

银行股权关联与公司多元化: 理论与实证分析*

罗付岩

[摘要]如何建立新型的银企关系是我国经济发展中必须解决的重要问题。本文从银行股权关联视角,基于中国的特殊制度背景,综合资源基础理论、代理理论和内部资本市场等理论,采用多元化回归、倾向得分匹配等分析方法,利用沪深两市银行股权关联数据验证了我国上市公司的银行股权关联对企业多元化经济行为的影响,考察了它们对企业价值的共同作用。实证研究发现:银行股权关联促进了公司多元化水平的提高;银行股权关联对非国有企业多元化的影响大于国有企业;企业多元化和银行股权关联对企业的价值有显著的负向影响,两者的联合作用降低了企业的价值。本文的研究丰富了银企关系和多元化方面的文献,对现有研究进行了有益补充,为我国建立新型的银企关系制度提供了参考依据。

关键词:多元化 银行股权关联 企业价值 银企关系

JEL 分类号:G21 G31 M32

一、引言

银行与企业的关系是公司财务学关注的重点,也是各国金融发展和经济发展中不可或缺的重要研究命题。尤其是对于转型经济的国家,如何理顺银企关系,建立新型的银企关系,转变银行的职能成为金融改革成功与否的关键。中国特殊的制度环境、背景对公司的多元化战略及其溢价折价效应产生重要影响。在经济转型期的中国,虽然市场机制发挥了一定的作用,但是中国是一种关系型社会,由于缺失基础性市场制度,比如信用资源的非市场配给,企业的发展往往依赖于非市场机制来获取各种重要的资源。银行是我国企业资金的重要提供者,掌握着企业的资源,企业获取财务资源的能力往往取决于其与银行关系的强弱。企业多元化战略,是指企业在原主导产业范围以外的领域从事生产经营活动。通过银企关系等非市场机制的建立,将会为企业提供相应的资金,是企业多元化实施的相关资源条件。这样获取的资源或支持将会最终影响企业的多元化战略的选择和企业价值。同时,银企紧密关系的建立,将会导致关系融资,银行的贷款监督功能将会进一步减弱,公司的代理冲突上升,进一步将会影响企业的多元化价值效应。

然而,现有关于企业多元化的研究文献主要集中在以下两点:(1)多元化动因。主要从企业资源理论、市场势力理论发展起来的能力理论、交易成本理论以及代理理论等进行解读。企业不同的资本过剩会导致企业有不同的多元化选择行为。(2)企业多元化的折价和溢价效应研究。这些研究更多关注企业多元化的动机和后果,而忽视了落实这些动机所需要的多元化资源条件,即公司所拥有的财务资源。银行是企业资金的重要提供者,银行与企业的关系对其拥有的财务资源具有重要

* 罗付岩,桂林理工大学管理学院会计系,副教授,管理学博士。本文获得国家自然科学基金资助项目“银行关联、企业并购决策与并购绩效”(项目编号:71562007)以及广西高校人文社会科学重点研究基地基金资助(项目编号:15YB004)的支持。

影响。因此,必须从资源基础论和代理理论的视角来考察企业的银企关系非市场机制来获取财务资源对多元化战略的影响。从银企关系的视角考察企业的多元化经营,将会加深我们对企业多元化行为的理解。从企业多元化等视角的微观层面来考虑银企关系是目前应该研究的重要问题。因此,本文选择从企业与银行股权关联的制度背景视角来分析其对企业多元化程度和多元化价值的影响。

二、相关研究述评

一部分文献考察了企业多元化动因。Edwards(1955)提出了市场势力理论,他认为多元化企业会运用一些不同的战略战术来保护它的市场势力。企业多元化选择的目的是为了获取市场势力,从而,通过多元化带来反竞争效应。Penrose(1959)提出了企业资源基础理论,认为企业多元化是因为其拥有剩余的资源,企业可以利用这些剩余资源在不同产业间进行配置,实现其规模经济和范围经济。Jensen(1986)使用委托代理理论来解释企业多元化的动因,他们认为企业多元化是为了规避管理层风险和获得私人利益。对于多元化动因,国内文献也进行了相应的探讨。姜付秀(2006)从主观动机(经济、组织以及个人理性动机)和客观条件(公司规模、股权结构、公司上市的时间长短等)两个方面分析中国上市公司的多元化影响因素。陈志军和薛光红(2010)使用代理理论分析了集团公司的股权结构与多元化的关系。陈传明和孙俊华(2008)综合高阶理论和资源基础理论实证检验了企业家人口背景因素与多元化战略关系。巫景飞等(2008)、张敏和黄继承(2009)从政府与企业的关系分析了政治关联是否影响企业的多元化。于克信和谢佩洪(2011)、周杰和薛有志(2011)分析了公司多元化的制度根源。

一些文献考察了企业多元化的经济后果,即多元化折价效应和溢价效应。Berger and Ofek(1995)发现多元化公司存在13%~15%的多元化折价现象,过度投资和交叉补贴能够解释价值损失。Hoechle et al.(2012)、Al-Maskati et al.(2014)从公司治理的视角解释企业的多元化折价现象。然而,有些文献却发现存在多元化溢价现象。Singhal and Zhu(2013)认为企业多元化能够降低破产风险而有利于企业和管理层。Aggarwal and Samwick(2003)在控制所有权集中、所有权结构、成长机会和内生性问题之后,发现多元化公司比非多元化公司具有显著高的托宾Q值,且国有企业比非国有企业托宾Q值低。多元化价值效应依赖于产权属性。Hann et al.(2013)发现平均来说,多元化公司由于共同保险作用具有较低的资本成本。

