

分类号：
学 号：2015211439

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



复星系内部资本市场功能异化案例研究

学 位 申 请 人	王 浩
指 导 教 师	刘嫦教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	会计理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2017年5月

分类号：
学 号：2015211439

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



复星系内部资本市场功能异化案例研究

学 位 申 请 人	王 浩
指 导 教 师	刘嫦教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	会计理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2017年5月

A case study of alienation of internal capital market function Fosun

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Professional Accounting

By

Wang Hao

Dissertation Supervisor: Prof. Liu Chang

May, 2017

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：王浩

时间：2017年5月22日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：王浩

时间：2017年5月22日

导师签名：



时间：2017年5月22日

摘要

关于如何有效的管理资本，内部资本市场（英文简称：ICM）与外部资本市场在管理方式上存在着实质上的不同，它们分别依靠“行政命令”和“契约合同”管理各部门、各企业间资本的流动。内部资本市场具有外部资本市场可望不可得的信息全面、融资便利和激励效果等优势，其在提高资金分配水平和优化资本配给方面均发挥出显著的效果。但是，内部资本市场是一把“双刃剑”，其在对低效的外部市场融资起增补和替代作用的同时，也由于外部资本市场的落后和公司管理的缺陷而产生功能异化。目前，我国存在着市场化水平较低、外部资本市场低效的客观现实，企业运用内部资本市场的功能手段来缓解融资管束是可行的。但现有与内部资本市场关联的制度不够健全，金字塔控股结构的普遍存在、政府监察缺位等原因易诱发控股股东的机会主义行为，引致企业内部资本市场优化资源配给、缓解融资管束的功能发生异化，降低企业的市场价值，阻碍资本市场的健康发展。如何在减弱企业集团 ICM 功能异化引致的负面影响的同时发挥企业内部资本市场的应有功能是现下我国资本市场迫在眉睫的问题。

本文采用案例研究的方式，以复星系旗下的豫园商城、南钢股份、复星医药三家上市企业为切入点，借助理论研究、财务指标分析与图表分析相结合等方法，通过对比分析上市企业的财务数据和模型对复星系内部资本市场是否存在 ICM 功能异化做出判断，通过分析确定复星系内部资本市场存在功能异化现象。其后基于复星系各上市企业的年报和国泰安数据库数据，从股权交易、资金占用和互相担保等方面来探究复星系内部资本市场功能异化的表现形式及其经济结果，进一步从微观（企业自身因素）、中观（行业特征和周期）和宏观（制度监管）三个层次分析复星系内部资本市场功能异化的原由。

与其他研究系族企业内部资本市场功能异化的案例角度不同，本文将内部资本市场功能异化问题置于以三家上市公司为支点的整个复星系内部资本市场进行对比分析，试图解析系族控制人对各上市企业进行掏空或支持的深层原因。系族企业 ICM 功能异化实质上是企业家利益或者系族整体利益与上市企业局部利益和中小股东权益之间的博弈，系族控制人正是在权衡不同层面的利益后对系内上市企业进行掏空与支持，在满足系族整体战略或者企业家私利的同时会损害上市企业以及中小股东的权益。由此提出具有针对性的对策建议，对我国系族企业的健康发展和规范内部资本市场运营等提供经验借鉴。

关键词：系族企业；金字塔控股结构；内部资本市场（ICM）功能异化；代理理论

Abstract

How to manage capital effectively, the essential differences exist in the management model between internal capital market (ICM) and external capital market, which respectively depend on the "executive order" and "contract" to manage the capital flow among departments and enterprises. Compared with ICM, the advantages, such as comprehensive information, financing facilitations and motivation's effects are not possessed by the external capital market. ICM has a significant effect on improving the allocation of funds and capital. However, ICM, which seems to be a "double-edged sword", supplements and replaces the inefficient financing of the external market while the defects of company management and the lag development of ICM result in function alienation. At present, the objective facts that marketization level is low and the external capital market is inefficient are in China, it is feasible for enterprises to apply for the means of internal capital market to ease financing control. But the reasons, such as the existing and ICM system is imperfect, pyramidal holding structure is common, government supervision vacancy, easily arouse controlling shareholders' opportunism and lead ICM to optimize allocation of resources, ease function alienation of financing bundles, reduce the market value of enterprises and hinder the healthy development of the capital market. It is an urgent problem for China's capital market to weak the negative influence caused by the dissimulation of ICM function in enterprise group and promote its ought-to-be function.

This paper adopts the case study, which the point is Fosun department's Shanghai YuYuan Tourist Martco, NanJing Iron & Steel, FoSun Pharma three listed companies, with associating the method of theory research, financial index analysis and chart analysis. This paper also compares the financial data and model of listed companies to make sure that whether the internal capital market in FuSon exists in ICM's function alienation, and affirm ICM's function alienation of FuSon's internal capital market. Then, based on annual reports of listed companies in FuSon and database of CSMAR Solution, this paper study the manifestations and economics consequences of ICM's function alienation in terms of equity exchanges, occupation of funds and mutual guarantee. This paper further analyzes the reasons of ICM's function alienation from the micro (enterprise factors), meso (industry characteristics and cycles) and macro (institutional supervision).

A research perspective in this paper differs from other cases studying ICM's function alienation, this paper will put ICM's function alienation in the entire galaxy internal capital market to compare, including three listed companies. And this paper also tries to analyze underlying causes of the family controller tunneling or supporting the listed companies. Essentially, ICM's function alienation of private enterprises is just like a game between overall interests of entrepreneurs or family marketing enterprises and local benefits of marketing enterprises and minority shareholders. The family controller just tunnel and support marketing enterprises after weighing different interests, and damage the interests of marketing enterprises and minority shareholders with satisfying the general strategy or private interests of entrepreneurs. Therefore, we give some pertinent suggestions, which is a reference for private enterprises healthy

development and standard ICM operation.

Key words: Family firm, Pyramid holding structure, Internal capital market function, Alienation agency theory

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 内部资本市场（ICM）功能有效论的研究现状.....	2
1.2.2 内部资本市场（ICM）功能异化论的研究现状.....	4
1.2.3 文献述评.....	5
1.3 研究思路和方法.....	6
1.3.1 研究思路.....	6
1.3.2 研究方法.....	6
第二章 内部资本市场相关理论分析.....	7
2.1 概念界定.....	7
2.1.1 系族企业的概念及与企业集团的区别.....	7
2.1.2 内部资本市场（ICM）的概念及特点.....	7
2.1.3 内部资本市场（ICM）功能的概念及定位.....	8
2.1.4 内部资本市场（ICM）功能异化的概念.....	9
2.2 理论基础.....	9
2.2.1 所有权和控制权理论.....	9
2.2.2 代理理论.....	10
2.3 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化理论分析.....	10
2.3.1 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的表现形式.....	10
2.3.2 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的财务绩效.....	11
2.3.3 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的原因.....	12
第三章 复星系内部资本市场（ICM）概述.....	14
3.1 复星系概况.....	14
3.1.1 复星系基本情况.....	14
3.1.2 复星系内部资本市场（ICM）的构建与发展.....	14
3.2 复星系主要上市企业财务数据对比--指标判断.....	16
3.3 复星系内部资本市场存在功能异化--模型判断.....	17
3.3.1 现金流敏感性法.....	17
3.3.2 托宾 Q 值法.....	18
第四章 复星系内部资本市场功能异化的表现及其后果分析.....	20
4.1 系内股权交易.....	20
4.2 系内资金占用.....	22
4.3 系内相互担保.....	23
4.4 系内共建子公司.....	25
第五章 复星系内部资本市场功能异化的原因分析.....	26
5.1 微观原因.....	26
5.1.1 金字塔式的股权结构利于进行控制.....	26

5.1.2 大股东权利集中，股权制衡效果差	27
5.2 中观原因	28
5.2.1 掏空资金流充沛行业支持资金密集型行业发展	28
5.2.2 掏空非周期性行业支持周期性企业获取超额收益	29
5.3 宏观原因	29
5.3.1 内部资本市场法律监察不完善	29
5.3.2 信息披露制度不健全，大股东的信息优势明显	30
第六章 研究结论及对策建议	31
6.1 研究结论	31
6.2 对策建议	31
6.2.1 完善信息披露，管控内部资金配给	31
6.2.2 健全法律制度，保护中小股东权益	31
6.2.3 加强监察力度，约束控股股东的行为	32
6.2.4 鼓励多方参与，共同治理内部资本市场	32
6.2.5 实施政策引导，推进系族企业整体上市	32
参考文献	33
致 谢	36
作者简介	37

第一章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

随着经济全球化的深入和企业多元化战略的兴起，国内国外的企业并购、企业重组活动日益增多，许多大型企业集团顺势而生。企业集团所属的上市企业、非上市企业之间屡次地进行资源调换、资本配给和资金汇通的现象首先引起了国外学者的关注。Alchian（1969），Williamson（1975）分别提出内部资本市场（Internal Capital Market, ICM）的概念，随后关于内部资本市场的研究才逐渐增多。在欧美等成熟市场中，企业集团构建的内部资本市场在减弱融资管束、实现资本配给的优化、并减少集团总部与成员企业之间的信息不对称等方面都发挥了显著的效果（杨棉之，2007）；在中印等新兴市场中，由于市场化水平不高，外部资本市场配给效果较差，内部资本市场替代外部资本市场成为企业集团减弱融资管束的补充手段，但减弱的成效远低于成熟市场。

与此同时，由于我国的制度现状及民营企业集团自身的制约条件，融资难成为困扰民营企业集团发展始终的难题。为了拓宽融资渠道，民营企业集团纷纷以庞杂严谨的多层金字塔式的股权结构控制上市企业，形成许多各具特色的“系族企业”。系族企业控制人并不致力于提升企业市场业绩而得到丰厚红利，而是围绕系族总部和该上市企业构建内部资本市场，高效利用上市企业融资办法多样、融资本领相对较强等特点来减弱整个系族的融资管束。系族企业的领域和层级庞大无匹，旗下子公司、分公司的数目不明、关系难解，内部资本市场的资本运营、资源交换缜密复杂。在监察不严格的条件下，极易触发控股股东的机会主义行为，削弱内部资本市场的资本配给成效，内部资本市场的正面功能发生异化，使其成为控股股东侵吞上市企业利益、进行利益转移的渠道，带来一系列不良经济后果。

“复星系”是以郭广昌控制的复星集团为中心、通过旗下上市企业和非上市企业之间错综复杂的股权设计构筑起来的庞大而隐秘的系族企业。复星系以复兴国际（00656, HK）为系族企业总部，以上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称复星集团）为国内实际控制人，以复星医药（600196.SH）、南钢股份（600282.SH）、豫园商城（600655.SH）、友谊股份（600827.SH）、招金矿业（01818.HK）、复地集团（2011年退市）等上市企业为运营棋子与其他非上市子公司、孙公司产生业务往来，形成庞杂的系族企业内部资本市场。复星集团通过运营各样资本在旗下的上市企业之间、上市企业和非上市企业之间进行系内资源重新配给，在一定程度上减弱了复星系的外部融资管束，但由于金字塔股权结构本身存在利益输送的漏洞，加之关联交易纷繁复杂、监察难以企及等问题，致使复星系内部资本市场存在功能异化现象。

本文以复星集团旗下的各主要上市企业为切入点，借助理论研究、财务指标分析及图表分析相结合等方法，基于“复星系”各上市企业的年报和国泰安数据来探究其内部

资本市场功能异化的表现、异化的原因以及其对公司业绩的影响，以期为我国系族企业的健康有序发展和规范内部资本市场资本运营等提供经验借鉴。

1.1.2 研究意义

本文以系族企业集团“复星系”为个案，揭示系族企业内部资本市场形成过程中所出现的 ICM 功能异化现象及其具体表现、分析 ICM 功能异化的原因以及评价其经济后果。本文的研究意义通过以下几个方面体现：

(1) 有助于读者理解我国内部资本市场功能异化的机理

研究者们对资本市场的研究大多专注于外部资本市场，研究体系相当完善，而对于内部资本市场的研究相对欠缺，大部分是对其基本问题的针对性研究，如内部资本市场的存在与否、ICM 配给功效高低、如何界定 ICM 边界、内外部资本市场的异同等，但从 ICM 功能异化的方向来解析内部资本市场的寥寥无几，针对中国特有经济体制研究系族企业 ICM 功能异化的文章更是屈指可数。本文以复星系的内部资本市场功能异化为研究视角，解析诱发内部资本市场功能异化的机制条件和经济背景、异化的表现方式和造成的经济后果，及其原由。

(2) 有利于投资者更好的了解系族企业控制下的上市企业

本文研究的系族企业 ICM 的功能异化问题，追根溯源是研究系族企业实际控制人利用其对上市企业的管理和决策权，运用内部资本市场资本手段掏空上市企业、损害中小股东权益的行为。对复星系这一案例的研究，既可以为系族企业的现有股东充分了解本公司的资本运营方式，评估企业的投资价值；也可以为潜在投资者提供一个更全面研究系族企业以及其控制下的上市企业的方式，为随后的投资决策提供依据和借鉴。

(3) 有助于监察部门从根源上制定相关政策规范内部资本市场

我国企业融资渠道匮乏、融资能力有限，尤其对一些民营企业而言，内部资本市场是一个愈发有效的融资方式。内部资本市场为企业的融资、公司的成长起了越来越大的功效。但 ICM 功能异化会损坏功效，阻碍企业的发展。因此，找到 ICM 异化的原由并据此提出防范方法和建议，有助于资本市场监察者更好地制定有针对性的政策，监督并敦促系族企业的合法合规经营，从而为投资者进行正确的投资决策提供制度保障，保护投资者尤其是中小投资者的利益等。

1.2 文献综述

1.2.1 内部资本市场（ICM）功能有效论的研究现状

关于内部资本市场的确切定义，国内外学者并没有达成一致意见，大部分学者是从 ICM 的直观表象上对其进行概念描述。自从 1975 年 Williamson 提出内部资本市场的典型结构为 M 型企业，学者们经过广泛和深入的研究，发现不仅 M 型企业，H 型企业同样是内部资本市场存在的典型结构。分析的角度倾向于内部资本市场的存在与否、功效高低等方面。

(1) 内部资本市场（ICM）是否存在

国外学者对成熟市场的内部资本市场研究较多，但也有一些学者研究新兴市场。Park 和 Shin(1999),Hamadi 和 Gautier (2005) 等研究了新兴市场经济体中内部资本市场存在的条件和其运行功效。他们的研究结论均显示：在新兴市场中，企业内部存在着内部资本市场，但并不具备 ICM 存在的所有要素。Lee 等(2009)对韩国大型企业集团的研究后肯定了企业集团中 ICM 的存在性，且其对减轻企业集团融资管束有积极的效果。

