

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17520101151168

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国企业集团内部资本市场功能异化
——基于鸿仪系的案例分析

The Function Alienation of Internal Capital Market in Chinese
Enterprise Group: Case Analysis Based on the Hongyi Group

宋芳玉

指导教师姓名: 薛祖云 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2013年4月

论文答辩时间: 2013年6月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

内部资本市场是企业集团内部的一种资金配置机制。大量研究表明，在成熟市场中，企业集团构建的内部资本市场有助于缓解融资约束，且利用内部信息优势能够更好地监督成员企业，实现资本的优化配置。改革开放以后，随着我国市场经济的发展和国有企业改革的深入，在政府的政策支持 and 市场导向下，企业集团发展模式逐渐兴起，上市公司中 80% 的控制性股东为企业集团。一方面，这些企业集团通过以上市公司为中心的关联交易进行活跃的资本配置和资金融通，构建起实质上的内部资本市场。另一方面，这些企业集团作为上市公司的终极控制人，往往采取金字塔式股权结构对上市公司进行控制，并通过大量不公允的关联资产交易、关联方资金占用和关联担保等方式对上市公司进行利益输出，从而使内部资本市场基于效率原则的资源配置功能发生异化，成为大股东侵害小股东利益的工具。因此，审视当前我国企业集团内部资本市场面临的困境，促进企业集团内部资本市场的良性发展，具有重要的理论和实践意义。

本文首先梳理、回顾了内部资本市场理论及相关研究成果。然后，阐述了我国企业集团内部资本市场的形成成因，并以此为出发点，结合我国学者对大股东掏空行为影响因素的实证研究，系统分析了我国企业集团内部资本市场功能异化的原因。紧接着，以鸿仪系为案例，对我国企业集团内部资本市场的功能异化进行研究，深入分析了鸿仪系的内部资本市场运作及其影响，并结合案例背景对内部资本市场无效的原因进行诠释。最后，总结了本文关于我国企业集团内部资本市场功能异化的理论分析和案例研究结果，并从加强政府的政策引导、改善法律监管环境和完善上市公司治理等三个方面，提出了完善我国企业集团内部资本市场的建议。

关键词：企业集团；资本市场；配置效率

Abstract

The internal capital market is a capital allocation mechanism within the enterprise group. Numerous studies show that, in mature markets, enterprise groups build internal capital markets to help to ease financing constraints, and use the advantage of inside information to supervise the member companies to achieve optimal allocation of capital. Since the reform and opening up, with the development of Chinese market economy and the deepening of the reform of state-owned enterprises, the Enterprise Group Development Model has been on the gradual rise, under the government's policy support and market orientation, and enterprise groups have been controlling shareholder of 80% listed companies. On the one hand, these enterprises actively allocate capital and carry on financing through related-party transactions with listed companies as the center, and build up substantial internal capital market. On the other hand, these enterprise groups as the ultimate controller of listed companies, often control listed companies through pyramid ownership structure, and output the interest of listed companies through unfair asset transactions and occupation of funds and providing guaranties between the related parties. So that the allocation function of internal capital market based on the principle of efficiency is changed, and the largest shareholder utilize internal capital market to encroach the interests of minority shareholders. Therefore, re-examining the difficulties faced by internal capital market in Chinese enterprise groups, so as to promote the sound development of enterprise group internal capital market, has important theoretical and practical significance.

This paper firstly reviews and summarizes the internal capital market theory and related research literature. Next, the paper elaborates the causes of the formation of internal capital market in Chinese enterprise groups, and taking this as a starting point, the paper systematically discusses the reasons for function dissimilation of internal capital market in Chinese enterprise groups from a theoretical point, based on Chinese scholars' empirical research of factors which influence the tunneling behavior of the largest shareholder. Then, this paper offers a case study on the alienation of internal capital market in Chinese enterprise groups. The paper analyses the operations and its impact of the Hongyi's internal capital market in depth, and try to explain the inefficiency of the Hongyi's internal capital market with case background. Finally, the paper summarizes the

previous theoretical analysis and case study results of internal capital market in Chinese enterprise groups, and proposes some appropriate recommendations for improving enterprise group internal capital market, for example, strengthening the Government's policy guidance, improving the legal and regulatory environment, and improving the corporate governance of listed companies.

