

实际控制权性质、多元化进入方式与多元化经营业绩的实证研究

薛有志, 马雯

(1.南开大学公司治理中心, 天津 300071; 2. 南开大学公司治理中心, 天津 300071)

摘要: 企业实施多元化战略后, 公司内部治理机制及外部治理环境均发生了相应改变, 因此, 仅从内部治理结构与外部治理机制的角度进行分析, 并不能够完全解释控制权性质对多元化公司绩效的作用途径。多元化进入方式作为多元化战略的关键部分, 对经营业绩具有重要的影响, 因此, 从多元化进入方式的角度分析控制权性质对多元化业绩的作用具有重要的意义。本文以 2002-2004 年 111 家制造业上市公司的年报资料为样本, 从多元化进入模式的角度, 考察了不同控制权类型对多元化经营公司绩效的影响。研究发现, 国有上市公司多采用自建方式实施多元化战略, 采用自建方式的国有上市公司绩效优于采用并购方式的上市公司; 同时, 非国有上市公司多采用并购方式实施多元化战略, 采用并购方式的非国有上市公司绩效更优。

关键词: 多元化进入方式 实际控制权性质 公司绩效

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A

1 引言

不同的实际控制权性质会对多元化经营业绩产生深刻的影响。已有实证研究证明, 控制权类型对多元化经营公司的盈利能力和市场表现具有强烈的影响, 通常非国有控股公司的绩效优于国有控股公司。例如陈信元、黄俊 (2007) 以 2002 年、2003 年的 A 股上市公司为研究样本, 对政府直接控股与公司多元化经营进行实证检验, 结果证明国家控股公司多元化战略实施对企业绩效具有负面影响, 损害了公司利益。但以往研究多数直接对控制权性质与多元化经营公司绩效的相关性进行检验, 以此评价不同控制权性质的经济后果。但对其作用的具体途径, 即股权性质如何作用于公司行为具体内涵只进行了理论探索。究竟是什么因素导致了控制权性质不同的多元化经营公司在经营业绩上的差异, 其作用机理是什么, 以往研究均未得出明确的结论。本文在总结和参考以往文献的基础上, 以沪深两市上市公司中的制造业企业年报资料为基础, 采用实证检验的方法通过比较采用不同多元化进入模式公司的经营业绩, 试图从多元化进入模式的角度, 分析不同控制权类型对多元化经营公司绩效的影响。

本文结构安排如下: 第二部分从多元化进入方式的角度, 从理论上分析控制权性质对多元化经营业绩的影响, 并在此基础上提出研究假设; 第三部分是样本选择及变量定义; 第四部分是实证检验结果及分析; 第五部分是研究结论。

2 理论分析及假设提出

控制权性质与公司经营的关系一直是学者们关注的热点, 不同的控制权性质会对公司经营产生深刻的影响 (孙永祥和黄祖辉, 1999; 徐晓东、陈小悦, 2003; 姚俊, 2004; 倪桂平、张晖, 2005; 曾庆生, 2007)。我国上市公司有着独特的股权结构, 研究我国上市公司控制权性质对公司绩效关系的影响具有现实意义。因此, 我国学者对控制权性质与上市公司经营业绩的关系进行了广泛的实证检验。例如, 孙永祥和黄祖辉 (1999) 运用基于市场的指标作为公司业绩的度量, 对股权性质与公司业绩之间的关系进行了讨论。在此基础上, 许多学者针对控制权性质对公司绩效影响的作用机理, 从不同角度进行了探索。徐晓东、陈小悦 (2003)

将第一大股东划分为国家股、国有法人股和其他股东等三种类型,比较了不同控股类型公司在业绩方面的差异;李增泉(2002)分析了上市公司高层管理人员变更行为,从行为分析的角度验证了不同控股股东类型对公司业绩的影响;李增泉、孙铮、王志伟(2004)从控股股东占用资金的角度分析了国有控股公司与非国有控股公司业绩的差异。以上研究均围绕内部治理结构展开,同时,部分学者从外部治理机制的角度展开了分析。夏立军、方轶强(2005)的研究发现外部治理环境的改善有助于提升政府控股公司的价值。以上研究大多从公司内部治理结构及外部治理环境的角度对控制权性质与企业绩效的关系进行分析。但企业实施多元化战略后,公司内部治理机制及外部治理环境均发生了相应改变,因此,仅从内部治理结构与外部治理机制的角度进行分析,并不能够完全解释控制权性质对多元化公司绩效的作用途径。而多元化进入方式作为多元化战略的关键部分,对多元化经营业绩具有重要的影响,因此,从多元化进入方式的角度分析控制权性质对多元化业绩的作用具有重要的意义。

