

# 企业竞争力的性质: 一个要素异质性的视角

张德荣 张永政 (厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 企业价值不同于企业要素的价值, 企业是一种与市场不同的资源配置方式, 仅仅从所有者权益来理解企业的价值是不全面的。企业是要素的组合, 要素的不同组合将产生一种区别于要素市场价格的组织资本, 企业中这种组织资本的存量状况决定了企业的价值和企业的竞争力。

**关键词:** 资产定价; 契约性质; 企业竞争力

**中图分类号:** F270

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-6847(2010)08-0054-03

**【作者简介】**张德荣 (1972-), 男, 山东青岛人, 经济学博士, 厦门大学经济学院副教授硕士生导师, 研究方向: 制度经济学。张永政 (1990-), 男, 山东泰安人, 厦门大学经济学院经济系本科生。

## 一、问题的提出

产品在市场上通过供求均衡形成价格, 并通过价格的波动来发现其价值。但是, 同样一件产品, 一旦进入企业就形成企业的资产, 如存货、固定资产等, 其价值在企业内部运动。物质资产一旦与其他要素结合起来, 物质资产的价值就通过企业价值来表现。在我们研究资本市场的一个重要指标——市净率<sup>①</sup>时发现, 该指标通常大于 1<sup>②</sup>。该指标通常又被称为托宾  $q$ <sup>③</sup>, 托宾 (1969) 以该指标来解释投资动机, 当  $q$  大于 1 时, 资产所有者趋向增加投资, 投资增加会引发其他一系列宏观经济活动。但是没有解决的问题是, 为什么  $q$  通常大于 1 企业的价值是我们通常所说的所有权的价值<sup>④</sup>吗? 如果是, 为什么一项资产进入企业以后, 其价值表现方式会有所不同; 为什么进入企业前后, 物质资产的价值会有变化? 如果承认市场是理性的, 均衡过程会不会消除一件经济物品进入企业前后的价值差异? 如果企业价值不仅仅是物质资产的价值, 那么我们所说的企业的价值又是指什么呢?

财务危机 (financial distress) 对一个企业的打击可能是致命的, 经历一次财务危机以后, 企业股票在资本市场上可能从此一蹶不振, 企业价值大幅度缩水。财务危机对企业价值的作用机制是什么? 为什么企业清算通常伴随着价值损失? 虚拟经济在现代经济生活中以怎样的形态存在, 它与经济泡沫的区别何在? 要解答上述问题, 我们需要正确地理解企业的性质。

## 二、物质资产的市场定价与企业内定价

企业资产定价有两条线索: 企业资产的会计定价和企业资产的资本市场定价。企业资产的会计定价是以特定的会计程序来计量资产在企业内部的价值运动, 具体方法包括: 历史成本计价, 以历史成本为基础; 重置成本计价, 以重置成本为基础; 资产变现计价, 以资产变现的市场价值为基础。不同的计价方法, 企业资产的会计价值是不同的。历史成本与重置成本是有区别的, 因为产品市场的价格变动不居。重置成本与变现成本也是不同的, 从厂商手中购买产品与产品使用者再出售该产品之间是有区别的, 这既可以从信息经济学中的“二手车”市场方面去理解, 也可以从营销的规模经济去理解。<sup>[1]</sup>实证会计理论的研究表明, 特定会计程序的选择是利益相关者之间动态博弈的结果。<sup>[2]</sup>但是上述计价方法的一个共同特征是, 以资产的产品市场价格为依据去确定企业资产的价值。

在资本市场上, 企业资产的价格由企业未来净现金流量的折现确定, 企业资产价值可以表示为:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+i)^t} \quad t=1, 2, 3, \dots$$

