

# 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

谢军 王娃宜\*

**摘要:** 本文选取深沪两地 140家国有集团附属上市公司与 100家非集团国有上市公司 2003 - 2007年的平衡面板数据作为样本,从双重代理关系的视角实证分析了内部资本市场的运行效率。理论分析与经验证据均显示:(1)国有企业集团内部资本市场上的主导代理关系为管理层代理关系,而非控股股东代理关系,即影响国有企业集团内部资本市场效率的代理问题为管理层代理问题,国有控股股东由于“缺位”并没有将内部资本市场异化为其进行利益侵占的隐蔽渠道;(2)从集团总部层面来讲,内部资本市场能够有效配置资金,但从成员公司的层面来讲,总部与成员公司经理的代理问题使内部资本市场的功能受损。

**关键词:** 国有企业集团 内部资本市场 双重代理关系

## 一、引言

自 Alchian(1969)和 Williamson(1975)提出“内部资本市场”的概念以来,国外对内部资本市场的研究已经取得了几方面的进展。国外研究结果表明:公司层面存在的各种代理问题是导致内部资本市场低效率运作的根源所在;在分散股权结构的公司,内部资本市场存在双重代理关系,引起公司过度投资以及部门经理寻租造成的非效率配置等现象;在集中股权结构的公司,内部资本市场极有可能由于控股股东为了控制权私利而被异化为利益侵占的隐蔽渠道。中国上市公司大多数存在集中的股权结构,那么中国国有企业集团内部资本市场的运行效率如何,是否也存在控股股东利用内部资本市场进行利益侵占的现象?国内现有的研究直接沿袭了国外的研究思维,从研究一开始就假定国有企业集团内部资本市场存在控股股东利益侵占的行为(邵军,2007)。然而,由于中国国有企业集团存在产权模糊、所有者缺位的特点,因而内部资本市场上的代理关系可能会与其他股权集中式的公司存在差异。本文将基于双重委托代理关系的分析来考察中国国有企业集团上市公司内部资本市场的运行效率。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)理论分析及文献回顾

国外关于内部资本市场效率的理论解释主要有两大观点:内部资本市场有效论和无效论。内部资本市场有效论相信:在资金聚集方面,内部资本市场具有多钱效应(more-money effect),即具有放松企业融资约束的功能;在资本配置方面,内部资本市场具有活钱效应,即具有优化资金配置的功能。内部资本市场无效论则认为:双重代理问题是导致内部资本市场无效的根源,外部投资者与总部 CEO 的代理问题可能会引起企业的过度投资,而总部 CEO 与部门经理的代理问题则可能会引起公司出现非效率配置,即跨部门“交叉补贴”或公司“平均主义”。西方发达国家股权结构多为分散式,内部资本市场上存在的双重代理关系属于管

\* 谢军,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱: xiejun@scnu.edu.cn; 王娃宜,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱: evawang505@yahoo.com.cn.

感谢匿名审稿人提出的宝贵意见和建议。作者文责自负。

理层代理关系;而在许多新兴市场经济国家(地区),企业的股权特征呈现集中式,内部资本市场上控股股东与中小股东的代理问题更突出,控股股东利用内部资本市场进行利益侵占的行为非常普遍。

从理想状况来说,内部资本市场克服了外部资本市场的不完美。如果融资企业与潜在外部投资者之间的信息不对称程度太大的话,信息不对称所导致的较高资本成本可能会迫使企业放弃净现值为正的投资机会(Myers and Majluf, 1984)。而内部资本市场可以营造一个更少受不对称信息干扰的资本配置体系,有助于资源的优化配置,并避免了投资不足。Stein (1997)指出,内部资本市场通过包括协同效应在内的多种效应缓解企业面临的信用约束,使企业获得更多的外部融资,满足盈利性项目的资金需求,从而具有多钱效应功能。Stein (1997)还认为,处于信息优势的企业总部通过各个部门间的相互竞争,对企业内部各投资机会按回报率高低进行排序,将有限的资本分配到边际收益最高的部门实现“优胜者选拔”(winner - picking),并生成更优货币效应(smarter - money effect)功能。Gertner, Scharfstein和Stein (1994)在Grossman - Hart产权理论上描述了内部资本市场的机制优势,他们的GSS模型显示,企业总部是资金使用部门资产的直接所有者,并拥有剩余控制权,从而激励企业总部对资金的分配和部门管理者实施有效的监督。同时,由于企业总部拥有剩余控制权并掌握各项目的信息,某一部门在企业内部资本市场进行“内部清算”比“外部清算”可为出资者保留更多的价值,不必与外部主体分享剩余。他们还相信,由于企业总部通常拥有对企业资产的剩余控制权,为集团的高管监管分部的投资提供了更强的激励,他们通过内部审计、绩效考核等多种内控手段对分部经理实施监控,有助于提高投资效率。