在新兴经济条件下,外部市场存在一定程度的局限性,市场机制不完善,同时政府掌握资金、人才等资源,并对企业经营进行干预。(姚俊等,2004)。因此在新型经济条件下,传统的社会网络代替市场机制分配资源,企业的发展在很大程度上依赖政府控制等非市场体系获取资源(Guthrie,1997;Khanna and Palepu,1997;Lee et al,2003;Li and Wong,2003;Peng,2000)。我国经济体制处于转型状态,企业在一定程度上仍需依赖非市场系统获取要素资源。因此由国家股股东控股的公司拥有比其他控制权类型企业更多的政府资源,可以依靠与政府的特殊关系以较低的成本更容易地通过非市场体系获取资源,具备竞争优势(尹义省,1999;马洪伟和蓝海林,2000)。

但传统分析认为,与非国有公司相比,国有公司存在更为严重的代理问题。由于国家股公司多由国有企业改制形成,虽然现代公司的治理架构已经建立,但受以往体制的影响大多存在缺陷,同时由于我国企业特殊的股权结构,公司内部治理机制作用的发挥进一步受到约束,存在董事会功能弱化、监事会监督功能不足、经理人的行政任命、缺乏有效的激励约束机制等问题。因此,国有上市公司面临“行政干预”与“内部人控制”的双重代理问题(张春霖,1995),与其他股权结构的上市公司相比,经营绩效相对较低。

与理论分析相一致,学者关于控制权性质与经营业绩的实证研究也得出了截然相反的结论。部分学者的实证结果显示,与非国有公司相比,国有公司具有较好的业绩。例如,周业安(1999)从影响企业融资能力的角度对股权结构与净资产收益率的关系进行了检验,得出国有股对净资产收益率有显著的正面影响;于东智(2001)通过对国有股与净资产收益率进行相关性分析,认为国家股与公司业绩呈弱的正相关关系。同时,部分学者的研究结果证明了国有股对公司业绩的负作用。许小年和王燕(1997)采用沪深两市1993-1995年间300余家上市公司的数据对股权结构和公司绩效进行实证分析,研究结果表明国有股比例越高的公司绩效越差;刘国亮、王加胜(2000)以净资产收益率、总资产收益率和每股收益为解释变量进行实证研究,得出了国有股比例与企业业绩呈负相关的结论。Wang(2002)的研究证明,法人股公司业绩明显优于国资委控制的上市公司;陈小悦(2003)发现,上市公司第一大股东的所有权性质对其公司业绩存在显著影响,第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的企业价值和更强的盈利能力。

沿袭以上研究思路,学者们也针对控制权性质对多元化公司的经营业绩的影响展开了研究,但研究结果并不统一。例如姚俊等(2004)以我国593家上市公司为样本数据来分析公司多元化程度、股权结构与经济绩效的关系,结果显示国有股份比例对多元化公司的业绩没有显著的影响;洪道麟(2006)通过对1999-2003连续5个年度中国上市公司多元化战略与企业绩效关系的考察发现国家股公司与法人股公司在Tobin.Q上两者差异显著且后者较大。

多元化进入方式的选择是企业多元化战略实施的重要组成部分,通常包括自建及并购两

种进入方式。不同的进入方式具有各自的优缺点。自建的方式实施多元化战略有利于关键技能、技术开发能力、管理诀窍的有效转移,更容易对各部门进行相互协调,但面临行业结构性进入壁垒及现有企业的预期报复两大障碍(殷瑾,魏江,2000);而通过并购的进入方式则能够迅速获得新业务经营所需要的能力,减少进入后的学习成本,但同样存在高交易成本和整合困难等缺点。学者们针对多元化进入方式对公司业绩的影响也进行了研究。尹义省(1999)认为,在产品、技术与市场等方面具有相关性的经营业务领域采用自建方式实施多元化战略对公司绩效具有正面影响。

