

投资者保护与会计研究丛书

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

[illegible]

万良勇摇著

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 9 号 邮编：100048

总编室电话：010-68554000 发行部电话：010-68554000

网址：www.economicsscience.com

电子邮件：bjb@economics.cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

开印张 16 印张 16 字数 368 千字

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

定价：25.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章文献回顾与制度背景	(员)
第一节内部资本市场理论与我国现状	(员)
第二节融资理论与我国上市公司融资现状	(圆)
第三节内外部资本市场互动框架构建	(猿)
本章小结	(猿)
第二章我国集团内部资本市场的机会主义特征	(猿)
第一节集团内部资本市场机会主义特征——来自案例的初步分析	(猿)
第二节机会主义特征形成的制度根源	(源)
本章小结	(缘)
第三章内部资本市场与配股融资动机	(缘)
第一节研究背景	(缘)
第二节配股动机的理论假设	(远)
第三节实证检验	(远)
本章小结	(苑)
第四章内部资本市场、配股公司绩效与中小股东权益	(愿)
第一节文献回顾	(愿)
第二节配股公司的长期业绩描述	(愿)
第三节理论分析与研究假说	(愿)
第四节实证检验	(怨)
本章小结	(怨)

第五章 内部资本市场与上市公司银行债务融资	(页码)
第一节 我国银行信贷市场总体特征	(页码)
第二节 研究假设	(页码)
第三节 研究设计	(页码)
第四节 实证结果	(页码)
本章小结	(页码)
第六章 内部资本市场、过度银行负债与债权人保护	(页码)
第一节 问题的提出	(页码)
第二节 理论分析与研究假设	(页码)
第三节 研究设计与实证结果	(页码)
本章小结	(页码)
第七章 结论	(页码)
第一节 主要结论与启示	(页码)
第二节 研究局限性与未来展望	(页码)
参考文献	(页码)
后记	(页码)

第一章

文献回顾与制度背景

众所周知，关于公司融资行为的研究无论在国内还是国外都可谓汗牛充栋。已有的研究发现影响公司融资的因素非常复杂，既包括公司治理、经营水平、行业等内部因素，也包括金融市场发达程度、投资者保护环境、政府干预等外部制度环境因素。但是人们虽然既看到了微观的公司层面也看到了宏观的制度层面的因素，却单单遗漏了介于两者之间的一个重要因素——企业集团及其内部资本市场。有关企业集团的研究表明，企业集团是介于企业与市场之间的中间组织，相当大比例的企业都是处于企业集团网络之中。这构成了很多企业经营的重要组织环境。同时，集团内部的资本市场是集团企业相对于非集团企业的重大优势之一，一定程度上可以替代落后的外部资本市场，成为成员企业融资的重要替代渠道（运来社译 1999）。虽然该理论已被财务学界广为接受，但略有遗憾的是，无论是公司融资领域还是内部资本市场领域的研究都没有充分利用彼此间存在的重大关联而做出新的理论突破。我们下文将在文献回顾与制度背景分析的基础上提出我们的互动分析视角，并进一步明确这一研究视角的重要意义。

第一节 内部资本市场理论与我国现状

摇摇一、内部资本市场理论回顾

摇摇（一）内部资本市场理论研究背景

内部资本市场理论的提出与发展直接根源于现实世界中有待解释的经济现实与改善实践的需求。在具体综述展开之前，首先需明确的是，由于英美国家与新兴市场国家的市场化程度、法制水平以及企业组织结构存在重大差异，意味着两类市场环境下的内部资本市场研究存在差异，它们所企图解释的现象各不相同，依据的主要理论假定也存在重大差异。

英美国家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 80 年代以来，美国企业就大力进行多元化兼

并扩张,并且发明了事业部制(霍桑实验),为多元化战略的执行找到了适当的组织形式。到了20世纪40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(霍桑实验)的兴起^①,即非相关多元化企业集团的兴起。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。在美国近一百年来先后发生的五次兼并浪潮中,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(威廉姆森,1985;哈默,1985;哈默,1985)。而且随着企业的规模扩张及集团化加剧,内部资本市场的运作在企业投融资过程中的重要性也日趋凸现,不同的组织形式下的内部资本市场运行效率差异也成为人们普遍关注的问题,内部资本市场本身的运行方式及经济、法律环境也成为一个重要问题(哈默,1985;哈默,1985)。

