

# 从内部资本市场角度分析 新兴市场企业集团多元化问题

周群华(博士)

(井冈山大学商学院 江西吉安 343009)

**【摘要】**大型多元化企业集团不仅存在于发达经济环境中,也是新兴市场中占主导地位的企业组织形式。本文认为可用于解释公司多元化的理由包括:规模与范围经济、市场力量、交易成本的节约、财务协同、代理问题等。内部资本市场“挑选胜者”的优势,为企业集团的多元化决策提供了较强的激励。

**【关键词】**新兴市场 企业集团 多元化 内部资本市场 制度变革 交易成本

在战略管理研究中,公司为什么要实行多元化战略是众多研究者试图要解决的关键问题之一。内部资本市场“挑选胜者”的优势,为新兴市场企业集团的多元化提供了较强的激励,内部资本市场可解释新兴市场企业集团的普遍存在性。基于制度的公司多元化理论,重点关注制度框架对公司战略的影响,制度框架的改变必然引起多元化成本与收益的改变。Guillen(2000)认为正是国家的保护主义政策导致新兴市场中企业集团的出现,它们可从国家手中获取进入多个行业的能力,这些能力“鼓励那些拥有它的企业从事多元化经营,而不是成为某个行业或某种产品的专家”。但是,随着新兴市场制度的发展,大型企业集团的规模和范围可能变成一种负担而不是优势,因为此时通过内部市场节约的交易成本可能低于组织结构日益复杂带来的组织成本,在此情况下,企业集团的多元化决策必须在组织成本与交易成本之间达成一种独特平衡。

## 一、新兴市场企业集团多元化动机

目前文献中主要将公司多元化的动机归为两类:第一类根据新古典的分析框架,认为多元化是为了增加股东财富。第二类则基于理性的自利人假设,认为管理者作为代理人可能不会按照委托人的利益行事而是追求自身利益。笔者综合相关文献并结合新兴市场阐述企业集团多元化决策动机如下。

**1. 寻求经营协同。**经营协同效应主要指的是,多元化给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。协同效应主要来源如下:

(1)范围经济。当生产两种(或两种以上)产品的联合成本 $C(q_1, q_2)$ 低于每种产品各自生产的总成本 $C(q_1, 0) + C(0, q_2)$ 时,存在范围经济效应( $q_1, q_2$ 为产品1和产品2的产量)。而当企业共享某些生产要素时,就会产生范围经济的成本效益。因为生产要素不能完全分割,一旦用于生产某种产品,它还可能以一个较低的成本生产出另外的产品。这类要素可以是工艺流程、技术、商标、厂房设备、分销系统或一个管理团队。当交易成本妨碍了一个有效共享要素的市场的形成时,范围经济为公司多元化提供了动机,原因是其可以为充分利用

范围经济、提高公司资源的利用效率提供一种更大的可能性。

(2)规模经济。当平均生产成本(AC)随着产量的增加而下降时,就存在规模经济效应。假设每家生产同一产品 $y$ 的 $n$ 家企业合在一起,其他条件不变,当满足 $AC(Y_1) < AC(Y_2)$ ,  $Y = \sum y, Y_2 > Y_1$ ( $Y_1, Y_2$ 代表产量水平)时,就可说是实现了规模经济。规模经济的好处通常来源于生产技术方面:充分利用“不可分割”的昂贵设备,提高劳动的分工程度和专业化技能,减少原材料、半成品等的库存量和由学习曲线表示的生产规模扩大引起的劳动力成本下降。规模经济的好处也可来自经营管理:如将管理费用分摊在更多的销售额上,按较低的成本筹措较多的资金,有更强的抗风险能力等。在新兴市场,许多横向一体化决策就是想要利用规模经济。

**2. 降低交易成本。**多元化可节约包括交易过程中的发生的搜寻、信息、谈判、决策与签订契约以及监督和实施交易双方之间协议的成本在内的交易成本。之所以有交易成本,是因为复杂的或有要求权契约通常是不完备的,执行契约的每种制度安排都要求组织承担相应的成本。按照Williamson定义,交易成本与资产的专属性程度、不确定性、耐用性以及信息不对称正相关,因为所有这些变量都会增加契约的“不完备性”。由于产品和服务市场欠发达,延误、资产专属性和机会主义等问题在新兴市场的表现更为突出,加上较高的政治经济风险和不完善的资本市场以及信息不对称等原因,节约交易成本更可能成为新兴市场多元化决策的一个重要理由。

