

# 多元化经营与公司业绩：来自我国上市公司的经验证据

余鹏翼<sup>1</sup>，金天<sup>2</sup>

(1. 余鹏翼 中山大学管理学院 广东 广州 510275; 2. 金天 中山大学管理学院 广东 广州 510275)

**摘要：**多元化经营与公司业绩之间的关系近年来是公司金融领域的一个研究热点，实证结果的差异导致对多元化认识上的分歧。文章以我国 461 家上市公司为样本，利用 2001-2003 年间的有关数据，从多个角度考察非相关多元化经营对公司业绩的影响。总体检验，未发现二者具有显著关系；多元化程度分组检验，发现高度多元化对总资产回报率(ROA)有显著负面影响；分行业检验发现，纺织和电气行业多元化与公司 Tobin's q 显著正相关，综合行业多元化与 ROA 显著负相关。文章的结论是：作为一种经营战略，多元化是中性的，但过度多元化损害公司业绩；市场对不同行业的多元化经营有不同的反应，原因在于不同的行业具有不同的特质。

**关键词：**多元化经营；公司业绩；上市公司；行业特质

**中图分类号：**F **文献标识码：**A

## 1 引言

专业化还是多元化经营是企业发展过程中的必然选择。Rumelt(1974)将多元化定义为公司进入新产品市场的活动<sup>[14]</sup>，Berry(1975)将多元化定义为公司所涉及产业数目的增加<sup>[2]</sup>。作为一种经营战略，多元化可划分为同心、水平、纵向和混合四种类型，实现方式有收购、兼并、重组和管理权接管等。多元化的经济后果如何？这一问题既影响公司行为，也影响投资者选择，因而近年来，一直是学术界和企业界颇为关注的热点。

国外学者对此问题的实证研究，长期以来，未有一致的结论，为此提出了多种解释多元化动机和效果的假说，主要有风险分散理论、市场势力理论、范围经济理论、协同理论、代理理论等，对多元化的认识也形成了三种鲜明的观点：一种观点认为多元化经营可以帮助公司抵御外部风险，化解竞争威胁并实现资源共享 (Jose et al, 1986)<sup>[9]</sup>，与专业化企业只能依靠外部资本市场配置资源相比，多元化企业可以通过内部资本市场将资源向效益较高的经营单元转移 (Weston, 1970)<sup>[17]</sup>，产生“智能资金效应” (Gertner et al, 1994)<sup>[6]</sup>，从而突破外部资本市场融资约束的瓶颈，产生 1+1>2 的效果即多元化溢价；与之对立的观点认为，多元化经营会造成公司组织管理困难、协调能力下降，通过内部资本市场配置有限的资金容易对效益低的单元投资过度而对效益高的单元投资不足，产生“愚蠢资金效应” (Stulz, 1990)<sup>[15]</sup>。另外，多元化增加代理成本，高管层通过多元化可以降低所持股份的风险，也可以帮助他们建造一个庞大的“公司帝国”，带给他们更多的资源、荣耀、权力和地位，使董事会难以将他们解雇 (Jensen, 1986; Aggarwal, 2001)<sup>[8][11]</sup>。因此，多元化降低投资效率并增加经营风险，破坏企业价值，产生多元化折扣；第三种观点认为，作为一种经营战略，多元化是中性的，但不同程度和类型的多元化对公司业绩具有不同的影响，由于核心能力的延伸作用或资源共享作用，向相关行业有限的多元化经营会使企业经济绩效提高，过度多元化经营会使协同作用降低，对企业经济绩效有负面影响 (Rumelt, 1974)<sup>[14]</sup>。另外，一些学者把多元化的经济后果与并购联系起来，Villalonga (2004)<sup>[16]</sup>发现，无关联行业的并购重组存在多元化折价，而进行相关行业的并购重组则存在多元化溢价。

