

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 王峰娟 著

内部资本市场效率研究 ——以H股为样本

**Research on Internal Capital Market Efficiency
——Based on Samples of H-Stock**



经济科学出版社
Economic Science Press

◎ 王峰娟 著

内部资本市场效率研究

——以H股为样本

Research on Internal Capital Market Efficiency
——Based on Samples of H-Stock



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

内部资本市场效率研究：以 H 股为样本 / 王峰娟著.
—北京：经济科学出版社，2009.8
(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8503 - 5

I. 内… II. 王… III. 上市公司 - 资本市场 - 研究 -
中国 IV. F279.246 F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 145340 号

责任编辑：齐伟娜 刘琦譔

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

内部资本市场效率研究

——以 H 股为样本

王峰娟 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：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.625 印张 220000 字

2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8503 - 5 定价：19.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性。其作用在于填补某一领域的空白。（2）关键性。其作用在于对某些问题取得重大的突破。（3）深刻性。其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律。（4）复杂性。其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简。（5）前瞻性。其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系

列当代财务与会计领域里的前沿性论著。这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回

到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

前言

在我国，企业集团已经成为普遍存在的组织形式，并成为国民经济中最重要的组成部分。企业集团的资本配置需要经过内部、外部两个资本市场：首先，社会资本通过外部资本市场把资本配置给各种不同形态的企业；然后，企业通过内部资本市场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。正如社会资本配置效率是经济学研究的核心问题一样，内部资本配置效率是公司金融的核心问题。然而，对资本配置效率的研究长期以来集中在外部资本市场上，而对内部资本市场效率的研究较少。因此，本书以内部资本市场效率研究为主题，旨在对我国上市公司内部资本市场效率进行评价，并提出改善内部资本市场效率的政策建议。

第一，本书对内部资本市场的基本内涵进行了阐述，指出企业理论、企业集团理论、代理理论、信息不

对称理论是本书的理论基础，并对企业集团和上市公司的内部资本市场的特征进行了总结。这一部分为本书研究的推进提供了概念框架和理论基础，并界定了本书的研究范围。在此基础上，对内部资本市场效率研究的文献进行了回顾和评价，提出了本书的研究思路。

第二，本书对内部资本市场效率实证测度模型进行了改进和验证。实证测度模型和数据是进行内部资本市场效率研究的关键。内部资本市场配置效率的早期实证研究中，研究者基本上都采用了间接研究法，用超额价值反映内部资本市场的有效性。由于不能排除其他因素对公司价值的影响，因此间接研究法不够准确，只是一种粗略的测度方法。直接研究法则利用分部数据构造实证测度模型检验内部资本市场效率。国外常用的测度方法主要包括投资现金流敏感性法、价值增加法、 q 敏感性法和现金流敏感性法。每种方法都有自己判断内部资本市场效率的标准，并各具优缺点。在以上各种方法的基础之上，本书构造了新的模型。一是构建了基于资产回报率的现金流敏感性法。这种方法是在现金流敏感性法的基础上，用资产回报率替代收入回报率构建“基于资产回报率的现金流敏感系数”，或进一步引入时间滞后因子后构建“基于上期资产回报率的现金流敏感系数”，用于判断内部资本市场效率。该方法适用于分部数据完善的情况，如 H 股。二是调整的利润敏感性法，适用于分部信息不完善的 A 股市场。这种方法是在基于资产回报率的现金流敏感性法的基础上，用“资产变化额 (Δ 资产)”替代“资本支出”，用“利润”替代“现金流”，构建“调整的利润敏感系数”，用于判断内部资本市场效率。验证结果显示，模型改进具有合理性。这两种方法为内部资本市场效率研究提供了可靠的基础，为相关研究打开了广阔的空间。特别是调整的利润敏感性法使得对 A 股上

市公司内部资本市场效率的研究成为可能。

第三，本书采用基于资产回报的现金流敏感系数，对 H 股 2000~2007 年 297 个多分部上市公司样本的内部资本市场效率进行了评价。结果显示，无论依据样本公司现金流敏感系数的均值、中值，还是依据有效组占比，均得出样本公司内部资本市场有效的结论，而且主板样本内部资本市场效率高于创业板。由于样本的代表性较强，本书推断，在现阶段我国上市公司乃至非上市公司内部资本市场均是有效的，大企业的内部资本市场效率强于小企业。对 12 家公司 96 个子样本的分析得出了与总体样本分析相同的结论。从样本公司内部资本市场效率的连续性看，83.33% 的样本公司都能持续有效配置资源，25% 的样本公司可以 100% 持续有效配置资源，表现出出色的“挑选胜者”的能力。

