

政府干预、多元化经营与公司业绩

黄俊

(上海财经大学会计学院博士研究生, 上海, 200439)

摘要: 本文利用中国上市公司数据, 考察了政府干预对公司多元化经营的影响及其经济后果。研究发现, 政府干预下的上市公司更易进行多元化经营, 而且由于这种多元化行为的非经济性, 政府干预所造成的上市公司的过度多元化经营损害了公司的业绩。本文的研究增进了对转轨经济时期我国政企关系的认识, 对理解新兴市场公司的多元化行为也提供了新的视角。

关键词: 政府干预; 多元化经营; 公司业绩

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

政府与企业的关系历来是经济学所关注的重点, 尤其对于推行公司化改革, 旨在建立现代企业制度的国有企业, 如何理顺政企关系, 转变政府职能成为改革成败的关键。自 80 年代初以来, 从“放权让利”、“利润包干”、“承包经营责任制”到“转换企业经营机制”, 国有企业历经了多次改革, 企业的经营自主权不断扩大, 生产的积极性也有了很大提高。但上述改革举措更多地停留在经济性层面, 而未触动行政性层面的安排, 即政府作为社会行政管理者对企业的行政性干预, 因而未能实现真正意义上的政企分离 (韩朝华, 2003)。由此以来, 一方面企业有了追求利润的积极性, 激发了企业的竞争活力; 但另一方面, 政府对企业

的行政干预仍然普遍存在，扭曲了企业商业化运作的行为。

当前，关于政府对企业影响的经验研究还主要集中于讨论政府控股与公司业绩间的关系。何浚（1998）论述了政府部门代表国家行使股东权利存在多种弊病，表现为行政上的“超强控制”和产权上的“超弱控制”。已有的实证研究也一致地发现，政府部门持股降低了上市公司的业绩（Wang Jiwei, 2002; Wang Kun, 2002; 徐晓东和陈小悦, 2003; 刘芍佳、孙霏和刘乃全, 2003）。但迄今还没具体的研究考察政府干预如何影响公司的经营行为，以及这种行为的经济后果。为此，本文通过选取公司多元化经营这一行为特征，考察了政府干预对公司经营活动的影响及其绩效。本文关于政府干预与公司多元化经营的研究，增进了我们对政府行为的认识，对深入理解转轨经济时期我国政府与企业间关系提供了新的视角。

多元化经营是公司极其重要的战略选择，一直是学术界讨论的热点。关于公司多元化经营的研究也极具争议。20世纪90年代，西方大量的实证研究认为多元化经营损害了公司的绩效（Lang and Stulz, 1994; Berger and Ofek, 1995; Servaes, 1996），并从经理人代理行为和无效的内部市场角度来解释多元化折价的存在（Denis et al., 1997; Scharfstein and Stein, 2000）。然而到了90年代后期，有研究开始质疑多元化折价现象，认为多元化经营并没有降低公司的价值（Hyland, 1999; Lamont et al., 2001），甚至存在多元化溢价（Campa and Kedia, 2002）。特别的，最近关于新兴市场公司多元化经营的研究指出，由于在产品、资本和劳动力市场等方面与西方成熟市场存在差异，新兴市场公司的多元化经营具有其特殊性（Khanna and Palepu, 1997; Fauver et al., 2003）。因此，本文关于政府干预与公司多元化经营的研究，充实了新兴市场公司多元化经营的研究文献，可以增进我们对新兴市场公司多元化行为的认识。

我国上市公司中，还有相当数量公司的股权直接为政府所持有，且处于绝对控股地位。这种独特的股权模式为我们考察政府的行为提供了绝好的机会。Zhang（2004）的研究表明，为了削弱政府对公司的控制，上市公司与最终控股股东政府间构筑了更多的代理层级。作为上市公司的控股股东，政府集“行政管理者”和“出资者”双重人格为一身。与一般的出资人不同，“行政管理者”的身份使政府的行为偏离所有者的范畴，而且“既当运动员，又当裁判”也会造成政府行使出资人权利的差异。因此，通过这类公司，我们可以捕捉到政府干预的影子，以考察政府干预对公司经营行为的影响，并进一步分析这种干预的经济后果。

