



周群华◎著

内部资本市场 协同治理研究

Capital
Governance

光明日报出版社



周群华◎著

内部资本市场 协同治理研究

A Study of Internal Capital
Market Synergetic Governance



光明日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

内部资本市场协同治理研究 / 周群华著. -- 北京:
光明日报出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5112 - 5079 - 7

I. ①内… II. ①周… III. ①资本市场—市场管理—
研究 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 167887 号

内部资本市场协同治理研究

著 者: 周群华

责任编辑: 祝 菲

责任校对: 张明明

封面设计: 中联学林

责任印制: 曹 净

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市东城区珠市口东大街 5 号, 100062

电 话: 010 - 67078248 (咨询), 67078870 (发行), 67078235 (邮购)

传 真: 010 - 67078227, 67078255

网 址: <http://book.gmw.cn>

E - mail: gmcbbs@gmw.cn zhufei@gmw.cn

法律顾问: 北京天驰洪范律师事务所徐波律师

印 刷: 北京天正元印务有限公司

装 订: 北京天正元印务有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社联系调换

开 本: 710 × 1000 毫米 1/16

字 数: 229 千字

印 张: 14

版 次: 2013 年 9 月第 1 版

印 次: 2013 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5112 - 5079 - 7

定 价: 42.00 元

版权所有 翻印必究

前 言

20 世纪 90 年代以来，内部资本市场与公司治理一直是公司财务（金融）的两大研究热点。对前者的研究主要集中于内部资本市场的资金配置效率方面，但众多学者的意见并不一致，也缺少有显著说服力的结论。实际上，导致内部资本市场无效的实质是公司治理问题。以美国企业为代表的股权结构分散的特点决定了投资者与管理者之间的利益冲突是公司治理的核心问题，企业集团内部资本市场的双层代理模式，则使管理者有更大的谋取私人利益的空间。类似地，包括我国在内的广大发展中国家内部资本场所呈现的控股股东掠夺外部投资者利益等负面效应也是公司治理问题所致。

强调企业集团内部资本市场的协同治理的意义在于：首先，引发企业集团内部资本市场利益冲突的因素错综复杂，各利益相关层级之间的利益冲突已成为企业内部主要矛盾的情况下，单纯依靠“头痛医头，脚疼医脚”式的分析和研究不仅不能从根本上解决问题，而且很可能陷入“只见树木，不见森林”的误区；其次，要使内部资本市场成为企业集团灵活运用各种公司治理机制的一个有利场所，并借助内部资本市场的良好运作推动企业集团建立一套相互制衡的监管体系，使集团母、子公司之间和子公司与子公司之间能透过内部资本市场的交叉监督，吸引各利益相关者适当而有效地参与公司治理，发挥其内部间接监控、利益利益相关者协同行动的作用，进而提高企业集团的整体治理水平。

本书是作者在其博士学位论文的基础上改写而成，在借鉴吸收公司治理、公司财务、金融经济学、企业组织理论、协同论和博弈论等专业化研

究成果的基础上，对企业集团内部资本市场的协同治理问题进行了系统性研究。重点内容包括：影响内部资本市场治理的因素和不同股权结构下内部资本市场治理面临的问题分析；我国企业集团内部资本市场治理效应和融资约束缓解效应以及两者相互作用效应的实证研究；内部资本市场协同治理与演化博弈分析；内部资本市场协同治理的实现与评价。

本书具有以下特色：

首先，将内部资本市场与集团公司治理置于一个统一的分析框架内，从协同学、演化经济学视角构建了企业集团内部资本市场协同治理的演化路径，对于解决企业集团复杂的公司治理问题，发挥企业集团的整体优势提供了有益的启示，研究视角新颖。

其次，运用大样本研究证实了我国内部资本市场发挥着缓解成员企业融资约束与掠夺中小投资者的功能，检验了我国内部资本市场的存在性、内部资本市场治理效应与融资约束缓解效应，克服了现有研究侧重内部资本市场某个单一方面、样本数量偏小、代表性不足的缺陷，为企业集团内部资本市场的协同治理提供了经验证据。

