

# 政治关联、多元化与企业风险\*

——来自我国证券市场的经验证据

□张敏 黄继承

**摘要** 政府与企业的关系是我国经济改革过程中必须关注的重大问题,而如何从微观角度研究政企关系模式及其效率是我们目前迫切需要研究的问题。本文从我国上市公司的政治关联与多元化之间的关系角度对这一问题进行了研究,具体考察了政治关联对企业多元化程度及股票市场风险的影响。研究发现,政治关联企业的多元化程度要显著高于非政治关联企业,表明政治关联帮助企业获得了更多的多元化资源,我国上市公司的多元化经营会带来企业股票市场风险的上升,但政治关联企业实施的多元化带来的风险显著低于非政治关联企业,表明政治关联作为一种替代机制确实能够得到市场的认可。本文的研究丰富了企业多元化及政企关系方面的文献,同时为我国的经济改革提供了参考依据。

**关键词** 政治关联 多元化 企业风险 替代机制

## 一、引言

中西方的制度环境存在重大差异,这就要求我们在研究中国企业的多元化问题时必须极其小心,不能直接套用西方的理论、方法与结论。实际上,我国企业的多元化从本质上来说只是一种经济现象,真正值得研究的是隐藏在其背后的制度环境。例如,在我国转轨经济背景下,企业的多元化战略往往是和政府的行为紧密联系在一起(陈信元、黄俊,2007;李强、刘善敏,2007)。因此,比较好的研究思路应该是以企业多元化为桥梁,研究中国特定的制度环境对企业和国民经济的影响,从而判断这些制度环境的优劣,为我国的经济改革提供依据。

就目前来说,我国一个很重要的制度环境就是政府与企业之间的复杂关系。我国的政治体制决定了我国的各级政府都属于强势政府,在经济中起着主导作用。虽然经过30余年的改革,我国的市场经济体制已经初步建立,但政府仍然充当着资源分配者的角色。理论和实践都已经证明,这种非市场化的制度安排是低效率的,会造成资源分配的严重不公平、不均衡。出于本能的反应,企业往往会谋求和政府建立政治关联,以获取更多的资源。对我国企业来说,多元化资源属于一项稀缺资源,并非每个企业都能随心所欲地进入其他行业,严重的市场分割、产权歧视与行业壁垒等都是制约企业多元化的重要因素。在此情况下,政治关联可能会帮助企业获得更多的多元化资源。这样,通过研究政治关联与企业多元化之间的关系,将能够从新的视角揭示我国企业多元化的动因。

在此基础上,我们需要进一步关注的是:市场如何看待企业基于政治关联的多元化?本文将从企业在股票市场上面临的风险角度加以考察。这类风险衡量了投资者对企业未来回报的预期,如果投资者看好企业的未来发展,他们会有一个良好的预期,企业股票收益的波动幅度会随之降低,风险下降;反之,将会使企业风险上升。我国的资本市场还属于不成熟的市场,波动性较大,投资者面临较大的风险。政治关联作为市场机制的一种替代机制,如果它能够为企业带来好处,投资者是否会给予积极评价,从而降低企业的风险?有几篇文献研究了多元化和贝塔(系统风险)之间的关系,但得到了不同的结论,有的文献发现企业多元化不能降低系统

\* 本文得到中国博士后科研基金项目(20080440244)的资助。文责自负。

风险(Adaptation,1988),有的则发现不同类型的多元化对系统风险有不同的影响(Barton,1988;陈莉、张卓,2005)。从这些文献来看,他们都没有考虑多元化背后的制度因素对企业股票市场风险的影响,而投资者可能往往更看重这些制度因素。

基于上述分析,本文以2002~2006年间我国证券市场的非金融类上市公司为研究样本,考察了政治关联对企业多元化及股票市场风险的影响。研究发现,政治关联显著地影响了企业的多元化经营,表现为政治关联企业的多元化程度要显著高于非政治关联企业,表明政治关联确实为企业带来了更多的多元化资源;我国上市公司的多元化经营会带来企业风险的上升,但政治关联企业实施的多元化带来的风险的上升程度显著低于非政治关联企业,表明政治关联作为一种市场机制的替代机制确实能够得到市场的认可。

本文的研究贡献体现在如下几个方面:首先,本文考察了政治关联对企业多元化的影响,从制度环境层面阐释了我国企业的多元化行为,进而揭示了我国政府影响企业的具体途径;其次,本文考察了政治关联如何通过多元化影响企业的股票市场风险问题,发现投资者能够识别企业的多元化战略以及隐藏在其背后的制度因素,从新的角度揭示了企业多元化的经济后果。

本文下面的结构安排如下:第二部分是文献回顾部分;第三部分是研究假设部分;第四部分是研究设计与描述统计部分;第五部分是实证结果;最后是本文的研究结论。

## 二、文献回顾

在企业多元化研究领域,学术界研究最多的可能是企业多元化的动机和经济后果两个方面。在企业多元化动机研究方面,人们提出了很多理论,如果按研究对象来划分,这些理论大体可分为以企业为研究对象和以管理者为研究对象。前者以市场势力理论和资源基础理论等为代表,而后者主要指委托—代理理论。

市场势力理论认为,企业多元化的动机在于获取市场势力。通过横向补贴、互惠交换等方式,多元化企业可以获得竞争优势,从而在竞争中立于不败之地。Gribbin(1976)认为,上述竞争优势的取得需

