

政治关联、多元化与企业价值

——来自中国A股上市公司的经验证据

甘丽凝(博士), 王立夏(博士), 徐罗萍

(上海大学悉尼工商学院, 上海 201899)

【摘要】 本文以2005~2011年上市A股公司为研究样本, 实证分析了政治关联、多元化与企业价值之间的关系。研究表明: 多元化经营对企业价值没有显著影响; 政治关联对多元化的影响在不同产权性质企业表现有所不同, 在国有控制企业中有显著正向作用, 在非国有控制企业中作用不明显; 而在国有控制企业中, 政治关联引起的多元化对企业价值具有一定的负向作用, 而对非国有企业则没有显著的影响。

【关键词】 政治关联; 多元化; 企业价值

一、引言

关于企业应该“专业化”经营还是“多元化”运作, 这是学术界近几十年来颇受争议的话题。从实践角度来看, 西方国家在20世纪80年代以前热衷于“多元化”经营, 并掀起了兼并收购不相关业务的浪潮。其中的理论依据主要是: “多元化”经营可以分散企业的风险从而降低风险, 并且可以实现企业内部市场资源的有效配置。而在20世纪90年代, 由于多元化效果不理想, 过度的多元化甚至会损坏企业利益, 影响企业价值, 西方企业又出现“回归本业”的高潮。从“专业化”到“多元化”再重新回归“专业化”, 这似乎从一定程度上说明“多元化”的效率不如“专业化”。而对比西方国家, 在我国目前的上市公司中, 大多数企业都采用“多元化”运作, 而这些企业中也不乏业绩突出者。那么, 如何解释“多元化”运作在东西方企业中产生的这种差异呢?

改革开放以来, 我国还处于经济转型的过程中, 市场经济还不够成熟。我国政府在经济发展中仍处于主导地位, 在资源配置中有着重要的地位。理论和实践研究都证明, 这种非市场化制度的效率是很低的, 会导致资源的分配不均和不公平(张敏等, 2009)。企业家为了获得更多的资源和降低风险, 会主动寻求与政府的关联, 如获取政治地位(包括人大代表、政协委员等), 或者聘用有政治背景的人为公司高管(孙晶, 2012)。

公司要实现从专业化经营转向多元化经营, 必须解决两个问题。第一是解决资金的问题, 要进入一个新的行业, 初始的资金投入是巨大的。而银行作为企业外部融资的主要来源, 70%以上的资金掌握在四大国有银行手中。即便是在市场经济条件下, 当银行由国家所有或国家控股时, 银行高级管理人员的任命和银行重大战略决策仍

由政府决定(田利辉, 2005)。第二是拥有新行业的准入条件, 由于行业壁垒、产权歧视的存在, 以及某些产业控制在政府手中(比如在房地产行业, 政府可以决定哪些土地可以出售, 什么时候出售, 以什么价格出售), 因此企业的政治关联可以让企业更容易获得行业的准入条件。我国的特殊国情决定了在研究企业多元化与企业价值的关系时必须关注企业的政治关联这一重要因素。

已有研究对多元化与企业价值之间有怎样的关系并没有得出一致结论, 因此, 本文从政治关联角度研究政治关联引发的多元化的价值将具有重要意义。

二、理论分析与研究假设

(一) 多元化与企业价值

多元化能否增加企业价值一直是学术界争论的焦点。认为多元化能够增加企业价值的理论主要包括以下几方面: 首先, 实施多元化能够帮助企业建立内部资本市场。Myers(1984)曾提到, 企业与外部投资者的信息不对称可能会导致企业因无法以合理的成本筹措到足够的投资资金而不得不放弃具有正收益率的投资项目。而内部市场的建立就可以解决这一问题, 企业可以通过内部资本市场将资金从收益低的业务转向收益高的业务。这样不仅降低了成本, 同时也提高了反应速度和配置效率。除了实现资金的有效配置, 类似的, 多元化还可以实现内部资源的有效配置, 管理人员可以利用计划和行政手段实现不同业务单位之间的资源配置, 从而达到统筹协调不同经营部门的目标(张翼等, 2005)。其次, 傅继波等(2005)指出, 多元化可以带来一定程度的范围经济。再次, 多元化经营可以分散企业的经营风险, 使得企业的收益趋向稳定, 从而增加企业的负债能力; 而负债能力的增加能够使企业的价值得以提升。

