内部资本市场融资的独特性分析

冯丽霞(教授)　罗文利

(长沙理工大学经济与管理学院　长沙　410004)

【摘要】本文从内部资本市场(ICM)资源独特性的角度以及内外部资本市场融资差异的角度分析ICM融资的独特性,指出ICM融资能产生独特的控制权收益、活钱效应收益以及协同价值收益,同时指出ICM存在内部投资成本和过度投资成本等特有成本问题,并探讨了ICM关系型融资的分类及提高ICM资本配置效率的对策与建议。

【关键词】ICM融资　关系型融资　融资收益　融资成本

自Alchian(1969)和Williamson(1975)提出内部资本市场(ICM)概念以来,ICM理论已发展了将近40年。现有的理论研究指出,ICM存在的关键功能是提高资本配置效率,满足成员企业的融资需求。但目前很少有学者从关系型融资的角度深入研究ICM融资的独特性。国内外学者对关系型融资的研究始于20世纪90年代,现有文献大多将其与银行贷款或间接融资等同起来,关系型融资主要被应用于中小企业融资活动研究,这大大限制了关系型融资理论的进一步发展。

事实上,关系型业务并非银行业特有。Carey(1998)指出其他金融中介如企业集团的财务公司也会从事关系型贷款业务;李海燕(2006)也指出对于关系相机治理机制的研究可以推广到企业集团母公司与子公司之间。也就是说,ICM融资与关系型融资有着"天然"的密切联系。冯丽霞、高学明(2009)首次将ICM理论与关系型融资理论相结合,通过分析ICM融资特征和优势,指出ICM融资的本质是关系型融资,开辟了关系型融资应用的新领地。目前研究存在的不足是未从内部资本市场融资差异的角度分析ICM融资的特有收益和成本,也未对ICM融资进行分类。

一、ICM融资的本质:一种特殊的关系型融资

关系型融资是弥补外部市场非完美性的一种有效制度安排,对其定义,目前学术界还存在分歧。但大部分学者都认为,关系型融资是指建立在意会信息的基础上,投融资双方为了长期的利益形成的一种稳定、紧密的融资关系。它需具备三个条件:①收集可利用的意会信息;②在与借款人的多重交互中,信息收集是一个长期过程;③信息保持私有状态。

ICM存在着丰富的人力资本资源、财务资源、信息资源和关系资源,在ICM中,交易双方被限制在集团这一空间范围内,ICM交易一般属于关联方交易,双方的关系更具紧密性。总部或权威部门享有对企业资产的剩余控制权,总部或企业集团的融资中介很容易获取大量有关成员企业的专有信息,这些信息具有排他性,在公开市场上难以获得和扩散,信息资源的专有性程度高于外部资本市场关系型融资,融资的信息环境发生了根本性的变化。高学明(2009)认为,ICM融资是建立在专有信息生产基础上的基于长期利益而形成的一种紧密、稳定的内部融资关系,它具备关系型融资的基本条件,是一种特殊的关系型融资。

二、ICM关系型融资的分类

1. 集团内部关系型股权融资。集团内部关系型股权融资,是指集团内部各企业之间相互进行的权益性投资业务事项,以及由此带来的投资收益的结算和支付等业务事项。例如:母公司向子公司进行的权益性投资,子公司之间互相进行的权益性投资。这些集团内部关系型股权融资往往涉及集团内部各企业的资产、负债、所有者权益、收入、费用和利润等的变动。

2. 集团内部关系型债权融资。集团内部关系型债权融资,是指企业集团内部各企业之间进行的债权性投资业务、内部各企业间相互借贷资金的业务,以及由此带来的投资收益的结算和支付等业务事项。例如:母公司购买子公司发行的债券,子公司购买母公司或者其他子公司发行的债券等。集团内部发生的借贷业务往往涉及集团内部各企业间的各种应收应付款和利息收入、支出等的变动。

3. 集团内部其他关系型融资交易事项。集团内部其他关系型融资交易事项是指集团内部各企业之间发生的商品购销业务、提供和接受劳务业务、固定资产交易、无形资产交易、担保和抵押以及内部租赁业务等。这些交易一般都属于关联方交易,以融资为目的,不涉及企业之间的正常购销经营活动,往往涉及集团内部各企业的资产、负债、收入、成本、费用、税金等的变动。

三、ICM融资的特有收益与成本

ICM蕴含丰富的关系资源,ICM交易一般属于关联方交易。由于享有剩余控制权,ICM中人力资本资源可以通过利用内部关系资源和信息资源提高财务资源的价值存量和配置效率,从而创造更多的价值。ICM融资活动的本质是一种特殊的关系型融资,决定了ICM融资活动与外部资本市场关系型融资相比具有独特性。

1. ICM融资的特有收益。ICM的本质就是租金创造,

ICM 融资与外部资本市场关系型融资一样，能产生信息租金、垄断租金、特殊关系租金、声誉租金以及政策诱导性租金。除此之外，ICM 融资作为一种特殊的关系型融资，还能产生以下特有租金：

（1）控制权收益。新制度经济学家 Williamson（1975）指出，集团总部具有的内部信息优势来自于其权威，集团总部因具有控股权而获得了在其各分部子公司的权威地位，并通过行使这种权威进行内部资源配置。ICM 中的融资过程其实就是总部对内部资源在各分子公司间进行配置的过程，在此过程中，如果母公司不能从分子公司处得到满意的投资回报，就会收回投资，再投资于其他分子公司。正是 ICM 所具有的这种强大的控制权，使得企业集团的 ICM 可以复制外部资本市场的资源配置功能，并借助总部的权威促使资源向效益较高的经营单元转移，从而获得更高的收益。这种通过剩余控制权而获得的超额收益正是控制权收益。ICM 进行资源配置具有权威和市场的双重特性，控股股东利用信息优势，以关联方交易的形式在更大范围里重新配置集团内部资源，实现控制权收益最大化。而大股东在 ICM 上进行资源配置所具有的信息优势、控制权和隐蔽性是外部资本市场无法比拟的。

