

中美金融深化与企业多元化变迁研究

山东财政学院工商学院 常东坡

[摘要]我国企业多元化的实践发生了不少问题,失败者绝非寥寥。人们对企业多元化的研究以往仅集中在管理与决策角度。究其原因在于经营协同效应、财务协同效应、市场份额效应、企业发展、企业竞争战略,仅仅这些还不够,还必须研究多元化与金融深化以及金融市场有效性之间的相关性,才能做出恰当的多元化发展战略决策和经营管理策略。本文就是从金融深化与市场有效性角度探究我国企业经营多元化战略存在的问题和改进对策。

[关键词]多元化,相关性,对策

一、研究视角的转换和本文研究的理论基石

我国企业多元化的实践从20世纪80年代实行改革开放才开始出现。但进入20世纪90年代,不少企业以奉行多元化战略为主,发生了不少问题,失败者绝非寥寥。

人们对企业多元化的研究以往仅集中在管理与决策角度。究其原因在于例如,不少西方学者认为,企业经营多元化基于下述五种动因:(1)经营协同效应;(2)财务协同效应;(3)市场份额效应;(4)企业发展;(5)企业竞争战略。这是不够的,必须研究多元化与金融深化以及金融市场有效性之间的相关性,才能做出恰当的多元化发展战略决策和经营管理策略。换言之,本文认为金融市场对社会资源的配置与企业经营的多元化具有很大的关联性,为了更清楚地认识这一问题,我们将从金融深化与市场有效性角度探究我国企业经营多元化战略存在的问题和改进对策。为此,本文将遵循R. W. 戈德史密斯于1969年开创的金融结构-金融发展-经济增长研究范式^[1],及1973年E. R. 肖和R. I. 麦金农创立的“金融深化理论”^[2]和“金融压制理论”^[3],而这种金融市场发展的深化又体现在金融市场有效性提高上。本文将“金融深化”与经济增长关系的理论迁移来研究美国金融深化所表现出的四个不同阶段中企业经营多元化的历史变迁。

有效市场假说认为,随着新信息的出现,投资者会及时改变他们对股价的预期,并修改他们的投资策略,这就本能地影响了股票价格,导致其迅速及时地变化,这一变化完全地反映了所有的新信息,因此投资者不能通过对历史价格的分析来获得超额收益。

那么预测股价是否还有用呢?格罗斯曼和斯蒂格里茨认为,有效市场是竞争的结果,市场之所以有效,恰恰是因为有大量研究的存在并导致广泛的信息迅速而有效的传播,而不是由少数人长时间垄断。预测和研究不能确保获利,但正是这种不确定性,使人愿进行研究,希望可以得到他人得不到的信息,或者抢先他人一步,以获得收益。正是这种不断寻找套利机会,并不断的套利使市场变得有效。

由于产品和服务市场竞争日益激烈,金融市场的有效程度与其对资源配置功能的效率具有正的相关性,这就极大地影响了企业多元化。金融市场资源配置功能的有效性增强过程可以解释同一国家不同发展阶段和不同国家企业多元化形成、发展及其解体现象。即金融市场资源配置功能欠发达容易诱导企业多元化,而多元化企业又随金融市场资源配置功能效率的提高而逐渐解体。

二、美国金融深化与企业经营多元化的历史变迁

1、银行主导时期产生了大量的多元化企业集团。此时,金融市场基本上就是银行系统。社会资本投资主要是银行存款,而企业外部融资以银行贷款为主。而银行往往对企业施加严格的信贷条件,例如抵押要求,使处于成长初期、但缺乏抵押资产的企业难以获得发展资金。而多元化企业集团资产组合具有对经济环境变化

通过分组研究并合成后得到关于企业资源异质性的混合边界结论,第三,判断所研究的企业处在哪一组别(这等价于判断研究对象是如何受机制影响的),最后,根据该分组的资源异质性边界构成^①情况决定在分组中,企业的竞争优势主要来源、开发与维护策略,这有可能应用传统战略管理方法(例如波特的“歧义性定位”方法)就能解决问题,而在另一些分组中,战略管理将超越经典的行动范围而进入其它领域。这个战略管理模式所关注的焦点,是帮助企业通过识别它所在的企业群组的资源异质性边界性质,据此制定合适的策略措施确保其提升业绩并能持续性停留在高业绩群体。

