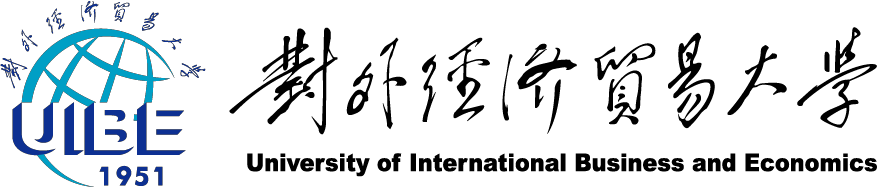
**学校代码：10036**



**博士学位论文**

**不同战略系族内部资本配置机理研究—— 基于成员 IPO 对系族溢出效应视角**

**培养单位：国际商学院专业名称：企业管理 研究方向：财务管理 作** 者：于 **谦**

**指导教师：蒋屏教授**

**论文日期：二〇一四年三月**

**Study on Corporate Classes’ Internal Capital Allocation Mechanism of Different Strategy——Based on the**

**Spillover Effect of Corporate Classes Causing by IPO**

**学位论文原创性声明**

**本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文所涉及的研究工作做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律责任由本人承担。**

**特此声明**

**学位论文作者签名：** 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

**本人完全了解对外经济贸易大学关于收集、保存、使用学位论文的规定，同意如下各项内容：按照学校要求提交学位论文的印刷本和电子版本；学校有权保存学位论文的印刷本和电子版，并采用影印、缩印、扫描、数字化或其它手段保存论文；学校有权提供目录检索以及提供本学位论文全文或部分的阅览服务；学校有权按照有关规定向国家有关部门或者**

**机构送交论文; 学校可以采用影印、缩印或者其它方式合理使用学位论文，或将学位论文的内容编入相关数据库供检索； 保密的学位论文在解密后遵守此规定。**

**学位论文作者签名：** 年 月  **日**

**导师签名：** 年 月  **日**

摘 要

外部资本市场的融资约束在一定程度上限制了企业发展，内部资本市场作为外部资本市场正式制度的补充机制，成为助力企业价值成长的重要因素，也极大地推动了宏观经济的快速增长。“系族”诞生于我国经济转轨过程中外部资本市场制度不完善、国退民进的背景环境下，作为内部资本市场的一种表现形式，“系族”能使族内的投资项目规避在外部资本市场中有关信息获取与激励问题的困扰，合理调配资源，实现高效率运营。因此，内部资本市场的有效性与“系族”的成长发展息息相关。对内部资本市场的资源配置机理、特征、影响因素和各成员企业的价值成长过程等的深入分析有助于提出促进内部资本市场效率的合理化建议。本文以我国系族上市公司为研究样本，以我国转型时期和新兴市场为研究背景，通过收集系族上市成员1991-2011年的相关财务数据，结合樊纲和王小鲁（2007-2009）市场化指数和金融业发展程度指数等数据，以族内成员IPO事件为切入点，实证考察了我国多元化/一体化系族内部资本市场的存在性、配置效率和运作机理，试图阐释系族价值传导的内部机制。本文的研究主要包括以下几个部分：

首先，本文梳理了内部资本市场理论的发展脉络，从内部资本市场理论的产生和发展、系族的成因与基本特征、内部资本市场的资源配置与资本运作等方面描述了系族集团构建的内部资本市场的运行机理。然后，进一步围绕企业集团采取的不同战略对内部资本市场的有效性和集团价值成长的影响的相关文献进行了论述。接着，在此基础上归纳了内部资本市场的最优规模和衡量配置效率模型的有关文献。这三部分为后文探讨各类系族内部资本市场的区别和联系等提供了丰富的理论基础和支持。最后，总结了IPO现象并梳理了IPO对不同关联主体的溢出效应的相关文献。现有研究对系族现象和内部资本市场作用机制及其有效性展开了广泛探讨，为本文提供了宝贵的借鉴经验并奠定了坚实的理论基础。

其次，本文对系族内部资本市场配置效率进行了研究。在新兴市场经济国家中，外部资本市场的不完善和融资约束使得内部资本市场更具优势，内部资本市场的存在是对外部资本市场局限性的有益补充。随着我国经济体制的全面深化改革，市场在资源配置中的决定性作用更加突出，基于ICM理论、控制权理论、信息不对称理论、融资优序理论和委托代理理论，本文进一步

对集团内部资本市场会导致资本配置有效还是无效？对企业价值是一种创造还是摧毁？等一系列相关问题展开分析讨论。

通过上述研究表明，系族内部存在资本市场，且其部署资产大多是有效率的。而战略作为企业集团实现愿景的具体途径，伴随企业生命周期的各个阶段，因此，本文以成员企业IPO事件为切入点，考察该事件对族内其他上市公司是否有溢出效应。借以继续深入探讨系族企业集团采取的不同战略对其内部资本市场的运营和配置是否会造成差异。

最后，在上述研究基础上，基于战略管理理论和ICM理论、信息不对称理论等，本文进一步挖掘了成员企业IPO对系族集团溢出效应的成因以及对系族整体和内部其他上市成员的具体影响有哪些，并区分不同战略加以分析论证。

本文采用规范研究与实证研究相结合的研究方法，通过研究得出以下一些基本结论：

1．现有文献从不同角度对内部资本市场的资源配置是否有效等问题进行了广泛的研究，取得了丰硕的研究成果。但是目前的研究大多集中于对单个系族内部资本市场资源配置效率的考察，随着系族企业多元化与专业化战略的存在，部分文献开始转向对系族的战略与资本配置效率关系的研究，但尚不多见。此外，IPO对系族来说并不陌生，然而目前尚未有学者就成员企业IPO对系族带来的经济后果加以论证分析，也忽视了外部资本市场效率的变化对内部资本市场配置效率的影响等因素。因此，本文在现有研究基础上，以我国系族内部资本市场的配置效率为切入点，从系族内部成员企业的IPO事件、系族选取的经营战略以及成员企业交叉上市等因素多角度，剖析其对系族内部资本市场配置效率和对系族及成员价值成长的影响，以试图理清我国系族内部资本市场的配置行为和系族价值成长的路径、机理，为监管内部资本市场中大股东的利益侵占和机会主义行为等提供政策建议。

2．借鉴Shin & Stulz（1998）和Wulf（2009）的模型测度我国系族内部资本市场的存在性、配置效率及其影响因素。研究发现，我国系族存在内部资本市场。在不同的外部环境和内部特征的影响下，内部资本市场的效率也有所差别。地处市场化程度较高、投资者保护到位和法律监管措施更为健全的系族，其内部资本市场配置更有效率；相比于非国有系族，国有系族由于有着更加便利的外部融资渠道，同时还肩负着社会稳定、促进就业、社会保障等各类社会责任和政治使命，因此，其内部资本市场的配置效率更高；在

国有产权系族中，中央控制系族比地方控制系族的内部资本市场更加完善，配置效率更高；此外，交叉上市因其具有交易成本更低、可以融得更多资金并降低信息不对称程度等优势，因此成员交叉上市有助于提高系族内部资本市场的配置效率。

3．本文在进一步区分多元化/一体化战略系族，分别考察成员IPO事件对系族产生的短期和长期溢出效应及其成因后，研究发现，以超常累计回报

（CAR）衡量族内成员企业IPO产生的短期溢出效应时，系族整体市场表现消极，CAR值为负；且国有系族CAR值更低，非国有系族市场表现稍好，这可能与股市中的比价效应、IPO抑价和信号传递效应等有关；IPO对多元化和横向一体化战略的系族有负的溢出效应，在横向一体化战略下，非国有系族市场表现更好；纵向一体化战略下，溢出效应由正变负，投资者对非国有系族更有信心。

4．系族整体价值衡量族内成员企业IPO产生的长期溢出效应，由于系族整体价值的变化更能反映出股票的内在价值波动，因此探讨长期溢出效应的成因更能获悉内部资本市场的特征和运作机理。研究发现，①多元化战略对系族整体价值提升的贡献最大，而该溢出效应主要是由信息不对称程度降低使得资本成本减少产生的；②进一步探究横向一体化战略溢出效应成因时发现，IPO企业对成员企业的信息效应很明显，是引发长期溢出效应的主要因素；而纵向一体化战略对系族价值的提升也有促进作用，但不如多元化和横向一体化战略的效果显著；③在纵向一体化战略系族中，成员企业与族内上下游贸易伙伴间的博弈能力是影响其未来发展的主要因素，经分析验证，应收账款周转率是影响企业盈利水平的主要因素，而应付账款周转率作用不明显，表明企业向客户收账速度较快，资产流动性较强且企业偿债能力提高，但是免费使用供应商资金的能力较弱，因此交易成本的降低是引起成员IPO对纵向一体化战略系族的溢出效应的主要原因。④IPO对国有系族价值的提升比非国有系族作用要大；拥有交叉上市企业的系族集团内部的成员企业IPO较之非交叉上市系族更能提升系族整体价值。

本文的研究既有助于在理论上解释和完善我国经济转轨时期“系族”内部资本市场资源配置的作用机理、影响因素和改进渠道，而且在实践上可以为促进我国多元化/一体化系族企业价值成长、完善公司内部治理结构、提升内/外部资本市场的效率和推动宏观经济稳定增长提供重要的参考。

关键词：内部资本市场； 系族； 企业价值； 资本配置效率； IPO； 溢出效应

**Abstract**

External capital market's financing constraints have imposed limitations on the development of the enterprises, while the internal capital markets served as an external capital market's complementary mechanism of formal system become an important factor which promotes the value of the enterprise's growth, and at the same time boosting the rapid development of the macro-economy. ―Corporate classes‖ were born in the process of economic transition while the system of the external capital market is not perfect, ―corporate class‖, as a form of internal capital markets, can make the investment projects within it to evade from the external capital markets, relating to information acquisition and incentive problems, achieve reasonable allocations of resources and efficient operations.

As a result, the effectiveness of the internal capital market is closely linked with the growth and development of" corporate class". The deep analysis of internal capital market resource allocation mechanism, characteristics, influencing factors and the value of the affiliated enterprise growth process contributed to putting forward reasonable suggestions which promote the efficiency of internal capital markets. This article takes the listed companies of the corporate classes as research samples, and emerging markets and the transition period of our country as the research background, by collecting the relevant financial data of corporate classes members listed from 1991 to 2011, according to Fan Gang and Wang Xiaolu (2007-2009), degree of marketization index and financial sector development index data, regarding affiliated members within the IPO as the breakthrough point, making empirical survey on the existence, allocation efficiency and operation mechanism of the diversity/integration internal capital markets, trying to explain the internal mechanism of value conduction. In this article, the research mainly includes the following several parts:

Firstly, this article combs the developmental path of internal capital market theory, and it describes the operation mechanism of internal capital market constructed by the corporate classes, from such aspects as the emergence and development of internal capital market, the cause of formation and basic features

Of the corporate classes and the allocation of resources as well as the capital operation of the internal capital market. Then, it further discusses the correlated literature that refers to the efficiency of the internal capital market and impact on the group value growth influenced by different strategies adopted by enterprise groups. Then, based on that, this paper concludes the related literature about optimizing scale of capital market and measuring configuration efficiency model. These three parts provide a great theoretical foundation and support for the later exploration of the differences and connections among all ethnic kinds of internal capital markets. At last, the IPO phenomenon is summarized, and relative documents about it on different connected subjects are sorted out. The existing researches have carried out extensive discussions about the phenomena of corporate classes and the mechanism of internal capital market and its effectiveness, which provide valuable experience for reference and lay a solid theoretical foundation for this paper.

Secondly, we have studied the allocation efficiency of internal capital market within corporate class in this paper. Among the emerging market economy countries, the imperfection of the external capital market and the financing constraints add advantages to the internal capital market, and the existence of the internal capital market is a beneficial supplement to the limitation of the external capital market. With the overall deepened reform of our country's economic system, the decisive function of the market in allocating resources stands out further. Based on the ICM theory, corporate control theory, information asymmetry theory, pecking order theory of financing and principle-agent theory, this article will carry out further analysis and discussion on a series of relevant issues, for instance, whether the intra-group capital market will lead to an effective capital allocation or notIsitakindofcreationordestructiontotheenterprisevalueWewill analyze and discuss a series ofrelative questions later on.

Thirdly, the above researches show that capital market exists within enterprise group and most of its deployment of assets is efficient. As a specific way for enterprises to realize their visions, strategy accompanies enterprises in every period of the life circle of them. Therefore, we use the IPO event as a starting point to review whether this event has any spillover effect on other listed companies

Within the family. Then we make further discuss on whether different strategies adopted by private enterprise groups will make difference on the operation and allocation of its internal capital market.

At last, based on the research mentioned above, in terms of the strategic management theory, the ICM theory, the information asymmetry theory and the like, this article further excavates the reasons that cause the member enterprise IPO's spillover effect to the corporate classes, as well as the specific influences on the whole corporate classes and other internal members that have come into the market, and distinguish among different strategies with analyses and demonstrations.

This article applies an empirical approach to the study and the following basic conclusions are come up with after the research:

1. The existing literatures have conducted an extensive research on the issue of whether the resource allocation of the internal capital market is effective from different angles and achieved fruitful research achievements. However, current researches mostly focus on the imploration on the resource allocation efficiency of the internal capital market of single enterprises. With the diversification of group enterprises and the existence of specialization strategy, part of the literature begins to turn to the research on the relationship between the group enterprise strategy and capital allocation efficiency, but it is not common. In addition, IPO is not unfamiliar to private enterprises but no scholars demonstrate or analyze the economic consequence that the IPO of member enterprises will bring to private enterprises, and ignore the factor that the influence of changes in external capital market efficiency on internal capital market efficiency etc. Therefore, based on current research, this paper starts with the allocation efficiency of group internal capital market. Using the factors like IPO events of group internal member enterprise, business strategy taken by the group and the cross-listing of member enterprises etc, the paper analyzes the influence on the allocation efficiency of group internal capital market and the value of group and member value from many angles, attempting to sort out the allocation behavior of family corporate's internal capital market and the path and mechanism of its value increase in our country, providing policy advices for supervising expropriation and opportunism behaviors

Of giant shareholder in the internal capital market.

2．Referring to Shin & Stulz (1998) and Wulf's (2009) model to measure the existence, allocation efficiency and its influencing factors of internal capital market of corporate classes in China. The study found that there existing internal capital market in corporate classes in China. Under the influence of different external environment and internal characteristics, the efficiency of internal capital market is different too. Located in the higher marketization, better investor protection, and more sound legal regulation system, the internal capital market allocation is more efficient; compared with non-state corporate classes, due to a more convenient external financing channels, but also shouldering the social stability, promoting employment, social security and other kinds of social responsibility and political mission, therefore state-owned corporate classes's internal capital market allocation efficiency is higher; in state-owned property rights of the corporate classes, the central control system group is more perfect than the local control system of internal capital market, and the configuration is more efficient; cross-listing, moreover, because of its lower transaction costs and the ability raise more capital and reduce the degree of information asymmetry, so members cross-listing contributes to improving the allocation efficiency of internal capital markets of corporate classes.

3．To distinguish the diversity/integration strategy of corporate classes,

Respectively investigate the IPO spillover effects on the corporate classes of short term and long term. Study found that, with the cumulative accumulative returns (CAR) measuring the affiliated members' spillover effects generated by the IPO in the short term, the overall market performance of corporate classes is negative, and the CAR value is negative; and state-owned CAR value is lower, while the

Non-state corporate classes market's performance is better, this may be related to the price effect in the stock market, IPO underpricing and signal transfer effect and so on; IPO has negative spillover effect on the diversification strategy and horizontal integration system, non-state corporate classes does better under the horizontal integration strategy; investors have more confidence on the non-state corporate classes, vertical integration strategy in which spillover effects change from positive to negative. By measuring the enterprise IPO long-term spillover effects with the

Overall value of affiliated members we found that diversification strategy offers the largest contribution to the overall value promotion, followed by is the horizontal integration while the vertical integration strategy can promote state-owned corporate classes' value mostly, on the contrary offers deduction effects for

Non-state corporate classes' value. In addition, the IPO has greater promotion to value of the state-owned corporate classes than the non-state corporate classes; the IPO of the affiliated members within the corporate classes which has crossed listed companies can better promote the overall value of lineage than the non-listed.

4．Because of the change of the overall value of the corporate classes can

Better reflect the intrinsic value of the stock fluctuations, thus to explore the cause of the long-term spillover effect can acquire a better knowledge of the characteristics and operation mechanism of internal capital markets.

Study shows that the degree of information asymmetry is the main factor which influences the WACC of the corporate classes of diversification strategy; the spillover effect of IPO is caused by reduction of information asymmetry's degree and meanwhile leads the reduction of the cost of capital. And in the corporate classes of vertical integration strategy, the game ability of the affiliated members between the upstream and downstream partners within corporate classes is the main factors which affect the future development, it has been verified by analysis, turnover ratio of accounts receivable is the main factors that affect the level of corporate profits, and turnover ratio of accounts payable's effect is not obvious, which shows that the sooner the enterprise collect accounts from their customers, the better the capital's liquidity is and the ability of the enterprise paying debts enhances, but has a weak ability to have the access to the supplier's capital for free, therefore the reduction of transaction cost is the main reason which caused the members' IPO to the vertical integration strategy's spillover effects; in the corporate classes of horizontal integration strategy, IPO companies have obvious information effects on affiliated members, which is the main factor that cause long-term spillover effect.

This study will not only help to interpret and perfect the mechanism and influencing factors and the channels of improvement of internal capital market allocation of resources of corporate classes during our country's economic transition

Period in theory, and to promote the value growth of corporate classes of diversification/integration, perfect the internal governance structure, improve the efficiency of the internal and external capital markets and provide important reference to promote macroeconomic stable growth in practice.

**Keywords****:** Internal Capital Market; Corporate Classes; Enterprise Value; The Efficiency of Capital Allocation; IPO; The Spillover Effect

目 录

[摘 要](#_Toc686847521) 3

**[Abstract](#_Toc686847522)** 3

[第](#_Toc686847523)**[1](#_Toc686847523)**[章 导论](#_Toc686847523) 6

[1.1 研究背景与现实意义](#_Toc686847524) 6

[1.1.1 研究背景](#_Toc686847525) 6

[1.1.2 研究意义](#_Toc686847526) 7

[1.2 研究目标与研究内容](#_Toc686847527) 8

[1.2.1 研究目标](#_Toc686847528) 8

[1.2.2 研究思路](#_Toc686847529) 8

[1.2.3 研究内容](#_Toc686847530) 9

[1.3 技术路线和研究方法](#_Toc686847531) 10

[1.4 可能的创新之处与存在的不足](#_Toc686847532) 11

[1.4.1 创新点](#_Toc686847533) 11

[1.4.2 不足和未来研究方向](#_Toc686847534) 11

[第](#_Toc686847535)**[2](#_Toc686847535)**[章 文献回顾与评述](#_Toc686847535) 11

[2.1 内部资本市场理论及评述](#_Toc686847536) 11

[2.1.1 内部资本市场理论（ICM）](#_Toc686847537) 11

[2.1.2 系族成因与基本特征](#_Toc686847538) 12

[2.1.3 内部资本市场的资源配置](#_Toc686847539) 12

[2.1.4 内部资本市场的资本运作](#_Toc686847540) 13

[2.1.5 内部资本市场理论评述](#_Toc686847541) 13

[2.2 不同战略导向的内部资本市场配置效率及评述](#_Toc686847542) 13

[2.2.1 内部资本市场有效性研究](#_Toc686847543) 13

[2.2.2 内部资本市场无效性研究](#_Toc686847544) 14

[2.2.3 内部资本市场配置效率评述](#_Toc686847545) 14

[2.3 内部资本市场配置效率与最优规模衡量及评述](#_Toc686847546) 15

[2.3.1 内部资本市场配置效率](#_Toc686847547) 15

[2.3.2 内部资本市场最优规模](#_Toc686847548) 20

[2.3.3 内部资本市场配置效率与最优规模评述](#_Toc686847549) 20

[2.4 IPO抑价和溢出效应及文献评述](#_Toc686847550) 21

[2.4.1 IPO抑价](#_Toc686847551) 21

[2.4.2 IPO溢出效应](#_Toc686847552) 21

[2.4.3 关于IPO抑价和溢出效应的文献述评](#_Toc686847553) 22

[2.5 文献述评](#_Toc686847554) 22

[第](#_Toc686847555)**[3](#_Toc686847555)**[章 系族内部资本市场配置效率研究](#_Toc686847555) 22

[3.1 内部资本市场配置效率研究的理论基础](#_Toc686847556) 22

[3.1.1 ICM理论](#_Toc686847557) 22

[3.1.2 控制权理论](#_Toc686847558) 22

[3.1.3 信息不对称理论](#_Toc686847559) 22

[3.1.4 委托代理理论](#_Toc686847560) 23

[3.1.5 融资优序理论](#_Toc686847561) 23

[3.2 系族内部资本市场效率检验模型的分析与构建](#_Toc686847562) 23

[3.2.1 问题的提出](#_Toc686847563) 23

[3.2.2 理论分析与研究假设](#_Toc686847564) 23

[3.2.3 研究设计与样本选择](#_Toc686847565) 24

[3.2.4 实证结果分析](#_Toc686847566) 26

[3.3 研究结论](#_Toc686847567) 41

[第](#_Toc686847568)**[4](#_Toc686847568)**[章](#_Toc686847568) **[IPO](#_Toc686847568)**[对不同战略系族的溢出效应研究](#_Toc686847568) 41

[4.1 战略管理理论基础](#_Toc686847569) 41

[4.1.1 产业组织视角（Industrial Organization Perspective，IO）20世纪70年代，人们开始运用产业组织(IO)经济学研究战略管理现象。战](#_Toc686847570) 41

[4.1.2 资源基础理论（Resource-based View，RBV）](#_Toc686847571) 42

[4.1.3 组织经济学（Organization Economics，OE）](#_Toc686847572) 42

[4.2 问题的提出](#_Toc686847573) 42

[4.3 理论分析与研究假设](#_Toc686847574) 42

[4.4 研究设计与样本选择](#_Toc686847575) 43

[4.4.1 样本选择与数据来源](#_Toc686847576) 43

[4.4.2 IPO事件对系族成员的溢出效应](#_Toc686847577) 43

[4.4.3 衡量IPO对不同经营战略系族价值的影响](#_Toc686847578) 44

[4.5 实证分析结果](#_Toc686847579) 46

[4.5.1 描述性统计](#_Toc686847580) 46

[4.5.2 多元回归结果分析](#_Toc686847581) 57

[4.6 研究结论](#_Toc686847582) 68

[第](#_Toc686847583)**[5](#_Toc686847583)**[章 系族内部](#_Toc686847583)**[IPO](#_Toc686847583)**[产Th溢出效应的成因研究](#_Toc686847583) 68

[5.1 问题的提出](#_Toc686847584) 69

[5.2 理论分析与研究假设](#_Toc686847585) 69

[5.3 研究设计与样本选择](#_Toc686847586) 69

[5.3.1 样本选择与数据来源](#_Toc686847587) 69

[5.3.2 研究事件和窗口期的确定](#_Toc686847588) 69

[5.3.3 多元化战略系族的溢出效应检验](#_Toc686847589) 70

[5.3.4 纵向一体化战略系族的溢出效应检验](#_Toc686847590) 70

[5.3.5 横向一体化战略系族的溢出效应检验](#_Toc686847591) 70

[5.4 实证结果分析](#_Toc686847592) 72

[5.4.1 描述性统计](#_Toc686847593) 72

[5.4.2 多元回归结果分析](#_Toc686847594) 74

[5.5 研究结论](#_Toc686847595) 82

[第](#_Toc686847596)**[6](#_Toc686847596)**[章 研究结论、启示与展望](#_Toc686847596) 82

[6.1 研究结论](#_Toc686847597) 82

[6.2 研究启示](#_Toc686847598) 83

[6.2.1 内部资本市场体系的完善](#_Toc686847599) 83

[6.2.2 外部资本市场体系的完善](#_Toc686847600) 83

[6.3 研究局限与展望](#_Toc686847601) 83

[参考文献](#_Toc686847602) 83

[个人简历在读期间发表的学术论文与研究成果](#_Toc686847603) 91

# 第**1**章 导论

内部资本市场配置效率是企业集团金融的一个重要问题。“系族”作为企业集团的特殊形式，产生于我国经济转轨时期，系族企业在愿景、战略目标、控制结构、内部运作模式以及资源配置效率等方面都有自身的独特性，引发了众多学者的广泛探讨。IPO再度成为2014年资本市场的热点话题，以系族成员IPO为切入点来考察“系族”内部资本市场，有助于加深对其运作机理、特征等的理解。

## 1.1 研究背景与现实意义

### 1.1.1 研究背景

20世纪后期，如何将资本在不同投资项目之间实现最优配置成为学术界探讨的热点话题。资本的配置过程可以分为以下环节：首先，资本市场（主要指证券市场和信贷市场）将一定量的社会资本在各种组织类别的企业中分配；接着，再由企业将资本配置到内部的各个分部或者子公司；最后，资本在不同的投资项目之间完成配置。社会资本的有效配置要求每个环节的配置效率都是最优的。由此引发了学者对不同环节资本配置的探讨，即对外部资本市场（External Capital

Market，ECM）和内部资本市场（Internal Capital Market, ICM）的研究。外部资本市场配置效率的研究因起步较早，现已较为成熟，而内部资本市场的研究随交易成本经济学理论的发展而诞生，最早由Williamson（1970）展开。Williamson在自己构建的理论基础上进一步发展了M型组织假设，即随着公司规模越来越大和组织架构更加复杂，最有效率的是多部门式的组织结构，这种结构的优点在于公司总部能够通过它的控制机制（激励、监管和审计），实现资源的最优配置，从而达到利润最大化的目标。诸如Steer & Cable（1978）和Teece（1981）的早期实证研究结论都有力地支持了M型组织假设。到20世纪90年代，ICM的相关研究才颇具体系，并涌现出了Alchian，Williamson，Myers和Majluf等大批学者，研究内容涉及内部资本市场的相关理论，与外部资本市场的区别，内部资本市场是否真实存在，配置效率如何，以及该如何对子公司进行激励监督并配置资本等方方面面。近年来，学术界再次掀起了研究多元化公司内部资本市场的热情，大量文献就内部资本市场是否有效展开探讨。如果外部信贷市场的摩擦使得净现值为正的项目不能被采纳，那么这时就可以依靠内部资本市场的功能来为这些项目融资。理论研究领域在探讨多元化是否可以创造价值的同时，大多数实证调查发现：就公司资源经常从高性能、高效率部门流向效率低下的绩差部门的意义上来讲，

多元化是一种价值摧毁；也有学者指出在有些内部资本市场中，每一个分部都被当作一个独立的公司对待，使得分部在为项目融资时多半只能依靠自身的现金流，这也是导致内部资本市场失效的原因之一（Shin & Stulz, 1998）。内部资本市场显著区别于外部资本市场的特征在于集团总部拥有对部门资产的剩余控制权，由此学术界就内部资本市场该如何对企业激励、监督，如何对资产进行重新配置等话题展开了热烈探讨，这也成为内部资本市场研究领域的热点话题。

2005年股权分置改革之前，我国A股市场上流通股与非流通股并存，这是我国在经济体制转轨过程中形成的特殊问题。非流通股的存在使得某些上市公司可以通过有目的地掌握其他多家上市公司的法人股来达到控制地位，这种现象被称为“系族”，并在学术界引发了广泛讨论，后来“系族”的限定范围被放宽，泛指由同一大股东或者控制人控制的企业集团，是内部资本市场的一种特殊表现形式。本文将系族作为研究的背景环境，是因为系族企业是在中国转型期独特的经济、政治政策环境下产生的历史现象。系族企业在愿景、战略目标、控制结构、内部运作模式以及资源配置等方面都有自身的独特性，与一般企业集团存在一定的差异。

美国J. P. Morgan集团在结构特点上与我国的系族类似，J. P. Morgan集团通过合并和收购等方式控制了多家公司，并对分部派驻了管理人员，凭借集团强大的资金和管理优势，J. P. Morgan实现了对分部和关联公司更高效的经营，并逐步建立了复杂而庞大的金融帝国。DeLong J. B.指出，Morgan集团通过对分部派驻管理人员，有效缓解了代理问题，减少了管理者与股东间的分歧。在管理模式上，为避免分部间竞争，Morgan集团成立了投资集团，这大大降低了Morgan模式形成前各分部公司寻找分散的投资者并获得支持所花费的成本。我国自2000年以来，经济处于转轨时期，这一阶段资本市场同股不同价、国退民进的背景环境使得上市公司的“壳资源”大量增加，这为各个国有及民营企业整合创造了有利契机。这一场轰轰烈烈的“造系运动”，涉及上市公司400多家。究其原因，系族企业的形成，是内在动因和外部环境共同作用的结果（张新，2004）。系族控股股东获取控制权的目的，是为了获取控制权收益（丁新娅，20004）、构建内部资本市场来满足系族企业整体的融资需求（万良勇，2006）、提高资本配置效率

（万良勇、魏明海，2006）、避开法规限制及避税（Williamson, 1975）、规避投资项目信息的披露（Alchian, 1969）、满足企业内在的资本和经营范围的扩张动机（张新，2004）、通过多元化战略来做大做强（刘素，2009）等等。因此，系族内的各上市公司成员在内部资本市场和内部产品市场间都存在着千丝万缕的

关联。现有对系族的研究主要集中于对系族内部的上市公司的研究上，旨在探讨系族控股股东是否通过获取控制权私有收益来侵占上市公司利益、操控二级市场获利等，碍于数据和信息难以获取等原因，文献并未对系族整体加以探讨，并且在现有研究中，对系族上市公司的讨论多以炒作热点为主，没有后续的系统追踪。例如，郎咸平（2001）有关“系族是一种类家族企业模式，是剥夺中小股东利润的通道”的结论，也主要是基于举证责任在辩方的监管制度，通过系族的异常举动加以推测，但并未进行后续的追踪和分析。因此，对系族上市公司的未来发展与系族整体战略规划的关注和探讨是对现有文献的有益补充，并具有重要的现实意义。

2013年12月13日，中国证监会修订并发布了《证券发行与承销管理办法》，落实了新股发行体制改革要求，改革和规范了定价与配售方式，进一步提高了新股发行市场化程度。这意味着自2014年1月起，IPO将再度开闸。随着IPO政策的变化，IPO数量也年年不同，我国于1994年首次暂停IPO，后来又几经停发与启动。IPO发行政策和发行数量如表1-1所示。

表1-1 IPO重启时间和重要事件

| 起止时间 | 重要事件 | IPO数量 |
| --- | --- | --- |
| 1999.12-2001.09 | 市盈率放开管制 | 209 |
| 2001.11-2004.09 | 市盈率被再度管制 | 244 |
| 2005.02-2005.06 | 市盈率放开管制；网下询价市值配售 | 15 |
| 2006.06-2008.09 | 市盈率放开管制；网下询价上网申购 | 264 |
| 2009.07-2012.10 | 网上网下不能同时申购；网上单个账户设上限 | 462 |
| 2014.01 - 不详 | 自主协商定价；网上发行市值配售；注册制 | -- |

资料来源：笔者根据WIND数据库手工整理。

此外，为遏制绩差公司炒作，证监会下发了《关于“借壳上市”审核严格执行首次公开发行股票上市标准》的通知，规定上市与IPO等同，不允许在创业板上市。此举意在管制过去市场中炒作的重组现象，未来上市公司的“壳资源”也将会变得一文不值。

我国IPO的定价管制和发行管制的改革如图1-1所示。

审批制

核准制

注册制

定价管制

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 管制市盈率 | 核准定价 | 管制市盈率 |  | 定价窗口指导 | 发行人与承销商协商定价 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 额度管理 | 指标管理 | 通道制 | 保荐制 |

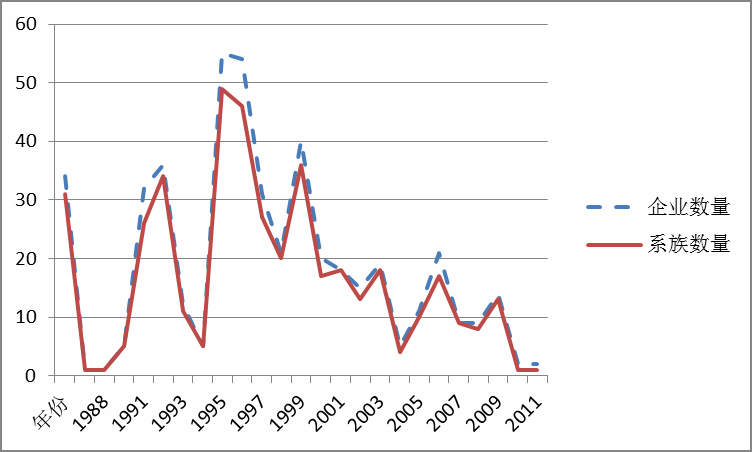
发行管制

1993 1996 1999 2001 2004 2005 2008 2014 年度

资料来源：笔者根据证监会网站资料手工整理。

**图1-1** **IPO发行制度变化**

IPO一直是资本市场上的热点话题，预计到2014年1月，约有50家企业完成程序并陆续上市。2012年上半年，在IPO暂停之前，新股发行再一次达到峰值，截至2012年5月10日，已披露招股说明书的拟上市公司达到91家，而在审和过会待发企业的总数更是达到了677家。图1-2列示了系族内成员企业在各年度的IPO分布情况。



资料来源：笔者根据国泰安数据库手工整理。

**图1-2** **系族内成员企业IPO分布**

系族对IPO事件并不陌生，系族在联合兼并过程中，或是出于经营战略上的

考量，或是出于对融资便利的偏好，会采取多元化或一体化的经营策略。由于系族内部各成员企业在资本运作和经营协作中关系紧密，那么当系族内某一家成员公司首次公开募股（IPO）时，在公告日前后这段时间，IPO事件对该系族内的其他上市成员是否存在着溢出效应，该溢出效应是否会因系族采取的经营战略不同而有所差异，是否会对系族内各上市公司和系族整体的价值产生一定影响，以及该溢出效应是如何形成的，这一系列话题都值得研究和探讨。

### 1.1.2 研究意义

目前，国内外关于内部资本市场方面的研究主要集中在对内部资本市场配置是否有效率、治理机制是否得当、多元化经营是否有利于提高配置效率、如何提高内部资本市场的配置效率等方面展开探讨，却鲜有学者从我国系族所构筑的内部资本市场出发，基于系族所采取的不同战略视角，研究系族内的IPO事件对于其他上市成员是否存在着溢出效应，该溢出效应是否会因系族采取的经营战略不同而有所差异，以及该溢出效应在采取不同战略的系族中是如何产生的等话题。已有研究指出，系族控股股东通过系族模式掏空上市公司、操控二级市场的现象屡见不鲜，这也使投资者，尤其是中小投资者的权益保护成为关注的焦点和难点。然而随着资本市场的不断发展和法律监管措施的不断完善，除内部资本市场以外的其它资源转移手段将会受到越来越严格的限制和更加严厉的惩罚，而内部资本市场这种更为隐蔽和“合法”的掏空行为可能会在一段时期内更加猖獗，因此通过IPO来研究系族内部资本市场的运作方式及其所造成的经济后果可以进一步为解决当前我国系族的权益侵害问题提供借鉴，对于中国资本市场目前和未来的健康发展具有重要的意义。

希望本文的研究内容能有利于系族管理层有效管理内部资本市场，使经营扩张战略与资源配置效率相匹配，以提高内部资本市场效率；其次为证监会提供IPO对内部资本市场的影响证据，对证监会在监管IPO方面给予一定的实证检验数据的参考；再次为资本市场上各类投资主体提供一定的投资意见和参考；最后对于补充现有的内部资本市场文献有着一定的边际贡献。此外，十八大报告是指导我国经济社会发展的纲领性文件，为了实现新的目标，实现经济发展方式的转变，报告特别突出了完善社会主义市场经济体制、构建现代产业发展新体系的主题，目的在于为推动经济又好又快发展提供强大动力和体制保障。因此，研究我国系族内部资本市场的运行机制和配置效率也是顺应社会经济发展和学习十八大报告精神精髓的有益探索和一点体会。

## 1.2 研究目标与研究内容

### 1.2.1 研究目标

本文的研究目标是在内部资本市场配置效率和系族间溢出效应等相关文献回顾和理论分析的基础上，以中国资本市场和系族上市公司为研究背景，运用财务管理学、金融学、计量经济学的理论和方法，从CSMAR数据库、WIND数据库以及证监会网站中收集系族上市公司股价及相关财务数据，以ICM理论、委托代理理论、信息不对称理论、控制权理论和融资优序理论等为基础通过构建模型来探讨多元化/专业化系族构建的内部资本市场资源配置是否有效，系族内某一公司首次公开募股（IPO）对多元化/专业化系族上市成员的收益和价值是否有影响，该影响是否会因为系族采取的多元化/专业化战略不同而有所差异，以及该溢出效应在不同战略中的成因等问题。

本文的最终目标是试图通过实证分析来进一步探讨多元化/专业化ICM配置效率的影响因素和改进空间；通过系族内部资本市场中的各成员企业在资本运作和产品生产等环节的相互作用来寻找IPO对系族内其他已上市公司的影响；以及从IPO对内部资本市场的影响数据方面来为投资者、监管者提供建议；同时希望能对解决我国目前系族企业中存在的掏空和利益操纵问题提供对策和建议，重塑广大投资者对我国资本市场的信心。

### 1.2.2 研究思路

内部资本市场的配置效率会直接关系系族集团的构建。本文通过探讨系族集团的内部资本市场是否有效率，结合系族选取的经营战略来具体研究系族资本配置的改进策略，同时关注系族内部资金运作环节存在的操作和转移行为，为保护投资者权益提供理论依据。

具体的研究思路如图1-3所示。首先，以内部资本市场配置效率为切入点，构建系族内部资本市场效率检验模型，测试系族ICM是否有效。其次，基于系族所采取的不同战略视角，分析多元化系族上市成员间的资金运作以及一体化系族上市成员间的产品生产与协作的相互关系，以此来进一步探究不同战略对系族

ICM的影响；通过衡量系族内某一成员IPO对其他上市成员的溢出效应，考察成员间是竞争关系还是贸易协作伙伴关系。最后，分析溢出效应的成因和IPO事件对系族整体价值的影响，从而提出系族利用不同战略提高资本配置效率的合理化政策建议。

问题的提出绪论

文献述评理论基础



理论分析

实证研究

内部资本市场理论控制权理论信息不对称理论委托代理理论融资优序理论

内部资本市场效率理论述评

系族内部资本市场有效性模型的构建与分析

多元化战略、IPO对系族的一体化战略、IPO对系族的溢出效应及系族整体价值研究 溢出效应及系族整体价值研究

[短期溢出效应：累计非正常回报（CAR）长期溢出效应—企业价值：P/B、Tobin’s Q]

长期溢出效应成因分析

多元化战略横向并购战略 纵向整合战略

[用信息效应和资本成本[用信息效应、知识共享因素 [用信息不对称、的代理变量对COST回归] 代理变量对INCOME回归] 交易成本等变量

对INCOME回归]

信息效应信息效应 信息不对称程度降低

资本成本降低知识共享优势交易成本降低

7

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  |  |
| 短期溢出效应为负、 | 短期溢出效应为负、 | 短期溢出效应由正变负、 |
| 长期溢出效应为正、 | 长期溢出效应为正、 | 长期溢出效应为正、 |
| 研究结论 系族整体价值提升， | 系族整体价值提升， | 系族整体价值提升。 |
| 由信息效应和资本 | 由信息效应和知识 | 由信息不对称程度和 |
| 成本降低引起。 | 共享优势导致。 | 交易成本降低引起。 |
|  |  |  |

### 1.2.3 研究内容

系族利用战略提高资本配置效率的政策建议**图1-3研究思路**



本文的研究内容一共分为6章。

第1章导论。简要介绍了文章的选题背景与研究意义、研究目标和研究框架、研究内容和研究思路、技术路线和研究方法以及可能的创新之处与存在的不足。

第2章文献综述。对国内外有关多元化/专业化战略下的内部资本市场配置效率理论、系族和IPO相关理论进行了详细回顾和简要的评述；总结归纳了国内外学者在上述领域的研究脉络、经典结论和近年来的最新研究成果，并进行了简要的评述，同时指出目前研究中的薄弱点和不足，为本文的后续研究做好铺垫。

第3章系族内部资本市场配置效率研究。基于内部资本市场理论、控制权理论、信息不对称理论、委托代理理论和融资优序理论等，根据现有经典计量模型构建检验系族ICM效率模型，分析并检验我国系族集团构建的内部资本市场配置是否有效，为后续探讨系族内部资本运作和产品运营机理打下基础。

第4章基于不同战略下系族内部IPO对其他成员的溢出效应研究。以系族集团采取的不同经营战略为出发点，以各上市成员在资本运作和产品协作间的相互关系为主线，通过分别分析在多元化或一体化战略下，系族内部某一成员企业IPO后对族内其他上市成员的溢出效应和对系族整体价值的影响来研究在各种战略下，系族内部上市成员间是合作还是竞争关系、系族是否是控股股东进行利益输送和掏空的通道、IPO是否有助于系族价值成长、交叉上市对系族ICM配置效率有何影响等问题。

第5章系族内部IPO产生的溢出效应成因研究。针对成员企业IPO产生的长期

溢出效应，区分不同经营战略，深入分析具体成因。对于多元化战略系族，信息效应和资本成本的降低是溢出效应产生的主要原因；对于横向一体化战略系族，

IPO的溢出效应是由信息效应和知识共享优势引起的；对于纵向一体化战略系族，溢出效应则主要是由信息不对称的降低和交易成本的降低带来的。在此基础上构建相应模型并进行分析论证，以此更进一步说明系族内部资本市场配置资源的机理和方式，以及各上市成员运营协作是否能促进整体发展等问题，是对第4章中探讨系族各上市成员关系的进一步补充。

第6章结语。总结全文各章的研究结论，得出相应启示并提出合理化政策建议；在指出本文研究创新点、局限性和不足的基础上进一步提出未来的研究方向。

## 1.3 技术路线和研究方法

1.3.1技术路线

本文的技术路线如图1-4所示。在确定研究目标并回顾国内外已有文献和理论的基础上，收集、整理数据，并对数据进行初步的筛选和分析。首先构建内部资本市场效率模型，检验我国系族ICM配置是否有效；其次利用事件研究法和面板回归法探讨不同战略导向的系族内部各上市成员间的相关关联和影响，利用事件研究法探讨系族内部成员IPO对其他成员和对系族整体价值的影响，并进一步采用面板数据分析该溢出效应在各类战略中的成因；继而讨论系族利用战略提高内部资本市场配置效率的策略方法；最后得出结论。



