中国上市公司内部资本市场有效吗？*

——来自H股多分部上市公司的证据

王峰娟　粟立钟

（北京工商大学商学院　100048　中央财经大学会计学院　100081/新疆财经大学会计学院　830012）

【摘要】从理论上说，外部资本市场无效或低效的情况下，企业集团可以通过构建内部资本市场有效配置资源。本文采用基于资产回报的现金流敏感性法，对H股多分部上市公司内部资本市场效率进行了直接测度。针对2000～2011年532个样本的面板数据的研究显示，上市公司内部资本市场总体有效，大部分上市公司能够通过内部资本市场持续有效地配置资源，部分上市公司具有出色的“挑选胜者”的能力。本文的研究结论符合理论预期，不仅为我国发展企业集团的经济政策提供了经验证据，而且为进一步的研究奠定了理论和方法基础。

【关键词】内部资本市场　资源配置效率　基于资产回报的现金流敏感系数

一、问题的提出

由于外部资本市场存在严重摩擦、企业集团的迅猛发展和内部资本市场实践的广泛存在，近年来新兴市场国家对内部资本市场理论的关注逐渐超过了这一理论的起源地——美国等发达国家。从理论上说，外部资本市场无效或低效的情况下，企业集团可以通过构建内部资本市场有效配置资源。① 企业通过多元化或集团化经营可以构建内部资本市场。我国企业集团普遍存在，多元化程度也比较高，内部资本市场实践广泛存在，政府也始终把大力发展企业集团作为一项重要的经济政策。但是，现有关于内部资本市场效率的案例或实证研究文献（卢建新，2008；许奇挺，2008；邵军和刘志远，2007；等）都以“系族企业”② 为研究对象，得出内部资本市场无效的结论。究其原因，主要源于“系族企业”的大股东将上市公司作为筹资平台，利用内部资本市场进行“掏空”所致。许艳芳等（2009）基于明天科技的案例研究发现，系族企业内部资本市场的功能被异化，导致了上市公司业绩下滑、中小股东利益受损。与此类似的研究还有邵军（2007）、李宁波和邵军（2007）、万良勇（2006）等，他们分别基于国光瓷业③、华立系和三九系进行了研究，结论显示，内部资本市场为大股东进行关联交易、侵占中小股东利益提供了平台。王峰娟和邹存良（2009）认为，他们的研究有两个问题。一是他们所研究的“企业集团”仅包括上市子公司，忽视了未上市业务，如果完整地考察企业集团内所有子公司的资本流动，可能就会得出不同的结论。二是他们的研究对象是一组特殊的群体，如德隆系、鸿仪系、格林科尔系、三九系等，都曾因掏空、侵占、虚假信息披露等被监管部门公开查处。研究对象的特殊性致使研究结论缺少普适性。

综上所述，内部资本市场理论、实践和经验证据出现了背离，也使得内部资本市场是否有效成为一个广受争议

* 本文是国家社科基金项目（11BGL022、12BGL031）、教育部新世纪优秀人才支持计划项目（NCET－11－0890）、教育部人文社科项目（11YJA630186）、北京教委人文社科面上项目（SM201010011008）和“会计与投资者保护”科研平台的阶段性研究成果。感谢审稿人的宝贵意见，当然文责自负。感谢研究生孙璨、张磊磊、龙蕾蕾、侯彦希、朱春雨在数据整理方面的辛勤工作。

① 外部资本市场由于在获取企业内部信息时存在障碍或成本过高，企业“正净现值”的项目得不到足够融资，使得内部资本市场取代外部资本市场成为可能（Richardson，1960；Alchian，1969；Williamson，1975）。

② 一般把属于同一最终控制者控制的多家上市公司称为“系”。关于企业系的提法最早出现在《德隆系　“类家族企业”中国模式》（载《新财富》，2001年第2期）一文中。

③ 国光瓷业属于“鸿仪系”，原第一大股东为上海鸿仪投资发展有限公司，实际控制人为鄢彩宏，2004年年底被羁押。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

