

理解企业多元化经营的新视角: 控股股东的的影响*

李广子

(中国社会科学院金融研究所/国家金融与发展实验室 北京 100028)



内容提要: 多元化经营在现实企业中普遍存在,这也吸引了大量研究探寻企业多元化经营的动机。已有文献主要关注企业本身多元化经营,忽略了控股股东因素,从而存在一定的认知偏差。不同于已有文献,基于手工搜集数据,本文首次考察了控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的关系及其影响因素。研究发现,首先,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着一定的替代关系,说明控股股东将上市公司多元化经营作为其整体多元化经营战略的一部分;其次,从影响机制上看,控股股东持有上市公司的权益在其总资产中份额越高、其他大股东持股比例越高、上市公司所处地区市场化程度越高,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系会越弱,说明那些有助于减轻控股股东对上市公司进行干预的因素将会弱化这种关系。本文为理解企业多元化经营行为以及企业与其控股股东的关系提供了新的视角。

关键词: 多元化经营 控股股东 绩效

中图分类号: F272.3 文献标志码: A 文章编号: 1002—5766(2020)05—0054—17

一、引言

多元化经营是大企业普遍采取的一种策略,在我国也是如此。从本文样本看,2002—2016年间,样本上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目超过1个的占比达到72%^①,即大多数上市公司均采取了多元化经营策略。同时,我国很多上市公司隶属于特定企业集团,作为控股股东的企业集团通常控股或参股多家公司并涉足多个行业。例如,华能国际电力股份有限公司隶属于中国华能集团有限公司。华能国际是一家发电企业,主要业务是在开发、建设和运营大型发电厂;而控股股东华能集团拥有51家二级单位和6家上市公司,产业涵盖电力、煤炭、交通运输、科技、金融等6大板块。从本文样本看,上市公司控股股东控股或参股公司(含上市公司本身)数目平均为8.183个,涉足2.724个行业,控股股东控股或参股公司所属行业数目超过1个的占比达到63%。那么,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在什么关系?

多元化经营是理论界关注的一个重点领域。对于为什么进行多元化经营,现有研究认为主要包括风险分散(Aivazian等,2015)^[1]、建立内部资本市场(Stein,1997)^[2]、实现范围经济(Teece,1980)^[3]、获取市场势力(Scott,1982)^[4]等。可以看到,已有研究主要从企业内部角度考察多元化经营的动机。Matvos等(2018)^[5]的最新研究发现,应对外部资本市场摩擦是企业实施多元化经营

收稿日期:2019-11-18

* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“企业集团视角下的上市公司多元化行为研究”(71202133);国家社会科学基金项目“大数据时代科技与金融融合及风险管控研究”(18BJY250);国家社会科学基金重大项目“‘一带一路’投资安全保障体系研究”(19ZDA101)。

作者简介:李广子,男,副研究员,研究领域为商业银行与公司金融,电子邮箱:liguangzi@sina.com。

①指中国证券业监督管理委员会《上市公司行业分类指引》中规定的大类行业,下同。

的一个重要原因。那么,是否还存在其他一些外部因素会对企业多元化经营策略产生影响?另外,大量研究表明,控股股东会对公司的经营决策产生影响,母子公司之间的经营决策相互作用(Faccio等2011^[6];张会丽和陆正飞2012^[7])。从控股股东角度看,持有的上市公司股权是其投资的一个组成部分。那么,控股股东是否会把上市公司多元化经营作为其整体经营策略的一部分,从而对上市公司的多元化经营决策产生影响?如果控股股东把上市公司多元化经营作为其整体经营策略的一部分,那么,在研究企业多元化经营相关问题时,不考虑控股股东因素将会导致严重偏差。

针对上述问题,基于手工搜集的我国2002—2013年上市的639家公司数据,本文考察了控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的关系及其影响因素。与已有文献相比,本文的贡献主要有以下两个方面:第一,首次从控股股东角度讨论了企业多元化经营的动机,为理解企业多元化经营提供了新的视角。本文基于手工搜集的独特数据,证实了控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系,即上市公司多元化经营是控股股东多元化经营策略的一部分。这一发现丰富了关于多元化经营动机的文献,具有理论上的创新性。第二,拓展了关于企业与其控股股东之间关系的研究。由于存在股权上的控制关系,控股股东对企业行为产生了重要影响,总体上可以分为“掏空”和“支持”两类。其中,“掏空”的方式包括资金占用、现金股利、关联交易或关联贷款、并购重组等。本文的研究表明,除上述方式以外,控股股东可以通过风险分担的方式侵占上市公司利益。换言之,控股股东倾向于把上市公司多元化经营作为其整体多元化经营的一部分,通过干预上市公司多元化经营在控股股东层面实现风险分散,而这种行为可能会偏离上市公司本身的利益。

二、文献综述与研究假设

1. 文献综述

(1) 多元化经营的经济后果。对于企业而言,多元化经营既有收益也有成本。潜在收益主要体现在如下四个方面:一是通过实施多元化经营在企业内部不同业务单元之间分散风险,产生共同保险效应并提高企业负债能力(Aivazian等2015^[11];Franco等2016^[8])。二是通过设立不同业务单元形成内部资本市场,提高内部资金运用效率,降低外部市场摩擦产生的不利影响(Stein,1997^[2];Matvos等2018^[5])。此外,多元化经营还有助于不同业务单元之间形成内部劳动力市场,提高劳动生产率(Tate和Yang2015)^[9]。三是实现范围经济,降低运营成本(Teece,1980)^[3]。四是有助于企业扩大经营规模,在一定程度上减少竞争从而获得更大的市场势力(Scott,1982)^[4]。杨兴全等(2018)^[10]发现,没有受到产业政策扶持的企业有较强的动机通过多元化经营进入那些受到产业政策扶持的行业。多元化经营的潜在成本主要包括如下三个方面:一是多元化经营建立的内部资本市场带来了更多的融资便利,导致企业会选择一些不好的投资项目,形成过度投资(Stein,1997)^[2];二是多元化经营的企业能利用其他部门的盈利对亏损部门进行补贴,降低整体资源配置效率(Rajan等2000)^[11];三是多元化经营的企业内部部门设置通常较为繁杂,增加了信息不对称,进而产生了较高的代理成本。

在实证层面,多数文献发现多元化经营对企业绩效造成损害,存在“多元化经营折价”(Lang和Stulz,1994^[12];陈旭东等2013^[13])。不过,也有一些文献对此提出了质疑,理由包括内生性问题(Campa和Kedia2002)^[14]、衡量错误(Villalonga2004)^[15]等。还有一些文献认为,多元化经营对绩效的影响是有条件的。比如,Santalo和Becerra(2008)^[16]发现,多元化经营对企业是否有利依赖于特定的行业;Kuppuswamy和Villalonga(2015)^[17]的研究表明,多元化经营对企业绩效的积极作用在金融危机期间更加明显;Ekkayokkaya和Paudyal(2015)^[18]发现,多元化经营与企业财富之间

存在着非线性的倒 U 型关系; 薛有志和马雯(2008)^[19]发现, 多元化经营的绩效与多元化方式有关; Fan 等(2017)^[20]发现, CEO 是否为前政府官员会对多元化经营绩效产生影响。

