

长江三角洲地区上市公司多元化 行为的实证分析*

周晓艳

(南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心,江苏南京 210093)

摘要:本文对长江三角洲地区上市公司的股权结构、多元化和公司绩效之间的关系进行了实证分析,结果表明:多元化和公司绩效呈显著的负相关关系;国家股比例、股权集中度和多元化呈显著的倒U型曲线关系;流通A股比例和公司多元化呈U型曲线关系;法人股比例和公司多元化关系不显著。上市公司的股权结构影响其多元化行为,进而影响公司绩效,从这个角度来说,优化上市公司股权结构才是目前完善公司治理的核心。

关键词:股权结构;多元化;公司绩效

中图分类号:F406.73 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)01-0088-08

一、文献综述

对于公司多元化问题理论界争论很多。多元化既能增加公司价值,又会给公司带来成本,也就是存在着所谓的多元化折扣(Diversification Discount)。公司多元化可以克服外部资本市场的完善,创造内部资本市场,使公司免受非对称信息问题的困扰而获利(Williamson, 1970);也可以增加公司的负债能力,而债务的免税功能增加了公司的价值(Lewellen, 1971; Shleifer 和 Vishny, 1992);多元化也可以导致范围经济(Teece, 1980)。理论界在做了大量实证分析后,已经默认了多元化经营的确存在多元化折扣问题。多元化的代价主要来自于代理问题。多元化可使经理获利,因为经理在管理一个较大公司时能获得随之而来的权力和名望(Jensen, 1986; Stulz, 1990)。经理层获取的补偿和公司的大小是相关的(Jensen 和 Murphy 1990)。

目前公司多元化的文献多采用美国的数据,这不可避免地反映了美国的公司行为和资本市场环境,但是在美国之外,有关公司多元化及其价值研究的

收稿日期:2003-09-16

基金项目:教育部重大科研项目(01JAZJD790010)

作者简介:周晓艳(1972-),女,安徽合肥人,南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心博士生。

文献却很少见,特别是在资本市场不发达的发展中国家。

S. S. Chen 和 K. W. Ho(2000)对 145 个新加坡公司的实证分析显示,大公司较较小公司更容易多元化,这和 Denis 等(1997)的研究结果一致。多元化水平和外部股东所有权呈负相关关系,但是和内部人持股无关。相反,Denis 等发现管理层持股和外部人持股都有效地阻碍了公司多元化。在多元化水平和公司价值的关系上,S. S. Chen 和 K. W. Ho 的实证分析显示,多部门的公司比单一部门的公司具有较低的公司价值,并且管理层持股较低的公司比那些管理层持股较高的公司实施多元化所带来的损失要严重。这些结论和在管理层持股较低的公司里存在严重的委托—代理问题的论断是一致的。但是 Denis 等却发现管理层持股对多元化的价值没有影响。

国内关于股权结构和多元化之间关系的文献较少,而对多元化和企业绩效的实证结果也不尽相同。朱江(2001)利用 1997 年上市公司资料,对企业多元化战略与经营绩效关系进行实证分析。结果显示,多元化程度和具体经营业绩之间没有显著的因果关系。李敬(2002)对 105 家上市公司的多元化和经营绩效进行实证分析,结果显示企业多元化程度与企业绩效呈负相关关系。

二、研究背景和基本假设

(一)公司绩效和多元化程度的理论假设

众所周知,我国上市公司的出现不是古典企业制度发展的自然结果,而是作为在我国经济转轨过程中引入的制度安排。多元化作为企业成长的一种模式,在各个国家所面临的约束条件是不同的。与发达国家企业相比,我国企业在规模、技术、成长途径、机制和绩效等方面都有着较大的差距。本文通过对长江三角洲地区上市公司多元化经营的一些相关资料的分析,得出上市公司在多元化经营过程中具有以下特点:

(1)我国许多上市公司国有股的控股地位,使得其多元化经营绝非完全是市场作用的结果。比如企业为了进入大型企业(全国 1000 家大型企业、世界 500 强等)所进行的多元化战略。上市公司多元化动因具有的行政化色彩给多元化企业未来的发展带来了负面影响。

