

公司多元化折价：寻租与投资偏差

韩忠雪, 朱荣林

(上海交通大学 管理学院, 上海 200030)

摘要:相对于业务集中的企业来说,多元化公司往往出现市场价值贬损,尽管造成这一现象的原因多种多样,但部门经理寻租引致公司经理配置资源出现偏差,则是产生公司多元化折价的重要根源之一。文章基于这一思想,通过建立模型进行了深入分析,得出多元化公司往往出现折价并给出了影响折价的一些重要因素。

关键词:寻租;内部资本市场;代理问题;折价

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)11-0137-09

一、引言

众所周知,多元化公司在市场上往往表现为价值贬损,而事实上,多元化公司又大量存在,这种似乎矛盾的事实近年来逐渐成为公司金融理论学者研究的热点。早期公司战略学者提出的生产协同、市场势力、资源为本等理论并不能很好地解释它的发生根源,而随着公司合同理论、代理理论、投资理论的发展,人们可以更多地通过剖析多元化公司中的内部资本市场来了解多元化公司贬值的原因。现代公司金融理论认为,多元化公司的产生,并非得益于生产协同效应,而更多地来自于内部资本市场的财务协同效应。其中,最重要的特征就是资源在公司内部的灵活性配置。

从内部资本市场提出以来,人们就开始关注它的资源配置功能,如阿尔奇安、威廉姆森等,他们认为内部资本市场的资源再配置效应主要来自于内部资本市场比外部资本市场可以获得更高质量的信息,从而降低内部资本市场的交易成本。但仅仅具有较高质量的廉价信息并不能完全保证内部资本市场的运作效率,它的优越性主要体现在三个方面:(1)内部资本市场优于外部资

收稿日期:2005-06-22

作者简介:韩忠雪(1972—),男,河北保定人,上海交通大学管理学院讲师,博士生;

朱荣林(1945—),男,浙江嘉兴人,国务院发展研究中心研究员,上海交通大学兼职教授,博士生导师。

本市场的根本原因是由于公司经理掌握公司的剩余控制权,因而有激励去调控公司资源,从而获得更多的收益。(2) 内部资本市场可以获得更高质量的信息,即公司经理与项目投资者对于投资项目的信息有良好的沟通,因而,多元化公司的 CEO 对于公司部门的前景有很好的信息掌握。(3) 多元化公司的 CEO 能利用较高质量的信息来跨部门地做出增加价值的资源再配置,即在内部资本市场上做出积极的优胜选拔。这表明多元化企业存在着较大的内部资本市场优势,因而,更可能产生多元化投资的溢价现象。

然而,大量的实证经验和理论研究表明,内部资本市场更多地表现为低效的资源配置。

发生低效内部资本市场的原因可能有多种,如多元化公司较高的信息不对称;资源的灵活配置造成的部门经理激励缺失,等等。除了这些,部门经理还常常通过寻租活动,来达到保护自己和提高谈判地位的目的。这种寻租行为或者影响活动显然干扰了公司经理对于公司投资资源的最优配置,最终损害了公司价值。

大量的理论文献研究对以上的论述提供了理论支持。Scharfstein 和 Stein(2000) 认为,部门经理往往通过寻租手段来达到个人收益的最优,迫使公司经理通过偏离投资预算的办法来达到激励的目的。Rajan 等(2000) 通过分析部门经理存在着保护性投资的动机,使得公司经理在调配资源时受到投资激励的制约,从而得出投资资源出现分配偏差的结果。Ozbas Oguzhan(2005) 分析了多元化公司中由于存在着信息不对称问题,导致部门经理往往高报项目收益,继而引起公司出现价值贬损现象。

本文基于 Scharfstein 和 Stein(2000) 关于寻租的基本思想,但与其不同的是,本文设定了具体的生产函数,在模型中得出了寻租、生产率和投资偏差的具体结果,并且通过合理设定的工资函数说明了投资偏差的必然性,给出了产生投资偏差的很多影响因素,为规避部门经理寻租提供了可操作性的途径和方法。

