



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

内部资本市场、外部融资 与投资者保护

——基于中国上市公司的实证研究

Internal Capital Markets, External Financing and Investors
Protection: An Emperical Study on Chinese Listed Companies

万良勇 著



经济科学出版社



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

内部资本市场、外部融资 与投资者保护

——基于中国上市公司的实证研究

Internal Capital Markets, External Financing and Investors
Protection: An Empirical Study on Chinese Listed Companies

万良勇 著



经济科学出版社

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：徐领柱

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

内部资本市场、外部融资与投资者保护
——基于中国上市公司的实证研究

万良勇 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787×1092 16 开 10.75 印张 220000 字

2008 年 3 月第一版 2008 年 3 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6887 - 8/F · 6139 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

投资者保护与会计是近年来会计研究的一个新领域。该领域研究在国内的兴起,与我国会计学家、中南财经政法大学郭道杨教授的亲自倡导密不可分。记得早在2002年,郭教授就在国家自然科学基金管理学部评议组会议上呼吁设立会计方面的国家自然科学基金重点项目。到了2003年,他明确提出产权保护导向的会计控制研究,撰写了研究大纲,并组织中南财经政法大学、北京大学、中山大学和湖南大学的会计教授在中山大学进行专题研讨,进一步完善了该领域的研究思路和内容。年底,他正式向国家自然科学基金管理学部提交了“产权保护导向会计控制研究”重点项目的建议书。在2004年国家自然科学基金管理学部评议组的会议上,郭教授的建议得到了评议组成员和学部领导的支持,正式列入2005年的重点项目指南。2005年,多家大学申报该重点项目,我与刘峰、谭劲松等教授联合财政部会计司的刘玉廷司长也组织填报了一份申请书。最后,评议组和学部批准由中山大学和北京大学分别承担该项目。

改革开放以来,我国的经济改革一是用市场价格机制代替了中央的计划指令;二是在国有企业自身进行产权改革的同时,非国有企业在国有企业之外成长起来(盛洪,2002)。特别是《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》(以下简称《决定》)提出大力发展“混合所有制经济”,使股份制成为公有制的“主要实现形式”之后,产权保护成为国家制定政策、企业实践和学术研究中值得进一步关注的一个重大课题。

西方市场经济发达国家以私有产权为基础,产权界定清晰,产权纠纷解决机制完善。与之相比,我国的产权关系要复杂得多。首先,我国的产权关系还处于不断明晰与调整变化的过程之中。“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”这十六个字本身就表明,我国的产权归属不清晰、相关各方的权责不明确、对产权的保护不严格。其次,我国的产权关系由多种形式的公有产权和非公有产权所构成。《决定》提出:国家将不断提供新的机制,使非公有经济能更多地参与到国有经济的改革当中,通过发展混合所有制,强化国有经济的控制力;国家保护个体经济、私营经济等非公有经济的合法权利和利益。第三,国有产权的有效行使还是一个比较大的难题。尽管国有产权在概念上可以是明确的,但一个有效的产权还要能在现实中有效行使。进而言之,在所有权与控制权相分离的现代企业中,始终存在着委托人与代理人之间的利益冲突,公司治理结

构作为这一冲突的解决方案也仍然要承受代理费用（张维迎，1995）。第四，我国复杂的产权关系还包括上市公司的股权分置、大股东对小股东的侵占、管理层对投资者的侵占、“内部人”对“外部人”的侵占，以及权益投资者与债权投资者之间的关系等。让复杂的问题更加复杂的是，我国现有的、与产权保护相关的法律制度，仍然处在不断完善之中。最后，随着利益相关者观念的兴起，特别是人力资本地位的提升，经营者产权和劳动者权益问题又被提了出来。总之，我国的产权保护面临着一个特定的制度背景，我们总称为“复杂产权关系”。

实现产权保护，应当是多层面、多角度的，包括社会制度安排、法律、产权改革和现代企业制度建设等多条渠道。其中，借助会计的定价功能和治理功能，通过充分界定产权主体各方的信息权利和相应的信息优势，能够在一定程度上发挥产权保护的功效。因此，本项目集中研究如何利用会计信息和会计控制方式实现有效的产权保护。

根据目前我们对有关产权文献的理解，考虑到有关的产权概念与会计的关系，本项目的研究设计采用“产权的核心内容是契约权利和剩余权利”这一理解。产权保护的关键也就是：如何有效地实现与产权相关的契约权利和剩余权利。在这里，契约权利可以由国家的法律法规、企业的正式合同或其他形式的契约所约定，剩余权利也不一定仅仅是由投资者所独占。但无论采用怎样的具体形式，投资者与管理层之间的信息权利及信息优势转换都会直接影响到有关各方契约权利和剩余权利的真正实现。

信息改变权利的分配。人们的认识是其所掌握信息集合的函数，认识随着信息集合的改变而变化。信息通过改变认识，从而改变权利的分配。变化过程遵循以下途径：信息改变认识，新的认识导致权利冲突，权利冲突通过改变权利分配获得解决（科尔曼，1999）。这些认识同样适用于对产权及产权保护的分析，同样适用于对契约权利和剩余权利有效实现的研究。新的信息的产生，会改变现有的产权配置结构，衍生新的主张和权利。但从有关的文献看，经济学虽然意识到信息在产权保护中的作用（Aghion and Tirole, 1997; Tirole, 2001; Rajan and Zingales, 2000; 杨瑞龙、刘刚，2002; 张维迎，2003），但是，它通常借助“完备知识”假设和“完美市场”。环境假设回避了信息问题。会计研究则相反，它直面投资者与管理层的信息权利冲突，特别是委托代理契约签订后管理层的信息优势及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响。也正是透过这一角度，我们认为，会计能够在维护产权主体各方的相关利益方面发挥积极作用。