(2) 控股股东对企业的影响。控股股东对企业的影响既可能是“掏空”也可能是“支持”。一方面, 由于控制权和现金流量权的分离、法律保护薄弱等原因, 具有控制权的股东有动机将企业的财产或利润转移出去以满足私利, 即存在“掏空”行为(Johnson 等, 2000^[21]; Claessens 等, 2000^[22]; 李增泉等, 2004^[23])。“掏空”的方式包括资金占用(李增泉等, 2004)^[23]、现金股利(Chen 等, 2009)^[24]、关联交易或关联贷款(Jiang 等, 2010)^[25]、并购重组(李增泉等, 2005)^[26]、股票发行(Baek 等, 2006)^[27]等。另一方面, 控股股东也可能会对企业进行支持。Friedman 等(2003)^[28]的研究显示, 当企业面临适度的负向冲击时, 采取先“支持”后“掏空”的策略对于控股来说可能是最优的。Jian 和 Wong(2010)^[29]发现, 上市公司通过向控股股东进行关联销售以提高盈余, 并在之后通过现金转移等方式回馈控股股东。还有一些研究表明, 控股股东对企业是“掏空”还是“支持”取决于企业本身的经营状况(Peng 等, 2011)^[30]。

总体上看, 已有文献对多元化经营的动机、绩效等问题的研究已较为丰富, 但讨论控股股东对企业多元化经营影响的文献还比较少; 另外, 还鲜有文献从风险分担的角度对控股股东的“掏空”行为进行分析。本文首次讨论了控股股东多元化经营对上市公司多元化经营的影响, 为理解企业多元化经营提供了新的视角, 也丰富了关于控股股东“掏空”方式的文献。

2. 研究假设

作为公司治理中的一个重要利益相关方, 控股股东对公司经营决策产生了重要影响。相应地, 控股股东多元化经营也可能对上市公司多元化经营产生影响。当控股股东多元化经营程度较低时, 控股股东会倾向于增加上市公司多元化经营程度。原因在于: 首先, 通过上市公司多元化经营实现与控股股东在业务层面的互补, 从而在控股股东层面获取多元化经营所带来的收益, 包括风险分散、建立内部资本市场、实现范围经济、扩充市场势力等; 其次, 企业实现多元化经营的主要方式包括设置跨行业产品部门、跨行业控股或参股公司、跨行业并购等。现实中, 我国大多数上市公司的控股股东为非上市公司。与非上市公司相比, 上市公司在开展业务方面具有特定优势。一方面, 上市公司具有较高的社会声誉有助于获取交易对手的信任, 减少代理成本(Greif, 1989^[31]; Gomes, 2000^[32]); 另一方面, 上市公司拥有更加丰富的融资渠道且能够以相对更低的成本筹集资金(Hale 和 Santos, 2009)^[33], 能够为开展多元化经营提供资金支持。在这种情况下, 通过上市公司实施多元化经营比由控股股东本身实施多元化经营在操作上要更加便利。

反过来, 当控股股东多元化经营程度较高时, 则会倾向于降低上市公司多元化经营程度。原因在于: 首先, 控股股东本身多元化经营程度较高意味着, 其已经在控股股东层面获得了多元化经营的潜在收益。此时, 在上市公司层面进一步实施多元化经营对控股股东的边际收益较小, 控股股东通过上市公司实施多元化经营的意愿会下降; 其次, 控股股东实施多元化经营意味着其已经进入较多的行业, 在这种情况下, 如果在上市公司层面进一步实施多元化经营并进入相关行业, 则会出现上市公司与控股股东在部分行业相竞争的情形, 造成资源的重复配置并降低资源配置效率。因此, 本文提出如下基本假设:

H: 控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在替代关系。

三、研究设计

1. 样本选择

本文以中国上市公司为样本。样本始于 2002 年, 由于考察的是公司上市后 3 年的多元化经营情况, 样本观测值时间区间为 2002—2016 年。2002—2013 年间, 我国资本市场共有 1323 家企业上

市。本文依据以下标准对样本进行了剔除: (1) 金融类上市公司; (2) 控股股东为自然人, 因为很难对自然人其他投资所属行业与其控股或参股公司所属行业进行区分; (3) 控股股东为国有资产管理委员会、财政部门、国有资产管理办公室、国有资产经营公司等, 原因在于此类机构一般代表国家持有公司股份, 其控股股东地位主要基于行政手段而非市场化手段形成, 对上市公司经营决策的影响与一般市场化的法人主体存在一定差异; (4) 数据缺失样本。部分上市公司在其《招股说明书》中并未详细披露其控股股东多元化经营情况, 本文对此类也予以剔除。通过剔除, 样本上市公司的控股股东均为企业。最后本文共得到 639 家上市公司样本, 包含 277 家国有企业和 362 家民营企业。样本分布如表 1 所示。

表 1 样本行业及年度分布

行业	行业代码	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
农、林、牧、渔业	A	2	0	4	1	1	0	0	2	0	1	2	0	13
采矿业	B	2	5	3	0	3	7	2	0	1	0	1	0	24
制造业	C	26	29	47	7	24	49	29	22	99	51	59	0	442
电力、热力、燃气及水生产和供应业	D	2	2	6	2	1	0	0	0	2	1	1	0	17
建筑业	E	1	2	2	2	4	3	1	3	4	3	2	0	27
批发和零售业	F	5	5	1	1	4	3	3	3	5	5	2	0	37
交通运输、仓储和邮政业	G	2	7	2	0	3	1	3	2	5	0	2	0	27
住宿和餐饮业	H	3	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	7
信息传输、软件和信息技术服务业	I	0	0	0	0	0	0	1	0	4	1	5	0	11
房地产业	K	1	0	1	1	1	6	2	2	0	0	0	0	14
租赁和商务服务业	L	3	1	0	0	0	2	0	0	1	0	0	0	7
科学研究和技术服务业	M	0	0	1	0	1	0	0	0	2	0	0	0	4
水利、环境和公共设施管理业	N	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2
文化、体育和娱乐业	R	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	3	0	7
合计		47	52	68	14	43	72	41	34	127	64	77	0	639

资料来源: 本文整理

可以看到, 样本共涉及 14 个行业, 其中制造业的样本数量最多, 达到 442 家, 占全部样本数量的 69%; 水利、环境和公共设施管理业样本数量则比较少, 只有 2 家。从年度分布来看, 2010 年度样本最多, 达到 127 家; 2013 年的样本数量为 0, 主要是因为我国资本市场 2013 年 IPO 一直处于暂停状态。

2. 模型与变量

本文基于以下模型对研究假设进行检验:

$$CorporateDiversification = \beta_0 + \beta_1 GroupDiversification + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (1)$$

(1) 解释变量: 控股股东多元化经营 (*GroupDiversification*)。如何度量控股股东多元化经营程度是本研究的一个关键。参照 Faccio 等(2011)^[6]的做法, 本文以控股股东控股或参股公司及其本身所属行业数目 (*Group Ind Num*) 来度量控股股东的多元化程度。所属行业数目越多, 说明控股股