随着改革开放的深入,一大批经营管理不善的中小国有企业面临倒闭。由于企业的破产倒闭涉及大量人员的失业,从而给社会带来不稳定因素,因此各地方政府都希望甚至要求经营较好的企业兼并这些濒临破产的国有企业。因此,以往研究认为由于受到各级政府的控制,国有企业多是因为兼并了与自己经营范围不相关的企业而进入多元化经营,如小鸭集团等。但随着经济的发展及市场机制的逐步完善,国有企业多元化战略的实施已不再基于承担社会责任等因素,而是出于最大程度的利用产品生产能力、管理能力、财务能力、知识和市场等资源(Guillen,2000),以及分散经营风险、实现规模效应等目的。自建方式能够有效的实现关键技能、技术开发能力、管理诀窍的有效转移(殷瑾,魏江,2000),同时由于国有企业拥有更多的政府资源(尹义省,1999;马洪伟和蓝海林,2000),对政府管制、进入周期长以及现有企业报复等自建方式所带来的风险具备较强的抵御能力,因此,国有公司通常更倾向于采用自建方式实施多元化战略。转型时期政策的多变在给企业的生产经营活动带来风险的同时也不断提供了短期市场获利机会。由于并购能够快速渗入一些受政府管制、技术门槛较高或短期利润丰厚的行业,相对自建方式进入成本低、成功率高(李山民和周小春,2007)。因此随着资本市场的进一步开放,企业通过资本市场并购其他行业难度的减少,在规避风险、抓住获利机会的双重驱动下,我国越来越多的非国有上市公司采用并购方式实施多元化战略。

根据以上分析,我们提出假设:

假设一:国有上市公司,多元化战略实施后,绩效低于非国有上市公司。

假设二:采用并购方式实施多元化战略的上市公司绩效优于采用自建方式的上市公司。

假设三:国有上市公司,倾向于采用自建的方式实施多元化战略,非国有上市公司,倾向于采用并购方式实施多元化战略。

3 样本选取及变量定义

不同产业的上市公司其股权性质、进入模式及绩效指标的分布具有各自特点,为避免产业间差异对研究结果有效性的影响,本文选择单一行业作为研究对象。由于制造业样本数量大,并且能够更好的体现企业实施多元化战略的范围经济、规模经济等目的,因此本文选取制造业上市公司作为研究对象。财务数据和股权性质数据来自于CCER一般上市公司财务数据库及CCER上市公司治理结构数据库。由于多元化战略实施所产生的绩效均有一定程度的滞后性,因而选取多元化战略实施后一年的财务数据作为绩效衡量指标。行业分类数据及进入模式数据来自于wind资讯系统提供的上市公司年报。本文以《国民经济行业分类》为行业划分标准,若该公司先后两年主营业务涉及行业数量有所增加,则认为该公司实施了多元化战略。本文以2001年~2004年为研究期间,选择实施多元化战略的制造业上市公司为研究对象,剔除被列为ST或PT,以及财务数据披露不完整的公司样本,共得到公司年度样本154个。另外,剔除发生股权性质改变的样本、同时实施两种进入方式的样本、出现资产置换等重大事件的样本以及存在股权性质等数据缺失的样本,最终得到111个公司年度样本。其中,样本的筛选情况见表1。表2是样本的年度分布状况,数据显示,多元化战略的实施

呈逐年递增的趋势，分别为 31、37、43，样本在各年度的分布相对稳定，因此可以排除年度影响。

表 1 样本来源描述

	样本数量
全部样本公司年度数	154
其中：股权性质改变的公司	4
同时实施并购及自建两种进入方式的公司	9
出现资产置换的公司	4
数据缺失	26
样本公司数	97
公司年度样本数量	111