二、寻租的含义及界定

1974 年,美国经济学家安·奥·克鲁格在《美国经济评论》发表的一篇论文首次提出了寻租的概念,即个人或利益集团为谋取自身经济利益,而对政府决策或政府官员行为施加影响的活动。其后,戈登·塔洛克详细阐述了寻租理论的基本思想,表明寻租是与垄断相联系的一种扭曲,是为保证或保持垄断地位所造成的浪费性支出。因而,我们可以看出,寻租主要从国家、政府层面来讨论公共权力、公共政策非正常扭曲的行为。

同样,对于企业来说,则是代理人通过非生产性活动来影响公司制度、经营权力的一种个人逐利行为。它常常发生在公司经理与股东、部门经理与公司

经理之间。具体的寻租行为可以理解为两种方式：一是建立外部更多的选择机会，也就是建立较高的外部期权，诸如参加各种社交活动，提高社会地位、声望和名誉等举措；二是在公司内部建立不透明的账户系统、隐瞒不利的公司内部信息、拉帮结派等。寻租收益的外在表现形式可以是将来的增长期权、物质资产，也可以是心理效用。与以往权力寻租或直接的利益寻租不同，本文的寻租是通过建立外部期权获得更多的外部选择机会，从而迫使公司经理为了留住部门经理而采取其他物质方式进行补偿的一种形式。

三、寻租条件下内部资本市场中的代理问题

1. 模型假设条件

假设该多元化公司有两个部门，部门 1 和部门 2， $i = 1, 2$ 当事人有三个，公司经理和两个部门经理，他们都是风险中性的。经理们都具有攫取私人利益来建造个人帝国的倾向，因而对于控制资本有着强烈的偏好。部门经理为了获得各自效用的最大化，不仅致力于提高部门收益的生产性活动，而且也采取寻租的方式来提高自己的谈判地位，以便获得更多的投资资源和工资补偿。这两种方式的努力程度的大小取决于部门经理花费在这两种活动上面的机会成本的大小。显然，生产效率较低的部门更可能采取寻租方式来弥补损失。公司经理拥有资源的分配和控制权，拥有对于部门经理的雇佣、辞退权。而且原则上通过实施内部资本市场中资源的灵活配置来实现公司收益的最大化。模型依然采取两阶段方式，具体有：

在第 1 期，各部门均有在位资源，部门收益大小取决于部门经理的努力程度和部门项目收益率的大小。即 $y_i^1(\rho_i, e_i) = \rho_i e_i - \frac{1}{2} e_i^2$ ，其中， $0 < e_i < \rho_i$ ， ρ_i 为部门 i 的项目收益率， e_i 为部门花费在生产方面的努力水平，部门经理的攫取收益为 $\gamma y_i^1(\rho_i, e_i)$ ，而且，如果部门经理寻租，则获得的寻租收益为 $g(r_i) = cr_i - \frac{1}{2} r_i^2$ ，其中， $0 < r_i < c$ ， r_i 为部门经理花费在寻租方面的努力水平，且 $r_i + e_i = t_i$ ， t_i 为部门经理 i 总的努力水平。

在第 2 期，假设第 1 期投资全部折旧，资金来自于第 1 期两部门收益的总和，各部门的投资资源由公司经理进行统一配置。由于部门项目运行的专有技术要求较高，公司经理辞退部门经理的损失远远大于部门经理寻租所获得的收益，因此，公司经理不会辞退部门经理。假设部门项目收益率保持不变，因而，第 2 期部门收益为 $y_i^2(\rho_i, I_i) = \rho_i I_i - \frac{1}{2} I_i^2$ ，其中， $0 < I_i < \rho_i$ ， I_i 为分配给部门的投资数额，部门经理从收益中获得的私人收益为 $\gamma y_i^2(\rho_i, I_i)$ ，同时，公司经理支付给部门经理的工资报酬为 $\omega_i = \omega_0 + \beta y_i^2(\rho_i, I_i)$ ，这里 ω_0 为固定工资。