新兴市场国家的内部资本市场研究直接起因于集团组织形式的普遍存在以及外部资本市场的相对落后。哈默(1985)明确指出企业集团是发展中国家特有的组织形式。人们也普遍认可企业集团是长期以来推动新兴市场经济发展的主导力量,并且是参与国际竞争的主力军。正由于企业集团的普遍性(尤其是在东亚各国更具典型意义)以及这一组织形式对企业行为以及宏观经济的重要影响,企业集团受到众学科研究者的青睐,包括经济学、社会学以及政治学,等等。其中经济学界普遍认为由于内部市场相对于外部市场的信息与激励优势,可以节约市场交易成本,从而使集团企业的绩效高于非集团企业绩效(霍桑实验,1985;哈默,1985)。而且更为重要的是,大部分转型经济国家在经济发展过程中面临的一个突出问题便是由市场制度的不健全导致的 market 功能不足。在这些新兴市场中,资本市场、产权市场、劳动力市场与产品市场等均存在不同程度的欠发达,甚至完全处于被抑制状态或根本不存在。^②企业要从外部市场获得资金、技术以及管理人才的难度很大。集团内部市场在这些国家发挥着重要的外部市场替代功能,尤其是内部资本市场的作用更为明显(霍桑实验,1985;哈默,1985)。

但另一方面,霍桑实验(1985)发现许多国家的企业集团都是由终极控制人通过金字塔(哈默,1985)结构实现控制。霍桑实验(1985)指出由于金字塔结构下控制权与现金流权(哈默,1985)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。在新兴市场中,集团内部形成的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(霍桑实验,1985;哈默,1985)。霍桑实验(1985)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

① 有的学者将霍桑实验译为“联合企业”,如段毅才、王伟翻译的《资本主义经济制度》(威廉姆森,1985)。

② 比如我国直到1980年才开始正式设立证券交易所,而银行商业化改造也发生在20世纪80年代后。

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。理论上集团内部资本市场能够通过节省交易成本与信息成本而创造企业价值，但是由于控股股东代理问题所引致的负面效应使得集团内部资本市场的功能与效率成为一个比较实证性的命题。新兴市场中关于企业集团以及内部资本市场的研究很多都围绕着大股东与中小股东间的代理冲突展开。由于英美学者关注较多的是公司分部（或事业部）层次的内部资本市场，他们更多分析的是股东与经营者之间以及总部经理与分部经理间的代理冲突，而这些矛盾在新兴市场中虽然也存在，但显然已经是处于次要矛盾的地位了。

（二）内部资本市场理论研究主题

虽然不同市场环境下的内部资本市场研究存在较大差异，但在具体的研究话题上又存在部分重合，为了论述的方便以及使理论脉络更为清晰，我们仍然采用传统的综述方法，即按照研究主题进行归类。同时我们在每一个主题阐述过程中将对两类市场环境的研究做适度的区分。

1. 内部资本市场的成本与收益

针对内部资本市场的成本与收益的研究构成了英美市场研究中的重要领域，其中引用率最高的几篇文献都是研究此类话题（多数出自《金融经济学杂志》）。从现有文献看，Myer（1984）较早对内部资本市场的效率优势进行了分析。内部资本市场的收益主要来自以下几点：

（1）内部资本市场中的信息比外部资本市场更完全（Myer, 1984; 辛西娅·史密斯, 1984）。Myer（1984）指出通用电气公司内部的借贷双方都比外部资本市场更容易获取信息，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。辛西娅·史密斯（1984）的信息成本理论揭示了从信息的角度看，内部资本市场的效率来源于两方面：一方面，内部资本市场能够减少投资低估的成本。决策者在业务上通常能够比较熟悉企业内部的投资事项，而外部投资者在专业知识上往往不及内部人。外部资本市场与企业间的信息不对称越是严重，那么企业对外融资将面临更多的折价，资本成本上升。此时内部资本市场就越有相对信息优势，从而降低资本成本。另一方面，增加资本配置的有效性。由于有些项目的信息是不便向外部人透露的，决策者通常可以要求下级经理提供详细的资料，相对而言，股东则受到更多的限制，因此内部资本配置人享有信息优势，能够挖掘出最好的投资项目。Myer（1984）对信息问题有更细致的讨论，他将投资项目信息区分为三种形式：企业特有的项目、行业特有的项目和一般投资项目。如果是企业特有的项目，则内部资本市场将最有效率，因为该类项目的信息通常只提供给内部人。如果是行业特有的项目，结果就变得有点不确定了，结果要视是否存在针对特定行业的专业化外部投资者而定，有些专业化投资者可能比内部决策者更专业。通常认为内部资本配置者对于一般性投资项目没有多少信息优势，因此此时的内部资本市场更可能是无效的。

(四) 内部资本市场中决策者拥有剩余控制权。该观点被认为是对信息不对称观点的进一步深化。Bushman 和 Schmidt (1985) 认为内部资本市场与外部资本市场的区别在于内部资本市场中的企业决策者拥有对企业资产的剩余控制权。剩余控制权的存在为最高管理者提供了更强的激励去进行监管, 因为通过监管可以获取更多的收益。而且这些剩余控制权使得最高管理者可以更容易地将一些经营不善的项目资源重新进行配置。Bushman 和 Schmidt 通过构造理论模型证明由于企业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, 因此在假定企业决策者的激励与股东价值最大化目标相一致的情况下, 决策者可以通过“挑选优胜者 (championing)”行为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。

