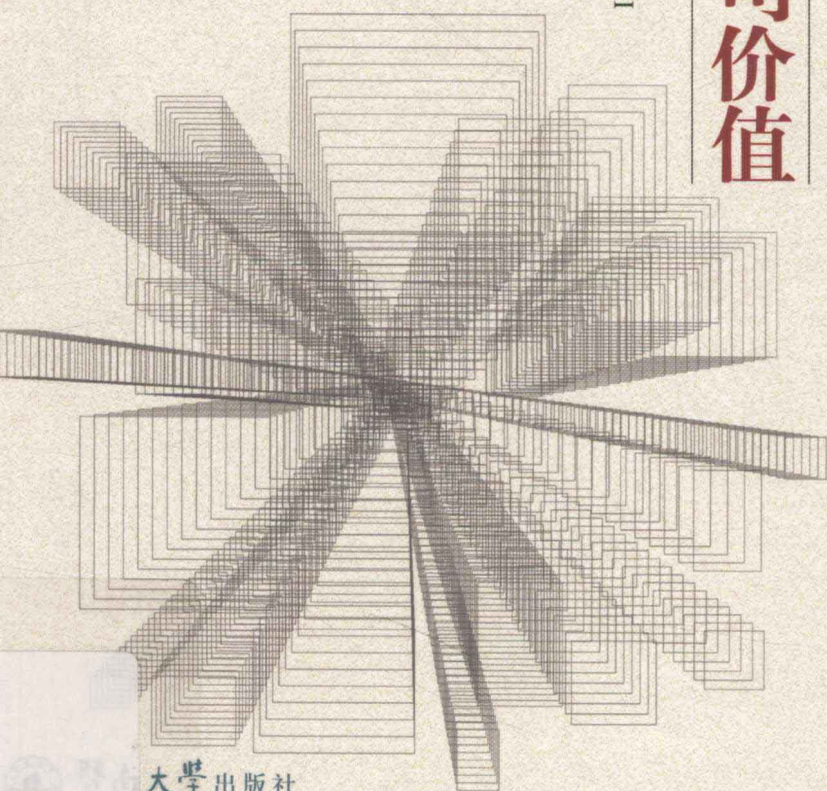


控股股东控制

多元化经营与公司价值

KONGGU GUdong KONGZHI
DUOYUANHUA JINGYING YU GONGSI JIAZHI

袁玲◎著



大学出版社
UNIVERSITY PRESS

控股股东控制

多元化经营与公司价值

KONGGU GUIDONG KONGZHI
DUOYUANHUA JINGYING YU GONGSI JIAZHI

袁玲◎著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

控股股东控制、多元化经营与公司价值/袁玲著. —广州:暨南大学出版社, 2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5668 - 0754 - 0

I. ①控… II. ①袁… III. ①上市公司—股权结构—研究
IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 213639 号

出版发行: 暨南大学出版社

地址: 中国广州暨南大学

电话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮编: 510630

网址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心

印刷: 佛山市浩文彩色印刷有限公司

开本: 890mm × 1240mm 1/32

印张: 7.75

字数: 210 千

版次: 2013 年 11 月第 1 版

印次: 2013 年 11 月第 1 次

定价: 25.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

目 录

1	绪 论	(1)
1.1	研究背景及问题的提出	(1)
1.2	研究意义	(5)
1.3	相关概念的界定	(6)
1.4	研究目的与研究方法	(11)
1.5	研究内容及框架结构	(12)
1.6	研究贡献	(15)
2	文献综述	(16)
2.1	公司多元化经营动因的理论和经验证据	(17)
2.2	多元化经营与公司价值的研究	(36)
2.3	尚待研究的问题	(52)
3	控股股东控制与公司多元化经营的理论分析	(54)
3.1	控股股东、控制权以及控制权私人收益	(55)
3.2	集中所有权结构的产生	(58)
3.3	金字塔控股结构的形成原因	(65)
3.4	金字塔控股结构的代理成本	(68)



