

郎咸平学术文选

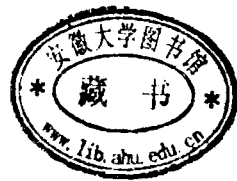
II

人 大 出 版 社

7-276.6-53
1:2

郎咸平学术文选

II



人 民 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

郎咸平学术文选 (I、II) / 郎咸平 著. —北京: 人民出版社, 2007. 10

ISBN 978-7-01-006574-8

I. 郎... II. 郎... III. 公司—企业管理—文集 IV. F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 153896 号

郎咸平学术文选 (I、II)

作 者	郎咸平
策 划	许剑秋
统 筹	吴玉萍
责任编辑	钱 星
出 版 社	人民出版社
发 行 社	人民出版社
地 址	北京市东城区朝阳门内大街 166 号
邮 编	100706
印 刷 厂	北京智力达印刷有限公司
版 次	2007 年 10 月第 1 版
印 次	2007 年 10 月第 1 次
开 本	787 × 1092 毫米 1/16
印 张	26.5 (II)
书 号	ISBN 978-7-01-006574-8
定 价	128.00 元 (I、II)
发行电话	(010) 65230553 65245857

版权所有, 违者必究

本书观点并不代表本社立场

II

第五篇 公司的多元化——经营与投资策略的分析

十三、托宾的 Q 值理论、公司的多元化经营与公司业绩 (Tobin's Q , Corporate Diversification and Firm Performance) 397

十四、相关性度量:对公司多元化的运用 (The Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification) 430

十五、对外直接投资、多样化投资与公司业绩 (International Diversification and Firm Performance) 462

第六篇 股权结构的分析——亚洲与欧洲股权结构的分析和对公司价值的影响

十六、东亚公司所有权和控制权的分离 (Separation of Ownership from Control of East Asian Firms) 497

十七、西欧公司的最终所有权 (The Ultimate Ownership of Western European Corporations) 533

十八、大股东激励与壁垒效应解析 (Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings) 568

十九、谁控制了美国 (Who Controls US) 600

二十、大股东持股对信息不对称和股票流动性的影响研究 (Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity) 630

第七篇 金融市场的定价和特性

二十一、股票收益中的规模效应——是否只是风险效应中未被常用风险量度所反映的部分(The Size Effect of Stock Returns)	659
二十二、个体分析师的预测精度:系统性的乐观和悲观的证据(The Forecast Accuracy of Individual Analysts: Evidence of Systematic Optimism and Pessimism)	679
二十三、信息不对称下的金融市场均衡检验(Testing Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information)	686
二十四、货币能解释资产收益吗——理论和经验分析(Does Money Explain Asset Returns? Theory and Evidence)	716
二十五、全球资本市场中行业构成的共同波动性(Common Volatility in the Industrial Structure of Global Capital Markets)	735
二十六、利率掉期价差的决定因素(Determinants of Interest Rate Swap Spreads)	755
二十七、汇率风险在日本的定价(The Pricing of Currency Risk in Japan)	780
附录一:著名财经作家陆新之和郎咸平教授的对话	800
附录二:郎咸平教授在国际第一流期刊所发表论文	807
附录三:郎咸平教授的论文引用率	811

第五篇

公司的多元化

——经营与投资策略的分析

十三、托宾的 Q 值理论、公司的多元化经营与公司业绩*

Larry H.P. Lang; René M. Stulz

导读与借鉴

在我们传统的印象里，“鸡蛋不要放在一个篮子里”的警告似乎是正确的。这也是常说的公司进行多元化经营的理由。不过，事实究竟是怎样的？本文旨在研究公司多元化与公司业绩之间的关系，基本结论是公司的多元化并未提高公司的业绩。

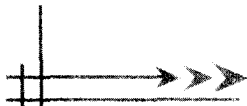
我们用托宾的 Q 值代表公司业绩。这里的 Q 是公司市场价值与公司资产重置成本的比率，其含义简单说就是指一单位的资产创造了多少单位的市场价值。例如， Q 值大于 1 说明 1 美元的资产能产生多于 1 美元的市场价值，这表示公司的业绩好； Q 值小于 1 说明 1 美元的资产只能产生小于 1 美元的市场价值，这表示公司业绩差。

