

# 集团企业内部资本市场形成动因和运行机制研究

李文昌<sup>1</sup>, 吴水娟<sup>2</sup>

(1. 厦门大学会计系, 福建 厦门 361005; 2. 江苏科技大学经管院, 江苏 镇江 212003)

**提 要** 研究了集团企业多元化的发展历程, 基于对组织能力的认识, 强调了内部资本市场在价值管理中的作用, 指出公司层战略在追求母合优势过程中要借助内部资本市场才能发挥作用, 结合集团企业的内外部管理环境建立了一个整合的治理框架。

**主题词** 船舶工业 企业管理 财务管理

**Abstract:** The research first focused on the development of conglomerate company diversification, then based on the realization of organization capability, we emphasized the function of internal capital market on the value management, then pointed out that corporate level strategic for building the parenting advantage need internal capital market. Finally, considering the conglomerate's internal and external environment, this paper provided an integrate governance frame.

## 1 前言

集团企业普遍追求多元化的发展道路, 通过横向一体化、纵向一体化和有关业务单元的合营, 发挥规模经济和范围经济的优势, 从而实现价值最优。船舶行业在此过程中由于其资本存量的优势, 在追求核心竞争力的产业调整过程中, 也在多元化的道路上进行着探索。本文研究了集团企业中的内部资本市场的运行环境, 分析了其运作的主要内容, 最后给出了一个整合的集团企业内部资本市场治理框架, 希望能给船舶行业的企业发展有所借鉴。

## 2 企业多元化与企业组织能力

企业在追求价值最大化的目标下, 考虑如何整合企业的组织能力和资源能力, 在组织能力和资源能力中, 组织能力起着更为重要的作用, 因为它能基于行业竞争和企业特质, 通过权威组织层级, 协调企业的多种资源合理配置。在上世纪 90 年代, 我国船

舶行业的许多企业像其他行业一样, 出现过多种形式的兼并和收购风潮。通过收购相关或不相关的企业, 实行多元化经营, 绝大多数的运作结果证实, 这些兼并和收购的最终效果较差。这些失败并非偶然现象, 事实上, 世界范围内的企业多元化并购失败的也居多数。

分析集团企业的多元化效果时, 要先研究世界范围内的多元化阶段的逻辑演进。多元化的演进是企业基于竞争环境, 不断认识核心能力, 进行资源配置和调整的过程, 集团企业多元化的逻辑演进包括四个阶段。

(1) 应对总部职能超载的分权化阶段。这是集团企业多元化的准备阶段, 当企业的组织规模较大并且业务单元较多时, 管理部门由于存在信息劣势而出现“总部超载”现象, 因而企业采用分权化, 建立矩阵式或事业部的管理层级和组织结构, 使规模经济 and 专业化实现最佳配置。但此时可能存在的问题是企业在分权化过程中对业务单元的分解缺乏恰当的方式, 信息传递的劣势也可能导致总部和分部之间出现利益协调的矛盾, 从而降低分权化的效果。

(2) 追求管理能力协调的多角化阶段。分权化的成功形成了一种成熟的管理技术, 此时企业为了追求发展, 基于对管理技术具有“复制能力”的认识, 同时从风险分散和资源协同的目的出发, 兼并购或收购诸多上下游企业或建立新的业务单元。但在管理理论看来, 管理能力的复制能力是有限的, 在财务学的代理理论看来, 管理者在追求发展的同时, 其“自利”倾向也在增强, 管理问题演变成为治理结构的问

严格说来, “集团企业”与“企业集团”有所区别, 前者有法人资格, 后者没有。基于船舶行业多数大型企业或多或少地从事一体化或多元化业务, 所以本文所论述的集团企业是从多元化角度认定的。西方财务学界都称其为企业多元化, 在此沿袭了我国多数学者采用的集团企业的概念来表述企业多元化所形成的大中型企业。

战略管理专家波特对美国 1950 年至 1986 年的 33 家大型企业的并购进行了研究, 研究发现, 超过半数的并购在 5~6 年之内最终还是不得不剥离出去。

题,后者是在面对多元化利益主体冲突时的企业价值管理中颇为棘手的问题,其中的资源和利益分配的矛盾最为突出。

(3) 追求资源协调的业务规划和重组。为追求成长建立的业务多元化,由于管理协调的困难和利益冲突,资源和利益分配的代理冲突越发凸现出来,多元化经营出现价值缺口(value gap),此时集团企业内不得不采取业务重新规划或重组。但此时的重组或业务规划更多地立足于“管理好份内之事”,因为管理者发现规模性会制约管理能力的复制,也会使管理协同的难度增大。