然而,有些文献把多元化折价归因于测量误差。Campa and Kedia(2002)指出多元化折价可能是因为多元化的内生性问题和样本选择偏差导致的。一个公司会选择多元化以应对公司外部环境的改变。Villalonga(2004)使用倾向得分匹配和Heckman二阶段模型后,发现多元化折价现象消失。

国内关于多元化折价和溢价效应也存在不同的研究结论。金天和余鹏翼(2005)等从上市公司的股权结构的视角研究发现多元化经营损害公司价值。赵凤等(2012)发现企业多元化与企业价值存在显著负相关关系。陈信元和黄俊(2007)从政府干预的视角分析政企关系对公司多元化价值的影响。发现政府干预越严重的地区,其多元化折价现象越明显。但是,苏冬蔚(2005)发现我国上市公司存在多元化溢价效应。陈传明和孙俊华(2008)使用高阶理论探讨了企业家人口背景特征、多元化战略选择以及企业业绩之间的关系。巫景飞等(2008)从社会资本的视角分析检验了高管的政治网络促进了公司业务和地域多元化。

从以上文献可以看出,鲜有论文从企业与银行关系的视角来研究企业的多元化问题,忽视了落实这些多元化动机的财务资源的条件。银行股权关联是一种重要的关系资源,能够为企业带来稀缺的财务资源,银企关系也是是公司财务研究中一个重要的研究主题。作为转型期的国家,银行

与企业的关系在我国经济发展中是一个重要的问题,企业与银行的关系会影响企业的融资和投资效率。然而,对于我国企业来说,银行对民营企业存在较严重的信贷歧视,不同属性的企业,其存在不同的融资约束,银企关系对不同属性的企业影响效果差别较大。

三、理论分析与研究假设

按照科斯定理,企业 and 市场是两个可以互相替代的资源配置机制,企业可以通过内部化经济活动来降低交易费用。产业资本向金融资本渗透,一方面可以借助其信息优势,降低信息成本,能够提高内部资源的配置效率。另一方面,银行与企业建立一种特殊的资金借贷关系,以实现双方稳定低廉的交易,企业的资金存入关联银行,关联银行为企业发展提供资金支持。他们之间的交易降低了讨价费用、签约费用、搜寻成本等(支燕和吴河北,2011)。

企业资源理论认为企业是一个生产性资源的集合,其生产能力和财务资源等是企业多元化的基本条件。企业家通过非正式制度(如社会网络关系等)获得的资源,最后必然会影响到公司的多元化发展战略决策。资源论的核心是资源,银行在配置资源中起到举足轻重的作用。与银行有良好关系的企业,就能够更容易获得资金支持,通过银企合作获得更多的多元化资源。与银行股权关联的公司,其能够获取较多的财务资源。获得银行的信贷支持,对于企业来说具有重要意义。财务资源是一种重要的有形资源,也是一种重要的稀缺资源,往往是这些稀缺资源决定了企业有无核心竞争力。企业的战略选择是基于其拥有的资源:其拥有的资源越丰富,企业更容易实施多元化战略,其选择的范围就会越大。刘冰等(2011)发现企业冗余资源越多,其多元化程度越高。因此,企业多元化与企业拥有的资源密切相关。

内部市场理论认为内外两个资本市场都是资本配置不可缺少的重要部分。当企业在外部资本市场融资成本较高时,内部资本市场可能替代外部资本市场。银行股权关联可以影响外部资本市场,同时也能形成内部资本市场,解决企业的融资难题,延伸了企业能力的边界。银行关联公司提升了自身的资源能力。Lin et al.(2009)发现在其它条件不变的情况下,银行持股能够显著增加公司的负债融资。Cotugno et al.(2013)发现银企关系提高了公司的信贷能力。邓建平和曾勇(2011)实证检验了我国民营企业银行关联与债务融资的关系,银行关联促进了民营企业获得更多的长期贷款,缓解了民营企业的融资约束。何韧等(2012)研究发现保持较多银企关系数量的中小企业能够显著增加其信贷可获得性。银行股权关联能够缓解公司的融资约束,提高公司的债务融资。根据自由现金流假设,当公司有充足的现金流时,管理者很可能从事净现值为负的投资项目。

在新兴经济体国家,大多数银行都是由当地政府控制或主导的,或与当地政府有各种紧密的联系。这些银行关系将会方便公司多元化战略的实施。具体来说表现:企业想进入某个行业,需要在资金和政策方面的支持,如果没有资金的支持,就会间接增加企业进入该行业的困难,从而被迫退出该行业。因此,一旦企业与银行建立起良好的关系,银行将会是公司多元化资金的提供者。中国自古以来就有重视关系的文化传统,自古就有人情关系一说,正如俗语所说:有关系好办事,没关系难办事。银行在剩余资本持有者和资本的需求者之间扮演结构性纽带,起着关键作用。而在新兴市场国家,由于不完备的制度,经济实体的快速发展,资金短缺总是存在。因而,与银行建立关系,特别是产业资本向银行资本渗透,控制和影响银行资本的流向,对企业控制财务资源具有重要意义。与银行关联的公司将会利用各种投资机会,实施自己的多元化战略。为此,我们得到本文的第一个假设:

H1: 银行股权关联公司多元化程度高于非银行股权关联公司。

在中国,由于企业所有权属性不同,非国有企业在股权融资和债权融资都存在较严重的信贷

歧视(Wu and Yue, 2009; Lu et al., 2012);另一方面,非国有企业在我国发展很快,需要大量的资金支持。Allen et al.(2005)研究表明,在中国,非国有企业通过自身的声誉和与银行经济、非经济的关系来获得资金的支持。在中国,银行优待国有企业,歧视非国有企业,理由如下:首先,由于中国的主要银行都是由政府控制,因此,政府为了自身需要要求银行给国有企业进行政策性贷款;其次,银行把贷款给国有企业会安全得多,因为即使他们有财务问题,政府也会为国有企业买单;再次,政府官员有动力来协助国有企业获得资金,因为成功的国有企业能创造更多的政府资源,提高政府官员的政治资本,增加其晋升机会;最后,银行经理有强烈的动机来维持与政府官员的良好关系,因此更愿意贷款给国有企业(Lu et al., 2012)。

