

程 立 / 著

GONGSI ZHILI DUOYUANHUA

YU QIYE JIXIAO

公司治理、多元化与企业绩效



復旦大學出版社

上海市教育高地建设项目资助

程 立 / 著

GONGSI ZHILI DUOYUANHUA

YU QIYE JIXIAO

公司治理、多元化与企业绩效

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理、多元化与企业绩效 / 程立著. —上海:复旦大学出版社, 2008. 1

ISBN 978-7-309-05809-3

I. 公… II. 程… III. 公司—企业管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 170450 号

公司治理、多元化与企业绩效

程 立 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 盛寿云

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	890×1240 1/32
印	张	7.875
字	数	201 千
版	次	2008 年 1 月第一版第一次印刷

书	号	ISBN 978-7-309-05809-3 / F·1320
定	价	18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

目 录

0 导论	1
0.1 研究背景与问题提出	1
0.1.1 研究背景	1
0.1.2 问题提出	3
0.2 研究范围与拟解决的关键问题	4
0.3 理论基础与研究方法	5
0.3.1 理论基础	5
0.3.2 研究方法	6
0.4 主要概念界定	7
0.4.1 多元化	7
0.4.2 公司治理	8
0.4.3 管理自由度	9
0.4.4 企业绩效	10
0.5 研究框架与内容安排	11
0.6 研究的创新点与局限性	13
0.7 注释	14
1 文献综述	17
1.1 企业多元化经营的动机和诱因	17
1.1.1 代理理论	17
1.1.2 资源基础理论	18
1.1.3 市场力量理论	18

1.2 多元化的影响因素	19
1.2.1 制度环境因素	19
1.2.2 公司治理因素	20
1.2.3 企业财务特征	21
1.3 公司治理与企业绩效	21
1.3.1 股权结构与企业绩效	22
1.3.2 资本结构与企业绩效	24
1.3.3 董事会特征与企业绩效	26
1.4 多元化与企业绩效	28
1.4.1 价值创造的正面效应	28
1.4.2 多元化价值创造的负面效应	30
1.4.3 相关实证研究的结果	31
1.4.4 多元化与企业绩效的因果关系	36
1.5 现有研究的不足	37
1.5.1 缺乏统一的分析框架	37
1.5.2 实证研究方面的缺陷	38
1.5.3 实施多元化战略后的管理整合研究	38
1.6 注释	38
 2 多元化与企业绩效的理论分析：源于公司治理的分析 框架	 50
2.1 对企业本质的再认识	50
2.1.1 新古典企业理论	50
2.1.2 新制度经济学的企业理论	51
2.1.3 马克思主义经济学的企业理论	53
2.1.4 管理学的企业能力理论	53
2.2 企业目标——公司治理与公司管理的最终归宿	55
2.2.1 公司治理与公司管理的区别与联系	55
2.2.2 战略管理——公司治理与公司管理的联结点	57

2.2.3 公司治理对战略管理的作用机制	57
2.3 专业化与多元化——公司层战略选择的核心	61
2.4 多元化战略实施过程中的内部管理整合	63
2.5 源于公司治理的分析框架	63
2.6 注释	67
3 研究假设	72
3.1 管理自由度、多元化与企业绩效	72
3.2 股权结构、多元化与企业绩效	73
3.2.1 股票流通性	73
3.2.2 国家股比例	74
3.2.3 股权集中度	74
3.2.4 管理者持股比例	75
3.3 债权治理、多元化与企业绩效	76
3.4 董事会特征、多元化与企业绩效	77
3.4.1 董事会规模	77
3.4.2 董事长和总经理两职分任	78
3.4.3 独立董事比例	79
3.5 区域分布、多元化与企业绩效	79
3.6 行业特征、多元化与企业绩效	81
3.7 公司财务特征、多元化与企业绩效	81
3.7.1 内部融资弹性	81
3.7.2 企业规模	82
3.8 多元化与企业绩效	83
3.8.1 多元化相关性与企业绩效	83
3.8.2 多元化公司主业与其他业务的盈利能力	84
3.9 多元化与公司绩效的因果关系	85
3.10 注释	85