会计具有定价功能和治理功能（Healy and Palepu, 2001）。信息的不对称分布会影响市场功能的发挥（Arrow, 1969）。代理人的信息优势可能引发其机会主义行为，由此带来的外部性是对投资者相关权益的侵害，也可能影响社会整体福利的改进。产权的界定和明晰化是对外部性的一个内在化过程（internalization），而消除可能的信息不对称则为这一过程提供了关键支持。作为一个以提供财务信息为主的信息系统，会计为旨在保护投资者的相关制度提供了必要的支持。事实上会计本身也可视为实现投资者保护的一项机制，因应投资者可能面对的不同机会主义侵害，会计可以通过定价功能和治理

功能发挥其在投资者保护中的作用（魏明海等，2007）。

投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。会计通过向潜在参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布，有助于维持和改善外部市场的流动性（Sunder，1997）。这时会计的作用就表现为，将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003）。为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息，减少由于错误定价或决策带来的损失，这正是会计实现投资者保护的定价功能（pricing）。道德风险是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。由于投资者无法观察其行为，代理人可能为了最大化私人收益而侵蚀投资者财富，激励相容契约的提出正是为了缓解这一代理问题。由此，会计就在旨在约束代理人机会主义行为的契约中得到了运用，为反映代理人的努力程度提供了衡量尺度和相应的反馈制度（Scott，2003）。协助缔约并监督契约的履行情况，保证投资者获取相应投资回报，这就是会计实现投资者保护的治理功能（governance）。

由此不难看出，围绕产权的核心内容即契约权利和剩余权利，侧重于投资者保护，透过对信息权利及信息优势转换的分析，深入地、创新性地研究如何利用会计信息和会计控制方式实现我国复杂产权关系条件下有效的产权保护，具有重要的、有别于法学和经济学研究的意义。

现代会计产生时的受托责任天然地将会计实践定位为服务于产权保护，随后的会计理论研究和制度安排也自觉或不自觉地与产权保护联系了起来。由于产权的核心内容是契约权利和剩余权利，因此产权保护的一个关键是利用会计信息确立、有效实现与产权有关的契约权利和剩余权利。同时，利用会计的定价功能和信息功能，提升企业的经济业绩、有效地进行剩余分配，从而实现投资者权益的保值增值。同时，我国复杂产权关系条件下的产权保护问题，也对会计理论研究和制度安排提出了新的挑战。

本项目的学术思想是：利用会计学与产权经济学、法学、社会学、信息经济学和财务经济学等学科交叉的理论与方法，研究管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，创新产权保护导向的会计理论。在此基础上，将产权保护导向的会计理论应用于进一步研究：我国复杂产权关系条件下会计是如何透过其定价功能和治理功能，在促进产权交易、完善公司治理和强化内部管理控制中发挥作用，进而实现投资者权益保值增值的。这是因为，产权交易、公司治理和内部（会计）控制是与会计关系密切的产权保护的三个关键环节。在这三个环节中，会计对产权保护可以起到重要的作用。为了深入地分析上述问题，还将对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析研究。最后，将形成我国产权保护导向会计的相关制度安排。

对于上述学术思想，说明如下：

第一，用学科交叉的优势，分析信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响。具体是考察管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，为产权保护导向的会计理论研究提供更扎实、直接的理论基础。

第二,分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化,及其对与产权有关的契约权利和剩余权利确立、实现的影响。构建以产权保护为主要目标,宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

第三,研究我国复杂产权关系条件下产权保护导向的若干重要方面的会计与财务问题。由于我国复杂产权关系条件下涉及的产权保护导向的会计与财务问题比较多,按照有限目标、重点突破的原则,本项目将选择三方面的重要会计问题和一组典型的案例开展研究。三个方面的重要会计问题是:(1)产权交易中的会计问题研究,重点是产权交易过程中的会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动。(2)公司治理中的会计问题研究,重点是管理激励、代理人竞争与会计选择、盈余管理、信息披露。(3)内部(会计)控制与产权保护,重点是把内部(会计)控制作为会计信息质量的保证机制和企业内部管理控制的重要机制加以考察。我们预期:通过上述三个方面的研究,将揭示会计的定价功能和治理功能,尤其是会计如何改善产权交易、公司治理和内部控制的效率,提升经济业绩和实现公平有效的剩余分配,从而实现投资者权益保值增值。此外,本项目还将选择一组利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行深入的研究。

第四,在上述研究基础上,规划我国产权保护导向会计相关的制度安排,重点是:(1)产权保护导向的会计准则设计;(2)产权保护导向的信息披露监管制度设计;(3)高质量财务报告和信息披露的激励制度设计。

根据上述学术思想,本项目的研究目标是:(1)以信息权利为基础,构建管理层与投资者会计信息博弈模型,创新产权保护导向的会计理论;(2)提出我国复杂产权关系条件下会计作用于投资者权益保护的理论、方法和机制,形成产权保护导向会计的相关制度安排。