表 2 样本年度分布表

	2002 年	2003 年	2004 年	合计
样本数量	31	37	43	111

国内上市公司实现多元化经营的主要途径主要有三种方式：一是将资金等生产要素投入将要进入的领域，在企业内部成立新的组织机构和营业场所，二是采取兼并、收购的方式重组或者参股其他行业的一些公司；三是两家或者更多企业共同出资成立一家独立的企业，以合资合作方式进入新行业。由于第一种及第三种方式均属于通过成立新的组织机构及营业场所来进入新行业，进入周期相对较长，因此本文将国内上市公司的多元化进入方式分为两种，自建及并购。并购是指公司通过股权收购或资产收购获取目标方的财产权、控制权或直接吸收合并来实现公司的快速扩张¹。如果实施多元化战略的公司当年未发生并购，则认为该公司通过自建的方式进入多元化。

一般认为，控股股东包括：占据 51%以上绝对控股股份的股东；不占绝对控股地位，但相对于其他股东其持股比例处于优势，而且其他股东股权分散并且联合困难。国际上通常以 20%-25%作为控股股东持股比例的界定标准²。我国上市公司第一大股东持股比例高，通常持股比例在前几大股东中处于绝对优势，因此本文将第一大股东的最后控股股东性质作为控制权性质的衡量指标。CCER 上市公司治理结构数据库根据上市公司第一大股东的最后控股股东性质将上市公司实际控制人性质划分为国有控股、民营控股、外资控股、集体控股、社会团体控股及职工持股会控股六类。在此基础上，本文将上市公司股权性质划分为国有控股及非国有控股两类，其中，非国有控股公司指除国有控股公司以外的其它所有公司。

本文根据上市公司的股权性质及多元化进入方式将全体样本分为四组，分别是：以自建的进入方式实施多元化战略的非国有公司、以并购的进入方式实施多元化战略的非国有公司、以自建的进入方式实施多元化战略的国有公司、以并购的进入方式实施多元化战略的国有公司。表 3 对不同股权性质企业进入模式的选择进行了描述。数据显示，111 个公司年度样本中，非国有公司样本有 44 家，占全部样本的 39.6%，其中，以自建方式进入的共有 12

家（占有非国有上市公司样本的 27.3%），以并购方式进入的共有 32 家（占有非国有上市公司样本的 72.7%）；国有公司共计 67 家，占全部样本的 60.4%，其中，以自建方式进入多元化战略的样本有 41 家（占全部国有公司总数的 61.2%），以并购方式进入的样本计 26 家（占全部样本的 38.8%）。由此可见，在国有公司中，采用自建进入方式的样本数目远远大于采用并购进入方式的样本数目；而在非国有公司中，采用并购进入方式的样本数目在总样本数中占绝对优势。图 1 也显示了样本的分组情况。

已有研究通常选用 Tobin' Q（公司的市场价值/公司资产的重置成本）作为衡量公司绩效的指标（孙永祥和黄祖辉，1999；徐晓东和陈小悦，2003）。但由于“全流通”改革中各公司非流通股股东支付兑价的标准并不统一，并且我国股票价格特别是小盘股价格受资金推动等因素的影响较大，因此股票价格不能很好的反映上市公司价值。所以本文采用公司的会计利润指标每股收益作为公司绩效的衡量指标。