非国有企业面临较严重的银行信贷歧视,同时也存在相应的股权融资歧视。一旦公司持有银行股权,银行将会成为公司的内部人,企业将会影响银行的经理层给企业发放贷款和进行相应的关联方交易(Charumilind et al., 2006)。李广子与刘力(2009)从债务融资成本的视角分析了民营企业的信贷歧视问题,从横截面和时间趋势来看,我国存在较严重的民营企业的信贷歧视问题。Wu and Yue(2009)使用中国的数据发现民营企业从银行获取贷款的难度更大,数额更少,银行对民营企业信用标准更高。陆正飞等(2009)研究发现,一旦银根紧缩,民营企业将会遭受更严重的信贷歧视。因此,我国信贷政策存在明显的歧视。当面对“歧视”和制度约束,通过正常的条件无法获取财务资源时,非国有企业通过一些替代性的制度或机制来支撑企业的发展(张敦力和李四海, 2012)。国有企业由于与政府之间存在天然的产权关系,很容易得到“政府之手”的帮助和支持,获得较多的财务资源。而民营企业由于制度缺失、法律不健全和严重的信息不透明等原因,很难和国有企业平等竞争。因此,非国有企业与银行建立起经济纽带,将会给企业从银行带来关联贷款,从而提高了关联企业的负债能力。郭牧炫和廖慧(2013)认为民营企业参股银行行为显著缓解了企业的融资约束。由于市场方面的制度缺失,比如信贷歧视,资源的非市场化配给等,导致非国有企业依赖于一些替代性的非正式机制来获取更多的财务资源,支持其多元化发展,其中银行关联就是一种非常重要的替代机制。因此,我们认为不同产权属性的企业其银行股权关联的多元化效应存在差异。从而,得出我们的第二个假设。

H2:非国有企业多元化程度的银行关联效应高于国有企业。

国外文献表明,公司治理是影响多元化与企业价值的一个重要的调节机制。Hoechle et al.(2012)发现,较差的公司治理能够解释多元化折价现象。Kim et al.(2009)实证检验了CEO两职合一与公司多元化之间的关系。本文认为银行股权关联公司建立起相应的银企关系,企业资本向银行资本渗透,建立相应的内部资本市场,形成了关系融资,减弱了银行贷款的监督功能。杨棉之(2007)指出内部资本市场的存在将会严重影响企业的公司治理水平。同时,内部资本市场的存在给公司的资金运用提供了运作平台,为股东、管理层和债权人利益冲突提供了机会,管理层通过多元化构建“商业帝国”,极大化自身的利益,如追求自身的声誉、更高的薪酬、职业的稳定性等。银行关联的公司有充足的资金实现这些目的。银行股权关联作为一种有价值的资源,可以让公司较容易获得信贷融资,获得稀缺的财务资源,从而满足了多元化的市场条件、企业资源和管理者的激励和动机(公司治理的降低、减少企业风险等),Jensen(1986)指出自由现金流可能被公司用于增加其多元化程度。由于自由现金流有更多的弹性,它们很可能创造更少的价值。柳建华(2009)指出多元化未必能够克服外部市场的低效率,反之,可能导致代理成本的上升,企业价值的下降。

总之,根据委托代理理论和内部市场理论和资源观,银行股权关联提供了公司多元化条件的财务资源,降低了银行负债的监督效应。由此,我们得出以下假设:

H3:银行股权关联降低了企业的价值。

H4:公司多元化降低了企业的价值。

H5: 银行关联公司多元化折价高于非银行关联公司。

四、数据来源与研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文使用的财务数据主要来自深圳市国泰安信息技术有限公司 CSMAR 数据库,持有银行股权数据和多元化数据来自 Wind 数据库。由于 2006 年开始,上市公司财务报告才公布银行持股相关信息,因此,样本期间为 2006~2012 年,并以此为原始样本,然后按照如下程序筛选:(1)剔除了金融行业公司;(2)剔除 ST、PT 类公司。根据多元化战略数据和银行持股数据的缺失情况进行样本剔除后,最终得到分析的样本数据。此外,为了消除极端值的影响,对所有连续变量在 1%的水平上进行缩尾(winsorize)处理。

(二) 企业多元化战略的度量

关于公司多元化的测量,一般有三种测量方法,即 Rumelt(1974,1982)的主观分类法、基于行业分类的产品计算法和熵指数法(陈传明和孙俊华,2008;巫景飞等,2008)。借鉴他们的分类方法,本文按照《上市公司行业分类指引》的行业分类标准对行业和产品进行分类,并剔除金融分类行业收入,利用分类计算调整的赫芬德尔指数(HHI)和熵指数(EI)来反映公司的多元化程度,其计算公式如下:

$$HHI=1-\sum_{i=1}^N P_i^2; EI=\sum_{i=1}^N P_i \ln(1/P_i)$$

其中,HHI 为修正赫芬德尔指数,EI 为熵指数, P_i 为公司在第 i 行业中的营业收入占公司总营业收入的比值, N 为公司的行业业务数量。企业的多元化水平越高,衡量多元化水平的 HHI 和 EI 指数越大。

(三) 银行股权关联

解释变量为银行股权关联变量,本文选取以下变量作为持有银行股权关联变量:(1)DBank:是否持有银行股权哑变量;(2)NBank:公司持有银行股权的银行家数(数量),反映持股银行的规模和广度效应;(3)BankShare:持有银行股权的比例,如果持有多家银行,取其最大值,反映持股银行的深度效应。