为了实现上述研究目标,本项目的研究分为以下7个专题:

(1)信息权利与产权保护的科学机理研究。本专题将利用学科交叉优势,在归纳相关学科对产权理论研究的文献之后,主要以GHM理论为基础,重点分析产权的核心内容即契约权利和剩余权利的具体表现;研究实现契约权利和剩余权利的障碍,包括回顾我国国有企业改革,分析承包制、租赁制、股份合作制、上市公司股份制改造及上市公司运作过程中投资者契约权利和剩余权利的实现障碍;利用社会学和信息经济学等的相关研究成果,分析权利形成的基础,确立权利生效的条件,研究信息权利的性质和特征,明确信息权利与产权关系之间的科学机理;分析委托代理关系中管理层与投资者的信息权利、信息优势转换,及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响;总结出信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响,尤其是管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、有效实现的机制。通过本专题的研究,确立信息权利与产权保护之间的科学机理,可以为产权保护导向的会计控制研究提供直接、有效的理论基础。

(2) 产权保护导向的会计理论创新研究。本专题首先就管理层的态度和偏好、会计选择机制、会计政策对投资者权益的影响进行理论分析；在此基础上，以会计信息为主要对象，侧重于分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化；分析会计信息质量变化对与产权有关的契约权利和剩余权利形成、实现的影响；形成产权保护、管理层信息优势与会计之间的逻辑关系，构建管理层与投资者会计信息博弈模型；创新以产权保护为主要目标，宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

(3) 产权交易中的会计信息与财富流动研究。本专题首先利用会计信息投资决策有用性原理，开展会计信息在投资决策应用的理论研究，重点是资本配置决策和投资时效决策；分别以国有股权转让、管理者收购、企业并购、内部（资本）市场运作、关联投资等为背景，对产权交易过程中会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动之间的关系进行经验研究；针对产权交易市场中普遍存在的“信息问题”，揭示财务报告和信息披露在产权交易中的角色，分析会计信息与股权定价之间的关系；构建分析我国上市公司管理层的披露决策模型，检验信息披露的资本市场交易、公司控制权争夺、所有权成本和股票报酬等假设；分析机构投资者和分析师等对管理层信息披露决策的影响，重点研究市场盈利预测与管理层盈余预期管理的关系，及其对管理层盈余预期的影响；最后，用上述理论解释产权交易过程中利用会计方法转移财富的现象。

(4) 公司治理中会计信息与管理激励、代理人竞争研究。本专题在分析“代理问题”与会计的契约角色基础上，考察我国企业契约（以与产权有关的各类契约为主）中使用会计数据的情况及其变化趋势，分析会计信息与公司治理的关系；重点研究我国实施不同类型股权激励和利润分享激励企业的会计选择、盈余管理和信息披露；检验会计行为对激励效果和投资者权益的影响；针对我国经理市场尚不发达，代理人竞争中存在大量的非市场化手段，研究会计信息与代理人竞争之间的关系，重点是代理人竞争中的盈余管理行为、信息披露策略，及其对投资者权益的影响。

(5) 内部（会计）控制与产权保护研究。在这里，我们一方面把内部（会计）控制理解为会计信息质量的一项重要的保证机制，另一方面又把它看成是企业内部管理控制的一项重要内容。作为会计信息质量保障机制的内部（会计）控制，对发挥会计信息在提高产权交易和公司治理效率有重要的影响；作为企业内部管理控制内容的内部（会计）控制，对产权保护也有特殊的作用。本专题的主要内容有：分析内部（会计）控制与会计信息质量，内部审计、内部（会计）控制与会计信息质量之间的关系；形成会计信息质量的内部（会计）控制机制；对我国企业主要的内部（会计）控制（如预算、成本费用、对外投资、担保等）进行实地研究和问卷调查，对其实际的效率和效果进行分析；分析企业组织与内部（会计）控制之间关系，构建有助于实现产权保护的内部（会计）控制制度和方法体系。

(6) 利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析。本专题将重点对以下 5 类利

用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。它们是：私人股东侵占国有股东权益；管理层侵占投资者权益；大股东侵占小股东权益；国有股东侵占私人股东权益；此外，考虑到我国复杂产权关系条件下，权益投资者对债权投资者的侵占问题比较突出，本项目还将对股东利用会计信息侵占债权人权益的典型案例进行研究，主要涉及逃废银行债务以及债券持有人权益保护问题等。

(7) 产权保护导向会计的相关制度安排研究。本专题侧重于政策和应用研究，主要有三个方面：产权保护导向的会计准则设计，重点围绕会计准则制定基础（方法）、公允价值会计和稳健会计三个方面，设计我国的产权保护导向的会计准则；产权保护导向的信息披露监管制度设计，包括强制性披露的内容和监管方式，自愿性披露的监管方法、“公平信息披露”管制等；高质量财务报告和信息披露的激励制度设计，包括完善法律责任与诉讼制度、改进公司治理、增进对公共信息的需求、减少财务报告与披露的外部影响、调整税务与财务报告的联系方式、确立管理层的会计责任等。