然而,相应的实证研究却并没有给出一个理想完美的内部资本市场。内部资本市场的无效性主要表现在企业集团在分部之间进行非市场化的无效率的资金分配:在好的分部花得太少,而在坏的分部花得太多。Lamont和Polk (2002)观察到,很多企业在面临产业冲击时,不是依据各部门的投资机会(相对价格)的变化调整资源流向,而是将更多的资金投入相对价格下降的部门,以避免这些弱势部门的倒闭和退出,从而导致投资机会贫乏的部门出现过度投资。Scharfstein和Stein (2000)将内部资本市场的这种资源配置无效性称为跨分部补贴(cross - subsidization):分散化的企业会用较强的分部补贴较弱的分部,因为经理通常为了企业帝国的边界,不愿放弃任何业绩较差的分部。分部之间的资本补贴政策会导致“企业内的社会主义”(intra - firm socialism)。Rajan, Servaes和Zingales (2000)的理论和经验证据显示,下属公司管理层能够通过游说活动,影响专权(all - powerful)的母公司CEO对内部资本的配置,这些游说活动可能导致资源从投资机会多的分部流向投资机会贫乏的分部,从而损害内部资本市场的资源配置效率。Ameida和Wolfenzon (2006a, 2006b)认为在投资者保护较弱的国家,控股股东组建企业集团的目的就是为了通过金字塔股权结构下的内部资本市场来转移公司资源,实现对中小股东的利益侵占。Lins (2003)在对新兴市场的研究中发现,在分散化公司组织中,大股东会通过内部资本市场实施对小股东的利益侵占;这种掠夺行为损害了公司的价值。但是,Kolasinski (2009)却发现,企业集团倾向于向下属公司提供担保债务,进而避免具有投资机会的下属公司陷于资金短缺的困境。他的证据表明,企业集团之间提供的相互担保有助于消除或缓解困扰内部资本市场的“公司社会主义”(corporate socialism)问题。

Rajan和Zingales (1998)从亚洲金融危机的产生根源探究了内部资本市场的外部依存环境。他们声称,内部资本市场的运行效率受制于外部市场的可契约性(contractibility)和资本配置规模(或投资机会的多少)。在外部资本市场缺乏契约化基础且资本配置规模较小时,内部资本市场能够更有效地发挥资本配置的比较优势。但是随着金融体系的演进,当外部市场的可契约化程度提高且资本配置规模相应扩大时,关系式(relation - based)内部资本市场的非市场化缺陷日显突出,而远距离式(arm's - length)的外部资本市场的市场化资源配置优势开始显现。因此,他们相信,处在金融发展的初级阶段时,内部资本市场具有一定的比较优势;而伴随着金融发展阶段的升级,原子式的外部资本市场将逐渐替代内部资本市场。

国内关于内部资本市场的研究尚处于起步阶段,多集中于案例分析和规范研究,实证研究仍有待丰富。邵军和刘志远(2007)对“鸿仪系”的案例研究发现,鸿仪系通过内部资本市场,频繁地进行着内部资本配置,资本配置原则服从于最终控制人的“战略”需要,其内部资本配置是无效率的。杨棉之(2006)对华通天香集团的分析则显示,原本为提高资本配置而存在的内部资本市场部分地被异化为进行利益输送的渠道。许艳芳、张伟华和文旷宇(2009)观察到,“明天科技”从外部资本市场筹集的资金并非用于自身发展,而是在控股股东的主导下,通过各种隐秘的内部资本市场运作方式,转移给控股股东及其控制的非上市公司。他们还注意到,系族企业内部资本市场功能异化导致了上市公司业绩下滑以及中小投资者利益受损。郑迎迎(2007)