我国企业历史上就有求大求全的观念，随着我国资本市场的兴起和经济的发展，目前我国上市公司多元化经营正处于热潮，越来越多的公司跨入不相关的领域。因此，多元化绩效问题也引起了我国

学者的浓厚兴趣，一些学者（刘力，1997；朱江，1999；张卫国等，2002；金晓斌等，2002；姚俊等，2004；苏冬蔚，2005）<sup>[18]-[22]</sup>借鉴国外的方法对我国上市公司多元化经营效果进行了检验，各种结论共存。本文认为，在此问题上，国内研究主要存在的问题是：一、起步晚，数量少，不同的研究之间几乎不具有可比性；二、数据限制和坏数据问题。我国1999年才颁布《国民经济行业分类与代码》，2001年证监会才颁布《上市公司行业分类指引》，但皆为非强制性标准，公司的披露存在笼统甚至不相符的情况；1998年规定财务报告中披露销售额、资产或利润超过总量10%的经营单元的信息。这些问题既导致我国对此问题的研究起步晚，也导致早期的研究在衡量公司多元化程度存在困难，比如刘力（1997）以其他业务利润与主营业务利润之比作为多元化程度的代理变量<sup>[19]</sup>。另外，我国多种性质的股权共存，市场炒作和盈余管理严重，造成对公司绩效衡量存在偏差；三、一些研究方法比较粗糙。比如，张卫国等（2002）简单地以多元化为唯一自变量对绩效数据来做相关检测和分析，忽略了企业规模、年限和资源等一些重要的因素对多元化企业绩效的影响<sup>[22]</sup>；四、检验单一、结论简单化。多数的研究只进行总体检验，而没有考虑到不同行业、不同程度、不同类型多元化的差异，往往产生非此即彼的对立结论，对公司经营和投资者选择产生误导，事实上，这一问题在国外的研究中也普遍存在。

为此，本文在总结和参考以往文献的基础上，利用2001年以前上市的461家公司的2001-2003年的财务报告和 Related 数据，以及2001年4月中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》为标准，对多元化经营与公司业绩关系问题进行再研究。针对以前研究所存在的问题，本文的改进之处在于，一是分别选用市场和财务指标衡量公司业绩，防止结论的冲突；二是在总体研究的基础上，进一步进行按多元化程度分组和分行业的检验，避免结论的简单化。

文章其余部分结构如下：第二部分，研究设计，主要介绍指标构建、样本数据的来源；第三部分，从多个角度检验多样化程度与公司业绩之间的关系，结合我国资本市场特点，进行实证结果分析；最后是结论，总结全文。

## 2 研究样本和指标

### 2.1 样本及数据来源

本文从2001年前上市的制造、水电气、零售、运输、综合5大行业板块并只发行A流通股的756家公司中选择样本，研究期限为2001-2003年。为了保证数据可靠性，剔除3年间被证监会处罚及被出具保留、拒绝表示、有解释性说明审计意见的公司；为保证样本纯度，剔除研究期间行业类别变动的公司。剔除后并且每年必要数据完整的公司为461家。

文章数据主要来自CSMAR、巨灵金融、中宏、中信指数数据库以及巨潮、中国证监会、金融界等专业网站。

### 2.2 指标体系

#### 2.2.1 多元化测度指标

文章以2001年4月中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》为依据，采用赫芬德尔指数和收入熵衡量多元化程度。这两个指标能够避免一些公司从事行业较多但业务收入比重悬殊而使用公司从事的行业数指标所产生的偏差。

1) 收入Herfindahl指数：

$$HI = \sum_{i=1}^N P_i^2 \quad (1)$$

其中，N 表示公司主营业务涉及行业的个数，Pi 表示多元化企业从事第 i 个行业主营业务收入占总主营业务收入的比重。多元化程度越高，赫芬德尔指数愈小。

收入熵 (Entropy)

$$EI = \sum_{i=1}^N p_i \ln\left(\frac{1}{p_i}\right) \quad (2)$$

该指标由 Jacquemi 和 Berry (1979) 提出[7]。Pi 和 N 含义同上，多元化程度愈高，EI 愈大。

需要说明的是，《上市公司行业分类指引》采用 2 位数代码把上市公司划分为 74 类，一般来说行业之间不相关。文章使用样本公司分行业披露的收入数据，并对一些公司过细的披露按行业进行合并处理。因此，上述两指标衡量的是公司非相关多元化程度。

