

内部资本市场的研究进程:一个文献综述*

曾雪云

[摘要]本文对内部资本市场在经济体系中的角色和作用机制进行了文献综述。内部资本市场在缓解外部融资约束和改善资本配置效率方面具有重要作用,不仅在美国公众公司的价值创造中扮演了很重要的角色,还有望在市场经济转型期国家实现更高的价值创造和最优配置效率,并且对产品市场竞争、国家金融发展以及资本全球化等宏观经济问题也存在重要影响。与此同时,内部资本市场也带来了经理人代理成本、大股东利益侵占和非理性行为等问题。无论如何,这两方面的经济后果都相当重要。但目前业内对内部资本市场的研究还处于早期阶段,并且存在大量争议,还需要进一步深入和扩展。

关键词: 内部资本市场 资本配置效率 公司金融

JEL 分类号: G15 G31 G34

一、引言

内部资本市场^①(Internal Capital Market)对于缓解外部融资约束和改善资源配置效率有至关重要的影响,不仅在美国前 500 强公众公司的价值创造中扮演了相当重要的角色(Montgomery, 1994),而且有望在市场经济转型时期实现最优资本配置(Stein, 1997),但它也很可能限制了发展中国家的金融发展(Almeida and Wolfenzon, 2006),因此对内部资本市场的研究是值得期待和拓展的。就我国的市场化改革来说,不仅在过去三十年创造了世界经济的奇迹,而且中国企业的发展速度已为世界所瞩目。考虑到这个市场化进程,内部资本市场既可能在改善资源配置效率和促进金融发展等方面具有比较重大的现实意义,也可能带来财富转移和过度投资等问题。但业内对该领域的研究却还处于比较早期的阶段,因此本文希望对内部资本市场的重点问题进行梳理提炼,以加深理解和为后续研究提供一个借鉴。

通览已有文献所力图解答的核心问题莫不在于:内部资本市场在经济体系中可能扮演的角色和已经发挥的作用?围绕这个问题,众多美国知名经济金融学者进行了卓有成效的研究。其中,Stein (2003)提供了很好的文献综述。以 Stein(2003)为界,经典文献很大程度上是与多元化企业的资本配置效率相联系的,近期文献则在更宽广的层面探究了内部资本市场的组织形式、效率改善以及对外部经济的影响。这些文献涉及面广,内容丰富,给我们展示了广阔的研究空间。

立足于这些研究成果,本文接下来的部分将沿着内部资本市场的研究进程展开文献综述,第二部分论述内部资本市场的组织问题,第三部分讨论内部资本市场的效率问题,第四部分讨论内部资本市场的融资问题,第五部分探讨内部资本市场的外部性,第六部分是评论性总结。其中,第二、三部分先提炼经典文献的观点和结论,然后顺延到近期文献,以展示业内对这些关键问题的认识

* 曾雪云,北京大学光华管理学院,博士后,讲师。作者诚挚感谢中国博士后科学基金的资助(2011M500194)。

① Alchian(1969)和 Williamson(1975)把企业内部围绕资金展开的竞争性活动称为内部资本市场。本文认为凡是资金在企业或组织内部的流转和分配活动都应当纳入内部资本市场的研究范畴。

深度和研究进展;第四部分主要涉及发展中国家的问题,以国内文献为主,以利于发现和解决国内的现实问题;第五部分主要涉及最近的研究话题,以利于发现和引申新的研究课题。

二、内部资本市场的组织问题

(一)内部资本市场与 M 型组织

虽然企业与市场是对立存在的,但是企业内部也存在类似于市场的资金竞争性活动。Alchian (1969)首先发现通用公司内部存在一个“投资资金市场”(Investment Funds Market),并且公司内部的资金竞争性活动可以缓解成员企业与银行之间的融资摩擦。与此同时,Williamson(1970,1975,1985)对内部资本市场做了更为深入的解释。Williamson 认为“微型资金市场”(Miniature Capital Market)解释了 M 型联合大企业(Conglomerate)的存在机理。虽然企业的内部决策主要倚重于科层组织中的权力机制(Coarse, 1937),但企业内部也不同程度地存在资金竞争机制,这使得企业内部的组织形式出现很大差异,可以概括为 U 型、M 型和 H 型三种(Williamson, 1970, 1975)

U 型是一元结构的职能型组织,主要依靠行政协调。如果公司规模相对较小或者业务相对单纯,U 型结构就能够良好运行。但随着公司规模扩大与业务复杂性的增长,行政指挥和职能协调的困难增大,U 型结构的管理者往往事务缠身、精力受限,而且习惯于按照自己的专业职能理解公司整体业务,排斥或者忽视其他职能,导致迷失长期战略目标,最终丧失公司成长的效率。H 型的组织结构相当于投资控股公司,内部决策接近于市场机制。虽然总公司掌握了子公司的大部分股份,原则上拥有外部资本供给者难以得到的信息渠道,但经营业务的高度多样化使得高层管理者不可能对公司业务有真正的理解,在制订资本分配决策时只能依赖于简单粗略的财务分析指标,而这些指标实际上也被广泛用于公开市场估值,有强调短期效率的倾向,所以 H 型结构过多依赖市场机制也会影响到公司的长远发展和整体效率,难比外部市场更有优势(Williamson, 1975)。