本文利用中国上市公司数据，研究了政府干预与公司的多元化经营。文章后面的结构安排如下：第二部分是理论分析与研究假说，从理论上阐述了政府干预与公司多元化经营的关系，在此基础上提出研究假说；第三部分是样本选取与变量定义，介绍了样本选择标准和多元化经营变量的定义；第四部分是实证检验，分析了政府干预对公司多元化经营的影响，及其绩效，并进行了稳健性检验；第五部分是进一步的分析，我们考察了政府干预下上市公司的多元化经营对公司投融资约束的影响及所带来的冗员问题；最后总结全文。

2 理论分析与研究假说

关于公司多元化经营的论述最早可以追溯到科斯的企业边界理论。1937年科斯在《企业的性质》一文中指出，企业之所以出现，是因为能大量减少市场交易所需签订的契约，节约了交易成本。当公司规模不断扩大时，不同种类和不同地区的业务逐渐增加，提高了企业家组织和管理生产的难度，从而限制了公司规模为进一步扩张，形成企业边界。威廉姆森（1979）则从“资产专用性”及其相关的机会主义角度论述了纵向一体化。他认为，如果交易中包含一种关系性的专用性投资（relationship-specific investment），则事先的竞争将被事后的买方独家垄断所取代，从而导致将专用性资产的准租金攫为己有的“机会主义”行为。这种机会主义行为在一定意义上使合约双方的专用性投资达不到最优，并且使合约的谈判和执行变得更加困难，造成市场交易的高成本。由此，纵向一体化（vertical integration）产生，因为在纵向一体化组织内，机会主义受到权威的监督。

理论上，关于公司为什么要进行多元化经营，亦存在不同的解释。根据 Montgomery（1994）的总结，解释企业为什么要实行多元化经营的理论可以概括为三类：代理问题观、资源配置观和市场力量观。代理问题观认为，现代企业由于所有权和控制权的分离，经理和股东之间存在严重的代理问题（Jensen and Meckling, 1976），企业实施多元化战略是企业经理追求个人私利的结果，即企业实施多元化经营实质上是股东与经理之间的代理成本的一种表现形式。根据该理论，公司经理至少会基于以下原因，对企业实施多元化经营：首先，由于经理的报酬与企业的规模正相关（Jensen and Murphy, 1990），经理的权力也随着企业规模的扩大而增加（Jensen, 1986），因此经理有动机通过实行多元化经营而扩大企业的规模，从而提高自己的收益；其次，经理可以

通过实施多元化战略，提高其在企业经营中的重要性，从而使得自己不容易被股东解雇¹；最后，经理可以通过实施多元化战略降低其个人的资产风险²。资源配置观主要从企业资源配置的角度来解释企业的多元化经营战略。根据该理论，当企业所拥有的资源和生产能力可以方便地在不同行业间转移且企业的生产能力过剩时，该企业就会实行多元化经营。市场力量观认为企业实施多元化的动机是为了增强自己的市场竞争力。Villalonga（2000d）从三个角度阐述了这种动机：实施多元化经营的企业可以用一个行业的利润来支持另一行业的掠夺性定价；并且实施多元化经营的企业便于在产品市场与其竞争者之间结成联盟³；特别是，企业通过多元化经营可以与其他大企业进行互惠交易，从而挤垮弱小的竞争者。

运用企业边界理论，我们来分析政府干预对公司多元化经营的影响。对于一般的出资者股东而言，当公司经营的业务超出其管理能力的限度时，公司将停止拓展新业务，不再扩大公司规模。然而，当政府直接作为上市公司的控股股东时，由于政府的介入，公司的经营行为会发生变化。首先，政府作为出资者除了经济目标外，还有政治目标。当经济目标与政治目标相冲突时，可能会为了政治目标而牺牲经济效益。尽管企业经营的业务数已超出能有效管理的范围，但为了“形象工程”，公司还会不断进入新的领域，进行多元化经营。其次，政府“行政管理者”和“出资者”的双重人格，使得政府直接控股的上市公司会积极参与当地的能源、交通、公共设施的建设而实现多元化经营。最后，政府作为企业的大股东，其价值取向也不仅仅是经济利益，可能更关注减少失业、缩小贫富差距等社会福利，因而当迫于压力无法减员时，通过实施多元化经营安排冗员可能是一种无奈的选择。综合上面的论述，我们提出假说 1：