模型构

建与实证检验

事件研究法

面板数据回归

系族 ICM 配置效率实证检

不同战略系族各上市成员间的相互关联与影响

IPO 对不同战略系族的短期和长期溢出效应研究

溢出效应成因分析

系族利用战略提高资本配置效率研究



研究结论

1.3.2研究方法

**图1-4** **技术路线**

确定研究目标文献回顾

理论基础研究

收集和整理数据

（数据的筛选和描述统计）

本文采用规范研究与实证研究相结合的研究方法，利用我国系族上市公司相关数据，运用财务管理学、经济学、计量经济学等理论方法对系族ICM效率和

IPO对系族的溢出效应及其成因进行详细探讨。具体步骤包括以下几方面：

首先，探讨多元化/专业化系族ICM资源配置的有效性。本文参考Shin 和

Stulz（1998）模型，利用收集到的系族相关信息，使用面板数据区分不同样本进

行回归分析。

其次，探讨多元化/专业化战略下IPO对系族内其他上市公司的溢出效应。运用CAPM模型，通过事件日之前一段交易日的股价信息估计出模型系数，在

IPO窗口期内，运用事件研究法，计算系族内其他上市成员的CAR值（累计超常收益），并判断不同战略导向系族溢出效应的性质及大小。

再次，本文将系族整体P/B和Tobin's Q指标作为被解释变量，将多元化/专业化战略、财务杠杆、公司规模、成员数等变量作为解释变量，通过构建模型对面板数据进行回归来解释系族企业价值的影响因素。

最后，分析溢出效应的形成原因，并判断具体的影响因素有哪些。在IPO窗口期内，区分多元化/专业化战略系族，分别将资本成本（COST）/收入（INCOME）作为被解释变量，针对不同战略下的具体影响因素选择相应代理变量作为解释变量，构建模型对面板数据进行回归。

## 1.4 可能的创新之处与存在的不足

### 1.4.1 创新点

1．系统地将系族管理层面的战略制定问题与金融层面的资源配置问题相结合，并从系族的不同特征角度分析论证系族内部资本市场的配置效率和配置行为。

现有文献大多关注单一系族案例，如明天系，细致挖掘系族大股东和内部各成员企业间的股权变动、资本运作等数据信息，也有文献从多元化战略角度对系族内部资本市场配置效率展开探讨，并试图确定一个内部资本市场的最优规模。然而，详细区别系族采取的不同战略，如多元化、横向一体化和纵向一体化战略，从这一角度入手，才能与系族的实际情况、宏观的经济背景相结合，切实考察出内部资本市场的运作机理和成员企业间的相互关系，以及影响内部资本市场的配置效率的具体因素。本文第4章和第5章正是从系族战略愿景出发，探讨不同类型系族内部资本市场差异的原因。

2．以成员企业IPO事件为切入点，探讨对多元化/专业化系族成员的溢出效应和对系族价值成长的影响。

本文在验证系族内部资本市场存在且配置有效的前提下，在第4章进一步探讨了成员IPO事件对内部资本市场的冲击，以此加深对系族内部资本市场有效性的论证，具有一定的创新性。本文克服了以往研究中集中于关注族内各种资本运作方式的片面性，从IPO事件角度分析考察了内部资本市场的资源配置行为、由

此产生的经济后果、各利益主体的博弈过程等方面。因此，更便于深入理解系族组建的原因和目的，以及各类战略下内部资本市场的功能、优化途径和监管重点等。

3．详细分析了系族和族内成员的不同特征对内部资本市场有效性的影响。系族自身特征，如产权性质，和外部经济环境，如地区市场化进程等，都对

系族内部资本市场的配置效率起到一定影响。本文第3章在现有研究的基础上，进一步按照系族内部是否存在成员交叉上市进行了分组，区分为交叉上市系族与非交叉上市系族，以此考察交叉上市因素对系族内部资本市场配置效率的影响，并从外部资本市场效率的提升对内部资本市场效率影响的角度进行分析验证，具有一定的新颖性。

4．区分不同战略研究了IPO溢出效应的具体成因。

细致挖掘IPO溢出效应的具体成因是深入分析多元化/专业化战略系族内部资本市场运作机理和功能特征的重要渠道。本文第5章针对具体战略，指出了IPO能够促进系族价值成长的各类可能因素，并逐个构建模型加以验证，丰富了成员企业通过内部资本市场可以增加系族价值的经济学解释。这种研究视角也是文本的又一个创新之处。

5．结合经营战略提出进一步完善系族内部资本市场配置效率的对策建议。从内部和外部资本市场体系的完善两方面提出了包括完善集团内控制度，增

加股权制衡机制，加强内部资本配置规则的执行力度，提高外部资本市场中信息披露水平，加强对中小股东的法律保护力度，鼓励企业到发达国家/地区跨境交叉上市等建议，为系族集团和市场监管机构提供了一定的参考。

### 1.4.2 不足和未来研究方向

由于证券市场上系族数据的稀缺性和隐秘性，本文的研究存在着以下几点不足。

一方面，本文只是研究系族宏观的资本配置效率，但却并未将ICM与ECM相结合来考察外部资本市场效率环境对ICM的配置效率有哪些影响；另一方面，本文未将系族内部的未上市公司纳入研究范围来综合考察系族ICM的运作机理，使得研究结论存在一定的局限性。

因此，将系族内部资本市场中的各类影响因素和外部资本市场的完善程度、监管措施、经济环境等纳入研究范围，并结合探讨各具体分部公司的投资运作效率的影响因素可以作为笔者未来的研究方向。

# **第2**章 文献回顾与评述

20世纪中后期，美国企业经历了本世纪60年代的两次大规模合并和90年代的回归专业化这三次探索。随后，企业集团模式在新兴市场经济国家大量涌现，众多学者将该模式定义为“系族企业集团”。在我国经济转轨过程中外部资本市场制度不完善的背景下，“系族”的出现引发了大量学者的广泛关注。“系族集团”构建的内部资本市场作为外部资本市场正式制度的补充机制，成为助力我国企业成长发展和提升价值的重要因素，也极大地推动了中国经济的快速增长。近年来，国内外学者对系族现象和内部资本市场作用机制及其有效性展开了广泛探讨，为本文提供了宝贵的借鉴经验并奠定了坚实的理论基础。本章首先梳理了内部资本市场理论的发展脉络，从内部资本市场理论的产生和发展、系族的成因与基本特征、内部资本市场的资源配置、内部资本市场的资本运作等方面描述了系族集团构建的内部资本市场的运行机理。然后，进一步围绕企业集团采取的不同战略对内部资本市场的有效性和影响集团价值成长方面的相关文献进行了论述。接着，在此基础上本章归纳了内部资本市场的最优规模和衡量配置效率模型的有关文献。这三部分为后文探讨系族各类内部资本市场的区别和联系等提供了丰富的理论基础和支持。最后，本章总结了IPO现象并梳理了IPO对不同关联主体的溢出效应的相关文献。通过对这一部分文献的归纳总结发现，目前基于系族集团的研究大多集中在探讨单个系族内部资本市场的资本运作，而结合系族集团战略和族内IPO事件等来探讨内部资本市场效率的文献寥寥，这也反映出了本文研究的重要性和重要的现实意义。

## 2.1 内部资本市场理论及评述

公司融资研究的一个主要目标是理解资本在各个公司与各部门之间配置的过程。在绝大多数研究中，学者将资本提供者重点放在公司外部的组织或机构上，如债券市场、股票市场、银行和金融公司等等。然而，资本配置的另外一个过程发生在内部市场，即集团总部将资本在其各业务部门或各分子公司间进行分配。内部资本市场的重要性和优越性不断被一系列的实证研究所证实。

内部资本市场理论派生于新制度经济学派的交易成本理论。Alchian（1969）以通用电气集团为案例对集团内部进行了较早的研究，他指出相比于外部市场，集团内部市场的竞争更加激烈、运营效率更高，并且能够同时为借贷双方提供更多可得的信息。由此他推断，通用电气集团的财富增长正是源于它的内部市

场在交换和重新配置资源方面的优势。随后，Williamson（1975）在研究大企业的管理效率时首次正式提出内部资本市场（Internal Capital Market, ICM）的概念。至此，众多西方学者就ICM展开了深入而细致的研究。

### 2.1.1 内部资本市场理论（ICM）

起初西方学者对内部资本市场理论的研究主要包括以下几个方面：内部资本市场理论的产生与发展、内部资本市场与外部资本市场（External Capital

Market，ECM）的区别、内部资本市场是否真实存在。

ICM理论的产生与发展。该理论认为，由于信息不对称和代理成本的存在，企业在外部资本市场融资会面临更高的交易成本和投资风险（Shin & Stulz，

1998），而内部资本市场能够使投资项目规避外部资本市场在信息获取和激励问题上的困扰（Gertner, 1994），将集团内部各分部产生的现金流积聚起来，合理调配资源，实现高效率运营（Li and Li, 1996; Williamson, 1975）。与外部资本市场不同，内部资本市场对它将给予现金流的子公司有绝对的所有权，这将增加集团对资金的控制力度。拥有下属公司所有权的一个好处是总部能够更加容易的监控每一家子公司的现金流，有利于降低舞弊的可能性。另外一个好处是当现金使用不当时，总部可以对其进行重新配置。

Gertner, Scharfstein & Stein（1994）从内部资本配置的所有权角度提出内部资本市场具有三点重要意义：（1）更加重视内部监管；（2）减少对经理的创业激励；（3）能够通过重新部署项目资产来提高现有管理方式下的投资效率。随后，内部资本市场理论逐渐成为学者研究集团内部资金配置最基础和最重要的理论之一，对于理解企业投资行为起到了积极作用。

随着内部资本市场理论的推广和普及，许多新兴经济体国家也逐步接受了这些理论，并很好地结合到本国的经济发展之中。比如，Shin & Park（1998）以韩国联合企业为对象研究发现联合企业内部存在资本市场；Palepu & Khanna

（2000）探讨了印度采取多元化战略的企业集团内部资本市场的运作状况，发现使用会计和股票市值测量方法下，企业绩效先随集团多元化程度的加大而降低，随后当集团多元化程度超过一个特定水平时，企业绩效会随之上升；

Samphantharak（2008）分析了内部资本市场在泰国的运行情况，指出存在大股东“隧道挖掘”1现象；Lins & Servaes（2002）实证研究了新兴市场经济国家中内部资本市场的运作效率，发现当多元化集团的管理所有权集中度在10%-30%

1 即“Tunneling”，由Johnson、La porta, Lapez-de-Silames和Shleifer(JLLS)在2000年首次提出。是指企业管理者通过各种合法或者非法的途径，将企业的资产和利润转移至自己手中的行为，通常表现为大股东对中小股东的利益侵犯。

时，会存在多元化折价现象，如果管理控制权大大超过其现金流权时，折价现象会加重；Gonenc etc.（2006）系统探讨了土耳其多元化企业集团中内部资本市场的存在性及运作情况，指出多元化企业集团存在内部资本市场，但集团模式对企业绩效没有任何影响；Perotti & Gelfer（2001）以俄罗斯金融产业为研究背景，比较分析内部资本市场的运作方式与效率后发现，集团内部资本市场会对拥有较好投资机会的公司进行再融资，但不排除私人占用企业价值的可能；

Castaneda（2002）运用面板数据，实证分析了墨西哥1995-2000年在金融瘫痪前后内部资本市场与企业成员在融资方式和顺序等方面选择上的异同，发现内部资本市场很好的起到了金融缓冲器的作用，对维持企业经营和经济增长作用显著；杨绵之（2006）通过研究中国上市公司中的内部资本市场，发现内部资本市场中的子公司更倾向于通过增加非主营利润来提高利润水平；王峰娟，邹存良（2009）通过研究同一控制主体下的企业集团，发现从专业化到多元化发展的初期，内部资本配置效率会得到提高，超过一定程度后，多元化的上升会降低内部资本市场效率。因此，在世界各国学者纷纷将内部资本市场理论不断运用到各国国内企业集团资本配置与运作实践的今天，对内部资本市场理论进行进一步系统性的研究就显得尤为重要。

ICM与ECM的区别。资本结构领域的融资优序理论指出，如果需要筹资，公司倾向于首先采用内部融资，因其不会传导任何有可能对公司股价的不利信息，其次为债券融资，最后为外部股权融资。可见，从减少对公司股价不利信息的传导角度来看，内部资本更受欢迎。此外，由于外部资本在转换为内部资本过程中存在着一定的交易费用和机会成本，这也在一定程度上降低了企业使用外部资本的频率，这些原因使得内部资本市场的存在成为可能。而且，内部资本市场形成之后，在功能与特性上有着区别于外部资本市场的独特之处（卢建新，2006）。内部资本市场作为一种重新配置资本的方法，是将集团内部的某分部或者子公司的资金分流到其他分部或者子公司。内部资本市场在信息、激励、资产专用性、控制权以及交易成本等方面明显区别于外部资本市场

(Alchian, 1969；Grossman and Hart, 1986；Gertner, Scharfstein and Stein, 1994;

Stein，1995），出于对市场协同、提高管理效率和改进资本配置等方面的考虑，公司可能拥有多样化资产（Lamont, 1996）。在内部融资与外部融资的成本与效益的比较中，Alchian（1969）和Williamson（1975）指出，企业通过内部资本市场融资能够规避投资项目在外部资本市场上有关信息和激励方面所遇到的问题，这是内部资本市场的一个关键优势。换句话说，Alchian将内部资本市场的

优势归因于它的财政集权，而外部资本市场只有单一的财政集权来源，如银行贷款。然而，Gertner，Scharfstein & Stein（1994）认为Alchian（1969）没有说明为何在Diamond（1984）的委托监测模型中总部比银行更优选。随后，Gertner，Scharfstein & Stein（1994）给出了回答，集团总部与银行的最大区别在于，集团总部在将资本配置给各个分公司或者分部门时，拥有对各成员的绝对控制权，而银行对贷款企业没有所有权2。因此，在内部资本市场中，剩余控制权掌握在资本提供者3手中，然而，在银行贷款协议中，剩余控制权依然掌握在公司经理而非银行手中。Gertner，Scharfstein & Stein进一步指出，作为资本提供者，内部资本市场拥有控制权有三点重要意义：（1）增加监控激励。即便内部和外部资金提供者拥有相同的监控能力，内部资金提供者会更加敬业；（2）减少创业动机。资本提供者通过内部资本配置过程获取控制权的成本很高昂，然而却可以减少管理激励；（3）对资产的更好部署。集团总部拥有多元化的投资分部，使得内部资本市场可以高效率的配置资产。

ICM是否真实存在。在现实中，内部资本市场是否存在于企业集团中？当企业集团中某一分部的盈利能力或者投资机会保持不变，它是否会受另一分部现金流或者抵押物价值下降的影响而被集团总部缩减投资？Blanchard, Lopez-de-Silanes，& Shleifer（1994）和Lamont（1996）率先对这一问题进行了回答。他们的基本思想是以一件自然发生的事件为背景，考察集团财务决策上的变化。Blanchard，Lopez-de-Silanes，& Shleifer探讨了由11个企业组成的小规模集团在面对意外现金暴利时的决策变化。Lamont则以1986年的石油价格下降为背景，探讨了某企业集团中石油分部和非石油分部的投资变化。Lamont发现，随着石油价格的下降，集团同时缩减了对非石油分部和石油分部的投资，因此大型多元化集团存在对经营欠佳的分部过度投资和资助现象。这一结论有利证实了集团内部各个分部的资本运作不是相互独立的，而是存在内部资本市

场对集团内部的资金进行的重新配置。然而，Chevalie（r 2004）等学者认为Lamont

（1996）的研究存在一定缺陷，即对多元化企业集团的选取问题：第一，多元化集团的各个分部在实际上有可能是相互关联的，尽管两位数的SIC码将它们划分为不同的行业；第二，SIC码的划分标准可能未能准确地识别出多元化集团的分部和经营单一品种企业在企业类型上的差别，Chevalier将多元化并购定义为任意两家具有不同两位数的SIC码的没有分部的企业间的合并。Chevalier

2按照Grossman & Hart（1986）的定义，所有权指对企业资产的剩余控制权。

3 指集团总部。

（2004）的实证研究同样证明了内部资本市场的存在。此外，Shin & Stulz（1998）实证研究了联合大企业；Houston，James & Marcus（1997）对银行控股公司进行了探讨，他们发现银行分行的贷款增长，受控股公司的现金流和资金状况的变化较其自身状况而言更为敏感。他们的研究也都验证了Lamont（1996）关于内部资本市场存在性的结论，并指出内部资本市场并不完美（Samphantharak, 2002）。

我国学者针对本国多元化的企业集团也展开了相应研究。万良勇（2006）研究发现，出于对融资的迫切需求，企业通过控制多级法人、组织等手段，构建集团内部资本市场，来满足企业集团整体的融资需求。曾亚敏等（2005）对我国1998-2000年间上市公司进行股权收购的动机进行了分析，实证发现企业收购动机支持自由现金流假说，却否定了企业通过收购形成内部资本市场以缓解信息不对称等弊端的假说。笔者进一步指出，在中国企业融资渠道尚不发达、外部资本市场信息不对称等问题仍较为严重的背景下，企业先收购再构建内部资本市场对缓解企业面临的融资约束具有重要意义。

内部资本市场理论围绕如何缓解企业融资难题、企业如何在各分部间重新配置资本等问题展开探讨，为进一步研究内部资本市场的有效性及资本配置效率等奠定了良好基础。

### 2.1.2 系族成因与基本特征

2005年股权分置改革之前，我国内地上市公司的股权可以分为法人股和流通股，这种特殊的股权结构使得某些上市公司可以通过有目的地掌握其他多家上市公司的法人股来达到控制地位，这种现象在学术界引发了广泛讨论，被称为―系族‖现象，后来―系族‖的限定范围被放宽，泛指由同一大股东或者控制人 控制的企业集团，并成为国内学者探讨内部资本市场的很好素材。

系族的定义。系族作为内部资本市场的一种特殊表现形式，最早出现于东亚国家，是一个典型的经济现象，自2000年以来在我国大规模形成，系族整体中民营企业集团占绝大多数。杨建荣（1997）最早研究了我国的系族企业，他认为企业系的组织模式，是由大型公司或企业集团通过金字塔式控股结构直接或间接地拥有多家上市公司的控制权所形成的。郎咸平（2001）将系族定义为一种类家族企业的形式，它是由同一个或若干个存在关联关系的企业控制的企业群。肖星、王琨（2006）则将系族定义为，如果两家或更多上市公司，其大股东或者控制人可以追溯到同一经济主体，那么他们就构成一个系族集团。概念中提到的“关联关系”的判断依据是采用年报中的股权结构图以及关于存在“一致行动人”说明

作为评判原则。系族有多种组建形式，包括：政府推动型，如“中石化系”“兵器系”“航天系”等；政府企业联合推动型，如“宝钢系”“一汽系”“东风系”等；企业自发推动型，如“太极系”“万向系”“明天系”等（刘素，薛有志，2009）。系族企业的形成背景。在中国资本市场上，通过快速扩张来控制多个公司并

组成相互关联的“系族”是一些企业实现快速成长的基本路径（巴曙松，2005）。系族企业集团的大批量诞生与我国处于经济转轨时期的制度背景密不可分。系族企业集团成长在我国资本市场直接融资渠道不畅而民营企业可得到的融资支持力度较小（巴曙松，2005）、资本市场同股不同价、国进民退（梁寅鹏，2003）的背景环境下，这些不利因素对企业的发展造成了极大地局限和制约。出于对融资的迫切需求，企业通过控制多级法人、组织来构建内部资本市场，以满足“系族”企业集团整体的融资需求（万良勇，2006）。丁新娅（2004）则认为，获取控制权收益是“系族”控股股东获取控制权的主要目的，例如将上市公司作为战略发展的载体而获得收益、形成低成本的融资渠道而形成收益、占用上市公司资金而获得收益等。

系族企业的基本特征。作为内部资本市场的一个特殊现象，系族有着以下几点特征。第一，追求多元化和专业化发展。系族企业集团偏好多元化经营模式，这使得系族在扩大规模的同时加大了企业风险，系族集团多元化战略的融资更加依赖于资本市场（潘旭军，2011），且大多数民营兼具多元化和专业化经营特征

（许奇挺，2005）。第二，金字塔控制结构。系族企业集团采用金字塔的股权控制结构实施“一控多”，但国有系族不如民营系族特征明显。金字塔控制结构导致了系族上市公司控制权与现金流权的分离（胡经生，2009），使得实际控制人可以获取控制权私有收益（Servaes, 2000）。第三，非主营利润比重较大。从盈利构成来看，系族集团内的上市公司在盈利结构方面，非主营部分所占比例较大，这些公司更加倾向于通过非主营利润来提高公司盈利（宁向东、陈宁，2005）。

国外学者也纷纷对新兴经济体的系族现象所存在的问题展开了研究。遵循Aferlof & Romer（1993）提出的洗劫效应和Johnson，La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer（2000）提出的隧道效应理论，一种主流观点认为系族存在着（合法或非法的）侵占小股东利益的行为。这种观点被Claessens，Djankov，Fan & Lang

（1999）在基于东亚金融危机背景探讨系族行为的研究中证实；Bertrand，Mehta & Mullainathan（2003）在研究印度系族时也得到相同的结论。

现有文献对系族企业集团的研究主要集中在探讨系族内部资金的运作和重新配置环节，而在系族形成原因和动机方面，对系族在组建之时，系族对不同

战略的选取可为其内部生产运营带来不同的协同效应方面的研究涉及较少。

### 2.1.3 内部资本市场的资源配置

Williamson（1975）认为，在企业集团中，各部门盈利所产生的现金流并不直接归属于原部门，现金流如何配置取决于集团内部竞争。与银行贷款不同，总部拥有对分部的控制权，使其有权利和动力参与到“分部竞争”中，即积极地将资金由某一分部转向另一分部（Stein, 1995）。Donaldson（1984）也指出，企业集团高层制定的最关键决策就是如何将资源在各相互竞争的战略投资机会中进行分配。就企业集团如何配置资金，现有文献至少构建了三个理论模型框架来进行阐述。

内部资本市场有效性模型认为多样化可以创造价值。由于内部资本市场可以将集团内部产生的资金汇集，因此，多样化集团可以让资金的使用发挥最大化效益（Li & Li，1996；Matsusaka & Nanda，1997；Stein，1997；Weston，1970；

Williamson，1975），集团总部在将财务资源在各个相互竞争的投资部门/投资机会间分配时，主要依据各投资机会的投资回报率的高低，将有限的财务资源分配给边际收益最高的部门（McNeil and Smythe，2009；Cremers et al.，2009；Datta et

al.，2009；Xuan，2009）。然而，总部却无法缓解全体分部的融资约束，Stein（1995）构建的模型显示，随着各分部制定战略的相关性加强，内部资本市场的配置效率也随之提高。遗憾的是这些模型没有解释资金在投资机会较差的分部中被误置的情况。

代理成本模型有时被用来解释多元化集团中存在的潜在投资扭曲问题。由于多元化投资缓解了由外部资本市场强加的约束，多元化企业集团中的董事会有更大的机会和更多潜在的资源从事工程项目投资，这可能造成过度投资（Stulz, 1990; Matsusaka & Nanda, 1997）。Wulf（1998）运用道德风险模型和投资决策模型等对多分部的企业集团实证研究，发现某一分部的投资对其他分部现金流的敏感程度不取决于该分部是否有着较其他分部更好的投资机会。总部在决定小型分部投资额时主要依据投资委员会的建议（内部信号）和小型分部的客观特征（公开信号），由于道德风险的存在，大型分部的经理有使评判小型分部投资机会时的私下信息倾斜的动机，并使得预算对他们有利。Holod（2012）发现，代理问题是造成银行控股公司的内部资本市场效率低下的根本原因，总经理（Chief Executive Officer, CEO）与股东的利益分歧导致内部资本市场资源不合理分配，而且层级的组织结构会加重内部资本市场的低效。代理成本理论可以用来解释一般性的投资过剩——例如，多元化的决定可能被当做CEO试图保护自身地位的方

式（Shleifer & Vishny, 1989），但在解释内部资本市场资金低效配置方面不太合理。

影响成本模型是第三个用来解释内部资本市场资金配置的模型。Meyer，Milgrom & Roberts（1992）认为，前景不佳的分部经理有试图影响集团董事会决策的动机以达到使集团资源朝他们倾斜的目的。Raghuram，Henri，Liugi（2000）针对Coase（1937）提出的企业理论的基本问题，构建模型对内部资本的运行机制进行分析，指出当各个投资项目的资源和投资机会很类似时，资金会由较差的投资机会投向较好的投资机会；但是当投资项目的差异化增强时，资源会流向最没有效率的项目，导致投资低效，企业价值降低。然而，本着影响成本模型的理念，董事会基本都会识破各种游说努力，事实上并不会因此造成资本的错误配置

（Rajan, Servaes, & Zingales, 2000）。

此外，Shin & Stulz（1998）实证发现，多元化集团某一分部的投资取决于其他分部的现金流，但更依赖于自身的现金流4；高度多元化集团的分部投资对自身现金流的敏感程度明显低于单一分部公司。Samphantharak（2002）运用泰国商务部的企业层面数据构建投资模型实证发现，控制权、规模和集团内部中介机构能有效提升集团资本配置效率，集团法律法规对内部资本配置效率有消极影响，而多元化战略对其没有影响。刘素（2009）发现，我国系族在配置资本时，会与自身的多元化战略相结合。国营系族更倾向于选择横向并购和纵向整合的一体化战略，而民营系族更倾向于选择混合多元化战略。

### 2.1.4 内部资本市场的资本运作

Mills & Friesen（1996）在探讨IBM没有成功把握住其早先在个人电脑业务上取得的成功时指出，当分部经理开始将他们自己部门的福利强征于整个公司之上时，主机分部在引进新技术方面遇到了很大阻力。Wulf（1998）使用分部利润、公司属性和利润信息含量等作为代理变量衡量内部资本市场的效率时指出，制造业公司在向小型分部配置资本时，会暗示他们集团总部的政策倾斜会导致资本配置低效。一些学者认为，对内部资本市场使企业集团折价的一个较为合理的解释是集团总部对分部进行的低效交叉补贴，而不是将资源配置给最具生产力的分部

（Scharfstein, 1998; Scharfstein & Stein, 2000; Rajan et al.2000）。对于内部资本市场为何低效率，这些文献认为管理者或总经理在企业集团资源方面的权力斗争是主要原因。大部分已有的实证研究均支持内部资本市场存在交叉补贴或者企

4当某一分部现金流减少1美元，对其自身投资造成的影响是其他分部现金流减少1美元对该分部投资影

响的6倍。

业平均主义现象的假设，是导致企业集团对较差投资机会的分部补贴行为发生的主要原因（Billett & Mauer, 2003; Gopalan, Nanda, & Seru, 2007）。然而，随后也有部分学者从假设角度对以往研究展开批评，Chevalier(2000)指出，当再次考察那些即将合并但还尚未整合的企业中支持企业平均主义的证据时会发现，没有整合的前提下就不能用交叉补贴来解释这些实证经验数据。Maksimovic &

Phillips（2000）则发现，当比以往研究更多的采用企业微观层面的数据时，集团内无效的交叉补贴信号会消失。Hyland（2003），Campa & Kadia(2002)，Graham，Lemmon, & Wolf（2002）以及Villalonga（2000）在他们的研究中发现，一些或者全部关于―多元化折价‖的结论可能是由于研究样本的选择偏差造成的，引起

“多元化折价”可能部分地由多元化集团或者多元化集团兼并的分公司，在实施多元化并购前绩效较差导致的。杨绵之（2006）通过对华通天香集团股份有限公司的案例分析，提出内部资本市场运作的主要方式包括跨部门交叉补贴、资金转移、股权转让等，具体的路径包括占用资金、担保和关联交易等。跨部门交叉补贴的主要原因在于：一是为了放松公司所面临的外部融资约束；二是为了实施盈余管理，避免退市或被ST；三是部门经理的寻租行为、权力斗争和代理问题，造成内部资本配置缺失效率。许艳芳、张伟华、文旷宇（2009）以明天科技系为研究对象，发现系族企业内部资本市场功能异化，明天科技系则在系族内发挥着融资平台的功能，明天科技系从外部资本市场融得的资金通过各种神秘的内部资本运作方式转移给控股股东及其控制的非上市公司。

### 2.1.5 内部资本市场理论评述

如何在企业集团的各分部或各投资项目间配置资本是公司金融的基本问题。现有文献从两个相似、但不同的角度给出了回答，即内部资本市场和外部资本市场。后者探讨资本市场中的资金如何在各企业间分配，而前者研究企业如何将资金高效地在各投资项目间配置。笔者将内部资本市场的运作机理形象描述如图2-1所示。

分部 1

直接融资内部融资

内部资本

总部

资本配置

分部 2

分部 3

外部融资

\*股权融资

\*银行贷款

\*其他形式

间接融资

外部资本市场内部资本市场

**图2-1** **内部资本市场的运作机理**

资料来源：笔者整理

Stein、Scharfstein、Rajan等一大批学者对内部资本市场理论的产生与发展，内部资本市场与外部资本市场的区别，内部资本市场的存在性，内部资本市场如何配置和运作资本等问题展开了广泛探讨，形成了诸多对企业集团配置资本有益的见解。系族是产生于特殊制度背景下的内部资本市场的典型特例，我国及新兴经济体国家的众多学者对系族的产生及运作展开研究，产生了许多有价值的结论。然而，未广泛涉及多元化战略下的内部资本市场效率是这一时期理论研究的局限。

## 2.2 不同战略导向的内部资本市场配置效率及评述

Williamson（1975）在研究联合大企业的管理效率时提出内部资本市场的概念，而联合大企业的显著特征就是企业内部存在多元化（王峰娟、邹存良，2009）。多元化战略是指企业通过外部收购、合并等模式或者内部成长、发展等方式进入新的行业领域，从而获得进一步发展壮大的行为。根据多元化经营方式的不同，企业多元化战略还可以进一步细分为业务（产品）多元化、地域多元化和职能多元化战略（汪建成、毛蕴诗，2006）。美国自20世纪70年代，出现了美国企业大举进行多元化扩张，产生出构建大规模多元化企业集团的热潮（Berger and Ofek，

1995）。然而到了20世纪80年代，多元化扩张热情退减，取而代之的是反多元化、反混合兼并现象。大约有20%的大企业再次进行了核心化的企业重组（Markides，

1995）。这些现象引发了众多学者对于内部资本市场效率的广泛关注与探讨，在此基础上形成了内部资本市场有效论（Richardon，1960；Williamson，1975；Stein，

1997）和内部资本市场无效论（Berger and Ofek, 1995；Wulf, 1999；Scharfstein and Stein, 2000）两种截然不同的观点。

### 2.2.1 内部资本市场有效性研究

#### 2.2.1.1 多元化战略下的内部资本市场有效性研究

多元化内部资本市场有效论认为，多元化公司可以整合内部资本市场上不完全相关的现金流，使公司整体产生财务协同效应；由于其他分部可以使用某一分部的现金流从事投资，在总部对投资项目正确筛选、给予资助的前提下，这些项目可以获得最大回报（Stein，2001；Agarwal，Chiu，Souphom，& Yamashiro，

2010），发挥出资金的最大化使用效益（Li & Li, 1996；Matsusaka & Nanda, 1997；Stein, 1997；Weston, 1970；Williamson, 1975）；同时多元化内部资本市场能

减少内部现金流的波动，用以防止财务危机的发生，提高公司的外部债务融资能力（Lewellen, 1971）；企业可以通过多元化战略来规避由交易不确定性、资产专属性所带来的高额交易成本（R. H. Coase, 1937）；企业通过产品多元化可以实现―范围经济‖，提高公司资源的使用效率（钱德勒，1999）。

在对多元化价值的实证研究方面，观察多元化决策下的股价波动趋势是文献中使用较多的实证方法。Schipper & Thompson（1983）研究发现，在20世纪60年代，当企业集团宣布收购程序时，股票产生了积极的宣告期收益；Matsusaka

（1993）& Hubbard and Palia（1999）指出，在20世纪60年代和70年代的混合兼并浪潮中，多元化兼并能够带来正向的公告收益。Maksimovic & Phillips（2002）认为，生产率的提高取决于行业基本因素和各个分部的生产力水平，因此公司折价与否不是由多元化导致的。Whited（2001）在其研究中发现，没有证据表明多元化企业集团配置资金无效，以往文献中有关多元化折价的发现可能是由于人工测量误差和投资机会与流动性之间的区分不力造成的。Agarwal，Chiu，Souphom，& Yamashiro（2010）的研究结论显示，当将多元化集团样本的资本支出进一步按购买对象区分为业务结构和设备时，集团在购买设备方面的资本配置确实无效，但对业务结构的资本配置却是有效率的，即当决策的影响长期而深远时，集团总部多半会做出正确的抉择。Li & Li（1996）在探讨企业规模与资本结构时发现，多元化的经营模式能够成为有效率的模式，但前提是债务也要同时增加，这也是美国战后60年代大规模合并失败的主要原因，随后80年代的合并浪潮融入并实现了这一前提条件。在新兴市场经济国家，Khanna和Palepu（2000）通过比较印度隶属于集团公司与不隶属于集团公司两者的业绩，发现高度多元化的大型企业集团的下属公司业绩明显好于独立公司；王峰娟，邹存良（2009）以同一控制主体下的公司为样本，研究发现，从专业化到多元化发展的初期，内部资本配置效率会得到提高；超过一定程度后，多元化上升会降低内部资本市场效率。对于我国系族企业来说，国有系族主要追求横向多元化和相关多元化，民营系族则偏重采用无关多元化（刘素，2011）；国营系族成员企业要比民营系族成员更倾向于进行专业化经营，民营系族成员企业多元化经营的程度普遍高于国营系族成员企业（刘素、薛有志，2009）。

#### 2.2.1.2 专业化战略下的内部资本市场有效性研究

“多元化折价”现象在证券市场存在的同时，许多多元化公司通过剥离资产、垂直整合、公司分立等方式去除与自身核心产业无关的资产来实现专业化。

专业化内部资本市场有效论认为，专业化公司的价值要明显高于相同组合下

的多元化公司价值（Berger and Ofek, 1995）；在20世纪80年代的美国，专业化公司的托宾Q 值要明显高于相同投资组合的多元化公司（Lang and Stulz，

1994）。当部门业务相关性越强时，内部资源越不容易出现低效率配置的可能，这是因为CEO在配置资源时，对业务相关性强的部门之间的业绩越容易比较，从而判断投资机会的准确率越高（Stein, 1997）。在John & Ofek(1995)，Daley，Mehrota & Sivakumar（1997）等学者的研究中，当企业通过剥离非核心资产而非核心资产途径实现专业化时，企业股东获利。就美国战后的两次合并浪潮，经济学家们认为20世纪60年代的企业集团合并是个错误，而随后在20世纪90年代企业集团回归专业化则恢复了美国企业的运营效率（Shleifer & Vishny, 1991），这一观点认为，如果没有明显的经营协同效应，企业间不应该合并成集团模式。

研究企业专业化的文献实证发现，资产剥离在会增加企业专业化程度的前提下能够进一步创造企业价值（Miles & Rosenfield, 1983; Kudla & Mclnish, 1983; Hites & Owers, 1983），然而这些文献却没有阐明价值创造与企业专业化之间的联系。Daley, Mehrota & Sivakumar（DMS, 1997）对以往研究进行了补充，他们指出只有跨行业的资产剥离才会在剥离公告日附近产生显著为正的超额收益。在进一步考察跨行业资产剥离能创造价值是否是因为绩效改善、结合收益（是指管理者为避免对公司内相关业绩较差分部的交叉补贴所做的预先承诺）或者两者兼具时，DMS（1997）指出，绩效改善能创造剥离后的价值，并且与留下的资产而不是剥离资产有关。这是因为，一方面，管理技能可能很好顺应了对核心业务的管理而不是非核心资产的管理，因此，将管理者从运营非核心业务中释放出来会提高管理绩效，John & Ofek（1995）认为这是移除保留和剥离资产间的消极协同效应。另一方面，资产剥离可以使管理者与股东间的利益一致，从而改善绩效。当剥离资产形成一个独立子公司时，倘若该子公司没有上市，那么对该子公司的激励计划可能就不是最优或可行的，反过来，重新制定出改进后的激励合同可以改善剥离资产的绩效。

### 2.2.2 内部资本市场无效性研究

在回答集团总部是否决策恰当并正确配置稀缺资源问题上，20世纪晚期的实证研究给出了否定答案。Scharfstein（1998）的研究证据显示，相对于一系列可比的独立分部公司，多分部集团的Tobin's q值常常较低，即出现―多元化折价‖现象。Lang & Stulz(1994)，Berge & Ofek（1995）和Servaes（1996）在研究中指出，多分部集团的市场价值比同行业中的单一分部公司的平均价值要低出13%-15%。已有文献对“多元化折价”的一个较为普遍的解释是，过度投资和交

叉补贴是造成价值减少的主要原因。总部在重新配置资本时可能会将有限资源分配给较差投资机会的分部，而不是拥有较好投资机会的分部（Berge & Ofek，

1995）。这一发现得到了广泛认同，但是多元化降低企业价值的确切作用机理却始终未得到解答。内部资本市场的理论模型通常将资本的无效配置使用代理成本与影响成本模型加以解释。在这些模型中，资本配置的层级过程导致配置无效是由分部经理的自利行为造成的，比如分部经理的寻租行为导致对较弱分部的补助或内部资本配置的平均主义（Scharfstein & Stein, 2000）。Rajan，Servaes，& Zingales（RSZ, 2000）指出，现有模型无法解释多元化集团中存在的资源分配不当，这是因为虽然现有理论模型可以合理解释CEO的过度投资行为，但是却无法解释清楚这种行为是如何导致集团资源由高q值流向低q值分部的。接着，RSZ

（2000）构建内部权力斗争扭曲公司决策制定的模型进行解释。RSZ（2000）指出，分部经理有着对投资―有效率‖或者―防御性‖投资机会的选择权，由于一项有效率的投资产生的事后剩余可以由其他所有分部的经理共享，假如总部没有提供充分的保障机制来分配剩余，那么分部经理就没有有效投资的动机。在这一模型中，资本流向投资机会较弱的分部是首选，因为这会加强合作、联合生产。

在内部资本市场无效性的实证研究方面，Rajan，Servaes，& Zingales（2000）暗示在集团内部，资源的重新配置很可能会被各分部的以资源占比衡量的投资机会打乱。Lamont(1997)，Shin & Stulz（1998）和Rajan，Servaes，& Zingales

（2000）找到的证据有利的支持了上述分配类型。Morck，Shleifer，& Vishny

（1990）实证发现，在20世纪90年代，当并购企业宣告不相关并购时，市场反应消极，多元化并购减少了股东财富；John & Ofek（1995）也指出，在20世纪80年代末期，当多元化公司宣告资产出售会增加专业化程度时，宣告期收益变得更大。Holod（2012）认为，代理问题引发的CEO与股东利益分歧是造成―多元化折价‖的根本原因，并且层级的组织结构会加重低效程度，只有当高层管理者是代理人的情况下，才会有分部经理更大程度的寻租行为导致内部资本市场无效的现象发生。RSZ（2000）的研究显示，高度多元化集团的分部经理相对于多元化程度较小的集团更倾向于选择防御型投资，导致投资扭曲、企业价值降低，而且多元化程度与资本配置效率之间呈U型关系。Schlingemann，Stulz，& Walking

（1999）指出，财务约束是决定企业专业化与否、企业剥离哪些资产以及市场对剥离公告的反应如何的重要因素，专业化公司较对比组的非专业化公司表现更差、投资也更少。

此外，Villalonga（2004）发现，当超额价值和多元化测度的计算是基于

COMPUSTAT数据库时，多元化会降低企业价值，产生“多元化折价”现象；然而，当这两种测度方法是基于BITS数据库时，则出现多元化溢价，因此，研究指出多元化与分段数据的人工收集渠道有关。邵军和刘志远（2008）实证发现，当最终控制人为中央政府时，其内部资本市场的配置活动有助于提升成员企业的价值；而当最终控制人为地方政府时，内部资本市场的配置活动则不利于提升成员企业价值。

在对我国资本市场上存在的独特的“系族企业”现象，众多学者发现“系族”内部基本都存在着频繁的资本配置行为。邵军和刘志远（2007）对我国“系族企业”展开了个案研究，以“鸿仪系”为例，研究发现，“鸿仪系”在配置内部资本时，从其最终控制人的战略需要出发，而非遵从效率原则，导致“鸿仪系”内部资本配置无效。许艳芳、张伟华和文旷宇（2009）以“明天科技系”为对象，研究发现系族企业内部资本市场功能异化，控股股东将从外部资本市场筹措的资金通过各种方式转移给控股股东控制的非上市公司，导致上市公司业绩下滑，中小投资者利益受损。马金城和王磊（2009）以“复星系”为例，指出复星系控制人对旗下上市公司的掏空与支持是不对称存在的。黄鹏和方小玉（2012）实证研究了我国2009年沪深两市系族集团的内部资本市场效率后发现，ICM配置效率受控股股东的股权性质和两权分离度影响，其中“民营系”效率明显小于“国有系”；两权分离度越高则ICM效率越低。

### 2.2.3 内部资本市场配置效率评述

内部资本市场是否有效是企业联合兼并的前提，在内部资本市场的演变发展过程中，企业战略经历了―专业化——多元化——核心化‖的历程。―多元化折价‖现象引发了众多学者的思考和探讨，并形成了对内部资本市场配置效率、企业战略选择、代理问题等主题的进一步讨论。有关内部资本市场理论的相关研究框架如表2-1所示。

表 2-1 内部资本市场理论的相关研究框架

| 战略 | 有效性 | 无效性 | 派生主题 |
| --- | --- | --- | --- |
| 多元化 | 资本汇集 | 过度投资 | ICM 边界 |
|  | 资本配置 | 代理问题 | （包括规模、法律） |
|  | 激励约束 | 配置不当 | 地域多元化 |
|  | 其他 | 其他 | ICM 的治理 |
| 专业化 | 资本汇集 |  | 效率模型 |
|  | 资本配置 |  | 综述 |

|  |  |
| --- | --- |
| 激励约束 | ICM 与 ECM |
| 其他 | 其他 |

资料来源：笔者整理

系族企业作为我国制度环境下的独特现象，也受到了我国学者的广泛关注，文献主要以案例研究为主，内容涉及系族内部资本市场中的资本运作、配置效率、效率影响因素等诸多方面。然而，结合不同系族采取的差异化经营战略来探讨系族内部资本市场的相关问题的文献较少，还有待进一步完善。

