

多元化经营、董事会结构与公司价值

——基于中国深市制造业上市公司的实证研究

周杰¹，薛有志²

(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)

摘要: 多元化经营是公司层战略的重要形式, 但随着失败案例的不断出现, 国内外学者对其提出了很多质疑。如何构建有效的控制机制保证多元化的正确决策成为理论界的研究重点, 但忽略了多元化经营的管理问题。本文在检验了多元化经营与公司价值关系的基础上, 不仅从决策层面探讨董事会结构对多元化经营的影响, 而且从运营的角度分析了不同董事会结构下多元化价值效应的差异, 探讨了董事会结构在多元化经营过程中影响。

关键词: 多元化经营; 董事会结构; 公司价值

中图分类号: TU352.110.4 **文献标识码:** A

1 研究背景

多元化经营是否可以提高公司价值是理论界与企业界长期关注的问题。相关理论研究表明, 多元化经营可以通过“协同效应”、“范围经济”、构建有效内部资本市场与扩大负债容量等优势提高公司价值, 从而产生“多元化溢价”的现象。然而, 随着实践界多元化战略的频频失败, 此观点开始受到挑战。大量学者证实了多元化经营损害公司价值的结论, 提出“多元化折扣”观点。^[1-7]相应地, 一些研究基于委托代理问题从管理者实施多元化决策动机的层面探索“多元化折扣”现象产生的原因, 并认为企业进行多元化经营是一种“管理机会主义”行为, 损害了股东利益。Jensen(1986)^[8]与 Stulz(1990)^[9]认为管理者进行多元化经营通常是为了增加企业规模与提高自身人力资本的竞争力。Shleifer 和 Vishny(1989)^[10]的研究表明, 管理者可以利用多元化经营来巩固自己职位的安全性。还有一些学者认为, 由于人力资本投资与证券投资不同, 不可以通过投资组合来分散风险, 管理者选择多元化经营存在分散人力资本风险的个人动机。因此, 以控制监督为目的的公司治理制度与多元化经营的关系便成为该领域的另一研究视角。Denis 等(1997)^[11]基于代理问题研究了内部股权结构、外部治理机制与企业多元化经营之间的关系。文章表明外部大股东可以起到降低企业多元化倾向的作用; 在探讨管理者股权结构与企业多元化水平关系时又发现二者负相关, 进一步支持了多元化经营代理成本的存在。但这些研究仅仅停留在公司治理结构对以个人利益为导向的多元化决策的抑制作用, 而没有进一步研究不同公司治理结构对多元化经营过程的价值效应。因为“多元化折扣”的产生不仅仅是由于多元化决策的非最优化, 同时还依赖于多元化经营过程中所出现的非效率问题。一些学者通过研究发现, 多元化经营对公司价值的损害在于无法保证公司各经营部门的有效协调以及代理问题恶化而导致的运营成本上升。^[12-13]

近几年, 国内学者也开始对多元化经营的经济效应进行了研究,^[14-16]但由于研究方法与度量指标的差异, 所得到的结论尚不统一。此外, 一些学者也探讨了一些公司治理结构对多元化水平的影响。金天和余鹏翼(2005)^[17]从股权结构的角度对企业的多元化经营进行了分析, 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水平正相关。余鹏翼等(2005)^[18]认为管理者股权比例与公司多元化水平呈现非线性关系。上述研究仅从解决决策中代理问题的视角展开的, 并没探讨治理结构对多元化经济效应的影响。

不可否认,抑制“管理机会主义”下的多元化经营动机对于提高公司价值非常重要,不同的公司治理结构对于管理者决策的监督与激励机制是不同的,从而导致对多元化经营的影响,但这仅仅是停留在决策的层面上,多元化经营实施后治理环境发生了相应的变化,那些可以保证合理多元化经营决策的治理结构是否也可以保证多元化经营组织的高效运作同样是一个值得研究的问题,解决这一问题就必须首先对治理结构、多元化经营与公司价值三者的关系进行系统的研究。本文基于董事会结构的差异,对中国上市公司多元化经营问题进行实证研究,分别从决策层面与经营层面探讨了如何提高多元化产生的经济价值的问题。

2 研究假设

2.1 多元化与公司价值

多元化经营可以通过“范围经济”与“协同效应”等方式给企业带来收益,同时多元化经营也会给企业带来相应的管理成本。多元化经营能否提高公司价值取决于是否拥有相应的机制保证其优势的充分发挥,同时降低与此相关的成本。另一方面,在所有权与经营权相分离的现代企业制度下,管理者在选择多元化经营时会从自身利益出发,在进行多元化经营决策时不会考虑相应的条件,导致公司价值下降,形成“多元化折扣”。多元化经营最终对公司价值的影响取决于收益与成本、以个人利益为主导与以股东利益为主导的多元化决策权衡后的结果。因此,中国上市公司多元化经营与公司价值的关系从理论上也很难进行预测。本文在此对多元化经营与公司价值的关系不作相应的确定性假设。