假说 1：政府干预的上市公司更易进行多元化经营。

¹ Shleifer 和 Vishny（1990a）指出，由于多元化经营要求经理具有多方面的知识和技能，因此企业在实施多元化战略时，通常对经理都要进行培训和再教育，这就使得现任的经理对公司来说变得更加不可或缺。

² 由于经理的个人资产都投资在企业，无法像其他投资者那样通过构造证券投资组合分散风险。因此，对经理来说，通过企业的多元化经营等于变相地实现了组合投资，从而降低了经理个人资产的风险（Amihud and Lev, 1981）。

³ 由于企业涉足不同行业，多元的产品市场增加了与竞争对手结成联盟的机会。

那么这种政府干预下上市公司的多元化经营对公司业绩又会产生怎样的影响呢？我们知道，上述政府干预的公司多元化经营并不是一个理性的经济人行为，更多地考虑到政府的社会职能和政治目标，因而背离了企业的经济效益原则，不是一个市场行为。而且，不经过论证和可行性分析，只有由于与当地政府“同为一家人”的亲密关系就涉足各行业的经营，也远离了经济的范畴，带有过多的行政色彩，为今后的经营失败埋下很大的隐患。更重要的是，由于组织管理能力的有限和资源整合的困难，仅仅为了政治上的晋升，而“好大喜功”地建立一个庞大的“帝国”，增加了企业的经营风险，会给企业带来很大的危害。因此，我们认为这种政府干预下公司的多元化经营是不理性和非经济的，损害了上市公司的利益。由此，我们得到假说 2：

假说 2：政府干预下的多元化经营损害了上市公司的绩效。

下面结合我国上市公司数据，对上述假说进行检验。

3 样本选取与变量定义

3.1 样本选择

本文选取 2002 年前上市的 A 股上市公司为研究样本。由于金融类公司的特殊性予以剔除，另由于数据缺失，最后得到 798 家样本上市公司。上市公司的财务数据来自中国股票市场研究数据库（CSMAR2002）和上市公司多维统计分析系统（SA2000），上市公司基本资料来自南方证券分析交易系统（V4.12），公司治理数据来自深圳市国泰安信息技术有限公司开发的中国上市公司治理结构研究数据库。

3.2 多元化经营变量

已有关于公司多元化经营的研究通常采用上市公司分行业信息来衡量公司多元化经营的程度（朱江，1999；金晓斌等，2002）。但我国上市公司披露的分行业信息很不规范，有的只是将公司的产品进行了罗列，有的则粗略地将公司的经营划归为工业、商业和服务业。因此，分行业信息无法很好地衡量上市公司的多元化经营。正如，朱江（1999）在其文中也说道“（分行业信息）在

公司年报中仍然很少进行完全披露，即使对有关信息进行了披露，所提供的信息还是不足于衡量公司多元化经营的程度”。这也是朱江（1999）和金晓斌等（2002）的研究样本普遍较小的一个原因。

为此，本文构造了一个新的公司多元化经营衡量指标。上市公司的年报中详细披露了其控股子公司的业务性质、主要产品或服务、注册资本、实际投资额、权益比例及是否纳入合并报表⁴等信息。因此，通过控股子公司的业务特征，我们可以很好地衡量上市公司的多元化经营。具体方法如下：

- 1、给每一个上市公司确定一个主业，如美利纸业（000815）主业为 C3，造纸、印刷；铁龙股份（600125）主业为 F01，铁路运输业。
- 2、根据报表中提供的纳入合并报表的控股子公司⁵的业务性质、主要产品或服务信息划分其所属行业⁶。
- 3、汇总上市公司主业和控股子公司的行业信息，求得上市公司经营的行业数 D。

表 1 是我国上市公司多元化经营的描述性统计。我们发现，我国上市公司平均经营了 3.5 个行业，最多的上市公司甚至涉足了 14 个行业。同时，我们还发现大部分的上市公司都进行多元化经营，上市公司经营行业数的四分之一分位数（Q1）为 2，表明超过 75% 的上市公司实行多元化经营，而且由四分之三分位数（Q3）我们知道有 25% 的上市公司经营了 5 个及以上行业。

表 1 上市公司经营行业数的描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	极小值	Q1	Q3	极大值
D	798	3.50	3.00	2.331	1.00	2.00	5.00	14.00