2. 模型均衡条件

首先,按照多元化公司内部资本市场的资源配置规律,公司经理将根据部门项目收益率的高低来分配投资资源,以便实现公司投资资源的最优使用。在没有寻租影响时,我们给出公司经理分配给各部门的有效投资水平

$$\rho_1 \frac{\partial y_1^2(\rho_1, I_1)}{\partial I_1} = \rho_2 \frac{\partial y_2^2(\rho_2, I_2)}{\partial I_2}, \text{即:}$$

$$\rho_1(\rho_1 - I_1^*) = \rho_2(\rho_2 - I_2^*) \quad (1)$$

由 $I = I_1^* + I_2^*$, 可得:

$$\begin{cases} I_1^* = (\rho_1 - \rho_2) + \frac{\rho_2 I}{\rho_1 + \rho_2} \\ I_2^* = (\rho_2 - \rho_1) + \frac{\rho_1 I}{\rho_1 + \rho_2} \end{cases} \quad (2)$$

其次,我们通过部门经理的收益成本分析来确定部门经理寻租的均衡条件。假设部门经理寻租,则在第 1 期他将损失 $\gamma[y_1^1(\rho_i, t_i) - y_1^1(\rho_i, (t_i - r_i))]$, 则它寻租的总收益必须超过他不寻租时获得的总收益,即:

$$g(r_i) > \gamma[y_1^2(\rho_i, I_i^*) + y_1^1(\rho_i, t_i) - y_1^1(\rho_i, (t_i - r_i))] \quad (3)$$

$$\text{设 } \Delta\pi_i = g(r_i) - \gamma[y_1^2(\rho_i, I_i^*) + y_1^1(\rho_i, t_i) - y_1^1(\rho_i, (t_i - r_i))]$$

$$\text{则 } \partial\Delta\pi_i/\partial r_i = \frac{\partial g(r_i)}{\partial r_i} + \gamma \frac{\partial y_1^1(\rho_i, (t_i - r_i))}{\partial r_i}$$

当寻租的边际收益等于攫取产出的边际收益时,寻租达到最优水平。则部门经理寻租的最优水平为 $c - r_i^* - \gamma\rho_i + \gamma(t_i - r_i^*) = 0$, 因而有:

$$r_i^* = \frac{c + \gamma t_i - \gamma\rho_i}{1 + \gamma} \quad (4)$$

由(3)式, $\frac{\partial r_i^*}{\partial \gamma} = -\frac{c + \rho_i - t_i}{(1 + \gamma)^2} < 0$, $\frac{\partial r_i^*}{\partial \rho_i} = -\frac{\gamma}{1 + \gamma} < 0$, 说明,在其他条件不变的情况下,寻租最优水平的大小与部门经理攫取比例 γ 和部门项目收益率 ρ_i 成反比关系。意味着部门经理从部门产出中获得收益越大,寻租的动力就越弱。

进一步地,我们可以由(1)式得出部门经理寻租的充分必要条件为:

$$\begin{aligned} & cr_i - \frac{1}{2}r_i^2 - \gamma\left[\rho_i I_i^* - \frac{1}{2}I_i^{*2} + \rho_i t_i - \frac{1}{2}t_i^2 - \rho_i(t_i - r_i) + \frac{1}{2}(t_i - r_i)^2\right] = 0 \\ \rho'_i = & \frac{2cr_i - r_i^2 + \gamma I_i^{*2} + 2\gamma t_i r_i - \gamma r_i^2}{2\gamma(I_i^* + r_i)} \end{aligned} \quad (5)$$

当 $\rho_i > \rho'_i$ 时,部门经理不寻租;反之,当 $\rho_i < \rho'_i$ 时,部门经理寻租。

接着,我们来分析部门经理的留任约束条件。

如果部门经理在第 2 期留任,他所获得的收益为 $\omega_i + \gamma\rho_i k(I_i^*)$;如果他离任,其收益为 $g(r_i) + \bar{\omega}$, $\bar{\omega}$ 为部门经理在经理人市场上的基本工资水平。则部门经理留任的约束条件为:

$$\omega_i + \gamma y_1^2(\rho_i, I_i^*) \geq g(r_i) + \bar{\omega}$$

$$\omega_0 + \beta y_i^2(\rho_i, I_i^*) + \gamma y_i^2(\rho_i, I_i^*) \geq g(r_i) + \bar{\omega} \quad (6)$$