4 实证研究设计	89
4.1 样本选择与数据来源	89
4.2 研究方法	90
4.2.1 回归分析法	90
4.2.2 非参数检验	90
4.2.3 结构方程模型	93
4.3 定义变量	94
4.3.1 多元化程度的测度	94
4.3.2 公司绩效的测度	98
4.3.3 公司治理变量	100
4.3.4 管理自由度的测度	101
4.3.5 内部融资弹性的测度	102
4.3.6 企业规模的测度	102
4.4 注释	102
5 实证结果及分析	106
5.1 股权结构、多元化与企业绩效实证结果	106
5.1.1 股票流通性	107
5.1.2 国家股比例	113
5.1.3 股权集中度	119
5.1.4 管理者持股	123
5.2 债权治理、多元化与企业绩效的实证结果	126
5.2.1 资产负债率与多元化的相关性	126
5.2.2 资产负债率与企业绩效的相关性	128
5.3 董事会特征、多元化与企业绩效的实证结果	128
5.3.1 董事会特征与多元化的相关性	128
5.3.2 董事会特征与企业绩效的相关性	128
5.4 区域分布、多元化与企业绩效的实证研究结果	135
5.4.1 区域分布与多元化的相关性	136

5.4.2 区域分布与企业绩效的相关性	137
5.5 行业特征、多元化与企业绩效的实证研究结果	138
5.5.1 行业分布与多元化的相关性	138
5.5.2 行业分布与企业绩效的相关性	142
5.6 公司财务特征、多元化与企业绩效的实证研究结果	148
5.6.1 公司财务特征与多元化的相关性	148
5.6.2 公司财务特征与企业绩效	148
5.7 多元化与企业绩效实证研究结果	150
5.7.1 单一业务与不同类型多元化公司的企业绩效	150
5.7.2 多元化水平与企业绩效的相关性	153
5.7.3 核心业务与其他业务绩效差异的检验结果	154
5.8 结构方程模型的检验结果	163
5.8.1 结构方程模型(基于财务绩效)的检验结果	163
5.8.2 结构方程模型(基于市场绩效)的检验结果	170
5.9 注释	176
6 研究的结论及局限性	179
6.1 研究的结论	179
6.2 研究的局限性及未竟领域	181
6.2.1 研究的局限性	181
6.2.2 未来研究的方向	181
参考文献	183
附录	199
附录 1 独立董事不同企业财务绩效两个独立样本非参数 检验(M-WU 检验)结果	199
附录 2 不同经济区域上市公司多元化水平两个独立样本 非参数检验(M-WU 检验)结果	210

附录 3	不同经济区域上市公司企业绩效两个独立样本 非参数检验(M-WU 检验)结果	215
附录 4	单一业务、相关多元化与无关多元化公司企业绩效 两个独立样本非参数检验(M-WU 检验)结果	223
附录 5	不同多元化相关程度的企业绩效两个独立样本 非参数检验(M-WU 检验)结果	226
后记		232

图目录

图 0-1	本书研究框架	12
图 1-1	董事会的特征	26
图 2-1	公司治理与公司管理的关联示意图	58
图 2-2	董事会的职责	59
图 2-3	公司战略的层次结构	62
图 2-4	公司治理、战略管理与企业绩效的一个综合模型	64
图 4-1	研究模型的 LISREL 路径图	94
图 5-1	流通股比例与多元化变量的相关关系图	110
图 5-2	流通股比例与企业绩效相关关系图	113
图 5-3	国家股比例与多元化变量的相关关系图	116
图 5-4	国家股比例与企业绩效相关关系图	119
图 5-5	第一大股东持股比例与企业绩效相关关系图	123
图 5-6	管理者持股比例与企业绩效相关关系图	126
图 5-7	独立董事人数与 ROE 和 ROA 平均秩次关系示意图	134
图 5-8	独立董事人数与企业财务绩效关系示意图	134
图 5-9	不同经济区域上市公司多元化水平平均秩次示意图	136
图 5-10	不同经济区域上市公司企业绩效平均秩次示意图	137
图 5-11	不同行业上市公司多元化水平平均秩次示意图	141
图 5-12	不同行业上市公司企业绩效平均秩次示意图	145