按照企业涉及的各项业务之间的相互关系不同,可以将多元化经营分为相关与非相关多元化两种基本类型。从理论上讲,相关多元化的技能与资源可以被用于相关性市场,通过共享活动实现真正意义范围经济。^[19]Nayyar(1993)^[20]认为声誉效应与范围经济所带来的好处可以在相关性多元化经营中得到,但在非相关多元化是无法实现的。此外,非相关多元化试图通过财务经济性创造价值,因此财务控制是非相关多元化的主要管理手段,进而导致部门管理者的短期化行为较严重。根据分析提出研究假设 1。

假设 1: 相关多元化对公司价值的影响优于非相关多元化。

2.2 董事会结构与多元化

董事会作为一个重要的内部控制工具,为公司的权益资本和管理雇佣契约提供了治理上的安全措施。Jensen(1993)^[21]阐述了潜在影响董事会监督与控制作用的三大特征为董事会的组成、董事会规模与董事会的领导结构。董事会组成的首要表现形式是独立董事占董事会成员的比重,反映了董事会的独立性。在董事会中引入独立董事是基于由于内部人控制导致董事会职能失效而产生的,因为独立董事独立于公司的管理和经营活动,以及那些有可能影响他们做出独立判断的事务之外,可以更加客观、独立地在地在公司战略选择、经营运作、资源配置以及一些重大问题上做出自己的判断。理论上他既不受出资人(包括大股东)的影响,也不代表公司管理层。因此,与内部董事相比,可以更加超然和有力地监督约束代理人的行为。Weisbach(1988)^[22]的一项实证研究表明,以独立(外部)董事主导的董事会结构要比非独立(内部)董事主导的董事会更易于在公司业绩滑坡时更换总经理。我国证监会在1997年以选择性条款的形式引入了独立董事制度,2001年8月16日提出了董事会人数的相关规定,但在2001-2002年所规定的独立董事比率是不同的,本文通过这些差异性可以检验我国独立董事制度的有效性。从理论上讲,独立董事所占比重越高对于抑制管理者追求私利为动机的多元化经营行为应具有积极作用,最终可以降低企业总体的多元化水平。

董事会规模是影响董事会效率的另一个主要因素。董事会成员担负着监督控制管理者的

职责，因此随着董事会成员人数的增加，管理者面临的监督压力变大。但当董事会中的人数太多时，董事会成员便会产生“搭便车”的行为，降低了董事会的效率。Jensen(1993)^[21]认为规模较大的董事会很难有效发挥监控功能，管理者更容易实现内部控制。Lipton和Lorsch(1992)^[23]也指出，当董事会的规模超过10人时，因协调和沟通所带来的损失会超过因人数增加所带来的收益，董事会因而会变得缺乏效率，并且也更容易被公司经理所控制。因此，随着董事会规模扩大时，管理者受到的控制与监督作用是先变大后变小的趋势，对企业多元化水平的影响是正U型。

董事会领导结构的一种表现形式是董事长与总经理两职合一与分离情况。尽管目前我国有上市公司董事长与总经理分设的相关政策规定，但考虑到本文研究的时间区间，此变量仍然不可以忽略，同时对于检验与完善相关政策具有重要的指导意义。从理论上讲，两职分离与合一问题一直是董事会治理方面讨论的热点。代理理论认为，公司是通过委托人和代理人之间的一组契约而连接起来的。作为股东代理人的经理并不是以股东利益进行决策的，当董事长与总经理分离时，董事长与总经理之间又形成了另一层委托代理关系，董事长可以起到监督经理行为的作用。而当董事长与总经理合一时，无疑存在着自己监督自己的机制缺陷。因此，当董事长与总经理分离时，管理者通过多元化经营实现自身利益的能力下降，最终降低企业多元化水平。

