

PDF-TN2016029

分合两难：天泽集团设立财务公司之困¹

案例使用说明

一、 教学目的与用途

1. 本案例主要适用于金融专业硕士《公司理财》课程中内部资本市场的教学。
2. 本案例适用对象：金融专业硕士、会计专业硕士、MBA、及企业培训人员。
3. 内部资本市场是企业进行内源融资、满足投资要求的重要途径，合理有效的内部资本市场，能够缓解外部融资约束、提高企业资源配置的效率。本案例以实施多级资金集中管理的企业集团财务公司成立的难题为例，通过教师对案例的引导和学生的深入讨论以达到如下教学目的：
 - (1) 理解内部资本市场的涵义，了解内部资本市场作用；
 - (2) 了解企业集团资金集中管控与内部资本市场之间的关系；
 - (3) 理解在实施纵向多元化的H型企业集团，多元化、组织结构特征和资本结构对于内部资本市场资本配置效率的影响。

二、 启发思考题

1. 天泽集团为什么要实施资金集中管理？推动其实施资金集中管理的内外部因素是什么？
2. 天泽集团资金集中管理经历了哪些阶段？每一阶段管理模式的特点是什么？

1. 本案例由北京航空航天大学经济管理学院潘立新、赵启胜、刘一弓撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权、

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

么？解决了什么问题？

3. 天泽集团建立财务公司过程中产生的哪些意见分歧，支持结算中心并入财务公司的理由是什么，反对的理由是什么？

4. 你认为出现财务公司设立难题的根本原因是什么？

三、 分析思路

本案例首先从分析天泽集团为什么要进行资金集中管理入手，通过讨论各阶段资金集中管理模式的特点，对集团资本配置和投融资管理产生的作用，逐步明确什么是内部资本市场、资金集中管理与内部资本市场的关系、内部资本市场的作用等重要理论和知识；然后通过对天泽集团财务公司成立困境的深入剖析，逐步理解多元化的类型、企业集团组织结构类型和资本结构对内部资本市场资本配置效率的影响，解释天泽集团财务公司设置困境产生的原因。详细分析思路与步骤如图 1 所示：

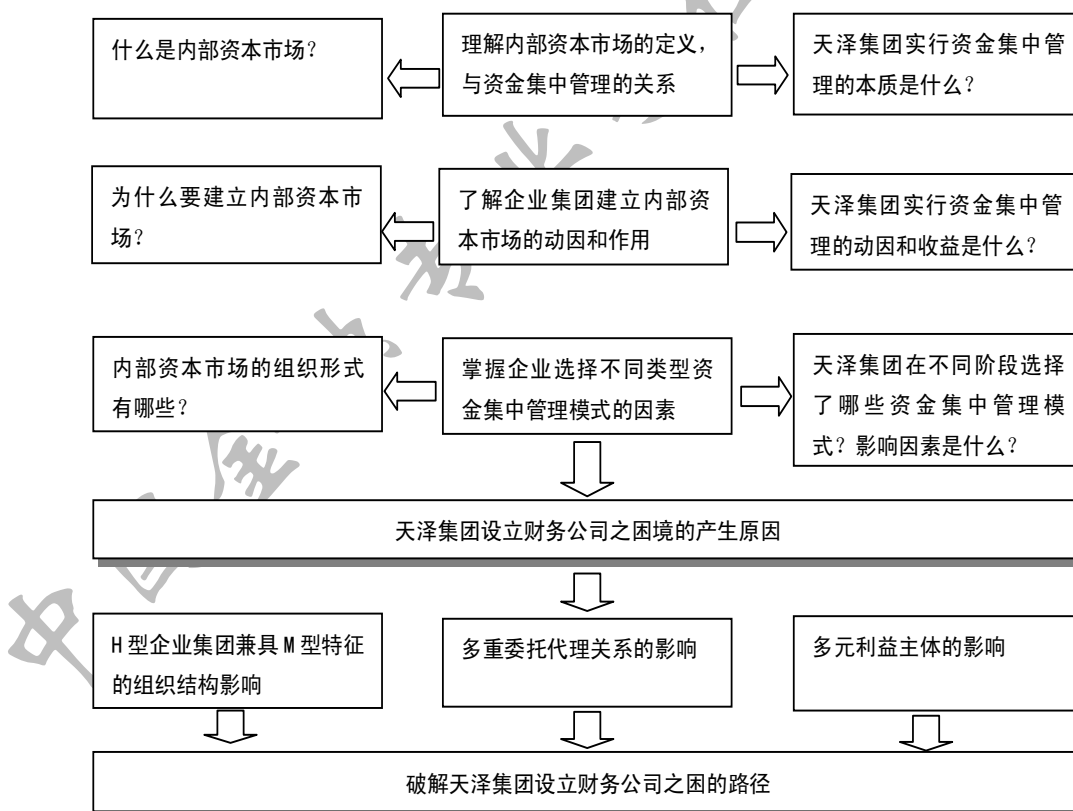


图1 案例分析思路

四、 理论依据与分析

1. 什么是内部资本市场？资金集中管理与内部资本市场的关系是什么？天泽集团内部资本市场是何时形成的，动因是什么？

内部资本市场（Internal Capital Market，以下简称 ICM）始于 20 世纪中叶美国。Alchian（1969）在对通用电气公司研究中发现，内部资本市场比外部资本市场竞争更激烈，能给投资项目提供更可靠的消息，能节省交易成本，能解决困扰外部市场的激励问题。Williamson（1975）提出：在 M 型组织结构、具有多元化经营特征的联合大企业，存在“内部资本市场”。随着企业组织创新以及相关研究的深入，Khanna 和 Palepu（1997）提出在 H 型控股企业集团中同样存在内部资本市场。王晓红（2012）认为，由于外部资本市场信息不对称和代理人问题，导致资源配置效率低下，企业转而依靠内源融资，内部资本市场逐渐兴起。周业安、韩梅（2013）认为：当企业拥有多个业务部门（或企业）时，为了追求整体利益的最大化，需要将各投资机会产生的现金流集中起来进行重新分配，以提高内部的投资效率。这种对在不同业务部门（或公司）间的资金再分配，形成了内部资本市场。

对于内部资本市场的定义，不同的学者提出许多不同说法：（1）将 ICM 定义为一种行为，如 Alchian（1969）和 Williamson（1975）认为内部资本市场是企业各部门围绕资金展开竞争的现象，李艳荣、金雪军（2007）认为只要在实质上造成资源或利益在成员单位之间的转移，就把其看作一种内部资本交易行为，并把这种交易行为的总和称为内部资本市场。（2）将 ICM 定义为一种机制，如 Peyer 和 Shivdasani（2002）认为内部资本市场是企业各部门分配资金的一种机制；唐哲军（2008）认为内部资本市场是以拥有企业剩余控制权为基础，对以资金为主的企业综合性资源在多层级企业内部实行集中融资、统一分配的一套资源配置机制。

