



中南财经政法大学青年学术文库

卢建新 / 著

内部资本市场配置 效率研究

Research on the Allocative
Efficiency of Internal
Capital Market



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

F832.51/89

2008

内部资本市场配置效率研究

卢建新 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

内部资本市场配置效率研究/卢建新著. —北京:北京大学出版社, 2008.6

(中南财经政法大学青年学术文库)

ISBN 978 - 7 - 301 - 13819 - 9

I. 内… II. 卢… III. 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 066495 号

书 名: 内部资本市场配置效率研究

著作责任者: 卢建新 著

责任编辑: 贾米娜

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 13819 - 9/F · 1938

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京汇林印务有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 17 印张 287 千字

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 0001—3000 册

定 价: 36.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

中南财经政法大学青年学术文库

编辑委员会

主 任:吴汉东

副 主 任:郭道扬 张中华 陈小君

委 员:刘可风 卢现祥 熊胜绪 杨灿明 范忠信 罗 飞
朱新蓉 陈池波 齐文远 张新国 杨云彦 夏成才
姚 莉 陈景良 杨宗辉 朱延福

主 编:张中华

编辑部成员:姚 莉 陈敦贤 刘普生 朱冬生

本 书 主 审:韩旺红

总序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园,哪怕它在物质上再美丽、再现代,在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上,更重要的是,思想与学术,可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种,五十多年来一代代薪尽火传。因此,在世纪之交,在合并组建新校从而揭开学校发展新的历史篇章的时候,学校确立了“学术兴校,科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承,而且是谱写 21 世纪学校发展新篇章的战略性手笔。

“学术兴校,科研强校”的“兴”与“强”,是奋斗目标,更是奋斗过程。我们是目的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校资助出版《中南财经政法大学青年学术文库》,就是我们采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣,首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品,形成精品学术成果的园地,培育精品意识和精品氛围,提高学术成果的质量和水平,为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究,解决党和国家面临的重大经济、社会问题,作出我校应有的贡献。其次,培养学术队伍,特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助出版,促进学术梯队的建设,提高学术队伍的实力与水

平。最后,培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果,培育科研特色,力争通过努力,形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此,本文库重点面向中青年,重点面向精品,重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地,让学术果实挂满枝头,让思想之花满园飘香。



2007 年 12 月 10 日

Preface

In absence of intellectual activities and a academic atmosphere, a university campus would be spiritually desolate and barren no matter how physically beautiful or modern it is. In fact, the earliest European universities in the history were originated from academic learning. The relationship between a university and academic learning is not only represented literally. What is more important, however, the ideas and academic learning are real sources of energy and vitality for all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is a higher education institution which has a rich academic atmosphere. Having the academic seeds planted by such great masters likes Fan Wenlan, Ji Wenfu, Pan Zinian and Ma Zhemin, for more than fifty years generations of scholars and students in this university have been sharing the fruits and making their own contributions to it. Therefore, in the turning point of this century when a new historic page was turned over with the merging of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university had set its developing strategy as “Prosper with academic learning, be strong with scientific research”, which is not only a historical inheritance of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a higher developing stage in the 21st century.

Making the university prosperous and strong is the ultimate goal as well as the struggling process. We believe that the goal and process are integrated.

We tend to combine the pursuing process of our magnificent goal with the practical struggling process. The *Youth Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, which is published with university funding, is one of our specific measures.

The guideline or academic theme of this *Library* lies, firstly, in promoting the publishing of selected academic works. By funding the *Library*, we aim to have our own academic garden with high-quality academic fruits, form the awareness and atmosphere of quintessence and improve the quality and standard of our academic products, so as to make our own contributions in developing such fields likes finance and economics, politics and law, as well as humanity science, and working out solutions for major economic and social problems facing our country and the Communist Party of China. Secondly, our aim is to form a academic team—especially through funding the publishing of works of the middle-aged and young academic elites—to boost the construction of the academic echelon and enhance the strength and level of our academic team. Thirdly, we aim at establishing academic characteristics of our university. By funding those academic contributions which have some original or innovative points in their ideas, methods and views, we expect to foster our own characteristics in scientific research. Our final goal is to form an academic school and establish an academic idea system of our university through our efforts. Therefore, this *Library* places great emphasis particularly on the middle-aged and young fellows, selected works and original academic monographs.

