

信息不对称与多元化折价关系研究^{*}

——来自中国沪市上市公司的证据

戴德明, 邓 璠

(中国人民大学商学院, 北京 100872)

摘 要: 国外研究者一般认为, 上市公司存在着多元化折价问题。对于我国上市公司而言, 多元化折价现象是否存在以及多元化折价的影响因素有哪些, 相关研究却很少。文章通过计算超额价值, 发现我国上市公司也存在多元化折价现象, 而信息不对称是导致多元化折价的主要因素。文章还发现, 多元化扩张行为会导致信息不对称水平的上升, 从而使多元化折价问题更为严重。

关键词: 多元化折价; 超额价值; 信息不对称

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2008)04-0082-11

一、引 言

多元化对公司价值的影响一直是理论界和实务界讨论的热点, 自 Lang 和 Stulz(1994)提出多元化折价现象后, 企业多元化经营究竟是折价还是溢价就成为一个理论上存在争议和实践中迫切需要解决的问题。根据 Lang 和 Stulz(1994)等的研究, 多元化折价是指当公司的各个业务分部作为独立的业务单元看待时, 其所具有的市场价值之和大于多元化公司的实际价值^[10]。在 Lang 和 Stulz(1994)之后, 很多学者如 Krishnaswami 和 Subramaniam(1999)等对多元化折价问题进行了研究, 他们认为, 多元化公司的信息不对称水平较高, 由此会增加公司的资金成本、协作成本和代理成本, 从而损害公司价值^[9]。

目前, 多元化经营是我国上市公司一种较为流行的经营模式, 2002—2004 年多元化经营的上市公司占全部上市公司的比例分别为 65.07%、68.41%、69.41%。而 2004 年德隆集团多元化战略的失败也使各方面更加关注多元化经营的负面效应。在这种情形下, 我国多元化经营上市公司是否存在折价, 什么因素导致了多元化折价就成为一个亟待研究的问题。本文旨在分析我国上市公司是否存在多元化折价现象, 以及多元化折价的影响因素, 并首次从静态

收稿日期: 2007-12-24

作者简介: 戴德明(1962—), 男, 湖南沅江人, 中国人民大学商学院会计系教授, 博士生导师;

邓 璠(1983—), 女, 云南景洪人, 中国人民大学商学院会计系博士生。

和动态两个角度对上述问题进行了研究。研究发现,我国上市公司存在着多元化折价现象,而信息不对称是造成多元化折价的主要因素。

本文以下部分安排为:第二部分简要回顾了相关理论与文献;第三部分提出研究设计;第四部分是经验分析;最后是本文的结语。

二、理论基础与已有文献的回顾

关于多元化经营对公司价值的影响,一些研究者认为多元化经营会提升公司价值(如 Myers, 1977 等),他们认为由于多元化经营带来公司负债能力的增加、管理的规模经济和内部有效的资本市场都会提升公司价值^[12]。然而,多数研究者则认为多元化经营会损害公司价值(如 Jesen, 1986 等),他们认为多元化经营会导致信息不对称水平上升,从而导致代理成本增加、资源配置效率下降和经理寻租行为的产生^[8]。大量学者为证实该观点进行了实证研究,如 Lang 和 Stulz(1994)的开创性研究提出了多元化折价问题。Lang 和 Stulz(1994)发现,多元化企业相对于专业化企业具有较低的 Tobin's Q^[10]。Berger 和 Ofek(1995)则首次使用超额价值法计量多元化公司的价值效应,发现多元化经营公司存在 13%—15% 的折价^[4]。我国也有少量文献对该问题进行了实证研究,并发现上市公司存在着多元化折价。

关于多元化折价产生的原因,研究者普遍认为,信息不对称水平的上升是导致多元化折价的主要因素。他们认为,信息不对称对公司价值的损害表现为:首先,投资者难以了解多元化公司各分部的经营效率等重要信息,致使他们提供的资金成本较高。其次,各分部与总部之间的信息不对称问题不仅会使总部难以调配资源,导致内部资本市场失效,而且还会使管理层难以协作,由此引发的成本可能会抵消规模经济的收益。最后,信息不对称问题会激化管理层与股东之间的代理矛盾,自利的管理层更可能做出损害公司价值的决策。相关实证研究也从不同角度证实了上述观点,Best 等(2004)发现,信息不对称是导致多元化折价的主要因素^[5]。另外,Krishnaswami 和 Subramaniam(1999)发现,多元化折价可能是由公司此前的扩张行为带来的信息不对称水平上升造成的^[9]。

