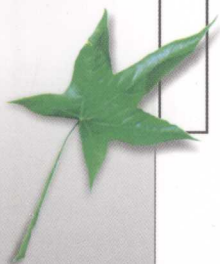


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



内部资本市场有效性研究

— 基于中国民营上市公司的实证分析

许奇挺 / 著

NEIBU ZIBENSHICHANG YOUXIAOXING YANJIU

—JIYU ZHONGGUO MINYING SHANGSHI GONGSI DE

SHIZHENG FENXI



经济科学出版社

中青年经济学家文库

内部资本市场有 效性研究

——基于中国民营上市公司的实证分析

许奇挺 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

内部资本市场有效性研究：基于中国民营上市公司的
实证分析 / 许奇挺著. —北京：经济科学出版社，2008. 4
(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7020 - 8

I. 内… II. 许… III. 私营企业 - 上市公司 - 资本市场 -
研究 - 中国 IV. F279.245 F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 029797 号

责任编辑：张意姜

责任校对：王肖楠

技术编辑：董永亨

内部资本市场有效性研究

——基于中国民营上市公司的实证分析

许奇挺 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

永明装订厂装订

850 × 1168 32 开 7 印张 170000 字

2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7020 - 8 / F · 6271 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

许奇挺博士的著作《内部资本市场有效性研究——基于中国民营上市公司的实证分析》，是一本兼具理论价值和现实意义的学术专著，近日由经济科学出版社出版，作为他攻读博士学位期间的指导老师，感到非常高兴。

资源配置效率是经济学中一个永远古老而又年轻的话题，更是公司金融理论中的重要问题。对于中国这样一个处于经济转型和制度变迁的发展中国家来说，如何提高资源配置效率尤其是金融资源配置效率问题显得十分突出。尽管改革开放以来中国经济的发展令世人瞩目，但同时资源配置低效率问题仍然比较很严重。目前，国内对资源配置低效率问题的研究大多停留在宏观层面，而在微观层面，对作为市场主体的企业如何在内部业务单元之间、产品和区域之间以及交易层面之间优化配置资源的研究则相对较少。就金融资源配置的整个过程而言，资源配置由两个层次构成，一方面，社会通过外部资本市场，包括直接融资市场和间接融资市场将金融资源配置到不同微观主体企业当中；另一层次，作为微观经济主体的企业通过决策将获得的金融资源配置到不同产品、不同产业、不同区域当中。在这个过程中，企业内部就形成了内部资本市场。因此，研究金融资源配置是否真正有效率的问题除了研究外部资本市场配置效率外，还要对企业内部资本市场的有效性进行研究。另外，如果将金融资源配置看作一个

过程、配置效率视为一种结果,我国近几年在企业纷纷实行多元化经营和组建集团公司的背景下,研究内部资本市场有效性显得更有理论研究价值和实践指导意义。国内金融学文献中相当部分有关金融资源配置问题的研究主要集中在对资源配置结果的分析,然后根据资源配置结果来寻找导致资源配置效率低下的原因,没有对资源配置的过程展开直接分析,本书的一个非常重要的贡献就是直接从影响资源配置过程因素出发对资源配置效率进行分析,因此,本书出版在一定程度上起到了填补国内在这方面研究空白的作用。

本书是国内较早将理论推理和实证检验两种主流的分析方法结合起来,就内部资本市场有效性进行比较系统和深入分析的著作。作者从内部资本市场概念界定出发,将内部资本市场看成是有组织准则参与的市场,通过对内部资本市场特征、内部资本市场运行机理及有效性、内部资本市场的激励效应等方面的理论分析,从多角度和多层面剖析影响内部资本市场有效性的相关因素,初步构建了内部资本市场有效性研究的理论框架,并通过选取中国民营上市公司作为研究样本对内部资本市场有效性进行实证分析。由于作者引入新的研究资源配置效率的视角,所以,研究结论丰富了人们对公司金融理论的认识。同时,作者在研究中能很好地结合中国企业特点将管理层代理、大股东和小股东代理与内部资本市场双层代理结合起来,用于解释中国民营企业内部资本市场效率问题,并提出了改进效率问题的相关对策建议,使本书的研究结论具有很强的现实指导意义。

