

# 内部资本市场信息披露效率浅探

王先斌 王明虎

(安徽安瑞会计师事务所 合肥 230001 安徽工业大学管理学院 安徽马鞍山 243002)

**【摘要】** 本文讨论了国有控股企业集团的内部资本市场信息披露效率,并以此为依据分析了我国国有控股企业集团低效率的原因,以期从根本上增强内部资本市场的功能,进而提高国有控股企业集团的经营效率。

**【关键词】** 内部资本市场 信息披露 资源配置

企业集团的经营效率一直是学者们关注的问题,而这方面的研究结论往往不同甚至相反。其中,有关企业集团内部资本市场及其对企业集团经营效率的影响争论最为突出。一种观点认为,企业集团的经营效率低下是由企业集团内部资本市场资源配置失调造成的;另一种观点认为,在市场经济欠发达的国家,资本市场的规模不大,功能不健全,单个企业很难从资本市场获取资本,而企业集团由于具有资本优势,且内部资本市场中筹资人与投资人之间的信息不对称程度小于外部资本市场中筹资人与投资人之间的信息不对称程度,因此内部资本市场具有比外部资本市场更有效的资本配置。上述两种观点争论的焦点在于,企业集团内部资本市场运作的效率以及可能影响内部资本市场资源配置效率的因素。

## 一、内部资本市场的含义及其必须具备的功能

与单个企业相比,企业集团的优势在于其资本规模优势与内部灵活配置资本的功能。为了充分发挥上述优势,企业集团内部必须建立资本市场,开展内部的投融资活动。

1. 内部资本市场的含义。所谓内部资本市场,是指企业集团内部形成的、由企业集团总部和各成员企业参与的企业集团内部的资本融通市场。在这个市场中,企业集团总部为资本提供者,各个需要投资的成员企业为资本需求者。在企业财务管理实务中,内部资本市场有多种形式,包括以资本预算管理为核心的预算管理委员会、以战略管理为核心的企业战略管理委员会等。为了充分发挥企业集团的优势,内部资本市场必须具备基本的信息收集和传递功能,即保证企业集团总部及时获取成员企业的投资信息。

2. 内部资本市场必须具备的功能:向企业集团总部披露相关信息。信息是影响资源配置效率的重要因素。在外部资本市场中,筹资人通过招股说明书、定期财务报告等向市场潜在的资本提供者提供信息;在内部资本市场中,各成员企业作为资本需求者,也必须向以企业集团总部为主的资本提供者提供信息,内部资本市场必须具备信息披露的功能。

然而,与外部资本市场的信息披露相比,内部资本市场的信息披露存在如下不足:①信息披露缺乏严格的制度和法律约束;②信息质量缺乏强制执行标准,无审计约束;③缺乏市

场价格等市场机制来衡量某一信息的价值影响;④信息供给方与信息需求方之间存在直接的委托代理关系。

从内部资本市场信息披露存在的不足不难看出,由于缺乏刚性的信息披露制度、确定的信息质量标准以及市场信号反应的价格机制,加上内部资本市场存在的直接委托代理关系,内部资本市场的信息披露效率具有很大的不确定性。企业集团若要提高内部资本市场的信息披露效率,必须把握一些影响内部资本市场信息披露效率的关键因素。

## 二、提高内部资本市场信息披露效率的关键因素

考虑到内部资本市场信息披露的高自由度,企业集团内部成员企业的经营者在很大程度上影响着信息披露的效率,而这种经营者信息披露的高自由度是由于经营者受托经营的地位导致的,企业集团总部很难控制。只有在行为机制上给予一定的约束,才能最大限度地限制经营者的机会主义选择行为,引导经营者及时披露真实的信息,提高内部资本市场信息披露的效率。笔者认为,以下四个方面对内部资本市场信息披露效率的提高有很大的影响:

1. 规范的内部治理结构。在企业集团中,规范的内部治理结构的功能在于,通过企业集团总部作为成员企业的控股股东及其控制的董事会来影响成员企业重大的投资和筹资决策。成员企业的经营者若需要通过投资来改善经营业绩,必须及时向企业集团总部披露有关投资的详细信息,证实其投资方案的盈利能力和安全性,从而获得企业集团总部的资本,这使成员企业的经营者有必要及时向企业集团总部披露其投资方案的真实信息。

2. 良好的激励制度。激励制度是否成功在很大程度上取决于在这种制度下代理人的效用函数与委托人的效用函数一致化的程度。如果企业集团能对各成员企业的经营者给予适当的激励,就会诱使成员企业的经营者通过努力提高经营和投资效率来提高企业业绩,进而提高自身的待遇。从这一点来说,良好的激励制度会促使各成员企业的经营者向企业集团总部披露其投资的真实信息。相反,如果激励制度存在问题,各成员企业的经营者就不会太在意所在企业的经营和投资效率,转而为自己寻租、在职消费等而努力。这样,他们向内部资

本市场提供信息的态度就可能从积极转向消极。

3. 健全的经理人市场。经理人市场对成员企业经营者的约束,主要在于其对经营者的声誉影响和替代机制这两个方面。一方面,健全的经理人市场能通过对经营者经营行为和经营效果的记录向市场传递有关经营者声誉的信息,而这是经营者能否进行后续工作的重要信息;另一方面,委托人也能够随时去经理人市场寻找更好的经理人,从而替代现有的经理人。从这个角度来说,健全的经理人市场可以迫使经营者努力改善经营和提高投资效率,以建立良好的声誉,而这就需要经营者诚信经营,在内部资本市场及时公布其投资的真实信息。

4. 有效的内部控制。成员企业经营者的信息披露效率还受到企业集团内部控制的影响。这是因为内部控制是企业集团内部信息披露的基础。比如在企业集团内部建立内部审计制度,可以在一定程度上验证经营者在内部资本市场披露信息的真实性。“中航油事件”就从一个侧面证明了有效的内部控制对企业集团内部资本市场信息披露效率的影响。金彧昉等(2005)认为,由于中航油集团的内部控制效率低下,从而导致中航油集团长期未能发现新加坡公司从事石油期货的投机活动,最终导致新加坡公司的经营失败。

### 三、国有控股企业集团内部资本市场信息披露效率分析

我国国有控股企业集团的投资效率(特别是国有控股上市公司的投资效率)一直是学者们比较关注的问题。目前比较一致的看法是我国国有控股企业集团投资效率低下,但对于低效率的原因却有不同的看法。李虎(2005)认为:由于IPO约束的存在,上市公司募集资金的投向呈现“单一化趋势”,市场和上市公司在信息披露方面的博弈可能导致“坏”的纳什均衡,从而导致上市公司资金投向错误。刘怀珍等(2004)认为,我国上市公司的一个明显特征就是偏好股权融资的同时运行效率较低,这被称之为效率悖论,而产生效率悖论的原因在于我国特殊的股权分割制度使我国国有资产折股存在溢价效应,激励国有股东同意上市公司承担净现值为负的投资项目。徐莉萍等(2005)的实证研究证明,只有上市公司控制权有偿转让给民营企业,上市公司才表现出盈利能力的增强和经营绩效的提高。结合这些观点,笔者试分析国有控股企业集团内部资本市场信息披露效率,以期为提高国有控股企业集团的投资效率提供合理建议。

1. 国有控股企业集团内部治理结构。受国有股股东的“所有者缺位”影响,我国大部分国有企业都存在着内部人控制现象。这种内部人控制现象同样也出现在国有控股企业集团中。由于内部人控制现象的存在,企业集团总部的管理者并不需要通过提高企业集团的投资效率来保持其地位。因此,企业集团总部的管理者对其成员企业经营者的选择并不是以投资效率作为标准,而是以其是否对自己忠诚和有用作为标准。在这种情况下,成员企业的经营者只要能够获得总部管理者的信任,就能够维持其经营管理者的地位。由于总部管理者和成员企业经营者都不关注成员企业的投资效率,内部资本市场信息披露的低效率也就难以避免。