魏明海、万永良（2006）概括了九种 ICM 的运作方式：（1）集团内部的借贷；（2）集团内产品或服务往来；（3）集团内资产、股权转让；（4）集团内担保；（5）集团内委托租赁存款；（6）集团内委托投资、增资；（7）集团内票据贴现融资；（8）集团内部的资产租赁；（9）代垫款项。企业集团资金集中管理目的是灵活、有效地调节集团内部资金的流向，协调各成员企业间的资金矛盾，盘活企业集团有限的资金，防止发生支付危机，保证资金流动的均衡性和有效性，实现企业集团经营战略（刘菁，2007）。资金集中管理涵盖了内部借贷、担保、委托租赁存款、票据贴现融资、内部委托投资等多项业务，是企业内部资本市场运作的主要方式。

分析：天泽集团在发展初期，下属企业数量不多，资金分散管理。各地公司

将闲置资金存放到当地银行；当个别公司发生资金短缺，主要从当地的银行获得贷款。公司间没有资金往来，依托外部资本市场进行资金的配置。

随着集团规模迅速扩大，子公司和参股企业数量和资金量也迅速增加，公司间的资金往来越来越多。由于银行掌握的信息不如企业，资金在不同单位之间不能有效运转。这时天泽集团通过建立结算中心将分散在各公司的资金集中起来管理，成员单位间在结算中心存款或贷款，各板块通过总部完成板块间的资金调剂，形成内部资本市场。原本在外部资本市场完成的部分业务，转到内部资本市场完成。

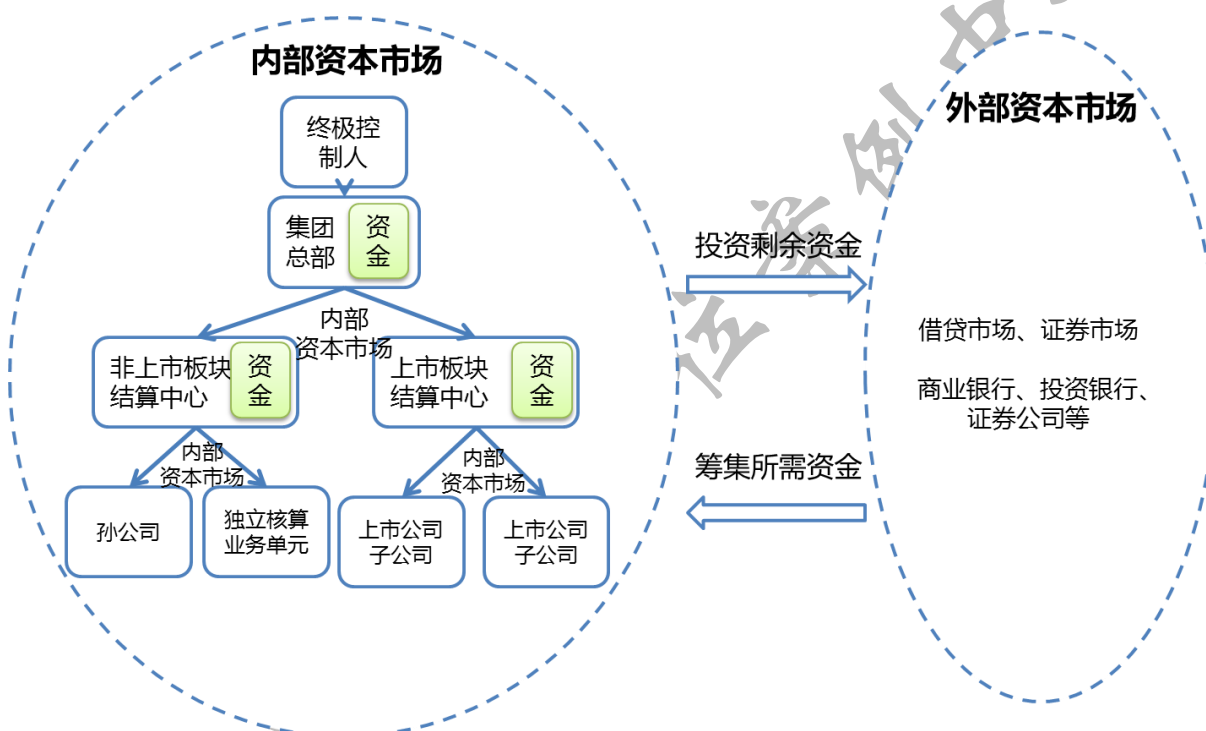


图2 天泽集团内部资本市场

天泽集团资金集中管理囊括了内部资本市场的主要业务，即内部借贷、内部担保、集团内部委托租赁存款、内部委托投资、票据贴现等等。资金分散在各成员企业管理时，由于没有统一的管理和信息平台，资金和信息分散，资金在成员单位间的配置零星发生，很难形成一定规模的内部资本市场。当通过结算中心实施资金集中管理后，资金在成员单位的交易（配置）效率提高，交易次数增加，内部资本市场规模变大。资金集中管理成为推动内部资本市场的重要因素。

从开始的1家企业发展到200多家企业，天泽集团规模和资金量不断增长，企业间的资金交易次数和金额越来越大，保证了在内部资本市场创造的利润（或节省的费用）大于内部资本市场的运行成本，从根本上促进了内部资本市场的发展壮大。天泽集团作为一家国有企业，财政部、国资委发布的有关资金集中管理

的政策，为建立内部资本市场起到了指导作用。由于我国金融业利率市场化放开较晚，存在较大的存贷利率差，天泽集团通过建立内部资本市场部分替代外部资本市场，使利润留在企业集团内部，直接提高了企业的资金利用效益。

2. 天泽集团内部资本市场的发展经历了哪些阶段？为集团发展起到什么作用？

一般认为，内部资本市场能发挥资本配置、缓解融资、监督激励作用：

(1) 资本配置作用。Williamson (1975) 研究表明，多元化、大型的集团公司总部可以将资金集中管理，投向效益更高的领域。Stein (1997) 也认为，处于信息优势的企业总部通过各个部门间的相互竞争，对企业内部各投资机会实行“优胜者选拔” (winner-picking)，然后按回报率进行高低排序，并将有限的资本分配到边际收益最高的部门，因而 ICM 具有活钱效应 (smarter-money effect)。从企业集团内部获取信息成本较低且更加迅速，相比 ECM 具有信息优势，资金转移更灵活 (王化成，2011)。

(2) 缓解融资作用。多元化公司可以将其内部资本市场上不完全相关的现金流进行整合，从而提高公司整体的财务协同效应，降低公司陷入财务困境的可能性，从而缓解企业面临的信用约束，具有多钱效应 (more-money effect) 功能 (Lewellen, 1971; Stein, 1997)。通过内部资本市场能以较低的融资成本取得更多的资金，可以利用各分部资金供需时间差在集团内部调剂使用，降低对外部资本市场的融资需求。

(3) 监督激励。与传统的外部市场相比，内部资本市场通过完完整的账面记录和资料进行审计，有利于集团总部对投资项目的事前审核和事后监督

(Williamson, 1975)。企业集团总部拥有剩余控制权，会更努力而使 ICM 在资本配置和管理上更有效 (Gertner 等, 1994)。万良勇 (2006) 的研究表明，在 ICM 中，高层经营者出于自利目的将利用其信息优势及内部审计、绩效考核等多种内控工具对下属公司进行更有效的监控。