我国对于内部资本市场的研究相对落后，直到 2000 年关于内部资本市场的研究才兴起，研究的内容也处于丰富深化阶段。不仅研究企业集团（M 型企业）的内部资本市场，更考虑到我国特殊的经济体制来研究系族企业（H 型企业）的内部资本市场。大量的实证研究和案例研究都证明，在我国无论是企业集团亦或是系族企业中内部资本市场都是普遍存在的。龚志文、陈金龙（2015）设计了存在控股股东情况下，企业集团内部资金借贷优化模型，推导并论证了企业集团中 ICM 的存在性、公平性和功效性。并且以为相对于国有控股的企业集团，民营企业集团的内部资本市场愈加活跃。苏泽美等（2015）以 2011-2013 年系属上市企业数据为样本从实证角度明确系族企业 ICM 的存在。

（2）内部资本市场（ICM）是否有效

与 ICM 的存在性研究获得国内外学者的同一认可相较，内部资本市场资本配给功效是否有效，研究分歧较大，总共有三种观点大行其道：有效论、无效论和双重效应论。当前，支持内部资本市场能有效配给资源的观点相对较少，而支持内部资本市场不能有效发挥资本配给功能的观点较多，但对 ICM 功效低的产生原因和影响因素的研究却大相径庭。王峰娟、粟立钟（2013）对我国上市企业 2000-2011 年的 532 个样本数据进行了研究，我国企业集团的内部资本市场总体上是有成效的，大部分企业可以从内部资本市场中分得持续有用的资金，并且部分企业集团具有做出最优选择的能力。但这种减弱融资约束的能力只在常态经济运行环境下是有效的（马永强、陈欢，2013）。陈菊花、周洁（2013）发觉企业集团内部资本市场中子公司管理者寻租行为广泛存在，在某种水平上减弱甚至消弭了内部资本市场的资源配给功效。而关于影响内部资本市场配给功效的因素有哪些也众说纷纭，例如：张增轩等(2015)认为子公司数目与内部资本市场功效成正 U 型关系；王慧庆(2015)认为引入总部监督所产生的替代效应、监察成本效应和激励效应三个效应一起决定了内部资本市场配给功效的大小；两权分离度、股权集中度和独立董事在董事会中的比重等也都会对内部资本市场功效产生影响（苏泽美、孙长江，2015）；胡永平、梁敏青等（2015）从企业集团差异模型的角度对内部资本市场运营机制对比研究，剖析得出企业集团运营机制的差异对资源配给功效产生影响。

一些专家对此提出了与众不同的主张，以为对内部资本市场资本配给功效的研究不能简单的以有效和无效进行划分，而应该进行更加综合性的研究。龚志文、陈金龙(2015)将内部资本市场分为三种研究类型：第一，理想型 ICM 实现了资源配给的最优化，形成了博弈双方“共赢”的局面；第二，功效型 ICM（包含冲突成本）在一定条件下是存

在和有功效的，可以持续维持博弈双方的良好合作，实现社会福利的递增；第三，利益输送型 ICM 扭曲资源配给，有损功效性、公平性和可持续性。袁奋强（2015）直接以系族企业为研究对象，运用现金流敏感性方法解析系族企业 ICM 的资本配给行动，在“投资不足”的情况下，内部资本市场没有异化为掏空的工具；在“过度投资”的条件下，民营系族企业运用内部资本市场这一工具转移资本来实现其资本的有效配给，发生了实质的异化。

1.2.2 内部资本市场（ICM）功能异化论的研究现状

目前，内部资本市场在我国方兴未艾，与之配套的法律规范和监察体系都未完全设立，治理方法也存在诸多的不足，这就为内部资本市场在运营过程中发生功能异化埋下了伏笔。下文将从理论、实证与案例三种方法概述 ICM 功能异化的研究现状。

（1）理论研究

Claessens, Djankov 与 Lang(1999)对内部资本市场功能异化进行了初步的理论分析。由于市场信息不对称、监察成本较高等原因使得控股股东较容易利用“隧道效应”进行利益转移，侵吞中小股东权益的行为。这种利益转移行为会导致 ICM 功能出现异化，严重降低公司治理的绩效。叶康涛与曾雪云（2011）从企业集团整体战略的角度分析内部资本市场存在功能异化的情况。当集团趋向于实施多元化战略时，大股东的掏空动机愈发强烈，实现资本转移的效应就越明显，此时 ICM 的资本配给功能就会出现异化。只从集团战略角度去解析内部 ICM 功能异化是不全面的。卢建新（2013）等也以为在公司治理不充分的条件下，子公司管理者的寻租问题和控股股东的掏空问题致使 ICM 资本配给的较差效果，影响 ICM 功能的有效实现。

（2）实证研究

李秉成（2011）从实证的角度对我国上市企业的资金费用实施大样本的解析，我国上市企业虽然存在 ICM 但并没有完全起到对外部资本市场的有效替代，依据是多元化水平变量能显著减少资金费用，而内部资本市场的规模变量与交易变量却都不能，并且部分交易变量显著增加了资金费用。企业集团内部资本市场中存在损害中小股东权益的行为，间接的说明了系族企业 ICM 已经在一定程度上出现了功能异化。许奇挺（2005）用实证的方法，得出中国民营系属上市企业价值低于同行业平均水平，民营系属上市企业价值与内部资本市场的成效存在显著正相关，ICM 的异化会降低民营系属上市企业的价值。我国民营系属上市企业内控手段缺乏，独立董事的象征意义大于实际作用等都致使以民营系属上市企业为平台构筑的内部资本市场出现一定程度的异化。陆军荣（2005）对民营系属上市企业的内幕交易和多元化投资做了实证分析，认为在公司内控水平较低的情况下，系族控制人可能利用金字塔式的股权组织架构侵吞中小股东的权益，从而使民营企业集团 ICM 的功能发生异化。陈菊花、周洁（2013）进一步确认企业集团内部资本市场中子公司经理寻租问题广泛存在，在一定程度上使内部资本市场资源配给失效。

(3) 案例研究

由于控制权与收益权的大小不一致,在系族企业多层股权结构中,系族控制人对上市企业掏空的意图愈加强烈。杨棉之(2006)通过对华通天香 ICM 功能异化的解析可知,在以金字塔股权结构形式管理的企业集团内,内部资本市场已经成为大股东掏空上市企业的平台。许艳芳等(2009)以明天系为案例分析对象,明天系运用内部资本市场的操作手段实现了其利益输送的目的,造成了上市企业主业弱化、公司盈利能力降低,市场表现不断低迷下滑,从而确定明天系 ICM 已经出现了异化现象。万良勇等(2006)针对三九药业进行研究,内部资本市场的屡次资本交易直接或间接的损坏了三九药业的经营业绩,隐蔽的内部交易成为集团控制人实施掏空行为的手段,内部资本市场已经异化为集团实际控制人转移上市企业利益的工具。崔海(2015)结合九发集团的案例从内部控制视角研究企业集团 ICM,证明经理人的寻租问题会形成低功效补贴现象,使 ICM 功能异化。郭晓梅和郑小艳(2015)以复星集团为例,以其 2006-2013 年的数据为基础,分析了民营企业内部资源配给的几种主要方式,探讨其原因和机理。

上述文献的共同点在于上市企业所处的企业集团或系族企业中,实际控制人有运营内部资本市场掏空上市企业的意图,内部资本市场原本配给资源的优势无从发挥,其反而成为转移上市企业资源的平台。这些都是 ICM 功效弱化的体现。固然诸多学者是从多个角度对内部资本市场功能异化进行研究,但均认可 ICM 功能异化的存在性,其不仅不能为上市企业减弱融资压力、获得集团资金支持,反而会有损上市企业的企业价值。

1.2.3 文献述评

从文献综述中可以看到,学术界对内部资本市场功能异化方面是存在一定的共识。其研究大多集中在从集团整体角度剖析内部资本市场的资源配给功效,分析的切入点集中于寻租问题引发的代理成本和资金成本增加、融资管束减弱与否以及决策权与收益权相分离等几个方面,但从上市企业角度和内部资本市场具体的资本运营方式对 ICM 功能异化进行分析的相对较少。

本文以为在思考内部资本市场资本配给功能时,不应该只从企业集团的视角去观察,同时也有必要从系族企业控制的各上市企业的视角去解析 ICM 功能异化情况,因为内部资本市场的功能异化直接表现为系族企业集团内上市企业业绩的下滑,财务指标的恶化。另外,ICM 的异化方式是千差万别的,系族内子公司之间采购积累的长期预付和销售积压的长期应收、对其他子公司提供的巨额贷款保证等,但是过去的研究罕有从交易方式的角度做深入的研究。针对资本运营方式具体剖析内部资本市场,可以直接展现实际控制人利用 ICM 做平台实施利益转移的过程和效果。因此,本文将以上市企业作为研究的切入点,分析内部资本市场中的纷繁多变的资本运营技巧,诸如股权交易、关联担保以及资金拆借等,进而解析系族企业对上市企业的掏空行为的成效和后果。

1.3 研究思路和方法

1.3.1 研究思路

本文的结构和主要内容如下：

第 1 章，绪论。本章着重阐述研究的背景意义、对研究 ICM 的研究现状做文献综述、简介研究思路和研究方法。

第 2 章，理论分析。本章对内部资本市场、ICM 功能异化进行界定，引用所有权和控制权理论、委托代理理论，解析系族企业 ICM 功能异化的表现形式、经济后果及原由。

第 3 章，案例概述。本章首先对复星系及复星系内部资本市场的构建进行了简要说明，再从一些简单的财务指标判断复星系内部资本市场存在异化现象，最后运用现金流敏感系数和托宾 Q 值结合企业集团的资本支出方向进行确认判断。

第 4 章，案例企业 ICM 功能异化的表现及后果分析。本章首先分析复星系内部资本市场的运营方式及 ICM 功能异化的表现，并从对公司（本公司及关联公司）的影响和对业绩的影响等多个方面分析复星系 ICM 功能异化带来的经济后果和影响。

第 5 章，案例企业 ICM 功能异化的原因分析。本章从微观、中观和宏观三个层面分析复星系内部资本市场功能异化的原由。

第 6 章，案例研究结论及对策建议。本章在充分研究的根基上得出本文的研究结论，针对存在的问题提出相应的具体建议。

1.3.2 研究方法

（1）定性分析与定量分析相结合的方法

本文对系族企业内部资本市场的概念和功能，ICM 功能异化的表现之类问题进行定性分析，而在评价企业的公司业绩时，则利用一系列的财务数据来进行定量分析。

（2）个案研究方法

本文选择复星系作为分析对象，对其做精致的分析。在进行案例分析的过程中，采用调查研究、对比分析、数据分析等方法。

（3）图表分析法

本文利用图表分析方法，使得变量和数据的关系变得一目了然，数据的变化也会清晰简洁的呈现。

第二章 内部资本市场相关理论分析

2.1 概念界定

2.1.1 系族企业的概念及与企业集团的区别

(1) 系族企业的概念

系族企业是我国资本市场上一个特殊术语。丁新娅（2006）以为系族企业是由多于2个上市企业为中心和其他一些非上市企业将金字塔股权结构辅以任免权而连结在一起的关联企业集团。许艳芳、张伟华、文矿宇（2009）以明天系的分析为基础指出，系族企业就是民营企业集团。本文所指的系族企业是由某一公司为焦点总公司，以持有股份为手段、以控制为目的入股多个上市企业及其子公司而组成的紧密关联的企业集团。

(2) 系族企业与企业集团的区别

企业集团是指“以资本为链条的母子企业为载体，以集团规章为行动的一致准则的母子企业及其他成员企业或机构联合构成的具有一定实力的企业法人共同体（工商企字（1998）第59号）”。企业集团和上文系族企业的定义是有区别的，首先，企业集团控制上市企业的数量并未做限制，即使是一个上市企业和旗下的子企业也可以组成一个企业集团，而系族企业则要求上市企业的数目不能少于2；其次，集团规章是企业集团母子公司的共同行为准则，而系族企业却未规定。有鉴于此，本文将系族企业视作企业集团的一种特别形制。

2.1.2 内部资本市场（ICM）的概念及特点

(1) 内部资本市场（ICM）的概念

企业集团的实际控制人在各个部门和项目间进行资源配给的机制，称为内部资本市场（Stein, 1995）。唐哲军（2007）以为控制人以其拥有的剩余控制权在多层级的企业内部对以资金为表现形式的内部资源进行归集、统分的资源配给机制，称之为内部资本市场。推而广之，ICM是指以金字塔股权结构为载体，在集团内部各个上市企业 and 非上市企业之间进行内部资源归集和统分的效应机制。

(2) 内部资本市场（ICM）的特点

本文分析的内部资本市场（ICM），是企业集团内总部与上市子企业、非上市子企业之间的资源配给、资金流动，是贯通于市场和企业之间的一种配给渠道。相对于单个企业内部的资金汇通或外部资本市场，ICM的特点有：①存在控制中心与具有相对独立性的子企业，集团内的各个企业并不是企业集团的某个下属，而只是被企业集团控股的法人。②内部资源的“准公共资源”特性，内部资本市场配给的资金，既分属于集团内的子企业，又因为控股关系而具有集团内公有资源的性质。③资源配给兼具有市场和企业的双重特性。④在企业集团内，由于存在金字塔股权结构以及各子企业都有管理者，使代理问题愈加突出。

2.1.3 内部资本市场（ICM）功能的概念及定位

（1）内部资本市场（ICM）功能的概念

万良勇、魏明海（2006）认为，ICM 的功能就是增加资源的配给功效。张运来、王峰娟（2010）认为，ICM 的功能是在一般的企业中将内部资源配给下属部门或某企业集团内按最优配比原则分配内部资源给分公司和子公司。本文认为，ICM 功能是指在某个特定的企业或企业集团中，为实现部门或企业间最大限度汇通资金、最合理配给资本而发生的运营。内部和外部资本市场的实现的效用基本上是等同的，只是发挥功效的范围邻域不同。

（2）内部资本市场功能（ICM）的定位

内部资本市场相对于外部资本市场具有更全面的交易信息和更便利的监察手段，内部资本市场的核心功能包括以下两方面：

第一，缓解融资约束。在 ICM 中，集团凭借权威命令将资金充盈子公司的剩余分配给资金短缺的子公司来减弱成员公司项目的融资管束，成员企业凭借集团规模效应和名誉优势从外部资本市场获得借贷资金来弥补自身融资的不足。