也有学者从其他角度解释了多元化折价产生的原因。比如,韩忠雪等(2006, 2007)发现,代理成本导致了多元化折价^{[2][3]};Maksimovic 和 Philip(2001)则发现,低经营效率导致了多元化折价^[11]。

上述文献也存在着一些缺陷:首先,这些文献没有综合考虑不同因素对多元化折价的影响。其次,根据委托—代理理论,代理成本产生的基本原因有三个:一是由于信息不对称,企业所有者所选择的基于绩效的契约会导致激励机制上的扭曲,于是造成所谓“次优契约”相对于“最优契约”的效率损失。二是在信息不对称的条件下,实践中的契约常常偏离理论上存在的次优契约从而

发生效率损失。三是代理人规避风险的态度,会降低最优激励系数的功效。由此可知,信息不对称程度的提升会增加公司的代理成本,因此,本文将代理成本作为信息不对称程度的一个间接替代变量。

对于上述问题,本文以 2003—2005 年沪市上市公司为样本,检验多元化公司是否存在折价,并从静态和动态角度对多元化折价产生的原因进行了分析。本文贡献如下:首先,在静态分析中,首次控制了不同因素对多元化折价的影响,所得信息不对称与多元化折价关系的结论更具说服力。其次,将代理成本作为信息不对称的间接替代变量,得出代理成本与多元化折价关系的结论更为合理。再次,从动态角度,更全面地解释了信息不对称水平对多元化折价的影响。最后,改进了研究方法。本文采用考虑公司个体效应的面板模型分析信息不对称等因素对多元化折价的影响。

三、研究设计

(一)样本的选择

本文选取 2003—2005 年沪市 A 股上市公司作为研究样本^①。在剔除了金融类公司和数据不全的公司后,共得到 1 587 个观测值,其中多元化公司的观测值为 833,专业化公司的观测值为 754。无法取得相关数据的,则作为缺失值进行处理。本文的数据来自于巨灵数据库和色诺芬数据库,数据分析采取 Stata8.0。

(二)超额价值(Excess Value)的计算

参照 Berger 和 Ofek(1995)的研究,本文通过超额价值(EV)法测度多元化经营的价值效应。该方法是将多元化公司各业务分部假设为独立的业务单元,用各业务单元价值之和表示多元化公司的估算价值,然后用多元化公司总的实际价值(普通股市值与负债账面价值之和)与其估算价值进行比较,以考察多元化的折价(溢价)程度。其中,各业务单元的估算价值由该业务单元的会计数据与一个基准乘数的乘积来计算,该基准乘数为多元化公司各业务单元所在行业中的专业化公司总实际价值同其相应会计数据之比的行业中位数^[4]。相关计算过程如下:

$$EV = V - I(V)$$

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i \times (Ind_i(V/AI)_{mf})$$

本文使用的 AI_i 是业务分部当年的主营业务收入; $Ind(V/AI)_{mf}$ 是多元化公司各业务单元所在行业中的专业化公司总实际价值同其主营业务收入之比的行业中位数; V 是公司的普通股市值与负债账面价值之和。在确定业务单元所在行业时,本文主要使用 3 位行业代码,仅在不能取得 3 位行业代码的情况下使用 2 位行业代码。另外,本文对数据进行了上下 1% 的缩尾,以剔除异

常值的影响。

（三）信息不对称水平的测度

参照 Krishnaswami 和 Subramaniam(1999)、Best 等(2004)等的研究,本文采用下列指标作为信息不对称的替代变量^{[5][9]}：