⁴根据财政部颁布的《合并会计报表暂行规定》和财会字（1996）第 2 号文件《关于合并会计报表合并范围请示的复函》的规定，资产总额、销售收入和净利润三项指标中有一项高于合并报表相应指标 10% 的控股子公司纳入合并会计报表。

⁵只考虑纳入合并会计报表的控股子公司是考虑到重要性原则。

⁶本研究以 2001 年中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》作为行业划分依据，具体到 2 级代码。

4 实证检验

4.1 政府干预与公司多元化经营

为了考察政府干预对公司多元化经营的影响，我们构造了如下模型，

$$D_i = GOV_i + SIZE_i + LEV_i + TRAN_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中， D 是公司多元化经营变量，衡量公司多元化经营的程度； GOV 代表政府的干预，当政府直接控股上市公司时，取值为 1，否则为 0。根据前面的分析，政府干预的上市公司更易进行多元化经营，因此我们预期 GOV 的符号为正。 $SIZE$ 为公司总资产的自然对数值。相对来说，规模越大的公司，越易多元化其业务，因此 $SIZE$ 预期与 D 正相关。 LEV 为公司的负债率，理论上，负债率越高，公司由于资金上的限制而无法实施多元化战略，因此 LEV 的预期符号为负。 $TRAN$ 为公司资产可转移程度变量，当公司资产的可转移程度越高时，公司更易进行多元化。我们用公司年初固定资产原值与总资产的比率来衡量公司资产的可转移程度，比值越高，说明公司资产的可转移程度越低，我们预测 $TRAN$ 与公司多元化经营变量 D 负相关。

根据上述模型，我们得到表 2 的回归结果。我们看到，政府干预变量 GOV 的系数显著为正，表明政府干预的上市公司经营了更多的业务，从而验证了假说 1，政府干预下的上市公司更易进行多元化经营。其他变量的回归结果，与预期一致。公司规模与多元化经营正相关，规模越大的公司越易进行多元化经营； $TRAN$ 与多元化经营负相关，表明公司资产的可转移程度越低，越不易多元化。

表 2：政府干预对公司多元化经营的影响

变量	预期符号	模型
GOV	+	0.0519* (0.09)
SIZE	+	0.6546*** (0.00)
LEV	-	0.1203 (0.39)
TRAN	-	-2.6634*** (0.00)
观测值		798
F 值		32.04
Adj-R ²		0.1348

说明：*表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

4.2 过度多元化经营的绩效

通过上面的分析，我们发现政府的干预使上市公司更易进行多元化经营，那上市公司的这种多元化行为对公司业绩又会有何影响呢？为此，我们考察了政府干预下公司的多元化经营与公司业绩间的关系，方法如下：

首先，利用模型（1）回归求得的政府干预变量 GOV 系数，估计出政府干预对公司多元化经营的影响度，将其定义为公司的过度多元化经营变量；

其次，将过度多元化经营变量与公司业绩进行回归，以考察这种过度的多元化经营对公司绩效的影响。

具体的，利用式子 $EXT=0.0519*GOV$ ，求得由于政府的干预，而使企业增加的经营业务数 EXT ；将 EXT 置于下述公司业绩回归模型中，以考察由于政府干预而增加的业务对公司绩效的影响。

$$PER_i = EXT_i + SIZE_i + LEV_i + LSH_i + AGE_i + IND_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中：

PER 是公司业绩指标。为了剔除上市公司盈余管理的影响，我们以经营业务资产收益率（ $CROA$ ）作为公司业绩指标，等于公司营业利润与总资产的比值。 EXT 是公司过度多元化经营变量。

控制变量有：

公司规模（ $SIZE$ ）。理论上，随着公司规模的扩大，由于规模效应，将提高公司的业绩。因此，我们加入公司总资产的自然对数值作为公司规模控制变量。

负债比率（ LEV ）。负债对公司来说是一把双刃剑。随着负债率的提高，一方面给企业带来更多的税盾优惠，另一方面也增加了企业的破产风险。为此，模型中加入公司负债比率控制变量。