从信息不对称下双重代理关系的角度提供了一个有关内部资本市场运行效率及其对公司价值影响的理论综述。邵军(2007)对控股股东利益侵占导致的内部资本市场功能异化进行了实证分析,他的研究包括了国有集团与民营集团,但是对国有集团的代理问题只考虑了控股股东代理问题。邵军和刘志远(2008)考察了企业集团内部资本市场对其成员企业融资约束的影响。他们发现,企业集团通过内部资本配置能够放松成员企业所面临的融资约束。对于内部资本市场规模小、成长速度快、控制权和现金流权分离程度小的民营集团,其成员企业所面临的融资约束得到了较大程度的缓解。在市场化程度较高的省份或地区,企业集团内部资本市场具有放松融资约束的功能,其成员企业所面临的融资约束也较小。但是,内部资本市场没有放松从属控制权与现金流权利分离程度较大的企业集团的成员企业所面临的融资约束。

## (二)研究假设

在中国目前的法律制度、股权结构和市场环境下,冯根福(2004)提出应该将中国上市公司治理问题纳入包括所有者与经营者、大股东与中小股东代理关系在内的双重委托代理关系下进行研究,即不仅要考虑管理层代理问题,还要考虑控股股东代理问题。本文认为,虽然我国国有企业股权结构呈集中式,但是国有企业的性质决定了其主要的公司治理问题不同于传统集中股权下呈现出来的控股股东代理问题。我国国有上市公司中,国有股东持有高额的企业股份,名义上是整个企业的实际控制人,但这个控制人实际上并不控制企业。因为国家所有权由国家层层委托给相关政府机构,受托机构难以获得与其监督权力相一致的剩余索取权,也就失去履行控股股东监督职能的动力,从而导致国有企业所有者缺位,最终企业的控制权落到了公司经营者的手上,形成了典型的“内部人控制”。一般观点认为控股股东的存在能够解决股东与公司管理层的代理问题,但在我国,国有控股股东的存在不但不能够解决两者之间的利益矛盾,反而加剧了这种矛盾。

本文认为,在国有企业集团内部资本市场中,起主导作用的是管理层代理关系而非控股股东代理关系。因此,我们将国有企业集团内部资本市场纳入管理层代理问题主导下的双重代理关系框架中来研究其运行效率与公司治理问题。根据前面的理论分析,我们认为:一方面,内部资本市场具有优化资金配置的功能,从总部层面来讲,可以通过分析集团各成员企业关联方借入资金与其成长性机会的关系来考察总部对集团内资金的配置状况;从成员企业层面来讲,则可以通过分析成员企业投资支出水平与其成长性机会的关系来考察成员企业经理对成员企业内资金的二次分配状况。另一方面,内部资本市场能够放松整个集团的融资约束,通过分析企业投资支出水平与其自身现金流的敏感性,并比较国有企业集团上市公司与非集团国有上市公司的差异,我们就可以判断内部资本市场对融资约束的缓解程度。

如果国有企业集团内部资本市场能够发挥积极的资源配置功能,企业集团中具有投资机会的成员企业就能够及时地从其他拥有剩余现金流的成员企业获取用于实施投资机会的资金。投资机会越多的成员企业获得的集团内融资金额也越多。因此,国有企业集团成员企业从关联方借入资金随着投资机会的增加而增加。

假设 1:国有企业集团成员企业的关联方借入资金与其投资机会正相关。

内部资本市场能够放松整个集团的融资约束,缓解成员企业的融资压力。这意味着,集团内部成员企业可以通过内部资本市场更快捷方便地获取投资所需的资金。由于融资约束的放松,成员企业的投资支出水平不再受制于其自身的现金流水平。因此,当内部资本市场有效运作时,成员企业的投资支出水平不再依赖于其自身现金流,其投资支出水平与自身现金流水平的敏感性也相应减弱了。