(1)市场调整日报酬率的标准差(Sdarp)。市场调整日报酬率的标准差等于样本公司当年经市场指数调整后的非正常日报酬率的标准差,并用年末的收盘价进行平减^②。Best 等(2004)等的研究均表明,管理层和投资者一般都能获得影响公司正常股票回报的信息,而管理层私下拥有的与公司价值及其他方面相关的信息主要是影响公司股票的超额回报^[5]。当管理层私下拥有与公司价值及其他方面相关的信息,而投资者无法获得此类信息时,公司的信息不对称水平较高。这种信息不对称会反映在公司股票超额回报的剩余波动性上,本文正是利用市场调整日报酬率的标准差来测度这种剩余波动性。本文假设市场调整日报酬率的标准差越高,公司的信息不对称水平越高。

(2)机构投资者持股比例(Insti)。研究者普遍认为,机构投资者是公司经营的有力监督者。如 Szewczyk 等(1992)认为,机构投资者的存在会使公司的信息更透明,他们还发现公司 IPO 的市场反应与公司机构投资者的持股比例之间显著负相关,从而证实了机构投资者的持股比例可以反映公司的信息不对称水平。因此,本文也将机构投资者持股比例作为信息不对称的替代变量,该指标等于全部机构投资者^③持有股份数和公司总股份数之比。本文假设机构投资者持股比例越高,公司信息不对称水平越低。

(3)分析师盈利预测标准差(Sde)。分析师盈利预测的标准差等于公司该年所有分析师盈利预测的标准差,反映了不同分析师对公司盈余的不同意见,盈利预测的标准差越大,说明公司的信息不对称程度越高。

(4)代理成本。由于信息不对称是导致代理成本产生的一个重要因素,因此,本文将代理成本作为信息不对称程度的一个间接替代变量。根据 James 等(2000)等的研究,本文分别用管理费用率和资产周转率作为企业代理成本的替代变量^[7]。其中,管理费用率(Glfy)为管理费用除以主营业务收入净额,资产周转率(Zczzl)为公司主营业务收入净额除以平均总资产。管理费用率越高,资产周转率越低,公司的代理成本越高。

四、经验分析

（一）描述性统计

本文对样本公司的情况及资本结构等基本情况进行了描述性统计,结果如表 1 所示。

从表 1 可知,全部样本公司的业务分部数为 2.22(中位数为 2),多元化公司的业务分部数为 3.33(中位数为 3)。除了主营业务利润的中位数之外,多

表 1 样本公司特征的描述性统计

公司特征	全部公司		专业化公司		多元化公司 ^①	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
业务分部 ^② 个数	2.22	2	1	1	3.33	3
总资产(亿元)	37.63	15.04	36.77	14.51	38.41	15.28
主营业务利润(亿元)	5.44	1.53	3.71	1.69	5.87	1.50
资产负债率(%)	50.59	49.17	50.42	47.84	50.76	50.07
观测值个数	1 587		754		833	

元化公司各指标的均值(中位数)均大于专业化公司相应指标的均值(中位数),这说明与专业化公司相比,多元化公司的规模较大,但负债比例较高,盈利情况未获得一致结论,可能是多元化公司受极端值影响,均值大于中位数。

表 2 列示了全部样本公司、多元化公司和专业化公司的超额价值和信息不对称水平,并对两类公司的超额价值和信息不对称水平进行了比较。

表 2 样本公司的超额价值和信息不对称水平

样本公司	全部公司		专业化公司		多元化公司		单元/多元
	均值 (观察值个数)	中位数	均值 (观察值个数)	中位数	均值 (观察值个数)	中位数	均值差异 ^b (中位数差异 ^c)
超额价值	-0.1042*** (1 587)	-0.0396	0.0419** (754)	0	-0.2364*** (833)	-0.1632	8.2321*** (7.424***)
市场调整日报酬率标准差	0.0037*** (1 587)	0.0031	0.0036*** (754)	0.0029	0.0038*** (833)	0.0032	1.4232* (-2.118**)
机构投资者持股比例	0.0372*** (969)	0.0192	0.0456*** (508)	0.0256	0.0280*** (461)	0.0139	-5.1538*** (5.675***)
盈利预测标准差	0.0129*** (502)	0.0088	0.0075*** (289)	0.0091	0.0203*** (213)	0.0119	-6.7230*** (-8.478)