Sowing seeds in the spring will lead to a prospective harvest in the autumn. Let us get together to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wu Handong

December 10, 2007

中文提要

在现代经济中,资本配置是整个资源配置的核心,它是通过内部资本市场和外部资本市场来共同完成的。本书在借鉴国内外已有研究成果的基础上,对我国企业集团内部资本市场的配置效率进行实证研究。本书的结构安排如下:首先,提出要研究的问题,并进行相关理论综述;其次,从理论层面考察内部资本市场配置效率的影响因素和测度方法;再次,对内部资本市场配置效率进行国际比较,并以企业系为例对我国内部资本市场配置效率进行实证研究;最后,总结全文,提出政策建议和进一步研究的展望。

Abstract

Capital allocation is the core of resources allocation in the modern economy. Capital is allocated through internal and external capital market. This book researches the allocative efficiency of ICM in Chinese business groups based on the existing literatures. It has four parts: the first part introduces the issues to be studied, and reviews the existing theories on ICM; the second part focuses on the factors which can affect the allocative efficiency of ICM and the methods of measuring the allocative efficiency of ICM from a theoretical angle; the third part makes an international comparison of the allocative efficiency of ICM, and gives an empirical study on the allocative efficiency of ICM in Chinese business enterprise system; the fourth part summarizes the whole book briefly, put forwards some political suggestions on promoting the allocative efficiency of Chinese ICM, and gives an outlook for future study.

目 录

导 论	1
第一章 内部资本市场理论综述	11
一、内部资本市场理论的早期研究及其发展	11
二、内部资本市场的存在性及最优规模	19
三、内部资本市场与外部资本市场的关系	22
四、内部资本市场的配置效率	26
五、评论及本书的研究视角	39
第二章 内部资本市场配置效率的影响因素	42
一、企业组织结构与内部资本市场	42
二、公司治理与内部资本市场效率	50
三、外部资本市场与内部资本市场	61
四、管理激励与内部资本市场效率	72
五、本章小结	85
第三章 内部资本市场配置效率的测度	87
一、投资现金流敏感性	87
二、内部资本市场配置效率的测度方法	101
三、研究我国内部资本市场配置效率的 方法选择	108
四、本章小结	111

第四章 内部资本市场配置效率的国际比较	112
一、美国内部资本市场的配置效率	112
二、日本内部资本市场的配置效率	133
三、韩国内部资本市场的配置效率	146
四、本章小结	161
第五章 中国内部资本市场的形成、运行机制和 组织模式	162
一、中国外部资本市场环境	162
二、中国内部资本市场的形成	169
三、中国内部资本市场的运行机制	178
四、中国内部资本市场的组织模式	188
五、本章小结	195
第六章 中国内部资本市场配置效率实证研究 ——以企业系为例	197
一、实证研究对象描述	197
二、研究样本与数据	206
三、实证研究过程与结果	210
四、本章小结	220
结束语	221
附录1 我国上市公司行业分类结构与代码	225
附录2 本书研究的系属上市公司信息详表	231
附录3 本书研究的对比上市公司信息详表	236
参考文献	238
后记	255

Contents

Prologue	1
Chapter 1 Theoretical Reviews of ICM	11
1 Earlier Research and Development of the ICM Theory ...	11
2 Existence and Optimized Size of ICM	19
3 Relationship between Internal and External Capital Market	22
4 Allocative Efficiency of ICM	26
5 Comments and Studying Prospects of This Book	39
Chapter 2 Influential Factors of the ICM	
Allocative Efficiency	42
1 Business Enterprises' Organizational Structure and ICM	42
2 Corporate Management and the ICM Efficiency	50
3 External and Internal Capital Market	61
4 Managerial Incentives and the ICM Efficiency	72
5 Summary	85
Chapter 3 Measuring of the ICM Allocative	
Efficiency	87
1 Investment Cash Flow Sensitivities	87
2 Measuring Methods of the ICM Allocative Efficiency ...	101
3 Methods Selection for Research Chinese ICM Allocative Efficiency	108