## 2.3 内部资本市场配置效率与最优规模衡量及评述

假如多元化公司信贷受限，它至少能确保旗下某一分部的现金流对自身投资的影响只跟它对公司现金流的影响有关。因此，大量针对多元化展开研究的文献证明一个有效率的内部资本市场可以为股东创造价值也就不足为奇。针对内部资本市场配置效率孰低孰高的测量，国内外的学者们构建了一系列理论模型框架来做详细的阐述，包括内部资本市场有效性模型、代理成本模型和影响成本模型等等，同时采用了多种不同的衡量方法，涉及案例研究、事件研究和实证研究等，以下是对各种计量模型与方法的具体归纳。

### 2.3.1 内部资本市场配置效率

#### 2.3.1.1 相对价值增加法

遵循Meyer等人（1992）的寻租行为模型，Scharfstein & Stein（1997）提出质疑：为何多元化集团的总部没有直接贿赂无效分部的经理来答谢他们拒绝寻租？Scharfstein & Stein给出的回答是，假如股东能够控制使资金花费在投资上而非贿赂上，那么自利的总部实际上有两种货币来贿赂经理——投资基金和可任意处理的基金。很明显，总部选择了成本更低的资金去贿赂。Rajan et al.在2000年的研究中肯定了Scharfstein & Stein（1997）提出的质疑，但不赞同Scharfstein &

Stein给出的回答，因为就像Myers（1977）所说，几乎所有的投资都是任意且很难订立合同的。因此，Rajan et al.假设所有的配置都是任意的。与寻租模型不同，Rajan et al.（2000）专注于经理试图通过自私自利的投资以保有对剩余的份额来解释多元化公司中的资源配置扭曲，在研究中提出了相对价值增加法（RVA）来探究是否某一分部的转移5和多元化公司价值是受Tobin's q、多元化、公司规模、公司虚拟变量以及年份虚拟变量等的影响。由内部资本市场配置带来的相对增加

5 如现金流。

值如公式（2.1）所示。

*N*  *I*

*I ss* *n*

*I* I *ss*

*BA* (*q* *q* )( *j* *j* *w* ( *j* *j* ))

*RVA* 

*j* j

*j*1

*j*

*j*

*j*

*BAj*

*BAss*

*BA*

*j*1

*J BA*

*BAss*

(2.1)

其中，*Ij*是*j*分部的资本支出；*BAj*是*j*分部资产的账面价值；（*I ss BAss* ）是同

*j*

*j*

行业中单一分部公司的资产加权平均资本支出与资产的比值；*wj*是分部资产与公

司资产的比率。Billett & Maue（r 1998）提出的集团内部资本市场价值模型（VICM）

的测量方法与之很类似，是使用各分部超额资本支出总额和经调整的行业投资回报率作为指标来测度内部资本市场的价值，具体模型如（2.2）所示。

*VICM*  1 N *CF*i *Ind**CF*

*CF CAPEX*

,0

*AI*   *AI*

*I*  *AI* 

*Max Min CAPEX i* i

*i* (2.2)

*S i*1 *i*  *mf*

其中，*N*代表企业分部数量；*AIi*是*i*分部的资产或销售收入；*AIs*是企业所有分部的资产或销售收入；*CFi*代表*i*分部的现金流；*Indi(CF /AI) mf*是与*i*分部处于同一行业中的对应单一分部企业现金流量与其资产或销售收入比率的中位数；

*CAPEXi*代表*i*分部的资本支出。前一个指标能够反映由内部资本市场产生的投资部分，后一个指标能够反映分部投资的盈利能力。在该模型中，若*VICM> 0*，说明内部资本市场能够将资源配置给一个投资机会高于行业平均水平的分部，即内部资本市场的配置是有效率的。

#### 2.3.1.2 各分部对决策影响力度测度企业期望与价值

由于在多分部集团中，资本配置效率依集团不同而不同，并且在集团内部各分部经理影响资本配置的能力也有所差别。Wulf（2009）认为，能期望资源配置决策最易受到分部经理影响的只能是与新产品或者发展中的业务相关。首先，新业务经理作为公司特有的人力资本比起核心分部经理更加稀缺，他们任期较短不易盘踞势力（Shleifer & Vishny, 1989）。而且在财产权还没有明确划分之时，他们在集团潜在的权力争斗中只控制很少的企业资源（Rajan & Zingales, 1998）。其次，发展中业务的前景更加不明朗，反映在业务于前期阶段的发展和企业经验不足上。因此，Wulf（2009）构建模型以考察两个最能影响资源配置决策的分部经理间6的相互作用。

假设总部的目标是解决投资目标，使得两个分部的总预期投资回报最大化，同时保证*L*分部受游说影响的期望效用值小于等于不受影响的情况，总部决策同

时由内部信号和公开信号决定，则构建模型如（2.3）和（2.4）所示。

*VD* *ED*

*t*

[*r S**I S* (, )*r L**I L* (, )]

（2.3）

*VA*  *E*

*A*

[*r S**I S* (, )*r L**I L* (, )]

（2.4）

其中，*ED*代表制止7下的期望值，*EA*代表允许8下的期望值；*VD*和*VA*分别代表制止与允许状态下的分部利润；*r S* 和r *L* 分别代表*S*与*L*分部各自净投资成本的回报

*t*

*t*

率；**和分别代表内部信号实现和公开信号实现；*I* S\* (, )和*I* L\* (, )分别代

表提供给*S*和*L*分部的最优契约，*I*是各分部在信号实现上的投资。因此，集团在制止状态下的难题就是最大化企业价值，即如（2.5）至（2.7）所示：

目标函数：max *VD*

*I S*, *I L*

满足：*EA*[*I* (, )]*c**ED*[*I* (, )]

*L* ~ *L*

（2.5）

（2.6）

和*I S* (, )*I L* (, ) *I*

（2.7）

激励相容约束9对分析来说至关重要，不等式左边是当*L*分部选择游说时的期望效用值，而不等式的右边则是*L*分部不影响总部决策时的值。总部致力于在特定的世界状态下制定事前投资合同来减少*L*分部的投资并增加*S*分部的投资以达到使*L*分部对游说行为无兴趣10的目的。变为等式时，*L*分部选择不去影响总部制

定决策。相对的，集团在允许状态下的难题就是最大化价值*VA*（max *VA*），约束

*I S*, *I L*

*L* ~ *L S L*

条件为：*EA*[*I* (, )]*c**ED*[*I* (, )]以及*I* (, )*I* (, )*I*. 换言之，总部制定契约，均衡状态下，导致*L*分部选择游说。

#### 2.3.1.3 现金流敏感性法测度对分部投资的影响

Shin & Stulz（1998）与Wulf（2009）的思想类似，样本选取集团中规模最大和最小分部，Shin & Stulz认为，高度多元化且内部资本市场有效的集团会发现将规模最小分部的现金流从集团中孤立开是一件很容易的事，因为最小分部的投资预算与集团现金流相比微不足道因此当集团现金流改变后它依然可以维持原状。Shin & Stulz（1998）分析了当分部规模和多样化水平变化时，内部资本

7 即L分部不游说总部。

8 即L分部选择游说总部。

9 对*L*分部，例如“无影响约束”（模型2.6）。

10 例如，等式状态下，激励相容约束相结合。

市场的角色是否会改变。为考察某一分部的投资是否受其他分部现金流的影响，笔者使用分部投资机会和其他分部的现金流作为代理变量，将投资机会对分部现金流做回归。其中，因变量是某一分部投资，分别使用受滞后销售额影响的滞后期资产比率，现金流（其他分部）与滞后期资产比率，自身现金流与滞后期资产比率以及使用Tobin's q计算的滞后期投资机会。该模型探讨了与其他分部产生一美元的现金流量相比，本部门产生的一美元现金流量，会对本部门自身的投资产生怎样的影响。

*Ii*, *j**t* 

*A**b Si*, *j**t*1*Si*, *j**t*2 *c*

*Ci*, *j**t* 

*D Cnoti*, *j**t* 

*eq*

*T*1** **

(*t*)

*TAj**t*1

*Si*, *j*

*t*2

*TAj**t*1

*TAj**t*1

*I*, *j*

*I*, *j*

*I*, *j*

（2.8）其中，*Ii，j*（*t*）代表*j*企业的第*i*个分部在*t*年的总投资11；*TAj*（*t-1*）为*j*企业在*t-1*

年年末总资产的账面价值；*Si，j*（*t-1*）代表*j*企业的第*i*分部在*t-1*年间的销售收入；

*Ci，j*（*t*）代表*j*企业的第*i*分部在*t*年间的现金流量；*Cnoti，j*（*t*）代表扣除第*i*分部的现 金流量后*j*企业在*t*年的现金流量总额；*qi，j*（*t-1*）为在*t-1*年年末*j*企业的第*i*分部的*Tobin's q*值；*i*，*j*和*i*，*j*（*t*）为误差项，*i*，*j*是具体针对分部的误差项。随后，Wulf

（2002）也采取了相似的思想和方法测量了集团内各分部投资机会的变化情况，并融入了集团总部对各分部经理的激励政策和不同种类信息12等因素。同样采用现金流敏感性方法测度内部资本市场效率的还有Maksimovic，Phillips（2002）和

Schoar（2002），他们一致认为，假如内部资本市场将更多的资本配置到生产力高于平均水平的分部，那么ICM就是有效率的，所构建模型如下。

*CFS**S j j*1 *FS*

*n*



(*CFj*

*CF* )[(*CE* )

*S* *j*

( *FCE* )]

*FS*

（2.9）

其中，*Sj*为*j*分部的销售额；*FS*代表企业集团的销售额；*CEj*为分部*j*的资本支出；*FCE*为企业集团的资本支出；*CFj*为*j*分部的现金流与销售额之比；*CF*为企业集团的现金流与销售额之比。

我国学者在探讨内部资本市场的配置效率时，主要以系族的实际案例研究为

主，细致分析了某一具体系族内部资本市场的资本是如何运作及配置的，也有学者，如邵军，刘志远（2009）构建模型研究面板数据，其研究中也使用了与Shin

11 将期间界定为从*t-1*期到*t*期。

12 内部信息和公开信息。

30

& Stulz（1998）类似的现金流敏感性的衡量方法加以测度。具体模型如下：

*IiM* (*t*)

**  **

*i*

*CFiM* (*t*)  **

 *CF*jM (*t*) **(*SG*)

3

** *Dummy*

*TAi* (*t*1)

0 1 *TA* (*t*1)

2

*i**i**M*

*TAi* (*t*1)

*own* 4

**5

(*SG*)

*Own* 



*j**i**M*

*CFjM* (*t*)

*TAi* (*t*1)

*Dummy***6

(*best**resource*) *M*

**7

(*size*) *i*

*I n d u s t**rYye a**r *

（2.10）

其中，

*IiM* (*t*)

*TAi* (*t*1)

代表系族企业集团*M*中的成员企业*i*第*t*年在固定资产上的投

资额除以该成员企业在第*（t-1）*年的总资产；*CFiM*（*t*）

*TAi* (*t*1)

代表系族企业集团*M*中的

成员企业*i*第*t*年在经营活动中产生的现金流量除以该成员企业在第（*t-1*）年的总

资产；



*j**i**M*

*CFiM* (*t*)

*TAi* (*t*1)

代表系族企业集团*M*中除了成员企业*i*以外的其他成员企业

第*t*年在经营活动中产生的现金流量之和除以成员企业*i*在第（*t-1*）年的总资产；

*（SG）own*代表成员企业*i*在第（*t-1*）年的主营业务增长率，用以衡量该成员在第（*t-1*）

年的投资机会，数值上等于（*（t-1*）期的主营业务收入-（*t-2*）期的主营业务收入）

/（*t-2*）期的主营业务收入；（*best-resource*）*M*代表系族企业集团*M*中的最佳资源，数值上等于系族企业集团*M*中（*ROA*）*t-1*的最大值；（*SIZE*）*i*代表各成员企业规模，等于总资产的自然对数；*Dummy*代表一系列虚拟变量，分别为市场化程度13、控制权与现金流权分离程度、最终控制人性质；Industry为行业虚拟变量；Year为年份虚拟变量。

#### 2.3.1.4 投资q敏感性法(q-sensitivity of investment)测量ICM效率

与Shin & Stulz（1998）的研究结论类似，Peyer & Shivdasani（2001）发现，分部资本支出与其自身的估算*q*比率、自身现金流以及其他分部现金流呈正相关。资本重组之后，公司大幅缩减了投资支出，并且在*q*值高的分部中缩减的投资支出更多。研究发现，伴随着资本重组，分部投资对自身*q*值的敏感性降低，然而分部投资对自身现金流的敏感性大幅提高。为理解这些变化是如何影响公司价值，Peyer & Shivdasani从企业层面计算了分部投资对分部*q*值和现金流的敏感性后得出，分部投资对分部*q*值的敏感性与公司超额价值正相关，而分部投资对分部现金流的敏感性与公司超额价值负相关。在测算企业有良好发展前景的分部是

否比较差的分部获得更多投资时，Peyer & Shivdasan（i 2001）遵循Rajan et al. (2000)

的方法，构建了如下模型以从企业层面来评估内部资本市场的功能：

*QSI* 

*n*

*j*1



*Sales*

*J* (*q j*

*Q* )[(*Capex* / *Sales*) *j*

 (*FirmCapex* / *FirmSales*)]

（2.11）

*FirmSales*

其中，*qj*是估算的分部*j*的*Tobin's q*值；*q*是按企业销售收入加权计算的企业*q*值；*Capex*是指分部的资本支出；*FirmCapex*是公司的资本支出。与Rajan et al.

（2000）的方法不同的是，Peyer & Shivdasani（2001）衡量分部资本支出/销售

额偏差时，是使用整个公司的平均资本支出/销售额，而不是相对于具有相同SIC码的独立分部公司的偏差，这样就为测算分部投资对分部*q*值敏感性提供了一个简洁的方法。当集团中具有更高*q*值的分部从每一美元的销售收入中得到更多投资时，模型（2.11）的结果为正。

早先的研究如Gupta & Rosenthal(1991)，Denis（1993）和Wruck（1994）发现，资本重组在宣告日后有正向的超常累计回报率，暗示这些消息与企业价值的显著增加有关。Peyer & Shivdasani（2001）在其研究中也探讨了内部资本市场围绕资本重组做出的相关改变是如何影响企业价值的。构建模型如下：

*Excessvalue* log(

*V* )

*I* (*V* )

（2.12）

*n V*

*I* (*V* )*Salesi* [*Mi* ( *Sales* ) *MS* ]

*i*1

（2.13）

其中，*V*是权益的市场价值加上资产的账面价值减去权益的账面价值和递延所得税；*I*（*V*）是估算的企业价值；*Salesi*是分部*i*的销售收入；*Mi(V/Sales) MS* 是销售乘数14；*n*是每个公司中的分部个数。

### 2.3.2 内部资本市场最优规模

当内部资本市场的规模为多大时，才能充分发挥其配置资本的最高效率呢？从内部资本市场能够放松信用约束的角度考虑，似乎ICM的规模越大越好，因为一方面，分部数目一定的情况下，总部凭借资本再配置的高效率能够从外部资本市场筹集到比内部所有单一分部加总还要多的资本；另一方面，总部的筹资能力会随着分部数目的加大而得到进一步的加强，使得信用约束得以放松。然而，Meyer et al（1992）对企业规模的潜在约束给出了逻辑性提示：总部监管的项目越多、控制的资源越多，那么总部从事浪费性的影响活动的可能性就越大。因此，

14 等于按三位标准工业分类代码划分，属于同一行业的所有单一分部公司的销售收入中值。

内部资本市场不可能无限扩大。内部资本市场在面对“挑选优胜者”的利益特别大15以致于超过影响成本时，能够将ICM范围限制在一个小规模的项目集内，这个时候就达到了一种最佳的均衡状态，因为总部不可能有效地监管大规模的项目集（Stein, 1995）。现有文献已经证实多元化与Tobin's q之间呈负相关（Wernerfelt & Montgomery, 1988; Lang & Stulz, 1994; Berger & Ofek, 1995）。Peyer提出测量内部资本市场的最优规模应涵盖三个方面的内容：①集团中不同分布或者项目的数目；②不同分部或项目之间投资机会的相关性；③不同分部或项目之间的规模差异。

Stein（1995）在探讨内部资本市场何时能够发挥最大作用时推导出内部资本市场的最优规模公式，如下所示。

**(*N*, *F*)*M* (*n*)**M (*n*, *F*)[1*M* (*n*)]**N (*n*, *F*)

（2.14）

其中，**(*n*, *F*)代表内部资本市场的事前期望收益，*n*为分部个数，*F*为总部

配置给各分部的最优资本量；*M（n）*为减函数，代表总部能够成功监控每个分部的概率，*1-M（n）*代表总部监督失败的概率，即总部无法获知每个分部的状态的概率；

**M (*n*, *F*)代表若总部监督得力并且能够跟踪每个分部的真实状态时，每个分部的利润；同样，**N (*n*, *F*)代表若总部监督失利时每个分部的利润。

在测算最优规模时，首先假定某集团中共有*n*个分部，计算函数*M（n）*；其次，

确定总资本量*F*，计算**M (*n*, *F*)和**N (*n*, *F*)；再次，对公式（2.14）求导，根据一阶导数最大化条件确定出内部资本市场规模既定情况下的最优资金水平

*F\*（n）*；最后，计算出当**(*n*, *F* \*（*n*））最大时的n值，即内部资本市场的最优规模。

此外，我国学者冼国明和杨锐（2001）在研究跨国公司时指出集团规模不可能无限扩大到替代整个国际金融市场，母公司控制子公司的数量有一个临界值，超过该值将产生负效用。借鉴Stein（1995）的做法，冼国明和杨锐提出了确定跨国公司内部资本市场的最优边界的模型。

### 2.3.3 内部资本市场配置效率与最优规模评述

随着美国企业在二十世纪七十年代大举进行多元化扩张，随后在八十年代出现反多元化、反混合兼并，此后取而代之的则是核心化重组，国外学者对这些现

15 或许是因为各项目之间的集中度比较高。

象进行了跟踪探讨，进而引发了对内部资本市场配置效率的研究，国外学者对

ICM效率的探讨和衡量大致分为四个角度，即使用相对价值增加法来测度ICM价值；使用各分部对决策影响力度测度企业期望与价值；使用现金流敏感性法测度对分部投资的影响；使用投资*q*敏感性分析法测量ICM效率。由此进一步引申出了对ICM最优规模的测度。然而，我国学者对ICM配置效率和最优规模的研究较少，且大都照搬国外学者的研究思路，创新性不足。

## 2.4 IPO抑价和溢出效应及文献评述

首次公开募股（Initial Public Offering, IPO）一直是学术界和投资界关注的热点。随着IPO政策的变化，IPO数量也年年不同，我国于1994年首次暂停IPO， 后来又几经停发与启动，国外IPO现象也与我国有些类似。现有文献对IPO现象的探讨从理论和实证两个角度展开，研究内容主要涉及公司上市的原因，为何出现首日发行抑价，IPO最终是如何实现的等等。Ritter（2002）对IPO研究提出了三点前景展望：第一，许多IPO现象并非静止固定的；第二，对股票配置问题的探讨是目前IPO研究中最有前途的领域；第三，信息不对称并非是许多IPO现象的主要驱使因素。Ritter认为，未来的研究将会从非理性和代理冲突问题入手加以探讨。

### 2.4.1 IPO抑价

国内外文献集中对IPO发行、抑价和长期弱势问题从理论和实证角度展开研究。Jenkinson & Ljunqvist(2001)；Ellis，Michaely & O'Hara(2000)；Foerster

（2000）；Killian，Smith & Smith（2001）对各国IPO的制度演进过程进行了详细描述。Stoll & Curley(1970)；Reilly（1973）；Logue（1973）；Ibbotson（1975）最早记录了股票从报价到第一天收盘价的系统性增加。学者们发现，有将近70%的股票IPO首日的收盘价高于报价，有大约16%的股票上市首日的回报率为0。通常在所有国家，几乎无一例外地，IPO企业往往被低估，而像封闭式基金则不存在被低估的现象。

#### 2.4.1.1 IPO短期抑价的理论解释

IPO抑价是指股票一级市场的发行价低于二级市场上市价的现象。Ibbotson

（1975）提出了一系列关于抑价的可能性解释，随后学者们在此基础上展开探讨。

Ritter（2002）提出质疑：如果所有的IPO首日投资者要求对承受系统性或流动性风险给予补偿，那么为何IPO次日投资者不需要这部分补偿，毕竟系统性或流动性风险不可能在一天之内解决。因此，解决IPO抑价之谜在于关注售价机制，即

正常的供需相互作用机制被承销商干扰了。学者们针对IPO抑价现象，提出了许多解释模型，包括委托代理理论、赢者诅咒理论、商誉理论、避免诉讼假说、信号理论、信息收集理论、信息叠加理论、减少监督理论（唐健，2010）。学者们依据信息是否对称将上述理论归为两类。

第一，信息不对称。一方面，当发行人比投资者掌握的信息更多时，理性的投资者会担心“柠檬”问题，即发行商只会将那些比平均质量差的股票按照平均价格出售。为与劣质股票发行商区别开，拥有优质股票的发行商会试图向公众传递他们高质量的信号。在学者构建的模型中，更高质量的发行商会故意将他们的股票以稍低于市场价格的价格出售，这样会避免较低质量的发行商模仿。之后发行商会在上市后通过多种途径收回之前的亏本出售成本，途径包括：以后的发行活动（Welch, 1989），市场对未来股息公告的良好反应（Allen & Faulhaber, 1989），分析师评级（Chemmanur, 1993）。同样在其他许多信号模型中，高质量公司通过扔钱来证明他们的优质，其中一种做法就是在IPO时放弃本可以获取的更大利益。然而，理论根据研究方面，仍然没有弄清楚为何抑价是一个更有效率的信号，而不是把资金用在慈善捐赠或者广告上。另一方面，当投资者比发行商更知情时，假设发行商并不知道市场愿意接受的价格，即对市场需求不了解，大量理论在此假设下构建了特定的需求曲线。假定所有投资者都同样知情，那么他们只会在股票价格低于他们基本估价时购买，成功的IPO因此会出现抑价现象。然而，确实有一些被高估的IPO也公开上市，它们不易被发觉是因为假定所有投资者都预知它们会被高估，这种情况下定价过高可能会导致投资者或发行商担心赢者诅咒

（Rock, 1986）或消极的级联（Welch, 1992）。在赢者诅咒理论中，投资者担忧自己恰好是最乐观的投资者从而只会得到完整的分配（Koh & Walter, 1989）；在信息级联中，投资者试图去判断其他投资者的利益，只有在新股很抢手时他们才会索要股份。因此当其他投资者放弃时，该投资者也会放弃，这使得定价稍稍过高就会让发行商面临相当大的彻底失败的可能（Amihud, Hauser, & Kirsh, 2001）。

第二，信息对称。也有许多理论是基于信息对称视角解释IPO首日的交易现象。对互联网泡沫下的IPO高抑价较为普遍的一个解释是承销商无法证明互联网

IPO的更高售价是合法的，也许是缺乏对法律责任的关注，而对这些公司给予本已高昂的估值。因此承销商通过不利用部分投资者的短期过分乐观手段来逆向干预（Ritter, 2002）。Boehmer & Fishe（2001）进一步提出了另一个关于抑价的合理解释：二级市场的交易量越大，抑价程度也会越高（Ellis，Michaely，& O'Hara，

2000）。因此，承销商使得在纳斯达克挂牌的IPO能获得额外的交易收入。与用避免法律诉讼来解释抑价的理论不同，该理论并没有解释清楚发行公司是如何从抑价中获利的，除非增加的流动性是持久的（Booth & Chua, 1996）。

#### 2.4.1.2 IPO短期抑价的实证经验

新股的短期抑价、长期弱势和热销市场是IPO研究的三大热点问题（王攀，

2010）。文献对此做了大量的实证验证和探讨，最早研究IPO抑价现象的有

Reillyand，Hatfied（1969）以及Stoll和Curley（1970）等人。其中Stoll和Curley

（1970）发现在美国市场上，新股发行的初始收益要明显高于市场收益。Ibboston

（1975）运用CAPM方法，得出股票上市一个月后的累计超额回报为11.4%，且

10年间均存在超额收益的现象。事实上，世界上几乎所有的股票市场都存在IPO抑价现象。大量相关研究发现，发达国家市场的抑价幅度要小于新兴市场国家（刘煜辉、熊鹏，2005）。在新兴市场经济国家中，IPO抑价程度相当高。新股初始回报率的平均值高达129.8%（李博、吴世农，2000）；陈共荣和李琳（2006）研究发现，IPO中存在盈余管理行为，A股市场仍存在高抑价，平均达到156.7%，最高达到476.77%；马凤麟和王业超（2008）发现，在推行保荐制度下，新股的平均抑价率达到了147.67%，并且深市的抑价水平高于沪市；而制度性缺陷、二级市场运行、投资者投机（李博、吴世农，2000）以及认知偏差和情绪波动（徐倩，

2009）等都是导致IPO抑价的重要因素。

### 2.4.2 IPO溢出效应

IPO事件对股市、企业运营和经济发展都有着一定影响，大量文献针对IPO

事件的影响展开多角度广泛的探讨。Kutsuna，Smith，& Yamada（2012）在

Kiyotaki、Moore和Leitner（1997）模型的基础上，研究了IPO对供应链的流动性溢出效应，他们以私营性质的供应链合作伙伴公开上市事件为研究对象，发现与其他私营企业相比，进行IPO的供应商企业会有更高的收益率和固定资产增长速度。IPO与私营企业应收账款的增长率关联不大，但是预期负向效应却可能被更高速度的收益增长所掩盖。对于IPO公司的私营客户企业，流动性变化可以带来应付账款的更高增长及收益和固定资产的较小程度上的增加。这些结果表明IPO企业受到的流动性正向影响会沿供应链传导。Boone & Ivanov

（2012）通过探讨横向供应链上的企业与供应商和客户的关系后指出，贸易伙伴的流动性和成长前景会通过供应链条影响企业的融资政策。有证据显示，溢出效应与消极的金融震荡有关。Hsu，Reed & Rocholl（2011）认为一家公司的IPO 公告会导致竞争对手消极的异常股价和消极的经营业绩。对于企业来说，

供应商或客户的IPO具有外部溢出效应。如果中小企业资金紧绌，但仍有净现值为正的投资机会，那么即使缺乏充足的投资资本，也可以通过供应链合作伙伴的IPO使企业承接投资。与等级假说一致，Fazzari，Hubbard，和Petersen（1988）发现，资金紧绌公司的投资活动低于财务无约束的公司。因此，如果企业贸易伙伴的现金流可以缓解财务紧缩并增加对新项目的投资，那么，上市公司外源性收入和后续的增加就会持续。因此，IPO对产业链条中企业的溢出效应也可以分为两类：第一类，如果IPO减少了供应链上的瓶颈，那么发行人增加的增长率会促进收益和垂直一体化相关企业固定资产的增长率；第二类，假如IPO促使发行人减少其对卖方融资的依赖并能延长至更为慷慨的付款期限，那么发行商对供方的应收款将会减少，同时客户也将会得到更大程度的卖方融资。除此之外，就像Kiyotaki和Moore和Leitner所揭示的，如果发行人的直接贸易合作伙伴既发展增速又获得流动性，那么就会存在第三类供应链效应（Kutsuna, Smith, & Yamada, 2012）。Johnson，Kang，Masulis，& Yi（2011）也指出，根据资产结构假定，发行股票不仅有利于发行者也有利于客户，因为新股票资本的注入会提高供应商的可靠性。这种在可靠性上的提高巩固了交易伙伴的承诺与合作，也提高了合作关系的价值。所以，资产结构假定推测：（1）相对于没有主要客户的公司，拥有主要客户的公司IPO会经历更加积极的声明返回；（2）围绕他们的供应商股票发行声明，IPO公司的客户会体验积极的声明返回。该假定也为发行股票公司和他们的主要客户预测更高层次的后提供操作性能以及更稳固的后提供交易关系。如果供应商通过偿还贷款来提供受益降低财政影响，那么也就降低了财政压力的风险。这种承诺应该使客户对他们与供应商关系的可行性放心（Titman, 1984）。所以，当发行者承诺使用提供收益来偿还现存的贷款，可以预期发行股票的影响对发行者和其客户间的关系有积极的影响。为了衡量降低财政影响的承诺，如果公司打算用它的提供收益来偿还贷款，我们会使用一个可变的指示符（Johnson, Kang, Masulis, & Yi, 2011）。此外，由于IPO事件会受到新闻媒体和分析师的密切关注，因此有关新股的背景资料、行业前景、竞争格局等信息都会被及时而详细的披露，而与新股相关的股票和企业也通常是分析师和投资者关注的焦点。传统经济学认为，IPO对证券市场上的其他股票存在着信息效应和竞争效应（Ritter, 1991）。Ritter（1991）认为公司一般会选择在投资者对本行业的前景过度乐观或有着非理性预期的时候上市。因此，IPO可以被看作是对行业的一个利好消息，能够产生正的信息效应。另一方面，IPO 将会导致对同行业内竞争平衡的重估，从而产生负的竞争效应

（王攀，2010）。

本文将IPO溢出效应定义为，公司进行IPO时，其产生的重要影响力，使得证券市场上的其他某些股票得到了正向或负向的超额收益的现象。本文主要研究的是在同一系族集团内，内部某一成员IPO后对同一系族内的其他上市公司的影响。

### 2.4.3 关于IPO抑价和溢出效应的文献述评

IPO是股市的重要事件，引起了国内外学者的广泛关注和研究探讨。新股的短期抑价、长期弱势和热销市场一直是IPO研究的三大热点问题，学者们针对这些问题构建了理论模型加以解释，包括委托代理理论、赢者诅咒理论、商誉理论、避免诉讼假说、信号理论、信息收集理论、信息叠加理论、减少监督理论等，并依据信息对称与否将上述理论归为两类。随着IPO事件涉及到各类经济活动中，对IPO的溢出效应的探讨也随之增多，但大多集中于对上下游产业链上的各贸易伙伴间的IPO事件影响的研究。然而，对同属于同一企业集团中的某一成员企业IPO对集团内部其他成员企业影响的研究却很少见，有进一步完善的空间。

## 2.5 文献述评

综上所述，内部资本市场作为外部资本市场的一种非正式的补充机制，是当企业外部融资受阻时，能快速有效筹集资金的主要渠道和主导形式。系族诞生于我国转型时期特殊的制度背景下，是企业集团的一种表现形式，已有研究证实，系族内部存在资本市场。出于对市场协同、提高管理效率或资本配置改进方面的考虑，我国系族在经营战略上也呈现出不同偏好。企业间通过多元化或一体化的发展战略来组建系族，构建内部资本市场，集团总部在配置内部资源时，会由于各分部资源禀赋差异、投资机会回报率的高低、公司治理水平、所有权结构、产权性质、代理问题、经营战略等因素的影响出现内部资本市场有效或无效的现象。现有文献通过理论分析和实证检验两种思路对我国内部资本市场（包括系族）配置是否有效进行了深入的研究和探讨，对我国个别多元化系族存在的直接资金划拨调用和间接的资本配置等配置低效案例也展开了细致的讨论，但对我国系族内部资本市场的配置是否有效并未达成共识。

现有文献从不同角度对内部资本市场的资源配置是否有效等问题进行了广泛的研究，取得了丰硕的研究成果。但是目前的研究大多集中于对单个系族内部资本市场资源配置效率的考察，随着系族企业多元化与专业化战略的存在，部分文献开始转向对系族多元化战略与资本配置效率关系的研究。但与国外的研究相

比，我国在这方面的研究起步较晚，存在一定的不足，因此留有继续研究的空间，具体表现在：

首先，经营战略在一定程度上能够影响系族调拨资源的方式和手段。因此以系族采取的不同经营战略为切入点考察内部资本市场配置效率是一个不错的思路。但目前国内从系族多元化战略角度来考察内部资本市场的文献尚不多见，内部资本市场效率理论亟待完善。

其次，IPO对系族来说并不陌生，然而当系族内某一家公司首次公开募股

（IPO）对其他成员企业会有何种影响，对这一问题的探讨也是补充内部资本市场效率文献的一个方面，但目前基本没有学者展开讨论。

再次，现有文献集中于从单个系族内部资本市场配置效率来考察，却忽视了将内部资本市场与外部资本市场作为一个整体来研究，探讨外部资本市场效率的变化对内部资本市场配置效率的影响也是对现有文献的一个有益补充。

最后，在研究内部资本市场整体资源配置效率的基础上，还可以将目光转向对分部项目投资运作效率的考核。

基于上述分析，目前对系族内部资本市场配置的文献缺乏更加深入、细致的挖掘，应全面涵盖内部资本市场配置的运行机制、内部影响因素、外部资本市场环境和政策法规的影响及其具体表现等方面，以更好地理解系族内部资本市场的作用机理、表现形式和其所产生的经济后果。

因此，本文将在现有研究基础上，以我国系族内部资本市场的配置效率为切入点，从系族内部成员企业的IPO事件、系族选取的经营战略以及成员企业交叉上市等因素多角度剖析其对系族内部资本市场配置效率和对系族及成员价值成长的影响等。试图进一步理清我国系族内部资本市场的配置行为和系族价值成长的路径、机理，为监管内部资本市场中大股东的利益侵占和机会主义行为等提供政策建议。

# **第3**章 系族内部资本市场配置效率研究

资本作为一种重要的经济资源，是公司生产经营、对外投资和兼并扩张的基础，资本配置在现代经济社会中的作用日益凸显。然而在新兴市场经济国家中，外部资本市场的不完善和融资约束使得内部资本市场更具优势，内部资本市场的存在是对外部资本市场局限性的有益补充。随着我国经济体制的全面深化改革，市场在资源配置中的决定性作用更加突出，那么集团内部资本市场会导致资本配置有效还是无效？对企业价值是一种创造还是摧毁？基于ICM理论、控制权理论、信息不对称理论、融资优序理论和委托代理理论，本章将对上述问题进行理论分析与实证检验。

## 3.1 内部资本市场配置效率研究的理论基础

内部资本市场理论派生于新制度经济学派的交易成本理论，兴起于20世纪

70年代。以Coase，Williamson，Alchian等为主的新制度经济学家开始意识到传统经济学在分析问题时忽视了交易成本的存在，由此内部资本市场理论诞生，

ICM理论将交易成本下的经济现象，如市场存在摩擦、逆向选择和道德风险等纳入研究领域。随着内部资本市场理论的不断发展以及委托代理理论、控制权理论等新制度经济学方法在ICM理论中的运用，内部资本市场理论得到了长足的发展。在控制权理论、委托代理理论、信息不对称理论、融资优序理论等的基础上演绎出的内部资本市场配置效率理论更加注重理论与实践的结合。

### 3.1.1 ICM理论

通过第2章的文献回顾可知，内部资本市场理论以缓解公司外部融资约束为目标，该理论认为，由于信息不对称及存在代理成本，企业在外部资本市场融资会面临更高的交易成本和投资风险（Shin & Stulz, 1998），而内部资本市场能够使投资项目规避外部资本市场在信息获取和激励问题上的困扰（Gertner，

1994），将集团内部各分部产生的现金流积聚起来，合理调配资源，实现高效率运营（Li and Li, 1996; Williamson, 1975）。与外部资本市场不同，内部资本市场对它将给予现金流的子公司有绝对的所有权，这将增加集团对资金的控制力度。拥有下属公司所有权的一个好处是总部能够更加容易的监控每一个产生现金流的子公司，有利于降低舞弊的可能性。另外一个好处则是当现金使用不当时，总部可以对其进行重新配置。

内部资本市场理论从ICM理论的产生与发展、ICM与ECM的区别、ICM

是否真实存在等角度展开研究探讨，并进一步派生出了多元化战略下的内部资本市场是否有效、内部资本市场配置效率和最优规模衡量等多个研究话题，学者们对这些话题分别进行了理论分析、模型推导和实证检验，形成了众多重要的研究结论和成果。

### 3.1.2 控制权理论

控制权理论发端于Berle & Means（1932）的两权分离理论，随后在Fama

（1980）的代理成本理论和Grossman & Hart（1986）的产权理论中得到更全面的发展。截至目前，学术界对公司控制权的定义仍存在争议，但一致认为公司控制权的实质是对资源配置的控制权，享有整合公司资源和协调生产运营的权力。

Berle & Means（1932）在《现代公司和私有财产》中指出，公司所有权和控制权的分离使得有效自由裁量权掌握在实施动态经营的管理者而非股东手中，这是现代公司制度的智慧产物。随后大批学者对Berle & Means（1932）的方法、推论、政策结论等展开探讨、批判并加以延续拓展。Burnham（1941）正式提出了“经理革命”概念，Galbraith（1967）在此基础上进行深入论证，指出公司控制权应从所有者手中转移至以管理者为首的拥有最重要的知识技术生产要素的专家团队那里，以引导社会经济变革。Hart（1995）认为有必要通过公司剩余控制权的有效配置来解决由于不完全契约导致的投资激励不足等问题，这促使控制权理论在不完全契约和产权理论基础上得到进一步发展。以公司1购买公司2的购买合同为例，Grossman & Hart（1986）提出了具体控制权和剩余控制权概念。购买实现后，合同上列出的所有具体资产权都被称作具体控制权，该权利原本由公司2的经理所有；而合同上未列出的权利全部属于剩余控制权，剩余控制权也属于所有权，被拥有重大投资的一方占有。Grossman &

Hart（1986）还清晰地指出剩余控制权是一种可以决定所有资产的用途而不必提前在契约、会议和规章中披露的权利。Hart & Moore（1990）更进一步分析了剩余所有权的本质和所有权，他们指出对未来收益的分配格局取决于各利益方的谈判能力，而这种谈判能力与资产所有权的分配高度相关，因此，资产所有权应该分配给不可或缺的一方。对实物资产的控制可以间接导致对人力资产的控制。值得注意的是，Hart在探讨了现代公司控制权的配置问题的基础上，扩展了早期的不完全契约理论（GHM模型）。与只强调拥有决定权的物资所有者不同的是，Hart（2011）指出，在多数大型组织中，法定控制权被授予董事会而非股东所有者或者股东大会，而且董事会一直拥有合法的决定权。

控制权理论强调，公司是一系列契约的组合，股东对公司资源拥有所有权，公司所有者拥有对剩余收益的索取权和资源配置的控制权，两权分离使得公司控制权被经理人占有。学者们对控制分配的研究在委托代理成本理论的委托人和代理人之间以及在分析不完全契约和产权理论下的剩余控制权的实质和分配中展开探讨。拥有剩余控制权的一方可以通过控制权获得私有收益，在股东—经理代理冲突以及控股股东—中小股东代理冲突下，拥有控制权方在私人利益驱使下为进一步巩固和扩大自身控制权而从事过度投资、盲目多元化等行为，这为研究内部资本市场间的资源配置和系族内部终极控制人与实际控制人的权利和资源分配以及行为动机等提供了坚实的理论基础。

### 3.1.3 信息不对称理论

信息不对称理论形成于20世纪70年代，其重要作用日益显现。2001年，该理论提出者Akerlof, Spence & Stiglitz被授予诺贝尔经济学奖。信息不对称理论作为经济学领域的重要工具被经常用来解释各种现象，它是指市场经济活动中的利益双方由于各自掌握的信息不同，使得一方拥有对方所没有的信息优势，导致拥有信息优势的一方根据目前所处状况选择最大化自身效用的行为从而损害了另一方的利益。按照发生的时间前后顺序不同，通常将在利益双方订立契约之前发生的信息不对称称为逆向选择，而在契约订立之后发生的信息不对称称为道德风险。

Akerlof（1970）在《次品市场：质量的不确定性和市场机制》一文中首次提出信息不对称概念，并进一步通过二手车的―次品‖市场举例说明高质量汽车卖方如何通过担保向无法分辨汽车质量好坏的买方传递高质量信号。Akerlof认为，在许多市场中，买方通过一些市场数据来评估商品类别。因此，买方看到的是全部市场的平均水平，而卖方却了解具体商品的更多信息，此时卖方和潜在买方间的信息不对称形成。这种信息不对称激励卖方以与市场平均质量商品相同的价格出售质量较差商品，导致市场上商品的平均质量降低，市场规模缩减。例如，在二手车交易市场中，倘若买方无法辨别二手车的质量，那么二手车的均衡价格将会是二手车价格的期望值。这是一种共用均衡，各种质量汽车的均价相同，次品汽车卖方获利，而高质量汽车卖方损失，买方中立。因此，信息不对称的成本全部由高质量汽车卖方承担。显然高质量汽车卖方可以将高质量的信号传递给买方，这一信号将会使次品车卖主失去模仿的动力。此外，为确保信号可信，高质量汽车卖方可以提供担保，从而缓解信息不对称，引导资源合理配置。

在资本市场中，“次品”问题是由经理和投资者间的激励冲突和信息差异引起的。当管理者的经营理念一半好一半坏，而且投资者和管理者依靠各自信息都可以做出理性且有投资价值的决定的情况下，假如投资者不能区分这两类经营理念，那么持有较差理念的管理者会试图宣称他们的理念同好的理念具有同等的价值。此时，投资者会将两类理念放在同一水平评价。因此，如果―次品‖ 问题没有得到解决，资本市场就会低估好的经营理念而高估差的经营理念。解决―柠檬‖问题有多种方法，其中，投资者和管理者之间的最佳契约将会激励私人信息的完整披露，从而缓解错误定价问题（Kreps, 1990）；此外，财务分析师和评级机构等信息代理商对私人信息的发掘都会披露管理者的相关信息。因此，信息不对称造成的社会和私人间的利益分歧会通过许多不同的市场制度得到缓解。

在解决信息不对称问题时，可根据各种经济和制度因素来决定是否采取订立契约、监管或是依靠信息代理商等途径，这些因素包括监管和执行最优合同的能力、专业化成本16、监管是否完善以及信息中介本身的潜在激励问题等。信息不对称问题的缓解有助于促进市场正常运转，提高资源配置效率。

### 3.1.4 委托代理理论

代理理论（Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Fama, 1980）指出，代理成本产生于委托人和代理人之间的利益冲突。公司中做出重要经营决策的管理者并不是公司净资产的首要索赔人，因此他们不必承担由经营决策引发的财富效应后果。一旦委托人向企业投资，自利的代理人（管理者）就有做出剥夺委托人资金决策的动机。例如，如果委托人收购公司股权，代理人就会利用这些资金获取额外津贴，支付过高薪酬，做出损害外部投资者利益的投资或者扩张决策等（Jensen & Meckling, 1976）。同样，假如委托人收购公司债权，代理人则会通过增发更高优先级债权、用从委托人处收到的现金支付股利、从事高风险资本项目（Smith & Warner, 1979）等手段来剥夺债权投资价值。增发更高优先级债权和用从委托人处收取现金以支付股利的行为会降低财务危机困境下有足够可用资本来全额偿还现有的或低优先级债权的可能性，从而使代理人（管理者）受益。从事高风险资本项目既能增加好的结果下代理人不相称的利益，也能增加坏的结果下债务人不成比例的负担。