鉴于 U 型和 H 型组织的效率问题,Williamson 提出了一个 M 型假说。M 型组织由一组有选择的多样化事业部门构成,是介于典型科层与市场之间的中间型结构,依赖总公司的行政协调和内部市场竞争机制共同决策。在 M 型结构之中,各事业部之间既相互竞争又相互依赖,并且有一定的协同作用,总公司最重要的任务是利用这种竞争性协同进行内部资金分配和提供共享资源,然后从各事业部利润中获取收益。由于事业部绩效在一定程度上依赖并分享总公司的管理绩效和共同商业资源,譬如销售渠道、研发成果等,因此事业部的财务绩效与总公司管理者的细致工作密切相关。所以,M 型组织的总公司在鼓励事业部开展项目竞争的同时还会加强监管和鼓励合作,利用市场和权威这两种机制共同创造出更高的企业价值(Williamson, 1975)。

但是 M 型组织也并非普遍适用的组织形式,关键在于如何权衡内部资本市场的利与弊。在发展中国家和市场经济转型时期,构建 M 型组织有利于企业的价值创造(Stein, 1997; Motta, 2003)。此时,企业内外存在严重的信息不对称,银行等外部投资机构往往很难获知企业真实的内部信息,以银行为主导的金融中介很难对分部经理产生有效激励,以总部为主导的内部资本配置有望发挥替代作用(Stein, 1997; Motta, 2003)。但是,M 型组织的资金分配也并非总是有效率。由于企业总部对于那些事前难以预料的不确定性信息的关注度会很高,进而有可能将更多的资金分配给那些利润预期更为确定的经营分部,在这种情况下,带有不确定经营信息的信息分部经理很难影响企业总部对它们当期效益的评估,此时独立组织比 M 型组织能提供更为有效的激励。比如,新兴行业、高增长行业和初创性公司,这些公司的利润预期通常表现为较大的事前不确定性,新信息对于效益评估的影响会更大,此时不适合采用 M 型组织结构(Motta, 2003)。

(二)内部资本市场与新型组织

虽然起初很多学者对 M 型组织与多元化往往不加区分,甚至认为内部资本市场只存在于多元化经营之中。例如,Weston(1970)提出多元化企业的总部可以在不同收益率的项目之间展开资金竞争性活动,因此可以复制外部资本市场的资源配置功能,而专业化企业则只相当于独立结构,不存在资源配置功能。又如,Stein(1997)在分析内部资本市场的边界时认为如果企业选择了聚焦战略,就只有独立的经营项目,此时将不再拥有内部资本市场。然而,随着美国 20 世纪 80~90 年代多元化浪潮的退去,大量的美国公司开始进行资本拆分,此时有学者提出内部资本市场“消亡论”。例如,Guill(2000)以及 Khanna and Palepu(2000)认为,随着外部资本市场发展程度的提高,多元化公司运用内部市场进行资本集聚和资金分配的效率将显著下降,建立和维系内部资本市场运行的成本将逐渐超过其收益,内部资本市场的重要性将会降低,以致没有存在的意义,最终会被外部资本市场所取代。

然而,随着资本市场的发展,企业集团的经营战略以及参与市场竞争的方式也在不断转变。在经济全球化的影响下,跨国公司、集团化等新型经济联合体先后涌现,社会资源正在由外部市场逐渐转移到这些大型联合组织的内部,这也改变了内部资本市场的组织形式。例如,冼国明和杨锐(2001)以及 Desai, Foley and Hines (2004)研究了跨国公司的内部资本市场问题, Almeida and Wolfenzon (2006)研究了集团公司的内部资本市场。最近的研究发现,专业化企业也存在活跃的内部资本市场(王化成、曾雪云,2010)。这是因为专业化企业具有多项目经营、多地点经营的特点,企业总部通常需要在不同项目之间进行筛选和资金调配,因此也存在活跃的内部资本市场,后者也会参与和影响社会资源的整体配置(王化成、曾雪云,2010;叶康涛,曾雪云,2011)。

三、内部资本市场的效率问题

(一)内部资本市场的价值创造效应

1994 年, Gertner, Scharfstein and Stein(以下简称 GSS)率先对多元化企业内部资本市场的配置效率进行了理论解释。GSS(1994)的分析框架表明:在企业总部的剩余控制权有效的条件下,构建内部资本市场有望实现更优监管激励、有效的经理层约束和更高效的资产重组。在企业内外信息不对称和代理问题的影响下,以银行为代表的外部资金提供者会担心企业管理者存在逆向选择问题(Jensen, 1986)。这带来了企业与银行之间的交易成本和融资摩擦,使得企业很难从外部市场获得足够的资金(Alchian, 1969; Williamson, 1975)。当面临这一类的融资约束时,企业总部(Headquarters)具有外部资金提供者难以比拟的信息优势和监管优势:一是总部对分部可以有相对真切、及时的了解,二是总部可以对分部的资金使用情况实施有效监管和更优激励,因此由企业总部代表各分部向银行进行集中融资和资金再分配将比银行直接向独立企业配置资金更有效率(GSS, 1994)。