(4) 追求核心竞争力的可管理业务组合。早期企业在业务重组过程中并未认识到对核心能力的追求,上世纪90年代前,企业的业务规划或企业重组多数是为了改善价值缺口,并不能给企业带来更大的价值提升;90年代后,竞争格局的变化要求企业的重组定位于建立资源优势并提高核心竞争力,发展核心业务,提高核心竞争力成为集团企业的共识。

上述四个不同的企业多元化阶段在西方国家表现明显,基本对应于二战后的每隔10多年的期间就呈现一次演进,这种演进也是企业对组织能力和资源能力的审视过程和“学习过程”。相对而言,我国企业的这种多元化进展则周期更短,而且层次差别很大,部分企业忽视在组织结构、分权和业务单元规划中存在的问题。因此,船舶行业的企业应该能在国外、国内的企业多元化过程中及时吸取经验教训,多方位、渐进地构建“追求核心竞争力”的能力框架。这一过程中企业组织能力的提高最为关键。

### 3 企业组织能力价值权衡和内部资本市场

企业组织能力是指在一个存在分权层级结构的组织结构中,总部和分部管理机构分配和协调资源管理的技能,这种能力体现为有效使用现有资源能力和发现新资源优势的能力。在现代财务经济学看来,企业组织能力主要表现为,对组织管理过程中的利益冲突问题的协调和风险不确定性的权衡。这两方面集中体现为价值管理模式选择。

(1) 代理问题的协调。在价值管理中,现代财务管理更多地从制度层面研究多方主体的利益冲突,它们表现为多种形式的代理问题。代理问题来自于所有权和控制权分离所产生的利益不一致,传统的企业理论认为,企业的重要职能是供产销过程的管理控制,因而企业的生产组织模式决定了管理的层

级结构、组织结构和分配方式。但随着企业多元化利益主体的出现和地位的差异,管理者行为治理和合理的契约机制设计越来越重要。简言之,企业从治理层面看,就是一个合同或契约网,要进行相应的机制设计。同时,由于集团企业中的分权机制使企业的多重代理问题加重,保证分部资本预算有效执行需要更为合理的契约机制和激励机制。

(2) 风险控制的设计。企业的风险集中体现为其资产报酬率的不确定性。传统的企业理论将企业风险分解为经营风险和财务风险;经营风险来自于竞争性产品市场的不确定性;财务风险主要来自于企业筹资方式的不同所带来的债务风险和破产成本风险。在管理实践中,多数将这两种风险的控制割裂开来,其分界点便是资本预算。资本预算前,企业要考虑到产品市场的成本和收益,采用多种资本预算折现方法确定投资项目的现值,然后采用项目择优的形式确定资本性支出。在此基础上,确定其财务结构和筹资渠道,此时才考虑其财务风险。两种风险的控制机制缺乏相应的权衡,这是由于企业缺乏一个有效的公司层战略。

(3) 资源配置机制。集团企业的资源配置是核心问题,要在提高企业的组织能力上提高资源配置能力,这也体现着对上述两个问题的权衡。当前主流的财务学领域,一般都认为集团企业面对代理问题和风险控制两大问题时,要通过规范集团企业的内部资本市场来实现,内部资本市场的良好运作会权衡利益冲突和风险损失。内部资本市场理论最早作为解释企业一体化的原因时提出,后来被用于解释集团企业的资源配置的效率,但我国目前对内部资本市场的运作缺乏一种有效的治理机制,在不同类型的风险控制中并没有形成一个最优权衡,许多集团企业不同业务分部间在获取内部资金中的频频冲突就很好地说明了这种问题。

问题的关键在于,要理解内部资本市场的运行总是在一个公司层战略的总体框架中展开的,内部资本市场要得到有效的公司层战略的支持,并适应

价值缺口是指多元化的多个业务单元的价值贡献小于独立运行的企业的贡献价值之和。多元化演化中的重组在西方国家尤其是在美国尤为明显,当时由于美国等在20世纪七八十年代经历的经济衰退,企业不得不实行企业内的业务单元和流程重组。目前,在我国由于经济总体上升,企业重组现象并不普遍,相反,更多地表现为企业内的业务流程重组(BPR),目前出现的公司间兼并和收购的现象,有时更多地表现为恶意兼并的公司控制权的市场争夺。

