

2015年度教育部人文社会科学研究西部和边疆地区项目
(批准号15XJC630003)研究成果

STUDY ON THE INSTITUTE EVOLUTION

制度演进 集团内部资本市场运作 成员企业资本投资

& Internal Capital Market Operation of the Group and
the Capital Investment of Member Enterprises

计方 著

资本投资

内部
资本市场

资金运作

制度
演进

Study On The
Institution Evolution & Internal Capital Market Operation
Of The Group And The Capital Investment Of Member Enterprises

新 华 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

制度演进、集团内部资本市场运作与成员企业资本投资/计方著

北京：新华出版社，2015.8

ISBN 978-7-5166-1960-5

I. ①制… II. ①计… III. ①企业集团—资本市场—研究②企业集团—资本投资—研究 IV. ①F276.4②F830.9③830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 191789 号

制度演进、集团内部资本市场运作与成员企业资本投资

作 者：计 方

出 版 人：张百新

封面设计：李尘工作室

责任编辑：江文军 张 谦

责任印制：廖成华

出版发行：新华出版社

地 址：北京石景山区京原路 8 号 邮 编：100040

网 址：<http://www.xinhupub.com> <http://press.xinhuanet.com>

经 销：新华书店

购书热线：010-63077122

中国新闻书店购书热线：010-63072012

照 排：新华出版社照排中心

印 刷：北京厚诚则铭印刷科技有限公司

成品尺寸：145mm×210mm

印 张：8

字 数：200 千字

版 次：2015 年 10 月第 1 版

印 次：2015 年 10 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5166-1960-5

定 价：32.80 元

图书如有印装问题，请与出版社联系调换：010-63077101

目 录

前 言	1
第一章 绪 论	5
第一节 问题提出	5
第二节 选题的理论意义与现实意义	9
第三节 相关概念的界定	13
一、企业集团	13
二、集团内部资本市场及其运作方式	16
三、制度演进	19
四、资本投资	22
五、公司治理	23
第四节 研究思路与方法	25
一、研究思路	25
二、研究方法	27
第五节 主要内容与逻辑框架	28
一、主要内容	28
二、技术路线	31
第六节 本研究的贡献与创新	31

第二章 文献评述	34
第一节 企业集团及其内部资本市场研究的理论源起	34
第二节 集团内部资本市场运作与成员企业资本配置行为	38
第三节 货币政策调整、传导路径与公司投融资决策选择	44
第四节 交叉上市、绑定假说与治理效应	49
第五节 股权分置改革、代理冲突与公司财务决策选择	54
第六节 本章小结	57
 第三章 理论基础与制度背景分析	 58
第一节 理论基础概述	58
一、企业组织理论与交易成本理论	58
二、新制度经济学理论以及制度变迁理论	63
三、信息非对称与委托代理框架下的企业投资理论	66
第二节 制度背景分析	70
一、我国企业集团的形成与发展	70
二、集团化发展进程中的相关制度演进	73
三、货币政策演进	96
四、证券市场制度演进中的股权分置改革	104
 第四章 货币政策、集团内部资本市场运作与成员企业资本投资	 108
第一节 引言	108
第二节 理论分析与研究假设	112
一、集团内部资本市场运作与成员企业投资规模	112
二、货币政策、集团内部资本市场运作与成员企业投资规模	
.....	114
三、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	116

四、货币政策、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	117
第三节 研究设计	119
一、关键变量设计	119
二、样本选择与数据收集	121
三、模型设计与变量定义	121
第四节 实证结果与分析	126
一、描述性统计	126
二、集团内部资本市场运作与成员企业投资规模	131
三、货币政策、集团内部资本市场运作与成员企业投资规模	133
四、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	135
五、货币政策、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	137
六、稳健性检验	144
第五节 本章小结	145
第五章 交叉上市、集团内部资本市场运作与成员企业资本投资	148
第一节 引言	148
第二节 理论分析与研究假设	151
一、集团内部资本市场运作与成员企业资本投向	151
二、交叉上市、集团内部资本市场运作与成员企业资本投向	154
三、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	157
四、交叉上市、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	159

