

# 中央企业内部资本市场运作研究

季 皓(博士)

(北京联合大学商务学院 北京 100025)

**【摘要】** 中央企业不仅在我国经济体制中占举足轻重的地位,而且由于规模、资源优势,大部分企业集团存在着天然的内  
部资本市场运作环境。本文对中央企业及其内部资本市场的效率水平及其影响因素进行了研究,以期对中央企业内部资本  
市场运作提供一些借鉴。

**【关键词】** 中央企业 内部资本市场 资本市场效率 企业价值 经营绩效

中央企业可以定义为:产权属于国家、管理权直接归属中央政府的国有企业,即由国务院国有资产监督管理委员会(简称“国资委”)代表国家行使出资人职责的特大型与大型国有企业。以中央企业为研究对象的必要性在于:首先,中央企业在国民经济中占有非常重要的地位,对我国经济健康、快速、稳定发展有着举足轻重的作用,有必要对中央企业的资金、投资的科学管理进行研究;其次,中央企业发展方向(比如重组、集体上市等)使内部资本市场发展成为必然趋势;最后,中央企业不同于一般国有企业,其规模更大,资本雄厚,财务制度更透明,制度更完善,有更好的实证研究基础。另外,国家对于中央企业内部资本市场的支持和重视,也为对中央企业内部资本市场的研究提供了条件和意义。

鉴于此,本文以中央企业内部资本市场为研究对象,对中央企业内部资本市场的有效性及其效率提升因素进行研究。

## 一、国内外研究方法综述

从研究结论上来说,20世纪六七十年代的内部资本市场研究基本肯定了内部资本市场的价值。但是20世纪80年代以后的许多实证研究得出了“多元化折价”的结论,研究者大都把原因归结为内部资本市场的低效率,认为内部资本市场的过度投资和交叉补贴导致了内部资本市场对业绩差的部门的过度投资和对业绩好的部门的投资不足。

从研究方法上来说,内部资本市场的研究方法包括两大类:一类是推导、证明纯理论模型,比如GSS模型;另一类是实证分析,即通过大量样本数据来检测内部资本市场的投资效率。

进一步,对于实证研究,虽然配置的内部资源是公司内部决策资料,不需要对外公布,但是我们仍然可以通过可以获取的公开信息来研究内部资本市场。内部资本市场的实证研究方法可分为两类(许奇挺,2005):一类是间接研究法。间接研究法不直接利用企业各部门数据,而是事先假定企业价值与内部资本市场之间存在某种联系,在引入对企业价值产生影响的控制变量之后,对比不同企业价值变化来推断内部资本市场效率。另一类是直接研究法。直接研究法直接利用企业各

部门相关数据,对比部门投资效率与可比性单个企业投资效率。

直接研究法比较直观和准确,通过对大型企业内各事业部的资源配给和使用研究,可以直观地看到内部资本市场的运作方式和经济后果。西方国家的直接研究数据来源主要分为两类:第一类是上市公司的公开财务信息,比如说年度财务报告中的分部信息;第二类是除第一类来源以外的其他来源的信息,比如人口普查局的经济普查信息等数据。

但直接研究法的数据往往较难取得,所以研究者在信息不足的情况下,往往采取间接研究法,比如应用较普遍的方法是用企业的托宾Q值作为多元化公司部门资本投资的参照物,但仅就多元化折价来说,其本身并非代理理论或投资无效性的证据。因为一些多元化折价可以被样本的选择所解释——选择多元化的公司,或者保持多元化的公司或者被兼并的公司可能从质量、行业地位、盈利能力等方面都与非多元化公司存在本质区别。