分析：天泽集团在 2005 年开始对资金逐步进行集中管理，内部资本市场发展为 5 个阶段，见图 3。天泽集团在规模较小的时候，以法人公司为单位，分散管理资金，成员企业间的资金调剂，通过商业银行完成。随着集团的增大，开始对资金进行集中管理，统一调度和使用资金，做到将资金准时地投放到效益最高的地方，成员企业需要相互支持配合才能快速发展，先后建立板块结算中心和集团资金池。当企业规模更大的时候，需要设立有金融机构资格的财务公司，进行专业化管理。

天泽集团建立内部资本市场，发挥着资本配置、缓解融资、监督激励方面的

作用。资本配置是内部资本市场的最重要作用，通过资金集中管理有效地支持了天泽集团的发展和多元化战略的实现。从 2000 年起，集团立足水泥行业，先后在装备工程、混凝土、房地产进行多元化投资，规模迅速扩大，资产从不到 100 亿增加到 600 多亿，成员企业增加到 200 多家。内部资本市场的直接效益是降低了集团总体财务费用，并给各成员单位和板块管理部门带来了收益。由于集团尤其是板块内部的信息不对称程度大大低于外部资本市场，资金使用的监督与激励作用增强。天泽集团内部资本市场在资本配置和监督激励方面的效果如表 1 所示。

在缓解融资约束上，一方面，通过集中资金，可随时调配的资金总量和资金的总体稳定性增强，还贷实力增强，从而在与银行的谈判中地位提高，能够获得更多的融资授信额度；另一方面，集中资金后，通过内部贷款、票据贴现等方式，直接将资金融通到资金缺口企业，从而减少资金缺口企业在外部资本市场的融资总额。具体分析见表 2。

天泽集团内部资本市场发展经历阶段

集团规模	资金管理目标	内部资本市场形式
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="writing-mode: vertical-rl; margin-right: 10px;">天泽集团规模变大</div> <div> 发展成3家上市公司和200多家企业，分布在全国12个省区，总资产607亿元。 </div> </div>	拓宽融资渠道，提供合法专业的金融服务。	
成员企业发展到150多家，资产规模300多亿。	整体集中，在整个集团调剂资金盈缺。	
集团多元化投资，规模迅速扩大，发展到80多家企业，资产近100亿。	局部集中，在各板块调剂资金盈缺，加强资金收支管理。	
采用投资、合资、收购等方式，组建20多家子公司。	零星调剂，解决部分单位的资金盈缺。	
几家企业，数量不大，分散在各地。	分散管理	

图 3 天泽集团内部资本市场发展经历阶段

表 1 天泽集团 ICM 的资本配置与激励监督作用

资金管理阶段	资本配置作用与激励	监督
财务公司+结算中心（拟建）	通过多种外部低成本融资和内部的资金再分配，大幅度减少整个集团的融资成本，提高资金收益。	资金的筹集和应用，不仅有内部监督，还有外部监管。
设立多级结算中心	有更多闲置资金用于内部贷款，获得大量高额的贷款利息收入。	资金在集团内流动可以全程监督。
按板块设结算中心	内部贷款收取的利息留在结算中心，避免采用外部贷款将利息支付给银行。	在板块内部选择优质借款人，并全程监督。将板块的闲置资金集中到结算中心，选择收益更好、风险更小的项目进行贷款。委托结算中心对外或对内转账，可以全程监督资金使用。
银行委托贷款	闲置资金获得相当于贷款利率的收益，只需支付银行委托手续费。	可以选择信用好的成员企业进行贷款，同属一集团下，获得的信息多于银行，风险相对减少。
分散管理	资金闲置方获得少量的活期、定期存款收益。	银行完成放贷或投资，利用银行本身信用作担保，无法监督资金的使用效果。

表 2 天泽集团 ICM 缓解融资约束的效果

资金管理阶段	增加授信额度	减少外部融资
财务公司+结算中心（拟建）	增加银团贷款、同业拆借、票据转贴现、信贷资产转让等融资方式，拓宽融资渠道和授信额度，	通过内部自营贷款、委托贷款、票据内部贴现、融资租赁等，减少外部融资。
设立多级结算中心	集团总部出面与银行签订授信协议，不同种板块现金流汇总后，还贷现金流更稳定，提高总的授信额度。	集中多板块资金，更多资金用于内部贷款，更多减少外部融资。
按板块设结算中心	板块出面与银行签订授信协议，与每家法人公司独立与银行签订授信协议相比，实力增强，提高总的授信额度。	通过板块内部贷款，减少外部融资。
银行委托贷款	与分散管理相比授信额度变化不明显。	通过成员企业间的委托贷款，减少向银行贷款。

分散管理	法人公司利用自身实力分散与银行签订授信协议。	法人公司根据自己资金的盈缺状况，分散向银行贷款。
------	------------------------	--------------------------

3. 天泽集团的内部资本市场资本配置效率的影响因素是什么？

内部资本市场虽然在内部资源配置发挥着重要作用，但如果配置效率低下，也会对企业的价值会产生较大的破坏性。内部资本市场资源配置效率低下可能引发的对企业价值破坏，具体表现为：（1）过度投资。内部资本市场聚集更多的现金流入和规模融资优势，较多的自由现金流极易诱发公司经理过度投资的行为（Stein, 2001）。（2）交叉补贴。由于多元化公司存在代理问题和内部信息不对称，会导致企业总部在资源再配置时出现对好的部门投资不足，而对于差的部门却投资过度的“交叉补贴”问题或“平均主义”现象（Shin 等, 1998; Scharstein, 1998）。（3）减弱下属企业激励。内部资本市场有利于资产的优化配置，但是容易抑制部门经营者的努力动力（Robert, 1994）。当控制权赋予总部时，部门经理增加管理努力的激励将会减弱（Scharfstein 和 Stein, 1994）。（4）代理问题。多元化企业内部各经营单元的经理有动机进行寻租活动，甚至与 CEO 默契配合，共同侵占或伤害外部投资利益，以换取个人较高报酬或优越的资源分配（Scharfstein 和 Stein, 2000）。

而从企业特征的角度来说，能够导致这种企业折价现象的因素主要包括企业的多元化类型、组织结构特征以及资本结构。这三种主要的影响因素在天泽集团的资金集中管理发展过程中都有所体现。

3.1 多元化类型

多元化是企业构建内部资本市场的基础，也是内部资本市场的一个典型特征（郭丹, 2009）。对于二者的内在逻辑关系，学术界尚存争议。一些学者认为，内部资本市场只存在于多元化企业中（Weston, 1970; Stulz, 1990, Fluck & Lynch）；也有一些学者认为多元化并不是内部资本市场存在的决定因素（冯丽霞, 2006; 王峰娟、谢志华, 2010），他们的证据是，许多专业化企业中也存在内部资本市场。但无论多元化是否是内部资本市场的决定因素，其对于内部资本市场的效率确有重要影响。首先，多元化经营使得企业在不同行业有了互不关联的现金流供集团总部调配，从而在企业内部形成了一个内部资本市场，给企业进行跨部门、跨项目的资金配置提供了条件（Weston, 1970）。其次，多元化经营使得企业能够在更多的投资项目中进行“挑选胜者”活动，一方面给企业使得企业能够选择更优的项目，提高资金配置效率，另一方面通过扩大投资项目的范围，也能够分散企业投资的风险，这也是企业通过内部资本市场缓解融资约束的途径。