(五) 内部资本市场可以提高资本供给的可靠性 (Bushman 和 Schmidt, 1985)。内部资本市场可被视为为企业提供了让投资决策更具灵活性的实物期权 (Bushman 和 Schmidt, 1985)。有不少投资项目具有时效性, 错过了投资时间往往就无法创造价值。外部融资成功与否取决于诸多因素, 并且存在信息不对称, 因此外部资本具有更大不确定性。而内部资本市场则能更好地保证资本及时地提供给优质的投资项目。

(六) 内部资本市场具有治理及控制功能 (Bushman 和 Schmidt, 1985; Jensen 和 Meckling, 1976)。正如外部资本市场在优化资本配置的同时间接性起到了公司治理的作用, 内部资本市场同样具有优化企业治理及内部控制的功能, 而且在一定环境下是对外部资本市场的治理功能的有效替代。如果内部资本市场中的分部是一个单独的公司, 当信息不对称严重时, 处于外部资本市场中的投资者很可能难以对经理进行控制, 但是当其处于一个内部资本市场中, 上层决策者出于自利目的, 能利用其信息优势以及内部审计、绩效考核等多种内控工具更好地对其进行监控。

但我们前面提及, 美国市场上在 20 世纪 80 年代开始出现了“归核化” (Reinventing the Corporation) 浪潮, 而且 90 年代开始学术界一致认为多元化战略通常有损公司价值。因此人们也开始讨论内部资本市场的成本问题, 主要观点如下:

(一) 由于代理问题所增加的代理成本。这既包括一级代理人 (Bushman 和 Schmidt, 1985) 也包括更低级代理人 (分部经理) 的机会主义问题。对于一级代理人而言, 尽管 Bushman 和 Schmidt (1985) 认为 酏型组织及内部资本市场可以更好地对分部经理进行监控, 但是公司层管理者 (Bushman 和 Schmidt, 1985) 的机会主义行为却不能很好地由内部资本市场机制解决 (Bushman 和 Schmidt, 1985)。自由现金流代理成本的存在将使内部资本市场失效 (Bushman 和 Schmidt, 1985)。由于内部资本市场的存在使得决策者可以控制更多的经济资源, 因此可能加剧管理者机会主义行为的危害。对于分部经理而言, 如果激励模式强调的是整体绩效而不是每个分部的绩效, 那么很有可能会出现“搭便车”现象, 即每个分部经理都不努力, 等着其他分部为总体作贡献; 但如果激励模式是建立在分部绩效的基础之上, 分部经理则可能会尽可能高估当期业绩, 占用更多资金。因此对于二级代理人的激励模式必须考虑这两方面因素。Bushman 和 Schmidt (1985) 通过构造双层代理模型, 研究

表明部门经理的寻租行为的存在可能会破坏内部资本市场有效运行,而这将导致内部资本市场的“集体主义”,即弱部门从强部门处获得资本资助,而无视效率高低。Bourgeois (1984) 证明业绩较差的分部经理花费更多的资源用于获取更多的资金投入。

(四) 配置规则的刚性导致的“集体主义”的分配方式。Bourgeois 和 Eisenhardt (1988) 的研究表明,内部资本市场运行时容易出现配置规则的“刚性”问题,即决策者总是按照分部资产规模或销售量的一定比例进行内部资本配置而无视具体投资项目的收益。这种刚性规则直接影响投资效率。Moon and Glynn (1990) 和 Glynn 等 (1993) 的研究表明由于多元化企业内部官僚化的资源配置规则内在的偏见以及黏性导致资源的错误配置。

(五) 下级经理激励减弱的成本。从组织行为学的角度来讲,如果上级管理者过多参与及干涉下级管辖范围内的经营决策时,往往会导致一定的“挤出效应”,即下级管理者进行有效决策的激励会随着干涉的增强而减弱,从而在一定程度上会影响投资决策的有效性。而且更为严重的是,由于内部资本市场强调的是企业或企业集团的整体利益,因此会出现顾全大局、牺牲局部的问题。Bourgeois 等 (1988) 认为在内部资本市场中,由于最高管理者拥有剩余控制权,将削弱下级经理的激励,进而有损公司价值。