根据以上分析提出以下研究假设：

假设2a：独立董事比例与公司多元化水平负相关；

假设2b：董事会规模与公司多元化水平呈正U型关系；

假设2c：董事长与总经理分离的公司多元化水平较低。

2.3 董事会结构与多元化价值效应

在对公司价值影响机制中，董事会结构对多元化经营的价值效应的影响是两种作用机制的共同结果。希特等认为资源、刺激与管理者动机共同促使了多元化战略的形成，这三个因素对公司价值的影响是不同的，其中管理者私人动机导致多元化战略降低公司价值，而董事会结构的差异影响着对“管理机会主义”行为的控制与监督效果，具有较强监督与控制作用特征的董事会结构会抑制“管理机会主义”行为，从而降低多元化经营中对公司价值的负面效应，最终提高公司价值。另一方面，希特等同时认为多元化战略能不能起作用，其执行情况也是很关键的。合理的董事会结构也会有效解决在多元化战略执行过程中资源的非合理配置，提高企业的运营效率，增强对公司价值的正面效应。Hill等(1987)^[24]，Hoskisson(1987)^[25]和Baysinger(1992)^[26]等学者在研究多元化经营战略、组织结构、控制系统以及治理结构的匹配关系时，提出不同的多元化经营类型应该与不同的组织结构、控制系统、治理结构相适应，认为战略控制系统可以保证相关多元化经营的顺利实施，因此应该构建内部董事为主导的董事会，而财务控制系统可以保证非相关多元化经营的顺利实施，因此应该构建外部董事为主导的董事会。无论是从抑制管理者私人动机的角度，还是以保证多元化公司的科学运营为视角，独立董事对非相关多元化价值效应的影响均是积极的，因此，提出研究假设3a：独立董事所占比重与非相关多元化水平对公司价值的交叉效应正相关。

毫无疑问，董事长与总经理两职合一将导致管理者权利过于集中，这一现象将造成管理者为了私人利益而进行非科学性多元化决策，最终损害公司价值的可能性更大，但两职合一可能更有利益对多元化实施过程的控制，减少了层级关系，对市场的反应更加迅速，提高了多元化公司的运营效率。由于不同视角下，董事长与总经理分离与否对多元化价值效应的影响是不同的，因此，在此无法作出明确的假设。

董事会的作用不仅是进行监督与控制,同时有助于公司科学进行的运营管理,因此当董事会人数增加时,公司的决策者上升,信息来源更加充分,有助于多元化经营的顺利实施。但当董事会人数上升到一定比一时,继续扩大人数将会导致决策者意见冲突的概率上升,并且会发生上文所说的“搭便车”行为,降低了多元化公司的运营效率。因此,无论是从抑制管理者私人动机的角度,还是以保证多元化公司的科学运营为视角,董事会规模对多元化价值效应的影响是一致的。因此提出研究假设**3b**: 董事会规模与多元化水平对公司价值的交叉效应呈倒U型关系。

3 研究设计

3.1 样本的选择

本文以 2002-2004 年深市制造业上市公司为研究对象。为了减少研究误差、形成平衡综列数据,按照如下标准对初始样本进行筛选:(1) 由于刚上市的公司股票价值尚不稳定,将导致公司价值计算的误差,同时公司在选择多元化经营需要一定的时间,为了结果的稳健,至少上市三年的公司被列为研究对象,剔除 1999 年以后上市的公司;(2) 由于更换大股东后的上市公司多会改变企业的经营方向,为了保证企业在不同年度的连续性,同时得到平衡综列数据,剔除 2004 年前更换大股东的公司;(3) 剔除经营单元信息披露不明确的公司。最终得到有效样本 180 家。

3.2 变量与数据

3.2.1 多元化水平 (DIVERSITY)

上市公司在年度报告中会披露公司主营业务收入中各产品的情况,本文将根据 2002 年颁布的《国民经济行业分类与代码》为所披露的产品编制 SIC 码,其中 SIC 码的前两位代表着行业大类,第三位为中类,第四位为小类。按照 Pal(2004)^[27]的方法,本文将前两位 SIC 码不同的产品定义为处于不同的经营部门并且非相关的行业,即非相关性多元化产品;将前两位 SIC 码相同,但第三位或第四位不同的产品定义为处于不同的经营部门但相关的行业,即相关性多元化产品。按照所编制的四位 SIC 码是否相同的标准确定总的经营部门的个数,据此度量总的多元化水平 (M_1);同时基于前两位 SIC 码是否相同的标准确定非相关性经营部门的个数,度量非相关性多元化水平(M_2)。在回归模型中本文用经营单元个数的自然对数 ($\ln(M)$) 表示多元化水平。

利用经营单位个数判断多元化水平的方法尽管简单,但忽略了不同单位产品收入比重的影响,尽管赫芬德尔指数克服了这一缺陷,但该指标很难区分相关多元化水平与非相关多元化水平,而熵值在这方面存在着明显的优势,因此为了验证研究假设,本文同时选择收入熵作为多元化水平度量指标。度量总体多元化水平的熵指标的计算为: $DT = \sum_{i=1}^N P_i \log\left(\frac{1}{P_i}\right)$ 。

其中 P_i 为属于不同四位 SIC 码产品各自收入所占的比重。度量非相关多元化水平的指标为: $DU = \sum_{j=1}^M P_j \log\left(\frac{1}{P_j}\right)$ 。其中 P_j 属于前两位 SIC 码不同的产品各自收入所占的比重。相关