(Lewellen, 1971; Stein, 1997)。

而从多元化的类型来说,根据企业多元化的程度,可以分为三种:无多元化,适度多元化和过度多元化;而根据多元化范围,则可以分为以下三种:主业突出(经营范围集中于主营业务,不涉足主营业务以外的相关或不相关行业)、纵向多元化(在企业主营业务的相关领域内进行多元化)和横向多元化(进入与主营业务不相关行业进行多元化)(郭丹, 2010)。两种分类方式在维度上存在差别,但也存在一定的相通性:一般来说,主业突出即无相关化,而纵向多元化和横向多元化上都可能存在适度和过度两种情况。

虽然多元化是企业进行资金集中管理的基础,但其对资金管理效率的影响却并非都是正向的。不同类型的多元化存在程度上的差别,其对内部资本市场效率的影响也会发生变化。

从多元化程度的角度来看,企业多元化程度与内部资本市场效率之间呈现倒U型的关系(王峰娟、邹存良, 2009)。在从专业化向多元化发展的初期,随着多元化程度的提高,内部资本市场的效率而趋于提高;这是因为与专业化阶段相比,多元化经营使企业利用内部资本市场的资金配置功能,把资金投到最高收益项目或战略重点项目上,从而实现资金合理配置。在多元化发展到一定阶段时,内部资本市场的功能得以完全发挥,资本配置效率达到最高。然而,当多元化超过最优规模时,随着多元化程度进一步提高,内部资本市场的配置效率会趋于下降,这是因为过度多元化使企业规模过于庞大,导致企业内部出现信息传递有效性降低、内部代理链条延长、利益主体冲突加剧等问题,使内部资本市场的功能无法发挥,最终导致资本配置效率下降(王蕾, 2006)。

而从多元化类型上来看,多元化相关程度的增加有利于内部资本市场的配置效率提高(陈良华等, 2013)。从理论上来说,企业的多元化相关性越高,总部就越有可能掌握更为充分的分部信息,从而能够抑制分部经理寻租行为,提高内部资本市场配置效率。其次,在不同的经济环境和行业背景下,多元化类型对内部资本市场的影响是不同的:在经济繁荣或行业处于上升期时,多元化的相关性与资本配置效率正相关;而当经济萧条或行业衰退时,多元化相关性与资本配置效率变为负相关。可能的解释在于,当经济繁荣或行业上升时容易引发过度投资等问题,因此影响内部资本市场配置效率的重点是委托代理关系,相关多元化使总部能够掌握更多的分部信息,从而抑制了代理问题;而当经济萧条或行业衰退时,影响资本配置效率的重点变为风险控制,相关多元化使得企业无法分散风险,此时横向多元化由于跨行业特征能够经风险分散到不同的行业,并且可能在其他行业中找到高收益项目,反而能够提升资本配置效率(王惠庆等, 2015)。

分析：在天泽集团成立初期，企业规模较小，业务主要集中在水泥行业，采取主业突出的战略，由于企业内部没有多元化带来的不相关现金流，因此这一阶段并未形成资金集中管理模式，集团内的资金调配主要以委托贷款方式由各子公司独立进行。当集团在水泥行业站稳脚跟后，通过投资、收购等方式逐渐扩张企业规模，此时的天泽集团先后在装备工程、混凝土、房地产等行业进行多元化扩张，形成了分板块的管理格局，但涉足行业都与水泥行业具有较高的相关性，因此天泽集团的多元化类型属于纵向多元化。纵向多元化使得集团内部拥有不同板块的不相关现金流，且总部能够有效掌握不同板块内部的信息，可以在板块之间合理调配资金，因此天泽集团成立内部结算中心，能够将资金投入高收益板块，提高了资本配置效率，并节省了高额的外部融资成本。

但在设立财务公司阶段，天泽集团的内部资本市场建设却遭到来自板块的激烈反对，内部资本市场功能出现问题，其原因在于集团快速发展带来的规模扩张。虽然天泽集团采取纵向多元化的发展模式，不同行业之间相关性较高，便于总部对资金进行集中管理，但经过 30 多年的发展，尤其是 2000 年之后的 10 年间，天泽集团已经扩张到包含 200 多家成员企业的庞大规模。快速扩张带来的问题是成员企业过多，代理链条延长，超出了总部的管理能力，天泽集团事实上已经出现过度多元化的症状。各板块对集团内部结算中心和财务公司的反对意见，反映出这种资金集中管理模式的管理能力不足，资金管理与业务管理不配套：不同板块之间的资金需求特点差异巨大，对资金管理的需求和侧重点也不相同，如混凝土板块需求高效的信息管理系统、商贸公司需求高效现金收付、水泥板块需求大量贴现业务、装备板块需求大量一次性资金投入，等等；而集团总部并未形成与这种多元资金处理方式相对应的管理能力，在设立板块结算中心和财务公司的过程中，没有充分考虑到各板块需求，导致利益冲突爆发。并且，由于内部资本市场的信息优势被庞大的企业边界和延长的代理链条所削弱，总部无法掌握各个板块的详细信息来进行合理资金分配，也无法有效满足各个板块的资金需求，因此资本配置效率降低。

并且，虽然天泽集团采取纵向多元化，但其主营业务水泥行业在近几年出现产能过剩的问题，集团核心板块的盈利能力下降。在行业出现衰退征兆的情况下，纵向多元化行业间高度相关的特征，使得集团无法突破行业困境，导致资本配置效率下降。面对这一难题，天泽集团总部开启了“以研发生产环保节能装备为方向，走差异化发展之路”的战略变革，将发展重心集中在装备板块，向与水泥主业相关性较低的行业寻求突破，并在近几年通过板块结算中心向装备板块投入大量资金以支持其发展，集团战略开始转向横向多元化。但横向多元化又使集团的战略重点（装备）与主营业务（水泥）发生偏离，总部的管理能力无法有效缓解

下属板块代理问题。在此基础上实行的资金集中管理，使得板块间的利益冲突加剧，最终导致内部资本市场配置效率降低。

3.2 组织结构类型

现有研究对于企业集团的组织结构与内部资本市场的配置效率之间的关系，有更加深入的发现。在复杂的组织结构下，形成多层委托代理关系，更容易产生内部资本市场配置效率低下问题。公司内部管理的组织形态一般可以分为 U 型、M 型和 H 型三种基本类型。其中 U 型结构是一种高度集权、按职能划分部门的一元结构，由于这种结构较为简单，在企业规模扩大以后难以适应管理需要，会向 M 型或 H 型转变（张雪峰，2013）。因此，对于内部资本市场的组织结构一般针对 M 型和 H 型进行研究。