内部资本市场与多元化及公司重组

正如前文所述,美国在 20 世纪 80 年代后出现了大量的以推行非相关多元化战略为目标的大规模的兼并重组。部分学者提出可用内部资本市场理论对其进行解释。Gross (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。Bourgeois 等 (1988) 分析了 1980、1981 和 1982 年的兼并的公告效应,发现多元化收购者获得了正的非正常报酬。该篇文献证实了在缺乏发达的外部资本市场的情况下,企业实施兼并的目的在于形成一个有效的内部资本市场。Gross 等 (1988) 从内部资本市场的角度对 20 世纪 80 年代美国的非相关性兼并浪潮进行了重新检视,发现当资金充裕的企业购并资金短缺的企业时,收购企业获得了最高的兼并收益,证实了在当时外部资本市场不发达的环境下,内部资本市场可以较好地解决企业与投资者之间信息不对称问题,提高资本配置效率。Bourgeois 等 (1988) 的研究表明在外部融资成本很高时,哑型企业拥有的在不同分部间分配资源的实物期权能增加企业价值,因为这样可以避免过多向外部融资。

但是到了 20 世纪 90 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。Bourgeois 等 (1990) 认为公司多元化会减少公司价值近年来已经成为学术界的共识。Bourgeois 等 (1990) 通过对公司分立 (Bourgeois 等, 1990) 的研究表明,分立后形成的企业对投资机会变得更加敏感,更多地投资于高托宾 匝值的行业,减少了低托宾 匝值行业的投资,分立提高了资本配置效率。但是该文指出这仅仅证明样本公司的多元化经营的失败可能源自内部资本市场的无效,但不能由此推论所有公司的内部资本市场都是无效的结论,因为这其中可能存在选择性偏差,那些选择

分立的样本可能恰恰就是那些内部资本市场运作不善的公司，其他公司内部资本市场也许是运作有效的。

新兴市场的研究则选取了不同的理论视角进行分析，这些研究更多地关注了大股东与中小股东存在代理冲突的情况。关于内部资本市场对多元化及兼并重组的影响存在两种观点：一种观点认为在新兴市场中，由于制度环境存在缺陷，代理问题与信息问题较为严重，外部融资通常成本较高，而兼并收购有利于形成更大的内部资本市场，多元化集团将受益于内部资本市场提供的资本支持（[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#)）；但另一种观点则认为由于新兴市场投资者保护环境较差，大股东存在侵占小股东、债权人利益的动机与条件，因此兼并收购行为只是大股东进行利益输送的一种渠道，或者是提供了更大的操纵空间，将使外部投资者利益受损（[Myer, 1984](#)）。以上两种观点都在一定程度上得到验证。[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#) 研究了印度的多元化企业集团，发现多数多元化企业集团的关联企业的托宾 Q 值小于非关联的独立企业，但是那些最大的多元化集团附属的企业却比其他企业有更高的托宾 Q 值，更精确的多元变量分析则显示附属集团的多元化程度与会计业绩及托宾 Q 值呈二次函数关系。这一结果不同于美国的类似研究得出的负相关关系的结论，表明印度的绝大多数多元化企业集团可以通过复制新兴市场缺乏的市场与制度创造价值。[Myer, 1984](#) 研究了韩国企业集团兼并的价值效应，发现集团关联企业实施收购时股价普遍下跌，外部投资者遭受损失，但大股东由于在集团内部其他企业处获得高收益因此整体上受益，表明这种兼并行为主要是基于机会主义的利益输送动机。可见，新兴市场中关于内部资本市场与多元化经营及兼并重组关系的实证研究并未取得一致结论。

内部资本市场与企业投资

在发达市场经济中，内部资本市场的核心功能之一是能够有效引导内部资本在各分部间的配置，从而使拥有良好投资项目的分部可以及时获得资金支持。英美国家关于内部资本市场对投资影响的研究主要针对此展开，所得实证结论并不一致。[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#) 通过分析在 1980 年进入前后多元化的折扣零售企业与集中型的折扣零售企业投资模式的不同变化，证明多元化企业能够更好地调整投资战略，从而论证了内部资本市场的优化资本配置的功能。但更多研究得出的是较为负面的结论。[Myer, 1984](#) 实证检验了在 1980 年石油价格剧跌时期，多元化的石油公司减少了其他非石油分部的投资，即使非石油分部的投资获利性并未降低，说明在内部资本市场中存在“资助”（[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#)）现象。[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#) 发现多元化企业中规模较小的分部的资本投资与其他分部的现金流正相关，与自身的投资前景无关，企业内部资本并未系统性地投向较好的投资机会。[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#) 证明非相关多元化集团的分部的投资与托宾 Q 值间的敏感度比集中型企业要低。相对来说，对高成长性分部投资不足，对低成长分部投资过多，而且这一现象在管理者拥有很少的股权时更为严重。[Lambert, Larcker, and Larcker, 1987](#) 也证明了多角化集团比独立企业更多地投资于获利性较差的项目，在多元

