

企业集团内部资本市场 配置效率研究综述与展望

龚志文 陈金龙(博士生导师)

(景德镇陶瓷学院 江西景德镇 333001 华侨大学工商管理学院 福建泉州 362021)

【摘要】 本文围绕内部资本市场的特征、有效性等几个方面对已有的文献进行了归纳和梳理,并结合转型期的特殊制度背景对我国系族企业集团内部的资本配置进行了评析,以期为进一步的研究提供一个逻辑起点。

【关键词】 内部资本市场 公司治理 资本配置效率

随着 20 世纪中叶美国企业兼并联合浪潮的出现,阿尔奇安(1969)和威廉姆森(1970)针对 M 型企业集团的资本配置,首次提出了内部资本市场(ICM)概念,并把企业内部各部门围绕资金展开竞争的现象称为“内部资本市场”。20 世纪 80 年代,格林斯曼、哈特和莫尔等人开创的企业理论产权思路为内部资本市场问题的规范经济学分析提供了突破口。自此,内部资本市场理论就成为国外学术界的一个新兴研究领域。西方学者在成熟市场的背景下,主要针对 M 型企业集团的内部资本市场配置效率进行了卓有成效的研究,但对于新兴市场下 H 型企业集团的内部资本市场配置效率的研究仍处于起步阶段。鉴于此,本文试图对该领域的研究成果作较为系统的回顾与总结,进而为推动我国内部资本市场相关问题的研究提供一个逻辑起点。

一、内部资本市场的特征

相对于外部资本市场(ECM),内部资本市场表现出如下特征:

1. 出资者拥有剩余控制权。Gertner、Scharfstein 和 Stein (1994)认为 ICM 与 ECM(以银行贷款为例)有本质区别,在内部资本市场,公司总部(出资者)是资金使用部门资产的所有者,拥有剩余控制权;而在外部资本市场,出资者则不是资金使用部门资产的所有者。内部资本市场与外部资本市场的主要区别集中体现在对资产的剩余控制权上。对资产的剩余控制权的不同,导致 ICM 和 ECM 在激励、监督、重新配置资产等方面的能力和作用机制存在较大差异。

2. 资本配置的双重机制。企业的内部资本市场是依附于某一特定企业组织模式而存在的,可以说是企业内部的一种科层组织设计。依照科斯的企业理论,资源在外部市场上是通过价格机制进行配置的,而在企业内部则主要凭借权力进行分配。这种分配方式之所以不同于市场价格机制,是因为这种权力的实施是无法列入合约的。冯丽霞和杨鲁(2009)在分析不同类型组织载体的共同特征的基础上,明确将内部资本市场的组织载体界定为中间性组织,并引入中间性组织理论来探讨内部资本市场的运行机制和契约性质,认为内部资本市

场从本质上看是在权威机制和价格机制双重调节下的一组资本要素使用权交易契约。

3. 双层委托代理结构。内部资本市场通常依附于 M 型或 H 型企业组织存在,这两种组织形式共同的特点是“多层次”,公司总部与分部经理之间的代理冲突凸显。而 Scharfstein 和 Stein(2000)则认为存在双层代理关系,即公司总部追求自身利益,并不代表追求股东利益。代理链条的复杂化,导致企业集团相对于独立经营企业存在更严重的代理问题。同时,新兴市场中外部的不发达和监管制度的不完善,也会导致内部资本市场存在严重的代理问题。

二、国外 M 型企业(事业部制组织结构)内部资本市场的资本配置效率研究

作为一种企业集团内部的资本配置方式,内部资本市场的有效性及其对企业价值的影响一直是理论界和实务界争论的核心和焦点。国外的相关研究主要是针对 M 型企业展开的,已有文献对内部资本市场的配置效率研究可以归纳为以下两种观点:内部资本配置的有效论和无效论。

1. 有效论。此观点认为 ICM 具有信息和激励优势,能减少信息不对称、增强激励,从而提高企业内部资金的配置效率。Alchian(1969)和 Williamson(1975)认为,相对于外部资本市场的信息不对称和代理问题,内部资本市场企业总部在监督和信息方面有很大的优势,企业总部将现有资金在各投资机会间重新配置、规避投资项目信息的披露等。

