

doi:10.11835/j.issn.1008-5831.2015.04.011

欢迎按以下格式引用:王晓亮,田昆儒.定向增发、股权结构与投资多元化研究[J].重庆大学学报:社会科学版;2015(4):86-92.

Citation Format: WANG Xiaoliang, TIAN Kunru. Study of private placement, ownership structure and corporate diversification [J]. Journal of Chongqing University: Social Science Edition, 2015(4):86-92.

# 定向增发、股权结构与投资多元化研究

王晓亮<sup>1</sup>, 田昆儒<sup>2</sup>

(1. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006; 2. 天津财经大学 商学院, 天津 300222)

**摘要:**文章基于投资行为视角,以2007年定向增发公司为研究对象,对2008-2012年定向增发与非定向增发股权结构与投资多元化关系进行对比分析,研究发现,非定向增发公司股权结构与投资多元化不存在显著关系;与定向增发公司相比,定向增发两权分离度与上市公司投资多元化水平负相关;定向增发两权分离度与上市公司投资多元化呈“U”型曲线关系;定向增发机构投资者持股与投资多元化水平成正相关关系;定向增发公司股权制衡度与投资多元化水平呈负相关。这一发现,不仅有利于上市公司完善股权结构,提高公司竞争力,而且为监管部门对大股东行为加强监管提供一定的参考价值。

**关键词:**定向增发;非定向增发;股权结构;投资多元化

**中图分类号:**F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2015)04-0086-07

定向增发新股已经占据了我国上市公司股权再融资的80%以上。定向增发作为一种融资方式,必然与上市公司投资紧密相连,研究定向增发投资多元化问题,尤其从股权结构角度对投资多元化进行分析,在股权结构与投资多元化之间建立更加紧密的联系,对于优化股权结构,提高上市公司竞争力,促进上市公司业绩提高,具有重要意义。投资多元化是重要的投资决策方式之一,国际上对投资多元化提出了各种理论,譬如市场势力理论、规模经济和范围经济理论、协同理论和代理理论等。中国从20世纪90年代开始,上市公司实行投资多元化经营战略趋势明显加剧,学者们关于投资多元化的文献才逐渐增多,中国对投资多元化的研究起步较晚,研究相对滞后,许多相关理论都是参考与借鉴国外理论然后再与中国实际情况相结合而得出的。

本文在文献上作了以下贡献:第一,对公司治理与投资多元化的关系,学者们就中国整个市场进行研究,譬如刘芍佳等<sup>[1]</sup>、王化成<sup>[2]</sup>等,没有得出一致结论。本文就定向增发公司进行研究,完善了定向增发研究文献。第二,学者们对股权结构与投资多元化关系进行研究,分析了上市公司股权集中度与投资多元化关系,然而在股权高度集中情况下,上市公司大股东常采取两权分离股权结构形式,从两权分离角度考察大股东行为,可以更全面、更详细了解股权结构对投资多元化的影响。第三,学术界对定向增发问题研究主要集中在定价问题、利益输送与利益支持问题、经济后果问题和公司治理问题,没有学者对投资决策问题进行分析,本文完善了定向增发投资多元化方面的研究文献。

## 一、研究综述与假设提出

本文从两权分离度、机构投资者持股、股权制衡度三方面研究股权结构。股权结构对投资多元化影响

修回日期:2015-03-22

基金项目:教育部人文社会科学研究一般项目“投资者情绪、盈余管理与定向增发效应研究”(12YJA630179)

作者简介:王晓亮(1973-),男,山西太原人,山西财经大学会计学院教师,博士,主要从事公司治理与资本市场研究;田昆儒(1966-),男,天津人,天津财经大学商学院教授,博士研究生导师,主要从事公司治理与产权会计研究。

