

# 政府干预对国有上市公司 多元化经营的影响

袁玲 高巍婷

(石河子大学经济贸易学院 新疆石河子 832003)

**【摘要】** 本文以2004~2008年的国有上市公司为研究对象,考察了转轨经济下政府干预与上市公司多元化经营之间的关系,以及市场化进程、政府控制层级对政府干预与多元化经营关系的影响。研究表明,政府干预程度越高的公司多元化程度越高,且市场化程度和政府控制层级越低,两者之间的关系越显著。

**【关键词】** 政府干预 市场化进程 多元化经营

公司多元化经营是管理以及金融领域研究的热点之一。近年来,国内对多元化理论的研究主要集中在多元化的绩效和多元化动因两方面,但这些研究大多建立在发达市场的前提下,较少考虑到我国的现实背景。由于我国目前处于经济转型时期,一方面,证券市场的设置是为国有企业服务的初衷使得大量上市公司均由国有企业改制而来;另一方面,政府在企业经营的影响中仍扮演着重要的角色,因此,有必要从政府角度考察政府干预对企业多元化决策的影响。

目前国内关于公司多元化经营动因的研究尚未充分关注处于经济转型时期的政府在企业经营的影响中所扮演的重要角色,政府干预对企业多元化经营的影响少有文献探讨,即使有文献考虑到政府干预的影响,但对地区市场化程度的差异及政府控制层级的不同是否影响到两者的关系尚未涉足。而对于处于经济转型时期的中国来说,政府仍然在很大程度上控制着关键性资源,这成为影响企业战略制定、执行的重要因素。

政府干预作为政府影响企业的主要方式,会对公司尤其是作为政府实现社会目标的重要阵地——国有上市公司的多元化经营产生影响吗?地区市场化程度的差异会对政府干预与公司多元化经营的关系产生不同影响吗?政府控制层级对政府干预与多元化经营的关系又有什么影响呢?上述问题构成本文的研究内容。

本文以国有上市公司为样本,对政府干预与多元化经营的关系进行研究,旨在探寻处于经济转型期的我国上市公司多元化经营的特殊动因。

## 一、研究假设

**1. 政府干预与多元化经营的关系。**政府与企业的关系历来有“掠夺之手”和“帮助之手”的争议。由于政府与企业关系存在两面性,上市公司的多元化投资战略既可能是其获得政府优惠的一种表现,也可能是政府实现其政策目标的结果。那么在政府的干预下,公司为何要进行多元化经营呢?

(1)政府作为社会的行政管理,除了考虑经济效益,还

包括增加福利、促进平等、保持社会稳定、维持和扩大就业等社会目标。因此,政府有动机通过主导其控股公司的日常经营来履行其社会职能。比如,一些大型国有企业在政府的积极“鼓励和倡导”下,去接收一些效益差甚至濒临破产的企业,或者考虑到在职员工的工资福利、职工家属的就业与安置,兴办一些与主业无关的“第三产业”、“福利工厂”等,由于政府将其政治目标内在化于企业经营决策之中,造成企业投资决策目标多元化,使得政府干预下的公司经营业务增多。白恩聪等(2000)认为私有企业以利润为唯一目标,几乎没有把资源花费在提供社会稳定方面的激励,而国有及国有控股公司在提供就业和解决失业问题方面具有关键的稳定功能。曾庆生和陈信元(2006)也发现国家控股公司比非国家控股公司雇佣了更多的员工。

(2)政府官员的政绩。考核地方政府官员政绩的重要指标之一就是GDP和财政收入,而利用多个经营领域的投资来追求公司的扩张无疑成为增加GDP或财政收入的重要途径。为此,政府控制的上市公司会得到更多的资源配套(包括银行借款)、行业准入等方面的政策倾斜。基于上述分析,我们认为国有控制的上市公司一方面承担了除赢利目标之外的政府公共治理目标,另一方面在外部融资方面更多地受到政府的支持,而且政府持股比例越高,对公司的干预能力就越强,通过主导其控股公司的日常经营活动来实现其政策目标的可能性也就越大。

由此笔者提出假设1:作为终极控制人的政府持股比例越高,公司多元化程度越高。

**2. 市场化程度对政府干预与多元化经营关系的影响。**20世纪70年代末我国推行的分权改革,使得地区之间的发展互不平衡,由于政策、地理、交通、历史等因素的影响,中国各地区的市场化进程差异明显。由于各地区市场化进程不同,政府干预经济的程度也会有所差异。根据樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006)的研究,市场化进程可以分为五个方面,包括政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市

场的发育程度以及市场中介发育和法律制度环境。由于这五个方面因素的影响,逐渐形成了东部优于中部、中部优于西部的不平衡格局。那么,市场化进程的差异如何影响政府干预企业行为的动机呢?