第四，本书将内部资本市场效率的影响因素分为外部因素和内部因素。外部因素主要包括外部资本市场约束、债务约束、经理人市场约束和法律法规约束等。本书的观点是，我国目前外部资本市场尚不完善，不仅市场容量较小，而且存在严重的信息不对称、代理问题和投资者保护不足问题，因此，内部资本市场在资源配置中的作用和优势十分明显。债务约束的存在会使大股东和经理人在进行资源配置时做出谨慎选择，减少过度投资，从而提高内部资本市场效率。经理人市场则通过市场机制和信誉机制约束经理人资源配置行为。经理人有滥用自由现金流、构建自己的商业帝国的倾向，在外部经理人市场缺失或失灵、内部激励不足的情况下，这种倾向会愈发严重，导致资源的无效配置。法律法规对内部资本市场效率的影响是双向的。一方面法律的完善将会促进资本市场发育，约束经理人行为，改善资源配置效率；另一方面，法律法规对资源流动的约束，则会降低内部资本市场效率。我国相关法律法规的实施，减少了控股股东的“掏空”行

为，保护了上市公司小股东的利益，也为集团内部资本的合理流动制造了障碍，从而影响了内部资本市场效率。

影响内部资本市场效率的内部因素来自于内部资源配置系统的各要素以及各要素之间的作用方式。内部资源配置系统主要由资源配置主体（总部）、资源接受主体（分部）、资源配置客体（内部资本）、内部金融中介和内部资源配置机制构成。从资源配置主体看，公司内部治理水平和管理者特征是影响内部资本市场效率的关键因素。从资源接受主体看，多元化程度与类型是影响内部资本市场效率的关键因素。从资源配置客体来看，内部资本规模与质量是影响内部资本市场效率的关键因素。企业集团往往通过内部金融中介聚集和分配资源，内部金融中介既是内部资本市场的运行平台和中介，促进内部资本流动，同时又通过内部借款利率部分发挥资源配置的作用。内部金融中介有助于资本在分部或项目之间的流动。利率机制使内部资本配置更具市场特征。通过针对不同业务的不同利率，可以体现总部的战略意图，也有助于将资金从低效分部转移到高效分部，从而使有效资本得以扩张，促进经济效率提高。资源配置机制是资源配置主体与资源接受主体之间相互作用的各种方式、方法之总和，主要包括资源配置引导机制、信息传递机制和竞争与激励机制等。在内部资本市场中，价格机制和行政或权威机制双重机制引导资源配置。无论价格机制还是行政机制作用的发挥，都要依据及时、可靠的信息。信息是决策的基础。在金字塔型的企业集团中，资源是自上而下配置的，信息则是自下而上传递的。组织内部层级不仅影响信息传递，还会带来代理问题。竞争与激励机制是总部与分部之间以及各分部之间相互作用的重要方式。因此，从资源配置机制来看，两种资源配置引导机制应用的适当性、组织内部层级、内部竞争与激励是影响内部资本市场效率的关键因素。

第五,本书对内部资本市场效率的影响因素进行了实证检验。实证研究发现,控制权比例、现金流权比例、终极股东性质、多元化程度、内部资本规模、内部金融中介等对内部资本市场效率均有显著影响。研究结果说明,我国上市公司理论上和法律的资源配置主体——董事会和高管层在资源配置中的作用有限,董事会力量微弱,高管激励没有发挥作用,资源配置依然以大股东为导向。在外部市场约束较小的情况下,集中持股可以降低代理成本,提高资源配置效率;控制权与现金流权分离没有导致上市公司资源配置效率的下降;政府持股资源配置效率较低;大型企业通过多元化经营,资源配置优势明显;小企业专注主业也可以获得较高的资源配置效率;内部资本规模大,资源配置效率高;大企业设立内部金融中介非常必要,有助于提高资源配置效率。

第六,本书从总部建设、分部建设、内部资本市场规模、内部金融中介建设和内部资源配置机制建设五个方面,提出了构建有效的内部资本市场的政策建议。

本书的创新体现在:(1)构建了效果更好、可靠性更强的内部资本市场效率实证测度模型,不仅使H股上市公司内部资本市场效率评价更科学,而且还为分部数据不完善的A股上市公司内部资本市场效率的相关研究奠定了基础。(2)从分部层面直接研究了上市公司内部资本市场效率的总体状况,这在国内的研究中还是首次。而且,本书选取在香港上市的境内公司作为研究样本,具有很强的代表性。(3)利用大样本数据进行经验研究。我国对内部资本市场的研究多为案例研究。本书的大样本研究不仅使结论更具说服力,且为未来的经验研究奠定了一定基础。(4)建立了内部资本市场效率影响因素的系统分析框架,不仅为实证研究提供了基础,还为构建有效的内部资本市场提供

了依据。(5) 基于内部资源配置系统各组成部分, 以提高资源配置效率为目标, 提出了构建内部资本市场的具体建议。

本书尚存在的不足是: (1) 样本的数量相对较少, 从而可能影响研究结论的代表性; (2) 本书虽然建立了内部资本市场效率影响因素的系统框架, 但仍然无法列举全部可能的影响因素, 实证研究中也未能包含所有因素; (3) 由于内部资本市场资源配置行为的“内部性”, 使得深入研究受到局限。