第三节 研究设计	160
一、关键变量设计	160
二、样本选择与数据收集	161
三、模型设计与变量定义	162
第四节 实证结果与分析	167
一、描述性统计	167
二、集团内部资本市场运作与成员企业资本投向	168
三、交叉上市、集团内部资本市场运作与成员企业资本投向	171
四、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	178
五、交叉上市、集团内部资本市场运作与成员企业投资效率	181
第五节 本章小结	183
 第六章 股权分置改革、集团融资优势与成员企业资本投资	186
第一节 引言	186
第二节 理论分析与研究假设	190
一、集团控制与融资优势	190
二、股权分置改革、集团控制与融资优势	191
三、集团控制、融资优势与投资效率	193
四、股权分置改革、集团融资优势与投资效率	193
第三节 研究设计	195
一、集团控制的界定	195
二、股权分置改革变量设计	195
三、样本选择与数据收集	196
四、模型设计与变量定义	197
第四节 实证结果与分析	201

一、描述性统计·····	201
二、集团控制与融资优势·····	203
三、股权分置改革、集团控制与融资优势·····	205
四、集团控制、融资优势与投资效率·····	208
五、股权分置改革、集团融资优势与投资效率·····	210
六、稳健性检验·····	215
第五节 本章小结·····	216
 第七章 结论与展望·····	 219
第一节 研究结论·····	219
第二节 政策建议·····	223
第三节 研究局限与展望·····	227
 参考文献·····	 232
后记·····	244

前 言

从上世纪 80 年代中期开始，随着我国市场经济体制的确立和国有企业改革的深入，许多行业在政府与市场的双重引导下，通过划转、并购、重组等手段，形成了一批企业集团，并逐渐成为国民经济发展中的主导力量。近年来，随着政府相关部门的重视以及政策支持力度的进一步加大，以资本为纽带，具有较强竞争力的跨地区、跨行业甚至跨国经营的大企业集团蓬勃发展，为我国经济社会的发展做出了巨大的贡献，同时也起到了强大的示范与带头作用。

企业集团之所以会有如此迅猛的发展态势，是因为它创造出了内部资本市场以在各成员企业间分配资源。内部资本市场的运作不仅替代了某些缺失的外部市场机制，节约了交易成本，还能对宏观经济政策的调整做出适当的应激反应。具体而言，集团内部资本市场运作不仅可以缓解成员企业的融资约束，降低信息不对称所带来的投资不足；集团总部所具有的信息优势还能有效监督和激励子公司管理层，抑制其机会主义行为，从事“挑选优胜者”的活动，将有限的资本分配到效率最高的项目上，提高了集团内部的资本配置效率。然而，集团内部资本市场同样具有非效率的一面。脆弱的外部监管环境和复杂的组织架构使得集团内各利益相关者的代理冲突被放大。总部 CEO 与子公司经理的代理冲突使得内部资本市场异化为权力寻租与斗争的场所，由此导致低效率的“交叉补贴”与“平均主义”；控股股东与

外部中小股东的代理冲突则使得集团内部资本市场异化为利益输送的渠道，降低了资本配置效率。

为了厘清集团内部资本市场运作究竟效率如何，本书从成员企业资本投资这一具体视角展开，采用从逻辑推理分析到实证检验、再到政策建议的研究思路，深入系统地考察了集团内部资本市场的运作与效率对成员企业投资决策的影响。此外，由于公司的资本投资行为内生于其所处的制度环境中，甚至企业集团及其内部资本市场的边界与效率也随着外部制度政策的演进而变化。因此，本书从制度背景与制度演进的视角，进一步考察了制度环境的基本特征和资本市场制度政策演进对集团内部资本市场运作与成员企业投资行为关系的影响，即外部制度演进对两者关系的调整机制。通过理论分析与实证检验，本书主要得出以下研究结论：