解决代理问题有多种方法。管理者与投资人之间的最优契约，例如补偿协议和债务契约等，都可以协调委托人与代理人间的目标，试图确保管理者与外

16 该方式下的完全披露可能会花费投资者的大量成本。

部股权人和债权人的利益一致以减少代理成本。这些合同经常需要经营者披露相关信息，保证投资者能够监管合同协议的遵守情况并评估管理者对公司资源的管理是否是从外部所有者利益的角度出发。代理理论将这样的合约成本划分为结构成本、监管成本和绑定一系列契约的成本。由于执行控制程序17的成本很高，管理者（代理人）与剩余索取权人（股东）的行动一致化就变得尤为重要。另外一个解决代理问题的机制是董事会，它代表外部所有者对管理者进行监督。此外，信息代理商，比如财务分析师和评级代理机构等，参与披露任何有关管理者滥用公司资源的私人信息。公司控制权市场，包括敌意收购和代理权角逐的威胁，也会减轻公司内部管理者与外部股东间的代理问题。最后，薪酬机制是联结股东和CEO各自目标的一种契约形式。Jensen（1994）指出，能增加管理者做出最佳决策概率的最好方法是确保给予他们的激励措施（权衡）能促使他们以增加股东财富为目标，进而带来企业绩效和价值的提升。根据代理理论，薪酬机制可以使管理者有充分的动力来做出最大化股东财富的决策，减少管理者——股东间的代理问题。Lewellen et al.（1987）实证发现，薪酬待遇至少在某些方面可以减少代理成本，薪酬合同旨在控制风险敞口和时限问题。到底订立契约、信息披露、公司治理、信息代理商以及公司控制权竞争等

方式是否会缓解代理问题需要实证检验。各种各样的经济和制度因素决定了以上方式的实施效果，包括制定和实施最优契约的能力、对公司董事会潜在的激励问题、中介机构以及公司控制权市场的性质等。

### 3.1.5 融资优序理论

融资优序理论（pecking order theory, POT）作为另外一种资本结构理论最早由Myers（1984）提出。该理论认为，由于信息不对称和交易成本的存在，公司采取一种分层次的融资偏好，即首选内部融资，然后是债务，最后是权益。这一排序基于逆向选择问题（Myers, 1984; Majluf, 1984），这由经理比外部人（投资者）更知情引发。Myers（1984）& Majluf（1984）认为，假如公司通过发行证券为新项目融资，那么这些证券将会出现抑价。这是因为经理不能令人信服地向投资者传达公司现有资产和可用投资机会质量的信息。因此，投资者无法区分好项目和坏项目，并会就此以为公司发行新证券是一种坏消息的信号而相应地对新证券定价。

融资优序理论规定：①公司偏好内部融资甚于外部融资。然而，如果存在有利可图的投资机会，企业会选择外部融资；②公司会使他们的股利支付率与

17 比如执行合约。

其投资机会相适应。这一刚性政策是为了确保公司有足够充分的现金流来为他们的投资机会融资；③在严格的股利政策和公司的盈利率与投资机会不可预知的现状下，内部现金流可以高于或低于投资。如果内部现金流更低，公司会首先使用流动资产或者证券组合；如果内部现金流更高，公司会使用流动资产或有价证券偿还债务或投资；假如还有剩余，企业可能会逐步增加其目标股利支付率；④如果需要外部融资，企业会选择低风险融资，首先是债务，然后是混合型证券，例如可转换债券，最后是发行股票。融资优序理论并没有预测一个最优债务率18，因为这里存在两种资本——内部资本和外部资本，一个处于层级的最顶层而另一个则处于最底层。债务比率代表着公司累积的外部融资需求

（Mazen, 2011）。

大量实证研究表明，信息透明性低的公司更倾向于利用债务融资，但这样会引致代理问题并恶化股东权益（Bessler et al., 2011）。另一方面，投资者由于对公司了解不足也会降低他们的投资意愿，逆向选择问题就此产生。因此，从减少对公司权益和代理成本等角度来看，内部资本更受欢迎。此外，由于外部资本在转换为内部资本过程中存在着一定的交易费用和机会成本，这也在一定程度上降低了企业使用外部资本的频率，使得内部资本市场的存在成为可能。而且内部资本市场在信息、激励、资产专用性、控制权或者交易成本等方面明显区别于外部资本市场（Stein, 1995），其财政集权和高效率地部署资产等优势使得系族企业集团可以充分把握投资机会，提高股东价值。

## 3.2 系族内部资本市场效率检验模型的分析与构建

大量实证研究表明，企业集团内部存在着交叉补贴行为，导致企业价值降低。然而，这些文献基于两个保留假设：一是集团总部将分部资源任意配置，二是企业集团的投资机会与同行业中的独立公司相同。本节以我国系族企业集团为研究对象，探讨系族集团的投资行为以及其内部资本市场的配置效率。系族是我国转型期独特经济、政治政策环境背景下的产物，它的出现和存在显示出它在特定时期具有一定的优越性，那么系族的功能作用是否得到了充分发挥，本节就这一问题进行了理论分析和实证检验。

### 3.2.1 问题的提出

资本配置作为公司金融和战略决策的重要组成部分，在企业发展和经济建设中尤为重要。企业乃至整个社会的资源优化配置客观上要求资本市场予以合

18 债务与权益的比率。

理引导。“十二五”规划纲要提出，要加强市场基础性制度建设，完善市场法律法规；十八届三中全会进一步指出，紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用，加快完善现代市场体系、宏观调控体系，推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展。然而，信息不对称和代理成本的存在使得外部资本市场存在企业融资时面临的交易成本和投资风险更高的缺陷（Shin, Stulz, 1998），而内部资本市场则能够使投资项目规避外部资本市场在信息获取和激励问题上的困扰

（Gertner, 1994），将集团内部各分部产生的现金流积聚起来，合理调配资源，实现高效率运营（Li and Li, 1996; Williamson, 1975）。系族出现于我国转型期，是一种类家族企业的形式，在新兴市场国家中较为普遍，它是由同一个或若干个存在关联关系的企业控制的企业群。系族成员间的关系复杂，从金字塔式的控股结构到交叉持股，它们的关系可以正式或非正式，直接或间接。这种特征最早可以追溯到日本战前的财阀和战后的企业联盟。目前我国已有系族集团104家，关联成员中上市公司至少达到299家。然而，“格林柯尔系”“鸿仪系”“张海系”“德隆系”等系族企业并购扩张后因其内部资本市场配置低效而导致成员企业陷入财务困境的案例，引发理论界和实务界对系族内部资本市场有效性的进一步思考，系族企业集团的内部资本市场是否在集团成员间有效配置资本？如果某些系族有着较其他系族更高的配置效率，那么决定这一差异的特征有哪些？

许多经济学家对企业集团（包括系族）的公司绩效和行为进行了广泛探讨，其中的一些研究涉及企业集团（包括系族）内部资本市场的存在性。什么使系族在与外部市场交互作用环节与公司集合不同，什么使系族与多元化公司的分部集合不同，这些问题都只是Coase（1937）在70多年前有关公司和市场本质基本主张的转化。系族介于它们二者之间，本文遵循Grossman & Hart（1986）关于公司是一系列资产组合的观点，利用他们对所有权的定义将系族企业活动与公司内部或外部市场中的活动加以区分。Grossman & Hart将所有权定义为对公司资产的剩余索取权。因此，公司所有者有权在分部间调拨资源以便保证企业价值最大化。实际上，这仅仅是公司内部资本市场的建立。系族集团与单一公司的区别在于集团内部每一个成员公司都是法律上的独立个体，这使得剩余所有权的使用范围受限。由于每个成员公司的股东构成可能不同，控制人认为最优的资源配置方案可能在其他股东看来并非是最佳的。那么，即便所有者与成员企业经理间不存在代理问题，内部控制人与外部股东间的利益冲突也会使系族内部资本市场不完善，不完善程度随控制人管制集团能力的提升而降低。

这种能力反过来取决于组织结构和经济社会的公司法律法规。

Gilchrist & Himmelberg（1998）发现，资金的边际成本决定了用来计算当前投资的未来边际收益贴现流的折现系数。因而，公司的投资取决于财务因素和盈利率。如果一个有绝对控制权的系族能够在其成员企业间自由调拨资源，有效率的配置意味着系族内部各成员企业的资金边际成本相等，因此，集团公司的投资应该只考虑集团的财务因素和公司自身的利润率，而不是公司的财务因素。目前有关内部资本市场配置效率的研究结论不一致，考虑到的影响因素和使用方法各异，对新兴经济体的内部资本市场效率的研究多以案例研究模式为主，面板实证研究较少，以系族为研究主体的文献更是寥寥，这为本文进一步探讨系族内部资本市场效率提供了良好契机。新兴市场经济的显著特征就是资本市场不成熟、法律法规不完善以及公司治理较弱，而我国转轨期独特的政治和经济制度背景使系族的内部市场与成熟经济体相比可能会有所不同。因此，本文借鉴Shin & Stulz（1998）和Wulf（2009）的实证模型，对以下问题进行更加深入和细致的探讨：第一，系族内部资本市场资源配置是否有效率？第二，终极控制人的性质差异，是否会影响系族内部资本市场配置效率？第三，地区市场化进程的不同对系族内部资本市场配置效率有何影响？第四，若系族内部存在交叉上市成员，那么交叉上市事件是否会使系族内部资本市场受到香港市场更加严格的监管和披露政策的影响，而日趋完善？

### 3.2.2 理论分析与研究假设

资本市场中充斥着信息不对称和代理成本等摩擦，使得内部和外部融资不能完全替代，而使用外部来源资金可能会比使用内部资金（如现金流等）成本更高。Myers & Majluf（1984）和Greenwald, Stiglitz & Weiss（1984）发现，发行新股对公司来说成本很高；Stiglitz & Weiss（1981）通过实证研究，发现一些拥有较好投资机会的公司无法获得贷款来资助项目。然而内部资本市场由于对它将给予现金流的子公司有绝对的所有权和控制权，可以更加容易的监控并汇集每一个子公司产生的现金流，合理调配资源并重新配置使用不当的资本（Li and Li, 1996; Williamson, 1975），同时减少对经理的创业激励（Gertner, Scharfstein & Stein, 1994），实现资本高效率运营，从而弥补外部资本市场上交易成本和投资风险更高（Shin & Stulz, 1998）等缺陷。此外，内部资本市场还可以整合各子公司产生的不完全相关的现金流，使系族整体产生财务协同效应；同时，减少内部现金流的波动，用以防止财务危机的发生，提高系族的外部债务融资能力（Lewellen, 1971）。在新兴市场经济国家，如我国，资本市场尚未

完全成熟、与之配套的金融政策与公司法律法规等亟待完善、大量公司仍面临融资约束等现状使得内部资本市场的存在和发展更有必要（Stein, 2001）。系族成长于在我国资本市场上直接融资渠道不畅、而民营企业可以得到的融资支持力度较小（巴曙松，2005）、资本市场同股不同价、国进民退（梁寅鹏，2003）的背景环境下，系族的出现缓解了成员企业的融资约束，促进了企业发展。因此，本文提出假设1：

H1：系族存在内部资本市场，并且内部资本配置有效。

内部资本市场虽然可以弥补外部资本市场无法为盈利的项目提供充足资金保障的缺陷，然而作为一种组织制度创新，内部资本市场的效率与外部资本市场的完善程度密切相关。在资本市场发展程度不高、法律保护制度和监管措施尚不健全、信息披露不及时以及信息中介机构数据挖掘范围有限的新兴市场经济国家，内部资本市场的作用更加突出。我国资本市场经过长足发展，已经取得了明显进步，但各地区的市场化进程仍存在薄弱环节和较大的区域差异（樊纲、王小鲁，2011），内部资本市场的运作方式与其所在地区的市场化程度负相关（郑国坚、魏明海，2007）。在投资者保护和公司治理机制较弱的环境下，内部资本市场金字塔式的控制结构造成控制权与现金流权相分离（胡经生，2009），控股股东很可能通过内部资本市场将上市公司作为低成本的融资渠道和占用资金的载体等。Akerlof & Romer（1993）和Johnson, La Port, Lopez-de-Silanes &

Shleifer（2000）分别发现集团内部市场存在抢劫行为和隧道效应，Claessens，Djankov, Fan & Lang（1999）在研究东亚金融危机以及Bertrand, Mehta &

Mullainathan（2001）集中探讨印度集团时指出，集团内部市场存在阴暗面，即企业集团与（合法或非法的）少数股东侵占关联。许艳芳等（2009）以明天科技系为研究对象，发现系族企业内部资本市场功能异化，明天科技系在系族内发挥着融资平台的功能，系族从外部资本市场融得的资金通过各种神秘的内部资本运作方式转移给控股股东及其控制的非上市公司。因此，本文提出假设2：

H2：所处市场化进程较差区域的系族，其内部资本市场的配置效率更低。

2008年金融危机以后，我国政府开始采取扩张性的宏观政策，然而由于金融体系的不完善，国内银行储蓄无法经由外部资本市场有效率的转化为企业外部投资。王小鲁，余静文和樊纲（2013）指出，大规模政府投资和政府指导下的大规模信贷投放，大大提高了政府影响资源配置的程度，弱化了市场配置资源的功能，对公平公正和有效率地分配资源都有某种程度的不利影响。在银行的放贷对象中，大型企业和国有企业更受偏爱，小型和微型企业则不具优势，

只能依靠自身积累和民间融资。国有系族在经营发展以外，还肩负着社会稳定、就业、社会保障等各类社会责任和政治使命，使得国有系族管理层与政府官员间的利益结合更加紧密，从而可以更加容易地获得更多资本配额。因此国有系族更有责任和动力来提高各成员企业整体的经营业绩，扩大系族营运规模以吸纳更多劳动力，这在一定程度上可以促进系族内部资本市场配置效率的提高。此外，非国有系族更加偏好于采用金字塔式的股权控制结构实施“一控多”，这容易导致系族上市公司控制权与现金流权的分离（胡经生，2009），使得实际控制人可以获取控制权私有收益（Servaes, 2000），从而产生侵占小股东利益的动机和行为（Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2000），这已被Claessens，Djankov，Fan & Lang（1999）在基于东亚金融危机背景探讨系族行为的研究和Bertrand, Mehta & Mullainathan（2003）基于印度系族的研究所证实。因此，本文提出假设3：

H3：相对于国有系族，非国有系族内部资本市场配置效率更低。

约束假设理论（Coffee, 2002）指出，来自于投资者保护差的新兴资本市场的公司通过到法律更加完善的地方去上市，可以使自身行为受到诸如美国法律与证券法规的监督，并按照美国公认会计原则(GAAP)的要求披露会计信息；减少公司管理层使用内幕消息谋求私人利益的可能性（Doidge，Karolyi and Stulz，

2004；Doidge，2004），从而提高投资者的保护力度，提高公司价值。由于香港市场较内地有着更为严格的上市标准以及信息披露要求（陈国进、王景，2007），对投资者保护力度也更强，因此，“A+H”股有着更高的约束溢价（Qian Sun, Wilson, Yujun Wu, 2005），同时也向投资者传递“高质量”公司的信号。另一方面，交叉上市可以增加投资者基数，分散部分系统性风险，带动非A+H公司资本成本的下降（王景，2007）。由于我国新兴资本市场尚不发达，市场中投资者保护机制和监管措施等有待进一步完善，而跨境交叉上市可以克服市场分割的壁垒（Errunza, Losq, 1985），消除国际投资障碍（Errunza, Miller, 2000），提高母国市场的信息披露水平、透明度和监管水平（Hargis, Ramanlal, 1998），分散部分系统性风险，并提升多个市场对资产的价格发现能力（陈学胜、覃家琦，2013）。交叉上市对企业自身和所在系族集团的影响最为直接，系族由于受交叉上市成员更为严格和完善的监管政策的影响会不断提升系族整体和其他成员的公司治理水平和内部资本市场的运作效率。因此，本文提出假设4：

H4：相对于没有交叉上市公司的系族，有交叉上市成员的系族其内部资本市场配置效率更高。

### 3.2.3 研究设计与样本选择

#### 3.2.3.1 样本选择与数据来源

对系族企业集团的选取，本文参考Claessens（2000）使用的方法，根据

CSMAR数据库提供的截至2012年底的上市公司大股东和实际控制人数据以及上市公司年报中披露的股权控制结构信息，对全部上市公司的大股东（定义大股东为持股排名前五名的股东）以及控制主体进行追溯。如果两家或者更多的上市公司中，大股东或者其实际控制人可以追溯到同一经济主体，那么这些上市公司就被定义为同一个系族企业集团（肖星，2006）。对以上满足系族企业集团定义的初筛样本再依次进行如下剔除：①保险行业的上市公司。因为这一行业的企业财务数据有其自身的独特性，不具有普遍性；②拥有多个实际控制人的系族上市公司；③实际控制人不详的上市公司；④财务数据缺失的系族上市公司；⑤被ST或者PT的系族上市公司；⑥不合理的数据。例如，持股比例超过100%等；⑦极端值。为消除极端值的干扰，本文对落在0-1%和99%-100%区间内的极端值进行了winsorize处理。在进行上述筛选后，最终得到上市公司

433家，共组成系族企业集团179个。

在上述系族集团中进一步将交叉上市企业予以区分，选取标准如下：截至

2012年底，在A、H股市场交叉上市的公司一共有82家，其中系族集团中的

AH交叉上市企业共22家，涉及16个系族集团，这16个系族集团即被定义为交叉上市系族。

#### 3.2.3.2 研究事件和窗口期的确定

本文选取2007-2012年间沪、深两市的A股系族上市成员公司为研究样本，旨在探讨系族内部资本市场的配置效率。研究中所用基础数据均来自CSMAR数据库、WIND数据库、上交所、深交所和港交所网站以及部分手工收集数据。本文选用Stata（12）对数据进行处理和检验。

#### 3.2.3.3 模型设计与变量定义

参考Shin & Stulz(1998)，Wulf（2009）和邵军，刘志远（2009）的做法，用模型（3.1）衡量系族内部资本市场中存在的摩擦以及ICM配置效率。Shin &

Stulz认为，高度多元化且内部资本市场有效的集团会发现将规模最小分部的现金流从集团中孤立开是一件很容易的事，因为最小分部的投资预算与集团现金流相比微不足道，因此当集团现金流改变后它依然可以维持原状。Shin & Stulz

（1998）分析了当分部规模和多样化水平变化时，内部资本市场的角色是否会

改变。为考察某一分部的投资是否受其他分部现金流的影响，Shin & Stulz使用分部投资机会和其他分部的现金流作为代理变量，将投资机会对分部现金流做回归。其中，因变量是某一分部投资，分别使用受滞后销售额影响的滞后期资产比率、现金流（其他分部）与滞后期资产比率、自身现金流与滞后期资产比率以及使用Tobin's q计算的滞后期投资机会。模型探讨了与其他分部产生一美元的现金流量相比，本部门产生的一美元现金流量会对本部门自身的投资产生怎样的影响这一问题。在此思想基础上，邵军，刘志远（2009）结合我国情况，对Shin & Stulz（1998）模型进行了调整，如模型（3.1）所示。本文使用该估计模型来检验各类特征下的系族内部资本市场的效率。

*Ii*, *j**t* 

*TAi**t*1

 **  **1 (*IO*)

*I*, *j*

*Ci*, *j**t* 

**2 *TA**t*1

*i*

* Cnoti*, *j**t* **

3 *TA**t*14

*i*

(*Best**roa*) *j*

 **5 *Dummy*

**6

(*IO*)

*I*, *j*

*Cnoti*, *j* (*t*)*Dummy* **

*TAi* (*t*1)

7

(*size*) *i*

*Industry**Year* **

*I*, *j*

(*t*)

（3.1）其中，*Ii，j*（*t*）代表系族*j*的第*i*个成员上市公司在*t*年的总投资19；*TAj*（*t-1*）为

系族*j*在*t-1*年年末的总资产价值；*Ci，j*（*t*）代表系族*j*的第*i*个成员企业在*t*年间的现金流量；*Cnoti，j*（*t*）代表扣除第*i*个成员企业的现金流量后系族*j*在*t*年的现金流量总额；（*IO*）*i，j*表示系族*j*的成员*i*在（*t-1*）年的投资机会，用成员企业*i*在第（*t-1*）年的主营业务增长率衡量；（*best-roa*）*j*代表系族企业集团*j*中的最佳资源，数值上等于系族企业集团*j*中（*ROA*）*t-1*的最大值；*Dummy*代表一系列虚拟变量，分别为市场化程度20、控制权与现金流权分离程度、最终控制人性质；（*SIZE*）*i*代表各成员企业规模，等于总资产的自然对数；Industry为行业虚拟变量；Year为年份虚拟变量。

遵循Shin & Stulz（1998）和Wulf（2009）的思想，假如存在内部资本市场，那么总部便会依据投资回报率的高低将有限的资源在各个分部间分配。拥有最好投资机会的分部便会得到投资优先权，即不论自身现金流或者其他成员企业现金流的多寡，只要总部拥有资源，便可实现投资。因此，在模型（3.1）中，如果系族*j*内的成员企业*i*的投资同时依赖于自身现金流（*Ci，j（t*））和系族内其他成员企业的现金流（*Cnoti，j*（*t*）），即β*3*显著大于零，则证明系族内部资本市场存在；同时，当β*6*显著为正时，系族内部资本市场配置有效。

19 将期间界定为从*t-1*期到*t*期。

20 包括总指数和金融业市场化程度。

笔者将模型中各变量的具体度量和各自的定义归纳如表3-1所示。

表3-1 各变量的定义和度量

| 变量 | 符号 | 度量标准 |
| --- | --- | --- |
| 被解释变量 | Ii, j (t)  TAi (t 1) | 系族企业集团j中的成员企业i第t年在固定资产上的投资额除以该成员企业在第（t-1）年的总资产 |
| 解释变量 | （IO）i,j | （系族j的第i个成员企业在t-1年间的销售收入-系族j  的第i个成员企业在t-2年间的销售收入）/系族j的第i 个成员企业在t-2年间的销售收入 |
| Ci, j (t)  TAi (t 1) | 系族企业集团j中的成员企业i第t年在经营活动中产生的现金流量除以该成员企业在第（t-1）年的总资产 |
| Cnoti, j (t)  TAi (t 1) | 系族企业集团j中除了成员企业i以外的其他成员企业第t年在经营活动中产生的现金流量之和除以成员企业i在第（t-1）年的总资产 |
| Dummy | 虚拟变量，包括市场化程度（总指数和金融业市场化程度指数）、控制权与现金流权分离程度、最终控制人性质、是否存在交叉上市成员。市场化程度（总指数和金融业市场化程度指数）指数大于中位数，则取值为1，否则为0。控制权与现金流权分离程度数值大于中位数，则取值为1，否则为0。最终控制人性质为国有产权，则取值为1，否则为0。国有产权中，若最终控制人为中央控制人，则取值为1；若最终控制人为地方控制人，则取值为0。若系族存在交叉上市成  员，则该系族整体取值为1，否则为0. |
| （best-roa）j | 系族企业集团j中（ROA）t-1的最大值 |
| 控制变量 | Year | 虚拟变量 |
| Size | 企业规模，等于总资产的自然对数 |
| Industry | 虚拟变量 |

### 3.2.4 实证结果分析

#### 3.2.4.1 描述性统计

对各系族企业集团及其成员企业按照所属行业归类21，结果如表3-2所示。

21 分类标准参照证监会 SIC 码。

表3-2可以看出，系族整体偏好于从事制造业，其次为交通运输、仓储业和房地产业。系族内部成员企业也集中分布在制造业，房地产业，电力、煤气及水的生产和供应业等。

表3-2 系族所在行业分布情况

| 所属行业 | 企业分布 | 系族分布 |
| --- | --- | --- |
| 农、林、牧、渔业 | 1.18% | 1.54% |
| 采掘业 | 3.06% | 3.70% |
| 制造业 | 63.05% | 59.9% |
| 电力、煤气及水的生产和供应业 | 5.65% | 3.70% |
| 建筑业 | 2.12% | 2.47% |
| 交通运输、仓储业 | 8.00% | 9.57% |
| 信息技术业 | 3.29% | 3.40% |
| 批发和零售贸易 | 0.71% | 0.93% |
| 住宿和餐饮业 | 1.88% | 2.16% |
| 金融保险业 | 2.35% | 1.85% |
| 房地产业 | 5.89% | 7.41% |
| 社会服务业 | 1.88% | 2.16% |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 0.47% | 0.62% |
| 教育业 | 0.23% | 0.31% |
| 公共管理和社会组织 | 0.24% | 0.31% |
| 合计 | 100%  （430 家） | 100%  （179 个） |

资料来源：笔者整理。

表3-3列示了各系族企业集团及其成员企业的产权性质，产权按照终极控制人的性质划分，在国有产权中，进一步细分为中央控制企业和地方控制企业。由表3-3可以看出，国有产权更倾向于采取企业集团模式，比重为76.74%，而国有系族中，中央控股系族的比例也占绝大比例，为63.94%。

表3-3 系族产权性质分类

| 项目 | 产权性质 | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国有 | | | | | | 非国有 | |
| 合计 | 比例 | 中央控制 | 比例 | 地方控制 | 比例 | 数量 | 比例 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 成员企业 | 330 | 76.74% | 211 | 63.94% | 119 | 36.06% | 100 | 23.26% |
| 系族 | 113 | 63.13% | 57 | 50.44% | 56 | 49.56% | 66 | 36.87% |

资料来源：笔者整理。

表3-4统计了系族集团中同时在香港和内地交叉上市的成员企业数量及其分布情况。其中交叉上市的成员企业有22家，占到系族全体企业数量的5.12%，涉及系族集团16个，占全部系族的8.94%。可见2013年初，在央行首次公开提及

QDII2试点，港股直通车有望再度上路的背景政策下，系族成员在A、H股交叉上市的并不多。

表3-4 系族交叉上市成员分布

| 项目 | 交叉上市 | | 非交叉上市 | | 合计 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 数量 | 比例 | 数量 | 比例 |
| 成员企业 | 22 | 5.12% | 408 | 94.88% | 430 |
| 系族 | 16 | 8.94% | 163 | 91.06% | 179 |

资料来源：笔者整理。

表3-5描述了主要变量的统计分析结果。从表中可以看出，投资（*I/TA*）的均值为0.073，最大值达2.405，标准差0.128显示样本间的差异不明显；成员企业自身现金流（*Ci/TA*）的均值和中位数分别为0.051和0.048，最大值和最小值分别为

7.832和-16.029；系族内其他成员企业现金流之和（*Cnoti/TA*）的均值和中位数分别为2.376和0.076，标准差为3.448，表明该指标在系族间存在一定差异；各个系族中盈利能力最高的成员企业*ROA*值为0.088；样本企业规模平均为22.078。

表3-5 主要变量的描述性统计分析

| 变量 | 样本数 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最大值 | 最小值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| best-roa | 2476 | 0.088 | 0.066 | 0.152 | 2.810 | -0.969 |
| size | 2483 | 22.078 | 21.839 | 1.587 | 30.496 | 17.467 |
| I/TA | 2420 | 0.073 | 0.036 | 0.128 | 2.405 | -0.085 |
| C/TA | 2425 | 0.051 | 0.048 | 0.415 | 7.832 | -16.029 |
| Cnoti/TA | 2425 | 0.964 | 0.076 | 3.448 | 36.683 | -11.622 |
| IO | 2312 | 0.268 | 0.309 | 1.312 | 40.132 | -1.000 |

表3-6进一步将样本按照最终控制人的性质分组为国有产权系族和非国有产权系族，国有产权系族又细分为中央控制系族样本和地方控制系族样本。由表3-6

可以看出，国有产权系族在投资（*I/TA*）、系族内其它成员现金流（*Cnoti/TA*）、最佳资源（*best-roa*）和规模（*size*）上都显著优于非国有系族，不同产权间差异显著。对比中央控制系族和地方控制系族得出，在投资（*I/TA*）、系族内其它成员现金流（*Cnoti/TA*）、最佳资源（*best-roa*）、规模（*size*）和企业自身现金流（*C/TA*）方面，中央控制人背景的系族有显著优势。然而投资机会（*IO*）在各样本间的差异均不显著，这可能是成员企业统一受到宏观经济形势影响造成的。企业自身现金流（*C/TA*）在国有系族与非国有系族样本间差异不显著，表明产权性质对其影响不大。

表3-6 各产权性质样本均值差异对比

| 系族样本 | | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 国有 | 非国有 | 均值差异 | T 值 | 中央控制 | 地方控制 | 均值差异 | T 值 |
| best-roa | 0.0801 | 0.112 | -0.0322 | -2.844\*\*\* | 0.0851 | 0.0713 | 0.0137 | 3.179\*\*\* |
| size | 22.228 | 21.587 | 0.641 | 9.81\*\*\* | 22.392 | 21.936 | 0.456 | 6.486\*\*\* |
| I/TA | 0.0762 | 0.0606 | 0.0156 | 3.069\*\*\* | 0.0814 | 0.0669 | 0.0146 | 2.427\*\* |
| C/TA | 0.0536 | 0.0422 | 0.0114 | 0.348 | 0.0477 | 0.0639 | -0.0161 | -1.92\* |
| Cnoti/TA | 3.045 | 0.190 | 2.855 | 6.158\*\*\* | 4.575 | 0.339 | 4.237 | 5.877\*\*\* |
| IO | 0.319 | 0.291 | 0.0276 | 0.289 | 0.334 | 0.294 | 0.040 | 0.317 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表均值在1%、5%、10%水平上显著。

#### 3.2.4.2 回归结果分析

若系族内部各成员企业的投资与企业自身的和系族内部其他成员企业的现金流都相关，则表明系族内部资本市场存在。那么对于处于市场化程度不同地区、产权性质不同的系族，其内部资本市场的配置效率又有何区别？以下是模型（3.1）针对上述不同类型系族的多元回归结果分析。

表3-7列示了回归模型（3.1）中各主要变量间的相关系数。结果显示各变

量之间的相关系数的绝对值都在0.2以下，说明模型中各变量之间独立性良好，不存在多重共线性问题。其中，除最佳资源（*best-roa*）外，其他变量与投资（*I/TA*）都呈正向关系，即企业自身现金流（*C/TA*）、系族内其它成员现金流（*Cnoti/TA*）、规模（*size*）和投资机会（*IO*）等都会促进企业投资（*I/TA*）的增加；而最佳资源（*best-roa*）对企业投资（*I/TA*）有消极作用，这可能是由系族各成员企业的投资机会间存在竞争导致的。

**表3-7 各主要变量相关系数表**

I/TA

IO

C/TA

size

Cnoti/TA

bestroa

| I/TA | 1 |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| IO | 0.004 | 1 |  |  |  |  |
|  | （0.854） |  |  |  |  |  |
| C/TA | 0.006 | 0.027 | 1 |  |  |  |
|  | （0.762） | （0.203） |  |  |  |  |
| size | 0.106\*\*\* | 0.062\*\*\* | -0.013 | 1 |  |  |
|  | （0.000） | （0.003） | （0.532） |  |  |  |
| Cnoti/TA | 0.010 | -0.018 | 0.013 | -0.092\*\*\* | 1 |  |
|  | （0.638） | （0.376） | （0.525） | （0.000） |  |  |
| bestroa | -0.002 | 0.051\*\* | 0.003 | -0.045\*\* | 0.023 | 1 |
|  | （0.931） | （0.015） | （0.893） | （0.026） | （0.268） |  |

注：括号内为P值，\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

在进一步区分地区市场化程度和金融业发展程度并控制行业和年份等控制变量后，各类系族样本的内部资本市场效率如表3-8所示。

不同地区市场化程度和金融业发展程度的衡量参照樊纲和王小鲁

（2007-2009）市场化指数：当市场化程度指数大于中位数时，取值为1，否则取值为0；当金融业发展程度指数大于中位数时，取值为1，否则取值为0。表3-8列示了分组后的系族内部资本市场效率检验结果，在运用模型（3.1）时，将dummy分别取值市场化程度指数和金融业发展程度指数，即表3-8中，模型

1为市场化程度指数，模型2为金融业发展程度指数。

表3-8 不同市场化程度下的系族内部资本市场效率

|  | 市场化发达程度 | 金融业发展程度 |
| --- | --- | --- |
|  | 模型 1 | 模型 2 |
| C/TA | 0.00946\* | 0.00940\* |
|  | （1.65） | （1.65） |
| Cnoti/TA | 0.00428\*\*\* | 0.00426\*\*\* |
|  | （4.94） | （4.94） |
| dummy | -0.00302 | -0.00092 |
|  | （-0.5） | （-0.16） |
| dummy\*IO\*(Cnoti/TA) | 0.00092\* | 0.001\* |
|  | （1.68） | （1.84） |
| bestroa | -0.00098 | -0.00112 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | （-0.06） | （-0.06） |
| size | 0.01415\*\*\* | 0.01399\*\*\* |
|  | （6.23） | （6.24） |
| IO | -0.00288 | -0.00302 |
|  | （-1.32） | （-1.38） |
| Year（年份） | 控制 | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 | 控制 |
| \_cons | -0.233\*\*\* | -0.232\*\*\* |
|  | （-3.91） | （-3.89） |
| Adj-R2 | 0.10 | 0.10 |
| F 值 | 4.74 | 4.74 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

表3-8显示，在不同市场化发达程度和金融业发展程度的地区，*Cnoti/TA*项的系数β*3*分别为0.00428和0.00426，且都在1%的水平上显著，表明系族成员企业*i*的投资不仅与自身现金流（*C/TA*）显著正相关，而且与系族内其他成员企业的现金流显著正相关，投资增减受投资机会的影响更大，因此系族内部资本市场存在，验证了假设1。

此外，*dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）项系数β*6*在各环境中都在1%水平上显著为正，分别为0.00092和0.001，说明市场化和金融业发展程度越高的地区，系族内部资本市场配置越有效率；而市场化和金融业发展相对落后的地区，由于投资者保护和公司治理机制较弱使得系族内部资本市场发展不完善，配置效率相对较低，这也间接反映了市场在资源配置中的主导地位，市场逐渐取代政府成为监管经济发展和引导资源配置高效率的主体。

为进一步探讨地区发展程度不同对内部资本市场配置效率的影响，表3-9又从投资者保护程度的角度进行了衡量，其中*dummy*代表企业控制权与现金流权的分离程度，为虚拟变量，当控制权与现金流权的分离程度大于中位数时，取值为1，否则取值为0。投资者保护程度与系族内部资本市场配置效率的关系如表3-9所示。

表3-9 不同投资者保护程度下的系族内部资本市场效率

| I/TA | |
| --- | --- |
| C/TA | 0.0323\*\* |

|  |  |
| --- | --- |
|  | （2.18） |
| Cnoti/TA | 0.0052\*\*\* |
|  | （5.05） |
| Dummy | -0.00004 |
|  | （-0.06） |
| dummy\*IO\*（Cnoti/TA） | -0.0128\* |
|  | （-1.65） |
| IO | -0.0017 |
|  | （-0.84） |
| Bestroa | -0.0037 |
|  | （-0.2） |
| Size | 0.013\*\*\* |
|  | （5.37） |
| Year（年份） | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 |
| \_cons | -0.216\*\*\* |
|  | （-3.35） |
| Adj-R2 | 0.10 |
| F 值 | 4.59 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

表3-9显示，对于投资者保护程度不同的地区，成员企业*i*的现金流项*C/TA*

的系数β*2*（0.0323）以及系族内其他成员企业现金流项*Cnoti/TA* 项的系数β*3*

（0.0052）都大于零，且分别在5%和1%水平上显著，再次证明了系族内部资本市场存在，有力地验证了假设1。

交互相*dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）的系数为-0.0128，在10%水平上显著为负，表明控制权与现金流权分离程度越大的环境对投资者的保护越不力，导致系族内部资本市场配置效率更低。这可能是因为系族金字塔式的控股结构更容易使控股股东通过内部资本市场占用上市公司资金，而外部资本市场的监管不到位和法律保护措施不健全、信息披露不及时等缺陷没能为投资者提供及时有效地保护。因此，市场化进程较低地区的的系族，其内部资本市场的配置效率也更低。再次验证了假设2。

此外，在我国目前市场经济体制尚不完善，政府在资源配置中干预过多的背景下，系族最终控制人的性质也会对系族内部资本市场的配置效率产生一定影响。按照最终控制人的性质可以划分为国有系族和非国有系族，国有系族中可以进一步细分为中央控制系族和地方控制系族，表3-10对不同产权性质下的系族内部资本市场效率进行了对比检验。其中模型3中的*Dummy*为虚拟变量，若最终控制人性质为国有产权，则取值为1，否则为0。模型4中的*Dummy*表示在国有产权中，若最终控制人为中央控制人，则取值为1；若最终控制人为地方控制人，则取值为0。

表3-10 不同产权性质的系族内部资本市场效率

|  | 模型 3 | 模型 4 |
| --- | --- | --- |
| C/TA | 0.0094\* | 0.124\*\*\* |
|  | （1.66） | （4.35） |
| Cnoti/TA | 0.0044\*\*\* | 0.0045\*\*\* |
|  | （5.02） | （4.47） |
| dummy | -0.007 | -0.0103 |
|  | （-0.99） | （-1.27） |
| dummy\*IO\*(Cnoti/TA) | 0.0007\* | 0.0043\* |
|  | （1.67） | （1.87） |
| IO | -0.0027 | -0.001 |
|  | （-1.26） | （-0.39） |
| bestroa | -0.003 | -0.0126 |
|  | （-0.17） | （-0.36） |
| size | 0.0143\*\*\* | 0.015\*\*\* |
|  | （6.31） | （5.37） |
| Year（年份） | 控制 | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 | 控制 |
| \_cons | -0.232\*\*\* | -0.2613\*\*\* |
|  | （-3.35） | （-3.65） |
| Adj-R2 | 0.10 | 0.11 |
| F 值 | 4.75 | 4.27 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

模型3检验了国有产权和非国有产权系族内部资本市场配置效率的区别。可以看出，不同产权下，成员企业自身的现金流系数β*2*（0.0094）和系族内其他成员企业现金流系数β*3*（0.0044）都大于零，且分别在10%和1%水平上显著，表明国有系族存在内部资本市场。另外，交互项 *dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）的系数

β*6*为0.0007，在10%水平上显著为正，说明相对于非国有系族，国有系族中最好投资机会对投资有积极的正向作用，即国有系族总部在配置资源时，主要依据各投资机会的投资回报率的高低，将有限的财务资源分配给边际收益最高的分部，而国有系族内部资本市场配置效率要比非国有系族高。假设3得以验证。

模型4在模型3的基础上进一步检验了国有产权系族中，中央控制系族与地方控制系族的内部资本市场配置效率差别。结果显示，模型系数β*2*（0.1238）和β*3*（0.0045）都显著大于零，表明中央控制的系族内部存在资本市场。此外，交互项的系数β*6*（0.0043）也在10%水平上显著为正，反映出相对于地方控制系族来说，中央控制系族的内部资本市场配置效率更高。这可能是由于中央控制系族更好地承担了带动社会经济发展、促进就业、保障社会稳定等责任和政治使命，通过重新部署系族可用资产，合理调配资源来提高整体运营效率和经营业绩，营造了公平、高效的内部资本市场运行环境。

大量实证研究表明，交叉上市可以增强内地股票市场的风险分散功能，降低信息不对称和企业权益成本，并在短期内提高上市公司股票的流动性，对母公司和所在系族集团的公司治理和内部监管水平的提高有积极影响。表3-11检验了系族成员交叉上市与系族内部资本市场配置效率的关系。按照系族内部是否存在交叉上市成员进行划分，*Dummy*为虚拟变量，代表交叉上市与否，若系族内部有成员企业同时在A、H股交叉上市，则该系族全体成员*Dummy*统一取值为1；若系族内无交叉上市成员，则该系族全体成员*Dummy*取值为0。检验结果如表3-11所示。

表3-11 交叉上市与系族内部资本市场效率

| I/TA | |
| --- | --- |
| C/TA | 0.008 |
|  | （1.19） |
| Cnoti/TA | 0.0003\* |
|  | （1.66） |
| Dummy | 0.004 |
|  | (0.45) |

|  |  |
| --- | --- |
| dummy\*IO\*（Cnoti/TA） | 0.003\*\*\* |
|  | （2.78） |
| IO | -0.006\*\* |
|  | （-2.35） |
| Bestroa | 0.002 |
|  | (0.09) |
| Size | 0.013\*\*\* |
|  | （5.62） |
| Year（年份） | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 |
| \_cons | -0.19\*\*\* |
|  | （-3.11） |
| Adj-R2 | 0.09 |
| F 值 | 4.48 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

表3-11显示，成员企业交叉上市能促进系族内部资本市场效率的提高，β*5*为0.004，但并不显著，表示交叉上市事件并不会使成员企业增加自身投资。交互项*dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）的系数β*6*为0.003，在1%的水平上显著为正，表明若系族内部有成员交叉上市会提升整个系族重新部署资产的能力和效率，这可能是由于A+H交叉上市能够克服市场间分割的壁垒，促进内地和香港间金融市场的一体化程度，并对进一步提高内地系族集团的监管水平和资源配置能力、降低信息不对称程度、完善相关政策法规等方面均能发挥积极作用。此外，模型系数β*3*（0.0003）显著大于零，表明各系族内部存在资本市场。

## 3.3 研究结论

在我国转型时期，资本市场上直接融资渠道不畅、同股不同价、国进民退的背景环境对企业的生存和发展造成了极大的局限和严重的制约，值此背景下，系族企业集团诞生。系族通过大型公司或企业集团以金字塔式的控股结构直接或间接地拥有多家上市公司的控制权，因此系族总部有权将集团内部各成员企业产生的现金流积聚起来，在各成员间合理调配资源，以缓解企业在外部资本市场中面临的融资约束问题，实现高效率运营。然而，系族金字塔式的股权控

制结构使得系族控制权与现金流权相分离，众多学者纷纷由此出发对系族是否存在内部资本市场以及内部资本市场如何配置资源等话题展开了广泛的探讨。然而现有研究大都从案例研究出发，却鲜有通过系族企业集团的面板数据整体分析系族内部资本市场的存在性及其配置效率问题。

