。

编委会

2017年6月

## 前 言

在中国这样的新兴市场经济体中，由于外部市场发展不完全，企业经营过程中面临有限的正净现值投资项目及资金来源，试图通过各种途径降低外部风险、成本与约束。例如依靠国有产权获得外部“预算软约束”，采取多元化战略以分散经营风险，通过与外部建立政治关联、银企关联等非正式关系来竞争社会资源等。除此之外，还能通过调整组织结构、组成企业集团、在集团下属公司之间进行内部化交易来应对外部市场不完全问题。从某种程度上说，建立企业集团是新兴市场上替代不完全外部市场的制度安排（Khanna and Palepu，2000）。

内部资本市场（Internal Capital Market）是集团型企业区别于独立企业的核心优势之一，针对新兴市场集团内部资本市场的研究也较为普遍、深入。综观现有文献，内部资本市场的优势主要在于具有“多钱效应”，由此能够缓解企业面临的融资约束；具有“活钱效应”，进而能够在集团内部流动资本，挑选更优投资机会，以实现“胜者选择”，提高资本配置效率。然而，许多研究也发现了内部资本市场无效的证据：内部资本市场并未实现“胜者选择”，反而由于集团总部的“父爱主义”而造成了交叉补贴；集团内部资本配置不取决于投资前景，导致了内部资本的无效配置；内部资本市场还可能导致分部经理人寻



租，以谋取私利。过去十余年间，我国学者针对集团内部资本市场的研究，也得到了相似的证据，并且具有以下三个特征：其一是我国学者更多针对民营产权的系族企业进行研究（马永强、陈欢，2013）；其二是我国学者多认为，控股股东主导下的关联交易是我国企业集团内部资本市场的主要表现形式，并且容易异化为控股股东进行利益输送的渠道（郑国坚、魏明海，2009；刘星等，2010）；其三是国内研究结果较多支持企业集团内部资本市场无效的观点（邵军、刘志远，2007）。

本书认为，由于国有企业集团相比民营企业集团而言更加能够体现中国背景特征，因此针对国有企业集团内部资本市场的研究具有重要意义。鉴于此，本书在结合制度背景，对研究主题涉及的相关理论、文献进行回顾的基础上，对国有企业集团内部资本市场的运作机制进行研究。首先，讨论国有企业集团内部资本市场是否能够发挥内部资本配置的基本功能；其次，讨论集团下属企业高管如何通过内部资本市场进行寻租；最后，讨论集团总部如何通过内部资本市场进行利益输送，综合三方面的研究结论，试图获得中国国有企业集团内部资本市场运作的基本特征及受益主体的证据。本书核心内容包括以下三个方面。

其一是针对国有企业集团内部资本配置的研究。资本配置是集团内部资本市场最核心的功能，也是判断内部资本市场是否有效的最重要依据。本书参考 Shin and Stulz（1998）的方法，在区分集团总部所归属的政府层级基础之上，同时使用公司投资支出、研发投资支出两个指标代表企业投资支出，首先对集团内部资本市场是否配置内部资本以支持下属企业投资进行检

验；其次对集团内部资本配置是否依据投资机会进行检验；最后选取可能对集团内部资本市场产生影响的企业、外部市场环境、宏观经济变化三个层面的正式、非正式制度进行分组检验，以确保回归结果的稳健性。

其二是针对国有企业集团下属公司高管是否通过内部资本市场寻租的研究。下属公司高管是集团内部重要的决策者及利益相关者。与独立企业一致的是，由于委托-代理冲突，高管有动机及能力谋求私利，而企业集团存在的内部资本市场为下属公司高管套取私利提供了更加便利的条件。笔者对归属于不同政府层级的集团下属公司进行区分，并且将高管收入划分为显性货币薪酬、隐性在职消费两个部分。首先对集团下属公司高管是否通过内部资本市场套取个人收益进行初步检验；在此基础上选取可能对高管行为产生影响的企业、外部市场环境、宏观经济变化三个层面的正式、非正式制度进行分组检验，以确保回归结果的稳健性。

其三是针对国有企业集团总部如何通过内部资本市场输送利益的研究。国内外研究都指出，内部资本市场可能会成为控股股东输送利益的渠道；国内学者热衷于控股股东通过内部关联交易进行利益输送的研究。然而笔者认为，公司关联交易的对象并不仅限于集团内部，关联交易也并不能准确衡量集团控股股东获得利益的多寡。第四章使用股利政策来衡量集团总部输送利益的多寡，在区分公司集团归属的政府层级后，对集团总部是否通过内部资本市场转移现金流并调整股利政策进行初步检验；在此基础上选取不同层面的正式、非正式制度因素进行分组检验。