然而多元化可能给企业带来正面收益的同时,也可能给企业的价值带来负面影响,这主要表现在以下三方面:①过度投资的问题。由于内部资金市场的建立而带来的融资便利,企业管理者可能会选择一些经济效应并不是太好的项目进行投资,从而影响企业的整体价值(刘力,1997)。这是由于管理人员的权利和薪资与企业的规模正相关,而多元化正是扩大企业规模的有效途径。另外,随着企业的多元化,企业的经营风险降低了,那么管理者的失业概率也就降低了。因此,管理者极可能为了个人的利益而倾向于过度投资。②跨行业补贴的问题。在一个多元化的企业中,不同单位的经济效应必定不同,而企业极有可能利用盈利部门的收益来对亏损部门进行补贴。这种补贴固然能够起到均衡收益、分散风险的作用,但一般也会使得企业整体价值下降。③多元化会增加企业的委托代理成本。一方面,企业规模的不断扩大使得企业股东与企业管理人员的信息不对称程度加大,而由于双方追求的目标不一致,股东必须加大对管理人员的监督力度和约束力度,而这些都会使得代理成本增大;另一方面,规模的增大也使得管理层和员工的信息不对称程度加大。为了激发员工的工作积极性,管理层实施一系列监督工作和奖惩制度也会加大成本。

基于上述分析,本文提出如下研究假设:

H1a:多元化战略与企业价值存在显著的正相关关系。

H1b:多元化战略与企业价值存在显著的负相关关系。

(二)政治关联与多元化

正如前文所述,多元化对企业价值的影响在理论界没有得到一致的意见,在实践中也没有得到一致的验证结果。那么,这种现状背后是否有更深层次的原因呢?张敏等(2009)认为我国上市公司的多元化从本质上来说只是一种经济现象,而隐藏在这个现象背后的制度环境才是关键。根据以往的研究结果,在我国经济转型过程中,企业的多元化往往和政府的行为紧密地联系在一起。我国正处在经济转型的过程中,市场化程度相对还不够高,其中较为明显的特征就是政府在经济发展中起着主导作用。而这种非市场化的资源配置是低效率的,必定会存在分配不均、分配不公的现象。

多元化是一种稀缺资源,并不是每个企业都能够随心所欲地进入其他行业而实现多元化。首先,获得新行业的准入条件是企业必须解决的问题,由于行业壁垒和产权歧视的存在,得到政府的行政审批是进入新行业的必要条件。其次,多元化初始需要投入大量的资金,银行作为企业的重要融资渠道,其70%的资金掌握在国有银行手中,而政府决定着国有银行高级管理人员的任命和重大决策的制定。于是,为了获得更多多元化的资源,企业往

往通过寻租行为与政府建立政治关联。而从政府的角度来看,为了获取政治租金和经济租金,政府更愿意给寻租的企业提供更多的资源和机会。政府通过降低准入门槛、提供资金和土地、给予优惠政策等来帮助企业实现跨行业经营。因此,政治关联能够为企业提供更多的多元化资源,从而帮助企业实现多元化。

根据上述分析,本文提出如下假设:

H2:政治关联企业多元化程度大于非多元化企业。

(三)政治关联、多元化与企业价值

从企业的多元化动机来看,由于我国政府在资源配置中占有主导地位,企业家为了获取更多的资源、拓展生存空间,因此试图与政府建立联系从而实现多元化发展。从这个角度来看,政治关联的多元化能够提升企业的价值。具体而言,企业在进入新的行业时,特别是民营企业往往会受到市场准入方面的政策约束。而这些市场进入壁垒比较高的行业往往都是高利润的行业,比如石油、铁路、电力等垄断行业。因此,一旦企业凭借政治关联突破壁垒进入新的行业时,就会获得丰厚的回报。另外,企业在开拓新的领域的同时也受到了融资约束。一方面,我国的四大国有银行占据中国金融体系的主导地位,政府则决定着国有银行的信贷资源分配。另一方面,我国的证券市场虽然为企业融资提供了便利,但政府的计划干预使得企业上市的资格、额度和时间等都需要以行政方式分配(邓新明,2011)。因此,企业的政治关联可以在一定程度上改善企业的融资限制。

政治关联在为企业创造丰富资源的同时,也会导致企业成本的上升。从政府的角度来看,杜兴强(2011)指出,在中国的政治体制下,中央对地方官员的激励主要有两种:财政分权和行政分权。前者使得地方政府获得财政自主权,实施财政包干和获得“财政剩余权”;后者则让地方政府拥有经济管控的自主权,从而为企业提供寻租的机会。为了获得晋升的机会,政治家需要以出色的政绩作为依托,其中既包括经济目标,也包括社会目标。这里的经济目标并不一定与企业所追求的经济目标一致,更多的是为了完成官员在任期内的经济增长任务,其中就包括大量为了确保当地经济短期增长、刺激经济发展而进行的低效投资项目。社会目标包括解决就业问题、维护社会稳定等。而有政治关联企业则是政治家分配政治任务的目标,这就是前文提到的政治租金。而从企业的角度来看,企业在通过与政府建立联系后获得了更多资源,而为了维持这种政治关联,就需要承担一定的政治目标,进行更多的固定投资和多元化拓展,这就是过度投资的政治原因。

