

企业内部资本配置文献综述

钱雪松

摘要: 企业投资决策是否符合效率原则、如何提升资本配置效率是经济学的重要问题。在以外部资本市场为基准,考察企业的内部资本配置时,相关理论揭示出,内部资本市场既可以通过多钱效应、聪明资金效应提高资本配置效率,也可能通过寻租、权力斗争等机制降低资本配置效率;而且,深入组织内部的研究表明,企业组织结构、内部权力配置和绩效测度等方法提升企业内部资本配置效率的有效机制。

关键词: 内部资本市场 外部资本市场 信息不对称 代理问题 组织架构

经济学家对企业投资决策以及资本配置效率问题的关心由来已久,早在 20 世纪中叶,莫迪格利安和米勒 (Modigliani&Miller,1958) 就论证了:完美资本市场能够实现资本的最优配置。他们的开创性研究激发了人们研究企业投资问题的兴趣,后续研究者在 MM 定理基础上逐步引入资本市场的不完美因素,扩展了相关研究。在考察信息不对称、代理问题等因素如何影响企业之间资本配置问题的基础上,20 世纪 90 年代中期以来,经济学家拓宽了视野,进一步考察资本市场不完美因素对企业内部资本配置的影响,相关文献汗牛充栋。无疑地,把握微观资本配置理论的发展脉络,不仅对提高新兴市场国家的资本配置效率有直接启示意义,而且还会加深我们对如何培育、完善发展中国家资本市场等深层次问题的思考。

本文在探讨企业内部资本配置相关研究缘起的基础上,梳理了企业内部资本配置增进或者降低资本配置效率的各种机制,并讨论了运用组织架构设计克服内部资本配置缺陷的相关文献,最后展望了其研究趋势。

一、企业内部资本配置研究的兴起

在 MM 定理的基础上,研究者首先关注的是资本市场不完美因素对外部资本市场运行的影响。到 20 世纪 90 年代,引入信息不对称、代理问题对外部资本市场上资本配置机制的理论研究和实证分析都已经比较成熟。总的来讲,产生了以下基本认识:理论研究发现,资本市场不完美因素通过多种机制扭曲了资本在企业之间的配置,既可能出现过度投资

现象,也可能出现投资不足问题;实证研究发现,拥有丰富内源现金流、杠杆率较低的企业投资较多,而且剔除企业投资机会对投资水平的影响以后,上述实证结论依然成立。综合起来,已有研究表明,由于信息不对称和代理问题的影响,企业普遍受到融资约束,外部资本市场实现的企业之间的资本配置不是帕雷托最优的。那么自然会产生以下理论问题:是否存在与外部资本市场不同的资本配置机制?如果存在,它是否能够增进资本配置效率?同时,从世界范围的投融资实践来看,企业投资所需资金的相当部分(大约 3/4)来自于企业的内源融资。这样一来,为了得到关于企业投资以及资本配置问题的全面认识,就必须深入企业组织内部,详细考察企业内部资本配置。

实际上,科斯 (Coase,1937) 提出如何打开企业黑箱问题以后,经济学家在对“什么是企业”、“企业的边界”、“企业内部决策和市场上的决策有何不同”等问题进行研究的过程中,曾经指出:在经济运行过程中,除了外部资本市场在企业之间配置资本之外,存在一个在企业内部配置资本的“内部资本市场”。其中,阿尔奇安、威廉姆森等人对企业内部运作的深刻观察为内部资本配置研究提供了基本的经济直觉。阿尔奇安 (Alchian,1969) 通过对通用电气公司内部运作的细致考察,发现公司内部存在一个竞争激烈、信息充分的资本市场,通用电气公司财富的快速增值很大程度上可以归功于内部资本市场的良好运作及其提供的优质信息。威廉姆森 (Williamson,1975) 在描述企业内部资本配置时指出,多部门企业内部产生的现金流不是简单的流回其源头,而是在内部

资本市场的激烈竞争中找到其归宿,多部门企业最重要的特点之一就是内部资本有效地配置到高回报率的用途上去。

但是,上述研究仅限于对事实的简单陈述和一些零散观点,没有运用经济学的方法和技术进行分析。到20世纪80年代,格林斯曼、哈特和莫尔等人开创的企业理论产权思路为内部资本市场问题的规范经济学分析提供了突破口。