Keywords: enterprise group; internal capital market; efficiency of capital allocation

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第一章 绪论	1
一、研究背景	1
二、研究思路	2
三、研究方法	3
四、主要创新	4
第二章 内部资本市场的理论回顾	5
一、内部资本市场概述	5
二、内部资本市场的配置效率	10
三、内部资本市场功能异化的文献综述	14
四、文献述评	20
第三章 我国企业集团内部资本市场的形成成因分析	21
一、企业集团内部资本市场的形成	21
二、企业集团内部资本市场的界定	23
第四章 我国企业集团内部资本市场功能异化的因素分析	24
一、企业集团外部影响因素	24
二、企业集团内部影响因素	27
第五章 我国企业集团内部资本市场功能异化的案例分析	31
一、鸿仪系的建系过程	31
二、鸿仪系内部资本市场运作分析	34
三、鸿仪系内部资本市场运作的影响	43
四、鸿仪系内部资本市场功能异化的原因分析	46
五、案例小结	51
第六章 研究总结与启示	52
一、研究总结	52
二、研究启示	53

参考文献.....55

致谢.....59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

TABLE OF CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research background.....	1
Section 2 Research outline	2
Section 3 Research methods	3
Section 4 Main innovations	4
Chapter 2 Theoretical Review of Internal Capital Market	5
Section 1 Overview of internal capital market.....	5
Section 2 Allocative efficiency of internal capital market	10
Section 3 Literature review of the function alienation of internal capital market	14
Section 4 Literature commentary.....	20
Chapter 3 The Cause Analysis of The Internal Capital Market Formation in Chinese Enterprise Groups	21
Section 1 The formation of internal capital market in enterprise group.....	21
Section 2 The definition of internal capital market in enterprise group.....	23
Chapter 4 Factor Analysis of Function Alienation of Internal Capital Market in Chinese Enterprise Group	24
Section 1 Analysis of external influencing factors of enterprise group	24
Section 2 Analysis of internal influencing factors of enterprise group.....	27
Chapter 5 Case Study on Function Alienation of Internal Capital Market in Chinese Enterprise Group	31
Section 1 Development of the Hongyi enterprise group	31
Section 2 Operations analysis of Hongyi's internal capital market.....	34
Section 3 The influence of the operations of Hongyi's internal capital market	43

Section 4 Cause analysis on function alienation of Hongyi's internal capital market	46
Section 5 Case summary	51
Chapter 6 Research Conclusions and Enlightenments	52
Section 1 Research conclusions	52
Section 2 Research enlightenments	53
Reference	55
Acknowledgement	59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

本章首先回顾了企业集团内部资本市场的理论和现实背景，由此提出本文的主要研究内容，并在此基础上，简要阐述了本文的研究思路、研究方法和创新之处。

一、研究背景

内部资本市场是基于企业外部资本市场失灵或效率低下而产生的。自从 Alchian(1969)和 Williamson(1975)等提出“内部资本市场”(ICM)这一概念，随着企业多元战略的发展以及企业并购重组的日益频繁，以美国为主的西方学术界对内部资本市场展开了大量研究。早期的研究对象一直集中于事业部制的联合大企业，即对这类型企业的内部资本市场的资源配置效率以及内部资本市场与多元化扩张的关系进行了研究。其后，随着企业组织结构的不断创新和对内部资本市场研究的不断深入，20世纪90年代中后期，内部资本市场的研究对象开始扩大到H型控股企业集团(Khanna and Palepu, 1997)^①。西方学者的大量研究表明，在发达的资本市场中，企业集团的内部资本市场不仅有利于缓解融资约束，而且借助内部信息在及时性、真实性等方面的优势，有助于优化资本配置(杨锦之，2007)^②。

企业集团是一种介于单一企业与市场之间的一种中间性组织。Khanna and Palepu(2000)指出，由于企业集团本身存在的范围经济效应和规模经济效应，使得企业集团通过模仿市场机制，能够创造出更大的价值^③。因此，多元化发展的企业集团更能适应发展中国家的制度背景。企业集团的经营模式在许多国家，尤其是新兴市场国家普遍存在。香港中文大学的一项调查研究表明，东亚70%左右的公司与集团相关联；在日本，与集团相关联的公司比率为83%；在菲律宾，与集团相关联的公司比率约为73%；在泰国，该比例约为40%；而在中国香港、新加坡和印尼，该比例超过了60%。

