

学校编码：10384

分类号____密级____

学号：17520101101158

UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业集团内部资本市场的理性分析

**Rational Analysis of
Internal Capital Market in Enterprise Group**

吕莹

指导教师姓名：卢永华 教授

专业名称：会 计 学

论文提交日期：2011 年 4 月

论文答辩时间：2011 年 6 月

学位授予日期：2011 年 6 月

答辩委员会主席：____

评 阅 人：____

2012 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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将多条渠道的现金流量集中起来,以企业内部一定的机构作为运行载体,在企业各部门(或企业集团内各公司)之间进行分配,以提高内部资金利用效率,最终在企业内部实现资本的有效流动和配置的一种机制。随着企业集团的发展,内部资本市场的效率受到越来越多的关注,特别是像我国这样的新兴市场经济国家。内部资本市场在西方发达国家一直被认为在优化资本配置、缓解外部融资约束等方面发挥着重要的作用;然而在我国,由于历史原因,国有上市公司大多由原有国有集团的一个部分单独分拆出来形成,从而与改组前的集团母公司及其下属企业存在千丝万缕的联系,而民营系族企业大多通过金字塔型控股结构控制上市公司,较长的控制链条加大了上市公司控制权与现金流权的分离程度,导致内部资本市场功能异化,控股股东和终极控制人利用内部资本市场进行利益输送,掏空上市公司。因此,审视我国企业集团内部资本市场的现状与问题,使企业集团内部资本市场能够更好地发挥作用,具有重要的理论意义和实践价值。

全文共分六章。第一章从内部资本市场的产生背景及我国内部资本市场现时存在的问题入手,引出本文主要研究和讨论的对象是企业集团内部资本市场。第二章梳理了政策演变下我国企业集团内部资本市场的发展历程,总结了内部资本市场的两个重要特征。第三章对国内外企业集团内部资本市场理论研究和实证研究的相关文献进行回顾和总结。第四章在前文基础上,从企业集团外部和内部两个层面分析我国企业集团内部资本市场功能异化的原因。第五章基于第四章的理论分析,对泰跃系的构建过程及其内部资本市场的运作进行分析,试图从内部资本市场角度找出其衰落的根源。第六章针对我国企业集团内部资本市场目前存在的问题,提出相应改进建议。

关键词: 企业集团; 资本市场; 资本配置

Abstract

Internal capital market is a mechanism that puts the cash flow from multi channels together, then allocates them to different parts of the enterprise or different companies of the enterprise group, eventually to achieve the effective flow and allocation of capital within the enterprise. With the development of enterprise groups, the efficiency of internal capital market attracts more and more attention, especially in emerging markets such as China. Internal capital market in developed countries has been playing an important role in optimizing capital allocation and easing external financing constraints; In China, however, due to some historical reasons, the state-owned listed companies are mostly a spin-off part of the original state-owned group, thus they are inextricably interrelated in innumerable ways to their parent company and other companies in the same enterprise group. And private listed companies are mostly controlled through pyramid ownership structure. The longer control chain increases the separation of the control power and cash flow rights, resulting in function dissimilation of internal capital market and the ultimate controlling shareholder utilizing internal capital market to tunnel and transfer benefits from the listed companies. Therefore, re-examining the status and problem of internal capital market in Chinese enterprise groups is of theoretical meaning and practical value so as to make internal capital market function better and supply services for enterprise group.

This paper is divided into six chapters. The first chapter starts with the background of the internal capital market and current problem with internal capital market in Chinese enterprise groups, and then points out that the object of this paper mainly focuses on enterprise group internal capital market. It also puts forward some possible innovations and clearly proposes the research methods. The second first describes the development process of Chinese enterprise groups based on the evolution of regulation policy, and then sums up the two important features of internal capital market. The third chapter reviews

and summarizes the domestic and foreign internal capital market theory and empirical research literature. Based on the previous paper, the fourth chapter discusses the reasons for function dissimilation of internal capital market from two aspects, enterprise group external factors and enterprise group internal factors. Based on the theoretical analysis on the fourth chapter, the five chapter analyses the development process and operations of Taiyue's internal capital market, trying to find out the root causes of its decline from the internal capital market perspective. Finally the sixth chapter proposes some appropriate recommendations for improving enterprise group internal capital market.

