

陈咏英
著

公司的 多元化经济 后果

—— 基于代理成本角度的经验证据

Economic Consequences of Corporate Diversification:
The Empirical Evidence based on Agency Costs



中国财政经济出版社

公司多元化的经济后果

——基于代理成本角度的经验证据

Economic Consequences of Corporate Diversification:

The Empirical Evidence based on Agency Costs

陈咏英 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司多元化的经济后果：基于代理成本角度的经验证据/陈咏英著. —北京：中国财政经济出版社，2008. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1023 - 0

I. 公… II. 陈… III. 公司—企业管理—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 160654 号

责任编辑：刘五书

责任校对：黄亚青

封面设计：邹海东

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: feph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 6.625 印张 170 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 000 定价：20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1023 - 0/F · 0853

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

北京市属市管高校人才强教计划资助项目
Funding Project for Academic Human Resources
Development in Institutions of Higher Learning
Under the Jurisdiction of Beijing Municipality



20 世纪 90 年代，我国企业掀起了多元化投资的热潮。然而，多元化的实践在我国并不十分乐观，不少上市公司因盲目多元化陷入困境，濒临破产倒闭，失去了生存和发展能力。那么，为什么还有很多企业热衷于多元化经营呢？陈咏英博士的《公司多元化的经济后果——基于代理成本角度的经验证据》一书，在这方面进行了深入的探讨。纵观本书，我认为有以下特点：

1. 选题视角新颖

我国正处于新兴加转轨的历史时期，资本市场尚不够发达，监管不够完善。在我国上市公司里同时存在着经理人与股东之间的代理问题和控股股东与中小股东之间的代理问题。就公司多元化行为而言，可能既是经理人实现自身利益的途径，又是控股股东掏空上市公司的渠道，因而与两类代理成本同时相关。为此，作者从代理成本的角度系统地研究多元化的经济后果，我认为选题视角新颖，研究意义重大。

2. 体系结构合理

本书按照提出问题、分析问题、解决问题的思路设计研究框架。全书分为四部分共七章：

第一部分为第一章，主要阐述本书的研究背景、研究思路和研究意义，并从总体上概括了本书的研究内容及结构安排。

2 公司多元化的经济后果——基于代理成本角度的经验证据

第二部分包括第二章和第三章，为文献回顾和研究设计方面的内容。第二章介绍了与本书研究内容相关的理论基础，并回顾了相关文献。第三章总括了本书的研究设计，包括样本数据的选择及来源和关键变量的定义与计量等相关问题。

第三部分包括第四章到第六章，为具体的实证检验及结果分析部分。第四章分析了多元化与经理人代理成本之间的关系。第五章分析了多元化与控股股东代理成本之间的关系。第六章从代理成本间接检验的角度出发考察了多元化对公司业绩的影响。

第四部分为第七章，属于研究总结部分，概述了本书的研究结论，提出了本书的研究局限性及未来的研究方向。

这样设计使得本书结构严谨、思路清晰、中心明确、内容充实。

3. 提供了新的经验证据

作者运用中国上市公司的相关数据、采用实证研究方法，考察了在不同类型控股股东的上市公司中多元化与经理人代理成本及控股股东代理成本之间的关系，进而检验了多元化对业绩的影响，为多元化与代理成本之间的关系提供了新的经验证据。本书的主要贡献可以概括为：（1）本书从过度消费、资金使用效率等多个角度探讨了多元化与经理人代理成本的关系，发现多元化与经理人代理成本显著正相关，为多元化的经理人代理问题提供了直接的经验证据。（2）本书从控股股东资金占用的角度探讨了多元化与控股股东代理成本的关系，发现多元化与控股股东代理成本显著正相关，为多元化的控股股东代理问题提供了直接的经验证据。（3）本书从控股股东性质的角度展开了研究。通过实证分析作者发现，国有控制上市公司的多元化行为与经理人代理成本显著正相关；国有间接控制的上市公司的多元化行为与控股股东代理成本显著正相关；在民营控制的上市公司里，没有证据显示多元化与代理成本存在显