第三，运用博弈论方法系统研究了内部资本市场协同治理的演化路径，基于价值生成机制，构建了内部资本市场协同治理能力成熟度（IC-MSG - CMM）评价模型和协同效应的模糊定量评价模型，为内部资本市场的协同治理提供了综合评价体系和信息反馈机制。

本书虽然是作者在读博期间的学习成果总结，但对本领域的进一步研究仍有一定借鉴意义。当然，书中观点、方法等难免有不足之处，恳请各位同仁和读者不吝批评指正。

目 录

CONTENTS

第 1 章 绪 论	1
1.1 研究背景	/ 1
1.2 研究意义	/ 4
1.3 研究目标、研究方法、技术路径及研究内容	/ 5
1.3.1 研究目标	/ 5
1.3.2 研究方法	/ 6
1.3.3 技术路径	/ 6
1.3.4 研究内容	/ 8
1.4 研究特色与创新	/ 9
第 2 章 文献回顾与评述	10
2.1 企业集团的性质、成因及其在我国的演变与发展	/ 10
2.1.1 企业集团的性质	/ 10
2.1.2 企业集团的生成理论	/ 15
2.1.3 企业集团在我国的演变与发展	/ 22
2.2 内部资本市场基本理论	/ 25
2.2.1 内部资本市场的早期研究	/ 25
2.2.2 内部资本市场理论的发展	/ 26
2.2.3 内部资本市场主要研究成果	/ 27

1

2.3 内部资本市场的公司治理问题	/ 41
2.3.1 代理问题	/ 41
2.3.2 管理者激励问题	/ 43
2.3.3 控股股东的利益侵占问题	/ 45
2.4 对现有研究成果的评述	/ 46
第3章 内部资本市场治理的影响因素	48
3.1 内部资本市场治理目标	/ 48
3.1.1 企业集团治理目标	/ 48
3.1.2 内部资本市场治理目标	/ 49
3.2 多元化	/ 50
3.2.1 企业集团多元化的动因	/ 50
3.2.2 多元化决策的新古典经济学模型	/ 55
3.2.3 多元化与内部资本市场治理	/ 59
3.3 内部资本市场的边界	/ 60
3.3.1 项目层面外部融资的基本代理问题	/ 61
3.3.2 有多个项目的总部角色:一个两项目的例子	/ 63
3.3.3 内部资本市场最优规模的确定	/ 65
3.3.4 内部资本市场边界对内部资本市场治理的影响	/ 66
3.4 内部资本市场的组织结构	/ 67
3.4.1 内部资本市场的组织结构的类型与特征	/ 67
3.4.2 组织结构对内部资本市场治理的影响	/ 68
第4章 不同股权结构下的内部资本市场治理问题	71
4.1 内部资本市场中的代理型公司治理问题	/ 72
4.1.1 现代公司中的代理关系	/ 72
4.1.2 内部资本市场中的管理层代理问题	/ 74
4.1.3 代理问题与公司价值	/ 84
4.2 内部资本市场中的剥夺型公司治理问题	/ 88

4.2.1 系族企业与控股股东	/ 90
4.2.2 控制权的私人收益	/ 96
4.3 内部资本市场中的大股东侵占	/ 97
4.3.1 大股东侵占的相关概念及其表现形式	/ 97
4.3.2 大股东侵占的博弈分析	/ 100
第5章 内部资本市场治理效应与缓解融资约束效应	105
5.1 我国内部资本市场的基本特征	/ 105
5.2 研究假设	/ 107
5.3 制度背景、相关测度与数据	/ 108
5.3.1 制度背景	/ 108
5.3.2 投资模型中的输送与现金流测度	/ 110
5.3.3 数据来源	/ 111
5.3.4 描述性统计	/ 114
5.4 实证检验	/ 117
5.4.1 内部资本市场的存在性	/ 118
5.4.2 内部资本市场治理效应	/ 119
5.4.3 缓解融资约束效应	/ 123
5.4.4 内部资本市场治理与缓解融资约束相互作用效应	/ 125
第6章 内部资本市场的协同治理与演化博弈	143
6.1 协同治理的概念、基本内容与特征	/ 143
6.1.1 相关概念	/ 143
6.1.2 协同治理的基本内容与特征	/ 145
6.2 协同演化、演化博弈与演化稳定策略	/ 147
6.2.1 协同演化	/ 147
6.2.2 演化博弈论	/ 148
6.2.3 演化稳定策略	/ 149
6.3 内部资本市场协同治理的演化博弈	/ 150