的问题。这是否意味着发展企业集团的经济政策是错误的？是否意味着企业集团化发展的市场行为是非理性的？本文在文献回顾的基础上，分析内部资本市场有效与无效的理论依据，并以H股上市公司为样本，采用直接研究的方法，对我国上市公司内部资本市场效率进行了总体评价。结果显示，我国上司公司内部资本市场总体有效，大部分上市公司能够通过内部资本市场有效配置资源，部分上市公司具有出色的“挑选胜者”的能力。本文的创新在于：（1）它是我国第一篇大样本直接研究内部资本市场效率的文献，研究结论更具可靠性；（2）本文的研究对象是普通上市公司，而不是“系族企业”这样的特殊群体，研究结论更具代表性。本文一方面为我国内部资本市场是否有效提供了直接证据，另一方面也为我国发展企业集团的经济政策与实践提供了理论依据，同时还有助于内部资本市场效率影响因素、内部资本市场效率与外部融资相关性、内部资本市场边界确定等相关研究的开展。

本文其他部分安排如下：第二部分是文献回顾和理论分析；第三部分是关于内部资本市场效率评价模型选择与评价方式的讨论；第四部分则对样本公司内部资本市场效率采用多种方式进行评价，为理论分析提供直接的经验证据；第五部分是简要的结论，以及研究的局限性和未来研究方向。

二、文献回顾、制度背景与理论分析

（一）内部资本市场有效的理论依据

内部资本市场的有效性来自于总部的剩余控制权和信息优势，能减少信息不对称、增加激励和有效监督，获得“多币效应（more－money effect）”和“优币效应（smarter－money effect）”。

1. 信息优势。内部资本市场的产生源于外部资本市场的不完美：信息不对称。外部资本市场的信息不对称表现在投资者获取企业内部信息时存在障碍或成本过高。Myers and Majluf（1984）等对内部资本市场进行了早期研究，认为企业的多行业兼并是为了克服其与外部资本市场的摩擦，建立其内部资本市场。内部资本市场在信息的真实性、及时性、准确性等方面均占有优势（Williamson，1975）。由于企业总部拥有剩余控制权并对各分部的投资前景有充分的信息，总部有能力将有限的资本配置到高效率的项目中。以上研究成果皆从信息优势方面论述了内部资本市场的有效性。

2. 监督与激励的有效性。Gertner、Scharfstein and Stein（1994）认为，企业总部（出资者）是资金使用部门资产的直接所有者，并拥有剩余控制权，通过薪酬计划、财务政策、审计等手段，能更有效地监督和激励部门管理者。Stein（1997）认为，与银行融资相比，利用内部资本市场融资时，由于公司总部拥有剩余控制权，总部比银行有更大的激励和更大权力将有限的资本分配到最具效率的项目上。一般来说，当公司总部按照外部股东的利益行事时，“优币效应”会增加。但是，正如Stein（1997）所指出的，即使公司总部是自私的，“优币效应”也会起作用。因为，具有建造帝国偏好（empire－building preferences）的公司总部实际上有一种内在激励去做好跨部门的资源分配。

3. “多币”效应（Stein，1997）。在信息不对称的情况下，由于外部投资者和公司管理层对公司现有资产价值及投资项目预期收益方面的评价存在差异，有可能会导致优质公司融资证券的价值被低估，导致企业成本过高或无法筹措到足够的资金（Myers and Majluf，1984），造成“投资不足”。把多个独立企业（stand－alone firm）纳入同一母公司的控制下则能够产生“多币效应”（Stein，1997）。这种“多币效应”一方面来自企业集团内部资金的集中管理、不同业务之间的现金流互补，另一方面则来自由于多个不完全相关分部（divisions）的共同保险作用所增加的借债能力（Lewellen，1971）。内部资本市场的“多币效应”可以解决或缓解“投资不足”问题。

（二）内部资本市场无效的理论依据

由于代理问题、影响成本（influence costs）和滥用自由现金流等的存在导致内部资本市场的低效甚至无效。

1. 代理成本和寻租现象。Scharfstein and Stein（2000）研究了165家多元化大企业在1979年的资本支出数据，发现大企业对于相对好的投资项目投资不足，而对于差的投资项目却投资过度。Scharfstein and Stein（2000）进一步研究发现，导致上述现象的原因是部门经理人的寻租行为。弱分部的经理会花更大努力从事非生产性寻租，影响总部的决策行为，扭曲内部资本市场资本配置。Rajan et al.（2000）、Wulf（2002）的研究也得到了类似结论。

2. 过度投资。经理人有“滥用自由现金流”倾向（Jensen，1986、1993）。自由现金流理论认为，企业家由于受到一些因素的诱惑，倾向于将钱投资于一些不会增加股东财富的项目上，而不是用作股息支付。例如：将钱用于自身的在职消费（购买商务客机），或为了自身名誉（进行社会捐助等）等投资于净现值为负的项目。企业集团通过内部资本市场，一方面可以集中分散在各分部的资金，另一方面也会增强外部融资能力，从而有比较充裕的现金流，容易导致经理人过度投资。