通过研究，我们希望：(1) 以信息权利概念为核心，以管理层与投资者之间的信息优势转换为主线，完善产权保护导向会计研究的理论基础，创新产权保护导向的会计理论；(2) 以我国复杂产权关系为主要的制度背景，围绕会计的信息功能和控制功能，提供一系列有关会计信息与产权交易、会计信息与公司治理、内部会计控制与产权保护相关性的经验证据，形成系统化的产权保护导向的会计方法；(3) 对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行实地调查，总结经验教训，为政策制定和实践提供参考；(4) 规划、设计出一套具有政策建议和实际应用价值的我国产权保护导向会计的相关制度。

为了展示项目的研究成果，在经济科学出版社的大力支持下，我们决定分两辑出版《投资者保护与会计研究丛书》。现在出版的第一辑有7种，主要是项目的部分阶段性研究成果；将于2009年出版的第二辑，则是项目研究的最终成果。

由于投资者保护与会计是一个新的研究领域，我们的研究还很不成熟，甚至存在错误。唯有不断交流、持续论争，学术才有源泉！

魏明海

2008年1月18日于广州康乐园

前 言

目前国内财务与金融学者通常都是在外部资本市场背景下开展企业投融资行为研究,而较少注意到企业内部资本市场的影响。而事实上内部资本市场作为一种资源配置机制,对企业经营活动具有深远影响。我国虽然在该领域的研究尚比较稀有,但是内部资本市场作为一种重要的资源配置机制却广泛存在。控股型企业集团已经成为我国重要的企业组织形式之一。我国的上市公司绝大部分都处于集团控制之下,上市公司与其关联公司间存在非常密集频繁的内部资本交易。集团内部资本市场已经成为我国上市公司经营活动的重要影响因素。本书试图对内部资本市场如何影响企业经营行为及投资者利益展开研究。

一、研究主题与意义

(一) 内部资本市场——灯火阑珊处的公司财务理论

以往关于公司财务(金融)问题的研究通常都是关注外部资本市场,比如股票市场、债券市场以及银行等,然而事实上,有大量的资本配置行为是在企业内部发生的(Gertner et al., 1994)。在内部资本市场(Internal Capital Market)中,企业或企业集团的最高决策层根据内部各分部的资金需求,凭借其经营控制权进行内部的资本调配。在西方,内部资本市场是金融经济学,尤其是关于企业多元化以及公司重组问题的重要研究对象(Triantis, 2004)。在美国的1981年至1991年间,非金融公司的资本支出有3/4以上来自内部资金(Lamont, 1997)。

西方关于内部资本市场理论的研究早已有之。从现有文献来看,Alchian (1969)较早对企业内部资本配置行为进行了研究。他在文章中指出,“通用电气公司内部的投融资资金市场竞争激烈,能快速地使市场出清,并且内部的借贷双方都比外部资本市场更容易获取信息。事实上,我认为通用电气公司的财富增长更多的是来自于资源交易与配置的内部市场的优势,也即来自于更多更廉价的信息的优势。”Williamson (1975)指出分散化经营将资本配置功能内部化(这些功能本应当由外部的银行或其他金融中介来行使),从根本上改变了资本配置的组织安排,一个分散化企业的内部资本市场可以比外部资本市场更有效地配置资金,并能以较低的成本减少无效的投资。最著名的也是引用率最高的文献之一是Stein (1997),他通过构造理论模型证明由于企业最高决策者拥有企业的剩余控制权,并且相对于外部金融中介机构具有信息优势,因此在假定企业

最高决策者的激励与股东价值最大化目标相一致的情况下,最高决策者可以通过“挑选优胜者(winner-picking)”使得内部资本市场能够较外部资本市场更有效地配置资本。

西方关于内部资本市场的研究是随着企业多元化战略的兴起以及企业并购重组的日益频繁而逐渐活跃起来的。自20世纪20年代以来,美国企业就大力进行多元化扩张,并且发明了事业部制(M-form),为多元化战略的执行找到了适当的组织形式。到了60年代,美国的多元化和事业部制进一步扩展,促成了多角化集团,即非相关多元化企业集团(Conglomerate)的兴起。对于多元化经营的成功,研究者给出了多种解释,而内部资本市场的相对效率性是其中主要的解释因素之一。正如Hill(1988)指出,企业实行相关多元化是为了追求分部间相互关联带来的经济收益,而实行非相关多元化则是为了追求利用内部资本市场带来经济收益。但是到了20世纪80年代,美国企业出现了相反的趋势,大量企业从多元化战略回归到发展核心业务的战略(“归核化”refocusing)。正如Scharfstein and Stein(2000)指出的,近年来,公司多元化会减少公司价值已经成为学术界的共识。许多研究者又试图用内部资本市场的无效性解释多元化战略的失败。美国近一百年来先后发生了五次兼并浪潮,大公司及大集团始终是资产重组与企业兼并的重要主体,在其中发挥主导作用。企业的重组、兼并直接导致内部资本市场的变迁,企业的兼并收购将外部资本市场转化为内部资本市场,而剥离出售则将内部资本市场的边界收缩。以往研究较多从产出角度对重组效率进行解释,而内部资本市场理论的提出则为企业的兼并重组提供了新的视角,许多学者从内部资本市场运行效率的角度解释重组效率(Gertner et al., 2002, Triantis, 2004)。