由于企业与外部资本市场之间存在信息不对称,当外部资本市场的融资约束(包括信用约束)较强时,存在正净现值的投资机会可能被外部投资者低估,企业可能会由于融资不足而被迫放弃这些投资项目,而内部资本市场能够削弱这种融资约束。内部资本市场的自由资金缓解了企业对外部资本市场的依赖,可以有效解决上述企业投资不足的问题,而且还可以降低交易成本,提高企业的价值。多元化公司内部资本市场的现金流整合功能可以产生更大的外部融资效应,使企业获得更多的外部融资,满足净现值为正投资项目的资金需求。哈洛克、雷加特和托马斯则从企业多样化策略和企业股权融

资相互关系的角度考察了构造企业内部资本市场对企业融资能力的影响。企业内部资本配置能够放松企业融资约束、缓解投资不足,人们形象地将其称为“多钱效应”。

Gertner、Scharfstein 和 Stein(1994)在 Grossman 和 Hart 的所有权理论基础之上,构建了企业内部资本市场的运作模型。他们认为,与外部资本市场的出资者不同,在内部资本市场上,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,这将激励企业总部对资金进行分配并对部门管理者实施有效监督,使内部资本市场在信息传递、监督和激励等方面产生不同的效果,这就产生了所谓的“活钱效应”。此后,Stein(1997)建立了一个“胜利者选拔”模型,从集团总部的角度研究了企业内部资本配置问题。他发现处于信息优势的企业总部会对企业内部各投资机会按回报率高低进行排序,并将有限的资本分配到边际收益最高的部门。

2. 无效论。此观点认为由于代理问题等的存在,使得 ICM 在企业内部资本配置方面是低效率甚至是无效率的。尽管上述研究对内部资本市场的效率性给予了充分肯定,但具有内部资本市场功能的多元化企业集团却存在着普遍的折价交易现象。Lang, Larry 和 Stulz(1994)的研究数据表明,在 20 世纪 80 年代的美国,多元化公司的托宾 Q 值要明显低于相同投资组合的专业化公司。一般认为,大企业的组织结构可能会因为代理问题而导致投资的无效率,进而导致内部资本市场的失效。一种情况是经理人有对剩余现金流进行过度投资的倾向,而大企业的组织形式为经理提供了更多的现金流,从而容易导致过度投资;另一种情况是大企业内部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的效率比外部资本市场更低,出现诸如交叉补贴的问题,使得在不该投资的项目上投入过多,而在该投资的项目上投入不足。Stein(2002)发现,由于企业内部存在较多的现金流可以自由支配,经理人出于控制权私利的考虑,很可能会出现过度投资、盲目多元化等扭曲性资本配置行为。

Harris 和 Raviv(1996)认为过去的研究忽略了激励问题。Brusco 和 Panunzi(2000)对部门经理人的控制权私利问题作进一步研究后发现,由于企业总部拥有内部资本的重新分配权,可以将某一部门的现有资源在下期分配到另一部门中而削弱该部门经理对资源的控制权,导致部门经理将资金投向能提升自身控制权的项目中而非拥有更好投资机会的最佳投资项目中,从而降低了企业价值。Brusco 和 Panunzi(2005)后来又直接将企业内部资本市场上的资源优化配置行为和管理者的工作激励联系起来进行了深入分析。

Lins 和 Servaes(2000)认为在缺少投资者保护的国家的,由于外部资本市场信息不畅通、监管不到位,控股股东更容易为满足其私利而利用金字塔等股权结构进行利益输送,侵占中小股东的利益。这种利益侵占大部分是通过占用资金、转移资产等方式在企业内部资本市场中进行的,使得内部资本市场的功能异化,严重影响企业的资本配置效率及公司治理水平。