3.5	控制权私人收益的攫取与公司多元化经营	(72)
4	控股股东控制与公司多元化经营的特征描述	(75)
4.1	变量说明及选取	(76)
4.2	控股股东的现金流权与控制权特征	(82)
4.3	多元化经营的统计特征	(87)
4.4	控股股东的股权特征与多元化经营	(92)
4.5	多元化经营与公司价值的一般性检验	(95)
5	控股股东的两权分离、多元化经营与公司价值	(105)
5.1	问题的提出	(106)
5.2	理论分析与假设	(108)
5.3	研究设计	(116)
5.4	检验结果与分析	(118)
5.5	研究结论	(135)
6	控股股东的政府控制性质、多元化经营与公司价值 ...	(137)
6.1	问题的提出	(138)
6.2	文献回顾	(139)
6.3	理论分析和研究假设	(141)
6.4	研究设计	(151)
6.5	检验结果与分析	(154)
6.6	稳健性检验	(164)
6.7	研究结论	(164)
7	控股股东的攫取行为、多元化经营与公司价值	(166)
7.1	问题的提出	(167)
7.2	理论分析与研究假设	(170)
7.3	研究设计	(177)



7.4	实证检验结果与分析	(180)
7.5	研究结论	(192)
8	控股股东特征、多元化经营与融资约束	(194)
8.1	文献回顾与研究假说的提出	(196)
8.2	研究设计	(201)
8.3	实证检验结果与分析	(202)
8.4	研究结论	(218)
9	研究结论与启示	(220)
9.1	研究结论	(220)
9.2	研究启示	(223)
9.3	研究的局限性及未来方向	(226)
	参考文献	(229)
	后 记	(243)

1 绪 论

本章作为全书的导论，主要是在对研究背景进行分析和阐述的基础上，提出本书的研究内容，界定研究的相关概念，指出所运用的研究方法，并对研究的整体内容和框架作概要性的介绍。

1.1 研究背景及问题的提出

有关多元化经营与公司价值的关系一直是学术界争议不休的话题之一，学者们从不同的学科视角对多元化经营的成本与收益进行了广泛的探讨。基于产业组织和管理学的观点，学者们认为多元化经营能够产生市场势力，具有规模经济与范围经济的效应，能够产生协同作用的优势（Edwards, 1955；Teece, 1980；Lewellen, 1971）；基于交易成本理论的内部资本市场观，学者们认为专业化公司只能依靠外部资本市场配置资源，而多元化经营公司可以通过内部资本市

场将资金由公司总部分配到各经营单元,复制外部资本市场的资源配置功能,促使资源向效益较高的经营单元转移,产生了“聪明钱效应”(Williamson, 1975; Gernter et al., 1994; Stein, 1997)。上述研究从外部市场环境和企业内部资源特质强调了多元化经营的优势,认为多元化经营有助于公司价值的提升。同时,一些学者转向公司内部行为人的研究,从代理视角分析了多元化经营的动机。基于股权高度分散导致的公司控制权集中在经理手中的命题(Berle and Means, 1932),学者们认为公司多元化经营隐藏着经理阶层的私人利益,因为公司多元化经营往往是经理实施过度投资、建立商业帝国、扩大在职消费的形式和途径(Shleifer et al., 1989);亦有学者认为多元化经营公司内部各经营单元之间存在的跨部门交叉补贴的现象及各经营单元的经理有意识的寻租活动造成多元化经营公司内部资本市场的无效率(Rajan et al., 2000),代理成本的存在使得多元化经营对公司价值具有毁损效应。以美国等市场经济发达国家为研究背景,多元化经营是增加还是减少公司价值的研究结论尚未达成一致。一方面,转型经济国家缺乏可信度高的法律体系和有效运行的要素市场,增加了企业的交易成本,而多元化经营所形成的内部市场有助于企业通过替代和模仿外部市场的功能来促进交易和提升价值(Khanna et al., 1997, 2000);另一方面,转型经济国家资本市场不发达且投资者法律保护水平低下的制度背景又使得控股股东或管理者更容易为攫取私利而进行多元化经营(Lins et al., 2002),多元化经营未必能够克服外部市场的低效率,反而有可能产生代理问题,导致代理成本上升,从而抵消不发达市场条件下的多元化经营优势。所以,无论是成熟市场国家还是转型经济国家,多元化经营对公司价值均具有正面影响和负面影响。就我国上市公司而言,宏观层面上,我国资本市场正处于转轨阶段,政府控制、干预严重且不发达的要素市场以及不完善的制度环境都有可能促使公司进行多元化经营,形成内部市场,以弥补外部