多元化水平的熵指标的计算为: $DR = DT - DU$ 。

3.2.2 公司价值 (Tobin's Q)

Tobin's Q 是一个被广泛用于衡量公司市场价值的指标,其理论值为企业市场价值和重置成本之比,即股权市场价值与负债的市场价值之和与重置成本的比值。目前我国企业债券市场尚未完善,同时重置成本数据不可获得,因此均利用账面价值将其代替。此外,我国股票分为流通股与法人股两部分,其中流通股具有市场价格,因此结合流通股股本,该部分的

市场价值容易确定。但法人股的非流通性给市场价值的确定带来了困难,Chen和Xiong(2001)^[28]一项研究发现,中国非流通股价格相对于流通股价格而言,平均具有78%-86%的折价。通过不同方法计算,作者发现我国上市公司托宾Q值明显偏高,因此,为了使其更加符合实际,本文选择86%折价的方法进行度量。按照78%折价的方法度量并没有影响本文的研究结论。本文托宾Q值的具体计算方法如下:

$$Q = \frac{[A股股数 * A股股价 + B股股数 * B股股价 + (总股数 - A股股数 - B股股数) * A股股价 * (1 - 86\%) + 负债的账面价值]}{\text{资产的账面价值}}$$

3.2.3 董事会结构 (DOS)

1) 独立董事的比例 (RID): $RID = \frac{ID}{TD}$; ID为独立董事的人数; TD为董事人数。

2) 董事会的规模 (SD): 利用公司年度报告中披露的公司董事人数(TD)的自然对数(LN(TD))来表示当年度的董事会规模。

3) 董事长和总经理两职分离(SDM): 此为虚拟变量,董事长与总经理分离时,取值为“1”;否则,为“0”。

3.2.4 公司特征(C)

根据国内外已有研究成果^{[2][6][16]}及数据的可获性,本文选择反映公司特征的控制变量为企业规模(SIZE)、负债水平(DEBT)与盈利能力(ROA),此外,由于投资是公司价值的直接来源同时会影响企业的规模水平,为了减少内生性问题,将资本支出(INVEST)也作为影响公司价值的控制变量之一;与多元化水平相关的公司特征控制变量为企业规模(SIZE)、负债水平(DEBT)、盈利能力(ROA)与上市时间长短 (AGE)。其中企业规模(SIZE)、负债水平(DEBT)、盈利能力(ROA)、资本支出(INVEST)与上市时间长短 (AGE) 分别利用资产总额的自然对数、资产负债率、资产回报率、固定资产投资比率与已上市时间长度的自然对数进行度量。

3.3 基本模型

根据样本数据特征,为了剔除多元回归中由于企业特征的内生性所带来的影响,本文使用平衡综列数据的固定效应模型进行实证检验,基本模型如下:

$$Tobin'Q_{it} = \beta * DIVERSIFY_{it} + \gamma * C_{it} + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$DIVERSIFY_{it} = \beta * DOS_{it} + \gamma * C_{it} + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tobin'Q_{it} = \beta * DIVERSIFY_{it} + \gamma * C_{it} + \theta * DOS_{it} + \lambda * DOS_{it} * DIVERSIFY_{it} + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

4 实证结果

4.1 描述性分析

表1 样本公司多元化水平描述

样本年度	指标	M ₁	M ₂	DT	DU	DR
2002-2004 年 (样本总体)	Mean	2.7241	2.113	0.4728	0.2968	0.1759
	Median	2	2	0.4482	0.1611	0
	Maximum	10	7	1.78	1.5	1.32
	Minimum	1	1	0	0	0
2002年	Mean	2.6111	2.0167	0.4537	0.2709	0.1828
	Median	2	2	0.4346	0.124	0
	Maximum	7	6	1.45	1.41	1.2
	Minimum	1	1	0	0	0
2003年	Mean	2.7556	2.1222	0.4715	0.297	0.1745
	Median	3	2	0.4591	0.1765	0
	Maximum	10	6	1.5	1.5	1.28
	Minimum	1	1	0	0	0
2004年	Mean	2.8056	2.2	0.4932	0.3226	0.1706
	Median	3	2	0.4567	0.1853	0
	Maximum	8	7	1.78	1.44	1.32
	Minimum	1	1	0	0	0