表 3 样本分类描述

		股权性质		合计
		非国有	国有	
进入方式	自建	12	41	53
	并购	32	26	58
合计		44	67	111

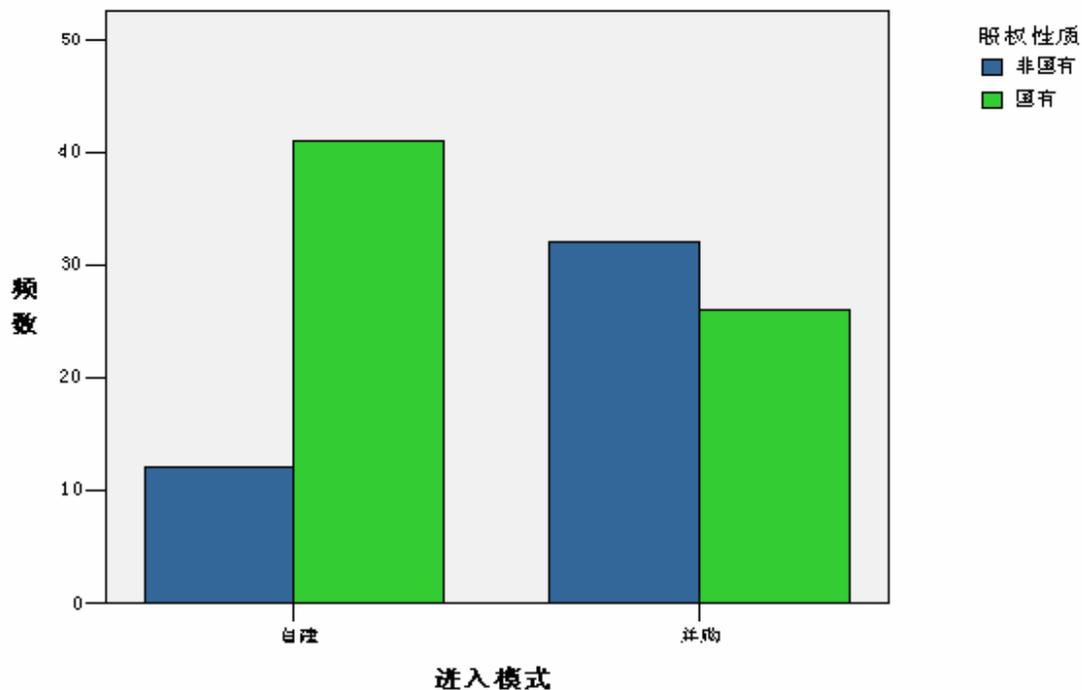


图 1 样本分类描述

4 实证结果及分析

4.1 描述性统计

表 4 为不同控制权性质样本的描述性统计，数据显示，非国有公司的最大值为 5.01，而国有公司的最大值为 2.59，国有公司与非国有公司绩效的平均值分别为 1.0225 和 0.6005，中位数分别为 0.7114 和 0.5125，由此可以看出与国有公司相比，非国有公司的多元化绩效相对较好。表 4 为不同进入模式样本的描述性统计，数据显示，采用并购进入方式样本的最大值为 5.10，而采用自建进入方式样本的最大值为 4.26，并购与自建两种进入方式样本的均值分别为 0.8655 和 0.6609，中位数分别为 0.6590 和 0.5125，由此可以看出与采用自建进入方式的公司相比，采用并购进入方式的公司，其短期的多元化绩效相对较好。

表 4 不同控制权性质样本的描述性统计

变量	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
非国有	44	1.0225	0.7114	1.03956	-0.07	5.10
国有	67	0.6005	0.5125	0.51464	-0.08	2.59

表 5 不同进入模式样本的描述性统计

变量	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
自建	53	0.6609	0.5125	0.70307	-0.08	4.26
并购	58	0.8655	0.6590	0.85652	-0.07	5.10

4.2 控制权性质与进入模式的列联表检验

本文对所选公司年度样本进行了控制权性质和多元化进入方式的列联表检验，统计结果显示如表 6 所示。由表 6 的控制权性质与多元化进入方式的列联表检验可以看出：本文选取的有效公司年度样本中，以自建方式进入多元化的样本占总样本百分比低于以并购方式进入多元化的样本，分别为 47.7% 及 52.3%；国有公司的样本占总样本百分比高于非国有公司样本，分别为 39.6% 及 60.4%。多元化进入方式与股权性质的各种匹配模式中，国有——自建模式的公司样本占有国有公司样本的 61.2%，略高于国有——并购模式；非国有——并购模式进入多元化的公司样本占有非国有公司样本的 72.7%，明显高于非国有——自建模式所占的 27.3% 的比率。从进入方式与控制权性质的各种匹配模式上来看，国有上市公司大多采用自建方式进入多元化，而非国有公司大多采用并购方式进入多元化，这与假设 3 相一致，假设 3 得到验证。

表6 控制权性质与进入模式的列联表检验

			控制权性质		合计
			非国有	国有	
进入模式	自建	数量	12	41	53
		占进入模式的比例	22.6%	77.4%	100.0%
		占控制权性质的比例	27.3%	61.2%	47.7%
	并购	数量	32	26	58
		占进入模式的比例	55.2%	44.8%	100.0%
		占控制权性质的比例	72.7%	38.8%	52.3%
合计		数量	44	67	111
		占进入模式的比例	39.6%	60.4%	100.0%
		占控制权性质的比例	100.0%	100.0%	100.0%
卡方值 (Chi-Square Value)			12.249		
显著水平 (Sig.)			0.000		