近10多年来,我国也有很多企业走集团化、多元化的道路。1991年财政部颁布了《企业集团财务公司财务管理试行办法》,中国人民银行及中国银监会先后三次修订集团财务公司的相关管理规则。纵观我国国有企业集团的发展历史,内部资本市场运作一直是政府给予国有企业集团发展的一项优惠措施。国务院将“试点企业集团要逐步建立财务公司”作为发展企业集团的一项重要政策。而事实上,内部资本市场也成为企业集团发展的客观要求和主要的优势之一。据国家统计局的调查资料,2003年我国中央管理企业中的企业集团、国家试点企业集团、国家重点企业中的企业集团、省部级单位审批的企业集团以及年营业收入和年末资产总计均在5亿元及以上的其他各类大企业集团共计2 692家,年末资产总额为170 170亿元,平均每家资产规模达到63.2亿元。2 692家企业集团共拥有成员(企业包括母公司和子公司)28 372家,平均每家企业集团拥有成员企业单位10.5家。这些数据统计的还仅仅是政府审批设立的直接以“集团”命名的企业集团,实际上还存在许多“事实性”企业集团。这些企业集团并没有经过行政审批,主要是通过对上市公司的股权收购而形成,完全依靠股权进行联结。

更为重要的是,在我国,由于历史原因,上市公司绝大多数都是由国有企业改制而来,通常都有一个集团公司是其控股公司(或直接控股或间接控股)。上市公司与集团

公司之间以及集团内的其他企业之间客观上存在着大量的资金往来,有不少集团内部设置了内部银行或内部财务公司,此外还有直接的资金划拨调用,以及比较间接的资本配置如贷款担保、资产重组等,这些都显示了内部资本市场的广泛存在。尽管监管部门对大股东的行为有严格限制,但大股东与上市公司间仍然可以通过各种隐秘渠道规避相关管制。

但是我国理论界却较少关注内部资本市场理论。20世纪90年代末期出现了少数介绍性的文章,如孔刘柳(1998)回顾了西方内部资本市场理论研究成果,并就内外部资本市场的关系作了初步探讨。王加胜、唐绍欣(2001)在回顾了西方内部资本理论的基础上论述了该理论对我国国有企业改革的现实意义。令人欣慰的是,近期越来越多的学者开始关注到这一理论的价值,陆续出现了一些较具中国特色的研究成果。周业安、韩梅(2003)通过华联超市借壳上市的案例分析,将内部资本市场理论与中国股票市场的特点相结合,对中国上市公司进行内部资本市场运作的可能方式和结果进行了讨论,并且提出了内外部资本市场互动是理解中国企业内部资金配置行为的重要视角的主张。邹薇、钱雪松(2005)构造了一个两层次委托代理模型,强调了外部资本市场和内部资本市场之间的相互作用,分析表明,资本配置扭曲和资本使用效率低下的关键是外部资本市场运作不完善对企业内部管理者寻租行为的影响。曾亚敏、张俊生(2005)的研究表明我国上市公司实施股权收购更多的是过度投资的表现,而不是构建有效的内部资本市场。魏明海、万良勇(2006)研究了我国企业内部资本市场的边界确定问题,考察了影响边界确定的若干因素,提出了政府对内部资本市场边界的管制应当兼顾公平与效率。万良勇、魏明海(2006)通过对三九集团的案例考察发现我国上市公司所处的内部资本市场功能已经发生异化,原本基于效率动因的内部资本市场已经异化为利益输送的渠道。万良勇(2006)对集团内部资本市场的缓解融资约束的功能进行了实证检验,发现中央政府控制集团的内部资本市场能够有效缓解下辖公司的融资约束,但其他地方政府控制以及私人控制的集团的内部资本市场反而会加剧下辖公司的融资约束。

(二) 内外部资本市场互动——公司财务研究新视角

经济理论的意义来自对实践的解释与预测。英美国家的市场特征决定了主流内部资本市场研究的边界。尽管西方学术界很早就已开始关于内部资本市场的研究,但是从研究主题上看,西方研究主要从抽象的理论模型出发研究内部资本市场效率的影响因素,以及从内部资本市场角度出发解释多元化与并购重组的价值效应。这些研究较少涉及到集团层次的内部资本市场以及与之相关的投资者利益保护问题。不过从国际视野看,近期有不少关于东亚国家的研究重点讨论了集团组织与集团内部资本市场的问题。如 Claessens et al. (2000) 通过对东亚九国的研究发现,这些国家里的集团成员公司的价值显著低于独立公司的价值,表明控股股东对集团成员公司的利益侵占所带来的成本已经超过了集团内部市场带来的收益。这些研究将侧重点放在了利益输送问题以及中小投

资者保护问题上,他们更多的是直接将内部资本市场与企业价值联系在一起,构建其中的因果关系。

我们认为,一方面这些研究已经注意到了东亚国家的公司组织结构及投资者保护环境与英美国家存在巨大差异,因而将内部资本市场研究的边界进一步拓展到单个的上市公司以外,这是一个了不起的学术贡献。但另一方面我们认为仅仅从利益侵占的角度去解释内部资本市场对公司价值的影响仍然有失简单与片面。我们认为从逻辑上讲,内部资本市场对公司价值产生影响必定存在中间的传导机制。在我国的市场环境下,内部资本市场运作对上市公司外部融资行为存在重大影响,也许这会是内部资本市场影响企业价值的中间传导机制之一。所幸的是我国已有学者关注到这一潜在的重大理论问题。周业安、韩梅(2003)较早指出应该从内外部资本市场的互动去理解我国上市公司的行为。邹薇、钱雪松(2005)也指出,要想得到我国上市公司股权融资偏好成因以及影响的全面认识,就不仅要关注外部资本市场,而且必须深入到企业内部,将影响企业决策的外部市场因素与企业内部资本市场、企业治理结构和内部运作机制结合起来分析。