第二，优化资源配给。具备更全面信息的集团控制人对比各个子公司间竞争的差距，对各子公司的项目以投资回报率高低进行删减，将内部资本配给给可能收益最大的成员公司实现资源的有效配给。但内部资本市场因为多货币效原由可能使集团倾向于增加资金预算，致使集团投资的过度。子公司经理的寻租问题也会导致集团总部在资源配给时出现平均化现象，这些现象都会弱化 ICM 优化资源配给的功能。

对处于经济转型期的中国而言，内部资本市场不仅具备缓解融资约束和优化资源配给两项基本功能，同时还具备一些特殊功能。

功能之一：融资渠道替代

内部资本市场的重要性与外部资本市场的发达程度呈负相关，外部资本市场越落后，则 ICM 越重要（Islam and Mozumdar,2002）。我国外部资本市场尚处于上升阶段，存在诸多制度性障碍。外部资本市场的落后无法有效满足企业迅猛增长的资金需求时，内部资本市场可以作为重要的融资渠道替代品。

功能之二：产业整合催化

Stein(1997)研究表明 ICM 中控制人利用剩余控制权将有限资源配给最有利可图的投资机会。集团利用 ICM 更完善的信息进行产业调整、产品种类优化的交易费用及信息使用费用大大的少于在外部资本市场运营的费用。尤其是以往当局的行政干涉行为引致的企业产业结构偏颇不均，急需企业运营 ICM 的手段进行现有资源的统合配给，将内部的有限资本投入到最能盈利的产业上。

功能之三：公司治理改进

外部资本市场在提高资本配给效果的同时也起到了完善公司治理的效果，ICM 同样具有改进公司治理中存在的问题及加强内部控制的效用。而且与外部资本市场相比，

ICM 的信息更全面，手段更灵活。在某些方面是可以替代外部资本市场的治理功能。如果某个企业处于一个内部资本市场中，集团控制人者以自身或集团整体利益为出发点，就会利用手中的一切内控手段加强对子公司的约束和管控，手段包括获取全面的信息、不定期地进行内部审计、期末的绩效考核等。上市企业通过购入或新设非上市公司构建企业集团的 ICM，既可以强化非上市企业的预算控制，又可以将上市企业的组织、人员参与到非上市企业的日常经营管理，强化对其管理者的有效监督和负面激励。

2.1.4 内部资本市场（ICM）功能异化的概念

对于内部资本市场功能异化，目前我国还没有一致认可的定义。许艳芳、张伟华、文矿宇（2009）认为在新兴市场中 ICM 减弱融资管束、优善加利用资源的功效并没有实现，而其更多的是成为系族控制人攫取上市企业其他投资者利益的隐形渠道。他们将这种行为定义为内部资本市场（ICM）功能发生了异化。吴承颂（2011）认为 ICM 功能异化是由于企业集团内不同部门或企业间的利益冲突，拥有控制权的管理者或投资者利用命令攫取本属于其他股东的权益，从而降低了企业内部资本市场的效能，削弱了内部资本市场的资本配给能力，恶化了上市企业的财务表现，并使得内部资本市场成为实际控制人攫取利益的方便之门。

本文认为，ICM 功能异化是指拥有决策和管理权的实际控制人利用控制优势进行内部交易，歪曲 ICM 的资本配给效能，降低企业内部资本市场的功效和市场价值，攫取其他投资人的权益的行为过程。在我国，由于上市企业股权普遍集中，ICM 功能异化主要表现为大股东掏空上市企业、攫取中小投资者权益。

2.2 理论基础

2.2.1 所有权和控制权理论

所有权亦称剩余索取权，即对总收入扣除各种支出后剩余金额的按份额取得索取权。在有限公司中是以现金流权来衡量所有权，依据持股比例来分享现金流所有权。控制权是决定公司管理者的人选及其薪资待遇，主导企业的日常经营管理活动与重大事项决策的权利。在股份企业，控制权的高低与所有权的比例相关（Fama and Jensen, 1983; Seligman, 2001）。在实践中，投资者以少量的投入就能获取较大比例的决策管理权，形成控制权和所有权（亦即现金流权）的不一致。在我国，大部分企业是以多层股权结构实施管理，后果就是所有权和控制权的不相等，其中的典型就是金字塔股权结构。

构筑金字塔股权结构需具备的要求是：第一，这个企业存在最终控制人（持股比例超过百分之二十）；第二，在以持股形成的链条上上市企业是关键环节。在金字塔股权结构下，最终控制人的现金流权数值等于各层级股权数值的累乘，而控制权取值为各层级中股权的最小数，控制权和所有权的分离程度通常用控制权与现金流权之比来衡量。控股股东的现金流权和控制权相差越多，控股股东进行利益侵吞的意图就越明显。这些理论对于分析我国系族企业 ICM 作用很大。我国上市企业中，所有股东的前两位投资者拥有股权数分别达到 50.1% 和 5.2%（李增泉，2005），并且 81% 的上市企业大股东绝

对控股，“一股独大”的现象比较普遍。加之我国法律对于大股东侵犯中小股东权益的行为规范很少，并且缺少对大股东进行管束的市场规则，实际控制人利用内部资本市场进行内幕交易侵吞中小股东权益引发的 ICM 功能异化现象较多。

2.2.2 代理理论

《国富论》中，亚当斯密提及当企业的管理者不是企业的拥有者时，企业的所有权和日常经营管理权分离，就会出现委托代理困境。此理论经由国内外多位专家学者的仔细研究逐步完善，才形成了如今的代理问题研究的基本框架。委托人如何设计和选择契约来限制代理人的机会主义行为，保证代理人按委托人的意志行事，始终是代理理论所要解决的焦点问题。

企业中管理者并不能完全控制公司，实际控制人主导控制企业的管理和决策，中小股东将自己的资金以股权投资的形式让企业管理者代为管理，实质上被实际控制人控制利用。投资者和管理者之间，中小股东和大股东之间形成两层委托代理关系。假如大股东利用手中的权力通过决策管理企业，把企业的财产转移到自己名下，就会减少企业和中小股东的应得权益。实现方法不外乎两类：一是大股东通过提高高管薪资水平、资产置换、转移定价、保证贷款等关联交易把公司的资源直接或间接的转移到其他企业；二是通过股权稀释、内幕交易等金融操作来完成对中小股东的权益剥夺。委托代理理论是分析 ICM 的一个关键理论手段。企业集团内的子企业、部门机构众多，分布着多层委托代理关系，这加大了我国 ICM 功能发生异化的概率。

2.3 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化理论分析

2.3.1 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的表现形式

ICM 在系族企业内的运营，一般通过关联交易实现操作。当 ICM 异化时，这些关联交易就从作为系族企业改善资源配给的手段，异化为系族控制人侵吞上市企业其他投资者权益的手段。与以改善资源配给、增加系族企业市场价值为目的 ICM 相比较，两者的运营都是以内幕交易进行，而差别在于内幕交易的定价是否公允，利益转移是否存在。

ICM 功能异化的表现主要有过量投资、交叉补贴、寻租问题和权益侵吞等。在系族企业中系族控制人主导管理决策，由管理层引发的过量投资、交叉补贴、寻租问题不太明显，主要表现为权益侵吞问题，即系族实际控制人对其他投资者的权益侵吞。这些关联交易成为了系族企业 ICM 功能异化的具体表现形式。

（1）在股权交易中通过关联交易达到利益输送的目的

上市企业发起股权买卖将资金在系族企业成员企业间流通。股权投资采取公允价值计量，给系族控制人通过计价方式的变化侵吞其他投资者的权益留下了操作空间。明天系的上市子企业明天科技于 1999 年 12 月筹资 3.36 亿元进行股权投资，成立十几家高科技公司，使公司的涉足范围从化工扩展到高科技领域，2002 年明天系以此为基础成功实现增发。之后，这些公司全部低于市场价格的价格转让，接手的企业全是明天系族内的

公司。

(2) 通过关联担保侵占上市企业利益

上市企业为系族企业内其他关联企业提供担保和保证，以增加上市企业的风险为代价为系族企业内的其他成员企业提供信贷支持，从而实现系族控制人对上市企业资本的转出。ST 海龙 2012 年对外担保数额大于 39 亿元，占公司净资产的 248.26%。这些担保加剧了上市企业的风险，损害上市企业的发展潜力。

(3) 资金占用降低上市企业资金的利用功效

上市企业和系内其他企业完成内幕交易后，用应收账款和其他应收款等账户以欠款、预付货款等形式，无偿占用上市企业的流动资金。通过资金占用促使其他成员企业得到了所需现金，但却降低了资金的流通功效，损坏了上市企业的利益。

2.3.2 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的财务绩效

系族企业 ICM 功能异化为系族控制人掏空上市企业、掠夺中小股东权益的手段，减弱了上市企业的财务绩效（包括盈利能力指标、运营能力指标、持续增长能力指标和企业债务风险）。主要影响有：

第一，获利能力降低

系族企业控制人控股上市企业后，必然会从集团的统筹高度设计公司发展战略。系族企业会利用上市企业的融资优势将其打造成集团的融资平台，这样会致使上市企业经营战略受到影响，净资产收益率偏小，竞争力降低，获利能力下降。这也会提高上市企业的经营费用水平，最终会引起上市企业获利能力缩水。系族企业控制上市企业后会对上市企业进行短期的利益补充是为了扩大融资的规模，但目的还是转移上市企业利益为己所用，最终会致使上市企业获利能力的显著下降。

第二，运营能力指标下降

系族控制人通过上市企业间的关联交易占用流动资金，账面表现就是应收账款、其他应收款的巨大数额，这致使上市企业的资金流动停滞，存货周转时间增加、应收账款周转能力下降。系族控制人按照系族的整体利益或个人私利安排上市企业的各项投资活动，而这同样降低了资金使用功效，导致其运营能力下降，即使有新的投资项目，企业也将没有合适的团队和能力参与运营。

第三，持续增长能力下降

系族控制人的掏空行为减少公司的资产，增加成本，降低企业竞争力，从而影响到上市企业的持续增长效果。另外，系族企业对上市企业进行产业统合、产品结构调整，减缓企业的主营业务的的增长，致使企业经营增长乏力，缺乏新的利润增长点。长此以往，上市企业的业务优势必然消亡。

第四，企业债务风险增大

系族企业把上市企业当作融资平台使用，以其汇通资金支持系族企业的整体扩张。金字塔股权结构的企业，由于决策管理权与现金流支配权是不一致的，系族控制人对利

益的盲目追逐，倾向于进行投资风险较大的投资。就像一场不用本钱的赌博，赢，则可以通过内部资本市场侵吞上市企业的收益；输，则仅损失的是上市企业的利益和股东的少量资本。这促使系族企业更倾向于扩张性战略，而其所需资本支持很大部分通过 ICM 的上市企业来筹集。结果往往是上市企业长期处于资金饥渴的状态下，从而使得上市企业债务加重，资产负债率偏高，债务风险加大。同时，上市企业为系内其他企业提供过量的贷款保证，进一步增加上市企业的债务风险。由此上市企业就像一艘满是漏洞的破船，再也经不起大风和大浪。

ICM 功能异化对上市企业经营成果，产生了破坏性的影响，包括企业盈利能力低落，负债率居高不下，资本运营能力下滑，持续增长乏力。ICM 功能异化对上市企业的业绩造成巨大的损害，控股股东不惜以透支上市企业的发展潜力为代价进行利益输送，掏空上市企业严重损害了上市企业其他股东的利益。

2.3.3 系族企业内部资本市场（ICM）功能异化的原因

系族企业的 ICM 功能异化的原由主要有两种：一是多重代理关系诱发管理层寻租行为。当上市企业的所有者无法对公司管理者形成有效的监察和激励时，内部资本市场成为管理者的肆意寻租的天堂；二是金字塔股权结构引致利益攫取问题。在股权集中度相对较高的金字塔股权公司内，ICM 异化为系族控制人对其他投资者进行利益侵吞的手段。

（1）多重代理及经理寻租

在系族企业的多重代理模式下，即投资者和管理者之间，大股东和中小投资者之间，系族企业管理者和各上市成员公司管理者之间都存在委托代理关系的情况下，系族企业内部的投融资行动会更扭曲，管理者的机会主义问题会更突出。在系族企业中，主要的管理困境是中小股东和大股东及代表大股东权益的管理者之间的代理问题。在研究复星系时，焦点是系族控制人掏空上市企业的行为造成的 ICM 功能异化。系族企业内的管理者机会主义问题是无法单纯更换企业的管理者解决此类问题的。管理者的寻租行为通常表现为各子公司经理追求个人利益，降低内部资本市场资本配给的功效，越是功效低的子公司寻租问题的越是严重，系族实际控制人将资源配给低功效的子公司或者出现资金分配过度的现象，都会损害股东的利益。

（2）金字塔股权结构及系族控制人利益侵占

我国的系族企业通常采用金字塔股权结构，即系族控制人自身不持有上市企业的股份，而是通过注册的子企业间接控制上市企业。系族控制人付出少量的资本成本就取得上市企业的决策管理权。之后，利用其决策管理权在系族企业 ICM 内以命令方式配给资源，亦或利用内部资本市场的关联交易占有中小股东的收益，此乃利益侵吞问题。下面将以金字塔股权结构来分析利益侵吞问题。

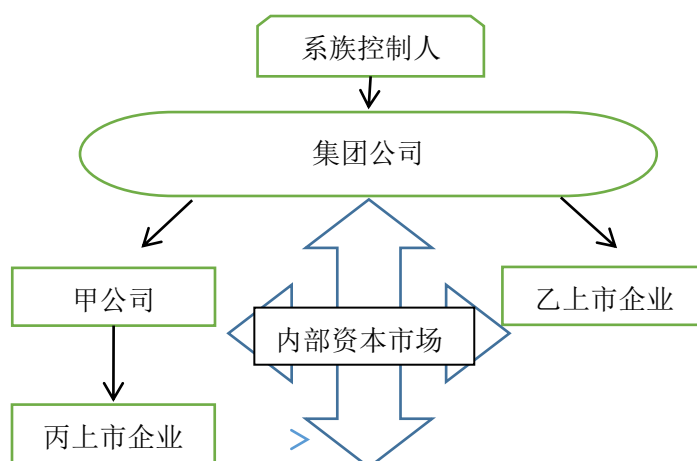


图 2-1 金字塔型股权结构图

如图 2-1 所示，假设甲公司 52% 的股权和乙公司 80% 的股权为系族控制人所有，丙公司 31% 的股权被甲公司持有。由此系族控制人控制（以 20% 的股权为界）了甲乙丙三家公司形成了内部资本市场。系族控制人按照控股比例能获得丙公司现金流权仅为 $52\% \times 31\% = 16.12\%$ ，控制权取两个层级中的最小值计算，即拥有 $\text{Min}(51\%, 31\%) = 31\%$ ，高于其 16.12% 的现金流权。而系族控制人可以凭着自己的决策管理权转移企业的资源，操纵其经营和决策，为己谋取利益。