总而言之,内部资本市场有效性问题是当前金融领域全新的课题,作者运用现代经济和金融学的理论与分析工具对该问题进行了深入研究和剖析,提出了一些具有创新性的观点,是十分值得肯定的。当然,也对于书中所存在一些不完善之处,希望作者在今后的研究中能进一步修正和完善。

许奇挺博士毕业后一直在中国银行从事金融实际工作，他为人诚实、工作认真、学习刻苦、勤于思考、善于将自己在工作实践中的心得提炼到理论层面进行深入思考，努力学以致用。本书是他把理论研究与实践经验相结合进行学术研究的一次有益的探索。祝贺许奇挺博士著作出版的同时，希望他在今后的工作学习中能够把这种勤奋钻研的精神坚持下去，同时也期盼着他在将来有更好更多的新的研究成果问世。

史晋川

2008年4月于杭州文二路

南都德迦公寓

摘 要

本书运用现代企业理论、企业组织和战略管理理论、博弈论、信息经济学、契约经济学与产权经济学等理论知识,采用理论推理和实证检验等多种研究方法,对内部资本市场有效性进行研究。研究首先从介绍相关研究背景入手,并对内部资本市场概念和特征进行严格界定和说明。然后分别从内部资本市场产生的理论逻辑、内部资本市场运行机理,内部资本市场对部门经理激励效应和内部资本市场有效性等角度对内部资本市场进行全面剖析。在全面剖析基础上,结合中国转轨经济特点,构建出中国企业内部资本市场有效性理论模型,通过对内部资本市场有效性各种检验方法进行比较和筛选,选取适合中国现实情况的检验方法,用中国民营上市公司的实证数据对理论分析结果进行验证,得出研究结论。最后对全书进行总结,并针对研究得出结论提出一些政策建议。

本书分三部分共七章展开论述。

第一部分共两章,提出论文要研究的主要问题。第一章是导论。主要交代论文研究背景与选题、研究理论和现实意义,并对论文研究方法、研究框架和研究创新点做了说明。第二章是内部资本市场概念和特征。首先对理论界提出的内部资本市场概念进行对比分析,确定本书倾向性的概念。在界定概念基础上,对内部资本市场特征进行详细分析,本章重点分析内部资本市场特有

的,与其他市场有显著差别的特征。特征分析主要涉及内部资本市场规模特征、内部资本市场有效性特征、内部资金转移测量、内部资本市场与外部资本市场、外部产品市场、资金集中管理相互关系等方面内容。

第二部分从第三章到第六章,是本书研究重点和核心部分。第三章对内部资本市场形成的理论逻辑进行了分析。本书首先分析了新古典投资理论的缺陷。新古典投资理论没有考虑投资决定的金融影响因素,没有考虑信息不对称和代理问题对不同资金来源成本差异的影响以及企业投资资金可获得性问题。商业银行尽管在一定程度上可以减轻信息不对称问题,但商业银行由于对投资项目只有相机控制权,导致商业银行对投资效率的改进是有限的。不同资金来源存在成本差异,内部资本比外部资本成本更低,而且内部资本具有抵押功能和信号显示功能,能够提高企业外部融资能力。另外,与商业银行融资相比,内部资本市场具有所有权优势,更有利于实现对项目进行监督和资产事后转移。基于信息优势、所有权优势和外部融资优势,本书认为内部资本市场形成是外部金融市场不发达环境下的一种制度安排,具有客观必然性。第三章最后将内部资本市场对投资效率改进与商业银行对投资效率改进进行对比,得出有效内部资本市场比商业银行更能改进投资效率。

第四章对内部资本市场运行机理及其有效性进行分析。本章从信息流、资金流和组织结构等方面分析了内部资本市场运行机理。在对内部资本市场运行机理进行分析基础上,将内部信息结构、影响力活动和代理问题嵌入到内部资本市场运行机理每个环节当中,分析各种因素对内部资本市场有效性的影响。首先将内部资本市场涉及的三方利益主体之间的内部信息结构分为两类:CEO与部门经理信息是否对称、部门之间信息是否相关。对两类内部信息结构进行组合,研究不同信息结构组合对内部资本市

