

doi: 10. 3969/j issn 1674-8131. 2010. 01. 014

大股东控制、私有收益与多元化经营*

袁 玲,刘 嫦

(石河子大学 经济贸易学院,新疆 石河子 832000)

摘 要:基于控制权私人收益对财务决策行为影响的视角,将大股东控制、私有收益与多元化经营纳入一个分析框架进行分析,结果表明,大股东控制下攫取私有收益的水平会对多元化经营程度产生正向影响。进一步的分组分析发现,控股股东的控制权与现金流权分离程度越大,攫取私有收益对多元化经营的影响越明显;而控股股东性质不同时,攫取私有收益对多元化经营的影响并不存在差异。因此,要降低无效多元化经营,根本的是要降低上市公司的控制权私有收益。

关键词:大股东控制;控制权;现金流权;私有收益;多元化经营

中图分类号: F276. 6 **文献标志码:** A **文章编号:** 1674-8131 (2010) 01-0087-08

Controlling Shareholder, Private Benefits and Corporate Diversification

YUAN Ling, LU Chang

(College of Economics and Trade, Shehezi University, Xinjiang Shehezi 832000, China)

Abstract: Based on the angle of the influence of controlling private gain on financial decision behavior, this paper uses one framework to analyze controlling shareholder, private benefits and corporate diversification. The results indicate that private benefits under controlling shareholder is significantly positive with corporate diversification, that the higher the degree of separation between the control right and the cash right is, the higher corporate diversification driven by the private benefits and that the relationship between private benefits and corporate diversification is the same under the different ultimate controllers. Thus ineffective diversification business should be decreased and the basic efforts are to decrease private gain of controlling right of listed companies.

Key words: controlling shareholder; controlling right; cash right; private benefits; corporate diversification

一、引言

对公司多元化经营动因的理论解释有多种,传统观点认为多元化经营可以分散企业的经营风险以及实现各种协同效应 (Lewellen, 1971; Teece,

1982),^[1]而且企业可以通过内部资本市场的资源配置功能实现资源的有效配置 (Williamson, 1975; Gertner等, 1994; Stein, 1997)。而代理理论认为多元化经营中隐藏着管理者的私人利益,通过多元化

* 收稿日期: 2009-09-27

基金项目:石河子大学社科基金项目 (RW SK08 - Z01)“投资者法律保护、公司治理与企业价值”

作者简介:袁玲 (1972—),女,湖北武汉人;副教授,博士生,在石河子大学经济贸易学院任教,主要从事公司治理与公司财务研究。

刘嫦 (1976—);讲师,博士,在石河子大学经济贸易学院任教,主要从事公司财务与资本市场研究。

经营,管理者能够获得更多私人利益,包括获取高额报酬、提高职业声誉、增强职业前景等 (Jensen, 1986; Shleifer 和 Vishny, 1988; Ross 和 Shepard, 1997)。^[2]同时,还有一些学者证明在多元化经营企业内部,由于部门经理的寻租行为,内部资本市场有类似“社会主义现象的交叉补贴的现象,将资金更多地分配到低成长性的部门 (Scharfstein, 1998; Rajan, Servaes 和 Zingales, 2000)。^[3]

与国外学者较多地关注公司经理与股东的代理问题以及公司经理与部门经理之间、部门经理之间的代理问题相比,我国上市公司普遍存在着大股东控制,且多数公司的董事长或总经理来自控股股东 (夏新平等, 2003),^[4]控股股东对公司多元化经营的影响自不待言。国内一些学者也考虑到了我国的一些特殊的制度因素 (如股权高度集中且国有股一股独大等),从表征着代理成本的股权特征出发来研究股权结构对多元化经营的影响,得出了一些有意义的结论 (张翼等, 2005; 韩忠雪等, 2007)。^[5-6]但已有的多数研究,一是只分析了直接控股股东即第一大股东的股权比例或性质与多元化经营之间的关系,而没有追溯到终极控制人;二是没有提供控股股东通过多元化经营攫取控制权私人收益的直接证据。因此,本文将大股东的控制权结构、控制权私有收益与多元化经营纳入一个分析框架,探讨大股东控制下攫取私有收益是否会对多元化经营产生影响、什么样的影响以及不同的控股结构下攫取私有收益对多元化经营程度的影响是否有差异。

二、理论分析和研究假设

1. 控股股东攫取私有收益与多元化经营

基于股权高度分散持有的诊断 (Berle 和 Means, 1932),公司中的代理问题被认为是所有权与控制权分离而产生的股东与管理者之间的代理问题。在此基础上,众多学者认为大股东的存在可以通过有效监督管理层或直接参与经营管理来提升公司价值,即产生“控制权的激励效应”。Shleifer 和 Vishny (1986)阐述了控制权共享收益的存在性,认为大股东有足够的能力和激励去收集信息并监督管理层,从而能够避免在股权分散情况下的“搭

便车”问题。Bennedsen 和 Wolfenzon (2000)认为,大股东可以亲自参加管理,或密切监督经理层,而其他股东缺乏监督大股东的能力和动力。然而近 20 年来,世界范围内越来越多的研究证实了控制性股东的存在使得公司又出现了一种新的代理问题,即大股东与小股东间的代理冲突 (La Porta 等, 1999; Claessens 等, 2000)。由于大股东掌握着公司的实际控制权,其自利天性与机会主义行为可能会使其寻机运用公司控制权掠夺公司利益 (主要是小股东的利益),从而获得控制权私有收益,产生所谓的“隧道效应” (Johnson 等, 2000)。

控股股东可以通过多种途径攫取私有收益,如非法占用上市公司巨额资金、进行关联交易或利用上市公司的名义进行担保和恶意融资 (李增泉和孙铮等, 2004; 雷光勇和刘惠龙, 2006)。^[7-8]而这些攫取手段不仅要求控制性股东对企业资源的有力控制,还要求控制性股东对企业资源控制的广度,从而才有相应操作的空间,即必须构建和控制相应的控制性资源,才有可能实现其控制权私有收益 (Shleifer 和 Vishny, 1997)。^[9]对于控制性资源规模的获取,主要是通过固定资产投资、股权并购等资本配置行为实现 (郝颖等, 2006),^[10]而对于控制性资源差异化和多样化的获取,则主要通过多元化投资行为来实现。Dyck 和 Zingales (2004)对控制权收益进行跨国比较研究后发现,控制性资源的聚集规模越大,控股股东就越有可能制定有利于自身利益目标的经营、投资、融资等方面的财务决策,从而越有可能增加其控制权私有收益。^[11]Lenmon 和 Lins (2003)以东亚国家在 1997 年的金融危机的样本数据进行研究,发现管理者集团拥有的控制权越小,对公司价值的影响就越小,因为控制公司的资产是进行掠夺性行为的一个先决条件。由于投资所形成的控制性资源是产生控制权收益的基本 (Shleifer 和 Vishny, 1997),在控制权收益最大化的驱使下,控股股东有可能会扩大投资规模,控制更大规模和差异化的资源,为其在时间上和空间上分配相关资源,进而获取控制权私有收益创造有利条件。对于企业来说,集中配置资源或分散配置资源形成了两种经营战略。多元化与专业化战略,而多元化程度

如无特别说明,文中的大股东、控股股东均指终极控股股东。

正是反映企业资源集中与分散程度的指标,多元化经营程度越高,企业配置资源越分散,攫取控制权私人收益可操纵的空间也就越大。基于上述分析,我们提出假设 1:

H1:控股股东攫取私人收益的水平与多元化经营程度成正相关关系。

2 控股股东的股权比例对私有收益与多元化经营关系的影响

在控股结构下,由于控股股东掌握了上市公司的控制权,在法律监管不完善的情况下,控股股东可以利用绝对优势的表决权将上市公司的利益转移到自己手中;与此同时,控股股东只按照其拥有的股权比例部分承担由于利益转移而给上市公司带来的亏损(Barclay, 1999)。^[12]当控股股东在公司中的控制权大大超过现金流权时,控制权与现金流权偏离程度越大,控股股东为了获取控制私利所付出的成本越小,其侵占上市公司利益的动机就越强(Claessens, Djankov 和 Lang, 2000)。Friedman 等(2003)认为,通过金字塔控股结构、交叉持股和发行多重股权股票等方式,大股东能够获取比与其股权份额相对应的名义控制权更大的实际控制,因而更容易发生各种掠夺行为。较高的控制权使控制股东有能力去侵占其他股东的利益,而较高的现金流权则会对控股股东的剥夺行为产生约束作用。La Porta 等(1999)根据终极股东剥夺的收入模型,推导出终极股东较高的现金流权与对中小股东较少的剥夺相联系;La Porta(2002)的研究也发现随着大股东的现金流权比例增加,他们与中小股东的利益趋于一致,代理成本会降低。

因此,当控股股东在公司中的控制权与现金流权的分离程度越大,他们就越有动机侵害其他股东,攫取控制权私利,进而对所需控制资源的数量和差异性的要求就更加强烈,多元化经营程度会更高。当现金流权水平较高时,控股股东与公司的利益趋于一致,转移公司资源的成本增大,从而抑制了其侵占中小股东利益的动机,进而控制私利驱动下的资源配置行为就会弱化,多元化经营行为也会表现得更为理性。基于此,我们提出以下两个研究假设:

H2:控股股东的现金流权越大,攫取私有收益对多元化经营的正向影响越弱。

H3:控股股东的控制权与现金流权分离程度越大,攫取私有收益对多元化经营的正向影响越强烈。

3 控股股东的股权性质对私有收益与多元化经营关系的影响

我国上市公司有着一个西方发达资本市场所没有的一个显著特征——政府对公司经营活动的干预。已有研究发现,虽然国有企业通过改制上市,其治理结构和监管环境发生了很大变化,但由于政府依然控制它们,政府依然有能力将其自身目标内部化到这些公司中(夏立军等, 2005;孙铮等, 2005)。^[13-14]就多元化经营行为而言,地方政府干预的动机表现为:第一,实现政府的社会目标。作为社会行政管理者,政府还要考虑社会养老、社会稳定等社会目标,而实现这些社会目标的方式之一就是主导其控股公司涉足多个经营领域扩大企业规模,进而提供更多的工作岗位。曾庆生和陈信元^[15](2006)发现国家控股公司比非国家控股公司雇佣了更多的员工。第二,政府官员的政绩动机。考核政府官员政绩的重要指标之一就是 GDP 和财政收入,而利用多个经营领域的投资来追求公司的扩张无疑成为增加 GDP 或财政收入的重要途径。而对于民营上市公司而言,其进行多元化投资的主要目的是获取投资收益、进行跨行业经营、扩张企业规模、控制上下游企业以维持稳定的商业关系等,进行无效率的多元化扩张的可能性较小。因此,当控股股东是国有性质时,攫取私有收益的动机对多元化经营的影响更强烈;而当控股股东是民营性质时,攫取私有收益的动机较弱,对多元化经营的影响也较弱。基于此,我们提出假设 4:

H4:控股股东的性质不同,攫取私有收益对多元化经营的影响也有所不同。

三、研究设计

1. 样本数据

本文以我国上市公司 2003 年至 2007 年发生的控制权协议转让事件为样本。样本事件是指原控股股东将全部或部分股权出售给公司外部或内部的另一股东,股权购买者成为新的控股股东,样本事件的数量为 203 个。对于每一个样本,我们根据公告的信息确定是否属于控制权协议转让事件。在上述样本基础上,进行了以下严格的样本选取:

(1)交易双方以自愿方式进行股权转让,剔除了无偿划拨、抵债、法院公开拍卖的样本;

(2)公告披露显示为非关联交易并公布了转让价格;

(3)股权转让行为已得到有关政府部门的批准确认并成功完成;

(4)为避免因每股净资产为负值而导致的负值控制权收益,剔除每股净资产为负的样本;

(5)剔除财务数据可比性较差的金融类公司样本。

同时,根据巨潮咨询网站的上市公司信息披露和公司年报,对同一样本在研究期间发生的多笔股权转让及同一交易日公告的多笔股权转让交易进行了剔除、归并,得到有效样本 188 个。股权转让交易数据、财务数据、现金流数据、多元化经营数据均来自 CCER 数据库。本文所有数据分析均采用 stata10.0 软件进行。

2 变量设计

(1)被解释变量(多元化经营)的度量

与国内大多数学者对多元化经营采用连续性测量方法一样,本文采用赫芬德尔指数与熵指数来衡量多元化经营。具体地,先从 CCER 的“主营业务收入和行业分布”数据库中提取 2001—2007 年的相关数据,以最大行业主营业务收入占公司合并收入大于 10% 作为公司涉足一个行业的标准;然后以证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》为依据,以前两位数字为划分界线,对公司涉足的行业进行整理,得到行业收入占公司合并收入的比重;最后得到赫芬德尔指数(HI)与熵指数(EI)。考虑到不同行业公司的多元化经营行为可能有差别,本文在此基础上进行了行业调整,调整公式如下:

$$idHI_{it} = HI_{it} - HI_{it}$$

其中, $idHI_{it}$ 是公司 i 在第 t 年末的行业调整后的多元化经营程度, HI_{it} 是公司 i 在第 t 年末的多元化经营程度, HI_{it} 是第 t 年末公司 i 所在行业多元化经营程度的中位数。由于经过行业中位数调整后

出现负值,因此,取其绝对值来表示多元化经营程度。

(2)解释变量(控制权私有收益)的度量

由于很难直接计算大股东对小股东利益的侵害程度,实证研究主要用间接的方法进行测量,包括大宗股权转让价格差异的控制权溢价方法^[12]

(Bradley, 1980; Barclay, 1989)、投票权差异的控制权溢价方法(Lease, 1984)、ST公司的累计超常收益率方法(Bai, 2002)。鉴于上市公司间的大宗股权交易对象通常是非流通股,交易定价有其特殊性,国内学者常以协议价格相对于每股净资产的溢价表示控制权私利(唐宗明和蒋位, 2002; 叶康涛, 2003; 韩德宗和叶春华, 2004)。^[16-18]但此方法忽略了交易双方对股权带来的正常现金流的预期,本文采用林朝南、刘星、郝颖(2009)的改进方法,^[19]即以控制权交易前三年净资产收益率的加权平均值来反映公司未来增长的预期,并将其作为控制权公共收益的近似估计,从控制权溢价中扣除。具体的度量模型和权重确定模型如下:

$$\begin{aligned} CP &= (TP - NA) / NA - EP \\ &= (TP - NA) / NA - \sum R_i \times \\ &\quad ROE_i / (R_1 + R_2 + R_3) \end{aligned}$$

式中, CP 为控制权私有收益, TP 为发生了控制权转移的大宗股权转让中的每股价格; NA 为股份转让之前一年末年报中披露的每股净资产; EP 为股权受让方对目标企业的合理预期,用股权转让前 3 年的加权平均净资产收益率来刻画,其权重由模型 $ROE_i = a_0 + a_1 ROE_{i-1}$ ($i = 3, 2, 1$, 指交易前的三个年度; t 为交易当年) 回归结果中的相关系数确定。

(3)控制变量

公司业绩较差时,为了获得新的利润增长点,更有动机实行多元化战略,因此,我们控制了公司上年度的经营业绩。我们还控制了公司规模(用公司年末总资产的对数值来表示)、负债率(用公司负债与总资产的比率来表示)、成长机会(用公司业务收入的增长率来表示)。

H 指数的计算如下: $HI = \sum p_i^2$, p_i 为第 i 行业的收入占总收入的比重,多元化程度越高, H 越小,熵指数的计算如下: $EI = - \sum p_i \ln(1/p_i)$, 多元化程度越高,熵值越大。

表 1 变量定义与说明

变 量	变量说明	
被解释变量	H_i	赫芬德尔指数,反映控制权发生转移前一年度的多元化经营程度
	E_i	熵指数
解释变量	CP	控制权私有收益
	$Cash$	现金流权比例,各条控制链上各层股东持股比例的乘积之和
	$Contr$	控制权,各条控制链各层股东投票权最小值的加总
	$Seper$	控制权与现金流权的比例,该指标越大,说明控制权与现金流权的分离程度越高
控制变量	$Yeji$	上年度的经营业绩
	Lna	公司规模,年末总资产的对数值
	Lev	负债率,总负债与总资产的比率
	Dev	主营业务收入增长率,反映公司的成长机会

3. 研究模型

为了考察大股东控制下的私有收益对多元化经营的影响,我们构造了如下模型:

$$H_{i,t-1} = a_0 + a_1 CP + a_2 Yeji + a_3 Lna + a_4 Lev + a_5 Dev + e$$

同时,为了考察不同的控股结构下攫取私有收益对多元化经营程度的影响是否有差异,我们按现金流权、控制权与现金流权的分离程度及控股股东的性质分组进行回归。具体地,按现金流权的中位数(21.50225%)、控制权与现金流权分离程度的中位数(1.0)分别将总样本分为两组进行回归;按控股股东的性质将总样本分为国有、民营两组进行回归。

四、实证结果

1. 统计分析

表 2 提供了控股股东的股权比例及股权性质与控制权私利的关系,初步说明控股权结构不同,

控股股东攫取私有收益的动力可能有所不同。A 栏比较了现金流权比例的高低与私有收益的关系。结果表明尽管两组私有收益的中位值不存在显著差异,但是这两组私有收益的均值存在差异,其中现金流权比例低的公司攫取的私有收益要小于现金流权比例高的公司,没有支持现金流权的“激励效应”。B 栏比较了控制权与现金流权分离程度的高低与私有收益的关系。我们发现两组私有收益的均值、中位值均存在差异,两权分离程度低的公司攫取的私有收益要小于两权分离程度高的公司,支持了控制权与现金流权分离的“堑壕效应”。C 栏比较了控股股东的性质与私有收益的关系,两组私有收益的均值、中位值均不存在显著差异。上述结果在一定程度上说明了控股权结构不同,控股股东攫取私有收益的动力也有所不同,那么,私有收益对多元化经营的影响是否有所不同呢?

表 2 控股权结构与私有收益的关系

A 栏:现金流权比例与私有收益的关系					
变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
现金流权比例低	94	-0.13620	-1.5996*	0.14685	-0.893
现金流权比例高	94	0.41391	(0.0557)	0.16931	(0.372)

数据来源于 CCER 的中国上市公司股东研究数据库(2008)。

续表

B 栏:两权分离程度与私有收益的关系					
变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
两权分离程度低	94	- 0.047 14	- 1.124 6 [*] (0.097 2)	0.342 61	- 1.096 2 [*] (0.104 2)
两权分离程度高	94	0.273 54		0.376 44	
C 栏:终极控股股东性质与私有收益的关系					
变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
国有控股	135	0.228 5	0.460 6 (0.677 2)	0.185 28	- 0.385 (0.701)
民营控股	53	0.068 0		0.125 28	

注:括号内为私有收益均值、中位数差异性检验的 t 值、z 值,*表示双尾检验在 10%水平上显著。

表 3是按私有收益中位数(0.105 597 1)对样本公司分组后,组间样本公司的多元化经营程度的比较。如表所示,两组公司均值比较的 T 值和中位数比较的 Z 值均在 5%的水平上显著,即攫取私有收益低的样本组,其多元化经营程度显著低于攫取私有收益高的样本组,从而初步说明攫取的私有收

益的高低确实会对以赫芬德尔指数测算的多元化经营程度产生影响。上述分析是在没有控制其他变量的情况下的简单分析,在控制影响多元化经营的其他因素下,结论是否依然成立?为此,本文利用模型 1 进行回归分析。

表 3 样本公司的多元化经营程度的比较

变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
私有收益低	94	0.620 38	- 2.538 6 ^{**} (0.011 7)	0.506 89	- 2.529 ^{**} (0.011 4)
私有收益高	94	0.693 26		0.671 79	

注:括号内为多元化经营程度均值、中位数差异性检验的 t 值、z 值,**表示双尾检验在 5%水平上显著。

2 回归结果

回归结果见表 4。模型 1 是攫取私有收益对多元化经营程度影响的回归结果。整体来看,方程调整的 $R^2 = 0.129$,说明模型的解释变量提供了较高的解释力度。针对解释变量,假设 H1 中 CP(攫取私有收益的水平)的系数为正,在 5%的水平上显著。这表明攫取私有收益的高低确实会对多元化经营产生影响,假设 1 得到验证。回归结果同时支持了多元化经营的代理理论,为控股股东通过多元化经营对中小股东的利益侵占提供了直接证据。控制变量负债率(L_{ev})与多元化经营程度显著负相关,说明负债的治理效应对多元化经营这一代理问题能起到一定抑制作用。

模型 2 是将样本公司按现金流权分组后的回归结果。结果显示攫取私有收益的系数在低现金流权组为负,在高现金流权组为正,但都没有通过显

著性检验。从理论上说,控股股东只要保持控制权,现金流权比例越低,其就越具有获取控制权私人收益的动机。随着现金流权比例的增大,由于控股股东获取控制权私人收益的同时减少了公司价值,从而使得他的共有收益减少,因此,其自身利益与公司的利益会逐步趋同。但是本文的结果没有验证现金流权正向的激励作用,原因在于:在我国法律制度和资本市场制度还不完善的情况下,控股股东攫取私有收益的违规成本比较低,其凭借现金流权从公司经营中获得的共同收益也远远低于控制权私人收益,这无疑会刺激控股股东采取更大程度的侵占行为。因此,现金流权对私有收益与多元化经营的正向影响没有起到弱化作用,假设 2 没有得到验证。

模型 3 是将样本公司按控制权与现金流权的分离程度分组后的回归结果。我们发现攫取私有收

益的系数在两权分离程度高的子样本中显著为正,在两权分离程度低的子样本中系数为正但不显著,说明控制权与现金流权的分离确实增强了终极控股股东侵占其他股东利益、进行攫取行为的动机,从而终极控股股东在控制权私利驱动下的资源配置行为得到强化,多元化经营行为也表现得更加不理性。

模型 4 是将样本公司按控股股东的性质分组后的回归结果。结果显示攫取私有收益的系数在两个子样本中均为正,都通过了显著性检验。如果攫取私有收益的系数在两个子样本中相反且通

过显著性检验,或者系数同为正、负但没有同时通过显著性检验,则说明攫取私有收益对多元化经营的影响在两个子样本中是不同的。但本文的回归结果表明,控股股东性质不同时私有收益对多元化经营的影响是相同的。假设 4 没有得到验证的原因可能在于,我国资本市场的制度缺陷和法律漏洞为攫取控制权私人收益留下了巨大空间,公司的终极控股股东出于自身利益的考虑,往往采取一切手段尽可能融得资金并进行大肆扩张,使得多元化经营也成为民营上市公司代理问题的一个突出表征。

表 4 样本公司的多元化经营程度的回归结果

	模型 1	模型 2		模型 3		模型 4	
	总样本	现金流权 比例低	现金流权 比例高	两权分离 程度低	两权分离 程度高	民营 控股	国有 控股
	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)	系数估计 (T value)
截距	0.037 46 (0.11)	1.334 1** (2.51)	0.715 2 (1.43)	0.573 4 (1.22)	0.715 2 (1.43)	0.248 9 (0.47)	1.597 1** (2.90)
CP	0.028 3** (1.98)	-0.001 91 (-0.66)	0.008 614 (0.58)	0.007 76 (0.62)	0.053 54** (2.54)	0.0178 2* (0.91)	0.011 46* (0.84)
Yeji	0.017 1 (0.62)	0.085 17 (0.85)	0.106 3 (1.03)	0.020 64 (0.69)	0.065 4 (0.74)	0.045 3 (0.85)	0.017 09 (0.53)
Lna	0.128 7* (0.08)	0.140 9* (0.18)	0.186 3* (0.29)	0.233 7* (0.22)	0.258 6* (0.26)	0.014 12 (0.56)	0.128 7* (0.62)
Lev	-0.247*** (-3.18)	-0.313 3* (-1.49)	-0.125 9* (1.25)	-0.173 5** (-2.5)	0.039 51 (0.36)	0.016 67 (0.13)	0.011 15 (0.11)
Dev	-0.054 7 (-0.84)	0.098 6 (0.93)	-0.067 5 (-0.81)	-0.018 91 (-0.15)	-0.053 4 (-0.75)	0.056 99 (0.43)	0.065 4 (0.51)
F	7.238	6.035	2.547	4.436	6.613	6.581	7.128
Prob	0.000 24	0.002 89	0.092 7	0.046 5	0.001 28	0.003 21	0.007 31
adj R ²	0.127	0.108	0.051	0.082	0.114	0.097	0.121