要企业的各种产品在相应的行业中都具有竞争优势,否则,整体的竞争优势就不可能获得。该理论预测企业的多元化经营会提高企业的业绩。资源基础理论认为,企业之所以多元化经营,是因为它们拥有充足的资源。如果市场的不完备性或者资产的专用性导致企业无法出售剩余资源,它们将使用这些资源进行多元化(Teece,1982;Nelson and Winter,1982)。该理论认为,企业的多元化绩效是其资源储存量的函数。同时,因为不同的企业之间具有差异性,所以它们的最优多元化水平是不同的。

委托—代理理论认为,企业管理者之所以选择多元化经营,是出于最大化自身利益的目的。具体而言,这些目的包括:(1)构筑商业帝国。管理者通过多元化经营,能扩大企业的规模,为自己带来相应的利益(Jensen,1986)。(2)管理者防御及壕沟效应。管理者会千方百计地选择有利于维持他们地位的投资项目,从而人为地放弃一些有价值的投资项目,给企业带来损失。Amihud和Lev(1981)认为,管理者都偏好多元化,因为这能降低他们所控制的企业风险,从而维持他们在企业中的地位。而Shleifer和Vishny(1989)则认为,管理者们偏好投资于那些需要他们的专有能力的投资项目,从而强化他们在企业中的地位。

在国内,有几篇文献从公司治理的角度探讨了影响我国上市公司多元化经营的因素。姜付秀(2006)发现,公司规模、股权结构、公司上市的时间长短、公司所处的行业等因素会对上市公司的多元化及其程度产生显著影响。张翼、李习、许德音(2005)发现,在国有控制的上市公司中,多元化程度与国有股比例呈U型关系,而在非国有控制公司中不存在这一关系。金晓斌等(2002)则发现公司特质和市场激励对企业多元化有显著影响。陈信元、黄俊(2007),李强、刘善敏(2007)则从制度环境角度出发,发现政府对我国企业的多元化有显著影响。

在多元化的经济后果研究方面,现有文献主要侧重于研究多元化与企业绩效之间的关系。事实证明评价多元化与企业绩效之间的关系是非常困难的(Montgomery,1984)。对于不同的研究者、不同的研究方法、不同的国家(地区)、同一国家(地区)的不同阶段,我们看到的是不同的研究结论。Rumelt

(1974)在其开创性研究中发现多元化企业的经营绩效较差,在紧随其后的一系列研究中,也发现了类似的结论(Palepu,1985;Wernerfelt and Montgomery, 1988)。但也有许多研究未能发现多元化与经营绩效之间存在显著关系(Raverscraft,1983),还有一些研究发现二者之间是显著的正向关系(Grant et al., 1988)。

在Lang和Stulz(1994)及Berger和Ofek(1995)采用更为严谨和科学的方法发现多元化与经营绩效之间存在显著负向关系之后,在相当长时间内,相关研究的结论几乎是一致的。但从20世纪90年代末开始,逐步有研究对Lang和Stulz(1994)及Berger和Ofek(1995)开创的研究方法提出了质疑,这期间的很多采用改进后的方法所进行的研究得到的是二者之间存在显著正向关系(Campa and Kedia,2002)。此外,也有文献研究了美国以外的其他市场的情况。例如,Lins和Servaes(1999)发现,在样本期间内,日本和英国企业的多元化会带来折价,但德国企业却没有。他们在另外一篇论文里还研究了新兴市场的情况,发现巴西、印度等新兴市场上企业的多元化经营会带来7%左右的折价(Lins and Servaes,2002)。

在国内,关于多元化与企业绩效之间关系的研究也得到了不同的结论。朱江(1999)在利用我国上市公司1997年的数据进行的研究中,发现整体上多元化程度和经营业绩之间没有显著的因果关系,但多元化能够降低企业的风险。金晓斌等(2002)以1998~2000年的上市公司为研究样本发现,多元化经营本身是中性的,但多元化经营的方式与边界与经营绩效之间存在显著的相关性。张翼、刘巍、龚六堂(2005)以2002年的上市公司为研究样本却发现,在我国进行多元化经营会降低企业绩效而有助于减小企业风险。洪道麟等(2006)则从多元化并购的角度研究了多元化与企业绩效之间的关系,他们发现在1999~2003年间,多元化并购会给收购方的股东带来损失。

相对而言,关于多元化与企业风险之间关系的研究则要少得多,虽然企业绩效与企业风险是一个问题的2个方面,绩效好则风险小,但它们并不完全等同,因此,研究多元化与企业风险的关系可能会得到一些有意义的结论。Montgomery和Singh

(1984)首先研究了企业多元化战略与系统风险之间的关系,他们用Beta系数来衡量系统风险,发现系统风险的大小和多元化类型有关,其中不相关多元化企业的系统风险要显著高于其他企业。Barton(1988)在控制了资本集中度、财务杠杆等因素后,也发现了同样的结论。Chang和Thomas(1989)采用ROA的方差衡量企业风险,却发现企业风险与多元化类型之间没有显著关系,多元化企业的风险大小与企业的规模显著负相关,与企业所在行业的风险显著正相关。

在国内也有几篇文献研究了中国企业的多元化与企业风险之间的关系。例如,前文已经提到,朱江(1999)发现多元化能够降低企业的风险,姜付秀、刘志彪、陆正飞(2006)发现我国上市公司的多元化能降低企业收益的波动程度,而张翼、刘巍、龚六堂(2005)却发现多元化不能降低企业风险。陈莉和张卓(2005)发现相关多元化能带来企业系统风险的下降。