文献述评如下。

### (一) 两权分离度(SEPAR)与投资多元化

英美国家股权结构与中国存在很大差异,英美国家分散股权结构下主要是管理者与股东之间的代理问题。中国集中股权结构下主要是大小股东之间的代理问题。大股东为了避免利益输送行为暴露,通常构造内部资本市场进行多元化投资,侵占上市公司自由现金流<sup>[3-4]</sup>。Clacssens等分析了东亚8个经济体1301家上市公司,认为控股股东与中小股东存在严重代理问题,控股股东与小股东之间的矛盾冲突取决于控制权与现金流权的分离程度,分离程度越大,公司业绩下降越明显<sup>[5]</sup>。

以上学者都是基于整个市场进行研究,定向增发集中股权结构时,两权分离度提高,是大股东进行利益输送的根本原因。大股东对中小股东侵占方式不同,会对投资多元化产生不同影响,对于定向增发研究,普遍认为上市公司在定向增发之后股权更加集中,集中的股权结构下,大股东通过盈余管理、减持股票、通过关联方交易进行利益输送<sup>[6-8]</sup>。可以推断,定向增发大股东通过投资多元化或其他方式进行利益输送,取决于两种利益输送方式所获私人利益大小,如果前者小于后者,说明通过其他方式进行利益输送能获得更多私人利益,他们将阻碍企业投资多元化水平的提高,所以,定向增发公司可能减少投资多元化水平。

还有学者认为两权分离度对投资多元化影响具有正反两方面效应。Shleifer和Vishny认为两权分离程度越高,大股东支付少量现金流就可以达到对上市公司控制,此时大股东承担的风险会随着两权分离程度加大而降低。因此,大股东没有强烈动机通过投资多元化而降低投资风险;另一方面,两权分离度越高,说明了上市公司大股东通过投资多元化进行利益输送侵害中小投资者利益更加便利,其有动机进行多元化投资<sup>[9]</sup>。因此,本文在此基础上提出假设H1a、H2b。

H1a:定向增发两权分离度与上市公司投资多元化水平负相关;

H1b:定向增发两权分离度与上市公司投资多元化呈“U”型曲线关系。

### (二) 机构投资者持股(INST)与投资多元化

国外只有少数几篇研究机构投资者持股与投资多元化水平的文献。Friedland和Jennings就机构投资者持股与投资多元化进行了研究,结果表明机构投资者持股比例与投资多元化存在负相关关系<sup>[10]</sup>。Ramaswamy就印度制造业企业进行了研究,对机构投资者持股与公司多元化战略关系进行了细致分析,研究结果表明专业机构投资者包括QFII和基金公司持股比例与非相关多元化程度负相关<sup>[11]</sup>。

国内没有发现机构投资者持股与投资多元化关系的相关文献,虽然机构投资者作为一项重要的外部治理机制,早已经为学者关注,但由于数据、研究方法与问题差别,没有得出一致结论。一些学者认为由于自身条件和外部环境的限制,机构投资者参与公司治理作用受到限制。李向前认为由于中国上市公司控股股东绝对控股,缺少公司治理方面的人才,其对上市公司的治理作用有限<sup>[12]</sup>。

机构投资者通过购买上市公司增发股票,成为公司生产经营决策重要参与者,是否能够监督大股东与管理者,提高上市公司管理水平?彭丁以2005-2008年深交所上市公司数据进行研究,证实了机构投资者对于改善上市公司治理结构能够起到积极作用<sup>[13]</sup>。高雷、张杰<sup>[14]</sup>等也得出类似结论。可以看出:随着中国上市公司机构投资者持股比例逐渐增加,机构投资者作用也越来越大。定向增发使股权高度集中,大股东通过关联交易进行利益输送<sup>[8]</sup>。也就是说,通过注入劣质资产和关联交易等方式能够给大股东带来更多私人利益,其没有更多意愿进行多元化投资。随着上市公司机构投资者持股比例的逐渐增加,其参与上市公司治理热情得到提高,对上市公司减少投资多元化行为进行干预,说明了机构投资者并没有倾向于短期目标,而可能更希望企业在创新方面增加投资。在此基础上,本文提出假设H2。