表1为所有研究样本多元化水平及不同年度多元化水平的演进状况。由2002-2004年总体样本的统计结果表明，中国深市制造业上市公司平均经营单位个数为**2.7241**个，最多达到10个，其中平均非相关经营部门的个数为**2.1130**个，最多达到7个。通过熵指标的统计值可以进一步比较样本公司中相关多元化与非相关多元化水平，DT的平均值与中位数分别为**0.4728**与**0.4482**，DU的平均值与中位数分别为**0.2968**与**0.1611**，而DR的平均值与中位数分别为**0.1759**与**0**，该结果不仅表明样本公司的相关多元化水平小于非相关多元化水平，而且该数值与均衡发展的熵值相比处于一个较低的水平，说明中国深市制造业上市公司多数为主导业务型公司，即公司在实施多元化时以一项业务为主，逐渐渗透到其他行业的方式进行的。

通过表1中2002-2004年度多元化水平的统计值可以看出我国深市制造业上市公司在该时期多元化水平的一个演进过程。首先，在这三年中，平均经营单元总个数（M₁）分别为**2.6111**，**2.7556**和**2.8056**，平均非相关经营单元个数（M₂）分别为**2.0167**，**2.1222**和**2.2000**；平均DT分别为**0.4537**，**0.4715**与**0.4932**，平均DU分别为**0.2709**，**0.2970**与**0.3226**，平均DR分别为**0.1828**，**0.1745**与**0.1706**；该结果表明样本公司总体的多元化水平与非相关多元化水平都处于一个不断上升的态势，而相关多元化水平反而持续下降。

表2 专业化与多元化公司特征比较

分组 标准 变量	按是否进入前两位 SIC 码标准划分				按是否进入四位 SIC 码标准划分			
	M ₂ =1		M ₂ >1		M ₁ =1		M ₁ >1	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROA	0.0170	0.0288	-0.1416** (-2.406)	0.0157*** (-5.934)	0.0098	0.0294	-0.0058 (-0.868)	0.0167*** (-5.904)
SIZE	21.2467	21.1842	21.0342** (-2.680)	21.0194*** (-3.261)	21.2820	21.2272	21.0676** (-2.090)	21.0434*** (-3.985)
Debt Ratio	0.5374	0.5125	0.5128 (-0.916)	0.5000 (-1.163)	0.5550	0.5272	0.5130 (-0.965)	0.4986*** (-3.907)
INVET	0.1584	0.0861	0.1825 (0.761)	0.1169*** (5.509)	0.1605	0.0857	0.1771 (0.445)	0.1163*** (5.947)
AGE	1.8959	1.9500	1.9126	1.9500	1.9097	1.9500	1.9054	1.9500
N	203		337		117		423	

注：均值下括号数字为多元化经营公司特征与专业化公司特征独立样本均值比较的 T 检验值；中位数下括号数字为多元化经营公司特征与专业化经营公司特征中位数的 Wilcoxon 非参数检验的 Z 值；***表示在 1%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；*表示在 10%水平上显著，以下各表中星号含义相同。

表2描述了多元化经营与专业化经营的上市公司之间企业特征比较。结果显示多元化经营的上市公司资产回报率低于专业化经营的上市公司，其中按变量M₂的标准进行比较的结果通过了参数与非参数的显著性检验，而按M₁的标准进行比较的结果仅通过中位数的非参数检验，表明多元化经营公司的盈利能力较差，多部门经营并没有给企业带来规模经济效应，并且在实施非相关性多元化经营样本中表现得更加明显。同时，多元化经营企业的平均投资水平高于专业化经营公司的结果说明了过度投资问题可能在多元化经营的公司更加严重。此外，专业化经营的上市公司其资产规模显著高于多元化经营的上市公司，表明我国很多大的上市公司仍然采用了专业化的经营模式。最后，结果发现多元化经营的上市公司的资产负债率与专业化经营的上市公司没有显著的差异，并没有显示出多元化经营的负债融资优势。

4.2 计量结果及分析

按照本文逻辑，首先检验多元化水平与公司价值之间的关系，实证结果如表 3 所示。在控制住公司特征变量后，度量样本公司总体多元化水平的指标 LN(M₁)与 DT 对公司价值的回归系数均为负值，完全没有支持“多元化溢价”假设，但这些结果均没有通过显著性检验，因此也很难支持“多元化折扣”假设。但通过对结果的进一步分析发现，度量企业非相关多元化水平的指标 LN(M₂)与 DU 对公司价值的影响均通过了 10%显著性检验，回归系数分别为 -0.1136 和-0.1663，表明样本公司实施非相关性多元化经营损害了公司价值，支持了“多元化折扣”假设。同时，在单独检验相关多元化水平对公司价值的影响时，发现 DR 对公司价值影响变为正向，回归系数为 0.1448。为了进一步分析相关性多元化对公司价值的影响，在模型中同时引入了这两个变量 DR 与 DT 进行回归分析，结果显示，DR 的回归系数上升至 0.2511，尽管仍没有通过显著性检验，但这些结果说明我国深市制造业上市公司总体多元化水平对公司价值的消极影响主要是由非相关性多元化造成的，非相关多元化经营显著地损害了公司价值，而相关多元化对公司价值的影响要优于非相关多元化，与本文研究假设一致。此外，通过回归结果也发现了资产负债率、固定资产投资与企业规模对公司价值的影响是显著的，由于不是本文的研究重点，限于篇幅在此不作进一步分析。