[参考文献]

- [1]Richard Schmalensee. 1985. Do Market Differ Much? The American Economic Review, 75:341 - 351
- [2]Richard P. Rumelt. 1991. How Much Does Industry Matter? Strategic Management Journal, vol. 12, 167 - 185
- [3]McGahan AM and Porter ME. 2002. What Do We Know About Variance in Accounting Profitability? Management Science. Vol. 48, No. 7, July, pp. 834 - 851
- [4]Gabriel Hawawini, Venkat Subramanian and Pau Verdin, 2003. Is Performance Driven By Industry - or Firm - Specific Factors? A New Look At The Evidence. Strategic Management Journal, Vol. 24, 1 - 16
- [5]Gautam Ray, Jay B. Barney and Waleed A. Muhanna, 2004. Capabilities, Business Processes, And Competitive Advantage: Choosing The Dependent Variable in Empirical Tests of The Resource - Based View. Strategic Management Journal, Vol. 25, 23 - 37.

① 这里所指的“边界构成”是指影响该组中企业资源异质性或者说企业间业绩差异的主要因素构成

的负相关性,收益比较稳定,债务资信等级高于独立运作的企业。因此,在外部金融市场资本配置功能低效时,多元化企业集团可以利用其投资等级的信用资源,为原来单独运作、但难以获得银行融资的非上市企业提供资金,从而形成了内部资本市场。在外部资本市场欠发达的条件下,多元化企业总部可以把资金配置给最好的投资机会。这是多元化企业内部资本市场的潜在优势和有效性。另外,企业管理层比外部资本市场拥有信息优势。当外部融资存在较高的成本时,多元化企业集团可以通过在下属业务之间的资金转移,为增长机会或增长期权的行使提供资金,从而减少外部融资,降低融资成本。

2、初级证券时期企业集团与上市公司普遍多元化。在这一时期,证券市场,特别是股票市场发展为企业提供了新的融资渠道。但股票市场发展成熟是一个较长期的过程。在欠发达状态时,例如,20世纪60-70年代的美国资本市场,公司信息披露少,数据不完备;同时,机构投资者的交易规模不到股票市场总交易规模的一半,尚未占主导地位,大的机构投资者规模小,风格单一。加之,大量的中小企业或投资机会既难以获得银行贷款,又缺乏上市地位和外部股权融资渠道。此时,上市公司凭借其股权和债务融资能力,行使风险投资、商业银行和投资银行的功能,投资于那些股票市场投资者难以获得的投资机会,特别是通过经营多元化收购,可以比较迅速地增加会计帐面收益和提高每股收益,形成“并购—每股收益增加—股票价格上涨—增资扩股和债务融资规模增加—进一步收购不相关业务,企业集团规模扩张,每股收益增长预期增强—资信等级和股权融资能力增强”的循环游戏。因此,在这一阶段,容易出现上市公司不分良莠和规模大小,普遍多元化的行为,并且受到信息不足、缺乏评价能力和不能有效进行投资组合的股票市场投资者欢迎。经济剩余可以分配给股东,也可由股东自己进行再投资决策。但公司治理失效时,公司很容易将富裕的自由现金流用于多元化投资,而不分配。

大量的实证研究结果表明,60年代-70年代中期,美国股票市场处于初级阶段,投资者推崇多元化上市公司,把多元化收购视为利好信号([Hubbard和Palia[1998]],对企业宣布的不相关多元化收购产生正的价格、成交量和收益反应(Schipper和Thompson[1983],Matsuoka[1993]),不相关收购的多元化上市公司股票的月收益率甚至超过相关收购企业(Elgers和Clark[1980])。说明多元化企业集团内部资本市场在当时产品市场投资机会和外部资本市场融资条件环境下是有效的,或者说由上市公司业务多元化的效率超过了投资者自己分散投资多个专业化经营企业。