在企业理论的交易成本思路中,克莱因(Klein, 1978)等研究发现,当存在资产专用性和关系性投资时,契约不完全性使得事前的相机契约不能合理分割契约双方的联合收益,因此契约双方关系和经济运作会受到机会主义行为的干扰。格罗斯曼和哈特(Grossman&Hart,1986)在不完全契约背景下强调了剩余控制权的重要性,认为企业对资产的所有权就是企业对资产剩余控制权的购买,并从该角度分析了一体化能够减少机会主义行为和敲竹杠问题。哈特和莫尔(Hart&Moore,1990)进一步限定了剩余控制权的含义,强调资产的所有者拥有排除他人使用该项资产的权利。企业理论的产权思路不仅为理解“交易何时应在企业内部进行、何时应由市场实施”等问题提供了一个基本框架,而且从剩余控制权维度强调了企业资产所有权的重要性。

正是格罗斯曼、哈特和莫尔等人强调的资产所有权概念激发了用经济学的方法和技术对企业内部资本配置进行研究。可以说,近十年来对内部资本配置的讨论,大部分是在认识到企业内部资本配置者拥有企业资产的剩余控制权这一特点的基础上,以外部资本市场为基准考察内部资本配置运作机制增进效率或降低效率的方方面面,进而不断丰富和发展起来的。

二、内部资本配置增进资本配置效率的机制分析

在信息不对称和代理问题等不完美因素的影响下,外部资本市场在企业之间的资本配置会产生以下两方面的效率损失:一方面,外部投资者和企业管理者之间的信息不对称会导致债券市场上出现信贷配给现象,同时也阻碍企业通过发行股票来为投资项目融通资金,而且,代理问题使得投资者担心企业管理者营造帝国以及过度自信倾向会导致过度投资问题(Jensen,1986),这样一来,外部资本市场的运作倾向于使企业投资受到资金约束,导致投资不足的后果。另一方面,外部投资者收集、处理企业投资的相关信息以及监督项目实施的能力可能有所欠缺,而且,尤为重要是在存在多个投资者的情形下,

外部投资者拥有搭便车动机,他们收集分析相关信息和监督项目实施的激励可能不足。这样一来,外部资本市场为资本配置决策提供的信息不足,对实施投资项目的后期监管力度不够,从而导致在不恰当的时间将稀缺的资本配置给不合适企业。

基于以上认识,在考察企业内部资本配置机制的过程中,人们没有从绝对意义上探讨企业内部资本配置结果及其效率含义,而是将重点放在相对意义上:企业内部资本配置能否弥补、在多大程度上弥补外部资本市场运作的缺陷,从而提高资本配置效率。

(一)多钱效应

从第一类效率损失出发,人们的焦点在于企业内部资本配置是否有助于克服资本市场不完美因素的不利影响。黎瓦楞(Lewellen,1971)指出,由于企业内部不完全相关的子部门能够互相担保,因而多元化能够提高企业的借贷能力,进而缓解债券市场上的信贷配给问题。哈洛克、雷加特和托马斯(Hadlock,Ryngaert&Thomas,2001)则从企业多样化策略和企业股权融资相互关系的角度考察了构造企业内部资本市场对企业融资能力的影响。他们强调,企业通过实施多样化策略可以将拥有差异性信息的项目网罗到企业内部,各个项目的风险分担和信息互补会降低管理者拥有私人信息的差异性,最终使得企业发行股票时面临的逆向选择问题得到一定程度的缓解。简言之,企业内部资本配置能够放松企业融资约束、缓解投资不足问题。人们形象地将其称为“多钱效应”。

以上研究所探讨的“多钱效应”实际上只是企业多样化形成企业内部资本市场的副产品,并没有深入考察以下重要问题:企业内部资本配置对企业利用外源资金的能力产生了什么影响?皮尔(Peyer,2002)明确地把企业内部资本配置机制对企业融资能力的作用当作考察的对象,研究表明,企业内部资本市场特征是企业使用外源资金的重要决定因素,虽然平均来看,拥有较大规模内部资本市场的企业使用的外源资金偏少,但是,拥有较大规模内部资本市场并且能够实施有效资本配置的企业能够融通更多的外源资本。他强调,企业内部有效的资本配置能够缓解企业和外部资本市场之间信息不对称的负面影响。

(二)聪明资金效应

从第二类效率损失出发,人们关注的问题是,与外部资本市场上的投资者相比,企业管理者收集、处理并运用相关信息制定有效投资决策的激励和能力是否更强一些?研究者从外部资本市场和内部资本

三、内部资本配置降低资本配置效率的机制分析

配置机制的差异入手,强调了企业管理者信息收集处理能力和监督能力的重要性,并且分析比较了两种资本配置方式中相应经济主体监督、收集处理信息的激励,在此基础上指出:与外部资本市场的运作相比,企业内部资本配置具有“聪明资金效应”。

