

# 中国上市公司多元化经营与公司治理的协同演进研究

——来自中国沪市制造业上市公司的实证检验

薛有志<sup>1</sup>, 顿曰霞<sup>2</sup>, 周杰<sup>3</sup>

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 3. 南开大学 公司治理研究中心, 天津, 300071)

**摘要:** 本文利用中国沪市制造业上市公司的数据, 首先对上市公司近年来多元化经营与公司治理状况的演进及发展进行了分析, 在此基础上, 不仅检验了公司治理制度如何影响我国上市公司的多元化经营决策, 从而对代理理论能否解释我国上市公司多元化经营的动机提供证据, 同时也分析了上市公司转变多元化战略后, 如何对公司治理制度进行调整及修正, 从而验证多元化经营与公司治理的协同演进关系。

**关键词:** 多元化经营; 公司治理; 协同演进

**中图分类号:** TU352.110.4 **文献标识码:** A

## 1 引言

公司治理作为协调参与各方权责利的制度安排, 在实现权力制衡的同时, 更强调决策的科学(李维安, 2001)。<sup>[1]</sup>而作为公司成长重要途径之一的多元化经营是公司层面的重要战略决策, 必然受到公司治理制度的影响。并且, 公司在实施多元化经营之后, 所面临的市场环境以及内部的组织安排也会发生一定的变化, 从而对参与公司初始契约各方的权责利进行调整成为必然。因此, 多元化经营与公司治理之间存在着一定的相互作用机制, 在现有公司治理制度影响多元化经营决策的同时, 多元化经营的实施又必然要求公司治理制度进行一定的调整与修正。但目前的研究更侧重于从代理理论的视角研究公司治理对多元化经营决策的影响, 对多元化战略的实施如何影响公司治理调整与变化的研究还不多见。本文利用我国沪市制造业上市公司的数据, 通过分析我国上市公司近几年来多元化经营与公司治理的发展现状, 揭示二者之间的协同演进过程, 从而对于深刻认识及合理利用多元化经营与公司治理之间的关系, 保持二者的互适性, 指导上市公司适时地构建及调整治理结构保持多元化经营的顺利实施, 形成二者的良性互动循环具有一定的理论与现实意义。

## 2 文献述评

无论是实现权力制衡还是决策科学, 公司治理都要对经理人的无效多元化经营行为进行有效的抑制, 不管这种无效行为是出于管理层的自利动机还是出于其错误认知等原因导致的决策失误。然而, 现实中“多元化折扣”现象的存在使得人们只是关注由管理者自利动机导致的无效多元化经营行为, 因为管理者经常以提高自身报酬、权力与威望, 巩固职位的完全性(Shleifer and Vishny, 1989), 分散人力资本风险为动机进行多元化经营(Amihud and Lev, 1981)。国外学者 Berger 和 Ofek(1994), Lang 和 Sulz(1994), Servaes(1996)等都利用实证数据证实多元化经营会损害企业的价值; 国内学者余晖、周林(1998), 李玲、赵玉刚(1998), 袁芳、陈宇(2002), 傅继波、杨朝军(2005)等证明了“多元化折扣”同样存在于我国的企业中。而抑制管理者的自利行为, 减少代理成本无疑是公司治理的职能, 因此,

代理理论成为连接多元化经营与公司治理的桥梁。

Denis 等 (1997) 基于代理理论研究了股权结构与多元化经营之间的关系, 证明多元化经营水平与管理者持股比例以及外部大股东的持股比例存在负相关关系, 并且多元化经营水平的降低一般都伴随着外部控制权市场威胁、财务危机或管理者更替等。所以, 他们认为代理成本能够合理地解释企业保持低效多元化经营的动机。<sup>[2]</sup> Liebeskind 和 Opler (1994) 的研究表明, 由于私人公司具有较高的股权集中度, 其多元化经营程度低于公众公司。Anderson 等 (2000) 从验证代理理论作为多元化经营动机的解释原因出发, 研究了多元化经营公司与专业化经营公司之间治理结构的差异及对公司价值的影响, 认为由于治理机制替代效应的存在使得代理理论不能成为“多元化折扣”的完整理论解释。<sup>[3]</sup> Sigh (2004) 也提出虽然多元化经营公司与专业化经营公司的治理结构存在一定的差异, 但是这种差异不能完全用代理理论解释, 企业的生命周期理论可以部分地解释这种差异。<sup>[4]</sup> 所以, 代理理论并非连接多元化经营与公司治理关系的唯一理论基础。