梁莱歆(2010)以民营企业为样本验证了政治关联的民营企业相比非政治关联的民营企业更有可能进行过度投资,并且政企关系越好,过度投资程度越高。由此可以

推想,具有政治关联的国有企业更可能受到政府的干预,为了完成政治目标而偏离企业利润最大化的目标,进行低效的多元化投资。另外,国有企业的过度投资还存在着另一层面的理解。杜兴强(2011)提出具有政治关联的国有企业高管往往是政府官员,而且可能只是因为干部轮岗需求或者被纳入晋升考核的范畴而担任企业高管。在这种情况下,企业高管为了得到晋升机会,比较快速有效的方法并不是提升企业的利润,而是通过投资不同的行业来扩大企业的规模,提高企业的知名度和受关注程度,从而凸显自身的政绩。由于这样的投资并不是以企业利润最大化为目标,难免低效甚至造成亏损,从而对企业的整体价值造成负面影响。

基于以上分析,本文提出如下研究假设:

H3a:具有政治关联的企业多元化对企业价值有显著的正向影响。

H3b:具有政治关联的企业多元化对企业价值有显著的负面影响。

三、研究设计与描述性统计

(一)样本与数据来源

本文选取2005~2011年沪深交易所A股上市的公司作为样本,剔除金融类上市公司;剔除资产负债率小于等于0以及大于1的公司;剔除数据缺失的公司;剔除剩余样本中Tobin's Q和企业涉足的行业数目N的上下0.5%的数据后,最终得到6794个样本。本文数据来自于国泰安CSMAR数据库,本文使用的统计分析软件主要是Eviews5.0。从多元化角度来看,有6200个样本属于多元化经营样本,占了总样本的91.26%,这表明我国上市公司普遍属于多元化经营。从是否存在政治关联角度来看,有政治关联的企业占到总样本的45.41%,也占有相当大的比重,表明企业寻求政治关联也是较为普遍的现象。

(二)变量定义

1. 重要变量。

(1)政治关联。对于政治关联的度量,目前比较多的是采用虚拟变量的方式。即把企业的政治关联看作虚拟变量,只判断企业是否存在政治关联,而不考虑政治关联的强度。Faccio(2006)在研究中把企业的控股人或实际控制者与政府部门具有紧密联系的视为有政治关联,虚拟变量赋值1,否则认为没有政治关联,虚拟变量赋值0。但是这种方法存在明显的不足,没有考虑到政治关联的不同强度对结果的不同影响。后来,有些学者对此做了优化处理。罗党论等(2009)在其研究中,把政治关联的强度作为虚拟变量,而作为标准的政治关联强度则为研究样本中各公司董事会中有政治背景的人数平均值。因此,大于平均值的公司被认为有较强的政治关联,赋值为1;而小于平均值的被认为没有较强的政治关联,赋值为0。

除此之外,还有学者采用层级划分法,即按照行政级

别的高低来区分政治关联程度的大小。邓建平(2009)在其研究中,就采用了这种方法。他们根据企业的实际控制者在政府担任的最高职位进行赋值:曾任省级或以上官员、国家级官员以及人大代表、政协委员赋值为5,曾任地厅级官员以及省级人大代表、政协委员赋值为4,曾任县处级官员以及市级人大代表、政协委员赋值为3,有政府工作经历的赋值为1,无政府工作经历的赋值为0。这种方法的优点是可以有效地衡量企业间政治关联强度的差异。

本文由于研究的核心不是政治关联,因此度量政治关联采用了最简单的方法,即采用赋值法,把具有政治关联的企业赋值为1,而对非政治关联的企业赋值为0。

(2)多元化程度。对于企业多元化的度量,早期学者主要采用产品数量来衡量。但是随着研究的深入,目前的研究不再用业务数目进行简单的累加,而是用业务数量和每种业务的所占比重综合考虑。目前比较常见的度量方法主要有4种,包括Herfindahl指数法、行业数目法、熵值测量法和专业化率法。本文选取了前3种度量方式来度量。第一种是收入的Herfindahl指数(HHI),公式为:

$$HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2$$

其中 p_i 表示某企业在第 i 行业的收入占总收入的比重, n 为该企业所涉及的行业数。企业的多元化程度越高,HHI的值越小,当企业专业化经营时,HHI的值为1。第二