首先,在政府干预市场越少的地区,政府由“干预型”向“服务型”的功能转型可能越快,因而越倾向于和企业保持适当的距离,对企业的干预较少,并且政府官员从企业中获得不当私利的机会也会越少。其次,在非国有经济发展程度越高的地区,非国有经济提供的就业机会也越多,从而地方政府通过控制国有企业实现就业目标的动机也越弱。再次,在非国有经济发展程度越高、产品和要素市场越发达的地区,国有企业面临的竞争越强,因而经营和维持国有企业所需的专门知识也越多,成本也越高,而这将减轻地方政府控制国有企业的动机。此外,在中介机构发育和法律执行越好的地区,政府官员从企业中获得不当私利行为受到的约束可能越强,地方政府对企业减少控制后也可以更有效地利用中介和法律系统对国有企业经理人实施监督。

以上分析意味着,在市场化进程越高的地区,政府干预企业行为的动机更弱。而在市场化程度低的地区,其法治化水平、要素市场发育水平、经济发展水平通常较低,政府干预经济的程度通常较高,因此我们推测在市场化进程低的地区,政府对企业的干预越多,为了实现政治目标和履行社会职能,政府控股比例越高的上市公司多元化经营程度也越高。

由此,我们提出假设 2:市场化程度越低,政府干预下的上市公司多元化经营的程度越高。

**3. 政府控制层级对政府干预与多元化经营关系的影响。**现有的研究表明,不同层级的政府在发展经济中发挥不同的作用,因此研究政府的干预行为,必须引入政府干预层级的概念,将中央政府与地方政府加以区分。那么政府控制层级的不同是如何影响政府干预与公司多元化经营的关系的呢?

首先,中央政府与地方政府存在着一种委托代理关系。地方政府处于代理人的地位,中央政府处于委托人的地位。中央政府的目标集中在社会效益最大化、经济平稳等方面,地方政府作为辖区利益集团的代言人,存在着谋求地区利益最大化的动机,与中央政府目标产生差异,从而更多干预企业行为以谋求经济增长。

其次,对于不同行政级别的政府来说,向其控制的上市公司转嫁政策性负担的程度并不一样。中国近年来的财政分权改革虽然使得地方政府拥有了一定的资源配置权并具有独立的经济利益,但主要目的是强调更多地发挥中央政府的宏观调控作用和保证中央政府取得足够的财政资源,同时中央政府采取了将赤字下放的手段控制财政赤字,由此导致了财权上移与支出下移的情况,地方尤其是省以下财政的负担很重(张文春、王薇、李洋,2008)。而中央政府的这种“财权上移、事权下移”的做法被地方各级政府广泛效仿,这使得中央财政集中度大大提高的同时,省级、市级财政的集中程度也不断加大,而县乡财政却困难重重(贾康、白景明,2002)。地方政府面临着沉重的财政压力和其他地区的经济竞争,这使得地方政

府与其所控制的企业的利益更紧密地联系起来。所以,相对于中央政府,地方政府更有动机来干预企业的经营,以维护地方经济的发展,解决当地财政收支,提高官员的政绩。

由此提出假设 3:地方政府控制的上市公司比中央政府控制的上市公司实行更高层次的多元化经营。

## 二、研究设计

**1. 样本选取与数据来源。**本文选取中国沪深股市 2004~2008 年的所有非金融类上市公司为初始研究样本。在此基础上,进行了如下筛选:①剔除非政府控制的上市公司。本文考察政府控制的上市公司多元化经营行为,非政府控制的上市公司与本文研究目标不符。②为了保证财务数据的准确性,剔除相关财务数据不全、三年不连续或为异常值以及被 ST、PT 的公司。③为了保证公司财务数据的一致性和可比性,选取只发行 A 股的上市公司。

经过以上处理后,我们最终得到 2004 年 686 家、2005 年 686 家、2006 年 658 家、2007 年 641 家、2008 年 597 家,共 3 268 家国有上市公司作为研究样本。