著关系。由此本书为不同类型控股股东的上市公司多元化经济后果及其动因的研究提供了新的经验证据。

当然，本书也还存在一些不足：多元化的度量指标有待进一步完善；对控股股东特征的考察不够全面；代理成本度量指标的选取也有待进一步推敲。希望作者在今后的工作学习中，运用新的数据资料，进一步补充完善。

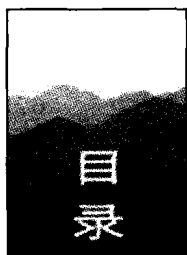
作为作者的硕士研究生导师和博士研究生导师，我很欣慰地看到陈咏英同学在学业上不断取得进步，并选择了教师作为自己的终身职业。希望她在做好教学工作之余，继续努力钻研，勇攀高峰，取得更大的成绩。

是为序。

王化成

2008年11月15日

于中国人民大学明德楼



第 1 章 导 论	(1)
1.1 研究背景	(1)
1.2 研究目标及研究意义	(5)
1.2.1 研究目标	(5)
1.2.2 研究意义	(5)
1.3 研究内容及研究方法	(7)
1.3.1 研究内容	(7)
1.3.2 研究方法	(9)
第 2 章 理论基础和文献回顾	(11)
2.1 多元化的经济后果及代理理论解释的相关文献 ...	(11)
2.1.1 国外文献综述	(11)
2.1.2 国内文献综述	(32)
2.2 经理人代理成本的相关文献	(39)
2.3 控股股东代理成本的相关文献	(44)
第 3 章 研究设计	(51)
3.1 样本选择与数据来源	(51)
3.2 多元化指标的度量	(54)
3.3 控股股东的特征指标	(56)
3.3.1 公司控股股东的股权性质	(57)

2 公司多元化的经济后果——基于代理成本角度的经验证据

3.3.2	公司控股股东的控制方式	(58)
3.4	代理成本指标的度量	(62)
3.4.1	经理人代理成本的度量	(62)
3.4.2	控股股东代理成本的度量	(64)
3.4.3	代理成本的间接度量——业绩指标	(66)
第4章	多元化与经理人代理成本	(68)
4.1	理论分析与假设提出	(68)
4.2	回归模型设定	(72)
4.2.1	经理人代理成本的设定	(72)
4.2.2	控制变量的选择	(73)
4.2.3	回归模型的设定	(76)
4.3	描述性统计与单变量分析	(77)
4.4	回归分析及结果解释	(79)
4.5	拓展性检验	(83)
4.5.1	中央政府间接控制和地方政府间接控制 子样本的比较	(83)
4.5.2	地方政府间接控制和地方政府直接控制 子样本的比较	(84)
4.6	本章小结	(86)
第5章	多元化与控股股东代理成本	(101)
5.1	理论分析与假设提出	(101)
5.2	回归模型设定	(108)
5.2.1	控股股东代理成本的设定	(108)
5.2.2	控制变量的选择	(108)
5.2.3	回归模型的设定	(111)
5.3	描述性统计与单变量分析	(112)

5.4	回归分析与结果解释	(113)
5.5	拓展性检验	(119)
5.6	本章小结	(120)
第 6 章	多元化与业绩——代理成本的间接检验	(136)
6.1	理论分析与假设提出	(136)
6.2	回归模型设定	(139)
6.2.1	业绩指标的设定	(139)
6.2.2	控制变量的选择	(139)
6.2.3	回归模型的设定	(140)
6.3	描述性统计与单变量分析	(142)
6.4	回归分析与结果解释	(143)
6.5	拓展性检验	(149)
6.6	本章小结	(150)
结 束 语		(165)
参考文献		(169)
后 记		(199)

第1章 导 论

本章通过对研究背景的分析 and 阐述，提出了本书的研究目标，即运用大样本回归的方法研究不同控股股东类型的上市公司中多元化与两类代理成本的关系，并从代理成本间接检验的角度考察多元化对业绩的影响，进而阐明了研究的意义。