2. 国有控股企业集团的激励制度。国有控股企业集团的

激励制度也一直存在着问题,这主要表现为:①激励制度不公平。在我国绝大部分国有企业经理人的薪金收入较低且较为固定,并不随着业绩的变化而变化。②由于薪酬管制的存在,经理人的薪酬与企业业绩之间存在低相关性,在职消费成为国有企业管理人员的替代性选择,真正与企业业绩挂钩的部分由于系数很小而无法起到对经理人的激励作用。这些问题在国有控股企业集团中也同样存在。由于这种激励制度缺乏弹性以及与企业业绩的低相关性,国有控股企业集团的经营管理者(包括企业集团总部的经营者和成员企业的经营者)都并不关注企业经营业绩而更关注在职消费。在这种情况下,企业集团内部的投资效率显然无人关注,当然也就谈不上在内部资本市场上进行有效的信息披露了。

3. 国有控股企业集团的经理人市场。与激励制度和内部治理结构的问题不同,国有企业的经理人市场中的问题更多体现在政府与企业关系层面,而不是企业内部。国有企业经理人市场存在的主要问题有:

(1)国有企业经理人市场的发展尚处于初级阶段,市场流动性还比较低,这导致了在没有竞争压力的情况下,企业经营管理者缺乏危机感,即使经营不善造成经济效益下降,也能保持其职位或调到其他企业。

(2)经理人难以在市场上建立良好的声誉并将其保留下来。一方面,由于各国有企业的经理人大多数是国家干部,其人事档案保留在党的组织部门,而有关其经营管理企业的业绩和经营管理行为很难在其档案中记录下来(即使记录下来,由于档案的保密性,其他人员也很难知道这些信息);另一方面,由于国有企业经营者不经常在其他企业流动,其经营管理业绩和经营行为除了在任职单位可以观察到以外,其他企业或外部人员难以获知,因此经营者的经营管理行为和业绩很难反映到经理人市场中。

由于经理人市场的不发达和“无记忆”,企业集团经理人就不会努力寻找有效的投资项目,而是在内部资本市场上提供不真实的投资信息以形成对自己最有利的资本分配方式。比如,成员企业经营者可能通过扩大投资规模、扩大业务规模,从而扩大在职消费的动机,因此在内部资本市场上披露夸大的投资回报信息。在这种情况下,由于经理人市场不能记录其经营行为,就无法在市场中形成其披露虚假信息的不良声誉,也就无法对其进行惩罚。

4. 国有控股企业集团的内部控制。受国有企业治理结构的影响,我国国有企业的内部控制普遍存在一些问题,突出表现为:①内部审计不独立。我国有许多上市公司都存在内部审计不独立的问题。②预算控制薄弱。我国许多企业目前的预算控制仅包括生产经营过程的预算,并不包括资本预算,而经营预算的控制也经常流于形式,没有进行差异分析。由于内部审计不独立,内部资本市场上披露的信息没有经过有效的稽核,很难保证其真实性,而预算控制的薄弱又使企业集团的成员企业经营者不需要认真落实预算,因此也就没有必要在内部资本市场上披露真实的信息。由以上分析可知,国有控股企业集团的内部控制的缺陷使得内部控制很难阻止企业集团内部

# 低成本战略下平衡计分卡指标体系的构建

范海峰<sup>1</sup> 甘卫平<sup>1</sup> 何静怡<sup>2</sup>

(1. 南华大学经济管理学院 湖南衡阳 421001 2. 湖南大学会计学院 长沙 410001)

**【摘要】** 本文对低成本战略下的平衡计分卡指标体系的构建提出了一些个人看法, 以期平衡计分卡在我国的运用提供借鉴。

**【关键词】** 平衡计分卡 低成本战略 成本驱动因素

由于在战略执行方面的卓越功效, 平衡计分卡得到了发达国家众多企业的青睐, 其使用越来越普遍。据统计, 全球五百强企业中已经有70%的企业使用了平衡计分卡, 美国有60%的企业使用了平衡计分卡。平衡计分卡在我国也得到了理论和实务界的高度认同, 但具体运用的企业不多。平衡计分卡在我国的应用不普遍有很多外在原因, 如平衡计分卡的实施条件比较复杂, 要求分权管理、组织重视和相应的企业文化等, 但这也与平衡计分卡本身有关。平衡计分卡仅仅提供了企业选择业绩评价指标的框架, 具体实施还要根据企业的具体情况和不同的战略来选择适当的关键业绩指标(KPI)。本文试图将平衡计分卡与企业战略相结合, 以期平衡计分卡在我国的运用提供借鉴。