种是收入熵(EI),公式为:

$$EI = - \sum_{i=1}^n p_i \ln(1/p_i)$$

企业的多元化程度越高,EI的值越大,当企业进行专业化经营时,该值为0。由于收入熵(EI)能比较精确地衡量企业的多元化程度,在研究中被广泛应用。第三种为企业主营业务收入所涉及的行业个数(N)。企业的多元化程度越高,N的值也越大。当企业专业化经营时,该值为1。

(3)企业价值。在实证研究中,企业价值的度量方式主要有两种,分别是采用财务绩效指标以及市场绩效指标。邓新明(2011)认为财务绩效指标的综合性较强,侧重于反映公司的短期年度经营状况,且容易受到会计方法和盈余管理的影响;市场绩效指标则是公司长期绩效的表现,一定程度上反映了企业的预期情况,这种方式的弊端在于计算时,由于非流通股不具有市场价格,该部分的市场价值难以确定。比较两种方法,显然市场绩效指标更符合本文对企业价值的定义,因此本文选择用Tobin's Q来度量企业价值,并进行了一定的调整,用流通股代替非流通股进行计算。具体的公式为: $Q_c = \text{市场价值} / \text{期末总资产}$ 。其中,市场价值=股权市值+净债务市值。

2. 控制变量。除了重要变量,控制变量的选择对回归结果的准确性也有重要影响。根据相关文献,本文主要选择的控制变量如下:

(1)负债比率(Lev)。负债比率即企业的总负债与总

资产的比值。根据Jensen(1986)的研究,负债比率具有抑制企业扩张的作用,而多元化正是企业扩张的重要方式,因此预计该变量与企业多元化呈负相关关系。根据黄乾富、沈洪波(2009)的研究,上市公司的投资对于现金流具有高度敏感性,当企业的负债比率比较高时,企业就可能因此错过高收益率的项目,而使得企业价值得不到增长,因此预计该变量与企业价值也呈负相关关系。

(2)企业规模(Lnsize)。本文以企业总资产的自然对数进行衡量。Denis et al.(1997)的研究证实了规模越大的企业拥有的资源也越多,从而更可能实现多元化。因此预计该变量与企业多元化呈正相关关系,与企业价值也成正比。

(3)增长率(Growth)。本文中的增长率具体衡量方式为:增长率=(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产。增长越快的企业更有可能拥有过剩的资源从而实施多元化投资,因此预计该变量与企业多元化呈正相关关系。同时,更高的增长率使得企业对未来的预期更为乐观,因此预计该变量与企业的价值也呈正相关关系。

(4)行业和年份的控制。本文采用虚拟变量来控制行业和年份的影响,以行业的类型和不同的年份来设定虚拟变量。

表1 研究变量定义

变量	简写	定义
政治关联	Cpc	虚拟变量,政治关联赋值为1,非政治关联赋值为0
多元化1	DIV(N)	主营业务收入所涉及的行业个数
多元化2	DIV(HHI)	$HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2$, p_i 为某企业第 <i>i</i> 行业的收入占总收入的比重, <i>n</i> 为该行业所涉及的行业数
多元化3	DIV(EI)	$EI = \sum_{i=1}^n p_i \ln(1/p_i)$, p_i 和 <i>n</i> 同上
企业价值	Qc	(股权市值+净债务市值)/期末总资产
负债比率	Lev	总负债与总资产的比值
企业规模	Lnsize	总资产的自然对数
增长率	Growth	(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产
年度	Year	处于该年度赋值为1,否则为0
行业	Ind	属于该行业赋值为1,否则为0

(三)模型构建

对于H1a、H1b,本文构建如下的线性回归模型来分析多元化对企业价值的影响:

$$Qc = \beta_0 + \beta_1 Div + \beta_2 Lev + \beta_3 Lnsize + \beta_4 Growth + \beta_5 Year + \beta_6 Ind + u \quad (1)$$

对于H2,本文构建如下线性回归模型来分析政治关联对企业多元化的影响:

$$Div = \beta_0 + \beta_1 Cpc + \beta_2 Lev + \beta_3 Lnsize + \beta_4 Growth + \beta_5 Year + \beta_6 Ind + u \quad (2)$$