第一大股东比例（ LSH ）。已有的研究表明，第一大股东的持股比例会影响公司的业绩，因此模型中控制了第一大股东的持股比例。

上市年限（ AGE ）。我国上市公司在 IPO 时普遍存在盈余管理行为（Aharony et al., 2000），上市后随着应计项目的反转将降低公司的业绩。股市上流传着“一年绩优，两年绩平，三年亏损，四年重组”的俗语就是一个很好的印证。因此，在回归中我们加入上市年限控制变量。

行业虚拟变量（IND）用来控制行业因素。

表 3 是上述模型的回归结果。我们看到，EXT 的系数为-0.0915，在 5%水平上显著，说明政府干预的上市公司的过度多元化经营降低了公司的绩效，假说 2 得到验证。回归结果进而表明，政府对上市公司多元化经营行为的干预是无效率的，更多的是一种政治行为，违背了经济效益原则，损害了上市公司的利益。其他变量的回归结果与预期一致。公司规模与公司业绩正相关，随着公司规模的扩大提高了公司的业绩。公司负债与公司业绩负相关，表明负债增加带来了更大的破产风险，降低了公司的绩效。行业虚拟变量一般均不显著（为了节省空间，表中没有给出）。

表 3：过度多元化经营与公司业绩间关系的回归结果

变量	预期符号	CROA
Intercept	?	-0.4819*** (0.00)
EXT	-	-0.0915** (0.03)
SIZE	+	0.0305*** (0.00)
LEV	?	-0.3539***

		(0.00)
LSH	?	0.0088
		(0.79)
AGE	-	0.0014
		(0.51)
IND		控制
<hr/>		
观测值	798	798
F 值	23.50	94.19
Adj-R ²	0.2975	0.6369
<hr/>		

说明：*表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

4.3 稳健性检验

为了论证我们的结论，我们又采用了其他业绩指标来考察公司过度多元化经营对公司业绩的影响。表 4 是用 EPS（每股收益）和 ROE（净资产收益率）作为公司业绩变量予以回归的结果。结果表明，不论是采用 EPS，还是 ROE 作为公司业绩衡量指标，政府干预下公司的过度多元化经营与公司业绩间都成显著的负相关关系，进而表明政府干预下的多元化经营确实降低了公司的绩效。其他变量的回归结果与前面一致。

表 4：以 EPS 和 ROE 作为公司业绩指标的回归结果

业绩指标	EPS	ROE
Intercept	-2.2182*** (0.00)	-1.7942* (0.07)
EXT	-0.2478*** (0.00)	-0.5144* (0.06)
SIZE	0.1214*** (0.00)	0.1193*** (0.00)
LEV	-0.2606*** (0.00)	-1.5148*** (0.00)
LSH	0.0350 (0.62)	-0.0868 (0.68)
AGE	-0.0188*** (0.00)	-0.0056 (0.69)
IND	控制	控制

观测值	798	789
F 值	23.50	4.86
Adj-R ²	0.2975	0.0685

说明：1. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

2. 以 ROE 作为公司业绩衡量指标时，剔除了所有者权益为负值的样本。

5 进一步的分析

5.1 投融资约束

当政府为政治上的目标而塑造“形象工程”，或由于行政管理者的双重人格而参与当地经济各方面的建设时，政府干预下公司的经营行为将背离通常的经营规律，带有盲目性，即使企业的资本金不充裕时，仍会涉足新的领域，进行多元化经营。这时，我们会看到政府干预下上市公司的多元化经营将增加公司的投融资约束。

我们采用如下模型来考察政府干预下的多元化经营对公司投融资约束的影响，

$$\left(\frac{I}{K}\right)_i = PE_i + \left(\frac{S}{K}\right)_i + GD_i + \left(\frac{CF}{K}\right)_i + GD_i \times \left(\frac{CF}{K}\right)_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中，I 表示公司的投资支出，等于本期固定资产的净增加额与累积折旧之和；PE 是公司的市盈率；S 为主营业务收入；CF 是公司的融资约束变量，等于税后利润与本期折旧之和。GD 是哑变量，如果上市公司的第一大股东是政府且公司进行多元化经营取值为 1，否则为 0。交叉项用来考察政府干预的多元化经营对公司投融资约束的影响。如果其系数显著为正，则说明政府干

干预下的公司经营行为带有更多的政治目的，不考虑企业的实际而盲目地进行多元化经营增加了企业的负担，造成了企业投融资约束的增强。为了标准化模型，我们除了公司年初固定资产的净值 K 。