4.3 控制权性质、进入模式对多元化经营公司业绩影响的回归分析

为考察控制权性质与进入模式对多元化经营业绩的影响，本文构造如下模型：

$$value = \beta_0 + \beta_1 entry + \beta_2 share + \beta_3 entry * share + \beta_4 size + \beta_5 level + \beta_6 year_{2003} + \beta_7 year_{2004} + \varepsilon$$

其中，value 表示多元化经营公司的业绩，用平均每股收益表示；entry 表示进入模式，

当公司采取并购方式实施多元化战略时取值为 0，采取自建方式时取值为 1；share 表示控制权性质，当公司控制权性质为非国有时取值为 0，为国有时取值为 1；entry * share 为交叉项，当国有公司采取自建方式进入多元化战略时，取值为 1，其他三种模式均取值为 0。同时还控制了公司规模（size，等于年末总资产）、财务状况（level，等于年末资产负债比）及年度影响（如果企业在 2003 年实施多元化战略，则 year2003 取值为 1，否则为 0）。

表 7 是上述模型的回归结果。从表中可以看到，控制权性质的系数显著为负，说明控制权性质为国有的上市公司，其多元化战略的实施对公司价值具有负面效应，与控制权性质为非国有的上市公司相比，其公司价值相对较低，假设 1 得到验证。进入模式变量系数为正，表明公司采取并购方式实施多元化战略时，其短期内绩效优于通过自建的方式实施多元化战略的企业，假设 2 得到验证。交叉项的系数说明当股权性质为国有的上市公司采取并购方式

实施多元化战略时，对于公司价值具有负面作用，因此控制权性质为国有的上市公司，更多的采用自建的方式进入多元化战略以提高公司价值，这个结果进一步证明了本文前面的假设。

由于本文通过列联表法检验了控制权性质与进入方式的相关性，因此在回归模型中存在共线性的可能，而检验结果的方差扩大因子的最大值均远小于 10，因此可以认为回归分析所用的模型不存在共线性。

表 7 进入模式、控制权结构与多元化绩效的回归结果

变量	参数	T值
Entry	-0.220	-0.887
Share	-0.641	-2.623 ^{**}
Entry.share	-0.320	-1.036
Size	0.351	4.205 ^{***}
Level	-0.061	-0.344
year ₂₀₀₃	-0.337	-1.908 ^{**}
year ₂₀₀₄	-0.233	-1.360
R ²	0.238	
F值	4.594	

注：***、**分别表示统计值在5%和10%的水平上统计显著

5 研究结论

本文通过检验多元化进入方式、控制权性质与多元化绩效之间的关系，试图解释不同控制权性质的上市公司其多元化业绩差异的产生原因。

检验结果证明国有上市公司采用多元化战略后绩效低于非国有上市公司。为追究其绩效差异的产生原因，本文通过列联表检验验证了多元化进入方式与股权性质的匹配模式，检验结果表明国有上市公司多采用自建方式实施多元化战略，非国有公司多采用并购方式实施多元化战略。而回归检验的结果也表明通过并购方式实施多元化战略的上市公司其绩效优于通过自建方式实施多元化战略的上市公司。同时，本文检验结果证明通过自建方式实施多元化战略的国有上市公司其多元化业绩为负。这在另一个角度为国有上市公司与非国有上市公司多元化业绩的差异提供了解释。

但由于本文的研究仅限于制造业的样本，并未对其他行业展开分析，受到样本数量的限制，回归结果中进入方式和股权性质与进入方式交叉项的回归结果显著性较差，同时也未在回归结果的基础上进一步进行分组检验，研究结果存在一定的局限性。因此，本文结论的普适性程度需要后期研究的进一步检验。