对于H3a、H3b,本文加入交叉项来构建了如下线性回归模型来分析具有政治关联的多元化和非政治关联的

多元化对企业价值的影响:

$$Qc = \beta_0 + \beta_1 Div + \beta_2 Cpc \times Div + \beta_4 Lev + \beta_5 Lnsize + \beta_6 Growth + \beta_7 Year + \beta_8 Ind + u \quad (3)$$

(四)描述性统计结果分析

表2报告了变量的描述性统计结果。为了比较政治关联对企业的影响,本文将总样本分为政治关联企业和非政治关联企业分别对变量进行了描述。

表2 变量描述性统计

Panel A(总样本)						
	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
N	6 794	3.348 0	3.000 0	1.000 0	13.000 0	1.982 2
HHI	6 794	0.832 8	0.885 5	0.000 0	5.188 8	0.347 8
EI	6 794	0.380 8	0.244 7	-1.439 3	3.275 3	0.411 8
Qc	6 794	2.254 9	1.757 5	0.740 6	12.082 0	1.535 5
Lev	6 794	0.503 5	0.514 8	0.007 5	0.999 5	0.195 3
Lnsize	6 794	21.704 8	21.550 2	17.536 7	28.135 6	1.252 1
Growth	6 794	0.616 3	0.102 7	-0.912 5	1657.816 3	20.880 6
Panel B(非政治关联企业)						
	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
N	3 709	3.267 7	3.000 0	1.000 0	13.000 0	1.869 8
HHI	3 709	0.839 9	0.885 5	0.000 0	5.188 8	0.358 7
EI	3 709	0.378 6	0.244 6	-1.439 3	3.275 3	0.409 7
Qc	3 709	2.320 6	1.804 8	0.740 6	12.082 0	1.602 6
Lev	3 709	0.502 8	0.511 1	0.007 5	0.993 8	0.195 8
Lnsize	3 709	21.548 3	21.430 6	17.536 7	26.487 3	1.160 2
Growth	3 709	0.741 0	0.094 1	-0.750 6	1657.816 3	27.332 7
Panel C(政治关联企业)						
	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
N	3 085	3.444 4	3.000 0	1.000 0	13.000 0	2.105 6
HHI	3 085	0.824 3	0.885 6	0.000 0	3.999 0	0.334 1
EI	3 085	0.383 5	0.245 2	-0.425 7	2.489 4	0.414 4
Qc	3 085	2.175 8	1.711 8	0.749 0	11.839 1	1.447 0
Lev	3 085	0.504 4	0.519 0	0.010 8	0.999 5	0.194 7
Lnsize	3 085	21.893 0	21.711 9	17.997 6	28.135 6	1.330 4
Growth	3 085	0.466 4	0.113 1	-0.912 5	415.754 2	7.879 1

从全样本来看,企业多元化程度N,最大值达到了13,最小值为1,表明样本企业的多元化程度相差较大,并且N的均值和中位数分别达到了3.348 0和3.000 0,处于一个较高的水平,表明样本公司的多元化程度较高。再从两个分样本来看,政治关联企业的N要大于非政治关联企业,这从一定程度上说明政治关联能够促进企业的多元化发展。同样,EI和HHI也能说明以上特点。从Qc来看,公司间的差异也较大,且非政治关联企业Qc的均值要大于政治关联企业,这在一定程度上说明企业的政治关联对企业价值影响为负。从Lev和Lnsize来看,政治关联企业的均值要大于非政治关联企业,说明政治关联企

业的整体负债比率和整体规模比较大。但是从Growth来看,非政治关联企业的增长率明显要高于政治关联企业。

四、实证检验结果分析

(一)多元化对企业价值影响的实证结果

表3和表4报告了模型(1)多元化对企业价值影响的OLS回归结果。其中表3为全样本的回归结果,表4为分样本的回归结果。

表3 多元化与企业价值的回归结果(总样本)

	预计符号	N		EI		HHI		
		估计系数	P	估计系数	P	预计符号	估计系数	P
Intercept	?	12.193	(0.000)***	12.071	(0.000)***	?	12.069	(0.000)***
Div	?	0.008	(0.296)	-0.002	(0.964)	?	0.002	(0.965)
Lev	-	-1.535	(0.000)***	-1.499	(0.000)***	-	-1.500	(0.000)***
Lnsiz	+	-0.433	(0.000)***	-0.432	(0.000)***	+	-0.432	(0.000)***
Growth	+	0.000	(0.990)	0.000	(0.995)	+	0.000	(0.994)
Year		控制		控制		控制		
Ind		控制		控制		控制		
观测值		6 793		6 793		6 793		
F值		222.061		213.045		213.161		
Adj-R ²		0.394		0.396		0.396		