文中所用到的财务数据、公司治理数据主要来自 CCER 及 CSMAR 数据库。多元化经营数据由作者根据 CCER 数据库提供的主营业务收入和行业分布构成系统整理得到。

### 2. 变量的选取。

(1)被解释变量。本文选择多元化经营程度作为被解释变量,借鉴已有的研究,我们选择赫芬德尔指数、熵指数来衡量多元化经营程度。

具体而言,分三个步骤:①从 CCER 的“主营业务收入和行业分布”数据库中选取 2004~2008 年的相关数据。②以行业业务收入占公司总业务收入的比例大于 10%作为公司涉足一个行业的标准;然后以证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》为依据,以前两位数字为划分界线,对公司涉足的行业进行整理,得到行业收入占公司总收入的比重。③得到赫芬德尔指数(HI)与熵指数(Ei)。考虑到赫芬德尔指数是反指标,本文对其进行了正向处理,即用 1 减赫芬德尔指数,记为 Hi。

(2)解释变量。本文是对政府干预与多元化经营的关系进行研究,我们选择的解释变量包括:①政府干预。与鲁海帆(2009)、马忠等(2010)的研究类似,本文以政府持股比例作为政府干预的替代变量,本文以政府终极控制人对上市公司的控制权比例作为政府干预的强度,控制权比例越高,意味着政府对上市公司的干预能力越强。②政府控制层级。为了检验政府层级不同对政府干预与多元化经营关系的影响,我们根据国有上市公司终极控制人类型,将上市公司分为中央级和地方级。③市场化进程指标。与众多学者的研究类似,本文用樊纲、王小鲁等(2007)编制的中国市场化指数来衡量各地区市场化进程的差异。

(3)控制变量。为了使检验更准确,根据已有研究结果,我们还对其他可能影响公司多元化经营的因素进行了控制,此外,还控制了行业 and 年度的影响。

本文的研究变量说明如表 1 所示。

**表1 变量定义与说明**

变量类型	变量名称	变量说明
被解释变量	赫芬德尔指数(Hi)	多元化经营程度
解释变量	政府持股比例(Gov)	数值越大表示政府干预程度越高
	政府控制层级(Sjr)	公司为中央政府控股时,取值为1;公司为地方政府控股时,取值为0
	市场化指数(Market)	该指数得分越高表明市场化程度越高
控制变量	净资产收益率(Roe)	净资产收益率=净利润/净资产
	公司规模(Size)	公司总资产的自然对数
	资产负债率(Lev)	资产负债率=总负债/总资产
	资产转移程度(Tran)	资产转移程度=固定资产均值/总资产
	行业虚拟变量(Industry)	行业哑变量,用来控制行业因素的影响
	观测年度(Year)	若样本属于2005年,Year=1,否则,Year=0,其余年份类推

**3. 回归模型的设定。**

首先,为了分析政府干预对多元化经营的影响,我们构建了如下模型:

$$Hi = a_0 + a_1 Gov_{it} + a_2 Sjr_{it} + a_3 Roe_{it} + a_4 Size_{it} + a_5 Lev_{it} + a_6 Tran_{it} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon \quad (1)$$

其次,为了检验地区市场化程度对政府干预与多元化经营关系的影响,我们构建了如下模型:

$$Hi = a_0 + a_1 Gov * Market_{it} + a_2 Sjr_{it} + a_3 Roe_{it} + a_4 Size_{it} + a_5 Lev_{it} + a_6 Tran_{it} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon \quad (2)$$

**三、实证分析**

**1. 描述性统计分析。**如表2所示,两组公司多元化经营程度均值比较的T值为-2.3002,中位数比较的Z值为-2.380,均在5%的水平上显著,即政府持股比例低的样本组,其多元化经营程度显著低于政府持股比例高的样本组,从而初步说明政府干预确实会对国有上市公司的多元化经营程度产生影响。为进一步考察中央政府干预以及地方政府干预分别对公司多元化经营的影响,我们对样本公司进行分组,从表2可以看出,中央政府控制组的公司多元化经营程度显著低于地方政府控制组的公司多元化经营程度。