其中,  $C_t$  为第  $t$  年现金净流入,  $i$  为折现率,  $V$  为企业资产价值。

上述公式是现行公司财务理论评估企业价值的基本思路, 人们之所以将资产投入企业是为了在将来获得净现金收入, 企业资产的价值与其内部资产的会计价值无关。但是, 这里遇到的一个难题是: 未来的现金流量如何确定, 贴现率如何确定。CAPM 模型提出了风险调整的贴现率, 虽然考虑到风险因素是一个改进, 但缺点是仍从经验数据出发, 以历史看待将来。现金流量是预期, 贴现率是预期, 因而以此而确定的企业价值本质上也是一种预期。从这种思路推演, 投资者在不同信息背景下, 依据各自的风险偏好对企业的价值作出预期, 各种预期在市场上供求互动确定一种动态的企业资产市场定价。既然企业资产的资本市场定价与资产的会计价值无关, 而是人们对特定要素组合将产生的现金流量的预期, 那么这种预期之间的互动决定的企业资产价值就是企业的市场公允价值? 这就涉及一个问题: 什么是企业的市场公允价值?

美国国内收入局 (IRS) 1959 年 3 月在收入条款 65-193 中对市场公允价值定义如下: 公正市场价值是某项财物在有意向的买者和有意向的卖者之间易手的价格。买者自己想要购买, 而不是任何压力之下作出的购买决策; 卖者自己想要出售, 也不存在任何压力强迫他出售。而且, 双方都对有关的事实有较为充分的知识。不仅如此, 法庭判决也一再申明, 假设买者和卖者能够而且愿意进行交易, 对交易的物品及该物品的行情有充分的信息。以此定义, 在完全竞争状态下, 资本市场的均衡价格形成企业资产的公正价值, 但同样是竞争均衡价格, 为什么一项资产在进入企业前后会有不同的均衡价格? 可见, 上述定义并没有解决企业资产价值的源泉问题。

企业资产的资本市场价格高出企业净资产的会计价值部分是不是我们通常所说的“泡沫”<sup>⑤</sup>? 由于资本市场的投机性质, 因过度投机而产生泡沫现象是不可避免的, 但企业资产的资本市场定价与会计定价之间的差异是一种普遍而持久的现象, 这并不是“泡沫”说可以解释的。

## 三、企业理论与企业资产定价

在传统新古典理论框架内, 企业被看成是生产函数, 代表

了一种投入产出关系。理论上讲,在理性假设下,如果一项资产的投入企业可以获得超出市场价值的回报,由于竞争的存在,结果将达成一种均衡,最终导致资产的企业内外计价的均衡,投入企业的资产定价将不会超出相应资产在产品市场上的定价。那么如何来理解现实中这种差距?看来,我们不得不打开企业这个“黑盒子”。

科斯在其 1937 年的经典论文中提出了企业为什么存在的问题。科斯指出,市场机制的运行并非没有成本,市场机制的运行成本是交易成本,企业是对市场的替代,人们组建企业是为了节约交易成本,实现组织成本与交易成本之和的最小化。企业具有明显的节约性质,即企业能够比它的各个组成部分更有效地进行生产和销售,<sup>[3]</sup>这给企业内外资产计价的差异提供了一个解释。交易成本是发现相关价格的成本,随着企业对市场的替代,产品市场合约的数量会以一加速度递减,边际交易成本将会降低。由于企业家能力的约束,企业规模扩张的过程中会出现“管理收益递减”的现象,从而使边际组织成本增加。<sup>[4]</sup>

当企业规模为零时,分工完全在市场上进行,这是一种原子式的交易状态,在组织结构上类似于完全竞争市场,此时市场交易成本最高。随着企业对市场的替代,市场上的交易成本加速降低,而另一种形式的成本(组织成本)却加速上升。当企业规模大到极致,也就是整个社会只有一家企业时,市场交易成本降至零,取而代之的是一种极高的组织成本,这类类似于中国和前苏联计划经济时代的情况。如下图所示,向右下方倾斜的曲线表示递减的边际交易成本曲线,向右上方倾斜的曲线表示递增的边际组织成本曲线,二曲线相交于 E 点,决定了最佳企业规模和最低总成本(组织成本与交易成本之和)。