在企业中，系族控制人通过掌握上市子公司的人事任免权、决策管理权、财政预算权等，控制整个上市企业的日常。虽然可以减少系族控制人与上市企业管理者的代理成本，但却增加了利益侵吞机会成本。控制权和现金流权相差越大，系族控制人通过隐蔽途径掏空上市企业的欲望越强烈。在系族控制人对各个子企业拥有较高的控制权而现金流权却又很低的系族企业金字塔股权结构中，系族控制人对各个子企业有强烈的掏空的意图。

另外，在我国的系族企业 ICM 中，上市企业是系族内资金的主力供给者，系族控制人对于上市企业的产业发展和企业价值不关心，而关注于如何利用系族企业的内部资本市场，将上市企业的资本转移到系族控制人名下，以实现系族企业以及系族控制人利益的最大化，系族企业 ICM 功能发生异化是必然的结果。

综上所述，系族企业内存在的多重代理问题，管理者的寻租问题等致使 ICM 资源配给功效降低。在金字塔型股权结构下，系族企业内企业现金流权和控制权的相差明显，加之检查无法有效保护投资者权益，使得系族企业 ICM 的功能异化为系族控制人掏空上市企业，损害其他投资者权益的不良手段。在系族企业中，上市企业具有的特殊融资地位，其必然被打造成融资平台被系族控制人进行持续的掏空。

第三章 复星系内部资本市场（ICM）概述

3.1 复星系概况

3.1.1 复星系基本情况

1992年郭广昌与梁信军一起创立广信科技（后更名为复星），主业是生物医药，并部分涉足房地产。1994年成立复星实业，在之后五年内旗下的复星医药和上海复地在大陆成功上市，继而举行多产业统合和资本运营，为复星进入内地资本市场奠定基础。1998年，复星实业（更名复星医药）改制后成功在A股上市，募集资金3.6亿元用于资本运营，这也是复星系大规模资本运营的开始。参控股天药集团（600488）、羚锐股份（600285）、同济堂（600090）等，都是复星系为巩固在医药领域的领先地位而进行的资本运营。之后多次投资参股零售业、地产行业、矿业、金融业等领域，报刊杂志、电视广告、网络媒体等领域也多有涉猎。2007年复星系实现整体上市（即复星国际），这是复星系成立至今浓墨重彩的一笔。2012年，复星医药（600196）在香港H股成功上市并筹集3.36亿元人民币，这是继复星医药巨额融资后复星系的又一个新峰值。2014年，在A股市场上复星系共控制复星医药、豫园商城、海南矿业、南钢股份等5家上市企业，间接控制16家上市企业，总资产为3248亿元，归属于母公司净利润68.53亿元。

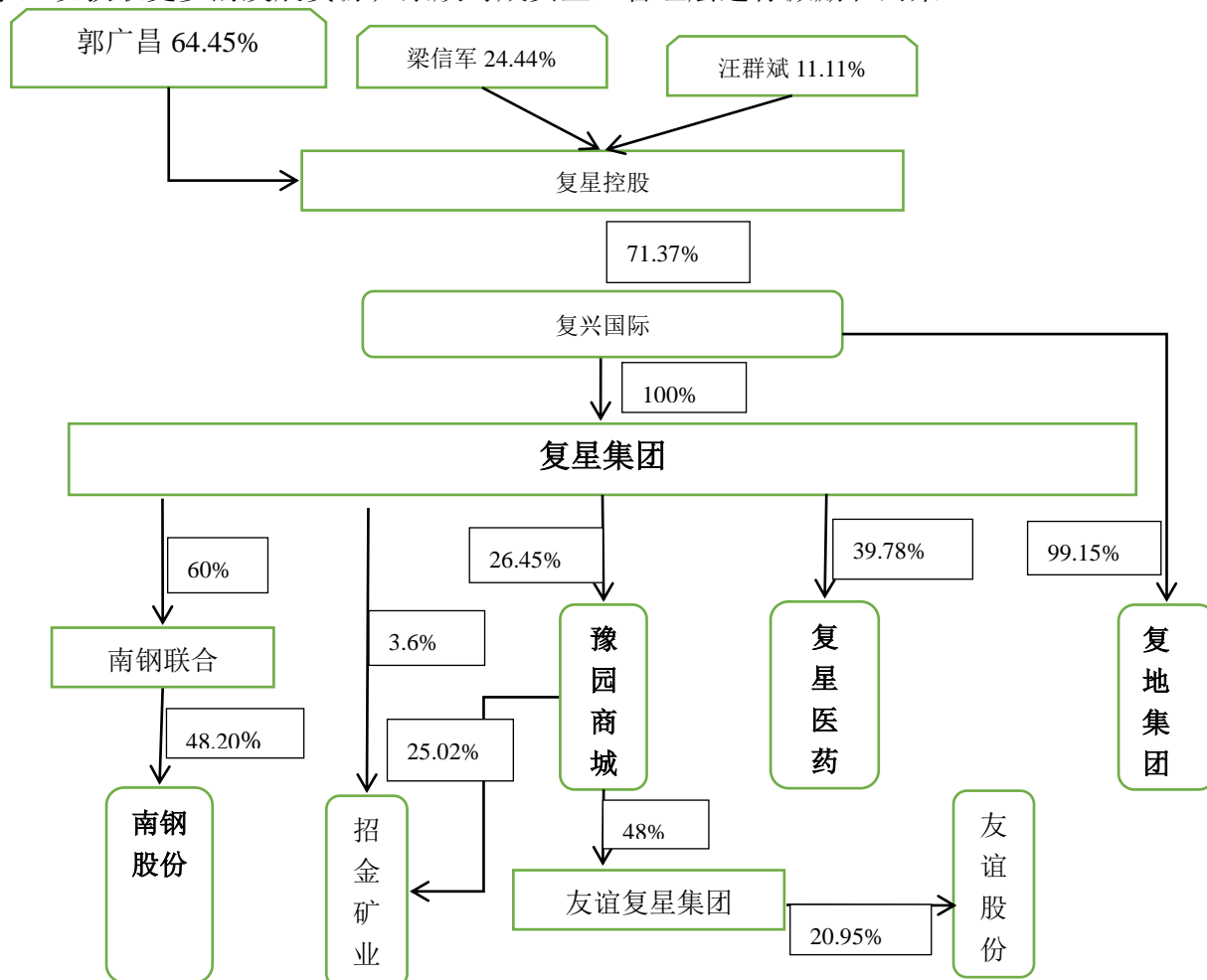
从1992年至2015年20多年间，郭广昌控制的复星系从一家小公司发展成为如今总市值超8500亿元的大型综合性多元化企业集团，完全或部分控制的公司超出100家的，包含医药、钢铁、房地产、零售批发、金融、矿业等多个领域，大型投资项目超出140个，直接或间接控制的上市企业35家，其股权结构图3-1所示。复星系20多年的发展壮大过程中，其内部资本市场形成并通过资本运营不断发展完善，多元化并购、资本持续扩张，其内部资本市场的构建过程和资本运营模式在我国民营系族企业很具有代表性。

3.1.2 复星系内部资本市场（ICM）的构建与发展

依照科斯交易费用理论，企业通过一些手段将外部交易内部化可以有效降低交易费用。同样系族企业可以在系族内部各成员企业间进行一些原本需要在市场交易的行为，从而降低交易成本，获取联营收益。由此而形成了一个可以取代外部资本市场部分功能的系族ICM。

第一，构建复星系ICM的资源配给系统。一个完竣的内部资本市场必须具备一个资源配给系统，快速而高效的进行资源的获取和分配。一个资源配给系统由资源配给要素和资源配给机制组成，而资源配给要素包括四部分：资源配给者、资源接受者、配给资源、配给中介（王峰娟，2009）。对于复星系来说，资源配给者是复星系实际控制人。资源接受者是复星系内各成员企业。配给资源是内部各种资本。配给中介是复星系设立各类财务公司、资金结算中心等金融中介，是系族内资本的蓄金池，按系族控制人的命令或价格机制将资金分配到各成员企业。资源配给机制的组成有：资源配给引导、信

息传递、竞争与激励。在复星系中，复星集团是资源配给中心，行政命令和价格机制是其主要资本配给手段；各成员企业通过提高盈利能力和向系族“报喜”等方式展开竞争，以获取更多的发展资源；系族对成员企业管理层进行激励和约束。



资料来源：根据复星系各上市企业 2012-2015 年年报整理

图 3-1 复星系股权结构图（部分）

第二，发展复星系 ICM 构筑系族内部“资金池”。复星系实施多元化发展战略，支持研发新医药产品和开发房地产；优化钢铁行业产品结构；加大对矿业的投资；扩展融资渠道，提升集团整体投融资能力。2009 年，南钢联合、上海复地和豫园商城分别发行了企业债券，募集资金 49 亿元人民币，系族中长期债务占比增至 41.7%，系族的负债结构得到大大的优化。2010 年，系族完成了凯雷复星、上海复星创投、星浩资本等基金的资产整理工作，到 2015 年底共募集 266.58 亿元。其中，复星集团财务公司作为平台为成员企业提供财务和投融资咨询，帮助成员企业实现交易款项的及时收付，为成员企业提供贷款担保等，协助复星系 ICM 优化资源配给。

复星系 ICM 收益的资金分流到金融、钢铁、房地产等行业，海外投资获得的收益，抵消了宏观环境的负影响，保护了投资者的权益；系族 ICM 持续资本运营，解决了部

分成员企业融资难问题，促进其健康快速发展；而成员企业增加的利润和扩展融资渠道获得的资金又回流系族内“资金池”。这样就形成了良好的系内资本运营循环链。

3.2 复星系主要上市企业财务数据对比--指标判断

复星系在构建内部资本市场的过程中，为了整个系族的利益，往往从宏观战略的角度进行决策和资本运营。这样的决策方式势必会影响到内部资本市场中的各个上市企业的资本运营和财务效果。但复星系内部资本市场是否存在功能异化现象是一个需要深入分析的问题，在此之前我们先分析复星系几个主要上市企业的财务指标。本文主要从净资产收益率、资产负债率及其他一些财务数据分析复星系内部资本市场是否存在功能异化的迹象。

表 3-1 复星系主要上市企业净资产收益率(单位：%)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
复星医药	14.21	13.38	12.3	14.97	13.04	11.5	47.93	17.55
复地集团	-	-	-	-	-	5.57	2.22	1.21
南钢股份	-33.16	3.47	-7.24	-6.07	3.2	9.45	3.15	2.84
豫园商城	10.48	14.42	15.88	17.77	17.7	15.72	13.55	9.96

数据来源：各上市企业年报

表 3-2 复星系主要上市企业资产负债率(单位：%)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
复星医药	45.89	45.94	40.07	40	48.99	44.15	39.69	41.03
复地集团	-	-	-	-	-	73.93	76.31	70.69
南钢股份	82.61	78.32	77.44	74.29	71.76	71.17	64.9	60.98
豫园商城	50.9	41.93	48.05	43.03	56.44	53.45	52.35	55.96

数据来源：各上市企业年报和国泰安数据库

从表 3-1 可看出，复星集团控制的几个上市企业中，复星医药和豫园商城的净资产收益率明显高于南钢股份和复地集团，并且复星医药 2008-2015 年度的净资产收益率整体呈增长趋势，而豫园商城却是在走下坡路，转折点是在 2013 年。与此同时复星医药在 2013 年也出现下降，这或许是复星医药在 2012 年 H 股上市的后续影响。南钢股份自 2012 年净资产收益率就开始负增长，亏损越来越大，钢铁行业整体不景气是主因。而复地集团一直处于低迷状态，2011 年更是以退市收场。同是一家集团控制的上市企业，数据差距为何如此之大，难道仅仅是因为行业的原因。豫园商城的其他应收款或许会给我们答案，2008 年为 3.1 亿元，2009 年为 3.0 亿元，2010 年为 3.1 亿元，2011 年开始下降 2.4 亿元。大量的其他应收款都流向了何方？

进一步对比表 3-1 和表 3-2 不难发现一些规律，净资产收益率低的公司其资产负债率往往会很高，净资产收益率越低意味着公司的盈利水平越低，资产负债率低则说明公司所面临的债务风险就越大。盈利水平低的公司为啥会有如此高的资产负债率，他们的资金又是从何而来，南钢股份的巨额其他应付款从侧面给了我们回答，2008 年为 0.43 亿元，2009 年就增长为 1.2 亿元，2010 年为 5.1 亿元，2013 年为 8.9 亿元，2015 年更是高达 23.53 亿元，从 2008-2015 年翻了 54.72 倍，这极有可能是南钢股份占用其他上市

企业的资金来维持企业的运营。

从以上分析可知，复星集团在复星系内部资本市场中存在运用控制权干预上市企业的资本运营，从而损害集团内部资本市场的功效，导致内部资本市场资本配给功能发生异化的现象，而最明显的阶段就是 2008-2013 年。下文将进一步从数据模型角度分析判断复星系内部资本市场是否存在功能异化。

3.3 复星系内部资本市场存在功能异化--模型判断

综观目前的研究文献，并没有直接判断内部资本市场是否存在功能异化的方法。本文采用间接方法，结合本文对内部资本市场功能异化的定义来对复星系内部资本市场进行判断。首先运用现金流敏感系数判断内部资本市场的资本配给是否有功效，其次利用托宾 Q 值判断公司的投资价值，再结合系族企业集团的资本支持方向，分析系族企业集团是否按照资本配给功效的高低进行资源统分，如果不是，就可以判断系族企业 ICM 存在功能异化现象。

3.3.1 现金流敏感性法

关于 ICM 功效的衡量方式有两种：一是托宾 Q 敏感性法；二是现金流敏感性法。而后者更适合我国的社会主义市场经济现状。本文采用现金流敏感性法判断内部资本市场的资本配给功效情况。公式如下：

$$CSI = \sum_{j=1}^n \frac{SS_j}{FS} \times \left(\frac{CF_j}{SS_j} - \frac{\overline{CF}}{FS} \right) \times \left[\left(\frac{CE}{SS} \right)_j - \left(\frac{FE}{FS} \right) \right]$$