（三）我国金融体系与资本市场效率及其经验证据

金融体系在资源配置中发挥着基础性的作用。高效的金融体系能够将优质资产配置到最需要资金的行业或企业，对经济发展起到引导作用（Levine and Zervos，1998）。张思成和李雪军（2012）运用金融发展指数测度法，分别从金融政策与机构环境、商业环境、银行金融服务和金融市场（主要考察债券市场和股票市场）四个方面，对我国金融发展水平进行了综合评价，结果显示，我国当前金融发展处于中等水平，且面临着结构性失衡问题。

我国的金融体系与发达成熟的经济体存在巨大差异，我国的资本市场（包括股票市场和债券市场）尚处于初步发展阶段，银行在金融体系中仍占据主导地位，并在金融资产的配置中扮演着核心角色（祝继高、饶品贵和鲍明明，2012）。然而，我国银行体系效率较低。陆军荣（2005）

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

认为我国银行资源配置严重失效，原因是我国银行的资源配置方式是建立在行政性关系之上的，信贷资金主要投向了对经济贡献率不高的国有经济部分。祝继高、饶品贵和鲍明明（2012）对我国2004～2009年193个城市商业银行样本的研究发现，城市商业银行的贷款表现出很高的贷款集中度，主要流向了地方政府或者地方政府控制的融资平台、土地中心、国资公司和国有企业。

我国资本市场起步时间较短，效率较低。首先，我国股票市场始于1990年上海证券交易所和深圳证券交易所成立，尽管20年来发展迅速，但依然存在规模较小、法律体系不完善和监管不全面等问题（张思成和李雪军，2012），信息摩擦，虚假信息、内幕信息充斥市场，投资者投机、从众心理严重，市场效率较低。俞乔（1994）、吴世农（1996）、陈小悦等（1997）、韩立岩和蔡红艳（2002）、张兵和李晓明（2003）、曾亚敏等（2004）先后采用不同方法对股票市场的效率进行了研究，均得出了我国股票市场无效或低效的结论。其次，我国债券市场虽然建立时间较早，但发展缓慢。我国债券类型主要有国债、央票、金融债和公司债，其中公司债份额较小，只占到12%左右（张思成和李雪军，2012）。受发行主体资格、企业规模、所有权歧视和债券市场本身的约束，企业通过发行债券融资难度很大。

（四）我国企业集团的发展及其资源配置效率

由于我国金融体系和外部资本市场效率较低，企业有强烈的动机通过多元化或集团化构建内部资本市场，缓解外部融资约束。通过内部市场替代外部市场，企业集团能够降低因制度缺陷所造成的交易成本（Khanna and Yafeh，2007），特别是面对金融市场的不完善时，企业集团能够帮助成员企业获得更高绩效（Carney et al.，2011）。

目前，企业集团已经成为我国企业的主流模式。理论界对民营企业集团在缓解资金约束、弱化外部环境冲击、应对制度缺陷等方面的经济性基本达成共识，但对国有企业集团的经济性颇有争议（Carney et al.，2011），这主要是因为我国国有企业集团的产生和发展带有强烈的政府推动的色彩（唐文雄等，2005；Ma and Lu，2005）。然而，我国经济体制改革中出现的企业集团是迄今市场机制最为重要的一项制度产品，它既体现了在企业外部纵向体制松动和企业内部自主权扩大以后资源再配置的必然冲动，也反映了通过市场机制来满足市场需求的一种企业组合方式（洪小源，1988）。从1979年基于“三不变”原则的专业化协作开始，经历了横向经济联合、“发展一批以公有制为主体，以产权联结为纽带的跨地区、跨行业的大型企业集团”，到1997年4月国务院转批国家计委、国家经贸委、国家体改委《关于深化大型企业集团试点工作意见》，企业集团的组建由政府直接参与为主转向市场机制推动为主，企业集团内部的资本纽带关系逐渐加强，并且因为市场化的并购重组提高了并购资产的质量（陈明月，2007）。国有企业集团化削弱了外部环境的冲击，促进了国企的市场化转型（任佩瑜和玲敏，2004；聂长海和李中阳，2004；周长辉，2005），国有企业集团内部经历了从以政治目标为导向的政治联系到以经济目标为导向的经济联系的转变过程（钱婷和武常岐，2012）。

