

内部资本市场及其对企业价值的影响:理论综述

郑迎迎

摘要: 内部资本市场是在西方伴随着企业组织结构创新和多元化经营浪潮而出现的一个学术名词,它兼具外部融资和内部资本配置的功能,因而既影响企业的融资结构也影响其公司治理结构,最终对企业的价值产生影响。

关键词: 内部资本市场 企业价值 双层代理关系

一、引言

信息不对称使得外部资本市场与企业之间存在摩擦(Williamson,1975),企业面临不同程度的融资约束。如果将金融系统改革、完善外部资本市场视为解决这一问题的“外部途径”,那么经济发达国家更多地是借助于一条“内部途径”——外部融资的限制在很多时候是通过企业内部资金的融通和优化配置得到缓解的,投资来源于企业留存收益的数目远远大于其外源融资的数量。

对企业内部资金的研究在20世纪中期之时迎来了其新的背景:美国的联合兼并浪潮使得企业规模急剧膨胀,企业内部资金的数量和流动规模也随之上升,组织结构发展到事业部型(也称M型),实行多元化经营的联合大企业不断涌现。以Alchian和Williamson为代表的新制度经济学家在对这些大企业集团的研究中,提出了一个所谓的“内部资本市场(InternalCapitalMarket)”的理念。Lamont(1993)也通过石油企业面临冲击时的金融行为,最早证实了内部资本市场的存在。

然而,有关内部资本市场的规范经济学分析却一直进展缓慢,直到20世纪80年代Grossman和Hart(1986)、Hart和Moore(1990)等人开创了企业理论的产权思路,才为该问题的规范分析提供了突破口。此后,Gertner,Scharfstein和Stein(1994)率先建立了内部资本市场的数学模型,后继的学者一步一步地对其进行着拓展和改进,实证方面的研究更是层出不穷。1999年2月,英国的经济政策研究中心举办了题为“核心竞争力、多元化与内部资本市场的作用”的专题论坛,将公司治理问题所关注的领域也拓展到了企业的内部资本市场。企业内部资本市场的理论正逐步成为近年国外研究的前沿问题,并成为研究企业内部资本配置最重要的理论。本文通过对国内外文献的综述,试图给出内部资本市场概

念一个界定,并揭示其对企业价值的影响,以期对未来的研究和中国的实践有所启发。

二、什么是内部资本市场

迄今为止,理论界对企业内部资本市场并没有一个明确统一的定义,各个学者只是根据自身模型和研究的需要对其进行一个大致的框定,并且更多地是从内部资本市场特征入手,对其进行种种描述。究其原因,是因为内部资本市场并不像外部资本市场(如股票市场)那样具有直接的制度表现形式,它只是研究者在探寻多层次企业内部金融活动的本质时,抽象出来的学术名词。

(一) 剩余控制权——内部与本质的区别

“内部资本市场”的命名是相对于“外部资本市场”而言的,后者也就是我们平常所说的“资本市场”。从理论上说,内部和外部资本市场都是企业的融资渠道,能够通过内部资本市场实现的融资,也可以在外部资本市场上完成,但实际上两者是有本质区别的。

企业的内部资本市场是依附于某一特定企业组织模式的产物,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,而在企业组织内部则凭借权威进行分配;这种权威方式之所以不同于市场价格机制是由于这种权力的实施是无法列入合约的(GrossmanandHart,1986;HartandMoore,1990;Hart,1995)。处于企业内部的资本市场便拥有这种合约中未特别规定的活动的决策权,即企业的剩余控制权,这便是内外部资本市场区别的根源(Gertner,ScharfsteinandStein,1994)。凭借剩余控制权,内部资本市场可以在企业内部组织金融活动,筹集并分配资金,并对部门间的资产进行重新配置(Gertner,ScharfsteinandStein,1994);而所有的这些都是企业外部的资本市场无法涉足的。