一、集团内部资本市场运作通过融资约束与代理冲突这两条路径影响了成员企业的投资规模、投资结构以及投资效率。投资规模方面，融资约束的放松和代理冲突的加剧均使得资本投资规模随着内部资本市场运作活跃程度的提升而扩张，并由此表现为与独立企业相比较高的资本投资量。投资结构方面，融资约束的放松和代理冲突的加剧使得固定资产投资随着内部资本市场运作活跃程度的提升而扩张；而融资约束的缓解虽在一定程度上促进了 R&D 活动的资金投入，但是代理冲突的加剧使得对固定资产的过度投资挤占了企业的 R&D 投资，由此导致投资结构的异化。投资效率方面，融资约束的放松虽有利于缓解成员企业的投资不足程度，但代理冲突的加剧促进了集团控股股东在固定资产上的自利性资本投入，从而导致总体过度投资程度的加剧，由此降低了总体投资效率以及公司价值。

二、货币政策调整改变了集团内部资本市场运作与成员企业投资规模以及效率之间的相互关系。当央行实施紧缩性的货币政策时，集团内部资本市场运作对成员企业投资规模的促进作用被弱化；但由于

集团内部资本市场的缓冲作用，与独立企业相比，集团成员企业投资规模受货币政策的冲击程度较小。投资效率方面：当央行实施紧缩性的货币政策时，集团成员企业的总体投资效率较高。紧缩的货币政策减少了集团控股股东与管理层的机会主义行为，提高了集团内部资本市场的运作效率，因而减少了成员企业过度投资的非效率行为。而与独立企业相比，集团成员企业毕竟具有内部资金融通的优势，因此可以部分抵消紧缩货币政策所造成的流动性冲击，从而在一定程度上缓解成员企业投资不足的程度；当央行实施宽松的货币政策时，集团成员企业的总体投资效率较低。宽松的货币政策虽能降低投资不足程度，但其所带来的冗余资本，在投资者保护缺失的外部法制环境中，很容易被集团控股股东和管理层滥用，过度投资到净现值为负的投资项目中。因此，宽松的货币政策加剧了集团成员企业过度投资的倾向，降低了成员企业的总体投资效率。

三、当集团企业赴境外交叉上市后，外部制度环境的变化通过影响集团内部资本市场的运作效率，进而影响到成员企业的资本投向与投资规模。香港较为严格的法律保护制度与信息披露制度对集团控股股东的自利行为形成约束，迫使集团企业的公司治理得到改善，集团内非公允关联交易得到抑制，由此提高了集团内部资本市场的运作效率。因此，集团内部资本市场运作的活跃程度与成员企业固定资产投资额之间的正相关关系得到抑制，而集团融资优势对 R&D 投资的促进作用亦得到有效的发挥。随着集团内部资本市场运作活跃程度的提高，固定资产投资以及 R&D 投资的效率均得到改进，其对公司价值的促进作用亦得到加强。

四、集团内部资本市场运作能通过多种途径放松成员企业的融资约束。与独立企业相比，附属于企业集团的上市公司所获得的非银行借款与银行贷款较多，总资产负债率也较高。而集团融资优势对成员企业投资效率的影响具有两面性。一方面会因资金来源的增加缓解投

资不足，另一方面却因整体融资能力的增强而加剧过度投资。股权分置改革后，集团控股股东获得了资本利得权，从而与流通股股东有了相同的利益基础。因此，集团控股股东不再将成员企业当成“提款机”和“输血机”，而是对其进行支持，从而使得集团成员企业的融资优势得到增强。投资效率方面，股改弱化了集团控股股东利用集团融资优势进行非效率投资的动机，降低了过度投资的程度。另外，股改改善了公司治理机制的有效性，使得集团成员企业增加的银行贷款更能有效发挥债务的相机治理机制，从而抑制控股股东和管理层滥用现金流的过度投资行为。因此，股权分置改革之后，相较于独立企业，融资优势在附属于企业集团的上市公司中更能得到有效的发挥。