H2:与非定向增发公司相比,定向增发机构投资者持股与投资多元化水平成正相关关系。

### (三) 股权制衡度(SHZH)与投资多元化

学者们对股权制衡的公司治理作用的研究没有得出一致结论。Gomes和Novaes认为,上市公司多个大股东能够在一定程度上对第一大股东形成有效制衡,提高了大股东转移上市公司财富的成本,抑制了大股东的利益输送行为,使中小投资者利益得以保护,公司价值提高<sup>[15]</sup>。有的学者认为股权制衡并不能发挥公司治理作用,如罗进辉等认为股权制衡在大股东不处于控股地位时才能有效发挥制衡作用<sup>[16]</sup>。

以上学者们都是就整个市场进行研究的,但就定向增发新股而言,定向增发之后上市公司股权制衡度明显提高。田昆儒等就定向增发股权制衡作用进行分析,认为股权制衡公司治理作用具有正反两方面的效应,一方面,其余大股东持股比例增加,提高了公司治理水平,会抑制大股东“掏空”行为;另一方面,股东们从各自利益出发可能发生意见冲突,摩擦成本上升,使公司经营决策缺乏效率<sup>[17]</sup>。国内外只有少数学者就

股权制衡对投资多元化的影响进行分析。黄海波等运用2003年的上市公司相关数据构造多元化和公司治理指标,对公司治理与投资多元化关系进行了实证研究,研究结果表明股权制衡与投资多元化水平负相关<sup>[18]</sup>。笔者认为股权制衡能否发挥有效作用取决于其他大股东对第一大股东的制衡能力,上市公司定向增发新股之后,股权制衡度明显提高,其余大股东可能会出于自身利益与第一大股东相互妥协,“合谋”侵害中小投资者利益。刘慧龙等认为其余大股东存在制衡与合谋两种效应:其余大股东持股比例比较高时,能够完全与第一大股东形成抗衡,大股东之间可能会从各自利益出发,“合谋”转移上市公司财富,侵害中小股东利益;随着股权制衡度减弱,大股东不容易达成一致意见,其余大股东对第一大股东形成有效制衡<sup>[19]</sup>。所以,本文在此基础上,提出假设H3。

H3:与非定向增发相比,定向增发公司股权制衡度与投资多元化水平呈负相关。

## 二、数据来源及研究设计

### (一)数据来源及样本选择

本文两权分离度指标与上市年限指标来源于CSMAR(国泰安)数据库,机构投资者持股比例指标来源于RESSET(锐思)数据,投资多元化指标来源于WIND(万德)数据库,其余指标来源于CCER(色诺芬)数据库。以2007年定向增发公司与非定向增发公司为研究对象,研究期间为2008-2012年,剔除样本如下:(1)剔除金融类上市公司,主要因为金融类上市公司的异质性;(2)所研究的定向增发公司在增发年度也进行了公开发行或者配股,本文剔除该样本;(3)剔除上市年限不足一年的公司;(4)剔除财务数据异常及有缺失值的样本。最后确定69家定向增发公司与69家非定向增发公司作为研究对象,5年样本数据345个,为平衡面板数据。本文采用eviews6软件进行回归分析。

### (二)投资多元化测度

投资多元化度量主要采用多元化企业的份额、经营单元数、COMPUSTAT制定的四位数的SIC代码的数量、建立在资产和销售基础上的Herfindahl指数等来衡量。中国的实证研究中普遍使用的投资多元化指标是公司从事的行业数、基于分行业收入的赫芬德尔(Herfindahl)指数、熵(Entropy)指数。本文采用基于分行业收入的赫芬德尔(Herfindahl)、熵(Entropy)指数来度量投资多元化程度。两者的表达式分别为:

$$\text{赫芬德尔}(HI)\text{指数} = 1 - \sum_{i=1}^N P_i^2 \quad (1)$$

式(1)中 $N$ 表示公司所从事的行业数; $P_i$ 为上市公司第 $i$ 个业务销售收入与总收入的比值。 $HI$ 越大,投资多元化水平越高。

$$\text{熵值}(EI) = \sum_{i=1}^N P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad (2)$$