本章以管理理论中的内部资本市场理论、信息不对称理论、委托代理理论、融资优序理论以及控制权理论为基础，以我国系族上市公司为研究样本，检验了2007-2012年间我国系族内部资本市场的存在性和配置效率。研究结果表明，从整体来看，各类系族样本中β*2*和β*3*都显著大于0，这说明我国系族存在内部资本市场；在进一步按市场化程度、金融业发展程度和控制权与现金流权分离程度等因素区分系族所处不同地区后发现，外部资本市场的完善程度与内部资本市场的效率直接相关，地处市场化程度较高、投资者保护到位和法律监管措施更为健全的系族，其内部资本市场配置更有效率，交互项*dummy\*IO\**

（*Cnoti/TA*）的系数β*6*分别为0.00092和0.001，且都在1%的水平上显著，也验证了这一结论；此外，国有系族由于有着更加便利的外部融资渠道（主要指银行贷款），同时还肩负着社会稳定、促进就业、社会保障等各类社会责任和政治使命，使其更有优势与动力来发展和完善内部资本市场，因此，相比于非国有系族，国有系族内部资本市场的配置效率更高，交互项*dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）的系数β*6*为0.0007，在10%水平上显著为正；在国有产权系族中，交互项系数

β*6*为0.0043，在10%水平上显著为正，说明中央控制系族比地方控制系族的内部资本市场更加完善，配置效率更高；有交叉上市成员的系族，其交易成本更低、可以融得更多资金并降低信息不对称等，有助于提高系族内部资本市场的配置效率，交互项*dummy\*IO\**（*Cnoti/TA*）的系数β*6*为0.003，在1%的水平上显著为正，有力的验证了这一结论。

然而，未将系族整体中的非上市公司纳入研究范围是本章研究的缺陷和不足，也是未来进一步的研究方向。

# **第4章** **IPO**对不同战略系族的溢出效应研究

既然系族内部存在资本市场，且其部署资产大多是有效率的，而战略则作为企业集团实现愿景的具体途径，伴随企业生命周期的各个阶段，那么探讨系族企业集团采取的不同战略对其内部资本市场的运营和配置是否造成差异，就成为一个有意义的话题。本章以我国系族上市公司为研究对象，分析采取不同战略的系族，其内部某一公司的IPO事件对该系族内其他上市公司是否有溢出效应以及对系族整体价值有何影响。本章选取沪深两市截至2012年底的104个系族共计299家上市公司为样本，运用事件研究法和面板数据回归，发现系族内的某一公司

IPO，对系族内其他成员有一定的溢出效应；然后通过进一步研究IPO时系族采取的不同经营战略对系族整体价值的影响，从而得出多元化与横向一体化战略有利于系族整体价值的提升，而纵向一体化战略对系族价值的影响因产权而异的结论。

## 4.1 战略管理理论基础

在过去四十年里，战略管理领域的发展取得了令人瞩目的成就，形成了包括产业组织（IO）、资源基础观（RBV）和组织经济学（OE）等多种战略视角。

### 4.1.1 产业组织视角（Industrial Organization Perspective，IO）20世纪70年代，人们开始运用产业组织(IO)经济学研究战略管理现象。战

略研究开始由以具体实例分析为主的归纳法演变为以大样本统计分析为主的演

绎法，并以从结构-行为-绩效（S-C-P）范式22分离出来的模型为基础验证科学假设。在这一时期，Porter（1980）的五力模型最具影响力。一家企业是否能获得竞争优势，主要取决于它在行业中如何定位和区别自身（Porter, 1980）。五种力量，即进入壁垒、替代品威胁、买方议价能力、卖方议价能力以及现存竞争者之间的竞争，结合起来就决定了竞争法则。Porter（1980; 1985）提出的通用战略（低成本领先，差异化和专业化）适用于各个行业，并能由此建立竞争优势（Hoskisson et al, 1999）。

### 4.1.2 资源基础理论（Resource-based View，RBV）

企业的资源基础理论(RBV)是过去二十年战略管理领域里最主要的理论观点之一(Newbert, 2007; Priem & Butler, 2001)。资源基础理论假设企业拥有各异的有形或无形资源，包括员工的专业知识或技能、企业声誉、资源整合能

22 也被称为Bain/Mason（Bain, 1956、1968；Mason, 1956）范式（Hoskisson, et al.,1999）。

力（Grant, 2002）等，企业的流程就是使用特定的资源将它们整合到一起并重新配置，释放新资源的竞争优势。由于资源不能被另一企业复制且不能在企业间流动，因此，企业拥有的独特资源和能力作为企业的竞争优势就决定了企业的未来发展（Newbert, 2007）。

### 4.1.3 组织经济学（Organization Economics，OE）

组织经济学以交易成本经济学(Williamson, 1975)和代理理论(Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976)为理论核心。组织经济学关注那些以组织方式减少治理成本，反过来能使绩效最大化的经济活动（Combs & Ketchen, 1999）。按组织经济学的观点来看，在当今经济中所观察到的各种企业内部和企业间的安排或联系（例如，纵向一体化，合资，股权收购，联盟，转包，外包，特许经营，许可），体现了组织商品交换服务中的自利行为、不同目标和信息不对称（Combs & Ketchen, 1999; Hesterly, Liebeskind, & Zenger, 1990）。这样的安排或联系提供了各种无法参与简单市场交易的激励系统和职权关系（Williamson, 1975）。任何给定的安排都可被视为试图通过根据交换环境下的独特条件来调整职权关系和激励措施，以减少经济交换成本（Combs & Ketchen, 1999）。

## 4.2 问题的提出

系族企业最早出现于东亚国家，是一个典型的经济现象。如果两家或更多上市公司，其大股东或者控制人可以追溯到同一经济主体，那么它们就构成一个系族集团（肖星、王琨，2006）。自2000年以来，我国经济处于转轨阶段，资本市场上同股不同价、国退民进的大环境使资本市场“壳资源”大量增加（梁寅鹏，2003），各国有及民营企业抓住时机纷纷整合，形成一场轰轰烈烈的“造系运动”，涉及400多家上市公司。究其原因，系族企业的形成是内在动因和外部环境共同作用的结果（张新，2004）。系族控股股东获取控制权的目的，是为了获取控制权收益（丁新娅，2004），构建内部资本市场（Internal Capital Market, ICM）来满足系族企业整体的融资需求（万良勇，2006），提高资本配置效率（万良勇，魏明海，2006），满足企业内在的资本和经营范围的扩张动机（张新，2004），通过多元化战略来做大做强（刘素，2009）等等。基于此，各系族内的上市公司在内部资本市场和产品市场间存在着千丝万缕的关联。那么当系族内某一家公司首次公开募股（IPO），在公告日前后，IPO事件对系族内其他上市公司是否存在着溢出效应，该溢出效应是否会因系族采取的多元化战略不同而有所差异，是否会对系族内各上市公司和系族整体的价值产生一定影响，是一个值得

研究的话题。我国国民经济和社会发展“十二五”规划纲要中指出，“要以产业链条为纽带，以产业园区为载体，发展一批专业特色鲜明、品牌形象突出、服务平台完备的现代产业集群”“推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组，提高产业集中度”“推动中小企业结构调整，提升专业化分工协作水平”。系族集团的形式，顺应了这样的政策要求和时代背景，能充分利用自身优势选取不同经营战略来发展壮大。因此，探讨系族经营战略选择不同对系族整体影响有何异同并结合系族内IPO事件的整体影响来研究，有着重要的现实意义。此外，“德隆系”“格林柯尔系”“张海系”等系族资金链条溃败的实例也诱发人们进一步剖析系族集团经营战略与其资金融通、产业并购等的相互关系。

## 4.3 理论分析与研究假设

在银行的放贷对象中，除大型和国有企业外，其他企业并不具优势（王小鲁等，2013），IPO作为企业融资的主要渠道，弥补了中小型企业的债权融资缺陷。ICM理论认为，信息不对称和代理成本使企业面临较高的交易成本和投资风险（杨绵之，2006），而内部资本市场可以充分弥补外部资本市场无法为盈利的项目提供充足资金保障的不足，将集团内部可用资本聚集，在分部间合理调配资源并高效运用（Li et al.,1996; Stein, 1997; Williamson, 1975），为股东创造价值（Shin et al.,1998; Rajan et al.,2000）。在我国资本市场发展程度不高、法律保护制度和监管措施尚不健全、信息中介机构数据挖掘范围有限的新兴市场经济现状下，系族内部资本市场的作用更加凸显。系族内成员企业IPO上市，一方面可以为自身发展提供强大资本保障；向市场传递“优质”信号，提高系族知名度和市场关注度；资本市场更为严格的监管可以使企业得到更加全面和完善的发展。另一方面，该IPO成员企业的进一步发展又可以更好地为系族整体提供现金流支持，总部通过重新部署项目资产来提高现有管理方式下的投资效率，进而提高系族企业价值。

然而，出于对市场协同、提高管理效率或资本配置改进方面的考虑，我国系族在经营战略上呈现出不同偏好。IPO对系族企业价值的影响也因经营战略的不同而有所差别。根据以往研究，系族发展模式可分为多元化和一体化，其中一体化包括横向并购和纵向整合。

多元化战略通常是指系族内各成员企业间在主营业务上没有相关性。采取这种策略的系族更多的是考虑到整体在财务上的范围经济，旨在通过系族构建的内部资本市场来解决成员企业在外部资本市场上所面临的融资约束。

Raghuram，Henri，Liugi（2000）构建的有效内部资本市场模型显示出企业集团

模式能够创造价值。然而，内部资本市场配置是内部权力斗争的结果，而非由效率所驱使（Scharfstein and Stein,2000; Rajan, Servaes and Zingales,2000）。集团总部总是向那些处于财务困境中的公司提供资金支持，而对于高成长性的公司，集团总部却没有提供资助（Claessens, Fan, Lang, 2002）。由于我国尚缺乏严格的法律监督机制和投资者保护机制，企业集团的上市成员企业被大股东占用了更多的资金（李增全等，2004），因而系族构建的内部资本市场就可能成为大股东或非上市公司侵占小股东和上市公司利益的工具和途径，尤其是所有权与控制权相分离程度大的成员企业，大股东更加倾向于利用集团内部资本市场进行掏空（邵军等，2009）。由此，混合多元化的经营战略给系族成员企业带来了一定的负面影响，最终控制人可能通过系族内各成员企业间的关联交易来操控盈余、转移资产，以获取控制权私有收益，从而背离了构建有效率的内部资本市场和通过多元化经营分散风险的初衷（Claessens等, 1999）。此外，系族金字塔式的控制结构使得信息不对称更加严重，加大了代理成本（Myerson, 1982），多元化经营在降低管理者投资风险的同时也减少了股东投资的回报（肖星等，2006），企业价值便会随着企业集团涉足行业数量的增加而显著降低

（Myer, Milgrom, Roberts,1992; Stulz,1990）。因此，本文提出如下假设。

假设1：多元化战略下，IPO对系族上市公司有负的溢出效应，并且会降低系族整体的企业价值。

横向并购和纵向整合是系族在组建和运营过程中偏好的另外两种经营战略。横向并购主要是指在同一产品市场上联合或兼并与自己生产产品类似的企业（刘素，2009）。系族通过横向并购可以在生产、销售、服务等业务功能上获取规模经济和市场垄断地位。纵向整合按在价值链和产业链上发生的方向可以

分为前向整合和后向整合。当纵向整合沿着价值链和产业链的下游环节延伸时，成为前向整合。当纵向整合沿着价值链和产业链的上游环节延伸时，成为后向整合（刘素，2009）。纵向整合可以降低系族成员企业间的交易费用，使他们可以在现货市场交易和长期贸易关系间选择成本最低的经济交换方式

（Williamson, 1985; Rao, 2003），共享资源并实现范围经济，提高成员企业绩效，产生垂直溢出效应23。横向并购和纵向整合的发展战略可以使系族企业整合自身能力和资源，共享各成员企业在生产、技术方面的优势信息和知识溢出，降低学习成本，增强企业核心竞争力，以获取集团在市场中的垄断地位。

相对于成员企业单一经营，集团一体化可以在降低成员企业资本成本、提

23 此处的垂直溢出效应是指，企业对上下游产业链上贸易合作伙伴在生产经营上的影响。

高举债能力的基础上，协调横向链条上成员企业的资源配置，提高纵向链条上成员企业的运营效率（Chandeler, 1997; Lewellen, 1971），一体化的经营模式显著提高了成员企业的价值（肖星等，2006）。对于横向和纵向链条上的企业来说，如果进行IPO的成员企业能够利用融得的资金偿还债务来降低财务杠杆，无疑会减少该企业和链条上的财务风险，提高系族整体的价值，

假设2a：横向并购战略下，IPO对系族上市公司有正的水平溢出效应24，并且会提高系族整体的企业价值。

假设2b：纵向整合战略下，IPO对系族上市公司有正的垂直溢出效应，并且会提高系族整体的企业价值。

2008年金融危机以后，我国政府开始采取扩张性的宏观政策，大规模政府投资和信贷投放提高了政府影响资源配置的程度，弱化了市场配置资源的功能

（王小鲁等，2013），银行受行政强制力量干预，对国有企业进行融资支持。此外，国有系族在发展经营以外，还肩负着社会稳定、就业、社会保障等各类社会责任和政治使命，使得国有系族管理层与政府官员间的利益结合更加紧密，可以更加容易地获得更多资本配额，提高了国有系族融资能力，IPO则进一步为企业发展融得了更多资本，这无疑增加了国有系族的资本总量。这使国有系族更有责任和动力来提高各成员企业整体的经济效益，扩大投资规模并提升投资效率以吸纳更多劳动力，最终增加了国有系族的股东财富。而非国有系族成员融资渠道不畅，主要依靠自身积累和民间融资，IPO股权融资虽然可以缓解企业面临的财务困境，然而有限的资本总量却成为限制系族发展和高效部署项目资产的瓶颈。因此，本文提出假设3。

假设3：相比于非国有系族，国有系族成员IPO更能提升系族整体价值。

2013年初，央行首次公开提及QDII2试点，港股直通车有望再度上路，香港和内地证券市场间的联系也更加紧密。香港市场较内地有着更为严格的上市标准以及信息披露要求（陈国进、王景，2007），对投资者保护力度也更强。约束假设理论（Coffee, 2002）指出，来自于投资者保护差的新兴资本市场的公司通过到法律更加完善的地方去上市，可以使自身行为受到更加全面严格的法律法规的监督，并按照相应会计原则的要求披露会计信息；减少公司管理层使用内幕消息谋求私人利益的可能性（Doidge, Karolyi and Stulz, 2004; Doidge, 2004），从而提高投资者的保护力度，提高公司价值。交叉上市在诸多方面都体现出独特优势，例如，能够解决市场分割问题，降低交易成本（Stapleton and

Subranhmanyam，1977）；能够为企业融得资本；通过境外上市增加投资者的认知程度（周开国、王建军，2011），能够减少由于不了解股票所产生的“影子成本”，从而增强公司股票的市场价值（Merton, 1987）；能够降低国际市场上的信息不对称（Amihud and Mendelson, 1986），同时增加股票的交易量（Domewitz, Glen and Madhavan, 1997），以提高公司股票的流动性（Amihud and Mendelson，

1986）；能够通过境外上市扩大股东基础，由股东承担更多的风险，从而降低公司的资本成本，提高公司价值（Doidge, Karolyi and Stulz, 2004）等。交叉上市企业在提高所属系族集团内部治理水平、降低整体经营风险等方面发挥了积极作用。因此，拥有交叉上市企业的系族集团，其内部某公司IPO会在更加健全的环境下得以发展，并通过集团资金池为集团内部的优质投资机会提供支持，同时能够提高其他成员的投资者认知度，促使其他成员企业更好地发展，最终提升系族整体价值。因此，本文提出假设4。

假设4：相对于非交叉上市系族，交叉上市系族成员IPO更能提升系族整体价值。

## 4.4 研究设计与样本选择

### 4.4.1 样本选择与数据来源

参考Claessens（2000）的做法，根据CSMAR提供的截至2012年底的有关上市公司大股东和控制人数据以及年报披露的股权控制结构信息，本文对全部上市公司的大股东（持股排名前五名）及控制主体进行追溯。若两家或更多上市公司，其大股东或控制人可以追溯到同一经济主体，那么这些上市公司就被定义为系族企业集团（肖星，2006）。例如宝钢股份、宝信软件、八一钢铁的最终控制人都为宝钢集团有限公司，则该三家公司被定义为宝钢系。在剔除同时拥有多个终极控制人样本、不合理数据后，得到系族集团104个，共包括403家上市公司。本文将每个系族最近一次IPO作为本次事件研究中的IPO事件，在探讨对其他成员的溢出效应时，剔除IPO成员企业。最终得到299家样本公司，共组成系族集团104个。系族战略的划分参照证监会SIC码四级行业标准，若系族上市成员同属一个行业，则被定义为横向一体化系族，如中海系25；若系族上市成员分属不同行业，但行业间存在业务上下游联系，则被定义为纵向一体化系族，如清华系26；若系族上市成员分属没有业务往来的不同行业，则

25包括中海发展、中海集运、中海海盛。

26包括紫光古汉、紫光股份、诚志股份、同方股份、晶源电子和泰豪科技。

被定义为多元化系族，如中航系27。

### 4.4.2 IPO事件对系族成员的溢出效应

#### 4.4.2.1 研究事件和窗口期的确定

本文将每个系族最近一次IPO作为各系族IPO事件进行事件研究，将该IPO事件日期作为事件日28，考查事件日前后IPO对系族集团有何影响，并结合系族所采取的战略来探讨IPO对多元化或一体化系族的整体价值有何影响。研究窗口期为事件日前后各5个交易日，即t=[-5, 5]；估计期为事件日前130个至前29个交易日，即t=[-130, -29]。

#### 4.4.2.2 各系族企业集团累计超常收益（CAR）的估计

本文采用市场模型估算系族企业集团的累计超常收益，探讨系族成员中最近一起IPO事件对系族企业集团内部其他成员企业是否存在溢出效应，以及具体影响。具体步骤如下：

首先，以IPO事件日前130个交易日至前29个交易日（t=[-130, -29]），共计100个交易日作为估计期，估计得到市场模型中的两个参数**，，市场模型和收益率

**

的计算如公式（4.1）至（4.6）所示29：

*R*** *R* **

（4.1）

*i*, *t*

*I m*, *t*

*i*, *t*

*Ri*, *t*

ln*P*

/ *Pi*, *t*1 

（4.2）

*Rm*, *t*

*m*, *t* m, *t*1

 ln*I* / *I* 

（4.3）

*i*,*t*

其中，Ri，t为个股i在t日的收益率；Rm，t为市场收益率；Pi，t为个股i在t日经复权处理过的收盘价；Im，t为深圳成份指数或上证指数在t日的指数。

其次，估算个股在时间窗口期的超常收益ARi，t：

*AR* *R*

(** *R* )

（4.4）

*i*, *t*

*i*, *t*

*I m*, *t*

再次，计算事件窗口期每日的平均超常收益*AR* ：

*n*

*AR* *ARi*, *t* / *N*

*i*1

（4.5）

27包括飞亚达、中航地产和深天马。

28本文的事件日从各系族IPO事件中最早的日期起至2012年底止。

29非正常累积回报（CAR）的计算公式和步骤参见（许年行、张华、吴世农，2008）。

最后，计算每个系族k日到t日的平均累计超常收益CAR(k, t)：

*t*

*CAR*(*k*, *t*)*AR*

***k*

其中，N为每个系族企业集团内成员企业的个数。

### 4.4.3 衡量IPO对不同经营战略系族价值的影响

#### 4.4.3.1 研究事件和窗口期的确定

（4.6）

对于采取不同经营战略的系族企业集团，其内部某一成员IPO上市，会对系族内部在资金调度、生产运营和技术工艺协同等方面产生不同影响。然而经营战略的实际效果会有一个“时滞”效应，企业往往在进入新行业3-5年，甚至更长时间，内部管理协调后业绩才会有上升趋势（蔡春、谭洪涛等，2008）。本文以系族企业集团内各成员企业IPO事件据现在最近的日期所在的年度作为事件当年，将事件当年向前五年和向后五年作为时间窗口（T=[-5, 5]），考查这一时间窗口期内系族整体价值的变动情况，探讨在系族采取的不同战略下，系族成员企业IPO上市对系族整体的价值影响有何不同。

#### 4.4.3.2 变量定义

**被解释变量**。根据同类文献中常用的方法，本文选用P/B和Tobin's Q两个价值指标来衡量系族企业的价值。考虑到系族企业集团内各成员企业IPO所涉及的行业各异，将行业作为控制变量，用以衡量在排除行业所带来的影响后系族企业集团的价值。

**解释变量**。经营战略的衡量是从集团总部的层面进行。本文以证监会颁布的SIC码作为行业划分标准，识别各个系族企业集团在事件日所采取的相应经营战略。借鉴Khanna和Palepu（2000b）中有关―集团经营多元化虚拟变量‖的方法，本文将不同的经营战略变量作为虚拟变量Group，用Groupd代表系族集团所采用的多元化战略，用Grouph代表系族集团所采取的横向一体化战略，用

Groupz代表系族集团所采取的纵向一体化战略。

**控制变量**。为控制其他因素对企业价值的影响并参考同类文献，本文选取以下5个变量作为控制变量：成员企业的财务杆杠（Lever）、公司规模（Size）、系族控制的上市成员总数（GroupN）、行业（Indus）、管理层持股比例（MS）、虚拟变量（Dummy）和年份（Year）。各变量的具体度量和各自的定义见表4-1。

表4-1 各变量的定义和度量

| 变量 | 名称 | 符号 | 度量标准 |
| --- | --- | --- | --- |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | 企业价值 | P/B | （每股市场价格×流通股数+每股账面净资产×非流通股数）/账面净资产 |
| Tobin's Q | （每股市场价格×流通股数+每股账面净资产×非流通股数+负债账面值）/账面总资产 |
| 解释变量 | 经营战略 | Group | 虚拟变量。Groupd、Grouph、Groupz分别代表多元化、横向一体化、纵向一体化战略。就Groupd而言， 集团采用多元化战略，则取值为1，否则取值为0，  其他变量取值方法与之相同。 |
| 控制变量 | 公司规模 | Size | 年末总资产的自然对数 |
| 财务杠杆 | Lever | 普通股每股利润变动率/息税前利润变动率 |
| 系族控制的上市成员总数 | GroupN | 系族控制的上市成员总数 |
| 管理层持股比例 | MS | 管理层持股比例 |
| 行业 | Indus | 虚拟变量 |
| 年份 | Year | 虚拟变量 |
| 虚拟变量 | Dummy | 虚拟变量。当Dummy代表产权性质时，若终极控制人为国有性质，则Dummy取值为1，否则为0。当  Dummy代表是否为交叉上市系族时，若为交叉上市  系族，则Dummy取值为1，否则为0. |

#### 4.4.3.3 模型的构建

根据上述对各个变量的选取和度量，构建系族价值模型来检验在IPO事件发生后，对采用不同战略导向的系族企业集团，其采取的战略对系族整体的价值影响有何不同。本章选用Stata（12）对数据进行处理和检验。具体模型如下：

*Value*****1*Group***2 *Dummy***3 *Lever***4 *Size***5*GroupN***6 *MS***7 *Indus***8*Year* **

（4.7）

## 4.5 实证分析结果

### 4.5.1 描述性统计

对采取不同经营战略导向的系族按照证监会SIC码标准分类，结果如表4-2所示。可以看出，三种采取不同经营战略导向的系族企业集团的行业分布基本一致，成员企业主要集中在制造业，其次为信息技术业，电力、煤气及水的生

产和供应业，社会服务业，交通运输和仓储业，批发和零售贸易。

表4-2 三种不同战略导向系族所在行业分布

| 所属行业\所属企业集团战略 | 多元化 | 纵向一体化 | 横向一体化 |
| --- | --- | --- | --- |
| 农、林、牧、渔业 | 2% | 2% | 0% |
| 采掘业 | 1% | 2% | 3% |
| 制造业 | 66% | 71% | 63% |
| 电力、煤气及水的生产和供应业 | 0% | 5% | 13% |
| 建筑业 | 2% | 1% | 0% |
| 交通运输、仓储业 | 6% | 1% | 7% |
| 信息技术业 | 6% | 7% | 8% |
| 批发和零售贸易 | 6% | 5% | 3% |
| 金融保险业 | 0% | 0% | 0% |
| 房地产业 | 1% | 0% | 0% |
| 社会服务业 | 6% | 6% | 3% |
| 传播和文化产业 | 0% | 0% | 0% |
| 综合类 | 4% | 0% | 1% |
| 合计 | 100%  （142 家） | 100%  （85 家） | 100%  （72 家） |

资料来源：笔者整理。

表4-3列示了采取不同经营战略的系族企业集团的产权性质，产权按各个系族企业集团的终极控制人的性质划分，可分为国有系族企业集团和非国有系族企业集团。由表3可以看出，国有产权相对于非国有产权更多的采用企业集团的经营模式。非国有系族企业集团更偏好于多元化的经营战略，而国有系族企业集团在三种经营战略间的偏好顺序为：多元化战略，纵向一体化战略，横向一体化战略。

表4-3 不同经营战略系族产权分类

| 经营战略 | 产权性质 | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 国有 | | 非国有 | |
| 数量 | 比例 | 数量 | 比例 |
| 多元化 | 105 | 42% | 37 | 73% |
| 横向一体化 | 66 | 27% | 6 | 12% |
| 纵向一体化 | 77 | 31% | 8 | 16% |

合计

248

100%

51

100%

资料来源：笔者整理。

表4-4至4-7分别列示了样本总体和采取三种不同经营战略的系族企业集团各自总体CAR值的分析结果，以及进一步按照不同产权性质分类的国有和非国有

CAR值的分析结果。

表4-4 样本总体和各战略整体的CAR值

| 时间窗口 | 样本总体 CAR  （%） | | 多元化战略 CAR  （%） | | 横向一体化战略 CAR(%) | | 纵向一体化战略 CAR  （%） | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 总体 | t 值 | 整体 | t 值 | 整体 | t 值 | 整体 | t 值 |
| T=-5 | 0.12 | -2.29\*\* | 0.16 | -2.02\*\* | -0.05 | -1.30 | 0.18 | -0.48 |
| T=-4 | 0.08 | -2.20\*\* | -0.50 | -2.21\*\* | 0.35 | -1.16 | 0.74 | -0.26 |
| T=-3 | -1.08 | -2.72\*\*\* | -2.02 | -2.60\*\*\* | 0.14 | -1.18 | -0.62 | -0.67 |
| T=-2 | -0.78 | -2.52\*\* | -1.43 | -2.41\*\* | -0.56 | -1.37 | 0.05 | -0.44 |
| T=-1 | -0.50 | -2.34\*\* | -0.57 | -2.04\*\* | -1.17 | -1.49 | 0.14 | -0.42 |
| T=0 | -0.61 | -2.34\*\* | -0.70 | -2.06\*\* | -1.83 | -1.58 | 0.50 | -0.30 |
| T=1 | -1.29 | -2.58\*\*\* | -1.68 | -2.31\*\* | -2.50 | -1.66\* | 0.30 | -0.35 |
| T=2 | -1.50 | -2.64\*\*\* | -1.74 | -2.27\*\* | -2.93 | -1.74\* | 0.03 | -0.42 |
| T=3 | -1.89 | -2.79\*\*\* | -1.44 | -2.13\*\* | -3.51 | -1.86\* | -1.28 | -0.77 |
| T=4 | -3.54 | -3.02\*\*\* | -1.84 | -2.25\*\* | -3.59 | -1.90\* | -6.12 | -1.32 |
| T=5 | -3.02 | -2.81\*\*\* | -1.04 | -2.00\*\* | -2.74 | -1.74\* | -6.28 | -1.35 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表t检验的结果在10%、5%、1%的水平上显著成立。

由表4-4可以看出，样本总体的CAR值在公告日前由正变为负，在公告日前后表现出显著的负效应；多元化战略的系族样本在整个事件期内有着显著的负累积超常回报，验证了假设1；横向一体化战略的系族样本在公告日后存在显著的负向超常累积收益，且CAR值逐日递增，说明IPO对经营同一领域的系族企业有着负的溢出效应，假设2a未得到验证；纵向一体化战略的系族样本CAR值在公告日后第3天才由正值转变为负值，IPO对此类系族的溢出效应没有通过t检验，并不显著。呈现此种结果的原因可能是在IPO信息公开后，投资者一开始对实施纵向一体化战略的系族有着高于其它两种战略系族的市场预期，然而随着投资者信

息量的增多，这种预期并没有维持很久。

表4-5和表4-6进一步按照产权性质将样本区分为国有产权样本和非国有产权样本两组，分别检验了其溢出效应的大小及方向。

表4-5 样本总体和各战略中国有产权的CAR值

| 时间窗口 | 样本总体 CAR  （%） | | 多元化战略 CAR  （%） | | 横向一体化战略 CAR(%) | | 纵向一体化战略 CAR  （%） | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国有 | t 值 | 国有 | t 值 | 国有 | t 值 | 国有 | t 值 |
| T=-5 | 0.10 | -1.90\* | 0.07 | -1.66\* | -0.11 | -1.15 | 0.27 | -0.43 |
| T=-4 | -0.03 | -1.86\* | -0.89 | -1.93\* | 0.79 | -1.04 | 0.85 | -0.21 |
| T=-3 | -1.24 | -2.38\*\* | -2.52 | -2.30\*\* | 0.31 | -1.05 | -0.64 | -0.64 |
| T=-2 | -0.88 | -2.15\*\* | -1.77 | -2.05\*\* | -1.28 | -1.24 | 0.05 | -0.42 |
| T=-1 | -0.64 | -2.00\*\* | -0.97 | -1.73\* | -2.65 | -1.34 | 0.21 | -0.38 |
| T=0 | -0.84 | -2.05\*\* | -1.32 | -1.83\* | -4.17 | -1.44 | 0.57 | -0.27 |
| T=1 | -1.60 | -2.31\*\* | -2.58 | -2.13\*\* | -5.68 | -1.53 | 0.42 | -0.30 |
| T=2 | -1.95 | -2.45\*\* | -2.83 | -2.17\*\* | -6.65 | -1.65\* | 0.12 | -0.38 |
| T=3 | -2.30 | -2.55\*\* | -2.29 | -1.94\* | -7.98 | -1.77\* | -1.14 | -0.70 |
| T=4 | -3.99 | -2.73\*\*\* | -2.34 | -1.95\* | -8.16 | -1.80\* | -6.32 | -1.27 |
| T=5 | -3.33 | -2.48\*\* | -1.20 | -1.61 | -6.22 | -1.62 | -6.47 | -1.30 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表t检验的结果在10%、5%、1%的水平上显著成立。

表4-5显示，国有系族在[-5, 5]窗口期内有着负的累积超常回报，并且负向的溢出效应显著；多元化战略系族在[-5, 5]事件期内CAR值显著为负；横向一体化战略系族在T=[-2, 5]期间表现为负的溢出效应，但只有T=[2, 4]期间结果显著；纵向一体化战略系族在公告日前以及后两天表现为正的溢出效应，但不显著。

表4-6 样本总体和各战略中非国有产权的CAR值

| 时间窗口 | 样本总体 CAR  （%） | | 多元化战略 CAR  （%） | | 横向一体化战略 CAR(%) | | 纵向一体化战略 CAR(%) | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 非国有 | t 值 | 非国有 | t 值 | 非国有 | t 值 | 非国有 | t 值 |
| T=-5 | 0.24 | -1.35 | 0.51 | -1.14 | 0.08 | -0.57 | -0.93 | -0.28 |
| T=-4 | 0.78 | -1.22 | 0.94 | -1.05 | 1.78 | -0.46 | -0.75 | -0.25 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| T=-3 | -0.03 | -1.34 | -0.16 | -1.18 | 1.16 | -0.50 | -0.30 | -0.21 |
| T=-2 | -0.08 | -1.41 | -0.17 | -1.25 | 0.16 | -0.54 | 0.18 | -0.15 |
| T=-1 | 0.39 | -1.29 | 0.92 | -1.06 | -1.30 | -0.58 | -0.83 | -0.28 |
| T=0 | 0.86 | -1.15 | 1.58 | -0.92 | -2.06 | -0.56 | -0.35 | -0.22 |
| T=1 | 0.76 | -1.15 | 1.65 | -0.89 | -2.15 | -0.58 | -1.31 | -0.32 |
| T=2 | 1.42 | -0.97 | 2.26 | -0.75 | -0.47 | -0.47 | -1.12 | -0.29 |
| T=3 | 0.73 | -1.12 | 1.69 | -0.86 | -0.21 | -0.46 | -3.15 | -0.47 |
| T=4 | -0.62 | -1.35 | 0.03 | -1.10 | -0.97 | -0.52 | -3.44 | -0.45 |
| T=5 | -1.01 | -1.49 | -0.45 | -1.23 | -0.99 | -0.54 | -3.70 | -0.49 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表t检验的结果在10%、5%、1%的水平上显著成立。

从表4-6可以看出，非国有系族在公告日后有先正后负的溢出效应；多元化战略系族在公告日后4天CAR值为正，随后CAR值变为负。横向一体化和纵向一体化战略系族在公告日后出现负的累积超常回报。显著性均未通过检验，即非国有系族的其他上市公司的股东并没有因为族内某成员IPO而获得显著的累计超常收益。造成以上结果的原因很可能是投资者对非国有系族的预期更为理性。

以上分析显示，对于多元化和横向一体化战略的系族，在公告日后均出现负累积超常回报，表明IPO对这两类战略系族都具有负的溢出效应，验证了假设1；纵向一体化战略系族在公告日后CAR值先正后负，但效应均不显著，假设2a和假设2b中有关溢出效应为正的部分未通过验证。

图4-1 至图4-4分别对比了不同产权的总体样本和三种不同经营战略样本

CAR值。





**图4-1 不同产权的样本总体CAR值**图**4-3不同产权的横向一体化战略系族**

**CAR值**



**图4-2 不同产权的多元化战略系族CAR值**图**4-4不同产权的纵向一体化战略系族**

**CAR值**

由图4-1可以看出，样本总体中国有系族在事件日的后5天CAR值为负，在T=[-5,5]窗口期内，非国有系族CAR值要高于国有系族CAR值，这说明在采用系族企业集团模式的企业中，非国有系族的市场表现要比国有系族更好。图4-2列示的多元化战略中，事件日后，国有系族的CAR值震荡上升，而非国有系族

CAR值则震荡上升后下跌，非国有系族市场表现好于国有系族。图4-3显示，采用横向一体化战略的国有系族CAR值为负，且呈下降趋势，非国有系族比国有系族整体市场表现更好。从图4-4可以看出，采取纵向一体化经营战略的系族在T=[0, 5]窗口期的CAR值为负，而国有系族在[-2, 2]期间累积超常收益为正，随后下降，下降速度和幅度超过非国有系族，由此表明投资者对国有系族的期望更高。

由以上4张图可以看出，国有和非国有系族的CAR值在事件期内都呈现出不同幅度的震荡态势。从整体看来，除纵向一体化战略系族外，非国有系族的市场表现均好于国有系族。T=[0,3]时，不同经营战略导向系族的CAR值都呈现出了下降趋势；在T=[3,5]区间内，CAR值出现小幅反弹，但未恢复至T=0时的水平。以上表明当系族内某一家公司IPO后，投资者一开始表现出过度悲观的态度，而后随着投资者自身对证券和投资方面的学习以及对IPO信息和对IPO企业了解的深入，加上与IPO有关的信息和与IPO企业有关的各项信息逐步被消化，投资者开始不断调整自己的预期，从而使得CAR值出现波动态势。

### 4.5.2 多元回归结果分析

系族内某一家公司在资本市场上首次公开募股后，系族选择的扩张性经营战略类型会被市场和投资者知晓。一方面，系族在资本市场上融得资金，更好地构筑内部资本市场，提高资本的配置效率；另一方面，系族利用不同经营战略带来的在管理上或生产运营中的协同效应，提高运作效率；然而，

系族也可能做出掏空上市公司的行为。此外，IPO还会给市场和投资者传递系族经营状况良好的信号。同时，IPO后上市公司和系族将面临来自证券市场更多的管制和限制。那么，IPO对采取不同经营战略的系族价值影响如何，以下是模型（6）的多元回归结果分析。

表4-7 主要变量的描述性统计

| 变量 | 样本数 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最大值 | 最小值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| PB | 2299 | 4.10 | 3.22 | 3.12 | 19.26 | 0.57 |
| Tobin's Q | 2299 | 1.58 | 1.29 | 0.91 | 11.18 | 0.05 |
| size | 2299 | 21.36 | 21.19 | 1.23 | 27.12 | 17.04 |
| lever | 2299 | 0.46 | 0.47 | 0.20 | 2.21 | 0 |
| groupn | 2299 | 4.42 | 3.00 | 3.40 | 16.00 | 2.00 |
| groupd | 2299 | 0.47 | 0 | 0.50 | 1.00 | 0 |
| groupz | 2299 | 0.28 | 0 | 0.45 | 1.00 | 0 |
| grouph | 2299 | 0.25 | 0 | 0.43 | 1.00 | 0 |
| ms | 2299 | 4.66 | 1.00 | 13.56 | 85.00 | 1.00 |

表4-7列示了各主要变量的描述性统计结果。其中，PB的最大值和最小值分别为19.26和0.57，均值为4.1；Tobin's Q的最大值和最小值分别为11.18和0.05，均值为1.58，表明样本的企业价值30普遍偏小。Size均值为21.36，标准差为1.23，显示各样本的规模差别不大。系族控制的上市成员（groupn）最多可达到16家，最少的仅为2家，说明各系族上市成员数量存在较大差异。

表4-8列示了回归模型（4.7）中各变量之间的相关系数，各变量间独立性良好。

表4-8 相关系数表

|  | P/B | Tobin's Q | size | lever | groupn | groupd | groupz | grouph | ms |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| P/B | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Tobin's  Q | 0.66 | 1.00 |  |  |  |  |  |  |  |
| Size | -0.28\*\*\* | -0.29\*\*\* | 1.00 |  |  |  |  |  |  |
| Lever | 0.07\*\*\* | -0.23\*\*\* | 0.27\*\*\* | 1.00 |  |  |  |  |  |
| groupn | 0.02 | 0.04\*\* | 0.03 | 0.00 | 1.00 |  |  |  |  |
| groupd | 0.04 | 0.08\*\*\* | -0.14\*\*\* | 0.02 | 0.14\*\*\* | 1.00 |  |  |  |

30 此处的企业价值指以PB和Tobin's Q来衡量的价值。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| groupz | 0.04\* | 0.04\*\* | 0.03 | -0.03 | 0.06\*\*\* | -0.58\*\*\* | 1.00 |  |  |
| grouph | -0.09 | -0.14\*\*\* | 0.13\*\*\* | 0.00 | -0.22\*\*\* | -0.55\*\*\* | -0.36\*\*\* | 1.00 |  |
| ms | 0.06 | 0.19\*\*\* | -0.07\*\*\* | -0.11\*\*\* | -0.01 | 0.05\*\* | 0.01 | -0.07\*\*\* | 1.00 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表4-8列示了各变量之间的相关系数。其中，P/B和Tobin's Q值分别与公司规模(size)、横向多元化战略(grouph)等呈反向关系。在进一步控制行业、年份和其他控制变量后，P/B和Tobin's Q值与系族战略的关系如表4-9所示，其中，Dummy 代表产权性质虚拟变量，当系族终极控制人为国有产权时，

Dummy取值为1，否则取值为0。

表4-9 模型（4.7）的估计结果

| P/B | | Tobin's Q |
| --- | --- | --- |
| Groupd | 0.0833 | 0.227\* |
|  | （0.34） | （1.84） |
| Groupz | 0.374 | 0.308 |
|  | （1.47） | （2.4\*\*） |
| Dummy | 0.615\*\* | 0.426\*\*\* |
|  | （2.32） | （3.21） |
| Size | -1.139\*\*\* | -0.622\*\*\* |
|  | （-14.82） | （-16.37） |
| Lever | 3.051\*\*\* | -1.249\*\*\* |
|  | （8.84） | （-7.39） |
| GroupN | 0.0063 | -0.0008 |
|  | （0.22） | （-0.05） |
| MS | -0.0009 | 0.0027 |
|  | （-0.17） | （1.12） |
| Year(年份) | 控制 | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 | 控制 |
| \_cons | 27.042\*\*\* | 15.822\*\*\* |
|  | （14.94） | （17.66） |
| R2 | 0.39 | 0.45 |
| Wald chi2 | 1562.05 | 1730.21 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

表4-9显示了模型（4.7）的回归结果。就样本总体而言，IPO能够显著提升企业价值。当企业价值为P/B时，多元化战略下系族企业集团价值比横向一体化战略下系族企业集团价值平均高出8.33%；而纵向一体化战略下系族企业集团价值比横向一体化战略下系族企业集团价值平均高出37.44%。当企业价值为Tobin's Q时，多元化战略下系族企业集团价值比横向一体化战略下系族企业集团价值平均高出22.73%；纵向一体化战略下系族企业集团价值比横向一体化战略下系族企业集团价值降低30.78%。数据显示，多元化战略和纵向一体化战略下的企业价值都显著地高于横向一体化战略下的企业价值。由此可知，纵向一体化战略和横向一体化战略都能提升企业价值，假设2得以验证。

将样本总体进一步按照国有与非国有产权性质分类后，得到如表4-10所示的回归结果。

表4-10 模型（4.7）按产权性质分类的回归结果

| 国有 | | | 非国有 | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | P/B | Tobin's Q | P/B | Tobin's Q |
| Groupd | 0.0403 | 0.243\* | 0.0976 | 0.212 |
|  | （0.15） | （1.70） | （0.16） | （1.13） |
| Groupz | 0.540\* | 0.384\*\*\* | -0.563 | -0.210 |
|  | （1.95） | （2.67） | （-0.74） | （-0.90） |
| Size | -1.189\*\*\* | -0.610\*\*\* | -1.245\*\*\* | -0.757\*\*\* |
|  | （-13.82） | （-13.87） | （-6.20） | （-12.05） |
| Lever | 3.311\*\*\* | -1.397\*\*\* | 2.684\*\*\* | -0.806\*\*\* |
|  | （8.06） | （-6.67） | （4.10） | （-3.37） |
| GroupN | -0.0030 | -0.0044 | 0.204 | -0.0018 |
|  | （-0.10） | （-0.27） | （0.76） | （-0.02） |
| MS | 0.0037 | 0.0051 | -0.0095 | -0.0022 |
|  | （0.62） | （1.68\*） | （-1.09） | （-0.78） |
| Year(年份) | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| \_cons | 28.490\*\*\* | 15.696\*\*\* | 29.253\*\*\* | 18.887\*\*\* |
|  | （13.74） | （14.78） | （6.24） | （12.89） |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| R2 | 0.392 | 0.445 | 0.468 | 0.643 |
| Wald chi2 | 1328.42 | 1376.94 | 268.86 | 576.33 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著