表 5 是上述模型的回归结果，我们发现融资约束变量 (CF/K) 与公司的投资额正相关，且在 1% 水平上显著，说明公司确实存在投融资约束，内部资金是影响公司投资水平的重要因素。 GD 与 (CF/K) 相乘项的系数显著为正，表明政府干预下上市公司的多元化经营增加了公司的投融资约束。主营业务收入 (S/K) 项的回归结果与预期不太一致，显著为负，说明主营业务收入多的公司更倾向于持有手中的现金，而较少的进行投资。

表 5：政府干预下的公司多元化经营对投融资约束的影响

变量	预期符号	模型
PE	+	-0.0009 (0.32)
S/K	+	-0.0043*** (0.00)
GD	?	-0.3609 (0.15)
CF/K	+	0.0897***

	+	(0.00)
GD × (CF/K)		1.3803*
		(0.06)
观测值		569
F 值		7.58
Adj-R ²		0.0547

说明： 1. 回归中剔除了 PE>200 的极端值及负数。

2. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

5.2 冗员

政府的价值取向不完全是利润的最大化，可能还有政治上的考虑，诸如提高就业率，减小贫富差距等。因此，迫于裁员给社会安定所带来的压力，政府会通过公司的多元化经营来安排富余人员。如果是这样的话，我们应该看到政府干预下的多元化经营企业雇佣了更多的员工。为此，我们考察了政府干预所带来的冗员问题。

我们将样本上市公司分为两组，一组为政府直接控股的多元化经营公司 (GD=1)，其他的上市公司为另一组 (GD=0)。为了控制公司规模的影响，我们分别采用每百万净资产员工数量 (E1) 和每万元主营业务收入员工数量 (E2) 来衡量公司雇佣的员工数。我们比较了政府干预的多元化经营企业与其他企业雇员数量上的差异，结果如表 6 所示。

表 6：政府干预下多元化经营公司与其他公司雇员数比较

	公司分类	观测值	均值	中位数	标准差	t 统计量 (Prob> T)	Wilcoxon Z 统计量 (Prob> Z)
E1	GD =1	39	8.36	2.54	16.24	1.84*	1.925*
	GD =0	653	3.54	2.20	7.79	(0.073)	(0.054)
E2	GD=1	39	0.088	0.037	0.134	1.90*	2.060**
	GD =0	652	0.047	0.027	0.058	(0.068)	(0.039)

说明： 1. E2 中 INF =0 样本公司数为 652 家，是因为有一公司的主营业务收入为 0。

2. *表示 10%的显著性水平，**表示 5%的显著性水平，***表示 1%的显著性水平，括号内为 p 值。

我们发现，政府干预下多元化经营的公司雇佣了更多的雇员，每百万净资产员工数（E1）的均值为 8.36，中位数为 3.54，而相应对比公司每百万净资产的员工数量却要小得多。两组公司雇员数比较的均值检验和 Wilcoxon 检验在 10%以上水平显著，从而说明政府干预下公司的多元化经营存在冗员问题。以每万元主营业务收入员工数（E2）作为公司雇员的衡量指标，也得到相似的结果。由此，我们可以认为作为社会的行政管理者的政府对企业的干预更多是出于政治上的目的，有背于企业的效率目标，是不经济的，降低了企业的效益。

6 研究结论

已有的关于政企关系的研究主要考察政府持股对公司绩效的影响，而忽略政府干预与公司经营行为间的关系。本文通过选取公司多元化经营这一行为特征，考察了政府干预对公司经营的影响及其经济后果。研究发现，政府干预的上市公司更易进行多元化经营，而且由于这种多元化行为的非经济性，政府干预下的上市公司的多元化经营损害了公司的业绩。本文的研究充实了新兴市场关于公司多元化经营的研究文献，对增进转轨经济下政府与企业间关系的认识也具有重要意义。

20 多年的国企改革使国有企业的经营体制发生了很大变化。政府将国有企业的绝大多数经营管理权（经营决策、劳动用工、产品定价等）从政府转移到企业，并给予企业经营者很大的激励。然而，“放权让利”是一种不彻底的产权改革（韩朝华，2003），无法约束政府作为社会管理者对企业的行政性干预，因而未能实现完全的政企分离。为此，要切实解决国企问题，建立适应全球化竞争的现代企业制度，必须触动政府行政性层面的安排，转变政府职能构成，规范政府权力界限，使政府成为真正意义上的规则的制定者和秩序的维护者。