化企业中存在无效率的资本再配置。

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。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。针对新兴市场的研究主要围绕这个核心假设展开。与堀内真太郎(1995)采用经典的融资约束模型证实了日本的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。森田正孝等(1998)研究表明韩国的集团成员企业面临的融资约束不显著,而非财团成员企业却面临更强的显著的融资约束,从而证明财团的内部资本市场有助于缓解企业的融资约束。阅读(1998)关于比利时的金字塔型集团的研究发现,那些主要依靠银行负债融资的企业的投资受到较大的融资约束,而那些可以依赖内部资本市场融资的企业则不存在明显的融资约束现象,证明内部资本市场具有缓解融资约束的功能。

内部资本市场的边界确定

尽管科斯很早就对企业的边界问题进行了研究,但国外仅有很少量的文献对内部资本市场的边界问题进行了探讨。从早期的文献看,对内部资本市场的讨论通常局限于 型组织。与(1995)就认为 型组织中不存在内部资本市场。后期的研究显然已经将内部资本市场的概念用于更为广泛的范围,不少文献研究了控股型企业集团的内部资本市场(阅读(1998); 和(1998)。内部资本市场的边界已经突破了组织形式的限制,更趋向模糊化。外部资本市场与内部资本市场的唯一本质区别在于前者是依靠契约而后者是依靠权威(与(1998)管制不同项目间资本的运动(和(1998)。因此,企业的法律边界并不与内部资本市场的边界等同。不同企业法人间仍可构成内部资本市场,只要存在一个权威(通常拥有控股权)能够对资本的运作施加绝对性影响。

正如对企业边界的讨论,学术界也从经济和法律双重角度对内部资本市场的边界开展研究。森田(1998)较早从经济学的角度对内部资本市场的最优规模及范围问题进行探讨,指出内部资本市场最优规模的确定取决于两方面的权衡:随着内部资本市场的扩大,一方面资本运作更趋灵活,有利于各分部克服资金瓶颈;另一方面则因管辖范围的扩大,管理效率可能随之降低。因此,他关注的范围问题是指企业在实施多元化战略时应选择相关多元化还是非相关多元化。和(1998)认为内部资本市场理论上的最优边界应当是其带来的边际成本与边际收益相等点。由于他把内部资本市场视为一种提供了投资灵活性的实物期权,有三个因素决定了该实物期权的价值,也相应地决定着内部资本市场的最优边界。这三个因素分别是:(1)有利于在不同的期间灵活地调整资本配置方案所带来的期权收益;(2)由于具有信息优势的管理层掌握了该灵活处置权而带来的优化投资决策的收益;(3)由于管理层与投资者间激励目标分歧带来的代理成本。

企业的法律边界并不能直接界定内部资本市场的边界,这是由于内部资本市场的运

作已经不仅仅包括在 酃型组织中的直接调用及划拨,还包括多种形式,比如不同企业法人间的委托贷款、为关联企业的贷款提供担保、关联企业间的资本性交易或资产重组、集团内部的费用摊配,等等。由于内部资本市场存在潜在的经济价值,法律并不能完全禁止不同企业法人间的“内部”资本配置行为。但如果法律不对内部资本配置行为进行适当管制,则公司法人制度的存在基础必将受到挑战。因此,各国的法律规定均对内部资本市场的运作进行了一定的管制。管制不仅影响了内部资本市场的收益与成本,还影响着内部资本市场的边界确定(魏建峰 2009)。以美国为例,相对于对单个企业的要求而言,《公司法》对关联交易做出了更为严格的实质性及程序性的规定;证券法规要求对公司间的关联交易做出更具体的披露;税收机构要求对关联交易进行更严格的审查;只要两家公司(即使在同一企业集团)中的任一方缺乏偿债能力或资不抵债时,《信贷法》禁止这两家公司间的借贷行为。所有这些法规都增加了在不同企业法人间进行资本调配的难度。

此外,企业契约也是影响内部资本市场边界的一个重要因素(魏建峰 2009)。这里所说的契约包括内部控制性契约和债务契约。投资者可以通过公司章程及其他具有内部约束效力的规章对管理层调配资本的能力施加限制,授权程度将直接影响内部资本市场的运作空间。债务契约能够针对企业偿债能力及期限施加约束,比如担保要求、流动性指标要求等,债权人可以通过这些条款保护自己免受内部资本市场恶意操纵的危害。