从上述文献可以看出,较少有文献从制度环境角度研究企业的多元化问题,而对于我国企业多元化研究来说,遗漏中国制度背景将会严重影响论文结论的普遍性和科学性。因此,本文选择从政治关联这一特定的制度背景角度来进行探讨。

企业的政治关联问题是近年来逐渐兴起的一个重要的研究主题。在Faccio(2006)考察的47个国家的企业中,有35个国家的企业具有她所定义的政治关联,但这些政治关联主要还是集中在那些腐败较严重、对外国投资限制较严的国家的企业中,而这些国家主要是新兴市场国家,对于新兴市场国家而言,它们的企业的政治关联程度更深,对企业的影响更大。

目前关于政治关联方面的文献还很少,现有文献主要形成了如下2点研究结论:(1)政治关联能为企业带来诸多好处,例如更多的贷款、更优惠的税率、更高的市场占有率等(Faccio,2006);在面临困境时,政治关联企业更容易获得政府的帮助(Faccio et al.,2006);能获得更多及更长期的银行贷款(Fan et al.,2006;余明桂、潘红波,2008)。(2)政治关联会显著影响企业的经济后果,但这种影响是多方面的。Faccio(2006)发现,在企业的管理者建立政治联系后,企业价值显著上升。潘红波、夏新平

和余明桂(2008)以地方政府控制的上市公司收购非上市公司的事件为背景,研究了并购前后上市公司市场业绩的变化,发现企业政治关联可以保护企业产权免受地方政府损害。而更多的文献则发现政治关联的经济后果是负面的。例如,Chaney等(2007)发现,政治关联企业的会计信息质量显著低于非政治关联企业;Chen等(2007)发现,对政治关联企业而言,分析师的预测误差显著大于非政治关联企业;Faccio等(2006)发现,虽然政治关联企业在陷入困境后更容易获得政府的支持,但获得支持后的业绩显著下降,并显著差于非政治关联企业。Fan等(2007)考察了中国上市公司的政治关联对IPO前后的业绩变化的影响,发现政治关联企业在IPO后,业绩下降幅度显著低于非政治关联企业。

正如我们已经指出的,作为转轨经济国家,政府与企业的关系是我国经济中的一个重要问题,也是我们在研究中必须重点关注的问题,如何从企业多元化等微观层面研究政企关系是我们目前应该研究的重要问题。正因为如此,本文选择从政治关联角度研究其对企业多元化及股票市场风险的影响。

### 三、研究假设与回归模型

在新兴市场中,产权的缺失及不稳定的政治结构会增加企业经营的不确定性,导致企业难以通过内部扩张或对外并购的方式成长,在这种环境中,通过构建关系网络将能够降低不确定性(Peng and Heath,1996)。新兴市场中的企业如果不能和当地政府建立良好的关系,它们将难以获得竞争优势。反之,和政府的良好关系将是企业的一项无形资产,企业将会从中受益,例如获得有严格限制的行业准入执照(Hoskisson et al.,2000)。其他一些研究也发现了类似的结论。例如,Faccio(2006)通过对47个国家的企业进行研究发现,具政治关联企业获得了更多的贷款、更优惠的税率及更高的市场占有率。Faccio等(2006)以35个国家的企业为研究对象发现,在面临困境时,政治关联企业更容易获得政府的帮助。Fan等(2006)以中国企业为研究对象也发现,和当地高级官员有紧密联系的企业获得了更多及更长期的银行贷款。

对处于转轨经济过程中的中国市场来说,多元化资源属于一项稀缺资源,地方政府在资源分配过

程中起着举足轻重的作用,具体表现在如下一些方面:首先,企业要想进入某个行业,就必须获得政府的认可,特别是对那些政府严格管制和保护的行业来说,一般企业是很难进入的;其次,即使企业获准进入某个行业,但如果没有政府在资金、优惠政策等方面的支持,就会间接地增加企业在该行业经营的困难,从而迫使企业退出该行业。陈信元、黄俊(2007)的研究就表明,由于政府的干预,政府直接控股的上市公司更易实行多元化经营;李强、刘善敏(2007)的研究也表明,政府对企业的多元化战略具有显著影响。

在上述背景下,那些和当地政府有着良好关系的企业就更容易通过寻租获得更多的多元化资源。从当地政府和官员的角度来看,为了获取经济租金和政治租金,也乐于为那些和自身有着良好关系的企业提供更多的机会。他们支持政治关联企业进行多元化经营的途径包括:通过降低进入门槛,帮助这些企业进入新的行业;通过提供资金和土地、降低税率、给予优惠政策等措施,帮助企业实现跨行业经营等等。从企业的角度来看,现实中的管理者普遍都有多元化经营的冲动(Jensen,1986),例如,从本文的研究样本来看,多元化经营企业的比例达到了93.81%,这种强烈的多元化动机会促使他们积极地通过政治关联获取更多的多元化资源,从而使企业的多元化程度上升。因此,我们可以预期,政治关联企业更容易获得多元化资源,从而多元化程度也更大。基于上述分析,我们提出如下假设。