假设 2:相对于非集团国有上市公司,国有企业集团成员上市公司的投资支出水平与其自身现金流的相关度(或敏感度)较低。

内部资本市场的资源配置效率表现为两个层面:第一个层面是,从总部来看,集团内的资本会依据各成员企业的投资机会和相对价格进行有效率的流动和配置。第二个层面是,从各成员企业来看,由于资本流向了具有投资机会和相对价格优势的成员企业,从关联方借入资金越多的成员企业其投资支出水平也越高;并且,投资机会越多的企业其投资支出水平也越高。

假设 3:国有企业集团成员上市公司的投资支出水平与关联方借入资金正相关。

假设 4:国有企业集团成员上市公司的投资支出水平与其投资机会正相关。

一般观点认为,当控股股东在内部资本市场上的控制权超过其现金流权利时,他就有动机利用自身的控制权利通过将现金流权利较少的公司资源转移到现金流权利较多的公司来攫取其控制权的私人利益。但是,国有集团控股股东在公司事务中的“缺席”可能令其无法实行上述活动。因此,国有企业集团成员企业

的资金占用程度很可能与两权 (控制权和现金流权利 )分离程度相关度较低。

假设 5:国有企业集团成员企业的资金被占用水平与两权分离度不相关。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取

本研究选取了深沪两地上市公司 2003 - 2007年的数据为研究样本。研究中所采用的大多数基础数据来自于色诺芬数据库和国泰安数据库,部分数据来自上市公司年报手工收集。国有企业按照 2007年上市公司的终极所有权进行划分。国有企业集团的样本筛选标准如下:(1)对每一家公司的第一大股东进行追溯,如果两家或者更多上市公司的最终控制人可以追溯到同一经济主体,这些上市公司就被定义为集团成员公司;(2)同一集团附属成员公司在 2003 - 2007年间没有变更最终控制人;(3)剔除金融类上市公司;(4)剔除数据缺失的公司。按照上述标准筛选出来的国有企业集团有 57家,归属于这些集团旗下的上市公司共有 140家。非国有上市公司的样本筛选标准如下:(1)最终控制人的性质为国有股东;(2)最终控制人的控制权与现金流权一致;(3)剔除金融类上市公司;(4)剔除数据缺失的公司。最后选出来的非集团国有上市公司样本共有 100家。

#### (二)变量设定

我们用内部资本市场资金往来作为内部资本市场资源配置过程代理变量,因为内部资本市场的资源配置通常是通过成员企业之间的资金往来(即成员企业之间的相互拆借)来实现的。对于内部资本市场的资金往来,我们选用两个具体指标来加以衡量:关联方借入和资金占用;通过这两个指标一方面考察了内部资本市场的资金融通能力,另一方面考察了内部资本市场的利益输送问题。控股股东利益侵占动机用两权分离度(现金流权利和控制权)来加以计量。Shleifer和 Vishny(1997)以及 Claessens, Djankov, Fan和 Lang(2002)指出并发现,现金流权利和控制权的分离会产生防御效应,并加剧控股股东对其他股东的利益剥削。其他研究变量的说明及选择详见表 1。

表 1 变量定义一览表

变量类别	变量名称 (符号)	变量定义
	投资支出 ( <i>I</i> )	建造固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 /总资产
内部资本市场资金往来	关联方借入 ( <i>Subsidy</i> )	其他应付款金额 /总资产
	资金被占用 ( <i>Transfer</i> )	其他应收款 /总资产
公司发展前景	投资机会 ( <i>Grow th</i> )	市净率:每股市价 /每股净资产
	现金流 ( <i>Cash</i> )	经营现金流 /总资产
控股股东利益侵占动机	两权分离度 ( <i>Sep</i> )	最终控制人的控制权比例 /所有权比例
外部融资状况	长期借款 ( <i>Long_debt</i> )	长期借款总额 /总资产
	权益性融资 ( <i>Cash_equity</i> )	吸收权益性投资所收到的现金 /总资产
再举债能力	财务杠杆 ( <i>Lever</i> )	资产负债率:总负债 /总资产
内部资金约束程度	现金股利支付率 ( <i>Dividend</i> )	每股现金股利 /每股收益
盈利能力	每股收益 ( <i>EPS</i> )	(净利润 - 优先股股利) /发行在外的普通股股数的加权平均数
规模效应	企业规模 ( <i>Size</i> )	总资产的自然对数