(6)式表明,部门经理留任的条件必须是留任获得的收益大于离任所获得的收益,即部门经理留任获得的工资水平加上从产出中获得私人收益的总和要大于离任后获得的外部期权收益和经理人市场平均雇佣的工资水平总和。

因此,根据上面获得的寻租临界条件,假设 $\rho_i > \rho'_i$,即部门项目收益率 ρ_i 较高时,则公司经理配置给该部门的资源 I_i^* 也较高,则部门经理从产出中获得的私人收益 $\gamma y_i^2(\rho_i, I_i^*)$ 也较大,即部门产出的边际收益大于寻租的边际收益,同时,部门经理获得绩效工资 $\beta y_i^2(\rho_i, I_i^*)$ 也较高,因而,部门经理并不需要去寻租。

但是,当部门项目收益率 ρ_i 较低时,假设 $\rho_i < \rho'_i$,则公司经理配置给该部门的资源 I_i^* 也较低,部门经理从产出中获得的私人收益 $\gamma y_i^2(\rho_i, I_i^*)$ 也较小,即部门产出的边际收益小于寻租的边际收益,同时,部门经理获得的绩效工资 $\beta y_i^2(\rho_i, I_i^*)$ 也越低,因而,部门经理将通过寻租来弥补自己的损失。

3. 模型结果分析

假设某部门项目收益率 $\rho_i < \rho'_i$,则该部门 1 经理必定进行寻租活动,而此时,为了使部门经理留任,公司经理必须满足(5)式,原则上这可以通过两种办法达到目标:一种是给与部门经理直接的现金激励,即提高部门经理的固定工资 ω_0 ;另一种是通过提高该部门的投资资源 I_i 来实现。显然,有以下两种原因使得公司经理通常采取第二种方法,而不是一种直接的现金激励。

首先,提高部门经理的固定工资,意味着低效率的部门经理获得了较高的固定工资,而高效率的部门经理获得了较低的固定工资。显然,这在一定程度上将影响高效率部门经理的激励水平,而且,工资水平作为十分透明的公司披露信息,这种状况很难让外部股东得到理解。而通过提高低效率部门的投资水平来增加该部门的产出收益,则可以起到一箭双雕的作用:一方面通过绩效工资的提提高改善了部门经理的工资待遇;另一方面还通过提高攫取收益增加了部门经理的收益。而且这种投资水平的增加不仅带有较强的隐蔽性,而且可以通过各种诸如战略发展的需要、市场的变动等借口进行掩饰。即便是为了弥补由于资源的灵活转移导致低效率部门经理的激励缺失实施的一种补偿办法,也在情理之中。

其次,这种原因来自于 Scharfstein 和 Stein(2000)的解释,他们认为,外部股东赋予公司经理两种资源:一种是公司运营资金,即包括员工工资、营销、管理支出等;另一种是公司投资资金。由于公司运营资金直接由公司经理支配,员工工资的增加将直接减少公司经理的管理支出,甚至包括在职消费,等于公司经理从自己的口袋里往外掏钱,因而,这类资源带给公司经理更大的效用。尽管外部股东希望公司经理采取工资支付的方式,但由于外部股东无法以合约的形式要求公司经理采取这种行为,因而,公司经理将可能更多地采用投

资源的补偿方式。

当出现部门经理寻租后,公司经理将采取偏离公司投资资源的做法来对低效率部门经理进行补偿,如果 $\rho_1 < \rho_2$,则可能出现 $I_1 > I_1^*$, $I_2 < I_2^*$,意味着公司投资资源出现了低效率配置,从而可能造成公司的价值受到损害。以下我们将分几种情况进行具体分析。

(1) 当 $\rho_1 > \rho'_1, \rho_2 > \rho'_2$ 时,说明两个部门的项目收益率都高于它寻租时的收益率,因此,两个部门经理都不寻租,投资资源实现有效配置。即 $I_1 = I_1^*$, $I_2 = I_2^*$ 。