参考文献

- [1] 李善民, 周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究 [J]. 管理世界, 2007, (3): 130-137.
- [2] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. 经济研究, 2001, (11): 3-11.
- [3] 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.
- [4] 曾庆生. 超额雇员、权益代理成本与公司价值—来自国有上市公司的经验证据 [J]. 上海立信会计学院学报, 2007, (1): 41-47.
- [5] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999, (12): 23-30.
- [6] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性与现金股利行为 [J]. 管理世界, 2007, (7): 120-128.
- [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] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验数据 [J]. 经济研究, 2005, (5): 40-51.
- [9] 姚俊. 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): 119-135.
- [10] 尹义省. 适度多角化——企业成长与业务重组 [M]. 北京: 生活·读书·新知三联书店, 1999 年.
- [11] 马洪伟, 蓝海林. 多元化战略、组织结构和绩效 [J]. 企业经济, 2001, (1): 15-17.
- [12] 张春霖. 从融资角度分析国有企业的治理结构改革 [J]. 改革, 1995, (3): 34-46.
- [13] 周业安. 金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究 [J]. 经济研究, 1999, (2): 13-20.
- [14] 于东智. 公司治理、股权安排与经营绩效 [J]. 山东社会科学, 2001, (2): 57-59.
- [15] 刘国亮, 王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究 [J]. 经济理论与经济管理, 2000, (5): 40-45.
- [16] 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析 [J]. 经济研究, 2003, (2): 64-93.
- [17] 洪道麟, 熊德华. 中国上市公司多元化与企业绩效分析——基于内生性的考察 [J]. 金融研究, 2006, (11): 33-43.
- [18] 殷瑾, 魏江. 多角化战略的进入方式研究 [J]. 科学管理研究, 2000, (8): 46-53.
- [19] Singh, Monahar; Mathur, Ike; Gleason, Kimberley C.. Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence From Large U.S. Firms [J]. Financial Review, 2004, 39, 489-526.
- [20] Anderson, Ronald C., Thomas W. Bates, John M. Bizjak, and Michael L. Lemon. Corporate Governance and Firm Diversification [J]. Financial Management, 2000, spring: 5-22.
- [21] Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W.. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions [J]. Journal of Finance, 1990, 45: 31-48.
- [22] Barney, J. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness [J]. Strategic Management Journal, 1988, 9(1): 71-78.
- [23] Lamont, B. T, C. R. Anderson. Mode of corporate diversification and economic performance [J]. Academy of Management Journal, 1985, 28: 926-934.

[24] Simmonds, P. G. The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms [J]. *Strategic Management Journal*, 1990, 11(5): 399–410.

[25] Amihud, Yakov; Lev, Baruch. Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy Towards Diversification? [J]. *Strategic Management Journal*, 1999, 20: 1063-1069.

[26] Dennis, D. J., Denis, D. and A. Sarin. Agency problems, equity ownership and corporate diversification [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 135-160.

Attribute of Ultimate Control Rights, entry mode of Corporate Diversification and Corporate Performance

Xue Youzhi, MaWen

(1. Business School, NanKai University, Tianjin 300071, China; 2. Business School, NanKai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: It has been well documented that the state-owned diversified firms have been valued less relative to other diversified firms. A sizable literature suggests that these inefficient diversification behaviors result from inappropriate equity structure. However, the corporate governance changed in the diversified firm, so these papers can't explain the difference of these companies' performance. As the main component of diversified strategy, the entry models are important to the operation performance of the listed companies. So the analysis of the relationship between ownership and corporate value from the view of diversified entry models is meaningful. Different from many paper which directly testing the relationship between ownership and corporate value, this paper studies how the ultimate ownership nature of the largest shareholder has effect the corporate value, using the cross date of China's listed companies, by examines the relationship among ownership nature of the largest shareholder, entry models and corporate value. The empirical tests show that state-owned listed companies are inclined to choose self-construction, and the performance of those which choose self-construction are better than the others choosing merger & acquisition. The result shows entry model is one of the reasons of performance differences between corporate with different ownership nature of the largest shareholder.

Keywords: corporate performance; entry mode; attributes of ultimate control rights

收稿日期: 2008-5-14

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(06JJD63000); 国家自然科学基金项目(70772050)

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; 马雯(1982-), 女, 山东泰安人, 南开大学商学院博士研究生。

¹李善民, 周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究 [J]. *管理世界*, 2007, (3): 130-137.

²陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [J]. *经济研究*, 2001, (11): 3-11.