1.1 研究背景

公司多元化（Corporate Diversification）是指企业的主营业务涉及两个及两个以上行业的行为^①。在西方，企业的多元化现象源远流长。从财务的角度，多元化是企业在不同行业投资的行为，是财务管理的一项重要内容（因而也可称为投资多元化）；从战略管理的角度，多元化是企业的一项重大战略管理决策；从产业组织的角度，多元化是企业跨越多个产业领域经营的行为，因此多元化引起了产业组织学者、战略管理学者和财务学者的重视，并对其进行了

^① 研究企业多元化行为的文献很多，研究的视角也有多种，包括行业多元化、产品多元化、地理多元化、技术多元化、品牌多元化等等。基于公司理财的角度，本书研究行业多元化，即企业在两个或两个以上行业投资经营的行为。以下多元化即是指此，不再重申。此外需要强调的是，本书所研究的是上市公司本身的多元化行为，而不是上市公司的控股股东的多元化行为。

长期持续不断的研究。学者们研究的焦点主要集中在企业为何要多元化以及多元化会产生什么样的经济后果这两个方面。大量的理论分析和实证检验分别围绕这两个问题展开，得出了众多有启发性的结论。

20 世纪 90 年代，我国企业掀起了投资多元化的热潮，不少企业通过内部发展、外部并购等方式逐步发展为跨越不同行业领域、下辖多个分子公司的大型企业集团。仅就我国上市公司而言，1991—1996 年，发生多元化并购的公司家数仅有 17 家，而 2004 年这一年就达到 160 家，发展势头迅猛^①，成为引人注目的一道风景。

然而，多元化的实践在我国并不乐观，远有巨人、飞龙的轰然倒塌，后有三九、德隆、四通的折戟沉沙，近有奥克斯、TCL、澳柯玛的尴尬败绩，五粮液、联想等众多知名企业也因多元化失利而受到种种批评。不少上市公司因盲目多元化陷入困境，濒临破产倒闭，失去了生存和发展能力。多数研究显示，我国企业的多元化行为导致了企业业绩的下降。多元化馅饼为何变成了多元化陷阱？无情现实令人思考其深层原因。

1932 年伯利和米恩斯（Berle and Means）通过对西方企业制度的观察，提出了著名的公司所有权与控制权两权分离导致的委托人与代理人的利益冲突问题。“所有权和控制权的分离，可能会导致所有者与终极经营者的利益产生分歧（事实情况也确实经常如此），并导致原先用来限制权力行使的诸多约束亦告失败。”^②。他们指出，在分散的所有权结构下，由于各个股东之间协调行动的难度使得企业的实际控制权掌握在代理人——公司经理的手中。由于

① 杨宇东等：“中国资本市场系列调查报告，上市公司购并调查”，《上海证券报》，2005 年 4 月 1 日。

② 引自伯利和米恩斯：《现代公司与私有财产》（The Modern Corporation and Private Property），商务印书馆 2005 年版，第 8 页。

经理所追求的目标是个人效用最大化而非股东财富最大化,因此往往会采取不符合股东利益的经营战略和经营行为,从而损害了股东的利益。在此基础之上,许多经济学、财务学和管理学的文献对经理人的自利行为做了研究。从委托—代理理论出发,学者们认为多元化可能是经理实现自身私利的途径:多元化有利于扩大公司规模,因而有利于提高经理的报酬(詹森和麦克林, Jensen and Meckling, 1976);与股东不同,出于维护职位安全的考虑,经理们倾向于减少在本行业领域的研发投资(因为这是高风险的),转而投资于其他行业领域以降低公司的经营风险和破产的概率(阿弥哈德和列夫, Amihud and Lev, 1981);管理大型企业还可给经理带来更大的权力和声誉(史图斯, Stulz, 1990)、控制更多的资源(詹森, Jensen, 1986)、帮助管理者成为企业不可缺少的人物(希勒佛尔和维希里, Shleifer and Vishny, 1989),等等。理论分析和实证研究为多元化行为中经理人代理问题的存在提供了证据。

近几年的研究却发现,即使在英、美这样的国家里,公司股权高度分散也不是普遍现象,相反更多的研究表明股权越来越集中是目前多数公司的发展趋势。拉波塔等(La Porta et al., 1999)的研究发现,在27个高收入国家,约有64%的大企业存在控制性股东。法契欧和郎(Faccio and Lang, 2002)分析了西欧13个国家的5232家公司,发现在13个西欧国家中,除英国和爱尔兰外,其他国家的股权都高度集中。戈顿和施密德(Gorton and Schmid, 1996)估计大约80%的德国大型公司拥有持股比例超过25%的非银行大股东。在意大利和瑞典,大部分上市公司也处于控股股东的严密控制之下(津加莱斯, Zingales, 1994; 科隆维茨和尼尔森, Cronqvist and Nilsson, 2003)。在新兴市场,所有权集中度比成熟市场更高,林斯(Lins, 2003)发现,在22个新兴市场上,58%的公司至少拥有一个控股股东;克拉森等(Claessens et al., 2000)发现,除日本以外的东亚国家,超过40%的上市公司是由家族控

制的。总之，控股股东在世界各国普遍存在。在以股权分散为主要特征的上市公司，代理问题主要表现为股东与经营者之间的利益冲突，即强管理者与弱所有者之间的矛盾。而在以股权相对集中或高度集中为主要特征的上市公司，控股股东的存在可以更好地监控经营者的管理活动，遏制经营者追求私利的行为，股东与经营者之间的代理问题有所削减。然而中小股东一方面搭乘了控股股东监控经营者的“便车”，另一方面却要承受控股股东为了追求私有收益对中小股东利益的掠夺。Shleifer 和 Vishny（1997）认为，当大股东几乎完全控制公司的时候，他们倾向于追求不与小股东分享控制权带来的私人收益。因此，在控股股东和中小股东之间也存在代理问题，这种代理问题甚至可能比第一类代理问题更加严重。就公司的多元化行为而言，可能也被异化为控股股东掠夺的手段，为控股股东谋求私利服务。林斯和塞维斯（Lins and Servaes，2002）对东亚 7 国 1 000 多家公司的实证研究证实，在资本市场信息不对称程度更高、法规惩处力度更弱和缺乏敌意收购等外部约束的情况下，新兴市场国家的多元化公司尤其是集团控制的多元化公司里中小股东的利益更容易遭受到管理层和控股股东的掠夺。Claessens 等（2000）对东亚 2 000 多家公司的考察也发现了大股东掠夺中小股东的证据。

我国正处于新兴加转轨的历史时期，资本市场尚不够发达，资本市场会计信息披露也不够完善，控制权市场发育缓慢，敌意收购等外在压力尚小。在我国上市公司里同时存在着经理人与股东之间的代理问题和控股股东与中小股东之间的代理问题。就公司多元化行为而言，可能既是经理人实现自身利益的途径又是控股股东掏空上市公司的渠道，因而与两类代理成本同时相关。此外，我国上市公司的控股股东类型也比较复杂，存在民营和国有、中央和地方、直接控制和间接控制等多种控制类型，已有研究显示不同类型控股股东的上市公司的多元化代理问题可能存在差异。由此我们认为，

考察不同控股股东类型下多元化与两类代理成本的关系并从代理成本间接检验的角度考察多元化对业绩的影响^①有助于揭示企业盲目多元化的动因，具有一定的理论意义和现实意义。

1.2 研究目标及研究意义

1.2.1 研究目标

本书从代理成本的角度考察多元化的经济后果。具体而言，本书将通过回顾经典文献分析多元化的概念并设定多元化的度量指标、分析代理成本的概念并设定代理成本的度量指标，搜集整理我国上市公司多元化的数据，运用大样本回归的方法实证研究不同控股股东类型的上市公司中多元化与两类代理成本的关系并从代理成本间接检验的角度考察多元化对业绩的影响，从代理成本的角度为不同类型控股股东的上市公司多元化经济后果及其动因提供新的经验证据。