在我国企业集团化过程中，企业集团治理水平不断提高，金字塔的层级结构阻隔了政府对于国有企业的直接干预（Fan et al.，2010）。武常岐和钱婷（2011）基于大样本的实证研究发现，采用集团化管理的国有企业比其他国有企业的管理费更低，验证了集团化管理在传统代理问题上的积极作用，使得国有企业在制定战略时追求经济合理性，并对外部环境和内部资源的约束更为敏感。我国企业集团内部管理的水平也在不断提高，包括考核和业绩评价在内的各项制度不断完善，以ERP为代表的信息化系统的广泛应用，为集团战略制定、实施和资源配置提供了强大的信息支持。内部结算中心和财务公司不仅积聚了大量财务资源，而且运用价格机制（利率）引导资源配置。集团总部（母公司或集团公司）作为资源配置中心，能够通过各种方式如内部报告、会议、谈话、信息集中管理等获取较为充分的分部信息，通过审计、奖励、提升等各种手段对分部经理进行有效的监督和激励，利用价格和权威两种机制引导资源配置，从而“挑选胜者”。上市公司是我国最优秀的企业代表，不仅受到内部约束，还受到外部投资者、市场以及政府部门的多重监管，具有更强的优化资源配置的动机和能力。因此，我国上市公司内部资本市场是能够有效配置资源的④。

三、内部资本市场效率评价模型选择与评价方式

（一）内部资本市场效率的含义

根据经济理论，当资本配置到任意企业i的投资边际收益与配置到企业j的投资边际收益相等时，外部资本市场效率最高；如果企业i中任意分部A的投资边际收益与分部B的投资边际收益相等，则内部资本市场是有效的。但是，这种方法比较抽象且难以计量。实证研究中判断内部资本市场效率的依据是观察资本流向，如果内部资本从投资机会少的分部流向投资机会多的分部，或从收益低的分部流向收益高的分部，则内部资本市场是有效的。

（二）内部资本市场效率的评价

1. 内部资本市场效率测度模型评价与选择

内部资本市场效率的测度方法可分为间接研究法和直接研究法。早期的实证研究中，大都采用间接研究法，因为研究者们无法获得所需要的企业分部数据（卢建新，2008）。随着分部报告规范的完善，分部信息逐步满足了直接测度内部资本市场效率的需要，直接研究法的使用变得

④ 尽管企业集团可以获得规模优势、协同效应等，但是如果集团总部不能在各分部之间有效配置资源，这种经济组织就不能在市场选择中生存，也不可能获得持续成功。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

普遍起来（王峰娟和谢志华，2010）。国外研究中的直接研究模型主要有以下4种：投资现金流敏感性法（Shin and Stulz，1998）、价值增加法（Rajan and Zingales，2000）、Q敏感性法（Peyer and Shivdasani，2001）和现金流敏感性法（Maksimovic and Phillips，2002；Shcoar，2002）。我国学者的研究中多采用Q敏感性法和现金流敏感性法，如王峰娟和邹存良（2009）、卢建新（2008）、许奇挺（2008）、邵军和刘志远（2007）。王峰娟和谢志华（2010）在对上述四种方法进行深入剖析的基础上，设计了“基于资产回报的现金流敏感性法”。基于资产回报的现金流敏感系数⑤的计算公式为：

$$CFS_A = \sum_{j=1}^{n}\left[\left(\frac{cf_j}{BA_j} - \frac{cf}{BA}\right)\left(\frac{capex_j}{BA_j} - \frac{capex}{BA}\right)\frac{BA_j}{BA}\right]$$

其中BA_j为分部j的账面资产，BA为所有分部账面资产的合计数；cf_j为分部j的现金流量，cf为所有分部现金流的合计数；$capex_j$为分部j的资本支出，capex为所有分部资本支出的合计数。$(cf_j/BA_j - cf/BA)$反映投资机会，$(capex_j/BA_j - capex/BA)$反映资金流向。当$CFS_A > 0$，内部资本市场有效，如果$CFS_A < 0$，则内部资本市场无效。