我们用美国 1978 年至 1990 年间的公司资料（各年的样本公司数目不同，大体在 1 400 家上下）分析后初步发现，多元化公司平均的业绩水平低于专业化公司。而且，公司产业部门越多，业绩也就越差。为了让我们的研究结果更加可靠，我们采用了多种方法来衡量公司的业绩、多元化程度，结果仍然是多元化公司的业绩要低于专业化公司。

多元化公司的业绩比较低，也有可能与其他因素有关系。所以我们考察了行业效应、公司规模、资本市场准入、公司的研发能力等因素的影响程度，最后发现，这些因素是不能改变原先的结论的。

看到这里，人们会自然地问一个问题：究竟公司原本业绩就很差，通过多元化

* Larry H. P. Lang, 香港中文大学; René M. Stulz, 俄亥俄州州立大学和美国国家经济研究局 (NBER)。原载于 1994 年 *Journal of Political Economy* 第 102 期第 6 册, 1248 ~ 1280 页。作者感谢 Mike Brennan, Robert Comment, Harry DeAngelo, Gene Fama, Mark Grinblatt, David Hirshleifer, Glenn Hubbard, Gregg Jarrell (审稿人), Steven Kaplan, Gershon Mandelker, Stewart Myers, Jim Ohlson, Tim Opler, Richard Roll, David Ravenscraft, Jose Scheinkman, Andrei Shleifer, Bruce Tuckman, Robert Vishny, 两位匿名审稿人, 1992 年国家经济研究局夏季研讨会、在波士顿举行的美国金融协会会员会议、在哥伦比亚大学、乔治敦大学、马里兰大学、纽约大学、北卡罗莱纳大学、天普大学、得克萨斯大学、加州大学、洛杉矶分校举行的金融研讨会与会者。



也没有提高业绩,还是业绩很好的公司进行多元化,结果业绩变差?我们的分析结果认为,可能是由于公司本身的业绩很差,所以它们试图通过多元化寻求增长机会。虽然公司不能从多元化中受益,但短期内也不一定会受损。

这篇文章得出的结论可能让很多中国人觉得意外。因为在中国,多元化经营是一个很时髦的战略,大家笃信多元化可以降低风险,可以提升公司业绩,带来财源滚滚。于是,不管公司发展处于何种阶段,管理者们都热衷于采纳多元化战略,四处出击,立志把公司“做大做强”,建立起自己的企业帝国。的确,多元化战略加上资本市场的兼并收购,很容易使公司规模在短时间内迅速做大,但同时也使公司的资金链条和管理架构变得脆弱。要维持多元化以后的稳健发展,就需要相当高的经营技巧。公司经营者必须巧妙地把公司各项业务进行行业和时间搭配,使整个公司的发展速度和方向都保持在一个稳定的波动幅度之内。

中国目前多元化经营成功的例子少之又少。我这里以新疆德隆案例进行说明。德隆是个很典型的多元化经营公司,可以集中体现多元化经营的问题。它不仅涉足两个领域——实业和金融,而且在此基础上,德隆进一步细分多元化。实业方面,德隆包含番茄酱、水泥、汽车零配件、电动工具、重型卡车、种子、矿业等;在金融方面,则将信托、证券、商业银行、租赁等兼收并蓄。