本书是在作者的博士论文基础上修改的, 本书同时也是北京市教委“人才强校计划”之中青年骨干教师资助项目(项目编号: PHR (IHLB) 0142131301800) 的阶段性的成果。

序

当今世界，集团型企业已成为微观经济组织的基本形式。在市场经济条件下，企业集团外部资源配置是通过市场进行的，在企业替代市场的过程中，企业的内部资源配置主要是通过计划的方式配置。但在形成集团型企业后，企业集团的大规模特征使得仅仅用计划的方式难以有效地配置集团内部资源。大规模企业集团的内部也具有了市场的特征，特别是各成员企业之间是一种独立核算、自负盈亏、自主经营的等价交换关系，正是这种特征孕育了内部市场。企业集团内部也以模拟外部市场并辅以计划的方式实现资源的有效配置。就内部资本配置而言，应通过构建相应的内部资本市场进行。那么内部资本市场的配置效率如何就不能不决定在企业集团内部构建资本市场的必要。然而，对资本配置效率的研究长期以来集中在外部资本市场上，而对内部资本市场效率的研究较少。本书以内部资本市场效率研究为主题，旨在对我国上市公司内部资本市场效

率进行评价，并提出改善内部资本市场效率的政策建议。

本书的主要研究特色是：对内部资本市场效率实证测度模型进行了改进和验证。内部资本市场配置效率的早期实证研究中，研究者基本上都采用了间接研究法和直接研究法，每种方法都有自身的缺陷。本书构建了基于资产回报率的现金流敏感性法和调整的利润敏感性法。这两种方法为内部资本市场效率研究奠定了可靠的基础，为相关研究打开了广阔的空间；本书对 H 股 2000 ~ 2007 年 297 个多分部上市公司样本的内部资本市场效率进行了验证，得出样本公司内部资本市场有效的结论，这与本书的理论分析相一致：我国目前外部资本市场尚不完善，不仅市场容量较小，而且存在严重的信息不对称、代理问题和投资者保护不足问题，因此，内部资本市场在资源配置中的作用和优势十分明显；本书进一步分析了影响内部资本市场效率的因素，并对这些影响因素的影响力进行了实证检验。实证研究发现，控制权比例、现金流权比例、终极股东性质、多元化程度、内部资本规模、内部金融中介对内部资本市场效率均有显著影响。

本书最后从总部建设、分部建设、内部资本市场规模、内部金融中介建设和内部资源配置机制建设五个方面，提出了构建有效的内部资本市场的政策建议。

不难看出，本书不仅证明了我国企业集团构建内部资本市场的必要，而且提出了构建一个有效的内部资本市场之方略。无疑，本书的研究不仅是对内部资本市场理论的贡献，还会对我国企业集团构建有效的内部资本市场起到十分有益的启示性作用。



2009 年 8 月

目 录

第一章 绪论 / 1

- 第一节 选题动机与研究意义 / 1
- 第二节 本书的基本结构与研究方法 / 10
- 第三节 本书的创新 / 13
- 本章小结 / 14

第二章 内部资本市场基本理论 / 16

- 第一节 内部资本市场的内涵 / 16
- 第二节 内部资本市场的理论基础 / 32
- 第三节 企业集团内部资本市场的特征 / 38
- 第四节 案例研究：华润的内部资本市场 / 45
- 本章小结 / 55

第三章 内部资本市场效率研究文献回顾与评价 / 56

- 第一节 发达国家文献回顾 / 56
- 第二节 新兴市场国家和地区文献回顾 / 64

第三节 文献评价与本书的研究思路 / 74

本章小结 / 79

第四章 内部资本市场效率的测度 / 80

第一节 内部资本市场效率实证测度模型
的改进与验证 / 80

第二节 H股上市公司内部资本市场效率的
总体评价 / 103

本章小结 / 117

第五章 内部资本市场效率影响因素的
系统框架 / 118

第一节 相关文献的简单回顾与评价 / 118

第二节 内部资本市场运行过程与资源配置原理 / 123

第三节 内部资本市场效率的外部影响因素 / 127

第四节 内部资本市场效率的内部影响因素 / 136

第五节 内部资本市场效率影响因素的
框架构建 / 144

本章小结 / 146

第六章 内部资本市场效率影响因素的
实证研究 / 147

第一节 文献述评与研究假设 / 147

第二节 研究设计 / 181

第三节 实证结果 / 188

本章小结 / 199

第七章 结论与政策建议 / 201

第一节 研究结论 / 201

第二节 政策建议 / 206

第三节 本书不足与未来研究展望 / 225

本章小结 / 226

参考文献 / 228

后 记 / 255