杰特勒等人(Gertner,Scharfstein&Stein,1994)从企业内部资本配置和企业之间资本配置的差异出发,考察了企业内部资本配置增进资本配置效率的可能性。他们发现主要存在两个差异:其一,融资集中程度不同,在内部资本市场上,需要资金的下属部门只与控制企业资源配置的CEO打交道,而在外部资本市场上,需要资本的独立企业可以和众多投资者有联系。其二,资本提供者对资本需求者使用资产的控制权存在差异,内部资本市场上掌握资本配置权的CEO同时也对资本需求者的资产享有完全无条件的控制权,这就赋予CEO对公司内部物质资产的最终处置权,而在外部资本市场上,或者因为拥有法律意义上控制权的资金提供者难以实施控制权(分散股权投资者的情形),或者由于资金提供者在法律意义上根本就不具备控制权(公司债券持有者、银行等情形),资本供给者不能实施该权利。

这些差异对相关经济主体收集、处理信息的激励产生了实质性影响。首先,与外部资本市场“保持距离型关系”的投资者相比,内部资本市场中不存在搭便车问题,因而CEO会付出相对较高的努力水平实施信息收集以及监督行为。其次,与外部资本市场上的集中融资(如单个银行、单个风险资本家)相比,由于CEO对企业资产拥有完全无条件的控制权,他可以确保在监督行为中获得的与资本配置改善的相关信息得到充分利用,所以CEO收集处理信息以及监督项目实施的激励更大。而且,杰特勒等人强调,当CEO同时负责多个子部门时,对企业资产的完全控制权使得CEO能够在子部门之间实施资本相机配置,从而优化资本配置。但是,他们没有考虑企业可能面临的融资约束。

斯泰因(Stein,1997)引入企业的融资约束因素,进一步考察企业资本有限情形下,内部资本市场如何优化资本配置。斯泰因指出,在企业内部出现激励竞争资本资源的情形下,与外部资本市场上的资本配置相比,内部资本市场上的管理权威能够实施“挑选优胜者”行为来改善企业内部资本配置效率。斯泰因强调,正是CEO有能力而且有激励实施“挑选优胜者”行为,与外部资本市场相比,企业内部资本配置才能增进企业资本配置效率、进而创造新的价值,内部资本市场得以存在的经济原理也在于此。

在企业内部资本配置过程中,以CEO为代表的上层管理者拥有对企业资产的剩余控制权和管理上的权威,这会在企业内部引发深层次的激励问题,从而对内部资本配置产生负面影响。

(一)寻租行为

组织内部管理权威的存在会直接引发企业内部管理者实施寻租行为。麦耶等人(Meyer,Milgrom&Roberts,1992)将子部门经理刻画为寻租者,经理们通过汇报虚假信息以美化其所在部门的发展前景,试图影响CEO的决策,以期获得更多的企业内部资金。虽然理性的CEO能够看破子部门经理的寻租行为,不会扭曲资本配置,但是寻租行为会导致租金的耗散和资源的无谓浪费。而且,企业管理者的寻租行为并不限于虚报与投资相关的信息。企业管理者可以实施其他寻租行为,如管理者花费时间和精力提高自己在企业外部选择权上的价值,或者实施特定行为为潜在继任者设置障碍。这些都能够实质性地改变企业内部管理者和企业CEO谈判时的谈判地位,从而扭曲企业内部的资本配置。

斯加福斯泰因和斯泰因(Scharfstein&Stein,2000)认识到这一典型事实,构建了一个两层次委托代理模型以考察管理者的寻租行为对企业内部资本配置的影响。分析结果表明,作为外部投资者的代理人,企业CEO会通过扭曲资本配置的方式挽留实施寻租行为的企业管理者。他们强调,寻租行为迫使企业内部资本配置偏向企业内部的弱小业务部门,出现“平均主义”倾向。而且,企业内部资本配置效率与企业内部各投资项目的差异大小及公司治理结构的完善程度密切相关。

(二)权力争斗

企业组织科层结构和管理权威的存在还会促发企业内部的权力争斗。科斯(1937)认识到,企业科层内部的决策制定和市场上决策机制存在显著差异。后者主要取决于相对市场价格,而前者则主要基于权力方面的考虑。钱德勒(Chandler,1966)也强调了权力争斗在内部资本配置过程中的重要性。他指出,当一个子部门经理拥有一个等待表决的投资项目时,他为什么要反对其同伴的投资项目通过呢?如果他赞成了其同伴的投资项目,他们也会投桃报李地赞同实施自己的投资项目,这是一种精明的行为策略。