(四) 研究设计

为了检验前面的多元化研究假设,我们构造以下回归方程:

$$HHI(EI)=\alpha+\beta_1 \times Bank+\beta_2 \times Size+\beta_3 \times Lev+\beta_4 \times Age+\beta_5 \times ROA+\beta_6 \times State+industry, year+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,HHI 为调整的赫芬德尔指数,EI 为熵指数,Bank 为银行股权关联类变量,包括是否持有银行股权哑变量 DBank、持有银行股权公司的数量 NBank、持有银行股权的比例 BankShare。系数 β_1 反应银行关联与多元化之间的关系,如果大于零,表示银行关联促进了公司的多元化,反之,抑制了公司的多元化进程。

根据相关文献(陈传明与孙俊华,2008;张敏和黄继承,2009),模型中还控制了其它一些影响因素。主要包括:企业所有权类型 State,当实际控制人为国有股东时,其取 1,非国有取 0;公司规模 Size 以公司总资产的自然对数表示,财务杠杆 Lev 以公司的资产负债率来表示;公司的上市年龄 Age,即公司上市的年限;企业的绩效 ROA 以公司资产回报率来衡量。此外,本文采用虚拟变量来控制行业和年度因素影响。同时为了考虑不同产权属性企业,其银行关联对多元化影响效应不一样,我们使用分组和邹氏检验来检验这种差别是否显著。

使用以下方程进一步检验银行股权关联和多元化对企业价值的影响:

$$TQ = \alpha + \beta_1 \times HHI(EI) + \beta_2 \times Bank + \beta_3 \times Size + \beta_4 \times Lev + \beta_5 \times Age + \beta_6 \times Growth + \beta_7 \times ROA + \beta_8 \times State + industry, year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, TQ 为托宾 Q 值, 反映企业价值的变量, 其它变量同前。为了得到更加稳健的结论, 本文的回归分析都是使用了 White(1980)的异方差校正技术进行调整后的结果。

五、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表 1 给出了主要变量的描述性统计分析结果。为了得到我们感兴趣的银行股权关联对企业多元化的影响, 我们首先对全样本进行了描述性统计分析, 然后把样本分为持股银行关联和非持股银行关联进行分析。从全样本来看, 反映多元化程度指标的 HHI 和 EI 均值分别为 0.237 和 0.421, 其中位数分别为 0.157 和 0.313。从分组来看, 持股银行关联组, 其多元化 HHI 和 EI 指标均值(中位数)分别为 0.293(0.285)和 0.531(0.521), 非持股银行关联组相应指标的均值(中位数)分别为 0.218(0.115)和 0.384(0.239)。从中可以看出持股银行关联组的多元化指标 HHI 和 EI 的均值和中位数都大于非持股银行关联组, 且不管是均值差的 t 检验, 还是中位数的 Wilcoxon 秩和检验, 表明两组之间的多元化水平都在 1% 的显著性水平下存在显著差异。又说明银行股权关联组的多元化水平高于非银行股权关联组, 企业多元化水平会随着银行关联发生显著变化, 银行股权关联是影响企业多元化水平的一个重要因素, 初步支持研究假设 1。其它指标公司规模 Size、公司上市年龄 Age、公司价值托宾 Q 值和财务杠杆负债率 Lev 两组之间存在显著差异。而且描述性统计还发现, 银行股权关联组反映企业价值的托宾 Q 值显著小于非银行股权关联组, 初步支持研究假设 3。

表 1 变量的描述性统计分析结果

变量	全部样本			持股银行组			非持股银行组			均值差	Wilcoxon
	均值	中值	标准差	均值	中值	标准差	均值	中值	标准差	t 检验	秩检验
HHI	0.237	0.157	0.245	0.293	0.285	0.254	0.218	0.115	0.239	12.249***	13.081***
EI	0.421	0.313	0.436	0.531	0.521	0.463	0.384	0.239	0.420	13.421***	13.588***
Size	21.733	21.64	1.278	22.117	21.939	1.199	21.604	21.513	1.278	16.091***	15.817***
Lev	0.539	0.533	0.261	0.540	0.551	0.196	0.539	0.523	0.279	0.300	4.463***
Age	11.613	12.000	4.243	12.825	13.000	3.996	11.207	11.000	4.245	15.282***	14.908***
TQ	1.969	1.509	1.410	1.653	1.359	0.986	2.075	1.570	1.511	-11.908***	-12.249***

注: T 统计量 *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, 以下同。

表 2 报告了主要变量的 Spearman 和 Pearson 相关系数矩阵。其中右上三角部分是 Spearman 相关系数结果, 左下三角是 Pearson 相关系数结果。从中可以看出, 多元化指标 HHI 和 EI 之间的相关系数, 无论是 Spearman 相关还是 Pearson 相关, 其相关系数均在 0.985 以上, 表明两个指标具有很强的相关性, 较为一致地反映出企业多元化水平。无论是 Spearman 相关还是 Pearson 相关, 其它指标之间的相关系数在 0.5 以下, 表明指标之间的共线性较低。银行关联指标 DBank 与多元化程度指标 HHI(EI), 其无论是 Spearman 相关还是 Pearson 相关, 都存在高度显著的正相关关系, 表明银行股权关联能够显著提高企业的多元化水平。同时, 反映企业价值的托宾 Q 值与企业的多

元化水平和银行股权关联都存在显著的负相关关系。表明银行关联与企业多元化水平降低了企业的价值。这初步支持银行股权关联和多元化水平降低了企业的价值的结论,即假设 3 和 4。