企业的公司层战略。

#### 4 建立内部资本市场实现集团企业的母合优势战略

前述的公司多元化发展过程中有不同的多元化战略,但在进入新世纪后,追求“母合优势”成为最新的集团企业的公司层战略管理理论。上世纪最后20年流行的多元化重组和核心能力的培养,在管理实践看来,都是集团企业的业务层战略,是集团企业各分部业务单元的价值提升方式。而在公司层或集团总部层,要提高价值管理效果则要形成集团企业的母合优势。

母合优势是指,借助公司总部的职能发挥,实现比竞争性企业更高效的管理运作和价值创造。具体说来,母合优势主要是通过以下几个方面来产生“附加价值”的。

(1) 直接的业绩控制,即通过重大的资本支出决策和分部高层管理者的任免来实现。在内部资本市场中则体现为建立一系列的分权合约来实现。

(2) 业务单元的协同效应,因为有些业务单元的经理层有自利的倾向,倾向于建立使本部门利益最大但非集团企业最优的战略,内部资本市场则是对这些内部资本项目的“胜者择优”(winner-picking)。

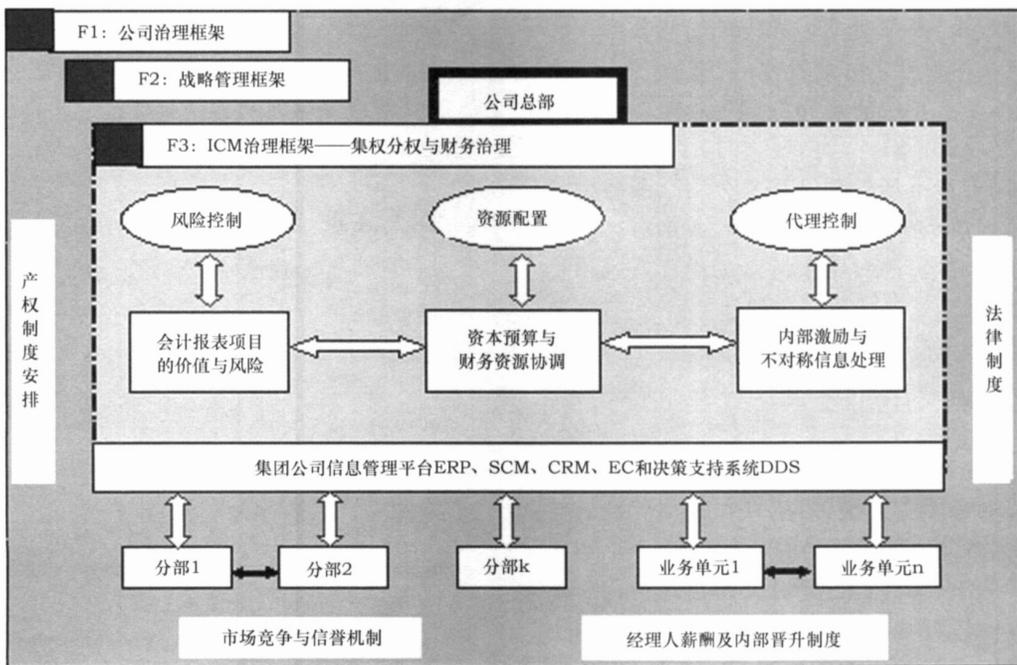
(3) 公司总部的专业化服务,集团企业的公司总部尽管体现为一个费用中心,但同样可以通过专业化的服务来提升集团企业的整体业绩,如市场调研、市场咨询和战略规划等。在内部资本市场中,公司总部的作用更体现为一个决策参与者而不只是从事项目的胜者择优。

(4) 公司的战略成长,这一职能有时相对独立于其他业务单元,即公司借助资本市场通过兼并和收购企业实现成长,或者借助产品和技术市场建立新的业务单元,而由于资金约束,它同样需要内部资本市场的有效运作。

因此,对集团企业管理而言,关键是如何建立一个有效的内部资本市场,实现公司层战略的母合优势,而内部资本市场的建立和完善,是贯彻公司层战略和保障业务层战略的基础。

#### 5 集团企业内部资本市场的治理模型

如前述,多元化是公司价值创造的重要内容和体现,通过多元化建立的集团企业需要发挥公司层战略的母合优势。这种优势的发挥要借助建立一个有效的内部资本市场,理解这一逻辑,有助于我们理解集团企业建立基于内部资本市场的治理模式。图中所示是一个整合公司治理、公司层战略与内部资本市场治理的关系结构图。