瑞杰等人(Rajan,Servaes&Zingales,2000)采用不完备契约思路考察了企业内部权力争斗对企业内

部资本配置的影响。他们指出,如果企业收益通过讨价还价在各子部门之间进行分割,而且子部门经理可以通过选择投资行为来改变其谈判地位,那么为了防止企业子部门经理实施没有效率的防卫型投资,公司总部可以通过事前的资源转移降低子部门经理实施无效率投资决策的激励。瑞杰等人强调,虽然此种资源转移在边际上看是违反投资效率原则的,但是公司总部两害取其轻,通过事前扭曲资源配置的方式来避免防卫型投资导致的损失。这样一来,权力争斗也导致企业内部资本配置偏离效率原则,出现“平均主义”。

(三) 内部管理者激励下降

企业内部管理权威拥有对企业资产的剩余控制权,这会对企业内部管理者的激励产生负面影响。阿格钦和梯若尔(Aghion&Tirole,1997)指出,如果委托人频繁干预代理人的决策,那么代理人的创新动力会减弱。同时,杰特勒等人(1994)也强调,由于CEO拥有对企业资产的实际控制权,因而同银行、债权人和股东等外部投资者提供资金的情形相比,子部门经理更容易受到机会主义行为的影响,所以,与独立企业的管理者相比,子部门经理工作的激励会下降。博尔腾和斯加福斯泰因(Bolton&Scharfstein,1996)认识到,由于CEO没有能力保证事后不与公司内部部门就实际情况实施再谈判,集中融资带来的“软预算约束”问题会弱化对公司子部门经理事前的激励。

上述研究只是笼统地指出:企业内部管理者会因为没有最终控制权而降低自身努力工作的程度。布努斯克和潘南兹(Brusco&Panunzi,2005)则直接将企业内部资本市场上的资源优化配置行为和管理者的工作激励联系起来分析。他们强调,在企业内部各子部门之间按照效率原则转移资本行为也有成本,正是“挑选优胜者”行为本身降低了企业子部门经理创造现金流量的激励。因德斯特和劳克斯(Inderst&Laux,2003)进一步指出,企业内部资本市场运作可能降低企业管理者搜寻投资机会的激励,导致企业发现并利用新投资机会的能力严重不足。

四、企业内部资本配置效率 提升机制:组织架构设计

上述关于企业内部资本配置的研究没有将组织设计问题放到核心位置。实际上,随着对内部资本市场研究的不断深入,人们发现问题关键在于:如何通过恰当的组织架构设计来引导、塑造企业各层次管理者的行为,降低寻租行为、权力争斗等因素对资本配置的负面影响。

(一) 企业组织结构设计

从企业内部资本配置的视角看,组织结构设计关注的核心问题是:什么样的组织结构能够把稀缺资本合理配置到相互竞争的投资项目上?

斯泰因(Stein,2002)将评价不同类型项目所需的信息大致分为“软信息”和“硬信息”两类,在此基础上考察了组织结构选择如何影响企业内部信息生产和资本配置的问题,并比较了科层型企业组织和分散型企业组织的相对优越性。斯泰因强调,组织结构设计对企业内部生产不同类型信息的激励产生了实质性影响;在给定企业规模和范围的前提条件下,软信息对企业投资越重要,企业将越倾向于采取扁平的组织结构。

因德斯特等人(Inderst,Muller&Warneryd,2005)将企业组织视为存在严重利益冲突的政治组织,考察了企业组织结构设计对企业内部寻租和权力争斗行为的影响。他们将组织结构设计当作一种特别形式的契约,在契约不完备情形下,激励契约、权力分配等机制无法完全解决企业内部的代理和信息不对称问题,此时企业的相关经济主体可以选择合适组织结构(单一层次组织或者多分部企业组织)来最小化组织的寻租成本。

(二) 企业内部权力配置

与市场运作机制不同,企业内部存在管理权威。一方面,他们可以运用命令或指示要求下属实施某项任务,同时可以赞同或否决下属的决定和建议;另一方面,在相当程度上他们决定着下属的升迁和报酬的多寡。这样一来,企业内部权力配置对企业内部员工行为和激励有着不可忽略的实质性影响。

米洛戈罗姆(Milgrom,1988)是最早考察企业内部决策权配置的学者之一。他指出,有效率的组织设计应该尽可能地将单纯争夺利益的行为转变为对社会有益的有序生产性行为,以引导企业组织内部员工的自利行为。他强调,对于那些生产重要性不大、却能影响利益分配的决策,企业管理者不应该拥有自由决断权。