(二) 多层次企业——内部资本市场的依附组织

但企业组织内的资本市场并不是企业与生俱来的科层设计,它是随着企业规模的扩大和多层次组织结构的形成而逐渐浮现的。按照企业内部管理权威的高低,企业的层级组织结构大致可分为U型、M型和H型结构。其中,U型结构(Unitary Structure,即一元结构)是一种集权式的单层级制度,企业的管理层拥有对企业项目经营的绝对权威,内部资本市场特有的资源竞争现象也就不可能在这种单层级企业中出现。而M型结构(Multidivisional Structure,即事业部制或多部门结构)以及H型结构(Holding-company Structure,即多法人制的控股公司制)则是两种分权式的多层级结构,采取这两种结构的企业往往规模较大,组织结构呈现多级层次,并且有一个中央权威掌握资本分配的权力,其下属各层级的管理者围绕资金展开竞争,继而进行各级的投资。Williamson(1985)就认为:“可以将整个多层次的企业看作是一个企业组织内部的资本市场。”英美的联合大企业(ShinandStultz,1998;Scharfstein,1998;HubbardandPalia,1999)、欧洲和发展中国家的企业集团,以及跨国公司(Mudambi,1999;Desai,Foleyand Hines,2004; 洗国明、杨锐,2001),都可以作为内部资本市场的依附组织。而本文的研究也主要以这些企业为例。

(三) 集中融资方式——内部资本市场存在的前提和保证

与“集中融资”相对的是一种所谓的“分散融资”方式(参见图1),即各部门或成员企业向多个资金提供者融资,可以是直接融资(如在证券市场上进行股权融资),也可以是间接融资(如申请银行贷款)。而在“集中融资”方式中(参见图2),各部门或成员企业的融资都统一地由某一家金融中介(如银行或风险投资机构)承担,因此是一种间接融资的方式。在一个拥有内部资本市场的多层次企业中,集中融资供给者的角色由企业的中央权威(总部或母公司)来扮演;它也可以看作是一个特殊的金融中介,既可以像外部资本市场上的金融中介那样实施集中的外源融资,也可以在内部资本市场内组织集中的内源融资,然后统一将资本分配给各部门或成员企业(参见图3)。

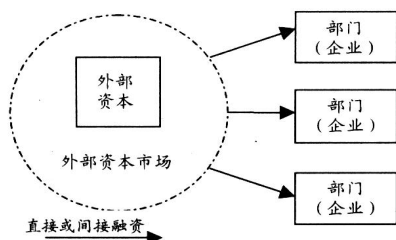


图1 分散融资

采取集中融资方式是内部资本市场得以存在和维持的保证。试想如果一个M型企业的各部门绕开其总部各自独立地向外融资,那么总部与部门之

间、部门与部门之间也就不存在金融联系,内部资本市场也就缺乏得以存在的资本纽带。而无论是通过外源还是内源融资,集中融得的资金都存在一个分配的问题,内部资本市场最关键的一项功能——资本配置由此产生。因此,一个拥有内部资本市场的多层次企业采取的必然是集中融资的方式。

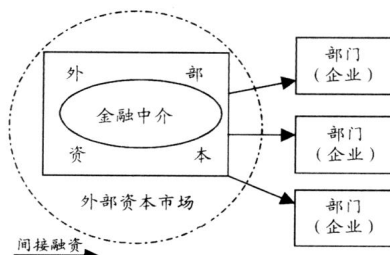


图2 集中的外源融资

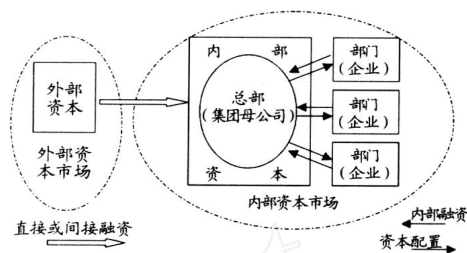


图3 内部资本市场的集中融资

(四) 与企业财务部门的区别

在企业的内部金融活动中,财务部门也承担了一部分重要的功能,但这与内部资本市场的功能是有区别的。正如内部资本市场的名称所暗示的那样,它首先是一种资本市场,因此关注的往往是长期的项目融资,以及企业长期的地理和产品战略。而企业财务部门的重点却是短期的现金管理,这些工作更多地是战术上的,从而也是短期的。其次,内部资本市场对其投资都享有剩余控制权,因而都是具有股权性质的。所以企业的资本预算和资本配置都是内部资本市场所参与的问题,而现金流拆借等债权性质的活动则由企业的财务部门来实施。

三、内部资本市场对企业价值的影响

(一) 信息不对称下的双层代理关系

其实内部资本市场所体现出来的功能原本可以由外部资本市场来承担,但由于外部资本市场上的信息不对称使得交易成本过高,这些功能在企业内部完成会显得更有效率。因为,内部资本市场处于企业内部,会具有信息方面的优势(Williamson,1975,1986),可以缓解外部投资者与企业之间的代理问题。