表 3 多元化水平对公司价值影响的回归模型检验

模型 自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
LN(M ₂)	-0.1136*					
LN(M ₁)		-0.0712				
DU			-0.1663*			
DT				-0.0666		-0.1494
DR					0.1448	0.2511
DEBT	0.3288**	0.3397***	0.3355**	0.3373**	0.3369**	0.3351**
SIZE	-0.6476***	-0.6680**	-0.6582***	-0.6735***	-0.6762***	-0.6579***
ROA	-0.1319	-0.1216	-0.1330	-0.1287	-0.1315	-0.1349
Invest	-0.0658*	-0.0666*	-0.0665*	-0.0683*	-0.0732*	-0.0684*
Adj. R ²	0.8256	0.7337	0.7351	0.7333	0.7338	0.7349

通过上文的分析发现总体多元化水平并没有给公司价值带来好处,相反存在着损害公司价值的倾向,并且非相关性多元化对公司价值的负面影响通过了显著性检验。为了印证多元化决策中的代理问题,同时检验董事会的控制、监督与协调机制,本文检验了董事会结构对多元化决策的影响,以及董事会结构和多元化水平对公司价值的交叉效应,但作者在进行检验时发现了交叉变量与董事会结构变量出现了严重的共线性,并且基本模型(3)中的 θ 始终没有通过显著性检验,因此为了减少共线性、防止过多识别问题,本文剔除了模型(3)中的DOS变量,只保留交叉项作为分析的重点。回归统计结果如表4至表6所示。

表 4a 独立董事比例对多元化水平影响的检验结果

因变量 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
DEBT	-0.1513	-0.0417	-0.05698	-0.0435
SIZE	0.2111***	0.1125	0.0862	0.0756
ROA	-0.0210	0.1041	-0.0222	0.0016
AGE	0.2095*	0.2125*	0.1356*	0.1027
PID	0.1473	0.0680	0.0431	0.0608
Adj. R ²	0.7680	0.7965	0.7577	0.7770

表 4b 独立董事比例与多元化水平对公司价值交叉效应检验

Diversify 指标 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
Diversify	0.2158**	0.2366***	0.4309**	0.4528***
DEBT	0.3857***	0.4061***	0.3915***	0.3954***
SIZE	-0.6020***	-0.5951***	-0.6286***	-0.6245***
ROA	-0.1067	-0.0960	-0.1044	-0.0999
Invest	-0.06739*	-0.0665	-0.0686*	-0.0657
PID* Diversify	-1.0050***	-0.9444***	-1.9277***	-1.6185***
Adj. R ²	0.7454	0.7486	0.7459	0.7488

表 5a 董事会规模对多元化水平影响的检验结果

因变量 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
DEBT	-0.1639	-0.0556	-0.0651	-0.0541
SIZE	0.2127**	0.1142	0.0651	0.0770
ROA	-0.0209	0.1030	-0.0227	0.0011
AGE	0.2699***	0.2510***	0.1597**	0.1362
SD	-14292	-1.7798**	-1.0668*	-1.4249**
SD ²	0.3081	0.3770*	0.2276*	0.3058*
Adj. R ²	0.7686	0.7983	0.7591	0.7789

表 5b 董事会规模与多元化水平对公司价值交叉效应检验

Diversify 指标 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
Diversify	0.9113	0.7776	-1.9640	-0.8215
DEBT	0.3210**	0.3406**	0.3039**	0.3200**
SIZE	-0.6466***	-0.6640***	-0.6643***	-0.6760***
ROA	-0.1376	-0.1214	-0.1618	-0.1462
Invest	-0.0635	-0.0650	-0.0635	-0.0669
SD* Diversify	-0.7367	-0.6862	2.1210	0.9388
SD ² * Diversify	0.1214	0.1342	-0.5865	-0.2685
Adj. R ²	0.7354	0.7330	0.7366	0.7331

表 6a 董事会与总经理分设对多元化水平影响的检验结果

因变量 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
DEBT	-0.1528	-0.0405	-0.0543	-0.0406
SIZE	0.2100**	0.1110	0.0841	0.0732
ROA	-0.0190	0.1059	-0.0201	0.0042
AGE	0.2513**	0.2291**	0.1432**	0.1148
SDM	0.0370	0.0460	0.0601	0.0714
Adj. R ²	0.7680	0.7968	0.7591	0.7785