Stein(1997)的分析框架解释了多元化企业内部资本市场的运行机理。多元化企业的内部资金再分配机制是一种可称为“挑选优胜者”(Winner Picking)的活动(Stein, 1997)。当各个分部围绕总部的稀缺资金展开项目竞争时,总部的信息优势有助于它做出正确抉择,将稀有资金优先配置给项目经济价值更高的分部;且总部是唯一兼有控制权和监督权的利益主体,比银行更有控制能力和监督能力,因此总部可以通过“挑选优胜者”活动实现更优的资本配置效率(Stein, 1997)。鉴于“挑选优胜者”活动具有类似于金融中介的资本配置功能,因此即便内部资本市场不能帮助缓解公司整体的信贷约束,它的择优配置功能也能促使企业创造超额价值,这可以称为“更优资金效应”(Smarter Money Effect)(Stein, 1997)。Stein 还定义了内部资本市场的边界和规模。“边界”是指既定规模下对多元化战略与集中化战略的选择。“规模”是指在既定融资约束与监管质量下对内部资本

市场大小的权衡。“边界”与“规模”构成了“最优集中度”,当企业总部专注于一个小规模、集中化的项目组合时,内部资本市场很可能更有效率(Stein,1997)。

但 Peyer(2002)的理论主张与 Stein(1997)不同。Peyer(2002)认为内部资本市场与外部资本市场是补充关系而非替代关系。在资本配置有效的前提下,内部资本市场的规模越大,越有可能实施更高效的资本配置和融通更多的外部资金。那么,Peyer(2002)的推理是否解释了集团公司资本规模日渐膨胀的原因,而 Stein(1997)的理论是否意味着高度多元化企业的价值减损具有必然性?对于这些问题,目前还没有确切的经验证据。

就实证研究来说,Hubbard and Palia(1999)最先证实了多元化企业内部资本配置的有效性。Hubbard 和 Palia 通过研究美国 19 世纪 60 年代的多元化合并浪潮发现,不受融资约束的买方合并和受到融资约束的目标公司时的并购收益率最高,因此企业并购有助于建立高效的内部资本市场,并且能够克服外部信息不对称和缓解目标公司的融资约束。Campello(2002)发现控股银行的内部资本配置是有效的,控股银行通过在不同子银行之间进行资金调剂能够缓解所属小银行所面临的信贷约束和实现稀缺资金的有效配置,而独立小银行却没有这种生存优势。Khanna and Tice(2001)考察了零售公司在面临沃尔玛进入冲击时的市场表现,发现一体化经营的折扣部门对分部利润的反应速度比专业化折扣部门更加灵敏,并且一体化经营的折扣部门利润显著高于后者。Guedj and Scharfstein(2004)也发现拥有多个开发项目的医药企业相比单一项目企业能够更快地放弃那些没有发展前景的备选品种。这些经验证据和案例研究表明内部资本市场存在着“阳光面”(the Bright Side)。

(二)内部资本市场的交叉补贴和低效率

但更多的实证研究认为多元化企业的内部资本市场存在相当普遍的交叉补贴和低效率问题。Lamont(1997)率先对内部资本市场的交叉补贴行为和存在性给出了经验证据。Lamont(1997)发现美国石油集团在 1986 年油价下降情况下明显减少了非石油行业子公司的资本支出,并且这些非石油行业子公司当年的投资支出明显低于所在行业其他上市公司。这个研究结论表明石油集团的母公司展开了积极的内部资金再分配活动以缓解流动性短缺,但也很可能带来资本配置的低效率问题。Houston,James and Marcus(1997)发现银行业也存在大量的内部资金再分配活动,他们发现子银行贷款增长率对银行控股公司的现金流的敏感性显著大于对自有现金流的敏感性,并且与母公司控制下的其他子银行的贷款增长率负相关。Shin and Stulz(1998)发现内部资本市场的交叉补贴行为普遍存在于各行业之中:多元化公司的“分部投资—现金流”敏感性显著低于专业化公司,并且多元化公司各分部的投资额对其他分部现金流敏感性显著大于自有现金流,与本分部是否拥有更好投资机会没有显著相关性。

Scharfstein(1998)也认为企业内部的资本市场存在着“黑暗面”(Dark Side),不仅没有增加企业价值,反而导致了多元化企业的价值减损。20 世纪 80 年代中后期,美国多元化公司的企业价值平均低于相同投资组合的专业化公司价值的 13%~15%(Berger and Ofek,1995)。Lang and Stulz(1994)以及 Servaes(1996)也发现多元化公司的价值低于同行业的专业化公司。这种现象被称为“多元折价”(Diversification Discount),一些文献将“多元折价”归咎于内部资本市场的低效率,也就是“交叉补贴”,即高投资价值部门对低投资价值部门进行资金扶持是低效率的“社会主义”(Servaes,1996;Shin and Stulz,1998;Scharfstein,1998;Wulf,1999;Scharfstein and Stein,2000;Rajan,Servaes and Zingales,2000)。大量研究认为,导致“交叉补贴”和“社会主义”的主要原因在于多元化企业内部有严重的信息不对称和代理问题(Scharfstein,1998;Scharfstein and Stein,2000;Wulf,1999;Servaes,1996;Harris and Raviv,1996,1998;Palia,1999;Whited,2001;Lamont and Polk,2002;Rajan,Servaes and Zingales,2000;Matsusaka and Nanda,2002;Chevalier,2004;Bernardo,Luo and Wang,2006;Chen,2006)。