德隆失败的根本原因在于多元化经营模式和策略的失误。德隆的发展模式具有内在的缺陷。德隆模式是以产业和金融为两翼,互相配合,共同前进。但是,实业与金融毕竟性质不同,产业整合的速度,总体上说无法跟上金融发展的速度,这就产生了结构性的差异。风险的把握,全在于两者之间的平衡。为达到这种平衡,早期德隆通常的做法是:先控股一家上市公司,通过这个窗口融资,投入产业发展,提高公司业绩,然后再融资进入下一个循环。可以说,这是一种资金利用率非常高的运营手法,通过杠杆作用充分利用资本市场的融资功能来壮大自己。但是,单单通过直接融资是远远不能达到德隆的战略目标的。随着德隆系产业的扩大(德隆系有177个子公司和孙公司),德隆必须依赖大量银行贷款才能维持资金链条,支持其发展战略。因此,德隆通过将持有的法人股抵押贷款,或者通过所属公司互相担保贷款来解决资金问题,这些资金主要来自四大国有银行。例如,湘火炬、合金投资、新疆屯河三家公司的债务规模在德隆入主后均大幅度攀升,多家对外担保额超过了净资产的100%。此外,德隆开始介入金新信托、厦门联合信托、北方证券、泰阳证券、德恒证券、恒信证券、新疆金融租赁、新世纪金融租赁等多家非银行金融机构以及昆明、长沙、南昌等地的商业银行,希望把风险都控制在内部。德隆以各种项目及关联公司之名,从这些金融机构中取得资金。在银行贷款越来越多的情

况下，一旦产业整合不利，银行紧缩贷款，德隆的资金链条立刻就会出现险象。

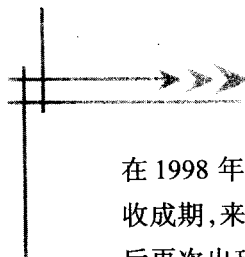
由于德隆注重横向的、内容方面的互补性的投资，如金融和产业、产业链之间的互补，而忽略了在投资节奏方面的结构安排，即长、中、短期投资的比例结合不尽合理，从而导致长期投资的比重过大，影响了资产的流动性。同时，德隆更多地看到了富有诱惑力的投资机会和产业整合机遇，从而忽视了公司高速增长带来的潜在风险。

另外，德隆对于长、中、短期的投资组合节奏把握欠佳，因此对于资金回收时间的掌握就显得不到位。举例而言，一方面，德隆大量投资回收期较长的项目，同时又没有配合短期项目，以理顺资金的回流，这是第一个风险。另一方面，对于投资回收期较长的项目并没有拉开投资的时间，不能保证资金顺利地回收，这是第二个风险。因此，德隆一旦碰到全国性的宏观调控，就会立刻发生资金链断裂危机。这是德隆发展模式的问题，但这并不是不能避免的，比如通用电气和中信泰富。

如何应付第一个风险，可以从通用电气的案例中得到一些启发。美国通用电气前 CEO 韦尔奇通过长短期业务的巧妙安排，使旗下的各个行业能够互相补充，熨平行业周期和经济波动带来的不确定性。韦尔奇的做法是德隆所欠缺的。当时，通用电气长周期性业务为：航空引擎、能源系统、技术产品服务，而短周期业务为电器用品、工业系统、物料/塑料业务、NBC 电视网。我们发现在 1994~1995 年间，当长周期性业务呈负增长时，短周期性业务呈正增长，但是在 2000~2001 年间，当短周期性业务负增长时，长周期性业务带来正增长。由于长短期业务的互补作用，使得加总后的长短周期性业务的赢利有着稳定的增长。

以一个公司的经营而言，要达到类同通用电气形成的长、中、短期的有效配合绝不容易。如果公司经营的都是短期项目，那么风险还低一点，如果都是长期项目，那么公司如何管理长期项目的投资节奏就显得相当重要了，这一点可以参照中信泰富的长期项目风险管理。

对于长期项目而言，如果没有短期项目的配合，那么最好的办法就是拉开投资的年限。我们发现，中信泰富以平均每三年为一个周期把资金投放到回笼年期较长的项目，并且利用回流的资金循环再投资，以延续未来赢利增长动力。在周期与周期之间，中信泰富多选择回笼期较短的项目，以保留实力。举例而言，1994 年，中信泰富大举进军香港地产市场，单在房地产已投放 61 亿港元，成为当年投资重点。由于建筑时间长，到 1996~1997 年项目完成及销售时地产赢利贡献才大幅上升，但在 1997 年急速下跌。在物业建筑期间，即 1994 年底至 1996 年，中信泰富将投资重点移到基建项目上。但是基建业务的赢利到 1997 年后才大幅上升。同样