Keywords: enterprise group; internal capital market; capital allocation

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 整体构思	2
第三节 主要创新	3
第四节 研究方法	3
第二章 企业集团内部资本市场概要	5
第一节 企业集团变迁	5
第二节 企业集团内部资本市场特点	8
第三章 企业集团内部资本市场研究现状	12
第一节 内部资本市场的定义	12
第二节 内部资本市场的存在性	13
第三节 内部资本市场理论综述	15
第四章 企业集团内部资本市场功能异化的理论分析	20
第一节 企业集团外部影响因素分析	20
第二节 企业集团内部影响因素分析	23
第五章 企业集团内部资本市场功能异化的案例分析	29
第一节 泰跃系建系过程	29
第二节 泰跃系内部资本市场运作研究	36
第三节 泰跃系内部资本市场运作产生的影响	44
第四节 案例小结	47
第六章 完善企业集团内部资本市场的建议	49
第一节 完善法律监管体系	49
第二节 加强政府治理和引导	50

第三节 减少代理和寻租问题.....	50
第四节 制衡控股股东控制权.....	51
第五节 限制复杂的股权结构.....	52
第六节 改善现行董事会结构.....	52
参考文献.....	54
后 记.....	60

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background.....	1
Section 2 Whole Conception.....	2
Section 3 Main Innovation.....	3
Section 4 Research Methods.....	3
Chapter 2 Framework of Enterprise Group Internal Capital Market	5
Section 1 Development of Enterprise Group.....	5
Section 2 Features of Enterprise Group Internal Capital Market.....	8
Chapter 3 Current status of Internal Capital Market research	12
Section 1 The Definition of Internal Capital Market.....	12
Section 2 The presence of Internal Capital Market.....	13
Section 3 Theory survey of Internal Capital Market.....	15
Chapter 4 Theoretical analysis on Function Dissimilation of Internal Capital Market	20
Section 1 Analysis of External Factors of Enterprise Group.....	20
Section 2 Analysis of External Factors of Enterprise Group.....	23
Chapter 5 Case study on Function Dissimilation of Internal Capital Market	29
Section 1 Development of Taiyue Enterprise Group.....	29
Section 2 Study on the operations of Taiyue's internal capital market.....	36
Section 3 The influence of the operations of Taiyue's internal capital market.....	44
Section 4 Case Summary.....	47
Chapter 6 Suggestions for Improving Enterprise Group Internal capital market	49

Section 1 Improving legislation supervision system	49
Section 2 Strengthening government governance and guidance	50
Section 3 Reducing agency and rent-seeking problems	50
Section 4 Balancing control power of controlling shareholder	51
Section 5 Limiting complex ownership structure	52
Section 6 Improving the board structure	52
Reference	54
Postscript	60

厦门大学博硕士学位论文摘要

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

本章首先回顾内部资本市场的产生背景以及目前我国内部资本市场存在的主要问题，由此提出本文的研究目的和主要研究内容，并在此基础上，简要阐述本文的整体构思、重要观点和创新点以及研究方法。

第一节 研究背景

自二战结束后的 20 世纪 50、60 年代起，在欧美国家，尤其是美国出现了一轮兼并收购的浪潮，并在 60 年代后期形成高潮。在这个时期，科学技术突飞猛进，企业的生存和发展需要大量原材料、人力、资金和技术等生产要素的支持，因此同行业间甚至跨行业间的合并重组频繁出现，最终形成一批多元化和多部门的大企业、大集团，一般称为“联合大企业”。这些联合大企业的出现，导致企业内部资本市场（internal capital market）的产生。伴随着此种新的企业组织结构创新、企业多元化战略的兴起和兼并收购的频频发生，内部资本市场引起学术界越来越多的关注，成为一个热点研究领域。20 世纪 60 年代末 70 年代初，Alchian（1969）、Williamson（1970，1975）首次提出“内部资本市场”的概念，他们认为 M 型组织结构的联合大企业中存在内部资本市场，其最大的优势是提高内部资本配置效率及缓解外部资本市场融资约束。20 世纪 90 年代中后期，伴随企业组织结构的不断创新和内部资本市场研究的不断深入，有学者将内部资本市场研究范围扩大到 H 型控股企业集团（Holding company）（Khanna and Palepu，1997），并提供了许多可借鉴的研究成果。