6.3.1 内部资本市场治理的协同竞争博弈	/ 151
6.3.2 内部资本市场协同治理行为的演化博弈	/ 155
6.4 内部资本市场协同治理机制的路径分析	/ 160
6.4.1 内部资本市场协同治理机制的形成路径	/ 160
6.4.2 内部资本市场协同治理路径的建立和完善	/ 163
第7章 内部资本市场协同治理的实现及其评价	168
7.1 内部资本市场协同治理的共同利益的分析	/ 168
7.1.1 集体选择与共同利益	/ 168
7.1.2 委托代理与共同利益	/ 169
7.2 内部资本市场协同治理效应的实现	/ 171
7.2.1 附属成员企业层面的价值增长	/ 172
7.2.2 集团总部层面的整体协同效应	/ 173
7.3 内部资本市场协同治理的评价	/ 176
7.3.1 评价的指标体系及设计原则	/ 176
7.3.2 内部资本市场协同治理能力成熟度评价	/ 177
7.3.3 内部资本市场协同治理效应评价	/ 183
第8章 研究结论与展望	191
8.1 研究结论	/ 191
8.2 研究展望	/ 193
参考文献	194

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景

社会经济组织的形式是随着社会生产力的不断发展而逐步演变和发展的。从封建社会时期的个体或家庭式的零星生产组织形式过渡到资本主义早期的手工作坊式的集体化生产组织形式，再发展到现代意义上的公司制企业以及在现代化企业基础上组建的企业集团。这些新的经济组织形式的出现，反过来又极大地推动了社会化大生产和社会组织能力的不断提高。

现代企业集团的产生和持续发展是在 19 世纪 40 年代至 20 世纪 20 年代，依靠设立或购并一些在理论上可以独立运转的经营单位而建立起来的，换句话说，就是把原来不同经营单位之间的活动及其相互交易内部化。这种内部化降低了交易成本，将生产、采购和分配单位的管理联结在一起，信息成本因此降低。最重要的是，内部化使商品自一单位至他单位的流量得以在管理上进行协调，使生产和分配过程中使用的设备和人员得到更好地利用，从而得以提高生产串并、降低成本。此外，管理上的协调可使现金的流动更为稳定，付款更为迅速。这种协调所产生的节约，要比降低信息和交易的成本所产生的节约效果大得多。

在 20 世纪 60 年代，美国掀起了一轮企业联合兼并（Conglomerate Merge）的浪潮，公司的跨行业购并形成了被称之为联合大企业（Conglomerate）的企业组织，多元化的经营并采用事业部制（M 型）的组织结构是这类企业组织的显著特征。传统的规模经济、范围经济或者是纵向一体化的理论已难以解释这类混合一体化的企业组织形式的存在。

Alchian (1969) 在分析当时美国通用公司的成功原因时认为, 通用公司内部存在着一个投资资金市场 (Investment Fund Market), 实现了在充分竞争的基础上使资金在企业内部的有效分配。Williamson (1975) 认为联合大企业存在的理由是因为其内部资本市场在资本的配置、监督和激励方面, 比外部资本市场具有更高的效率。联合大企业内部资本的筹集与分配也需要借助一定的组织机制保证其有效运行, Williamson 将这种机制称为企业“内部资本市场”。