假设1:政治关联企业的多元化程度大于非政治关联企业。

从现有文献来看,关于企业多元化与企业的股票市场风险之间关系的研究没有得到一致的结论。Montgomery和Singh(1984)首先研究了企业多元化与贝塔之间的关系,他们发现非相关多元化与贝塔之间存在显著的正相关关系,而且相关程度大于其他类型的多元化。Barton(1988)也发现了相同的结论。但Adaptation(1988)和Thompson(1984)分别以美国和英国的上市公司为研究样本,均没有发现多元化和贝塔之间存在显著的正相关关系。陈莉和张卓(2005)以中国上市公司为样本,发现非相关多元化的企业伴随着较高的贝塔值。

投资者对企业的多元化到底持什么态度是一

个很难估计的随机变量,因为企业的多元化仅仅是一种经济现象,不同企业的多元化背后可能隐藏着不同的制度因素,即便是不同公司的多元化类型和程度相同,也可能有着完全不同的制度因素。投资者可能更感兴趣的是多元化背后的制度因素,而非多元化本身,因为在我国这种法律保护薄弱的市场上,真正决定投资者财富的可能是制度因素。如果企业具有政治关联背景,说明企业和政府之间存在较密切的关系,这一制度因素对企业将来的发展应该是积极的,如果投资者能够识别这一点,那么他们将对政治关联企业实施的多元化给予积极的正向反应,从而使得企业的市场风险得到降低。基于上述分析,我们提出如下假设:

假设 2: 政治关联企业实施的多元化带来的股票市场风险要小于非政治关联企业。

为了验证假设 1,我们运行如下的 OLS 回归模型:

$$DIV = \alpha_0 + \alpha_1 Political + \alpha_2 Ownership + \alpha_3 Lev \quad (1) \\ + \alpha_4 Size + \alpha_5 Age + \sum_{i=1}^4 \alpha_{1i} Year_j + \sum_{j=1}^{11} \alpha_{2j} Ind_j + \varepsilon$$

$DIV$  为企业多元化程度变量,借鉴相关研究的做法,本文用 3 个变量来衡量。第一个为收入熵( $EI$ ),其公式为:  $EI = \sum_{i=1}^n p_i \ln(1/p_i)$ 。其中  $p_i$  为某企业第  $i$  行业的收入占总收入的比重,  $n$  为企业所涉及的行业数。企业的多元化程度越高,  $EI$  的值越大,当企业专业化经营时,值为 0。该指标较为精确地衡量了企业的多元化程度,因而得到了广泛的应用;第二个为收入的 herfindahl 指数 ( $HHI$ ),公式为:  $HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2$ ,企业的多元化程度越高,  $HHI$  的值越小,当企业专业化经营时,值为 1;第三个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,  $N$  的值越大,当企业专业化经营时,值为 1。

$Political$  为政治关联变量。从现有文献来看,界定企业是否具有政治关联的方式有如下几种:其一,如果企业至少有一个大股东或高管(CEO、董事长、副董事长、董事会秘书)有政治关联,则将该企业界定为政治关联企业(Chaney et al., 2007; Faccio, 2006);其二,如果企业的 CEO 有政治关联,则将该企业界定为政治关联企业(Fan et al., 2007)。考虑到对中国企业来说,总管理者或董事长往往对企

业有着举足轻重的影响,因此,如果企业的总管理者或董事长有政治关联,则将该企业界定为有政治关联。我们借鉴 Fan 等(2007)、潘红波、夏新平和余明桂(2008)的做法,有政治关联的人员是指现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员。这些数据根据上市公司披露的总管理者和董事长的背景资料判断整理。根据假设 1,预计  $Political$  和多元化程度呈正相关关系。

根据相关文献,模型中还控制了其他一些影响因素。 $Ownership$  为企业的实际控制人类别,实际控制人为国有股东取 1,否则取 0。对国有企业来说,因为和政府的天然联系,有更多的机会获得多元化资源,因此,预计该变量和多元化程度呈正相关关系。 $Lev$  为负债比率,用总负债与总资产的比值表示。从实质上来说,企业多元化属于企业的一种扩张行为,而根据 Jensen(1986)的自由现金流理论,企业的负债具有抑制企业扩张的作用,因此,预计该变量和多元化程度呈负相关关系。 $Size$  为企业规模,用总资产的自然对数表示。一般来说,规模越大的企业资源越充足,越有能力进行多元化经营,有研究也证实了这一点(Denis et al., 1997)。因此,预计该变量和多元化程度呈正相关关系。 $Age$  为企业年龄,用企业上市年限表示。一般来说,企业年龄越大,业务越成熟,原有的业务可能难以满足企业的经营需要,从而实施多元化。有研究也发现企业年龄越大,多元化程度越高(Denis et al., 1997; 张翼、李习、许德音, 2005)。因此,预计该变量和多元化程度呈正相关关系。此外,在模型中还控制了年度变量( $Year$ )和行业变量( $Ind$ )。

为了验证假设 2,我们运行如下的 OLS 回归模型:

$$Beta = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 DIV \times Political \\ + \beta_3 ROA + \beta_4 Tobin'Q + \beta_5 Lev + \beta_6 Size \\ + \beta_7 Age + \sum_{j=1}^4 \beta_{1j} Year_j + \eta \quad (2)$$

$Beta$  为企业风险变量,用年度贝塔系数表示,该指标的值越大,表示企业的风险越大,它是类似研究中应用最频繁的指标(Montgomery and Singh, 1984; Barton, 1988; Adaptation, 1988; 陈莉、张卓, 2005),该指标直接取自 CCER 数据库。根据假设 2,  $DIV$  的回归系数为正,  $DIV \times Political$  的回归系数为