其中,经理层“寻租”是导致多元化企业“交叉补贴”的重要原因。多元化企业的经营涉及多个产业部门,需要聘用大量职业经理来参与管理,这带来了“两层级代理”问题(Two-Tiered Agency)(Scharfstein and Stein,2000)。第一个层级是公司总部 CEO 存在私利动机(Wulf,1999),资本预算只是公司总裁寻求私利的工具(Rajan,Servaes and Zingales,2000),CEO 持股比例越小的公司“平均主义”倾向越严重(Scharfstein,1998)。但主要的代理问题还在第二个层级,也就是部门经理权力“寻租”(Divisional Rent-Seeking)(Scharfstein and Stein,2000)。Scharfstein and Stein(2000)的理论模型显示:随着业务多样化和管理层级的增加,多元化公司的内部信息传递不能畅通,信息失真开始产生,公司 CEO 难以准确判断不同项目的真实投资前景和实际资金需求。在这种情况下,部门经理出于个人私利,往往有机会采取各种方式获取更大的自身利益。例如,虚报项目收益、提供虚假信息,以争取更多的项目资金,却并不努力工作,反而耗费公司资源建立各种外部关系,以提高个人声誉或为自己寻找“退路”,并且还会打击资源转出部门的积极性。鉴于权力寻租随着产业部门的增加变得越发严重,进一步恶化了公司的经营和监管环境,因此必然导致资源配置的扭曲,以致不能实现有效的配置。

(三)如何改善内部资本市场的配置效率

针对资本配置低效率的问题,一些文献发现资本拆分有助于减轻“交叉补贴”和“社会主义”。Gertner,Powers and Scharfstein(2002)发现资本分拆之后以行业 Q 值为代理的项目投资机会的敏感系数显著增加。Peyer and Shivdasani(2001)以及 Ahn and Denis(2004)发现资本拆分显著增加了分部投资对现金流和 Q 值的敏感系数。Kolasinski(2009)的实证研究表明当子公司面临较大经营风险时更有可能使用外部负债,提议利用分部负债来减轻“平均主义”和“偷猎行为”。

Motta(2003)的分析框架建议从分部经理有效激励的角度改善企业的资本配置效率。M 型组织的资本预算有赖于外部评估,外部评估对于分部来说相当于“公共品”。正是外部评估的“公共品”性质导致了经营分部“搭便车”问题,并且分部数目越多,“搭便车”问题越严重。一方面,分部经理的行为既有可能增加公司利润,也有可能增加分部利润,由于公司整体的现金流入是被所有分部共享的,因而很可能使分部经理存在利用内部资本市场替代外部资本市场的动机;另一方面,即便不存在代理问题,集团总部的 CEO 也很难准确预知组织内部的经济效益,对不确定信息的关注很可能压抑了分部经理的积极性。所以,对分部经理的有效激励是影响内部资本市场有效性的重要因素,企业管理层可以从行业特征、生命周期和所处经济环境等方面进行权衡以决定是否采用内部资本市场。

王化成和曾雪云(2010)的案例研究表明集团产业战略是影响内部资本市场价值创造性的依存条件,并建议采用专业化产业模式来改善企业的资本配置效率。集团产业战略是指企业集团不同经营业务的行业相关度和跨越度,行业相关度越高就越倾向于聚焦战略和高度专业化,行业跨度越大就越倾向于广角战略和高度多元化。在专业化产业战略下,由于不同项目的投资收益率大致相当,因此中国三峡集团的“项目资金支持”活动既能构建低成本、灵活的内部资金市场,也不至于降低了资本配置效率,还能享有高度的内部分工与协作,加之可共享资源和信息丰富,有利于减轻集团内部的信息不对称和经理代理问题,从而有利于价值创造效应的发挥。在此基础上,叶康涛和曾雪云(2011)就专业化产业战略对改善资本配置和公司治理的涵义做了进一步解释:第一,专业化产业战略的业务结构相对简单,外部机构和投资者较为容易判断其经营情况和增长前景,有助于降低企业与外部投资者之间的信息不对称和交易摩擦。这种信息不对称程度的下降,能够抑制大股东的财富转移行为,一是使最终控制人试图通过内部资本市场等关联交易掏空上市公司的难度加大,二是随着信息不对称程度的下降,企业集团更容易从外部资本市场筹措资金,从而无需通过“掏空”下属企业来获得经营资金,这也降低了企业集团掏空上市公司的动机。第二,大股东在

决定是否掏空上市公司时,要进行相应的成本收益比较。假如上市公司的投资回报率较高,大股东的最优策略不是掏空上市公司,而是继续扶持它发展。鉴于专业化公司比多元化企业有更高的投资回报率,因此专业化战略下大股东的掏空动机将极大减弱。