表 2 Spearman 和 Pearson 相关系数矩阵

	HHI	EI	Bank	Size	Lev	Age	TQ
HHI	1	0.994***	0.143***	0.058***	0.028***	0.127***	-0.060***
EI	0.985***	1	0.149***	0.071***	0.034***	0.135***	-0.068***
DBank	0.133***	0.146***	1	0.173***	0.049***	0.164***	-0.135***
Size	0.033***	0.056***	0.174***	1	0.251***	0.099***	-0.504***
Lev	0.001	0.003	0.003	0.061***	1	0.151***	-0.273***
Age	0.111***	0.119***	0.165***	0.072***	0.142***	1	-0.013***
TQ	-0.068***	-0.083***	-0.130***	-0.462***	-0.005	0.020*	1

(二)单变量检验

为了检验企业多元化、银行股权关联与企业价值之间的关系,我们使用反映企业多元化程度指标 HHI,从小到大分成三组,较小一组称为专业化公司,数值最大一组为多元化公司,同时与银行股权是否关联进行组合,分组进行了检验。表 3 给出了相应组的检验结果。从银行股权关联组来看,其专业化公司的托宾 Q 值为 1.851,相应的多元化公司的托宾 Q 值为 1.603,且两组之间差异在 T 检验、秩 Z 检验都是显著。表明银行股权关联组多元化公司的企业价值显著低于专业化公司。从非股权关联组来看,也得出相同的结论。即多元化降低了企业的价值。支持假设 4 相应的结论。从专业化这一列来看,银行股权关联组的托宾 Q 值为 1.851,非银行股权关联组的相应值为 2.231,检验结果初步表明银行股权关联能够显著降低企业的价值。从多元化这一列来看,银行股权关联显著降低了企业的价值,初步支持假设 3。总的来说,表 3 中的托宾 Q 值最低的为股权关联且公司多元化组,其值为 1.603,最高的是非银行股权关联且专业化组,其值为 2.231。这表明银行股权关联的多元化能够显著地降低企业的价值。初步支持假设 5。

表 3 企业价值托宾 Q 值的单变量检验

	专业化	多元化	T 检验	秩 Z 检验
股权关联组	1.851 N=476	1.603 N=878	4.143***	2.399**
非股权关联组	2.231 N=2280	2.044 N=1893	3.713***	2.211**
T 检验	-4.552***	-8.346***		
秩 Z 检验	-4.977***	-8.147***		

(三)银行股权关联与企业多元化水平的回归检验

为了研究银行股权关联的影响,我们使用三个指标来反映股权关联程度。其一是银行股权关联哑变量 DBank,如果企业持有银行股权,DBank 取 1,否则,取 0;其二是银行股权关联的数量来反映银行股权关联的广度,即 NBank 为企业持有银行股权的持有银行数量;其三是使用持有银行股权的股份数额 BankShare 来反映银行股权关联的深度。表 4 给出了银行股权关联与公司多元化

程度的回归结果。(1)~(3)列被解释变量为多元化指数 HHI, (4)~(6)列被解释变量为 EI 指数。解释变量分别为反映银行股权关联的 DBank、NBank 和 BankShare。从回归结果来看,反映银行股权关联变量的系数都显著为正,表明在控制其它一些因素影响后,银行股权关联与企业多元化水平呈现显著正相关关系,银行关联公司的多元化水平显著高于非银行股权关联组,结果与描述性统计分析和单变量结果一致,从而支持假设 1。

从控制变量结果来看,公司规模 Size 与企业多元化水平呈现显著正相关关系,这表明规模较小的公司通常拥有更少的投资机会,融资约束也较高,没有相应的资金进行扩张,因而,其多元化程度较低;当公司规模较大时,资金雄厚、实力较强,便于进行扩张,多元化程度就会较高。公司上市年限 Age 与公司多元化呈现显著正相关关系,表明公司在开始阶段,由于资金紧缺或竞争压力较小,因此集中发展公司的核心业务,较少进行多元化扩张。随着公司的不断发展,资本积累较多,开始寻找新的投资机会,因而,其多元化程度也较高。国有企业其拥有较多的政治资源和财务资源,因而,能够为其发展多元化提供资金的动力。因此,产权属性 State 与多元化显著正相关。

表 4 持有银行股权关联与公司多元化的回归结果

	因变量 HHI			因变量 EI		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
DBank	0.058*** (9.046)			0.110*** (9.599)		
NBank		0.034*** (8.271)			0.066*** (8.948)	
BankShare			0.003** (1.971)			0.007** (2.404)
Size	0.008*** (3.520)	0.008*** (3.563)	0.012*** (4.979)	0.022*** (5.347)	0.022*** (5.335)	0.028*** (6.862)
Lev	-0.024** (-2.289)	-0.024** (-2.257)	-0.028*** (-2.613)	-0.045** (-2.485)	-0.044** (-2.437)	-0.052*** (-2.847)
Age	0.006*** (8.844)	0.006*** (9.094)	0.007*** (10.305)	0.011*** (9.251)	0.011*** (9.491)	0.013*** (10.809)
State	0.016*** (2.755)	0.015*** (2.721)	0.016*** (2.837)	0.027*** (2.682)	0.026*** (2.635)	0.027*** (2.736)
ROA	-0.049 (-1.247)	-0.045 (-1.147)	-0.048 (-1.213)	-0.082 (-1.207)	-0.075 (-1.095)	-0.080 (-1.174)
Cons	0.179*** (3.335)	0.176*** (3.266)	0.114** (2.112)	0.150 (1.560)	0.147 (1.533)	0.030 (0.308)
N	8316	8316	8316	8316	8316	8316
R ²	0.086	0.086	0.077	0.098	0.097	0.087