市场的缺陷,对公司价值产生有利影响;而微观层面上,公司治理机制的不完善及转轨时期的投资者法律保护制度薄弱,也有可能导致控股股东和管理层为追逐私利而进行过度多元化经营的行为,从而造成公司在配置和使用资源上的低效率。因此,我国上市公司多元化经营对公司价值的影响仍然有很大的研究空间。

借鉴西方的多元化经营理论,我国学者就“多元化经营和公司绩效之间的关系”进行了直接的实证检验(尹义省,1999;朱江,1999;马洪伟、蓝海林,2000;张卫国等,2000),分别得到了多元化经营有利于公司价值的提高(苏冬蔚,2005;姜付秀,2006)、多元化经营会毁损公司价值(刘锦、陈志辉,2004;张翼、刘巍和龚六堂,2005;林晓辉、吴世农,2008)等不同的结论。在此基础上,有学者注意到了外部行业因素、公司内部治理机制因素等调节变量对多元化经营与公司价值关系的影响。黄山等(2007)发现我国企业集团多元化经营与绩效的关系受行业因素的影响,认为多元化经营对新兴产业机会的敏感性越强,绩效越好。薛有志、李国栋和周杰等(2008,2009,2010)发现多元化经营与公司价值的关系受企业内部治理机制有效性的影响,具有较强监督与抑制作用特征的董事会结构能够抑制“管理机会主义”(2008),提高高管团队整体的股权激励强度及扩大 CEO 薪酬差距,以促使经理层与股东目标函数一致(2009),基于“管家理论”而不是恶性的“内部控制人”来看待以执行董事为首的经理层、给予其适当的激励(2010)等措施均能降低经理人的代理成本,从而提升多元化经营公司的价值。汪波和李国栋等(2012)还发现转型经济时期,我国金融体制环境的特殊性使得公司董事会的金融关联特性具有对多元化经营与公司价值的促进作用。

Shleifer 和 Vishny (1997)发现了世界范围内的公司股权结构是相对集中的,La Porta 等(1999)则进一步发现多数上市公司存在持股相对集中的终极控制人,他们基于终极产权角度研究控



股股东行为的方法为分析上市公司的财务决策提供了新的视角。终极控制人拥有高度集中的控制权的同时,通过构建金字塔控股结构来控制上市公司以及政府终极控制人的主导控制是目前我国资本市场和上市公司的典型特征,掌握控制权的控股股东与外部中小股东之间的利益冲突是我国公司治理的主要矛盾,由此而形成的代理成本对多元化经营与公司价值的关系必将产生影响。而结合上述制度背景,对控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的内在原因进行深入探究的相关文献较少,已有的与控股股东相关的多元化经营研究,大多是从控股股东的某一特征去考察其对多元化经营与公司价值的影响,未能在一个完整的分析框架内来考察这一问题(张翼等,2005;韩忠雪等,2007;陈信元等,2007;柳建华,2009)^①。因此,本书首先对控股股东控制对公司多元化经营的影响进行理论分析,以分析是否存在控股股东为获取私利而进行多元化经营的动机,进而在一个较为完整的分析框架内探讨控股股东对多元化经营与公司价值的影响。具体而言,从控股股东的股权结构特征对多元化经营与公司价值的影响及控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的具体途径这两个层面展开研究,即从控股股东的控制权与现金流权的分离、控股股东的政府控制性质来研究控股股东的股权结构特征对多元化经营与公司价值的影响,并从控股股东的实际攫取私利行为、控股股东对多元化经营缓解融资约束作用的影响来探究控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的具体途径。