(四)与内部资本市场配置效率有关的争议

但业内对内部资本市场的配置效率和作用机制仍然存在大量争议。首先,Stein(2003)在文献综述时提出“多元折价”也可能不是内部资本市场本身的问题,不能把“多元折价”直接解释为内部资本配置的低效率,因为“多元折价”也可能是受到了大量存在的其他因素的影响,比如经营或者组织协同问题,战略问题等等,况且“多元折价”的文献主要是对20世纪80年代以后的多元化和不相关业务多元化等不利面的证实。Stein(2003)还提出:“针对企业内部资本配置效率的实证检验还处于非常早期的阶段,许多最有趣和最重要的问题还未能解决”,并且建议进行更有效的研究,比如“对内部资本市场的阳光面和黑暗面进行联立分析而不是相互对立”,还可以“研究内部资本市场在什么条件下相对于外部资本市场最有可能或者最不可能创造新增价值”。

Montgomery(1994)和Motta(2003)认为尽管多元化浪潮已经退去,但1992年美国前500强的公众公司中仍有87%是多元化企业,内部资本市场在这些企业的投资决策中扮演了相当重要的角色。以美国通用电气公司为例,其经营区域遍及全球100多个国家,在技术、金融、传媒、消费品和重工业制造等12个全球竞争领域中处于领先地位,2000年销售收入1300亿美元,取得了令人瞩目的效益(朱武祥,2001)。可见多元化企业的内部资本市场是有一定价值创造性的。

Brown and McNeil(2008)认为既有文献用NPV测评投资机会时存在较大的内生性,所以“交叉补贴”的解释不可信。为了减轻内生性问题,Brown和McNeil引入产业投资机会低迷作为外生变量,通过对美国19个行业1978~2003年间面临产业低迷时的资本回报率进行检验,发现多分部公司与独立分部公司的资本配置效率不存在显著差别,并且这两类公司终止经营的可能性也不存在显著差异。

我国学者也就这个问题进行了解释。周业安和韩梅(2003)认为“内部资本市场的理论困惑可能在于现有模型没有完全揭示内部资金配置行为有效性的条件,Stein等人仅仅把投资机会的正确判断作为市场有效性的标准,这显然没有正确把握企业的真实行为”。王化成和曾雪云(2010)认为以分部现金流和分部Q值测评资本配置效率时其实只是反映了资金流向的合理与否,并没有直接解释企业的价值大小。王化成和曾雪云(2012)的研究显示企业内部的资本运行也可以是总部权威下的“项目资金支持”机制。在中国三峡集团中,“项目资金支持”活动是以“战略意义”和“行业惯例”为优先级的,既提供了低成本的资金来源,同时也创造了企业价值。并且,虽然中国三峡集团对风电投资项目的资金支持可以说是补贴行为,但考虑风电的战略意义以及未来价值,这个资金支持性活动是有现实意义的;虽然按照“行业惯例”优先配置资金给投资价值次优的溪洛渡和向家坝工程不符合择优配置机理,但能使长江电力的未来价值有持续向上的增长趋势。这说明“项目资金支持”活动虽然与“挑选优胜者”(winner-picking)假说相悖,但管理者的抉择初衷是基于远期价值最大化而非当前财务业绩的最大化,所以并非低效率和无价值的投资决策。在这个意义上,Stein(1997)等人的模型只用项目资金竞争机制来定义企业内部资金运行的有效性是值得质疑的(王化成、曾雪云,2012)。

四、内部资本市场的融资问题

(一)内部资本市场的集中融资优势

GSS(1994)以及Peyer and Shivdasani(2001)的分析模型认为多元化企业的总部具有集中融资

功能,可以通过构建内部资本市场来缓解企业与银行之间的融资摩擦。Stein(1997)的分析模型对此有进一步的解释,认为总部代表企业集中融资时的信贷规模要大于各个分部单独向银行融资时所能获得的信贷额度。因此,内部资本市场还能带来“更多资金效应”(More Money Effect),并且在市场经济转型时期将有更重要的现实意义,有可能发挥最优资本配置效率。因为这一时期的外部资本市场还不够完善,代理问题比较严重,企业内外存在严重的信息不对称,银企摩擦和融资约束问题比较突出,正好有利于发挥内部资本市场的集中融资优势(Stein,1997)。来自比利时、印度、韩国、俄罗斯等国家的大量研究表明,企业集团成员之间的紧密联系可以缓解信息不对称,进而能够释放融资约束,对这一时期还不发达的外部市场起到了融资替代作用(Deloof,1998;Shin and Park,1999;Perotti and Gelfer,2001;Lensink et al.,2003)。国内文献研究发现我国企业的内部资本市场可以缓解外部融资约束,提供了对外扩张和增加投资的所需资金,对于减轻银企融资摩擦具有重要性,起到了融资替代作用(洗国明、杨锐,2001;周业安、韩梅,2003;李焰、陈才东、黄磊,2007;黎来芳、黄磊、李焰,2009)。