3、中级证券时期——大多数上市公司多元化逐渐解体。本阶段主要特征包括:机构投资者投资风格类型多样化,基金规模和影响力量增加。90年代,美国机构投资者交易规模占总规模的90%;信息披露内容更为详细;公司价值评价标准、金融技术发生革命性变化,例如杠杆收购技术等新金融技术的出现;资本市场对公司的评价能力显著增强。这些变化一方面显著提高了外部资本市场资源的风险配置功能效率和企业融资选择的自由度。例如,风险投资、产业投资等各种风格的专业化投资基金林立,使不同业务专业成长阶段企业,包括多元化企业集团内部企业可以直接在资本市场上融资,而不再依赖大企业内部资本市场提供融资支持(Rajan and Zingales[2001]),企业从创立到上市的时间大大缩短。另一方面,从投资者角度,机构投资者自身的分散组合效率超过大多数多元化企业,评价能力增强,从而改变了多元化的成本和效益结构,降低了多元化企业内部资本市场资本配置有效性。同时,产品和服务市场的竞争更为激烈。因此,一般上市公司的多元化受资本市场对其可持续增值能力的质疑,但拥有特许投资机会或已经形成管理能力、品牌等组织资本和可持续竞争优势的少数企业的多元化仍然能够为投资者增值,继续受到资本市场青睐,例如,通用电气。但80年代以来,出现多元化浪潮现象,不少多元化工业企业集团纷纷分立、解体,关注少数最具有竞争优势的业务。实证研究结果证实,80年代以来,多元化企业自由现金流配置不当,破坏了股东价值(Berger和Ofke[1995])。但金融市场资源配置功能效率的提高并没有消除多元化现象,只是发生了转移。即从非金融实业公司转移到金融专业投资机构,例如杠杆收购基金(LBO)、各种股权投资基金管理公司和组合投资的机构投资者。专业投资管理公司虽然也投资于众多的不同产业的企业,表面上与60-70年代的业务多元化的企业集团类似,但实质不同。投资管理公司并不作为下属企业的管理总部,没有庞大的管理人员和复杂的计划、财务管理等科层系统,下属企业的收益直接分配给最终投资者,自由现金流再投资由最终投资者决定,并不是按照波士顿矩阵模式把盈利企业的现金配置给处于成长阶段、内部现金流不足的企业。

4、证券市场中心时代——多元化企业集团象恐龙一样消失。在证券市场中心时代,金融市场即为证券市场,资源配置功能效率达到强式状态。非金融产业的企业多元化的有效性显著低于金融专业投资管理公司和机构投资者的多元化投资组合。因此,非金融产业的企业多元化基本上消除。

三、我国企业经营多元化的问题与对策

1、中国企业多元化发展存在的问题。改革开放和经济快速发展增强了产品市场竞争的密集程度和不确定性,企业发展的压力和威胁日益增强,当然也产生了大量的新投资机会。另一方面,我国金融市场具有新兴市场的典型特征,处于银行系统强大、股票市场处于初级阶段,机构投资者单一规模和总规模都较小,资本规模只占10%左右;上市公司信息披露不完备,股票市场评价能力不足;大企业、上市公司在投资机会、融资能力和政策支持、品牌和声誉等方面具有明显的优势。因此,我国企业多元化现象更为普遍并将持续较长的时间。但由于技术创新速度加快,以及随着加入WTO,产品和服务市场竞争日益国际化;同时,国家对证券市场实施超常规发展计划和举措,金融市场证券化程度和资源配置有效性将不断提高,投资者和投资分析家对企业多元化运作能力的评价和识别能力也日益增强,不会停留在概念或题材化的追捧。因此,企业,特别是上

关于民营化的一些新思考^{***}

北京交通大学经济管理学院 林晓言

[摘要] 本文通过分析台湾省公营事业民营化的实施要点、推进组织、取得成果的初步评价、民营化进程中的阻碍和民营化后的管理等,得出若干观点:民营化在实践中难以多方共赢,在实践中应设计有限的目标和兼容的推进途径;民营化并不是解决公营事业低效率等所有问题的灵丹妙药,其实际效果尚待实证检验;民营化不等于通常意义的私有化,包括所有制民营化和经营机制民营化两大类以及多种方式,形成了民营化谱系;民营化是经济体制的重大变迁,涉及到多方主体的利益再分配,阻力、挫折甚至是失败在所难免,应科学细致地做好论证和准备工作。