从国际视野来看，近期有不少关于东亚国家的研究重点讨论了集团组织及其内部资本市场问题。Claessens et al. (2000)通过对东亚九国的研究发现，相较于独

^① Khanna T., K. Palepu. Why focused strategies may be wrong for emerging countries[J]. Harvard Business Review, 1997,(75):41-51.

^② 杨锦之. 多元化公司内部资本市场配置效率[J]. 会计研究, 2007, (11):44-49.

^③ Khanna T., K.G. Palepu. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups[J]. Journal of Finance,2000,(55/2):867-891.

立存在的公司，集团附属公司的价值显著偏低，这表明由于集团控股股东利益侵占行为的存在，导致集团内部资本市场的资金无效配置^①。Khanna (2000)的研究发现，企业集团中内部资本市场以及各种要素市场的存在，为控制性股东利用关联方交易对上市公司进行利益输出提供了可能^②。

在我国，企业集团是国民经济的重要组成部分，更是内部资本市场的主要组织载体。随着我国市场经济的发展和国有企业改革的深入，在政府的政策支持和市场导向下，企业集团发展模式逐渐兴起，上市公司中80%的控制性股东为企业集团。一方面，这些企业集团通过以上市公司为中心的关联交易进行活跃的资本配置和资金融通，构建起实质上的内部资本市场。另一方面，这些企业集团作为上市公司的终极控制人，往往采取金字塔式股权结构对上市公司进行控制，其在上市公司中拥有的现金流权和控制权呈现较为明显的相分离现象 (Claessens et al., 2000);^③ 这种情况导致上市公司终极控制人通过大量不公允的关联资产交易、往来资金占用和关联担保，将上市公司资源进行输出或转移，从而使内部资本市场基于效率原则的资源配置功能发生异化，转变为上市公司大股东侵害中小股东权益的工具。尤其是，2000年以来，在“国退民进”的改革浪潮中，我国资本市场上涌现出大量的系族企业集团，如“德隆系”、“格林柯尔系”、“张海系”和“鸿仪系”等。这些系族集团利用大量关联方交易掏空上市公司，对中国资本市场产生了较为深远的影响。

基于上述理论和现实背景，本文从我国企业集团内部资本市场的形成成因及相关背景出发，探讨导致我国企业集团内部资本市场功能异化的原因，并在相关案例分析的基础上，尝试提出促进我国企业集团内部资本市场良性发展的建议。

二、研究思路

本文以鸿仪系为案例，对我国企业集团内部资本市场功能异化的问题进行了研究。全文共六章，各章的主要内容概要如下。

第一章，绪论。首先从理论和现实两个方面阐述了集团内部资本市场的研究背景，然后对本文的研究思路、研究方法进行介绍，最后对本文的创新之处进行总结。

^① Claessens S., S. Djankov, J.P.H. Fan, L.H.P Lang. The costs of group affiliation: evidence from East Asia[R]. Working paper of World Bank, 2000.

^② Khanna T., K.G. Palepu. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups[J]. Journal of Finance, 2000, (55/2): 867-891.

^③ Claessens S., S. Djankov, L.H.P. Lang. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58): 81-112.

第二章，内部资本市场的理论回顾。本章主要围绕内部资本市场定义、内部资本市场的存在性、内部资本市场的配置效率以及内部资本市场的功能异化等方面，对现有的国内外研究成果进行梳理和综述，在文献综述的过程中阐述内部资本市场理论，并对国内的相关研究成果进行述评，以形成本文研究的逻辑起点。

第三章，我国企业集团内部资本市场的形成成因分析。本章首先对我国企业集团内部资本市场的三种形成成因进行了介绍：一是基于企业集团发展战略而形成的；二是国有企业通过重组上市而形成的；三是民营企业通过借壳上市而形成的。由于后两种方式形成的集团内部资本市场具有机会主义特征，是我国企业集团内部资本市场功能异化的主要研究对象，本章对二者的集团内部资本市场进行了界定。