国内关于多元化经营与公司治理关系的研究, 思路也是遵循国外, 即以代理理论为依据研究公司治理对多元化经营的抑制作用。金天、余鹏翼 (2005) 从股权结构对企业多元化经营影响的角度进行了分析, 认为国有股对多元化经营有抑制作用, 而法人股与流通股与企业的多元化经营程度正相关。<sup>[5]</sup> 余鹏翼、李善民、张晓斌 (2005) 认为管理者持股比例与公司多元化经营程度呈现非线性关系。<sup>[6]</sup> 牛晓然 (2003) 基于代理成本理论, 选用了多个公司治理变量, 利用相关分析分别研究每个公司治理变量与多元化经营水平之间的相关性。<sup>[7]</sup> 秦拯、陈收、邹建军 (2004) 则是用 Wrigley & Rumelt 的分类方法, 对各种多元化经营类型的公司治理变量进行了方差分析, 结论基本支持了代理理论, 认为代理理论能够合理解释中国上市公司选择多元化经营的动机。<sup>[8]</sup>

通过以上论述发现, 现有的研究多是基于代理理论探讨公司治理制度对无效多元化经营决策的抑制作用, 或是对代理理论解释多元化经营动机合理性的验证。这些研究对于验证我国上市公司进行多元化经营的动机, 指导上市公司建立合理的公司治理结构保证多元化经营决策的科学性提供了一定的有益借鉴, 但是对企业在实施多元化经营之后, 如何对公司治理制度进行调整与修正却极少论及。Hill, Hosskison, Hitt, Baysinger (1987, 1990, 1990, 1992) 在研究多元化经营类型与 M 型组织结构、控制系统、董事会特征的匹配关系时对此有所涉及, 但他们是从匹配关系的静态视角研究, 并没有对一个具体的企业在实施或转变多元化战略后其公司治理制度如何动态调整变化进行研究, 所以, 对于多元化经营与公司治理关系的系统研究还不够。而且, 我国集中的股权结构以及不发达的外部治理机制与英美国家分散的股权结构以及发达的外部治理机制形成对比, 从而使得不同制度背景下多元化经营与公司治理的关系可能存在差异。因此, 本文利用我国上市公司的数据, 在对我国上市公司近年来多元化经营与公司治理状况的演进及发展进行分析的基础上, 不仅验证了公司治理如何影响我国上市公司的多元化经营决策, 从而对代理理论能否解释我国上市公司进行多元化经营的动机提供证据, 同时也对上市公司在转变多元化战略时, 如何对公司治理制度进行调整以及修正进行分析, 验证多元化战略的转变对公司治理制度提出的新要求, 从而体现二者之间的动态适应性。

### 3 研究设计

#### 3.1 研究思路与方法

我们以中国上市公司为样本对多元化经营与公司治理的协同演进关系进行验证。首先利用描述性统计、均值比较等方法对样本企业的多元化经营及公司治理状况的演进及现状进行

分析。然后，一方面利用多元回归的方法研究公司治理对多元化经营水平的影响，另一方面，根据企业增减业务部门的情况，把样本企业分成多元化经营业务不变样本组、增加样本组及减少样本组，并利用配对检验方法对这三组企业公司治理变量变化的差异进行研究，从而对两者之间的协同演进关系进行验证。

### 3.2 样本选取与数据来源

为了排除上市初期股价不平稳以及行业因素的影响，我们选用了沪市 1998 年 12 月 31 日以前上市的制造业公司为样本，剔除数据披露不完整的样本，每年的样本量均为相同的 186 家企业。通过查阅上市公司的年报收集了其 2002-2004 年的多元化经营分类报告数据以及管理者持股比例的数据，样本的股权结构数据、董事会数据、财务数据主要来自《CSMAR 数据库》。

### 3.3 变量的选择与定义

关于多元化经营水平的度量，我们采用了 SIC 码个数计算方法、Herfindahl 指数以及熵指数三种方法，以相互印证。SIC 码计算方法源于国民经济分类代码，企业进入前两位相同的 SIC 码行业属于相关多元化经营，进入前两位 SIC 码不同的行业属于非相关多元化经营 (Pal, R.2004 等)。我们通过年报中查阅的数据获取企业主营业务收入的分类产品信息，按国民经济分类代码给每一种产品编码，并以此为标准计算进入的 SIC 两位数行业数、四位数行业数，并分别依据进入的每一个两位与四位数行业收入占总收入的百分比计算相应的 Herfindahl 指数和熵指数。多元化经营水平度量变量的说明如表 1 所示。