**表2 国有上市公司多元化经营的描述性统计**

政府持股比例与多元化经营程度的关系					
变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
持股比例低	1133	0.2249	-2.3002**	0.1293	-2.380**
持股比例高	2135	0.2413	(0.0107)	0.1927	(0.0173)
政府控制层级与多元化经营程度的关系					
变量	观测值	均值	T值	中位数	Z值
中央政府控股	855	0.1736	-7.9375***	0.0472	-8.699***
地方政府控股	2413	0.2416	(0.000)	0.1708	(0.000)

注:①平均值的检验方法是T检验,中位数的检验方法是Wilcoxon秩和检验,括号中的数字为p值;②\*\*\*、\*\*、\*分别表示在0.01,0.05和0.1水平上显著(下同)。

**2. 回归分析。**根据前文的研究设计,本文运用STATA10.0软件对构建的模型分别进行回归,回归结果如表3所示。

**表3 各模型的回归结果**

变 量	模型1	模型2	模型3	模型4
Gov	0.0135875*** (1.83)			
Gov*Market		-0.0029199*** (-3.33)		
Gov*Ganyu			-0.0029382*** (-3.72)	
Gov*Law				-0.0030581*** (-4.49)
Sjr	-0.2843945*** (-7.07)	-0.2921276*** (-7.30)	-0.2977686*** (-7.43)	-0.3014542*** (-7.53)
Roe	0.0047995 (0.94)	0.004872 (0.96)	0.0047827 (0.94)	0.0051212 (1.01)
Size	0.0293541* (1.69)	0.0409629*** (2.36)	0.043653** (2.50)	0.0470801** (2.70)
Lev	0.0271845 (0.44)	0.0288272 (0.46)	0.0288474 (0.46)	0.0347658 (0.56)
Tran	-0.568861*** (-4.93)	-0.5232008*** (-4.55)	-0.5016764*** (-4.35)	-0.5085191*** (-4.43)
Industry	控制			
Year	控制			
F值	15.07	15.51	15.62	15.86
Adj.R <sup>2</sup>	0.1115	0.1141	0.1148	0.1165

由以上回归结果可以看出:

(1)模型1中政府持股比例Gov的系数显著为正,表示政府干预能力越强,公司多元化经营程度越高,符合假设1。这表明,政府控股的上市公司,政府持股比例越多,政府干预企业行为的程度也就越大,使得企业承担政府政策性目标的同时逐步偏离经济利益最大化的目标,经营了更多无关企业经济利益的业务。

(2)由于各地区市场化进程不同,政府干预经济的程度也会有所差异。为了考察地区市场化程度不同对政府干预多元化经营程度的影响,我们在模型1的基础上引入市场化指数这一总指标。结果表明,政府持股比例与市场化指数的交叉项回归系数为-0.00291,并且通过了1%水平的显著性检验,由此说明,市场化程度越低的地区,政府干预能力强的上市公司其经营决策受到政府的干预程度较高,进而公司的多元化程度也较高,该结论符合本文的假设2。

模型3、模型4分别在模型2的基础上引入构成市场化指数的各项子指标,即政府干预指数,法治化水平,其中政府干预指数为负指标,指数越小,政府干预程度越强。结果表明,政府持股比例与政府干预程度的交叉项、政府持股比例与法治化水平的交叉项的回归系数显著为负,与预期一致,进一步验证了假设2。

(3)从模型中可以看出,政府控制层级Sjr的回归系数为负,这表明,由于中央政府与地方政府目标函数的不同,地方政府出于满足财政收入、促进当地经济发展、实现充分就业等社会责任,往往会采取地方保护主义行为,更倾向于鼓励企业

表4 两种回归分析结果的比较

自变量	模型1	模型2	自变量	模型1	模型2
Gov'	0.000 869 4 (1.18)		Gov	0.013 587 5** (1.83)	
Gov'*Market		-0.000 151 4* (-1.70)	Gov'*Market		-0.002 919 9*** (-3.33)
Sjr	-0.295 051 3*** (-6.54)	-0.282 236 3*** (-7.00)	Sjr	-0.284 394 5*** (-7.07)	-0.292 127 6*** (-7.30)
Roe	0.005 838 4 (0.56)	0.004 685 6 (0.92)	Roe	0.004 799 5 (0.94)	0.004 872 (0.96)
Size	0.019 747 7 (1.03)	0.027 263 9 (1.59)	SIZE	0.029 354 1* (1.69)	0.040 962 9** (2.36)
Lev	0.037 844 2 (0.54)	0.020 338 9 (0.33)	Lev	0.027 184 5 (0.44)	0.028 827 2 (0.46)
Tran	-0.785 536 2*** (-5.80)	-0.564 445 *** (-4.92)	Tran	-0.568 861 *** (-4.93)	-0.523 200 8*** (-4.55)
Industry	控制		Industry	控制	
Year	控制		Year	控制	
F值	13.54	15.19	F值	15.07	15.51
Adj.R <sup>2</sup>	0.122 6	0.111 8	Adj.R <sup>2</sup>	0.111 5	0.114 1
样本数量	2 515	2 515	样本数量	3 268	3 268