(四)产权属性对银行股权关联多元化效应的调节作用

为了检验不同产权属性企业银行股权关联对企业多元化效应的影响差异,我们使用邹氏检验来分析企业多元化-银行股权关联敏感性差异,表5报告了相应的研究结果。模型(1)~(2)列被解释变量是多元化指标 HHI,模型(3)~(4)列被解释变量是多元化指标 EI。从(1)~(2)列来看,非国有企业的多元化-银行股权关联敏感性为 0.058,国有企业相应的系数为 0.047,系数差的邹氏检验 F 统计量为 4.023,在 5%的显著性水平显著,表明他们之间的系数差异显著。(3)~(4)列也得出同样的结论。这些结果表明,不同产权属性的企业其多元化-银行股权关联敏感性存在显著差异,非国有企业的多元化-银行股权关联敏感性显著高于国有企业。从而支持假设 2。

表 5 产权属性对银行股权关联多元化效应的调节作用

	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	因变量 HHI				因变量 EI			
	State=1		State=0		State=1		State=0	
DBank	0.047***		0.058***		0.097***		0.105***	
	(4.674)		(7.030)		(5.427)		(7.024)	
Size	0.029***		-0.004		0.060***		0.000	
	(7.867)		(-1.249)		(9.237)		(0.076)	
Lev	0.021		-0.065***		0.034		-0.111***	
	(1.524)		(-3.848)		(1.443)		(-3.781)	
Age	0.007***		0.006***		0.012***		0.012***	
	(7.177)		(6.441)		(7.378)		(6.867)	
ROA	-0.075**		-0.052*		-0.137**		-0.076*	
	(-2.471)		(-1.866)		(-2.561)		(-1.708)	
Cons	0.517***		0.422***		1.113***		0.573***	
	(5.132)		(6.283)		(6.793)		(4.816)	
N	3495		4821		3495		4821	
R ²	0.100		0.103		0.116		0.113	
DBank 系数差的邹氏检验	F=4.023**				F=4.281**			

(五)银行股权关联、多元化与企业价值之间的关系检验

表 6 报告了回归模型 2 的结果,检验了银行股权关联、企业多元化和价值之间的关系。被解释变量为企业的价值,即托宾 Q 值,解释变量为企业的多元化程度和银行股权关联变量。模型(1)~(2)列使用的是全样本数据来考察公司多元化和银行股权关联对公司价值的影响,从(1)~(2)列可以看出,多元化指标 HHI 和 EI 与公司的托宾 Q 值呈现显著的负相关关系,这与先前的研究一致(陈信元与黄俊,2007);银行股权关联的系数也是显著为负,表明银行股权关联显著降低了公司的企业价值,从而支持假设 3~4。模型(3)~(6)列是把样本分成银行股权关联组和非银行股权关联组,分别考察银行股权关联对公司多元化和企业价值关系的调节作用。(3)~(4)列的解释变量为多元化指标 HHI,(5)~(6)列的解释变量为多元化指标 EI。从(3)~(4)列可以看出银行股权关

联组的多元化 HHI 与企业价值关系的系数为-0.301,且在 1%显著性水平下高度显著,非银行股权关联组系数的相应值为-0.113,t 值为-1.601,不显著。银行股权关联组系数绝对值大于非银行股权关联组,即银行股权关联组的多元化-企业价值敏感性高于非银行股权关联组,相应系数差的邹氏检验 F 统计量为 10.052,表明两组之间存在显著差异。(5)~(6)列的结果与(3)~(4)列结果相似。这些结论表明银行关联和企业多元化的共同作用降低了企业的价值,从而支持假设 5。

表 6 银行股权关联、多元化与企业价值

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	全样本		非关联组	关联组	非关联组	关联组
HHI	-0.237** (-4.662)		-0.113 (-1.601)	-0.301** (-4.768)		
EI		-0.143** (-5.157)			-0.050 (-1.271)	-0.191** (-5.506)
DBank	-0.116** (-4.681)	-0.114** (-4.603)				
Size	-0.546** (-34.026)	-0.545** (-34.012)	-0.324** (-13.312)	-0.603** (-32.513)	-0.324** (-13.291)	-0.602** (-32.512)
Lev	0.530** (4.805)	0.529** (4.807)	-0.059 (-0.368)	0.574** (4.842)	-0.058 (-0.359)	0.574** (4.841)
Growth	-0.008 (-1.391)	-0.008 (-1.392)	0.002 (0.158)	-0.009 (-1.354)	0.003 (0.167)	-0.009 (-1.358)
Age	0.018** (5.553)	0.019** (5.587)	0.002 (0.422)	0.024** (6.108)	0.002 (0.392)	0.025** (6.171)
State	-0.073** (-2.763)	-0.074** (-2.763)	-0.089** (-2.471)	-0.071** (-2.114)	-0.089** (-2.451)	-0.070** (-2.091)
ROA	3.980** (10.886)	3.980** (10.901)	4.549** (6.348)	3.748** (9.401)	4.558** (6.362)	3.748** (9.403)
Cons	12.845** (38.942)	12.825** (38.963)	9.217** (16.706)	14.181** (35.592)	9.215** (16.685)	14.158** (35.633)
N	8253	8253	6179	2074	6179	2074
R ²	0.388	0.389	0.370	0.399	0.370	0.400
	(4)~(3)或(6)~(5)的邹氏检验		F=10.052**		F=11.586**	

六、稳健性分析

关于多元化内生性问题,近年来,许多学者发现多元化企业可能在未开始多元化之前就存在折价现象。这些多元化折价现象可能是样本选择偏差或内生性问题的结果(Campa and Kedia,

2002)。关于多元化的内生性问题,先前的研究主要采用固定效应、工具变量和自选择模型等方法来减轻其影响。本文参考先前的研究(Campa and Kedia,2002;Lu et al.,2012),考虑使用二阶段处理回归模型和倾向得分匹配方法来缓解多元化样本选择偏差和内生性问题。