总体而言,虽然西方国家有较成熟的内部资本市场的研究理论和实践,但没有形成统一的结论。更重要的是,由于市场环境、政治环境和企业自身条件的不同,西方国家的理论并不一定能够适合我国的实际,缺乏现实指导意义。从20世纪90年代末起,我国学者逐步开始关注内部资本市场的研究,并得到了一些有价值的成果。可是现有研究仍有不足,主要表现在:第一,研究对象的产权属性方面。在研究对象上较少区分国有产权和非国有产权。少数研究对民营企业集团和国有企业集团的市场效率进行了分析,但不够深入,而对中央企业内部资本市场的研究几乎没有。第二,研究内容方面。从研究的量来看,不论中外学者,研究的重点都放在内部资本市场的经济后果上,集中于内部资本市场是否有效、是否具有价值,而对这种结果产生的原因以及提高内部资本市场效率的方法较少进行论证。第三,政治经济背景及特点方面。在我国目前经济转型时期,国有产权的特殊性将导致中央企业内部资本市场行为受到政府的影响,其承担着经济、政治等多重职能。并且,由于国有产权主体不明确、控制权与剩余索取权不一

致,中央企业可能面临更为严重的代理问题,这对内部资本市场的运作会产生一定的影响。所以,研究更应该结合中央企业特有的政治经济背景进行。

## 二、内部资本市场的效率和价值影响因素研究设计

本文的实证研究主要有两个目的:第一,分析中央企业内部资本市场是否有效率;第二,分析提升中央企业内部资本市场价值的方法或者影响因素有哪些。

由于我国关于分部报告的会计准则是从2007年1月1日才开始执行,之前的分部数据不能取得,数据缺乏可比性;同时,我国官方的企业经济普查数据还不能公开获得。所以,本文采用了间接研究法来研究中央企业内部资本市场的资源配置效率。间接研究法是利用企业价值与内部资本市场之间存在的某种联系,在引入对企业价值产生影响的控制变量之后,对比不同企业价值变化来推断内部资本市场效率。

1. 内部资本市场效率的实证研究设计。Jeffrey Wurgler (2002)构建了以下模型来测算资本配置效率:

$$\ln I_{it} = \alpha + \beta_t \ln P_{it} + \varepsilon$$

其中:下标  $t$  和  $i$  分别表示年份和行业编号; $I_{it}$  表示固定资产投资增长率, $IG_{it} = I_{it}/I_{t-1,i}$ ;  $P_{it}$  表示利润增长率, $P_{it} = P_{it}/P_{t-1,i}$ ;  $\varepsilon$  是随机扰动项。

以上公式假设:一个有效的内部资本市场将继续投资利润持续增长的行业,而减少对于利润持续下降的行业的投资。所以  $\beta_t$  是弹性指标,如果大于零,表明当行业利润率提高时,投资也相应增加;而如果小于零,则说明这是一个低效资源配置市场,当利润增加时,反而减少了对于该行业的投资。同时,  $\beta_t$  越大,说明该企业对于快速增长的行业的投资越大。

根据投资决策的一般规律,管理者一般会根据当年的盈利情况来制定下一年的投资计划,所以我们用投资增长率对上年的利润增长率进行回归。这里所说的“利润”是营业利润而非净利润,原因是经营利润更稳定、更持久,代表了企业经营业务带来的稳定利润增长,是由企业投资、生产等经营活动产生的,而影响净利润的还有各种不确定、不可控因素。

所以,本文的研究模型为:

$$IG_{t,t-1} = \beta_0 + \beta_1 PG_{t-1,t-2} + \varepsilon$$

其中:下标  $t$  表示年份; $IG_{t,t-1}$  表示固定资产投资增长率, $IG_{t,t-1} = I_t/I_{t-1}$ ;  $PG_{t-1,t-2}$  表示营业利润增长率, $PG_{t-1,t-2} = P_{t-1}/P_{t-2}$ ;  $\varepsilon$  为随机扰动项。

2. 内部资本市场价值影响因素的研究设计。我们认为,中央企业内部资本市场效率高低的根本决定因素是信息不对称条件下的多层代理问题。为了解决国资委与中央企业高层、中央企业高层与下属子公司(事业部)、大股东与中小股东的代理问题,提高中央企业内部资本市场效率,我们可以通过改良资本结构、改善治理结构、优化企业经理人报酬等途径来实现。我们通过构建以下多元回归分析模型对中央企业上市公司内部资本市场的有效性进行分析以验证上述观点。