(2) 当 $\rho_1 < \rho'_1, \rho_2 > \rho'_2$, 或 $\rho_1 > \rho'_1, \rho_2 < \rho'_2$ 时,说明两个部门中有一个部门寻租,另一个部门不寻租,我们只研究第一种情况。根据(6)式,部门1经理寻租 r_1 ,为了留住部门1经理,公司经理将偏离投资有效配置把资源给他,我们来看部门1经理获得的投资资源,假设 $\bar{\omega} = 0$,并不影响我们的结果。

$$\omega_0 + \beta y_1^2(\rho_1, I_1) + \gamma y_1^2(\rho_1, I_1) = g(r_1)$$

$$\text{代入方程,得 } \omega_0 + (\beta + \gamma) \left(\rho_1 I_1 - \frac{1}{2} I_1^2 \right) = cr_1 - \frac{1}{2} r_1^2$$

$$I_1 = \rho_1 - \sqrt{\rho_1^2 - \frac{2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)}{\beta + \gamma}} \quad (7)$$

(不用 $I_1 = \rho_1 + \sqrt{\rho_1^2 - \frac{2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)}{\beta + \gamma}}$ 的解,是因为它不满足严格递增凹函数的原因)

(7)式即为公司经理偏离投资后部门1获得的投资资源。现在我们看与有效投资相比,部门1获得的投资资源是增加了还是减少了:

$$\begin{aligned} \Delta I_1 &= I_1 - I_1^* = \rho_1 - \sqrt{\rho_1^2 - \frac{2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)}{\beta + \gamma}} - (\rho_1 - \rho_2) + \frac{\rho_2 I}{\rho_1 + \rho_2} \\ &= -\sqrt{\rho_1^2 - \frac{2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)}{\beta + \gamma}} + \rho_2 + \frac{\rho_2 I}{\rho_1 + \rho_2} \end{aligned} \quad (8)$$

因为 $\sqrt{\rho_1^2 - \frac{2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)}{\beta + \gamma}} < \rho_1 < \rho_2$, 因而, $\Delta I_1 > 0$, 表明寻租后部门1获得的投资资源要大于其有效投资水平。公司经理把本应分配给部门2的 ΔI 转移给了部门1。

(3) 当 $\rho_1 < \rho'_1, \rho_2 < \rho'_2$ 时,两部门经理都寻租,只有当两部门项目收益率 $\rho_1 = \rho_2$ 时,两部门才会获得有效的投资水平,否则,公司经理就会偏离投资资源给项目收益率较小的一方。

当出现投资资源偏离的情况时,我们来看公司经理偏离投资水平的影响因素,假设 $\sqrt{\rho_1^2 - 2(cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0)/(\beta + \gamma)} = z$ 。

$$a. \frac{\partial \Delta I_1}{\partial r_1} = \frac{(c - r_1)}{z(\beta + \gamma)} > 0, \frac{\partial \Delta I_1}{\partial c} = \frac{r_1}{z(\beta + \gamma)} < 0$$

随着寻租水平 r_1 越高,寻

租参数 c 越低,有效投资偏离的程度越大。

$$b. \frac{\partial \Delta I_1}{\partial \rho_1} = \frac{-z\rho_2 I - \rho_1(\rho_1 + \rho_2)^2}{z(\rho_1 + \rho_2)^2} < 0, \frac{\partial \Delta I_1}{\partial \rho_2} = \frac{\rho_1 I + (\rho_1 + \rho_2)^2}{(\rho_1 + \rho_2)^2} > 0, \text{说明}$$

