

内部资本市场的制度经济学解释

郑洁 杨洁

(华中科技大学管理学院 武汉 430074 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘要】 内部资本市场理论是研究企业内部资金配置问题的重要理论,20世纪中期以来颇受学术界的关注。本文运用新制度经济学中的交易费用理论、委托代理理论和企业产权理论对内部资本市场的存在性、配置效率等问题加以讨论。

【关键词】 内部资本市场 交易费用理论 委托代理理论 企业产权理论

对于内部资本市场的研究,从对于单个企业的案例分析,到运用相关的公司治理理论来进行规范性的阐释,学者们从诸多视角对其存在性、配置效率等方面进行了分析。但从基本的理论上讲,对于内部资本市场的研究源于新制度经济学中的交易费用理论。该理论认为,内部资本市场存在的根源在于,相对于从外部资本市场融资而言,内部资本市场能够降低企业的交易成本。近年来,内部资本市场的研究开始规范化,许多经济学家提出了有益的意见,如委托代理理论和企业产权理论等新制度经济学理论都被视为解释内部资本市场的重要理论基础。这些理论对于研究企业投资行为起到了相当积极的作用,并被许多国家的学者及企业集团所逐步理解、接受和运用。因此,本文尝试从新制度经济学的角度,运用交易费用理论、委托代理理论和企业产权理论对内部资本市场的理论基础进行阐释和梳理,从而为进一步理解内部资本市场的基本内涵厘清思路。

一、内部资本市场的交易费用理论解释

从古典经济学到新制度经济学,其理论都是建立在资源的稀缺性这个假设基础上的。而无论是外部资本市场(信贷市场和证券市场)还是内部资本市场,都旨在把有限的资源分配得更加合理。但新制度经济学对新古典经济学的一个重大修正就是,把理性人假设扩展为有限理性。西蒙最早提出有限理性概念,他认为人在主观上追求理性,但只能在有限的程度上做到这一点。他指出有限理性是指那种把决策者在认识方面的局限性考虑在内的合理选择,并提议将不完全信息、处理信息的费用和一些非传统的决策者目标函数引入经济分析。另外,考虑机会主义以及资产的专用性这两个因素,就明晰了新制度经济学中交易费用存在的原因。

在新制度经济学家看来,交易费用是解释经济绩效的关键。交易费用理论认为,内部资本市场之所以在经济资源分配领域中占据越来越重要的地位,是因为内部资本市场具有信息优势,能够更有效地配置企业所拥有的资源。现代经济社会中,信息瞬息万变,信息的收集量以及准确性成了利益追求者做出正确决策的重要源泉,信息不对称以及信息不完全是市场失灵的表现之一,由此给企业带来的损失将会是不可预测

的。因此,企业在交易过程中会耗费一定的费用来减少信息不完全和信息不对称带来的影响,而费用的多少又一定程度上决定了获得信息的可靠性。如果我们把交易理解为一个合同的缔结和履行过程,那么在该过程中至少会发生有关信息的搜寻成本、谈判成本和监督成本。制度规范着交易活动,而交易活动则是制度赖以运行的载体,是制度的基本单位。由不同的制度安排组织不同的交易会导导致不同的交易费用,因此需要有与不同交易相适应的制度安排以使交易费用最低。企业内部资本市场的存在,在一定程度上就是对外部资本市场不完全的一种制度补充。企业集团通过内部资本市场来进行投融资,既能节约信息搜寻成本、谈判成本等,又能在一定程度上规避投资风险。

Williamson认为内部资本市场优于外部资本市场有三个原因:第一,外部资本市场由于获取企业内部信息时存在障碍必须承担较高的交易成本,不可能根据市场状况对企业经营进行连续的微调,企业更是面临较大的投资风险,而内部资本市场在信息的真实性、及时性和准确性等方面均占有优势,对市场环境的适应性也相应加强。第二,在内部资本市场中,企业能更迅速转移和配置资源,通过削减对某些业务的资金配置,将其重新分配到更有前途的业务中。第三,内部资本市场增强了企业避开法规限制及避税等方面的能力,从而提高了企业的适应性甚至是竞争力。

二、内部资本市场的委托代理理论解释

委托代理理论是新制度经济学中现代企业理论的重要组成部分,主要研究“所有权和控制权分离”的现代公司。在新制度经济学中,只要在一种制度安排中一个人的福利取决于另一个人的所作所为,代理关系就存在了。委托代理理论关注的问题就是,在一个一体化公司内,代理人(不同部门的经理)关于他们自己分部的信息比委托人(公司股东)知道的要多得多,这种信息不对称会带来两个方面的问题:委托人如何从代理人那里得到关于企业生产经营更多的信息,以及委托人应当用什么样的奖惩机制来鼓励代理人尽可能有效率地进行生产活动。