式(2)中 $N$ 表示公司所从事的行业数; $P_i$ 为上市公司第 $i$ 个业务销售收入与总收入的比值。 $EI$ 值越大,投资多元化水平越高。

### (三)变量的选取

定向增发配对样本选取:第一步,通过年度与行业两个变量,从非定向增发公司中选择,并且这些公司在所有年度没有进行过定向增发;第二步,在第一步基础上,选取与定向增发新股公司总资产最为接近的公司(非定向增发公司)作为配对样本。对于股权结构变量的选取,因为定向增发之后两权分离度、股权制衡度与机构投资者持股比例会发生明显变化,所以,采用了上述三个指标作为研究对象。为了更深入分析两权分离度与投资多元化关系,本文自变量还包括两权分离度的平方项。这四个指标从不同角度全面、具体地反映了上市公司治理标准,回归模型见式(3)。

$$Diverse = C + \beta_1 SEPAR_{i,t} + \beta_2 SEPAR_{i,t}^2 + \beta_3 SHZH_{i,t} + \beta_4 INS_{i,t} + \beta_5 LNsize_{i,t} + \beta_6 LNlist_{i,t} + \varepsilon_i \quad (3)$$

对于控制变量的选取,本文分别控制了公司规模(LNsize)与上市年限(LNlist)两个指标。对于公司规模与投资多元化关系存在相反观点:一种观点认为LNsize与Diverse正相关,公司规模越大,上市公司投资多元化水平越高<sup>[20]</sup>;另一种观点认为LNsize与Diverse负相关,金天认为小公司多元化经营存在主次不分的问题,这样,其单个行业资产规模更小,竞争中更容易处于劣势,如不加以改进,则会陷入恶性循环<sup>[21]</sup>。所以,LNsize与Diverse的关系不确定。LNlist与投资多元化水平正相关,公司在成长过程中不断积累资本,利润也在不断增长,出于自身扩张的需要,为了寻找新的盈利机会,成熟企业往往进行多元化投资,所以,LNlist与投资多元化水平正相关<sup>[22]</sup>。变量设计参见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
投资多元化	<i>HI</i>	赫芬德尔 ( <i>Herfindahl</i> ) 指数,该值越大,投资多元化水平越高
投资多元化	<i>EI</i>	熵 ( <i>Entropy</i> ) 指数,该值越大,投资多元化水平越高
两权分离度	<i>SEPAR</i>	代表上市公司控制权与现金流权的分离度,用控制权—现金流权表示
两权分离度的平方	<i>SEPAR</i> <sup>2</sup>	两权分离度的平方项,可以更全面地分析两权分离度与投资多元化关系
股权集中度	<i>CR5</i>	代表前5大股东持股比例之和
股权集中度	<i>CR10</i>	代表前十大股东持股比例之和
股权制衡度	<i>SHZH</i>	第二到第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比表示
机构持股	<i>INST</i>	机构投资者持股比例
公司规模	<i>LNsize</i>	上市公司总资产的自然对数
上市年限	<i>LNlist</i>	公司上市年限的自然对数

### 三、实证检验

#### (一)描述性统计

进行股权结构与投资多元化均值和中位数比较,表2是定向增发公司与非定向增发投资多元化、股权结构比较分析表,均值采用了配对样本参数检验(Paired Samples Test),中位数比较采用 wilcoxon 非参数检验。从最大值与最小值看,无论是投资多元化指标还是股权结构指标,最大值与最小值差异比较明显,说明公司之间有很大差异。