内部资本市场与外部融资

内部资本市场发生作用的核心前提便是外部资本市场并非充分有效,两类融资方式或渠道存在天然的关联性。部分学者对两类资本市场的关系进行了研究。魏建峰(2009)研究了德国企业集团内部资本市场与外部银行债务的关系,发现银行借款与集团内部借贷负相关,表明内部借款与外部银行借款两种渠道间具有替代关系。刘建民等(2009)研究了美国企业比利时非金融类企业集团内部借款与银行借款的关系,发现了能够获得内部借款的企业拥有较少的银行借款,同样验证了两者的替代性。魏建峰等(2009)研究了跨国公司的内部资本市场与资本结构问题,发现在信贷市场不发达的国家,跨国公司的内部资本市场能有效地替代外部融资。陈国进等(2009)通过构造两期最优订约模型研究了多角化企业(魏建峰等 2009)与独立企业(魏建峰等 2009)的内部融资与外部融资的关系。他们认为集权的多角化企业的优势在于财务契约更为有效,总部经理可以通过内部资本市场运作,用高现金流项目过盛的流动能力为低现金流项目赢得续新权力,这增加了总部经理的偿付力,进而有利于缓解融资约束。但是相应的成本则是由于总部经理可以通过内部资本市场在各项目间分配资金,形成一种自融资机制,第二期间便无须到资本市场融资,在资本市场缺乏足够约束时,投资者将事先预期到他们无法强制总部经理支付投资收益,这种预期将导致融资约束的加强。他们的研究还推演出一系列的实证命题,包括相对于独立企业而言,低生产率的多角化企业有更强烈的外部融资需求,高生产率的多角化企业有更弱的外部融

资需求；多角化企业的外部融资需求与多元化程度正相关。

廖建雄等(2002)从理论与实证两个方面研究了金字塔型企业集团的债务融资问题。传统的资本结构理论针对的是单个的公司。然而，集团成员公司同时面对内部与外部两类资本市场，其资本结构问题更为复杂且有趣。他们模型的基于以下两种逻辑：在法人承担有限责任的司法体系下，成员公司应当筹集大部分的集团债务，因为有限责任制度保证了控股公司在形势恶劣时可以远离成本高昂的破产；但另一方面，如果贷款人不能监控项目的风险，企业主可以将风险较高的项目放在经营分部。预期到这一情况时，贷款人将索取更高的利率。因此，企业主通过增加控股公司自身的负债水平，使之在经营分部出现偿付困难时也同时面临厄运，以此向贷款人发送不会过度增加附属公司的风险的承诺信号将是一个比较好的选择。本书提出了四个待检验假设：管理者约束假说——下属经营公司的外部债务融资高于控股公司，并且与业主的现金流份额成反比；控股公司有限责任假说——下属经营公司的外部债务高于控股公司，并且与业主的现金流份额成反比；低风险承诺假说——控股公司的外部债务高于下属经营公司，并且外部债务与业主现金流份额不是负相关；不相关假说（传统资本结构理论）——在控制了其他企业特征后，控股公司与下属经营公司的外部债务没有系统性差异。实证结果表明，即使控制了获利性、规模等因素后，控股公司还是拥有比下属公司更多的外部债务。控股公司的高债务与假设 1、2 均不符，但是符合低风险承诺假说的理论预期。

内部资本市场与宏观经济

以往关于内部资本市场的研究主要是侧重其微观效应的考察。运森等(2004)则指出，由于集团的透明度较差并且在经济中占据优势地位，他们对自身内部市场的依赖将不利于外部市场的成长，进而导致非集团的中小企业难以获得各种资源，集团在受益于内部市场同时却带来了巨大的社会成本，认为后续研究应关注集团及其内部市场的宏观效应。催生该研究思路的驱动力源于 20 世纪 80 年代以来发展中国家尤其是东亚国家的企业集团都面临着重构的压力。尽管人们普遍认为在早期时间里企业集团推动了经济的增长，但是企业集团受到了部分政治家及评论家的指责。反对拆分集团的意见认为这类组织可以替代缺失的市场。比如集团内部资本市场可以在外部资本市场不发达的地区发挥优化资源配置的功能。相反，赞成拆分集团的观点认为集团剥夺了小型独立企业获取融资的能力，从而阻碍了它们的成长（廖建雄等，2002）。

廖建雄等(2002)从全面和动态的视角分析了集团内部资本市场与整体经济的资本配置效率间的关系，研究发现由于不完善的投资者保护造成的金融市场缺陷，虽然经济体内其他的企业可能存在更好的投资机会而且缺少资金，但对于从事“挑选优胜者”职能的集团而言，将稀缺资源分配给内部的项目仍然是最优的。虽然在集团内部资本市场个体内部而言，这种内部的资本配置可能是有效率的，但是这种内部资本配置的偏见降低了整体经济的资源配置效率，因为集团的存在使得经济体内其他企