4 Summary	111
Chapter 4 International Comparison of the ICM Allocative Efficiency	112
1 ICM Allocative Efficiency in America	112
2 ICM Allocative Efficiency in Japan	133
3 ICM Allocative Efficiency in Korea	146
4 Summary	161
Chapter 5 The Formation, Operating and Organizational Modes of ICM in China	162
1 Environment of the External Capital Market in China	162
2 Formation of ICM in China	169
3 Operating Mechanism of ICM in China	178
4 Organizational Modes of ICM in China	188
5 Summary	195
Chapter 6 An Empirical Study on Chinese ICM Allocative Efficiency	197
1 Objects of the Empirical Study	197
2 Samples and Data	206
3 Process and Result of the Empirical Study	210
4 Summary	220
Conclusions	221
Appendix 1 Industrial Classification Structure and Codes of the Listed Companies in China	225
Appendix 2 Detailed Tables of the Listed Company Belonged to Business Enterprise Systems	231
Appendix 3 Detailed Tables of the Listed Companies Comparison	236
References	238
Postscript	255

导 论

一、问题的提出

在现代经济中,资本配置是整个资源配置的核心,因而,如何在不同投资项目之间配置资本便成了投资学中的一个基本问题。一个完整的资本配置过程可以被抽象地描述为以下两个环节:第一个环节,社会资本通过信贷市场和证券市场把资本配置给各种不同组织形态的企业^①;第二个环节,不同组织形态的企业把资本配置到各个分部或子公司,并通过它们把资本配置给不同的投资项目。社会资本要被有效率地配置,必须要在这两个环节中都是有效率的,忽视任何一个环节都会降低社会资本的配置效率。正因为如此,现有文献从两个相似但不同的角度对这个问题进行了研究:一个是研究资本是如何在不同企业之间配置的,即资本市场如何把一定量的资本最有效地配置给每一个企业,以便使不同企业的资本边际产出达到相等;另一个则是研究在一个特定的企业或企业集团内资本是如何在不同分部或子公司之间配置的,即如何把一定量的资本最有效地配置给每一个分部或子公司,以便使不同分部或子公司的资本边际产出达到相等。换言之,前者主要以外部资本市场(External Capital

^① 企业的组织形态可以根据不同的标准进行划分,根据企业包含的业务单位的数量以及是否“有一组支薪的中、高层经理人员”可以分为传统企业和现代企业,这里的传统企业是指“单一单位的企业”,它通常“只掌管一种经济职能,经营单一的产品系列,且仅在一个地区内经营”,而现代企业是指由一组支薪的中、高层经理人员所管理的多单位企业(钱德勒,1987);现代企业根据组织结构的不同可分为H型、U型和M型企业(Williamson,1985);按照法律形式的不同可以分为业主制企业、合伙制企业和公司制企业(吴敬琏,2005)。

Market, ECM)作为研究对象,而后者则以内部资本市场(Internal Capital Market, ICM)为考察标的。坦率地说,对第一个环节的研究,即涉及资本在不同企业之间的配置效率问题,目前处在一个相对成熟的阶段;而对第二个环节的研究,即涉及企业内部资本配置效率问题,目前还处在起步阶段。就我国而言,理论和实践工作者几乎把所有的视线和研究力量都集中在第一个环节,而对第二个环节却很少给予关注和研究,即使有一些研究也是非常零散的,要么单纯地借鉴国外研究成果对某一问题进行研究,要么就某个案例或假设进行检验,要么对国外的研究成果进行简单的介绍,均没有对 ICM 配置效率问题进行系统而深入的研究。^① 鉴于此,本书选择 ICM 配置效率作为研究对象,试图在借鉴国内外已有的研究成果的基础上,对 ICM 配置效率进行系统的归纳、梳理,并结合我国企业的现实情况进行实证研究,为提高我国企业内部资本配置效率提供一些有益的建议和指导。