检验方程如下:

$$V = \beta_1 + \beta_2 X + e$$

其中: $V$  代表企业价值指数,是一系列可控变量  $X$  的线

形方程; $e$  为纠错项。可控变量  $X$  即我们分析的一系列的内部资本市场价值的影响因素,比如管理层薪酬、外部独立董事比例、第一大股东持股比例等。

就企业价值而言,一般对内部资本市场实证研究都以超额价值(即多元化企业和同一行业专业化企业价值的差额)来代替,并消除规模影响后的加权平均。较经典的是 Berge 和 Ofek (1995) 提出的超额价值公式:

$$EV = \frac{MV}{S} - \sum_{j=1}^n \left( \frac{MV}{S} \right)_j \frac{S_j}{S}$$

但是,这类方法假设单行业企业与多元化企业具有相同特征,即多元化的决策选择是随机的,这是与实际不符的,所以我们在这里用托宾  $Q$  值来代替企业价值。这是因为:①根据许奇挺(2005)的实证研究,内部资本市场效率与企业价值是正相关的,所以企业价值的提高也反映了企业内部资本市场效率的提高;②笔者认为企业价值的提高,归根到底是由于资源的高效配置和使用,因此企业价值提高代表了内部资本市场效率的提高;③提高中央企业内部资本市场效率的根本目的是提升中央企业的价值,所以将内部资本市场效率的影响因素用中央企业价值指标来衡量也反映了根本目标。

## 三、数据选择及变量说明

1. 数据选择。我们这里所研究的内部资本市场的中央企业主要包括:①中央“系”属公司,即中央企业作为最终控制人控制多家上市公司,这里的上市公司不仅包括 A 股上市公司,还包括香港和其他国家上市公司。②按照国资委主业的划定范围,涉及多行业的企业。我们认为在这些中央企业中,要么集团在下属子公司、部门之间进行资源划拨、调用,要么集团在下属不同行业、部门之间进行资源的划拨、调用,即都存在内部资本市场。虽然按最终控制者归类,所有中央企业可以并成一类,即由国资委代表国家控股,但是中央企业都自主经营、独立核算,不需要上缴利润,国资委只是以董事会的方式参与、监督公司治理,不涉及资源调动。所以我们认为中央企业相互之间不存在内部资本市场。

本文以 2004~2008 年度作为样本公司内部资本市场效率的考察年度,原因是本文主要研究国资委代表的中央政府和中央企业、中央企业和下属子公司(事业部)之间的内部资本市场的双层代理问题,而国资委是在 2003 年成立,在 2003 年一年中,除了初始的建立工作,国资委还进行了一系列大幅度的中央企业改革,为了避免数据口径及背景环境的不一致,我们剔除了 2003 年及以前的数据。

在初始数据(以控制两家或以上公司或涉及多个行业为标准)的基础上,本文剔除了所有者权益为负值、数据缺失的上市公司和金融类上市公司。最终符合条件的 A、B 股上市公司共有 130 家。由于沪市 B 股以美元计价、深市 B 股以港币计价,我们采用的汇率是中国银行 2004~2008 年 12 月 31 日的汇率中间价。

2. 变量说明。为了考察影响中央企业内部资本市场效率的因素,以提高内部资本市场和中央企业的价值,我们结合前文对于内部资本市场及其代理问题的理论分析,把效率指标

及影响因素指标分成如下几类:

第一类,反映管理层激励程度的指标。选择的具体指标包括:①管理层股权激励。本文中,总经理股权激励(Mshare)为哑元变量,如果当年有股权激励方案(包括实施过程中的股权激励方案),取值为1;如果当年没有股权激励方案,则取值为0。②管理层薪酬。该指标用高管前三名薪酬总额来代替,由于因变量值的范围很大,在实证研究时取自然对数。