表4-10显示，在国有产权性质下，不同经营战略对企业价值的贡献大小依次为：纵向一体化，多元化，横向一体化；而在非国有产权性质下，这一大小顺序变化为：多元化，横向一体化，纵向一体化。纵向一体化战略对企业价值的影响随产权性质的不同呈现相反的结论，但并不显著。

因此，纵向一体化系族IPO对国有系族价值有积极影响，却反作用于非国有系族；多元化系族IPO比横向一体系族更能提升集团价值。由此，假设1中有关多元化会降低系族整体价值的假设未通过检验，表明多元化可以减少交易不确定性、资产专用性等带来的高昂交易成本（Coase, 1937）。企业可以通过产品多元化实现“范围经济”，提高公司资源的使用效率（钱德勒，1999）。此外多元化系族IPO可以向市场传递―高质量企业‖信号，提升系族整体知名度和关 注度，ICM对系族资本的高效配置有利于IPO后多元化系族价值的提升。

在控制变量中，结果较为显著的变量为Size、Lever和Dummy。其中，

Size对系族企业价值有负向影响，表现为系族成员企业的规模越大，越不利于系族整体价值的提升；Lever对企业价值的影响为正，说明在一定范围内，财务杆杠的提高有助于提升系族企业集团价值；MS和GroupN对系族企业集团价值的影响均不显著。在表4-9中，企业的产权性质Dummy对IPO后的系族企业集团价值提升也有影响，当被解释变量为P/B时，国有产权系族企业集团价值比非国有产权系族企业集团价值高出61.52%；当被解释变量为Tobin's Q时，有产权系族企业集团价值比非国有产权系族企业集团价值高出42.62%，且都在1%水平上显著。因此，相比于非国有系族，国有系族IPO更能提升企业价值。假设3得以验证。

表4-11 将系族区分为交叉上市系族与非交叉上市系族。若系族内存在

AH交叉上市企业，则该系族被定义为交叉上市系族，Dummy取值为1；若系族内无AH交叉上市企业，则该系族为非交叉上市系族，Dummy取值为0。

表4-11 模型（4.7）按是否为交叉上市系族的回归结果

| P/B | | Tobin's Q |
| --- | --- | --- |
| Groupd | 0.022 | 0.048 |
|  | （0.09） | （0.81） |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Groupz | 0.416 | 0.163\*\*\* |
|  | （1.65） | （2.60） |
| Dummy | 0.644\*\* | 0.073 |
|  | （2.12） | （1.00） |
| Size | -1.166\*\*\* | -0.298\*\*\* |
|  | （-14.80） | （-15.36） |
| Lever | 3.077\*\*\* | -0.488\*\*\* |
|  | （8.88） | （-5.62） |
| GroupN | -0.007 | -0.005 |
|  | （-0.22） | （-0.64） |
| MS | -0.0018 | 0.0035\*\*\* |
|  | （-0.36） | （2.77） |
| Year(年份) | 控制 | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 | 控制 |
| \_cons | 28.005\*\*\* | 8.70\*\*\* |
|  | （15.10） | （19.09） |
| R2 | 0.432 | 0.450 |
| Wald chi2 | 1562.48 | 1694.46 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著

表4-11显示，当企业价值采用P/B衡量时，交叉上市系族对企业价值的提升较非交叉上市系族高出64.4%，且在5%水平上显著；当企业价值为Tobin's

Q时，这一比例变为7.3%，但结果不显著。由此说明，交叉上市系族成员企业IPO比非交叉上市系族更能提升系族整体价值。假设4得以验证。

## 4.6 研究结论

本文以299家企业组成的104个系族为样本，运用事件研究法，基于ICM理论，对系族内某一成员IPO是否会对本系族产生溢出效应，以及IPO对采取不同战略的系族整体价值是否会有影响等问题进行了系统分析、检验和解释。

研究发现：①当系族内某一成员企业IPO，系族整体市场表现消极，CAR

值为负（-3.02%），且国有系族CAR值（-3.33%）更低，非国有系族（-1.01%）

市场表现稍好，这可能与股市中的比价效应、IPO抑价和信号传递效应等有关；②多元化战略下，IPO对系族的溢出效应为负（CAR=-1.04%），验证了假设1中多元化战略系族的市场反应假设；③横向一体化战略下，IPO对系族有负的溢出效应（CAR=-2.74%），非国有系族（CAR=-0.99%）市场表现更好，但未通过显著性检验；④纵向一体化战略下，IPO对系族的溢出效应由正（CAR=0.57%）变负（CAR=-6.28%），投资者对非国有系族（CAR=-3.70%）更有信心，但未通过显著性检验；⑤IPO能提升不同战略系族整体价值，验证了假设2；⑥在提升系族整体价值方面，多元化战略贡献最大，其次为横向一体化，而纵向一体化战略最能提升国有系族价值；⑦纵向一体化系族IPO对国有系族价值有提升作用，对非国有系族价值有抵减作用；⑧IPO对国有系族价值的提升比非国有系族要高出42.62%，且在1%水平上显著，验证了假设3；⑨拥有交叉上市企业的系族集团内部的成员企业IPO较之非交叉上市系族更能提升系族整体价值（比例高出64.4%），且在5%水平上显著，验证了假设4。

本文的研究结论具有一定的理论和现实意义。第一，本章站在是否有利于提升系族整体价值的角度为系族企业集团选取经营战略提供了一定的实证数据参考；第二，文章探讨了系族成员企业IPO对系族内其他成员的影响，系族企业集团在整体安排成员企业上市时可能会面临股价波动的影响，这种影响也会受到其他因素的干扰，比如产权性质、公司规模、财务杠杆等；第三，本章从QDII2试点的思路出发，以交叉上市为视角，探讨了交叉上市对系族企业集团内部IPO事件下的系族价值的影响，为港股直通车的实施提供了实证数据。系族企业集团内还存在许多未上市的成员公司，如果把全部系族成员包括在内来分析研究，将会得出更加全面而有意义的结论，这也是本章的缺陷和笔者未来的研究方向。

# **第5**章 系族内部**IPO**产Th溢出效应的成因研究

战略勾勒出了组织在未来应如何发展的独特愿景，它作为共享框架引导着经理人员的日常行为。企业战略的实施需要强大的资本保障，资本市场中系族的出现，是企业发展过程中的一种选择，它有助于缓解企业在不发达的外部资本市场面临的融资约束，通过系族集团内部资源配置重新部署资产，实现投资回报的最大化。随着新股发行体制改革的不断深入，2014年起IPO再度开闸，那么战略导向各异的系族集团，其内部成员企业的IPO事件对系族集团的溢出效应是由何种因素引起？与系族战略的相关性如何？对系族整体和内部其他上市成员的具体影响是什么？在ICM理论、信息不对称理论、融资优序理论、控制权理论和委托代理理论等基础上，本章将对上述问题进行理论分析与实证检验。

## 5.1 问题的提出

人们普遍认为企业是经济发展和繁荣的重要驱动力，却鲜有文献从企业为外部经济提供发展机会的内部机理方面加以探讨。系族集团通过政府推动

31、政府企业联合推动32、企业自发推动33等多种形式组建而成，旨在通过集

团内部资本市场来缓解成员企业在外部资本市场面临的融资约束，第3章的实证经验表明系族内部资本市场的资源配置是有效率的。系族内各上市公司之间存在各种关联关系（刘素、薛有志，2009）。第4章发现当系族内部某一企业IPO，会对族内其他成员产生溢出效应并影响系族整体价值，具体影响因各系族采取的战略不同而有所差别。本章将在此基础上进一步考查系族成员企业IPO对族内其他成员和系族整体溢出效应的成因，并检验系族集团战略的差异会通过不同作用机理导致溢出效应各异的假设。

2013年12月13日，中国证监会修订并发布了《证券发行与承销管理办法》，旨在落实新股发行体制改革要求，改革和规范定价与配售方式，进一步提高新股发行市场化程度。IPO对发行企业是一项重要的流动性事件，除了能直接增加流动性外，IPO还能增强企业的信用能力并提供随后的股票发行。在IPO之前，流动性受限的公司其发展能力可能会被削弱，企业为支撑日常经营可能会部分的过度依赖于供应商/客户融资、贸易贷款或集团内部资金池

31如中国兵器工业集团控制的“兵器系”。

32如第一汽车集团控制的“一汽系”。

33如“明天系”。

等（Banerjee，Dasgupta & Kim，2008；Cremers，Nair & Peyer，2008）。因此，

IPO 可能会为企业和系族带来一体化战略下横向和纵向链条上的收益以及多元化战略下族内成员间更频繁的交易往来，尤其是对那些受流动性不足限制的非上市公司。倘若系族内的这些其他成员发现该 IPO 企业流动性增强同时商品和服务的需求增加，那么 IPO 的溢出效应随后就会通过各种关系链条促进系族的经济增长与价值提升。企业 IPO 溢出效应的成因会随着系族集团采取的多元化或一体化战略的差异表现为不同的作用机理。

本章主要运用系族样本和 IPO 事件，考察系族成员企业 IPO 对其他成员的长期溢出效应34的具体成因，并在此基础上区分不同经营战略并加以检验。结果发现，成员 IPO 对多元化战略系族的溢出效应是由信息效应和资本成本降低引起的；在纵向一体化战略系族中，IPO 的溢出效应则是由信息不对称的降低和交易成本的降低造成；对于横向一体化战略系族，成员 IPO 的溢出效应则是由信息效应和知识共享优势带来的。

## 5.2 理论分析与研究假设

第4章的实证经验显示，对于不同战略类型的系族集团，成员企业IPO都会对族内其他成员和系族整体造成一定的影响。Ritter（1991）认为，企业会选择在投资者对经济形势或者本行业发展前景过度乐观并且不理性的时候上市。因此，企业IPO时，资本市场表现为活跃、狂热态势，出现股票首日溢价、高市盈率等现象，对资本市场中的其他企业产生了较大影响。Kutsuna et al.（2012）发现IPOs对一些其供应链与IPO企业有联系的非公有制企业具有影响。近年来一些研究也就企业IPO对相关公共企业的市场价值的影响方面给予了大量关注。Braun & Larrian（2009）发现，股价对相互关联公司的资金供给震荡反应消极。Hsu，Reed & Rocholl（2011）认为一家公司的IPO公告会导致竞争对手的消极异常股价和消极经营业绩。

系族形成于我国资本市场上直接融资渠道不畅、对民营企业的融资支持力度较小等的制度背景下，它的出现极大地缓解了成员企业的融资约束，降低了交易成本和投资风险，扫除了限制企业发展的桎梏。多元化战略尤其可以为系族集团提供财务上的范围经济优势，通过总部重新部署资产，实现投资回报最大化。与等级假说一致，Fazzari，Hubbard和Petersen（1988）发现，资金紧绌公司的投资活动低于财务无约束的公司。当某一成员企业资金

34IPO后未来5年期间内的溢出效应。

紧绌，但是拥有净现值为正的投资机会时，可通过系族内的IPO成员承接投资，这也会增加IPO成员的收入和企业价值。然而，多元化战略形成的商业网络可能会增加成员企业间互相传导消极活动性震荡的可能性（Kiyotaki &

Moore，1997；Raddatz，2010）。但是，只要具有积极震荡的网络内部成员愿意帮助其他经受消极震荡的网络成员摆脱困境（共担风险），那么各方都会认为商业关系网络是有价值的（Leitner, 2005）。此外，Hong（2005）指出资本市场中信息的传播速度受投资者对信息的关注程度和感兴趣程度影响。IPO受市场追捧会吸引众多投资者的注意力，并向市场传递―优质企业‖的信号。财务分析师和评级机构等信息代理商对IPO企业信息的深度挖掘、各类媒体对IPO事件的大量报道必然会提升IPO企业连带所在系族和内部其他成员的知名度和关注度，即信息效应，带动族内成员企业的进一步发展和价值提升。因此，本章提出假设1：

H1：成员IPO对多元化战略系族的溢出效应是由信息效应和资本成本降低引起的。

与多元化战略的优势不同，纵向整合战略可以使系族成员在现货市场交易和长期贸易关系间，选择成本最低的经济交换方式（Williamson，1985；

Rao，2003），降低企业间的交易费用，共享资源并实现范围经济，以提高成员企业绩效。在纵向一体化链条上，供应商和客户联系密切，各贸易伙伴的流动性和成长前景会通过供应链条影响企业的生产经营和融资政策。流动性经由供应链传递的现象首先由Kiyotaki & Moore（1997）正式构建模型并加以探讨。在模型中，一家企业较小的流动性负面震荡都会引发企业的财务困境并产生负面现实的效应，并进一步影响到链条上的各个企业，甚至可能触发整个经济体的财务失败35。当贸易信贷占企业负债的绝大多数时，一次冲击可能会妨碍供应商履行他们的贸易信贷债务，引发活动性震荡甚至会波及整个链条。在由客户向供应商传递的链条基础上，Coricelli & Masten（2004）指出，若供应商面临流动性困境，就会减少或停止对客户的贸易信贷，客户在供应商违约前就陷于困境，这使得贸易信贷可能会将震荡向下游传播。然而，危机的爆发主要是由供应商和客户间的信息不对称导致的。如果客户与供应商的财政情况面对高度的信息不对称，那么这些客户很可能减少对供应商的依赖并且这些关系将会遭受更严重的后期供应恶化。

35同样见Allen & Gale（2000），研究中Allen & Gale构建模型分析了区域流动性偏好冲击通过企业和他们的财务中介间的关系网络传递至整个经济体。

系族的优势之一是总部与各成员企业、以及各成员企业间的信息不对称程度较成员与外部企业间要低很多，这样可以有效避免因信息不对称而引发的危机。更透明的信息环境会强化供应商和客户间的依存和共同发展程度。若系族纵向一体化链条上的某一成员面临流动性不足，那么通过延迟支付供应商和减少对客户融资、向IPO企业申请更多优惠政策等可以缓解该成员的资金紧缺问题，进而降低整个链条上的风险。因此，如果IPO减少了供应链上的瓶颈，那么发行人提高的增长率会促进收益和垂直一体化上相关企业固定资产的增长率。此外，假如IPO促使发行企业减少其对卖方融资的依赖并能向买方提供更为慷慨的付款期限，那么发行企业对供方的应收款将会减少，同时客户也将会得到更大程度的卖方融资。而最优的结果是发行企业链条上的直接贸易合作伙伴既发展增速又获得流动性。因此，本章提出假设2：

H2：成员IPO对纵向一体化战略系族的溢出效应是由信息不对称的降低和交易成本的降低造成。

企业通过在同一产品市场上联合或兼并与自己生产产品类似的企业构建横向一体化战略系族。在该战略的指引下，系族可以整合自身能力和资源，共享各成员企业在生产、技术方面的优势信息，增强企业核心竞争力，在生产、销售、服务等业务功能上获取规模经济和市场垄断地位。资本结构理论中的融资优序理论（Myers & Majluf, 1984）认为管理懈怠并且资金有限的企业通常会面临流动性限制，他们有可能会放弃投资净现值（NPV）为正的项目。经营资产相近的IPO成员则可以通过承接该投资来提升自身和系族整体价值。另外，竞争效应也会加剧系族内部成员企业间竞争的激烈程度，造成分流效应，然而另一方面也会促使成员不断超越，持续进步。此外，由于企业通常选择在投资者对本行业预期乐观的时点IPO（Ritter, 1991），也会带动系族内的同行业成员股价上扬，从而带来信息效应。因此，本章提出假设3：

H3：成员IPO对横向一体化战略系族的溢出效应是由信息效应和知识共享优势带来的。

## 5.3 研究设计与样本选择

### 5.3.1 样本选择与数据来源

与第4章的样本选取标准一致，本章沿用第4章的截至2012年底的系族企业集团样本。为探讨系族内部IPO溢出效应的成因，本章剔除族内的IPO成员企业，在剔除同时拥有多个终极控制人样本、相关数据无法获得的样本、

不合理数据和极端值36后，最终得到299家样本公司，共组成系族集团104个。系族战略的划分参照证监会SIC码四级行业标准，分别为多元化战略系族、横向一体化战略系族和纵向一体化战略系族。

本章选取各系族IPO事件日附近窗口期的数据为样本，旨在探究族内IPO事件对系族的溢出效应的成因。研究中所用的基础数据均来自CSMAR数据库、WIND数据库、上交所、深交所以及部分手工收集数据。本文选用Stata（12）对数据进行处理和检验。

### 5.3.2 研究事件和窗口期的确定

第4章的结果表明，系族的IPO事件对族内各成员和系族整体均有短期和长期的溢出效应，分别表现为族内各成员企业股价在事件日附近的剧烈波动，以及成员企业在未来5年内企业价值的提升。由于我国资本市场尚不完善，充斥着比价效应、股价同涨同跌现象等噪音，无法真实反映出IPO事件的短期溢出效应，因此本章主要探讨系族的IPO事件对族内各成员的长期溢出效应的具体成因，并运用面板数据回归进行检验。

本章以每个系族最近一次IPO作为各系族IPO事件，将该IPO事件日期所在的年度作为事件当年37，将事件当年向前五年和向后五年作为事件窗口

（T=[-5, 5]），考查这一事件窗口期内对于采取多元化或一体化战略的系族，造成IPO事件溢出效应的因素都有哪些，并检验本章上述3个研究假设。

### 5.3.3 多元化战略系族的溢出效应检验

参照Dierkens（1991）和Krishnaswami & Subramniam（1999）的做法，选用收益残差方差（IRVar）作为信息不对称的代理变量，衡量IPO企业与系族成员间的信息不对称程度。收益残差方差（IRVar）等于股票收益与相对应的沪/深指数收益经调整后的残差方差。Krishnaswami et al.（1999）指出股票收益的残差波动幅度代表了企业的信息不对称程度。收益残差方差（IRVar）越高，企业的信息不对称程度越大。IPO向市场传递的信息可能由于信息披露、分析师挖掘或者其他原因而无法及时向投资者和贸易/战略伙伴传达。

借鉴Errunza & Miller（2000）的研究方法，选取已实现报酬作为代理变量来衡量企业的资本成本。根据已有研究，影响企业资本成本的主要因素包括：市场波动性，公司规模，市场流动性等（Gebhart et al.,2001）。由于本章

36为消除极端值的干扰，本章对落在0-1%和99%-100%区间内的极端值进行了winsorize处理。

37本文的事件年度从各系族IPO事件中最早的日期所在年度起至2012年底止，将事件当年向后五年作为事件窗口（T=[0, 5]）。

主要探讨IPO的长期溢出效应，因此选取企业杠杆（DFL）、杠杆比例（LR）和公司规模变量（Size）。

此外，控制变量包括行业（Indus）、年份（Year）等。构建回归模型如（5-1）所示。

*COSTi***0**1*Groupi***2 *IRVrai***3*Sizei***4 *LRi***5*DFL***6 *Indusi***7*Year* **

（5-1）

### 5.3.4 纵向一体化战略系族的溢出效应检验

选用收益残差方差（IRVar）作为信息不对称的代理变量，衡量IPO企业与系族成员间的信息不对称程度，变量定义同上。选取应收账款（AR）、应付账款（AP）衡量纵向一体化战略系族成员的交易成本。应收账款越少、应付账款越多意味着企业在上下游贸易伙伴间的议价能力越强，企业交易成本越低，相应的获利可能性也就越大。控制变量包括：企业规模（Size），杠杆比例（LR），企业杠杆（DFL），行业（Indus），年份（Year）等。构建回归模型如（5-2）所示。

*INCOMEi***0**1*Groupi***2 *IRVrai***3 *ARTi***4 *APTi***5*Sizei***6 *LRi***7 *DFL*

**8 *Indus***9*Year* **

（5-2）

### 5.3.5 横向一体化战略系族的溢出效应检验

参考Akhigbe，Borde，& Whyte（2003）使用的方法，使用相对规模指标

（RelSize）作为对同行业公司的信息效应的代理变量。相对规模是IPO企业的市值与族内其他成员企业市值的比率，表示IPO企业对族内同行业成员企业信息的影响程度。若相对规模指标（RelSize）越大，该IPO企业相对族内同行业成员企业的规模也就越大，那么该IPO企业就会吸引更多媒体和分析师等中介的关注，由它披露的行业信息相对其他企业就会越多。此外，相对规模指标（RelSize）越大，还意味着IPO企业对行业越具有影响力，该企业披露或揭示的信息更能准确详实的反映出目前行业的发展前景。因此，相对规模指标（RelSize）越大，IPO企业对成员企业的信息效应越明显。以IPO事件的事件日作为计算企业市值时点选择的参考标准。构建回归模型如（5-3）所示。

*INCOMEi* **0**1*Groupi* **2 Re*lSizei* **3*Sizei* **4 *LRi* **5 *DFL***6 *Indusi* **7*Year* **

（5-3）

模型中各变量的具体度量和各自的定义见表5-1。

表5-1 各变量的定义和度量

| 变量 | 符号 | 变量定义 | 度量标准 |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | COST | 资本成本 | 等于股票年平均回报率 |
| INCOME | 营业利润率 | 等于企业营业利润／营业收入 |
| 解释变量 | Group | 战略 | 虚拟变量。Groupd、Grouph、Groupz分别代表多元化、横向一体化、纵向一体化战略。就Groupd而言， 集团采用多元化战略，则取值为1，否则取值为0，  其他变量取值方法与之相同。 |
| IRVar | 信息不对称程度 | 股票收益与相对应的沪/深指数收益经调整后的残差方差 |
| ART | 应收账款周转率 | 等于企业应收账款/营业收入 |
| APT | 应付账款周转率 | 等于企业应付账款/营业收入 |
| RelSize | 相对规模 | IPO企业的市值与族内其他成员企业市值的比率 |
| 控制变量 | Size | 规模 | 企业规模，等于总资产的自然对数 |
| LR | 杠杆比例 | 等于总资产/总负债 |
| DFL | 财务杠杆 | 等于（利润总额＋财务费用）／利润总额 |
| Industry | 行业 | 虚拟变量 |
| Year | 年份 | 虚拟变量 |

## 5.4 实证结果分析

### 5.4.1 描述性统计

表5-2 列示了模型中主要变量的统计分析结果。可以看出，资本成本

（COST）的均值为0.248，最大值为3.271，最小值为-0.722，标准差为0.819，变异系数3.302显示系族成员在资本成本上的差异较其他指标而言更为明显，这可能是因为系族内部资本市场在发挥融资平台功能方面存在较大差距；营业利润率（Income）的均值和中位数分别为0.087和0.07，最大值和最小值分别为0.674和-0.532，标准差为0.157；相对规模（RelSize）指标在样本个体间存在较大差异，变异系数为4.022，标准差为22.844，最大值和最小值分别为187.5和0.026，暗示系族内可能会存在信息效应。样本间的信息不对称程度（IRVar）均值为1.619，其中系族成员间信息不对称程度最大可达到21.81，最小值为0.386，表明不同系族的成员企业间的信息透明度存在较大差异；样本平均规模（Size）为21.38；应收账款周转率（ART）均值为19.106，应付

账款周转率（APT）均值为7.912，应收账款周转率较大而应付账款周转率较小，暗示企业具备较好的谈判能力，资金使用效率较高，偿债能力也较强，同时，企业比上游供应商的谈判能力更强，可能因其具有重要的市场地位；企业财务杠杆（DFL）的最大值和最小值分别为10.831和-0.926，显示出各企业的财务风险状况存在较大差别，这可能是行业差异引起的；资本结构（LR）的均值为2.915。

表5-2 主要变量的描述性统计分析

| 变量 | 样本数38 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 变异系数 | 最大值 | 最小值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ART | 2657 | 19.11 | 5.006 | 59.68 | 3.12 | 489.46 | 0.56 |
| APT | 2476 | 7.91 | 4.18 | 16.09 | 2.033 | 137.35 | 0.64 |
| income | 2657 | 0.087 | 0.07 | 0.157 | 1.81 | 0.67 | -0.53 |
| relsize | 1883 | 5.68 | 1.059 | 22.84 | 4.022 | 187.5 | 0.026 |
| cost | 2448 | 0.25 | -0.055 | 0.82 | 3.30 | 3.27 | -0.72 |
| Size | 2663 | 21.38 | 21.20 | 1.21 | 0.056 | 25.57 | 19.07 |
| LR | 2663 | 2.92 | 2.15 | 2.33 | 0.80 | 16.59 | 1.12 |
| IRVar | 2445 | 1.62 | 0.73 | 2.94 | 1.81 | 21.81 | 0.39 |
| DFL | 2195 | 1.58 | 1.19 | 1.42 | 0.90 | 10.83 | -0.93 |

### 5.4.2 多元回归结果分析

表5-3 对模型中主要变量的相关性进行了检验。结果显示，各变量之间的

相关系数的绝对值基本都在0.2以下，说明模型中各变量之间独立性良好，不存在多重共线性问题。其中，资本成本（COST）与企业杠杆（LR和DFL）都呈负向关系，而与信息不对称程度（IRVar）呈正向关系，表示系族成员间的信息越透明，越能缓解融资约束。营业利润率（INCOME）与相对规模

（RelSize）、企业规模（Size）、财务杠杆（DFL）等呈负向关系，而与信息不对称程度（IRVar）呈正向关系。

表5-3 各主要变量相关系数表

|  | ART | APT | income | relsize | cost | Size | LR | tfp | DFL |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ART | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| APT | 0.098\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
|  | （0） |  |  |  |  |  |  |  |  |
| income | 0.006 | 0.098\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |  |
|  | （0.752） | （0） |  |  |  |  |  |  |  |
| relsize | 0.041 | 0.412\*\*\* | -0.021 | 1 |  |  |  |  |  |

38 表5-2列示了模型（5-1）、模型（5-2）、模型（5-3）中的各主要变量，造成样本数不一致的情况。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | （0.168） | （0） | （0.478） |  |  |  |  |  |  |
| cost | 0.117\*\*\* | 0.017 | 0.083\*\*\* | -0.032 | 1 |  |  |  |  |
|  | （0） | （0.407） | （0） | （0.288） |  |  |  |  |  |
| Size | 0.164\*\*\* | -0.057\*\*\* | -0.007 | -0.119\*\*\* | 0.014 | 1 |  |  |  |
|  | （0） | （0.005） | （0.722） | （0） | （0.485） |  |  |  |  |
| LR | 0.010 | 0.124\*\*\* | 0.364\*\*\* | 0.101\*\*\* | -0.029 | -0.24\*\*\* | 1 |  |  |
|  | （0.592） | （0） | （0） | （0.001） | （0.151） | （0） |  |  |  |
| IRVar | 0.152\*\*\* | 0.027 | 0.044\*\* | -0.030 | 0.424\*\*\* | 0.032 | -0.029 | 1 |  |
|  | （0） | （0.19） | （0.031） | （0.315） | （0） | （0.111） | （0.155） |  |  |
| DFL | -0.021 | -0.045\*\* | -0.087\*\*\* | -0.044 | -0.063\*\*\* | 0.066\*\*\* | -0.155\*\*\* | -0.041\*\* | 1 |
|  | （0.318） | （0.043） | （0） | （0.177） | （0.005） | （0.002） | （0） | （0.062） |  |

注：括号内为P值，\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

在进一步区分系族不同经营战略并控制行业和年份等控制变量后，对各系族内部IPO产生的溢出效应的影响因素如表5-4、表5-5和表5-6所示进行了具体分析。

首先对多元化战略系族的溢出效应成因加以验证，结果如表5-4所示。其中，战略（group）代表系族采取的是多元化战略。当系族集团选用多元化战略时，group取值为1；当系族集团选用横向或纵向一体化战略时，group取值为0。

表5-4 多元化战略的溢出效应成因

| COST | |
| --- | --- |
| IRVar | 0.039\*\*\* |
|  | （30.23） |
| group | -0.023\*\*\* |
|  | （-1.03） |
| LR | 0.002\*\* |
|  | (2.04) |
| DFL | -0.011\*\* |
|  | （-1.97） |
| Size | -0.007 |
|  | （-0.67） |
| Year（年份） | 控制 |

|  |  |
| --- | --- |
| Indus（行业） | 控制 |
| \_cons | 1.465\*\*\* |
|  | （3.15） |
| Adj-R2 | 0.75 |
| F 值 | 143.17 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

表5-4显示，信息不对称系数（IRVar）为0.039，在1%水平上显著，符合信息不对称程度越高越能加重企业资本成本的预期。多元化战略（group）系数为-0.023，且在1%水平上显著，表明多元化战略能显著降低企业资本成本，且相对于横向或纵向一体化战略的系族，多元化可以为企业多节省2.3%的资本成本。杠杆比例（LR）和财务杠杆（DFL）对资本成本的影响分别为

0.002和-0.011，且都在5%水平上显著，表示杠杆比例对资本成本有正向关系，财务杠杆则反作用于资本成本，这是因为杠杆比例（LR）越高，企业资产相对负债越多，面临的融资压力越小，资本成本也就越低；然而，财务杠杆（DFL）越高，意味着企业面临的财务风险越大，资本成本也会越高。企业规模与资本成本呈负相关，但结果不显著。实证结果验证了假设1。

表5-5列示了纵向一体化战略下系族IPO溢出效应的成因。其中，战略

（group）代表系族采取的是纵向一体化战略。当系族集团选用纵向一体化战略时，group取值为1；当系族集团选用多元化或横向一体化战略时，group取值为0。具体结果如下。

表5-5 纵向一体化战略的溢出效应成因

| INCOME | |
| --- | --- |
| IRVar | 0.002 |
|  | （1.15） |
| group | 0.229\*\*\* |
|  | （5.81） |
| LR | -0.032\*\* |
|  | (-2.32) |
| DFL | -0.033\*\* |
|  | （-3.39） |
| Size | 0.98 |

|  |  |
| --- | --- |
|  | （6.75） |
| ART | 0.0002\*\* |
|  | （2.19） |
| APT | -2.88E-06 |
|  | （-0.37） |
| Year（年份） | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 |
| \_cons | -0.842 |
|  | （-1.16） |
| Adj-R2 | 0.76 |
| F 值 | 136.26 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

表5-5显示，信息不对称程度系数（IRVar）为0.002，但结果并不显著，表明在纵向一体化战略中，信息不对称程度与企业收入并不一定呈线性关系，所以在回归模型中并不是影响企业收入的主要因素。纵向一体化战略（group）的系数为0.229，且在1%水平上显著，表示纵向一体化战略（group）能有效促进企业收入的增加。应收账款周转率（ART）的系数为0.0002，在5%水平上显著，应收账款周转率（ART）越高，显示企业向下游贸易伙伴收账的速度越快，平均收账期也就越短，从而有效降低了企业坏账发生的可能，资产流动性增强使得企业偿债能力提高。而应付账款周转率（APT）的系数为

-2.88E-06，但结果并不显著，表明虽然应收账款周转率（APT）的降低可以提高企业收入，但是并不是影响收入的主要因素，这可能是企业的上游供应商谈判实力较强，企业免费使用供应商资金的能力较弱导致的。假设2中“纵向一体化战略系族的溢出效应是由交易成本的降低带来的”得以验证。此外，企业规模（Size）与收入正相关，系数为1，但并未通过显著性检验，表明规模（Size）并不是增加企业利润的主导因素。企业杠杆比例（LR）与财务杠杆（DFL）系数分别为-0.032和-0.033，且都在5%水平上显著，这可能是由于实施纵向一体化战略的系族，其资产使用效率不高或者杠杆比例（LR）超过了一定合理区间，致使企业杠杆比例的提高不再有利于企业利润的增长。

表5-6列示了横向一体化战略下系族IPO溢出效应的成因。其中，战略

（group）代表系族采取的是横向一体化战略。当系族集团选用横向一体化战

略时，group 取值为1；当系族集团选用多元化或纵向一体化战略时，group

取值为0。具体结果如下。

表5-6 横向一体化战略的溢出效应成因

| INCOME | |
| --- | --- |
| IRVar | 0.002 |
|  | （0.68） |
| group | -0.17\*\*\* |
|  | （-2.93） |
| LR | -0.024 |
|  | (-1.25) |
| DFL | -0.033\*\* |
|  | （-2.63） |
| Size | 0.988 |
|  | （4.76） |
| RelSize | 0.005\*\* |
|  | （6.74） |
| Year（年份） | 控制 |
| Indus（行业） | 控制 |
| \_cons | -0.303 |
|  | （-0.35） |
| Adj-R2 | 0.74 |
| F 值 | 69.86 |

注：\*，\*\*，\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%水平上显著。

由表5-6可以看出，横向一体化战略对企业收入的贡献系数为-0.17，且在

1%水平上显著，表明横向一体化战略对企业收入的提升效果不如多元化和纵向一体化战略，存在17%的差异。这与第4章中关于多元化/一体化战略对系族价值提升的研究结论一致。相对规模指标（RelSize）的系数为0.005，在

5%水平上显著，说明IPO企业相对族内同行业成员企业的规模越大，该企业就越具有行业影响力，由它披露或揭示的信息就更能准确详实的反映出目前行业的发展前景，同时也会吸引更多媒体和分析师等信息中介的关注，该IPO企业对成员企业的信息效应也就越明显。由此，假设3得以验证。企业杠杆

比例（LR）的系数为-0.024，但未通过显著性检验，这反映出，与纵向一体化战略系族类似，实施横向一体化战略的系族降低杠杆比例，反而有利于企业利润的增加，这可能是因为这类企业中杠杆比例（LR）过高，甚至超过了所在行业通常情况下的合理范围区间。财务杠杆（DFL）系数为-0.033，且在

5%水平上显著，这可能是由于系族集团的举债资金并未投资到最具竞争力的项目上，未能发挥资金的最大效益，造成企业的盈利能力降低；这也反映出企业面临较大的财务风险时，财务杠杆（DFL）的降低有利于企业控制风险，提高盈利能力。信息不对称程度系数（IRVar）为0.002，并未通过显著性检验，表明信息不对称程度（IRVar）指标在横向和纵向一体化战略系族中，与企业收入并不一定呈线性关系，所以在回归模型中并不是影响企业收入的主要因素。

## 5.5 研究结论

第4章的实证研究验证了系族内部成员IPO会对族内其他成员产生短期和长期溢出效应的假设，并且发现该溢出效应会因系族集团采取的经营战略的不同而有所差异。由于我国资本市场尚不发达，充斥着“内部交易”“庄”等现象，导致股价变动不能完全反映出投资者的真实预期和股票内在的价值波动。因此本章聚焦于探讨系族IPO长期溢出效应39的具体成因，并在此基础上区分不同经营战略并加以研究论证。

结果发现，对于采用多元化战略的系族，信息不对称程度（IRVar）是影响系族集团资本成本的主要因素（系数为0.039，在1%水平上显著），并且验证了成员IPO对多元化战略系族的溢出效应是由信息不对称程度降低造成资本成本减少引起的。对于采用纵向一体化战略的系族，与系族内上下游贸易伙伴间的博弈能力是影响其未来发展的主要因素，经分析验证，应收账款周转率（ART）系数为0.0002，在5%水平上显著；应付账款周转率（APT）系数为-2.88E-06，但未通过显著性检验，表明企业向客户收账速度较快，资产流动性较强且企业偿债能力提高，但是企业免费使用供应商资金的能力较弱，验证了成员IPO对纵向一体化战略系族的溢出效应是由交易成本的降低带来的假设。最后，对于横向一体化战略系族，成员间的信息效应和规模经济优势是引导企业共同发展的主要因素，经验证，相对规模指标（RelSize）系数为0.005，在5%水平上显著，表明该IPO企业对成员企业的信息效应非

39 长期溢出效应是指企业IPO对其他成员在未来5年期间甚至更长时间的溢出效应。

常明显，因此，验证了成员 IPO 对横向一体化战略系族的溢出效应是由信息效应带来的。

# **第6**章 研究结论、启示与展望

本章对论文各个章节的研究结论进行了梳理、归纳和总结，并在此基础上收获了关于改善内部资本市场配置效率、引导系族企业价值成长、完善外部资本市场运行机制进而促进宏观经济又好又快增长的一些启示，最后阐述了本文研究中存在的不足以及未来的研究方向。

## 6.1 研究结论

本文以我国系族上市公司为研究样本，以我国转型时期和新兴市场为研究背景，以管理理论中的内部资本市场理论、信息不对称理论、委托代理理论、融资优序理论、控制权理论和战略管理领域中的产业组织、公司边界和公司内部特征视角等为理论基础，通过理论分析、事件研究和实证模型检验，探讨了系族内部资本市场的存在性及其配置效率问题，并进一步把系族内成员企业IPO事件作为切入点，研究多元化/专业化系族内部资本市场的资源配置机理、特征、影响因素和各成员企业的价值成长过程等，最后阐述了多元化/专业化系族IPO长期溢出效应的形成原因，得出了以下主要研究结论：

第一，整体来看，我国系族存在内部资本市场；在进一步按市场化程度、金融业发展程度和控制权与现金流权分离程度等因素区分系族所处不同地区后发现，外部资本市场的完善程度与内部资本市场的效率直接相关，地处市场化程度较高、投资者保护到位和法律监管措施更为健全的系族，其内部资本市场配置更有效率；此外，国有系族由于有着更加便利的外部融资渠道40，同时还肩负着社会稳定、促进就业、社会保障等各类社会责任和政治使命，使其更有优势与动力来发展和完善内部资本市场，因此，相比于非国有系族，国有系族内部资本市场的配置效率更高；在国有产权系族中，中央控制系族的内部资本市场比地方控制系族更加完善，配置效率更高；有交叉上市成员的系族，其交易成本更低、可以融得更多资金并降低信息不对称程度等，都有助于提高系族内部资本市场的配置效率。

第二，IPO对多元化/一体化系族会产生不同的短期和长期溢出效应。短期溢出效应以超常累计回报（CAR）衡量，具体体现在，当系族内某一成员企业IPO，系族整体市场表现消极，CAR值为负，且国有系族CAR值更低，非国有系族市场表现稍好，这可能与股市中的比价效应、IPO抑价和信号传

40 主要指银行贷款。

递效应等有关。多元化战略下，IPO对系族的溢出效应为负；横向一体化战略下，IPO对系族有负的溢出效应，非国有系族市场表现更好；纵向一体化战略下，IPO对系族的溢出效应由正变负，投资者对非国有系族更有信心。本章还发现，IPO事件能够促进系族价值成长，表现为长期溢出效应，即IPO能提升不同战略系族整体价值。具体表现为，在提升系族整体价值方面，多元化战略贡献最大，其次为横向一体化，而纵向一体化战略最能提升国有系族价值；纵向一体化系族IPO对国有系族价值有提升作用，对非国有系族价值有抵减作用；IPO对国有系族价值的提升比非国有系族作用更大；拥有交叉上市企业的系族集团内部的成员企业IPO较之非交叉上市系族更能提升系族整体价值。

第三，我国资本市场尚不完善，存在着“内部交易”“庄”等现象，导致股价变动不能完全反映出投资者的真实预期和股票内在的价值波动。因此，对长期溢出效应而非短期溢出效应的具体成因的探讨更能获悉内部资本市场的特征和运作机理。研究发现，对于采用多元化战略的系族，信息不对称程度是影响系族集团资本成本的主要因素，成员IPO对多元化战略系族的溢出效应是由信息不对称程度降低使得资本成本减少引起的。对于采用纵向一体化战略的系族，与系族内上下游贸易伙伴间的博弈能力是影响其未来发展的主要因素，经分析验证，应收账款周转率是影响企业盈利水平的主要因素，而应付账款周转率作用不明显，表明企业向客户收账速度较快，资产流动性较强，偿债能力提高，但是企业免费使用供应商资金的能力较弱；交易成本的降低是引起成员IPO对纵向一体化战略系族溢出效应的主要原因。对于横向一体化战略系族，IPO企业对成员企业的信息效应非常明显，这也是引发长期溢出效应的主要因素。

## 6.2 研究启示

为减少类似系族企业并购扩张后因其内部资本市场配置低效而导致成员企业陷入财务困境的现象41发生，在结合本文研究结论的基础上，得到如下启示，希望有助于内部资本市场配置效率和系族整体价值的提升以及整个资本市场的健康发展和宏观经济的持续稳步发展。

### 6.2.1 内部资本市场体系的完善

由前文分析可知，多元化/专业化战略均能有效促进系族价值成长。系族

41 如“格林柯尔系”“鸿仪系”“张海系”“德隆系”等。

组建的目的旨在缓解成员企业面临的外部融资约束，为净现值为正的项目提供现金流支持。然而，系族成员和系族总部的寻租行为、大股东的隧道挖掘行为、大股东与经理间的合谋行为等成为制约内部资本市场健康发展的瓶颈。因此，加强和完善内部资本市场体系的构建，可以为多元化/专业化战略系族的健康发展提供良好的内部环境。具体措施主要体现在以下几个方面：

首先，完善集团法规和内部控制制度，并将股权制衡机制作为对正式法规的非正式补充机制，缩小控制权与现金流权分离程度，强化大股东的责任和义务。

其次，加强内部资本配置规则的执行力度，按照各投资回报率的高低部署资产，提高各成员间的信息透明度，杜绝寻租行为。

最后，提高横向一体化系族成员企业间的资源整合能力和知识共享收益，合作研发，以进一步提高系族整体的核心竞争力。

### 6.2.2 外部资本市场体系的完善

由于地处市场化程度较高、投资者保护到位和法律监管措施更为健全的地区，其系族内部资本市场配置更有效率，因此进一步发展和完善外部资本市场体系，是内部资本市场稳定发展和宏观经济持续增长的前提。

首先，提高外部资本市场的信息披露水平，完善信息披露机制，充分发挥注册会计师、评级机构、财务分析师等信息代理商的信息挖掘能力以及证监会的监管职能。

其次，加强对中小股东的法律保护力度，赋予中小股东信息权和诉讼权，维护中小股东事前和事中的监督权利，保证中小股东诉讼权利能得以正常行使。

最后，鼓励企业到发达国家/地区跨境交叉上市，在克服市场分割壁垒、消除国际投资障碍的同时，来进一步提高母国市场的信息披露水平、透明度和监管水平，分散部分系统性风险，逐步提升外部资本市场的效率。

## 6.3 研究局限与展望

本文从选题、收集数据到最终完成历经了两年多的时光，其间阅读大量文献、查阅各种资料力求更加全面。然而，内部资本市场的研究一直是财务领域的热门话题，它伴随着外部制度环境和宏观经济背景的改变而处于动态变化之中。由于时间、精力和学识有限，本文的研究只能是探索性的，并至少存在以下几点局限。

第一，由于证券市场上系族集团数据的稀缺性和隐秘性，本文未将系族内部未上市公司纳入研究范围来综合考察系族内部资本市场的运作机理、特征和经济后果等，使得本文的研究结论存在一定的局限性。

第二，内部资本市场与外部资本市场间联系紧密，外部资本市场的微小变化都会对内部资本市场造成一定影响，而本文只是从宏观整体上考察系族集团内部资本市场的配置效率，并未将ICM与ECM相结合来考察外部资本市场效率环境对ICM的配置效率的影响。

第三，本文对系族成员交叉上市部分的探讨，只考察了成员企业在A、H股交叉上市的情况，而并未全面分析成员企业在其他资本市场交叉上市的情况，这是因为考虑到AH交叉上市的样本在所有交叉上市样本中占绝大多数，而且对跨境市场相同的样本进行分析便于统一比较。然而这也使本文的研究结论存在一定的局限性。

第四，各系族成员企业内部各分部间相互关系的探讨。碍于企业内部数据不易获取，本文并未具体研究族内成员企业内部各分部间的相互博弈能力和资本运作特征及机理。

在对国内外相关文献的反复梳理、回顾和总结的基础上，本文可能还存在能够进一步完善的几个方面，以作为未来的研究方向：

第一，在分析内部资本市场效率时，忽视了对各系族外部融资能力的考察。将企业的外部融资能力与内部融资成本相结合，探讨企业是否存在寻租行为以及内部资本市场存在的目的等。

第二，对于系族金字塔结构特征的衡量只使用了控制权与现金流权分离程度代理变量。然而，这种股权特征与内部资本市场的运作机制联系紧密，进一步结合金字塔结构的其他代理变量来研究内部资本市场效率的影响因素也可作为本文未来的研究方向。

第三，在分析长期和短期溢出效应时，按照系族内各成员企业按所属层级进行细分，可能会更加细致地探讨族内不同层级的成员企业IPO带来的溢出效应有何差异，以及可能的政策建议等。

参考文献

[1] 巴曙松, 中国―系族企业‖的金融之殇, 现代商业银行, 2005年第12期, 13-15 页.