表2 定向增发与非定向增发投资多元化、股权结构比较

变量		均值	中值	最大值	最小值	Std dev
<i>HI</i>	定向增发	0.268 5	0.203 4	0.925 5	0.000 0	0.240 0
	非定向增发	0.238 1	0.169 7	0.875 0	(0.002 5)	0.218 4
	差值显著性	$p = 0.093\ 06$	$p = 0.085\ 3$			
<i>EI</i>	定向增发	0.448 1	0.360 0	2.000 0	0.000 0	0.430 4
	非定向增发	0.3869	0.250 0	1.470 0	0.000 0	0.391 5
	差值显著性	$p = 0.049\ 8$	$p = 0.052\ 1$			
<i>CR5</i>	定向增发	0.506 9	0.514 4	1.230 6	0.138 3	0.165 9
	非定向增发	0.471 2	0.468 2	0.865 0	0.148 1	0.158 6
	差值显著性	$p = 0.002\ 2$	$p = 0.004\ 1$			
<i>CR10</i>	定向增发	0.544 2	0.545 0	1.316 8	0.149 9	0.161 2
	非定向增发	0.501 2	0.500 7	0.887 1	0.162 0	0.155 6
	差值显著性	$p = 0.000\ 23$	$p = 0.000\ 6$			
<i>SEPAR</i>	定向增发	6.044 5	0.000 0	32.702 3	0.000 0	8.637 2
	非定向增发	4.672 8	0.000 0	23.803 1	0.000 0	7.015 3
	差值显著性	$p = 0.021\ 4$	$p = 0.059\ 0$			
<i>SHZH</i>	定向增发	0.544 2	0.545 0	1.316 8	0.149 9	0.161 2
	非定向增发	0.450 4	0.241 7	0.009 1	2.752 8	0.532 9
	差值显著性	$p = 0.002\ 7$	$p = 0.000\ 0$			
<i>INST</i>	定向增发	0.178 9	0.121 2	0.841 2	0.000 0	0.174 8
	非定向增发	0.148 6	0.080 2	0.785 0	0.000 0	0.167 4
	差值显著性	$p = 0.020\ 80$	$p = 0.051\ 9$			

投资多元化比较:定向增发 *HI* 指数和 *EI* 指数均值与中位数明显高于非定向增发公司,两者比较在 0.1 水平上存在显著差异,说明定向增发公司投资多元化水平明显高于非定向增发公司。从最大值与最小值看,差异比较明显,说明公司之间投资多元化水平差异比较大。从股权结构看,对股权集中度、股权制衡度、机构投资者持股、两权分离度进行比较:股权集中度的两个指标是 *CR5*、*CR10*,无论是中值还是均值比较,都在 0.01 水平上显著,说明与非定向增发相比,定向增发股权集中程度更高;对 *SHZH* 进行中值与均值比较,同样存在明显差异,说明上市公司增发之后股权制衡度增强了;对 *INST* 进行均值和中位数比较,两者分别在 0.05、0.1 水平上存在显著差异,说明上市公司向机构投资者增发,增发之后机构投资者持股比例会明显增加。从 *SEPAR* 看,定向增发均值、中位数分别为 6.044 5、0,非定向增发公司为 4.672 8、0,两者相比存在显著

差异,说明股权集中情况下,上市公司常采用两权分离的股权结构形式。

### (二) 相关性分析

本文还对公式(3)进行了相关性分析,定向增发公司相关性分析结果见表3。

表3 Person 相关性分析结果

	<i>HI</i>	<i>EI</i>	<i>INST</i>	<i>SHZH</i>	<i>SEPAR</i>	<i>SEPAR</i> <sup>2</sup>	<i>LNsize</i>	<i>LN(N)</i>
<i>HI</i>	1							
<i>EI</i>	0.955 5***	1						
<i>INST</i>	0.148 2***	0.127 9*	1					
<i>SHZH</i>	-0.081 4	-0.081 1	0.167 5***	1				
<i>SEPAR</i>	0.021 91	-0.025	-0.078 8	0.168 8***	1			
<i>SEPAR</i> <sup>2</sup>	0.061 7	0.021 7	-0.000 7	0.179 8***	0.947 4***	1		
<i>LNsize</i>	0.016 5	0.037 1	-0.020 4	0.347 6***	0.073 7	0.080 6	1	
<i>LN(N)</i>	0.101 8*	0.125 6**	0.066 9	-0.009 5	-0.124 1	-0.158 9***	0.060 4	1