## 一、平衡计分卡化战略为行动

平衡计分卡用具有因果关系的四个维度来反映企业战略执行过程, 这样既反映了企业的财务业绩衡量, 又反映了企业财务业绩的驱动因素, 即顾客满意度、内部业务流程和员工满意度, 从而实现了业绩与业绩动因、外部指标与内部指标、滞后性指标与先行性指标以及企业长期目标与短期目标之间的平衡。其因果关系可以表示如下: 员工学习与成长——良好的内部业务流程——顾客满意——财务业绩。这也是企业进行

资本市场上虚假信息的披露。

可见, 由于我国国有控股企业集团的内部治理结构、激励制度、经理人市场和内部控制存在着问题, 内部资本市场中信息披露必然低效率, 而这种低效率将直接导致国有控股企业集团内部资源配置的低效率, 从而降低其经营效率。

因此, 为提高国有控股企业集团资源配置的效率, 国有控股企业集团应采取如下措施: ①改善内部治理结构, 减少内部人控制的现象, 从而促使经营管理者关注投资效率, 进而提高内部资本市场信息披露效率。②努力完善激励制度。只有完善国有控股企业集团的激励制度, 才能促使成员企业经营者从自身利益出发, 向国有控股企业集团总部传递真实的信息, 从而优化资源配置。③加快建设和完善经理人市场, 从而提高市场的流动性, 完善市场的声誉传递机制, 这样就可以有效约

束国有控股企业集团经营者的虚假信息披露行为。④加强内部控制, 加强内部审计的独立性和功能, 改进预算控制的内容和提高预算控制的效率, 有效保证内部资本市场信息的真实性和权威性, 促使经营者提供真实信息, 从而提高投资效率。

平衡计分卡在战略管理中的具体应用一般要经过以下几个步骤:

(1) 制定战略和构建战略管理体系。制定战略要考虑企业自身情况、行业发展趋势等因素, 并用术语来表达战略目标以便战略为组织内部所认同; 确定战略目标后还要确定战略主题来确保战略目标的思想, 战略主题反映了企业的战略关键成功因素(SSF), 是实现战略目标的主要推动力, 它的作用是界定战略活动的范围和主要任务; 确定战略主题后, 把战略主题与平衡计分卡的四个维度结合起来, 从而形成逻辑上具有因果关系的战略管理体系。战略管理体系形成后要经过企业最高管理层的批准, 否则就需要修改或重新构建, 因为战略管理体系是平衡计分卡的基础。

(2) 设定平衡计分卡的三个关键变量, 即评价指标、评价标准和行动计划。评价指标是保证企业战略实施的关键因素, 每一个战略目标都要有一个评价指标, 为了保证企业战略的有效实施, 可以逐步把组织战略转化为财务、顾客、内部业务

束国有控股企业集团经营者的虚假信息披露行为。④加强内部控制, 加强内部审计的独立性和功能, 改进预算控制的内容和提高预算控制的效率, 有效保证内部资本市场信息的真实性和权威性, 促使经营者提供真实信息, 从而提高投资效率。

## 主要参考文献

1. 金或防, 李若山, 李明磊. OSO报告下的内部控制新发展——从中航油事件看企业风险管理. 会计研究, 2005; 2
2. 李虎. 我国上市公司募集资金投向的多元化与变更. 经济科学, 2005; 1
3. 徐莉萍, 陈工孟, 辛宇. 控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进. 管理世界, 2005; 3
4. 张维迎. 企业理论与中国企业改革. 北京: 北京大学出版社, 1999