公司治理变量我们选择了代表股权特征的股权集中度(前十大股东持股比例的平方和)、第一大股东的持股比重、第二至十大股东的持股比重、流通股的比重、是否存在 B 股或 H 股五个指标；代表董事会特征的董事会规模、独立董事的数量及比重三个指标；代表管理层薪酬的前三名管理者的薪酬、管理者的持股比重（仅指管理人员）两个指标。

表 1 多元化经营水平度量变量说明表

变量名	变量涵义	计算方法 <sup>①</sup>
SIC2(4)	进入的国民经济行业分类代码两位(四位)行业数	按国民经济行业分类代码两位(四位)计数 <sup>②</sup>
H2(4)	按国民经济行业分类代码两、四位数计算的 Herfindahl 指数	$\sum_{i=1}^N P_i^2$ ( $P_i$ 为每个 SIC2(4) 行业收入占比) <sup>③</sup>
S2(10)	按国民经济行业分类代码两位数计算的熵指数	$-\sum_{i=1}^N p_i \cdot \ln(p_i)$ ( $P_i$ 为每一个 SIC2 行业收入比) <sup>④</sup>
S4(10)	按国民经济行业分类代码四位数计算的熵指数	$-\sum_{i=1}^N p_i \cdot \ln(p_i)$ ( $P_i$ 为每一个 SIC4 行业收入比) <sup>④</sup>
RD	相关多元化熵指数	S4-S2 <sup>⑤</sup>

## 4 2002-2004 年样本企业多元化经营与公司治理的演进与现状

我们首先对样本企业在不同多元化经营类型之间的分布特征进行了描述，然后分别对样本企业 2002-2004 年多元化经营水平及公司治理变量的变化情况进行了分析。

### 4.1 样本企业的分布

我们首先根据国民经济行业分类代码标准将样本企业分为专业化经营（在同一个SIC4行业中经营）、相关多元化经营（在同一个SIC2行业、多个SIC4行业中经营）与非相关多元化经营（在多个SIC2行业中经营），并在表2列出了样本的分布情况。当然在非相关多元化经营类型企业中很可能会同时存在相关多元化经营的情况，但在这里我们没有细分，只是意图从整体上反映我国企业对多元化经营类型的偏好。

表2 2002-2004年样本企业按多元化经营类型的分布

年度	专业化经营	相关多元化经营	非相关多元化经营	总和
2002	26	36	124	186
	14.52%	18.82%	66.66%	100%
2003	28	32	126	186
	15.59%	16.67%	67.74%	100%
2004	35	30	121	186
	18.82%	16.13%	65.05%	100%

从表2可以看出，我国制造业上市公司更多地采用非相关多元化经营，三年非相关多元化经营样本的比重均在70%左右，186家样本中从事非相关多元化经营的样本均占到120多家。从事专业化经营与相关多元化经营的样本数量基本持平，均在30家左右，占样本总体的比重均在15%左右。三年中，不同多元化经营类型企业的分布基本保持稳定，如专业化经营的企业由2002年的26家增加至2003年的28家，又增加到2004年的35家，变化幅度很小。相关多元化与非相关多元化企业也是如此。所以，尽管存在单个企业在不同多元化经营类型之间变动的情况，但是总体样本在不同多元化经营类型之间的分布基本保持稳定，三年中没有表现出向某一类多元化经营类型集中的情形。

#### 4.2 2002-2004年样本企业多元化经营水平的描述性统计

我们对2002-2004年样本企业多元化经营水平的情况进行了描述，如表3所示。

表3 2002-2004年样本企业多元化经营水平均值的描述

年度	Variable	No. of obs.	Mean	Min.	Max.	S.D.
2002年	SIC4	186	2.97	1	8	1.575
	H4	186	0.6803	0.2033	1.0000	0.2301
	UD	186	0.3656	0.0000	1.6574	0.3611
	RD	186	0.1880	0.0000	1.6574	0.4073
	TD	186	0.5536	0.0000	1.2603	0.2870
2003年	SIC4	186	2.89	1	9	1.580
	H4	186	0.6923	0.2079	1.0000	0.2310
	UD	186	0.3580	0.0000	1.5605	0.3676
	RD	186	0.1813	0.0000	1.27	0.2754
	TD	186	0.5393	0.0000	1.6941	0.4158
2004年	SIC4	186	2.90	1	9	1.628
	H4	186	0.6915	0.1409	1.0000	0.2417
	UD	186	0.3795	0.0000	1.8682	0.3902
	RD	186	0.1603	0.0000	1.2390	0.2546
	TD	186	0.5398	0.0000	1.8682	0.4349