东多元化程度越高,其投资也就越分散。本文从上市公司《招股说明书》中手工搜集得到控股股东经营情况及其控股或参股公司所属行业相关信息,逐一对其所属行业信息进行核对,最终确定控股股东本身及其控股或参股公司所属行业数目。在稳健性测试部分,本文还参照 Faccio 等(2011)^[6]的做法,以控股股东控股或参股公司数目的自然对数($\ln No. Group Firms$)来度量控股股东的多元化程度。控股或参股公司数目越多,控股股东多元化经营程度也就越高。此外,本文以控股股东资产规模($\ln Group Asset$)作为控股股东多元化经营的工具变量,以上市之前控股股东资产规模的自然对数表示。

需要说明的是,已有文献在衡量公司多元化程度时,一个常用的指标是 Herfindahl 指数,以来自于不同行业的收入或资产在公司总收入或总资产中占比的平方之和来衡量。不过,相当一部分上市公司在其《招股说明书》中并未给出控股股东参股或控股不同行业子公司的收入或资产数据,受数据限制,本文无法构建类似的 Herfindahl 指数。此外,与已有文献基于二级行业分类来构建相应的多元化指标不同,本文从一级行业分类来确定控股股东本身及其控股或参股子公司所属行业数目。主要是受控股股东信息披露限制,上市公司在《招股说明书》中所披露的控股股东信息有限,无法获取更为精细的二级行业分类信息。因此,本文所构建的控股股东多元化指标是一种相对广义的指标。

(2) 被解释变量: 公司多元化经营(*Corporate Diversification*)。为考察控股股东多元化与公司多元化之间是否存在替代关系,本文考察控股股东多元化程度对公司上市之后3年(不含上市当年)的多元化程度是否产生影响^①。本文从上市公司年报中手工搜集得到上市公司各年度控股或参股公司信息,并结合上市公司本身所处的行业确定上市公司本身及其控股或参股公司所属行业总数目,进而构建指标反映上市公司多元化程度(*Corporate Diversification*)。具体包括以下三个指标: ①上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目(*Corp Ind Num*)。这一指标越高,上市公司投资所属行业越多,多元化程度也越高。②上市公司是否多元化虚拟变量(*Corp Div Dum*),以上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目是否大于1来衡量。如果大于1,本文将定义为多元化,该变量取值为1;反之则定义为没有进行多元化,该变量取值为0。③与控股股东相比,上市公司本身及其控股或参股公司进入的新行业数目(*Corp New Ind Num*)。进入的新行业数目越多,说明上市公司多元化程度越高^②。与前文保持一致,本文在衡量上市公司多元化程度时也采取一级行业分类。本文考察的是公司上市之后3年的多元化经营数据,剔除缺失值后共包含639家上市公司1908个年度观测值。

(3) 控制变量(*Controls*)^③。参考陈信元和黄俊(2007)^[34]、Faccio等(2011)^[6]等研究,本文选取的控制变量(*Controls*)包括: ①上市公司资产规模(*Size*),以期末上市公司总资产(万元)的自然对数表示; ②资产负债率(*Leverage*),以期末总负债除以总资产来表示; ③资产利润率(*ROA*),以净利润除以总资产来表示; ④资产增长率(*Asset Growth*),以本年末总资产除以上年末总资产减去1来表示; ⑤企业年龄(*Age*),以公司自成立至年末所经历年度数的自然对数表示; ⑥资产的可转移程度(*Tran*),以上市公司年初固定资产原值与总资产的比率来衡量; ⑦控股股东持股比例(*First Share*),为各年度控股股东在上市公司中持有的股权比例,反映控股股东对上市公司的控制力。除此之外,在回归分析中,本文还对行业固定效应(*Industry*)、上市年度固定效应(*Year*)、省份固定效

① 例如,如果一家公司于2002年上市,本文从该公司《招股说明书》中搜集得到其控股股东多元化经营数据,在此基础上,考察控股股东多元化对上市公司2003年、2004年、2005年共计3年多元化经营决策的影响。

② 例如,控股股东进入制造业和房地产业两个行业,上市公司进入了制造业和批发零售业。在这种情况下,相对于控股股东而言,上市公司进入的新行业数目为1,即批发零售业。

③ *Controls* 为控制变量的列向量, β_2 为对应系数的列向量,下同。

应(Province) 进行了控制。

(4) 影响机制变量。除(1)式中涉及的变量之外,本文在“机制分析”中还使用了以下变量:①控股股东在上市公司中持有的资产份额(Asset Share),以上市前控股股东持有上市公司权益份额在控股股东总资产中的比重来定义,其中,上市前控股股东持有上市公司权益份额根据上市前上市公司净资产与上市前控股股东持股比例的乘积计算得到;②上市公司的股权结构(Ownership),以各年度上市公司第二到第五大股东持股比例来衡量;③上市公司所在地区市场化程度(MKT),以王小鲁等(2017)^[35]所提供的市场化指数来衡量。

除特别说明以外,变量数据均取自 Wind 数据库。为剔除异常值影响,本文对所有变量按照 1% 的标准进行了缩尾处理(Winsorize)。主要变量描述性统计结果如表 2 所示。

表 2 主要变量定义及描述性统计

	变量名称	变量定义	N	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量 (Corporate Diversification)	Corp Ind Num	上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目	1908	2.512	1.516	1	10
	Corp Div Dum	上市公司多元化虚拟变量:如果上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目超过 1 个,该变量取值为 1;否则取值为 0	1908	0.721	0.449	0	1
	Corp New Ind Num	相对于控股股东控股或参股公司所属行业而言,上市公司控股或参股公司进入的新行业数目	1908	1.183	1.252	0	7
解释变量 (Group Diversification)	Group Ind Num	控股股东多元化经营程度:以控股股东控股或参股公司所属行业数目来衡量	1908	2.724	1.881	1	10
	Ln No. Group Firms	控股股东控股或参股公司数目的自然对数	1874	1.500	1.113	0	4.477
	Ln Group Asset	控股股东资产规模(万元)的自然对数	1877	11.524	1.986	5.816	17.394
其他变量	Size	资产规模 = 总资产(万元)的自然对数	1908	12.313	1.249	9.994	18.107
	Leverage	资产负债率 = 总负债/总资产	1908	0.388	0.194	0.022	0.927
	ROA	资产利润率 = 净利润/总资产	1908	0.072	0.058	-0.314	0.500
	Asset Growth	资产增长率 = 本年末总资产/上年末总资产 - 1	1908	0.183	0.246	-0.283	3.356
	Age	企业年龄,以上市公司自成立至年末所经历的年度数的自然对数表示	1908	2.374	0.418	1.099	3.466
	Tran	资产的可转移程度,以上市公司年初固定资产原值与总资产的比率来衡量	1908	0.265	0.170	0.003	0.880

续表 2

	变量名称	变量定义	N	均值	标准差	最小值	最大值
其他变量	<i>First Share</i>	为各年度控股股东在上市公司中持有的股权比例	1908	0.441	0.146	0.108	0.840
	<i>Asset Share</i>	上市前控股股东持有上市公司权益份额在控股股东总资产中的比例,上市前控股股东持有上市公司权益份额根据上市前上市公司净资产与上市前控股股东持股比例的乘积计算得到	1874	0.350	0.340	0.001	0.988
	<i>Ownership</i>	各年度上市公司第二到第五大股东持股比例	1908	0.207	0.118	0.008	0.554
	<i>MKT</i>	上市公司所在地区市场化程度	1908	7.794	1.744	0	11.710
	<i>Industry</i>	行业固定效应	—	—	—	—	—
	<i>Year</i>	上市年度固定效应	—	—	—	—	—
	<i>Province</i>	省份固定效应	—	—	—	—	—