^① 张翼等(2005)、柳建华(2009)发现多元化经营与公司价值的关系因控股股东产权性质的不同而呈现出差异;韩忠雪等(2007)从控股股东的超额控制探讨了控股股东的攫取行为对多元化折价的影响;陈信元等(2007)发现受政府直接控股的上市公司由于受到较高级别的政府干预,因而存在着更为严重的多元化折价问题。



1.2 研究意义

本书的研究意义如下：

第一，本书的研究为我国乃至转型经济国家的公司多元化经营提供了理论借鉴。相较于以市场经济发达国家为研究背景的大量文献，转型经济国家的多元化经营研究文献较少。考虑在转型经济时期内，我国存在公司内、外部监控机制不健全和市场体系发育不成熟的特点，本书从控股股东代理的角度，对控股股东对多元化经营与公司价值的影响进行了较为全面的分析，这既可以为我国多元化经营公司的发展提供现实的理论指导，也可以为转型经济国家公司多元化经营的发展提供理论借鉴。

第二，本书的研究丰富了公司多元化经营经济后果的相关文献。大量的文献研究了多元化经营对公司价值的影响，并从委托代理理论、交易成本理论等角度对其进行了解释，本书则基于我国薄弱的投资者法律保护环境下控股股东控制隐含的代理成本问题的现实背景，探讨了控股股东对多元化经营与公司价值的影响，对转型时期多元化经营经济后果的现有文献予以了一定程度的补充，也为控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生的影响提供了新的证据。

第三，本书的研究丰富和延伸了控股股东代理成本的相关文献。国内外学者对控股股东代理成本的存在及其对财务行为的影响进行了大量的研究，本书则是从实证研究的角度检验了控股股东的股权结构特征、控股股东的实际攫取私利行为对多元化公司价值的影响及控股股东因转移、占用公司资金而弱化了多元化经营缓解融资约束的作用，为控股股东代理成本的存在及其存在的后果提供了来自多元化经营行为的经验证据，丰富和延伸了控股股东代理成本的相关研究。



1.3 相关概念的界定

1.3.1 多元化经营

对于多元化经营是指企业产品种类的多样性还是产品市场的异质性，抑或是两者的结合，学者们有不同的界定。Ansoff (1957) 将产品和市场结合起来定义了多元化战略，他认为多元化战略是用新产品去开发新市场，而用原有产品开发新的市场属于市场开发战略，在原有市场投入新开发的产品则属于产品开发战略。Penrose (1959) 认为多元化经营包括最终产品的增加、纵向一体化经营程度的增加及生产经营领域的增加，她尤其强调了生产经营领域的增加对度量多元化经营的重要性。Gort (1962) 认为多元化经营是企业产品的市场异质性的增加，他强调的市场异质性不同于同一产品的细微差别化，即多元化经营不是产品的细分化。Rumelt (1974) 根据经营活动的相关性把公司分为单一业务、主导业务、相关业务、不相关业务四类，其中后两种属于多元化经营的范畴，分别指来自主导行业的收入占总收入的比例低于70%，但同时与其他的业务或活动相关或不相关。Ramanujam 和 Varadarajan (1989) 则进一步地区分了多元化状态和多元化行为。他们认为，多元化状态是指多元化经营公司同时在不同行业经营的程度，多元化行为是指企业通过内部专业发展或外部收购而进入新的经营领域。

我国学者康荣平 (1999) 认为，理解多元化含义的关键是对相关的产业和市场定义的界定，他将多元化战略定义为：“企业不仅在多个行业内从事生产经营活动，而且向不同的市场提供多



种不同的产品。”^①尹义省（1999）从静态和动态两个方面定义了多元化经营，前者指一种企业经营业务分布于多个产业的状态，强调的是一种经营方式；后者指一种进入新的产业的行为，即成长行为。