但另一些文献却发现我国企业的资本配置效率普遍偏低,并且存在“过度投资”等问题(邹薇、钱雪松,2005;曾亚敏、张俊生,2005;杨棉之,2006;邵军、刘志远,2007;杨棉之、孙健、卢闯,2010)。这两个方面的文献相互矛盾,难以判断内部资本市场在市场经济转型期的经济后果。既然发挥了融资替代作用,却为何没有提升资本配置效率?叶康涛和曾雪云(2011)提出融资优势与配置效率是两个不同问题,既往文献往往从融资优势来推导内部资本市场的配置效率,其实这两者并没有必然联系。这是因为即便缓解融资约束能够带来更多的外部资金,但能否实现超额价值创造还需要具备两个条件:一是集团总部的投资项目筛选必须正确,二是经理人代理成本应当小于资本配置的价值增加,企业的内部资本配置效率才有可能相对较高(叶康涛,曾雪云,2011)。

(二)与内部资本市场融资优势有关的过度投资问题

当内部治理机制不完善时,内部资本市场的价值创造效应可能较弱(叶康涛,曾雪云,2011)。曾亚敏和张俊生(2005)发现大量的非理性并购和过度投资降低了内部资本配置效率,并且收购前现金流越充裕,收购后的业绩下降越明显。邹薇和钱雪松(2005)发现外部资本市场融资成本偏低使得企业CEO有过分扩大融资规模的行为,并且企业的资本配置是低效率的。李焰、陈才东和黄磊(2007)以复兴集团为例研究发现,我国企业在集团化进程中过分强调资本运作,缺少真实业绩支撑,因此内部资本市场虽然能够提供资金支持,但却导致了财务风险的上升和经营能力的下降。这是因为转轨经济下的外部市场监管和内部治理机制还不够完善,但上市公司高层管理者和控股股东却总有强烈的扩张冲动和非理性行为,企图利用内部资本市场不断增加投资规模和构建资本帝国(曾亚敏、张俊生,2005;姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东,2009)。在非理性行为的影响下,即便不以代理问题和监管不力作为解释因素,由于内部资本市场的融资规模能带来更多的外源性现金,经理层因此有较多的自由现金流可供支配,企图利用内部资本配置的灵活性增强企业在某个行业的市场势力,所以容易诱发经理层的过度自信,从而导致过度投资和内部资本市场规模过大,进而导致了信息不对称、监管困难、经营风险增加和资本配置低效率(Matsusaka and Nanda,2002)。

(三)与内部资本市场融资优势有关的财富转移问题

虽然在股权结构高度分散的欧美国家,财富转移效应相对较轻(Faccio,Lang and Young,2001),但是在印度、韩国、中国香港以及保加利亚等新兴市场经济体,股权集中度较高,投资者保护程度较弱,财富转移效应比较明显(LLSV,2000;Claessens,Djankov and Lang,2000;Faccio and Lang,2002;Bertrand,Mehta and Mullainathan,2002;Cheung,Rau and Stouraitis,2004;Atanasov,2005)。并且,财富转移问题在我国资本市场上也是相当突出的。大量文献发现“鸿仪系”、“三九系”、“明天系”、“华通天香”以及其他诸多的系族(民营)企业集团,频繁增资和借款并非用于自身发展,而是为了服从

最终控制人的利益需要,这严重损害了上市公司和中小投资者利益,使得内部资本市场“异化”为财富转移工具(杨棉之,2006;万良勇、魏明海,2006;邵军、刘志远,2007;李燕荣,2007;许艳芳、张伟华、文旷宇,2009)。这是因为我国许多企业集团采取金字塔结构构建,因此导致大股东与外部小股东之间存在严重的代理问题。一方面,金字塔控股结构有对外融资优势,内部资金转移相当灵活,为大股东利用内部资本市场“掏空”上市公司创造了条件;另一方面,我国资本市场的投资者保护程度较低,投资回报偏低,现金流和控制权显著分离,控股股东因此更有动机借助金字塔控股结构进行复杂、隐蔽的内部资金转移,从“掏空”行为中获得私有财富,导致“系族”中的上市公司成为母公司“圈钱”工具(杨棉之,2006;万良勇、魏明海,2006;邵军、刘志远,2007;李燕荣,2007;许艳芳、张伟华、文旷宇,2009)。

针对内部资本市场的财富转移问题,叶康涛和曾雪云(2011)提出了相应的政策建议:一是针对资本市场上的“圈钱”行为就募集资金的使用情况建立专项信息披露要求,以减轻控股股东等内幕人员与外部股东之间的信息不对称性。鉴于目前还没有这个专项披露要求,因此投资者并不确知募集资金的具体使用情况,只能从定期财务报告的企业整体经营业绩中,大致判断募集资金的投向和收益,这就给控股股东和管理者留下了混淆资金用途、转移募集资金的操纵机会。二是针对不规范关联交易的行为可以就各类别的关联方交易建立统一的汇总披露要求。因为目前对关联方交易主要采取了在财务报告附注中进行单项披露的方式,并且披露的内容比较简单、分散,难以看出对企业绩效的真实影响,所以给利用关联交易转移资金留下了操纵空间。三是可以鼓励大型民营企业集团建立规范、有序的内部金融模式,以疏导和减轻大股东的“隧道行为”。例如,将国有企业集团的结算中心或者内部银行制度推广到民营企业集团。这样既有助于减轻民营企业集团的融资约束和资金融通困难,也有利于加强对民营企业集团的内部资金监管。