[[2] 蔡昌达](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%94%a1%e6%98%8c%e8%be%be&amp;scode=22508547%3b09220938%3b)、[王艺明](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e8%89%ba%e6%98%8e&amp;scode=22508547%3b09220938%3b), [IPO抑价因素的实证分析: 基于创业板视角](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=34&amp;CurRec=30&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JJJW201101029&amp;urlid&amp;yx), [经济经纬](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJJW), 2011年第1期, 135-140页.

[3] 蔡琳, 中国上市公司系族的股权结构和内部资本市场, 北京交通大学硕士论文, 2003 .

[4] 陈共荣、李琳, IP0前盈余管理与抑价现象的实证研究, 系统工程, 2006年第9期, 74-80页.

[[5] 陈国进、王景, 我国公司A+H交叉上市的溢出效应分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=68&amp;CurRec=3&amp;recid&amp;FileName=LKGP200704007&amp;DbName=CJFD0608&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr), [南开管理评论](http://epub.cnki.net/kns/Navi/ScdbBridge.aspx?DBCode=CJFD&amp;BaseID=LKGP&amp;UnitCode&amp;NaviLink=%e5%8d%97%e5%bc%80%e7%ae%a1%e7%90%86%e8%af%84%e8%ae%ba), 2007年第8期, 36-42页.

[[6] 陈金龙](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e9%87%91%e9%be%99&amp;scode=07573253%3b25163298%3b)、[谢建国](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%b0%a2%e5%bb%ba%e5%9b%bd&amp;scode=07573253%3b25163298%3b), [系族企业内部资本市场存在性及效率研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=29&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JJGA201011010&amp;urlid&amp;yx), [宏观经济研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJGA), [2010](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=IssueLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqyearinfo&amp;ShowField=cname&amp;Field=BaseID%2Ayear%2Aissue&amp;Value=JJGA%2A2010%2A11)年第11期, 52-58页.

[[7] 陈金龙](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e9%87%91%e9%be%99&amp;scode=07573253%3b24250708%3b)、[戴五七](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%88%b4%e4%ba%94%e4%b8%83&amp;scode=07573253%3b24250708%3b), [企业集团内部资本市场低效配置问题的网络治理机制研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=9&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=HQDX201301006&amp;urlid&amp;yx), [华侨大学学报年（哲学社会科学版）](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=HQDX), 2013年第1期, 44-52页.

[[8] 陈良华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%89%af%e5%8d%8e&amp;scode=06612337%3b14016805%3b25263008%3b)、[陈吉凤](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e5%90%89%e5%87%a4&amp;scode=06612337%3b14016805%3b25263008%3b)、[王建将， 多元化战略与集团企业内部资本市场配置效率关系研究](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%bb%ba%e5%b0%86&amp;scode=06612337%3b14016805%3b25263008%3b), [东南大学学报年（哲学社会科学版）](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=DNDS), 2013年第2期, 56-63页.

[[9] 陈胜蓝](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%83%9c%e8%93%9d&amp;scode=06750832%3b), [财务会计信息与IPO抑价](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=151&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JRYJ201005013&amp;urlid&amp;yx), [金融研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRYJ), 2010年第5期, 152-165页.

[[10] 陈学胜](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e5%ad%a6%e8%83%9c&amp;scode)、[覃家琦](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%a6%83%e5%ae%b6%e7%90%a6&amp;scode), [交叉上市股票价格发现能力差异及交易信息含量测度](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=63&amp;CurRec=1&amp;recid&amp;FileName=ZGGK201302002&amp;DbName=CJFDLAST2013&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr), [中国管理科学](http://epub.cnki.net/kns/Navi/ScdbBridge.aspx?DBCode=CJFD&amp;BaseID=ZGGK&amp;UnitCode&amp;NaviLink=%e4%b8%ad%e5%9b%bd%e7%ae%a1%e7%90%86%e7%a7%91%e5%ad%a6), 2013年第4期, 9-16页.

[11] 丁新娅, 青鸟系控制权的构建及其收益, 新理财, 2004年第12期, 33-38页.

[[12] 冯丽霞](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%86%af%e4%b8%bd%e9%9c%9e&amp;scode=06474231%3b), [内部资本市场： 组织载体、交易与租金](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=51&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=KJYJ200608006&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2006年第8期, 37-43页.

[[13] 付雷鸣](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%bb%98%e9%9b%b7%e9%b8%a3&amp;scode=22079698%3b05968738%3b22079699%3b)、[万迪昉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%b8%87%e8%bf%aa%e6%98%89&amp;scode=22079698%3b05968738%3b22079699%3b)、[张雅慧](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e9%9b%85%e6%85%a7&amp;scode=22079698%3b05968738%3b22079699%3b), [R&D投入水平影响IPO抑价吗——基于创业板上市公司的研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=34&amp;CurRec=49&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JJYG201111010&amp;urlid&amp;yx), [经济与管理研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJYG), 2011年第11期, 52-60页.

[[14] 高明华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%ab%98%e6%98%8e%e5%8d%8e&amp;scode=06364723%3b14504815%3b)、[杜雯翠](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%9c%e9%9b%af%e7%bf%a0&amp;scode=06364723%3b14504815%3b), [系族企业信息披露行为研究: 基于民营上市公司的经验分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=20&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=DJGL201109004&amp;urlid=13.1356.F.20110926.1723.005&amp;yx), [当代经济管理](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=DJGL), [2011年第09](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=IssueLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqyearinfo&amp;ShowField=cname&amp;Field=BaseID%2Ayear%2Aissue&amp;Value=DJGL%2A2011%2A09)期, 21-26页.

[15] 黄鹏、方小玉, 集团公司治理对内部资本市场效率的影响——来自我国2009年系族集团的经验证据, 苏州大学学报（哲学社会科学版）, 2012

年第1期, 101-108页.

[[16] 韩忠雪](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%9f%a9%e5%bf%a0%e9%9b%aa&amp;scode=09593610%3b)、[朱荣林](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9c%b1%e8%8d%a3%e6%9e%97&amp;scode=09593610%3b), [多元化公司内部资本市场理论研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=21&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0305&amp;filename=WGJG200502005&amp;urlid&amp;yx), [外国经济与管理](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=WGJG), 2005年第2期, 38-43页.

[[17] 胡丹](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%83%a1%e4%b8%b9&amp;scode=21930836%3b08709973%3b)、[冯巧根](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%86%af%e5%b7%a7%e6%a0%b9&amp;scode=21930836%3b08709973%3b), [信息环境、审计质量与IPO抑价——以A股市场2009-2011年上市的公司为例](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=19&amp;CurRec=4&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=KJYJ201302013&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2013年第2期, 78-85页.

[18] 胡经生, ―一控多‖公司: 实证分析与理论解释, 证券市场导报, 2009年第8期, 51-58页.

[[19] 胡忠良](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%83%a1%e5%bf%a0%e8%89%af&amp;scode=25498807%3b), [企业集团内部资本市场的机制设计研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=19&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=SCLY201302058&amp;urlid&amp;yx), [生产力研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=SCLY), 2013年第2期, 190-192页.

[[20] 姜婷、周孝华、董耀武](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%a7%9c%2B%e5%a9%b7%2B%e5%91%a8%e5%ad%9d%e5%8d%8e%2B%e8%91%a3%e8%80%80%e6%ad%a6&amp;scode), [新股投机行为与IPO抑价](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=24&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDPREP&amp;filename=CDSK201306X0B&amp;urlid&amp;yx), [重庆大学学报年（社会科学版）](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=CDSK), 2013年第6期, 72-77页.

[[21] 焦明宇](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%84%a6%e6%98%8e%e5%ae%87&amp;scode=27292788%3b27483417%3b)、[安慧琴](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ae%89%e6%85%a7%e7%90%b4&amp;scode=27292788%3b27483417%3b), [创业板IPO溢价实证研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=1&amp;CurRec=39&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=ZYCY201205008&amp;urlid&amp;yx), [中央财经大学学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=ZYCY), 2012年第5期, 36-43页.

[22] 郎咸平、张信东, 德隆系: ―类家族企业‖中国模式, 新财富, 2001年第4期, 26-41页.

[23] 李博、吴世农, 中国股市新股发行年第IPO期的初始收益率研究, 南开经济评论, 2000年第5期, 31-36页.

[[24] 李艳荣](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%8e%e8%89%b3%e8%8d%a3&amp;scode=10279228%3b05966088%3b)、[金雪军](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%87%91%e9%9b%aa%e5%86%9b&amp;scode=10279228%3b05966088%3b), [论内部资本市场中资源配置的效率](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=XSYK200704014&amp;urlid&amp;yx), [学术月刊](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=XSYK), 2007年第4期, 90-96页.

[[25] 李娜](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%8e%e5%a8%9c&amp;scode=10578751%3b), [企业集团内部资本市场与融资约束关系的研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=13&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=XSLT201301037&amp;urlid&amp;yx), [学术论坛](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=XSLT), 2013年第1期, 165-168页.

[26] 梁寅鹏, 中国资本市场―系‖现象研究, 清华大学硕士论文, 2003.

[27] 刘素, 中国系族集团与一般企业多元化差异的实证研究, 企业经济, 2011年第2期, 13-15页.

[28] 刘素、薛有志, 不同战略导向的系族及系族成员企业多元化战略的实证研究, 企业经济, 2009年第7期, 14-16页.

[[29] 刘广](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%88%98%e5%b9%bf&amp;scode=11606212%3b), [IPO抑价理论演化与文献综述](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=19&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JXJG201303019&amp;urlid&amp;yx), [技术经济与管理研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JXJG), 2013年第3期, 84-88页.

[[30] 刘星](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%88%98%e6%98%9f&amp;scode=10492096%3b25663538%3b10491237%3b)、[计方](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%ae%a1%e6%96%b9&amp;scode=10492096%3b25663538%3b10491237%3b)、[付强](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%bb%98%e5%bc%ba&amp;scode=10492096%3b25663538%3b10491237%3b), [货币政策、集团内部资本市场运作与资本投资](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=3&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JJKX201303001&amp;urlid&amp;yx), [经济科学](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJKX), 2013年第3期, 18-33页.

[[31] 刘晓云](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%88%98%e6%99%93%e4%ba%91&amp;scode=29031354%3b08076357%3b29031355%3b)、[应瑞瑶](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ba%94%e7%91%9e%e7%91%b6&amp;scode=29031354%3b08076357%3b29031355%3b)、[王陆](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e9%99%86&amp;scode=29031354%3b08076357%3b29031355%3b), [股票市场风险溢出效应测度——基于欧债危机的分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=95&amp;CurRec=59&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JHKX201303008&amp;urlid&amp;yx), [江苏社会科学](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JHKX), 2013年第3期, 43-48页.

[[32] 刘煜辉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%88%98%e7%85%9c%e8%be%89&amp;scode=10072791%3b10287125%3b)、[沈可挺](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%b2%88%e5%8f%af%e6%8c%ba&amp;scode=10072791%3b10287125%3b), [是一级市场抑价， 还是二级市场溢价——关于我国新股高抑价的一种检验和一个解释](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=34&amp;CurRec=15&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JRYJ201111016&amp;urlid&amp;yx), [金融研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRYJ), 2011年第11期, 183-196页.

[33] 刘煜辉、熊鹏, 股权分置、政府管制和中国IPOs抑价, 经济研究, 2005年第5期, 85-95页.

[[34] 龙建辉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%be%99%e5%bb%ba%e8%be%89&amp;scode=14202459%3b), [内部资本市场研究历程: 理论、建模与实证——我国内部资本市场研究十年回顾](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=94&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=DJGL200911022&amp;urlid&amp;yx), [当代经济管理](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=DJGL), 2009年第11期, 80-85页.

[[35] 卢建新](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%8d%a2%e5%bb%ba%e6%96%b0&amp;scode=10471698%3b), [内部资本市场、外部资本市场与外部融资——来自美国1980～](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=5&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=ZLCJ201304011&amp;urlid&amp;yx)2008年的经验证据, 中南财经政法大学学报, 2013年第4期, 78-85页.

[[36] 卢建新](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%8d%a2%e5%bb%ba%e6%96%b0&amp;scode=10471698%3b), [股权结构、公司治理与内部资本市场效率](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=199&amp;CurRec=6&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=ZLCJ200904022&amp;urlid&amp;yx), [中南财经政法大学学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=ZLCJ), 2013年第4期, 120-125页.

[37] 马金城、王磊, 系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究, 管理世界, 2009年第12期, 150-163页.

[38] 马凤麟、王业超, 牛市行情下IPO抑价率水平研究, 商业文化, 2008年第l期, 74页.

[[39] 马永强](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%a9%ac%e6%b0%b8%e5%bc%ba&amp;scode=10220730%3b10219981%3b)、[陈欢](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e6%ac%a2&amp;scode=10220730%3b10219981%3b), [金融危机冲击对企业集团内部资本市场运行的影响——来自我国民营系族企业的经验证据](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=14&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=KJYJ201304007&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2013年第4期, 38-45页.

[40] 宁向东、陈宁, 系族企业的特征: 一个初步特征, 财经问题研究, 2005年第4期, 29-33页.

[[41] 潘爱玲](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%bd%98%e7%88%b1%e7%8e%b2&amp;scode=08854373%3b08212152%3b10953068%3b)、[李慧](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%8e%e6%85%a7&amp;scode=08854373%3b08212152%3b10953068%3b), [企业集团内部资本市场价格机制研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=10&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JJYG201305007&amp;urlid&amp;yx), [经济与管理研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJYG), 2013年第5期, 36-42页.

[42] 潘旭军, 民营上市公司的―系族‖研究综述, 经济与管理, 2011年第9期, 93-95页.

[43] 钱德勒, 规模经济与范围经济——工业资本主义的原动力, 中国社会科学出版社, 1999年2月第一版.

[[44] 钱雪松](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%92%b1%e9%9b%aa%e6%9d%be&amp;scode=11325437%3b), [企业内部资本配置效率问题研究——基于融资歧视和内部人控制的一般均衡视角](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=51&amp;CurRec=40&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDTEMP&amp;filename=KJYJ201310006&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2013（10）, 43-50页.

[[45] 钱雪松](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%92%b1%e9%9b%aa%e6%9d%be&amp;scode=11325437%3b), [企业内部资本配置文献综述](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=135&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=JJPL200803023&amp;urlid&amp;yx), [经济评论](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJPL), 2008年第3期, 135-141页.

[[46] 邱冬阳](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%82%b1%e5%86%ac%e9%98%b3&amp;scode=22447976%3b22632427%3b20853494%3b)、[熊维勤](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%86%8a%e7%bb%b4%e5%8b%a4&amp;scode=22447976%3b22632427%3b20853494%3b)、[皮星](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%9a%ae%e6%98%9f&amp;scode=22447976%3b22632427%3b20853494%3b), [IPO抑价的滞后效应: 来自中国市场的实证研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=76&amp;CurRec=3&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=YUCE201205011&amp;urlid&amp;yx), [预测](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=YUCE), 2012年第5期, 58-63页.

[47] 邵军、刘志远, [―系族企业‖内部资本市场有效率吗——基于鸿仪系的案例研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=41&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=GLSJ200706016&amp;urlid&amp;yx), [管理世界](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=GLSJ), 2007年第6期, 114-121页.

[48] 邵军、刘志远, ―系族企业‖内部资本资本市场有效率吗——基于中国―系族企业‖的实证验证, 中国会计评论, 2009年第9期, 271-282页.

[49] 邵军、刘志远, [市场化环境、所有权性质与集团内部资本配置效率](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=133&amp;CurRec=46&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=CJWT201103017&amp;urlid&amp;yx), [财经问题研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=CJWT), 2011年第3期, 111-116页.

[50] 邵军、刘志远, [公司治理与企业集团内部资本配置效率——基于我国集团控股公司的实证检验](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=13&amp;CurRec=9&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDPREP&amp;filename=CJWT201401X0C&amp;urlid&amp;yx), [财经问题研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=CJWT), 2014年第1期, 80-87页.

[[51] 邵毅平](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%82%b5%e6%af%85%e5%b9%b3&amp;scode=09367508%3b24659081%3b)、[虞凤凤](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%99%9e%e5%87%a4%e5%87%a4&amp;scode=09367508%3b24659081%3b), [内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=74&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=GGYY201204011&amp;urlid&amp;yx), [中国工业经济](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=GGYY), 2012年第4期, 102-114页.

[[52] 苏冬蔚](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%8b%8f%e5%86%ac%e8%94%9a&amp;scode), [多元化经营与企业价值: 我国上市公司多元化溢价的实证分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=61&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDHIS&amp;filename=JJXU2005S1007&amp;urlid&amp;yx), [经济学（季刊）](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJXU), 2005年第S1期, 135-158页.

[[53] 孙国茂](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ad%99%e5%9b%bd%e8%8c%82&amp;scode=27027096%3b29563349%3b29563350%3b29563351%3b)、[姜顺其](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%a7%9c%e9%a1%ba%e5%85%b6&amp;scode=27027096%3b29563349%3b29563350%3b29563351%3b)、[张韶岩](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e9%9f%b6%e5%b2%a9&amp;scode=27027096%3b29563349%3b29563350%3b29563351%3b), [中国股票市场IPO抑价原因研究——基于创业板的统计数据](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=19&amp;CurRec=16&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=SDZS201304006&amp;urlid&amp;yx), [ft东大学学报（哲学社会科学版）](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=SDZS), 2013年第4期, 21-29页.

[[54] 覃家琦](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%a6%83%e5%ae%b6%e7%90%a6&amp;scode=08157668%3b25412326%3b27013330%3b)、[邵新建](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%82%b5%e6%96%b0%e5%bb%ba&amp;scode=08157668%3b25412326%3b27013330%3b)、[赵映雪](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%b5%b5%e6%98%a0%e9%9b%aa&amp;scode=08157668%3b25412326%3b27013330%3b), [双重上市、IPO抑价与大规模融资行为——来自中国公司IPO的证据](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=1&amp;CurRec=4&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JRYJ201203017&amp;urlid&amp;yx), [金融研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRYJ), 2012年第3期, 193-206页.

[55] 唐健, 中国创业板公司IPO定价与抑价研究, 重庆大学硕士学位论, 2010.

[56] 万良勇、魏明海, 我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题—以三九集团和三九医药为例, 当代财经, 2006年第2期, 78-81页.

[57] 万良勇, 中国企业内部资本市场的功能、陷阱及其法律规制, 经济与管理, 2006年第11期, 5-9页.

[58] 王攀, 基于有限注意的IPO溢出效应研究——对同行业同地域公司的实证检验页, 中南大学硕士论文, 2010.

[[59] 王景, 交叉上市、风险分散与溢出效应](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=68&amp;CurRec=4&amp;recid&amp;FileName=ZQDB200706011&amp;DbName=CJFD0608&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr), [证券市场导报](http://epub.cnki.net/kns/Navi/ScdbBridge.aspx?DBCode=CJFD&amp;BaseID=ZQDB&amp;UnitCode&amp;NaviLink=%e8%af%81%e5%88%b8%e5%b8%82%e5%9c%ba%e5%af%bc%e6%8a%a5), 2007年第6期, 63-70页.

[[60] 王蓉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e8%93%89&amp;scode=06618472%3b25142953%3b06612337%3b)、[周芸](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%91%a8%e8%8a%b8&amp;scode=06618472%3b25142953%3b06612337%3b)、[陈良华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%89%af%e5%8d%8e&amp;scode=06618472%3b25142953%3b06612337%3b), [中国―系族企业‖分部经理影响力活动、内部资本市场及其配置效率](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=16&amp;CurRec=3&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=SHJR201209004&amp;urlid&amp;yx), [上海金融](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=SHJR), 2012年第9期, 16-22页.

[[61] 王峰娟](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%b3%b0%e5%a8%9f&amp;scode=06284496%3b14259918%3b)、[安国俊](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ae%89%e5%9b%bd%e4%bf%8a&amp;scode=06284496%3b14259918%3b), [新兴市场国家内部资本市场研究成果与启示](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=177&amp;CurRec=7&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=CJWT201003020&amp;urlid&amp;yx), [财经问题研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=CJWT), 2010年第3期, 121-125页.

[[62] 王峰娟](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%b3%b0%e5%a8%9f&amp;scode=06284496%3b06297164%3b)、[谢志华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%b0%a2%e5%bf%97%e5%8d%8e&amp;scode=06284496%3b06297164%3b), [内部资本市场效率实证测度模型的改进与验证](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=177&amp;CurRec=5&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=KJYJ201008008&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2010年第8期, 42-48页.

[63] 王峰娟、邹存良, 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究, 管理世界, 2009年第4期, 153-161页.

[[64] 王化成](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%8c%96%e6%88%90&amp;scode=05975821%3b26371400%3b)、[曾雪云](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9b%be%e9%9b%aa%e4%ba%91&amp;scode=05975821%3b26371400%3b), [专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=74&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=GLSJ201212014&amp;urlid&amp;yx), [管理世界](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=GLSJ), 2012年第12期, 155-168页.

[[65] 王化成](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%8c%96%e6%88%90&amp;scode=05975821%3b26529214%3b25520407%3b26132114%3b25330811%3b)、[蒋艳霞](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%92%8b%e8%89%b3%e9%9c%9e&amp;scode=05975821%3b26529214%3b25520407%3b26132114%3b25330811%3b)、[王珊珊](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e7%8f%8a%e7%8f%8a&amp;scode=05975821%3b26529214%3b25520407%3b26132114%3b25330811%3b)、[张伟华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e4%bc%9f%e5%8d%8e&amp;scode=05975821%3b26529214%3b25520407%3b26132114%3b25330811%3b)、[邓路](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%82%93%e8%b7%af&amp;scode=05975821%3b26529214%3b25520407%3b26132114%3b25330811%3b), [基于中国背景的内部资本市场研究: 理论框架与研究建议](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=133&amp;CurRec=1&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=KJYJ201107006&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2011年第7期, 28-37页.

[[66] 王小鲁](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%b0%8f%e9%b2%81&amp;scode)、[余静文](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%bd%99%e9%9d%99%e6%96%87&amp;scode)、[樊纲](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%a8%8a%e7%ba%b2&amp;scode), [中国分省企业经营环境指数2013年报告年第摘要期](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=86&amp;CurRec=1&amp;recid&amp;FileName=LJXZ201304003&amp;DbName=CJFDLAST2013&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr), [国家行政学院学报](http://epub.cnki.net/kns/Navi/ScdbBridge.aspx?DBCode=CJFD&amp;BaseID=LJXZ&amp;UnitCode&amp;NaviLink=%e5%9b%bd%e5%ae%b6%e8%a1%8c%e6%94%bf%e5%ad%a6%e9%99%a2%e5%ad%a6%e6%8a%a5), 2013年第8期, 24-34页.

[67] 汪建成、毛蕴诗, 中国上市公司扩展的业务、地域多元化战略研究, 管理世界, 2006年第2期, 152-153页.

[[68] 魏明海](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%ad%8f%e6%98%8e%e6%b5%b7&amp;scode=10172850%3b)、[万良勇](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%b8%87%e8%89%af%e5%8b%87&amp;scode=10172850%3b), [我国企业内部资本市场的边界确定](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=204&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=ZSDS200601017&amp;urlid&amp;yx), [中ft大学学报年第社会科学版期](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=ZSDS), 2006年第1期, 92-97页.

[[69] 吴晓晖](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%90%b4%e6%99%93%e6%99%96&amp;scode=10522594%3b28186804%3b)、[Qi Zeng](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=Qi%2BZeng&amp;scode=10522594%3b28186804%3b), [资本自由化、内部资本配置与代理成本](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=74&amp;CurRec=97&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JCYJ201210006&amp;urlid&amp;yx), [管理科学学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JCYJ), 2012年第10期, 59-74页.

[[70] 吴大勤](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%90%b4%e5%a4%a7%e5%8b%a4&amp;scode=11166763%3b06612337%3b10667400%3b)、[陈良华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%89%af%e5%8d%8e&amp;scode=11166763%3b06612337%3b10667400%3b)、[张昉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e6%98%89&amp;scode=11166763%3b06612337%3b10667400%3b), [分部双重身份的制衡对内部资本市场效率改进](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=133&amp;CurRec=35&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=XTGC201104007&amp;urlid&amp;yx), [系统工程学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=XTGC), 2011年第4期, 468-473页.

[[71] 谢军](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%b0%a2%e5%86%9b&amp;scode=07572546%3b22571747%3b)、[王娃宜](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%a8%83%e5%ae%9c&amp;scode=07572546%3b22571747%3b), [国有企业集团内部资本市场运行效率: 基于双重代理关系的分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=34&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JJPL201001014&amp;urlid&amp;yx), [经济评论](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJPL), 2010年第1期, 97-104页.

[72] 徐倩, 我国投资者行为与IPO抑价相关性分析, 生产力研究, 2009年第17期, 43-45页.

[[73] 徐守喜](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%be%90%e5%ae%88%e5%96%9c&amp;scode=23340322%3b25015414%3b)、[梁叔翔](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%a2%81%e5%8f%94%e7%bf%94&amp;scode=23340322%3b25015414%3b), [全流通下我国IPO抑价的实证分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=151&amp;CurRec=113&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JRLS201010022&amp;urlid&amp;yx), [金融理论与实践](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRLS), 2010年第10期, 94-97页.

[[74] 徐志坚](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%be%90%e5%bf%97%e5%9d%9a&amp;scode=08720392%3b25208007%3b25208006%3b)、[李宗贵](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%8e%e5%ae%97%e8%b4%b5&amp;scode=08720392%3b25208007%3b25208006%3b)、[杨碧云](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%a8%e7%a2%a7%e4%ba%91&amp;scode=08720392%3b25208007%3b25208006%3b), [创业企业IPO市场溢价: 对董事会构成、TMT股权分布和风险资本的检验](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=34&amp;CurRec=44&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=XUXI201109025&amp;urlid&amp;yx), [软科学](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=XUXI), 2011年第9期, 111-115页.

[75] 许艳芳、张伟华、文旷宇, 系族企业内部资本市场功能异化及其经济后果——基于明天科技的案例研究, 管理案例研究与评论, 2009年第8期, 103-109页.

[76] 许奇挺, 企业集团整体上市研究, 技术经济, 2005年第2期, 1-3页.

[77] 冼国明、杨锐, [跨国公司的内部资本市场](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=8&amp;CurRec=1&amp;recid&amp;FileName=SJJJ200105004&amp;DbName=CJFD9902&amp;DbCode=CJFQ&amp;pr), 世界经济, 2001年第5期, 29-37页.

[[78] 谢军](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%b0%a2%e5%86%9b&amp;scode=07572546%3b22571747%3b)、[王娃宜](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e5%a8%83%e5%ae%9c&amp;scode=07572546%3b22571747%3b), [国有企业集团内部资本市场运行效率: 基于双重代理关系的分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=177&amp;CurRec=3&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JJPL201001014&amp;urlid&amp;yx), [经济评论](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJPL), 2010年第1期, 97-104页.

[79] 肖星、王琨, 关于集团模式多元化经营的实证研究—来自―派系‖上市公司的经验证据, 管理世界, 2006年第9期, 80-86页.

[80] 杨绵之, 内部资本市场公司绩效与控制权私有收益——以华通天香集团为例分析, 会计研究, 2006年第12期, 61-67页.

[81] 杨绵之, 多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示, 会计研究, 2007年第11期, 44-49页.

[[82] 杨棉之](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%a8%e6%a3%89%e4%b9%8b&amp;scode)、[孙健](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ad%99%e5%81%a5&amp;scode)、[卢闯](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%8d%a2%e9%97%af&amp;scode), [企业集团内部资本市场的存在性与效率性](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=5&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=KJYJ201004010&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2010年第4期, 50-56页.

[83] 杨建荣, 国际资本条件下的上海企业重组研究, 财经研究, 1997年第3期, 9-17页.

[[84] 袁奋强](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e8%a2%81%e5%a5%8b%e5%bc%ba&amp;scode=25915871%3b10151746%3b)、[焦跃华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%84%a6%e8%b7%83%e5%8d%8e&amp;scode=25915871%3b10151746%3b), [内部资本市场研究述评——基于中国国内研究文献的分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=15&amp;CurRec=7&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=SDJM201303018&amp;urlid&amp;yx), [首都经济贸易大学学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=SDJM), 2013年第3期, 106-115页.

[[85] 于富生](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e4%ba%8e%e5%af%8c%e7%94%9f&amp;scode=10375556%3b25080146%3b)、[王成方](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e7%8e%8b%e6%88%90%e6%96%b9&amp;scode=10375556%3b25080146%3b), [国有股权与IPO抑价——政府定价管制视角](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=1&amp;CurRec=10&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=JRYJ201209014&amp;urlid&amp;yx), [金融研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRYJ), 2012年第9期, 155-167页.

[[86] 叶长兵](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%8f%b6%e9%95%bf%e5%85%b5&amp;scode=25222004%3b25222005%3b)、[郭萍](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%83%ad%e8%90%8d&amp;scode=25222004%3b25222005%3b), [中国家族上市公司金字塔控股结构特征分析](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=29&amp;CurRec=14&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=CJLC201006013&amp;urlid&amp;yx), [财经论丛](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=CJLC), 2010年第6期, 91-96页.

[[87] 叶康涛](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%8f%b6%e5%ba%b7%e6%b6%9b&amp;scode=23379021%3b26371400%3b)、[曾雪云](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9b%be%e9%9b%aa%e4%ba%91&amp;scode=23379021%3b26371400%3b), [内部资本市场的经济后果: 基于集团产业战略的视角](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=18&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=KJYJ201106012&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), 2011年第6期, 63-69页.

[[88] 左和平](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%b7%a6%e5%92%8c%e5%b9%b3&amp;scode=07889882%3b10581424%3b)、[龚志文](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%be%9a%e5%bf%97%e6%96%87&amp;scode=07889882%3b10581424%3b), [内部资本市场: 治理结构、机制与有效性](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=20&amp;CurRec=13&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=KJYJ201103010&amp;urlid&amp;yx), [会计研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=KJYJ), [2011年第3](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=IssueLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqyearinfo&amp;ShowField=cname&amp;Field=BaseID%2Ayear%2Aissue&amp;Value=KJYJ%2A2011%2A03)期, 62-67页.

[[89] 曾江洪](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9b%be%e6%b1%9f%e6%b4%aa&amp;scode=10475239%3b24601366%3b)、[杨开发](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9d%a8%e5%bc%80%e5%8f%91&amp;scode=10475239%3b24601366%3b), [风险资本对IPO抑价的影响——基于中国中小企业板上市公司的实证研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=151&amp;CurRec=6&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JJYG201005009&amp;urlid&amp;yx), [经济与管理研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJYG), 2010年第5期, 33-39页.

[[90] 曾雪云](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e6%9b%be%e9%9b%aa%e4%ba%91&amp;scode=26371400%3b), [内部资本市场的研究进程: 一个文献综述](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=20&amp;CurRec=15&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JRPL201106011&amp;urlid&amp;yx), [金融评论](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRPL), [2011年第](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=IssueLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqyearinfo&amp;ShowField=cname&amp;Field=BaseID%2Ayear%2Aissue&amp;Value=KJYJ%2A2011%2A03)6期, 111-122页.

[[91] 曾亚敏](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e6%9b%be%e4%ba%9a%e6%95%8f&amp;code=10232316%3B09231541%3B)、[张俊生](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e5%bc%a0%e4%bf%8a%e7%94%9f&amp;code=10232316%3B09231541%3B), 中国上市公司股权收购动因研究: 构建内部资本市场抑或滥用自由现金流, 世界经济, 2005年第2期, 60-68页.

[[92] 张学勇](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e5%ad%a6%e5%8b%87&amp;scode=22692690%3b08822321%3b)、[廖理](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bb%96%e7%90%86&amp;scode=22692690%3b08822321%3b), [风险投资背景与公司IPO: 市场表现与内在机理](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=85&amp;CurRec=2&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JJYJ201106012&amp;urlid&amp;yx), [经济研究](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJYJ), 2011年第6期, 118-132页.

[[93] 张学伟](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e5%ad%a6%e4%bc%9f&amp;scode=28121589%3b21683685%3b06612337%3b)、[陈良华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%89%af%e5%8d%8e&amp;scode=28121589%3b21683685%3b06612337%3b), [总部薪酬激励与内部资本市场配置效率](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=74&amp;CurRec=22&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JJSX201203001&amp;urlid&amp;yx), [经济数学](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJSX), 2012年第3期, 7-11页.

[[94] 张瑞君](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e7%91%9e%e5%90%9b&amp;scode=10375695%3b28115548%3b)、[孙寅](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%ad%99%e5%af%85&amp;scode=10375695%3b28115548%3b), [内部资本市场运行机制与经济后果——基于中石油大司库项目资金结算模式创新的案例研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=74&amp;CurRec=8&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=GLXB201211003&amp;urlid&amp;yx), [管理学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=GLXB), 2012（11）, 1593-1599页.

[[95] 张昉](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e6%98%89&amp;scode=10667400%3b06612337%3b11038008%3b)、[陈良华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e8%89%af%e5%8d%8e&amp;scode=10667400%3b06612337%3b11038008%3b)、[张越](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e8%b6%8a&amp;scode=10667400%3b06612337%3b11038008%3b), [薪酬激励嵌入审计对内部资本市场效率的影响](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=133&amp;CurRec=4&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD1112&amp;filename=JCYJ201108006&amp;urlid&amp;yx), [管](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JCYJ)

[理科学学报](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JCYJ), [2011年第8](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=IssueLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqyearinfo&amp;ShowField=cname&amp;Field=BaseID%2Ayear%2Aissue&amp;Value=KJYJ%2A2011%2A03)期, 45-53页.

[[96] 张德红](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e5%be%b7%e7%ba%a2&amp;scode=07288341%3b), [内部资本市场效率分析的仿投入产出模型研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=199&amp;CurRec=12&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=GLSJ200910018&amp;urlid&amp;yx), [管理世界](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=GLSJ), 2009年第10期, 164-165页.

[[97] 张小成](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%bc%a0%e5%b0%8f%e6%88%90&amp;scode=28501560%3b24928001%3b21668612%3b22646088%3b)、[黄少安](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%bb%84%e5%b0%91%e5%ae%89&amp;scode=28501560%3b24928001%3b21668612%3b22646088%3b)、[周永生](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%91%a8%e6%b0%b8%e7%94%9f&amp;scode=28501560%3b24928001%3b21668612%3b22646088%3b), [不同发行机制下IPO抑价比较研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=1&amp;CurRec=16&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFDLAST2013&amp;filename=ZGGK201206005&amp;urlid&amp;yx), [中国管理科学](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=ZGGK), 2012年第6期页.

[98] 张新, 如何研究并开展并购重组, 新财经, 2004年第9期, 106-108页.

[[99] 郑迎迎](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%83%91%e8%bf%8e%e8%bf%8e&amp;scode=10544138%3b), [内部资本市场及其对企业价值的影响: 理论综述](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=0&amp;CurRec=149&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0608&amp;filename=JJPL200702028&amp;urlid&amp;yx), [经济评论](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JJPL), 2007年第2期页.

[[100] 周群华](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e5%91%a8%e7%be%a4%e5%8d%8e&amp;scode=23389071%3b07573253%3b)、[陈金龙](http://epub.cnki.net/kns/popup/knetsearchNew.aspx?sdb=CJFQ&amp;sfield=%e4%bd%9c%e8%80%85&amp;skey=%e9%99%88%e9%87%91%e9%be%99&amp;scode=23389071%3b07573253%3b), [多元化企业有效内部资本市场的均衡配置效应研究](http://epub.cnki.net/kns/detail/detail.aspx?QueryID=177&amp;CurRec=25&amp;DbCode=CJFQ&amp;dbname=CJFD0910&amp;filename=JRLS201011006&amp;urlid&amp;yx), [金融理论与实践](http://epub.cnki.net/kns/oldNavi/Bridge.aspx?LinkType=BaseLink&amp;DBCode=cjfq&amp;TableName=cjfqbaseinfo&amp;Field=BaseID&amp;Value=JRLS), 2010年第11期, 21-25页.

[101] Agarwal, S., Chiu, I., Souphom, V., Yamashiro, G., [“The Efficiency](http://ideas.repec.org/a/eee/quaeco/v51y2011i2p162-172.html) [of Internal Capital Markets: Evidence From the Annual Capital Expenditure Survey](http://ideas.repec.org/a/eee/quaeco/v51y2011i2p162-172.html)", [The Quarterly Review of Economics and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/quaeco.html), Vol. 51(2), PP162-172., 2011.

[102] Aggarwal, R., Bhagat, S., Rangan, S., ―The Impact of Fundamentals on IPO Valuation‖, [Financial Management](http://ideas.repec.org/s/bla/finmgt.html), Vol. 38(2), PP253-284., 2009.

[103] Agarwal, S., Chiu, I. M., ―The Efficiency of Internal Capital Markets: Evidence From the Annual Capital Expenditure Survey‖[， The Quarterly Review of Economics and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/quaeco.html), Vol. 51(2), PP162-172., 2011.

[104] Ahn, S., Denis, D., ―Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence From Corporate Spin-Offs‖, Journal of Financial Economics, Vol. 73(3), PP489-516., 2004.

[105] Akhigbe, A., Borde, S. F., Whyte, A. M., ―[Does an Industry Effect](http://ideas.repec.org/a/bla/finrev/v38y2003i4p531-551.html) [Exist for Initial Public Offerings](http://ideas.repec.org/a/bla/finrev/v38y2003i4p531-551.html)‖, [TheFinancialReview](http://ideas.repec.org/s/bla/finrev.html), Vol. 38

(4）, PP531-551., 2003.

[106] Alchian, A. A., ―Corporate Management and Property Rights‖, Henry Manneed Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, Washington, D. C.: American Enterprise Institute, PP337-360., 1969.

[107] Allen, F., Faulhaber, G. R., ―Signalling by Underpricing in the IPO Market‖[， Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 23(2), PP303-323., 1989.

[108] Almeida, A., Wolfenzon, D., ―[Should Business Groups be Dismantled?](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v79y2006i1p99-144.html) The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets‖, Journal of Financial Economics, Vol. 79(1), PP99-144., 2006.

[109] ALShubiri, F., ―[Capital Structure and Value Firm: an Empirical](http://ideas.repec.org/a/rom/econmn/v13y2010i2p240-253.html) [Analysis of Abnormal Returns](http://ideas.repec.org/a/rom/econmn/v13y2010i2p240-253.html)‖, [ECONOMY-MANAGEMENT series](http://ideas.repec.org/s/rom/econmn.html), Vol. 13(2), PP240-253., 2010.

[110] Alti, A., ―[IPO Market Timing](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v18y2005i3p1105-1138.html)‖, [The Review of Financial Studies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol. 18(3), PP1105-1138., 2005.

[111] Amihud, Y., Hauser, S., Kirsh, A., ―[Allocations, Adverse Selection,](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v68y2003i1p137-158.html) [and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v68y2003i1p137-158.html)‖, [Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 68(1), PP137-158., 2003.

[112] Banerjee, S., Dasgupta, S., Kim, Y., ―[Buyer-Supplier Relationships](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v63y2008i5p2507-2552.html) [and the Stakeholder Theory of Capital Structure](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v63y2008i5p2507-2552.html)‖, [The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol. 63(5), PP2507-2552., 2008.

[113] Berger, P. G., Ofek, E., ―Diversification's Effect on Firm Value‖, Journal of Financial Economics, Vol. 37(1), PP39-65., 1995.

[114] Bernardo, A., Luo, J., Wang, J., ―[A Theory of Socialistic Internal](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v80y2006i3p485-509.html) [Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v80y2006i3p485-509.html)‖, [Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 80(3), PP485-509., 2006.

[115] Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., Schoar, A., ―Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them‖, [Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 88(3), PP466-498., 2008.

[116] Billett, M. T., Mauer, D. C., ―Diversification and the Value of Internal Capital Markets: the Case of Tracking Stock‖[， Journal of Banking and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/jbfina.html), Vol. 24(9), PP1457-1490., 2000.

[117] Billett, M. T., ―[Cross-Subsidies, External Financing Constraints](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v16y2003i4p1167-1201.html), [and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v16y2003i4p1167-1201.html)‖, [The Review of Financial Studies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol. 16(4), PP1167-1201., 2003.

[[118] Blanchard](http://ideas.repec.org/e/pbl2.html), O., [Lopez-de-Silanes](http://ideas.repec.org/e/plo137.html), F., [Shleifer](http://ideas.repec.org/e/psh93.html), A., ―What do Firms do with Cash Windfalls‖, [JournalofFinancialEconomics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 36(3）, PP337-360., 1994.

[119] Boehmer, E., Fishe, R., ―[Underwriter Short Covering in the IPO](http://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v10y2004i4p575-594.html) [Aftermarket: a Clinical Study](http://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v10y2004i4p575-594.html)‖, [Journal of Corporate Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/corfin.html), Vol. 10(4）, PP575-594., 2004.