场效率的影响情况。其次,对部门经理影响力活动如何影响内部资本市场有效性进行分析。将部门经理影响力活动定义为部门经理影响 CEO 获取其他部门真实信息的行为,比较分析部门经理影响力活动的影响途径,以及 CEO 允许部门经理实施影响力活动和阻止部门经理实施影响力活动时内部资本市场资源配置情况。最后,分析代理问题对内部资本市场有效性的影响。代理问题分析分四个层次:先考虑管理层代理,再考虑所有权层面代理,先考虑单层代理,再考虑双层代理。在对各个层次代理问题进行单独分析之后,将管理层代理问题、所有权层面代理问题和双层代理问题结合起来,提出管理层代理问题主导下的双层代理关系和所有权层面代理问题主导下的双层代理关系,针对股权集中在两类双层代理关系中治理作用区别,分别考察了国有控股企业和民营企业双层代理关系,认为影响民营企业内部资本市场效率主要是所有权层面代理问题主导下的双层代理关系。

第五章对内部资本市场影响部门经理激励的效应进行了分析。本章首先对国外相关研究进行对比分析,之后,通过构建一个两时期模型,从企业期望收益最大出发,通过对比存在内部资本市场企业与单个企业的期望收益差异来分析内部资本市场对部门经理激励的影响。在确定内部资本市场对部门经理激励影响路径之后,从内部资本市场内生的两个特征(更多货币效应和更优货币效应)出发分别考察了每个特征对部门经理激励的影响情况,并将更多货币效应的影响情况与部门比例留成进行对比,在全面分析影响情况基础上,对内部资本市场对部门经理激励的影响情况进行一般化推广。

第六章对内部资本市场有效性进行实证检验。文章选取中国民营上市公司作为研究对象,将控制多家上市公司的民营“系”看成是一个内部资本市场运作主体,在比较民营“系”上市公司与单个民营上市公司企业价值之后,将企业价值变化与内部资

本市场运作效率建立联系，对民营企业构建内部资本市场的目的进行剖析，运用多种实证研究方法对民营“系”内部资本市场有效性进行实证检验，建立多元回归分析模型对影响内部资本市场有效性的因素进行回归分析。

第七章对全书进行小结，并提出一些政策建议。

关键词：内部资本市场 有效性 部门经理激励 双层代理关系

Abstract

The book make use of theoretical knowledge of firm theory、firm organization economics、tactic management theory、contractual economics and theory of ownership, etc. The paper use several methods including theoretical reasoning and empirical test to do research on the efficiency of internal capital market. research start with the introduction of relative background, defining internal capital market notion and explaining character. After that, The paper tries to thoroughly、deeply and systematically study efficiency of internal capital market respectively from the perspective of internal capital market formation theoretic logic, running mechanism, incentive effect on division manager and the infection factor etc, basing on the entirely analysis and combining the characteristics of china transition economics structure, the paper set up china enterprise internal capital market theory model to analyze efficiency of china internal capital market. Through comparing examination method, and select one way which is fit for China realistic circumstance, and use the data of the Chinese private listing company to test our theory analysis, then reach our research result. Finally, in full text summary, according to the research conclusion, we bring up the suggestion of some policies. In this process, substantive actual data is adopted, and a number of figures and diagrams, equations and mathematical models are used. The paper tries

to thoroughly, deeply and systematically study the theory on efficiency of internal capital market and practice of the efficiency of Chinese enterprise internal capital market.

The paper contains three parts, seven chapters, the concrete content of every part is as follows:

The first part is the first chapter and the second chapter, chapter one is the introduction of the paper. chapter one primarily hand over studing background and the studied subject, research theoretical meaning and realistic meaning, research frame, research innovation, analysis method, primary points and directions for further research. Chapter two includes the definition and connotation of internal capital market which set the range of study, a brief review of former research on efficiency of internal capital market and status quo, which provides a start point for our research.

The second part is the core of the paper, including chapter three to six. The part can be separated into the theory research on efficiency and the empirical research on efficiency of capital market. The part thoroughly studies the theory on efficiency of internal capital market, and makes empirical tests on practice of the efficiency of Chinese enterprise internal capital market.