(三) 中国上市公司融资怪象——有待破解的“融资之谜”

几乎所有学习过财务理论的人无不对西方公司融资理论耳熟能详,也正是这些经典理论为公司财务(金融)研究增添了许多科学内涵与经验性意义。现在人们基本上认同将MM定理的提出视为是现代公司财务学的起点。在此后的岁月里,公司融资理论得到了非常迅速的发展,尤其是信息经济学以及新制度经济学的发展为公司融资理论提供了非常重要的方法论支持与理论基石,其中最著名的融资理论莫过于Leland and Pyle(1977)开创的信号传递理论、Myers and Majluf(1984)开创的融资优序理论、Jensen and Meckling(1976、1986)提出的代理理论以及Stulz(1988)和Harris and Raviv(1988)提出的控制权理论。

但是不无遗憾的是,无论这些理论具有多么经典的地位以及在英美市场受到多少经验证据支持,它们在用于解释中国上市公司融资问题时却都遭遇了前所未有的尴尬。“洋理论”在中国资本市场上出现了明显的“水土不服”。^①我国上市公司呈现出国外经典理论难以解释的“融资怪象”,主要有以下几种学术性概括:(1)股权融资偏好论。Myers and Majluf(1984)在信息不对称假设的基础上提出的融资优序理论认为,公司进行融资的顺序应是先内部资金,然后是低风险债务,最后才是权益融资。许多学者认为我国上市公司融资顺序却恰恰相反,一般表现为先股权融资后债务融资,存在所谓“股权融资偏好”(黄少安、张岗,2001;李翔等,2002;陆正飞、叶康涛,2004);

^① 也许正如Myers(2001)指出的,世界上本来就没有什么关于债务权益融资选择的普适性理论(universal theory),但却有一些有用的条件性理论(conditional theory)。也即是说所有这些经典理论本身依赖于很强的理论假定,当假定与现实差距较大时,理论就不具现实解释力。

(2) 圈钱论。宋衍衡(2003)根据中国特殊的制度背景提出了“圈钱”假说,即配股的目的就是融资本身,而不是财务管理理论通常所说的从企业价值最大化角度做出的财务决策。并进一步按照圈钱的目的不同,将圈钱动机划分为为保留资金储备而进行的时机性圈钱和为回报个别利益集团而进行的无条件圈钱两大类;(3) 过度融资论。张军等(2005)则认为,由于中国上市公司受到融资政策的限制,公司的资产负债率仅仅是这种限制性政策的反映,而不是公司在融资方式之间权衡的结果,上市公司并不具备股权融资偏好,也不具有最优资本结构,其行为特征表现为过度融资。我国上市公司一方面权益融资和负债不断增加,另一方面投资的效益却不断下降。这说明公司即使没有投资收益良好的项目,也不断地进行融资,是一种过度融资行为。无论我国上市公司是否具有股权融资偏好抑或过度融资,有一点是可以肯定的,就是中国上市公司的融资行为具有显著不同于英美发达国家的特征。如果要正确地理解我国上市公司的融资行为显然需要对我国的制度环境进行深入剖析,寻找出中国特色的理论解释。^①

(四) 集团内部资本市场的机会主义特征——初步解释

通过理论与经验的总结,我们发现影响我国上市公司融资行为的特殊制度环境可以主要包括:普遍的集团控制、政府高比例控股权、金融抑制环境、法律保护环境较弱等等。普遍的集团控制构成我国上市公司的典型的组织制度环境,这意味着上市公司的行为已不单单是单个公司法人的内部决策,它的行为必然会受到控股集团的影响,而且必定会体现控股集团的利益追求。这也决定了我国绝大多数上市公司进行投融资行为时不单面对外部的资本市场,^②同时还面对着一个集团内部资本市场。

已有关于集团与内部资本市场的理论研究表明,集团内部资本市场的具体效率与效果,依据外部产权执行环境以及公司治理机制的不同而各异。集团内部资本市场对下属公司存在双重影响。从正面看,在新兴市场国家,企业集团组织能够代替落后的外部市场与制度(Amsden, 1989)。集团内部面临融资约束的成员企业可以通过内部资本市场获取投资所需资金,从而使融资约束得以缓解。Hoshi et al. (1991)采用经典的融资约束模型证实了集团成员企业的投资行为比非集团成员企业(独立企业)受到更小的融资约束,证明依靠企业集团中紧密的银企关系构建内部资本市场有利于缓解企业的融资约束。但同样在新兴市场中,集团内部资本市场也可能存在较大负面效应,这主要来自于大股东对小股东的利益侵占的可能。集团内部形成的