注:由于因变量HHI数值越大,多元化程度越小,因而模型中各个变量“-”值表示与企业价值正相关,“+”值表示与企业价值负相关。*、**、***分别代表在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

表4 多元化与企业价值的回归结果(分样本)

	预计符号	N		EI		HHI		
		国有	非国有	国有	非国有	预计符号	国有	非国有
Intercept	?	9.350 (0.000)***	17.779 (0.000)***	9.364 (0.000)***	17.755 (0.000)***	?	9.324 (0.000)***	17.900 (0.000)***
Div	?	0.011 (0.173)	0.015 0.288	-0.003 (0.934)	0.042 (0.520)	?	0.056 (0.251)	-0.119 (0.114)
Lev	-	-1.404 (0.000)***	-1.444 (0.000)***	-1.407 (0.000)***	-1.442 (0.000)***	-	-1.410 (0.000)***	-1.450 (0.000)***
Lnsiz	+	-0.321 (0.000)***	-0.693 (0.000)***	-0.320 (0.000)***	-0.690 (0.000)***	+	-0.320 (0.000)***	-0.691 (0.000)***
Growth	+	0.008 (0.361)	0.000 (0.815)	0.008 (0.340)	0.000 (0.781)	+	0.009 (0.332)	0.000 0.805
Year		控制		控制		控制		
Ind		控制		控制		控制		
观测值		4 297	2 515	4 297	2 515		4 297	2 515
F值		125.459	90.692	125.166	90.632		125.418	90.808
Adj-R ²		0.379	0.428	0.379	0.428		0.379	0.429

通过对表3进行分析,可以得出如下结论:

多元化与企业价值的关系不能确定。其中当解释变量为N时,多元化与企业价值呈正相关关系,但不显著;当解释变量为EI和HHI时,多元化与企业价值呈负相关关系,但也不显著。由此可以得出:多元化与企业价值关

系不明确,并没有直接联系。

另外,从控制变量的回归结果来看,资产负债率(Lev)与企业价值之间呈负相关关系,这说明资产负债率越高的企业相对来说其企业价值越低,与预计保持一致。企业规模(Lnsiz)的回归结果与预计相反,即当企业规模越大时,市场对企业的增长预期可能会相对减少。而本文的企业价值Tobin's Q代表的正是企业的未来预期,因此

得出了这个回归结果。企业年增长率(Growth)与企业价值的关系不显著,说明企业增长率的大小与企业价值之间没有直接联系。

按照产权性质进一步分类,由表4可以发现:

在多元化与企业价值的关系上,国有企业多元化与企业价值没有直接联系,并且当解释变量为N时,多元化与企业价值呈正相关关系,但不显著;而当解释变量为EI和HHI时,多元化与企业价值呈负相关关系,但也不显著。由此判断国有企业多元化与企业价值没有直接联系。而在非国有企业中,无论解释变量为N、EI还是HHI,多元化与企业价值都呈正相关关系,但是不显著。这说明非国有企业的多元化对企业价值能起到一定的促进作用,但是这种促进作用不显著。

(二)政治关联对企业多元化影响的实证结果

既然多元化本身并不会对企业价值造成影响,那么多元化背后的政治制度是否可以解释这个问题呢?表5和表6报告了模型(2)政治关联对多元化影响的多元回归结果。通过对表5进行分析,可以得出以下结论:当被解释变量为N时,政治关联与多元化呈正相关关系,并在1%的水平上显著;当被解释变量为EI时,政治关联与多元化呈正相关关系,但是不显著;当解释变量为HHI时,政治关联与多元化呈正相关关系,并在5%的水平上显著。由此可以得出:当控制其他变量不变的情况下,政治关联对企业多元化具有正面的促进作用,从而验证了H2。

通过对表6的进一步分析,我们可以发现国有企业和非国有企业在问题上的区别。

国有企业在政治关联对多元化影响的研究上与总样本保持一致,即在控制其他因素不变的情况下,政治关联能够促进企业的多元化发展,并且分别在1%、5%、10%的

水平上显著。然而非国有企业样本中政治关联与多元化的关系则不明确。其中当被解释变量为N和HHI时,两种相关关系为正,但不显著;当被解释变量为EI时,两种关系为负,但也不显著,因此判断非国有企业的政治关联对多元化没有直接影响。

表 5 政治关联与多元化的回归结果(总样本)