图 5-13	单一业务、相关多元化和无关多元化上市公司企业绩效平均秩次示意图	152
图 5-14	多元化相关程度不同的上市公司企业绩效平均秩次示意图	154
图 5-15	熵与企业市场绩效相关关系图	158
图 5-16	不同行业公司核心业务毛利率与熵的平均秩次示意图	161
图 5-17	不同行业多元化公司业务毛利率和熵的平均秩次示意图	162
图 5-18	LISREL 输出的模型路径图(财务绩效模型)	165
图 5-19	LISREL 输出的模型路径图(市场绩效模型)	172

表目录

表 0-1	美国大企业经营类型的变化	2
表 2-1	公司治理与公司管理的比较	55
表 4-1	企业绩效变量的定义	100
表 4-2	公司治理变量的定义	101
表 5-1	股权结构、多元化与企业绩效有关变量的描述性 统计值	106
表 5-2	流通股比例与多元化变量回归分析($N=879$)	108
表 5-3	流通股比例与企业绩效相关的回归分析($N=879$)	111
表 5-4	国家股比例与多元化变量回归分析($N=879$)	114
表 5-5	国家股比例与企业绩效相关的回归分析($N=879$)	117
表 5-6	第一大股东持股比例与多元化变量回归分析($N=879$) 、	120
表 5-7	第一大股东持股比例与企业绩效相关的回归分析 ($N=879$)	121
表 5-8	管理者持股比例与多元化变量回归分析($N=879$)	124
表 5-9	管理者持股比例与企业绩效相关的回归分析($N=879$)	125
表 5-10	资产负债率与多元化变量回归分析($N=879$)	127
表 5-11	资产负债率与企业绩效相关的回归分析($N=879$)	

		129
表 5-12	董事会特征与多元化相关性的多元回归分析 ($N=879$)	131
表 5-13	按董事会特征分类对各子样本多元化水平的非参数 检验($K-W, N=879$)	132
表 5-14	董事会特征与企业绩效相关性的多元回归分析 ($N=879$)	133
表 5-15	按董事会特征分类对各子样本绩效的非参数检验 ($K-W, N=879$)	134
表 5-16	上市公司区域分布的描述性统计	135
表 5-17	不同经济区域子样本多元化水平的非参数检验 ($K-W, N=879$)	136
表 5-18	不同经济区域子样本企业绩效的非参数检验 ($K-W, N=879$)	137
表 5-19	上市公司行业分布、多元化和企业绩效的描述性 统计	139
表 5-20	不同行业子样本多元化水平的非参数检验($K-W$, $N=879$)	141
表 5-21	各行业(非综合类)子样本多元化水平的非参数检验 ($K-W, N=816$)	142
表 5-22	多元化水平以行业为虚拟变量的线性回归结果	143
表 5-23	不同行业子样本企业绩效的非参数检验($K-W$, $N=879$)	145
表 5-24	企业绩效以行业为虚拟变量的线性回归结果	146
表 5-25	公司财务特征与多元化水平相关性的回归结果 ($N=879$)	149
表 5-26	公司财务特征与企业绩效相关性的回归结果 ($N=879$)	150
表 5-27	单一业务公司与多部门公司企业绩效的非参数检验	

	(M - WU, $N=879$)	151
表 5-28	单一业务与不同种类多元化子样本企业绩效的 非参数检验(K - W, $N=879$)	152
表 5-29	不同多元化相关程度子样本的企业绩效的非参数 检验(K - W, $N=879$)	153
表 5-30	企业绩效以 HI 为变量的回归结果($N=879$)	155
表 5-31	企业绩效以熵为变量的回归结果($N=879$)	156
表 5-32	核心业务与其他业务毛利率配对非参数检验 (Wilcoxon 符号秩检验)结果	159
表 5-33	不同相关性公司的核心业务与其他业务毛利率的 非参数检验(M - WU)	160
表 5-34	不同行业子样本核心业务毛利率的非参数检验 (K - W, $N=879$)	161
表 5-35	不同行业多元化经营子样本的业务毛利率与熵的 非参数检验(K - W, $N=647$)	162
表 5-36	观测变量均值、标准差和相关系数(财务绩效模型)	164
表 5-37	模型的拟合优度检验(财务绩效, $N=879$)	165
表 5-38	结构模型中因子载荷系数(财务绩效)	166
表 5-39	结构参数估计与显著性检验(财务绩效)	167
表 5-40	模型中各变量对其他变量的影响	167
表 5-41	观测变量均值、标准差和相关系数(市场绩效模型)	171
表 5-42	模型的拟合优度检验($N=879$)	172
表 5-43	结构模型中因子载荷系数(市场绩效)	172
表 5-44	结构参数估计与显著性检验(市场绩效)	173
表 5-45	模型中各变量对其他变量的影响(市场绩效)	174