#### (三)实证模型

实证模型设计如下:模型 1用于考察总部对内部资金的配置状况;模型 2用于考察内部资本市场是否能够放松集团的融资约束;模型 3用于考察总部将内部资金配置到各个成员企业之后,成员企业内部对资金的再次配置状况;模型 4用于考察最终控制人是否利用内部资本市场进行利益侵占。

$$\text{模型 1: } Subsidy_{it} = u_1 + \beta_1 \cdot Grow th_{it} + \beta_2 \cdot P_{it} + \beta_3 \cdot I_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{模型 2: } I_{it} = u_2 + \beta_2 \cdot Cash_{it} + \beta_3 \cdot Subsidy_{it} + \beta_4 \cdot P_{it} + \beta_5 \cdot I_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{模型 3: } I_{it} = u_3 + \beta_3 \cdot Grow th_{it} + \beta_4 \cdot P_{it} + \beta_5 \cdot I_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{模型 4: } Transfer_{it} = u_4 + \beta_1 \cdot Sep_{it} + \beta_2 \cdot P_{it} + \beta_3 \cdot I_{it} + \mu_{it}$$

宋剑峰(2000)的经验证据显示,市净率是一个较好反映公司成长性和投资机会的指标。

其中, *Subsidy* 为控股股东及其关联方借入; *Growth* 为市净率; *I* 为公司的投资支出; *Cash* 为公司现金流; *Transfer* 为资金被控股股东及其关联方占用的水平; *Sep* 为最终控制人的利益侵占动机; *P* 为一组控制变量, 用于控制和筛除企业特异性的影响;  $\mu_i$  表示截面单元的个体特性;  $\mu_t$  表示时间序列的个体特性;  $u_1$ 、 $u_2$  及  $u_3$ : 截距项;  $\mu_{it}$ : 残差。

#### 四、实证结果及其分析

各主要研究变量的描述性统计如表 2 所示。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	均值	中值	最大值	最小值
<i>I</i>	0.055002	0.034162	0.384798	-0.179901
<i>Subsidy</i>	0.019033	0.001688	0.734735	-0.011778
<i>Transfer</i>	0.020501	0.001425	0.556928	-9.53E-05
<i>Growth</i>	4.188181	2.545650	252.8548	-25.54680
<i>Cash</i>	0.049854	0.045379	0.362607	-0.298122
<i>Sep</i>	1.319582	1.000000	30.06856	0.996061
<i>Long_debt</i>	0.053207	0.013367	0.548230	0.000000
<i>Cash_equity</i>	0.012871	0.000000	0.508326	0.000000
<i>Lever</i>	0.535742	0.526350	3.135400	0.043000
<i>Dividend</i>	0.294912	0.000000	36.74484	0.000000
<i>EPS</i>	0.196807	0.149350	5.330200	-2.120500
<i>Size</i>	21.53109	21.45030	27.30053	18.53905

为了控制变量之间多重共线性的影响, 本文按照解释变量和控制变量的不同组合, 对每个模型都建立了两个子模型。回归结果见表 3 - 表 6。

表 3 国有企业集团内部资本市场运行效率的回归结果: 模型 1

自变量	因变量: 关联方借入 ( <i>Subsidy</i> )	
截距	0.016384***	0.017374
<i>Growth</i>	0.000567***	0.000347***
<i>Long_debt</i>		-0.000347***
<i>Cash_equity</i>		0.018335**
<i>Lever</i>		0.046610***
<i>Dividend</i>		-0.000132
<i>EPS</i>		-0.000364
<i>Size</i>		-0.001065
$R^2$	0.617535	0.590812
<i>D. W.</i>	1.853787	1.820105
<i>F</i> 检验值	6.446937	5.379867
<i>P</i> 值	0.000000	0.000000
LM 统计量	16263.60849	23000.75877
Hausman 检验 ( <i>P</i> 值)	0.0149	0.0001
模型类别	个体固定效应	个体固定效应
观察值	140	