	预计符号	N		EI		HHI		
		估计系数	P	估计系数	P	预计符号	估计系数	P
Intercept	?	0.571	(0.225)	0.389	(0.000)***	?	0.821	(0.000)***
Cpc	+	0.131	(0.007)***	0.013	(0.185)	-	-0.019	(0.027)***
Lev	+	-0.022	(0.867)	0.022	(0.420)	+	-0.043	(0.065)***
Lnsiz	+	0.148	(0.000)***	0.000	(0.931)	+	0.005	(0.213)
Growth	+	0.003	(0.020)**	0.000	(0.795)	+	-0.000	(0.227)
Year		控制		控制		控制		
Ind		控制		控制		控制		
观测值		6 794		6 794		6 794		
F值		12.651		12.566		14.896		
Adj-R ²		0.035		0.035		0.040		

表 6 政治关联与多元化的回归结果(分样本)

	预计符号	N		EI		HHI		
		国有	非国有	国有	非国有	预计符号	国有	非国有
Intercept	?	1.264 (0.033)**	-1.015 (0.258)	0.559 (0.000)***	0.199 (0.3079)	?	0.688 (0.000)***	1.128 (0.000)***
Cpc	+	0.199 (0.001)***	0.007 (0.926)	0.020 (0.107)*	-0.003 (0.880)	-	-0.017 (0.103)*	-0.021 (0.144)
Lev	+	-0.343 (0.050)**	0.437 (0.036)**	-0.045 (0.209)	0.101 (0.026)**	+	0.026 (0.372)	-0.107 (0.006)**
Lnsiz	+	0.118 (0.000)***	0.219 (0.000)***	-0.002 (0.712)	0.003 (0.718)	+	0.008 (0.081)*	-0.007 (0.398)
Growth	+	0.031 (0.059)**	0.002 (0.039)**	0.007 (0.032)**	0.000 (0.977)	+	-0.003 (0.339)	-0.000 (0.306)
Year		控制	控制	控制	控制		控制	控制
Ind		控制	控制	控制	控制		控制	控制
观测值		4 279	2 515	4 279	2 515		4 279	2 515
F值		8.419	7.006	8.483	7.102		8.272	9.043
Adj-R ²		0.035	0.048	0.035	0.049		0.035	0.063

(三)政治关联、企业多元化与企业价值的实证结果

在研究了政治关联对企业多元化的影响以及企业多元化对企业价值的影响后,本文进一步研究了政治关联和企业多元化共同对企业价值的影响。表7和表8报告了模型(3)政治关联和多元化共同对企业价值影响的多元回归结果。其中表7为全样本的回归结果,表8为分样本的回归结果。

通过对表7的分析可以得出以下结论:政治关联(Cpc)和多元化程度(Div)的交叉项回归结果表明在控制

其他变量不变时,政治关联企业的多元化对企业价值具有负向作用。三个回归结果一致,并且当解释变量为HHI时,该结果在1%的水平上显著。这从一定程度上验证了H3b。

通过对表8分样本展开进一步研究,我们发现:政治关联的企业多元化对企业价值的负向影响主要表现在国有企业中。无论是解释变量为N、EI还是HHI,政治关联的多元化对企业价值都具有负向影响,并且当解释变量为HHI时,该结果在1%的水平上显著。而在非国有企业中,虽然政治关联的多元化总体也对企业价值产生负向效应,但是这种负向影响不显著。这说明相对非国有企业,政治关联对国有企业造成的低效投资损失更大。

五.结论

本文以2005~2011年上市A股公司为研究样本,实证分析了政治关联、多元化与企业价值之间的关系,研究发现:

第一,企业的多元化对企业价值没有直接影响。其中一个可能性是多元化本身是中性的,并不会对企业价值造成影响。但是同时也存在另一个可能性,多元化对企业价值的影响非常复杂,不同企业实行多元化的动机不同,多元化背后的资源丰富程度也不同,这可能会给企业价值带来不同的影响。

第二,政治关联对国有企业和非国有企业的多元化程度影响不同。其中就国有企业来说,政治关联能够促进其多元化的发展。而这种多元化的动因一方面可能是为了维持政治关联而完成分配下来的任务,另一方面可能是国企高管本身就具有一定的政治级别,为了突出政治业绩,也会选择多元化来扩大企业规模。然而对于非国有企业来说,政治关联并没有促进企业的多元化发展。

第三,政治关联的多元化对国有企业的价值具有一定的负向影响,而对非国有企业则没有显著的影响。国有企业的多元化动因很大程度上是为了政治任务和政治目标,因而国有企业的多元化会给企业的价值带来负向影响。而非国有企业,一方面政治关联给它提供了多元化资源,企业进行高效的多元化投资可以提高企业价值;而另一方面为了维持政治关联,企业也要承担一定的政治任务而去固定低效投资,从而降低企业价值。因此,政治关联的多元化对非国有企业价值的影响不能确定。