五、内部资本市场的外部性问题

(一)内部资本市场对产品市场竞争的影响

在面临产品市场竞争冲击时,Matsusaka and Nanda(2002)提示内部资本市场既有可能创造战略优势也有可能带来战略劣势,但 Mathews and Robinson(2008)的理论模型表明内部资本市场对战略联盟的形成具有决定性。当一个企业与同行业的其他企业进行面对面的竞争时,多分部组织可以通过内部资本市场创建资源弹性,但也会存在承诺成本,可是独立组织却只有承诺能力而没有资源弹性。由于大多数企业往往是既想获得资本联合的弹性优势又想减轻资金承诺成本,因此独立企业应对激烈竞争的最优选择是形成战略联盟。通过联盟构建一体化战略,能够创建资源的弹性优势,有效阻止竞争对手的进入;当然,这也可能带来掠夺性的楔形资金攻势并导致更加激烈的产品市场竞争。基于这个理论分析,联盟这种混合型组织很可能主导了行业竞争战略(Mathews and Robinson,2008)。考虑到资本运作存在着行业差异,因此战略联盟也会存在组织差异。如果对某个行业一时难以做出投资承诺但又有投资意向,此时往往表现为横向相关行业的战略联盟;但如果是某个行业的新进入者,或者是药品和计算机行业,也很可能表现为一体化战略,以免于被上游产业挤出并且进入遏制效应也尤为明显。

Desai, Foley and Hines(2004)的实证研究发现对内部资本市场的利用正在从国内扩展到境外。通过对 3700 个美国本土跨国公司在 150 个国家和地区的 30000 个境外子公司的资本结构和内部借款进行分析,Desai, Foley and Hines(2004)发现跨国公司的资本结构和内部借款对所在国税率十分敏感,所在国税率每提高 10%,产权比率将增加 2.8%。与此同时,美国境外子公司的外部债权在东道主国家资本市场不够发达或者信用保护程度较弱的情况下明显减少,对本土母公司的内部

借款可以替代约 3/4 的外部借款。因此,内部资本市场为跨国公司在信贷不发达地区进行投资活动提供了大量的资金支持。一方面,跨国公司可以利用内部资本市场从异国母公司取得融资替代和向境外进行资金转移,从而能克服境外资本市场的完善和规避东道主国家的高额税负;另一方面,本地公司却无法获得这种资金替代优势和调节能力,而且还将面临成本高昂的外部融资约束(Desai, Foley and Hines, 2004)。鉴于 Desai 等人的研究,东道主国家的本土企业很可能受到资本全球化的限制,在产品市场竞争中处于相对劣势,以致出现“强者恒强、弱者恒弱”的竞争格局。

(二)内部资本市场对国家金融发展的影响

一些研究认为内部资本市场与外部资本分配机制存在一定冲突,很可能降低了社会资本的配置效率(Inderst and Muller, 2003; Almeida and Wolfenzon, 2006)。Almeida and Wolfenzon(2006)提示高效率的内部资本市场不是发展中国家鼓吹集团化的充分条件,因为集团化很可能限制了一个国家的金融发展,只能达到中等发达水平。Almeida and Wolfenzon(2006)的均衡模型显示即便内部资本市场在企业资源配置中能够创造超额价值,但集团化仍然是有负外部性的。在强大的内部资本市场影响下,集团化将会影响国家资本的社会均衡。这是因为大型企业集团通过内部资本市场把大量的社会资本高度集中在企业内部,使得其他独立组织的项目融资和资本募集变得十分艰难,所以资本的有效性只是集中在一个相对有限的范围之内。虽然,银行作为金融中介原本可以增强区域经济中的现金供给能力,但银行与本地企业集团很可能存在紧密联系,从而促使银行的资金分配向这些企业集团的成员倾斜,于是进一步降低了区域经济中资金再分配的效率。

颇为有趣的是,研究银行等金融中介的学者还结合公司内部金融的发展解释了欧美银行未来的发展趋势。Eichberger and Harper(1997)提出,随着资本市场的完善,一些大公司已经发现自己的信用等级高于银行中介,所以更倾向于直接进入资本市场,银行原本是金融市场上的主角,现在却只能做些辅助性工作。依这个发展趋势,以后的金融中介组织不一定非是独立银行,也很可能是公司的内部金融中介,如日本和德国的主银行制度。在这个意义上,一些银行纷纷转向中小客户原本是无奈之举,而非银行的主动选择(Eichberger and Harper, 1997)。透过 Eichberger and Harper(1997)对欧美银行职能的分析,可以预见公司的内部金融活动和内部资本配置在中国等发展中国家的重要性和影响力还将随着金融经济的发展而不断增强^①。

六、评论性总结

作为总结,本文沿着内部资本市场的组织、效率、融资和外部性进行了梳理提炼。这些问题涵盖了内部资本市场的基本概念、组织形式、运作机理、配置效率、融资优势、功能异化以及对外部金融与经济的影响。总的来说,内部资本市场对企业价值创造有重要影响,在社会资源配置和国家经济金融发展中扮演了相当重要的角色,但作为一个新兴研究领域,目前的文献数量和研究拓展还比较有限,以后还需要展开进一步地深入研究和求证,希望以下评论有助于推进对内部资本市场的研究和发现。