从表3看出, 2002-2004年, 企业的多元化经营水平呈现出先下降再上升的格局。从2002-2003年, 无论是SIC码个数还是H指数和熵指数都有了小幅度的减少。四位数SIC码个数从2.97下降到2.89, 相关多元化度从0.1880下降到0.1813, 非相关多元化度从0.3656减少到0.3580, 总体多元化度从0.5536下降到0.5393。而2004年的多元化经营程度又表现出小幅度的增长。四位数SIC码个数从2.89增加到2.90, 考虑到计算方法的精确性, 可以认为基本没有发生变化, H指数从0.6923下降到0.6915, 总体多元化水平从0.5393增加到0.5398, 变化的幅度也很小。虽然总体的变化幅度不大, 但是相关多元化度却从0.1813下降到0.1603, 非相关多元化度从0.3580增加到0.3795, 经历了一个较大幅度的反向变化, 两者的共同影响使得总体多元化度发生了很小的变化。

#### 4.3 2002-2004年样本企业治理变量的变化情况

我们对2002-2004年样本企业治理变量的变化情况进行了分析, 如表4所示。

由表4可以看出, 从2002年到2004年, 我国沪市制造业上市公司的治理结构状况经历了一些比较显著的变化。首先, 股权集中度2002-2004年有显著的减少。具体表现为第一大股东的持股比例每年都显著减少, 第二至十大股东的持股比例2002-2004年显著增加, 并且流通股的比例每年也均有显著的增加。从绝对数值来看, 样本企业第一大股东的平均持股比重每年均在40%以上, 拥有绝对的控制权, 第二至十大股东的持股比重在17%左右, 与第一大股东存在较大的差距。流通股比重的均值在40%左右。董事会规模平均在10人左右, 并且每年都在减少, 但均不显著。独立董事的规模一般在3人左右, 并且独立董事的规模与比例每年都在显著增加, 这与国家政策的推动是分不开的。证监会要求截至2003年6月, 上市公司中独立董事人数必须达到全体董事人数的三分之一, 从表中的数据来看, 2003年底独立董事的比例接近三分之一, 2004年则正在三分之一的边界上, 这在一定程度上体现了上市公司的政策应对心理, 只是从被动意义上接受, 而没有充分认识到独立董事存在的必要性, 从而使得我国企业中的独立董事不能真正地发挥作用。前三名管理者的薪酬表现出持续的高增长趋势, 从2002年的30万左右增长至2004年的50万以上, 每年平均增长10万左右, 而管理者的持股比例均值却在不断减少, 虽然不具有显著性, 并且从绝对数值看, 我国上市公司中管理者的持股比重是比较小的。

表4 2002-2004年公司治理变量的均值比较

变量	2002年	2003年	2004年	2002-2003年	2003-2004年	2002-2004年
sharec	0.2621	0.2498	0.2500	-0.0123 (0.000)	0.0002 (0.066)	-0.0121 (0.000)
Top1	0.4644	0.4488	0.4374	-0.0156 (0.000)	-0.0114 (0.000)	-0.0270 (0.000)
top2-10	0.1618	0.1697	0.1902	0.0079 (0.326)	0.0205 (0.103)	0.0284 (0.101)
cirsh	0.4059	0.4095	0.4130	0.0036 (0.003)	0.0035 (0.001)	0.0071 (0.000)
boardn	10.03	9.84	9.77	-0.1900 (0.238)	-0.0700 (0.678)	-0.2600 (0.164)
inden	2.33	3.14	3.26	0.8100 (0.000)	0.1200 (0.001)	0.9300 (0.000)
inder	0.2369	0.3202	0.3334	0.0833 (0.000)	0.0132 (0.000)	0.0965 (0.000)
compen3	324257.52	428552.57	522211.96	104295.05 (0.000)	93659.39 (0.000)	197954.4 (0.000)
mshare	0.000030	0.000025	0.000024	-0.000005 (0.300)	-0.000001 (0.842)	-0.000006 (0.159)

注: 其中 sharec 表示股权集中度, top1 表示第一大股东持股比重, top2-10 表示第二到第

十大股东的持股比重, *cirsh* 表示流通股比重, *ROA* 表示资产收益率, *boardn* 表示董事会规模, *inden* 表示独立董事的数量, *inder* 表示独立董事的比例, *compen3* 表示前三名管理者的薪酬, *mshare* 表示管理者的持股比例, *debt* 代表负债比重, *TQ* 代表托宾 *Q* 值。 *rev* 代表收入, *asset* 代表资产, *debt* 代表负债。下同。

## 5 我国上市公司多元化经营与公司治理协同演进关系的实证检验

### 5.1 公司治理对多元化经营的影响

我们利用多元回归分析方法检验公司治理对多元化经营水平的影响, 模型如下所示:

$$divers = \alpha_0 + \alpha_1 governance + \alpha_2 control + \varepsilon$$

其中: *divers* 表示企业多元化经营水平, 为保持结果的稳健性, 我们分别对 *H4*, *S4* 进行回归, *governance* 表示公司治理变量, *control* 表示控制变量, 我们分别选取收入的自然对数、上市时间的自然对数作为控制变量, 因为我们的样本均为制造业企业, 所以, 没有控制行业变量。回归结果如表5所示。

从回归结果看出, 选取的控制变量中, 企业的规模与多元化经营水平之间存在负相关关系, 但稳健性较差。上市时间与多元化经营水平也存在负相关关系, 且基本上所有模型均通过了显著性检验。说明我国的制造业企业中, 新上市的公司更加追求多元化经营, 以获取更多的成长机会, 而西方的研究 (Denis, Denis, Sarin, 1997; Singh, Mathur, Gleason, 2004等) 表明规模大、上市时间长的企业多元化经营程度较高。这与我国的制度背景有着直接的联系, 由于新上市公司的股权结构更加合理, 国有股的比重较早上市的公司要少, 经营机制更加灵活, 更能对市场的需求产生及时地响应, 从而使得其多元化经营的程度较高。另一方面, 较早上市的公司已经经历了多元化经营的过程, 从中找到了自己具有优势的主导业务方向, 把不相关的业务进行了剥离, 使得其多元化经营程度较低。

表5 多元化经营水平与公司治理变量的多元回归模型

变量名	Model 1 (S4)	Model 2 (S4)	Model 3 (S4)	Model 4 (H4)	Model 5 (S4)	Model 6 (H4)	Model 7 (S4)	Model 8 (H4)
constant	1.247 <sup>***</sup> (0.000)	1.339 <sup>***</sup> (0.000)	1.650 <sup>***</sup> (0.000)	0.016 (0.927)	1.601 <sup>***</sup> (0.000)	0.052 (0.776)	1.399 <sup>***</sup> (0.000)	0.154 (0.429)
lnrev	-0.014 (0.303)	-0.019 (0.173)	-0.019 (0.164)	0.015 <sup>**</sup> (0.056)	-0.012 (0.404)	0.011 (0.167)	-0.018 <sup>***</sup> (0.025)	0.014 (0.109)
lnsize	-0.150 <sup>***</sup> (0.028)	-0.160 <sup>***</sup> (0.020)	-0.159 <sup>***</sup> (0.020)	0.080 <sup>***</sup> (0.038)	-0.165 <sup>***</sup> (0.021)	0.078 <sup>**</sup> (0.050)	-0.147 <sup>***</sup> (0.049)	0.066 (0.115)
bhshare	0.104 <sup>**</sup> (0.069)	0.144 <sup>***</sup> (0.014)	0.145 <sup>***</sup> (0.013)	-0.064 <sup>**</sup> (0.051)	0.200 <sup>***</sup> (0.002)	-0.098 <sup>***</sup> (0.006)	0.195 <sup>***</sup> (0.002)	-0.095 <sup>***</sup> *(0.007)
sharec	-0.520 <sup>***</sup> (0.000)							
Top1		-0.681 <sup>***</sup> (0.000)	-0.685 <sup>***</sup> (0.000)	0.374 <sup>***</sup> (0.000)	-0.808 <sup>***</sup> (0.000)	0.435 <sup>***</sup> (0.000)	-0.809 <sup>***</sup> (0.000)	0.437 <sup>***</sup> (0.000)
Top12		-0.101 (0.870)						
Top2-10		-0.644 <sup>***</sup> (0.000)	-0.647 <sup>***</sup> (0.000)	0.310 <sup>***</sup> (0.001)	-0.763 <sup>***</sup> (0.000)	0.368 <sup>***</sup> (0.000)	-0.811 <sup>***</sup> (0.000)	0.392 <sup>***</sup> (0.000)
lnboardn							0.148 (0.100)	-0.075 (0.136)
lnder							-0.147 (0.570)	0.118 (0.414)
bmshare					-560.72 <sup>***</sup> (0.033)	250.807 <sup>**</sup> (0.087)	-542.24 <sup>***</sup> (0.040)	243.083 <sup>**</sup> (0.098)
Adj. R <sup>2</sup>	0.035	0.042	0.043	0.042	0.053	0.049	0.056	0.052
F值	6.001 <sup>***</sup>	5.032 <sup>***</sup>	6.043 <sup>***</sup>	5.927 <sup>***</sup>	6.023 <sup>***</sup>	5.603 <sup>***</sup>	4.962 <sup>***</sup>	4.673 <sup>***</sup>

股权结构对企业的多元化经营水平具有显著的影响。第一大股东的持股比例与多元化经营水平呈现出负相关关系，回归系数较高，且均通过了1%水平的显著性检验。在模型2中，我们加入了第一大股东持股比例的平方，为了避免其与第一大股东持股比例之间的严重共线性，我们对第一大股东的持股比例进行了中心化处理，利用中心化后的值计算其平方项，发现第一大股东持股比例与多元化经营水平之间仍然呈现出显著的负相关关系，回归系数为-0.681，显著性水平为1%，但第一大股东持股比例平方的回归系数为-0.101，没有通过显著性检验，因此，在我们的研究中，第一大股东的持股比例与多元化经营水平并没有呈现出曲线关系，对此的合理解释在于，我们的样本中，第一大股东持股比例的均值2002-2004年均均在40%以上，这样的股权结构决定了第一大股东的利益与企业利益具有很强的一致性，从而没有表现出曲线关系。第二到十大股东的持股比重与多元化经营水平存在负相关关系，回归系数也较高，且均通过了1%水平的显著性检验。同时，股权集中度越高，多元化经营程度越小，拥有B股或H股的企业多元化经营程度较高。另外，虽然董事会规模、独立董事的比重分别与多元化经营水平表现出正向与负向的影响关系，但是均未通过显著性检验或者结果不具有稳健性。管理者的持股比重与多元化经营水平表现出了负相关关系，且在模型5-8中均通过了显著性检验。即管理者持股比重越大，多元化经营水平越低，说明虽然我国企业中管理者的持股比重并不是很高，但是有效的股权激励确实能够对无效多元化经营水平起到一定的抑制作用。因此，尽管我国企业的股权结构、治理特征与西方国家存在较大的差异，但代理理论仍然可以解释我国企业进行多元化经营的动机。

## 5.2 不同多元化战略企业治理结构的差异

为了动态地分析多元化经营对公司治理结构的影响，我们根据样本企业2002-2004年业务单元个数(SIC4)的变化把样本企业分成多元化经营业务增加样本组、多元化经营业务不变样本组与多元化经营业务减少样本组，并分别对相应的公司治理变量进行了配对检验，分析业务部门的增减是否导致相应公司治理变量的不同变化。在分类过程中，排除掉专业化经营的样本18家，同一年内多元化经营部门数同时增加和减少的样本2家，2003年增加、2004年减少或2003年减少、2004年增加的样本16家，最终2002-2004年多元化经营业务增加的样本为38家，不变的为71家，减少的为41家。表6列出了各组样本公司治理变量的配对检验结果。

由表6可以看出，多元化经营业务增加样本组与减少样本组的H4与S4值都有了显著的变化，多元化经营业务不变样本组的S4变化显著，但H4变化不显著。三组样本的第一大股东持股比例都显著减少，流通股的比重都显著增加。而且，独立董事的数量及比例也都显著增加，且均在1%水平上显著，董事会的规模均在缩小，且多元化经营业务增加样本组董事会规模的减少具有显著性，其他两组样本董事会规模的减少不具有显著性。这与西方学者Sanders和Carpenter（1998）的研究不一致，他们认为随着多元化经营水平的提高，企业所面临环境的复杂性增加，需要处理的信息数量及异质性增加，所以，应扩大董事会的规模。<sup>[9]</sup>而我国企业董事会规模的变化更多地体现了政策的推动。证监会关于上市公司独立董事比例的严格规定使得三组样本企业的董事会规模均呈现出缩小的趋势。三组样本的第二至十大股东的持股比例都有所增加，且只有多元化经营业务不变样本组在10%水平上显著，其他两组均不显著。第一大股东持股比例的减少与第二至十大股东持股比例的增加最终使得第二组和第三组的股权集中度显著减少，只有第一组的变化不显著。所以，虽然三个样本组的多元化经营业务的增减呈现出不同的变化趋势，但是由于受到我国现代企业制度改革的影响，随着国有股权的逐步退出以及独立董事制度强制性规定的出台，使得第一大股东的持股比例、流通股比重、独立董事的规模与比例的变化在各组之间并没有表现出显著差异，但是不同的样本组在多元化经营业务变化前后，其股权集中度、第二至十大股东的持股比例以及董事会规模的变化的确体现出了一定的差异。