三、我国系族企业(H型组织)内部资本配置分析

1. 系族企业的涵义。目前学术界较为认可的观点是系族

企业属于企业集团的一种形式。蔡琳(2003)把“系族”定义为终极控制人通过金字塔控股结构至少持有两家上市公司股份并且至少控制一家上市公司的企业集团。判断上市公司是否属于“系族”的标准为“系族”成员是否进入上市公司前十大股东。肖星、王琨(2006)认为企业集团采取下属公司上市或参股、控股上市公司的方式,将一些上市公司纳入旗下,这种拥有多家上市公司的企业集团称为系族企业。蔡卫星、李湛(2009)认为一些大型企业集团控制了两家或两家以上上市公司,规模非常庞大,实务界将这种拥有多家上市公司的企业集团通称为“系族”。

2. 系族企业内部资本市场的特征。区别于 M 型企业集团内部资本市场,系族企业内部资本市场具有如下特征:①复杂而松散的股权控制结构。处于转型阶段的我国上市公司多由国有企业改制而成,具有明显的“一股独大”和国有股所有者缺位的特征。虽然经过股权分置改革后我国上市公司的“一股独大”状况有所改变,但相对控股甚至绝对控股股东仍然存在,我国系族企业不仅拥有或控制多家上市公司,而且拥有许多非上市公司,其成员企业数量多、关系复杂。总的来说有三种控制方式:水平式控股、金字塔式控股和交叉持股。金字塔式控股结构一般分为四层:第一层是系族企业总部,第二层是系族企业控股股东投资设立的非上市成员企业,第三层是上市公司,第四层是一系列由上市公司单独投资或上市公司与其他公司共同投资组建的公司。②特殊的委托代理问题。当前,我国上市企业仍处于不断完善和发展阶段,其治理机制和治理结构尚不完善,信息不对称和代理问题都比较严重,股权集中度普遍较高,企业内部不仅存在着股东与经理人之间的传统委托代理问题,而且存在着控股股东和中小股东之间在所有权层面上的代理问题。

3. 系族企业内部资本市场的资本配置。目前,国内关于内部资本市场的资本配置的研究尚处于探索阶段,研究范围比较狭窄,研究方式还比较单一,研究结论与国外现有研究结论一样,存在有“有效论”和“无效论”两种截然不同的观点。

周业安、韩梅(2003)以华联超市借壳上市为例,分析了我国上市公司内部资本市场的存在性,对我国上市公司内部资本的运作方式进行了探讨,认为我国上市公司以国有股为主的股权结构特征促进了内部资本市场作用的有效发挥。他们发现企业采取内部资金与外部资金相结合的融资方式,不但有利于减轻企业对外部融资的依赖,而且有利于企业在长期投资与短期收益之间进行利益均衡。他们认为内部资本市场对我国上市公司的资源优化配置具有重要的促进作用,可以利用内外资本市场的互补性或替代性来创造价值。宁向东(2005)认为系族企业股权集中度较低,有利于降低控制成本。曾亚敏、张俊生(2005)对我国上市公司的收购动因进行了实证检验,他们指出 1998~2000 年间我国进行股权收购的动因在于滥用自由现金流而不是构建 ICM。

当然,认为我国上市企业内部资本配置无效的研究文献也较多。邹薇和钱雪松(2005)从内外部资本市场的互补角度构建了一个两层次委托代理模型,分析了我国上市企业内部

资本的扭曲配置行为和使用效率低下的原因,发现外部资本市场的融资成本偏低不但使企业经理人扩大了融资规模,而且使得其更关注控制权私利,经理人的寻租行为是导致我国上市企业内部资本配置无效的一个重要因素。控股股东侵占则是导致我国上市企业内部资本配置无效的另一个重要因素。郑国坚和魏明海(2005)从控制权私利的角度分析了内部资本市场的配置决策,发现内部资本市场已经成为控股股东利益输送的重要渠道。杨棉之(2006)通过对华通天香集团的个案分析发现,我国“系族企业”所构造的原本为提高资本配置效率而存在的内部资本市场已被异化为大股东侵害中小股东利益的渠道,已经成为集团内关联公司间进行非公允关联交易、资金占用和非法担保等违规操作的平台。万良勇(2006)认为,由于信息不对称及代理问题而存在利益侵占、过度投资、风险扩散以及低效率补贴等诸多潜在陷阱,完善的法律规制体系将有助于减少机会主义的内部资本市场运作所带来的负面效应。饶静、万良勇(2007)研究发现,我国特殊的经济环境决定了上市公司所处的集团内部资本市场具有典型的机会主义特征,而大股东的这种机会主义行为是由大小股东之间的委托代理问题所引起的。郝颖、刘星和林朝南(2006)从固定资产投资与长期股权投资两个方面分析了控制权收益问题,发现在我国的上市公司中其内部资本配置决策在很大程度上取决于大股东控制下的自利行为。魏馨、徐荣(2008)的研究也表明,大股东侵占小股东利益问题导致我国企业集团内部资本市场的非有效性现象非常突出。