在1998年,住宅项目销售高峰期过后,地产赢利贡献下跌,此时基建项目刚好进入收成期,来自这方面的增长正好弥补萎缩中的地产赢利贡献。这种投资的编排以后再次出现。1999年竭力减债后,中信泰富于2000年大举投资电信业。两年后,电信业务赢利贡献增幅显著,从2001年的3.3亿上升至该年的6.4亿,此增长刚好填补因减少国内基建项目而出现的赢利缺口。

这种投资次序的编排,令来自不同行业的赢利增长于不同时间出现,而扩大长远发展空间。这种有序的投资策略,除分阶段提供增长动力外,亦可使处于收成期项目的回流资金,用于新投资项目上,避免出现资金紧张的情况。

类似的做法在德隆的投资策略中就显得极为不足。在实施多元化策略时,目标却往往变成“做大”,一味追求无节制的扩张。德隆本来可以通过精巧的长短期投资安排使德隆系从容不迫地获取资金,前瞻性地进行不同行业的“互补”。但他没有这么做。德隆用股权抵押、担保贷款等短期融资去投资长期相关产业,而且其收购公司的做法粗糙而简单,大小好坏通吃,可以缓解这个风险的办法之一就是放慢扩张速度,但德隆做大做强特性决定了他们不会这样做。

德隆所谓的“横向及内容互补”也存在问题,德隆不理解所谓的产业间的互补。下面以和记黄埔为例,说明“横向以及内容的互补”的重要性。和黄有七大行业,包括通信、港口、零售、地产、能源、金融和基建。这些业务之间是否存在互补性,不是靠拍脑袋或凭感觉就可以决定的,这必须由实际资料来说明。如果将该七大行业分别讨论,各行业的最低成长率是负50%(零售业),而最高成长率是正200%(能源业)。但若我们将这七大行业当成一个资产组合而取一个加权平均成长率,那么最低的成长率是负5%而最高的成长率是正20%,波幅足足小了近10倍。这种波幅大为减少的现象大幅降低了公司经营的风险。以零售业为例,我们发现在所有和黄的七大行业中,零售业的成长率不但是最差的而且是波幅最大的。1998年的成长率是所有七大行业中最差的,为负30%,1999年又跳到七大行业中最差的,为正50%,2000年狂跌至七大行业中最差的,为负50%,而2001年仍维持在七大行业最差的负20%之中。因此如果和黄零售业本身是一家独立的公司,那么他能否生存下去都是问题。但是整合后的资产组合却抵消了零售业的风险。

但是以德隆金融产业的组合而言,则谈不上互补。2004年年初,国家加大了宏观调控的力度,德隆所涉的几个主要行业恰恰在被调控的行业中。在国家一系列相关政策的出台后,德隆的金融和产业之间不但不存在互补作用,而且是相互牵制。更具体地说,德隆利用股权抵押和担保贷款方式从事产业投资正是将金融和产业紧密地挂在了在一起,当经济产生泡沫时,金融机构较宽松的信贷政策助长了德

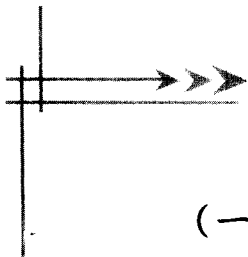
隆的产业急速扩张,但当政府进行宏观调控时,德隆急速扩张的资金需求仍很迫切,信贷规模的缩减立刻冲击了德隆产业从而使之陷入资金链断裂的困境。而且这次宏观调控的产业有部分正是德隆所从事的产业,因此其所受冲击更大。此外,德隆虽然拥有一定数量的商业银行、租赁公司和证券公司,但是这些公司很难说是独立的公司,这些金融机构的存在不但对德隆本身不能起到互补的作用,反而起到了落井下石的负作用。也就是部分金融机构对德隆的资金输送加速了德隆产业的崩溃。