然而研究内部资本市场的学者认为,内部资本市场也如同其他金融中介一样,在消除了一层代理问题的同时却引发了新的代理问题。在研究中,出于分析问题的需要,往往把内部资本市场的代理关系简单地纳入一个双层的代理分析框架中,在信息不对称下,各层代理人会有机会主义行为,存在着道德风险问题。首先,外部资本市场的投资者委托总

部(或 CEO)对企业各部门、各投资项目实施监督并进行资本配置,这形成了企业内部的第一层委托代理关系;另一方面,总部通过内部资本市场将资金分配给各个部门经理,由他们负责项目的投资和监督,这便形成了总部与各层部门经理之间的第二层代理关系。

(二)第一层次的代理:放松融资约束和过度投资

Alchian(1969)最早给出了直觉上的判断,他认为内部资本市场的优势就在于其集中融资的优点:集中融资能产生更多的监督,因而可以缓解外部资本市场的信息不对称问题,减少资金供给者和需求方之间的摩擦,从而对企业融资具有效率增强作用。Williamson(1975,1986)、Gertner,Scharfstein 和 Stein(1994)进一步认为,企业总部比其他集中融资提供者(比如银行)更有动力去实施这种监督。在 Williamson(1975,1986)看来,企业总部在监督和信息获取方面具有内部人的优势,因而内部资本市场规避了困扰外部资本市场的投资项目的信息披露以及激励问题。Gertner,Scharfstein 和 Stein(1994)延续了 Grossman和 Hart(1986)模型的思想,开创性地建立了内部资本市场的数学模型(以下简称 GSS 模型),对内部资本市场和银行进行了比较,认为内部资本市场所拥有的剩余控制权可以保证它在监督中实施改进措施的权力。而银行由于不具有对项目的剩余控制权,就只能劝说部门经理去实施它认为能增加收益的策略,部门经理可以藉此机会“敲竹杠”,从而与银行分享未来增加的收益。这样一来,同样是集中融资提供者,总部进行监督的动力将会更大,从而为企业创造更多的价值。此外,Matsusaka 和 Nanda(2000)把内部资本市场理解为企业的一种实物期权,企业凭借这一期权可以绕开外部资本市场,避免由于外部资本市场的信息和激励问题所导致的高融资成本,利用企业的内部资金实现投资,缓解其投资不足问题,增加企业价值。对此,许多计量模型都给以了实证支持。

但根据 Jensen(1986)的“自由现金流理论”,内部资本市场放松了企业的融资约束后,使得企业内部的自由现金流更加充裕;当信息不对称程度高时,管理者就可能浪费现金流,因为此时他们的行为无法被外部投资者观察到。Stein(1995)指出,剩余控制权与收益权的分离,使得总部具有一种“帝国扩张”的偏好,这将导致它们对企业进行过度投资。Matsusaka 和 Nanda(2000)也认为总部在执行内部资本市场这项实物期权的时候,会力求股东价值和他们从投资中得到的私人收益之和最大化。而且内部资本市场使得企业的内部资源具有很高的灵活性,企业不受外部融资的高成本约束,总部进行过度投资的机会成本就相对较小。于是内部资本市场可能会出现浪费资本的现象,增加总部层面的代理成本,降低企业价值。Iundstrum(2003)通过考察美国 1991-1996 年间 5286 个被信息问题困扰的多元企业,也证实企业的超额价值与内部资本市场多融

到的资金呈负相关关系。

(三)第二层次的代理:部门事前激励的降低和总部的资本配置扭曲

内部资本市场对外部融得的资金和内部统筹的资金进行分配,被认为是其最为关键的功能(Williamson,1975),也是学者们研究的焦点。当企业拥有了充足的资金后,如何将融资有效地转化为投资是最终能否放松企业融资约束的关键,也即内部资本市场进行资本配置的效率直接影响着企业投资的效率。在 Grossman和 Hart(1986)、Hart 和 Moore(1990)等人开创了企业理论的产权思路之后,研究内部资本市场的学者也将其研究纳入此框架,建立了许多数理模型和计量模型,对内部资本市场进行了规范经济学分析,同时也将公司治理理论所关注的领域开拓至内部资本市场。^①