（2）活钱效应收益。能够产生“活钱效应”是 ICM 融资活动的一大优势。Stein（1997）从信息优势的角度对 ICM 与银行融资进行比较，认为处于信息优势的企业总部通过各个部门间的相互竞争，对企业内部各分子公司的融资需求进行权衡，按回报率高低进行排序，将有限的资本分配到边际收益最高的部门。因而 ICM 融资具有活钱效应功能。Williamson（1975）也指出，ICM 代替外部资本市场的原因之一，是在 ICM 中企业能通过削减对某些业务的资金配置更迅速地转移、配置资源。这种活钱效应收益体现在两个方面：一是增加成员企业的贷款可获得性，降低融资成本，使融资交易容易实现；二是 ICM 能够利用其特有的信息优势调剂使用各分部因资金供需时间差形成的闲置资金流，从而降低对外部资本市场的融资需求。

（3）协同价值收益。企业组织租金在本质上是企业作为一个异质性资源的结合体在激发单个要素价值及其企业整体价值中而产生的市场溢价，即获得一种协同价值创造。企业组织租金的创造可以分为三个层级：第一层级是企业集团各分部单干时的价值创造；第二、三层级是各单干分部形成企业集团后成员企业价值的增（减）量。ICM 在企业组织租金的创造过程中涉及的是第二和第三层级。ICM 财务资源、关系资源、人力资本资源和信息资源的存在以及这些资源的网络性和路径依赖性特征为 ICM 融资提供了天然的保障。在 ICM 融资活动中，人力资源通过关系资源，运用财务资源和信息资源创造组织租金，不仅能够使成员企业之间在财务资本的协同上对集团企业的组织租金做出贡献，而且还与其他功能要素相结合创造出更大的效益增（减）量，如管理协同效应、经营协同效应等。这一租金的创造过程也是协同价值收益的产生过程。

2. ICM 融资的特有成本。

（1）内部投资成本。ICM 关系型融资的实现需要设置专门的金融中介机构，如财务公司、投资银行等。要使资金在 ICM 上畅通流动到恰当的部门和企业，必然要发生相应的管理和分析成本，这些成本就是内部投资成本。通过 ICM 的融资活动，资金在集团内部重新得到了优化配置，但由于公司经理和部门经理之间的代理问题抑制了部门经理努力的动机，导致了部门经理的寻租行为，从而不可避免地会发生寻租成本。为了减少寻租成本的发生，企业有必要进行相应的监管和激励，进而会发生监管成本。因此，内部投资成本包括寻租成本和监管成本。

（2）过度投资成本。Stein（1997）指出，剩余控制权与剩余收益权的分离，使得集团总部具有一种“帝国扩张”的偏好，这将导致它们对企业进行过度投资。ICM 关系型融资增加了过度投资的可能性。ICM 融资活动有利于实现集团内部资金的自由调配，使成员企业的投资更容易得到充足的资金支持。这对于存在过度投资倾向的企业起到了推波助澜的作用。ICM 的活钱效应会使得过度投资问题变得更加严重。由于企业集团存在代理问题和内部信息不对称，会导致企业总部在资源再配置时出现相对于好的部门投资不足而对差的部门却投资过度的跨部门“交叉补贴”或公司“平均主义”现象，从而产生过度投资成本。

四、提高 ICM 资本配置效率的建议

要提高 ICM 资本配置效率，提升企业集团整体价值，需要关注企业集团的公司治理机制。公司治理机制设计的重点应在于发挥激励、监督与制衡的功能。

1. 提高负债比例，降低代理成本。代理问题的出现在某种程度上是由于自由现金流的存在，那些能够产生大量稳定自由现金流的公司，发生浪费行为高于那些仅能产生少量现金流量的公司。因此，可以通过提高负债比例来约束公司经理的浪费行为，将债务视为一种担保机制，促使公司经理多努力工作，更慎重地进行投资决策，从而降低代理成本。

2. 重视企业集团信息化建设，完善信息披露制度。完善的信息披露制度能够减少 ICM 信息不对称，是约束控股股东行为的重要手段。尤其是要求集团内上市公司详细披露其所有相关联公司的关联方交易，以及时有效地防止资金占用、关联方交易等掏空行为的发生。

3. 完善法律法规，规范 ICM 运作方式。受交易成本的限制，投融资方之间不可能订立穷尽各种情况的融资契约，完善与 ICM 运作相关的法律法规，诸如《破产法》、《公司法》、《合同法》、《证券法》以及财务会计准则等，可以降低投融资方之间的交易成本，进一步规范 ICM 运作方式，提高 ICM 配置效率。

主要参考文献

1. 冯丽霞.内部资本市场：组织载体、交易与租金.会计研究，2006；8

2. 李希富，袁奋强.多元化企业组织租金——基于内部资本市场的分析.兰州商学院学报，2007；5

3. 冯丽霞，高学明.内部资本市场融资：特征、优势与本质.中国乡镇企业会计，2009；1

4. 陆军荣.国外关于企业内部资本市场研究观点综述.经济纵横，2005；4