(2)我国上市公司的多元化经营并未建立在规模经济的基础上,过分注重分公司跨行业数目的增多,而并不注重其在每个行业中的地位。

(3)许多上市公司多元化战略首先选择进入的领域主要是一些进入壁垒较低、投资周期较短、利润率较高的房地产、餐饮、贸易等行业。而很少选择那些进入壁垒较高、规模经济显著、利润率高的汽车、电子通讯等科技含量较高的行业。这种追求短期利润的多元化经营,并未考虑与企业的核心能力相匹配,虽然能在一段时期为公司带来可观的利润,但它很难解决公司的立足之本和长期发展问题——产业定位。

(4)我国多数企业的内部组织结构以U型为主,而M型是符合多元化经营的企业组织结构,组织结构是决定公司绩效的一个主要因素。根据Chandler的组织结构服从于企业战略的思想,公司在进行多元化战略时,企业的组织结构应能对公司多元化战略提供支持。而作为现代企业制度代表的上市公司对此重视不够,行动滞后,使得多元化成长和企业内部组织结构无法协调。

(5)我国上市公司的经理层管理水平较低,无法适应公司多元化经营的需要。在任何时候,经理的组织和决策能力总是有限度的。进行多元化经营,每一个经营方向上所分配的管理资源将减少,从而增大失败的可能性。而企业为了避免上述困难雇佣更多的经理,这意味着企业多元化的速度越快,就会有越多比例的对企业不熟悉的经理。另外,我国上市公司中国有股的控股地位,导致公司的高级管理层是由上级行政机关任免,而非来自于职业经理人市场,其管理水平低下,无法适应多元化的要求。由此本文作出以下的理论假设:

G1:上市公司的绩效与其多元化程度呈显著的负相关关系。

(二)股权结构和公司多元化关系的理论假设

S. S. Chen 和 K. W. Ho(2000)对新加坡公司的股权结构和多元化进行了实证分析,但是新加坡资本市场和我国的资本市场有着很大的不同。

多元化被认为是发展中国家工业化的主要途径(Amsden, 1989),而发展中国家多元化的一个显著特征是其所有权结构影响多元化行为。由于我国上市公司中国有股处于控股地位,其有效持有主体严重缺失,没有形成人格化的产权主体,无法有效地监控公司经理层。这种公司治理机制上的缺陷容易衍生经营者道德风险,产生内部人控制现象。在这种体制下,上市公司的经理层的任免也难免“行政化”的色彩。此时,公司经理层的目标和股东们的目标存在严重的利益冲突。经理层可能更多地去追求与导致他们行政上“升迁”的政治目标相一致的经济目标,而通过多元化扩张可以被看成是经理层发展自己目标的方式。通过多元化能够在短时间里将公司做大,而经理层获取的补偿和公司大小是相关的。因此当国家股持股比例较低的时候,由国有产权虚置导致的内部人控制现象,使得公司经理层往往采取最有利于自己利益的企业成长方式,而不管公司多元化战略是否有损股东利益。但是当国家股持股比例上升到一定程度,国家股股东重视程度的提高及监控力量的强化,都迫使经理层不得不追求和股东目标相一致的目标。因此我们得出假设:

G2:国家股比例和公司多元化行为呈显著倒U型曲线关系。

我国的法人股东不同于欧美的机构投资者,法人股东中的国有成分仍占优势地位,而对于国有法人股东,其产权的受益者是不明确的,但由于其中包含有民营或集体的资本,故相对于国家股东而言,其存在的代理问题要小。法人股东较国家股东要承担更大的风险,因而有更大的动力去监控公司的治理机制。另外,法人股的不可流通性使法人股东更关注公司的长期发展,因而法

人股东的存在有利于公司治理机制。因此,我们有第三个假设:

G3:法人股比例和公司多元化程度呈显著负相关关系。

我国流通股股东所持股份是有限的,由于政府规定个人不得持有一个上市公司0.5%的发行在外的普通股,流通股的绝大多数股东为小股东。而当流通A股持股比例较多时,由于流通股股东的价值理念以短线买卖为主,在“搭便车”心理作用下,很难通过股东大会发挥公司治理作用。并且在我国目前的股票运行机制下,流通股的买卖不能或基本上不发生公司控制权的转移,外部股东对企业行为和经理层的约束相应弱化,“用脚投票”机制无法实现。此时,上市公司的委托—代理成本较高。由此,我们得出第四个假设:

G4:流通A股和多元化程度呈显著U型曲线关系。

我国上市公司的一个显著特征是股权集中度过高。当股权集中度开始上升,但股权结构尚未达到适度集中的状态时,单个股东的作用是有限的。出于“搭便车”的动机,他们没有动力去监督公司的治理机制,此时公司的控制权多掌握在经理层手中,由于这些外部小股东对经理层约束机制的弱化,致使经理层在公司决策时追求其自身利益的最大化,多元化战略便是其选择之一。当股权集中度进一步上升,达到适度集中的股权结构状态,由于“利益趋同效应”的作用,控股股东有足够的激励去监督经理层,从而避免了“搭便车”的问题。这种约束机制使得公司经理层不得不追求股东价值最大化,我们有假设:

G5:股权集中度和公司多元化水平呈显著倒U型曲线关系。

三、实证分析与结论

(一)数据样本的来源和选择

本文的研究样本来自于上海市、江苏省和浙江省的长江三角洲地区的上市公司,为了避免由于市场环境和宏观经济条件的影响而带来的统计上的“噪音”,尽量消除异常样本对研究结论的影响,我们根据以下原则对原始样本进行筛选:(1)选取1999年以前上市的公司。本文的研究年度为2000~2002年,之所以未将1999年以后上市的公司纳入研究领域,是因为新上市公司的财务数据有明显的上市包装痕迹。(2)剔除金融性公司。(3)选择只发行A股的上市公司。(4)剔除曾被ST或PT的公司。筛选后的样本包括143个上市公司3年间共429个样本观察值。由于我国正处于经济转轨时期,市场经济环境和制度都处于变革之中,截面数据无法全面地反映公司经营和治理的信息。故本文采用了面板数据,面板数据综合地考虑了截面和时间序列两方面包含的信息,其实证结果更为稳定、可靠。

样本数据来自于巨灵证券信息系统和巨潮资讯网。计算过程采用Eviews 3.1计量经济学软件来完成。

(二)研究变量描述

1. 公司绩效:国内一些学者使用Tobin'Q(即公司的市场价值与公司资

产的重置成本之比)来衡量公司的价值(孙永祥、黄祖辉,1999;张红军,2000)。但由于国内上市公司的重置成本无法获悉,且我国股市的流通股只占总股本的40%左右,故本文采用公司的会计利润率指标净资产收益率(ROE)和主营业务资产收益率(CROA)来衡量公司绩效。其中主营业务资产收益率为主营业务利润率与公司账面总资产的比值。

2. 股权结构变量:在股权结构质的方面,本文考察了国家股持股比例,法人股持股比例和流通A股持股比例;在股权结构的量的方面,一般是用衡量股权集中度的赫芬达尔指数(即每个股东持股比例的平方之和)来考察股权结构。本文采用的是前5大股东的持股比例的赫芬达尔指数。

3. 多元化的度量:本文采用两种多元化的度量方法,其一是经营单元数SM:如果企业经营的某类业务产生的收入占总收入的5%以上,则称之为一个单元。其二为收入的H指数(收入的赫芬达尔指数),即公司的各类收入占总收入的比例的平方和。在进行多元化度量时,由于上市公司的年报中公司业务并没有统一的划分标准,在处理数据时,本文将按照行业多元化而不是产品多元化来进行公司业务归类。

4. 控制变量:本文选取4个控制变量。(1)公司规模Size。公司总资产的自然对数(总资产以万元为单位)。(2)公司成长能力Growth。本文使用净利润增长率来反映公司的成长能力。(3)公司年龄Age。即公司上市距样本观察期的年限,我们取其自然对数。(4)财务杠杠Level。用公司长期负债与年末总资产的比值来度量。

5. 哑变量:本文设置哑变量drumy来衡量公司的多元化程度,当多元化指标SM大于或等于2时,哑变量取值为1,否则取值为0。

(三)假设检验和实证结果

本文研究公司的股权结构如何通过影响其多元化行为,并最终影响其绩效,故研究重点不在股权结构和公司绩效上,但为了说明多元化行为和股权结构及公司绩效实证分析的一致性,我们对股东结构和公司绩效做了个简单的回归模型。

$$P = B_0 + B_1 \times \text{STRUC} + B_2 \times \text{SIZE} + B_3 \times \text{GROWTH} + B_4 \times \text{AGE} + B_5 \times \text{LEVEL}$$