业难以获得稀缺资本。本书认为集团的这种负外部性对于那些金融发达程度居中的国家代价最为严重，在这样的国家，高比例的集团的存在将降低资本市场的效率。对于投资者保护水平很低的国家，由于外部市场运行非常低效以至于无论资本数量的多寡，高效率的企业都将难以筹集外部资本，而集团却可以提高配置效率。由于闲置的资本无法找到高效率的投资项目，因此集团对其进行再配置将优于没有重新配置的情形。对于高水平投资者保护的环境，由于高效率项目提供的高额回报可以吸引集团的资本投入，因此集团内部再配置的偏见将消失，外部资本市场的有效性使得资本配置效率与集团的存在程度没有关系。集团对外部资本市场的负面效应在投资者保护程度居中的国家最为显著。在这种环境下，高效率企业获取追加资本的可能性与资本供给量具有相关性，集团的存在程度则会影响到外部资本供给量，因此独立企业获得资本的可能性与集团的存在程度具有相关性。外部资本市场的配置效率随着集团数量的增多而降低。

二、我国企业内部资本市场理论与实践

内部资本市场作为一种内部资源配置机制早已有之，有文献表明早在清政府时期一些大的家族企业内部就已存在内部资本市场行为（朱荫贵，[1999](#)）。但在计划经济时代，由于国家对企业实行统收统支，企业缺乏经营自主权，所以也不可能存在内部资本市场。改革开放后，企业逐步获得了经营自主权，内部资本市场开始活跃起来，尤其是企业集团的发展以及上市公司的大量涌现使得集团内部资本市场更具普遍性。我们的研究主要是针对集团层次的内部资本市场进行，下面将详细探讨我国企业集团内部资本市场的形成、功能与潜在陷阱、法律规制以及合理边界等问题，并对已有国内的研究做一简要述评。

（一）我国企业集团内部资本市场的形成

集团内部资本市场总是与企业集团组织相伴生的，集团组织是集团内部资本市场的组织载体，同时集团内部资本市场则是企业集团产生的内在经济动因之一。企业集团内部资本市场的形成既可能是企业集团发展战略导致的必然结果，也有可能是相关利益主体出于弥补外部资本市场缺陷或利益侵占等动机进行主动构造的结果。由于一般性企业集团与含有上市公司的企业集团具有非常不同的治理结构，我们将分别对一般性的企业集团内部资本市场以及内含上市公司的企业集团内部资本市场进行分析。我国政府主导的集团发展战略、国企重组上市以及民营企业买壳上市构成我国集团内部资本市场形成比较独特的制度背景。

一、企业集团发展战略与集团内部资本市场形成

国外大量研究讨论了企业集团形成的动因，这些理论有助于我们理解我国企业集团的形成，因此我们先对这些理论进行简单介绍。

④ 政治学观点。政治学观点认为企业集团产生的原因之一是政府通过培养企业集团达到自身的政治目的,通常政府政策制定者采取建立和培育企业集团作为推动经济发展的引擎。马建强等(2004)研究了美国大型企业发展的历史后发现政府支持与相应政策法规对大企业集团的发展起到重要的推动作用。孙建荣等(2004)研究发现企业集团是韩国政府导向型工业化战略的结果,国家、银行及企业集团联结是韩国政府实行赶超发展模式的制度工具。孔凡保(2004)也认为发展中国家的企业集团形成并不能完全由交易成本理论解释,政府推行的工业化战略是这些国家企业集团形成的重要原因。

① 比如我国直到 1990 年才开始正式设立证券交易所。而银行的商业化改造也发生在 20 世纪 90 年代后。

我国企业集团的产生有以下三个驱动力：一是中国政府注意到日本企业集团的发展推动了日本经济崛起，决策层决定采用类似的方式来推动我国工业化战略（~~运用计划经济~~；二是由于放权让利改革后的企业逐渐拥有了自身的逐利需求，追求规模经济与范围经济成为企业实施集团扩张的内在动力；三是随着市场的对外开放程度加深，内资企业面临的国际竞争压力日趋上升。~~20~~年代初期以后，适应经济全球化趋势中竞争的要求，增强竞争力，成为我国企业集团发展的重要动因（江小娟，~~2000~~）。细察我国集团发展史不难发现政府在其中发挥的重要影响。~~1984~~年 苑月，国务院发出了《关于推动经济联合的暂行规定》，提出了在所有制不变、隶属关系不变、财务关系不变的所谓“三不变”的原则下，鼓励企业之间发展横向联合。~~1985~~年，国务院发出了《关于进一步推动横向经济联合若干问题的规定》，其中指出“通过企业之间的横向经济联合，逐步形成新型的经济联合组织，发展一批企业群体或企业集团”，这是政府首次正式使用了“企业集团”的称谓。~~1986~~年，原国家体改委和原国家经委发布了《关于组建和发展企业集团的几点意见》，首次对企业集团的定义、组建企业集团的原则以及内部管理等问题做了较为明确的规定。~~1988~~年，国务院批转发布了国家计委等《关于选择一批大型企业集团进行试点的请示》。依照该文件的要求，国家选取了 ~~20~~家企业集团进行试点，准许其享有计划单列及其他一些优惠政策。后续还有一系列支持集团发展的政府的政策出台，此处不做一一详述。