注:\*\*\*表示在1%上显著;\*\*表示在5%上显著;\*表示在10%上显著。

从表3看,投资多元化两个指标 *HI* 指数与 *EI* 指数,两者相关系数为0.955,在0.01水平上显著正相关,这与前文预期一致。从 *INST* 与投资多元化关系看:*INST* 分别与 *HI*、*EI* 在0.01、0.1水平上显著正相关,说明机构投资者持股比例增加,会提高定向增发公司投资多元化水平,机构投资者发挥了对上市公司监督作用。从 *LN(N)* 与投资多元化的关系看,*LN(N)* 与 *HI*、*EI* 的回归系数分别在0.1、0.01水平上显著为正,说明上市公司上市年限越长,上市公司更加成熟,在成长的过程中已经进行了资本积累,更有可能进行多元化投资,这与本文预期一致。再从自变量之间的相关系数看,除了 *SEPAR* 与 *SEPAR*<sup>2</sup> 相关性比较高之外,其余自变量之间相关程度都低于0.4。为了防止多重共线性的存在,本文还进行了 VIF 检验,检验结果表明,自变量之间不存在严重多重共线性问题。本文也对非定向增发公司进行了 Person 相关性分析,对变量之间进行了 VIF 检验,同样表明自变量之间不存在严重多重共线性。

### (三) 多元线性回归分析

Person 相关性分析只是就变量之间进行单因素分析,许多变量都会对投资多元化造成影响,因此,本文对公式(3)进行了多元线性回归分析,回归结果见表4。

表4 股权结构对投资效率的回归分析

变量	定向增发		非定向增发	
	<i>HI</i>	<i>EI</i>	<i>HI</i>	<i>EI</i>
<i>INTERCEPT</i>	-0.062 8 (-0.244 3)	-0.340 4 (-0.739 6)	0.098 6 (0.431 5)	0.078 2 (0.190 2)
<i>INST</i>	0.197 7*** (2.587 7)	0.277 0** (2.024 0)	-0.101 0 (-1.563 4)	-0.153 7 (-1.214 5)
<i>SHZH</i>	-0.210 6** (-2.435 0)	-0.362 1** (-2.338 3)	-0.031 7 (-1.431 1)	-0.032 8 (-0.822 5)
<i>SEPAR</i>	-0.007 7* (-1.619 6)	-0.019 6** (-2.305 4)	-0.009 1 (-1.569 9)	-0.014 7 (-1.406 5)
<i>SEPAR</i> <sup>2</sup>	0.000 4** (2.117 8)	0.000 9** (2.537 7)	0.000 3 (0.827 8)	0.000 4 (0.690 2)
<i>LNsize</i>	0.010 8 (0.937 9)	0.026 5 (1.282 1)	0.003 1 (0.328 2)	0.006 5 (0.380 0)
<i>LN(N)</i>	0.068 7** (2.055 0)	0.147 2** (2.459 6)	0.052 4** (2.404 3)	0.101 7*** (2.591 7)
<i>N</i>	345	345	345	345
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.061 4	0.064 0	0.061 9	0.054 5
<i>F</i>	3.682 7***	3.850 9***	3.719 9***	3.247 8***

注:\*\*\*表示在1%上显著;\*\*表示在5%上显著;\*表示在10%上显著。

从 *SEPAR* 与投资多元化的回归结果看,非定向增发公司 *SEPAR*、*SEPAR*<sup>2</sup> 与投资多元化的回归结果与定向增发的回归系数符号一致,但不显著;定向增发公司 *SEPAR* 与 *HI*、*EI* 的回归结果分别为 -0.007 7、

-0.019 6,分别在0.1、0.05水平上显著为负。定向增发 *SEPAR* 增加,大小股东矛盾上升为上市公司主要矛盾,大股东通过注入劣质资产、关联交易、高额分红等掏空上市公司,大股东直接通过上述方式获得的私人利益要大于通过投资多元化获得的私人利益,所以,大股东会减少投资多元化;但是随着 *SEPAR* 的继续增加,大股东通过投资多元化获得的私人利益大于通过其他方式获得的私人利益,大股东将通过投资多元化来进行利益输送,侵害中小股东的利益,所以,定向增发公司两权分离度与投资多元化呈“U”型曲线关系。