基于资产回报的现金流敏感性法与Q流敏感性法和现金流敏感性法的构造原理是相同的，都是根据内部资本市场效率的内涵，通过资本支出是否投向高收益的分部，判断内部资本市场是否有效。但不同的是，它们判断投资机会的标准不同。Q流敏感性法使用的标准是托宾Q，现金流敏感性法使用的标准是cf/sale即销售收入现金流回报率，基于资产回报的现金流敏感性法使用的标准是cf/BA即分部资产现金流回报率。在新兴市场国家，股票价格的影响因素非常复杂，托宾Q值的高低可能无法客观反映投资机会的大小。此外，分部托宾Q无法直接计量，估算偏差也会影响判断结果（王峰娟和邹存良，2009）。以销售收入的现金流回报率作为资源配置标准判断资源流向的合理性是不恰当的。销售100元商品赚取50元一定比赚取10元能为股东创造更多的财富吗？“薄利多销”虽然收入回报率降低，但却可以加速资金周转，提高资产回报率。内部资本市场资源配置实质上是总部对分部的投资。因此，外部资本市场和内部资本市场的资源配置都主要是以投资回报高低作为标准的。王峰娟和谢志华（2010）对模型修正的必要性和合理性进行了验证，结果显示“基于资产回报的现金流敏感系数更能够反映资源有效配置的实质，即有效的资源配置一定会带来公司绩效的提高”。因此，本文选用基于资产回报的现金流敏感性法测度内部资本市场效率。

需要指出的是，对于创业企业或投资于新兴行业时，企业更看重的是新业务的成长性。因此，基于资产回报的现金流敏感性法不适合这类企业内部资本市场效率的评价。

2. 内部资本市场效率评价方式

本文对样本公司内部资本市场整体上是否有效采用两种方式进行评价。一是根据样本公司现金流敏感系数的均值和中值，二者均为正，则内部资本市场有效；二者一正一负，则进一步分析再进行判断。二是根据现金流敏感系数的正负进行统计，计算效率值为正的样本占总样本的比重（下称有效组占比），当该比重大于等于50%时，则内部资本市场总体有效。

为了考察样本公司内部资本市场效率的连续性，本文还统计了每一家样本有效配置资源的年次占总年次的比重，该比重大于等于50%，说明样本公司内部资本市场总体有效。

四、H股多分部上市公司内部资本市场效率评价

（一）样本选取与数据来源

企业集团内部包含众多的子公司或多种业务，存在大量的资本流动，但是只有其所属上市公司才披露相关信息，因此，只能观察多分部上市公司内部的资本配置。

根据股票上市地和投资者的不同，我国股票类型主要包括A股、B股、H股、N股和S股等。尽管A股上市公司数量最多，也最具有代表性，但是A股年报中分部信息披露不规范，缺少衡量内部资本市场效率所需要的关键数据“分部资本支出”和“分部现金流量”，因此，本文选择H股上市公司作为研究对象。H股和A股上市公司都是在内地注册和经营，在股权结构、经营环境、公司治理结构等方面具有一致性或相似性，而且部分样本是A+H股，样本具有较强的代表性。

截至2012年7月底，H股上市公司有171家，其中主板143家，创业板28家。主板上市公司中A+H股77家，占全部主板公司的53.85%，主板样本代表性较强。由于创业板企业规模较小和内部资本市场效率测度模型的约束，本文剔除了创业板，仅以主板为研究对象。剔除金融保险类企业、单业务分部企业、未披露2011年年报和分部数据不全的企业，加上之前年度有分部信息披露的企业，本文共选取85家样本企业。截至2012年7月底，H股的基本数据见表1所示。

表1　　H股的基本数据

类别	总数	金融保险类	单业务分部类*	多业务分部类	样本
主板	143	16	31	96	85
创业板	28	0	9	19	0
总计	171	16	40	115	85

注：* 这里的单业务分部类是指除了金融保险类以外的其他单业务分部企业。

为确保研究结论的可靠性和代表性，本文采用面板数据。分部信息通过手工直接从上市公司年报中收集。香港交易所中国证券市场网页（http://www.hkex.com.hk/chi/csm/homepage.asp?LangCode=tc）提供的年度报告起于

⑤ 为表述方便，下文简称现金流敏感系数，并将其数值称为效率值。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2000 年。因此，尽管早在 1993 年就有内地企业到香港上市，本文的研究只能从 2000 年开始，最终取得样本 532 个。