资料来源: 本文整理

从表 2 来看,上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目(*Corp Ind Num*)平均为 2.512 个,最多达 10 个;上市公司本身及其控股或参股公司所属行业超过 1 个的比重达到 72%,说明绝大多数上市公司投资涉及多个行业。与控股股东相比,上市公司本身及其控股或参股公司进入的新行业数目(*Corp New Ind Num*)平均为 1.183 个,最多为 7 个。从控股股东情况来看,控股股东本身及其控股或参股公司所属行业数目(*Group Ind Num*)平均为 2.724 个,最多为 10 个。控股股东的平均多元化经营程度略高于上市公司。

变量相关性系数表如表 3 所示。

表 3 主要变量相关系数矩阵

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1. <i>Corp Ind Num</i>	1	0.620 ^c	0.892 ^c	0.116 ^c	0.105 ^c	0.307 ^c	0.513 ^c	0.315 ^c	-0.015	0.055 ^b	-0.085 ^c	-0.021	0.126 ^c	-0.081 ^c	0.008	-0.101 ^c
2. <i>Corp Div Dum</i>		1	0.575 ^c	0.023	-0.012	0.090 ^c	0.271 ^c	0.159 ^c	0.022	0.034	0.038	-0.025	0.105 ^c	0.057 ^b	-0.030	-0.077 ^c
3. <i>Corp New Ind Num</i>			1	-0.137 ^c	-0.089 ^c	0.169 ^c	0.427 ^c	0.258 ^c	-0.017	0.058 ^b	-0.028	-0.043 ^a	0.083 ^c	0.037	0.026	-0.119 ^c
4. <i>Group Ind Num</i>				1	0.763 ^c	0.524 ^c	0.189 ^c	0.190 ^c	0.021	0.005	-0.185 ^c	0.149 ^c	0.171 ^c	-0.488 ^c	-0.162 ^c	-0.070 ^c
5. <i>Ln No. Group Firms</i>					1	0.674 ^c	0.235 ^c	0.219 ^c	0.025	0.003	-0.221 ^c	0.185 ^c	0.185 ^c	-0.617 ^c	-0.160 ^c	-0.100 ^c
6. <i>Ln Group Asset</i>						1	0.609 ^c	0.275 ^c	0.011	-0.039 ^a	-0.254 ^c	0.193 ^c	0.313 ^c	-0.695 ^c	-0.099 ^c	-0.117 ^c
7. <i>Size</i>							1	0.375 ^c	0.073 ^c	0.119 ^c	-0.127 ^c	0.056 ^c	0.302 ^c	-0.093 ^c	0.021	-0.026
8. <i>Leverage</i>								1	-0.201 ^c	0.269 ^c	-0.196 ^c	0.161 ^c	0.038 ^a	-0.261 ^c	-0.065 ^c	-0.071 ^c
9. <i>ROA</i>									1	0.230 ^c	0.020	-0.015	0.071 ^c	0.014	0.031	0.029
10. <i>Asset Growth</i>										1	-0.031	-0.069 ^c	-0.083 ^c	-0.027	0.016	-0.016
11. <i>Age</i>											1	-0.151 ^c	-0.206 ^c	0.217 ^c	0.173 ^c	0.160 ^c
12. <i>Tran</i>												1	-0.015	-0.165 ^c	-0.007	-0.090 ^c
13. <i>First Share</i>													1	0.004	-0.607 ^c	-0.118 ^c
14. <i>Asset Share</i>														1	0.063 ^c	0.119 ^c
15. <i>Asset Share</i>															1	0.138 ^c
16. <i>MKT</i>																1

注: a、b、c 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表 3 可以看到, *Group Ind Num* 与 *Corp New Ind Num* 显著负相关, 与假设相一致; 与 *Corp Div Dum* 正相关但不显著, 与 *Corp Ind Num* 显著正相关, 与假设并不一致。之所以出现这种情况, 可能

与没有控制其他变量的影响有关。未报告的结果显示,主要解释变量和控制变量方差膨胀因子(VIF)均小于2,多重共线性影响较低。

四、假设检验结果

1. 基本结果

基于(1)式的回归分析结果如表4所示。需要说明的是,本文构建的上市公司多元化经营指标中,上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目(Corp Ind Num)和进入的新行业数目(Corp New Ind Num)均为序数变量,以此为因变量时,本文采取Ordered Logit模型;上市公司是否多元化虚拟变量(Corp Div Dum)为二元变量,以此为因变量时,本文采取Logit模型。

表 4 控股股东多元化经营与公司多元化经营

变量	(1) Corp Ind Num (Ordered Logit)	(2) Corp Div Dum (Logit)	(3) Corp New Ind Num (Ordered Logit)
Group Ind Num	-0.042* (0.026)	-0.059* (0.035)	-0.383*** (0.029)
Size	1.017*** (0.058)	0.759*** (0.087)	0.914*** (0.058)
Leverage	0.488 (0.308)	0.878** (0.416)	0.821** (0.320)
ROA	-0.042 (0.875)	1.436 (1.148)	0.347 (0.894)
Asset Growth	-0.451** (0.199)	-0.389 (0.255)	-0.303 (0.204)
Age	0.475*** (0.138)	0.462** (0.190)	0.540*** (0.142)
Tran	-1.385*** (0.320)	-1.075** (0.435)	-0.797** (0.330)
First Share	-0.663** (0.330)	0.068 (0.464)	-0.492 (0.341)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Province	Yes	Yes	Yes
Constant		-10.047*** (1.438)	
伪 R ²	0.129	0.159	0.148
LR chi2	809.48***	351.73***	824.08***
N	1908	1852	1908

注: 括号中为系数标准差; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表4可以看到,控股股东多元化经营(Group Ind Num)对上市公司多元化经营产生了显著的负向影响。Group Ind Num变量在所有回归中的系数均显著为负,说明控股股东本身及其控股或参股公司所属行业数目(Group Ind Num)越多,上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目(Corp Ind Num)就会越少,上市公司本身及其控股或参股公司所属行业数目超过1个的可能性

(*Corp Div Dum*) 会越低, 上市公司本身及其控股或参股公司与控股股东相比进入新的行业数目 (*Corp New Ind Num*) 会越少。换言之, 控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着替代关系, 研究假设得到支持。说明控股股东把上市公司多元化经营作为其整体多元化经营的一部分, 控股股东多元化经营的高低是影响上市公司多元化经营的一个重要因素。

从控制变量来看, 资产规模 (*Size*) 回归系数显著为正, 说明上市公司资产规模越大, 上市公司投资的行业会越多, 与直观一致: 那些进行多元化经营的公司通常规模较大, 只有资产规模大、资本实力雄厚的公司才有能力进行多元化投资。另外, 资产负债率 (*Leverage*) 的回归系数也为正并具有较高的显著性, 说明资产负债率越高, 上市公司多元化经营程度通常也越高。原因可能在于, 多元化经营一般需要较多的资金投入, 公司可以通过加大杠杆的方式获取更多的资金。另外, 成立时间变量 (*Age*) 的回归系数也显著为正, 说明公司成立时间越长, 其多元化经营程度越高。原因可能在于, 随着经营时间的增加, 公司管理经验和经营能力会不断提升, 为公司开展多元化经营奠定了基础。资产的可转移程度 (*Tran*) 对上市公司多元化经营产生了显著的负向影响。从其他指标来看, 盈利能力 (*ROA*)、成长性 (*Asset Growth*)、控股股东持股比例 (*First Share*) 等因素对上市公司多元化经营的影响并不明显。