阿格钦和梯若尔(Aghion&Tirole,1997)区分了组织内部的正式权力和实际权力,并分析了组织内部正式权力配置对组织内部信息生产的影响。他们指出,正式权力对委托人的相对重要性越小,委托人越倾向于将其下放给代理人;和委托人相比,代理人拥有某决策所需的技能和信息越多,委托人越倾向于将此决策的正式权力赋予代理人。

如果说阿格钦等人的研究关注的是权力配置对企业内部信息生产和信息结构的影响,那么德赛(Desse,2002)考虑的则是权力配置对企业内部现有

信息运用效率的影响。德赛认识到企业管理决策所需信息分散在企业组织内部,权力配置过程中企业有以下两种选择:其一,没有相关信息的委托人拥有制定决策的正式权力,依靠和下级管理者展开策略性信息传导获得决策所需信息;其二,委托人将决策的正式权力授予掌握相关信息的代理人。德赛强调,企业的最优选择将取决于控制权损失和信息损失的权衡。

以上研究从一般意义上来考察组织内部的权力配置问题,没有对企业内部资源配置决策权力加以关注。

布特、米尔博恩和尚德(Boot,Milbourn&Thakor, 2005)从企业内部资本预算决策的角度考察了资本预算体系中权力如何配置的问题。他们认识到,为了缓解组织内部普遍存在的“向日葵管理”现象,应该因地制宜地选择资本预算体系的分散程度。

马利诺和松阪(Marino&Matsusaka,2005)认识到,在企业内部资本配置过程中,权力的划分不是要么授权、要么自己制定决策这种二分法那么简单。他们强调,企业内部各层次管理者拥有的决策权不是绝对意义上的权利,需要特定的前提条件。同时,为了既发挥管理者的技能、信息优势,又避免代理问题的负面影响,组织设计者不仅将这些权利精巧地分割开来,而且还精心设计企业内部决策制定的程序。

(三)绩效测度

由于绩效测度和激励契约界定了人们行为的结果,它们为企业内部员工行事构造了一个博弈规则,故而会对企业内部员工的行为施加影响。

凯丁(Keating,1997)认识到,现实经济实践中评价企业子部门管理者行为绩效的时候,会运用多种绩效测度,包括企业股票价格、企业会计数据、子部门会计数据等,而且不同企业的具体实践存在明显差异。凯丁指出,各种绩效测度指标都不能完美地反映出管理者行为对企业价值的影响,都存在噪音和传递错误信息的可能,而且各种绩效测度指标度量不同行为的精确性存在差异,所以下述因素会对绩效测度的选择产生影响:企业内部子部门的相互依存性、子部门的相对规模、子部门和企业拥有的增长机会、子部门收益和子部门价值的相关性等。他强调,为了激励企业员工努力工作,企业组织确实根据具体情况相应地构造了不同的绩效测度体系。但这些研究没有把企业内部资本配置问题当作分析的重点。

瓦尔夫(Wulf,2002)把企业内部的资本配置当作核心问题来考察,他的研究表明,为了控制多分部

企业内部资本配置过程中的信息和激励问题,企业组织可以通过构造绩效测度、设计资本预算等多种机制来达到目的。

五、研究趋势展望

经济学界用主流经济学的方法和技术对企业内部资本配置进行研究已有将近十年的历史,人们分析了内部资本配置增进或者降低资本配置效率的各种机制,向我们揭示出了一幅关于企业内部资本配置的生动图景。但是,对企业内部资本配置的研究远远没有结束。一方面,要想打开企业内部资本配置的黑箱,还有很长一段路要走:如果不加深对企业组织的认识,我们就难以理解企业内部的资本配置决策;另一方面,如果把为数众多的新兴市场国家纳入我们的视野,关于资本配置的问题将变得更加多元化和复杂化,大量的经济现象和问题等待我们去研究。

在考察企业内部资本配置的过程中,研究者逐渐认识到,企业投资、融资问题在相当程度上是一个组织问题,要想弄清楚企业内部资本配置决策,就必须深入组织内部分析相关经济主体行为的动机和激励。20世纪90年代中期以来,涌现了一大批相关研究,尝试引入组织架构因素,探讨如何发扬内部资本配置的长处并抑制内部资本配置的弊端。这清晰地反映出现有研究的一个趋势:公司金融和新兴的组织理论正相互交叉、相互融合。这一新思路不仅能够增进我们对企业投融资行为的认识,而且对组织理论的相关研究也大有裨益。传统上由于缺乏企业组织运作的相关数据,对企业组织运作的探讨大多停留在规范理论层面,关于企业组织运作的实证研究十分匮乏。将公司金融的投融资问题引入组织理论领域以后,我们就能够运用企业披露的投融资数据来做相关实证研究,这不仅能够检验相关理论结果,而且还能为将来的理论研究理清思路,从而将组织理论研究推向深入。