（二）基于全部样本的评价

全部样本和各年分组样本的现金流敏感系数的描述性统计见表 2。

从表 2 可见，全部样本的现金流敏感系数最大值为 0.390379，最小值为 -0.031630，变动幅度为 0.422009，说明样本内部资本市场效率高低差异较大；均值为 0.001530，中值为 0.000120，均值和中值均为正数，因此，样本公司内部资本市场总体是有效的。表 2 中 2008 年和合计项目的偏度和峰值偏高，进一步分析发现，代码为 1919 的样本公司“其他”业务分部资产规模很小，现金流量和资本支出过大，导致效率值畸高，扣除该样本后的描述性统计见表 3。

表 2　　各年样本现金流敏感系数描述性统计表

项目	观测值	均值	中值	最小值	最大值	变动范围	偏度	峰度
2011	77	0.000600	0.000106	-0.011236	0.025182	0.036418	2.998024	19.324799
2010	72	-0.000154	0.000069	-0.007067	0.013142	0.020209	1.700989	9.795060
2009	71	0.000329	0.000072	-0.015109	0.011115	0.026224	-1.140336	13.347908
2008	61	0.007808	0.000050	-0.015187	0.390379	0.405566	7.599085	58.727611
2007	57	0.000759	0.000186	-0.031630	0.038654	0.070285	0.388994	7.119891
2006	48	0.001989	0.000266	-0.025152	0.042157	0.067308	2.179736	9.326560
2005	40	0.000852	0.000051	-0.010762	0.017967	0.028728	2.195370	8.960349
2004	31	0.000403	0.000030	-0.006012	0.013808	0.019820	1.964169	9.923409
2003	28	0.000239	0.000104	-0.016456	0.011243	0.027699	-1.685339	9.487436
2002	23	0.002465	0.000336	-0.002803	0.028954	0.031757	3.569299	14.520338
2001	20	0.000474	0.000248	-0.009739	0.009709	0.019448	-0.230939	6.208291
2000	4	0.004176	0.004047	-0.000175	0.008783	0.008958	0.195942	0.741632
合计	532	0.001530	0.000120	-0.031630	0.390379	0.422009	19.652549	427.661018

数据来源：作者整理

表 3　　2008 年和总样本现金流敏感系数描述性统计表

项目	观测值	均值	中值	最小值	最大值	变动范围	偏度	峰度
2008	60	0.001432	0.000043	0.044346	-0.015187	0.029158	1.875211	6.399127
合计	531	0.000798	0.000117	0.073787	-0.031630	0.042157	2.148066	18.795587

数据来源：作者整理

从表 3 可见，扣除极值后 2008 年各项描述性统计指标回归正常，全部样本偏度、峰度不大，均值和中值均为正数，表明样本公司内部资本市场总体是有效的，这与表 2 的结论是一致的。

从各年描述性统计来看，除 2010 年均值和中值符号不同外，其他各年均值和中值均为正数，说明在这 11 年中，样本公司是能够有效配置资源的。2010 年内部资本市场是否有效，还需结合“有效组占比”这一指标进行判断。

2000～2011 年各年“有效组占比”指标统计见表 4。全部样本中 59.59% 的样本公司能有效配置资源。2008 年能够有效配置资源的样本占当年全部样本的 54.10%，可见该年内部资本市场是有效的。其他各年有效组占比均超过了 50%，可见无论从总体还是从各年来看，内部资本市场都是有效的。但是内部资本市场无效的样本依然占到了总样本的 40.41%，说明这些样本公司资源配置效率有待提高。

（三）内部资本市场效率连续性评价

上述统计分析从总体上对我国上市公司内部资本市场效率进行了评价，但是由于资本支出的回报可能需要一定的时间延后⑥，某一期现金流敏感系数为负，可能并不能说明当期资源配置的无效性，因此，需要对上市公司各年资本配置效率的持续性进行深入研究。85 家样本公司在 2000～2011 年 12 年间内部资本市场效率的持续性分析见表 5。

表中：有效年次占比 = 某企业效率值大于零的年次/该企业的样本年次。如股票代码为“38”的第一拖拉机股份有限公司，共披露了 11 年分部报告，其中 8 年效率值大于零，因此该企业“有效年次占比”等于 72.73%。

从表 5 可见，85 家样本公司中有 27 家样本公司在 12 年间资源配置有效的年次所占比重达不到 50%，占样本公司的 31.77%，其余 58 家样本公司均能有效配置资源，并且有 19 家样本公司（占全部样本公司的 22.35%）连续 12 年都能有效配置资源，表现出了出色的“挑选胜者”的能力。