2. 稳健性测试

(1) 以控股股东变更作为自然实验。前文分析表明, 控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着替代关系。一个问题是, 这种替代关系可能是受一些未知因素的影响而不是一种因果关系。比如, 控股股东和上市公司恰好分属某些特殊的行业或者具有其他一些未观测到的特征, 使得控股股东和上市公司多元化同时表现出一种替代关系。为对这一情况进行考察, 参照 Faccio 等 (2011)^[6] 的做法, 本文以企业并购导致的控股股东的外生变化作为自然实验, 考察控股股东变化前后 3 年内 (不含变更当年) 上市公司多元化经营是否发生相应的变化。其基本逻辑是: 由并购行为导致的控股股东变更会导致控股股东多元化经营发生外生变化, 如果控股股东多元化经营的这种外生变化也会导致上市公司的多元化经营发生变化, 那么有理由认为, 控股股东多元化经营对上市公司多元化经营产生了影响。

本文的股权转让数据来自于 CSMAR 中国上市公司股权转让数据库。2002—2013 年间, CSMAR 上市公司股权转让数据库中共包含 19180 条股权转让记录, 本文采取以下标准对样本进行了筛选: ①剔除交易未完成或控股股东未发生变更的样本, 共计 17996 条, 因为此类样本不涉及控股股东的变更。②剔除控股股东变更之前 3 年 (不包含变更当年)、变更当年以及之后 3 年 (不包含变更当年) 共计 7 年时间内发生控股股东变更次数超过 1 次的样本, 共计 815 条。原因在于, 当样本期间存在多次控股股东变更行为时, 本文很难准确界定“变更前”与“变更后”, 且无法对不同控股股东多元化经营的影响进行区分。③与前文保持一致, 本文还剔除了变更前后控股股东为金融行业企业、自然人、国有资产管理委员会、财政部门、国有资产管理办公室、国有资产经营公司等持股单位的样本, 以及数据缺失的样本, 共计 333 条。经过上述筛选, 本文最终得到 36 家控股股东发生变更的上市公司样本。对于上述样本, 本文从上市公司《收购报告书》《招股说明书》以及年度报告中搜集得到上市公司变更前控股股东的多元化经营、变更后控股股东多元化经营经营以及上市公司变更前后 3 年各年度多元化经营数据, 多元化经营定义同前文, 均以控股或参股公司所属行业数目来衡量。依据前文的逻辑, 如果控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着替代关系, 那么本文预期, 变更前后控股股东多元化经营程度的变化将与上市公司多元化经营程度的变化负相关。

本文采取以下回归模型对变更前后控股股东多元化经营程度变化与上市公司多元化程度变化之间的关系进行考察。

$$\Delta CorporateDiversification = \beta_0 + \beta_1 \Delta GroupDiversification + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (2)$$

其中 $\Delta CorporateDiversification$ 表示控股股东变更前后上市公司多元化经营的变化,以控股股东变更之后 3 年(不包含变更当年)与变更之前 3 年(不包含变更当年)的上市公司本身及其控股或参股公司所属行业的平均数目的差异来衡量。如果差异为正,说明上市公司多元化经营在控股股东变更之后有所提高,反之则有所降低。 $\Delta GroupDiversification$ 表示变更前后控股股东多元化经营的变化,以变更后控股股东与变更前控股股东控股或参股公司所属行业数目的差异来衡量。如果差异为正,说明控股股东多元化经营在变更之后有所提高,反之则有所降低。需要说明的是,受数据可得性限制,本文从上市公司《收购报告书》《招股说明书》中搜集变更前后控股股东多元化经营数据,该数据只能反映控股股东在特定信息披露时点上的多元化经营信息,而无法获得控股股东各个年度的多元化经营信息。如果控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在替代关系,本文预期 β_1 显著为负。

对于控制变量,本文取其在样本期间的平均值纳入回归方程。在下文的分析中,本文还将变更前控股股东持股比例(*First Holding Before*)、变更后控股股东持股比例(*First Holding After*)等变量作为控制变量进行补充分析。具体结果如表 5 所示。

表 5 控股股东变更与公司多元化经营变化

变量	$\Delta Corporate Diversification$ (Ordered Logit)	
	(1)	(2)
<i>Group Diversification</i>	-0.629* (0.381)	-0.734* (0.378)
<i>First Holding Before</i>		Yes
<i>First Holding After</i>		Yes
<i>Controls</i>	Yes	Yes
伪 R^2	0.218	0.250
LR chi2	37.45 ***	43.05 ***
<i>N</i>	36	36

注: 括号中为系数标准差; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表 5 可以看到,回归(1)和(2)中变更前后控股股东多元化经营的变化($\Delta GroupDiversification$)的回归系数均显著为负,说明变更前后控股股东多元化经营的变化对上市公司多元化经营的变化产生了显著的负向影响,与预期一致。换言之,与变更前相比,如果变更后控股股东多元化经营程度上升,则变更后上市公司多元化经营程度更可能会下降;反之亦然。由于上述控股股东多元化经营行为的变化是外生的,因此可以认为,控股股东多元化经营对上市公司多元化经营产生了显著的替代作用。

(2) 工具变量法。为了进一步排除控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间可能存在的内生性问题,本文采取工具变量法进行分析。本文选取控股股东资产规模作为控股股东多元化经营的工具变量。其基本逻辑是:一方面,随着资产规模的扩大,控股股东一般会有意愿和能力在更多的行业进行投资,相应地,其多元化经营也就会越高。前文分析表明,资产规模与公司多元化经营程度之间存在着显著的正相关关系;另一方面,控股股东的资产规模与上市公司多元化经营之间并不存在先验的关系。本文将采取标准的方法来检验将控股股东资产规模作为其多元化经营的工具变量是否合适。具体地,本文以控股股东资产规模作为其多元化经营的工具变量,采取两阶段最小二乘法(2SLS)对控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的关系进行重新估计。步骤如下:

第一阶段 根据方程(3)进行回归:

$$GroupIndNum = \beta_0 + \beta_1 LnGroupAsset + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (3)$$

$\ln Group Asset$ 为上市之前控股股东资产规模,作为控股股东多元化经营程度的工具变量,以上市之前公司控股股东总资产(万元)的自然对数来表示。根据(3)式的回归结果,可以得到控股股东多元化经营程度的估计值 $\overline{GroupIndNum}$ 。

第二阶段 将 $\overline{GroupIndNum}$ 代入方程(1),得到其估计系数。

$$CorporateDiversification = \beta_0 + \beta_1 \overline{GroupIndNum} + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (4)$$

依据工具变量法得到的第一阶段和第二阶段分析结果如表6所示。

表6 控股股东经营与上市公司多元化经营(工具变量法)

