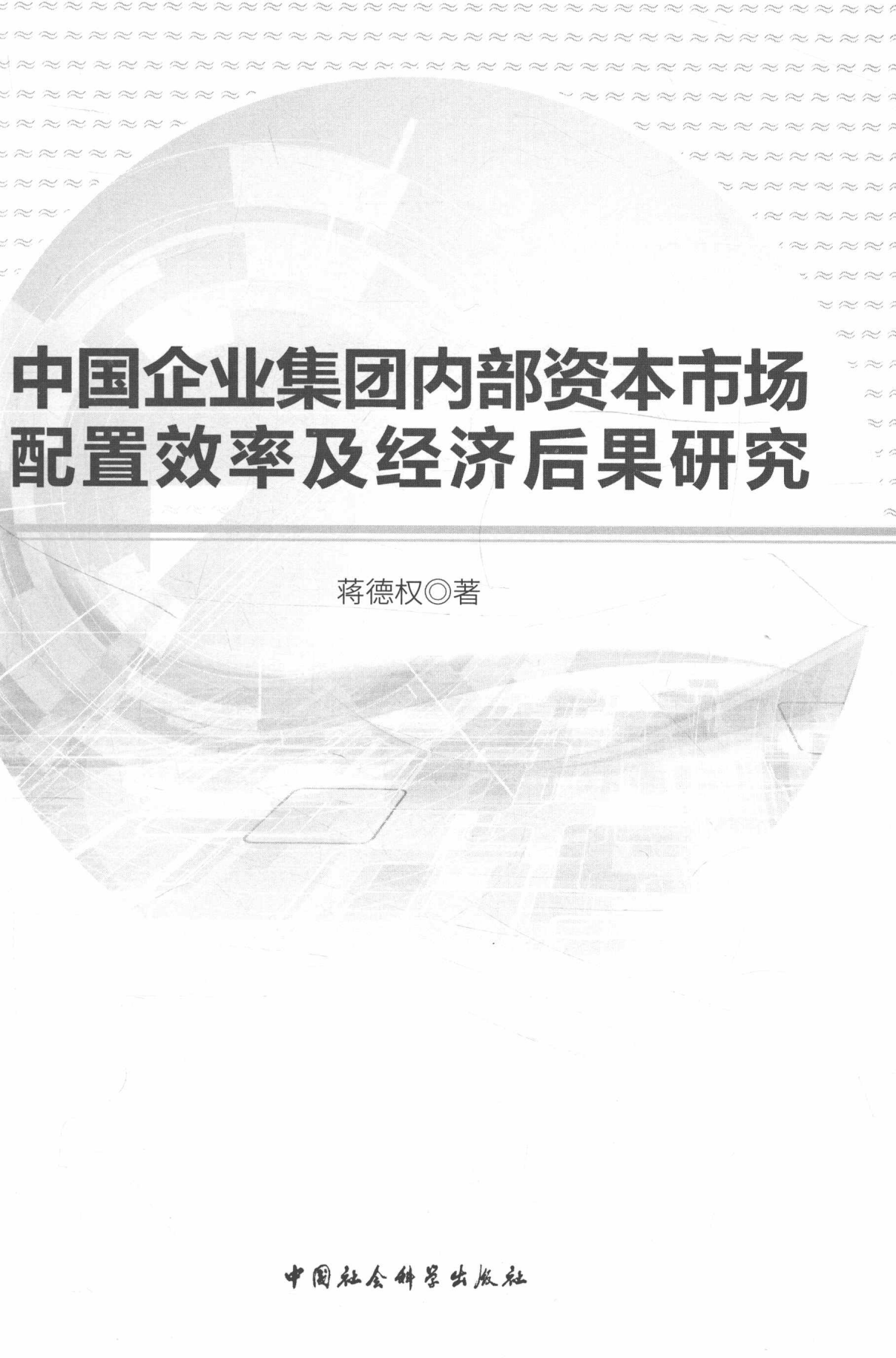




中国企业集团内部资本市场 配置效率及经济后果研究

蒋德权◎著

中国社会科学出版社



中国企业集团内部资本市场 配置效率及经济后果研究

蒋德权◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业集团内部资本市场配置效率及经济后果研究/蒋德权著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 8