**3. 达成财务协同。**财务协同效应就是指在企业兼并发生后,通过将收购企业的低资本成本的内部资金,投资于被收购企业的高效益项目上,从而使兼并后的企业资金使用效益更为提高。企业集团在获取财务协同效应方面具有以下三个优势:

第一,企业集团或更多元化的公司面临的“流动性”问题较一般企业更容易得到解决。因为在某些业务领域面临衰退时,它们可选择出售那些行业的资产。因此,债权人为了避免经济衰退时受到更大损失,他们更愿意向多元化公司提供资金。

第二,当企业集团的业务单位的现金流不完全相关时,多元化将降低总收益的波动和非系统风险。如果投资者不能通过自己分散这类风险或这样做的成本大于公司多元化的成本时,他们将更愿意投资于企业集团并以一个较低的成本提供资金。需要指出的是,出于上述两个方面原因导致的源于多元化的潜在经济利益或许只能在市场不完善的新兴市场环境下才会出现,如存在较高的交易成本、在类似业务范围内合并的公司中缺乏上市公司等。否则,投资者可能不需要付出额外的成本和价值就能将风险分散。

第三,当企业集团业务单位的现金流不完全相关时,由企业集团支付的税收现值会低于由各业务单位作为独立企业支付的税收的现值之和。因为此时公司可能将一个业务单位的损失转移给另一个业务单位,从而降低或推迟总税收的支付。

出于获得财务协同原因的考虑,一般认为非相关多元化策略优于相关多元化策略。而且,多元化企业集团获得财务协同效应的优势是市场不完善(如难以分割性、非流动、信息不对称、缺少上市公司、交易成本高等)的一个增函数。因此,多元化的企业集团成为新兴市场一种较为普遍的企业形式。

4. 利用市场力量与多重市场关系。市场力量是价值创造的源泉之一,公司通常以横向和纵向一体化以及多重市场关系获得市场力量。尽管前两个理由(横向和纵向一体化)赞同相关多元化战略,但多重市场关系却倾向于非相关多元化战略。当两个或两个以上的公司同时在一个以上的市场上展开竞争时,它们之间存在多重市场关系,多重市场关系可能影响公司竞争的激励。因为它们在一个以上的市场遭遇时,可能会“相互宽容”。在此情况下,公司战略依赖于竞争者在每个市场的份额以及市场之间、公司之间相互联系的特征。多重市场关系会对公司的多元化战略产生影响,在市场不完善的情况下,由于竞争不激烈,公司之间达成共谋契约的可能性更大,这在许多新兴市场尤为常见。

## 二、内部资本市场对新兴市场多元化决策的影响

Williamson(1975)基于内部资本市场定义多元化动机,认为当资产专属性导致交易成本过高时,公司内部业务单位将建立一个内部资本市场,并在各业务单位之间共享财务信息,以便最优地利用内部资源。

Stein(1997)认为在信贷约束的条件下,由于资金短缺,不是所有净现值为正的项目都能得到执行,总部可以在项目之间不断重新配置稀缺资源创造价值。在此情况下,经理被假定为有获取每个项目自然状态相对信息的技能。结果,单个项目势必为稀缺资源展开竞争。为了从事价值增加的“挑选胜者”活动,总部经理不仅要有将资金配置到更好项目的权力,还要有激励,他们可能通过分享自己监管的项目所产生的利润获得私人收益。因此,激励的关键差异在于,业务单位或项目经理只能从单个项目的利润中得到一个份额,而总部经理则从其所监管的一组项目中得到利益,这就为他们从事价值创造的“挑选胜者”活动提供了激励。

下列基于 Stein(1997)的模型表现的是内部资本市场在创造价值时,比外部资本市场更有效的一个例子。

模型假设,有一个实施*i*和*j*两个项目的企业集团,集团为每个项目安排1单位资金,每个项目有两个可能结果,这取决于自然状态是“好”(概率为*p*)还是“差”(概率为*1-p*),项目收益彼此独立。当项目状态为“好”时,投资1单位的收益为*yβ*;状态为“差”时,相同的1单位投资的收益为*y*, $\beta > 1$ ,表示每个项目1单位投资在状态“好”或“差”时的差异。另外,虽然假设经理能直接观察到状态是“好”还是“差”,但资本提供者不能。因此,在公司“内部人”与“外部人”之间存在信息不对称。结果是,经理只能从“差”的项目向“好”的项目转移资源。