Panel A: 第一阶段		Panel B: 第二阶段		
变量	(1) <i>Group Ind Num</i>	(2) <i>Group Ind Num</i>	(3) <i>Corp Div Dum</i>	(4) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Ln Group Asset</i>	0.570*** (0.025)			
$\overline{GroupIndNum}$		-0.094*** (0.035)	-0.049*** (0.012)	-0.230*** (0.029)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.473 (0.788)	-6.510*** (0.628)	-0.823*** (0.218)	-5.328*** (0.526)
调整 R^2	0.370	0.394	0.157	0.374
F 值(Wald chi2)	18.79***	1255.37***	411.03***	1033.12***
Hausman		37.84	90.05**	50.53*
<i>N</i>	1877	1877	1877	1877

注: 括号中为系数标准差; *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

表6的 Panel A 报告了第一阶段的回归结果。可以看到,控股股东资产规模变量($\ln Group Asset$)的回归系数显著为正,说明资产规模越大,控股股东多元化经营程度越高,与预期一致。Panel B 列示了第二阶段的回归结果。可以看到,以控股股东资产规模变量($\ln Group Asset$)作为工具变量估计得到的控股股东多元化经营($\overline{GroupIndNum}$)对上市公司多元化经营产生了显著的负向影响,说明控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着替代关系,支持了前文的结论。Hausman 统计量在回归(3)和(4)中都是统计显著的,说明以控股股东资产规模($\ln Group Asset$)作为控股股东多元化经营的工具变量是合适的。

(3) 以其他变量衡量控股股东多元化经营。参照 Faccio 等(2011)^[6]的做法,本文进一步以控股股东控股或参股公司数目的自然对数($\ln No. Group Firms$)来衡量控股股东多元化经营,结果如表7所示。

表7 以其他指标衡量控股股东多元化经营

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i> (Ordered Logit)	(2) <i>Corp Div Dum</i> (Logit)	(3) <i>Corp New Ind Num</i> (Ordered Logit)
<i>Ln No. Group Firms</i>	-0.179*** (0.046)	-0.204*** (0.062)	-0.600*** (0.050)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>		-10.712*** (1.460)	

续表 7

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i> (Ordered Logit)	(2) <i>Corp Div Dum</i> (Logit)	(3) <i>Corp New Ind Num</i> (Ordered Logit)
伪 R^2	0.131	0.161	0.141
LR chi2	805.08 ***	350.94 ***	773.64 ***
<i>N</i>	1874	1818	1874

注: 括号中为系数标准差; *** 表示在 1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

表 7 的所有回归中 $\ln No. Group Firms$ 的回归系数均显著为负,即以控股股东控股或参股公司数目的自然对数来衡量控股股东多元化经营程度时,替代关系依然存在。

五、进一步分析: 控股股东影响企业多元化经营的机制探索

前文的分析已经表明,控股股东倾向于将上市公司多元化经营作为其整体多元化经营战略的一部分,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系一定程度上代表着控股股东对上市公司多元化经营的干预。按照这种逻辑,本文预期,那些有助于减轻(加强)控股股东对上市公司进行干预的因素将会弱化(强化)这种替代关系。本文将从控股股东、上市公司本身和外部环境等多个维度分析可能影响上述替代关系的因素。

1. 控股股东资产份额的影响

对于控股股东来说,持有的上市公司股权只是其资产总额的一部分。除持有的上市公司股权以外,控股股东一般还有其他资产。直观上说,持有的上市公司权益在控股股东资产总额中占比越高,上市公司的利益会和控股股东会越紧密地联系在一起,上市公司经营业绩的好坏对于控股股东来说会越重要。在这种情况下,控股股东出于自身利益的目的对上市公司多元化行为进行干预的可能性就会较小。相反,如果持有的上市公司权益在控股股东资产总额中占比较低,上市公司经营业绩的好坏对于控股股东的重要性将会降低。此时,控股股东出于自身利益的目的对上市公司多元化经营进行干预的可能性就会比较高。因此,本文假设:持有的上市公司权益在控股股东总资产中占比越低,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系会越明显。

本文以公司上市前控股股东持有上市公司权益份额在控股股东总资产中的比重来定义资产份额(*Asset Share*)。该变量取值越高,说明持有的上市公司权益在控股股东总资产中占比越高;反之则越低。本文将主要考察资产份额(*Asset Share*)与控股股东多元化经营变量(*Group Ind Num*)的交互项回归系数符号及其显著性,下文与此类似。根据前述分析,本文预期该交互项回归系数显著为正。具体结果如表 8 所示。

表 8 资产份额的影响

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i>	(2) <i>Corp Div Dum</i>	(3) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Group Ind Num</i>	-0.057* (0.034)	-0.026 (0.047)	-0.378*** (0.038)
<i>Group Ind Num</i> × <i>Asset Share</i>	0.284** (0.116)	0.204 (0.204)	0.198* (0.123)
<i>Asset Share</i>	-0.027 (0.245)	0.447 (0.355)	0.144 (0.254)

续表 8

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i>	(2) <i>Corp Div Dum</i>	(3) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>		-9.152*** (1.686)	
伪 R^2	0.134	0.169	0.151
LR chi2	826.59***	366.53***	827.43***
<i>N</i>	1874	1818	1874

注: 括号中为系数标准差; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表 8 可以看到, 在回归 (1) 和 (3) 中, 交互项 ($Group\ Ind\ Num \times Asset\ Share$) 的回归系数显著为正, 且符号与控股股东多元化经营变量 ($Group\ Ind\ Num$) 正好相反。这一结果意味着, 控股股东持有的上市公司权益在控股股东总资产中的份额越高, 控股股东与上市公司之间的利益越趋于一致时, 控股股东多元化经营对上市公司多元化经营的负向影响会越不明显, 二者之间的替代关系会越弱; 反之则越强。假设得到支持。

2. 上市公司股权结构的影响

合理的股权结构将会对控股股东起到有效的制衡作用, 特别是除控股股东以外的其他持股比例较大的投资者一般有能力 and 意愿对控股股东的行为进行监督 (Shleifer 和 Vishny, 1997) [36]。从法律意义上看, 控股股东对上市公司的影响主要体现在其持有的股权比例上。持股比例越高, 对上市公司拥有的投票权就越高, 进而对上市公司经营决策的影响力就会越大, 此时对上市公司的干预程度就会越高; 反过来, 当控股股东持股比例比较低时, 其对上市公司经营决策的影响力就会较小 (Johnson 等, 2000) [21]。从其他股东持股情况来看, 由于有动力和能力对管理者和控股股东进行监督, 持有较高比例股份的机构投资者是一种重要的公司治理机制 (Shleifer 和 Vishny, 1997) [36]。Wruck (1989) [37] 发现, 通过定向增发引入机构投资者将会改善公司治理; Berger 等 (2009) [38] 也发现, 引入战略投资者对商业银行效率具有一定促进作用。Hartzell 等 (2014) [39] 发现, 机构投资者的监督有助于降低多元化经营折价。换言之, 除控股股东以外的其他持股较高的投资者有助于对控股股东形成制衡。因此, 本文假设: 其他股东对控股股东的制衡作用越弱, 控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系越明显。

本文以各年度上市公司第二到第五大股东持股比例来反映上市公司的股权结构 (*Ownership*), 该比例越高, 意味着其他大股东对控股股东的制衡作用越强。结果如表 9 所示。