注: a. 单样本均值检验; b. 两样本 t 检验; c. 两样本 W 检验。

从表 2 可知,全部样本公司超额价值的均值(中位数)为-10.42%(-3.96%),专业化公司超额价值的均值(中位数)为 4.19%(0%),多元化公司超额价值的均值(中位数)则为-23.64%(-16.32%)。该结果说明,我国沪市上市公司存在着多元化折价现象,多元化经营损害了公司的价值,而且多元化公司的超额价值的均值(中位数)均显著地低于专业化公司的相应数值。另外,多元化公司市场调整日报酬率标准差和分析师盈利预测标准差的均值(中位数)均显著地高于专业化公司的相应数值,机构投资者持股比例的均值(中位数)则显著地低于专业化公司的相应数值,说明多元化公司的信息不对称水平显著地高于专业化公司。

表 2 的结果不仅证实了我国上市公司存在多元化折价,也初步证实了信息不对称可能是造成多元化折价的原因,因为多元化公司的超额价值显著地低于专业化公司,而信息不对称水平则显著地高于专业化公司。

(二)静态分析

为了更好地揭示多元化折价与信息不对称之间的关系,本文还在控制公

司规模、资本结构、治理结构和经营效率等因素的基础上,对多元化折价与信息不对称以及其他因素的关系进行回归分析。超额价值、信息不对称和代理成本替代变量界定如本文第三部分。其他变量的界定如下:

(1)多元化虚拟变量(Mul)。如果公司为多元化公司,则为1,否则为0。该变量用于测度多元化效应。另外,为了比较信息不对称对专业化公司和多元化公司的不同影响,本文还设置了 MulSdarp、Mul Insti 和 MulSde 三个交互变量。

(2)公司规模(Size)。姜付秀等(2006)认为,公司规模会对其价值产生显著的影响^[1],本文以总资产的对数值表示公司规模。

(3)资本结构(Debt)。负债带来的税收利益和经营风险均会影响公司价值,本文以资产负债率表示公司的资本结构。

(4)治理结构。韩忠雪等(2006,2007)发现董事会设置、股权属性和股权分布等因素导致了我国上市公司多元化折价,由于这些因素也会对公司代理成本产生影响,因此,本文控制了下列变量^{[2][3]}。

(a)董事长和总经理两职合一(Ezhy)。如果公司的董事长和总经理由同一人担任,则为1,否则为0。该变量是董事会设置方面的替代变量。(b)实际控制人类别(Kzrlb)。如果公司为其他方控股则为1,为国有控股则为0。(c)国有股比例(Guoyoubl)。公司国有股占其总股份数的比例。(d)流通股比例(Liutongbl)。公司流通股占其总股份数的比例。以上三个变量是股权属性方面的替代变量。(e)股权集中度(Hzs)。前五大股东的H指数,即公司前5位大股东持股比例的平方和。该变量是股权分布方面的替代变量。

(5)经营效率。参照 Maksimovic 和 Philip (2001)等的研究,本文选择了下面变量来测度公司的经营效率对多元化折价的影响^[11]。

(a)主营业务利润率(Profit)。公司主营业务利润占主营业务收入的比例。(b)资产增长率(Zzasset)。公司总资产从t期到t-1期的变化额,除以t-1期的总资产。另外,本文还控制了年度特征的影响,如果为2003年,则year03为“1”,否则为“0”,如果为2004年,则year04为“1”,否则为“0”。