参考文献:

- [1]Aharony, J., J.Lee, T.J.Wong, 2000, Financial Packing of IPO Firms in China, *Journal of Accounting Research*, 38, 103-126.
- [2]Amihud, Y., Lev, B., 1981, Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *Bell Journal of Economics*, 12, 605 - 617.
- [3]Berger, P.G., Ofek, E., 1995, Diversification' s Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 37, 39 - 65.
- [4]Campa, J.-M., Kedia, S., 2002, Explaining the diversification discount, *Journal of Finance*, 57, 1931-1962.
- [5]Coase, R.H., 1937, The Nature of the Firm, *Economical, New Series*, IV, 386-405.
- [6]Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., 1997, Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification, *Journal of Finance*, 52, 135 - 160.
- [7]Fauver, Larry, Houston Joel, Naranjo, Andy, 2003, Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the

- Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 135-157.
- [8] Hyland, D., 1999, Why Firms Diversify: An Empirical Examination, Unpublished manuscript, University of Texas at Arlington.
- [9] Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323 - 329.
- [10] Jensen, M., Meckling, W., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305 - 360.
- [11] Jensen, M., Murphy, K.J., 1990, Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 102, 1248 - 1280.
- [12] Khanna, T., Palepu, K., 1997, Why Focused Strategy May Be Wrong in Emerging Markets, *Harvard Business Review*, 75, 41-51.
- [13] Lamont, O., Polk, C., 2001, The Diversification Discount: Cash flows vs. Returns, *Journal of Finance*, 56, 1693-1721.
- [14] Lang, L.H.P., Stulz, R.M., 1994, Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 102, 1248 - 1280.
- [15] Montgomery, C.A., 1994, Corporate Diversification, *Journal of Economic Perspectives*, 8 (3), 163 - 178.
- [16] Scharfstein, D.S., Stein, J., 2000, The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, 55, 2537-2564.
- [17] Servaes, H., 1996, The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave, *Journal of Finance*, 51, 1201 - 1226.
- [18] Shleifer, A., Vishny, R., 1990a, Managerial Entrenchment, the Case of Manager Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 25, 123 - 139.
- [19] Villalonga, B., 2000d, An Empirical Analysis of Diversification Motives, working paper.
- [20] Wang Jiwei, 2002, Governance Role of Different Types of State Shareholders for China's Listed Companies, working paper.
- [21] Wang Kun, 2002, From Government to Corporation: Largest Shareholder's Change and Firm Performance, working paper.
- [22] Williamson, O.E., 1979, Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, *Journal of Law and Economics*, 22, 233-261.

- [23] Zhang, Tianyu, 2004, Government versus Markets: Corporate Layers and Corporate Transparency in Transition Economy, The Hong Kong University of Science & Technology.
- [24] 韩朝华, 明晰产权与规范政府, 经济研究, 2003 (2)
- [25] 何浚, 上市公司治理结构的实证分析, 经济研究, 1998 (5)
- [26] 金晓斌, 陈代云, 路颖, 联蒙珂, 公司特质、市场激励与上市公司多元化经营, 经济研究, 2002 (9)
- [27] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全, 终极产权论、股权结构及公司绩效, 经济研究, 2003 (4)
- [28] 徐晓东, 陈小悦, 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析, 经济研究, 2003 (2)
- [29] 朱江, 我国上市公司的多元化战略和经营业绩, 经济研究, 1999 (11)

Government Interference, Diversification and Firm Performance

Jun Huang

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Using the data of Chinese listed companies, we investigate the influence of government on the firm diversification and its economic consequence. We find that with the government intervention companies diversify more. Furthermore, because this action is not economical such diversification decreases firm performance. The research shows us the relationship between government and firm in the transaction time, and sheds light on the firm diversification in the emerging market.

Key words: Government; Diversification; Firm Performance

收稿日期: 2004-12-24; **修回日期:** 2005-3-3

作者简介: 黄俊 (1979-), 男(汉族), 福建福州人, 上海财经大学博士研究生。