实证假设汇总

H1: 管理自由度与企业多元化程度正相关	72
H2: 管理自由度与公司绩效负相关	72
H3: 流通股比例与公司多元化程度“ Ω ”型相关	73
H4: 流通股比例与公司财务绩效“ Ω ”型相关	73
H5: 流通股比例与公司市场绩效正相关	73
H6: 国家股比例与多元化水平“ Ω ”型相关	74
H7: 国家股比例与公司财务绩效“U”相关	74
H8: 国家股比例与公司市场绩效负相关	74
H9: 第一大股东持股比例越高,管理者的管理自由度越低, 企业多元化程度越低	75
H10: 第一大股东持股比例与公司财务绩效“ Ω ”型相关	75
H11: 第一大股东持股比例与公司市场绩效负相关	75
H12: 多元化程度与管理者持股比例不相关	76
H13: 管理者持股比例与公司的财务绩效和市场绩效无关	76
H14: 资产负债率与管理自由度正相关,进而与多元化程度 正相关	77
H15: 资产负债率与企业财务绩效“U”型相关	77
H16: 资产负债率与企业市场绩效负相关	77
H17: 董事会规模与企业的多元化水平无关	78
H18: 董事会规模与企业绩效无关	78
H19: 两职合一状态与企业的多元化水平无关	79
H20: 两职合一状态与企业绩效无关	79

H21: 独立董事规模与企业的多元化水平无关	79
H22: 独立董事规模与企业绩效无关	79
H23: 区域分布影响企业的多元化水平	80
H24: 区域分布影响企业绩效	80
H25: 行业特征影响企业的多元化水平	81
H26: 行业特征影响企业的绩效	81
H27: 内部融资弹性与企业多元化负相关	82
H28: 内部融资弹性与公司绩效负相关	82
H29: 企业规模与多元化程度负相关	83
H30: 企业规模与公司绩效正相关	83
H31: 单一业务部门公司的绩效好于多部门公司的绩效	84
H32: 相关多元化的绩效好于非相关多元化的绩效	84
H33: 多元化水平与企业绩效负相关	84
H34: 总体上,主业的毛利率与其他业务的毛利率无显著差异	85
H35: 公司绩效对多元化水平产生正影响	85

0 导 论

0.1 研究背景与问题提出

0.1.1 研究背景

选择与企业核心能力相适应的成长模式是企业生存和发展的关键。多元化经营作为企业扩张的一种重要形式从 20 世纪 50 年代起风靡全世界,一度几乎成为了公司成功的标准,而到了 20 世纪 70 年代末特别是 80 年代中期,公司经营则出现“归核化”的趋势。其间有通用电器等成功的案例^[1],而更多企业在实施多元化战略尤其是不相关多元化战略时因资源配置过于分散、运作费用过大、产业选择误导、人才难以支撑、时机选择难以把握等弊端而陷入了“多元化陷阱”^[2]。多元化经营的是与非成为理论和实证研究的焦点问题之一,产业组织学、公司战略管理、财务管理等领域的学者试图从多角度探寻其究竟是创造价值还是给公司价值带来损害。

沿着企业多元化经营的发展轨迹,我们不难在西方国家发生的五次兼并浪潮中发现多元化与专业化此消彼长的踪影。以美国为代表,第一次兼并浪潮发生在 1898—1903 年间,以美国钢铁公司为代表的大企业为追求规模效益以适应过度竞争产品的价格和成本战进行规模重组,生产同类产品企业之间发生的横向兼并,从事专业化经营成为第一次兼并浪潮的主要形式。第二次兼并浪潮