以往探讨内部资本配置的研究将主要精力放在理解内部资本配置机制及其效率含义上,因而倾向于将内部资本市场和外部资本市场分割开来研究。但是,企业管理者自身扮演着外部资本市场上的融资者和内部资本市场上的资本配置者两个角色,内、外资本市场之间可能存在各种联系。

而且,世界各国的经济实践也迫切需要扩展现有研究框架。20世纪末,素以拥有完善资本市场而著称的美国相继爆出了安然、世通等一系列丑闻,詹森(2004)的初步研究揭示出,在这一幕幕最后以公司价值受损、投资者血本无归为结果的闹剧中,外部

资本市场上股价高估和企业内部运作(其重要组成部分是内部资本配置)之间的相互作用机制是一个关键因素。

在新兴市场国家,资本市场发展是非常晚近的事情,远没有达到以美国为首的发达资本市场的水平。信息不对称、代理问题等不完美因素对资本配置的负面影响尤其严重,资本配置扭曲、低效等问题非常突出。例如,在中国资本市场上普遍存在着重融资、轻投资回报、资本使用效率低下等现象。如何解释这些现象呢?

理论研究的不断深入以及经济实践给出的启示促使研究者跳出单独考察企业内部资本市场和外部资本市场的传统思维,向人们展示一个新的趋势:尝试从外部资本市场和企业内部运作(其中一个重要组成部分是企业内部资本市场的运作)的相互作用着手,探究企业资本配置行为、资本配置效率及其对企业价值的影响。

然而,值得强调的是,对于此类现象和问题的研究才刚刚起步。一方面,詹森的初步研究只是勾勒出了一幅股票价值高估如何影响企业行为的粗略图景,对于股价高估降低企业价值的具体作用机理没有深入探讨;另一方面,对于新兴市场国家(比如中国)资本市场上存在的一些特殊现象,关注发达资本市场的詹森以及其他经济学家也没有论及。虽然邹薇、钱雪松(2005)的研究表明,外部资本市场和企业内部资本配置之间的相互作用是理解中国资本市场运作的关键所在,外部资本市场运作的不规范不仅扭曲了企业层面的资本配置,而且对企业内部资本市场的运作产生了消极影响,具体表现是加剧了企业内部管理者的寻租行为,并使得内部资本配置的扭曲程度更加严重。但是,正如詹森(Jensen,2004)强调的那样:“为了从理论上和实证经验证据上理解股价高估的代理成本,我们还有很长一段路要走”。我们期待来自发展中国家的实证经验分析和理论研究能够为充实这一领域做出贡献。

注释:

在考察资本配置问题过程中,研究者按照资本来源和配置机制的差异将微观资本配置问题划分为两类。其一是外部资本市场在企业之间的资本配置;其二是企业内部资本市场上由企业管理权威在企业内部各个投资项目之间配置资本。

为了叙述简便,我们用企业CEO代表企业内部拥有资本配置权利的上层管理者,可以是公司首席执行官,也可以是资本预算的负责人,还可以是一个管理团队。

保持距离型关系指提供资金的投资者并不对资金使用实施密切地监督和控制,此时融通资金者在企业管理运作上享有相当的自由度。例如,股票市场上的小股东和债券市场上企业债券的持有者。

所谓“挑选优胜者”行为是指,对企业资产拥有完全控制权的CEO有能力重新安排企业内部资本配置:CEO在企业内部挑选出资本投资回报率相对较高的部门,并且将投资回报率相对较低的部门的资源转移给回报率相对较高的部门。

“寻租”概念的规范分析首先是由克鲁格(Krueger,1974)在研究对外贸易问题时做出的,其后巴格瓦蒂(Bhagwati,1974)将那些维护既得经济利益、设法取得或者维持垄断利益、或者对既得利益进行再分配的非生产性活动统称为“寻租行动”或“直接非生产性寻利活动”。本文强调的是企业内部管理者的寻租行为,即企业管理者从事非生产性活动以提高自身私人利益的行为。