^① 而实际上针对制度环境对公司融资行为影响的研究早在十余年前就已有之,并非是我国特有。Rajan 和 Zingales (1995)考察 G—7 国家的公众公司资本结构的决定因素,他详细考察了 7 国间的税收制度、破产法规、银行导向抑或市场导向以及所有权和控制权的差异,以及理论上这些制度因素对资本结构可能存在的影响。但是略有遗憾的是虽然文章试图对其进行解释,但制度性解释仍然非常不足,文章并没有很好地解释不同国家的制度环境差异如何导致具体的四种解释变量系数的差异。也有相当一部分学者研究了法律制度及其执行对公司金融的影响(LLSV, 1998、2000、2002; Wurgler, 2000; 等等)。

^② 我们这里的资本市场是采用广义的概念,既包括证券市场,也包括信贷市场。

资本市场和要素市场为控股股东通过关联交易这种较为隐秘的方式掏空上市公司提供了可能 (Khanna, 2000)。Wolfenzon (1999) 的模型提供了组建企业集团的另类逻辑, 即在缺少投资者保护的国家, 组建企业集团的目的在于控股股东可以利用集团的金字塔结构侵占外部投资者的利益。

由于我国特殊的金融、公司治理、法律、政治环境, 我国上市公司面对的集团内部资本市场在一定条件下呈现机会主义特征^①——大股东利用集团内部资本市场掠夺上市公司利益, 并导致上市公司其他投资者遭受损失。首先, 由于我国宏观上的金融抑制环境, 作为上市公司大股东的母公司拥有的再融资能力通常较弱, 下辖上市公司的融资能力成为大股东的替代融资渠道。早期国有企业主要依靠财政资金与国有银行信贷提供资金支持。但是随着国有企业改革的推进, 政府对国有企业的财政补贴逐渐减少, 并将这部分负担转嫁给了国有银行。而近年来国有银行商业化改革进程的加速使得国有企业能够从商业银行获得的金融资源不再主要决定于地方政府干预, 而是转向更多地决定于其真实的财务状况与发展前景。在国有企业的历史包袱短时期内还不能完全甩开以及经营机制仍存在严重问题的情形下, 寻找替代的“给养机”成为迫切需求。另一方面, 由于长期以来股票市场主要都是支持国有企业融资, 民营企业获取的融资量非常有限。又由于自身的资质问题以及信息的透明度和可信度不足, 银行在对民营企业放贷时也持过于审慎的态度, 民营企业获取信贷资金通常难于国有企业。在这种金融环境下, 无论国有还是民营企业下属的上市公司的融资优势都成为非常“可贵”的替代资源。大股东通过集团内部资本市场运作将上市公司从外部资本市场上筹集的资金转移到自己名下成为一种合理选择。

其次, 我国普遍存在的金字塔型组织结构以及较弱的投资者保护环境也是导致机会主义的集团内部资本市场的主要条件与激励因素。La Porta et al. (1999) 发现许多国家的企业都是由终极控制人通过金字塔结构实现控制。Johnson et al. (2000) 进一步指出由于金字塔结构下控制权与现金流权的分离, 终极控制人倾向于采用合法与非法的手段侵占小股东利益。集团的内部资本市场为控股股东通过关联交易这种较为隐秘的方式掏空上市公司提供了可能 (Khanna, 2000)。在国内, 李增泉等 (2004)、刘峰等 (2004) 分别从不同角度验证了控股股东利益输送行为的普遍存在。李志文、宋衍蘅 (2003) 研究表明大股东基于自身利益需求, 利用上市公司的配股资格进行圈钱是上市公司进行配股的重要动因。张祥建、徐晋 (2005a) 建立的模型表明上市公司股权再融资偏好的根本原因在于大股东可以通过“隧道行为”获得中小股东无法得到的隐性收益。

① “机会主义”一词具有多重含义, 我们此处意指西方新制度经济学中所描述的含义: 机会主义描述人们追求最大化满足的短期行为。它不顾及这类行为对他人的影响, 也不顾及一个共同体内公认的行为规范。这种行为具有离心性的、从而有害的长期后果, 它使人们的行为在长期内变得难以预见。例如, 靠偷窃、赖账来满足一个人的欲望就是机会主义的行为 (柯武钢、史漫飞, 2000)。威廉姆森 (1985) 用机会主义表示靠诡计谋求私利的行为。它包括但绝不仅限于说谎、偷窃和欺诈。