表 6 2002-2004 多元化经营业务部门数不同变化样本组变量的配对检验

样本 变量	多元化部门数不变样本 第一组		多元化部门数增加样本 第二组		多元化部门数减少样本 第三组	
	2002年	2004年	2002年	2004年	2002年	2004年
H4	0.6172	0.6361 (0.106)	0.6912	0.5759 (0.009)	0.6448	0.7527 (0.001)
S4	0.6494	0.6141 (0.051)	0.5325	0.7761 (0.001)	0.6234	0.4311 (0.000)
sharec	0.2407	0.2312 (0.152)	0.2563	0.2374 (0.078)	0.2623	0.2605 (0.006)
Top1	0.4384	0.4182 (0.012)	0.4673	0.4310 (0.009)	0.4660	0.4583 (0.014)
top2 10	0.1825	0.2120 (0.056)	0.1532	0.1737 (0.874)	0.1418	0.1456 (0.490)
Cirsh	0.414	0.4187 (0.002)	0.4097	0.4239 (0.011)	0.4104	0.4133 (0.058)
inden	2.3099	3.3944 (0.000)	2.1842	3.1579 (0.000)	2.1951	3.1707 (0.000)
inder	0.2282	0.3332 (0.000)	0.2258	0.3344 (0.000)	0.2297	0.3355 (0.000)
boardn	10.27	10.21 (0.850)	9.95	9.39 (0.054)	9.85	9.46 (0.259)
Compen3	329206.97	488187.51 (0.000)	292443.97	607198.30 (0.000)	364787.16	508929.51 (0.000)
mshare	0.000036	0.000029 (0.548)	0.000019	0.000009 (0.100)	0.000030	0.000035 (0.868)
样本量	71	71	38	38	41	41



从管理者的薪酬来看,三组样本都呈现出显著的增长趋势,其中,2002年多元化经营业务增加样本组的管理者薪酬最低,管理者持股比例也最低。但是2004年,多元化经营业务增加样本组的管理者薪酬却成为三组中最高的,并且第一二组的管理者持股比重都在下降,且多元化经营业务增加样本组管理者持股的减少在10%水平上显著,同时第三组的管理者持股比重却有所上升但不具有显著性。这与Sanders和Carpenter(1998)及Duru和Reed(2002)的研究结论不同,他们提出在多元化经营企业中,管理者专有资产的形成使得对其监督变得困难,需要更多地采用股权激励使管理者的利益与企业一致,所以多元化经营水平的增加会导致管理者持股的增加。<sup>[10]</sup>这种差异与股权激励在我国企业的管理者薪酬中所占比重较小以及管理者的风险规避心理相关联。因此,无论多元化经营业务部门数如何变化,管理者的薪酬都会呈现出增加的趋势,但在多元化经营业务部门增加的企业中,管理者薪酬会有十分显著的增加,从而弥补管理层持股比重减少所带来的收益减少,同时也说明了在多元化经营业务部门较多的企业中,管理者的风险规避心理会使其更偏好现金薪酬而非股权收益。而多元化经营业务部门减少的样本组可能会伴随着较高的管理者持股,同时结合上面回归分析的结论,管理者持股比重的增加能够对企业多元化经营水平起到有效的抑制作用,所以,尽管我国上市公司中的管理者持股比重并不高,但其与多元化经营水平之间却存在较强的负相关关系,适当增加对管理者的股权激励,可以减少上市公司的无效多元化经营,但是当多元化经营水平达到一定高的程度,管理者的风险规避心理会使其更加偏好现金薪酬激励,股权激励的有效程度将降低。

综上所述,虽然政策的推动使得各样本组的第一大股东持股比重、流通股比重、独立董事的规模及比例呈现出相似的变化,但股权集中度、第二至十大股东的持股比重、管理者持股以及董事会规模的变化在各组之间却表现出一定的差异。同时,基于代理理论,公司治理制度能够对上市公司的多元化经营产生一定的影响,因此,多元化经营与公司治理之间存在着协同演进的关系,在公司治理影响多元化经营决策的同时,多元化战略的实施或转变又会对公司治理提出新的要求,二者相互影响,协同发展。