(一)处理回归结果分析

样本自选择偏差问题可能会导致 OLS 估计有偏差,而且大规模公司和多元化公司倾向持有银行股权,为此,我们使用内生处理回归模型来解决持股银行的自选择问题。第一阶段模型的因变量为二分类变量 DBank,即是否持有银行股权哑变量,第二阶段的因变量为企业多元化水平 HHI (EI);借鉴 Lu et al.(2012) 的研究,本文使用公司所在地的人均 GDP 自然对数 LnGDP 作为工具变量,因为人均 GDP 越高的地区,金融市场越发达,拥有更多的机会持有当地银行股权,但是与公司的多元化水平有较小的相关性。Lambda 指标主要是反映是否存在内生性问题和样本选择偏差,从而表明 OLS 回归估计可能存在问题,用于选择性校正,以消除选择偏差。表 7 给出了相应的结果。

表 7 二阶段处理回归结果

	因变量 HHI		因变量 EI	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
DBank		0.646*** (6.896)		1.215*** (7.101)
Size	0.143*** (10.083)	-0.027*** (-4.135)	0.143*** (10.082)	-0.043*** (-3.676)
Lev		-0.022* (-1.742)		-0.041* (-1.771)
Age		0.006*** (8.457)		0.011*** (8.526)
State	-0.004 (-0.121)	-0.014* (-1.763)	-0.004 (-0.117)	-0.024 (-1.641)
ROA		0.020 (0.424)		0.047 (0.543)
lngdp	0.089*** (3.479)		0.089*** (3.476)	
TQ	-0.096*** (-6.494)		-0.096*** (-6.493)	
Cflow	-0.236 (-1.252)		-0.236 (-1.254)	
Cons	-4.366*** (-12.691)	0.813*** (6.873)	-4.366*** (-12.686)	1.351*** (6.246)
lambda		-0.349*** (-6.328)		-0.655*** (-6.446)
N		8298		8298

参数 lambda 的统计结果显著,表明存在样本选择偏差。第二阶段的结果显示,DBank 的系数显著为正,比银行股权关联与公司多元化 HHI(EI)都存在显著的正相关关系。这些结果说明在控制样本自选择偏差后,我们的结果仍然没有改变,支持假设 1。

(二)倾向得分处理结果分析

本节使用倾向得分匹配来估计平均处理效应,我们使用的是 1:1 的最近邻匹配方法缓解内生性问题,表 8 报告了相应的结果。第(1)~(2)列的结果变量(因变量)为多元化指标 HHI 和 EI,处理组是持股银行关联组,控制组是非持股银行关联组,匹配的控制变量为公司规模 Size、财务杠杆 Lev、上市时间 Age、产权属性 Sate 和 ROA 等变量,匹配结果显示,在控制其它影响因素以后,银行股权关联对公司多元化水平有显著的促进作用。第(3)~(7)为银行股权关联、公司多元化与企业价值的关系,结果变量(因变量)为企业价值,匹配的控制变量与前述回归方程的控制变量一致。第(3)列的结果表明,银行股权关联显著减少了企业的价值。为了进一步研究多元化和企业价值的关系,我们按照多元化指标 HHI 和 EI 将样本分成三组,多元化指标最小的为专业化公司,最大的为多元化公司,以多元化公司为处理组,其它公司作为控制组,进行倾向得分匹配。结果报告在(4)~(5)列,表明在控制其它影响因素后,企业多元化也显著减少了企业的价值,即存在多元化折价效应。为了研究银行股权关联与企业多元化对企业价值的共同作用,我们把同时为银行股权关联和多元化的公司作为处理组,其它作为控制组。然后通过匹配得到表 8 中(6)~(7)列的结果。实证结果表明,相对于其它组来说,银行股权关联和公司多元化的共同作用显著减少了企业的价值。这与前面的描述性统计和回归结果一致,支持假设 5。

表 8 倾向得分匹配结果(平均处理效应)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	HHI	EI	TQ	TQ	TQ	TQ	TQ
DBank	0.069*** (7.190)	0.130*** (7.296)	-0.207*** (-4.543)				
HHI(EI)				-0.190*** (-4.401)	-0.236*** (-5.238)		
DBank×HHI(EI)						-0.315*** (-6.683)	-0.314*** (-6.502)

七、结 论

如何建立新型的银企关系是我国经济发展中必须解决的重要问题,企业与银行维持一个什么样的关系,对于企业的发展具有重要意义。因此,从银行与企业的关系的视角考察公司的多元化行为及其对企业价值的影响,将会加深我们对企业多元化行为的理解,具有重要的实践意义。基于此,本文选择从银行股权关联的视角分析我国上市公司的多元化问题。研究发现银行股权关联促进了公司的多元化水平的提高,进一步研究表明,对于不同产权属性的企业来说,银行股权关联对于企业多元化经营具有不同的战略意义,非国有企业的银行股权关联多元化的促进效应显著高于

国有企业。在对企业价值的影响方面,银行股权关联和企业多元化都显著减少了企业的价值,银行股权关联和企业多元化的共同作用显著减少了企业的价值。这表明银行股权关联并没有提高企业的资金使用效率。为了减少多元化效应的内生性问题和样本选择偏差的影响,我们在稳健性分析中使用了处理回归和倾向得分匹配方法分析多元化效应,结论仍然一致,表明我们的结论是稳健的。