表 3 显示: 无论是否控制外部融资约束、财务杠杆、内部资金约束、盈利状况以及公司规模的影响, 国有企业集团成员上市公司的投资机会与关联方借入均显著正相关。这与假设 1 相符合。说明国有企业集团总部是根据各个成员公司的发展前景来分配内部资金的, 从总部层面来看, 内部资本市场的确发挥了优化资金配置的功能。第二个方程的结果还表明, 成员上市公司的每股收益对关联方借入没有解释力, 说明国有企业集团总部在配置内部资金时并没有考虑成员公司的盈利能力。

表内数字为固定效应或随机效应下截面单元特定截距和自变量的回归系数, 回归系数的 *P* 值省略, \*\*\*为 0.01 水平显著, \*\*为 0.05 水平显著, \*为 0.10 水平显著。LM 统计量用于判别建立混合估计模型还是个体随机效应模型, Hausman 检验则用于判别建立个体随机效应模型还是固定效应模型。检验结果都拒绝了建立混合估计模型的假设, 满足建立个体随机效应模型或个体固定效应模型的假设。

表 4 国有企业集团内部资本市场运行效率的回归结果:模型 2

自变量	因变量:投资支出 (I)			
	国有企业集团上市公司		非集团国有上市公司	
截距	0.055252***	0.172934***	0.060300***	0.342583***
Cash	0.018197***	0.028309***	0.010209*	0.024894**
Subsidy	-0.058049***	-0.038401**		
Long_debt		0.148727***		0.058881***
Cash_equity		0.58179**		0.132455***
Lever		-0.008027		-0.001088***
Dividend		0.001199		0.014821***
EPS		0.007481***		0.004374**
Size		-0.005795**		-0.013713***
R <sup>2</sup>	0.783171	0.734153	0.829481	0.797413
D. W.	1.942976	1.931235	2.079240	2.012005
F检验值	14.29406	10.20087	19.40915	14.14789
P值	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
LM统计量	10878.84434	28593.86386	5756.63615	19602.83273
Hausman检验 (P值)	0.0005	0.0028	0.0001	0.0001
模型类别	个体固定效应	个体固定效应	个体固定效应	个体固定效应
观察值	140		100	

表 4显示:无论是否控制外部融资约束、财务杠杆、内部资金约束、盈利状况以及公司规模的影响,国有企业集团上市公司的投资支出水平与其自身现金流均在 0.01的水平上显著正相关。非集团国有上市公司的投资支出水平与其自身现金流在 0.10的水平上显著正相关,在增加了对其他因素的控制后,两者的相关度有了进一步的提高,但是仍然低于国有企业集团上市公司。说明与非集团国有上市公司相比,国有企业集团上市公司的资本支出更加依赖于自身现金流,这与假设 2相反。关于国有企业集团上市公司的方程还对投资支出水平与关联方借入进行了回归,结果显示关联方借入资金与投资支出水平在 0.01的水平上显著负相关,即使在控制了其他因素的影响之后,关联方借入对投资支出的负向效应仍然存在。这与假设 3不符。此外,两类上市公司的外源融资(长期借款、权益性融资)对投资支出水平都具有显著的正向解释力,说明两类上市公司的投资支出资金都高度依赖于外源融资。

上述结果表明:国有企业集团上市公司投资支出资金最主要来源于经营活动产生的现金流和从金融机构获得的长期借款,其次是通过证券市场吸收的权益性融资,内部资本市场所提供的关联方借入资金不能够支持企业的投资活动;对非集团国有上市公司而言,外源融资(长期借款、权益性融资)是其进行投资最重要的资金保证,其次才是经营活动产生的现金流。我们认为:内部资本市场不仅没有为国有企业集团上市公司提供投资所需的内部资金,而且也没有帮助其获得更多外部资金,即内部资本市场没有放松成员上市公司的融资约束。