第一,对内部资本市场的早期研究一般用分部投资或者分部现金流测评多元化企业的资本配置效率,往往忽略了组织结构、协同效应、经营战略、生命周期等其他的重要因素,近期文献在这方面已有改进。其中,国内学者基于中国的现实经济做出了有益贡献,主要在两个方面:一是基于金

^① 尽管在实践中很难对内部金融活动与内部资本配置进行区分,但考虑到融资和投资是两个过程,可以将内部金融活动定义为内部资金的筹措性活动,将内部资本配置定义为内部资金的再分配,前者用于解释内部资本市场的融资优势,后者用于解释内部资本市场的配置效率。

字塔股权结构提出了内部资本市场的财富转移问题,二是以专业化企业为例提出了“项目资金支持”机制及其价值创造机理。透过现有文献的观点、命题和结论,我们可以对国内外不同制度环境下的企业内部资本配置问题有比较真切的洞悉。

第二,对内部资本市场在经济体系中的角色,现有研究的回答是比较清晰的:既有可能缓解融资约束,也可能带来财富转移问题;既有可能创造超额价值,也很可能带来经理人代理成本;既有可能发挥对融资约束的替代作用,也很可能对社会资源配置存在负外部性。但对另一些重要问题的解释还在早期阶段。例如,是导致了更激烈的产品市场竞争还是促进了产业内部的结盟?是促进还是限制了发展中国家的金融发展?应当如何利用内部资本市场的相对优势?如何减轻内部资本市场的消极影响?如何减轻财富转移问题和增强投资者保护?与集团产业战略和企业组织结构如何适应?如何界定企业的组织边界和最优规模?与外部资本市场如何协调?等等。

第三,内部资本市场在美国一直受到知名金融经济学家的青睐,然而国内对内部资本市场及其经济后果的研究却比较少,对内部资本市场“阳光面”的研究和发现就更少,因此建议进一步重视内部资本市场在促进中国企业快速成长方面的有用性和重要性。

参考文献

- 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东(2009):《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》,第1期。
- 黎来芳、黄磊、李焰(2009):《企业集团化运作与融资约束——基于静态和动态视角的分析》,《中国软科学》,第4期。
- 李焰、陈才东、黄磊(2007):《集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团的案例研究》,《管理世界》,第12期。
- 李艳荣(2007):《内部资本市场、财务歧视和关联交易——对我国上市公司融投资行为的一个新解释》,《财贸经济》,第7期。
- 邵军、刘志远(2007):《“系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究》,《管理世界》,第6期。
- 万良勇、魏明海(2006):《我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题——以三九集团和三九医药为例》,《当代财经》,第2期。
- 王化成、曾雪云(2010):《企业集团的内部资本市场运作与价值创造效应——中国三峡集团(1993~2009)案例研究》,《中国企业管理案例论坛(2010年)暨第四届中国人民大学管理论坛》,会议论文, No.109。
- 王化成、曾雪云(2012):《专业化企业集团的内部资本市场运作与价值创造效应——中国三峡集团(2002~2009)案例研究》,《管理世界》,即将发表。
- 冼国明、杨锐(2001):《跨国公司的内部资本市场》,《世界经济》,第5期。
- 许艳芳、张伟华、文旷宇(2009):《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》,增刊。
- 杨棉之(2006):《内部资本市场公司绩效与控制权私有收益》,《会计研究》,第12期。
- 杨棉之、孙健、卢闯(2010):《企业集团内部资本市场的存在性与效率性》,《会计研究》,第4期。
- 叶康涛、曾雪云(2011):《内部资本市场的经济后果:基于集团产业战略的视角》,《会计研究》,第6期。
- 曾亚敏、张俊生(2005):《中国上市公司股权收购动因研究:构建内部资本市场抑或滥用自由现金流》,《世界经济》,第2期。
- 周业安、韩梅(2003):《上市公司内部资本市场研究——以华联超市借壳上市为例分析》,《管理世界》,第11期。
- 朱武祥(2001):《金融系统资源配置功能的有效性与企业多元化——兼论企业集团多元化策略》,《管理世界》,第4期。
- 邹薇、钱雪松(2005):《融资成本、寻租行为和企业内部资本配置》,《经济研究》,第4期。
- Ahn, S. and D. Denis(2004): “Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spin-offs”, *Journal of Financial Economics*, 71, 489-516.
- Alchian, A. (1969): “Corporate Management and Property Rights”, in: H. Manne, ed., *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington: American Enterprise Institute, 337-360.
- Almeida, A. and D. Wolfenzon(2006): “Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets”, *Journal of Financial Economics*, 79, 99-144.
- Atanasov V. (2005): “How Much Value can Black-holders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions”, *Journal of Financial Economics*, 76, 191-234.
- Berger, P. and E. Ofek(1995): “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Bernardo, A., J. Luo and J. Wang(2006): “A theory of Socialistic Internal Capital Markets”, *Journal of Financial Economics*, 80, 485-509.
- Bertrand M., P. Mehta and S. Mullainathan(2002): “Ferretting Out Tunneling an Application to Indian Business Groups”, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 121-148.