上述研究结论不仅有助于从投资行为的角度理解企业集团内部资本配置效率的“光明面”与“黑暗面”，还从制度背景与制度演进的视角，考察了制度环境的基本特征与资本市场制度政策演进对集团内部资本市场运作与成员企业投资行为关系的影响，为从制度层面研究公司财务政策选择提供了一个有益且相对完整的视角。

值得说明的是：本书虽然在一定程度上深化和拓展了集团内部资本市场相关问题的研究，但相对于研究和实践中不断产生的新问题，我们的研究仅仅是一个起步。譬如，关于企业集团内部资本市场活跃程度的度量、集团内部资金流的运动特征与效率，还需要有更多的研究视角与方法，需要进一步探索。最后，谨希望本书的出版能够吸引更多学者关注这一研究主题，以共同努力探求真知。

计方

2015年5月29日于重庆

第一章 绪 论

本章从现实经济问题和市场客观现象出发提出研究问题，进而介绍本研究的理论意义与现实意义；对本论文涉及的关键概念进行界定，然后概括介绍本论文的主要研究内容以及逻辑分析框架，最后指出本论文的研究特色与研究贡献。

第一节 问题提出

企业集团（Business Groups）是现代企业的高级组织形式，是以一个或多个实力强大、具有投资中心功能的大型企业为核心，以若干个在资产、资本、技术上有密切联系的企业、单位为外围层，通过产权安排、人事控制、商务协作等纽带所形成的一个稳定的多层次经济组织。随着世界经济的飞速发展以及生产规模的急剧扩大，单一的企业组织形式已不能适应日趋激烈的市场竞争态势，因此，集团化的运作成为多数企业在扩张策略上的首要选择，大量持股关系错综复杂的企业集团由此应运而生。目前，无论是在成熟的市场经济体系下还是在新兴的市场经济体系中，企业集团都是居于主流地位的企业组织形式，其产出量和贸易规模在各个经济体中都占据着举足轻重的地位。截至 20 世纪 90 年代，大型企业集团已控制了 50% 的世界贸易、80% 的工艺研制、90% 的高科技和 75% 的国际技术转让，以及对发

展中国家 90% 的技术贸易。由于企业集团及其内部资本市场通常在缓解融资约束、协同效应、监督激励、资源配置等方面具有组织以及制度上的优势，其在外部资本市场不发达以及投资者保护缺失的新兴市场经济国家中就显得尤为普遍。在东亚国家，有很多由家族控制或几个家族联合控制的企业集团。香港中文大学进行的一项研究表明：大约有 70% 的东亚公司都与集团有关联，而这些集团均操控着很多其他公司。在日本，有 83% 的公司与集团有关联；在菲律宾，有 73% 的公司与集团有关联；在中国香港、印尼和新加坡，该比例超过了 60%；在泰国，该比例约为 40%。在集团公司内部，包括一些上市公司，其中至少有一家银行和证券公司。核心企业都是由最终控制人控制的，他们对上市公司通常采用金字塔式持股，持股比例通常低于 30%。

改革开放以来，随着我国市场经济体制的确立和国有企业改革的深入，从上世纪 80 年代中期开始，我国许多行业按照专业化分工协作和规模经济的原则，在政府政策和市场导向的引导下，通过划转、并购、重组等手段，形成了一批企业集团，并逐渐成为国民经济发展中的主导力量。近年来，随着政府相关部门的重视以及政策支持力度的进一步加大，以资本为纽带，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蓬勃发展，为我国经济社会的发展做出了巨大的贡献，同时也起到了强大的示范与带头作用。据《中国大企业集团年度发展报告 2011》的统计，2010 年底，我国企业集团年销售收入之和与国内生产总值 GDP 的比值达到 82%，表明企业集团已然成为国民经济快速增长的重要推动力量。具体来看，2010 年，中国前 500 家大企业集团的营业收入总额达 326582.41 亿元，比上年增长 58710.34 亿元，增幅达 13.82%；平均营业收入为 653.16 亿元，比上年增长 104.5 亿元，增幅达 19.05%。表明中国前 500 家大企业集团规模持续扩张，增速明显提高。另外，2010 年，中国大企