从 *INST* 与投资多元化的回归结果看,非定向增发公司回归系数为负,但不显著。定向增发 *INST* 与 *HI*、*EI* 回归结果分别为0.197 7、0.277 0,在0.01、0.05水平上存在显著差异,说明上市公司通过向机构投资者定向增发,引进了战略投资者,对上市公司减少投资多元化损害上市公司利益的行为,机构投资者能够起到监督作用,所以, *INST* 与投资多元化的关系显著为正,这与本文的预期一致。从 *SHZH* 与投资多元化的回归结果看,非定向增发公司回归结果为负,但不显著。定向增发 *SHZH* 与 *HI*、*EI* 回归结果显著为负,分别为-0.210 6、-0.362 1,说明上市公司定向增发之后股权制衡度明显提高,并不能提高公司治理水平,其余大股东容易与第一大股东形成合谋,所以,定向增发 *SHZH* 与投资多元化关系显著为负。*LNsize* 与投资多元化关系为正,但不显著,这与本文预期一致。*LN(N)* 与投资多元化的关系在0.05、0.01水平上显著为正,这与本文预期一致,说明定向增发公司上市年限越长,经过多年发展,资金更加雄厚,公司更加成熟,投资多元化的动机也越强。

#### 四、稳健性检验

为了证明本文结论是稳健的,第一,对于被解释变量,本文采用上市公司从事行业数目表示投资多元化,然后就股权结构与投资多元化进行回归分析,回归结果与本文实证结果一致。第二,对于 *SEPAR*,采用控制权与现金流权之比度量,对于 *SHZH*,表示第二大股东至第九大股东持股比例和与第一大股东持股比例之比,然后回归分析,回归结果没有显著差异。第三,本文对 *SEPAR* > 0 的公司进行研究,就定向增发公司与非定向增发公司股权结构与投资多元化的关系分别进行回归分析,回归结果再次证明了本文假设。第四,剔除非多元化公司,仅以多元化公司为研究对象,进行回归分析,结果仍然支持本文假设。限于篇幅,稳健性检验结果没有列示,有兴趣的读者,可以向笔者索取。

#### 五、结论和政策方案

本文以2007年的定向增发公司为研究对象,与非定向增发公司对比,运用平衡面板数据模型分析2008-2012年的股权结构对投资多元化的影响,认为定向增发后两权分离程度越高,多元化投资水平越低;同时两权分离度与投资多元化呈“U”型曲线关系。由于定向增发公司大股东通过其他方式能够获得更多私人财富,丧失了进行投资多元化的积极性,大股东缺乏动机进行多元化投资。随着上市公司两权分离度增加,大股东进行投资多元化获得的私人利益将大于其他方式获得的私人利益,两权分离度与投资多元化正相关。从机构投资者持股与投资多元化的关系看,与非定向增发公司相比,上市公司针对机构投资者增发,引入机构投资者,机构投资者能对上市公司起到应有的治理作用。从股权制衡度与投资多元化的关系看,与非定向增发相比,定向增发公司股权制衡度与投资多元化水平呈负相关,说明定向增发之后其余大股东持股比例增加,不能发挥公司治理作用,反而与第一大股东进行合谋。

基于上述研究结论,本文提出以下政策建议:第一,通过降低终极控制人的控制权比例或提高终极控制人的现金流权,使大股东与上市公司的利益更加一致,可以抑制定向增发公司的利益输送行为。第二,机构投资者已成为中国证券市场中的一支重要力量,发挥着重要作用,证券主管部门应该为机构投资者创造条件,鼓励机构投资者参与股票的购买,让其发挥更大的公司治理作用。第三,政策主管部门应该减少上市公司其他大股东的持股比例,增强对上市公司的股权制衡力度。

#### 参考文献:

- [1] 刘芍佳,孙霁,刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效[J]. 经济研究,2003(4):51-61.
- [2] 王化成,胡国柳. 股权结构与企业投资多元化关系:理论与实证分析[J]. 会计研究,2005(8):56-62.
- [3] MORCK R, BERNARD Y. Corporate governance, economic entrenchment, and growth[J]. Journal of Economic Abstracts, 2005, 43(3):655-720.
- [4] 袁淳,刘思淼,陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J]. 中国工业经济,2010(4):141-149.
- [5] CLACSENS S, SIMEON D, LARRY L. The separation of ownership and control in east-Asian coporation[J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1/2):81.
- [6] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理—来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界,2010(1):54-63.