表 9 上市公司股权结构的影响

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i>	(2) <i>Corp Div Dum</i>	(3) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Group Ind Num</i>	-0.130*** (0.046)	-0.197*** (0.062)	-0.451*** (0.051)
<i>Group Ind Num</i> \times <i>Ownership</i>	0.468** (0.201)	0.761*** (0.287)	0.360* (0.219)
<i>Ownership</i>	-1.211 (0.751)	-1.951* (1.008)	-1.105 (0.782)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes

续表 9

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i>	(2) <i>Corp Div Dum</i>	(3) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Constant</i>		-9.434 *** (1.461)	
伪 R^2	0.130	0.162	0.148
LR chi2	814.91 ***	358.81 ***	826.87 ***
<i>N</i>	1908	1852	1908

注: 括号中为系数标准差; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表 9 可以看到,交互项(*Group Ind Num* × *Ownership*) 在所有回归中的系数均显著为正。这一结果意味着,当上市公司其他大股东持股比例较高时,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系会减弱,假设得到支持。

3. 市场化程度的影响

较高的外部市场化环境有助于减轻股东对企业行为的干预(Albuquerque 和 Wang 2008^[40]; 夏立军和陈信元 2007^[41])。具体地,上市公司所处地区市场化程度越高,外部环境对控股股东的约束力就会越强,控股股东的行为会越规范,控股股东出于自身利益的目的对上市公司多元化经营进行干预的可能性就会较小;反之亦然。基于上述分析,本文假设:上市公司所处地区市场化程度越低,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系越明显。本文采取王小鲁等(2017)^[35]所提供的市场化指数作为地区市场化程度(*MKT*)的度量。结果如表 10 所示。

表 10 市场化程度的影响

变量	(1) <i>Corp Ind Num</i>	(2) <i>Corp Div Dum</i>	(3) <i>Corp New Ind Num</i>
<i>Group Ind Num</i>	-0.184 (0.114)	-0.442 *** (0.164)	-0.514 (0.124)
<i>Group Ind Num</i> × <i>MKT</i>	0.017 (0.014)	0.047 ** (0.020)	0.016 (0.015)
<i>MKT</i>	0.068 (0.125)	-0.129 (0.156)	0.074 (0.128)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>		-8.729 *** (1.878)	
伪 R^2	0.130	0.161	0.148
LR chi2	812.21 ***	357.34 ***	826.31 ***
<i>N</i>	1908	1852	1908

注: 括号中为系数标准差; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著

资料来源: 本文整理

从表 10 可以看到,在所有回归中,交互项(*Group Ind Num* × *MKT*) 的回归系数均为正,且在回归(2)中是显著的。这一结果意味着,较高的市场化进程有助于减轻控股股东对上市公司多元化行为的干预,假设得到支持。

六、结 语

多元化经营是企业经营发展中常见的一种方式。与已有研究主要关注上市公司本身的多元化

经营不同,本研究首次将控股股东的多元化经营因素考虑进来,通过手工搜集的控股股东多元化经营数据,全面考察了控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的关系及其影响因素。本文发现,首先,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间存在着一定的替代关系。控股股东多元化经营程度越高,上市公司多元化经营越低,反之亦然。说明控股股东将上市公司多元化经营作为其整体多元化经营战略的一部分,对上市公司的多元化经营决策进行干预。其次,从影响机制上看,控股股东持有上市公司的权益在其总资产中份额越高、其他大股东持股比例越高、上市公司所处地区市场化程度越高,控股股东多元化经营对上市公司多元化经营的负向影响就会越小,控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系就会越弱;反之则越强。说明那些有助于减轻控股股东对上市公司进行干预的因素将会弱化这种关系。

本文具有较强的政策含义。首先,上市公司的多元化经营可能是其控股股东整体多元化经营策略的一部分。因此,在评价一家企业的多元化经营策略时,不仅要考虑这家企业本身,还需要同时将其控股股东因素考虑进来,要站在控股股东整体层面对企业多元化经营策略的成本和收益进行综合评价,否则将会造成错误判断。其次,控股股东不仅可以通过资金占用、现金股利、关联交易、并购重组等方式对上市公司进行干预,还可以通过风险分担的方式损害上市公司的利益。因此,约束控股股东的行为对于保护好中小股东的利益、提高上市公司经营决策效率十分必要,要特别重视控股股东通过多元化经营等风险分担方式对上市公司可能造成的损害。最后,可以通过优化上市公司股权结构、改善经营主体生存发展的外部市场化环境等方式来减轻控股股东对上市公司的干预行为,加强公司内外部治理、营造市场化法治化的营商环境对于保护中小股东利益、促进上市公司长远健康发展具有重要意义。

需要说明的是,本文基于的是中国的上市公司样本,控股股东中国有企业尤其是中央企业占较大比例。对于非上市公司以及其他不具有这一特征的企业来说,本文的结论是否具有普遍性还需要进一步验证。另外,受数据限制,本文对控股股东和上市公司多元化经营程度的界定基于的是大类行业数据,在度量上还不够精细。最后,本文仅考察了控股股东多元化经营与上市公司多元化经营之间的替代关系,对其经济后果并没有涉及。未来研究可以着眼于这种替代关系会对企业的绩效和风险产生哪些影响,以更好地理解控股股东与企业之间的关系。

参考文献

- [1] Aivazian, V., J. Qiu, and M. Rahaman. Bank Loan Contracting and Corporate Diversification: Does Organizational Structure Matter to Lenders? [J]. *Journal of Financial Intermediation* 2015, 24 (2): 252 - 282.
- [2] Stein, J. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources [J]. *Journal of Finance* 1997, 52 (1): 111 - 133.
- [3] Teece, D. Economies of Scope and the Scope of the Enterprise [J]. *Journal of Economic Behavior and Organization* 1980, 1 (3): 223 - 247.
- [4] Scott, J. Multimarket Contact and Economic Performance [J]. *Review of Economics and Statistics* 1982, 64 (3): 368 - 375.
- [5] Matvos, G., A. Seru, and R. Silva. Financial Market Frictions and Diversification [J]. *Journal of Financial Economics* 2018, 127 (1): 21 - 50.
- [6] Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking [J]. *Review of Financial Studies* 2011, 24 (11): 3601 - 3641.
- [7] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资 [J]. *北京: 管理世界* 2012 (3): 141 - 150.
- [8] Franco, F., O. Urcan, and F. Vasvari. Corporate Diversification and the Cost of Debt: The Role of Segment Disclosures [J]. *Accounting Review* 2016, 91 (4): 1139 - 1165.
- [9] Tate, G., and L. Yang. The Bright Side of Corporate Diversification: Evidence from Internal Labor Markets [J]. *Review of Financial Studies* 2015, 28 (8): 2203 - 2249.
- [10] 杨兴全, 尹兴强, 孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业 [J]. *北京: 经济研究* 2018 (9): 133 - 150.
- [11] Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment [J]. *Journal*

of Finance 2000 55 (1) : 35 – 80.

[12]Lang L. and R. Stulz. Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance [J]. Journal of Political Economy, 1994, 102, (6) : 1248 – 1280.

[13]陈旭东, 曾春华, 杨兴全. 终极控制人两权分离、多元化并购与公司并购绩效 [J]. 北京: 经济管理 2013 (12) : 23 – 31.