公司治理、公司层战略与内部资本市场治理的关系结构图

该模型反映了集团企业存在内部资本市场时的如下特性。

(1) 公司治理结构是公司战略和内部资本市场运行的基础。公司治理结构主要是通过产权制度安排、法律制度、市场竞争与信誉机制,以及经理人薪酬、内部晋升制度决定的。产权制度安排涉及的是企业资源的契约性外部主体的利益分配机制;法律制度中的税法、证券市场法、合同法等法律规定了企业治理结构的刚性契约;由于信息不对称和企业经济的外部性存在,要求企业加强信誉机制参与市场竞争;高层管理者的激励机制及内部晋升体现着股东与管理者之间的代理问题的解决机制。值得说明的是,公司治理结构也间接决定内部资本市场的治理结构。

(2) 公司层战略决定了内部资本市场的治理框架。如前所述,现代企业公司层战略的核心是要追求母合优势,使公司总部在业务机构的层级互动中体现出其业务指导、分部间协调、专业化或特质性的服务,以及成长决策。公司层战略的功能和运行机制在图中没有列出,这是因为,其功能主要是借助内部资本市场的治理机制而实现的,它的功能的实现体现于通过内容资本市场运行所采取的控制和平衡措施。

(3) 信息基础平台是公司层战略和内部资本市场运行的基础。多业务分支的企业由于其资源构成和信息流程复杂,必须借助于先进的信息技术平台才能实现。一个设计良好的管理信息集成平台和决策支持平台,是公司层战略和内部资本市场运行的技术基础。

(4) 内部资本市场治理结构是公司层战略的实现机制。公司层战略的系列功能中,大部分体现在内部资本市场的运行中,图中所示的内部资本市场首先是权衡风险,这时的风险包括债务风险、破产风险、资产流动性风险等诸多方面(船舶企业的外汇风险也构成风险治理的重要内容)。风险控制主要是对各分支部门的财务报表所体现的财务结构的分析,结合风险控制制度进行综合治理。另一方面,在多业务分支的集团企业中,由于存在总部管理者与分部管理者、各分支部门之间的利益冲突,因而内部资本市场中的激励机制,也要对公司治理结构所确定的激励制度进行必要的延伸,此时的代理控制也成为内部资本市场治理的重要内容之一。最后,对风险的权衡和对代理问题的协调,最终体现于内部

资本市场的资本预算控制中,实际上,资本预算的控制制度一直是构成内部资本市场的核心问题。

(5) 建立于集权与分权基础上的财务治理,是内部资本市场治理结构的本质表现。内部资本市场,一般意义上体现为内外筹集资金的渠道和利用机制,但其中体现的集权与分权的组织制度安排,规定着内部资本市场的微观运行环境。在特定的分权安排机制下,通过风险控制、代理问题控制及合理的资源配置,构建内部资本市场的财务治理机制,它是内部资本市场的运行形式。总之,集团企业的财务治理机制规范和制约着各业务单元财务管理的形式和内容。

## 6 结束语

建立在治理框架下的战略价值链管理是当前国外价值管理的主流,集团企业的成长过程是其对自身的组织能力的认识和学习过程。当前国内对核心能力的过度关注会导致集团企业对自身组织能力的认识不足,从而缺乏适应公司层战略的治理机制和信息处理机制,因而要整合公司治理结构和公司层战略,建立集团企业内部资本市场。基于内部资本市场所构建的治理模式是企业整体的财务管理和控制、价值链及物流整体协调、管理者激励机制等的基础,只有这样,才能保证企业在一个有效的治理框架下更好地实现其各项管理职能。当前我国船舶行业在追求提高核心竞争力的同时,有必要结合船舶企业的生产特点、产品特点和国际化趋势,在风险控制、代理问题的解决和合理配置资源的目标下,建立基于内部资本市场治理结构的财务管理体系。

## 7 参考文献

- 1 张维迎. 产权、激励与公司治理. 北京: 经济科学出版社, 2005.
- 2 [美] 迈克尔·古尔德. 公司层战略. 北京: 人民邮电出版社, 2003.
- 3 Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance*, 2000, 55: 35
- 4 Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. *Journal of Finance*, 2000, 55: 2537
- 5 Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 1997, 52: