

[会计学论丛]

中国上市公司投资行为研究

Accounting
Monographs

**STUDIES ON THE INVESTMENT OF CHINESE
LISTED COMPANY**

姜付秀 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



Samli Yama Kikiri

本书由北京大学上山出版基金资助出版

中国上市公司投资行为研究

Accounting
Monographs

**STUDIES ON THE INVESTMENT OF CHINESE
LISTED COMPANY**



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司投资行为研究/姜付秀著. —北京:北京大学出版社, 2009.4

(会计学论丛)

ISBN 978-7-301-15157-0

I. 中… II. 姜… III. 上市公司-投资-经济行为-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第062177号

书 名: 中国上市公司投资行为研究

著作责任者: 姜付秀 著

责任编辑: 李 娟 刘 伟

标准书号: ISBN 978-7-301-15157-0/F·2179

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

650毫米×980毫米 16开本 11.5印张 188千字

2009年4月第1版 2009年4月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 22.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

序

在中国经济高速成长的过程中,面临着巨大发展机会的中国企业往往表现出扩张冲动,这从近年来发生的大规模并购事件中可见一斑。这些投资和扩张行为,可能给企业带来巨额利润,也可能给企业带来巨大损失,甚至是倒闭或破产。因此,如何进行投资与扩张,如何“做强做大”,是企业发展到一定阶段不得不面对的问题。

企业投资行为,一直以来都是实务界和学术界关注的焦点问题。尽管以往研究业已取得了不少成果,但仍存在如下颇有争议的问题:企业投资的主要方式有哪些?什么因素决定了企业投资方式的选择?作为企业扩张主要方式之一的多元化对我国企业绩效或者企业价值产生了什么影响?多元化和专业化决策的影响因素是什么?在现代企业中,管理者控制着资源的配置权,管理者在企业的投资决策中的影响是什么?管理者的心理特征和背景特征对企业投资战略产生了什么影响?……这些问题的研究对于丰富公司财务等相关理论,以及对于指导中国企业的投资战略,都具有重要意义。

姜付秀博士撰写的这本专著,以上市公司投资决策为研究对象,结合中国特殊的制度背景,运用公司财务、委托代理和行为金融学等理论,围绕“行为”和“后果”两条主线,对企业如何投资、投资行为的影响因素和投资行为的经济后果三大关键问题展开研究。该书通过系统的理论分析和实证检验,得到了一些颇有价值的实证结论、研究发现和政策启示。综合来看,该书具有如下特色:

1. 主题新颖,视角独特

美国著名财务学家 Jay Ritter(2005)指出:“与过去研究范式相比,现在财务学研究的最新进展之一体现在众多学者采用行为的方法来研究公司财务。”^①纵观近三十年主流财务学文献的发展轨迹,财务学的研究发生了一系列方向性的变化,其中,公司财务与心理行为的交叉和碰撞是一大

^① 见 Ritter J. R., *Recent Developments in Corporate Finance*, Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc., 2005.

前沿热点问题。基于此背景,该书将投资决策与心理行为进行交叉研究,从“管理者背景特征”和“管理者过度自信”两个角度分析企业投资行为,这在以往国内研究中是不多见的,具有较大创新性和新颖性,体现了作者敏锐的学术洞察力和扎实的学术功底,为读者开展公司财务与心理行为其他领域的交叉研究,提供了可资借鉴的分析思路和研究方法。

2. 框架合理,思路清晰

该书将全文分为“行为篇”和“后果篇”,从“投资方式”、“管理者过度自信”和“管理者背景特征”三个视角对投资行为进行剖析,而后又依次分析了多元化与专业化的影响因素、管理者过度自信对多元化的影响以及多元化的经济后果,层层递进,环环相扣,构建了一个“如何投资——投资行为的影响因素——投资的经济后果”较为系统的研究中国上市公司投资行为的分析框架,有助于读者从不同视角不同层面审视企业复杂的投资行为。

3. 内容丰富,资料翔实

该书在准确、精炼地阐述投资决策各领域的相关理论观点的同时,结合中国转型经济和新兴市场的特点,深入挖掘了中国上市公司投资行为背后存在的问题,注重从不同角度不同方面探讨企业投资行为,理论突出重点而又有前瞻性,分析精辟而独到,而且,作者收集了大量数据,资料翔实,使读者既能掌握先进的委托代理理论、产业组织理论和行为金融等理论,又能了解和认识我国上市公司的投资现状、投资行为存在的问题及其相应对策。

4. 研究规范,方法得当

该书在借鉴国内外相关理论的基础上,结合我国实际,对不同研究内容进行了深入的理论分析和阐述,并分别提出了不同研究假设,而后收集上市公司相关数据,对各研究假设进行严谨的分析和检验,并探讨实证结果和政策启示。

该书是姜付秀博士近年来潜心研究的结果。我相信,该书所研究和讨论的问题,以及所得到的主要研究发现和结果,对于财务/会计学术界同行,证券和投资行业、上市公司等机构的相关人士,以及证券监管机构的管理者等,都将具有重要的借鉴意义和参考价值。

陆正飞

2009年2月于北京大学光华管理学院

导言	/1
----	----

行 为 篇

第一章 中国上市公司投资行为:投资方式视角	/15
第一节 引言	/15
第二节 文献回顾及理论基础	/16
第三节 样本与变量界定	/21
第四节 中国上市公司投资行为的描述性统计	/27
第五节 上市公司投资方式选择的影响因素	/30
第六节 并购与自行投资:是替代,还是互补	/32
第七节 进一步分析:投资偏好的影响因素	/33
第八节 研究结论	/35
第二章 上市公司投资行为:管理者背景特征视角	/36
第一节 引言	/36
第二节 研究设计与思路	/38
第三节 中国上市公司管理者的背景特征	/46
第四节 管理者背景特征与企业投资行为	/48
第五节 企业性质、管理者背景特征与企业 投资行为	/51
第六节 稳健性检验	/56
第七节 研究结论	/57
第三章 中国上市公司投资行为:管理者过度自信视角	/59
第一节 引言	/59
第二节 文献回顾	/61
第三节 假设的提出	/67
第四节 样本与变量界定	/70
第五节 管理者过度自信与企业投资行为	/77
第六节 拓展研究之一:从财务困境视角的考察	/82
第七节 拓展研究之二:从财务绩效视角的考察	/88
第八节 研究结论	/92

后 果 篇

第四章 多元化与专业化:影响因素视角	/97
第一节 引言	/97
第二节 我国上市公司多元化经营状况	/99
第三节 理论基础及研究假设	/104
第四节 实证检验及其结果	/110
第五节 研究结论	/114
第五章 多元化与专业化:管理者过度自信视角	/116
第一节 引言	/116
第二节 文献回顾与理论基础	/117
第三节 数据与变量界定	/120
第四节 样本的描述性统计	/126
第五节 管理者过度自信与多元化经营之间关系的 实证检验	/128
第六节 拓展研究:管理者过度自信对多元化—企业 风险的影响	/129
第七节 研究结论	/132
第六章 多元化与专业化:经济后果视角	/133
第一节 引言	/133
第二节 相关文献回顾	/134
第三节 理论基础:企业成长、多元化与利润率	/136
第四节 研究样本及变量定义	/139
第五节 多元化经营、企业价值与收益波动的 相关性检验	/141
第六节 多元化经营、企业价值与收益波动之间 关系的实证检验	/142
第七节 拓展检验之一:多元化与资本成本	/146
第八节 拓展检验之二:多元化经营与企业绩效 之间拐点的存在性	/158

第九节 研究结论	/159
主要参考文献	/161
后记	/175

导言

一、研究背景

建立私人王国是企业家精神的重要组成部分(熊彼特,1912)^①,创建商业帝国是企业家的梦想。因此,扩张冲动是企业家最重要的内生性行为特征之一。对处于转型经济和新兴市场中的我国企业而言,这一点可能更甚。突出表现在:“做大做强”一直是我国企业的流行语,这种提法不仅在各种报刊、企业管理者的谈话甚至是企业章程中高频率地出现,而且在各级政府官员的经济言论中也司空见惯。从行为表现来看,我国企业的投资冲动这些年极为强劲,以迅速扩张为目的的海内外并购案也频频发生,而且并购金额逐年攀升。以海外并购为例,摩根大通 2005 年的全球产业并购报告指出,2005 年中国企业的跨国并购总额为 62 亿美元,2004 年是近 48 亿美元,而 2000 年则只有 18 亿美元。^② 从我国上市公司的情况来看,2000—2003 年,上市公司总投资规模的年均环比增长率分别为 38.74%、36.83%、27.67% 和 44.95%,呈现出长期高速扩张的势头。

企业通过投资方式实现扩张目标具有经济后果,相关研究表明,现实也一再证明,企业合理的投资规模和扩张速度将为企业带来价值,而过度投资将为企业带来损失,甚至可能给企业带来灭顶之灾。我们可以看到,众多高速成长的企业往往在一夜之间突然倒闭,国外的公司如安然等,国内的公司如德隆、格林柯尔等。尽管对它们的失败有诸多解释,但是,过度投资及扩张无疑是重要原因之一。

从已有的文献情况来看,学者们尽管在这一领域进行了大量的研究探讨,也产生了大量的学术研究成果,但是,在我国企业通过加大投资规模方式实现高速扩张的过程中,仍存在着诸多值得学者们深入思考的问题:企业投资的主要方式有哪些?什么因素决定了企业投资方式的选择?在现代企业中,管理者控制着资源的配置权,管理者在企业的投资决策中的影

^① 参见约瑟夫·熊彼特,何畏、易家详译,1990,《经济发展理论》,北京:商务印书馆。

^② <http://www.fimr.org./News/View.asp?id=4629>.

响是什么? 尽管代理理论和公司治理等方面的文献注意到经理人在公司决策中的作用,但是这些理论更多的是基于管理者为“理性经济人”的假定进行研究的,同时将管理者视为同质无差异的。而现实中,管理者和其他群体一样,表现出“有限理性”的特点,而且管理者的行为受到其教育背景、工作经历、性别、年龄等特征的影响。那么,上市公司的管理者心理特征和背景特征对企业投资战略产生了什么影响? 这些问题的研究对于丰富公司财务理论、行为金融理论、产业组织理论以及企业理论等关于企业投资行为的理论宝库无疑具有重要意义。

同时,企业既可以在本行业进行投资,实现规模经济效应,也可以跨越不同的行业进行投资,既实现范围经济,也分散企业的经营风险。而企业应“专业化”经营还是“多元化”运作,却是一个自 Rumelt(1974)的开创性研究以来,一直没有得到解决的有巨大争议、但是在实践中又迫切需要解决的问题。

从我国上市公司的实际情况来看,有些上市公司是专业化经营的,但是,更多的上市公司的业务往往跨多个不相关的行业。以2004年我们所考察的在2000年底上市前的899家公司为例,70%的公司是跨越两个以上的行业进行经营,全部样本公司所跨行业的平均值为2.168。从西方企业的实际情况来看,在20世纪80年代以前,企业曾热衷于多元化经营,大肆并购与企业主业并不相关的业务,而自20世纪90年代以来,尽管多数大而著名的企业仍旧存在某种程度上的多元化,但是理论界和实务界逐步认识到,过度的多元化对企业的业绩及企业价值将产生破坏作用。同时,由于企业实践中多元化经营的效果并不理想,西方企业又出现了一个“回归主业”的高潮,一些多元化经营的企业纷纷将不相关的业务剥离出去,专心经营自己的核心业务。

由此,值得我们深思的问题是:为什么西方企业界从20世纪60年代开始进行多元化,而到了20世纪90年代又否定这一做法? 为什么在西方理论界普遍认为多元化将破坏企业价值、企业应专业化经营的今天,中国企业界又在热衷于此? 是不是因为在影响多元化经营的企业特性以及企业所处的宏观经济环境和条件方面,中国与西方发达国家存在重大差异? 代理理论认为多元化是“理性经济人”的管理者谋取私利的方式,但是,现实中,经理人与其他人一样,表现出有限理性的特征。那么,管理者的自身特征,如心理特征,是否影响了企业多元化战略选择? 目前,中国没有成

形的企业理论去说明这个现象,学者们一般是搬用西方学术界的说法。理论与实践的巨大偏差激励我们对这一问题进行深入分析,而这一问题的研究也可以从另一个方面对中国上市公司的投资行为及投资效率问题提供间接的评价。

二、研究思路及基本框架

实践中,企业主要通过两种投资方式进行扩张,即内部投资和外部投资。内部投资主要指的是企业自行投资,而外部投资则指的是并购。这两种投资方式的区别主要在于:前者是在本企业内部进行投资,购买新设备、新厂房等,或者新建企业;后者则是从本企业外部购买已有的企业。并购对于企业来说有很多好处,如扩张速度快、可以消灭竞争对手、可以迅速获取竞争对手的资源,等等。但同时,并购这一投资方式也有不利之处:通常并购企业要吸收被兼并企业的员工,并负担过多的成本,这样就会减少本企业的运营资金,而且兼并这种方式还将遇到传统的融资困难,这一点在我们国家表现得更甚^①,等等。

美国著名经济学家施蒂格勒曾说过:“世界上著名的大企业、大集团,几乎没有哪家不是在某种程度上以某种方式,通过兼并、收购等资本运营手段而发展起来的,同时也几乎没有哪家是完全通过内部积累发展起来的。”^②同时,一般认为,中国作为新兴市场经济国家,企业扩张的机会要大大高于成熟的市场经济国家。对此,我们更感兴趣的问题是:在中国经济高速发展的过程中,面临着巨大发展机会的中国企业,究竟偏好哪一类扩张方式,是喜好并购还是喜好自行投资?在中国企业投资中并购与自行投资是属于互补性手段还是替代性手段?是哪些因素决定了企业的投资方式的选择?对这些问题的回答,不仅有助于我们理解现实的经济运行状况,而且也可以极大地丰富产业组织理论、公司战略以及公司财务等领域共同涉及的企业投资行为理论的宝库。因此,第一章对我国企业究竟是采取并购还是自行投资方式进行扩张这一问题进行了实证分析。

^① 并购贷款或者说杠杆并购在我国一直是被禁止的。以《商业银行并购贷款风险管理指引》的出台为标志,中国银监会直至2008年12月9日才允许商业银行为企业提供并购贷款。在《指引》中指出,“允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务,以满足企业合理的并购融资需求”。

^② 转引自中国信息报 2007-6-27,作者:初晓。

现代企业的一个显著特征是所有权与经营权的两权分离,由此导致管理者往往对企业行为有着决定性的影响。管理者掌握着企业的资源,而所有者对管理者行为的约束可能是有限的,在我国,对于那些国有上市公司而言,可能更是如此。因此,从管理者行为角度出发研究企业扩张问题就显得尤为重要。在企业投资决策过程中,管理者有可能从其自身利益出发,选择有利于自己而并非有益于股东的投资项目,或发动可能有损于企业价值的并购活动(Jensen 和 Meckling, 1976)。Jensen(1986)进一步指出,当企业存在着大量的自由现金流(free cash flow)时,企业的经理人员会为了谋取私利而将这些自由现金投资于非盈利项目,从而导致企业过度投资行为的发生。长期以来,学者们对该领域一直保持着较强的研究兴趣,也产生了大量的研究成果。

但是,我们可以看出,该领域既有文献存在的一个主要问题是,它们忽略了管理者的异质性,而把管理者视为同质的。无疑,这与现实是不相符的。现实中的管理者由于性别、学习背景、年龄以及信仰等各方面的差异,他们的行为选择具有较大的差异性。与此同时,相关研究也已表明,管理者的背景特征对公司行为产生一定的影响,如公司高管团队的工作背景与公司的国际化战略存在相关性(Lee 和 Park, 2006);高管团队的年龄、任期以及教育与公司的创新活动存在着一定的联系(Camelo-Ordaz et al., 2005; Bantel 和 Jackson, 1989)。Dwyer、Richard 和 Chadwick(2003)还发现,管理层的性别与公司文化等具有一定的相关性。因此,研究管理者的过度投资行为时,如果没有考虑到管理者的相关背景特征,可能就会影响到研究结论的有效性。

依据“高层梯队理论”,第二章从管理者年龄、学历、任期、团队规模、性别、工作经历等方面,实证检验了管理者特征对企业过度投资的影响。首先,我们对我国上市公司的整个管理层的团队特征与企业过度投资之间的关系进行了实证分析。接着,我们单独对我国上市公司的主要负责人的背景特征与过度投资行为之间的关系进行了研究。在我国,上市公司的董事长更像发达国家的 CEO,因此,我们选择了公司董事长而不是总经理的背景特征进行研究。另外,中国资本市场还存在着两类性质截然不同的控股股东,在公司治理以及公司的许多行为方面,两类性质的上市公司表现出显著的差异性。因此,我们区分了上市公司的性质,对国有控股和非国有控股上市公司的管理者背景特征与中国上市公司过度投资之间的关系

进行了实证检验。

传统理论往往将管理者视为完全理性的“经济人”，认为管理者行为遵守期望效用最大化原则和贝叶斯学习法则，而现实情况是，人们在经济活动中总是或多或少地表现出有限理性的特征。行为金融学的蓬勃发展已经向人们展示了传统完全理性假设下所未能发现的一些经济规律。

大量的心理学研究结果表明，人们普遍存在着过度自信的心理特征（Weinstein, 1980; Alicke, 1985）。而这一现象也存在于管理学领域。许多研究发现，企业管理者的过度自信程度普遍要高于一般大众（Cooper et al., 1988; Landier et al., 2004）。但是，从已有的文献情况来看，在经理人的决策模型中，行为假定（behavioral assumptions）却往往被忽视（Barberis 和 Thaler, 2003）。

自 Roll (1986) 的开创性研究以来，学者们开始重视管理者过度自信在企业财务决策中的影响，如 Heaton (2002) 的管理者过度自信对企业过度投资和投资不足的影响；Gervais et al. (2003) 的管理者过度自信与资本预算的关系的研究；Malmendier 和 Tate (2003, 2005) 对管理者过度自信与企业并购等之间关系的研究，等等。研究发现，过度自信管理者往往高估收益，低估风险，其对企业的投资等决策存在着显著的影响。

企业管理者在过度自信心理的驱使下，将对企业的投资决策产生影响。这一点对我国企业来说可能具有更强的现实意义。众所周知，我国绝大多数上市公司是由国有企业改制而来的，这使得它们天生就具有中国特色的国有企业的一些烙印。例如，很多上市公司的高管还是以前国有企业的领导，他们曾经为企业的成长付出了艰苦的努力，为企业的发展壮大立下了汗马功劳。已有的研究表明，过去的成功会加强人们的过度自信心理。因此，在企业的逐步成长中，这些国企的高管容易产生过度自信的心理。同时，改革开放以来，尤其是近十多年来，我国民营企业迅速发展壮大。在民营企业高速成长发展过程中，管理者的过度自信心理也很容易形成。

因此，在我国企业尤其是上市公司大规模投资实现快速扩张目标过程中，值得我们思考的问题是，控制着公司资源的管理者的过度自信特征对企业投资有什么影响？企业所进行的投资决策的经济后果如何？哪些因素影响了企业投资的速度以及投资方式的选择？我国上市公司普遍效率不高，其中一些公司由于连续亏损被 ST、PT，陷入了财务困境，那么，过度

自信的管理者所实施的投资战略是否对企业绩效以及陷入财务困境产生了一定的影响?从已有的文献看,这些问题并没有引起学者们的足够关注,而对这些问题的回答无疑具有重要的理论意义和实践价值。因此,第三章以财务理论和企业理论为基础,从行为金融学视角,研究了管理者过度自信对企业投资规模以及方式的影响。进一步地,该章从绩效和财务风险两个方面,对过度自信管理者选择的投资战略的经济后果进行了拓展检验,以揭示管理者过度自信这一心理特征对公司所造成的危害。

企业既可以在本行业内通过并购或自行投资方式扩大企业规模,以实现规模经济效应;同时,也可以进行跨行业投资,实现范围经济,并分散公司的经营风险。企业专业化经营还是多元化运作为企业投资所导致的结果。因此,对多元化及其所导致的经济后果的研究,可以从另一个侧面揭示企业的投资行为和投资效率问题,为企业的投资行为所实现的效果提供佐证。

企业的多元化动机源于企业所面对的外部环境和内部环境(Hoskisson和Hitt,1990),这一点已为人们所接受。但是,从现实情况来看,目前并没有一个统一的理论框架对多元化的动机进行完全、深入的分析,不同领域的学者只是按照自己的研究设计,从自己所处的学科领域提出自己的观点或理论。例如,有的学者根据协同效应提出了效率假说,而有的学者则提出了多元化的市场势力(market power)假说,还有学者则提出了财务协同动机。但是,恰如Ramanujam和Varadarajan(1989)所说,学者们基于管理动机等提出了一些假说,而这些假说却可能忽视了其他一些更有说服力的动机。后来,学者们的兴趣逐步转移到多元化的经济后果的研究上,试图从多元化的经济后果来寻找企业的多元化动机。而这又产生了另外一个问题,即一定的经济后果可能是多种动机的结果,人们很难判断到底是哪种动机最终起了决定作用。因此,Hill和Hanson(1991)指出,如果不考虑到企业多元化经营的初始动机,多元化对企业绩效的影响便难以得到很好的理解。

多元化经营对企业价值的效应到底是负还是正,可能因国别和国家的发展阶段而异。就现阶段我国上市公司而言,研究表明,多元化经营对企业价值具有正效应,多元化经营可以提高企业的价值;企业的多元化对企业收益的波动具有负效应,即多元化降低了企业收益的波动程度(姜付秀、刘志彪、陆正飞,2006)。从我国上市公司的实际情况来看,尽管大部分上

市公司跨越不同的产业进行经营,但是,专业化经营的上市公司也占有很大的比例。通过考察在2000年底以前上市的全部非金融类上市公司,我们发现,2001—2004年,专业化经营的上市公司占全部上市公司的比例分别为35.93%、34.93%、31.59%和30.59%。由此引出一个话题:既然多元化经营可以减少公司收益的波动性,降低公司的经营风险,并对提高上市公司的价值具有促进作用,为什么我国还有这么大比例的上市公司没有选择这一经营模式?到底是什么决定了我国上市公司的多元化经营模式的选择?第四章就我国上市公司多元化经营的影响因素进行了实证分析,旨在对此提供一个可能的解释。

公司的多元化动因有多个方面。代理理论从管理者的私利的角度,探讨了经理人分散自身不可转移风险、追求高额薪酬等因素对公司多元化经营方式的可能影响,会通过追求多元化发展战略来降低企业总风险,从而提升他们个人的地位。Amihud和Lev(1981)指出,如果管理人员在企业中具有大量的不可交易的人力资本投资,那么他们可能会发现,通过集团企业多元化发展战略,来分散投资活动和降低破产概率,从而提升其工作安全系数和维持其在企业的特有人力资本投资是有利可图的。同时,国内外相关研究表明,企业管理人员报酬往往与企业规模而非企业绩效更相关(Roberts,1959;Cosh,1975;杜胜利、翟艳玲,2005)。代理理论看到了经理人对公司多元化战略决策的影响,但是,管理者除了追求私利等主观动机以外,其行为往往还受到其自身的一些特征的影响,如管理者过度自信这一心理特征。

企业管理者在过度自信心理的驱使下,可能会对企业的多元化战略产生重大影响。这一点对我国企业来说可能具有更强的现实意义。多元化可以分散企业的经营风险,同时,理论和实践已经证明,过度的多元化会破坏企业价值,增大企业的风险,甚至导致企业破产。这样的例子在我国可以举出很多,如三九药业等。而过度自信的管理者的一个显著特征是高估收益,低估风险。在中国经济高速增长为公司创造很好的外部发展机会的环境下,过度自信的管理者可能仅仅看到多元化所可能带来的好处,而忽略了其给公司带来的潜在危害。

从过度自信角度来研究我国上市公司的多元化问题,可能会为我们揭示出以往所未能注意到的现象。因此,管理者过度自信与多元化之间关系的研究就构成了本书第五章的内容。同时,在该部分,我们还将过度自信

的管理者所选择的多元化战略对企业风险的影响作为拓展性研究,以揭示管理者过度自信对公司的破坏作用。

公司的多元化经营具有经济后果。但是,学者们在多元化是否提升企业绩效、创造价值这一问题上却并没有形成统一的研究结论。从实证研究的情况来看,学者们更倾向于认为,多元化会破坏企业价值,其中的典型代表为 Lang 和 Stulz(1994)。

从我国上市公司的实际情况来看,有些上市公司是专业化经营的,但是,更多的上市公司的业务往往跨多个不相关的行业。以 2004 年我们所考察的在 2000 年底上市前的 899 家公司为例,70% 的公司是跨越 2 个以上的行业进行经营,全部样本公司所跨行业的平均值为 2.168。从这些公司的实际业绩情况来看,多元化经营的公司中不乏业绩佼佼者。

由此,值得我们深思的问题是:为什么西方企业界从 20 世纪 60 年代开始进行多元化,而到了 20 世纪 90 年代又否定这一做法?为什么在西方理论界普遍认为多元化将破坏企业价值,企业应专业化经营的今天,中国企业界又在热衷于此?是不是因为在多元化经营的企业特性以及企业所处的宏观经济环境和条件方面,中国与西方发达国家存在重大差异?目前,中国没有成形的企业理论去说明这个现象,学者们一般是搬用西方学术界的说法。理论与实践的巨大偏差激励我们对这一问题进行深入分析。第六章试图从对多元化经营的经济后果的分析入手,对我国上市公司多元化经营的原因提供一个间接的解释。

在企业理论中,马里斯(Marris,1963)模型最早对企业多元化与企业利润率之间的关系进行了研究。他认为,为了追求企业成长,企业必须以牺牲一部分利润率为代价。而企业多元化是企业成长的函数,因此,多元化与企业利润率之间存在着负相关关系。但是,需要引起我们注意的是,这一负相关关系是有一定的前提假设的;同时,马里斯本人也认为,只有在企业增长率达到一定的数值后,二者才变为负相关;而在非常低的增长率的情况下,增长率和利润率之间会呈现出正相关关系。从我国的实际情况来看,马里斯模型所揭示的增长和利润之间存在负相关关系的前提假设可能并不成立。因此,马里斯模型所揭示的增长(多元化)和利润之间存在负相关关系可能在我国不一定成立,多元化对企业价值的损害作用可能并没有真正体现出来。

正是基于以上认识,第六章首先从马里斯模型分析入手,通过分析指

出:马里斯模型所揭示的利润与增长率之间负相关关系的前提假设可能在我国并不成立,并以此作为实证分析的理论基础。我们以不同的衡量指标,对我国上市公司的多元化经营状况进行了详细的考察,在此基础上,深入地研究了我国上市公司的多元化经营与企业价值之间的关系,以及多元化经营是否分散了公司的经营风险,降低了公司收益的波动性。同时,我们还从公司的资本成本这一视角,对多元化的经济后果进行了拓展性检验。另外,根据马里斯增长理论,企业在一定阶段,企业成长可能带来利润率的提高,只有在企业增长率达到一定程度后,企业的高速成长才可能与利润率呈负相关关系,即马里斯模型暗含着在增长和利润率关系之间存在着一个拐点。我们对马里斯所讲的“拐点”是否在我国上市公司中已经出现进行了进一步的拓展研究。

三、主要研究发现及研究意义

本书围绕着企业扩张这一主题,以中国上市公司为例,就企业扩张的方式、扩张的影响因素、所导致的经济后果等问题,进行一定的实证研究。主要的研究发现和意义体现在以下几个方面:

(1) 我国上市公司主要以自行投资作为扩张方式;实际控制人类别、董事会活跃度、股权集中度、现金、企业规模和是否有集团形式的母公司等因素显著地影响了企业投资方式的选择;而实际控制人类别、董事会活跃度、成长性、现金、是否有集团形式的母公司、企业规模、无形资产规模等因素的差异造成了两种投资方式在规模上的差异;企业的两种投资方式之间存在着显著的互补关系。该研究不仅有助于我们理解现实的经济运行状况,有助于更好地了解现实中企业的投资行为及其影响因素,而且也可以极大地丰富行为金融理论、产业组织理论、公司战略以及公司财务等领域共同涉及的企业投资行为理论的宝库。

(2) 我国上市公司管理者的背景特征与上市公司的过度投资之间存在显著的相关性。具体而言,管理层的学历、管理层平均年龄与过度投资之间存在显著的相关性。董事长个人的背景特征对过度投资的影响主要表现在学历、年龄、教育专业背景、工作经历上。进一步区分企业性质后的研究发现,在国有控股企业和非国有控股企业中,管理者(包括管理层和董事长)的背景特征对企业过度投资的影响具有一定的差异性。该研究的启示意义在于,在研究公司投资等行为时,必须考虑到管理者的相关特征。