业集团的规模增速继续高于世界 500 强平均水平，与世界 500 强企业的差距进一步缩小。根据美国《财富》杂志公布的统计数据，2010 年中国大陆共有 57 家企业集团进入世界前 500 家企业榜单，创历史最好成绩。进入世界百强的企业集团有 6 家（中国石油化工集团、中国石油天然气集团、国家电网、中国工商银行、中国移动通信、中国中铁）。相比上年，有 15 家企业集团新增进入榜单，其余 42 家企业集团中有 37 家排位上升。

为什么企业集团会有如此迅猛的发展态势？学者们从多个层次对其进行了解释：企业集团作为现代企业组织的高级发展形式，不仅在某些方面替代了市场机制，节约了交易成本，更重要的是它创造出了集团内部资本市场以在各成员企业间分配资源。特别是在外部资本市场较不完善的新兴市场国家（例如中国），集团这种组织形式及其内部资本市场的运用不仅替代了某些缺失的外部经济制度，还能对宏观经济政策的缺陷做出适当的应激反应。集团内部资本市场运作不仅可以缓解成员企业的融资约束，降低信息不对称所带来的投资不足；集团总部所具有的信息优势还能有效监督和激励子公司管理层，抑制子公司管理层的机会主义行为，从事“挑选优胜者”（winner—picking）的活动，将有限的资本分配到效率最高的项目上，从而提高了集团内部的资本配置效率。

但是在企业集团快速发展和内部资本市场运作日益频繁的同时，现实中的种种现象也引起了人们对内部资本市场提升资本配置效率功能的怀疑。2004 年，德隆系、托普系、飞天系、鸿仪系等庞大的企业集团相继坍塌。德隆系曾拥有 222 亿元总资产，控制 177 家参股企业，跨越十几个产业领域，其覆灭的根源就在于不计成本地疯狂并购与扩张，导致德隆集团庞大的产业帝国资金链断裂，四大国有商业银行近 200 亿的贷款也难以收回。鸿仪系为了满足产业急剧扩张的资金缺口，依靠旗下的众多上市公司采用相互担保等形式进行大规模的银

行借款，并通过赤裸裸的直接占用将上市公司借款得来的大量资金转移出上市公司。通过关联占款和关联担保连接起来的内部资本市场将鸿仪系旗下的众多上市公司和非上市公司牢牢拴在了一起。一旦内部资本市场中的某些环节发生了资金问题，其他公司便在骨牌效应中纷纷被卷进资金的黑洞，作为“提款机”的上市公司更是被拖入无底深渊。其他的诸如“三九系”、“飞天系”、“托普系”、“万向系”、“复星系”等也都是由于内部资本市场的滥用，最终导致资金链的断裂从而土崩瓦解的。

除了上述这些比较典型的案例，其他企业集团中控股股东利用内部资本市场掏空上市公司，侵占中小股东利益的现象也非常普遍。在脆弱的外部监管环境下，集团控股股东可能通过集团内部资本市场从事各种自利行为，例如将资产转移出公司（tunneling）、提取利润逃避债务、用集团中业绩好的企业来扶助（propping）遭受损失的公司。这些非理性的财务决策主要考虑的是控股股东的利益，较少关注单个公司价值的最大化，集团内部资本市场实际上为控股股东提供了一个从其他成员那里牟取私利、转移财富的渠道。上述侵害行为的存在，使得企业集团中存在着对资源的误分配和非效率投资的现象，损害了企业集团的价值，也损害了外部投资者的利益和投资信心，最终损害了上市公司的利益。

面对现实中的种种矛盾与质疑，我们非常有必要深入到企业集团内部，考察集团内部资本市场的运作以及成员企业资本配置的效率。通过对集团内部资本配置效率的进一步考察，本文试图回答以下一些问题：第一，集团内部资本市场是否总是效率促进的？是否能在集团内有效地配置资本？第二，如果集团内部资本市场有它不利的一面，那么在什么情况下，在何种制度环境中，它会降低资本配置效率？第三，集团内部资本市场的运作是否会改变成员企业的投资决策？换言之，与独立企业相比，集团成员企业的投资决策是否会受到集团内部