M 型公司一般按产品、服务、客户、地区等设立半自主性的经营事业部。事业部是独立核算的利润中心，但不具有投融资的决策权，投融资决策权掌握在集团总部手中。总部掌握集团内的全部资金，定期对事业部进行考核。资本在 M 型公司的配置中，各事业部相互竞争，企业内部模拟市场运作，形成内部资本市场（卢建新，2008；张雪峰，2013）。冯丽霞和孙源（2008）归纳出 M 型结构下 ICM 资本配置功能的条件：（1）由多层级关系产生总部投资决策的权威，即总部的投融资决策权；（2）总部能够通过 ICM 的信息传递优势掌握更多的项目信息；（3）企业资产使用者与剩余控制权人身份的重合，以及单一的产权主体。

而 H 型组织结构则较多地出现于横向合并而形成的企业中，下属子公司具有独立的法人资格，是相对独立的利润中心。由于 H 型相比 M 型具有更为复杂的治理结构，因此其对 ICM 的影响也更为复杂。

从**股权集中度**角度来说，M 型结构由于单一产权主体的特点，资本在企业内部的调配不需要经过外部市场，主要依靠总部权威来执行，代理成本和利益协调成本较低，因此集权的总部能够高效地配置资本。而 H 型结构具有多法人的组织特点与复杂的产权关系，每一层级都有独立的法人实体地位，都是投融资决策中心，因此在管理过程中就要考虑总部（母公司）控制权的问题。M 型结构下总部-分部的集权或分权问题，对应到 H 型结构下就变为更复杂的母公司控制权高低问题。在 H 型结构下，当母公司以参股形式控制子公司时，母公司对该子公司的控制能力弱，无法进行高效的资本调配，导致内部资本市场功能无法完全发挥；并且，母公司控制权低而子公司独立决策的能力较强时，协同各子公司利益就会比较困难，带来内部资本配置成本增加，从而降低内部资本配置效率。而当股权高度集中时，母公司对子公司有较高的控制权，接近于 M 型结构下的总部权威，集团内部的资金能够有效调配；但在这种情况下，由于母公司高度集权，可能产

生终极控制人的“隧道行为”，大股东掏空资产侵害小股东利益，实际上损害了资本的配置效率（卢建新，2008）。张会丽和吴有红（2011）从内部资源配置角度出发，认为集团财务资源配置集中程度（现金流权）与企业经营绩效呈显著的倒U型关系，即总部过度集权或过度分权都不利于内部资源高效配置：集团过度强调协同利益可能影响子公司自主经营的活力，从而影响经营效率；而若集团控制力不足则子公司过度强调自身利益，无法在集团层面发挥协同效应。

而从**管理层级设置**的角度，在现实中H型企业更多地表现出过度多元化的趋势，可能由于过度多元化，导致企业组织过大，结构复杂从而管理层级过多，过多的管理层级使得委托代理问题成为影响内部资本市场配置效率的关键因素。而过于复杂的结构又损害了集团内部信息传递与监督的有效性，加重代理问题，提高资本配置成本。除此之外，企业采取横向多元化，投资非相关行业过多时，项目之间差异大，一方面容易引发交叉补贴现象，另一方面在“挑选胜者”的过程中容易出现决策失误（王峰娟、邹存良，2009），可能最终使内部资本市场表现为低效率甚至无效率。

分析：天泽集团采用纵向多元化的扩张方式，在管理组织上，按照行业的不同，成立不同板块。同一板块下，按地区、项目或业务的不同，在当地注册成法人公司。各板块自主独立经营，拥有日常经营所需流动资金的融资权，闲置资金的投资理财权（不含对外资本支出）。成员单位执行板块的经营决策，没有投资、融资的决策权。各板块对外重大投资、注册资本增减、发债融资等则由集团总部统一管理。因而，天泽集团是H型组织但是兼具M型特征，具体分析见表3。

表3 天泽集团的组织结构特征分析

项目	M型（事业部制）	H型（控股型）	天泽集团
实体性质	单一法人实体。事业部不是独立的法人实体	多法人实体。母、子公司、中间产业控股公司都是独立法人	同H型
多元化类型	纵向多元化为主	横向多元化为主	同M型
中间管理 管理层 职责定位	事业部是利润中心，不是投资中心。	产业控股公司以及下级各子公司既是利润中心也是投资中心。	同M型。
各层级 管理权 限划分	集团总部：投资中心 事业部：一级利润中心，中间管理层 成员企业：次级利润中心和成本中心	母公司：一级投资中心 产业控股公司：次级投资中心和一级利润中心 子公司：基础的投资中心和次级利润中心	同M型

投融资决策权	由总部掌握,事业部不具有投融资决策权	控制权与决策权分散。母公司只能通过其所掌握的控制权对子公司的投融资决策进行控制。	同H型
资金调剂方式	资金直接配给	在子公司之间追加或减少投资,以及大量的关联交易进行资本配置。	兼具M型、H型特征
资金管理组织形式	多采用内部银行与资金结算中心形式,对内部资金进行统收统支。	子公司独立法人地位使得母公司无法直接进行资金的统收统支,多采用财务公司集中管理资金。	兼具M型、H型特征

天泽集团采用H型企业法人治理结构,产权结构清晰,方便得到当地工商、税务、银行、政府的支持。采用M型的管理结构,便于各板块发挥管理上的专业优势,减少管理层次,发挥规模经济,集团总部可以集中精力处理重大的战略问题。天泽集团H型兼具M型的企业组织结构,在集团内部实际形成了三层委托代理关系。天泽总部管理层是外部股东的代理人,外部股东先将资金分配权力委托给总部管理层,然后总部管理层再将资源运用的部分权力委托板块管理层,从而形成第二层委托代理关系。板块管理层再将资源运用的部分权力委托给成员单位管理层管理各成员单位,从而形成第三层委托代理关系。如图4所示:

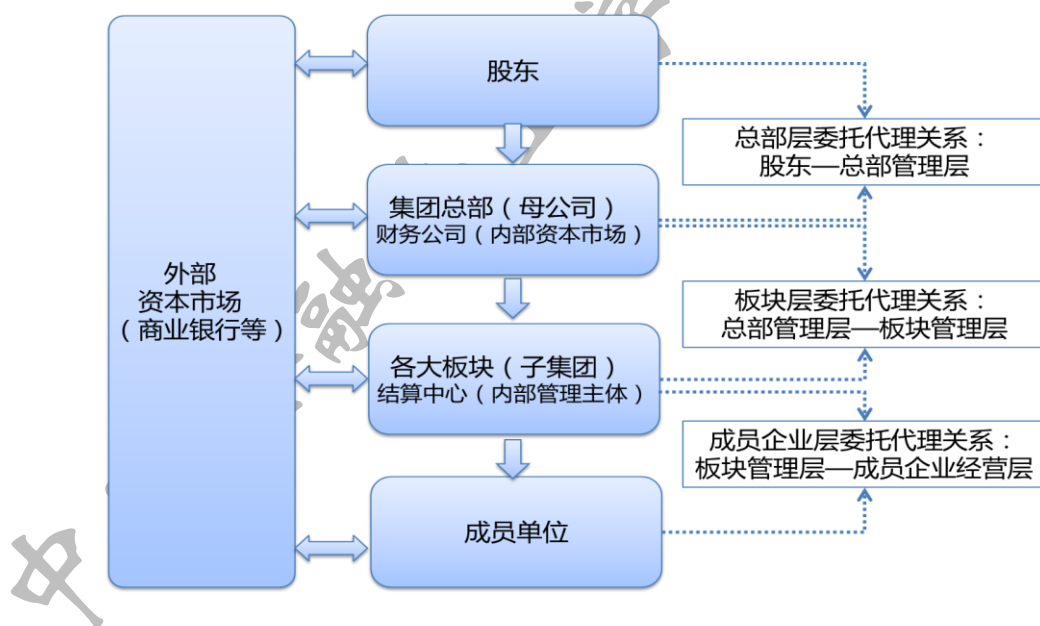


图4 天泽集团 ICM 参与主体和委托代理关系

H型兼具M型的企业组织结构,以及三层委托代理关系对天泽集团内部资本市场资源配置效率的影响可以分析如下:

(1) 从法人结构角度: 相比于M型企业单一法人实体,采用H型结构的企业无法避免的一个问题,就是多主体带来的多维度利益冲突。H型结构由于多法人实体特征,因此会在两个维度上产生利益冲突: 控股股东-外部投资者之间的外

部利益冲突，以及集团总部-子公司之间的内部利益冲突。天泽集团下属成员单位大都是独立法人单位，但是股权高度集中，控制权与现金流权分离的问题并不突出，从而ICM资本配置不会引起投资者之间的外部利益冲突。这是天泽集团内部资本市场的运行的一个基础。然而，天泽集团虽然没有实施横向多元化投资，但是下属成员单位过多，不同板块与部门之间资金需求特点差异大、投资项目差异大，导致利益分化，集团内部出现过多的利益主体。如果资金管理的权限设置高度集中，一方面这种集中管理模式会导致各个利益主体的利益受到不同程度损害，势必加剧集团内部利益冲突；另一方面也容易引发交叉补贴现象，或由于决策者能力所限，在“挑选胜者”的过程中容易出现决策失误。这也是反对将结算中心业务并入财务公司的原因之一。

(2) 从股权集中度角度：集团总部在资金融通和配置上具有高度的控制权，有利于提高资本配置效率。虽然天泽集团本质上属于投资控股集团，下属子公司大多是独立法人单位，但是产权高度集中，因此总部对子公司具有较高的控制权，资金配置能力接近于M型结构下的总部权威，满足了ICM发挥作用的基本条件，使得天泽集团资金集中管理得以顺利发展，并支持企业战略的实现。同时，由于天泽集团属于国有企业集团，国有性质能够在一定程度上抑制大股东的利益输送行为，避免了总部高度集权使ICM出现功能异化的可能，因此保证了ICM的配置效率。但集团总部高度集权以及与之对应的资金集中管理，也在一定程度上限制了下属公司自主经营的行为。总部高度掌握投融资决策权，又没有相适应的管理能力和措施满足各版块和下属子公司的发展需求，从而为不同利益主体的利益冲突埋下了隐患。

(3) 从管理层级设置角度：天泽集团的组织结构特征是在H型结构的基础上兼具M型特征，这是其与一般企业集团的差别。集团按照板块管理不同行业的业务，板块管理层具备M型企业的事业部特征，不是独立法人和投资中心，总部保留重大投融资决策权，板块管理层受托管理各板块的经营活动和资金活动。这种职责定位和管理权限划分有利于集团总部资金分配权利的行使，板块管理层的信息优势，也有利于更好地鉴别成员单位经理人提供信息的真伪，对项目进行分析比较，优化资源配置。但是天泽集团这种H型兼具M型的混合特征使得集团在治理结构上多了一个委托代理层级，导致代理问题更为严重。从板块角度来说，由于板块管理层不是下属子公司的直接投资者，不具备剩余控制权，或者不具备资产使用者与剩余控制权人双重身份，使得监督激励的动力下降，容易出现过度投资或者代理问题。实际上这个问题从天泽集团按照板块设置结算中心开始就存在，当准备设立财务公司时，一些下属成员单位要求结算中心业务并入财务公司就彰显了该问题。而从子公司角度来说，由于下属子公司多达200个，即使实行纵向

多元化投资,但各个行业及其所属企业资金运行特点和管理要求还是存在很大差异,加上长期按照板块实施管理,集团总部直接管理具体的资金活动又不具有信息优势,资本配置效率可能会受到经理寻租行为的影响,或出现交叉补贴现象。这个问题在设立财务公司阶段体现得最明显,下属单位反对结算中心并入财务公司的主要原因即如此。

3.3 资本结构

企业的资本结构又被称为融资结构。广义上的资本结构指企业全部资本价值的构成及其比例关系,既包括长期资本,也包括短期资本(赵萌,2008);而狭义的资本结构则主要指企业长期资本的来源、构成及相互关系,尤其是长期资本中股权资本与债权资本的比例关系。

资本结构与内部资本市场的关系是一个复杂的互动过程。当企业有较高的资产负债率时,表明债权资本占有相当大的比例,由于外部资本市场融资具有高昂的融资成本,企业会转而从内部发掘获取资金以降低成本,这在客观上推动了内部资本市场发展。在资产负债率较高的情况下,内部资本市场处于产生发展阶段,随着企业资金集中管理能力提高,内部资本市场的配置效率相应提高,内源融资能够满足企业资金需求,从而降低资产负债率。从这一角度来说,高资产负债率是内部资本市场配置效率提高的一个诱因,而资产负债率降低则反映了内部资本市场效率提高的过程。Barton等(1988)认为专业化企业资产负债率最低,横向多元化企业资产负债率最高,而主业集中企业和纵向多元化企业的资产负债率介于中等水平。李豫湘等(2009)也通过实证研究发现,上市公司多元化程度与其负债水平负相关。考虑到多元化是内部资本市场的一个重要特征,可以认为企业通过多元化经营来构建内部资本市场,缓解融资约束并提高资本配置效率。

从另一方面来说,与企业资本结构紧密相关的,是企业内外部利益分配问题。当企业资产负债率高时,说明企业偏向举债融资,而外部银行提供的贷款是企业外源融资的一个重要来源,因此当资本结构偏向债权时,企业对银行的依赖性强,就不得不考虑与银行的关系。此时企业的利益分配不仅是内部利益主体之间的调节,还在很大程度上涉及到与银行间的利益分配,使得企业资金集中管理所面对的问题更为复杂,利益协同成本高,影响内部资本市场功能发挥。相反,当企业资产负债率低时,不过度依靠外部资本市场,对银行的依赖性低,此时利益分配的重点就在企业内部,不必过多考虑与银行间的利益分配,此时企业作为一个利益整体,其内部利益协同成本将会降低。