从理论上说,如果内部资本市场能“有效”^②配置多层次企业的资本,那么企业价值就会增加(Weston,1970;Williamson,1975;Stein,1995)。在 GSS 模型的基础上,Stein(1995)建立了一个“总部挑选胜者”的模型:拥有企业剩余控制权的总部能够实施一项“挑选胜者”的工作,各部门围绕资金展开竞争。总部认为能在其中胜出的投资机会拥有较高的预期产出,于是会优先把资金分配给“胜者”。通过这项优胜劣汰的筛选活动,内部资本市场可以在现有的资金预算约束下,将有限的资金分配给企业内最好的投资机会。^③但在 Stein(1997)的模型中,部门管理者是个被动的机构,对各部门的利润没有影响。Brusco和 Panunzi(2000)则研究了部门的激励问题,他们将 Stein(1995)模型拓展到多期后指出,挑选胜者活动剥夺了各级部门对本部门自产现金流的控制权,而部门管理者的私人收益是与其所掌控的资金正相关的。于是内部资本市场会降低他们寻求投资机会以及制造现金流的事前激励,因为该期创造的资金很有可能在下一期被重新调配给其他部门,并将最终影响“挑选胜者”的效果。Gautier和 Heidery(2001)进一步将模型中管理者的补偿内生,得出的结论仍然不变。因此企业总部挑选胜者活动并不一定能使企业价值增加。

更多的研究则质疑了总部进行资本配置的效率(即总部能否真正地挑选出胜者),因为总部与部门间存在着代理问题。总部在挑选胜者时,会主要依据其对各部门投资机会的预期产出的判断。然而总部与各层级部门间是存在信息不对称的,总部可以利用内部人的优势增加与各部门的接触,获取更多的信息;但是频繁的联系又为部门管理者提供了更多“寻租”(包括“影响活动”和“建立帝国”)的机会,这会扭曲总部对资本的分配,致使总部将过多的资本移向投资机会较差的部门,降低企业价值。Milgrom(1988)、Milgrom和 Roberts(1988)很早就指出,为了能为本部门争取更多的资本预算,部门经理可能会把资源浪费在影响活动上。随后,Meyer,

Milgrom和Roberts(1992)建立了一个资产出售模型:部门经理通过夸大部门的投资前景来争取更多的预算,但总部通过理性分析就能将其识破;因此这种浮夸行为所带来的低效率仅限于部门经理时间和精力上的浪费。Rajan,Servaes和Zingales(2000)在此基础上建立了资本扭曲模型,模型的结论是总部有一种在企业内部搞“平均主义”^⑩的倾向。他认为,总部也意识到寻租对企业价值的影响,于是就对各部门采取一视同仁的态度;总部这样做的初衷是要将资本配置作为一种激励计划,鼓励部门经理们进行合作以追求联合利益的最大化,而不是去寻租以求私人利益最大化,然而却导致了平均化的资本配置扭曲。Wulf(2002)的模型虽然有所不同,但结论也是如此。Lamont(1993)、Scharfstein(1998)、Shin和Stulz(1998)、Shin和Park(1998)及Rajan,Servaes和Zingales(2000)等人都在实证中发现了总部“交叉补贴”的次优投资行为,证实了上述模型的结论:进行交叉补贴的总部会将资金从投资效率较高的部门转移出来,补贴给低效部门,使得低效部门得到的资金将比原本按照投资效率分配要多。而Sung(2001)、Lee,Park和Shin(2005)在考察金融危机之前的韩国企业集团的时候,发现了企业集团中的交叉补贴现象——“隧道效应”^⑪,即控制性股东利用其在内部资本市场的剩余控制权,在成员企业间转移资本;而这些投资更多地流向了业绩较差的成员企业,造成了资源的浪费,降低了企业利润,影响了整个集团的企业价值。

(四) 双层代理关系的交互作用

第一层代理关系还会对第二层代理关系产生影响。Scharfstein和Stein(2000)解释了为什么总部要以资本而不是现金的形式补偿寻租经理人。他们认为由于总部自身也是代理人,所以会选择为自己保留更多的现金进行其他增加私人利益的投资,而用资本预算去补贴劣势部门,这样一来第一层代理关系便影响了资本配置的效率。Scharfstein(1998)认为当投资者对总部(CEO)的激励不足时,内部资本市场的平均主义现象会更严重。Matusaka和Nanda(2000)指出企业的投资决策受到其融资状况的制约,当企业融得的资金非常充裕时,内部资本市场转移资金的活动就会很少发生,资本配置扭曲的情况也会大大减少。Hege和Ambrus-Lakatos(2002)发现当企业处于不发达的金融市场之中,或者面临金融危机之时,其价值会随着融资环境的变差而减小。Classes等(2003)通过对3000家东亚企业的计量分析,也得出了同样的结论。邹薇和钱雪松(2005)则认为中国上市公司低廉的融资成本加剧了部门经理的寻租行为,降低投资效率。