表7 政治关联、多元化与企业价值的回归结果(总样本)

	N		EI		HHI	
	估计系数	P	估计系数	P	估计系数	P
Intercept	12.024	(0.000)***	12.028	(0.000)***	12.160	(0.000)***
Div	0.017	(0.119)	0.051	(0.295)	-0.119	(0.032)**
Cpc	0.043	(0.453)	0.032	(0.427)	-0.250	(0.001)***
Div×Cpc	-0.017	(0.258)	-0.114	(0.109)	0.288	(0.001)***
Lev	-1.501	(0.000)***	-1.501	(0.000)***	-1.496	(0.000)***
Lnsiz	-0.432	(0.000)***	-0.431	(0.000)***	-0.431	(0.000)***
Growth	0.000	(0.951)	0.000	(0.994)	0.000	(0.972)
Year	控制		控制		控制	
Ind	控制		控制		控制	
观测值	6 794		6 794		6 794	
F值	194.754		194.658		195.417	
Adj-R ²	0.396		0.396		0.397	

表8 政治关联、多元化与企业价值的回归结果(分样本)

	N		EI		HHI	
	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有
Intercept	9.301 (0.000)	17.759 (0.000)	9.302 (0.000)	17.751 (0.000)	9.411 (0.000)	17.975 (0.000)
Div	0.017 (0.156)	0.035 (0.074)*	0.048 (0.391)	0.107 (0.204)	-0.078 (0.229)	-0.199 (0.038)**
Cpc	-0.005 (0.944)	0.161 (0.124)	0.005 (0.917)	0.086 (0.229)	-0.289 (0.001)***	-0.145 (0.288)
Div×Cpc	-0.010 (0.544)	-0.041 (0.140)	-0.105 (0.193)	-0.156 (0.225)	0.306 (0.002)***	0.205 (0.171)
Lev	-1.4094 (0.000)***	-1.443 (0.000)***	-1.413 (0.000)***	-1.439 (0.000)***	-1.413 (0.000)***	0.000 (0.820)
Lnsiz	-0.318 (0.000)***	-0.696 (0.000)***	-0.316 (0.000)***	-0.692 (0.000)***	-0.318 (0.000)***	-1.444 (0.000)***
Growth	0.008 (0.360)	0.000 (0.864)	0.048 (0.342)	0.000 (0.784)	-0.078 (0.299)	-0.199 (0.000)***
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	6 794	2 515	6 794	2 515	6 794	2 515
F值	194.754	82.928	194.658	82.820	115.237	83.007
Adj-R ²	0.396	0.428	0.3961	0.428	0.381	0.429

主要参考文献

张敏,黄继承.政治关联、多元化与企业风险[J].管理世界,2009(7).
 胡旭阳.民营企业的政治资源与民营企业多元化投资——以浙江省民营百强企业为例[J].管理世界,2006(5).
 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).
 胡旭阳.民营企业家的政治省份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J].管理世界,2006(5).

杜兴强,曾泉,杜颖洁.政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(8).

薛有志,周杰.产品多元化、国际化与公司绩效——来自中国制造业上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2007(10).

田志龙,高勇强,卫武.中国企业政治策略与行为研究[J].管理世界,2003(12).

孙晶.政治关联、多元化战略与企业成长性[D].杭州:浙江大学,2012.

叶雯文.政治关联与我国民营上市企业的多元化投资[J].海南金融,2011(12).

苏冬蔚.多元化经营与企业价值:我国上市公司多元化溢价的实证分析[J].经济学(季刊),2006(2).

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).

田利辉.国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论[J].经济研究,2005(10).

张翼,刘巍,龚六堂.中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究[J].金融研究,2005(9).

傅继波,杨朝军.多元化经营与公司绩效——来自中国证券市场的证据[J].太原理工大学学报,2005(23).

刘力.多元化经营及其对企业价值的影响[J].经济科学,1997(3).

邓新明.我国民营企业政治关联、多元化战略与公司业绩[J].南开管理评论,2011(14).

邓建平,曾勇.政治关联能改善民营企业的经营绩效吗[J].中国工业经济,2009(2).

罗党论,唐清泉.中国民营上市公司制定环境与绩效问题研究[J].经济研究,2009(2).

lang, H. P., Rene M. Stulz. Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance[J]. Journal of Political Economomics and Management Strategy, 1994(1).

Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(13).

Jensen, M.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(76)

Denis David J., Diane K. Denis, Keven Yost. Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 1995(37).