德隆的问题其实并不是德隆一家面临的问题,许多大公司通过多元化经营导致过度膨胀的现象,这更值得反思。我们的企业家实际完全可以从吸取教训和经验,但却很少有人事后细心斟酌失败的原因。我在论文中的观点为目前已经实施多元化战略的公司提供了一个决策的参考标准,即“店铺分割法”。我们可以这样进行评价,把多元化集团的资产按“店铺分割法”进行行业分拆,每块资产都按照目前同行业的平均业绩水平衡量,然后加总。把计算出的总经营业绩水平与现在实际的经营业绩水平对比。如果前者高,说明多元化是成功的,如果后者高,则说明多元化失败。这个比较方法相对简单直观、易于理解,为公司经营者提供了新的评价视角。

对于那些计划实施多元化战略的公司来说,应当保持清醒的头脑。事前一定要进行不可行性研究而非可行性研究。如果决定了进军一个新行业,那么企业家不仅应当熟知这个新行业的总体发展状况,而且务必要勤练“内功”,使公司的自身条件能够抵御多元化经营可能带来的冲击。更重要的是,企业家应该制定一套应对多元化经营失败的应急计划和退出机制,努力使自己的损失减少到最小。如此未雨绸缪,方能保证公司稳健发展。

摘 要

在本文中,我们将证明 20 世纪 80 年代托宾的 Q 值与公司多元化是负相关的。我们用不同的方式度量多元化,还对 Q 值的已知决定因子进行了控制,负相关在这些情况下都成立。我们证明,多元化公司比相对应专业化公司组合的 Q 值更低。而且选择进行多元化的公司相对而言是那些业绩较差的公司,但仅有一些微弱的证据证明,这些公司的 Q 值要低于行业内平均的 Q 值。最后,我们没有发现证据可证明多元化为公司提供有价值的无形资产的论点。



(一) 导 言

什么时候股东能从公司多元化中获益? Coase 的答案是,公司的边界应该处于某一点上,在这一点上公司内部的组织交易成本应等于公开市场的同类交易所需的成本或组建另一个公司所需的成本。但是正如 Williamson(1981)和其他人所指出的,回答这个问题需要对交易费用有一个可度量的定义。

根据关于交易费用的某些观点,人们可以观察一个公司的组织是否有效。比如说,六七十年代的大公司经常经营互不相关的业务,但它们比单一经营那些业务的公司更有效率,这可能是由于组织内部的资本市场比外部市场在配置资源方面更有效率。^[1] 然而到了 1980 年,经济学家普遍认为:大公司能够幸存仅仅是因为公司控制权的交易费用很高,阻止了积极的投资者来兼并和分割这些公司。

在本文中,我们没有对交易费用进行分析,而是考察了公司的市场估价是否与其的多元化程度有关。如果多元化公司与专业化公司相比,业绩的显著提高仅仅是因为它的多元化经营战略,那么我们预计,多元化公司的市场估价会比相应专业化公司构成组合的估价高。尽管已有大量文献比较了多元化公司和专业化公司的业绩,但却没有得出明确的结论。主要原因在于,比较结果很大程度上受比较的标准、比较的标准规范化的方式以及进行比较的初始时间等因素的影响。^[2] 我们采用托宾的 Q 取代以前研究使用的一段时间内的公司业绩,从而避免了早期文献的那些问题。特别是,托宾的 Q 是未来现金流的现值除以有形资产的重置成本,不同于股票收益或会计业绩这些度量,在不同公司比较时不需要对它作风险调整或者是标准化处理。另外,与业绩比较相反,价值比较可直接估计大公司分割成专业公司的可获得的收益。这种价值比较主要依照 Lebaron、Speidell 的“分割店铺(chop-shop)方法”,这一方法假定大企业专业部门的 Q 值与同行业专业化公司的平均 Q 值相近似。