另一方面,第一层次的代理问题又在很大程度上取决于控制权在第二层代理关系中的分配(Stein,2002)。Scharfstein和Stein(2000)指出,因为总部拥有对投资资金进行重新分配的权力,于是在某些情

况下投资机会的多样化将加剧第一层次的代理问题。与之相对的是,银行由于没有将某客户的资金移交给其他客户使用的权力,多样化却能减轻第一层次的代理问题。此外,Peyer(2002)发现高效的内部资本市场反过来可以降低外部资本市场的融资成本,高效配置的信号反馈到企业外部可以缓解企业第一层次的信息不对称问题。他利用1980-1998年间美国多元化企业的面板数据,回归后证实了内部资本配置效率高的企业在外部资本市场上融得的资金也多。Inderst(2003)则建立了一个最佳契约模型,认为内部资本市场内的跨期交叉补贴如果有效,就能增强企业的总体收益和还款能力,放松其事前融资约束;但也使得企业对外部资本市场的依赖和接触减少,减少外部投资者对企业监督的机会,这又加剧了第一层次的代理关系,紧缩了企业事前融资约束。邹薇和钱雪松(2005)认为部门经理的寻租行为会助长总部的“帝国扩张”倾向,使其过分增大融资规模。

(五) 对企业价值的综合影响:企业边界与多元折价

通过对内部资本市场的双层代理问题的分析,我们可以看到,内部资本市场既有增加也有减少企业价值的一面,那么其综合的影响究竟是优是劣?如果延续Coase(1937)的观点:企业存在的原因是因为权威代替价格机制导致交易成本的节省,那么从理论上说,多个部门或多个独立企业兼联合形成一个内部资本市场(也即成为一个多层级企业或企业集团)的目的应该是为了利用内部资本市场的金融效率,实现企业总体价值的增加(Kaplanetal.,1997;HubbardandPalia,1999;Deloof,1998;Reimund,2002);而多层级企业或企业集团的公司分立、资本重组以及股本缩减或业务归核化则是对低效内部资本市场的一种缩减和解体(Schlingemannetal.,1999;PeyerandShivdasani,2000;Gertneretal.,2002;McNeilandMoore,2003)。企业的内部资本市场又是依附于某一特定企业组织模式的产物,因此它的边界实际上就是其所依附的企业的边界。于是内部资本市场的最优规模即企业的边界应该取决于这种集中一体化优劣的权衡和折衷。

在实证中,学者往往通过考察多层级企业尤其是多元化企业的超额价值来判断内部资本市场的总体规模效率。Berger和Ofek(1995)、Comment和Jarrell(1995)、Lang和Stulz(1994)、Servaes(1996)及Lins和Servaes(1999)分别发现了美国、德国、英国和日本企业的多元折价问题(即多元化企业的超额价值为负),他们认为这表明内部资本市场的规模不合理,致使企业价值降低。然而,Chevalier(2000)、Whited(2001)、Maksimovic和Phillips(2002)、Campa和Kedia(2002)及Gomes和Livdan(2004)则对这些模型的数据和代理变量提出了质疑,他们认为美国企业的CompustatBusinessSegmentDatabase部门数据存在

着缺陷,^④并且用同行业中独立企业的托宾 q 的中位数来衡量联合企业部门的投资机会,会导致有偏估计。当换用其他数据和投资机会的代理变量之后,企业折价的情况便消失了。^⑤另外的文献虽然也承认公司存在折价问题,但并不认为是由内部资本市场低效所导致的,而只是一种样本选择偏差(Chevalier,2000;Grahametal.,2002);或者内部资本市场低效只是多元折价的原因之一,在剥离其他因素之前这一因素可能被大大高估(RongandGuo,2004)。总之,内部资本市场与企业价值的正向或负向关系尚无定论,还有待进一步的理论研究和实证支持。