除了 M 型组织结构, 企业内部资本市场还存在于多法人制的控股公司内 (H 型组织结构), 世界上的其他国家尤其是包括中国在内的发展中国家, 这种控股结构的企业集团更是一种普遍的企业组织形式。企业集团内部资本市场从 1990 年代末逐渐成为学者们关注和研究的对象, 1999 年 2 月, 英国的经济政策研究中心组织了一个题为“核心竞争力、多元化与内部资本市场的作用”的专题论坛。其中, 内部资本市场成为了此次讨论的一个重要的中心议题。会议举办方认为, 这次会议的一个重要意义在于开拓了公司治理问题所关注的新的领域, 传统上关注的是外部资本市场的公司治理, 即外部投资者对于控制性股东或管理者的监督, 而此次会议更关注存在于内部资本市场上治理问题, 包括企业的资本预算决策机制, 企业集团内总部在不同部门之间的资本分配与监督等。讨论认为, 内部资本市场的资本分配和治理或许可使内部资本市场成为外部资本市场的一种替代。

在针对企业集团制度优势的研究中, 普遍认为企业集团中的内部资本市场发挥了重要的作用, 通过集团内成员企业之间的内部资本协作可以:

1. 缓和外部资本市场信息不对称

信息不对称是公司治理问题存在的根源之一, 它使企业承担较高的交易成本和监督成本。外部资本市场处理信息的广度和速度方面有优势, 但准确性远低于内部资本市场, 因此难以根据市场变化做出快速反应。与外部资本市场相反, 单个企业虽然在处理信息的深度方面占有优势, 但其信息广度和处理来自于外部资本市场信息的速度、获取外部资本市场的信息准确度方面, 劣于前者。内部资本市场正好位于两者的中间, 即它能对信息的广度和深度作出一种优化平衡, 因此能够有效地缓和信息不对称问题, 降低甚至消除公司治理中面临的“道德风险”和“逆向选择”风险。

2. 增强监管激励

即使资本的外部 and 内部提供者的监控能力相同, 内部提供者也将选择更

为强烈的监控,这是由他们对资产有剩余控制权,从而能从监控中获得更多利益所决定的。

3. 更好的资产重新配置能力

当集团总部拥有多种相关的内部营业单位时,它将拥有内部资本市场的一个额外优势。若某个单位的绩效欠佳,可对其资产进行有效的重新调配:它们可直接与总部所控制的其他资产进行组合。与之相比,资本的外部提供者将被迫把资产出售给其他使用者,并且可能得不到全部的价值补偿。

上述企业集团的组织优势对于新兴市场国家来说组建内部资本市场具有更重要的意义。它们在发展企业集团,充分利用其组织优势的同时,也引发了大量而特殊的公司治理问题,表现为:

1. 控股股东对外部投资者的利益剥夺和集团内部的利益输送问题

集团公司治理实践中存在的控股股东对外部投资者的剥夺问题,与外部投资者和管理层之间代理型公司治理问题相比,其普遍性和影响后果都要显著得多,这在转型经济和东南亚的新兴市场经济中的表现尤为明显。这类问题包括:将优质资源从子公司向母公司或母公司现金流权大的子公司转移,利用集团内部关联交易转移利润或逃避债务,用集团中业绩好的企业来支持遭受巨额损失的成员公司。由于外部资本市场存在的信息不对称,外部投资者和监管当局对公司监管的难度较大,集团中的相关财务决策主要由控股股东主导,容易发生控股股东攫取控制权私人收益,将内部资本市场异化为利益输送的渠道的情形。

2. 多元化企业的价值减损现象(多元化折价现象)

众多实证研究结果显示,多元化企业存在折价现象,从而支持了内部资本市场损害企业价值的观点。在此基础上,人们试图探讨多样化企业折价的原因,并将其中部分原因归结为内部资本市场的价值破坏作用,即内部资本市场存在低效投资和交叉补贴的行为。

3. 内部资本市场中成员企业之间的相互冲突^①

在内部资本市场中,由于各成员企业法人财产权的独立性以及内部交易的非公允性,在相互协作过程中经常发生利益转移和资本竞争现象,又使得

^① 参见李艳荣. 基于内部资本市场视角的企业集团治理研究[M]. 北京:经济科学出版社, 2008, 81-83.