Chapter three is the analysis of theories logic for internal capital market formation. First, we analyze the new classic investment theory blemish and Point out that The new classic investment theories do not consider investment's decision influence factor, then analyze the role of Commercial bank. on the one hand Commercial bank can alleviate information asymmetry problem, one the other hand, there is a limitation about commercial bank investment efficiency improvement because of the contingent right of residual control, The different funds

source exits cost difference, internal capital ratio exterior capital the cost is much lower, and the internal capital have the mortgage function to show the function with signal, and can increase the business enterprise exterior margin finance ability, moreover, comparing with commercial bank, the internal capital market have the ownership advantage, and more be benefit to realize to inspect to transfer property to item.

Chapter four analyze running mechanism and the affection factor of the internal capital market efficiency. First the chapter analyze the internal capital market running mechanism from the aspect of information flow, funds flow and organization construction. On the basis of the analysis of running mechanism of internal capital market, the chapter embed internal information structure, influence activity and agent problem which are the main affection factor on the running process and analyze how these factors affect the efficiency of internal capital market. As for the agent problem, the paper consider the two-tier agent problem. One tier agent problem exists between shareholder and CEO, the other one exists between CEO and division manager. The chapter four studies the most important and the most ultimate part of internal capital market efficiency, the efficiency of internal resource allocation.

Chapter five analyze the incentive effect of internal capital market on the division manager. Winner-picking function of internal capital market reduce manager incentive. on the contrary, more-money effect can increase manager incentive. Aftern analyzing two aspect incentive effect, I compare the effect of more money effect with ratio-left effect, then reach some generalization result.

Chapter six studies efficiency of Chinese enterprise internal cap-

ital market from an empirical perspective, the paper select private-owned listing company as research object and regard all private-owned listing company which is owned by one ultimate private enterprise, or one family, or one person controller as one whole entity. Through deeply discusses advantage of different analytical methods and advances relevant proposals of selecting our studying way. Then compare the performance with single private-owned listing company with the multiple private-owned listing company. Empirical study indicates that Chinese private enterprise internal capital market is low efficiency. the chapter establish the relation between the internal market efficiency and the some practice such as firm value and firm performance, and there exist the plus relation between them.

The third part is chapter seven. the chapter summarize the whole paper briefly and advances some policy proposal on promoting internal capital market efficiency.

Key Words: Internal Capital Market Efficiency Division
Manager Incentive Two-tier Agent Problem

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及选题.....	1
第二节 研究理论与现实意义.....	3
第三节 研究目的和研究方法.....	7
第四节 研究创新和研究不足.....	9
第五节 基本框架和文献回顾	11
第二章 内部资本市场概念与特征	27
第一节 内部资本市场概念界定	27
第二节 内部资本市场相关特征	29
第三节 内部资本市场与产品市场关系	41
第四节 内部资本市场与资金集中管理关系	43
第五节 内部资本市场与外部资本市场关系	45
第三章 内部资本市场形成的理论逻辑	56
第一节 新古典企业投资理论缺陷	56
第二节 所有权对投资效率的进一步改进	61
第三节 内部资本对企业投资效率的改进	64
第四节 内部资本市场形成	66
第五节 内部资本市场对投资效率改进的测量	72

第四章 内部资本市场运行机理及其有效性	81
第一节 内部资本市场基本模型	81
第二节 内部资本市场运行过程	82
第三节 内部资本市场有效性影响因素	85
第四节 股权集中度与内部资本市场有效性 ——中国企业代理问题间接考察	104
第五章 内部资本市场对部门经理的激励效应	112
第一节 相关研究简要评述	113
第二节 模型构建	119
第三节 模型扩展解释及应用	133
第四节 小结	135
第六章 内部资本市场有效性实证研究	137
第一节 国外研究方法比较	137
第二节 实证研究设计	144
第三节 样本选择和变量设定	151
第四节 实证研究实施步骤	156
第五节 小结	179
第七章 结论与启示	180
第一节 结论	180
第二节 启示	181
参考文献	183
后记	204