四、总结与启示

(一) 总结

内部资本市场是一种依附于多层级企业的,在企业内部组织集中融资的科层组织。它拥有的剩余控制权使其还具备资本配置的功能,这也是内部资本市场最为关键的功能。

多层级的组织结构使得内部资本市场的委托代理关系也呈现多级层次,现有的研究通过一个简化了的双层代理分析框架,考察了内部资本市场的特征以及它对企业价值的影响:在第一层面(即总部层面)的代理关系中,内部资本市场的低信息成本可以有效降低企业与外部资本市场的信息不对称,放松企业的融资约束,使企业获得更多外部资金,满足盈利性项目的资金需求,从而增加企业价值。但是充足的资本会导致内部资本市场的过度投资现象,降低企业价值;因为作为外部投资者代理人的总部具有帝国扩张的动机,而在信息不对称下这种浪费资本的行为往往是无法被外部投资者观察到的。而在总部与部门的第二层面,总部在各部门中“挑选胜者”的初衷是为了提高资本的总体配置,但却引发了各部门事前激励的降低和部门经理的寻租行为,表现为“交叉补贴”和“隧道效应”,最终导致资本配置扭曲、企业价值降低。此外,两个层面的代理问题还存在着互相影响的交互作用。综合这些影响,内部资本市场是否会带来企业多元折价,它的最优规模何在,尚无定论。

可见,内部资本市场的研究既是公司层面的金融问题,也是企业内部的公司治理问题。而且多层级结构使得企业的组织结构更为复杂、委托代理链大大增长,企业的公司治理问题因为内部资本市场而变得更加复杂。

(二) 对未来研究的展望

首先,内部资本市场的模型至今还未涉及企业的利润分配阶段。只有 Inderst(2003)在模型中提到,总部集中资金的能力同样也保证其能保住这些收益而不会流向投资者,因此内部资本市场创造的价值并不能完全被投资者拥有。其次,与美国的联合企业不同的是,许多国家的企业集团允许其成员企业根据需要,在内部资本市场的集中融资机制之

外,直接从外部资本市场筹集资金。这种不完全的集中融资方式会在一定程度上削弱内部资本市场所拥有的剩余控制权,并最终影响到整个企业集团的价值。第三,内部资本市场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,最终会扩及整个宏观经济。^⑥这些都有待未来的进一步研究。

(三) 对中国实践的意义

中国的资本市场尚未健全,与企业之间存在着严重的信息和激励摩擦,融资约束问题对于中国企业而言,显得尤为突出和急迫。一方面,我国的信用体系不完善,使得外部资本市场上借款人的“道德风险”问题严重,不少企业只借不还,又大大削弱了中国资本市场的信用度。另一方面,金融制度的改革使得银行更注重贷款风险,“逆向选择”问题降低了资源配置的效率,并使得企业融资更为困难,成本更高。因此,外部资本市场的改革一直是经济改革中的焦点——改革开放二十多年来,商业银行的改革重组、国有企业的股权分置、金融控股公司的破壳而出等等,都表明我们在“外部途径”上的努力从来没有停止过。

但是,“内部途径”同样值得我们关注和借鉴,甚至显得更有意义,因为如何将融资有效地转化为投资是最终能否放松企业融资约束的关键。在既有的外部融资约束环境下,特别是在当前国家进行宏观调控、紧缩信贷的大环境中,企业尤其是中小型企业不妨转换一下思路,从内部资本市场的角度去考虑,由内部途径缓解企业的融资问题。通过联合、兼并和重组形成企业的内部资本市场,利用内部资本市场在融资和资本配置方面的优势,在企业内部实现优胜劣汰,最终提高资源的使用效率,放松融资约束。

在我国,企业内部资本市场的研究才刚刚起步。虽然国内已经有学者做了相关方面的努力(周业安、韩梅,2003;何佳、吕岚,2004;陆军荣,2005;许奇挺,2005;曾亚敏、张俊生,2005)。但与国外的研究相比,中国企业的内部资本市场问题还有广阔的空间留待我国的学者去开拓和创新。

注释:

早在1961年,Donaldson就研究了美国大公司的融资惯例,发现企业在融资时对内部资金有着强烈的偏好。随后,Myers(1984)进行总结并正式提出了“啄序融资理论”,提出了企业先求助于内部资金后考虑外部资本的融资顺序。MacKie-Mason(1990)也通过美国企业的样本数据,证实美国企业的大多数投资都是通过内部产生的现金流进行融资的,外部资本市场对此的约束有限。Lamont(1993)发现从1981年到1991年,内部资金已占到美国非金融企业资本成本的3/4。据Brealey和Myers(2003)统计,美国非金融企业的内部资金占其总投资额的比例,在1990-2000年间从72%增长到108%。而Corbett和Jenkinson(1997)也发现,这一比例在当年的德国、日本和英国也都超过了2/3。