最近的研究分析了多元化程度的变化对公司估价的影响。Morck、Shleifer、Vishny 特别指出,市场在 20 世纪 80 年代对业务不相关的收购是负面反应,而在 70 年代却并非如此。Comment、Jarrell 考察了公司业务集中度变化的影响,证明公司

[1] 见 Weston 和 Williamson 关于融资的观点。Chandler 和其他人发展了这一观点,认为多元化经营的 M 型公司使得公司更有效率。

[2] 见 Williamson, Mueller, Ravenscraft、Scherer 对文献的深入评论。

业务的集中可以提高市场价值。本文中我们将补充论据进一步证明这些研究。即使多元化公司不改变它们的多元化程度,我们通过研究 Q 值和多元化程度在某一时点上的关系,也可以考察它们的相对效率。这样的调查有助于对公司多元化程度变化时的股票收益研究。例如,与没有改变多元化程度的公司相比,可能是那些要改变多元化程度的公司,他们的多元化努力遭到失败。^[1]

通过对多元化公司和专业化公司的托宾的 Q 值的比较,我们发现 70 年代末到 80 年代,经营单一业务的公司 在资本市场的估价高于多元化公司。另外,高度多元化的公司(定义为那些报告五个或者更多销售部门的公司), Q 值的均值和中位数都低于样本的年平均值。可以说大公司的 Q 值甚至没有达到样本公司的平均水平。

在证明了多元化公司的托宾的 Q 值低于专业化公司之后,我们接着研究行业效应是否可解释这一现象。有可能多元化公司都集中于成长机会较少的行业,从而造成这一现象。我们依照多元化公司行业成分来构造专业化公司的组合以考虑行业效应的影响。我们发现,行业效应减少了多元化折价的程度。然而当我们对行业效应进行调整之后,我们样本中的多元化折扣值显著为正。我们的行业调整方法估计了当多元化公司的部门不是被作为大公司中的一部分,而是像同样三位标准工业分类(SIC)的其他普通公司一样被估价的时候,这样的多元化公司本应有托宾的 Q 值。我们的结论表明:如果多元化公司可以被分拆,每个部门获得同行业专业化公司的平均 Q 值,平均股东财富就会提高。

行业效应并不能解释多元化公司估价比专业化公司低,于是我们进一步考察,此现象是否可以由解释 Q 值的其他常用变量来解释。我们发现,即使我们控制公司规模、资本市场准入以及公司研发的力度等等变量,这一现象仍然成立。我们也通过剔除 Q 值高的公司,仅采用那些近五年内未改变部门数量的公司,并使用公司市值与账面值的比率,来估计多元化折扣值。这些附加的回归中,多元化折扣值的估计值总为正,但有时并不显著。^[2]

尽管我们的证据证明了多元化折扣值的存在,但是仅当大公司部门 Q 值等于同行业专业化公司的平均 Q 值时,这个折扣值才可以完全归因于多元化。由于部

[1] 见 Porter(1987)关于多元化意味着战略失败的观点。

[2] 我们不能直接解释的一个问题是潜在报告偏差的存在。我们使用的资料是 Compustat 的行业部门资料,这是由 Compustat 根据公司所报告的信息而制作的。公司对于选择报告的部门数量方面有一定的自由度。当公司业绩较差时,公司会报告更多的部门。Lichtenberg 讨论了 Compustat 部门资料中的一些报告偏差。



门 Q 值不太能够直接观察,因而多元化公司的低 Q 值就有可能是因为公司部门的 Q 系统地低于相应行业的专业化公司的平均水平。多元化公司的低 Q 值还可能是因为,由于公司本身的业绩很差,于是通过多元化寻求增长机会。这种情况下,多元化公司的低 Q 就意味着多元化并不能使差公司变好,但多元化折扣值至少部分来自于多元化公司部门的低 Q 值。要理解这些,一个好方法是考察样本中的多元化公司 and 专业化公司。我们发现,多元化公司业绩相对较差,这支持了业绩差的公司通过多元化寻求增长机会的观点。同时,只有很微弱的证据证明,多元化公司与同行业没有多元化的公司相比具有更低的 Q 值。这说明了多元化的公司并不是它们行业中业绩差的公司。