负。*ROA* 为企业的资产收益率,衡量企业的盈利能力,盈利能力越强,企业的风险越低,因此,预计该变量的回归系数为负。*Tobin'Q* 为企业的成长性,成长性越好,企业的风险越低,因此,预计该变量的回归系数为负。企业负债比率越大,风险越大,因此,预计 *Lev* 的回归系数为正。企业规模越大,年龄越大,抗风险能力越强,风险越小,因此,预计 *Size* 和 *Age* 的回归系数为负。上述控制变量的回归系数方向和有关文献的研究结果一致 (Thompson,1984; 姜付秀、刘志彪、陆正飞,2006)。此外,在模型中还控制了年度变量 (*Year*)。

#### 四、研究样本与描述统计

本文的研究样本为 2002~2006 年间深、沪两市的 A 股上市公司,之所以选择从 2002 年开始,主要是因为本文的多元化程度变量需要用到上市公司的分行业收入等指标,而这类信息的披露从 2002 年开始才趋于规范。为了保证样本的规范性,我们对样本进行了如下剔除:(1)由于金融类公司会计标准的特殊性,对这类公司进行了剔除;(2)剔除数据不全的公司;(3)为了避免上市对有关数据的影响,剔除了当年上市的样本;(4)剔除 1%和 99%分位数之外的异常值。最后得到 6092 个样本,共 1367 家公司。本文的财务数据取自 CCER 数据库,多元化数据取自天相数据库,政治关联数据根据公司公告等信息手工整理得到。

表 1 报告了样本的分布情况。在 6092 个研究样本中,有 93.81%的样本属于多元化经营样本,占绝大多数,表明我国上市公司普遍都存在多元化经营。此外,有 38.57%的样本属于政治关联企业,占有相当大的比重,表明政治关联在我国上市公司中也是一个比较普遍的现象。

表 2 报告了变量的描述性统计情况。为了比较政治关联

表 1 样本分布

	多元化样本分布		政治关联样本分布		
	样本量	比重 (%)	样本量	比重 (%)	
专业化公司	377	6.19	非政治关联企业	3742	61.43
多元化公司	5715	93.81	政治关联企业	2350	38.57
合计	6092	100	合计	6092	100

表 3 Pearson 相关系数

	EI	HHI	N	Beta	Political	ROA	Tobin'Q	Lev	Size
EI	1.000								
HHI	-0.755***	1.000							
N	0.695***	-0.423***	1.000						
Beta	0.033***	-0.033***	0.017	1.000					
Political	0.029**	-0.029**	0.035***	-0.032***	1.000				
ROA	0.053***	0.000	0.058***	-0.170***	0.019	1.000			
Tobin'Q	-0.086***	0.035***	-0.092***	-0.032**	-0.007	-0.396***	1.000		
Lev	-0.060***	0.024*	-0.047***	0.035***	-0.003	-0.446***	0.865***	1.000	
Size	0.073***	0.027**	0.160***	-0.145***	0.052***	0.296***	-0.307***	-0.176***	1.000
Age	-0.102***	0.051***	-0.084***	0.033***	-0.034***	-0.104***	0.116***	0.114***	0.026**

注:\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%水平显著。

表 2 变量描述统计

	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
Panel A 非政治关联企业					
EI	0.7375	0.7160	2.3693	-1.8141	0.5069
HHI	0.4659	0.4024	5.1868	0.0000	0.3977
N	4.3557	4.0000	25.0000	1.0000	2.4153
Beta	1.1105	1.1199	2.2381	-0.1820	0.3125
ROA	0.0054	0.0227	0.5102	-1.7520	0.1319
Tobin'Q	1.0888	0.9301	33.3983	-23.8407	1.0543
Lev	0.5693	0.5146	23.7992	0.0002	0.7424
Size	21.1581	21.0978	26.6900	12.3143	1.0215
Age	6.7475	7.0000	16.0000	1.0000	3.2455
Panel B 政治关联企业					
EI	0.7674	0.7672	2.7138	-0.8253	0.5020
HHI	0.4426	0.3710	3.4926	0.0000	0.3841
N	4.5328	4.0000	29.0000	1.0000	2.5449
Beta	1.0901	1.0939	3.3976	0.0453	0.3029
ROA	0.0102	0.0228	0.4098	-1.7874	0.1141
Tobin'Q	1.0722	0.9230	45.2560	0.2654	1.2288
Lev	0.5638	0.5061	43.0753	0.0247	1.0098
Size	21.2685	21.1791	27.1111	17.4841	1.0007
Age	6.5213	6.0000	16.0000	1.0000	3.2346
Panel C 全样本					
EI	0.7490	0.7388	2.7138	-1.8141	0.5052
HHI	0.4569	0.3903	5.1868	0.0000	0.3926
N	4.4240	4.0000	29.0000	1.0000	2.4674
Beta	1.1027	1.1101	3.3976	-0.1820	0.3090
ROA	0.0073	0.0228	0.5102	-1.7874	0.1254
Tobin'Q	1.0824	0.9276	45.2560	-23.8407	1.1248
Lev	0.5672	0.5115	43.0753	0.0002	0.8554
Size	21.2007	21.1266	27.1111	12.3143	1.0149
Age	6.6603	7.0000	16.0000	1.0000	3.2429