在增加以上控制变量的基础上,本文构造的模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Exval}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sdarp}_{it} + \beta_2 \text{Mul}_{it} + \beta_3 \text{MulSdarp}_{it} + \beta_4 \text{Glffy}_{it} + \beta_5 \text{Zczzl}_{it} \\ & + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{Debt}_{it} + \beta_8 \text{Ezhy}_{it} + \beta_9 \text{Kzrlb}_{it} + \beta_{10} \text{Guoyoubl}_{it} \\ & + \beta_{11} \text{Liutongbl}_{it} + \beta_{12} \text{Hzs}_{it} + \beta_{13} \text{Profit}_{it} + \beta_{14} \text{Zzasset}_{it} \\ & + \beta_{15} \text{Year03}_{it} + \beta_{16} \text{Year04}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Exval}_{it} = & \delta_0 + \delta_1 \text{Insti}_{it} + \delta_2 \text{Mul}_{it} + \delta_3 \text{MulInsti}_{it} + \delta_4 \text{Glffy}_{it} + \delta_5 \text{Zczzl}_{it} \\ & + \delta_6 \text{Size}_{it} + \delta_7 \text{Debt}_{it} + \delta_8 \text{Ezhy}_{it} + \delta_9 \text{Kzrlb}_{it} + \delta_{10} \text{Guoyoubl}_{it} \\ & + \delta_{11} \text{Liutongbl}_{it} + \delta_{12} \text{Hzs}_{it} + \delta_{13} \text{Profit}_{it} + \delta_{14} \text{Zzasset}_{it} \\ & + \delta_{15} \text{Year03}_{it} + \delta_{16} \text{Year04}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Exval}_{it} = & \phi_0 + \phi_1 \text{Sde}_{it} + \phi_2 \text{Mul}_{it} + \phi_3 \text{MulSde}_{it} + \phi_4 \text{Glffy}_{it} + \phi_5 \text{Zczzl}_{it} \\ & + \phi_6 \text{Size}_{it} + \phi_7 \text{Debt}_{17} + \phi_8 \text{Ezhy}_{it} + \phi_9 \text{Kzrlb}_{it} + \phi_{10} \text{Guoyoubl}_{it} \\ & + \phi_{11} \text{Liutongb}_{it} + \phi_{12} \text{Hzs}_{it} + \phi_{13} \text{Profit}_{it} + \phi_{14} \text{Zzasset}_{it} \\ & + \phi_{15} \text{Year03}_{it} + \phi_{16} \text{Year04}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

值得注意的是,我国不同的上市公司在其性质和量级上存在着巨大差异,多元化和专业化公司之间也存在着固有的差异,为了控制公司的个体效应,本文采用固定效应面板模型分析^⑥,所得结果如表 3 所示。

表 3 固定效应面板模型回归结果

变量	模型(1)			模型(2)			模型(3)		
	估计 参数	标准 误差	t 值	估计 参数	标准 误差	t 值	估计 参数	标准 误差	t 值
截据	-134.31	37.24	-3.61***	-111.09	49.24	-2.26**	1.27	1.44	0.88
Sdarp/Insti/Sde	-5.91	5.51	-1.07	0.17	0.43	0.39	-5.53	2.88	-1.92*
Mul	-0.23	0.11	-2.12**	-0.32	0.19	-1.69*	-0.24	0.13	-1.87*
MulSdarp/ MulInsti/MulSde	-19.25	10.61	-1.81*	5.34	1.13	4.71***	-5.07	5.42	-1.94*
Size	-0.13	0.09	-1.54	0.15	0.15	1.02	-0.06	0.06	-0.90
Debt	0.35	0.23	1.57	-0.37	0.34	-1.08	-0.18	0.35	-0.52
Ezhy	0.04	0.07	0.55	-0.06	0.08	-0.72	0.02	0.01	1.95*
Kzrlb	0.05	0.06	0.76	0.13	0.14	0.91	0.17	0.07	2.38**
Guoyoubl	0.03	0.08	0.40	0.17	0.09	1.91*	0.18	0.15	1.19
Liutongbl	0.33	0.48	0.69	-0.71	0.55	-1.28	-0.60	0.42	-1.40
Hzs	0.71	0.43	1.65*	-0.29	0.47	-0.62	0.38	0.36	1.05
Glffy	-0.54	0.46	-1.72*	-0.73	0.23	-3.15***	-0.69	0.89	-1.77*
Zczzl	0.87	0.08	10.93***	0.87	0.11	7.72***	0.32	0.12	2.69***
Profit	0.48	0.21	2.30**	0.93	0.32	2.94***	-0.15	0.35	-0.44
Zzasset	0.18	0.05	3.40***	0.21	0.08	2.52***	-0.13	0.23	-0.58
Year03	0.07	0.02	3.59***	0.05	0.03	2.12**	-0.02	0.10	-0.22
Year04	0.02	0.02	1.13	0.01	0.03	0.46	-0.02	0.09	-0.24
F 值	11.07***			9.08***			11.13***		