其中， CF_j 表示成员企业的现金流（以现金及现金等价物净增加额计算）； \overline{CF} 是系族企业内部各成员企业的加权平均现金流（将各成员企业营业收入作为权重）； SS_j 是第 j 成员企业的营业收入； FS 是系族企业的营业总收入； CE 是某个成员企业的资本支出（以购建固定资产和其他支付的现金计算）； FE 是系族企业的全部资本支出。如果系族企业的现金流敏感系数 CSI 合计数为正值，则表明系族企业 ICM 配给是有功效的，反之，其配给功效较低。

表 3-3 2008-2015 年复星集团现金流敏感系数

公司年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
复星医药	1.04E-05	1.36E-05	-1.21E-05	-1.35E-04	-5.69E-04	5.83E-04	1.03E-03	1.97E-03
复地集团	3.08E-04	-7.58E-04	-3.12E-04	-	-	-	-	-
南钢股份	8.70E-04	6.10E-04	1.77E-04	8.62E-04	5.77E-04	2.86E-04	2.74E-04	2.71E-05
豫园商城	1.05E-04	-4.15E-04	-1.58E-03	-4.28E-04	-6.18E-04	-1.73E-03	-1.09E-03	-1.12E-03
合计	1.29E-03	-5.49E-04	-1.73E-03	2.99E-04	-6.10E-04	-8.61E-04	2.14E-04	8.77E-04

数据来源：财务数据来自年报和国泰安数据库

本文选择复星系上市企业中具有代表性的复星医药、复地集团、南钢股份和豫园商城四家上市企业解析复星系的资本支持与其产生的现金流是成正比来判断复星集团 ICM 是否存功能异化现象。我们以 2008-2015 年上述 4 家上市企业的年报和国泰安数据库的数据为基础计算出复星系内部资本配给的现金流敏感系数（见表 3-3）。

2008-2015 年复星系旗下的四家上市企业的现金流敏感系数 CSI 合计为-1.06E-03,并且 2009、2010、2012、2013 年四年的 CSI 均为负数，复星医药 2008-2015 年的 CSI 为正数但系族配给的资本数量却低于系族平均水平。通过分析集团年报发现，自 2010 年以来主要成员企业归属于母公司利润中复地集团贡献最大，南钢的利润进献系族企业最少，2012 年其销售增长率为-16.94%、资产报酬率均-1.64%，初步判断复星系内部资本市场是无功效的。

3.3.2 托宾 Q 值法

再利用托宾 Q 值（企业市场价值/企业重置成本）评价企业的投资价值。如果 $Q > 1$ ，则说明企业创造的价值大于投入的成本，表明为系族企业增加了价值是“财富增值”，投资是成功的；反之则表明浪费了系族企业的资源，是“财富减值”，投资是失败的。如表 3-4。

表 3-4 2008-2015 年企业托宾 Q 值

公司 年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
复星医药	1.74	2.10	1.52	0.73	0.78	1.27	1.14	1.17
复地集团	0.58	0.61	0.42	-	-	-	-	-
南钢股份	0.43	0.81	0.38	0.31	0.27	0.20	0.31	0.34
豫园商城	0.96	2.52	1.88	0.98	0.93	0.81	1.23	1.35

注：托宾 Q 值=公司市场价值/重置成本，公司市场价值以年个股总市值计算，重置成本不易获取本文以年末总资产代替

数据来源：数据来源于国泰安数据库

表 3-5 2008-2015 年集团对各上市企业的资本支出占比（%）

公司年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
复星医药	8.35	8.31	8.99	33.35	22.93	4.57	9.91	7.47
复地集团	1.24	2.75	2.60	1.11	0.77	-	-	-
南钢股份	65.57	78.98	80.84	51.16	58.98	75.28	78.80	82.09
矿业	24.14	9.69	6.73	13.56	15.20	19.91	10.77	10.09
其他	0.69	0.26	0.84	0.82	2.12	0.24	0.52	0.35

数据来源：复星集团母公司和各上市企业年报

比较四家公司的托宾 Q 值，复星医药的最大，2008-2015 年中有六年的托宾 Q 值都大于 1，其余年份都接近 1，是最有投资价值的。豫园商城的托宾 Q 值大于 1，比较具

有投资价值，而复地集团和南钢股份投资价值相对较小。复星系若要发挥资本配给的最佳功效，集团应对复星医药、豫园商城多加支持，减少复地集团和南钢股份的支持。而事实却是相反，给予复星医药和豫园商城较少的“支持”（资本支出<15%），给予南钢股份过量的支持（资本支出>70%）（见图 3-2），损害了内部资本市场的价值创造效应（见表 3-5）。

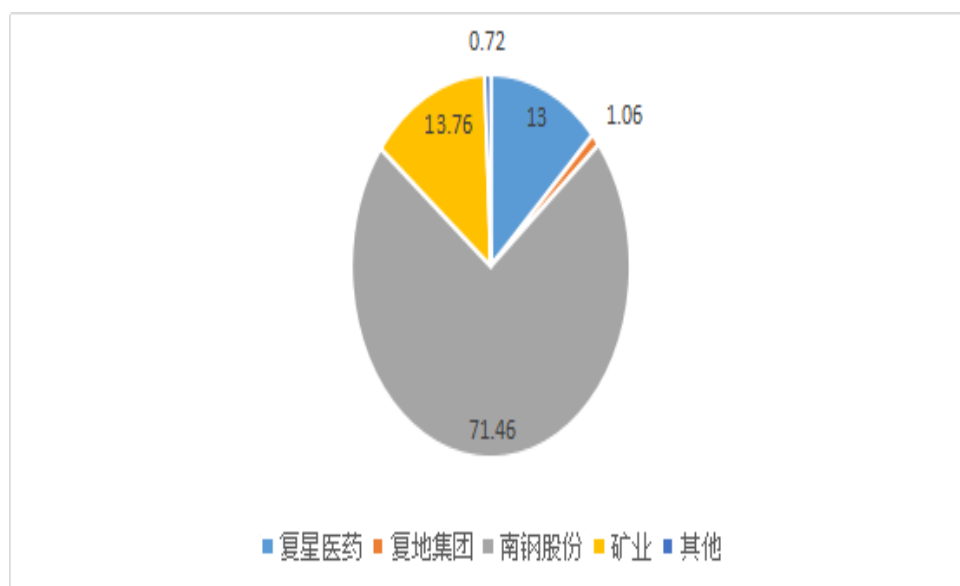


图 3-2 2008-2015 年复星系集团公司对各上市企业的资本支出总占比 (%)

综合上述现象表明，复星系内部资本市场中存在降低资本配给功效的行为，资源配给功效高、具备投资价值的企业未得到足够的支持，而资源配给功效低的企业却得到了额外的支持，系族控制人出于战略目的配给整个系族企业集团的资源，降低了内部资本市场配给资源的功效，复星系 ICM 确实存在功能异化现象。2009 年，马金城和王磊就以复星系为例，研究系族企业控制人对旗下上市企业的掏空与支持行为，结果发现，复星集团对旗下企业的掏空和支持是看似随意实际却有计划的行为。下面本文将从内部资本市场资本运营的角度分析复星系 ICM 功能异化的表现及其由此带来的影响。

第四章 复星系内部资本市场功能异化的表现及其后果分析

系族企业中各成员企业的融资能力和产出效能之间存在明显的差异。合理地利用这种差异性进行资本运营，能提高内部资本市场的资本配给功效和增加系族企业的整体价值。在我国，存在多家上市企业共处于同一系族企业内部资本市场的现象，系族控制人在内部资本市场进行资金融通和资本配给以实现系族整体或自身利益最大化（刘星等，2010）。上市成员企业是系族企业与外部市场的直接交易平台，因其与非上市企业相比融资渠道更多、融资能力更强，而被称为系族企业的“融资窗口”（许艳芳等，2009）。复星系控股的上市企业中复星医药（600196）、南钢股份（600282）和豫园商城（600655）分别是医药、钢铁和零售三大领域中当仁不让地资本运营主力。本部分以复星医药、南钢股份和豫园商城为对象，对 2007—2015 年间复星系多次利用内部资本市场进行利益输送的资本运营方式和引起的财务后果加以分析，以此研究复星系 ICM 存在的功能异化现象。

4.1 系内股权交易

2007 年，复星医药将持有的友谊复星 48% 的股权转让给豫园商城。转让价约为 7 亿元，对应资产的账面净值为 3.39 亿元，计算可知，溢价率高达 106.58%。而 2001 年复星医药购入该股权的出价仅为 1.92 亿元，2006 年获得的现金分红 2400 万元，该项资产的年平均投资回报率为 46.18%，是同行业中高收益的投资，为复星医药 2007 年的财务报表增色不少。

而与此相反，友谊复星 2007 年末净资产 9.30 亿元，而到 2008 年末则变为 6.20 亿元，同比下降 33%，到 2015 年末净资产为 8.09 亿元，即使经过几年休养生息也已不复被转让前的辉煌。其归属于母公司的净利润同样跌宕起伏，从 2008 年 3326.60 万元下降为 2015 年 1109.97 万元，最低值为 2011 年 395.26 万元，各年变动较大且都低于转让前平均水平（参见表 4-1）。

表 4-1 友谊复星 2008-2015 年期末净资产和净利润(单位:万元)

年份	期末净资产	净利润
2008	62028.33	3326.60
2009	62956.83	928.50
2010	65156.58	2199.75
2011	65551.84	395.26
2012	64244.69	2992.85
2013	67932.73	3688.04
2014	74119.89	2991.11
2015	80922.21	1109.97

数据来源：根据豫园商城 2008-2015 年年报整理

从该投资项目的回报率来看，从 2008—2015 年这 7 年间友谊复星归属于豫园商城的净利润合计为 7515.17 万元，与 7 亿元的巨额转让款，年投资回报率为 1.5%，是一场彻底失败的投资。豫园商城对友谊复星的投资收益趋势虽有波折，但下降是大势，尤其是 2011 年甚至出现负值，为-155.69 万元。（如表 4-2 所示），年平均投资收益仅占年平均净利润的 1%左右，到 2014 和 2015 年才出现些许好转。与此相比，豫园商城对招金矿业的投资却取得了较多的投资收益。这样看来，当初豫园商城所宣称的有利于其在零售领域中进一步“强大”的目标完全没有达到，是一次失败的投资行为。

表 4-2 2008-2015 年豫园商城投资收益及其对净利润的影响

年份	友谊复星		招金矿业	
	投资收益（万元）	对净利润的影响（%）	投资收益（万元）	对净利润的影响（%）
2008	1087.23	3.3	7544.73	23.0
2009	100.26	0.2	19358.36	40.2
2010	710.46	1.1	31414.49	46.7
2011	-155.69	-0.2	43528.12	50.9
2012	1091.15	1.1	50410.17	52.1
2013	1424.85	1.5	18598.22	19.0
2014	1090.32	4.8	11756.06	51.7
2015	1848.87	3.7	7970.37	15.9

数据来源：根据豫园商城 2008-2015 年年报整理

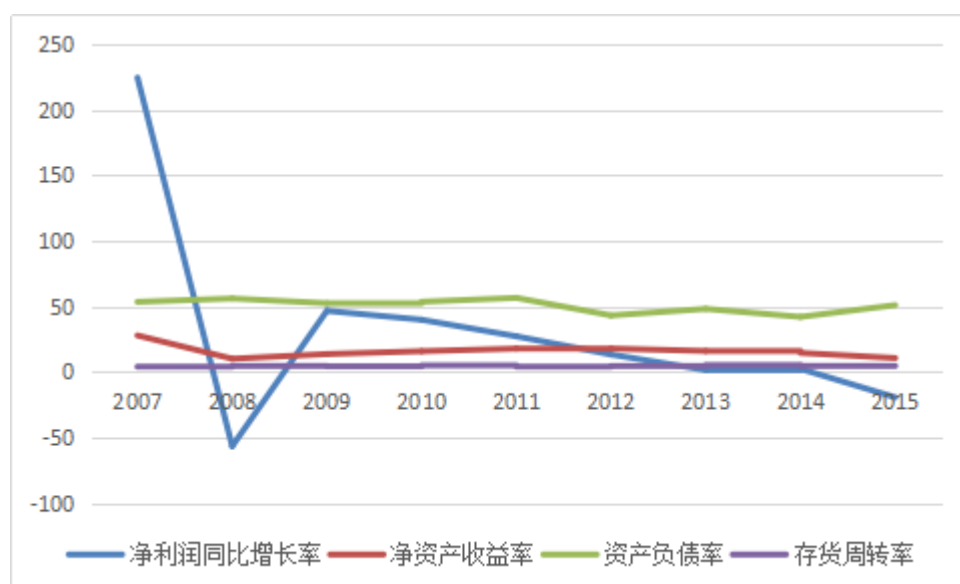


图 4-1 豫园商城 2007-2015 年主要财务指标（单位：%）

进一步分析豫园商城 2007-2015 年的财务指标（图 4-1）发现净资产收益率、资产负债率和存货周转率发展平稳，波动较小，但净资产收益率（14.64%）相对于零售行业

平均水平（15.00%）却偏低；资产负债率（54.95%）和存货周转率（4.4%）持平于行业平均水平；波动幅度最大的是净利润同比增长率，2008 达到低谷，深受 2007 年股权转让的影响，净资产收益率在 2008 年也出现下降佐证了这一点。豫园商城收购友谊复星股权并未带来实际的经济利润，反而影响到了豫园商城的获利能力，对其长期发展也产生不利影响。

现在看来，复星系控制人在预料到友谊复星资产重组可能存在风险的基础下以远高于出价的价格将友谊复星的股权出卖给豫园商城，很大程度上的充实了复星医药的资金盈余、提升了复星医药的经营业绩，同时避免了复星医药的潜在风险，为 2012 年复星医药在 H 股上市奠定了良好的基础。但这却牺牲了豫园商城的价值，减损了豫园商城中小股东的权益。

4.2 系内资金占用

如表 4-3 所示，2008-2015 年年末，复星医药与豫园商城的被占用资金数额都大于占用资金数额，这两家上市企业拥有的充裕资金，是系族内的资金提供者，大量的资金被转移给系族内其他资金短缺的成员企业，而南钢股份则是占用资金数额大于被占用资金数额，且两者间差距悬殊。显而易见，为维持南钢股份的运营必须依靠系内资金盈余企业提供大量的资金支持。事实也证明，南钢股份由于连续两年亏损，已在 2014 年被 ST 了。系族内其他企业的资金支持，是其持续经营的救命稻草。

表 4-3 复星系上市企业资金占用情况(单位:万元)