对企业的影响,我们首先将样本分为非政治关联企业和政治关联企业分别对变量进行了描述,然后对全样本进行了描述。从全样本来看,*EI* 的最大值为 2.7138,最小值为 -1.8141,表明样本公司的多元化程度相差较大,均值和中位数分别达到 0.7490 和 0.7388,也处于一个较高的水平,表明样本公司的多元化程度较高。*HHI* 的均值和中位数分别为 0.4569 和 0.3903。*N* 的均值和中位数分别为 4.4240 和 4,表明样本公司平均同时在 4.4240 个行业进行经营,多元化程度较大,最大值和最小值分别为 29 和 1,样本公司之间的差别较大。从 *Beta* 来看,公司间的差异也较大,均值和中位数均接近 1,表明我国上市公司的股票市场风险并不大。其余几个变量在不同样本公司之间差异也都较大。从子样本来看,政治关联企业的 *EI* 的均值和中位数大于非政治关联企业、*N* 的均值大于非政治关联企业、*HHI* 的均值和中位数小于

非政治关联企业,初步表明前者的多元化程度大于后者;但从企业风险(*Beta*)来看则刚好相反,政治关联企业的风险要小于非政治关联企业。政治关联企业的负债率和年龄都要小于非政治关联企业,规模要大于后者,但差异都不是很大。

表 3 报告了变量之间的 Pearson 相关系数。Political 和 *EI*、*N* 之间的相关系数均显著为正,和 *HHI* 之间的相关系数显著为负,初步表明政治关联对企业的多元化程度确实有显著的正向影响;*EI* 和 *Beta* 之间的相关系数在 1%水平显著为正,*HHI* 和 *Beta* 之间的相关系数在 1%水平显著为正,但 *N* 和 *Beta* 之间的相关系数虽然为正但不显著,初步表明多元化导致企业风险的上升;而 Political 和 *Beta* 之间是显著的负向关系,表明政治关联能起到降低股票市场风险的作用。此外,自变量之间的相关系数

都较小,而且 *VIF* 值也都小于 10(未报告),表明自变量之间不存在明显的多重共线性问题。

表 4 报告了政治关联与多元化程度的分组检验结果。从表中可以看出,政治关联企业的 *EI* 和 *N* 的均值和中位数都显著大于非政治关联企业,*HHI* 的均值和中位数显著小于非政治关联企业,表明政治关联企业的多元化程度显著大于非政治关联企业,初步支持了假设 1。

### 五、实证结果

表 5 报告了政治关联对企业多元化影响的 OLS 回归结果,也即模型(1)的回归结果。在模型中,被解释变量为 *DIV*,解释变量为 Political。根据我们设置的 3 个 *DIV* 变量,我们得到了 3 个回归结果,被解释变量依次为 *EI*、*N* 和 *HHI*。从回归结果来看,在前两个回归结果中,Political 的回归系数均显著为正;在第三个回归结果中显著为负,表明在控制了其他一些影响因素后,政治关联变量与多元化程度变量之间存在显著的相关关系,从而支持了假设 1,表明政治关联企业的多元化程度要高于非政治关联企业。

从控制变量的回归结果来看,Ownership 的回归结果不太理想,而且符号也和预计的不太相符,表明企业的控制权性质对多元化程度没有太大的影响。Age 在前两个回归结果中都显著为负,在第三个回归结果中显著为正,与预计的不一致,表明上市年限越短的上市公司的多元化程度越大,其原因可能是因为这些公司通过上市融资获得了更多的资金,从而进行多元化扩张,也可能是因为改制上市时,为了获得上市资格,大股东将更多的业务投入到了上市公司中。Lev 和 Size 的回归系数与预计的基本一致,负债率越小、规模越大,企业的多元化程度越大。

表 6 报告了模型(2)的回归结果,考察了政治关联、多元化与股票市场风险之间的关系。被解释变量为 *Beta*,解释变量为 *DIV* 及其与 Political

表 4 分组检验

	有政治关联公司	无政治关联公司	t检验	Wilcoxon检验
EI均值	0.767	0.737	-2.244**	
EI中位数	0.767	0.716		-2.283**
HHI均值	0.443	0.466	2.728***	
HHI中位数	0.371	0.402		2.251**
N均值	4.533	4.356	-2.728***	
N中位数	4.000	4.000		-2.809***

注:\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%水平显著。

表 5 政治关联与多元化程度回归结果

	预计符号	EI		N		HHI		
		估计系数	t	估计系数	t	估计系数	t	
截距项		0.027	0.19	0.104	0.92	-4.405	-6.29***	
Political	+	0.036	2.77***	0.134	2.10**	-	-0.022	-2.11**
Ownership	+	-0.003	-0.23	0.082	1.15	-	0.019	1.67*
Age	+	-0.018	-8.26***	-0.069	-6.60***	-	0.009	5.32***
Lev	-	-0.021	-2.86***	-0.025	-0.69	+	0.013	2.17**
Size	+	0.05	7.43***	0.461	14.23***	-	0.001	0.23
Year <sub>i</sub>		控制		控制		控制		
Ind <sub>i</sub>		控制		控制		控制		
观测值		6092		6092		6092		
F值		23.08***		25.04***		17.61***		
Adj-R <sup>2</sup>		0.07		0.07		0.05		