ISBN 978 - 7 - 5161 - 8945 - 0

I. ①中… II. ①蒋… III. ①企业集团—资本市场—市场配置—研究—中国 IV. ①F279. 244 ②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 221734 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2016 年 8 月第 1 版
印 次 2016 年 8 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 15
插 页 2
字 数 230 千字
定 价 55. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书是国家自然科学基金青年项目“国企高管
晋升激励、集团内部资本错配与企业绩效：理论与
实证”（71502130）研究成果

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景和问题的提出	2
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	6
第三节 研究的改进与主要创新	10
第二章 文献评述和理论基础	13
第一节 企业集团的基础理论	13
第二节 企业集团内部资本市场	34
第三节 股价波动同步性	44
第四节 证券分析师预测	50
第五节 企业融资约束	54
第六节 宏观货币政策	56
第七节 企业投资效率	59
第三章 中国制度背景下的企业集团及其内部资本市场	64
第一节 企业集团产生的时代背景	65
第二节 改革开放后的企业集团发展历史回顾	68
第三节 中国制度背景下的企业集团	74
第四节 中国企业集团内部资本市场	77
第四章 企业集团内部资本配置效率检验	90
第一节 问题的提出	90
第二节 相关经验研究回顾	93
第三节 理论分析与研究假设	95

2 中国企业集团内部资本市场配置效率及经济后果研究

第四节 样本选择与模型设计	98
第五节 描述性统计与回归分析	104
第六节 结论及进一步讨论	121
第五章 企业集团内部资本市场配置效率影响因素	124
第一节 研究问题的提出	125
第二节 理论分析和研究假设	126
第三节 样本选择与模型设定	130
第四节 实证检验	131
第五节 小结	151
第六章 企业集团内部资本配置的经济后果：对集团 成员公司的影响	153
第一节 研究问题的提出	154
第二节 理论分析和研究假设	155
第三节 实证检验	156
第四节 小结	172
第七章 企业集团内部资本配置的经济后果：对信息 透明度的影响	173
第一节 问题的提出	174
第二节 理论分析和研究假设	176
第三节 实证检验	179
第四节 小结	193
第八章 结论、局限性与研究方向	194
第一节 主要研究结论	194
第二节 研究局限性	196
第三节 研究方向	197
参考文献	198
后记	234

第一章 导论

企业集团广泛地存在于新兴市场经济中，并发挥着重要的作用 (Granovetter, 1994; Claessens, Fan and Lang, 2006)，相比发达国家，集团化经营模式在新兴市场中尤为普遍。由于规模经济和范围经济的存在，通过模仿市场机制，企业集团能创造更大的价值 (Khanna and Palepu, 1997)。在新兴市场经济国家，企业集团及其内部市场是一种在经济活动中占主导地位的组织形式 (Khanna and Palepu, 2000b)。Khanna 和 Yafeh (2007) 关于新兴市场国家的统计数据表明，隶属集团的企业占地区企业总数最低比例为 22% (智利)，而在比例高的国家甚至会达到 65% (印度尼西亚)。改革开放以来，我国市场环境得到了明显的改善，市场化进程取得巨大成功 (樊纲、王小鲁, 2004)，但我国的经济发展仍具有典型的转轨经济和新兴市场经济特征。在经济高速发展的过程中，企业集团及其内部市场起着非常重要的推动作用。国务院国有资产监督管理委员会 (以下简称国资委) 在 2003 年 4 月正式成立，国有企业和国有企业集团的管理进入一个新的阶段 (陈清泰, 2008; Ma 和 Lu, 2005)。国资委积极推动国有企业和中央企业集团的并购重组，在集团内优化资源的配置以提升集团竞争力。与此同时，国内也涌现出一大批民营企业集团 (也称系族企业，如“复星系”和“万向系”)，通过各种方式在集团内部进行资本配置。国有企业集团和民营企业集团共同构成了我国市场经济的主体。

随着企业集团在新兴市场的日益普及 (Khanna and Yafeh, 2005; Almeida and Wolfenzon, 2006; Belenzon and Berkovitz, 2010)，企业集团内部资本配置也逐渐地成为学术界关注的问题之