[120] Bolton, P．, Scharfstein, D． S．, ―Optimal Debt Structure and the Number of Creditors‖, Journal of Political Economy, Vol. 104(1), PP1-25., 1996.

[121] Booth, J. R., Chua, L., ―[Ownership Dispersion, Costly Information,](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v41y1996i2p291-310.html) [and IPO Underpricing](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v41y1996i2p291-310.html)‖, [Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 41(2), PP291-310., 1996.

[122] Boone, A. L., Ivanov, V. I., ―[Bankruptcy Spillover Effects on](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v103y2012i3p551-569.html) [Strategic Alliance Partners](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v103y2012i3p551-569.html)‖, [Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol. 103(3), PP551-569., 2012.

[123] Boulton, T. J., Smart, S. B., Zutter, C. J., ―[IPO Underpricing and](http://ideas.repec.org/a/pal/jintbs/v41y2010i2p206-222.html) [International Corporate Governance](http://ideas.repec.org/a/pal/jintbs/v41y2010i2p206-222.html)‖, [Journal of International Business Studies](http://ideas.repec.org/s/pal/jintbs.html), Vol.41. (2), PP206-222., 2010.

[124] Boutin, X., Cestone, G., Fumagalli, C., Pica, G., Serrano, V., ―The Deep-Pocket Effect of Internal Capital Markets‖, Journal of Financial Economics, Vol. 109(1), PP122-145., 2013.

[125] Braun, M., Larrain, B., ―[Do IPOs Affect the Prices of Other StocksEvidencefromEmergingMarkets](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v22y2009i4p1505-1544.html)‖, [TheReviewofFinancialStudies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol. 22(4), PP1505-1544., 2009.

[126] Brown, C., McNeil, C., ―[Internal Capital Market Subsidies and](http://ideas.repec.org/a/bla/acctfi/v48y2008i3p337-361.html) [Industry Downturns](http://ideas.repec.org/a/bla/acctfi/v48y2008i3p337-361.html)‖, Accounting and Finance, Vol. 48(3), PP337-361., 2008.

[127] Bruton, G., Filatotchev, I., Chahine, S., Wright, M., ―Governance, Ownership Structure, and Performance of IPO Firms: the Impact of Different Types of Private Equity Investors and Legal Institutions in two European Nations‖, Strategic Management Journal, Vol. 31(2), PP491–509., 2010.

[128] Campa, J. M., Kedia, S., ―[Explaining the Diversification Discount](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i4p1731-1762.html)‖, [The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol. 57(4), PP1731-1762., 2002.

[129] Campello, M., ―[Internal Capital Markets in Financial Conglomerates:](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i6p2773-2805.html)

[Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i6p2773-2805.html)‖, [The Journal](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html) [of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.57(6), PP2773-2805., 2002.

[130] Castaneda, G., ―[Internal Capital Markets and Financing Choices of](http://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/3146.html) [Mexican Firms Before and During the Financial Paralysis of](http://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/3146.html)1995-2000‖, Working paper, 2002.

[131] Chevalier, A., ―[Graduate Over-Education in the UK](http://ideas.repec.org/p/cep/ceedps/0007.html)‖, Working paper, 2000.

[132] Chemmanur, T. J., Jiao, Y., ―[Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis](http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v36y2012i1p305-319.html)‖, [Journal of Banking and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/jbfina.html), Vol. 36(1), PP305-319., 2012.

[133] Chevalier, J., ―What do We Know about Cross-SubsidizationEvidencefromEergingFirms‖[， TheB. E. JournalofEconomicAnalysisandPolicy](http://ideas.repec.org/s/bpj/bejeap.html), Vol. 4(1), PP1-297., 2004.

[134] Chemmanur, T. J., ―[The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v48y1993i1p285-304.html) [Model with Information Production](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v48y1993i1p285-304.html)‖, [Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol. 48(1), PP285-304., 1993.

[135] Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H., ―East Asian Corporations: Heroes or Villains‖[， Workingpapers](http://ideas.repec.org/s/fth/wobadi.html), 1999.

[136] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L. H., ―Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings‖, Journla of Finance, Vol. 57(6), PP2741—2771., 2002.

[137] Cremers, M., Nair, V., Peyer, U., ―[Takeover Defenses and Competition](http://ideas.repec.org/p/ysm/somwrk/amz2491.html)‖, Working paper, 2007.

[138] Cremers, M., Huang, R., Sautner, Z., ―Understanding Internal Capital Markets and Corporate Politics‖, Working paper, 2009.

[139] Cremers, M., Huang, R., Sautner, Z., ―[Internal Capital Markets and](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v24y2011i2p358-401.html) [Corporate Politics in a Banking Group](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v24y2011i2p358-401.html)‖, [Review of Financial Studies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol. 24(2), PP358-401., 2011.

[140] Coase, R. H., ―The Nature of the Firm‖, Economica, Vol. 16(4), PP86-405., 1937.

[141] Combs, J. G., Ketchen, D. J., ―Explaining Interfirm Cooperation and Performance: Toward a Reconciliation of Predictions from the Resource-Based View and Organizational Economics‖, Vol. 20(9）.,

PP867-888., 1999.

[142] Cotei, C., Farhat, J., ―[Informational Externalities of Initial](http://ideas.repec.org/a/spr/jecfin/v37y2013i1p80-99.html) [Public Offerings: Does Venture Capital Backing Matter](http://ideas.repec.org/a/spr/jecfin/v37y2013i1p80-99.html)‖, [JournalofEconomicsandFinance](http://ideas.repec.org/s/spr/jecfin.html), Vol. 37(1), PP80-99., 2013.

[143] Colaco, H., Ghosh, C., Knopf, J., Teall, J., ―[IPOs, Clustering,](http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v33y2009i11p2070-2079.html) [Indirect Learning and Filing Independently](http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v33y2009i11p2070-2079.html)‖, [Journal of Banking & Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/jbfina.html), Vol. 33(11), PP2070-2079., 2009.

[144] Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R., ―[Corporate Focus and Value](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v45y1997i2p257-281.html) [Creation Evidence from Spinoffs‖, Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v45y1997i2p257-281.html), Vol. 45(2), PP257-281., 1997.

[145] Datta, S., D'Mello, R., Iskandar, D. M., ―Executive Compensation and Internal Capital Market Efficiency‖, Journal of Financial Intermediation, Vol. 18(2), PP242-258., 2009.

[146] Daniel, K., Vivek, B., ―[IPO Underpricing and Their Determinants:](http://ideas.repec.org/a/ids/afasfa/v3y2012i1p69-88.html) [Penny Stocks Versus Non-penny Stocks](http://ideas.repec.org/a/ids/afasfa/v3y2012i1p69-88.html)‖, [Afro-Asian J. of Finance and Accounting](http://ideas.repec.org/s/ids/afasfa.html), Vol. 3(1), PP69-88., 2012.

[147] Desai, M., Foley, C., Hines, J., ―[A Multinational Perspective on](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v59y2004i6p2451-2487.html) [Capital Structure Choice and Internal Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v59y2004i6p2451-2487.html)‖, [The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol. 59(6), PP2451-2487., 2004.

[148] Deloof, M., ―[Internal Capital Markets, Bank Borrowing, and](http://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v25y1998-09i7%268p945-968.html) [Financing Constrains: Evidence from Belgian Firms](http://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v25y1998-09i7%268p945-968.html)‖, [Journal of Business Finance and Accounting](http://ideas.repec.org/s/bla/jbfnac.html), Vol. 25(7), PP945-968., 1998.

[149] Dewatripont, M．, Maskin, E., ―Creditand Effiency in Centralized and Decentralized Economies‖, Reviewof Economic Studies, Vol. 62(4), PP541—555., 1995.

[150] Dierkens, N., ―[Information Asymmetry and Equity Issues](http://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v26y1991i02p181-199_00.html)‖, [Journal](http://ideas.repec.org/s/cup/jfinqa.html) [of Financial and Quantitative Analysis](http://ideas.repec.org/s/cup/jfinqa.html), Vol. 26(2), PP181-199., 1991.

[151] Donaldson, G., Managing Corporate Wealth, Praeger Publishers, New York, 1984.

[152] Ellis, K., Michaely, R., O'Hara, M., ―[When the Underwriter is the](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i3p1039-1074.html) [Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i3p1039-1074.html)‖,

[The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.55(3)，PP1039-1074., 2000. [153]Enrico, P., Stanislav, G,.―Red Barons or Robber BaronsGovernance

And Investment in Russian Financial-Industrial Groups‖[，European](http://ideas.repec.org/s/eee/eecrev.html) [Economic Review](http://ideas.repec.org/s/eee/eecrev.html), Vol.45(9)，PP1601-1617., 2001.

[154] Engelen, P., Vanessen, M., ―Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country-Speciﬁc Characteristics‖，Journal of Banking and Finanl, Vol.34(8), PP1958-1969., 2010.

[155] Errunza, V. R., Miller, D. P., ―[Market Segmentation and the Cost of](http://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v35y2000i04p577-600_00.html) [the Capital in International Equity Markets](http://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v35y2000i04p577-600_00.html)‖，[Journal of Financial and Quantitative Analysis](http://ideas.repec.org/s/cup/jfinqa.html), Vol.35(4), PP577-600., 2000.

[156] Ellis, K., Michaely, R., O'Hara, M., ―[When the Underwriter is the](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i3p1039-1074.html) [Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i3p1039-1074.html)‖, [The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), vol.55(3)，pp1039-1074., 2000.

[157] Fama, E. F., ―[Agency Problems and the Theory of the Firm](http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v88y1980i2p288-307.html)‖，[Journal](http://ideas.repec.org/s/ucp/jpolec.html) [of Political Economy](http://ideas.repec.org/s/ucp/jpolec.html), Vol.88(2), PP288-307., 1980.

[158] Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., ―Investment, Financing Decisions, and Tax Policy‖[，American Economic Review](http://ideas.repec.org/s/aea/aecrev.html), Vol.78(2), PP200-205., 1988.

[159] Fee, C., Hadlock, C., Pierce, J., ―[Investment, Financing Constraints,](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v22y2009i6p2361-2392.html) [and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v22y2009i6p2361-2392.html) Firm‖，[The Review of Financial Studies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol.22(6), PP2361-2392., 2009.

[160] Fier, S. G., McCullough, K. A., Carson, J. M., ―[Internal Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v37y2013i3p1029-1039.html) [and the Partial Adjustment of Leverage](http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v37y2013i3p1029-1039.html)‖，[Journal of Banking and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/jbfina.html), Vol.37(3), PP1029-1039., 2013.

[161] Firth, M., ―[IPO Profit Forecasts and Their Role in Signalling Firm](http://ideas.repec.org/a/taf/apfiec/v8y1998i1p29-39.html) [Value and Explaining Post-Listing Returns](http://ideas.repec.org/a/taf/apfiec/v8y1998i1p29-39.html)‖，[Applied Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/taf/apfiec.html), Vol.8(1)，PP29-39., 1998.

[162] Gertner, R., Powers, E., Scharfstein, D., ―Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spinoffs‖，Journal of Finance, Vol.57(6), PP2479-2506., 2002.

[163] Gertner, R., Scharfstein, D., Stein, J., ―[Internal Versus External](http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v109y1994i4p1211-30.html)

[Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v109y1994i4p1211-30.html)‖，[Quarterly Journal of Economics](http://ideas.repec.org/s/tpr/qjecon.html), Vol.109(4), PP1211-30., 1994.

[164] Gomes, J., Livdan, D., ―Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence‖，Journal of Finance, Vol.59(2)，PP507-535., 2004. [165]Gonenc, H., ―How do Business Group Firms Utilize Internal Capital

Markets‖，[InternationalJournalofManagerialFinance](http://ideas.repec.org/s/eme/ijmfpp.html), Vol.5(4)，PP360-375., 2009.

[166] Gonenc, H., Kan, B., Ozgur., Karadagli, C. E., ―Business Groups and Internal Capital Markets‖，[Emerging Markets Finance and Trade](http://ideas.repec.org/s/mes/emfitr.html), Vol.43

（2），PP63-81., 2007.

[167] Gopalan, R., Nanda, V., Seru, A., ―[Affiliated Firms and Financial](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v86y2007i3p759-795.html) [Support: Evidence from Indian Business Groups](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v86y2007i3p759-795.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.86(3)，PP 759-795., 2007.

[168] Graham, J. R., Graham, M. L., Wolf, J. G., ―[Does Corporate](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i2p695-720.html) [Diversification Destroy Value](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i2p695-720.html)‖，[TheJournalofFinance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.57

（2），PP695-720., 2002.

[[169] Grant](http://pubsonline.informs.org/action/doSearch?text1=Grant%2C%2BR%2BM&amp;field1=Contrib), R. M.,―Are Firms Superior to Alliances and MarketsAnEmpiricalTestofCross-BorderKnowledgeBuilding‖, OrganizationScience, Vol.13(2), PP147-161., 2002.

[170] Greenwald, B., Stiglitz, J. E., Weiss, A., ―Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations‖，The American Economic Review, Vol.74(2), PP194-199., 1984.

[171] Gupta, A., Rosenthal, L., ―[Ownership Structure, Leverage, and Firm](http://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/gupta91.html) [Value: The Case of Leveraged Recapitalizations](http://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/gupta91.html)‖，Journal [Financial Management](http://ideas.repec.org/s/fma/fmanag.html), Vol.20（3）.，1991.

[172] Hamadi, F., Ghazi, Z., Rim, Z., ―Internal Capital Markets and Investment Decisions‖，Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance, Vol.12(2), PP179-198., 2012.

[173] Hearn, B., ―[The Contrasting Effects of Board Composition and](http://ideas.repec.org/a/eee/finana/v21y2012icp33-44.html) [Structure on IPO Firm Underpricing in a Developing Context‖，International Review of Financial Analysis](http://ideas.repec.org/a/eee/finana/v21y2012icp33-44.html), Vol.21(C)，PP33-44., 2012.

[174] Hesterly, W. S., Liebeskind, J., Zenger, T. R., ―Organizational Economics: An Impending Revolution in Organization Theory‖, AcademyofManagementReview, Vol.15(3), PP402-420., 1990.

[175] Hill, P., Wilson, N., ―[Value Gains on Flotation and IPO](http://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v33y2006-11i9-10p1435-1459.html) [Underpricing](http://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v33y2006-11i9-10p1435-1459.html)‖，Journal of Business Finance and Accounting, Vol.33

（9-10），PP1435-1459., 2006.

[176] Hite, G. L., Owers, J. E., Rogers, R. C., ―[The Separation of Real Estate](http://ideas.repec.org/a/bla/reesec/v12y1984i3p318-332.html) [Operations By Spin-Off‖，Real Estate Economics](http://ideas.repec.org/a/bla/reesec/v12y1984i3p318-332.html), Vol.12(3)， PP318-332., 1984.

[177] Houston, J., James, C., Marcus, D., ―Capital Market Frictions and the Role of Internal Capital Markets in Banking‖，[Journal of Financial](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html) [Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.46(2), PP 135-164., 1997.

[178] Holod, D., Peek, J., ―[Capital Constraints, Asymmetric Information,](http://ideas.repec.org/a/mcb/jmoncb/v42y2010i5p879-906.html) [and Internal Capital Markets in Banking: New Evidence](http://ideas.repec.org/a/mcb/jmoncb/v42y2010i5p879-906.html)‖，Vol.42(5), PP879-906., 2010.

[179] Hopp, C., Drehe, A., ―[Do Differences in Institutional and Legal](http://ideas.repec.org/a/taf/applec/45y2013i4p435-454.html) [Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing](http://ideas.repec.org/a/taf/applec/45y2013i4p435-454.html)‖，[APPliedEconomics](http://ideas.repec.org/s/taf/applec.html), Vol.45(4), PP435-454., 2013.

[180] Hoskisson, E. A., Studyguide for Competing for Advantage. Academic

Internet Publishers, 2008.

[181] Hubbard, R. G., Palia, D., ―[A Reexamination of the Conglomerate](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v54y1999i3p1131-1152.html) [Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v54y1999i3p1131-1152.html)‖，[The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.54(3)，PP1131-1152., 1999.

[182] Ibbotson, R. G., ―Price Performance of Common Stock New Issues‖，Journal of Financial Economics, Vol.3(2), PP235-272., 1975.

[183] Jenkinson, T., Ljungqvist, A., [Going public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance](http://ideas.repec.org/b/oxp/obooks/9780198295990.html), Oxford University Press., 2001.

[184] Jensen, M. C., Meckling, W. H., ―[Theory of the Firm: Managerial](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v3y1976i4p305-360.html) [Behavior, Agency Costs and Ownership Structure](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v3y1976i4p305-360.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.3（4）.，PP305-360., 1976.

[185] John, K., Ofek, E., ―Asset Sales and Increase in Focus‖[，Journal](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html) [of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.37(1), PP105-126., 1995.

[186] John, G. M., Vickram N., ―Internal Capital Markets and Corporate Refocusing‖，Journal of Financial Intermediation, Vol.11(2), PP176-211., 2002.

[187] Johnson, W. C., Kang, J., Yi, S., ―[The Certification Role of Large](http://ideas.repec.org/a/bla/finmgt/v39y2010i4p1425-1474.html) [Customers in the New Issues Market](http://ideas.repec.org/a/bla/finmgt/v39y2010i4p1425-1474.html)‖，[Financial Management](http://ideas.repec.org/s/bla/finmgt.html), Vol.39

（4），PP1425-1474., 2010.

[188] Johnson, W. C., Kang, J., Masulis, R. W., Yi, S., ―Supply-Chain Spillover Effects and the Interdependence of Firm Financing Decisions‖，Working paper, 2011.

[189] Khanna, T., Palepu, K., ―The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile‖，The Academy of Management Journal, Vol.43(3), PP268-285., 2000.

[190] Khanna, N., ―[The Bright Side of Internal Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v56y2001i4p1489-1528.html)‖，[The](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html) [Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.56(4), PP1489-1528., 2001.

[191] Kiyotaki, N., Moore, J., ―[Credit Cycles](http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v105y1997i2p211-48.html)‖，[Journal of Political](http://ideas.repec.org/s/ucp/jpolec.html) [Economy](http://ideas.repec.org/s/ucp/jpolec.html), Vol.105(2)，PP211-248., 1997.

[192] Krishnaswami, S., Subramaniam, V., ―[Information Asymmetry，Valuation，and the Corporate Spin-Off Decision](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v53y1999i1p73-112.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.53(1)，PP73-112., 1999.

[193] Koh, F., Walter, T., ―[A Direct Test of Rock's Model of the Pricing](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v23y1989i2p251-272.html) [of Unseasoned Issues](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v23y1989i2p251-272.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.23(2)，PP251-272., 1989.

[194] Kolasinski, A. C., ―[Subsidiary Debt, Capital Structure and Internal](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v94y2009i2p327-343.html) [Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v94y2009i2p327-343.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.94(2)， PP327-343., 2009.

[195] Kutsuna, K., Smith, J., Smith, R., Yamada, K., ―Supply-Chain Spillover Effect of IPOs‖，Working paper, 2013.

[196] Lang, L. H. P., Stulz, R. M., ―Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance‖，Journal of Political Economy, Vol.102(6), PP1248-1280., 1994.

[197] Lamont, O., ―Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets‖[，Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.52(1), PP83-109., 1997.

[198] Lemmon, M. L., Roberts, M. R., Zender, J. F., ―Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure‖，The Journal of Finance, Vol. 63(4), PP1575-1608., 2008.

[199] Leary, M. T., Roberts, M. R., ―Do Firms Rebalance Their Capital Structure‖，TheJournalofFinance, Vol.60(6), PP2575-2619., 2005.

[200] Lewellen, W. G., ―A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger‖，Journal of Finance, Vol.26(2), PP521-37., 1971.

[201] Leitner, Y., ―[Stock Prices and Business Investment](http://ideas.repec.org/a/fip/fedpbr/y2007iq4.html)‖，B[usiness](http://ideas.repec.org/s/fip/fedpbr.html) [Review](http://ideas.repec.org/s/fip/fedpbr.html), Vol.12(4), PP12-18., 2007.

[202] Li, D., Li, S., ―A Theory of Corporate Scope and Financial Structure‖，Journal of Finance, Vol.51(2), PP691–709.，1996.

[203] Lins, K. V., Servaes, H., ―[Is Corporate Diversification Beneficial](http://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/lins02.html) [in Emerging market](http://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/lins02.html)‖，[FinancialManagement](http://ideas.repec.org/s/fma/fmanag.html), Vol.31(2)., 2002. [204] Lins, K. V., ―EquityOwnershipandFirmvalueinEmergingMarkets‖，JournalofFinancialandQuantitativeAnlaysis, Vol.38(1).，

PP159—184, 2003.

[205] Ljungqvist, A. P., Wilhelm, W. J., ―IPO Pricing in the Dot-com Bubble‖，Journal of Finance, Vol.58(2), PP723-752., 2003,

[206] Loughran, T., Ritter, J., ―Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs‖，ReviewofFinancialStudies, Vol.15(2), PP413–443.，2002.

[207] Loughran, T., Ritter, J., ―Why has IPO Underpricing Changed Over Time‖，FinancialManagement, Vol.33(3), PP5–37.，2004.

[208] Marc, J., Kooyul, J., Byungmo, K., ―[The Difference Between Measuring](http://ideas.repec.org/a/wsi/rpbfmp/v10y2007i03p341-347.html) [Internal Funds Allocations in Groups and in Diversified Firms](http://ideas.repec.org/a/wsi/rpbfmp/v10y2007i03p341-347.html)‖，[Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies](http://ideas.repec.org/s/wsi/rpbfmp.html), Vol.10(3), PP341-347., 2007.

[209] Maksimovic, V., Phillips, G., ―[Do Conglomerate Firms Allocate](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i2p721-767.html) [Resources Inefficiently Across IndustriesTheoryandEvidence](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i2p721-767.html)‖，[TheJournalofFinance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.57(2)，PP721-767., 2002.

[210] Mathews, R., Robison, D., ―[Market Structure，Internal Capital](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v63y2008i6p2703-2736.html) [Markets，and the Boundaries of the Firm](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v63y2008i6p2703-2736.html)‖，Journal Of Finance，

Vol.63(6)，PP2703-2736., 2008.

[211] Matsusaka, J. G., ―[Target Profits and Managerial Discipline During](http://ideas.repec.org/a/bla/jindec/v41y1993i2p179-89.html) [the Conglomerate Merger Wave](http://ideas.repec.org/a/bla/jindec/v41y1993i2p179-89.html)‖，[Journal of Industrial Economics](http://ideas.repec.org/s/bla/jindec.html), Vol.41(2), PP179-189., 1993.

[212] Matsusaka, J. G., Nanda, V., ―[Internal Capital Markets and Corporate](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v11y2002i2p176-211.html) [Refocusing](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v11y2002i2p176-211.html)‖，[Journal of Financial Intermediation](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinin.html), Vol.11(2)， PP176-211., 2002.

[213] Markides, C. C., Diversification, Refocusing and Economic Performance Strategic, MIT Press, 1996.

[214] Marianne, B., Paras, M., Sendhil, M., ―Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups‖，National Bureau of Economic Research, Working paper, 2000.

[215] McNeil, C. R., Smythe, T. I., ―Division Manager Lobbying Power and the Allocation of Capital‖，Financial Review, Vol.44(1), PP59-85., 2009.

[216] McCarthy, E., ―Pricing IPOs: Science or Science Fiction‖，JournalofAccountancy, Vol.188(2), PP51-58., 1999.

[217] Meyer, M., Milgrom, P., Roberts, J., ―[Organizational Prospects,](http://ideas.repec.org/a/bla/jemstr/v1y1992i1p9-35.html) [Influence Costs, and Ownership Changes‖，Journal of Economics and Management Strategy](http://ideas.repec.org/a/bla/jemstr/v1y1992i1p9-35.html), Vol.1(1)，PP9-35., 1992.

[218] Miles, J. A., Rosenfeld, J. D., ―[The Effect of Voluntary Spin-Off](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v38y1983i5p1597-1606.html) [Announcements on Shareholder Wealth](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v38y1983i5p1597-1606.html)‖，[Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.38

（5），PP1597-1606., 1983.

[219] Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W., ―[Do Managerial Objectives](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v45y1990i1p31-48.html) [Drive Bad Acquisitions‖，JournalofFinance](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v45y1990i1p31-48.html), Vol.45(1)，PP31-48., 1990.

[220] Motta, A., ―Managerial Incentives and Internal Capital Markets‖，Journal of Finance, Vol.58(3), PP1193-1220., 2003.

[221] Myers, S. C., ―[Interactions of Corporate Financing and Investment](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v32y1977i1p218-20.html) [Decisions-Implications for Capital Budgeting: Reply](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v32y1977i1p218-20.html)‖，[Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.32(1)，PP218-220., 1977.

[222] Myers, S. C., Majluf, N. S., ―Corporate Financing and Investment

Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have‖，Working paper, Sloan School of Management, MIT, 1984.

[223] Newbert, S. L., Tornikoski, E. T., ―[Exploring the Determinants of](http://ideas.repec.org/a/eee/jbvent/v22y2007i2p311-335.html) [Organizational Emergence: A Legitimacy Perspective](http://ideas.repec.org/a/eee/jbvent/v22y2007i2p311-335.html)‖，[Journal of Business Venturing](http://ideas.repec.org/s/eee/jbvent.html), Vol.22（2）.，PP 311-335., 2007.

[224] Ozbas, O., Scharfstein, D. S., ―[Evidence on the Dark Side of Internal](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v23y2010i2p581-599.html) [Capital Markets](http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v23y2010i2p581-599.html)‖，[The Review of Financial Studies](http://ideas.repec.org/s/oup/rfinst.html), Vol.23(2)， PP581-599., 2010.

[225] Ofek, E., Richardson, M., ―The IPO Lockup Period: Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves‖，New York University, Working paper, 2008.

[226] Peyer, U. C., Shivdasani, A., ―[Leverage and Internal Capital Markets:](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v59y2001i3p477-515.html) [Evidence From Leveraged Recapitalizations](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v59y2001i3p477-515.html)‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.59(3)，PP477-515., 2001.

[227] Porter, M. G., ―[Aspects of Monetary Theory and Policy](http://ideas.repec.org/a/bla/ecorec/v56y1980i152p1-16.html)‖，[The Economic](http://ideas.repec.org/s/bla/ecorec.html) [Record](http://ideas.repec.org/s/bla/ecorec.html), Vol.56(152)，PP1-16., 1980.

[228] Porter, R. H., ―[On the Incidence and Duration of Price Wars](http://ideas.repec.org/a/bla/jindec/v33y1985i4p415-26.html)‖，[Journal](http://ideas.repec.org/s/bla/jindec.html) [of Industrial Economics](http://ideas.repec.org/s/bla/jindec.html), Vol.33(4)，PP415-426., 1985.

[229] Prezas, A. P., ―[Internal Capital Markets, Empire Building, and](http://ideas.repec.org/a/eee/jebusi/v61y2009i3p173-188.html) [Capital Structure](http://ideas.repec.org/a/eee/jebusi/v61y2009i3p173-188.html)‖，[Journal of Economics and Business](http://ideas.repec.org/s/eee/jebusi.html), Vol.61(3)，PP173-188., 2009.

[230] Priem, R. L., Butler, J. E., ―Is the Resource-Based Theory a Useful Perspective for Strategic Management Research‖，AcademyofManagementReview, Vol.26(1), PP22–40.，2001.

[231] Powell, L. S., Sommer, D. W., ―Internal Versus External Capital Markets in the Insurance Industry: The Role of Reinsurance‖，Journal of Financial Services Research, Vol.31(2), PP3173-188., 2007.

[232] Powell, L. S., Sommer D. W., Eckles, D. L., ―The Role of Internal Capital Markets in Financial Intermediaries: Evidence from Insurer Groups‖，The Journal of Risk and Insurance, Vol.75(2), PP439-461., 2008.

[233] Purnanandam, A. K., Swaminathan, B., ―Are IPOs Really Underpriced‖, TheReviewofFinancialStudies, Vol.17(3), PP811-848., 2004.

[234] Raddatz, C., ―[When the Rivers Run Dry: Liquidity and the Use of](http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/5203.html) [Wholesale Funds in the Transmission of the U. S. Subprime Crisis](http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/5203.html)‖，Working paper, 2010.

[235] Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L., ―Power in a Theory of the Firm‖，The Quarterly Journal of Economics, Vol.113(2), PP387-432., 1998.

[236] Rajan, R., Zingales, L., ―[Financial Dependence and Growth](http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p559-86.html)‖，[American](http://ideas.repec.org/s/aea/aecrev.html) [Economic Review](http://ideas.repec.org/s/aea/aecrev.html), Vol.88(3)，PP559-586., 1998.

[237] Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L., ―[The Cost of Diversity: the](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i1p35-80.html) [Diversification Discount and Inefficient Investment](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v55y2000i1p35-80.html)‖，[The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.55(1)，PP35-80., 2000.

[238] Reilly F. K., ―[Further Evidence on Short-Run Results for New Issue](http://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v8y1973i01p83-90_01.html) [Investors](http://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v8y1973i01p83-90_01.html)‖，[Journal of Financial and Quantitative Analysis](http://ideas.repec.org/s/cup/jfinqa.html), Vol.8(1), PP83-90., 1973.

[239] Rao, P. K., The Economics of Transaction Costs: Theory, Methods, and Applications. Palgrave Macmillan, 2003.

[240] Reilly, F. K., Hatfield, K., ―Investor Experience with New Stock Issues‖，Financial Analysis Journal, Vol.25, PP73-80., 1969. [241] Richardson, Information and Investment, Oxford University Press，

London, 1960.

[242] Ritter, J. R., ―The Long一Run Performance of Initial Public Offerings‖，Journal of Finance, Vol.46(l), PP3一27.，1991.

[243] Ritter, J. R., Welch, I., ―[A Review of IPO Activity, pricing, and](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8805.html) [Allocations](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8805.html)‖，[Working papers](http://ideas.repec.org/s/nbr/nberwo.html), 2002.

[244] Rock, K., ―[Why New Issues are Underpriced](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v15y1986i1-2p187-212.html)‖，[Journal of Financial](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html) [Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.15(1-2)，PP187-212., 1986.

[245] Rumelt, R., ―Diversification Strategy and Profitability‖，Strategic Management Journal, Vol.3(4)，PP359-369., 1982.

[246] Rumelt, R. P., Strategy, Structure, and Economic Performance, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1974.

[247] Salim, D., Randy, G., ―[Underpricing, Board Structure, and Ownership:](http://ideas.repec.org/a/eme/mfipps/v39y2013i2p181-200.html) [An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms](http://ideas.repec.org/a/eme/mfipps/v39y2013i2p181-200.html)‖，[Managerial](http://ideas.repec.org/s/eme/mfipps.html)

[Finance](http://ideas.repec.org/s/eme/mfipps.html), Vol.39(2)，PP181-200., 2013. [248] Scharfstein, D. S., Stein, J. C., ―The Dark Side of Internal Capital

Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investment‖，Journal of Finance, Vol. 55(6), PP2537-2564., 2000.

[249] Scharfstein, D. S., ―[The Dark Side of Internal Capital Markets II:](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6352.html) [Evidence From Diversified Conglomerates](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6352.html)‖，[Working papers](http://ideas.repec.org/s/nbr/nberwo.html), 1998. [250] Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., Walkling, R. A., ―[Corporate Focusing](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/7175.html)

[And Internal Capital Markets](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/7175.html)‖，Working paper, 1999. [251] SchiPPer, K., Thompson, R., ―[Evidence on the Capitalized Value of](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v11y1983i1-4p85-119.html)

[Merger Activity for Acquiring Firms‖，Journal of Financial](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v11y1983i1-4p85-119.html) [Economics](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v11y1983i1-4p85-119.html), Vol.11(1-4)，PP85-119., 1983.

[252] Schoar, A., ―[Effects of Corporate Diversification on Productivity](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i6p2379-2403.html)‖，[The Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.57(6)，PP2379-2403., 2002.

[253] Servaes, H., ―[The value of diversification during the conglomerate](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v51y1996i4p1201-25.html) [merger wave](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v51y1996i4p1201-25.html)‖，[Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.51(4)，PP1201-1225., 1996.

[254] Shin, H. H., Stulz, R. M., ―Are Internal Capital Markets Efficient‖，QuarterlyJournalofEconomics, Vol.113(2), PP531–553.，1998.

[255] Shim, J., ―Capital-Based Regulation, Portfolio Risk and Capital Determination: Empirical Evidence From the U. S. Property-Liability Insurers‖，Journal of Banking and Finance, Vol.34(10), PP2450-2461., 2010.

[256] Shleifer, A., Vishny, R. W., ―[Management Entrenchment: The Case](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v25y1989i1p123-139.html) [of Manager-Specific Investments‖，Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v25y1989i1p123-139.html), Vol.25(1)，PP123-139., 1989.

[257] Shleifer, A., Vishny, R. W., ―[Asset Sales and Debt Capacity](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/3618.html)‖，Working paper, 1991.

[258] Stein, J. C, ―[Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model](http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v110y1995i2p379-406.html) [with Down-Payment Effects](http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v110y1995i2p379-406.html)‖，[Quarterly Journal of Economics](http://ideas.repec.org/s/tpr/qjecon.html), Vol.110

（2），PP379-406., 1995.

[259] Stein, J. C, ―Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources‖，Journal of Finance, Vol.52(1), PP111-133., 1997.

[260] Stein, J. C, ―[Agency, Information and Corporate Investment](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8342.html)‖，Working paper, 2001.

[261] Stiglitz, J. E., Weiss, A., ―Credit Rationing in Markets with Imperfect Information‖，American Economic Review, Vol.71(3), PP393-410., 1981.

[262] Stoll, H. R., Curley, A. J., ―Small Business and the New Issues Market for Equities‖，Journal of Finaneial and Quantitative Analysis, Vol.5(3), PP309-322., 1970.

[263] Strebulaev, I. A., ―Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say‖，TheJournalofFinance, Vol.62(4), PP1747-1787., 2007.

[264] Stulz R., ―Managerial Discretion and Optimal Financing Policies‖，[Journal of Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.26(1)，PP3-27., 1990.

[265] Simon, J., Rafael, L., Florencio, L., Andrei, S., ―Tunnelling‖，National Bureau of Economic Research[，Working papers](http://ideas.repec.org/s/nbr/nberwo.html), 2000.

[266] Silvia, R., ―[IPO Activity and Information in Secondary Market](http://ideas.repec.org/a/kap/annfin/v9y2013i4p667-687.html) [Prices](http://ideas.repec.org/a/kap/annfin/v9y2013i4p667-687.html)‖，[Annals of Finance](http://ideas.repec.org/s/kap/annfin.html), Vol.9(4), PP667-687., 2013.

[267] Sanford, Jay., Grossman., Oliver, D., Hart., ―The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration‖，[Journal of Political Economy](http://ideas.repec.org/s/ucp/jpolec.html), Vol.96(4)，PP691-71., 1986.

[268] Thomas, O., ―[Investability, Corporate Governance and Firm Value](http://ideas.repec.org/p/may/mayecw/n223-12.pdf.html)‖，Working paper, 2012.

[269] Urs, P. C., Anil, S., ―Leverage and Internal Capital Markets: Evidence of Leveraged Recapitalizations‖，Journal of Financial Economics, Vol.59(3), PP477-515., 2001.

[270] Villalonga, B., ―Diversification Discount or PremiumNewEvidencefromtheBusinessInformationTrackingSeries‖，JournalofFinance, Vol.59(2), PP479-506., 2004.

[271] Wernerfelt, B., Montgomery, C. A., ―[Tobin's Q and the Importance](http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v78y1988i1p246-50.html) [of Focus in Firm Performance](http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v78y1988i1p246-50.html)‖，[American Economic Review](http://ideas.repec.org/s/aea/aecrev.html), Vol.78(1), PP246-250., 1988.

[272] Weston, J. F., Mergers and Acquisitions, McGraw-Hill Companies, 1970.

[273] Welch, I., ―[Seasoned Offerings，Imitation Costs，and the](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v44y1989i2p421-49.html) [Underpricing of Initial Public Offerings](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v44y1989i2p421-49.html)‖，Journal [Journal of Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.44(2)，PP421-449., 1989.

[274] Welch, I., ―[Sequential sales, Learning, and Cascades](http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v47y1992i2p695-732.html)‖，[Journal of](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html) [Finance](http://ideas.repec.org/s/bla/jfinan.html), Vol.47(2)，PP 695-732., 1992.

[275] Whited, T., ―Is it Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount‖，JournalofFinance, Vol.56(5), PP1667-1692., 2001.

[276] Williamson, O. E., Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, Collier Macmillan Publishers, Inc., New York, 1975. [277] Wruck, K. H., ―[Financial Policy, Internal Control, and Performance](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v36y1994i2p157-192.html)

[Sealed Air Corporation's Leveraged Special Divided](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v36y1994i2p157-192.html)‖，[Journal of](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html) [Financial Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/jfinec.html), Vol.36(2), PP157-192., 1994.

[278] Wulf, J., ―Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market: Theory and Evidence‖，Working paper, University of Pennsylvania, 1999.

[279] Wulf, J., ―Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market‖，Journal of Economic Behavior and Organization, Vol.72 (1), PP305-321., 2009.

[280] Wulf, J., ―Internal Capital Markets and Firm-Level Compensation Incentives for Division Managers‖，Journal of Labor Economics, Vol.20, PP219-262., 2002.

[281] Xuan, Y., ―Empire-Building or Bridge-BuildingEvidenceFromNewCEOs'InternalCapitalAllocationDecisions‖，TheReviewofFinancialStudies, Vol.22(12), PP4919-4948., 2009.

致 **谢**

倏忽四载，惶惶如逝。论文一朝杀青，我的博士求学生活也将画上句点。此刻，回望在对外经贸大学读书生活的这段经历，是我人生的重要阶段，收获良多。一路走来，我有太多要感谢的人。在这个收获和喜悦的时刻，我以最诚挚的谢意，向一直以来给予我指导、关心和帮助的良师益友献上最真诚的敬意。

由衷地感谢我的导师蒋屏教授。一直以来，蒋屏老师在学术研究中坚持开阔视野、勇于创新、科学论证的治学风范和她谦虚平和、真诚待人的人格魅力深深影响着我。在我面临问题困惑不解时，蒋屏老师循循善诱，给我莫大的启迪；在我畏难不前想要退缩时，蒋屏老师春风化雨，给我鼓励。博士论文从确定选题、形成研究思路、构建框架、写作、修改直至最终定稿，每个环节都得到了蒋屏老师耐心的指导和无私的帮助。同时，蒋屏老师也注重对我实践能力的培养。她引荐我参与编撰财务管理教材，使我加深了对专业知识的掌握。她推荐我担任MBA公司理财助教，使我的沟通能力得到锻炼，更增进了我的教学实践能力。她推荐我到大型企业实习，经过实践岗位的磨砺，我在财务管理学方面的实际应用能力得以提高。四年来，蒋屏老师对我严而不厉，宽而不纵，她严谨踏实的科研风范和谦虚真诚的品德修行时刻感染着我，并激励我勇于探索，不断进步。在此，我要特别向蒋屏老师四年来对我的培养和爱护说声谢谢。感谢外经济贸易大学国际商学院的施建军教授、张新民教授、范黎波教授、

汤谷良教授、戚依南副教授、祝继高副教授，国际经济贸易学院的奉立城教授、陈志鸿教授，他们学养深厚、术业精勤，能够杏坛听教，实在幸运至极。每次课堂上，与老师们交流，不仅能体会到他们渊博的知识，更能感受到他们言传身教、谦虚待人的人格魅力。他们讲授的课程使我掌握了研究方法，拓宽了专业面。感谢参加我论文开题的各位老师：北京工商大学王斌教授，对外经济贸易大学余恕莲教授、郑建明教授、吴革教授、叶陈刚教授对我论文提出诸多宝贵意见和建议，让我对问题有了更加深入的认识和理解，进一步完善了论文研究的思路。

四年的博士生活虽清苦，但不乏温暖，在紧张的求学过程中，因为有一道奋斗的兄弟姐妹相伴，才不觉枯燥。感谢10级企业管理博士班的全体同学、师兄师姐以及来自不同专业的一起奋斗的兄弟姐妹，大家时常交流研讨，共勉共进，相互之间分享学习研究中的心得体会。与大家建立的友谊，使我在这里度过了愉快的四年。感谢他们一直以来对我的帮助，从他们身上我学到很多。

感谢我所有的朋友们。感谢他们在我四年艰辛的求学路上给予的鼓励与陪伴，为我原本枯燥的生活带来了更多欢笑、增添了更多的乐趣，生活也因此变得更加美好。感谢所有帮助过我的老师、同学、朋友，感谢他们在我追梦道路上的真诚付出，使我得以走到这里。

更要感谢我的父母对我的培养，他们无私的爱和殷切的期望是我完成学业的最大动力，也是我面对一切困难时的精神支柱。每次遇到坎坷，他们都对我不断鼓励，在精神上给了我巨大的宽慰。每次感到彷徨无助时，他们都会为我燃起希望，激励我一直走下去。

再次感谢对外经贸大学这片热土，它为我提供了追求梦想的广阔空间，也为丰富我的人生经历提供了无限可能。我会带着收获和理想，继续前行，迎接远方。以此来回报父母、老师、朋友和同学对我的关心和厚爱。

2014年2月

# 个人简历在读期间发表的学术论文与研究成果

**个人简历：**

于谦，女，1985年3月7日生。

2008年7月毕业于ft东大学，获管理学学士学位。

2010年7月毕业于上海海事大学，获管理学硕士学位。

2010年9月进入对外经济贸易大学攻读企业管理专业财务管理方向博士研究生。

**已发表的学术论文与研究成果：**

[1]田建芳, 于谦. 港口投资项目评价中的层次分析法应用研究.财会通讯,

2011年第1期。

[2]蒋屏，于谦. 以学习者为中心创新远程学习环境. CCE2011, 2011年第6期。

[3]于谦，蒋屏，周蕾. 营改增对航运业的影响分析.管理现代化，2014年第

2期。

[4]蒋屏，于谦. IPO对不同战略系族的溢出效应研究.证券市场导报，2014年第6期。

[5]于谦，蒋屏. 增值税转型背景下自主创新对企业生产效率影响的实证分析. 税务研究，2014年第5期。

[6]于谦，蒋屏. 交叉上市对国内资本市场效率影响.中国管理科学，外审中。

**攻读学位期间参与的科研项目：**

[1]参与，对外经济贸易大学大唐ft东清洁能源开发有限公司战略发展与管理咨询项目。

[2]参与，蒋屏教授主编的《公司理财（第二版）》（清华大学出版社）第四章和第五章的修订。

[3]参与，蒋屏教授主编的《公司理财（第二版）》（中信出版社）各章节课后习题的修订。