资本市场运作效率的影响？第四，当外部制度环境发生改变，集团内部资本市场如何反应？是否因外部制度的约束而改变其运作方式与效率？第五，制度政策的演进以及政府强制性的制度变迁是否改变了集团内部资本市场运作与成员企业投资决策的相互关系？通过对这些问题的研究，我们可以在现有文献的基础上进一步明晰企业集团内部资本市场的“光明面”与“黑暗面”及其对成员企业投资决策的影响，并从制度演进的视角考察内部资本市场运作效率与成员企业投资决策随着制度环境的变化如何进行调整。

第二节 选题的理论意义与现实意义

如若不考虑企业所得税和市场交易成本，在完美的外部资本市场中，企业总能够以与内部资金相同的成本筹集到外部资金来满足投资的需要。无论投资项目所需资金采取何种方式筹集，无论各种方式融资额的比例为多少，都与企业的预期收益无关，与企业的投资效率无关。企业的投资决策仅仅取决于投资项目的净现值。这便是由 Modigliani 和 Miller 在 1958 年所提出的公司财务领域中著名的 MM 定理。然而，随着企业契约理论、委托代理理论和信息非对称理论等新制度经济学理论在公司财务领域的兴起，越来越多的理论与经验证据表明：现实中外部资本市场的不完善以及投资者保护的缺失，通过多种机制扭曲了资本在企业间的配置。由于信息不对称和代理问题的影响，一方面使得企业普遍面临着融资约束的困境，从而不能为所有净现值为正的项目筹集到足够的资金，引发投资不足（Myers and Majluf, 1984）；另一方面又使得管理者的帝国构建倾向得到放大，将稀缺的资本投入到净现值为负的项目上，导致投资过度（Jensen and Meckling, 1976）。

既然外部资本市场的诸多缺陷影响了资本配置效率，一个很自然

的疑问是：作为资金配置的另一个重要场所，企业内部资本市场（Internal Capital Market）在资本配置效率上是否有其独特的优势？其资源配置机制是否能够缓解或克服影响外部资本市场的不利因素？更进一步，集团内部资本市场的运作是否对成员企业资本配置行为产生影响？其内部资本配置效率如何？

在这个问题上，学者们的观点产生了分歧。由于研究单个企业的内部资本市场并不能很好地反映内部资本运作的本质特征，因此，学术界主要以企业集团的内部资本市场为研究对象。一部分学者的研究表明：在外部制度环境与市场化进程不发达的新兴市场国家，企业集团及其内部资本市场运作是对不完善外部资本市场的替代以及对一系列制度缺失的补充。集团内不完全相关的现金流的共同保险可以增加整个集团的借债能力，降低外部融资成本（Lewellen, 1971）；集团成员企业之间则通过资金拆借、贷款担保、关联交易等内部资本运作方式放松自身的融资约束，从而更多地利用净现值为正的投资机会（Stein, 1997）。此外，由于集团总部掌握着资本的控制权，它可以根据实际需要将某个子公司运营产生的现金流转移给具有更高回报率的另一个子公司进行投资，即从事“挑选优胜者”（winner—picking）的活动，从而提高了整个集团的投资效率（Stein, 1997）。以上观点属于集团内部资本市场的“效率观”。

而另一部分学者的研究则倾向于认为，由于代理冲突、寻租行为、交叉补贴、平均主义等问题的存在，集团内部资本市场运作的效率很可能还不如外部资本市场。子公司经理层发现，将精力投入到寻租活动当中比专注于本部门生产能获得更多的资本与私利，于是集团内部资本市场常常成为部门经理的寻租市场。受此影响，集团总部常常在子公司之间进行低效率的“交叉补贴”（cross subsidization）与“平均主义”（socialism），使得相对好的分部（或子公司）投资不足，而较差的分部（或子公司）投资过度（Scharfstein and Stein, 2000），