现代工商业企业一般存在两个层次的委托代理问题。其一,外部投资者和企业CEO之间存在着所有权和管理权分离导致的代理问题;其二,企业CEO和企业内部中下层管理者之间存在着管理分工、决策权分割所导致的代理问题。

Socialism原意有两个,第一指社会主义,第二指社会主义的方针、政策和实践。但在内部资本市场文献中,其真实含义是指,企业内部资本配置过程中存在从高生产率子部门向低生产率子部门转移资本、进而出现资本配置平均化。以上两个本意都不能确切地表达其真实意义,因而笔者将其意译为“平均主义”。

子部门经理可以选择两种类型投资。其一为有效率的,其二为防卫型投资。前者指能签订并执行完备契约情形下的最优投资,后者虽然提供的回报较低,但能够保护本部门创造的收益免受其他部门的侵占。

软信息指那些很难在经济主体之间证实、传递的信息,虽然信息生产者本人能够理解该信息对评价投资项目以及资本配置决策的重要性,但其他人不能够直接证实该信息的真伪和价值。硬信息指那些能够证实并且易于传递的信息,其他人能够加以证实并认识其价值,进而能够在管理决策过程中加以运用。

所谓“向日葵管理”是指,组织中管理者密切关注其上司的所作所为,并试图揣测出其上司的想法,以便实施相应行为满足上司的期望并迎合上司的信念。

参考文献:

1. 邹薇、钱雪松:《融资成本、寻租行为和企业内部资本配置》,载《经济研究》,2005(5)。
2. Aghion,P.and Tirole,J.,1997. “FormalandRealAuthority inOrganizations.”JournalofPoliticalEconomy,Vol. 105, No.1, pp.1- 29.
3. Alchian,A.,1969. “CorporateManagementandProperty Rights,”InH.Manne,ed.,EconomicPolicyandRegulationofCorporate Securities.Washington,D.C.:AmericanEnterpriseInstitute for PublicPolicyResearch,pp.337-360.
4. Boot,ArnoudW.;Milbourn,ToddT.andThakor,AnjanV., 2005. “SunflowerManagementandCapitalBudgeting.”Journalof Business,Vol. 78,pp.501-528.
5. Brusco,SandroandPanunzi,Fausto,2005. “Reallocationof CorporateResourcesandManagerialIncentivesinInternalCapital Market.”EuropeanEconomicReview,Vol. 49,pp.659-681.
6. Chandler,A.,1966.StrategyandStructure.NewYork: Doubleday&Co.
7. Coase,R.,1937. “TheNatureofFirm.”Economica,Vol,4, pp.386-405.
8. Dessein,W.,2002. “AuthorityandCommunicationin Organizations.”ReviewofEconomicStudies,Vol.69, pp.1731-1762.
9. Gertner,R.H.;Scharfstein,D.S.andStein,J.C.,1994. “InternalversusExternalCapitalMarkets.”QuarterlyJournalof Economics,Vol.109,pp.1211-1230.
10. Grossman,S.J.andHart,O.D.,1986. “TheCostand BenefitsofOwnership:ATheoryofVerticalandLateral

Integration. *Journal of Political Economics*, Vol.94, pp.691-719.

11. Hadlock, C.; Ryngaert, M. and Thomas, S., 2001.

"Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification?" *Journal of Business*, Vol.74, pp.613-635.

12. Hart, O. and Moore, J., 1990. "Property Right and the Nature of Firm." *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.1119-1158.

13. Inderst, Roman and Laux, C., 2005. "Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition and Investment Opportunities." *Rand Journal of Economics*, Vol.36, pp.215-228.

14. Inderst, R.; Muller, H.M. and Warneryd, K., 2005.

"Distributional Conflict in Organizations." *European Economic Review*, Forthcoming.

15. Jensen, M.C., 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.

16. Jensen, M.C., 2004. "The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance." *European Financial Management*, Vol.10, pp.549-565.

17. Keating, A. Scott, 1997. "Determinants of Divisional Performance Evaluation Practices." *Journal of Accounting & Economics*, Vol.24, pp.243-73.

18. Klein, B.; Crawford, R. and Alchian, A., 1978. "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process." *Journal of Law and Economics*, Vol.21, pp.297-326.

19. Lewellen, W.G., 1971. "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger." *Journal of Finance*, Vol.26, pp.521-537.

20. Marino, A.M. and Matsusaka, J., 2005. "Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis of Capital Budgeting Procedures." *Review of Financial Studies*, Vol.18, pp.301-325.

21. Meyer, M.; Milgrom P. and Roberts, J., 1992.

"Organizational Prospects Influence Costs, and Ownership Changes." *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol.2, pp.256-275.