1.2.2 研究意义

1.2.2.1 理论意义

1. 本书的研究丰富了公司多元化经济后果的相关文献。大量

^① 在代理问题比较严重、代理成本比较高的情况下，多元化最终损害了公司的业绩。从这个意义上，我们认为考察多元化与业绩的关系也是对多元化代理成本问题的间接检验。

的文献研究了多元化对业绩的影响并从委托—代理的角度对其进行了解释。实际上，代理成本是导致业绩下降的一个重要因素。本书从第一类和第二类代理问题出发，分别研究了经理人的代理成本和控股股东的代理成本，从过度消费、资金使用效率、控股股东资金占用等多个视角探讨了多元化与代理成本的关系，丰富了多元化经济后果的相关文献。

2. 本书的研究丰富了代理成本的相关文献。代理成本的影响因素有哪些？大量文献给出了种种的解释。笔者考察了多元化这一企业重要投资经营行为对两类代理成本（包括经理人代理成本和控股股东代理成本）的影响并加以实证检验，发现了在全样本和某些类型的子样本上市公司里多元化与经理人代理成本和控股股东代理成本显著正相关的证据，证明多元化成为经理人和控股股东谋取私利的途径，为代理成本的影响因素提供了新的经验证据。

3. 本书丰富了不同类型控股股东的上市公司理财行为研究的相关文献。我国上市公司的控股股东类型比较复杂，存在民营和国有、中央和地方、直接控制和间接控制等多种控制类型。大量研究表明，不同类型控股股东的上市公司在投资、筹资和分配等理财行为上具有不同的表现。从财务的角度，多元化是企业在不同行业投资的行为。通过实证研究，我们发现，国有控制上市公司的多元化行为与经理人代理成本显著正相关；国有间接控制的上市公司的多元化行为与控股股东代理成本显著正相关；在民营控制的上市公司里，没有证据显示多元化与代理成本存在显著关系。由此我们为不同类型控股股东上市公司的理财行为及其动机的研究提供了新的经验证据。

1.2.2.2 实践意义

笔者的研究表明，多元化与经理人的代理成本以及控股股东的代理成本均显著正相关，表明我国上市公司的投资多元化行为很可

能是经理人和控股股东图谋私利的途径。当代理问题比较严重时，多元化最终降低了企业的业绩，从而损害了中小投资者的利益。通过对子样本的分析我们发现，由于国有企业的预算软约束和集团控制架构为掏空带来的方便，多元化代理问题在国有间接控制的上市公司里尤为严重。笔者研究对于实务工作可以起到以下作用：（1）有助于提高投资者对上市公司多元化行为的识别能力，改善投资决策，保护自身权益；（2）有助于增强银行等债权人对上市公司多元化投资项目的判断能力，优化信贷决策，防止不良贷款的发生；（3）有助于引起监管部门对上市公司多元化行为的重视，加强对国有间接控制上市公司的控股股东和管理层的监控，最终实现股东财富最大化的目标。

1.3 研究内容及研究方法

1.3.1 研究内容

根据研究目标，本书按照提出问题、分析问题、解决问题的顺序将研究框架安排为如图 1-1 所示。

具体而言，本书包括如下的研究内容：

第 1 章为导论部分，阐述了研究背景、研究思路和研究意义，并从总体上概括了本书的研究内容及结构安排。近年来，我国企业掀起了投资多元化的热潮。然而多元化的实践在我国并不乐观：多数研究表明，多元化损害了业绩。由经理人和控股股东的代理问题产生的代理成本是多元化消极后果的重要原因。在不同的控股股东类型下，多元化的代理问题的严重程度是不一样的。因此，研究多元化与代理成本的关系，进而分析不同类型控股股东的上市公司多