年份	南钢股份		复星医药		豫园商城	
	占用资金	被占用资金	占用资金	被占用资金	占用资金	被占用资金
2008	68938.02	1975.15	260.30	3742.56	11701.30	46904.10
2009	33910.18	1564.83	516.93	3189.66	1339.04	25053.02
2010	62107.26	1489.19	1707.81	1788.26	75.65	25227.16
2011	60755.36	2847.76	3358.76	1199.92	169.97	19165.81
2012	8630.35	12948.82	3636.43	29807.19	72.03	20409.79
2013	77150.96	20000.00	3396.74	23507.98	143.40	16159.21
2014	24291.97	4793.21	3660.43	9082.44	452.84	13626.62
2015	222709.73	3742.94	1566.17	7056.21	4891.73	14269.86

数据来源：根据 CSMAR 数据库及上市企业 2008-2015 年年报整理

占用资金的方法是各不相同的，其他应收款和其他应付款账户是复星医药和豫园商城实现关联企业间资金占用和被占用的主要形式。经常性的交易则是南钢股份占用资金的首选方式。豫园商城在 2009-2013 年间被关联方占用资金数额比较大，其中 2007-2013 年间豫园商城为武汉中北房地产提供拆借资金，实际上就是为关联方提供长期资金；复星医药 2011-2015 年间为关联公司提供了大额的委托贷款，被占用资金数额从 2011 年的

5.92 亿元到 2015 年增加到 35.95 亿元。这其中，上海复星集团财务公司为复星系内部资本市场的资金融通提供了便利的平台。

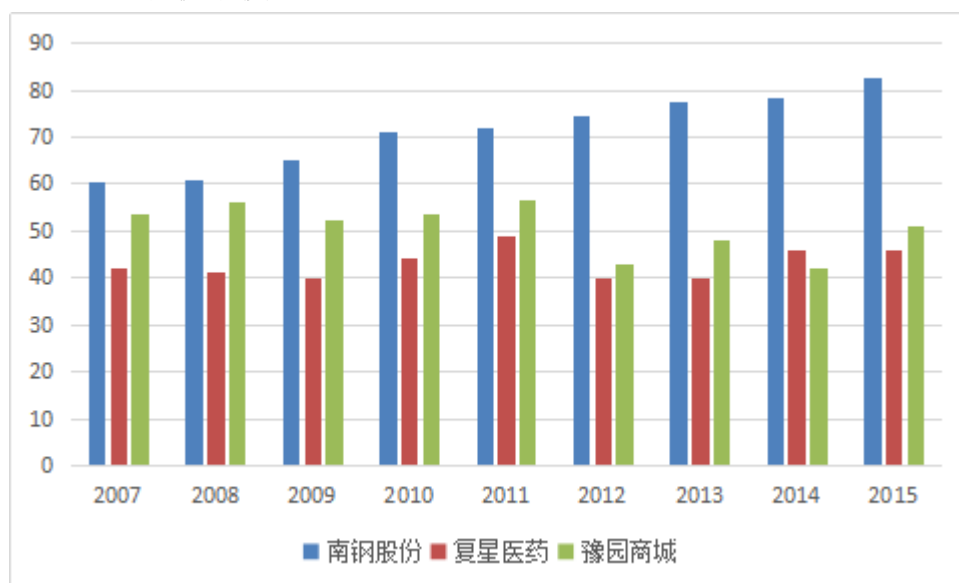


图 4-2 三家上市公司 2007-2015 年资产负债率（单位：%）

复星系通过资金往来占款方式，包括日常经营资金占用，拆借资金及委托贷款等形式，实现内部资本市场中的资金转移。图 4-2 三家上市企业 2007-2015 年资产负债率居高不下就从一个侧面佐证了复星系内部资本市场资金调度带来的经营风险和上市企业之间的亲疏之别。

4.3 系内相互担保

系内相互担保是系内某成员企业以其偿还能力为其他成员企业作保，使其能获得资金融通的经济行为。对比表 4-4 可知，复星医药 2008-2012 年间接受了系内关联企业的 90.45 亿元的担保，南钢股份 2008-2015 年间接接受担保的数额高达 445.09 亿，而豫园商城在 2011-2015 年间为系内关联公司总共提供了 293.27 亿元的担保。而且通过观察三家上市企业担保情况，不难发现提供担保的数额与接受担保的数额之间差距并不大，由此可见资金的流向，复星系借用豫园商城和复星医药的资金来扶持南钢股份的经营。

南钢股份在复星系控股前就是 A 股的上市企业，但南钢股份主要融资手段依然是债务融资。2005 年，南钢股份增发募集资金 7.55 亿元，在一定程度上减弱了债务融资压力。2006 年，其经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计为-2.98 亿元，勉强维持着债务现金流的平衡。面对如此庞大的，复星系为解决南钢股份的债务融资压力，通过担保的方式为其提供持续贷款。2007 年南钢联合为南钢股份提供约 31 亿元贷款担保。2008-2015 年复星系通过复星医药和豫园商城等成员企业继续为南钢股份提供越来越多的担保。

表 4-4 复星系上市企业担保情况(单位:万元)

年份	复星医药		南钢股份		豫园商城	
	提供担保额	接受担保额	提供担保额	接受担保额	提供担保额	接受担保额
2008	9000.00	135500.00	0	290037.16	0	0
2009	55150.00	156000.00	0	354489.63	0	0
2010	174060.00	182855.21	17150.00	524055.94	0	0
2011	200500.00	110101.80	322259.74	690809.50	320358.00	0
2012	129000.00	320000.00	325983.78	270399.05	714760.92	0
2013	44153.83	0	293539.88	466763.11	139.74	0
2014	58300.00	0	113270.06	1008499.85	1064570.20	0
2015	114000.00	0	125752.84	845895.13	833367.39	0

数据来源：根据 CSMAR 数据库及上市企业 2008-2015 年年报整理

南钢股份 2007-2015 年的财务指标（图 4-3）也进一步证实了上述观点。净利润同比增长率在 2008、2012 年出现负值，之后因为复星集团的输血而有所上升，但总体趋势是大幅度下降，2014-2015 年下降幅度最大。

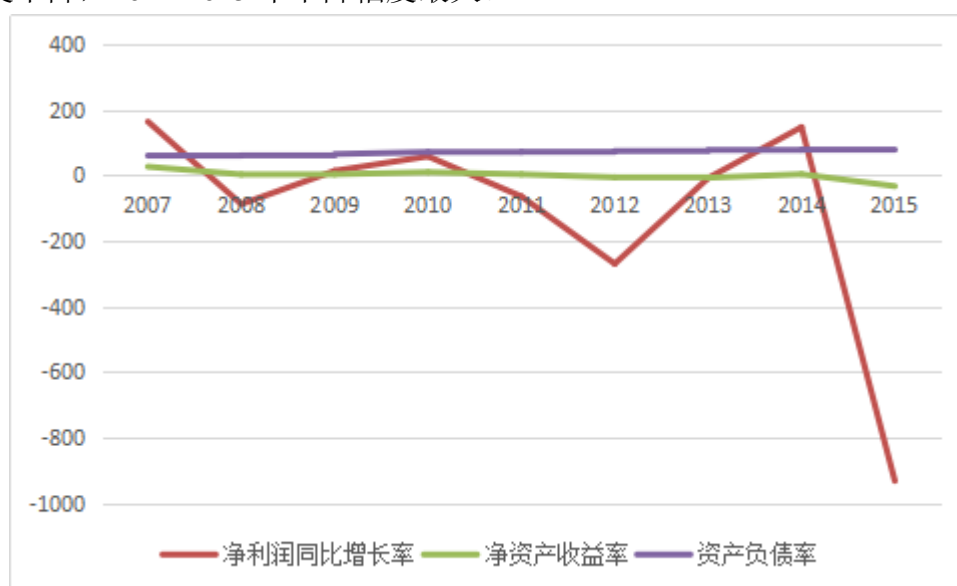


图 4-3 南钢股份 2007-2015 年主要财务指标 (单位: %)

豫园商城每年都会为旗下的控股子公司提供担保（见图 4-4），2008-2015 年间豫园商城为控股子公司提供的担保额呈现明显的增加趋势，2013 年达到峰值，为 139.74 亿元人民币。担保总额占上市企业的净资产比例都在 20% 及以上，最高比例为 36.22%，已经影响到上市企业的经营业绩。通过担保，系内的上市企业获得了大量的资金，同时也为系内的关联公司提供了资金支持，而赢利能力强的豫园商城则成为系族内主要的资金提供者。系族企业 ICM 已成为民营系族企业解决系族内部资金需求和通过控制上市

企业进行利益转移的主要渠道。

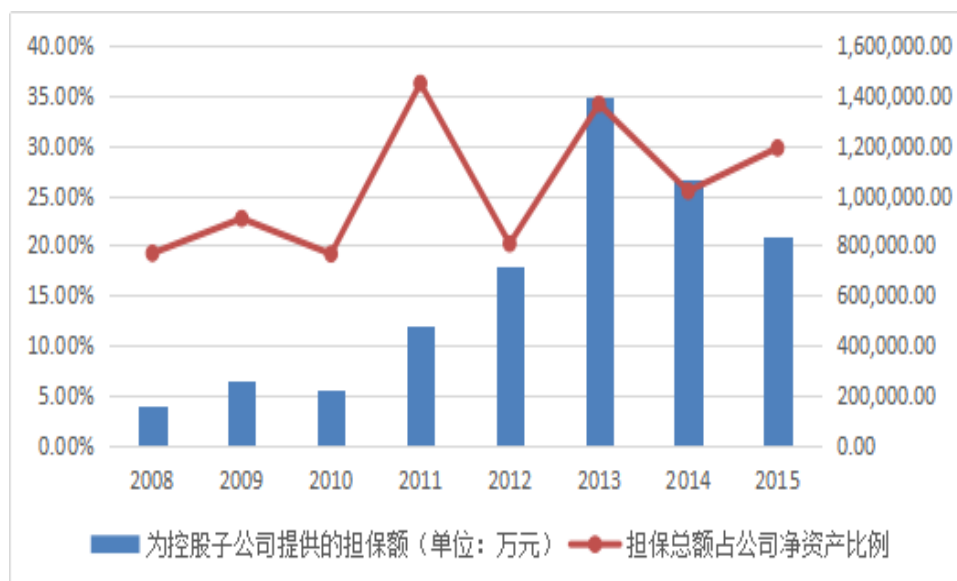


图 4-4 豫园商城 2007-2015 年为子公司担保情况

4.4 系内共建子公司

系族企业为了促进特定产业的增长或实现系内资源的最佳配给，常常通过关联企业共同成立子公司的方式重新配给资源。上市企业与非上市成员企业成立一系列上市企业控股的子公司，目的是利用上市企业的融资优势对其他产业进行资金支持。2007年初，豫园商城通过旗下全资子公司以 35.02 亿元拍下武汉市武昌区中北路 147 号地皮，并注资 6.43 亿元人民币成立子公司“中北房地产”。然而 2007 年 6 月，上海复地以 2.58 亿元收购“中北房地产”70%的股权，兵不血刃就获得子公司的绝对控制权，留给豫园商城的仅剩三成。中北路 147 号项目开发资金预计为 70 亿元，豫园商城通过系族内 ICM 寻求战略合作伙伴进行共同开发，却为上海复地做嫁衣，牺牲未免有点大，如果说其中没有复星系总部的干涉，豫园商城断然不会做出如此令人意外的决策。可以说，豫园商城在中北路 147 号项目上的牺牲，是对复星系内成员企业的支持行为。

此外，协议还规定，在后续开发过程中双方须按照股权比例继续追加资金投入，2008 和 2009 两年豫园商城合计向“中北房地产”继续扔钱 1.2 亿元。不仅如此，2007-2015 年间“中北房地产”还通过资金拆借占用豫园商城资金 9.6 亿元，而其中 2 亿多元被其长期占用。很显然，复星系通过共同组建子公司“中北房地产”将豫园商城的利益输送给上海复地，支持其发展房地产。

综上，复星系通过集团内部股权交易，将复星医药拥有的存在风险的友谊复星股份高价转让给豫园商城；通过集团内资金占用和相互担保，南钢股份从集团获得巨额资金支持，而复星医药和豫园商城得到的支持却较少。复星系在企业集团发展的不同时期对三家上市企业进行不对称的掏空和支持，以支持集团在资本市场上的运营。可以确定的说，复星系内部资本市场存在明显的功能异化现象。

第五章 复星系内部资本市场功能异化的原因分析

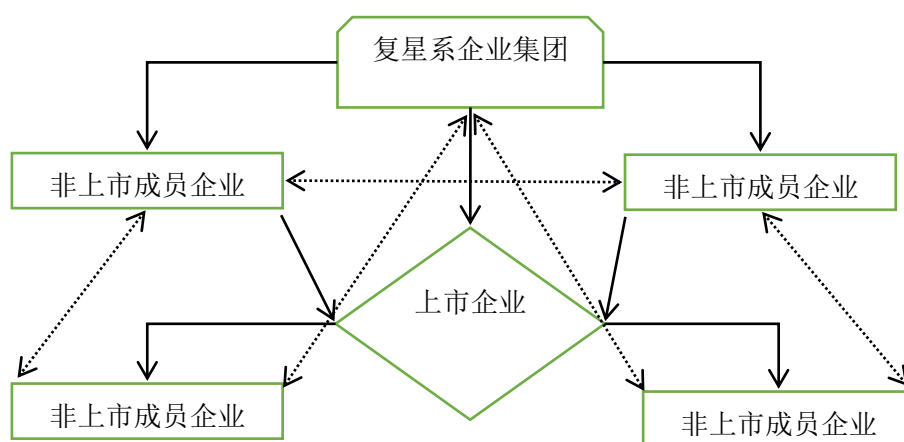
研究案例的过程是在“是什么”的指导下，分析案例情况是“怎么样”的和“为什么”会是这样的问题，最后得出“怎么办”的启示。本文在第二章理论分析的指导下，对于复星系内部资本市场的构建及运营分析回答了“怎么样”的问题，那么，复星系对各成员公司支持或掏空的原因是什么？促成复星系内部资本市场功能异化的原因究竟何在？通过本章的分析就会发现，宏中微三个层面的原因均在复星系内部资本市场功能异化的过程中起到了推波助澜的作用。

5.1 微观原因

微观原因是指系属上市企业自身的原因或者其与系族总部及其他系内成员企业存在的特殊联系，从自身层面分析系族企业 ICM 功能异化的原因。

5.1.1 金字塔式的股权结构利于进行控制

系族企业必须依托一定的组织形式和股权结构来实现资本优化配给。Williamson（1975）把项目部门制的联合企业（Multidivisional Structure，以下简称“M型”）看作一个内部资本市场。而 Khanna（1997）则认为新兴市场中某个股东控制的系族企业（也称“H型企业集团”）内的资本分配机制，也构成了系族企业 ICM。