本书主要研究结论如下。

(1) 针对内部资本配置的研究发现：下属公司面临的融资约束、集团总部对下属公司掠夺或支持的动机共同决定集团内部资本配置效果的差异。中央集团下属公司投资与内部资本市场现金流不相关，表明集团总部不倾向于调配资本并支持下属公司投资；甚至在分组检验中显现出集团总部的掠夺动机，公司的投资支出被减少并通过内部资本市场输送至集团下属的其他公司。地方集团下属公司投资显著依赖内部资本市场，表明总部倾向于积极配置内部资本以支持下属公司的投资，并且须考虑公司的融资约束、投资机会以及与集团总部的关联程度。中央企业集团的内部资本配置是无效的，而地方企业集团的内部资本配置是有效的。

(2) 针对下属公司高管寻租的研究发现：集团总部的治理水平、集团下属公司内部人控制程度、集团总部动机共同决定了国有集团下属公司高管是否能够通过内部资本市场进行寻租。中央集团总部治理水平较高，下属公司高管难以通过内部资本市场套取个人收益，加之集团总部的掠夺倾向，公司高管个人收益甚至会被降低并通过内部资本市场转移至集团内其他公司。地方集团公司内部人控制现象突出，加之总部表现出的支持倾向，下属公司高管能够通过内部资本市场中寻租，增加个人收益。

(3) 针对集团总部利益输送的研究发现：政府层级归属影响集团总部利益输送的方向。中央集团总部倾向于掠夺，通过集团内部资本市场转移现金流至适合支付股利的下属公司，以套取股利收益；地方集团总部倾向于支持，降低适合支付股利

的下属公司股利支付水平，通过集团内部资本市场转出并支持集团其他公司。

本书主要的研究贡献及创新为如下几个方面。

从研究对象而言，本书以国内学者鲜少关注的国有企业集团为目标，将集团内部资本市场置于中国制度背景特色的框架中进行研究，这不仅是对中国国有企业、企业集团研究的重要补充，也能为其他新兴市场经济体中企业集团的研究提供借鉴。

从研究视角而言，本书针对国有企业集团内部资本配置的研究证据，是对国内缺乏针对国企集团内部资本配置研究的重要补充。本书第一次获得了国有集团下属公司高管是否通过内部资本市场自利的实证证据，是对国内外关于内部资本市场寻租问题研究中缺乏直接实证证据的重要补充。本书第一次从股利政策的视角获得了集团总部通过内部资本市场进行利益输送的证据，是对企业集团利益输送相关研究中仅考虑关联交易的重要补充。本书在分组实证检验中，除了正式制度因素及企业外部非正式关系因素之外，还将集团内部非正式关系因素纳入分组检验框架，并且获得有意义的结果；这是对国内企业集团研究中普遍忽略集团内部关系的重要补充。

从研究结论而言，本书针对内部资本配置的研究显示，中央集团内部资本配置无效，集团总部甚至表现出掠夺特征；地方集团内部资本配置有效率。本书针对高管通过内部资本市场寻租的研究显示，中央集团公司高管无法通过内部资本市场自利，甚至受集团总部掠夺；地方集团公司高管能够通过内部资本市场套取私利。本书针对集团总部利益输送的研究显示，中央集团总部倾向于通过内部资本市场转移资金以获取更多股利

收益；地方集团总部倾向于减少公司股利收益并通过内部资本市场支持集团内其他公司。总体而言，本书针对国有企业集团内部资本市场的研究发现，中央企业集团内部资本市场运作过程中，在总部“掠夺之手”的作用下，集团总部获益；地方集团内部资本市场运作过程中，总部扮演了“支持之手”的角色，下属企业获益。从国内外研究来看，本书相关结论包含对企业集团财务决策、政府政策干预、企业投资、公司治理、股利政策等领域的创新性发现和补充，具有重要的理论及现实意义。