本文结构如下:第(二)部分我们定义了分析中所使用的公司价值和多元化的度量方法;第(三)部分提供关于 Q 值和多元化程度的关系的大量证据,年度取自样本年度的中位数——1984 年;第(四)部分比较了多元化公司和依照多元化公司行业成分构造的专业化公司的组合,并考察了多元化和托宾的 Q 值的关系在样本区间的稳定性;第(五)部分,我们在多元回归的框架下,观察子样本来检验结果的有效性;第(六)部分考察了多元化程度变化的公司;第(七)部分为总结。

(二) 多元化和公司业绩

对多元化公司业绩的研究,几乎都关注于考察一段时间区间内的公司业绩,而不是考察某个时点上的公司估价。^[1] 这些研究的结论自然就受所选择样本区间的很大影响。不论是会计度量还是股市度量公司业绩,这一影响都是真实存在的。^[2] 除了对样本区间的依赖,他们的研究还有另外两个问题。首先是业绩比较的基准选择问题。其次是如何解释所发现的较差业绩。尽管我们主要讨论了在股价度量业绩的研究中的这些问题,但在使用会计度量业绩的研究中问题同样严重。

比较集团公司和非集团公司的股价表现时,人们必须对股票收益进行风险调整。否则,一部分公司股价更高可能仅仅是因为所承受的风险更大,他们必须为股东赢得更高的期望回报。如果市场正确地预期了公司表现,将风险考虑在内,他们

[1] Mueller 广泛的分析了公司业绩的文献。

[2] 例如,Weston、Smith、Shrieves 发现,在 20 世纪 60 年代,集团公司 (conglomerate) 样本的业绩优于共同基金的业绩。Ravenscraft、Scherer 证明了,如果计入 70 年代样本,集团公司样本的业绩明显更差。

平均起来就不会获得超额收益。^[1] 长期超额收益的存在只能证明市场没有合理的考虑风险因素。大多数估计集团公司股票收益的研究使用资产定价模型来解释风险,但是众所周知,这一模型只能不完全地解释横截面的期望收益,所以这些研究证明了超额收益可能只是来自于不正确的风险调整。^[2] 例如,众所周知,小公司的股票收益平均高于大公司的股票收益[见 Schwert 对此的评论]。由于多元化公司一般都是大公司,由于此规模效应,它们的收益就低于非多元化公司。

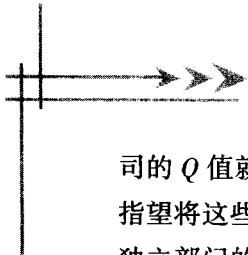
进而,集团在多元化之后一段样本期间内表现较差,这并不必然说明多元化没有提高公司的价值。可能仅仅是开始没有预料到的技术和监管的变化使得集团公司变得缺乏效率。例如,人们认为高收益债券市场的增长降低了公司内部资本市场的重要性,也就减少了公司内多元化的一种好处[Jensen]。当公司进行多元化时,投资者可能正确地估计了公司多元化的收益,但是却没有预料到各种组织形式的成本和收益的变化。因此,在某一时点上,多元化公司价值确实提高了,但在样本期间内更高的估价依然会下降或者上升。

本文采用时点观察、不需要风险调整的托宾的 Q 值来度量公司业绩,回避了那些事后方法的缺点。托宾的 Q 值的优点在于它引入了多元化收益的资本化价值。问题在于它反映了市场对多元化收益的态度,而不论这是否可靠。因此,对我们来说,要能从托宾的 Q 值中得到多元化收益,我们必须假定金融市场是有效的,公司的市场价值是公司未来现金流的无偏估计。在此假设之下,公司市场价值与公司资产重置成本的比率就是度量无形资产对市场价值的贡献。公司无形资产包括它的组建资本、名誉资本、专利租金、投资机会等等。管理层的行为直接影响到无形资产的价值,管理壁垒可以看作是具有负价值的无形资产。由于管理层负责公司的投资行为,他们进行正确或错误的经营活动就会相应增加或减少公司的价值。所以,管理层会增加或减少公司的有形资产,而这些资产的重置成本正是计算 Q 值的分子部分。