## 6 结论

本文利用我国沪市制造业上市公司2002-2004年的数据对多元化经营与公司治理的协同演进关系进行了验证,得出了以下几点结论:

1. 我国制造业上市公司更倾向于进行非相关多元化经营,这与我国的制度背景是分不开的。同时,受企业制度改革的影响,我国上市公司的治理结构近年来发生了一些显著的变化,如股权的不断分散化、独立董事人数以及比例的增加、管理者薪酬的增加等。

2. 公司治理制度,尤其是股权结构会显著地影响企业的多元化经营水平,代理理论在一定程度上可以解释我国企业进行多元化经营的动机。而且,在我们的研究中,管理者持股比重与多元化经营水平表现出了显著的负相关关系,说明虽然我国上市公司中管理者持股比例较低,但股权激励的确能够有效抑制管理层的低效多元化经营行为。同时,研究还发现,当管理者持股比例达到一定水平,管理者的风险规避心理会使其相对股权激励更偏好于现金薪酬激励。

3. 尽管由于国家政策的推动使得多元化经营业务部门不同变化企业的股权结构等公司治理机制的变化趋同,但多元化经营业务的不同变化的确会对董事会规模、管理者持股等公司治理机制产生影响,且制度背景的差异使得我国企业在改变多元化经营水平之后的一些公司治理机制的变化与西方国家的企业有所不同。因此,多元化经营与公司治理之间存在相互的影响关系,它们互相推动,协同发展。

## 参考文献

- [1] 李维安.公司治理 [M].南开大学出版社, 2001.
- [2] Dennis D J, Denis D, A Sarin. Agency problems, equity ownership and corporate diversification [J]. Journal of Finance, 1997, (52):135-160.
- [3] Anderson, Ronald C, Thomas W Bates, John M Bizjak, Michael L Lemon. Corporate Governance and Firm Diversification [J]. Financial Management, 2000: 5-22.
- [4] Singh Monahar, Mathur Ike, Gleason, Kimberley C. Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms. Financial Review [J]. 2004, (39): p489-526.
- [5] 金天,余鹏翼.股权结构、多元化经营与公司价值:国内上市公司的证据检验 [J].南开管理评论,2005(6).
- [6] 余鹏翼,李善民,张晓斌.上市公司股权结构、多元化经营与公司绩效问题研究 [J].管理科学,2005(2).
- [7] 牛晓然.公司治理结构对多元化战略的影响研究 [D].重庆大学,2003.
- [8] 秦拯,陈收,邹建军.中国上市公司的多元化经营与公司治理结构 [J].管理学报,2004(9).
- [9] W M. Gerard Sanders, Mason A Carpenter. Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition and Board Structure [J]. Academy of Management Journal, 1998, (41):158-178.
- [10] Augustine Duru, David M Reeb. Geographic and Industrial Corporate Diversification: The Level and Structure of Executive Compensation [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2002,(17):1-24.

## A Study on the Synergic Evolution of Diversification and Corporate Governance in Chinese Listed Companies

---using data of Chinese Listed manufacturing Companies in Shanghai

Xue You-zhi<sup>1</sup> Dun Yue-xia<sup>2</sup> Zhou Jie<sup>3</sup>

(1. The Research Center of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China ;2. The Research Center of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China ;3. The Research Center of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** In this paper, we first analyze the recent development of diversification and corporate governance using data of Chinese listed manufacturing industry companies in Shanghai. We not only testify the effects of corporate governance on the diversification decision of listed companies in China and provide evidence that the agency theory is the reasonable explanation of the motivation of diversification in listed companies. We also analyze how corporate governance should adjust and amend after the change of business segments or that diversification strategy to validate the requirements on corporate governance by the change of diversification strategy, thus the synergic evolution relationship between diversification and corporate governance is testified.

**Key Words:** corporate diversification; corporate governance; synergic evolution

**收稿日期:** 2007-5-10

**基金项目:** 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“上市公司多元化经营与公司治理互动关系研究”。

**作者简介:** 薛有志(1965-), 男, 吉林集安人, 南开大学商学院副院长、教授、博士生导师。

顿曰霞(1980-), 女, 山东德州人, 南开大学公司治理研究中心博士生。

周杰(1980-), 男, 天津人, 南开大学公司治理研究中心博士生。