考虑内部资本市场有“挑选胜者”的能力并发生额外代理成本*k*的情况下,企业集团在内部资本市场和外部资本市场的收益如下表所示:

项目状态 \ 市场收益	两个项目都是“好”的 (概率为 <i>p</i> <sup>2</sup> )	两个项目都是“差”的 (概率为(1- <i>p</i> ) <sup>2</sup> )	两个项目一个“好”一个“差” (概率为2 <i>p</i> (1- <i>p</i> ))
内部资本市场	2 <i>kyβ</i>	2 <i>ky</i>	2 <i>kyβ</i>
外部资本市场	2 <i>yβ</i>	2 <i>y</i>	<i>yβ</i> + <i>y</i>

当下列条件成立时,上述内部资本市场的期望收益高于外部资本市场:

$$2y\beta kp^2 + 2yk(1-p)^2 + 2y\beta k^2(1-p)p - 2 \geq 2y\beta p^2 + 2y(1-p)^2 + (y\beta + y)2p(1-p) - 2 \quad (1)$$

$$\text{或: } k^* \geq \frac{2y - 2yp + 2y\beta p}{(2y - 4yp + 2yp^2 + 4y\beta p - 2y\beta p^2)} = A \quad (2)$$

式(2)表明的是内部资本市场增加价值的条件,只要市场施加的额外代理成本没有达到水平*A*,挑选胜者带来的收益足以抵消额外代理成本导致的损失。注意到由于*k\**的分子和分母都大于零,因此*k\**>0,而且由于分母大于分子,所以*k\**<1。这个结果与代理成本的存在相一致。*k*是内部资本市场代理成本的减函数,*k*=1意味着内部资本市场没有额外代理成本。因此,对于任何比*k\**大的*k*,内部资本市场都将增加公司价值。还注意到:  $\frac{\partial k^*}{\partial \beta} = p \frac{p-1}{(\beta p^2 - 1 + 2p - p^2 - 2\beta p)^2} < 0 \quad (3)$

式(3)表明, $\beta$ 值越大,*k\**越小,内部资本市场可以更方便地在一个更大的范围内设定代理成本的水平。式(3)的结果还表明,随着“好”项目和“差”项目报酬率之间差异的上升,内部资本市场“挑选胜者”的优势将变得更有价值,并证实了当这种优势朝项目现金流相反的方向运动时,相关的 $\beta$ 值越大。

内部资本市场的形成还有利于克服信息不对称问题。由于信息不对称,公司可能放弃净现值为正的项目。只要公司和潜在投资者之间存在实质性的信息不对称,经理就能通过多元化形成内部资本市场,内部资本市场对信息不对称问题的敏感度较低。当外部资本市场在信息、监管和代理问题等方面表现为欠发达时,内部资本市场将增加公司价值。在新兴市场,与这些问题紧密相关的信贷约束条件将更具约束力。为了将有限的资源真正配置给最后的项目,缓解信贷约束显得尤为重要。而且,就如在*k\**对 $\beta$ 求偏导数时所显示的,当项目信

号较少相关(更大的 $\beta$ )时,内部资本市场的重要性增强。因为“挑选胜者”的优势与项目现金流的运动方向相反,内部资本市场为多元化公司或企业集团提供更强的激励。

### 三、新兴市场企业集团多元化水平的比较静态分析

虽然新兴市场各不相同,但也有一些相同的特征,如不完善的资本市场和劳动市场、缺少上市公司、金融和产品市场上较高的交易成本、有限的市场规模、非流动的金融市场、高度集中的行业、信息缺乏且不对称、不完善的公司治理与监管体系以及较高的政治与经济风险等。

基于制度经济学的企业集团观点认为,新兴市场公司可通过组成多元化企业集团寻求克服资源市场和制度框架的缺陷。企业集团可以通过填补潜在的“制度真空”(Institutional Voids)从而发挥经济行为人和不完善市场之间的中介作用。这些集团可提供内部资本、劳动力、材料和技术市场,使成员公司间的交易更有效。新兴市场由于缺乏一个有效的外部资本市场,使得在更为成熟行业经营的大型企业缺乏一套令人满意的将现金流投资于能产生额外租金的机制。同时,小企业在成长迅速的行业里很难获得开发新产品并扩展到新市场所需要的资金。但当两者结合在同一企业集团内时,更为成熟的公司可为小公司提供所需要的资本,这种交叉补贴可提升企业集团和子公司的整体绩效。