五、结论、局限性与未来研究方向

（一）结论

本文选取了 2000～2011 年 12 年间 532 个样本，按照

⑥ 例如，当期的资本支出在一个会计年度以后才产生作用，这正是资本支出与费用性支出的区别之所在。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表4　　各年样本的分组统计表

年份	总样本数	有效组样本数	无效组样本数	有效组所占比例（%）
2011	77	49	28	63.64%
2010	72	41	31	56.94%
2009	71	43	28	60.56%
2008	61	33	28	54.10%
2007	57	33	24	57.89%
2006	48	29	19	60.42%
2005	40	22	18	55.00%
2004	31	17	14	54.84%
2003	28	16	12	57.14%
2002	23	17	6	73.91%
2001	20	14	6	70.00%
2000	4	3	1	75.00%
合计	532	327	205	59.59%

数据来源：作者整理

表5　　内部资本市场效率连续性统计表

有效年次占比	0－25%	25%－50%	50%－75%	75%－100%	合计
样本数	15	12	30	28	85
百分比	17.65%	14.12%	35.29%	32.94%	100%

数据来源：作者整理。每个区间不包括上限。

样本公司现金流敏感系数的均值、中值和有效组占比进行评价，均得出样本公司内部资本市场有效的结论。由于样本的代表性较强，本文推断，在现阶段我国上市公司乃至非上市公司内部资本市场总体上均是有效的。而且从样本公司内部资本市场效率的连续性看，68.21%的样本公司都能持续有效配置资源，19家样本公司可以100%持续有效配置资源，表现出了出色的“挑选胜者”的能力。

H股上市公司和A股上市公司一样都是在内地注册和经营，在股权结构、经营环境、公司治理等方面具有一致性或相似性，且A+H股上市公司所占比例为53.85%，因此，本文的结论具有较好的代表性。本文选取了2000～2011年12年间532个样本，使用了多种方法进行评价，使本文的结论具有较强的可靠性。本文的研究结论为我国大力发展企业集团的经济政策和企业集团化发展的市场化行为提供了有利的经验证据。

（二）本文的局限性和未来研究方向

尽管H股和A股上市公司具有较强的一致性或相似性，但是由于H股和A股市场在监管力度方面存在一定差异，使得本文的研究结论具有一定的局限性，直接针对A股的研究就更有意义。但这需要完善A股市场分部信息披露或针对现有可用信息设计新的实证模型，这正是未来的研究方向。此外，本文还发现仍有40.41%的样本公司不能有效配置资源。那么，为什么有些公司能有效配置资源，而另一些则不能？是什么因素导致资源配置效率的差异？如何构建有效的内部资本市场？资源配置效率的不同对公司财务绩效和价值会产生什么样的影响？等等，这些都是很有价值的研究课题。

主要参考文献

陈小悦，陈晓，顾斌. 1997. 中国股市弱型效率的实证研究. 经济研究，9：13～17

韩立岩，蔡红艳. 2002. 我国资本配置效率及其与金融市场关系研究. 管理世界，1：65～70

钱婷，武常岐. 2012. 中国国有企业集团：基于情景化特征的探讨. 金融研究，4：51～61

任佩瑜，玲敏. 2004. 国有大型工业企业战略性再造工程研究——对中国石油吉林石化分公司的实证研究. 管理世界，8：119～127

邵军，刘志远. 2007. 系族企业内部资本市场有效率吗？——基于鸿仪系的案例研究述. 管理世界，6：114～121.

王峰娟，谢志华. 2010. 内部资本市场效率实证测度模型的改进与验证. 会计研究，8：42～48.

王峰娟，邹存良. 2009. 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究. 管理世界，4：153～161.

张兵，李晓明. 2003. 中国股票市场的渐进有效性研究. 经济研究，1：54～61

张成思，李雪军. 2012. 基于全球视角的中国金融发展指数研究. 金融研究，6：54～67

祝继高，饶品贵和鲍明明. 2012. 股权结构、信贷行为与银行绩效. 金融研究，7：31～47

Carney，M. et al. 2011. Bussiness Group Affiliation，Performance，Context，and Strategy：A Meta－analysis. The Academy of Management Journal，54（3）：437～460

Gertner，R. H.，D. S. Scharfstein，and J. C. Stein. 1994. Internal Versus External Capital Markets . The Quarterly Journal of Economics，109（4）：1211～1230

Jensen，M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow，Corporate Finance，and Takeovers. American Economic Review，76（2）：323～329