# 目录

绪 论 .....	001
<b>第一章 国有产权、企业集团与内部资本市场：</b>	
<b>基于制度背景的分析 .....</b>	<b>024</b>
一 企业集团的存在及发展特征 .....	024
二 企业集团内部资本市场：度量指标 .....	028
三 国有企业：改革与发展 .....	034
四 国有企业集团：发展进程与特征差异 .....	040
<b>第二章 公司投资与国有集团内部资本市场：</b>	
<b>基于内部资本配置的视角 .....</b>	<b>045</b>
一 引言 .....	045
二 文献回顾、理论分析与研究假设 .....	049
三 研究设计 .....	060
四 样本选择与描述性统计分析 .....	071
五 实证分析 .....	076
六 研究结论与启示 .....	096

第三章 高管个人收益与国有集团内部资本市场：

基于内部人寻租的视角 .....	117
一 引言 .....	117
二 文献回顾、理论分析与研究假设 .....	121
三 研究设计 .....	130
四 样本选择与描述性统计分析 .....	135
五 实证分析 .....	138
六 研究结论与启示 .....	171

第四章 股利政策与国有集团内部资本市场：

基于总部利益输送的视角 .....	173
一 引言 .....	173
二 文献回顾、理论分析与研究假设 .....	177
三 研究设计 .....	185
四 样本选择与描述性统计分析 .....	188
五 实证分析 .....	192
六 研究结论与启示 .....	223

第五章 国有产权、政府层级与集团内部资本

市场运作机制：特征及展望 .....	225
一 国有企业集团内部资本市场运作机制：研究结论及核心特征 ..	225
二 国有企业集团内部资本市场运作机制：政策建议与研究展望 ..	228
参考文献 .....	232
附表 .....	257
后记 .....	260

# 绪 论

## 一 研究背景与文献综述

### (一) 研究背景

在中国这样的新兴市场经济体，由于外部市场发展不完全程度高，市场交易中参与者面临交易成本、信息成本、税收、竞争，甚至参与者有限理性等诸多约束（Fama, 1970）。因此，企业在经营过程中，面临有限的正净现值投资项目、有限的外部市场资金，而倾向于通过各种途径来降低外部市场不完全带来的风险、成本与约束。例如，依靠国有产权来获得外部“预算软约束”，开展多元化战略以分散经营风险，与外部建立政治关联、银企关联等非正式关系来竞争社会资源等。除此之外，企业还能通过调整其组织结构，组成企业集团，通过在集团下属企业之间进行内部化交易，以较低成本安排资本、交易、技术、劳工等问题，以应对外部市场不完全。某种程度上而言，建立企业集团并通过内部化交易，成为新兴市场上替代不完全的外部市场的制度安排（Khanna and Palepu, 2000）。

内部资本市场（Internal Capital Market）是企业集团内部市场的重要组成部分。最早 Alchian（1969）、Williamson（1970，



1975) 等学者针对西方 M 型联合大企业的研究发现, 由于存在内部资本市场, 这些大企业的资本配置效率更高, 并能够缓解其面临的外部融资约束。之后西方学者从各个方面进行了研究, 涉及内部资本配置是否有效、是否能够降低融资约束、是否能在一定程度上弥补外部资本市场不完全带来的风险成本 (Gertner et al., 1994; Berger and Ofek, 1995; Stein, 1997; Shin and Stulz, 1998; Scharfstein and Stein, 2000; Rajan et al., 2000) 等一系列问题。由于集团型企业在新兴市场经济体中更为广泛的存在, 学者们也逐渐拓展了针对韩国、俄罗斯、墨西哥等国家进行的研究 (Chang and Choi, 1988; Shin and Park, 1999; Perotti and Gelfer, 2001)。

在中国, 企业集团也广泛存在, 由于资本市场渐进式改革、股权高度集中、金字塔式交叉持股等原因, 我国资本市场大量上市公司可以归属于集团。过去十余年间, 国内学者在借鉴西方研究成果的基础上, 对内部资本市场中资本配置、融资约束等问题展开了较为深入的研究; 同时, 部分学者在考虑我国国情的基础之上, 认为控股股东主导下的关联交易是我国企业集团内部资本市场的主要表现形式, 并且容易异化为控股股东进行利益输送的渠道 (黎来芳, 2005; 万良勇、魏明海, 2006; 杨棉之, 2006; 郑国坚、魏明海, 2007, 2009; 邵军、刘志远, 2007; 刘星等, 2010)。然而, 近年来集团内部资本市场的研究数量有所下降, 在王化成等 (2011) 的研究中也指出: “国内学者对于内部资本市场的研究仍旧处于起步和借鉴阶段, 缺乏基于中国背景的系统研究”。那么, 何种关于内部资本市场的研究才能体现中国背景呢?