集中于市场发展的制度变革会影响一个经济的总体交易成本和企业集团的组织成本。经济学家提出的制度变革的概念与他们所思考的新市场发展时的总体交易成本的潜在水平尤其相关。North(1990)认为,经济中的总体交易成本表现为对一个国家环境下的市场制度的显著敏感,这些制度包括对经济活动参与者在市场交换中的激励和约束措施。如果没有适当的保护契约关系的基本法律制度,交易成本可能较高,从事交易的可能性较低。在此情况下,企业集团可在市场制度缺失时充当一种替代机制。但是,当知识和产权保护得到改善、资本和劳动力市场趋于成熟以及市场中介出现时,企业集团的重要性将明显下降,此时企业集团归核化的可能性大为增加,最终的结果是集团多元化范围的缩小和效率的增强。

类似地,多元化企业集团可能经历不同的依赖于多元化水平的组织成本。有些集团内部结构特别是多分部(M型)结构在管理一组多元化业务时有利于扩大控制幅度,M型结构由一个核心总部和半自主性分部或附属机构组成,它比法律上独立的控股公司有更多的控制和协调层级。由于组织成本将随子公司数量的增加而上升,因此管理多元化集团组织的挑战可能与那些面临多元化选择的M型公司相似。

集团多元化与交易成本、组织成本之间的关系可由图1说明:向下倾斜的交易成本曲线( $C_1$ )代表经济中由基本法律和市场制度产生的总体交易成本,向上倾斜的曲线( $C_2$ )代表多元化集团从事内部交易时的平均组织成本。给定市场制度下的总成本将在交易成本曲线和组织成本曲线的交点处实现,这也是两项成本合计的最低点。因此,对应于A点处的总成本(TC)最低,A点也是新兴市场中的集团基于这些成本而设定的最优多元化水平。A点左边的区域意味着边际交易成

本大于边际组织成本,新兴市场集团扩大内部市场、提高多元化水平可带来交易成本节约的净收益;A点右边的区域则意味着组织成本的上升幅度大于交易成本的下降幅度,集团扩大内部市场、提高多元化水平将带来净组织成本损失。因此,经济中均衡状态时的多元化水平是最优的。

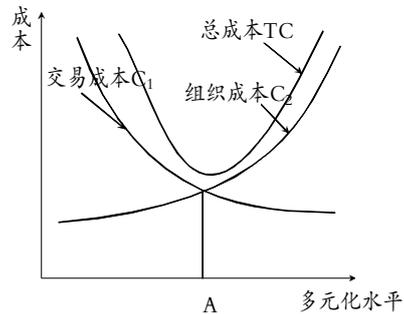


图1

当市场制度已经进化,具有更好的保护交易的法律,市场也有更多可利用的资本、更好的金融中介和更发达的产品市场时,新兴市场的总体交易成本将更低。这种更低的交易成本水平由图2中虚线体现,新的更低的交易成本水平降低了内部市场的必要性和企业集团的多元化水平。因此,经济中的最优多元化水平将比这些企业集团的低(B点)。相应地,大型非相关多元化集团不再有作为市场制度替代的必要,制度的持续发展为新兴市场大型企业集团降低其多元化水平施加了压力。当新兴经济体中企业集团降低多元化水平(归核化)时,体现了它们对组织成本与交易成本之间的一种独特平衡。

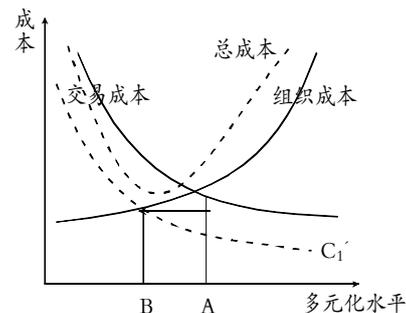


图2

制度作为“一个社会中的博弈规则”对战略选择有非常大的影响(North, 1990),制度本身的特征和效能也随时间而变化。但公司需要适应新的制度现实,否则,公司将发现不能保持战略的合理性甚至危及自身生存。因此,不能脱离具体的制度环境一概主张多元化战略是有利的或不利(高成本)的。既然多元化战略有其固有的成本与收益,那么问题的关键就是识别制度不确定性下成本超过收益的可能性,反之亦然。

### 主要参考文献

1. Guillen M.. Business groups in emerging economies: A resource-based view. Academy of Management Journal, 2000; 43
2. Bernheim D., Whinston M.. Multimarket Contact and Collusive Behaviour. Rand Journal of Economics, 1990; 21