中国是一个典型的新兴加转轨市场。改革 30 多年以来，虽然中国不断推进金融体制改革，资本市场从无到有，从小到大，逐步完善成熟，但是目前仍是以间接融资为主的银行主导型金融体系。现阶段，商业银行为了防范自身风险，对于发展潜力巨大但规模较小、缺乏足额担保的中小企业放贷极为审慎，顾虑重重，生怕中小企业赖债而使自己难脱干系，这使得中小企业从商业银行获取的信贷资金非常有限。另一方面，虽然 A 股股权分置改革后，中国的股票融资市场迅速发展，但是由于目前的新股发行及再融资均执行严格的政府审批制，较高的盈利要求和发行门槛使得

众多急需资金的企业望尘莫及。外部市场的不发达使得企业转而通过建立内部资本市场进行内源融资。但是，目前中国的许多国有上市公司只是国有集团的一部分，与改组前的母公司及其下属子公司存在千丝万缕的关系，许多民营上市公司只是复杂的金字塔型企业集团中的一部分，这种情况导致企业集团内部不可避免地发生大量的关联担保、资金占用和不公允的关联交易行为，控股股东可能利用其对上市公司的控制关系将上市公司资源转移到集团内的其他非上市公司。近年来，我国证券市场上出现的“托普系”、“鸿仪系”、“格林柯尔系”和“德隆系”等企业集团构建的内部资本市场，已成为控股股东掏空上市公司、进行利益输送的渠道，内部资本市场的功能出现异化。

基于上述背景，本文将对中国企业集团内部资本市场的历史变迁、主流观点及内部资本市场功能异化的原因进行探讨，在结合案例分析的基础上尝试提出若干完善企业集团内部资本市场的建议。

第二节 整体构思

根据文章的整体构建思路，本文共分为六章，各章节的主要内容概要如下：

第 1 章，绪论。首先从国内外企业集团内部资本市场理论和现实两个方面，提出本文的研究背景；对本文的结构安排和主要内容进行介绍；再总结本文的主要创新；最后介绍本文的研究方法。

第 2 章，企业集团内部资本市场概要。本章首先梳理中国企业集团内部资本市场的变迁情况，然后总结中国企业集团内部资本市场的重要特征。

第 3 章，企业集团内部资本市场研究现状。对国内外企业集团内部资本市场理论研究和实证研究的相关文献进行回顾，主要包括内部资本市场的定义、内部资本市场的存在性以及内部资本市场的主流观点三方面的相关研究成果，以便在此基础上进行本文的研究。

第 4 章，企业集团内部资本市场功能异化的理论分析。本章从资本市场状况、政策环境和政府干预，多层代理与寻租、股权集中度、公司股权结构等角度对企业集团内部资本市场功能异化产生的原因进行分析。

第 5 章，企业集团内部资本市场功能异化的案例分析。基于第 4 章的理论分析，本章结合泰跃系的案例，对其内部资本市场迅速构建、积极运作，但随后又迅速濒临解体，陷入财务困境的情况进行分析，揭示其内部资本市场存在的问题，从内部资本市场角度对泰跃系崩溃的原因进行探讨。

第 6 章，完善企业集团内部资本市场的建议。基于前文对我国企业集团内部资本市场理论和案例的分析结果，本章对如何完善企业集团内部资本市场，使其更好地发挥优化资源配置、缓解外部融资约束作用提出相应的建议。

第三节 主要创新

本文的主要观点如下：（1）中国企业集团中存在内部资本市场，但内部资本市场的效率较低；（2）在外部投资者保护法律不健全，内部公司治理不完善、无法制衡控股股东控制权的情况下，内部资本市场容易被异化为进行利益输送的渠道；（3）由于融资渠道的局限，民营企业集团会选择通过收购已上市公司，建立企业集团，进行各项运作套取现金，建立在这一目的上的金字塔型股权结构会削弱内部资本市场的效率。

本文可能的创新点在于：（1）文章不仅仅是纯理论分析，而是将重点放在解决实际问题，分析我国企业集团内部资本市场目前的困境；（2）选取国内具有代表性的案例进行解析，理论和实际紧密结合，提出完善内部资本市场的建议，对尚未成熟的我国企业集团内部资本市场的健康发展具有现实意义。

第四节 研究方法

科学的研究方法对于得到文章的正确结论是至关重要的。本文坚持理论与实践相结合，规范研究法与案例研究法相结合，在广泛搜集阅读资料、分析案例的基础上提出有针对性的建议。本文运用的主要研究方法如下：

（1）文献研究法。本文的研究对象是企业集团内部资本市场，搜索与内部资本市场相关的研究文献，消化吸收前人的研究成果，准确把握研究方向，并在此基础上进行探讨和引申，力求阐述自己的观点并有所创新。

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