第二类,反映内部治理环境的指标。由于中央企业治理核心在于董事会,所以本文研究主要选择了反映董事会结构的两个指标作为研究对象,即外部独立董事比例、董事长和总经理是否为同一人。企业内部治理机制越完善,内部资本市场越有效,企业价值越高。董事长和总经理是否为同一人是哑元变量,不是同一人时取值为1,否则取值为0。

第三类,反映外部治理环境的指标。由于经理人市场、控制权市场在目前中央企业样本中存在数据,样本、企业实际情况方面的局限,不能够考察,我们这里只简单分析债权人的外部治理作用。选择的具体指标包括资产负债率(=负债总额/资产总额×100%)。随着中央企业资产负债率的提高,作为债权人的银行等机构出于自身资金安全的考虑,会加强监督和外部治理,通过考察这一指标能侧面了解我国对于中央企业内部资本市场的外部治理情况。

第四类,反映中央企业资本结构的指标。包括:①实际控制股东的控制权与现金流权的分离度。这一指标反映了大股东与中小股东之间的代理问题,控股股东对中小股东利益掠夺的动机源于控制权与所有权的矛盾,所以两权分离越多,其利益掠夺动机越强。②第一大股东持股比例。

第五类,反映中央企业集团自身特点的指标。这类指标反映了中央企业内部资本市场的特点。衡量的指标包括公司资产、所有者权益、市值等。

第六类,反映内部资本市场规模的指标。我们这里选取上市公司资产规模作为内部资本市场规模的替代指标,因为资产的总规模在某种程度上反映了资源的充裕程度及资源的可调配空间。由于因变量值的范围很大,在实证研究时,取其自然对数。

#### 四、实证分析

1. 中央企业集团行业分布。如果不考虑数据缺失的情况,所有在A股市场上市的、拥有内部资本市场的中央企业上市公司共有152家。我们将其与地方所属的其他国有上市公司以及民营上市公司进行对比分析,其行业分布对比如表1所示。

从表1可以看出中央企业具有以下几个特点和发展趋势:首先,中央企业资本在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域比较集中,比如采掘业。其次,中央企业资本在特定产业链中,市场机制难以发挥作用或需要重要控制的基础产业、基础服务、基础设施、基础原料、关键技术、关键工序等行业比较集中,这类行业包括电力、煤气及水的生产和供应业等。再次,中央企业资本向具有竞争优势的行业集中,

对产业进入门槛高的基础性和支柱产业等领域的投入力度较大,这类行业包括石油、化学、塑胶,电子,金属、非金属,机械、设备、仪表等。最后,中央企业资本向未来可能形成主导产业的领域发展,对市场发展前景广阔的领域也有较大投入,重点发展高新技术产业。这突出表现在中央企业信息技术业上市公司比例和民营经济该类企业一样高的比例,这类企业竞争激烈、要求投入大、更新快,中央经济在这一行业的高比例说明了国家在国有经济中发展具有先导和带头作用的高新技术产业群的意图。