[14]Campa J. and S. Kedia. Explaining the Diversification Discount [J]. Journal of Finance 2002 57 (4) : 1731 – 1762.

[15]Villalonga B. Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tacking Series [J]. Journal of Finance 2004 59 (2) : 479 – 506.

[16]Santalo J. and M. Bercerra. Competition from Specialized Firms and the Diversification-Performance Linkage [J]. Journal of Finance 2008 63 (2) : 851 – 883.

[17]Kuppuswamy V. and B. Villalonga. Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2008 – 2009 Financial Crisis [J]. Management Science 2015 62 (4) : 905 – 1224.

[18]Ekkayokkaya M. and K. Paudyal. A Trade-off in Corporate Diversification [J]. Journal of Empirical Finance 2015 (34) : 275 – 292.

[19]薛有志, 马雯. 实际控制权性质、多元化进入方式与多元化经营业绩 [J]. 北京: 经济管理 2008 (19 – 20) : 126 – 132.

[20]Fan J. J. Huang F. Oberholzer-Gee and M. Zhao. Bureaucrats as Managers and Their Roles in Corporate Diversification [J]. Journal of Corporate Finance 2017 in press.

[21]Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review Papers and Proceedings 2000 90 (2) : 22 – 27.

[22]Claessens S., S. Djankov, and L. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics 2000 58 (1 – 2) : 81 – 112.

[23]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]. 北京: 会计研究, 2004 (12) : 3 – 13.

[24]Chen D., M. Jian, and M. Xu. Dividends for Tunneling in a Regulated Economy: The Case of China [J]. Pacific-Basin Finance Journal 2009 17 (2) : 209 – 223.

[25]Jiang G., C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Inter-corporate Loans: The China Experience [J]. Journal of Financial Economics 2010 98 (1) : 1 – 20.

[26]李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 经济研究 2005 (1) : 95 – 105.

[27]Baek J., J. Kang, and I. Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols [J]. Journal of Finance 2006 61 (5) : 2415 – 2449.

[28]Friedman E., S. Johnson, and T. Mitton. Propping and Tunneling [J]. Journal of Comparative Economics 2003 31 (4) : 732 – 750.

[29]Jian M., and T. Wong. Propping through Related Party Transactions [J]. Review of Accounting Studies 2010 15 (1) : 70 – 105.

[30]Peng W., K. Wei, and Z. Yang. Tunneling or Propping: Evidence from Connected Transactions in China [J]. Journal of Corporate Finance 2011 17 (2) : 306 – 325.

[31]Greif A. Reputation and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on the Maghribi Traders [J]. Journal of Economic History, 1989, 49 (4) : 857 – 882.

[32]Gomes A. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects [J]. Journal of Finance 2000 55 (2) : 615 – 646.

[33]Hale G. and J. Santos. Do Banks Price Their Informational Monopoly? [J]. Journal of Financial Economics 2009 93 (2) : 185 – 206.

[34]陈信元, 黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩 [J]. 北京: 管理世界 2007 (1) : 92 – 97.

[35]王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告 [M]. 北京: 社会科学文献出版社 2017.

[36]Shleifer A. and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance 1997 52 (2) : 737 – 783.

[37]Wruck K. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings [J]. Journal of Financial Economics 1989 23 (1) : 71 – 78.

[38]Berger A., J. Hasan, and M. Zhou. Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation? [J]. Journal of Banking & Finance 2009 33 (1) : 113 – 130.

[39]Hartzell J., L. Sun, and S. Titman. Institutional Investors as Monitors of Corporate Diversification Decisions: Evidence from Real Estate Investment Trusts [J]. Journal of Corporate Finance 2014 (25) : 61 – 72.

[40]Albuquerque R. and N. Wang. Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing [J]. Journal of Finance 2008 63 (1) : 1 – 40.

[41]夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定 [J]. 北京: 经济研究 2007 (7) : 82 – 95.

A New Perspective to Understand Firm's Diversification: The Effect of Controlling Shareholder

LI Guang-zi

(Institute of Finance & Banking/National Institution for Finance & Development ,CASS ,Beijing ,100028 ,China)

Abstract: Diversification is a business strategy widely adopted by listed firms. Meanwhile ,many listed firms in China belong to specific conglomerates ,which usually invest in many firms and operate in many industries. In other words ,the controlling shareholders of many listed firms also adopt diversification strategy themselves. A natural question is ,what is the relationship between a list firm's diversification and its controlling shareholder's diversification?

Diversification is an important topic in financial research. Existing researches show that ,the incentives for firms to adopt diversification strategy mainly include diversifying risks ,establishing internal capital market ,achieving scope economy ,gaining market power ,etc. We can see that existing researches mainly investigate the incentives of diversification from the internal perspective of firms. Are there any external factors that will affect firm's diversification strategy? In addition ,a lot of researches show that controlling shareholder has an important influence on firm's operation. The equity of a listed firm held by the controlling shareholder is a part of its total investment. Then ,will the controlling shareholder take a listed firm's diversification strategy as a part of its overall diversification strategy? If so ,a listed firm's diversification strategy will be affected by the diversification strategy of its controlling shareholder. For this reason ,when we study the related topics of diversification ,we will result in a serious misunderstanding if we don't consider the effect of controlling shareholder's diversification.

Based on a manually collected dataset of 639 listed firms in China from 2002 to 2013 ,this paper investigates for the first time the relationship between controlling shareholder's diversification and listed firm's diversification and its determinants. Major findings include: firstly ,there is a substitution relationship between controlling shareholder's diversification and listed firm's diversification ,indicating that controlling shareholder takes listed firm's diversification as a part of its overall diversification strategy; secondly ,those factors that help to alleviate the intervention of controlling shareholder in listed firms will weaken the above substitution relationship. Specifically ,when the equity of a listed firm held by controlling shareholder occupies a higher percentage in its total assets ,or the share held by other major shareholders is higher ,or the degree of marketization of the region where the listed firm is located is higher ,the substitution relationship between controlling shareholder's diversification and listed firm's diversification is weaker.

Our paper makes important contributions to the literature in the following two aspects. Firstly ,this paper investigates for the first time the incentive for firm's diversification from the perspective of controlling shareholder ,which provides a new perspective for understanding firm's diversification. Our evidence verifies the substitution relationship between controlling shareholder's diversification and listed firm's diversification ,which enriches the literature on the incentive for firm's diversification and has innovational theoretical significance. Secondly ,this paper enriches the research on the relationship between firms and their controlling shareholders. Existing researches show that controlling shareholder has an important influence on firm's behaviors. The influence of controlling shareholder on a firm can be divided into two categories: tunneling or propping. The means used for tunneling include capital occupying ,cash dividends ,unfair related party transactions or loans ,merges & acquisitions ,etc. This research shows that ,in addition to above-mentioned means ,the controlling shareholder can tunnel the interest of a listed firm through risk sharing. In other words ,the controlling shareholder tends to take a listed firm's diversification strategy as a part of its overall diversification strategy ,and intervenes in the listed firm's decision-making of diversification ,which may help the controlling shareholder diversify risks at the cost of the listed firm.

Key Words: diversification; controlling shareholder; performance

JEL Classification: G31 ,G32 ,G34

DOI: 10. 19616/j. cnki. bmj. 2020. 05. 004

(责任编辑: 李先军)