分析:天泽集团内部资本市场的构建,历经分散管理、委托贷款、结算中心、多级结算中心,以及财务公司多个阶段,其中涉及成员单位、板块管理层、集团

管理层、银行等多方利益；而集团资本结构与内部资本市场效率的关系，也存在一个变化过程。在内部资本市场构建的初期，企业处于初创与成长阶段，在没有内部资金调剂时主要依靠对外融资，资本结构偏向债权融资，使集团整体的利息负担沉重，此时引入委托贷款开展内部资金调配，缓解了企业成长初期的资金需求。随着集团规模快速扩张，对资金的需求进一步提高，面对一边大规模融资、一边大量闲置资金存放在银行的不平衡状况，总部开发了从板块内到跨板块的两阶段资金集中管理模式，高效配置与使用企业内部资金，使企业资产负债率降低，有效降低财务成本。但到了“走差异化道路”的战略变革阶段，集团面临着国家严控信贷规模的政策压力，对装备板块的创新升级又需要大量资金投入。集团的内部结算中心模式在此时无法满足资金需求，又由于其本身非金融机构法人实体的身份限制，无法扩大外源融资能力，因此集团试图通过设立财务公司的方式来破解融资瓶颈。设立财务公司的初衷，是为了利用财务公司的金融许可证从事金融业务，通过控股财务公司将外部资本市场和银行的功能转移到企业边界内部，从而节省市场交易费用。但这一举措损害了外部合作银行的利益，使得利益分配格局从集团内部扩展到集团边界以外。

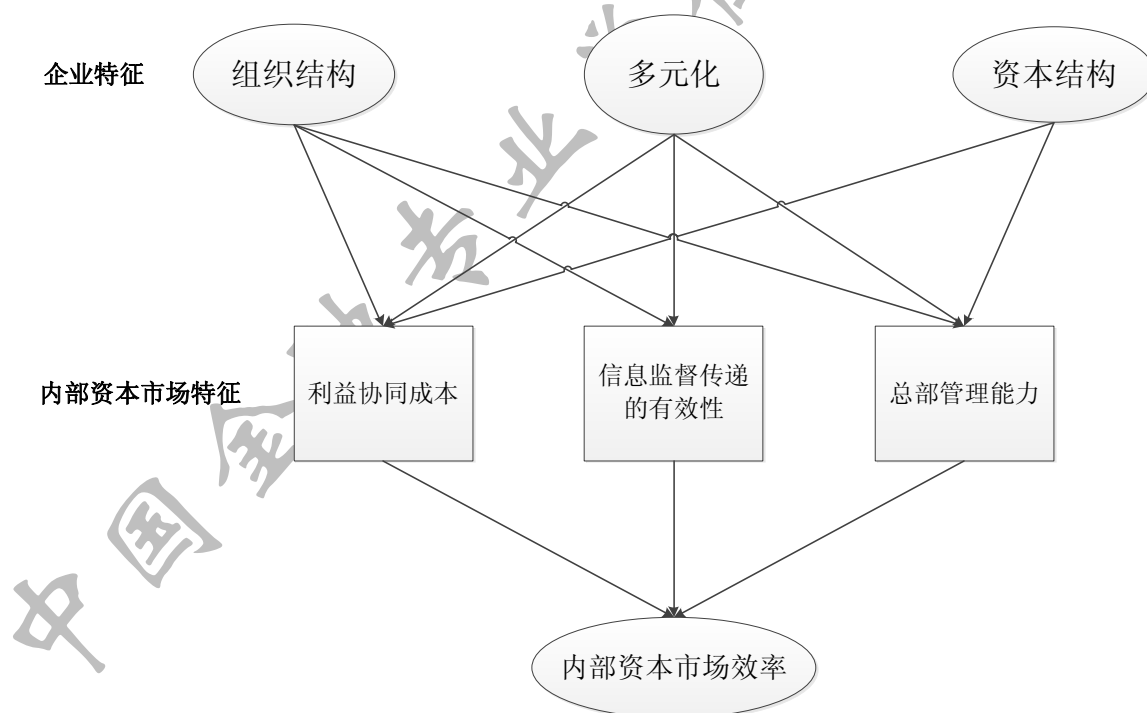


图 5 企业资金集中管理的影响因素

考察天泽集团资金集中管理的发展历程，在设立财务公司以前，天泽集团内部资本市场高效运转，资本结构不倚重外部融资，因此对银行的依赖度不高，利益分配问题主要集中于集团内的委托方与贷款方、成员单位与板块结算中心、板

块与总部之间。虽然资金集中管理使银行的部分利润转移到集团内部，但由于集团业务快速发展，银行仍然可以通过给集团提供贷款、金融服务等方式获得利润提升，因此二者利益冲突并不明显。此时利益冲突范围在企业边界以内，由于板块只是集团总部的下属职能部门，而集团母公司又对子公司有高度控制权，因此利益协同成本相对较低。

然而，设立财务公司以后，财务公司不仅替代了结算中心利润较高的内部贷款业务，同时也替代了银行的许多业务。财务公司为成员单位提供更多金融服务，加上较高的同业存款利率，开展同业拆借、票据转贴现、信贷资产回购等低成本融资业务，财务公司将得到高额利润；成员单位可委托财务公司发放委贷、进行票据贴现，利益得到增加（或费用减少）。财务公司的高额利润和成员单位的成本降低，实际上将银行相当规模的利益抽走，银行与集团的利益冲突爆发，为成员单位提供服务的积极性下降。但财务公司建立伊始，提供金融服务的经验尚不成熟，集团也不具备相应管理能力，无法满足成员单位的大部分需求。因此银行提供金融服务与业务支持的积极性降低，直接损害到各板块的利益，使下属成员单位开展经营业务遇到困难。因此，各方利益集团纷纷抵制财务公司，消极对抗集团的资金集中管理。集团总部一方面要协调与银行的利益关系，一方面又要解决集团内部多元主体之间的利益冲突，使利益协同成本非常高，致使内部资本市场效率降低，发展陷入困境。

综上所述，由本案例分析得出的企业集团内部资本市场资本配置效率的影响因素及其影响方式，如图5所示。

4. 天泽集团财务公司设立困境的根本原因是什么？

在天泽集团推动设立财务公司的进程中，集团在多元化、组织结构和资本结构等方面的问题就凸显了出来，以财务公司的设立和与结算中心合并问题为导火索，集团内部不同利益主体之间的利益冲突彻底爆发，使得财务公司的设立遭到来自各方的反对，集团资金集中管理陷入了一个困境。

从组织结构角度来说，天泽集团H型结构兼有M型特征的混合企业结构，有利于集团提高对跨行业板块的管理效率，并为资金集中管理提供了条件。然而，这种混合结构使得委托代理问题突出，财务公司集中大量资金有可能进行交叉投资或低效投资，且治理结构复杂导致内部资本市场的信息和监督优势发生折损，总部难以实施有效管理，导致利益冲突爆发。因此总结出财务公司的**问题1：难以保证重点项目，将资金用于其他投资。**

从多元化角度来说，天泽集团虽然实行纵向多元化，但公司规模庞大，且不同业务之间差异性较大，集团在面对跨行业的投资项目时容易出现决策失误，也

无法满足不同板块多样化的资金管理需求；并且在当前集团战略转型期间，由于集团总部的管理能力有限，无法将资金有效配置到核心业务上去；加上H型企业天然趋向于过度多元化，这些都对总部的管理能力提出了考验。因此总结出财务公司的问题2：内部管理要求不能实现。