最后，政府治理也是导致大股东机会主义行为的重要原因之一。自从国家确立了建立现代企业制度这一改革方向以来，人们将诸多问题的症结都归结为公司治理缺陷。因此上市公司一旦出现侵害中小股东的行为，人们会首先想到公司治理出了问题，却很少思考公司治理缺陷背后更深层次、更基础的问题——政府治理（曾庆生，2004）。中国的经济改革是一种典型的政府主导型改革。政府治理的消极影响体现在以下三个层面：第一，政府主导的集团化扩张。我国企业集团的发展及扩张很大程度上是政府治理的结果。而我国现实的金融环境决定了我国的企业集团普遍面临资金缺乏的问题。机会主义的内部资本市场成为企业集团发展的替代资金来源；第二，政府主导的重组上市。在我国股市建立后的相当长时间里，管理当局认为股票市场的基本功能是为企业首先是为国有企业融资，采取了证券市场要为国企服务的方针（吴敬琏，2004）。政府对国有企业上市的额度控制导致企业的部分资产改制上市成为主流，上市前同为一个集团，上市后上市部分与非上市部分似乎一下有了天壤之别，效益差距极大。既然上市公司从一开始就担负了为国有企业融资的使命，那么上市之后，或明或暗的向控股的集团公司转移资金就成为一种再正常不过的行为了；第三，政府的“掠夺之手”。该理论认为政府与其他自利的经济人一样存在满足自身效用最大化的动机。我们此处姑且抛开腐败等个人利益因素，就政府而言，其本身也具有其他的利益驱动，比如维护社会稳定、保证就业等等。虽然表面看这些都是非常正当的职能，而且也是政府存在合理性的基本要求。但是关键在于我们不仅要看到职能执行的目标与结果，还应看到执行的方式与对其他利益相关人的影响。如果是动用财政资源本身无可厚非，但现实中是许多企业迫于政府压力承担了一些不应承担的“义务”，比如各种捐助、摊派等等。由于在产权链条上，许多上市公司并非直接受政府控制，中间可能还隔着一层国有企业集团。因此政府的“掠夺之手”就通过集团内部资本市场间接伸向了上市公司。由于机会主义内部资本市场的形成部分根植于政府治理需求，这成为政府起初并未采取断然措施禁止上市公司与大股东间的内部资本市场运作的原因之一。^①

（五）投资者保护——本研究的价值依归

无论是实务界还是理论界，投资者保护都已成为一个非常重要的概念。国际证监会组织（IOSCO）曾在一份名为《证券监管的目标与原则》的文件中，明确提出了证券监管的两大目标——一个是保持证券市场的透明、公正和效率，另一个是保护投资者，把保护投资者权益放在一个非常重要的位置。投资者保护是公平与效率的内在一致的要求。由于我国上市公司大股东持有多数股权，而且其余中小股东极为分散，再加上相关的保护性法律缺乏，中小股东处在一个极为不利的投资环境中。因此，从社会公正与公平的角度看，对这部分投资者的保护非常有必要。从效率的角度看，投资者保护也具有

^① 当然这不可能是唯一的原因，政府未断然禁止上市公司与大股东的集团内部资本市场运作的另一个重要原因，是人们通常难以准确判断究竟哪些行为具有机会主义特性，完全禁止可能导致效率损失。

非常重要的意义。LLSV (1997) 通过各国证券市场间的比较表明, 投资者保护越差的国家, 金融市场就越不发达。LLSV (1998) 还进一步研究了 49 个有代表性国家的投资者保护与资本市场和经济增长的关系。结果发现, 投资者保护较好的国家, 其资本市场在规模和广度方面也较为领先, 经济增长也较为迅速。普通法系国家 (如美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰等) 对外部投资者保护最好, 资本市场融资规模占 GNP 的比例也最大; 而以法国为代表的成文法系 (法国、西班牙为代表) 对外部投资者保护水平最差, 因而资本市场发展规模也最小; 以德国成文法和斯堪的那维亚成文法为传统的国家对投资者保护程度介于两者之间。

投资者保护不单是针对证券市场投资者而言, 还包括对银行类债权人的保护, 这在我国具有非常重要的意义。长期以来, 我国的金融系统都是以银行为主导, 尤其是国有银行在其中占据绝对重要的地位。尽管国有银行长期以来颇受质疑, 但客观上却承担了支持国家宏观赶超战略以及维护国家经济金融稳定的责任。这直接导致我国的银行系统长期积弱, 并积累了巨大的风险。关注一下资本市场便不难发现, 目前针对上市公司的银行提起诉讼案件与日俱增, 大量的上市公司与银行牵涉其中。而且, 非常显见的是, 这其中大部分上市公司都存在大股东占用资金的问题, 甚至是导致债务危机的主要原因。在这种背景下, 我们有必要关注内部资本市场行为与上市公司过度银行负债之间的关联。可见, 这一研究不单是与股票投资者息息相关, 也关乎商业银行的权益保护, 甚而也与宏观金融风险存在关联。

(六) 意义与贡献

我们此项研究的目的是要验证我国特殊的金融与法律制度环境下, 内部资本市场运作究竟对上市公司的融资行为产生什么样的影响, 以及这种影响会带来什么样的经济后果。本书的研究有以下意义及贡献:

首先, 本书的研究丰富了内部资本市场的研究。以往内部资本市场研究更多的是直接研究内部资本市场与企业价值的关系, 较少关注内部资本市场与具体的公司行为关联。本研究为理解内部资本市场对企业价值的影响搭建了中间传导机制。而且以往研究内部资本市场的文献主要是以下辖公司数量、是否属于集团控制或多元化程度作为内部资本市场的替代变量, 本书则采用了直接的计量内部资本市场运作的指标, 在研究方法上是一个进步。

其次, 本研究为我国上市公司独特的融资现象提供了新的解释视角。以往的研究主要关注公司特征本身的影响, 或者从外部资本市场的特征寻找解释。本研究构建的内外部资本市场互动框架有利于更全面细致地分析上市公司融资行为。

再者, 本书从金融、法律、政治、公司治理等多个层面详细地论证了导致我国大股东控制下的内部资本市场机会主义特征的制度背景, 是对已有只注重公司治理因素的利益输送研究的重要补充, 为全面理解我国大股东的机会主义行为提供了更宽泛的理论框架。