随着部门 1 的项目收益率 ρ_1 越大,部门 2 项目收益率 ρ_2 越小,有效投资偏离的程度越小;反之,则偏离程度越大。即两部门项目收益率偏差越大,有效投资偏离程度越大。

$$c. \frac{\partial \Delta I_1}{\partial \beta} = -\frac{cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0}{z(\beta + \gamma)^2} < 0, \frac{\partial \Delta I_1}{\partial \gamma} = -\frac{cr_1 - 1/2r_1^2 - \omega_0}{z(\beta + \gamma)^2} < 0, \frac{\partial \Delta I_1}{\partial \omega_0} = -\frac{1}{z(\beta + \gamma)} < 0, \text{说明部门经理绩效工资比例越高,攫取私人收益比例越大,固定工资越高,有效投资偏离的程度越小。}$$

四、模型的进一步解释及结论

作为解释公司多元化折价的一种理论,部门经理寻租或者影响活动对于公司经理投资分配起着较大的影响作用。尤其在我国,寻租行为不仅仅存在于公司经理与政府委托机关之间,而且存在于公司中各个阶层之间。但是在我国,更多的研究集中在政府部门和国有企事业单位,对于公司内部的研究却鲜有企及,因而,提出部门经理寻租,对于我国大型国有企业集团的内部资本市场运作有着重要的作用。

为了分析的简便,本文模型将均衡分析定位在部门经理留任和离任的收益成本分析之上,但事实上,我国国有企业中的寻租行为并不仅仅以此为基准条件,而是只要存在私人利益的掠夺和权力的分配,就会存在寻租行为。

目前,我国国有多元化企业在约束代理方面存在两大弊病,首先是企业内外部监督机制并不完善。由于国有资产事实上的股权虚置,委托人缺乏足够的动力去进行内部监管,造成代理人内部控制权力的蔓延,从而激发部门经理通过积极的寻租活动来获取更多的可支配资源;外部资本市场、经理人市场并不完善,资本市场中信息披露监督机制不力、惩罚力度不够等造成事实上的市场公开、公正受到影响,经理人市场并未形成,尤其在国有企业中,因而,党政关系、人际关系仍是维系资产处置权力的主要因素。其次,国有企业经理工资报酬偏低、风险工资比例不高,人力资本产权化、股票期权等激励措施并未实施。缺乏有效的激励机制来抑制各种代理问题。

结合实际情况,要积极有效地控制内部资本市场中的寻租行为,应该从加强内外部监督和提高经理们的有效激励两方面入手:首先,加强公司尤其是部门信息的披露工作,提高公司投资项目分配的透明度,并且实施有效的监管;加强公司内部会计、审计工作,防止出现投资资源的随意支配和投资偏差的现象。其次,实施包括公司经理们股票期权、人力资本产权化的所有权纽带联系,强化公司经理们的所有权意识;采取适度提高公司经理们的工资报酬、绩

效工资等激励措施。

参考文献:

- [1] Berger P G, Ofek E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37:39~65.
- [2] Brusco S, Panunzi F. Reallocation of corporate resources and managerial incentives in internal capital markets[J]. European Economic Review, 2005, 49:659~681.
- [3] Lamont O. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets[J]. Journal of Finance, 1997, 52:83~109.
- [4] Ozbas, Oguzhan. Integration, organization processes and allocation of resources[J]. Journal of Financial Economics 2005, 75:201~242.
- [5] Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment[J]. Journal of Finance, 2000, 55:35~80.
- [6] Scharfstein D S, Stein J. The dark side of internal capital markets: Divisional rent seeking and inefficient investment[J]. Journal of Finance, 2000, 55:2537~2564.
- [7] Shin H-H, Stulz R M. Are internal capital markets efficient[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 113:531~552.
- [8] 韩忠雪, 朱荣林. 多元化公司内部资本市场理论研究[J], 外国经济与管理, 2005, 27(2):38~43.

Corporate Diversification Discounts: Rent Seeking and Investment Misallocation

HAN Zhong-xue, ZHU Rong-lin

(Management School of Shanghai Jiao Tong University, shanghai 200030, China)

Abstract: Diversified firms often trade at discount with respect to their focused counterparts. Although there are many reasons, it is an important cause that division manager's rent seeking leads to resource misallocation. By building a model, this paper confirms that diversified firms trade at discount and explores some important factors related to this discount phenomenon.

Key words: rent seeking; internal capital market; agency problem; discounts

(责任编辑 周一叶)