二、研究的理论与现实意义

(一) 理论意义

第一,考察 ICM 可以弥补我们以前只关注企业之间资本配置研究思路的缺陷,得到一幅关于企业投资和资本配置问题的完整画面。资本配置不仅发生在 ECM 上,同样也存在于企业组织内。ICM 的存在不仅是个别企业内部资金的配置过程,也是在金融结构或者金融制度的变化中必须考虑的一个重要的变量。同时,考虑 ICM 和 ECM 的资本配置功能和效率,有助于提高社会资本的配置效率。

第二,将企业组织结构、外部市场环境、公司治理与 ICM 结合起来研究,能够为我们提供一个考察外部市场环境、公司治理和企业组织架构设计之间的相互关系的独特视角,从而能够进一步探讨投资者、企业总部之间的代理问题和企业各层次管理者之间的代理问题的相互关系。

第三,ICM 构造了公司内部治理的新体系,但同时也使公司治理问题更加复杂。ICM 存在于 M 型或 H 型企业组织内,其共同的特点是“多层次”,从而不可避免地导致了双层甚至多层代理问题,委托代理链条的延

① 对这些研究的具体评价将在第一章进行,这里不再赘述。

长将会使公司治理问题变得更加复杂。同时,H型组织结构的多法人特征也使得不同层级上的所有者之间也产生了利益冲突,其中拥有控制权的内部投资者可以利用管理决策优势损害其他投资人的利益。由组织结构而引起的公司治理问题不仅影响了ICM的配置效率,甚至会使ICM成为有关参与人之间利益输送或转移的场所,从而使ICM原有的资本分配功能发生异化。对于这些问题的深入考察有助于更好地规范ICM上的各类行为,同时也为公司治理问题的探讨提供了一个新的视角。

(二) 现实意义

第一,有助于从微观层面来寻求中国资本配置低效率的原因。中国资本配置效率一直较低,这是不争的事实。韩立岩和蔡红艳(2002)测出1991—1999年中国资本配置效率的年平均值是0.05204,而在20世纪60—90年代美国的平均资本配置效率为0.723、印度的为0.100,由此,他们认为中国资本配置效率的整体水平很低。^①类似地,范德军和李文军(2002)对中国上市公司资源配置效率进行了实证分析,他们发现,与非上市公司相比,上市公司资源配置效率大多处于明显的劣势地位。^②最近,尽管新的研究表明我国资本回报率增长较快,但资本配置效率仍然不高。白重恩等(2007)对我国1979—2005年的资本回报率进行了测算,其结论是:中国的总资本回报率在1979—1992年约为25%,在1993—1998年逐渐降到了20%,并且自1998年之后保持在20%左右。他们认为,中国的资本回报率一直明显高于用同一方法测算的大多数发达经济体,也高于很多处于不同发展阶段的经济体。同时,他们的研究为分析投资在三次产业和各省的配置效率提供了一些证据。他们发现了明显的资本配置无效率的证据,不过这种配置的无效率在随着时间的推移而有所缓解。他们推测,大量的资本配置效率损失可能会发生在省内和三次行业之内。^③类似地,中国经济研究中心“中国经济观察”研究组(2007)估测了我国改革开放时期(1978—2006年)工业企业资本回报率的9个系列指

① 韩立岩、蔡红艳:《我国资本配置效率及其与金融市场关系研究》,载《管理世界》,2002年第1期,第67页。

② 范德军、李文军:《中国上市公司资源配置效率实证分析》,载《经济研究资料》,2002年第8期。

③ 白重恩、谢长泰、钱颖一:《中国的资本回报率》,载《比较》,2007年第28辑,第2页和第21页。