表1 各类上市公司行业分布对比

行业分类	中央企业上市公司		其他国有上市公司		民营上市公司	
	样本个数	百分比	样本个数	百分比	样本个数	百分比
A农、林、牧、渔业	3	1.97%	16	2.58%	8	3.83%
B采掘业	5	3.29%	14	2.26%	0	0.00%
C0食品、饮料	1	0.66%	31	5.01%	10	4.78%
C1纺织、服装、皮毛	4	2.63%	19	3.07%	10	4.78%
C2木材、家具	0	0.00%	0	0.00%	2	0.96%
C3造纸、印刷	0	0.00%	16	2.58%	1	0.48%
C4石油、化学、塑胶	12	7.89%	76	12.28%	18	8.61%
C5电子	7	4.61%	18	2.91%	5	2.39%
C6金属、非金属	10	6.58%	80	12.92%	12	5.74%
C7机械、设备、仪表	45	29.61%	70	11.31%	35	16.75%
C8医药、生物制品	5	3.29%	44	7.11%	20	9.57%
C9其他制造业	4	2.63%	0	0.00%	4	1.91%
C制造业合计	88	57.89%	354	57.19%	117	55.98%
D电力、煤气及水的生产和供应业	10	6.58%	38	6.14%	4	1.91%
E建筑业	6	3.95%	11	1.78%	5	2.39%
F交通运输、仓储业	9	5.92%	32	5.17%	2	0.96%
G信息技术业	16	10.53%	20	3.23%	22	10.53%
H批发和零售贸易业	7	4.61%	45	7.27%	16	7.66%
I房地产业	1	0.66%	23	3.72%	9	4.31%
J社会服务业	5	3.29%	24	3.88%	4	1.91%
K传播与文化产业	1	0.66%	2	0.32%	1	0.48%
L综合类	1	0.66%	40	6.46%	21	10.05%
合计	152	100.00%	619	100.00%	209	100.00%

2. 企业价值与经营绩效的对比分析。为了更直观地反映中央企业与其他企业在企业价值、经营特点方面的区别,我们以2007年中央企业A股上市公司为考察对象,对比同期其他A股上市国有公司、民营公司水平,具体结果如表2所示。

表2数据表明:第一,中央企业上市公司的资产、负债、所有者权益都远远超过其他上市公司,说明中央企业在总体规模上远远超越其他公司,表明了中央企业具有资源上的优势。其他国有上市公司次之,民营上市公司最少,这说明了我国特别给予国有企业尤其是中央企业金融支持。第二,从资产负债率和净资产收益率来说,总体差别不大,中央企业略领先,说明这几年来中央企业的改组、激励等是卓有成效的,当然也可

能是由于中央企业在资源、政策等方面的优势所致。第三,中央企业上市公司的净利润平均值远远高于其他上市公司,说明了中央企业在我国国民经济、税收方面的重要作用。

**表2 各类上市公司经营绩效描述性统计分析结果**

财务指标	中央企业上市公司		民营上市公司		其他国有上市公司	
	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数
资产负债率	51.18%	52.17%	49.45%	49.92%	49.89%	51.43%
净资产收益率	10.10%	9.74%	7.56%	7.94%	7.36%	8.17%
资产总计(亿元)	149.07	26.98	27.34	17.42	55.90	27.64
负债总计(亿元)	83.99	15.43	14.83	8.18	29.23	13.09
所有者权益总计(亿元)	65.08	13.34	12.43	8.47	26.61	12.97
营业收入(亿元)	159.71	20.61	17.49	10.01	42.01	15.81
营业利润(亿元)	12.56	1.06	1.77	0.94	3.74	1.17
净利润(亿元)	9.93	0.99	1.42	0.76	3.01	1.00

3. 内部资本市场效率的对比研究。对中央企业上市公司、其他国有上市公司、民营上市公司三类上市公司分别进行回归分析,得到的回归结果见表3:

**表3 各类上市公司内部资本市场有效性分析结果**

	中央企业上市公司	其他国有上市公司	民营上市公司
Constant	1.216 008 199	1.391 982 436	1.391 381 139
PG	0.001 961 645	0.001 121 175	0.001 118 524

从表3结果可以发现,三类企业的投资增长与前一年经营利润的增长都呈正相关关系,并且中央企业也有略微的优势。但是总体来说,三类企业的系数都比较小,而且没有通过显著性检验。这说明在我国,企业并没有根据利润增减来有效配置下一年的投资计划,同时说明中央企业有提高内部资本市场运作效率的必要性。

4. 内部资本市场价值影响因素的多元回归分析。

(1)具体模型设计如下:

$$V = \beta_0 + \beta_1 \text{Sep} + \beta_2 \text{LSshare} + \beta_3 \text{IDR} + \beta_4 \text{CM} + \beta_5 \text{LnMincome} + \beta_6 \text{Mshare} + \beta_7 \text{ALR} + \beta_8 \text{LnSIZE} + e$$