注:各解释变量的方差膨胀因子(VIF)均少于 4,说明模型受多重共线性的影响较小。

从表 3 的结果来看,市场调整日报酬率标准差、分析师盈利预测标准差与超额价值之间显著负相关,机构投资者持股比例与超额价值之间则显著正相关,说明随着信息不对称水平的提高,公司价值会显著下降;Mul、MulSdarp 和 MulSde 的系数显著为负,MulInsti 的系数则显著为正,说明多元化公司的超额价值显著低于专业化公司,且与专业化公司相比,信息不对称水平的提高会导致多元化公司的超额价值更大程度的下降。与本文之前单因素分析的结果一致,回归分析也证实了公司信息不对称程度的提高会损害其价值,并且对于多元化公司来说,信息不对称对公司价值的负面影响更大,是造成多元化折价的主要因素。代理成本也对多元化公司价值产生了负面影响,管理费用率与超额价值之间显著负相关,资产周转率与超额价值之间则显著正相关。

治理结构和经营效率因素也对公司超额价值产生了一定的影响,但是没有得到一致的结论。公司规模、资本结构的系数均不显著。

(三)动态分析

根据 Krishnaswami 和 Subramaniam(1999)的研究,较高信息不对称水平的公司倾向于采取剥离政策,以降低信息不对称水平,从而提升公司价值^[9]。因此,本文推断,多元化扩张行为可能会导致公司信息不对称水平的上升,从而致使公司超额价值下降。

为了直接分析信息不对称水平变化对多元化折价的影响,本文选取 2003—2005 年间通过并购进行多元化扩张的公司^⑦为样本,进一步检验样本公司在并购扩张前后信息不对称水平和超额价值的变化是否显著,以及超额价值的显著下降是否是由信息不对称水平的上升导致的。

本文首先比较了多元化扩张前后,样本公司信息不对称水平和超额价值的变化。事前的超额价值是指公司多元化扩张前一年的超额价值,事后的超额价值是指公司多元化扩张当年的超额价值;事前的信息不对称水平是指公司多元化扩张前一年的信息不对称水平,事后的信息不对称水平是指公司多元化扩张当年的信息不对称水平,分析结果见表 4^⑧。

表 4 多元化扩张前后信息不对称水平和超额价值的变化

类别		事前		事后		差异	
		均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
样本组 1	超额价值	0.3654	0.0275	-0.0906	-0.1778	-1.5673 ^{***c}	-1.963 ^{***f}
	市场调整日报酬率标准差	0.0018	0.0015	0.0032	0.00315	6.8002 ^{***}	4.787 ^{***}
样本组 2	超额价值	-0.0122	-0.0274	-0.2067	-0.2207	-1.8922 ^{**}	-2.2408 ^{**}
	机构投资者比率	0.0370	0.0281	0.0271	0.0226	-1.9817 ^{**}	-1.643 [*]
样本组 3	超额价值	0.7170	0.6041	-0.5710	-0.3245	2.8737 ^{***}	2.521 ^{**}
	盈利预测标准差	0.0044	0.0039	0.0113	0.0094	-2.1338 ^{**}	-1.785 [*]

注:e 为 T 值,该检验为两样本配对 t 检验(单尾检验);f 为 Z 值,该检验为 W 秩检验。

从表 4 的结果可知,在多元化扩张后公司的市场调整日报酬率标准差和分析师盈利预测标准差显著上升了,机构投资者持股比例则显著下降了,公司的超额价值显著下降了。这说明多元化扩张行为在总体上导致了公司信息不对称水平的上升,从而导致了更大程度的多元化折价。

为了更好地揭示多元化扩张前后信息不对称水平的变化额与公司超额价值变化额之间的关系,我们还在控制公司规模、资本结构、经营效率变化额的基础上,对二者的关系进行了回归分析^⑨。各变量的界定如下:

(1)超额价值变化额(Cexval)。公司多元化扩张当年的超额价值减去多元化扩张前一年的超额价值。

(2)市场调整日报酬率标准差变化额(Csdarp)。公司多元化扩张当年的市场调整日报酬率标准差减去多元化扩张前一年的市场调整日报酬率标准差。本文预测该变量的符号为负。