成员企业之间会产生种种利益冲突问题。这种利益冲突可表现在多方面：一是这种组织机制可能成为集团经济中有控制权威的利益团体侵害其他主体利益的潜在便利工具，例如控股母公司对子公司的剥夺行为。二是被控股子公司的代理问题，它们可能脱离母公司的控制，滥用母公司的投资。三是如果成员企业间缺乏妥协和制约，相互进行利益竞争，不但无法通过有效合作提高合作剩余，而且会带来巨大的内耗成本，降低集团的总体价值，而且当这种利益冲突发展到一定的程度时甚至会威胁到企业集团的存续性。

中国的企业集团是伴随着改革开放产生的一种适应市场经济和社会化大生产的经济组织。在从计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中，我国在 20 世纪 80 年代就开始组建企业集团，当时主要通过政府的行政干预组建了一批依靠行政关系进行统一管理的企业集团的雏形。进入 20 世纪 90 年代以后，通过国有资本授权经营等方式，我国组建了一批以产权、技术和产品等要素控制为特征的较为规范的国有企业集团。与此同时，民营经济也得到了蓬勃发展，大型民营企业集团不断涌现，并成为国民经济的一个重要组成部分。企业集团已成为主导我国经济的重要组织形式，在我国的经济的发展过程中发挥着越来越重要的作用。但在企业集团发展过程中，又存在着较为严重的内部股权结构失衡、管理层激励约束机制不健全甚至缺失、大股东侵占小股东利益等公司治理问题，加上公司外部治理机制的不完善，我国企业集团已暴露出巨大的治理风险。这种治理风险在很大程度上将通过内部资本市场放大、扩散。企业集团的公司治理问题在很大程度上也表现为内部资本市场中利益相关方的利益冲突，如何缓和这种利益冲突，发挥内部资本市场对集团整体发展的积极功能，抑制其消极作用已经成为理论研究和实践探索的当务之急。

1.2 研究意义

1. 有助于深化内部资本市场理论研究

随着对新兴市场企业集团绩效研究的兴起，越来越多的学者注意到内部资本市场容易引发严重的代理问题，如果不能很好地加以监管和治理的话，这种机会主义行为将使内部资本市场异化为一种利益掠夺的工具，会严重损害有关附属企业的价值和有关投资主体的利益，难以真正发挥企业集团整体

的协同效应。现有的研究一般都着重分析内部资本市场的信息优势和交易成本的节约以及它的资源配置效率如何,但是对其中涉及的治理问题尚停留在一个较浅的层面,缺乏较为深入系统的研究。

2. 有助于拓展公司治理理论的研究视野

在过去的近二十年里,公司治理和内部资本市场一直是两个最受公司财务学者关注的主题。实际上,这两个主题在理论研究中也是严密交织在一起的。令人意外的是,迄今为止将两者结合在一起进行研究的文献是却非常少。只有将公司治理和内部资本市场结合起来研究,才能找到现代企业集团治理中存在的问题根源,建立真正合理的多层治理结构,实现公司治理优化,这也是对传统公司治理理论的扩充和突破。因此,尝试从内部资本市场的角度探讨公司治理问题,可以为公司治理理论作一个研究范畴上的扩展和补充。

3. 有助于制定和完善企业集团治理对策

目前,我国企业集团中存在的治理问题还很严重,上市子公司和控股母公司之间利用复杂的控股结构剥夺外部投资者、通过大量的关联交易进行的“利益输送”活动,已极大地妨碍了企业集团的整体发展,降低了内部资本市场的有效性。通过研究企业集团中内部资本市场面临的治理问题,可以揭示集团中潜在的冲突和经营失败的问题所在,有助于人们根据现实情况有针对性地制定相应的治理机制,完善我国的集团公司治理,促进企业集团的健康良性发展。