[关键词] 公营事业民营化;所有制民营化;经营机制民营化;股权大众化;全民释股

20世纪70年代以来,由于受两次石油危机的冲击,西方主要资本主义国家出现了令当时占主导地位

的公司在有意多元化前,需要在细致的调查研究基础上,评估自己多元化的运作能力,特别需要评价自身声誉和品牌、资源是否能够支持多元化业务的持续发展。避免轻率的多元化。国内外企业多元化成败的经验表明,声誉和品牌著名、自身具有或者能够吸引必要的战略和价值驱动资源的企业,例如,与实力企业的战略联盟,多元化运作的可持续能力和成功把握显著超过那些声誉和品牌差、缺乏或者不能吸引多元化运作所需要的重要战略资源的企业多元化。后者的多元化往往是低层次的,因缺乏竞争优势,难以持续,很容易失败。2000年以来,我国多元化投资于早期阶段的高科技产品或企业,实际上是在进行风险投资。不少公司主业难以为继。

2、中国企业多元化发展的策略

(1) 明确投资风格和多元化业务领域,实施业务的模块化发展和管理。正如产业投资基金和证券投资基金均有风格化的投资策略一样,实施多元化战略的企业需要明确自身的多元化投资风格(目标企业特征、投资收益要求和风险水平准则)和业务方向,同时,要限制下属企业低层次的多元化(拥有自由现金流的企业通常都有多元化的倾向),形成投资风格化、板块专业化、资源国际化和集团多元化的运作模式。

另外,为适应加入WTO以后国际竞争日益剧烈的环境,大型企业集团和有声誉、实力的上市公司需要从高起点、高市场竞争地位角度要求多元化业务单元或企业业绩标准,帮助这些业务单元企业制定高起点的战略竞争策略和设计商业模式,动态配置可持续发展的战略资源,包括国际资源,形成和增强可持续的竞争优势,迎接国际竞争的挑战。目前,国内不少大型多元化企业集团已经或正在按板块划分战略业务单元,提高可持续运作能力和投资效益。例如,五矿集团已经通过重组,成功地形成了钢铁板块和原材料板块,正在重构其它板块。

(2) 发展一套行之有效的多元化业务管理系统,形成和增强复杂业务评价和投资增值的控制能力。投资风格化和运作板块化的多元化企业需要象通用电气公司创立战略业务单元管理模式那样,发展一套行之有效的多元化运作管理系统,包括下属企业战略、投资和经营绩效评价以及企业可持续经营价值评估功能,对增值业务增加资源,同时限制下属企业自由现金流的不当投资,确保投资回报;及时重组业绩不佳的业务商业模式和资源配置,恢复竞争地位和盈利能力;发现现金陷阱和贬值业务,并予以分立、剥离。

(3) 加强竞争环境和金融市场的动态研究,把握产品市场竞争态势和外部金融市场资源配置功能有效性的变化,相机调整多元化业务。

四、结论

多元化运作在我国将持续相当长的时间。但随着商品市场竞争日益公平、规范和激烈,以及外部金融市场资源配置有效性的提高,一般多元化企业的比较优势将逐渐衰减。需要相机调整多元化战略,例如,分立、出售和剥离,保持资本市场的持续信任和企业的持续发展。

投资者和投资分析家需要增强上市公司多元化运作可持续运作和增值能力的分析和识别能力,形成对上市公司投资行为的股票市场评价压力,限制上市公司低效和轻率的多元化投资行为,降低投资风险。

[参考文献]

- [1] 雷蒙德·W. 戈德史密斯. 金融结构与金融发展(M). 上海:上海三联书店,1990
- [2] 爱德华·R. 肖. 经济发展中的金融深化(M). 上海:上海三联书店,1988
- [3] 罗纳德·I. 麦金农. 经济发展的货币与资本(M). 上海:上海三联书店,1988
- [4] Berger, Phillip and Eli Ofek, 1995, "Diversification effect on firm value", Journal of Financial Economics 37
- [5] Boulton, Richard E. S., Barry D. Libert, and Steve M. Samek, Cracking the Value Code: How Successful Businesses Are Creating Wealth in the New Economy, HarperBusiness 2000

* 作者简介:林晓言(1967-),女,教授,经济学博士, email: xylin611@163.com

** 按台湾《公营事业转移民营条例》(修正版)第二条规定,公营事业指:“(1)政府独资经营之事业,(2)各级政府合资之事业,(3)依事业组织特别法之规定,由政府与人民合资经营之事业,(4)依公司法之规定,由政府与人民合资经营而政府资本超过百分之五十以上之事业。”