

文章编号:1000-582X(2007)08-0160-05

# 基于股权结构的投资者保护与公司多元化

魏 锋

(重庆大学 贸易与行政学院,重庆 400030)

**摘 要:**基于公司股权结构构建投资者保护变量,运用 Logistic 回归分析和多元化回归分析方法考察中国投资者保护与公司多元化之间的关系。结果表明,上市公司因为第一大股东的绝对持股比例、相对持股比例和实际控制人的不同,导致投资者保护存在一定差异,而投资者保护的差异又会对公司多元化经营决策产生重大影响,投资者保护越好,公司进行多元化经营的概率越小;但当公司进行多元化经营后,投资者保护越好的公司,其价值折价越大。

**关键词:**股权结构;投资者保护;多元化

**中图分类号:**F406.3

**文献标志码:**A

有关多元化经营对公司绩效影响的文献可谓汗牛充栋<sup>[1]</sup>。Wernerfelt 和 Montgomery<sup>[2]</sup>在其开创性论文中以 Tobin's Q 值度量公司价值,发现多元化经营对公司价值有负面影响。随后,许多研究文献沿着他们的思路,利用行业调整的 Tobin's Q 值或类似的业绩度量指标,得到相似的结果。这些研究似乎已基本达成共识:多元化经营会导致公司价值折价。那么是什么原因导致多元化经营价值折价呢?目前较具代表性的解释是代理成本理论<sup>[3-5]</sup>,他们认为多元化经营价值折价与各国的法律环境、金融环境、治理机制等制度安排相关。

该文以 1999—2004 年所有上市公司为基准样本,通过大量劳动收集了多元化的全面规范的大样本数据,运用法和金融理论,借鉴张人骥、刘春江<sup>[6]</sup>关于投资者保护的度量方法,根据股权结构变量构建投资者保护变量,试图通过这种研究使得对股权结构、投资者保护和多元化经营问题有更深入和全面的认识。

## 1 研究假设

中国上市公司具有一种二元的、分裂的股权结构,上市公司的股权分为非流通股和流通股,非流通股占上市公司总股本的 40%~70%,主要为国有股,而且国有股往往是“一股独大”。由于中国上市公司的股权集中度极高,在一股一票和简单多数通过的原则下,

大股东对公司的重大决策及董事选举拥有绝对的控制权。大股东在进行多元化经营决策时考虑更多的是自己的利益,但对于中国的大股东来说,他们的决策权常常由其代表——董事、经理等行使,从而使得这种利益更多地是向董事和经理倾斜。

Montgomery<sup>[7]</sup>对公司进行多元化经营的动机作了详细的归纳和总结,他认为公司进行多元化经营的动机之一是多元化经营可以为管理者带来控制权收益。具体而言,多元化经营可能增加管理层的报酬、权力以及声望;降低他们的个人风险;或通过与他们技能相关的多元化而变成防御型经理。基于此,笔者认为,对于投资者保护越差的公司,公司管理层获得多元化经营带来的私人收益更多,也就是说,投资者保护越差的公司进行多元化经营的可能性越大。从而得到假设 1。

**假设 1** 投资者保护越差的公司进行多元化的可能性越高。

中国上市公司所依托的股票市场是诱致性制度变迁和强制性制度变迁的结果,这就使得上市公司多元化经营的决策权起初不完全由市场机制决定,而大部分由大股东决定。根据 LLSV 的研究,大股东对公司绩效的影响是双重的,一方面,大股东由于持股比例较大,具有足够的激励去收集信息并有效监督管理层,从而避免股权高度分散情况下的“搭便车”问题,大股东在某些情况下还直接参与公司经营管理,消除了股东

收稿日期:2007-04-12

基金项目:中国博士后基金资助项目(2005038471)

作者简介:魏锋(1974-),男,重庆大学讲师,博士,主要从事财务与金融研究,(Tel)023-65102591;(E-mail)wfm@cqu.edu.cn。

和管理层之间的“信息不对称”问题。另一方面,大股东也可能通过其掌握的控制权获得各种控制权收益,对控制权收益的追求会导致与中小股东利益的冲突。在中国,大股东的权利由国家行使,这就造成权利行使者虚位,同时,中国控制权市场没有完全建立起来,高层管理者的任命大多由大股东背后的政府决定,因此对其决策权的绩效考核大部分依托其短期业绩而不是企业长期发展所需,从而使得公司绩效难以在长时期内表现绩优。也就是说,投资者保护越差且进行多元化经营的公司其价值折价越多。根据以上分析,提出假设2。

**假设2** 投资者保护越差的公司,其多元化折价越多。

## 2 样本与变量选择

### 2.1 样本选择

选择沪、深两市上市公司1999-2004年6年的财务数据进行研究。为了保证结果的准确性和客观性,按如下原则进行样本筛选:1)剔除每年被特别处理的公司;2)剔除同时发行B股、H股和N股的公司;3)剔除进行过资产重组的公司;4)剔除无法判别多元化程度以及财务数据和治理数据不全的公司。筛选后的样本包括922家公司共4626个样本观察值,其中1999年578家公司;2000年692家公司;2001年753家公司;2002年814家公司;2003年867家公司;2004年922家公司。

由于国内没有现成的数据库,该文的多元化数据来自于笔者根据巨潮资讯网上公布的上市公司各年年报。在判别公司多元化程度时,以中国最近颁布的《企业会计准则——分部报告》(征求意见稿)中关于行业分部划分为准,即以占公司主营业务10%以上(含10%)或公司主营业务利润10%以上(含10%)作为划分分部的标准,其行业标准则根据证监会2001年4月发布的《上市公司行业分类指引》,对一些划分不清的行业数据进行适当的整合,而一些确实不能判定其分部所属行业的公司则弃掉。相关财务数据来自于深圳市国泰安信息技术有限公司(GTA)提供的中国股票市场研究(CSMAR)数据库,治理结构数据来自于北京色诺芬信息服务有限公司(CCER)提供的治理结构数据库。

### 2.2 变量选择与定义

研究变量主要包括投资者保护变量、绩效变量、公司多元化变量与必要的控制变量。

#### 2.2.1 投资者保护变量

中国绝大部分上市公司是由国企改制而成,加之

当时政策上有扶持国有企业上市及国家要在上市公司中保持控股乃至绝对控股地位的指导思想,造成了上市公司极不合理的股权结构。

通过表1可以知道,中国上市公司的股权结构存在很大的特殊性,主要表现在:一是国有股比例较高且呈逐年上升趋势,股权集中度较高,第一大股东在股权控制上呈逐年下降趋势但仍具有绝对优势;二是非流通股比例呈逐年下降趋势但仍占绝大部分比例。这种特殊的股权结构客观上导致公司受内部人控制,且相当严重。

表1 上市公司的股权结构 %

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
第一大股东持股比例	47.51	45.98	45.14	43.93	42.49	41.80
国有股比例	36.13	38.90	46.20	47.20	47.39	47.51
非流通股比例	69.12	62.70	56.39	47.88	40.39	40.21

说明:根据中国证券监督管理委员会网站及巨潮资讯网站的相关数据整理得到。

首先,投资者保护变量包含第一大股东的绝对持股比例因素 $X_1$ 。在内部人控制很强的情况下,作为外部人的中小股东因为信息非对称很难了解公司实际运作情况,又缺乏有效的监督制约机制而很难保障自身权利和利益。换言之,内部人控制强就是投资者保护差的代名词,内部人控制越强,则投资者保护越差,因而应在国有股与投资者保护之间建立了某种逻辑联系。因为上市公司的突出特点是国有股“一股独大”,所以笔者主要考虑第一大股东的持股比例。

其次,投资者保护变量包含第一大股东的相对持股比例因素 $X_2$ 。股权具有一定集中度,同时存在与第一大股东相抗衡的股东;第一大股东的行动受到制衡,在股东大会和董事会上难以形成第一大股东的“一言堂”现象。主要考察第一大股东与其他四大股东持股比例的差额,如果大于零,笔者认为其他大股东实力还不足以抗衡第一大股东,治理结构以及投资者保护是比较不好的;如果小于零,则相应的治理结构和投资者保护较好。

再次,投资者保护变量包含股本性质因素 $X_3$ 。如果第一大股东是国家股股东,那么来自企业内部和市场的监督和激励较小,企业经营管理者更容易忽略中小股东的利益,使得投资者保护流于形式。相比较而言,第一大股东是法人股股东或其他性质股东,则会有更大的动力和压力实施对投资者保护有利的政策与措施,出于自身利益考虑他们会灵活经营,积极提高公司治理效率,努力创造良好业绩。由于中国大部分上市公司由国有企业改制而来,笔者考察公司实际控制人

的股本性质,如果实际控制人为国家,则投资者保护较差,如果是其它身份的实际控制人,则投资者保护的状况会较好。

根据以上 3 个因素定义,可以获得每一家公司基于股权结构的投资者保护变量值,定义为  $SharproV = X_1 + X_2 + X_3$ ,取值范围为 1~5(见表 2)。

表 2 投资者保护变量

绝对持股比例界定		相对持股比例界定		股权性质判定	
第一大股东持股比例	因素 $X_1$	第一大股东持股比例与其它四大股东持股比例之差	因素 $X_2$	公司实际控制人是否为国有股	因素 $X_3$
$\leq 20\%$	3	$\leq 0$	1	否	1
20% ~ 50%	2	$> 0$	0	是	0
$> 50\%$	1				

2.2.2 公司绩效变量选择

中国股市由于存在股权分置、市场相对封闭、发行管制等问题,股票市场价格发现能力的功能非常有限。为此,选择净资产收益率(ROE)和总资产收益率(ROA)来作为度量公司绩效的指标。

2.2.3 公司多元化变量

由于上市公司在财务报表中仅提供行业分部的销售收入,没有提供其它相关财务信息。为此,笔者根据国内外已有文献选择以下 3 个指标作为多元化经营的度量指标。1) 虚拟变量(Dummy),即:当公司经营的分部数大于或等于 2 时,  $Dummy = 1$ ; 否则,  $Dummy = 0$ 。

2) 收入熵指数(RE),即:  $RE = \sum R_i \ln(1/R_i)$ ,其中  $R_i$  为第  $i$  类业务分部的销售收入占总销售收入的比例。3) 收入 Herfindahl 指数(RH),即:公司各分部业务收入占总收入的比例的平方和,以公式表示为  $RH = \sum S_i^2$ ,其中  $S_i = \text{某分部业务收入} / \text{总收入}$ 。

2.2.4 控制变量

依据已有的研究文献,选择以下 3 个指标作为控制变量:1) 公司规模;2) 公司年龄;3) 资产负债率。具体变量定义及其度量标准见表 3。

表 3 相关变量的定义及度量标准

变量	指标	度量标准
公司绩效变量	净资产收益率(ROE)	净利润与股东权益之比
	资产收益率(ROA)	净利润与总资产之比
投资者保护变量	投资者保护变量(SharproV)	$X_1 + X_2 + X_3$ , 当 $SharproV = 1, 2$ 时, 投资者保护差; 当 $SharproV = 4, 5$ 时, 投资者保护好
	虚拟变量(Dummy)	公司经营分部大于或等于 2, 该值取 1; 否则取 0
多元化变量	收入熵指数(RE)	$RE = \sum R_i \ln(1/R_i)$
	收入 H 指数(RH)	$RH = \sum S_i^2$
控制变量	公司规模	公司总资产的自然对数
	公司年龄	公司上市距样本观察期的年限
	资产负债率	公司负债总额与资产总额之比

3 实证检验与分析

3.1 对假设 1 的实证检验

为了检验投资者保护对公司进行多元化的概率影响,构造了以下 Logistic 模型。

$$\ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \alpha + \beta_1 X_i + \sum_{i=2}^4 \beta_i \text{Control}_i + \varepsilon_i,$$

式中:  $P_i$  表示在  $X_i$  和控制变量的条件下公司选择多元

化经营的概率;  $X_i$  代表投资者保护变量;  $\text{Control}_i$  为控制变量;  $\varepsilon_i$  为误差项。

表 4 列示了投资者保护对公司进行多元化经营的 Logistic 回归结果。从表 4 可以看出,投资者保护对公司多元化经营的影响是正向关系。投资者保护越差的公司,其进行多元化经营的可能性越大,其显著性在 10% 显著。投资者保护越好的公司,进行多元化经营的可能性越小,但其显著性不明显。因此,验证了假设 1。

表 4 Logistic 回归结果

变量	全变量	投资者保护差	投资者保护好
常数项	1.683 0 (2.091 5)**	1.031 1 (1.084 4)	7.062 4 (2.360 9)**
投资保护变量	0.023 0 (0.772 1)	0.133 4 (1.863 9)*	-0.009 4 (-0.037 5)
公司规模	-0.147 8 (-3.777 5)***	-0.122 7 (-2.658 2)***	-0.411 8 (-3.105 5)***
资产负债率	0.013 6 (6.975 8)***	0.013 5 (5.936 5)***	0.020 7 (3.020 1)***
公司年龄	0.074 1 (6.911 2)***	0.070 7 (5.682 2)***	0.077 7 (2.161 9)**
Log likelihood	-3 055.223	-2 216.888	-285.084 8
LR statistic (4 df)	128.164 2	93.552 0	22.626 4

说明：括号内的数值为 Wald 值；\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

考察控制变量的经济含义也是非常有意义的。总体而言，公司规模越大，其进行多元化的概率越小。规模越大且投资者保护越差的公司，其进行多元化的概率高于规模越大且投资者保护越好的公司。公司负债越多，其进行多元化的概率越小，负债越多

且投资者保护越差的公司，其进行多元化的概率低于负债越多且投资者保护越好的公司。公司上市年龄越长，其进行多元化经营的概率越小，公司上市年龄越长且投资者保护越差的公司，其进行多元化经营的概率低于公司上市年龄越长且投资者保护越好的公司。

3.2 对假设 2 的实证检验

为了检验投资者保护、多元化经营与公司绩效之间的关系，构造了以下模型。

$$ROE_i(ROA_i) = \alpha + \beta_1 X_i + \sum_{i=2}^4 \beta_i Control_i + \varepsilon_i,$$

式中：ROE<sub>i</sub> 和 ROA<sub>i</sub> 分别代表上市公司 i 的净资产收益率和总资产收益率；X<sub>i</sub> 代表公司多元化经营变量；Control<sub>i</sub> 为控制变量；ε<sub>i</sub> 为误差项。

表 5 列示了多元化经营对公司绩效的最小二乘法回归结果。从表 5 可以看出，公司多元化经营对公司绩效的影响是负向影响，且显著（除以收入 H 指数为自变量进行回归方程）。其它控制变量的符号与其它研究的结果类似，这里不做分析。

表 5 OLS 回归结果(全变量)

变量	ROE		ROA	
常数项	-0.426 1 (-4.277 1)***	-0.434 3 (-4.361 5)***	-0.109 7 (-6.543 4)***	-0.111 6 (-6.654 1)***
收入熵指数	-0.017 0 (-1.669 4)*		-0.008 3 (-4.826 4)***	
收入 H 指数		-0.009 1 (-0.673 8)		-0.009 2 (-4.050 9)***
公司规模	0.028 3 (5.862 6)***	0.028 6 (5.934 9)***	0.009 8 (12.002 1)***	0.009 8 (12.106 2)***
资产负债率	-0.002 0 (-8.240 1)***	-0.002 0 (-8.296 3)***	-0.001 0 (-24.351 2)***	-0.001 0 (-24.290 3)***
公司年龄	-0.004 4 (-3.239 6)***	-0.004 5 (-3.363 8)***	-0.002 8 (-12.276 3)***	-0.002 8 (-12.453 6)***
F 值	29.116 2	28.518 7	257.095 7	255.001 8
Adj-R <sup>2</sup>	0.023 8	0.023 3	0.181 5	0.180 3
D-W	1.990 6	1.992 0	1.911 2	1.912 3

说明：括号内的数值为 t 值；\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 6 列示了投资者保护差和投资者保护好两种情况下公司多元化经营对公司绩效的影响结果。从表中可以看出，无论哪种情况，公司多元化经营对公司绩效的影响都是不利的。但对于投资者保护差的情况，以 ROA 度量公司绩效时，多元化经营对公司绩效的影响是显著的；但以 ROE 度量公司绩效时，这种影响是不显著的。同时还可发现，投资保护好的公司进行多元化的价值折价高于投资保护差的公司进行多元化的价值折价。这与假设 2 不一致。对此可能的解

释为，所构建的投资者保护变量是在股权结构且以公司第一大股东以及公司实际控制人为基础进行的，通过进一步对样本公司的考察，公司投资者保护好，其股权结构集中于民营企业家中或者比较分散，其融资功能较差，但所从事的行业竞争比较激烈，因此它们需通过多元化经营来改善其融资现状，但多元化的行业又比较分散，关联性不大，其协同效应难以表现出来，因此造成上市公司投资者保护越好，其多元化经营价值折价越大。

表6 OLS 回归结果

变量	ROE				ROA			
	投资者保护差		投资者保护好		投资者保护差		投资者保护好	
常数项	-0.421 (-3.475)***	-0.412 (-3.401)***	-0.239 (-2.526)**	-0.242 (-2.559)**	-0.113 (-5.558)***	-0.111 (-5.451)***	-0.075 (-1.849)*	-0.072 (-1.787)*
收入熵指数	-0.002 (-0.145)		-0.022 (-2.175)**		-0.008 (-2.856)***		-0.009 (-2.117)**	
收入H指数		-0.016 (-1.310)		-0.027 (-2.053)**		-0.009 (-4.266)***		-0.015 (-2.699)***
公司规模	0.028 (4.718)***	0.027 (4.660)***	0.018 (3.866)***	0.018 (3.892)	0.010 (10.077)***	0.010 (9.994)***	0.008 (4.176)***	0.008 (4.123)***
资产负债率	-0.002 (-6.431)***	-0.002 (-6.356)***	-0.001 (-2.007)**	-0.001 (-1.929)*	-0.001 (-20.934)***	-0.001 (-20.963)***	-0.001 (-8.162)***	-0.001 (-7.982)***
公司年龄	-0.005 (-2.817)***	-0.004 (-2.694)***	-0.008 (-6.044)***	-0.008 (-6.077)***	-0.003 (-10.069)***	-0.003 (-9.883)***	-0.004 (-7.006)***	-0.004 (-6.997)***
F 值	17.286	17.718	16.806	16.658	180.073	183.117	41.649	42.609
Adj-R <sup>2</sup>	0.019	0.0195	0.126	0.125	0.176	0.179	0.271	0.275
D-W	1.997	1.995	1.960	1.976	1.914	1.914	1.981	1.992

说明:括号内的数值为  $t$  值; \*\*、\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

#### 4 结论

近来的研究发现,在投资者保护较差的情况下,在多数国家的大公司里,基本的代理问题已经是外部投资者与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。上市公司第一大股东持股比例较高,属于典型的由大股东控制的上市公司,在缺乏有效的法律与制度约束下,大股东利用对公司的绝对控制权来剥削中小股东的现象时有发生。笔者从公司多元化的角度,具体考察了投资者保护与公司多元化之间的关系。结果表明,上市公司因为第一大股东的绝对持股比例、相对持股比例和实际控制人的不同,导致投资者保护存在一定差异,而投资者保护的差异又会对公司多元化经营决策产生重大影响,投资者保护越好,公司进行多元化经营的概率越小;但当公司进行多元化经营后,投资者保护越好的公司,其价值折价越大。

#### 参考文献:

- [1] MARTIN J D, SAYRAK A. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature [J]. Journal of Corporate Finance, 2003(9):37-57.
- [2] WERNERFELT B, MONTGOMERY C A. Tobin's  $q$  and the importance of focus in firm performance [J]. American Economic Review, 1988(78):246-250.
- [3] LINS K, SERVAES H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets [J]. Financial Management, 2002(31):5-31.
- [4] 姚俊,吕源,蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11):119-125,135.
- [5] 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.
- [6] 张人骥,刘春江. 股权结构、股东保护与上市公司现金持有量[J]. 财贸经济, 2005(2):3-9.
- [7] MONTGOMERY C A. Corporate diversification [J]. Journal of Economic Perspectives, 1994(8):163-178.

## Equity Ownership Structure, Investor Protection and Corporate Diversification

WEI Feng

(College of Trade and Public Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

**Abstract:** Based on the equity ownership structure, the paper sets up the variable of investor protection, and studies the relationship between investor protection and corporate diversification. The results show that there is different investor protection in different equity ownership structure firms, and the difference of investor protection has important effect on firms' diversification decision. And on condition that investor protection is comparatively well protected, the probability of diversification is smaller. However, when firm has been diversified, its value discount is larger on condition that investor protection is comparatively well protected.

**Key words:** equity ownership structure; investor protection; corporate diversification

(编辑 李胜春)