综上，对多元化经营有产品异质性抑或市场异质性之争及静态和动态的划分，多数学者给出的界定依据是行业经营领域的差异性。根据研究内容，我们从静态的角度、行业经营领域的差异性来定义多元化经营（尹义省，1999）。具体包含两层含义：一是考察企业是否跨行业经营，如果是，则认定其为多元化经营；二是跨行业经营的程度，即多元化经营程度。具体操作上是依据证监会2001年颁布的《上市公司行业分类指引》为依据，按大类即单字母加两位数字对公司涉足的行业进行编码整理，如果确定公司在两个及两个以上的大类行业中进行经营，则被认定为从事多元化经营；进一步地，通过计算公司经营所涉及的行业数及赫芬达尔-赫希曼指数（简称赫芬达尔指数）与熵指数（下文会详细介绍其计算方法）来确定公司的多元化经营程度。

1.3.2 控股股东的相关概念

在众多文献中，大股东、控股股东、实际控制人、终极控制人、终极控股股东等相关概念交替出现。在此，本书先对书中所采用的概念进行说明。

1. 大股东与控股股东

大股东是针对中小股东而言的，有绝对控股股东和相对控股股东之分。绝对控股股东是指在公司中拥有50%以上的有表决权股份的股东，对公司拥有绝对控制权；相对控股股东是指在公司中拥有不足50%的股份，但对公司经营及高管任免等事务仍具有

^① 李鹏鸽，基于企业能力理论的多元化战略选择，北京工业大学硕士学位论文，2006。

决定权的股东，包括股权分散情况下的不足 50% 股份的第一大股东及接受其他股东委托从而拥有最高投票权的股东等。总之，实质意义上的大股东更加强调其对公司的控制权，而不是控股比例。

根据《公司法》的相关规定，控股股东是指其出资额（或持有股份）占有限责任公司资本总额（或股份有限公司股本总额）50% 以上的股东，以及出资额或持有股份的比例虽不足 50%，但其享有的表决权足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。

从上述定义可以看出，大股东与控股股东没有本质的区别，均视其是否对公司构成控制来进行界定。在我国，根据《公司法》规定的“一股一票”原则和“简单多数”原则，第一大股东（或者控股股东）依据其享有的表决权，对股东大会的决议事项和对董事的选举产生都具有绝对的发言权，因而形成对公司的绝对控制权。大股东行使绝对的控制权对中小股东来说并非毫无益处，在大股东积极行使控制权得到控制权共享收益的同时（即按其股份应分享的公司收益部分），中小股东可享受用相对较低的监督成本获取公司收益的“搭便车”好处。但是，基于经济人的理性，大股东往往凭借其对公司的垄断控制权作出对自己有利而有害于中小股东利益的行为，股权集中的公司往往会出现所谓的大股东控制问题。

2. 控股股东与实际控制人

如果仅追溯到上市公司的第一大股东来讨论大股东控制或者说是控股股东问题，还不足以说明问题，因为这种股权结构的划分并不能区分现金流所有权和控制权的差异。而实际上，在我国上市公司中，控制人通过构建金字塔控股结构、交叉持股等方式，以较少的现金流投入获得了较多的控制权，导致了其现金流所有权和控制权发生分离。这种情况下，控股股东的剩余索取权与剩余控制权发生了分离：一方面，控股股东凭借较多的控制权



获得了对股东大会拟决议事项及对选举产生董事的控制，从而使得“一股一票”的投票原则发生偏离；另一方面，在金字塔控股结构或交叉持股方式下，控制人的利益是由其现金流权来体现，而不是由第一大股东的直接持股比例来反映的。所以，我们需要追溯到上市公司的实际控制人。

根据《公司法》的相关规定，实际控制人是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。简而言之，实际控制人就是实际控制上市公司的自然人、法人或其他组织。