从资本结构角度来说，天泽集团发展到一定阶段之后，内源融资已经无法完全满足企业发展的资金需求，因此集团采用成立财务公司的方式，一方面扩大外源融资渠道、节省交易费用，一方面也利用财务公司开展金融服务获取利润。但财务公司的设立掠夺了集团合作银行的利益，使得银行为企业提供服务的积极性下降，造成与银行间的利益冲突，而这种利益冲突又对集团内部的成员单位正常经营业务产生不利影响。因此总结出财务公司的问题3：银行合作积极性下降。

图6从反对设立财务公司的问题出发，对案例进行回溯，总结天泽集团资金集中管理陷入困境的根本原因。

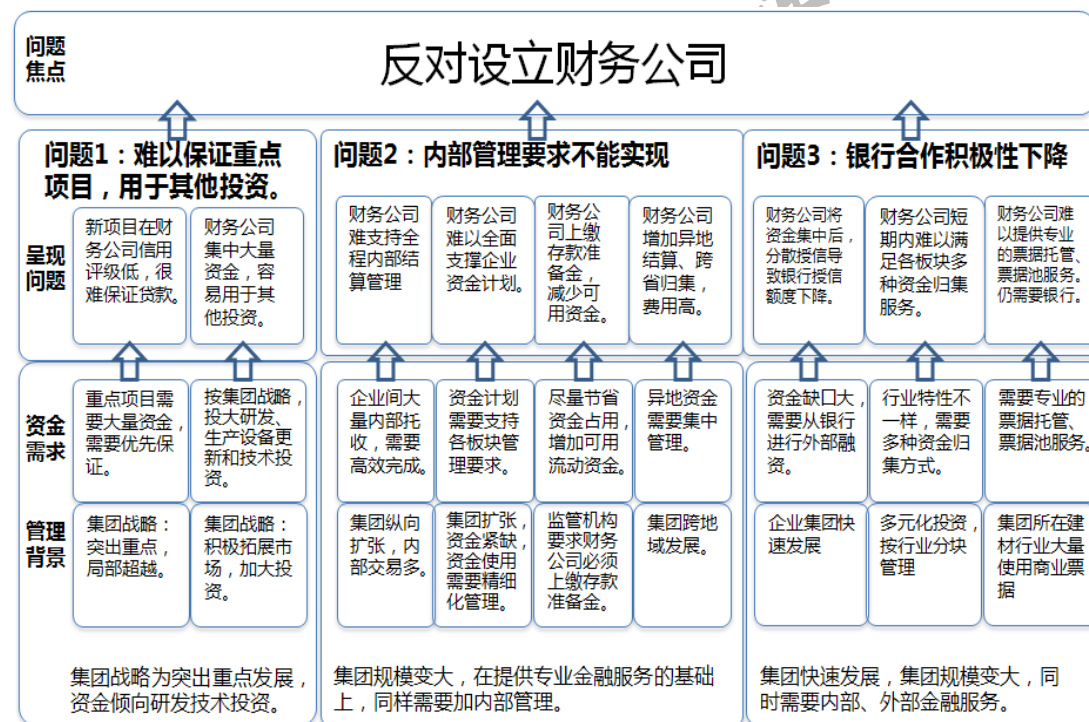


图6 板块反对设立财务公司的原因分析

五、 关键点

1. 内部资本市场是造成资源或利益在成员单位之间转移的交易行为，是对以资金为主的综合性资源在企业内部多层次分配的配置机制。
2. 内部资本市场能够发挥资本配置、缓解融资约束和监督激励作用。

3. 内部资本市场资源配置效率低下可能引发的对企业价值破坏，具体表现为过度投资、交叉补贴、减弱激励和代理问题。

4. 在内部资本市场设计中，要考虑多元化战略、组织结构和产权结构影响，还要考虑利益相关者的利益均衡。

六、 建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，下面是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

本案例建议在金融专业硕士《公司理财》课程的内部资本市场专题中讨论。整个案例课堂讨论控制在80-90分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课堂讨论前言：教师简单扼要地介绍讨论主题（2-5分钟）

分组讨论：每组4-5人，分组讨论，深入理解天泽集团内部资本市场的建设过程和案例企业面临的决策困境（20-25分钟）

引导讨论：以本教学使用说明中“分析思路”为线索，逐步抛出案例讨论问题，引导学生深入讨论案例企业资金集中管理的过程、内部资本市场的表现形式、内部资本市场的作用等等，在课堂讨论的高潮阶段推出案例企业设立财务公司的难题，询问学生问题的本质和解决方案，促使学生真正理解内部资本市场的相关理论和知识，思考影响内部资本市场资本配置效率的关键因素（控制在55分钟内）

讨论总结：教师对案例讨论进行归纳总结，并进一步提出发散性问题让学生进行课后思考（5分钟）

七、 参考文献

[1] 王化成等. 基于中国背景的内部资本市场研究：理论框架与研究建议[J]. 会计研究, 2011(7):28-37.

[2] 杨棉之, 孙健, 卢闯. 企业集团内部资本市场的存在性与效率性[J]. 会计研究, 2010(4):50-56.

[3] 周业安, 韩梅. 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[J]. 管理世界, 2003(11):118-125.

[4] 李艳荣. 内部资本市场视角的企业集团治理研究[M]. 经济科学出版社, 2008.

[5] 万良勇, 魏明海. 我国企业内部资本市场的边界确定[J]. 中山大学学报

(社会科学版), 2006(6):92-98.

[6] 王晓红, 王新伟, 陶夕玥. 企业内部资本市场理论综述[J]. 商业时代, 2012(8):88-90.

[7] 郭丹. 企业集团内部资本市场有效性研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2009.

[8] 冯丽霞. 内部资本市场组织载体、交易与租金[J]. 会计研究, 2006(8):37-43+96.

[9] 王峰娟, 谢志华. 内部资本市场与多元化的关系研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2010,25(1):43-48.

[10] 王峰娟, 邹存良. 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究[J]. 管理世界, 2009(4):151-161.

[11] 王蕾. 内部资本市场与多元化的关系[J]. 时代经贸, 2006(5):69-70.

[12] 陈良华, 陈吉凤, 王建将. 多元化战略与集团企业内部资本市场配置效率关系研究[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版),2013(15):56-63+135.

[13] 王惠庆, 葛军, 马小勇. 多元化相关程度与内部资本市场配置效率研究[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版),2015(3):96-101+148.

[14] 张雪峰. 张雪峰. 企业集团内部资本市场资金管理模式研究[D].西南财经大学,2013.

[15] 冯丽霞,孙源. 不同组织结构内部资本市场运行机制比较[J]. 财会通讯(学术版),2008(2):82-85+129.

[16] 张会丽,吴有红. 企业集团财务资源配置、集中程度与经营绩效——基于现金在上市公司及其整体子公司间分布的研究[J]. 管理世界,2011(2):100-108.

[17] 赵萌. 企业集团资金集中管理与内部资本市场相互作用分析[D].山西财经大学,2008.

[18] 岳中刚. 资本结构决定因素的实证研究综述[J]. 审计与经济研究,2006(01):92-95.

[19] 李豫湘,倪红蕾,刘海霞. 多元化经营与资本结构关系研究[J]. 会计之友(下旬刊),2009(8):89-91.

案例使用说明书字数: 15896