注:被解释变量为多元化程度;\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%水平显著。

表 6 政治关联、多元化与市场风险回归结果

	预计符号	EI		N		HHI		
		估计系数	t	估计系数	t	估计系数	t	
截距项		2.089	23.11***	2.112	23.34***	2.096	23.16***	
DIV	+	0.032	3.83***	0.005	2.79***	-	-0.011	-1.07
Political×DIV	-	-0.015	-1.74*	-0.002	-1.06	+	0.021	1.65*
ROA	-	-0.357	-10.22***	-0.356	-10.18***	-	-0.354	-10.12***
Tobin/Q	-	-0.083	-11.40***	-0.083	-11.37***	-	-0.084	-11.46***
Age	-	0.005	3.66***	0.004	3.50***	-	0.004	3.42***
Lev	+	0.072	7.55***	0.072	7.49***	+	0.073	7.59***
Size	-	-0.049	-11.85***	-0.05	-11.96***	-	-0.048	-11.56***
Year <sub>i</sub>		控制		控制		控制		
观测值		6092		6092		6092		
F值		55.61***		55.73***		56.42***		
Adj-R <sup>2</sup>		0.09		0.09		0.09		

注:被解释变量为 *Beta*;\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%水平显著。

的交叉项。同样,根据我们设置的3个DIV变量,得到了3个回归结果, DIV依次为EI、N和HHI。回归结果显示,在前两个回归结果中, DIV的回归系数均在1%水平显著为正;在第三个回归结果中虽然回归系数为负,但不显著,在一定程度上表明对于非政治关联企业来说,多元化程度和股票市场风险之间存在显著的正相关关系,多元化程度越

高,风险越大。从DIV与Political的交叉项的回归系数来看,在第一个回归结果中显著为负,在第三个结果中显著为正,而在第二个结果中虽然为负,但不显著,在一定程度上表明政治关联企业所实施的多元化所带来的市场风险要小于非政治关联企业,从而在一定程度上支持了假设2,表明在控制了其他一些影响因素后,政治关联企业所实施的多元化所带来的股票市场风险要小于无政治关联企业。

从控制变量的回归结果来看,ROA的回归系数显著为负,与预计的一致,表明企业盈利能力越强,风险越小。Tobin'Q的回归系数显著为负,也与预计的一致,表明企业成长性越好,风险越小。Age的回归系数显著为正,与预计的相反,表明上市年限越长的企业的风险越大,其原因可能在于上市年限越长,不确定性因素越多,从而造成风险的上升。Lev的回归系数为正,但不显著。Size的回归系数显著为负,表明企业规模越大,风险越小。

为了验证上述结论的可靠性,我们进行了稳健性测试。我们将风险变量替换为上市公司股票周收益率的方差(股票收益波动),对模型(2)重新进行了回归分析,结果见表7。回归结果和表6基本一致,表明上述结论是可靠的。此外,因为本文的样本中包含ST公司,而这类公司的风险一般较大,我们将它们进行了剔除,重新进行了回归分析,发现结论保持不变。

## 六、研究结论

随着我国改革开放进程的逐步深入及我国经济的蓬勃发展,我国企业多元化经营的程度越来越大,这一问题也日益成为我国学术界研究的热点。

表7 政治关联、多元化与市场风险回归结果

	预计符号	EI		N		HHI		
		估计系数	t	估计系数	t	估计系数	t	
截距项		79.837	27.84***	80.027	27.88***	79.849	27.83***	
DIV	+	0.423	1.61*	0.055	1.02	-	-0.124	-0.37
Political×DIV	-	-0.707	-2.62***	-0.086	-1.79*	+	0.797	1.93*
ROA	-	-11.422	-9.79***	-11.408	-9.77***	-	-11.355	-9.73***
Tobin'Q	-	-0.04	-0.16	-0.041	-0.17	-	-0.041	-0.17
Age	-	0.301	7.73***	0.3	7.72***	-	0.302	7.80***
Lev	+	0.182	0.59	0.181	0.59	+	0.19	0.62
Size	-	-1.657	-12.56***	-1.665	-12.51***	-	-1.644	-12.45***
Year <sub>i</sub>		控制		控制		控制		
观测值		6092		6092		6092		
F值		291.77***		291.23***		291.53***		
Adj-R <sup>2</sup>		0.35		0.35		0.35		

注:被解释变量为股票收益波动;\*,\*\*,\*\*\*分别表示在10%,5%,1%水平显著。

但我国的转轨经济背景决定了我们不能单纯地从企业特征等层面研究我国企业的多元化问题,因为企业多元化的程度以及相应的经济后果在很大程度上不是企业特征决定的,我国特定的制度环境在其中起着重要,有时甚至是决定性的作用。

正是基于上述原因,本文选择从政府与企业的关系这一制度背景出发考察了我国上市公司的多元化问题。具体来说,本文以2002~2006年间我国证券市场的非金融类上市公司为研究样本,研究了政治关联对企业多元化及风险的影响。研究发现,政治关联显著地影响了企业的多元化经营,表现为政治关联企业的多元化程度要显著高于非政治关联企业,表明政治关联确实为企业带来了更多的多元化资源;我国上市公司的多元化经营会带来企业股票市场风险的上升,但政治关联企业实施的多元化带来的企业风险的上升程度显著低于非政治关联企业,表明政治关联作为一种替代机制确实能够得到市场的认可。本文的研究丰富了企业多元化及政企关系方面的文献,同时为我国的经济改革提供了参考依据。