下面以上市公司浙江广厦（600052）为例来说明控股股东与实际控制人的关系。该公司 2008 年披露的股东控股关系链公告图见图 1-1：

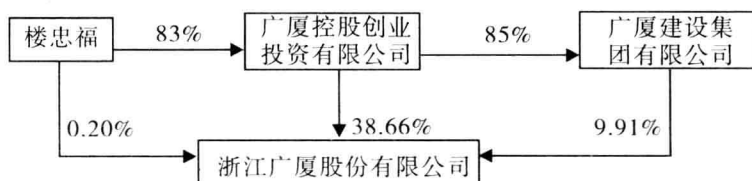


图 1-1 浙江广厦与控股股东及实际控制人之间的控股关系

从以上数据可知，公司控股股东为广厦控股创业投资有限公司，但实际控制人是自然人楼忠福，楼忠福通过三条控制链达到了控制上市公司浙江广厦的目的，其中广厦控股创业与广厦建设集团之间是一致行动人，广厦控股创业是广厦建设集团的大股东，他们又都归楼忠福控制。

3. 实际控制人与终极控制人

有关终极控制人的概念最早出现在 La Porta 等（1999）的一篇研究全球的所有权结构问题的经典文献中。为验证 Berle 和 Means（1932）所描述的以美国上市公司为样本的分散的股权结构是否在世界范围内具有普遍性，La Porta 等（1999）通过追溯



控股股东的最终控制人，判断其对该公司持有的直接和间接投票权的总和是否超过事先设定的阈值，并以公司终极控制人的控制权比例是否达到 10% 或 20% 两个不同的临界值作为判断标准。经研究，他们发现大多数公司拥有集中型的股权结构。在追溯终极控制人时，他们遵循“最大股东的最大股东”原则，要求这些终极控制人在每条控制链的每一层级都必须掌握超过 5% 的股权。

可见，虽然 La Port 等（1999）提出的终极控制人的判断标准比较严苛，但是与实际控制人的判断标准并没有本质的区别。具体到中国的实际国情，由于必须辨析上市公司终极控制人的所有权性质，因此，产生了实际控制人和终极控制人的区别。按照对证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》的有关内容的理解，实际控制人是指自然人、国资管理部门，而终极控制人的性质则追溯到了国有和非国有的层面，如国资委、国资局、国有投资公司都可以成为上市公司的实际控制人，但他们的终极控制人都是政府。根据本书的研究内容，本书采纳“终极控制人”这一概念，后文如无特别说明，书中的控股股东均指终极控制人。在区分出国有、非国有终极控制人的基础上，对国有公司再按照所有权的实际行使主体（即实际控制人）分为政府机构（如国资委、国有投资公司、财政局）和国有企业实体（如央企和地方国企）两类，以分析控制权行使主体的不同会导致国有上市公司多元化经营对公司价值的影响差异。



1.4 研究目的与研究方法

1.4.1 研究目的

基于我国薄弱的投资者法律保护环境下控股股东控制隐含的代理成本问题的现实背景,本书旨在对控股股东控制对公司多元化经营的影响进行理论推导的基础上,探讨控股股东对多元化经营与公司价值关系的影响。具体而言,从控股股东的股权结构特征对多元化经营与公司价值的影响及控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的具体途径这两个层面,就控股股东的控制权与现金流权的分离、控股股东的政府控制性质、控股股东的实际攫取私利行为、控股股东对多元化经营缓解融资约束作用的影响等方面展开研究,以期为我国上市公司是否存在控股股东为获取私利而进行多元化经营的动机提供证据,进一步剖析控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的内在机理,从理论上丰富有关多元化经营与公司价值关系的相关研究。

1.4.2 研究方法

本书采用了规范分析和实证研究相结合的研究方法,并以实证研究方法为主。首先,采用规范分析的方法对交易成本理论、委托代理理论、制度基础理论的相关文献进行了分析,并运用委托代理理论、产权理论对控股股东的股权结构特征对多元化经营与公司价值的影响进行了阐述;其次,对控股股东攫取私利的行为对多元化经营与公司价值的影响及控股股东控制下的多元化经营对公司价值产生影响的间接途径进行了理论分析,但理论分析是否合理有待现实经验数据的进一步验证。基于上市公司 2003