注：实线为控制关系，虚线为关联方

图 5-1 系族企业集团金字塔结构图

复星系是一种典型的金字塔结构，分为四层：最上层是终级控制人郭广昌等，他们管理和决定整个系的战略和运营；往下一层是复星集团及其全资子公司上海复星产业，是系中资源整合和系内资本运营的中心平台；第三层是一系列由复星集团直接控股或间接参股控制的上市企业簇，系内各产业以这些上市企业为焦点横向发展壮大，如医药行业的复星医药，零售领域的豫园商城，钢铁龙头的南钢股份；系的最低层是由上市企业的全资子公司和几个系属成员公司共同成立的子公司组成，这些子公司既可以提升上市企业的发展领域，又可以作为资本运营平台。从图 5-1 中可以看出，复星系内实际控制人、系属上市企业和其他非上市成员公司之间的盘根错节、层层叠叠的股权控制结构。

在这种大型的系族企业中，外部人员只知上市企业的相关股权信息，而对于其控制的非上市子公司的信息则是一无所知。信息的不对称为控制人的暗箱操作埋下了伏笔。也为系族控制人利用系族金字塔股权结构侵占中小投资者的权益提供了条件。

在系族金字塔股权结构中，系族控制人在上市企业拥有的现金流权和控制权之间存在不相等的情况；从表 5-1 中可以看出复星医药、豫园商城和南钢股份的控制权与现金流权的分离状况。2012 年三家公司的分离系数相同，接近 0.5 是分离程度较大的类型，也是掏空动机较为明显的情况。而到了 2015 年复星系持有这三家上市企业的股权份额有所变化，复星医药和豫园商城控制权与现金流权的分离系数保持不变，但系族控制人对南钢股份控制权与现金流权的分离系数变为 0.28，分离系数的减小表明系族企业对南钢股份的投入增加、支持力度加大。系族控制人对三家上市企业的资源进行了重新配给，上文三家上市企业的经营业绩的变化也印证了控制权的变化趋势。

表 5-1 复星系上市企业 2012 年两权分离情况

	控制权%	现金流权%	分离系数
复星医药	Min (58, 79.08, 48.05) =48.05	58*79.08*48.05=22.04	0.46
豫园商城	Min (58, 79.08, 17.26) =17.26	58*79.08*17.26=7.92	0.46
南钢股份	Min (58, 79.08, 60, 83.78) =60	58*79.08*60*83.78=23.06	0.46

注：分离系数=现金流权/控制权

表 5-2 复星系上市企业 2015 年两权分离情况

	控制权%	现金流权%	分离系数
复星医药	Min (64.45, 71.37, 39.78) =39.78	64.45*71.37*39.78=18.30	0.46
豫园商城	Min (64.45, 71.37, 26.45) =26.45	64.45*71.37*26.45=12.17	0.46
南钢股份	Min (64.45, 71.37, 60, 48.20) =48.20	64.45*71.37*60*48.20=13.30	0.28

数据来源：2012、2015 年复星系上市企业年报

5.1.2 大股东权利集中，股权制衡效果差

股东大会、董事会、监事会和经理层并存于企业中是法人治理结构的外在形式表现。而股权的结构、股权的集中度是企业法人治理结构的决定因素。当股权集中度很高时，内部资本市场的运营就变得顺畅许多。显著表现是股东大会上的一股独尊，董事会变为系族控制人的一言堂。南钢股份和豫园商城原本都属于地方国企，在国有企业改制过程中复星系趁势而入。两家上市企业并入复星系之初，国有股东代表就存在明显的失职行为，其监督职责纷纷被抛诸脑后。2008—2015 年，豫园商城共召开过 24 次股东大会，国有股东代表却只参加了 7 次。即使少数股东持股份数超过大股东持股份额，也未阻止有利于大股东的决议获得通过。尤其是 2012 年第三次股东临时会议，复星系持股份额为 17.26%，参会的所有股份份额仅为 28.23%，当时国有股东持股比例为 11.5%，很明显国有股东代表并未出席股东大会。国有股东并未起到应有的监督作用。这是国有资本未被善加利用是当地国有资产管理部门和证监会的监督失职。监察的缺乏也是豫园商城

股权集中度较低却对大股东未起到理想的制衡效果的原因。

系族控制人任命多名连锁董事操纵董事会的决策和管理。本文所说的连锁董事是指某些系族控制人在系族多家成员企业中担任董事（Mizruchi, 1996）。复星系就多次通过任命连锁董事的方式来控制系族内的上市企业。2013年，南钢股份的董事余长林和钱顺江，同时也是南钢联合的董事会成员。2015年底，徐晓亮、汪群斌和史济苗担任豫园商城的董事，而这三人均可参加复星集团的董事会议。复星医药和上海复地的董事会中，除独立董事外，其他董事大多是由复星集团的董事兼任。例如王鸿祥，他2001年是豫园商城的独立董事，2002年复星医药的独立董事也是他，在两家上市企业同时担任独立董事长达五年之久，这是一种不正常的任命董事行为。复星集团通过任命这种身兼多职的连锁董事加强了对上市成员公司的控制，为其内部资本运营奠定了基础。尽管有连锁董事回避制度，但是连锁董事仍然可以参与到关联交易中，为系族内利益转移推波助澜。2007年，中北房地产的所有者由豫园商城变更为上海复地，取得武汉中北路147号项目的控制权。其中身兼豫园商城董事和上海复地董事长的郭广昌的作用是显而易见的。

5.2 中观原因

中观原因主要是指上市企业所处行业的特征和周期，是从行业层面分析系族企业内部资本市场功能异化的原因。

5.2.1 掏空资金流充沛行业支持资金密集型行业发展

鉴于不同的行业有不同的特点，本文认为行业特征对内部资本市场功能异化会产生较大影响。豫园商城所在的零售业最明显的特质就是充沛的现金流，这也是复星集团多次利用豫园商城现金流进行资本运营的原因。

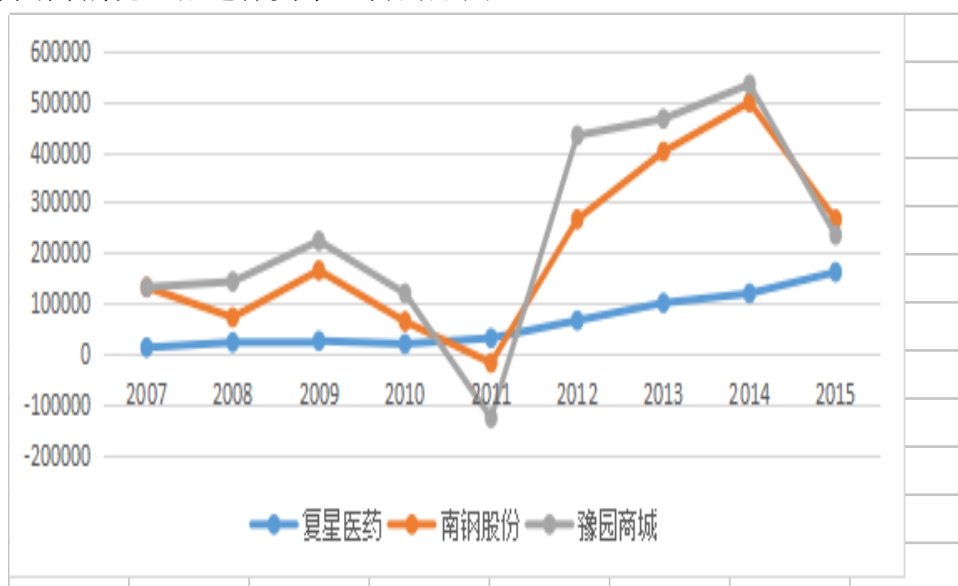


图 5-2 复星系 2007-2015 年 3 家上市公司经营现金流量净额（单位：万元）

而资金密集型行业不仅无法提供现金流，反而需要系族企业的反哺，钢铁业的南钢股份和房地产业的上海复地都需要大量的资金支持日常经营活动。从图 5-2 经营现金流

量净额变化趋势可以看出，南钢股份 2011 年的经营现金流量净额为 56.45 亿元，超过豫园商城的 31.10 亿元。2007-2015 年的经营现金流量净额合计为 128.31 亿元，由此可以窥见这两个企业的现金流紧张程度。复星医药本来是可以自身产生的现金流维持公司的运营，但近年来复星医药进行的多元化扩张，其本身的现金流难以为继，需要复星系对其进行资金支持。

5.2.2 掏空非周期性行业支持周期性企业获取超额收益

行业有周期性与非周期性之分，如钢铁行业、船舶制造业与房地产行业等都是具有代表性的周期性行业，而服务业、医药行业和零售行业则是非周期性行业的代表。如图 5-2 所示，2011 年房地产行业 and 钢铁行业进入周期行业的峰值，现金流需求者的南钢股份经营活动所需的现金明显减少。与此相反，现金流提供者的豫园商城出现现金流减少跌入谷底的现象，复星医药经营活动产生的现金数额也比往年偏低。有鉴于此。复星系利用行业的周期性所做的最优战略是，在周期性行业处于上升期时对南钢股份提供贷款担保或委托贷款等手段直接进行资金支持，或转移非周期性的豫园商城的现金流支援南钢股份的高速增长，尽最大努力获得周期性行业在高峰期带来的超额收益。

5.3 宏观原因

宏观原因主要考虑法律规范、监察环境及信息披露制度等方面，是从宏观层面分析系族企业内部资本市场功能异化的原因。

5.3.1 内部资本市场法律监察不完善

我国现行的规范内部资本市场的法律法规很少，具有专门针对性的法律更是没有，这虽然促进了内部资本市场快速发展，但这种缺乏约束的发展是一种短期行为，不利于内部资本市场的长期健康发展。2001 年 11 月复星系为改组董事会而与豫园商城签订股权托管协议，托管股权数为 13.25%；2002 年 6 月上海豫园有限公司转让豫园商城 6.75% 的股权给复星系。关于这两笔国有股权转让交易的批复时间是在 2002 年 11 月。也即是说复星系从第一笔股权交易开始算起到在正式得到财政部的确认批准中间间隔一年的时间。那么在这一年的时间里，复星系是否一直在等待财政部的批复而没有其他操作呢？答案是否定的，2002 年 5 月和 6 月的两次董事会议在复星系的控制下通过了关于投资组建德邦证券以及转让豪亭房地产的关联交易两项重要的决议。豫园商城控股股东通过与复星系签订协议，以股权托管的名义将豫园商城控制权提前转移给复星系，致使复星系在未成为豫园商城的合法股东之前，就已经通过控制相关股份的表决权而实际控制豫园商城的管理和决策，这种行为违反了法定程序。但这种违法行为直到 2004 年 1 月，中国证券监督管理委员会颁布的《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》中才对这种现象进行了规定，亡羊补牢已晚，这时已无法对复星系的行为进行相应的处罚。上市公司控股股东在其位不谋其政，不能依法履行自己的职责，而系族控制人虽然实际操纵上市公司，但是不履行一点责任，这是钻法律的漏洞，而且上市公司的经营管理处于不稳定的状态，会损害上市公司的潜力和价值，也会为系族控制人侵占上市

企业和其他股东利益提供方便。

此外，一项法律制度需要有相配套的司法监察手段和严格的执法措施才能保证实施。2001年8月证监会出台的《关于在上市企业建立独立董事制度的指导意见》中要求上市企业董事会成员中应该有独立董事，并且其人数不能少于董事人数的三分之一。而监察部门在此后1年多才发现豫园商城这种不合规行为，证监会上海分局在2004年针对豫园商城公司组织管理中存在的违规行为下达《整改通知书》，要求豫园商城在收到通知后在限定时间内进行彻底整改。而豫园商城继续拖了近1年半的时间才进行独立董事人数不足的整改。在这期间，证监会只是多次发文敦促其整改，而没有实施其他惩罚手段。南钢股份在2007年进行内控自查时指出，南钢股份与系族内成员企业存在着大量的关联交易，交易数额较大。南钢股份虽然意识到公司治理中存在的问题，然而到2008年复星系成员企业与南钢股份的关联交易数量和金额也未见明显减少。证监会制定的法律法规出发点是好的，但约束力小的司法监察却无法保证法规的有效实施。我国当前的法律监察条件下，系族控制人的利益输送行为都是通过貌似“合法”的途径进行的非法行为。系族控制人与上市企业之间的交易行为都有各种各样的合同作为备案，这就使得监察部门无法依据现有法律法规对其进行直接的干预和处罚，没有强力的监察手段使系族控制人的利用内部资本市场的运营进行利益输送行为大行其道。

5.3.2 信息披露制度不健全，大股东的信息优势明显

系族企业中的上市成员公司在内部资本市场上具有的信息优势是系族外部企业望其项背的，如果正确并合理的利用系族内外交易的信息不对称，不仅可以提高本上市企业的业绩，对整个系族企业的绩效也可以起到部分的提升作用。但如果上市企业的内部信息优势被系族控制人利用，进行掏空行为，就会将优势异化为阻碍。复星系对控股股东关联交易行为没有及时全面的披露，尤其是一些长期占用上市企业的大额资金更是只字未提。而且某些具有掏空性质的关联交易虽然严重损害了中小股东的利益，却由于中小股东难以通过公开途径及时获得该部分信息而被蒙在鼓里。重要信息的缺失使得中小股东和其他利益相关者无法对系族控制人通过ICM的资金运营转移资金行为进行有效的监督和约束。因此，豫园商城的内部信息优势不仅无法使得公司取得良好的绩效，而且进一步使得内部资本市场出现功能的异化，使其成为掩饰复星系对豫园商城实施利益转移的障眼法。信息优势的偏离也构成了复星系ICM功能异化的原因之一。

综上所述，影响复星系ICM功能异化的原因来自于不同的层面。从微观层面看，金字塔式股权结构与股权集中度过高是主要原因且这两个因素相互交织，共同促使两权分离程度比较大的上市企业成为被掏空的对象；从中观层面看，行业周期是影响内部资本市场功能异化的关键原因，处于发展周期高峰中的企业容易获得支持，不惜以损失其他成员企业的利益为代价；从宏观层面看，法律监察是影响系族企业ICM功能异化的重要原因，在法律监察比较严格的地区，内部资本市场功能异化所带来的不正常的利益输送行为发生的机率远小于法律监察相对宽松的地区。