注:表中政府效率指数用Gov'表示。

的多元化扩张行为,提高企业的多元化水平。因此地方政府控制的上市公司比中央政府控制的上市公司多元化经营程度更高,从而支持假设3。

(4)由表3知,模型中其他变量的回归结果,与预期一致。公司净资产收益率(Roe)与多元化经营正相关,净资产收益率越高的公司更易实行多元化经营;公司规模(Size)与多元化经营正相关,规模越大的公司更易实行多元化经营;公司资产负债率(Lev)与多元化经营正相关,公司资产负债率越高,越有可能进行更多的投资;公司资产的可转移程度(Tran)与多元化经营负相关,当公司资产的可转移程度越低时,公司越不易进行多元化经营。

3. 稳健性检验。为了验证前面的结论,我们用来自世界银行的中国120个城市的政府效率指数替代上述回归模型中的主要自变量Gov',对上述模型1、模型2分别进行回归分析,其中政府效率指数位于3~118之间,指数越大,政府效率越低。由于表3中的3268家上市公司中有的公司并不在世界银行报告的120个城市之内。因此,我们对3268家公司进行了一些剔除,最终形成了2515个最终控制人为国有企业的上市公司的样本数据。两种回归结果的比较见表4。

由表4可知,模型1中政府效率指数Gov'回归系数为正,说明在政府效率低的地区,地方政府更容易出于各种目的增加对企业行为的干预,从而这些地区的企业出现过度投资

及多元化扩张行为。模型2中政府效率指数与市场化指数的交叉项回归系数为负,由此说明,市场化程度越低的地区,政府效率越低,政府控制下的公司其经营决策受到政府的干预程度较高,进而公司的多元化程度也较高。通过以上比较分析可以看出用政府效率指数与政府持股比例的回归结果基本一致,进一步验证了前面的结论。

#### 四、结论

本文在既有研究的基础上,基于我国的现实背景,以2004~2008年我国政府控制的上市公司为研究对象,分析了我国各地区市场化程度、政府干预程度对辖区内国有企业多元化经营行为的影响。得到以下结论:

1. 政府干预显著影响企业多元化经营战略。实证研究结果表明,政府持股比例越高,政府控股的公司多元化程度越高。政府持股比例越高,对企业行为的干预程度越大,企业就越有可能为政府实现社会目标服务,从而经营了更多偏离企业经济效益的业务。

2. 政府干预与多元化经营的关系具有地域性特征。政府干预对公司多元化水平的影响效应随地区市场化程度的变化也有所不同。实证结果表明,市场化程度越低的地区,政府控股的上市公司多元化程度越高。由于市场化程度低的地区,政府通过控制其控股公司的经营活动来履行社会职能的动机更强烈,所以政府将其政治目标内在化于企业经营决策之中,使得企业多元化水平提高。

3. 政府干预与多元化经营的关系存在政府层级的差别。研究表明,地方政府控制的上市公司较中央政府控制的上市公司更加偏好于实施多元化战略。因而,政府干预与多元化经营的关系因企业最终控制人层级的不同而存在差别。

【注】本文系石河子大学研究生创新项目(项目编号:YJCX2010-Z08)的阶段性研究成果。

#### 主要参考文献

1. 顾乃康.转轨经济中国有企业的多样化经营行为.中山大学学报(社会科学版),1998;3
2. 李善民,朱滔.转轨经济环境下企业多元化分析框架.学术研究,2005;5
3. 陈信元,黄俊.政府干预、多元化经营与公司业绩.管理世界,2007;1
4. 鲁海帆.政府干预与上市公司多元化折价实证研究.山西财经大学学报,2009;6
5. 马忠,刘宇.企业多元化经营受政府干预、企业资源的影响.中国软科学,2010;1