一,但是,大多学者主要以发达国家的企业集团为研究样本(Scharfstein and Stein, 2000; Brusco and Panunzi, 2005; Wulf, 2009)。企业集团内部资本市场的配置效率是涉及我国企业集团未来能否健康发展的关键和重要问题,这一问题既无先例可供参考,也无经验可资借鉴。到目前为止,有关中国企业集团内部资本配置的研究还处于起步阶段,相关研究尚不多,也不够深入,亟待加强。基于企业集团配置效率研究问题的重要性及相关研究还很匮乏的考虑,本书将以中国企业集团为研究对象,对企业集团内部资本市场资源配置及经济后果进行系统分析和研究。

作为导论,本章将首先分析本书的选题背景,并提出本书所要研究的主要问题;其次阐述本书的研究思路、主要研究内容和研究框架;最后指出本书的改进及主要创新之处。

第一节 选题背景和问题的提出

新兴市场国家往往通过行政手段或者国家计划(如中国的经济刺激计划和产业政策)积极干预甚至直接参与经济活动的方式推动经济的发展,这在客观上造成了市场(尤其是要素资源配置市场)、契约执行制度以及其他支持市场交易制度的失效或者不完善。在此制度环境下,企业集团作为一种组织安排,能够有效地克服外部不发达的市场和制度环境,降低交易成本,实现综合资源优势以及成员企业的资源共享。新兴市场国家的实践也表明,企业集团这种组织结构往往与一国经济的早期发展阶段相联系,企业集团是用来代替不发达的市场和制度的重要组织结构之一(Khanna and Palepu, 1997, 2000a)。中国的转轨经济和新兴市场双重特征同样是我国企业集团形成的一个重要原因。

自20世纪80年代中期企业集团成立以来,经过20多年的发展,企业集团已经成为中国经济运行的重要主体之一,成为中国参与国际竞争的主要代表之一。据《2008年中国大企业集团》(国家

统计局, 2009) 的统计, 截至 2008 年年底, 企业集团共计 2971 家, 控制成员企业 33135 家。从集团母公司控股情况看, 国有及国有控股企业集团共计 1293 家, 占全部集团的 43.5%; 集体控股企业集团 317 家, 占 10.7%; 其他控股情况的企业集团 1361 家, 占 45.8%。2008 年, 企业集团年末资产突破 40 万亿元, 达到 411313 亿元。企业集团共实现营业收入 271871 亿元, 占国内生产总值 (GDP) 的比值高达 90%。另据统计, 截至 2011 年年底, 中国最大的 500 家企业集团的总资产和总收入已经分别占当年全国国内生产总值的 276% 和 95%。

企业集团由各个成员公司通过正式 (如股权) 或者非正式 (如家族) 的关系联结在一起, 且每家成员公司都是独立的法律实体。格拉诺维特 (Granovetter, 1994) 把企业集团定义为: “同一管理权威下以正式或非正式方式结合的一组公司的集合。”作为一种介于市场和单一经营企业间重要的经济经营组织, 企业集团的研究引起了学者们广泛的兴趣。现有文献从企业集团的形成 (Ghemawat and Khanna, 1998; Kim, 2004; Khanna and Rivkin, 2006; Masulis, Pham and Zein, 2011; Almeida, Park, Subrahmanyam and Wolfenzon, 2011)、企业集团的绩效 (Morck and Nakamura, 1999; Khanna and Palepu, 2000a; Bae, Kang and Kim, 2002; Goplan, Nanda and Seru, 2007) 及企业集团对经济增长的影响 (Morck and Yeung, 2004) 等方面进行了深入探究。企业集团通过内部资本市场在上市成员企业 and 非上市成员企业之间、上市成员企业之间进行内部资本的再配置和流转活动。已有研究表明, 集团的内部资本市场若运用得当, 就可以有效地为企业集团创造价值 (Khanna and Tice, 2001; Stein, 1997; Peyer, 2002)。

企业集团可以通过内部市场的运作及降低交易成本从而提高成员企业价值 (Khanna and Palepu, 1997, 2000a), 企业集团也替代了外部不完全市场, 其组织结构使集团能够实现范围经济和规模经济, 从而使得其绩效超过非集团控制企业 (Chang and Choi, 1988)。集团治理的根本作用在于使企业集团在复杂多变的环境中