本文的研究结论表明,在中国转型经济条件下,企业的银行股权关联关系对企业的经济行为存在如下的作用机制:企业拥有的关联银行财务资源通过影响企业的多元化战略的选择而影响企业的发展,但是可能存在银行贷款监督的减弱和财务资源的滥用,降低了企业的价值。因此,为了提高资金使用效率,需要加强对银行股权关联的监督,提高公司的治理机制,加强资金使用的监管,从而提高资金使用的效率。这些研究结果丰富了多元化和银企关系方面的文献,同时为我国如何建立新型的银企关系提供相应的理论参考依据。

银行与企业之间的关系渠道众多,如企业持有银行股权关系,银行持有企业股权关系、银行与企业之间的董事会关系等。由于时间和精力限制。本文只考虑了企业持有银行股权关联关系对企业多元化的影响。对于其它关联关系对企业多元化的影响,可以成为未来进一步研究的问题。

参考文献

- 陈传明、孙俊华(2008):《企业家人口背景特征与多元化战略选择——基于中国上市公司面板数据的实证研究》,《管理世界》,第5期。
- 陈信元、黄俊(2007):《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》,第1期。
- 陈志军、薛光红(2010):《股权结构与企业集团多元化战略关系研究》,《财贸研究》,第5期。
- 邓建平、曾勇(2011):《金融关联能否缓解民营企业的融资约束》,《金融研究》,第8期。
- 郭牧炫、廖慧(2013):《民营企业参股银行的动机与效果研究——以上市民营企业为例》,《经济评论》,第2期。
- 何韧、刘兵勇、王婧婧(2012):《银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性》,《金融研究》,第11期。
- 姜付秀(2006):《我国上市公司多元化经营的决定因素研究》,《管理世界》,第5期。
- 金天、余鹏翼(2005):《股权结构、多元化经营与公司价值:国内上市公司的证据检验》,《南开管理评论》,第6期。
- 李广子、刘力(2009):《债务融资成本与民营信贷歧视》,《金融研究》,第12期。
- 刘冰、符正平、邱兵(2011):《冗余资源、企业网络位置与多元化战略》,《管理学报》,第12期。
- 柳建华(2009):《多元化投资、代理问题与企业绩效》,《金融研究》,第7期。
- 陆正飞、祝继高、樊铮(2009):《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》,《金融研究》,第8期。
- 苏冬蔚(2005):《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》,《经济学(季刊)》,第S1期。
- 巫景飞、何大军、林暉、王云(2008):《高层管理者政治网络与企业多元化战略:社会资本视角——基于我国上市公司面板数据的实证分析》,《管理世界》,第08期。
- 杨棉之(2007):《多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示》,《会计研究》,第11期。
- 于克信、谢佩洪(2011):《转型期中国企业多元化经营的制度根源及范式构建研究》,《管理世界》,第7期。
- 张敦力、李四海(2012):《社会信任、政治关系与民营企业银行贷款》,《会计研究》,第8期。
- 张敏、黄继承(2009):《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》,《管理世界》,第7期。
- 赵凤等(2012):《多元化战略对企业绩效影响的实证研究》,《中国软科学》,第11期。
- 支燕、吴河北(2011):《动态竞争环境下的产融结合动因——基于竞争优势内生论的视角》,《会计研究》,第11期。
- 周杰、薛有志(2011):《治理主体干预对公司多元化战略的影响路径——基于管理者过度自信的间接效应检验》,《南开管理评论》,第1期。
- Aggarwal, R. and A. Samwick (2003): "Why Do Managers Diversify Their Firms?: Agency Reconsidered", *Journal of Finance*, 58, 71-118.

- Allen, F., J. Qian and M. Qian (2005): "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 77, 57–116.
- Al-Maskati, N., A. Bate and G. Bhabra (2014): "Diversification, Corporate Governance and Firm Value in Small Markets: Evidence from New Zealand", *Accounting & Finance*, 3, 1–31.
- Berger, P. and E. Ofek (1995): "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, 37, 39–65.
- Campa, J. and S. Kedia (2002): "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, 57, 1731–1762.
- Charumilind, C., K. Raja and Y. Wiwattan (2006): "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis", *Journal of Business*, 79, 181–218.
- Cotugno, M., S. Monferrà and G. Sampagnaro (2013): "Relationship Lending, Hierarchical Distance and Credit Tightening: Evidence from the Financial Crisis", *Journal of Banking & Finance*, 37, 1372–1385.
- Edwards, C. (1955): *Conglomerate Bigness as A Source of Power: Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press.
- Hann, R., M. Ogneva and O. Ozbas (2013): "Corporate Diversification and the Cost of Capita", *Journal of Finance*, 68, 1961–1999.
- Hoechle, D., M. Schmid, I. Walter and D. Yermack (2012): "How Much of the Diversification Discount Can Be Explained by Poor Corporate Governance?", *Journal of Financial Economics*, 103, 41–60.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 323–329.
- Kim, K., H. Al-Shammari, B. Kim and S. Lee (2009): "CEO Duality Leadership and Corporate Diversification Behavior", *Journal of Business Research*, 62, 1173–1180.
- Lin, X., Y. Zhang and N. Zhu (2009): "Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence from China", *Journal of International Money and Finance*, 28, 720–737.
- Lu, Z., J. Zhu and W. Zhang (2012): "Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 36, 341–354.
- Penrose, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. New York, Wiley.
- Rumelt, R. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Rumelt, R. (1982): "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*, 3, 359–369.
- Singhal, R. and Y. Zhu (2013): "Bankruptcy Risk, Costs and Corporate Diversification", *Journal of Banking & Finance*, 37, 1475–1489.
- Villalonga, B. (2004): "Does Diversification Cause the 'Diversification Discount'?", *Financial Management*, 33, 5–27.
- Wu, L. and H. Yue (2009): "Corporate Tax, Capital Structure, and the Accessibility of Bank Loans: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 33, 30–38.

(责任编辑:周莉萍)