Jensen，M. 1993. The Modern Industrial Revolution，Exit，and the Failure of Internal Control Systems. Journal of Finance，48（3）：831～880

Khanna，T.，and Y. Yafeh. 2007. Bussiness Groups in Emerging Markets：Paragons or Parasites？. Journal of Economic Literature，45（2）：331～372

Maksimovic，V.，and G. Phillips. 2002. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries？Theory and Evidence. Journal of Finance，56（2）：721～768

Shin，H. H.，and R. M. Stulz. 1998. Are Internal Capital Market Efficient？. The Quarterly Journal of Economics，113（2）：531～552

Stein，J. C. 1997. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. Journal of Finance，52：111～133

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

To Build Up a Quality Characteristics System of Corporate Social Responsibility Information ——Based on a Questionnaire of the Information Users

Ji Li et al.

To build up a quality characteristics system of corporate social responsibility (CSR) information, this paper extracted major quality characteristics of CSR information from the literatures and practice, explained them into specific and evaluable quality characteristics items, and empirically examined them through a questionnaire of the information users and an exploratory factors analysis, as well as identified the weight of each item. This paper found it is different between the quality characteristics of CSR information and accounting information, in contrast, users of CSR information more emphasize the relevance, understandability, balance and integrity; don't require reliability and comparability much.

The Issues on the Internal Control of Administrative Institutions

Liu Yongze & Tang Dapeng

Following the 18th convention of CCP, regulating and strengthening the internal control of administrative institutions is the main measure to improve the management level and the ability of administrative risk prevention, which could build a clean government to safeguard the public interest. According to "the internal control norms of administrative institutions" that the Ministry of Finance released, this article is making a new conception of the internal control of administrative institutions, further divide the scope of internal control, more scientifically position the objectives of internal control, define the connotation and denotation to the elements of internal control, and finally discuss the distinctive enforcement mechanism of internal control. In this paper, the researches on several important and difficult problems would supply the formally execution of "the internal control norms of administrative institutions" with the theory basic and experience support.

Macro – Monetary Policy, Regional Financial Development and Corporate Financing Constraint ——Firm – Level Micro – Evidence about Monetary Transmission

Huang Zhizhong & Xie Jun

This paper studies the relieving effect of macro – monetary policy on corporate financing constraint based on regional financial development, and explores the transmission effect of macro – monetary policy on corporate investing. Our positive research suggests that, 1) Ease – monetary policy has a positive effect on corporate investment and corporate financial constraint, could significantly relieve corporate financial constraint, encourage firm expanding investment. 2) Regional financial development also has a positive effect on corporate investment and corporate financial constraint. 3) Regional financial development strengthens transmission mechanism of macro – monetary policy. Our empirical results supply firm – level micro evidence about transmission mechanism of macro monetary policy.

Is Internal Capital Market Efficient in Chinese Listed Companies? ——Empirical Evidences from Multiple Divisions Listed Companies in H – stock

Wang Fengjuan & Su Lizhong

In theory, business groups can construct internal capital market to allocate resources efficiently when external capital market is inefficiency or low – efficiency. In this paper, we directly measured the internal capital market efficiency of multiple divisions listed companies in H – stock. Study in a sample of 532 panel data from 2000 to 2011 shows that internal capital market of listed companies in H – stock is efficient on the whole, most listed companies can allocate resource effectively, and some have excellent "picking winners" ability. This conclusion is consistent with the theoretical expectations. It not only provided empirical evidence for the economic policy of developing China's business groups, but also laid the foundation of theories and methods for further research.

The Causes and Consequences of Financial Information Disclosure Quality of Charity Organizations

Liu Yali et al.

This paper investigates financial information disclosure quality of charity organizations and its causes and consequences. The financial information disclosure quality of charity organizations are influenced by the complexity of organizations, financial condition and administrative efficiency, and are positively associated with subsequent donations charity organizations received. Our results prove that financial information disclosure quality actually affects donors' decision, and it is urgent to improve the regulation on financial information disclosure system for nonprofit organizations.

Study on the Design of General Competency Framework for Internal Auditing in China ——Analysis Based on a Survey

Zhang Qinglong

Using a survey tool, this study finds a gap between the current competency of internal auditors in China and the required position and role of internal audit function. From there, the study conducts alayered capability approach to investigate the essential knowledge, skills and characteristics required under the general competency framework for internal auditing in China.

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net