第四章，我国企业集团内部资本市场功能异化的因素分析。本章从企业融资环境、投资者保护及监管环境、上市公司的股权结构、企业集团的持股结构等方面对我国企业集团内部资本市场功能异化的原因进行分析。

第五章，我国企业集团内部资本市场异化的案例分析。本章首先对鸿仪系的建系过程即鸿仪采用金字塔持股结构控制上市公司的过程进行了简要介绍。然后对鸿仪系的内部资本市场运作手段进行详细、深入地研究。紧接着，本章分析了鸿仪系内部资本市场运作产生的影响。最后，基于第四章的理论分析，结合案例背景，对鸿仪系内部资本市场功能异化的原因进行了总结。

第六章，研究总结与启示。本章首先总结了本文关于我国企业集团内部资本市场的理论分析和案例研究结果，并以此为基础，尝试从加强政府的政策引导、改善法律监管环境和完善上市公司治理等三个方面，提出了完善我国企业集团内部资本市场的建议。

三、研究方法

科学的研究方法对于得到正确的结论是至关重要的。本文坚持理论联系实际，注重将规范研究法与案例研究法相结合。

(1) 文献研究法。本文查阅了大量关于内部资本市场的研究文献，在消化吸收前人理论研究成果的基础上，作进一步的探讨和引申，以期阐述自己的观点并有所创新。

(2) 理论分析与案例研究相结合。本文首先回顾了内部资本市场理论，并以此

为基础，结合我国企业集团内部资本市场的形成方式和背景，对我国企业集团内部资本市场功能异化的原因进行理论解释；然后，运用理论对鸿仪系内部资本市场的构建、内部资本市场的运作及内部资本市场无效的原因进行分析研究，将理论与实践紧密结合，使理论解释更为生动，更具可理解性。

(3) 本文的案例选择依据：第一，2001年，经过早期多元化发展已经完成资本原始积累的鸿仪系，顺应国有股权转让热潮，在短短的几年时间里，迅速成长为涵盖5家上市公司，跨越建材、旅游、医药、陶瓷、房地产、金融等众多产业的大型综合性企业集团，整个集团资产达80亿元，其构建及发展历程对我国民营系族集团有一定的代表性。第二，鸿仪系通过内部资本市场，频繁地进行着内部资本配置，且其内部资本市场运作方式多样，比较具有研究价值。第三，鸿仪系终极控制人对上市公司的控制权和现金流权分离度较高，有着很明显的动机对上市公司进行利益攫取，并且事实表明，鸿仪系确实发生了很多大股东损害上市公司利益的事项。第四，鸿仪旗下拥有多个上市公司，便于在一个系族集团内进行内部资本市场功能异化的多案例分析，提高案例研究结论的说服力。

四、主要创新

本文可能的创新之处有：(1) 文章不是纯粹的理论堆砌，而是注重解决实际问题，对目前我国企业集团内部资本市场面临的困境进行了研究；(2) 本文基于前人对大股东掏空影响因素的实证研究，在阐述我国企业集团内部资本市场的形成及其背景的基础上，结合企业融资环境、投资者保护及监管环境等外部因素，对我国企业集团内部资本市场功能异化的原因进行了系统性的理论诠释。(3) 选取国内具有代表性的案例进行解析，将理论与实际紧密结合，提出了完善企业集团内部资本市场的建议，对促进我国企业集团内部资本市场的健康发展具有现实意义。

第二章 内部资本市场的理论回顾

本章对现有的国内外研究成果进行梳理和综述，在文献综述的过程中阐述内部资本市场理论，以形成本文研究的逻辑起点。本章将从以下三个方面进行理论阐述和文献归纳：一是内部资本市场（ICM）概述，包括内部资本市场的定义、存在性，以及与外部资本市场的联系与区别；二是内部资本市场的配置效率；三是内部资本市场功能异化的文献综述。