1.3 研究目标、研究方法、技术路径及研究内容

1.3.1 研究目标

本论文基于公司治理理论、公司财务理论、现代企业理论、企业集团理论、演化经济学、协同学和博弈论等多领域多学科的综合交叉研究,研究构建内部资本市场协同治理机制及其演化路径。重点研究内部资本市场治理存在的治理问题、协同治理效应的实现与评价等核心问题,力求在上述关键问题的研究中提出具有创新性的模式、方法和结论。

1.3.2 研究方法

1. 文献分析法

在大量阅读内部资本市场、企业集团和公司治理的相关文献的基础上，从总体上把握相关理论研究的进展，切中研究主题。

2. 理论与实际分析相结合的方法

本文以内部资本市场协同治理为研究主题，从影响内部资本市场治理的相关因素、我国内部资本市场的功能、不同股权结构下的内部资本市场治理问题、内部资本市场协同治理的演化路径、内部资本市场协同治理的实现与绩效评价等五个主要方面系统研究了内部资本市场治理机制问题。注重理论与我国企业集团内部资本市场的实际相结合，既有理论的挖掘与深化，又有经验证据作支撑。

3. 定性分析与博弈分析相结合的方法

对影响因素内部资本市场治理的因素、内部资本市场的治理问题、内部资本市场协同治理效应的实现与考核评价等内容，结合必要的理论模型侧重于定性分析，对于内部资本市场中存在的大股东侵占和协同治理机制的演化路径则采用了博弈论的研究方法，对问题发生的条件和结果作了较为系统的分析。

4. 专业研究与多学科交叉研究相结合的方法

在借鉴和吸收公司治理、公司财务、金融经济学、企业组织理论、协同论和博弈论等专业化研究成果的基础上，本文注重多学科领域的交叉和整合研究，以寻求多角度多层次对企业集团内部资本市场治理问题进行系统全面的分析和研究，避免“就治理论治理”的孤立研究思路。

1.3.3 技术路径

本文的研究主题是企业集团内部资本市场的协同治理问题。在对影响内部资本市场治理的主要因素分析的基础上，从组织、制度和协同演化视角探讨了内部资本市场治理机制的构建，进而重点分析内部资本市场协同治理效应的形成和利益实现机制，并就完善我国企业集团内部资本市场的治理提出

若干政策建议。在总体的研究思路，遵循“提出问题、分析问题和解决问题”的简明思路。在理论分析部分，根据内部资本市场治理存在的问题推导出相关理论模型，并对内部资本市场的协同治理路径、协同治理能力和效应评价进行系统研究。在实证分析部分，以中国企业集团内部资本市场为证据对内部资本市场的公司治理效应和缓和融资约束效应进行实证研究。本文研究的技术路径见图 1-1。