(3)机构投资者持股比例变化额(Cinsti)。公司多元化扩张当年的机构投资者持股比例减去多元化扩张前一年的机构投资者持股比例。本文预测该变量的符号为正。

(4)分析师盈利预测标准差变化额(Csde)。公司多元化扩张当年的分析

师盈利预测标准差减去多元化扩张前一年的分析师盈利预测标准差。本文预测该变量的符号为负。

(5)规模变化额(Csize)。公司多元化扩张当年的总资产对数减去多元化扩张前一年的总资产对数。

(6)资本结构变化额(Cdebt)。公司多元化扩张当年的资产负债率减去多元化扩张前一年的资产负债率。

(7)主营业务利润率变化额(Cprofit)。公司多元化扩张当年的主营业务利润率减去多元化扩张前一年的主营业务利润率。

(8)资产周转率变化额(Czczl)。公司多元化扩张当年的资产周转率减去多元化扩张前一年的资产周转率。

在增加以上控制变量的基础上,本文构造的模型如下:

$$Cexval_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Csdarp_{it} + \lambda_2 Cglfy_{it} + \lambda_3 Czczl_{it} + \lambda_4 Csize_{it} + \lambda_5 Cdebt_{it} + \lambda_6 Cprofit_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$Cexval_{it} = \eta_0 + \eta_1 Cinsti_{it} + \eta_2 Cglfy_{it} + \eta_3 Czczl_{it} + \eta_4 Csize_{it} + \eta_5 Cdebt_{it} + \eta_6 Cprofit_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$Cexval_{it} = k_0 + k_1 Csde_{it} + k_2 Cglfy_{it} + k_3 Czczl_{it} + k_4 Csize_{it} + k_5 Cdebt_{it} + k_6 Cprofit_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

由于多元化扩张的样本较少,参数估计易受极端值的影响,而通过计算稳健标准误差来控制极端值影响的方法比较适用于大样本,因此,本文采用稳健回归(robust regression)分析法对模型进行估计。结果如表 5 所示。

表 5 稳健回归结果

变量	模型(4)			模型(5)			模型(6)		
	估计 参数	标准 误差	t 值	估计 参数	标准 误差	t 值	估计 参数	标准 误差	t 值
Csdarp/Cinsti/Csde	-131.33	7.52	-1.74 *	4.397	0.285	15.43 ***	-16.203	4.420	-3.67 *
Csize	-0.46	0.19	-2.45 **	-0.090	0.068	-1.34	-4.809	0.694	-6.92 *
Cdebt	0.07	0.08	0.82	0.451	0.033	13.57 ***	2.065	0.406	5.08
Cprofit	-1.11	1.20	-0.92	-0.845	0.079	-10.65 ***	7.120	3.025	2.35
Czczl	3.18	0.84	3.79 ***	2.634	0.063	41.70 ***	3.458	1.158	2.98 *
Cglfy	-0.03	0.01	-2.01 *	-0.005	0.001	-8.54 ***	-0.028	0.034	-2.81 *
F 值	7.51 ***			9.71 ***			12.98 ***		

注:由于预测了 Csdarp、Cinsti 和 Csde 的符号,所以对这三个变量采用单尾检验。另外,各解释变量的方差膨胀因子均少于 8,说明模型受多重共线性的影响较小。

从表 5 的回归结果可知,市场调整日报酬率标准差变化额和分析师盈利预测标准差变化额的系数显著为负,机构投资者持股比例变化额的系数则显著为正,表明并购后信息不对称水平的上升导致了超额价值的显著下降。根据表 4 的分析结果,样本公司在并购后的超额价值均值和中位数均为负值,本文认为,多元化并购行为使得多元化折价问题更为严重。代理成本的变化也对超额价值的下降产生了显著的影响,二者之间呈显著的负相关关系。这与

本文之前的结论是一致的,即信息不对称是导致多元化折价的主要因素。

五、主要结论和政策建议

多元化经营对企业价值的影响一直是一个颇受争议的话题。本文的研究表明,我国上市公司存在多元化折价问题,而信息不对称是导致多元化折价的主要因素,并且与专业化公司相比,信息不对称水平的上升会导致多元化公司价值更大程度的下降。另外,信息不对称引发的代理成本也对多元化折价产生了显著的负面影响。本文还发现,多元化扩张行为加剧了多元化折价问题,公司多元化扩张后信息不对称水平的上升导致了其超额价值的显著下降。