22. Milgrom, P.R., 1988. "Employment Contracts, Influence Activities, and Efficient Organization Design." *Journal of Political Economy*, Vol.96, pp.42-60.

23. Modigliani, F. and Miller, M.H., 1958. "The Cost of Capital, Cooperative Finance, and The Theory of Investment." *American Economic Review*, Vol.48, pp.261-291.

24. Peyer, Urs, C., 2002. "Internal and External Capital Markets." *Department of Finance, In SEAD, Working Paper*.

25. Rajan, R.; Servaes H. and Zingales, L., 2000. "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Investment." *Journal of Finance*, Vol.55, pp.35-80.

26. Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., 2000. "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-seeking and Inefficient Investment." *Journal of Finance*, Vol.55, pp.2537-2564.

27. Stein, J.C., 2002. "Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical Firms." *Journal of Finance*, Vol.57, pp.1857-2406.

28. Stein, J.C., 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources." *Journal of Finance*, Vol.52, pp.111-133.

29. Williamson, O.E., 1975. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Collier Macmillan Publishers, Inc.

30. Wulf, J., 2002. "Internal Capital Markets and Firm-level Compensation Incentives for Division Managers." *Journal of Labor Economics*, Vol.20, pp.219-262.

(作者单位: 华中科技大学经济学院 武汉 430074)
(责任编辑: 孙永平)

(上接第 116 页)

4. Zook, Chris and Allen, James, 2001. *Profit from the Core: Growth Strategy in an Era of Turbulence*. Boston: Harvard Business School Press.

5. Klein, B., 1988. "Vertical Integration as Organizational Ownership: the Fisher Body-general Motors Relationship Revisited." *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.4, Issue1, pp.199-213.

6. Williamson, O.E., 1991. "Comparative Organization: the Analysis of Discrete Structural Alternatives." *Administrative Science Quarterly*, Vol.36, Issue2, pp.269-296.

7. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol.3, Issue4, pp.305-360.

8. Richardson, G.B., 1972. "The Organization of Industry." *Economic Journal*, Vol.82, Issue9, pp.21-29.

9. Hadfield, G.K., 1990. "Problematic Relations: Franchising and the Law of Incomplete Contracts." *Stanford Law Review*, Vol.42, Issue6, pp.927-992.

10. Heckman, J.; Heinrich, C. and Smith, J., 1997. "Assessing the Performance of Performance Standards in Public Bureaucracies." *American Economic Review*, Vol.87, Issue2, pp.389-395.

11. Banri, A., 1989. "Manufacturer-supplier Relationships in Japan and the Concept of Relation-specific Skill." *Journal of Japanese and International Economics*, Vol.3, Issue1, pp.1-30.

12. Furubotn, E.G., 1988. "Codetermination and the Modern Theory of the Firm: a Property-rights Analysis." *Journal of Business*, Vol.61, Issue2, pp.165-181.

13. Levin, J., 2003. "Relational Incentive Contracts." *American*

Economic Review, Vol.93, Issue3, pp.835-858.

14. MacNeil, I.R., 1974. "The Many Futures of Contracts." *Southern California Law Review*, Vol.47, Issue3, pp.691-816.

15. Thompson, P.J. and Sanders, S.R., 1998. "Partnering Continuum." *Journal of Management in Engineering*, Vol.14, Issue5, pp.73-78.

16. Williamson, O.E., 2000. "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead." *Journal of Economic Literature*, Vol.38, Issue3, pp.595-613.

17. Jensen, M.C., 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System." *Journal of Finance*, Vol.48, Issue3, pp.831-880.

18. Kissan, J. and Thevaranjan, A., 1999. "Optimal Monitoring in Salesforce Control Systems." *Marketing Letters*, Vol.10, Issue2, pp.161-177.

19. Joskow, P., 1987. "Contract Duration and Relationship-specific Investment: Empirical Evidence from Coal Markets." *American Economics Reviews*, Vol.77, Issue1, pp.168-185.

20. Masten, S.E., 1984. "The Organization of Production: Evidence from Aerospace Industry." *Journal of Law and Economics*, Vol.27, Issue2, pp.403-417.

21. Dyer, J. and Singh, H., 1998. "The Relational View: Cooperative Strategies and Sources of Inter-organizational Competitive Advantage." *Academy of Management Review*, Vol.23, Issue4, pp.660-679.

(作者单位: 西南财经大学工商管理学院 成都 610074)
(责任编辑: 陈永清)