取得优势,以谋求长期的生存和发展,它的目标是集团利益的最大化,而非集团旗下单一成员公司利益的最大化。从这个角度来看,集团成员企业的公司治理问题应从属于集团治理的问题,这要求成员企业必须服从“企业集团利益最大化”的策略选择。在这一基本前提假定下,本书选取企业集团内部资本市场作为研究视角。内部资本市场以集团总部为核心,将内部资金在各个成员公司之间进行分配和流转,而企业集团内部资金的优化配置可以促进集团利益最大化。

有关企业集团内部资本市场的资源配置效率问题,研究的结论并不一致,主要有两种观点:一是内部资本市场“有效论”;二是内部资本市场“无效论”。一方面,“有效论”认为,内部资本市场可以有效地缓解公司信息不对称,从而与外部资本市场相比能更有效地在不同的项目间进行资源配置(Gertner, Scharfstein and Stein, 1999)。Khanna 和 Tice (2001)也发现,内部资本市场可以有效地运转,他们认为,构建内部资本市场对于转型和新兴市场国家可能起到重要作用。相关的研究也表明,内部资本市场相比外部资本市场而言具有资源配置优势(Stein, 1997; Denis and Thothadri, 1999)。有关中国的研究发现,企业集团通过构建内部资本市场可以放松股权融资约束(周业安和韩梅, 2003)。邵军和刘志远(2009)发现,系族企业在市场化环境较差、投资者保护不力的地区,更多地通过内部资本市场进行内部资本的配置,因此,系族企业的内部资本市场是有效率的。另一方面,“无效论”认为,内部资本市场的资本配置功能会被异化为掏空、企业内部权力“寻租”以及交叉补贴的工具。企业集团及其内部资本市场为大股东转移财富提供了渠道(Johnson et al., 2000)。此外,企业集团内部存在的“交叉补贴”现象也会造成公司价值的下降(Berger and Ofek, 1995)。拉简、瑟瓦斯和津盖尔斯(Rajan, Servaes and Zingales, 2000)发现,当对缺乏投资机会的“弱”部门配置的资金超过了有好的投资机会的“强”部门配置的资金时,内部资源的配置会损害公司的价值。有关中国的研究也发现,内部资本市场会异化成利益

输送的渠道（杨棉之，2006）。邵军和刘志远（2007）研究了“鸿仪系”之后，发现该系族企业的内部资本市场资本配置是无效率的。此外，有关系族企业的研究也表明，其内部资本市场会发生功能异化，会导致上市公司业绩下滑，进而中小投资者利益也会受损（许艳芳、张伟华和文旷宇，2009）。上述两种冲突的观点表明，学术界对于内部资本市场资本配置效率问题的研究结论并不一致，有关内部资本市场到底是有效还是无效仍存在争议。

作为转轨加新兴市场国家，我国的企业集团及其内部资本市场对于社会总体资源配置和经济发展均有着重要影响。考虑到我国特殊的政治和经济的制度背景，在企业集团形成和发展过程中，影响内部资本市场配置的各种因素可能和发达国家不尽相同，因此，有必要结合我国具体实际来研究企业集团内部资本市场的有效性。但目前国内学术界有关企业集团内部资本配置的研究大多还只停留在较零散的、缺乏系统分析和研究的层面，甚少有深入探讨和分析集团内部资本配置方式及经济后果。企业集团如何通过内部资本市场将资源在成员公司间进行分配，这种分配是服务于集团什么样的目标？它的决定因素和经济后果是什么？中国的转轨经济和新兴市场双重特征又为研究集团内部资本市场运作提供了怎样异于欧美和日韩等发达经济体的视角？诸如此类的问题学术界既缺乏理论上的系统梳理，也缺乏来自经验研究的证据，亟须运用科学的方法，展开系统严谨的理论分析和实证检验。

有鉴于此，本书提出了一系列有趣并且重要的实证命题：

（1）企业集团总部在成员公司之间进行内部资本的分配和流转，内部资本市场成为一个重要渠道。内部资本市场如何进行内部资本配置，是基于“优胜者选拔”机制（Stein, 1997）还是基于“交叉补贴”模式（Rajan, Servaes and Zingales, 2000; Wulf, 2009）？企业所有权性质差异是否会影响内部资本配置效率？

（2）与此同时，我们也关注到集团内部存在信息不对称和道德风险问题，非效率因素（如代理问题）会影响内部资本配置吗？不同所有权性质企业集团的影响因素相同吗？

(3) 传统理论认为,企业集团是因应外部市场要素缺失而产生和发展起来的,那么遵循这个逻辑,外部市场和企业集团应是此消彼长的关系,也即随着市场的发展,市场交易成本的降低,企业集团会逐渐消失。但事实上,我们也观察到随着市场机制的发展,企业集团变得更大,相比独立企业也更有优势(Siegel and Choudhury, 2012)。那么,企业集团所处地区制度环境有差异时,集团配置资本的行为模式会发生怎样的不同?