表 6b 董事会领导结构与多元化水平对公司价值交叉效应检验

Diversify 指标 自变量	LN(M ₂)	LN(M ₁)	DU	DT
Diversify	-0.1034*	-0.0645	-0.1496	-0.04786
DEBT	0.3326**	0.3385**	0.3398**	0.3341**
SIZE	-0.6469***	-0.6668***	-0.6592***	-0.6740***
ROA	-0.1372	-0.1289	-0.1350	-0.1361
Invest	-0.0632	-0.0642	-0.0653	-0.0658
SDM* Diversify	-0.0780	-0.0582	-0.0952	-0.0914
Adj. R ²	0.7353	0.7335	0.7348	0.7332

首先由表 4a 可以看出，独立董事比率变量对各个多元化水平度量指标的回归系数均没有通过显著性检验，说明我国上市公司独立董事与企业多元化水平无关，独立董事并不能从决策的层面发挥控制作用；恰恰相反，由表 4b 的结果发现，当将模型中加入董事会比例与多元化水平交叉项后发现，此时各度量多元化水平变量的回归系数显著为正，而交叉项的回归系数显著为负，说明多元化经营本身并不会给公司价值带来损害，但由于独立董事比例过高，又不能发挥决策上监控作用时，反而增加了多元化经营中的运营成本，最终造成多元化折扣现象的形成，这些结果均与研究假设相反，但这一结果也恰恰说明了我国这种以政府主导型而非企业自发型的独立董事制度很难发挥其作用，反而给企业的运营带来了相应的成本。表 5a 为董事会规模对多元化水平的影响，结果表明，当以熵值为因变量时，董事会规模与多元化水平成 U 型，并且通过了 10% 的显著性检验，与本文的研究假设一致，其经济含义为随着董事会规模的扩大，多元化水平先下降后上升，从决策的视角看最优的董事会规模为 9-10 人，当高于 10 人时其控制机制的有效性开始下滑。但表 5b 中董事会规模与多元化水平乘积的回归系数并没有通过显著性检验，这可能是由于决策与运营过程中作用机理不同，导致数据混合后的不显著，甚至出现了一些与假设的符号不一致的结果，也就是说从决策视角保证多元化最优的董事会规模并不一定可以保证运营过程中的最优状态，相反由于董事会规模的不恰当，可能产生一定的成本，说明董事会的有效规模在决策层面与执行层面存在着差异，这可能正是导致交叉效应回归结果不显著的原因。最后，表 6a 和 6b 分别为董事长与总经理分设对多元化水平以及对多元化的价值效应的影响。表 6a 的结果表明该变量不但没有支持本文的研究假设，反而其回归系数的符号与理论相反，即董事长与总经理分设不仅不能起到抑制多元化水平的作用。同时，由表 6 的结果可以看出，董事长与总经理分设对多元化经营的价值效应产生了负面影响，尽管没有通过显著性检验，但显著水平稍有放宽，这种负面效应就可以通过检验，因此这一数字背后的趋势是不可以忽视的，这也说明了董事长与总经理二合一对于保证公司运营效率不可忽视的作用。

5 结论

本文通过对2002-2004年深市制造业上市公司研究发现,总体上多元化水平是一种持续上升的趋势,但相关多元化水平不断下降。在实施多元化战略时,各经营部门的比重并不是平衡的,说明多数企业并不是以发展新产业为目的进行多元化的选择。不可否认,多元化经营是企业发挥“范围经济”等优势的一种有效途径,但那种以个人动机为导向的多元化决策非但不能提高企业竞争力,反而会损害公司价值。通过进一步实证研究发现,样本公司的多元化经营并没有给企业带来积极的影响,同时非相关性多元化反而给企业带来了显著的负面效应,支持了“多元化折扣”假设。

造成“多元化折扣”现象的原因来自两个方面:其一是多元化决策中的代理问题;另外是多元化战略实施过程中运营管理的非科学化。理论上,构建有效的公司治理结构不仅可以从决策的层面抑制“恶性”多元化的选择,而且可以保证实施过程中的科学性。本文以董事结构特征作为公司治理结构变量,对这一问题进行了检验。结果表明提高独立董事比例不但没有起到监督控制管理者行为的作用,反而,过高的独立董事比率增加了多元化经营过程中对公司价值的负面影响,也反映了我国这种政府主导型的独立董事制度自身的缺陷,并没有起到有效控制的作用。另一方面,根据董事会规模对多元化水平小于零的回归系数,说明了多元化决策中代理问题的存在,恰当的董事会规模可以保证多元化决策过程中的科学性,但在决策层面与运营层面最优的董事会人数是有差异的。通过实证结果还发现,董事长与总经理分离的董事会结构不仅不能起到抑制多元化水平的作用,而且对多元化经营的价值效应产生不太显著的负面影响,因为多元化经营面临的市场环境更加复杂,两职合一恰恰能使决策者具有更大的权力,可以更及时地应对不断变化的环境。在我国大部分董事长仍是法人代表与内部董事的背景下,所提出的董事长与总经理分设政策需要我们有一个更深刻地思考。通过本文的分析,不仅对多元化决策中代理问题有所印证,而且通过分析表明一种公司治理结构模式本身并不存在好坏之分,而一种战略模式也不存在优劣之别,如何寻求二者的有效匹配才是企业实现价值最大化的条件。