表 5 国有企业集团内部资本市场运行效率的回归结果:模型 3

自变量	因变量:投资支出 (I)			
	国有企业集团上市公司		非集团国有上市公司	
截距	0.055689***	0.100610	0.066058***	0.353726***
Growth	-0.000149	-0.000178	-0.001624**	-0.000229
Long_debt		0.240305***		0.044294**
Cash_equity		0.104031**		0.128639***
Lever		-0.029250***		-0.001062***
Dividend		0.001720		0.012783***
EPS		0.015833*		0.006421***
Size		-0.002181		-0.014089***
R <sup>2</sup>	0.001212	0.100363	0.009169	0.788365
D. W.	1.336362	1.328629	1.625144	1.988306
F检验值	0.847152	10.88495	4.608266	13.38932
P值	0.357677	0.000000	0.032301	0.000000
LM统计量	6763.66868	26599.11707	4598.44411	17891.78129
Hausman检验 (P值)	0.2934	0.1336	0.5946	0.0003
模型类别	个体随机效应	个体随机效应	个体随机效应	个体固定效应
观察值	140		100	

表 5 显示: 无论是否控制其他因素的影响, 国有企业集团上市公司的投资机会对投资支出水平的变动都没有解释力。这不符合假设 4。非集团国有上市公司投资支出水平与投资机会在 0.05 的水平上显著负相关, 增加了相应的控制变量后, 投资机会对投资支出的负向效应消失了, 两者没有显著关系。此外, 每股收益对两类上市公司的投资支出变动都具有非常显著的正向解释力。上述结果表明: 国有企业集团成员公司的盈利能力越强, 公司的投资规模越大, 投资机会的多寡对公司的投资支出没有影响。非集团国有上市公司的情况也是如此。

表 6 国有企业集团内部资本市场运行效率的回归结果: 模型 4

自变量	因变量: 资金占用 ( <i>Transfer</i> )	
截距	0.020082***	0.151781***
<i>Sep</i>	0.9310000	-0.000165
<i>Lever</i>		0.013024***
<i>EPS</i>		0.001505**
<i>Growth</i>		-0.000238***
<i>Size</i>		-0.006385***
$R^2$	0.0001220	0.677401
<i>D. W.</i>	1.4793170	1.915660
F 检验值	0.0847520	8.049309
P 值	1.000000	0.000000
LM 统计量	6896.9542	7894.9956
Hausman 检验 (P 值)	0.8633	0.0888
模型类别	个体随机效应	个体固定效应
观察值	140	

表 6 显示: 无论是否控制财务杠杆、盈利水平、公司成长性机会及公司规模等因素的影响, 两权分离度对资金被占用的波动均没有解释力。说明两权分离度与资金被占用水平不相关, 控股股东转移资源以实现其控制权私利的动机并没有借内部资本市场这一平台来实现, 这符合假设 5。

## 五、结论及政策建议

本文通过对内部资本市场的功能优势、各种委托代理关系下内部资本市场出现的缺陷、我国国有企业集团的制度背景进行理论分析和实证检验, 得出以下结论: 首先, 导致国有企业集团内部资本市场效率受损的主要代理问题是管理层代理问题, 而非控股股东代理问题, 不存在控股股东利用内部资本市场进行利益侵占的现象; 其次, 从集团总部的层面来讲, 内部资本市场的确实发挥了优化资金配置的功能, 但是从成员上市公司的层面来讲, 成员企业经理并没有依据企业投资机会做出投资决策, 其对资金的再次配置并没有达到最优。

基于上述结论, 我们认为, 要组建企业集团来构造内部资本市场以解决我国企业融资的瓶颈问题并优化内部资金配置, 需要从以下几方面来完善公司治理:

第一, 优化股权结构, 强化权益激励。这可以通过以下途径实现: 一是政府及其受托人要适当减持国有股; 二是通过集中持股培育积极的非国有股股东, 如引进私人战略投资者或机构投资者, 改变“一股独大”的国有股权结构; 三是努力敦促形成几个大股东并存的结构, 形成股权制衡的局面。

第二, 完善董事会制度, 强化监督职能。首先要确立董事会的权威地位; 其次要完善独立董事制度, 包括规范独立董事的选聘机制、明确独立董事任职资格等等; 还要改进董事会的激励结构, 如增加董事持股以强化权益激励。