根据上述结论,本文建议上市公司应慎重考虑是否选择多元化经营模式,受信息不对称等因素的影响,多元化经营的价值效应可能会低于专业化经营。此时,为了提升公司的价值,多元化公司应关注由于信息不对称引发的代理问题,控制代理成本,并注意改善公司的信息披露策略以降低其信息不对称水平。本文还建议企业关注多元化并购决策,因为并购扩张行为会导致信息不对称水平的上升,从而会损害公司的价值。

* 本文的研究得到了教育部“新世纪优秀人才支持计划”和中国人民大学研究生创新性科研活动激励计划项目的支持。

注释:

- ①考虑到多元化公司的规模均较大,本文选取沪市公司为研究样本。
- ②直接使用股市数据可能会产生异方差,因此本文采用平减后的数据以消除异方差性。
- ③全部机构投资者包括合格境外机构投资者、综合类券商、社保基金、保险公司等。
- ④我国企业会计准则规定主营业务收入达到公司主营业务收入的10%以上时,才独立披露。因此,本文中的业务分部数是根据上市公司披露的主营业务收入数量规定计算的。
- ⑤多元化公司是指业务分部数大于1的公司。
- ⑥本研究样本数据的 Hausman 检验结果也支持使用固定效应模型。
- ⑦即当年发生并购行为且主营业务收入行业数比上年有所增加的公司。
- ⑧由于各指标取到的样本量不同,因此,本文分三组进行比较。
- ⑨本文静态分析结果表明,这几个因素对公司的超额价值具有显著的影响。

参考文献:

- [1]姜付秀,刘志彪,陆正飞. 多元化经营、企业价值与收益波动研究[J]. 财经问题研究, 2006,(11):27—35.
- [2]韩忠雪,朱荣林,王宁. 股权结构、代理问题与公司多元化折价[J]. 当代经济科学, 2006,(5):52—58.
- [3]韩忠雪,朱荣林,王宁. 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.
- [4]Berger P, E Ofek. Diversification's effect on firm value [J]. Journal of Financial Economics, 1995,37: 39—65.

- [5]Best R, C Hodges, B Lin. Does information asymmetry explain the diversification discount[J]. Journal of Financial Research, 2004, (2): 235—249.
- [6]Harris M, C Kriebel, A Raviv. Asymmetric information, incentives and intra-firm resource allocation [J]. Management Science, 1982, 28: 604—620.
- [7]James S, A Cole, W James. Agency cost and ownership structure [J]. Journal of Finance, 2000, 55: 81—106.
- [8]Jesen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 323—329.
- [9]Krishnaswami S, V Subramaniam. Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53: 72—112.
- [10]Lang L, R Stulz. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance [J]. Journal of Political Economy, 1994, 102: 1248—1280.
- [11]Maksimovic V, G Philip. The market for corporate asset: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? [J]. Journal of Finance, 2001, 56: 2019—2065.
- [12]Myers S. Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, (5): 147—175.
- [13]Szewczyk S, G Tsetsekos, R Varma. Institutional ownership and the liquidity of common stock offerings [J]. Financial Review, 1992, 27: 211—225.

The Relation between the Information Asymmetry and the Diversification Discount: Evidence from Listed Firms in Shanghai Exchange

DAI De-ming, DENG Fan

(School of Business, Renming University, Beijing 100872, China)

Abstract: A body of foreign literature reveals that, the diversified firms trade at discount. As for our listed firms, whether the diversification discount exists and which factors result in it are important issues. We find our diversified firms have discounted value. Our study confirms a significant relation between the diversification discount and information asymmetry after controlling other factors; and the increase in the level of information asymmetry will reduce more excess value of diversified firms compared to non-diversified firms. We also find the merging expansion behavior will increase the level of information asymmetry, consequently worsen the diversification discount problem.

Key words: diversification discount; excess value; information asymmetry

(责任编辑 金 澜)