参考文献

- [1] Kaplan S N, Weisbach. The success of acquisitions: evidence from divestitures [J] . Journal of Finance, 1992,(47):107 ~ 138.
- [2] Lang L, R Stulz. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance [J] . Journal of Political Economy, 1994(102).
- [3] Berger P G, E Ofek. Diversification's effect on firm value [J] . Journal of Financial Economics, 1995(37).
- [4] Comment R, Jarrell G A. Corporate focus and stock returns [J] . Journal of Financial Economics, 1995(37).
- [5] John K, E Ofek. Asset sales and increase in focus [J] . Journal of Financial Economics, 1995(37).
- [6] Daley L et.al. Corporate focus and value creation: evidence from spin-offs [J] . Journal of Financial Economics, 1997(45).
- [7] Desai H, P C Jain. Firm performance and focus: long-run stock market performance following spin-offs [J] . Journal of Financial Economics, 1999(54).

- [8] Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2).
- [9] Stulz R. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1).
- [10] Shleifer A, Vishny R. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25(1).
- [11] Dennis D J, et al. Agency problems, equity ownership and corporate diversification [J]. Journal of Finance, 1997(52).
- [12] Shin H, Stulz R. Are internal capital markets efficient? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998(113).
- [13] Scharfstein D, Stein J. The dark side of internal capital markets: Divisional Rent-seeking and inefficient investments [J]. Journal of Finance, 2000(55).
- [14] 刘力. 多元化经营及其对公司价值的影响 [J]. 经济科学, 1997 (3).
- [15] 姚俊等. 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).
- [16] 苏冬蔚. 多元化经营与公司价值:我国上市公司多元化溢价的实证研究 [C], 经济发展论坛工作论文, 2005.
- [17] 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).
- [18] 余鹏翼等. 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 (1).
- [19] Rumelt. Strategy, Structure and Economic Performance [M], Harvard University Press, Cambridge, 1974.
- [20] Nayyar. Stock market reaction to related diversification moves by service firm seeking benefit from information asymmetry and economies of scope [J]. Strategic Management Journal, 1993.
- [21] Jensen M. The modern industrial revolution, exit, and the nature of internal control systems [J]. Journal of Finance, 1993(48).
- [22] Weisbach M. Outside directors and CEO turnover [J]. Journal of Financial Economics, 1988(20).
- [23] Lipton L A. Modest Proposal for Improved Corporate Governance [J]. Business Lawyer, 1992, 48(1).
- [24] Hill C W L, Hoskisson R E. Strategy and Structure in Multiproduct Firms [J]. Academy Of Management Review, 1987(12).
- [25] Hoskisson R E. Multidivisional Structure and Performance: the Contingency of Diversification Strategy [J]. Academy of Management Journal, 1987(30).
- [26] Baysinger B, Hoskisson R E. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy [J]. Academy of Management Review, 1990(15).
- [27] Pal R. Discount or Premium? New Evidence on the Corporate Diversification of UK Firms [C]. European University Viadrina Frankfurt, 2004.
- [28] Chen et al., the Illiquidity Discount in China [C]. International Center for Financial Research, Yale

University, 2002.

Diversification, Board Structure and Company Value

—An Empirical Study of the Manufacturing Corporations Listed in Shenzhen Stock Exchange of China

Zhou Jie 1 Xue Youzhi 2

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

Abstract: Diversification, an important corporate-level strategy, is questioned by scholars at home and abroad due to the occurrence of an increasing number of failure cases. How to construct an effective control mechanism to guarantee the right diversification decisions becomes a theoretical research focus, but management issues in the diversification are neglected. This paper, based on a test of the relationship between diversification and corporate value, discusses the effects of the board structure on diversification at the decision-making level and analyses the differentiation of diversification value effects under different board structures, exploring the effect on the diversification during the operation.

Key Words: diversification; board structure; corporate value

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: 周杰(1980-), 男, 天津人, 南开大学公司治理研究中心博士研究生。

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。