注:括号中的数字为 t 值,***、**、* 分别表示双尾检验在 1%、5%、10% 的水平上显著。

3. 稳健性分析

为了考察研究结果的稳健性,本文作了如下敏感性测试:第一,用熵指数代替赫芬德尔指数;第二,用协议转让价格相对于每股净资产的溢价与转让股份比例的乘积来替代控制权私有收益。然后,对基本模型及各子样本分别进行了重新检验。通过检验,发现研究的主要结论没有受到实质性影

响,说明本文的研究结论是比较稳健的。

五、结论

基于控制权私人收益对财务决策行为影响的视角,本文将大股东控制、私有收益与多元化经营纳入一个分析框架进行分析,利用 2003—2007 年度的混合数据实证检验得到以下结论:

大股东控制下攫取私有收益水平的高低会对

多元化经营程度产生正向影响,多元化经营是大股东侵占中小股东利益的一种手段。进一步的分组分析发现:攫取私有收益对多元化经营的影响没有受到控股股东现金流权比例的影响,但是受到控股股东控制权与现金流权分离程度的影响,在两权分离程度高的子样本中攫取私有收益对多元化经营的影响显著为正,而在两权分离程度低的子样本中攫取私有收益对多元化经营的影响不显著;控股股东性质不同时,攫取私有收益对多元化经营的影响不存在差异。

这些分析结果说明:我国上市公司的多元化经营确实反映出大股东与中小股东的代理问题,而且控股股东控制权与现金流权分离程度越高,攫取私有收益驱动下的多元化经营程度越高。在中国特殊的制度背景下,民营控股股东获取控制权并攫取私人收益的动机同样得到强化,表现为国有、民营控股的上市公司均有在攫取私有收益驱动下的较高程度的多元化经营。因此,要降低无效多元化经营,根本的是要降低我国上市公司的控制权私有收益。可以考虑增加其他大股东的持股比例,对第一大股形成制衡;积极引入外资股等其他性质的股东,改善股权结构。此外,要规范和制衡控股股东行为,还应完善我国的法律制度和资本市场制度。

参考文献:

- [1] Lewellen Wilbur. A pure financial rationale for the conglomerate merger [J]. Journal of Finance, 1971, 26: 521-537.
- [2] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 111-133.
- [3] Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment [J]. Journal of Finance, 2000, 55: 35-80.
- [4] 余明桂,夏新平,张卫东. 董事会结构与企业绩效关系的研究综述及启示 [J]. 当代财经, 2003 (9): 68-71.

- [5] 张翼,李习,徐德音. 代理问题、股权结构与公司多元化 [J]. 经济科学, 2005 (3): 90-99.
- [6] 韩忠雪,朱荣林. 超额控制、董事会构成与公司多元化折价 [J]. 南开管理评论, 2007 (1): 16-20.
- [7] 李增泉,孙铮,王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. 会计研究, 2004 (12): 3-13.
- [8] 雷光勇,刘慧龙. 大股东控制、融资规模与盈余操纵程度 [J]. 管理世界, 2006 (1): 129-136.
- [9] Shleifer M R, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737-783.
- [10] 郝颖,刘星,林朝南. 上市公司大股东控制下的资本配置行为研究——基于控制权收益视角的实证分析 [J]. 财经研究, 2006 (8): 81-92.
- [11] Dyck A, L Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59 (2): 537-600.
- [12] Barclay M J C G, Holdemess. Private Benefits from Control of Public Corporation [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25 (2): 371-395.
- [13] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值 [J]. 经济研究, 2005 (5): 40-51.
- [14] 孙铮,刘凤委,李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构 [J]. 经济研究, 2005 (5): 52-62.
- [15] 曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本 [J]. 经济研究, 2006 (5): 74-86.
- [16] 唐宗明,蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证研究 [J]. 经济研究, 2002 (4): 44-50.
- [17] 叶康涛. 公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究 [J]. 经济科学, 2003 (5): 61-69.
- [18] 韩德宗,叶春华. 控制权收益的理论及实证研究 [J]. 统计研究, 2004 (2): 42-46.
- [19] 郝颖,刘星,林朝南. 大股东控制下的资本投资与利益攫取研究 [J]. 南开管理评论, 2009 (2): 98-106.

(编辑:南 北;校对:段文娟)