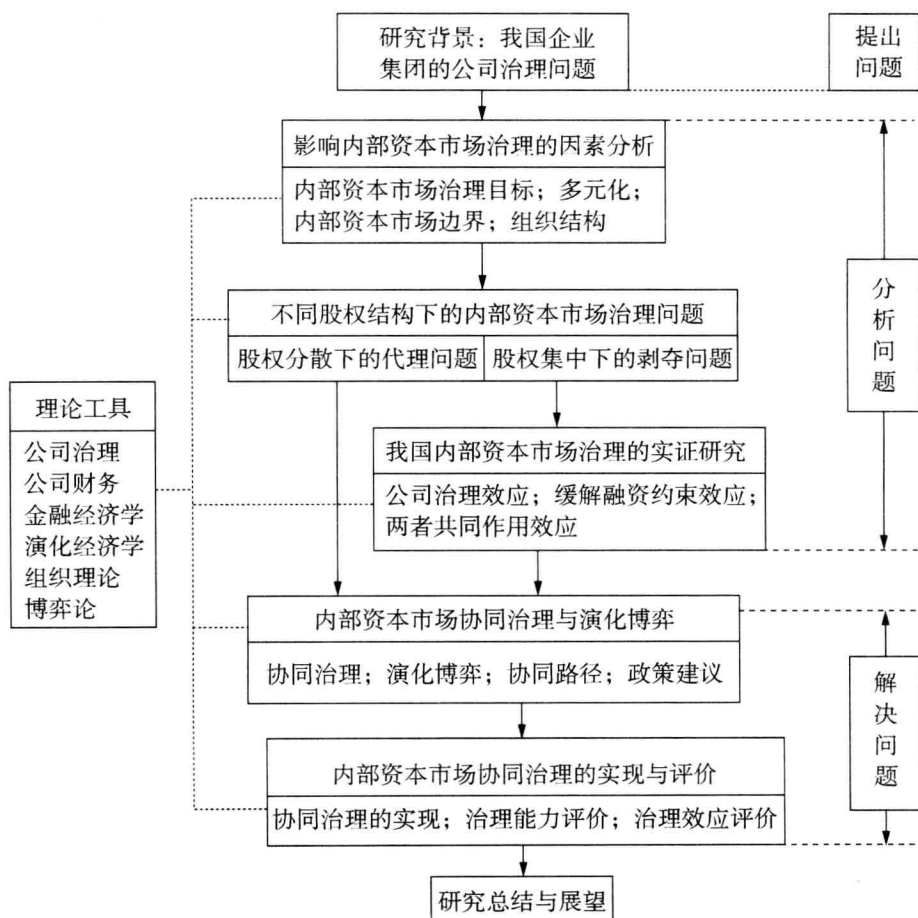


图 1-1

1.3.4 研究内容

第一章 导论。主要介绍论文的研究背景、研究意义、主要的理论工具及研究方法、研究目标、内容框架以及本论文的主要创新点。

第二章 文献综述。就国内外企业集团、内部资本市场和公司治理的相关研究做了系统的梳理与分析。具体包括：企业集团的性质、成因及其在我国演变与发展研究；内部资本市场理论与内部资本市场治理研究三个方面的文献回顾与评述。

第三章 影响内部资本市场治理的基本因素。本章以内部资本市场理论、公司治理理论和现代企业集团理论为基础，分析了内部资本市场治理目标、多元化程度、内部资本市场边界和企业集团组织结构对内部资本市场治理的影响，为深入研究企业集团内部资本市场的协同治理奠定理论基础。

第四章 不同股权结构下内部资本市场治理问题。分析了股权结构分散下的内部资本市场中的管理层代理问题，包括部门经理的影响活动与双层代理模型中的部门经理寻找行为；研究了在股权结构集中的情况下，控股股东的控制权收益、大股东侵占的表现形式与侵占的条件。

第五章 内部资本市场治理与缓解融资约束效应。运用中国企业集团的数据，从实证角度研究了内部资本市场的双重功能。实证结果重点考察了假设中的两个方面：内部资本市场治理效应和缓解外部融资约束效应，并在一个结构化的模型中同时估计了两者的相互作用效应，发现两者的影响高度相关。研究结果也突出显示了我国企业集团运用内部资本市场的不同动机及后果。

第六章 内部资本市场的协同治理与演化博弈。基于协同学和演化经济学理论，运用演化博弈的方法，研究了内外部治理机制中多个协同主体之间协同治理行为演化的长期均衡的结果及其条件。协同主体之间协同资源的互补性、协同方式的适宜性、协同意愿及合作能力等因素在治理协同行为的动态演化过程中起到了至关重要的作用，直接影响着协同主体之间协同关系的建立和稳定。在此基础上进一步分析了内部资本市场协同治理的形成路径，提出了完善内部资本市场协同治理的政策建议。

第七章 内部资本市场协同治理的实现及评价。从附属企业和集团总部