姚俊、蓝海林（~~2000~~）依据政府和企业集团在集团组建中的作用不同，将集团组建划分为三种形式：一是政府主导组建方式。政府因素在集团组建中起主导作用，这类集团大多由原来的行政管理机构转变而成，主要为垄断产业或军工业，如中国石油天然气集团、中国兵器装备集团等；二是政府—企业联合改建方式，主要是由一些经济效益好的大企业联合生产线上下游的一些中小企业共同组成，比如钢铁、汽车等企业集团；三是企业通过市场运作发展成为企业集团，通常集中在竞争性较强的产业，如海尔集团、联想集团，等等。在这些集团组建与运作过程中，内部资本市场发挥了比较积极的作用，一定程度上降低了交易的成本。

纵观我国国有企业集团发展历史，政府对于集团内部资本市场的运作都是持积极扶持的态度，甚至某种程度上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（陈隹生，~~1988~~）。~~1988~~年财政部颁布了《企业集团财务公司财务管理试行办法》，规定了财务公司是办理企业集团内部各成员单位金融业务的非银行金融机构。业务范围包括了资本金管理及其他信贷资金管理与资产的监督和管理等 苑项内容。~~1990~~年中国人民银行发布了《企业集团财务公司管理暂行办法》，正式将财务公司纳入中国人民银行的管辖范围。~~2000~~年 远月，中国人民银行在原《暂行办法》的基础上进行修订并发布了《企业集团财务公司管理办法》，规定：经中国人民银行批准，财务公司可从事吸收成员单位猿个月以上定期存款，发行财务公司债券，同业拆借，对成员单位办理贷款及融资租赁

等共计 15 项业务，并且对财务公司的设立及运作做了非常细致的规范。1995 年，中国银行业监督管理委员会发布了修订的《企业集团财务公司管理办法》，规定财务公司可以从事对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务，协助成员单位实现交易款项的收付，对成员单位提供担保，对成员单位办理贷款及融资租赁等共计 15 项业务。

1. 国有企业重组上市与集团内部资本市场形成

上面所分析的是一般意义上的企业集团及其内部资本市场问题，并没有涉及更深层的公司治理层面的探讨。我国国有企业的重组上市构造出比较独特的集团内部资本市场结构，进而对上市公司的公司治理与绩效带来深远影响。

在计划经济时代，实施科层制管理体制的国有企业不仅没有独立的投融资自主权，也没有独立的人事、物资、经营决策权。企业项目由计划部门审批，财政部门负责资金分配，物资部门负责供销，国有经济体系犹如一个大工厂，每个国有企业在其中不过是充当一个生产分部的角色。这一时期的国有企业基本上不存在内部的资本市场，但却可以说整个国有经济体系便是一个巨大的内部资本市场。国有企业的效率低下迫使进行国有企业体制改革。在不触动所有权基础的放权让利措施并没有为国有企业带来“春天”，在 20 世纪 80 年代中期，以产权改革为目标的股份制改革开始在一些地方试验。90 年代中期，中央政府开始明确提出证券市场发展要为国家重点企业改革服务。

国有企业改制上市必须经历资产重组过程，基本方式包括剥离上市、整体上市和捆绑上市三种主要类型。在股市发展的不同阶段，三种方式的采用各有侧重，但真正意义上的整体上市并不多见。尽管监管部门逐渐意识到剥离上市的危害，但是从企业体制改革角度考虑，资产剥离是国有企业公司化改造最为立竿见影的方式，也因为政府通常是国有企业剥离后的不良资产的最终风险承担者，因而资产剥离到 20 世纪 90 年代后期不断发展，并逐渐成为改制上市中资产重组的普遍惯例（李东平，2005）。不同的改制方式对应形成了不同类型的大股东。国有企业改制形成的大股东主要包括以下几种类型：政府部门、控股公司、国有企业、科研院所及其他。政府直接控制上市公司通常意味着原国有企业主体资产分离后宣告解散，或者政府专门投资机构直接投资于拟上市的企业实体，因此政府直接控股的上市公司整体改制的情况较多。国有企业控股的上市公司基本上都是原国有企业将部分经营性资产分离出来设立新的股份公司。控股公司则包含两种情况：一种是国有资产投资公司控股，与政府直接控股类似；另一种则是由国家授权的企业集团控股（李增泉，2005）。

国有企业剥离上市直接导致了一类非常独特的集团内部资本市场的形成。在我国股市建立后的相当长的时间里，管理当局认为股票市场的基本功能是企业首先是为国有企业融资，采取“证券市场要为企业服务”的方针（吴敬琏，1995）。在这种政策背景下，国有企业剥离上市后，原有资产被人为分割为两块：一块是经营盈利能力较好的上市部分，一块是剩下的烂摊子，承担着大量冗员及其他社会性负担。集团公司有很强的