其中,P为公司绩效变量,包括净资产收益率ROE和主营业务资产收益率CROA。STRUC为公司股权结构各变量,包括C₅、STATE、LAW和A。由公司绩效对股权结构的回归结果(计算过程略)可以看出,在控制有关变量对实证结果影响的情况下,公司绩效与国有股比例呈显著的负相关关系,但是国有股比例对ROE的影响要比对CROA的影响程度大。我们也可以看出法人股比例和公司绩效呈显著的正相关关系。且法人股比例对ROE的影响要比对CROA的影响程度大。流通A股与公司绩效ROE正相关,但缺乏统计

上的显著性。但是流通 A 股却与 CROA 呈显著负相关关系。而前 5 大股东持股比例与 ROE 正相关,与 CROA 负相关,但都缺乏统计上的显著性。

(1) 公司绩效与多元化程度的实证结果

研究样本中有许多经营单元数为 1 的公司,其多元化的另一指标—收入的赫芬达尔指数却小于 1。这些上市公司所从事的主营业务占了很大的比重,以至于所从事的其他业务产生的收入在总收入中所占的比例都小于 5%。在进行回归分析前,我们建立了两个关于公司绩效与多元化程度关系的模型。

$$P = B_0 + B_1 \times SM + B_2 \times SIZE + B_3 \times GROWTH + B_4 \times AGE + B_5 \times LEVEL$$

其中, P 为公司绩效变量,包括 ROE 和 CROA 两个指标。我们使用公司经营单元数 SM 作为划分多元化程度的指标,为了控制其他变量对回归结果的影响,我们加入了控制变量,包括公司规模、增长能力、公司年龄和公司财务杠杆。在另一组模型中,我们设置一个关于多元化度量的哑变量 *Drummy*,如果公司的多元化指标 SM 大于或等于 2,则哑变量等于 1;否则为 0。

$$P = B_0 + B_1 \times Drummy + B_2 \times SIZE + B_3 \times GROWTH + B_4 \times AGE + B_5 \times LEVEL$$

同样,由公司绩效对多元化的回归分析的实证结果(计算过程略)可以看出, SM 与公司绩效呈显著负相关关系, SM 对 ROE 的影响要大于对 CROA。哑变量也与公司绩效呈显著负相关关系,且哑变量对 ROE 的影响要大于对 CROA 的影响。故本文的实证结果证实了假设 G1,即公司绩效与其多元化水平呈显著的负相关关系。

(2) 股权结构和公司多元化的实证结果

我们用多元化的度量 H 指数(即赫芬达尔指数)来作为因变量,建立以下模型:

$$H = B_0 + B_1 \times STRUC + B_2 \times DSTRUC + B_3 \times SIZE + B_4 \times GROWTH + B_5 \times AGE + B_6 \times LEVEL$$

其中, STRUC 为股权结构变量,分别包括 4 个变量 *I_{law}*、*I_{state}*、*I_A*、*I_{C₅}*。*DSTRUC* 为股权结构各变量的平方值,包括 4 个变量 *D_{state}*、*D_{law}*、*D_A* 和 *D_{C₅}*。并设置了 4 个控制变量,以减少其他因素对实证结果的影响。

由公司多元化与股权结构的非线性回归分析结果(计算过程略)可以看出,国家股比例和公司多元化指标呈倒 U 型曲线关系,多元化开始随国家股比例的提高而增加,然后又随国家股比例的提高而下降,这和假设 G2 相符。法人股和公司多元化呈负相关关系,但结果并不显著,假设 G3 无法得到证实。流通 A 股和公司多元化呈 U 型曲线关系,多元化程度开始随流通 A 股的增加而下降,但当流通 A 股继续增加时,多元化程度便会上升,假设 G4 得到了证实。股权集中度和公司多元化也呈倒 U 型曲线关系,多元化开始随股

权集中度的提高而上升,然后又随股权集中度的提高而下降,这和假设 G5 是一致的。同时还可以得出公司规模和多元化程度呈显著正相关关系的结论,也就是说公司规模越大,越容易实施多元化战略。