第六章 研究结论及对策建议

6.1 研究结论

系族企业内存在一个可以部分脱离外部市场进行独立资本运营的内部资本市场。在系族控制人的掌控下，通过股权交易、资金占用、相互担保等方式，在成员企业间实现资金融通。内部资本市场实质上是系族企业内部的资源分配调节机制。其产生的动机，源于外部融资约束、监察等因素，同时也要通过金字塔股权结构及公司治理才能实现其运营功能。内部资本市场发挥其正面功能，则可以优化资源配给，提高系族企业的资金融通功效，如果内部资本市场未被善加利用就可能出现功能异化问题，成为控股股东攫取上市企业利益，侵害中小股东权益的隐蔽渠道。这也会对上市企业造成财务绩效下降，市场业绩萎缩等经济后果，危害上市企业的可持续发展。

在复星系企业集团中，内部资本市场在进行资本运营过程中出现异化现象。复星系实际控制人利用豫园商城、复星医药上市企业的身份在外部资本市场上筹资融资，筹集到的大部分资金被转移到系内的南钢股份等其他成员企业，以满足系族企业整体的资金需求；豫园商城从外部资本市场上筹集大量资金，资金被用于系内其他成员企业的进行投资，以实现其资本的转移，其用于自身发展的资金却很少，资本支持不足的现象十分突出，内部资本市场成为复星系企业集团进行资金转移的平台。复星系的以上行为引发了一系列严重的经济后果，如公司业绩下滑或亏损，固定资产投资不足，股东的回报率下降等等。所有这些经济后果的发生都严重损害了中小投资者的利益，而系族企业集团的控股股东却通过掏空上市企业，转移资产而从中获利颇丰。

6.2 对策建议

要使内部资本市场发挥其正面功能，减少对中小股东权益的攫取，既需要完善信息披露制度、健全监察法律，也需要推进系族企业整体上市、提高中小投资者的鉴别能力。

6.2.1 完善信息披露，管控内部资金配给

完善的信息披露是减少交易双方信息不对称，约束 ICM 资本运营的重要手段。系族企业在信息披露机制下会谨慎地进行投融资行为，有利于降低系族企业的经营风险。当前，证监会要求上市企业披露本公司及关联方的财务状况，但是系族企业内关系复杂，系内的资本运营信息并没有及时、完整的披露。为了更好地了解内部资本市场功能的运行情况，评价系族企业内部资金运营的功效性，证监会等资本市场的监察机构应该尽快制定相应的政策，加强企业集团内部资金配给的信息披露。使其资本在阳光下运营。

6.2.2 健全法律制度，保护中小股东权益

复星系的案例表明，复星系将传统的资金占用、担保等利益输送方式与股权转让、成立子公司等行为结合在一起，普通投资者很难从复杂的资本运营中识别其中的利益转移行为。因此，监察部门在制定相关规章时，应该利益输送的实质出发，制定可以付诸

行动的具体监察规章而不是泛泛而谈。

6.2.3 加强监察力度，约束控股股东的行为

从案例中还可以看到，复星系在将豫园商城纳入系族企业后，系族控制人很少从单个上市企业战略层面考虑企业未来的发展，而是通过各种内部交易运营将上市企业的资金转移到自己的名下而从中获取私利。由于这些方式隐秘，中小投资者凭借普通手段难以察觉，从上市企业公告中发现其中的利益输送行为几乎是不可能的。因此，监察机构在制定监察措施时，应该着重监控控股股东的交易行为以及顺藤摸瓜重罚系族控制人。从根本上约束控股股东的内部交易行为。在此基础上进行多方位的监督，例如社会监督、媒体监督和事务所审计，多方配合将监察范围做大做细，切实约束控股股东的行为。

6.2.4 鼓励多方参与，共同治理内部资本市场

当拥有剩余控制权的实际控制人和拥有剩余收益权的利益相关者共同参与公司治理时，企业的所有权安排才是最优的。利益相关者包括企业的股东、债权人、员工、消费者、供应商等交易对象，也包括政府、本地人、媒体等受到企业经营活动直接或间接影响的客体。当运用到复星系 ICM 上时，不能忽略与公司密切相关的利益者们，应该让他们对内部资本市场的监督管理有一定的话语权。具体的解决方法为：给予利益相关者的权力与其管理的资产和承担的风险相适应；公平地体现各利益相关者的收益，让他们在利润分配中切实获得权益等。

6.2.5 实施政策引导，推进系族企业整体上市

复星系的案例表明，系族企业控股上市企业后，控股股东会利用上市企业融资窗口的便利，通过一系列内部资本市场运营将资金或资源转移给系族实际控人。解决此问题的一个主要途径推行“系族企业整体上市”。这样做的好处在于，系族企业 ICM 的运营以系族内全部成员企业的利益为行动指南，再也不会只听从某部分股东的要求而进行资本运营，这样就可以减少内部交易行为，避免内部资本市场的功能异化。

参考文献

- [1]崔海. 企业集团内部控制与内部资本市场效率分析[J]. 财会通讯, 2015(22):29-32.
- [2]陈菊花, 周洁. 基于行为金融视角的我国企业内部资本市场中部门经理寻租的研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2013(01): 82-88.
- [3]龚志文, 陈金龙. 内部资本市场存在性、有效性及其公平性的理论演绎[J]. 中国管理科学, 2015(07): 53-59.
- [4]郭晓梅, 郑小艳. 民营企业集团内部资本市场的运作研究—基于复星集团的案例分析[J]. 会计之友, 2015(04): 29-37.
- [5]胡永平, 梁敏青, 黄兵涛. 基于不同企业集团模式的内部资本市场运行机制效率分析[J]. 财会通讯, 2015(14): 52-54.
- [6]胡经生. “一控多”公司: 实证分析与理论解释[J]. 证券市场导报, 2009(08): 51-58.
- [7]林旭东, 李一智, 巩前锦. 企业集团内部资本市场的代理建模研究[J]. 深圳大学学报, 2003(01): 15-21.
- [8]李艳荣. 内部资本市场、财务歧视和关联交易—对我国上市公司融投资行为的一个新解释[J]. 财贸经济, 2007(04): 67-72.
- [9]陆军荣. 企业内部资本市场替代与治理[D]. 上海: 复旦大学博士论文, 2005.
- [10]卢建新. 资本配置、管理激励与内部资本市场效率[J]. 中南财经政法大学学报, 2007(04): 64-93.
- [11]卢建新. 内部资本市场、外部资本市场与外部融资—来自美国 1980-2008 年的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2013(04): 78-85.
- [12]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[J]. 管理世界, 2009(12):150-163.
- [13]马永强, 陈欢. 金融危机冲击对企业集团内部资本市场的运行的影响[J]. 会计研究, 2013(04): 38-45.
- [14]苏冬蔚. 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[J]. 经济学(季刊)增刊, 2005(04): 136-155.
- [15]苏泽美, 孙长江. 公司治理结构对内部资本市场效率影响研究—基于系族企业的实证[J]. 财会通讯, 2015(14): 27-30+129.
- [16]邵军, 刘志远. 系族企业内部资本市场有效吗[J]. 管理世界, 2007(06): 114-172.
- [17]邵军, 刘志远. 企业集团内部资本配置的经济后果[J]. 会计研究, 2008(04): 47-53.
- [18]王峰娟, 栗立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗?—来自 H 股多分部上市公司的证据[J]. 会计研究, 2013(01): 70-75+96.
- [19]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[J]. 管理世界, 2009(04): 153-161.
- [20]王峰娟. 内部资本市场效率研究[M]. 第 1 版. 北京: 经济科学出版社, 2009: 83-102.
- [21]王惠庆, 陈良华. 引入总部监督对内部资本市场效率的影响[J]. 河海大学学报(哲学社会

- 科学版), 2015(01): 54-59+91.
- [22]万良勇. 内部资本市场、外部融资与投资者保护—基于中国上市公司的实证研究[M]. 第1版. 北京: 经济科学出版社, 2008: 10-22.
- [23]魏明海,万良勇. 我国企业内部资本市场的边界确定[J]. 中山大学学报社会科学版, 2006: 92-97.
- [24]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[J]. 管理世界, 2009, S1: 103-109+133.
- [25]许艳芳, 文旷宇. 内部资本市场、上市公司投融资行为异化与公司业绩—基于明天科技的案例研究[J]. 管理案例研究与评论, 2009, 04: 223-236.
- [26]杨棉之, 孙健, 卢闯. 企业集团内部资本市场的存在性与效率性[J]. 会计研究, 2010, 04: 50-56.
- [27]杨棉之. 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[J]. 会计研究, 2007(11): 44-49+96.
- [28]袁奋强. 内部资本市场运行、资本投资与资本配置行为—基于“系族企业”的分析[J]. 贵州财经大学学报, 2015(04): 51-61.
- [29]袁淳, 刘思淼, 陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J]. 中国工业经济, 2010(04): 141-150.
- [30]郑国坚. 基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究[J]. 会计研究, 2009(10): 68-76+95.
- [31]郑国坚, 魏明海. 股权结构的内生性:从我国基于控股股东的内部资本市场得到的证据[J]. 中国会计评论, 2006(02): 189-204.
- [32]赵弘颖. 国有企业集团内部资本市场下的投资行为[J]. 经济论坛, 2007(16): 84-85.
- [33]周业安, 韩梅. 上市公司内部资本市场研究[J]. 管理世界, 2003(11): 118-125.
- [34]张增轩, 肖明, 宋双双. 内部资本市场效率及其对绩效的影响—来自中外上市石油公司的证据[J]. 中国管理信息化, 2015(01): 174-177.
- [35]Alchian, A.A., “Corporate Management and Prop-erty Rights”, In H. Manne (Eds.) [J]. Economic Policy and the Reg-ulation of Corporate Securities. 1969:337 ~360, Washington, D. C.: American Enterprise Institute.
- [36]Aggarwal R, Kyaw. Internal capital networks as a source of MNC competitive advantage: Evidence from foreign subsidiary capital structure decisions[J]. Research in International Business and Finance. 2008(3): 409-439.
- [37]Claessens, S.Djankov, S.Lang, H. P. “The Sep-ARATION of Ownership and Control in East Asian Corporations”[J]. Journal of Financial Economics. 2000,58: 81~112.
- [38]Gertner, R., Scharfstein, D., Stein, J., “InternalVersusExternalCapitalMarkts”[J], TheQuarterly Journal of Eco-nomics. 1994, 109(4): 1211~30.
- [39]Inderst.R. and Muller.H.M. Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Framework.[J], Journal of Finance.Vol. 2003(5): 1033-1062.

- [40]Stein,J. C., Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources [J], Journal of Finance. 1997, 52: 111~134.
- [41]Triantis,G.G.,. Organizations as Internal Capital Markets: The Legal Boundaries of Firms, Collateral, and Trusts In Commercial And Charitable Enterprises[J]. Harvard Law Review. 2004(4): 1103-1162.
- [42]Tirole, T., Corporate Governance[J]. Econometri-ca. 2001, 69(1): 1~35.
- [43]Wulf. Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market[J]. Journal of Economic Behavior and Organization. 2011(1): 305-321.
- [44]Williamson, O. E., Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications[J]. New York: Collier Macmil-lan Publishers. 1975.

致 谢

时光荏苒，岁月如梭，两年的研究生学生生涯即将终结。两年来，石河子大学以其优良的学风、严谨的科研氛围教会我认知，以其博大的包容胸襟、浪漫充实的校园生活教会我做人，让我不断地收获和成长。值此毕业论文完成之际，我谨向所有关心、爱护、帮助我的人们表示最诚挚的感谢与最美好的祝愿！

首先，最深的谢意献给我的导师刘嫦教授，感谢刘老师近两年来对我的亲切关怀和悉心指导。从论文题目的选择、研究资料的收集，到论文结构的组织、论文主体的撰写，直至最后论文的反复修改、润色，每一个环节都凝聚了导师的大量心血；在刘老师的悉心指导和帮助下最终使论文得以顺利完成。刘老师以他严谨的治学态度、渊博的知识、平易近人的学者风范、认真勤奋的工作作风，使我不仅学习了专业知识，还学到了许多做人的道理，这将成为我终身献身科研和学习的不竭动力。在此，我向我的导师刘嫦教授表示深深的谢意与祝福！

其次，我要感谢研究生学习期间经济管理学院各位老师，正是因为有了他们严格、无私、高质量的教导，我才能在这几年的学习过程中不断地汲取专业知识，快速地提升学习能力；感谢我的各位同学，正是因为这个集体团结友爱，志向高远，我才能在求学的道路上充满力量；感谢与我朝夕相处的室友，我们亲如兄弟、彼此关爱、相互勉励。

此外，感谢我的家人，谢谢父母对我的支持，让我有幸拥有更好的学习平台提升自己的能力，也是他们无私的爱、让我更加坚强勇敢。

最后，衷心感谢为评阅本论文而付出宝贵时间和辛勤劳动的专家和教授们，感谢您们给了我一个审视自己学习成果的机会，感谢您们对论文的指导和提出的宝贵意见！在今后的岁月里，我将加倍努力，以期获得更多的成果回报您们、回报社会！

作者简介

王浩，男，生于 1988 年 10 月，籍贯山东。2012 年 9 月至 2014 年 6 月就读于烟台大学文经学院工商管理专业，获管理学学士学位；2015 年 9 月至 2017 年 6 月就读于石河子大学经济与管理学院会计硕士专业，攻读硕士学位。

在校期间发表的文章：


王浩. 财务报表分析及应用--以 CC 汽车公司为例[J].西部皮革,2016,(08):80.

获奖情况：

2016 年 10 月获得石河子大学学业奖二等奖。

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	王浩	学制	二年制
专业	会计硕士	研究方向	会计理论与方法
<p>学术评语：</p> <p>内部资本市场在缓解系族企业融资压力、实现资本优化配置中发挥了重要的作用，是一种与外部资本市场融资相辅相成的资源配置方式。但是，由于我国相关制度不健全，监管不到位，从而导致我国系族企业内部资本市场的功能发生异化，降低系族企业的价值，损害中小股东的利益。</p> <p>文章采用案例分析的方法，以复星集团旗下的豫园商城、南钢股份、复星医药三家上市公司为切入点，借助理论研究、财务指标分析及图表分析相结合等方法，基于“复星系”各上市公司的年报来探究系族企业集团内部资本市场功能异化的表现及其经济后果、产生功能异化的原因及对策建议，为我国系族企业集团的健康发展和规范内部资本市场运作等提供了经验借鉴。</p> <p>论文结构合理，写作较为规范，数据翔实，规范研究与案例分析具有一定深度，提出的观点及对策建议具有参考性。论文反映出该生已基本掌握了相关研究的前沿知识，基础理论和专业知识较为扎实。</p> <p>论文写作符合学术规范要求，达到全日制硕士专业学位论文水平。</p>			
指导教师签字：			
2017年5月22日			