M型企业的有关内容参见威廉姆森:《资本主义经济制度——论企业签约与市场签约》,中文版,388~412页,北京,商务印书馆,2002。

Alchian(1969)和Williams(1975)分别发现了GE公司

内部的“投资资金市场”和M型企业内部的“微型资本市场”,企业内部的各部门围绕资金资源展开了竞争。由于这些金融活动具有与外部资本市场相类似的功能,后继的学者便形象地将其总结概括为企业的“内部资本市场”。

在M型企业中,CEO或企业总部承担了这种中央权威的角色,向各层事业部(即各个利润中心)分配资金;而H型企业则由母公司向其控股的下属子公司、分公司(即各个投资中心)分配资金。

比如韩国的 Chaebols(ShinandPark,1997;Lee,Park,Shin,2005),日本的 Keiretsus(Walker,2001),德国的 Corporate Groups(Reimund,2002),比利时的 HoldingCompanies(Delooft,1998),印度、日本、印尼、智利等国的 BusinessGroups(Khanna andPalepu,1997)等等。

按照标准的“搭便车理论”,当企业面临众多的资金提供者(比如公司的股票和债券被大量的投资者持有的情况),单个投资者可能缺乏对企业进行监督的激励,因为他们所获得的边际收益很有可能不足以弥补监督所付出的边际成本(DewatripontandMaskin,1995)。但对于单个集中融资供给者而言就不存在搭便车的可能,于是它会有动力去发掘反映部门现有业绩和未来前景的信息,对企业进行监督。

Williams(1975)的解释是:外部资本市场的局限性在于它是一种外部控制工具,在监督方面受到规章上的限制,并且对企业内部的激励机制和资源分配机制缺乏参与。相对而言,内部市场在监督上具有两方面的优势,各部门的经理是企业总部的下属,所以说无论是账面记录还是保存的文献都可以审查。

Houston和James(1998)发现美国银行控股集团的附属银行的贷款业务对资本和现金头寸的敏感度较低,说明金融集团的内部资本市场放松了小附属银行的信用约束。Reimund(2002)选取了220家德国企业集团,发现它们很少直接向外部资本市场融资,而且各成员企业的投资对现金流的敏感度较低,说明内部资本市场十分活跃。Delooft(1998)及Shin和Park(1998)考察了比利时和韩国的企业集团,也得出了相同的结论。Desai,Foley和Hines(2003)认为跨国公司可以适时地利用内部资本市场,克服附属企业当地不利的法律和资本市场环境。他们发现在资本市场欠发达或债权人权力较弱的国家,跨国附属企业较少在当地融资,所缺资金的3/4都由向母公司借款所替代;在资本管制的国家,跨国企业则利用内部资金绕开当地对向国际资本市场融资的限制。

超额价值是指多层级企业的价值减去与之相应的一些独立企业的组合价值所得到的净值(BergerandOfek,1995)。

正如Stein(1995)所说的那样,外部资本市场不一定能给予项目以资金支持,或者即使能给予资金支持,也不能在项目间转移资金。于是,这会促使部门管理者只关注本部门的利益。而内部资本市场的主要作用却恰恰是要消除这种偏颇,通过总部的统一资本配置提高企业的总体收益。

⑩传统我们所关注的仅仅是外部资本市场的公司治理,即外部投资者对于控制性股东或管理者的监督。而内部资本市场上的治理问题,还涉及企业的资本预算决策机制,以及总部将资本在各部门间的分配和监督机制。

⑪所谓的“有效”就是指能将资金分配给拥有好的投资机会,但却缺乏自有资金的部门或成员企业。

⑫而对于一个不拥有剩余控制权的银行,它就没有权力剥夺一个部门的资金去补贴其他部门,假如它这样做的话,被“剥削”的部门将会去外部资本市场另谋高就。

⑬Shin和Stulz(1998)最早将内部资本市场的这种现象命名为“平均主义”,即各部门所获资金并没有因为投资机会或投资效率的差异而有所不同。

⑭在公司治理的研究中,Johnson等(2000)把控制性股东利用金字塔结构将集团资源转移至对他们有利的地方的现象称为“隧道效应”。

⑮因为随着时间的推移企业会进行部门重组。而且,企业往往任意地在部门间分配管理费用和资产,造成年度间的不一致。由此,这些数据公开的部门信息是有限的,有时甚至是扭曲的。