- [7]熊剑,陈卓.大股东营私:定向增发与减持套利——来自中国上市公司的证据[C]//中国会计学会2011学术年会论文集,2011.
- [8]王志强.上市公司定向增发中的利益输送行为研究[J].南开管理评论,2010(3):109-116.
- [9]SHLEIFER A,VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance,1997,52(2):737.
- [10]PALMER D,FRIEDLAND R,JENNINGS P. The economics and politics of structure: the multidivisional form and the large U. S. corporation[J]. Administrative Science Quarterly,1987,32(1):25-48.
- [11]RAMASWAMY N. India: Understanding compensation and benefits [J]. Benefits and Compensation International, 2002, 32(5):24.
- [12]李向前.机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究[J].南开经济研究,2002(2):69-73.
- [13]彭丁.大股东控制、机构投资者治理与公司绩效——基于深交所上市公司的经验证据[J].宏观经济研究,2011(7):50-55.
- [14]高雷,张杰.公司治理、机构投资者与盈余管理[J].会计研究,2008(9):64-72.
- [15]GOMES A R,NOVAES W. Sharing of control as a corporate governance mechanism[R]. Working Papers, Penn CARESS, UCLA Department of Economics,2005.
- [16]罗进辉,万迪昉,蔡地.大股东治理与管理者过度投资行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2008(12):44-50.
- [17]田昆儒,王晓亮.定向增发、股权结构与股票流动性变化[J].审计与经济研究,2013(5):64-68.
- [18]黄海波,李树茁.公司治理与多元化经营—基于中国上市公司的实证研究[J].经济与管理研究,2007(6):70-76.
- [19]刘慧龙,陆勇,宋乐.大股东“隧道挖掘”:相互制衡还是竞争性合谋——基于“股权分置”背景下中国上市公司的经验研究[J].中国会计评论,2009(1):97-110.
- [20]陈信元,黄俊.政府干预、多元化经营与公司业绩[J].管理世界,2007(1):92-97.
- [21]金天,余鹏翼.股权结构、多元化经营与公司价值[J].南开管理评论,2005(6):80-84.
- [22]张翼,李习,许德音.代理问题、股权结构与公司多元化[J].经济科学,2005(3):90-99.

## Study of private placement, ownership structure and corporate diversification

WANG Xiaoliang<sup>1</sup>, TIAN Kunru<sup>2</sup>

(1. School of Accounting, Shanxi University of Financial and Economics, Taiyuan 030006, P. R. China;

2. School of Business, Tianjin University of Financial and Economics, Tianjin 300222, P. R. China)

**Abstract:** The papers are based on the investment behavior perspective. The private placement companies in 2007 are as the research object. Relationship between ownership structure and investment diversification are comparative analysis of private placement and non private placement from 2008 to 2012. The study finds that there is no significant relationship between company ownership structure of non private placement and diversification of investment. Compared with the private placement companies, separation of ownership of private placement and diversified investment levels negatively correlates. Degree of separation of ownership on private placement with diversified investment is “U” shaped relationship. The institutional investors holding of private placement are positively related to the level of diversified investment. The equity balance degree of private placement and investment diversification is negatively correlated. The findings are not only beneficial to improve the ownership structure of listed companies and improve the company’s competitiveness, but also help to conduct regulatory authorities to strengthen supervision on major shareholders to provide some reference value.

**Key words:** private placement; non private placement; ownership structure; corporate diversification

(责任编辑 傅旭东)