(4) 随着企业集团在新兴市场经济的日益普及,学术界逐渐开始关注企业集团内部资本配置的经济后果,比如内部资本市场是否损害成员企业价值,是否缓解融资约束等。鲜有文献关注宏观政策的影响,在不同的政策环境下,企业集团的影响是否相同?此外,内部资本配置释放的信息,能否被证券分析师以及股票价格准确、充分、及时地捕捉?此类问题的研究有助于在微观层面上对集团公司内部配置的经济后果做更加深入的剖析。

针对以上问题,本书在借鉴国外现有文献的基础上,通过结合中国上市公司的实际,从企业集团内部资本流向和成员公司业绩的关系这个独特研究视角入手,详细分析和检验集团资本流向是否被公司业绩引导,在此基础上,探讨不同产权性质的集团资源配置模式差异,并运用经济学和财务学的相关理论,系统地对资源配置方式与驱动因素、内部资本市场资源配置的经济后果等展开实证研究。本书的研究不仅可以为中国企业集团内部资本市场资源配置提供新的科学证据和理论支持,同时对于理解配置模式的形成机理、影响配置方式的外部制度环境,以及内部资本配置的经济后果,都具有相当重要的理论和实践价值。

第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一 研究思路

本书将从分析我国企业集团的有关制度背景入手,具体包括对

企业集团成立和发展的背景的系统梳理、集团治理机制建设的介绍,由此引申出我国企业集团治理的问题。集团治理的根本作用在于使企业集团在复杂多变的环境中取得优势,以谋求长期的生存和发展,它的目标是集团利益的最大化,而非集团旗下一成员公司利益的最大化。从这个角度来看,集团成员企业的公司治理问题应从属于集团治理的问题,这要求成员企业必须服从“企业集团利益最大化”的策略选择。从而引申出我国企业集团内部资本市场的资源配置方式问题,企业集团内部资本市场以集团总部为核心,将内部资本在成员公司之间进行分配和流转,而企业集团内部资金的优化配置可以促进集团利益最大化。那么,研究集团治理的一个关键问题在于企业集团如何通过内部资本市场将资源在成员公司间进行分配。在此基础上,结合中国上市公司的实际,运用相关理论对资源配置过程中涉及的有关问题展开研究,包括集团隶属公司的代理问题(如管理层“寻租”行为)以及企业集团总部所在地外部制度环境的影响等。最后,本书检验了内部资本配置的经济后果,实证检验了内部资本配置对成员企业融资约束、成员公司价值以及成员公司投资效率的影响。并且考察了企业集团内部资本市场资源配置对信息透明的影响,选择了证券分析师预测和公司股票价格波动两个视角切入,由此进一步评估集团内部资本配置的经济后果。

这三部分内容具有紧密的内在逻辑关系,第一部分是有关控股股东基于集团利益最大化目的是如何进行资本配置的,是否会将资源更多地转移至有较好投资机会的成员企业,以及不同产权性质的企业集团资源配置效率是否有差异来考察“企业集团内部资本配置方式”;第二部分有关企业集团代理问题以及所处地区制度环境等的研究属于“影响资本配置方式的内部公司治理因素和外部制度环境”;第三部分关于成员公司融资约束、企业价值、投资效率、分析师预测以及股价同步性等的研究则属于“企业集团内部资本配置的经济后果”的内容。这三部分内容之间层层递进,一同构成了研究中国企业集团内部资本配置效率及经济后果的完整分析思路。