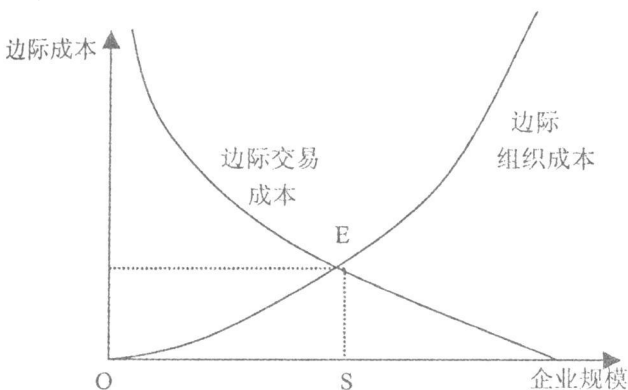


图1 最佳企业规模示意图

虽然科斯提出了交易成本的概念,但并没有对交易成本存在的深层次原因进行说明。为了对交易成本存在进行解释,威廉姆森提出了资产专用性(asset specificity)概念,由于资产的专用性的存在,如果分工在市场上进行,专用性较强资产的所有者很可能被敲竹杠(hold-up),因而讨价还价的合约条件必定烦琐而苛刻,交易成本必定存在,在此基础上,威廉姆森进一步解释了纵向一体化现象。

在解释了交易成本存在的原因以后,企业节约交易成本的性质也就不言自明了,但这并没有解释竞争为什么没有消除这种组织租金。<sup>[5]</sup>

张五常的贡献使我们认识到企业具有合约的性质,企业是要素所有者之间的合约。<sup>[6]</sup>以此来看,这种要素合约具有明显的人格化特征。特定企业是特定要素所有者之间的合约,其合约条件要受到特定要素生产力的制约,同时,各要素

所得份额受制于具有互补性诸要素的综合生产力。很明显,进入企业的各要素的定价之所以不同于其在市场上的定价,是因为该要素与其他要素的结合,组成了团队,从而具有了更高生产力的结果。<sup>[7]</sup>按照这种理解,企业作为一种要素合约,与市场合约的区别在于,市场合约是一种非人格化的合约,而企业合约是一种人格化的合约。市场通过非人格化的市场定价机制实现要素的市场转移,使得要素转移到特定的、最具互补性的企业合约之中。要素合约取代市场合约意味着对要素生产力预期的提高,意味着具有互补性、进而具有生产剩余能力的合约的产生。更高的综合要素生产率来源于该企业核心要素的特殊组合,而这种核心要素的个性化组合决定了企业的核心竞争力,这种企业的核心竞争力是难以被模仿的,由此而决定了要素市场竞争的不完全性。<sup>[8]</sup>这样,我们就可以用要素市场竞争的不完全性来解释组织租金的存在,企业资产的资本市场定价与资产的会计定价的差异来自于这种组织租金。

#### 四、财务危机、企业清算与企业资产定价

一个明显的事实是,企业在经历了财务危机以后,或企业进行清算的过程中会出现企业价值损失现象,或者说,企业的某种资产在财务危机或企业清算的过程中消失了。

根据我们对企业性质的理解,这种消失的价值就是企业的组织租金。租金来自竞争的不完全性,但从价值来源上,可以将组织租金看作与某种要素相对应的报酬,在企业里创造组织租金的要素是组织资本(organizational capital)。<sup>[9]</sup>有关研究(Baker G bbonas Murphy, 1999)认为,企业中的组织资本来源于企业中部分要素的对其自身的投资,而相关要素作出这种投资的一个必要条件是,相关要素主体必须被承诺在未来可以得到回报,而作出这种承诺的则是核心要素所有者,如控股股东或企业家。