### 参考文献:

- 冯根福, 2004: 《双重委托代理理论: 上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路》, 《经济研究》第 12 期。
- 邵军、刘志远, 2007: 《“系族企业”内部资本市场有效率吗? ——基于鸿仪系的案例分析》, 《管理世界》第 6 期。
- 邵军、刘志远, 2008: 《企业集团内部资本市场对其成员企业融资约束的影响——来自中国企业集团的经验证据》, 《中国会计评论》第 3 期。
- 邵军, 2007: 《企业集团内部资本市场的功能与经济后果研究》, 上海立信出版社。
- 宋剑峰, 2000: 《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》, 《经济研究》第 8 期。

- 6 许艳芳、张伟华、文旷宇, 2009:《系族企业内部资本市场功能异化及其经济后果》,《管理世界》增刊。
- 7 杨棉之, 2006:《内部资本市场、公司绩效与控制权私有收益》,《会计研究》第 12 期。
- 8 郑迎迎, 2007:《内部资本市场及其对企业价值的影响:理论综述》,《经济评论》第 2 期。
9. Alchian, A. 1969. "Corporate Management and Property Rights" In *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, ed Henry Manne, 337 - 360. Washington, D. C. : American Enterprise Institute.
10. Almeida, H. , and D. Wolfenzon 2006a "Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets" *Journal of Financial Economics*, 79(1): 99 - 144
11. Almeida H. , and D. Wolfenzon 2006b "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups" *Journal of Finance*, 61(6): 2637 - 2680
12. Claessens, S. , S Djankov, J. Fan, and L. Lang 2000. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings" *Journal of Finance*, 57(6): 81 - 112
13. Gertner, R. , D. Scharfstein, and J. Stein 1994. "Internal Versus External Capital Markets" *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4): 1211 - 1230
14. Kolasinski, A. 2009. "Subsidiary Debt, Capital Structure and Internal Capital Markets" *Journal of Financial Economics*, 94(2): 327 - 343
15. Lamont, O. , and C. Polk 2002. "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks" *Journal of Financial Economics*, 63(1): 51 - 77.
16. Lins, V. 2003. "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2): 159 - 184
17. Myers, S. , and N. Majluf 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have" *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187 - 221.
18. Rajan, R. , and L. Zingales 1998. "Which Capitalism? Lesson from the East Asian Crisis" *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1): 40 - 48
19. Rajan, R. , H. Servaes, and L. Zingales 2000. "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment" *Journal of Finance*, 55(1): 35 - 80
20. Scharfstein, D. , and J. Stein 2000. "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent - seeking and Inefficient Investment" *Journal of Finance*, 55(6): 2537 - 2564
21. Shleifer, A. , and R. Vishny 1997. "A Survey of Corporate Governance" *Journal of Finance*, 52(2): 737 - 783
22. Stein, J. 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources" *Journal of Finance*, 52(1): 111 - 134
23. Williamson, O. 1975. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* New York: Collier Macmillan Publishers, Inc. .

## The Efficiency of Internal Capital Markets in Chinese State - owned Enterprise Groups : An Analysis Based on Double Principal - agent Relationships

Xie Jun, and Wang Wayi

(South China Normal University)

**Abstract:** This paper analyses the efficiency of internal capital markets (ICM) in Chinese state - owned enterprise groups based on double principal - agent relationships. It considers the agency relationship between shareholders and managers not the agency relationship between controlling shareholders and minority shareholders as the leading principal - agency relations in ICM. Choosing the balance panel data of 140 listed companies affiliated to state - owned business group and 100 state - owned listed non - group companies as a sample, this paper makes empirical tests to do researches on the efficiency of ICM. The results support this paper's theoretical assumptions, which suggest that headquarters can effectively allocate financial resources, but managers in affiliated companies couldn't make the decision about optimal capital allocation, and state - owned controlling shareholders haven't use ICM as a tunnel to rob the wealth of minority shareholders.

**Key Words:** State - owned Enterprise Group; Internal Capital Markets; Double Principal - agent Relationship

**JEL Classification:** G32, G34

(责任编辑:孙永平)