本书的研究思路如图1-1所示。

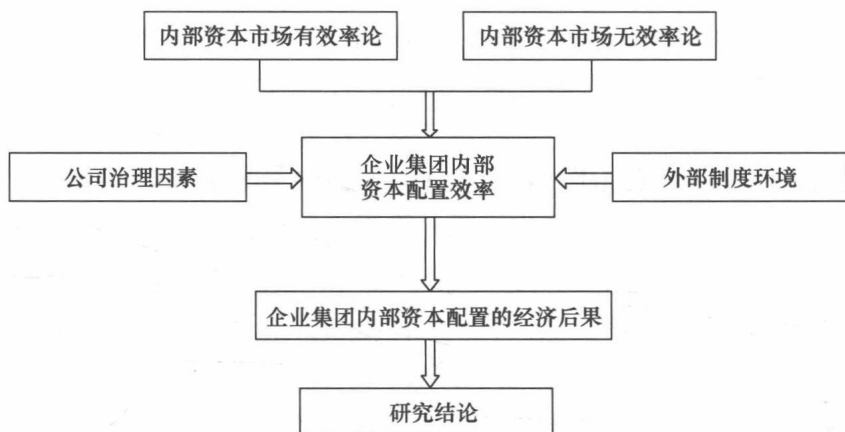


图 1-1 本书研究思路

本书重点讨论企业集团内部资本市场如何配置资本以及配置的经济后果，研究的主要理论基础涵盖了管理学、会计学和制度经济学等学科。为了使本书研究更具时间价值和理论深度，本书将理论分析与实证研究相结合，并且在理论推导部分融合了演绎推理和归纳总结等研究范式，而在经验研究中，则同时结合手工收集数据和公开市场数据，嵌入我国转型制度背景，采用事件研究和大样本实证研究等方法，并根据研究的需要，尽可能地提供翔实的稳健性测试，以保证本书研究结论的可靠性。

二 研究的主要内容与框架

本书试图对企业集团内部资本市场的资本配置进行系统研究，在对企业集团的概念、内部资本市场的特征和功能等进行系统探讨的基础上，结合中国特有的制度背景，分析了我国企业集团内部资本配置模式、影响配置效率的因素，以及内部资本配置的经济后果，采用档案数据进行了相关研究。本书共分为八章，各章的主要内容如下。

第一章导论。主要对本书的选题背景、研究思路、研究内容、研究框架及创新等进行概述。

第二章文献评述和理论基础。首先结合文献回顾，确立了本书

研究的理论基础,包括企业集团的基础理论、企业集团内部资本市场的特征及功能、内部资本市场的运行机制以及内部资本市场和外部资本市场关系等理论。其次回顾了证券分析师预测精度以及股价波动同步性的影响因素。最后对现有经验研究和理论研究进行评述,总结并讨论了当前研究仍然存在的一些问题。

第三章中国制度背景下的企业集团及其内部资本市场。本章首先回顾了企业集团内部治理的变革过程,为本书研究企业集团内部资本配置的动机提供必要的制度基础。随后系统回顾了近30年来中国企业集团成立发展的历史进程,完整展现了企业集团治理结构背后的制度变迁过程,为本章后续的实证研究提供了必要的制度背景铺垫。

第四章企业集团内部资本配置效率检验。本章首先对内部资本市场资本配置效率的两种学术观点进行了梳理,并理论推导了供检验的实证命题。其次,采用中国上市公司的数据,实证分析了企业集团是如何进行资本配置的,揭示了内部资本配置方式。再次又进一步检验了资本流入后的表现,讨论了企业集团资本流入是否会转化为公司的长期投资。最后基于上述的研究发现,进一步对企业集团的资本配置方式进行了讨论。

第五章企业集团内部资本市场配置效率影响因素。本章从代理问题等角度出发,分析了我国特殊制度背景下资本配置诱因以及制度环境对资本配置效率的影响。本章首先从国企集团成员公司的“寻租”行为以及民企集团家族治理两个角度分别研究了对各自集团配置效率的影响。然后,从集团总部所处地区的制度环境出发,探索制度约束如何影响集团内部资本配置。

第六章企业集团内部资本配置的经济后果:对集团成员公司的影响。本章首先从融资约束角度出发,检验了企业集团内部资本配置是否有助于缓解成员公司的融资约束问题。其次,进一步研究了企业集团内部资本配置对公司价值和投资效率的影响。最后,考虑到宏观经济政策可能作用于微观企业行为,本章深入分析了宏观货币政策是如何影响内部资本市场发挥作用的。

第七章企业集团内部资本配置的经济后果：对信息透明度的影响。本章是第六章的延续。本章研究了企业集团内部资本配置如何影响到信息透明度，并进而影响市场中介和股票价格波动。本章选择了证券分析师预测以及股价波动两个研究视角，以此探讨集团资本配置行为释放的信息是否被分析师以及股价所捕捉。