⑯Maksimovic和Phillips(2002)使用了企业的整体数据和

投资机会的测量值;Whited(2001)则用“测量误差一致估计量”来代替托宾q;Khanna和Tice(2001)依赖于行业出版物上对部门、相关度和投资机会的定义解说,并利用相对产出量来衡量企业的投资前景;Billett和Mauer(2000)则通过追踪股票的公告日收益来考察内部资本市场价值。

⑰Murillo(2002)在考察了美国金融集团的附属银行对美联储货币政策反应后指出,内部资本市场在放松了这些附属银行的信用约束后,弱化了中央银行货币政策对银行贷款政策的影响。GonzaloCastaeda(2002)根据墨西哥的产业集团在1997年金融危机前后的表现,得出结论:内部资本市场在信用通道和货币传导机制方面的作用,可以阻挡商业借款的冲击,稳定产出和经济增长,起到金融缓冲器的作用。但宏观方面的专门研究目前还很少。

参考文献

1. 威廉姆森:《资本主义经济制度——论企业签约与市场签约》,中文版,北京,商务印书馆,2002。
2. Alchian,A.A.,1969. “CorporateManagementandProperty Rights,”inH.Manne,ed.,EconomicPolicyandtheRegulationof CorporateSecurities.AmericanEnterpriseInstitute,Washington,D.C.,pp.337-360.
3. Berger,P.andOfek,E.,1995. “Diversification’sEffecton Firm Value.”JournalofFinancialEconomics,37,pp.39-65.
4. Brusco,S.andPanunzi,F.,2000. “ReallocationofCorporate ResourcesandManagerialIncentivesinInternalCapitalMarkets.” WorkingPaper,UniversidadCarlosIIIdeMadridandUniversit à BocconidiMilano.
5. Gautier,A.andHeidery,F.,2001. “WhatdoInternalCapital MarketsDo?RedistributionVSIncentives.”WorkingPaper,ULC.
6. Gertner,R.,Scharfstein,D.andStein,J.,1994. “Internal VersusExternalCapitalMarkets.”QuarterlyJournalofEconomics, 109,pp.1211-1230.
7. Inderst,R.andMuller,H.,2003. “InternalversusExternal Financing:AnOptimalContractingApproach.”JournalofFinance, 58,pp.1033-1062.
8. Lamont,O.,1993. “CashFlowandInvestment:Evidence fromInternalCapitalMarkets.” WorkingPaper,Universityof Chicago.
9. Matsusaka,J.andNanda,V.,2000. “InternalCapital MarketsandCorporateRefocusing.” WorkingPaper,Universityof SouthernCaliforniaandUniversityofMichigan.
10. Rajan,R.,Servaes,H.andZingales,L.,2000. “TheCost ofDiversity:TheDiversificationDiscountandInefficient Investment.”JournalofFinance,55,pp.35-80.
11. Scharfstein,D.andStein,J.,2000. “TheDarkSideof InternalCapitalMarkets:DivisionalRent-SeekingandInefficient Investment.”JournalofFinance,55,pp.2537-2564.
12. Shin,H.andStulz,R.,1998. “AreInternalCapitalMarkets Efficient?”QuarterlyJournalofEconomics,113,pp.531-552.
13. Stein,J.,1995. “InternalCapitalMarketsandtheCompetition forCorporateResources.”NBERWorkingPaper,No.5101.
14. Stein,J.,2001. “AgencyInformationandCorporate Investment,”inC.George,M.HarrisandR.Stulz,eds.,Handbook oftheEconomicsofFinance.ElsevierNorth-Holland,VolumeIA CorporateFinance,Chapter2.
15. Whited,T.,2001. “IsitInefficientInvestmentthatCauses theDiversificationDiscount?”JournalofFinance,56.
16. Wulf,J.,2002. “InternalCapitalMarketsandFirm-Level CompensationIncentivesforDivisionManagers.”JournalofLabour Economics,20,pp.219-262.
17. Williamson,O.E.,1975.MarketsandHierarchies: AnalysisandAntitrustImplications.CollierMacmillanPublishers, Inc.,NewYork,pp.147-148.

(作者单位:中国人民大学财政金融学院 北京 100872)

(责任编辑:N、K、S)