比赛理论(theory of tournament)认为,公司高管的薪酬与公司业绩是无关的,公司 CEO 的年薪动辄几百万、上千万,这并不表明其自身创造出如此多的价值,其作用在于为积极努力工作的员工提供一种可置信的承诺,激励下一级员工在其工作中进行积累性投资。<sup>[10]</sup>现实中,公司有从企业内部选拔管理人员的传统与理念,这是否在鼓励员工增加本职岗位的专有性投资呢?从此出发,日本企业的终身雇佣制能否解释日本经济的高速增长(公司价值的增长)?一次金融危机(导致若干企业破产)对日本企业价值的消极影响究竟有多大?公司价值对金融风暴的这种脆弱性是不是导致日本企业雇佣理念开始转变的原因?这样能否解释在国有企业里,以“关系”为选拔标准对员工工作投入的负面影响,进而解释国有企业的低效率?一个国家的企业体制(要素获得是否更多地依赖市场)的抗风险能力是否与此有关?以上仅对公司发生财务危机及清算过程中的价值损失提供了一种假说性解释,它的正确性还有待于进一步检验和证实。

#### 五、企业竞争力的性质

企业资产的资本市场定价由企业未来现金流量之折现决定,而企业未来的净现金流量体现了企业的市场竞争力。这样,企业资产定价问题就与企业竞争力问题联系起来,企业资产的资本市场定价反映了企业的现实竞争力,决定企业资产价值的因素也是决定企业竞争力的因素。企业竞争力是一个企业能够以比其他企业更低的成本向市场提供产品、劳务并获得赢利和自身发展的能力。如果把企业看成是要素合约的集结(nexus of contracts),那么企业竞争力必然体现为由于要素之间的互补而产生的组织资本的多少,这种组织资本依赖

(下转第 118 页)

- 46

[ 6 ] K in A J. Community building on the web: Secret strategies for successful online communities [ M ]. Addison - Wesley Longman Publishing Co., Inc. Boston, MA, USA, 2000: 352

[ 7 ] Zhao D, Rosson M B. How and why people Twitter: the role that micro - blogging plays in informal communication at work [ C ]. Sanibel Island Florida USA : ACM, 2009: 243 - 252

[ 8 ] Agrifoglio R, Black S, Metallo C. Twitter Acceptance: The Role of Intrinsic Motivation [ J ]. sprouts 2010 ( 10 ): 20 - 27

[ 9 ] Brandtzø P B, Heimja N. Why People Use Social Networking Sites [ J ]. Online Communities and Social Computing : 143 - 152

[ 10 ] Zhao D R M B. How and why people Twitter: the role that micro - blogging plays in informal communication at work [ C ]. 2009: 243 - 252

[ 11 ] Pervin L A. Goal concepts in personality and social psychology [ M ]. Lawrence Erlbaum Associates Hillsdale, NJ, 1989: 45 - 47.

[ 12 ] 赵岩. 基于方法 - 目的链理论 的消费者认知结构与企业策略研究 [ J ]. 商业时代. 2010 ( 1 ): 58 - 60

[ 13 ] Klenosky D. The " pull " of tourism destinations: A means - end investigation [ J ]. Journal of Travel Research 2002

40 ( 4 ): 385

[ 14 ] Grunert K G, Grunert S C. Measuring subjective meaning structures by the laddering method: Theoretical considerations and methodological problems [ J ]. International Journal of Research in Marketing 1995 12 ( 3 ): 209 - 225

[ 15 ] Jung Y, Kang H. User goals in social virtual worlds: A means - end chain approach [ J ]. Computers in Human Behavior 2010 26 ( 2 ): 218 - 225.

[ 16 ] Pieters R, Baumgartner H, Allen D. A means - end chain approach to consumer goal structures [ J ]. International Journal of Research in Marketing 1995 12 ( 3 ): 227 - 244

[ 17 ] Bagozzi R P, Dabholkar P A. Consumer recycling goals and their effect on decisions to recycle: A means - end chain analysis [ J ]. Psychology and Marketing 2006 11 ( 4 ): 313 - 340

[ 18 ] Reynolds T J, Gutman J. Laddering theory, method, analysis and interpretation [ J ]. Journal of Advertising Research, 1988 ( 2 - 3 ): 11 - 31

[ 19 ] Bagozzi R P, Dabholkar P A. Consumer recycling goals and their effect on decisions to recycle: A means - end chain analysis [ J ]. Psychology and Marketing 2006 11 ( 4 ): 313 - 340