要实现内部资本市场和外部资本市场的互补就不可避免地会涉及公司治理问题。卢建新(2007)通过强化不同分部之间的生产力差异,重视管理激励,从而把内部资本市场的“有效率论”和“无效率论”结合在一起分析。对于系族企业而言,要充分发挥内部资本市场的优势,避免其无效率现象,除了要加强外部制度监管,最重要的是完善系族上市公司的内部治理机制。在公司治理机制不健全的情况下,内部资本市场功能容易发生异化(涂罡,2007)。

四、启示与展望

我国正处在经济社会转轨过程中,由于金融体制仍存在诸多缺陷,外部资本市场还不完善,内部人控制与行政干预、现金流充裕企业与资金瓶颈约束企业、经理人寻租和控股股东控制权私利行为等现象并存,严重地扭曲了我国上市企业的内部资本配置行为,导致资本配置效率低下,迫使我们不得不审视微观资本配置体制。因此,完善上市企业的治理结构及治理机制、提高企业的信息披露程度、降低两层次的委托代理

成本、健全监管机制、深入研究内部资本市场理论,对我国的经济改革和发展具有现实意义。

目前,关于企业集团内部资本配置行为和配置效率问题的研究仍在不断丰富,尤其在新兴资本市场上,许多未知领域都值得我们探讨,未来可以从以下三个方面展开研究:

第一,在我国,公司治理尚不完善、代理问题严重、股权集中度普遍较高,存在着股东与管理层以及大股东与中小股东之间的双层委托代理关系。在外部资本市场欠发达的情况下,控股股东有很强的利益侵占动机,同时也使公司治理问题更加复杂化。因此,可以把内部资本市场与公司治理问题联系起来考察,从公司治理视角对我国内部资本市场的病根进行深刻透视与剖析,探讨影响内部资本市场的因素和相关利益方的利益冲突与激励机制,通过恰当的组织架构设计来引导企业各层次管理者的行为,减少寻租行为、权力争斗等因素对资本配置的负面影响。

第二,内部资本市场是外部资本市场的补充和替代,外部资本市场的完善又有利于内部资本市场的发展。比如,对企业信用约束的放松会影响到一国经济的信用通道和货币传导机制,最终会波及整个宏观经济。因此,综合研究内外部资本市场的互动关系,根据资本市场发达程度制定相应政策,相机调整内外部资本市场作用的范围,对于充分发挥两种资本配置方式的各自优势具有重要意义。

第三,考虑到不确定性在资本配置决策中的重要性和内部资本市场的利益相关者复杂程度,将实物期权理论、行为金融学 and 博弈论与内部资本配置理论相结合,有助于进一步加深企业对内部资本配置的理解与认识。

主要参考文献

1. 冯丽霞,杨鲁.内部资本市场的组织载体和本质.财会月刊,2009;15
2. 肖星,王琨.关于集团模式多元化经营的实证研究.管理世界,2006;3
3. 安青松,祝晓辉.民营企业控股多家上市公司的问题探讨.证券市场导报,2004;12
4. 许艳芳,张卫华,文旷宇.系族企业内部资本市场功能异化及其经济后果——基于明天科技的案例研究.管理世界,2009;1
5. 巴曙松.中国系族企业的金融之殇.现代商业银行,2005;12
6. 周业安,韩梅.上市公司内部资本市场研究.管理世界,2003;11