其中:被解释变量V为内部资本市场的价值,由托宾Q值替代。

解释变量分别为:①控制权和现金流权分离度(Sep),用来代表大股东与中小股东的代理问题的严重性;②第一大股东持股比例(LShare);③外部独立董事比例(IDR);④总经理和董事长是否为同一人(CM);⑤总经理薪酬(Mincome,这里以高管前三名薪酬代替,取自然对数);⑥总经理股权激励(Mshare);⑦资产负债率(ALR);⑧公司规模(SIZE,本文以资产总额反映上市公司规模,取自然对数)。

(2)检验过程及结果。首先对控制权和现金流权分离度、第一大股东持股比例、外部独立董事比例、总经理和董事长是否为同一人、总经理薪酬、总经理股权激励、资产负债率、公司规模这8个变量进行相关系数分析。一般情况下,当检验结果超过中度相关(0.5~0.8),我们将自变量剔除。相关性检测结果表明,大部分变量之间的相关性几乎不存在,其他个别变量

之间仅轻度相关。因而我们没有进行变量剔除。

然后,我们将企业的市值账面比率、控制权和现金流权分离度、第一大股东持股比例、外部独立董事比例、总经理和董事长是否为同一人、总经理薪酬、总经理股权激励、资产负债率,公司规模代入SPSS15.0软件进行多元回归分析,具体结果见表4:

**表4 中央企业上市公司内部资本市场效率影响因素的回归分析结果**

	Coefficients	T	Sig.
Constant	4.047 8	3.223 9	0.001 3
Sep	-0.004 7	-0.707 1	0.479 8
LSshare	0.000 4	0.105 2	0.916 3
IDR	0.469	0.318 6	0.750 2
CM	0.281 7	1.175 7	0.240 2
Mincome	0.323 1 ***	3.730 2	0.000 2
Mshare	1.373 7 ***	3.190 7	0.001 5
ALR	-0.115 8	-0.381 4	0.703 1
LnSIZE	-0.309 1 ***	-5.954 3	0

注:\*\*\*表示在1%的水平上显著。

从表4结果可以看出:控制权和现金流权分离度与企业价值的关系接近于0且不显著,说明中央企业大股东侵占中小股东利益的现象并不严重;第一大股东持股比例与企业价值的关系虽然微弱正相关,但也接近于0且不显著,说明第一大股东并没有尽到其应尽的管理义务。

从中央企业内部治理机制来看,董事长和总经理是否为同一人、外部独立董事比例与企业价值都正相关,但相关性不显著,说明独立董事等治理机制还没有发挥其应有的作用;从公司外部治理机制来看,由于数据、样本的局限性,我们只简单分析债权人的外部治理作用。实证结果表明,企业的资产负债率与企业价值呈不显著的负相关关系,说明中央企业可能需要加强外部治理环境的建设。

从中央企业上市公司的自身特点来考虑,中央企业上市公司规模与企业价值存在显著的负相关性,这可能是因为企业规模越大,内部资本市场运作空间就越大,内部资本“寻租”的空间越大,为经理层的“游说”和“私人利益”提供了空间,降低了内部资本市场的效率。而这一问题的根本解决,还是要靠内部资本市场资源分配、使用等制度体系的科学化和规范化。

#### 主要参考文献

1. 杨棉之. 多元化公司内部资本市场配置效率. 会计研究, 2007;11
2. 陈晓, 王现. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据. 经济研究, 2005;4
3. 吕洪雁. 国有及国有控股企业集团内部资本市场运行机理探析. 经济问题, 2007;9
4. 万良勇. 中国企业内部资本市场的功能、陷阱及其法律规制. 经济与管理, 2006;11
5. 郑迎迎. 内部资本市场及其对企业价值的影响: 理论综述. 经济评论, 2007;2