前面我们提到,从交易费用理论的角度来看,内部资本市

场相对于外部资本市场具有信息优势,那么从委托代理理论的角度来研究内部资本市场情况就不一样了,主要研究的问题就在于,由于公司总部和部门经理之间的信息不对称,公司总部如何从分部经理那里得到更多关于公司分部的信息以便更好地分配公司拥有的资源,以及公司总部应当用什么样的奖励或刺激机制来鼓励分部经理尽可能有效率地为公司服务。从这个角度,许多学者认为内部资本市场是低效率甚至是无效率的,简单地归纳为如下两种情况:一种情况是经理人有对剩余现金流进行过度投资的倾向,而企业集团的组织形式又为经理人提供了更多的现金流,这种情况下就很容易导致过度投资;另一种情况是企业集团内并没有太多的现金流,但由于内部资本市场在资金分配方面会出现诸如交叉补贴的问题从而导致集团在不该投的项目或分部上投资过多,而在该投的项目或分部上投资不足。

Scharfstein 和 Stein(1996)用双层代理模型分析了大企业内部存在着一种平均主义的现象,即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,并用 1979 年 165 家多元化大企业的资本支出数据验证了这一现象。他们研究发现,在集团内那些具有良好投资机会的项目或分部获得的投资要少于同行业内同类独立公司的投资量;相反那些具有较差投资机会的项目或分部却获得了相对多的投资量。Scharfstein 和 Stein(2000)认为公司平均主义现象产生的原因是部门经理人的寻租行为。Rajan(2000)、Scharfstein and Stein(2000)、Wu1f(2002)等深入组织内部,强调分部经理与公司总部之间的代理冲突,他们认为子公司(分部)经理们的寻租行为和代理问题可能以不同的形式使公司总部的资金分配向其倾斜,表现为资金的非优转移,即用较好投资机会的资金来补贴较差的投资机会,从而导致内部资本市场低效率。因此,如果公司总部没有足够的激励机制,这种行为会造成内部资本市场资本配置的低效率。

三、内部资本市场的企业产权理论解释

新制度经济学要解决的是由于资源稀缺而发生的利益冲突,从而必须运用这样或那样的规则来解决这种冲突,产权概念的产生就是规则之一。产权经济学研究的就是如何通过界定、变更和安排产权的结构,降低或消除市场机制运行的社会费用(外部性问题),提高运行的效率,改善资源配置状况,增加经济福利,促进经济增长。企业产权问题的核心是企业的产权配置与企业绩效,是如何通过产权的优化配置提高企业的“合作剩余”的问题。企业契约区别于市场契约的特殊性在于,企业内部能够利用权威和行政命令配置资源,这就是内部资本市场。

从产权经济学的角度来看,企业集团中内部资本市场的存在及运行相对外部资本市场是更有效的。由于公司总部拥有对资产的剩余控制权,内部资本市场能够增加公司总部的监督激励。即使外部出资者和公司总部拥有相同的监督能力,公司总部也会选择对部门经理更加严格的监督,从而从监督

中获得更多的回报。我们用 GHM 控制权理论(GHM 控制权理论是由 Grossman、Hart、Moore 在新产权理论的基础上共同创造的利用“所有权—控制权”模型来探讨 ICM 在监督激励、资本重新配置上的有效性,简称为 GHM 模型)来分析,该理论认为,通过合同来确定的权力可分为两种:一种是书面确认的权力,另一种是剩余权力。当明确列出合同一方对另一方的全部权力成本太高的时候,最优的选择就是合同的一方购买除合同中已经明确规定的权力之外的、所有其他的权力。所有权就是对这种剩余权力的一种购买。剩余控制权的错误配置将产生不良后果。

GHM 模型就是一个用剩余控制权来解释企业内部权威的模型,它实质是为了解决无法完全合同化所带来的无效率,而所有权正是对那些事后可能出现的、事前无法用合同进行确定的控制权力的全部购买。外部资本市场和内部资本市场之间最重要的区别就在于所有权结构不同。在内部资本市场中,总部拥有那些它给予资金的商业部门,在外部资本市场中银行并不拥有它所发放贷款的公司;在内部资本市场上,资产的剩余控制权属于资金的供给者;而在银行借贷的过程中,资产的剩余控制权属于经理人而不是银行,因此掌握剩余控制权的企业总部会付出更多的监督努力,从而使内部资本市场在资本配置和管理上更有效。

四、结束语

按照科斯的定义,新制度经济学就是利用正统经济理论(新古典经济学)去分析制度的构成和运行,并发现这些制度在经济体系运行中的地位和作用。从本文的分析中可以看出,内部资本市场产生和发展的理论基础可以从新制度经济学中找到根源,包括交易费用理论、委托代理理论和企业产权理论等。这些理论为内部资本市场理论今后的发展奠定了坚实的基础,起到了不可忽视的作用。而对于内部资本市场的研究目前尚处于起步阶段,还有许多新的研究方法和理论依据有待开发和挖掘。

主要参考文献

1. Robert S. Pindyck, Daniel L. Rubinfeld 著.黄卫平等译.微观经济学.北京:中国人民大学出版社,2009
2. 贺建刚,魏明海,刘峰.利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究.管理世界,2008;10
3. 卢建新.股权结构、公司治理与内部资本市场效率.中南财经政法大学学报,2009;4
4. 卢现祥,朱巧玲.新制度经济学.北京:北京大学出版社,2008
5. 万良勇,万良涛,饶静.我国企业集团内部资本市场的形成机制分析.金融与经济,2007;10
6. 杨棉之.多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示.会计研究,2007;11
7. 李建.我国会计制度安排效率的新制度经济学诠释.财会月刊,2003;08A