(作者单位:张敏,北京大学光华管理学院;黄继承,中国人民大学商学院;责任编辑:尚增健)

### 参考文献

- (1)陈信元、黄俊:《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》,2007年第1期。
- (2)陈莉、张卓:《中国上市公司多元化战略及其系统风险研究》,《企业经济》,2005年第2期。
- (3)洪道麟等:《多元化并购、企业长期绩效损失及其选择动因》,《经济科学》,2006年第5期。
- (4)姜付秀:《我国上市公司多元化经营的决定因素研究》,《管理世界》,2006年第5期。
- (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》,《财经问题研究》,2006年第11期。

(6)金晓斌等:《公司特质、市场激励与上市公司多元化经营》,《经济研究》,2002年第9期。

(7)李强、刘善敏:《地方政府干预、行业集中度与公司多元化》,《华南师范大学学报》,2007年第5期。

(8)潘红波、夏新平、余明桂:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》,2008年第4期。

(9)余明桂、潘红波:《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,2008年第8期。

(10)张翼、李习、许德音:《代理问题、股权结构与公司多元化》,《经济科学》,2005年第3期。

(11)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》,《金融研究》,2005年第9期。

(12)朱江:《我国上市公司的多元化战略和经营业绩》,《经济研究》,1999年第11期。

(13)Adaptation, P., 1988, "Diversification, Capital Structure and Systematic Risk: An Empirical investigation", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 3, pp.44-48.

(14)Amihud, Y. and Lev, B., 1981, "Risk Reduction As Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, pp.605-617.

(15)Barton, L. S., 1988, "Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look", *Academy of Management Journal*, 31(1), pp.166-175.

(16)Berger, P. G. and E. Ofeck., 1995, "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, 37, pp.39-65.

(17)Campa, J. M. and Kedia, S., 2002, "Explaining the Diversification Discount", *The Journal of Finance*, 57, pp.1731-1762.

(18)Chang, Y. and H. Thomas, 1989, "The Impact of Diversification Strategy on Risk-return Performance", *Strategic Management Journal*, 10, pp.271-284.

(19)Chaney, P. K., M. Faccio and D. C. Parsley, 2007, "The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms", Working Paper, Owen Graduate School of Management of Vanderbilt University.

(20)Chen, C. J. P., Yuan, D. and Chansog, F. K., 2007, "Politically Connected Firms, Legal Enforcement, and Analyst Forecast Attributes Around the World", Working Paper, City University of Hong Kong.

(21)Denis, D., D. K. Denis and A. Sarin, 1997, "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification", *The Journal of Finance*, 1, pp.135-160.

(22)Faccio, M., 2006, "Politically Connected Firms", *The American Economic Review*, 96(1), pp.369-386.

(23)Faccio, M., Ronald, W. M. and John, J. M., 2006, "Political Connections and Corporate Bailouts", *The Journal of Finance*, 61, pp.2597-2635.

(24)Fan, J. P. H., M. O. Rui and M. Zhao, 2006, "Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology.

(25)Fan, J. P. H., T. J. Wong and T. Zhang, 2007, "Politi-

cally-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp.330-357.

(26)Gribbin, J. D., 1976, "The Conglomerate Merger", *Applied Economics*, 8, pp.19-35.

(27)Grant, R. M., Jammine, A. P. and Thomas, H., 1988, "Diversity, Diversification and Profitability among British Manufacturing Companies, 1972-1984", *Academy of Management Journal*, 31(4), pp.771-801.

(28)Hoskisson, R. E., Lorraine, E., Chung, M. L. and Mike, W., 2000, "Strategy in Emerging Economies", *The Academy of Management Journal*, 43(3), pp.249-267.

(29)Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp.323-329.

(30)Lang, L. H. P. and R. M. Stulz, 1994, "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, 102, pp.1248-1280.

(31)Lins, K. and H. Servaes, 1999, "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", *Journal of Finance*, 54, pp.2215-2239.

(32)Lins K. and H. Servaes, 2002, "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?", *Financial Management*, 31(2), pp.5-31.

(33)Montgomery, C. A. and H. Singh, 1984, "Diversification Strategy and Systematic Risk", *Strategic Management Journal*, 5(2), pp.181-191.

(34)Nelson, R. R., and S. G. Winter, 1982, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge: the Belknap Press of Harvard University Press.

(35)Palepu, K., 1985, "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, 6, pp.239-255.

(36)Peng, M. W. and Heath, P. S., 1996, "The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations and Strategic Choice", *The Academy of Management Review*, 21, pp.492-528.

(37)Ravenscraft, D. J., 1983, "Structure-profit Relationships at the Line of Business and Industry Level", *Review of Economics and Statistics*, 65, pp.22-32.

(38)Rumelt, R., 1974, *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard Business School Press, Boston, MA.

(39)Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1989, "Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments", *Journal of Financial Economics*, 25, pp.123-139.

(40)Teece, D. J., 1982, "Towards An Economic Theory of the Multiproduct Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, pp.39-63.

(41)Thompson, R. S., 1984, "Diversification Strategy and Systematic Risk: An Empirical Inquiry", *Managerial and Decision Economics*, 5(2), pp.98-103.

(42)Wernerfelt, B. and Montgomery, C. A., 1988, "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance", *American Economic Review*, 78, pp.246-250.