四、研究结论

根据本文的实证分析结果,公司绩效与其多元化水平呈显著的负相关关系。从这里可以看出,多元化并不一定使企业价值增值。无论企业多元化的诱发因素和机制如何,最后都需要由市场来检验。本文并未彻底否定多元化,现实中公司多元化成功的案例是很多的,多元化只是企业成长的一种模式,但绝不是惟一的模式。总之,多元化不能简单地被认为是馅饼或是陷阱。由于资料的缺乏,本文未能区分相关多元化和不相关多元化各自对公司绩效的影响。

上市公司的股权结构也影响着公司的多元化行为,国家股、股权集中度和公司多元化呈倒 U 型曲线关系;流通 A 股和多元化呈 U 型曲线关系;法人股和公司多元化相关关系不显著。这可能是由于在法人股中包含着相当一部分的国有法人股,影响了实证分析的结果。多元化开始随着国家股比例的提高而增加,随股权集中度的提高而上升。这与本文关于股权结构和公司绩效的实证分析是一致的。上市公司的股权结构影响其行为,进而影响其绩效,这在实证方面已经得到检验。我国上市公司国有股比例较大,股权集中度较高,这些股权结构上的弊端所导致的公司多元化行为和我国上市公司绩效表现普遍不佳是相关的。通过对股权结构、多元化和公司绩效之间相关关系的研究,针对我国上市公司有缺陷的法人治理结构,对于如何能够提高公司法人治理效率有着重要启示。当前我国证券市场迫切需要解决的主要问题便是进行股权结构优化,合理地减持国有股比例,从而形成有效的公司治理结构。本文只是从公司的股权结构影响其多元化行为的角度,阐释影响公司绩效的原因之一。现实生活中导致多元化的原因很复杂,而相关多元化和不相关多元化对公司绩效的影响是完全不同的,由于资料有限,本文无法对这些因素进行实证分析。另外,从实证分析中可以看出,公司规模对公司绩效有显著的正相关关系,这可能是由于我国的大部分企业规模较小,无法利用规模经济的原因。

* 课题负责人为刘志彪教授。感谢刘志彪教授在本文写作中给予的指导,但文责自负。

参考文献:

- [1]陈晓,江东. 股权多元化,公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究,2000,(8).
- [2]杜莹,刘立国. 股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界,2002,(11).
- [3]冯根福,韩冰,闫冰. 中国上市公司股权集中度变动的实证分析[J]. 经济研究,2002,(8).
- [4]孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999,(12).

- [5]呈淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究[J]. 中国工业经济研究,2002,(1).
- [6]徐晓东,陈小悦. 第一大股东对公司治理,企业业绩的影响分析[J]. 经济研究,2003,(2).
- [7]Bhide, Amar. Reversing corporate diversification[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1990.
- [8]Charles J Hadlock, Michael Ryngaert & Shawn Thomas Corporate structure and equity offerings: Are there benefits to diversification? [J]. Journal of Business, 2001.
- [9]Comment R, Jarrell G A. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 1995 Volume 37, Issue 1, January.
- [10]David J Denis, D K Denis & Sarin, A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification[J]. The Journal of Finance, 1997.
- [11]Henri Servaes. The value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave [J]. The Journal of Finance, 1996.
- [12]John G. Matsusaka. Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities[J]. Journal of Business, 2001.
- [13]Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho. Corporate diversification, ownership structure, and firm value—The Singapore evidence[J]. International Review of Financial Analysis, 2000 Volume 9, Issue 3, Autumn.

A Positive Analysis of the Diversified Behaviour of Listing Firms within the Yangtze Delta

ZHOU Xiao-yan

*(Research Center of Economic and Social Development of the Yangtze Delta,
Nanjing University, Nanjing 210093, China)*

Abstract: By positively analyzing the relationships between capital structure, diversification and firm performance of listed firms in Yangtze Delta, this paper points out that diversification is significantly and negatively related to firm performance, that the proportion of state-owned stocks and concentration of shares are significantly related to diversification like an inverted “U”, that the proportion of current stock A is related to firm’s diversification like “U”, and that the proportion of corporate stocks is not significantly related to firm’s diversification. The capital structure of listed firms affects their behavior in diversification, and thus their performance, so we can say that optimizing the capital structure of listed firms is now the pith of perfecting corporate governance structure.

Key words: capital structure; diversification; firm performance