一、内部资本市场概述

（一）内部资本市场的定义

随着企业多元化战略的兴起及企业间并购重组的日益频繁，西方关于内部资本市场的研究逐渐活跃起来。20世纪50至60年代，美国掀起了第三次兼并浪潮，促进了美国多元化和事业部制的进一步发展，催生了一批采用事业部制的联合大企业。在研究事业部制联合大企业的过程中，Alchian(1969)和Williamson(1975)最先提出了“内部资本市场”这一概念。

在研究考察通用电气公司的过程中，Alchian(1969)发现，通用电气公司内部的投资资金市场竞争激烈，能够快速地将市场出清，并且内部的借贷双方都比外部资本市场更容易获取信息；Alchian将通用电气公司的财富增长更多地归因为资源交易与配置的内部市场优势；Alchian认为，相较于外部资本市场，内部资本市场容易获得更多更廉价的信息^①。其后，Williamson(1975)发现，在事业部的联合大企业中，总部能够集中集团内部各渠道的现金流，且各事业部对投资的竞争决定了现金流的分配，这种机制决定了总部能够将现金流投向高收益的部门；基于此，他明确提出了“内部资本市场”这一概念，并认为应当将事业部制联合大企业看成一个内部资本市场^②。

其后，以美国为主的学术界对内部资本市场展开了大量研究，但是迄今为止，学术界尚未形成关于集团内部资本市场的统一定义。内部资本市场仅仅是学术界在

^① Alchian, A. Albert. Corporate management and property rights[M]. in: H. Manne, ed., Economics Policy and the Regulation of Corporate Securities (American Enterprise Institute, Washington, D.C.), 1969:337-360.

^② Williamson O.E. Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications[M]. New York: Collier Macmillan Publishers, Inc., 1975.

研究多部门企业的内部资金配置活动时，相对于外部资本市场，抽象提出的一个学术概念，企业内部资本市场本身并不具有外部资本市场那样明显的表现形式。在研究过程中，大部分学者是从内部资本市场的特征出发，对其进行具体描述；小部分学者则是根据研究模型的需要，对内部资本市场进行大致框定。以往关于资源配置问题通常关注的都是外部资本市场，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，尤其是对大型企业集团而言，集团内部资金的配置效率能够对其价值产生重大的影响。企业集团内部资金的投放与融通，既主要通过集团内部资本市场实现，又是集团内部资本市场的主要职能。从现有文献来看，学术界主要从以下两个方面对内部资本市场进行定义。

资本市场运行范围。1975年，Williamson将“集团内部各事业部围绕投资资金展开竞争的机制”定义为内部资本市场。这是一种基于资金运行范围的视角提出的定义。虽然威廉姆森最早给出了内部资本市场的定义，且该定义有助于将内外部资本市场区别开来，但是威廉姆森对内部资本市场的定义尚未涉及其运行机制等其他方面，因而是最不完全的。

资本配置机制。Peyer (2001)认为，虽然相较于外部资本市场，在企业内部运行，确实是内部资本市场的一个特征。但是相对于不同的资金运行范围，拥有与外部资本市场不同的资金配置机制，才能够使内部资本市场得到真正体现。外部资本市场的资金配置主要依赖价格机制，资金的流动方向取决于资金的价格；相反，内部资本市场更多依靠等级、权威进行资金配置，资金价格仅仅起辅助的引导作用^①。因此，Peyer对内部资本市场的定义是基于资金配置机制的角度提出的。

另外，有些学者从功能角度对内部资本市场进行定义。周业安和韩梅（2003）认为企业内外部资本市场之间存在着互补关系，并将企业利用该互补关系来缓解融资约束、改善资金配置的金融策略定义为内部资本市场，这是一种基于市场信号功能提出的定义^②。尽管对内部资本市场可以从多角度进行定义，但是各方面的研究均表明内部资本市场具有两个明显的本质特征：一是内部资本市场只存在多元化经营企业组织中（企业集团/多业务单元企业），是多部门企业进行内部资金配置的机制。二是，内部资本市场的运作主体是集团母公司，集团母公司运用等级和权威，在集

^① Peyer U.C., A. Shivdasan. Leverage and internal capital markets: evidence from leveraged recapitalizations [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 59: 477-515.

^② 周业安, 韩梅. 上市公司内部资本市场研究——以华联超市借壳上市为例分析[J]. 管理世界, 2003, (11): 118-143.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库