第八章结论、局限性与研究方向。本章基于对全书主要的经验证据，概括各章主要研究结论。同时，也总结了本书的局限性，并进一步展望了研究方向。

本书研究结构如图 1-2 所示。

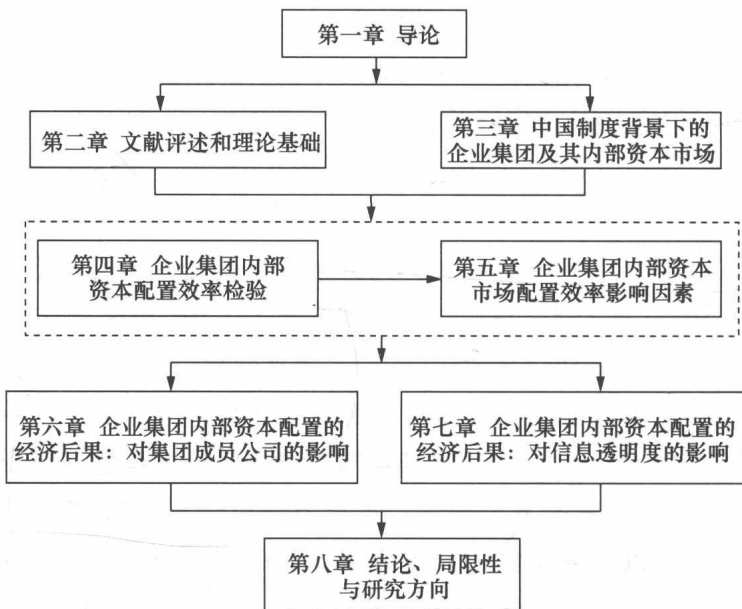


图 1-2 本书研究结构

第三节 研究的改进与主要创新

企业集团内部资本市场配置对于学术界而言是一个极为重要且

又极具复杂性的研究课题。企业集团构建了内部资本市场并使其发挥着重要作用 (Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991; Lincoln, Gerlach and Ahmadjian, 1996), 内部资本市场以集团总部为核心, 将内部资金在各个分部 (或分公司) 之间分配和流转。企业集团及其内部市场提升成员企业价值 (Chang and Hong, 2000) 的同时, 也可能成为大股东侵占中小股东利益的工具 (Khanna and Palepu, 2000b)。国内有关内部资本市场的研究也关注其“黑暗面”, 也即内部资本市场是大股东掏空上市公司的手段之一 (杨棉之, 2006; 万良勇和魏明海, 2006; 邵军和刘志远, 2007)。但与此同时, 大股东也会动用私有资源来反哺或支持 (propping) 集团子公司 (Friedman, Johnson and Mitton, 2003)。集团会动用资源帮助处于财务困境中的成员公司 (Gonenc and Hermes, 2008)。然而, 上述有关控股股东“掏空”和“支持”的研究并没有回答证券市场能够在长期达到均衡的原因, 也就是说, 若投资者感觉到自身利益最终会被控股股东所攫取, 为何还会选择继续投资 (Khanna and Yafeh, 2007)? 虽然这可以部分归结于投资者缺少经验、不专业或者在新兴市场上缺少投资机会, 但是仍然缺少相关研究来合理解释中小股东的行为。为此, 本书在借鉴国内外相关文献的基础上, 结合中国集团公司的实际, 研究了资本配置效率及其经济后果, 具体而言, 本书的研究对现有关于企业集团及内部资本市场文献的可能创新和贡献在于:

第一, 通过分析转轨经济下我国企业集团资源配置的动因, 并提供经验证据, 加深了读者对企业集团这一组织经营模式的了解。同时, 本书揭示的企业集团内部资本配置方式也为理论界解释资本市场中小投资者的投资行为提供了新的视角。

第二, 本书从内部资本市场的角度研究了集团控股股东的行为。近年来, 新兴市场国家的企业集团引起了学术界的广泛关注, 引发了一场企业集团到底是“模范”还是“寄生虫”的持久争论。Khanna 和 Yafeh (2007) 对这个问题作了很详细的文献综述。本书发现效率和非效率同时存在于中国企业集团内部, 并提供了可供参