如果一个不相关业务的组合价值仅仅是这些业务价值的累加,那么多元化公

[1] 译者注:关于超额收益(AR)和累计超额收益(CAR)的概念和计算方法,请参看本书第2篇论文《围绕股息公告的内部人交易:理论和证据》第72页的脚注1。下同。

[2] 多数研究使用资本资产定价模型(CAPM)或者不进行风险调整。Fama、French和其他一些人证明了CAPM并不能解释横截面的期望收益。一些研究者用CAPM证明了收购者在收购之后三年里的业绩劣于市场[Jensen和Ruback对这些论证进行了综述]。Franks、Harris、Titman证明了这些结果对风险调整的方式很敏感。在他们的样本区间里,如果使用多因子模型,超额收益就会消失。Agrawal、Jaffe、Mandelker利用剔除兼并的多因子模型,论证了在70年代末负超额收益存在。



公司的 Q 值就应该等同于相应的专业化公司组合的 Q 值。这种情况下,管理层不能指望将这些业务集中到集团公司来增加公司价值。然而,在基础假定多元化公司独立部门的 Q 值与同行业专业公司平均 Q 值相同的情况下,如果多元化增加了或降低了价值,那么多元化公司的 Q 值就会比相应的专业化公司组合的 Q 值更大或更小。

所有影响公司价值的变量都影响 Q 值。于是可能存在一种风险,当实际上 Q 值的变化是由与多元化相关的变量引起的,而不是多元化自身引起的时候,人们却可能会将 Q 值的变化归因于多元化的变化。这个问题很重要,但事实上,当我们观察大公司组合时,其他变量的估价效应是可以分散掉,因而可以降低这种可能性。另外,可能更为重要的是,影响 Q 值的变量是否可以解释 Q 值与公司多元化的关系。首先,由于多元化公司基本上都是较大的公司,公司的效率取决于它的规模而不是它的多元化程度,多元化仅仅是规模的代理变量。^[1] 其次,若研发费用没有被资本化,那么大量投资于研发的公司就会有更高的 Q 值,因为重置成本中不包括研发费用的资本化价值。如果多元化公司的研发比例没有专业化公司高,那么它们的 Q 值就会比较低,但这与多元化程度并没有什么关系。第三,如果金融市场是不完善的,专业化公司更难得到投资机会,以致 Q 值很高的专业化公司无法筹措到足够的资本使它的边际 Q 值等于 1。本文在提出多元化与 Q 值的关系之后,我们将会进一步考察这些可能的解释。有一点应该记住,我们用 Q 值来推断多元化的收益,这便假定了多元化收益来自于多元化公司可以从给定的有形资产组合中获得比专业化公司更多的现金流,并且此收益以被市场资本化了。因此,如果没有发现任何收益来自于多元化,就意味着这个假定是不正确的。

在早期的论文中,Wernerfelt、Montgomery 讨论了行业、业务集中度和市场份额对 Q 值的影响。他们采用 1976 年的资料,将 247 家公司对这些变量进行回归。他们没有提供变量回归系数的估计值,而是提供了这些变量比调整 R^2 的值。他们认为,业务集中度对业绩的影响是正向的,比调整 R^2 的值小于 3%。由于数据库有限,他们无法对多元化公司和专业化公司进行直接比较。

不同于许多研究方法,我们不是采用股票收益来衡量市场对公司多元化程度变化的评价。例如,Morck 等认为,在 20 世纪 80 年代,业务不相关的收购对于股票价格具有负的宣告效应,kaplan、Weisbach 为这一观点提供了多元化收购的资产

[1] Lichtenberg 证明了,在使用全要素生产率衡量业绩的研究中,控制公司规模因素,所估计的规模与业绩的关系会有所不同。