(上接第 55 页)

要素各方的合作, 不能为要素一方所独占, 因而也就不可能通过市场来定价, 因为其产权具有公共性, 只能通过企业资产的定价来间接体现, 要素各方通过各种合约 (或明或暗) 获得补偿。而企业的组织资本来源于两个方面: 一是要素在企业内分工对交易成本的节约, 二是要素的非同质性及其互补性。如果认同上述的说法, 那么企业竞争力就源自要素所有者在合作过程中, 企业核心经营能力的形成, 并且该核心能力具有独特的、不易被模仿的特性要素之间的互补形成的核心经营能力。<sup>[11]</sup>

美国国内收入局用完全竞争的均衡价格来定义公正市场价值, 但是市场的完善程度本身就难以衡量。而且, 在远离完全竞争理想的现实经济体系里, 因为参照物本身具有不可得性, 而且导致不完全竞争的因素又千差万别, 那么, 在此基础上讨论企业公正市场价值便失去了其实际意义。如果按帕氏词典来理解泡沫, 那么, 如何区分一种基于资产本身获利能力的预期与通过交易获利的预期? 以新经济为例, 当 NASDAQ 一路飘红与美国经济十年强劲增长的时候, 人们谈论的是新经济的高成长性与超常的获利能力, 很显然, 这是人们在对资产的获利能力作出预期。但是当 NASDAQ 跌去一半市值的时候, 人们又大谈网络泡沫。由此可见, 企业公正市场价值与股市泡沫之间难以科学界定, 这也说明预期在现代经济中的巨大作用, 也表明了在现代经济体系中人与人之间的互动所产生的经济后果。

注释:

- ①市净率是股票市价与企业会计净资产的比率。
- ②如果股票市价低于净资产价值, 股东宁可清算企业。
- ③托宾 q 是资产的资本市场价值与重置成本的比例, 与

市净率指标大体一致。

④股票通常被认为是资产所有者对企业净资产的最终索取权证, 股票价格被认为是对获得这种最终索取权的定价。

⑤帕尔格雷夫经济学大词典对泡沫 (bubbles) 做了如下定义: 泡沫状态这个名词, 随便一点说, 就是一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价, 开始的价格上涨会使人们产生还要涨的预期, 于是又吸引了新的买主——这些人一般只是想通过买卖谋取利润, 而对这些资产本身的使用与盈利能力是不感兴趣的。随着涨价常常是预期的逆转, 接着是价格暴跌, 最后以金融危机告终。

参考文献:

- [ 1 ] 哈利·P·渥克, 迈克尔·G·特尔尼. 会计理论 [ M ]. 大连: 东北财经大学出版社, 1998
- [ 2 ] 威廉姆·R·司可脱. 财务会计理论 [ M ]. 陈汉文, 等译. 北京: 机械工业出版社, 2000
- [ 3 ] 泰勒尔. 产业组织理论 [ M ]. 马捷, 吴有昌, 陈耀, 等译. 北京: 中国人民大学出版社, 1997.
- [ 4 ] Ronald Coase. The Nature of the Firm [ J ]. Economica 1937 ( IV ): 386 - 405
- [ 5 ] [ 11 ] 杨瑞龙, 杨其静. 专用性、专有性与企业制度 [ J ]. 经济研究, 2001, ( 3 ): 3 - 11.
- [ 6 ] 张五常. 经济解释 [ M ]. 北京: 商务印书馆, 2000
- [ 7 ] [ 10 ] Harold Demsetz. The Economics of the Business Firm [ M ]. Cambridge University Press, 1997.
- [ 8 ] 杨瑞龙, 刘刚. 企业的异质性假设和企业竞争优势的内生性分析 [ J ]. 中国工业经济, 2002 ( 1 ): 89 - 95
- [ 9 ] Luigi Zingales. In Search of New Foundations [ J ]. The Journal of Finance, 2000 ( 8 ): 1623 - 1653