## 2.2.2 公司业绩衡量指标

考虑到我国会计准则的执行和股票市场状况，本文采用 2 个指标衡量公司业绩，以防止单一指标可能导致的偏差。

### 1) 总资产回报率 (ROA)

Li and Wong(2003) 认为在新兴市场上，由于管理者短期行为影响和外部环境波动的不确定，采用 ROA 要比销售增长或 ROS 来衡量企业经济效益更为稳定[12]。Brealer 和 Myers(1984) 认为用税前利润与总资产 (EBIT/BA) 计算的 ROA 比其他指标衡量经济绩效更为充分[4]。本文计算 ROA，税前利润取利润总额加上财务费用，总资产取年初与年末平均值。

### 2) Tobin's q

Tobin's q 是一个广泛使用的衡量公司市场价值的指标，定义为企业资产的市场价值与重置成本的比率。可以用总资产的账面价值替代重置成本，市场价值定义为普通股的市场价值和债务的账面价值之和 (Claessens et. al, 2002;) [5]。不过，计算中国上市公司的市场价值的一个困难是，上市公司相当比例的股份是不可流通的，这部分非流通股的市场价值无法准确衡量。有些学者以非流通股价格相对于流通股价格折价计算 (宋敏等, 2004; 等)，但折算率并不统一。本文以非流通股账面价值代替其市场价值估计 Tobin's q 值，其计算公式如下：

$$Tobin'sq = \frac{LS * P + ILS * NVEP + BD}{BA} \quad (3)$$

LS\*P 表示流通股市值，文章取年度月收盘时平均值；ILS 表示非流通股数量，NVEP 表示每股净资产，BD 为总负债的账面价值，BA 为总资产的账面价值，这些变量各取年初和年末平均值。

## 3 实证结果分析

### 3.1 描述性统计分析

表 1 提供样本公司多元化程度和业绩各年度的平均值、中位数和变异系数。从表中可见，各年 Tobin's q 的平均值均超过中位数，表明其截面分布呈右偏状态，多元化程度截面分布呈左偏状态；

从趋势上看，Tobin's q 和 ROA 逐年递减，多元化程度递增，但业绩的降幅远高于多元化程度的变动；变异系数是变量变异性的相对测度，可以用来比较具有不同均值变量的离散程度，表中显示，公司 ROA 的分化程度远高于 Tobin's q，且呈上升趋势。

表 2 提供样本公司多元化程度和业绩 3 年总体统计量和变量间的相关系数。表中显示，变量的分布状态与年度相同；赫芬德尔指数和收入熵高度相关，说明二者衡量多元化程度的基本依据相同；多元化程度与 Tobin's q 正相关，与 ROA 不相关，说明以不同的指标衡量公司业绩可能导致不同的研究结论。

图 1 以 4 分位法，将多元化程度按 HI 从大到小，分为 4 组，分别表示专业化、低度、中度、高度多元化，考察不同程度多元化经营的公司数量分布及业绩差异，图中括号内数字表示属于某一分类 3 年的观察值总数。由图可见，我国上市公司在 2001-2003 年间，进行多元化经营公司的比重很高，3 年平均达到 73.38%；各组 Tobin's q、ROA 分布特征与总体相同；从公司业绩和多元化程度的分组情况看，Tobin's q 平均均值随着多元化程度的提高非单调递增，而 ROA 均值单调递减，专业化公司比高度多元化公司的 ROA 平均高出 13%。

图 1：多元化程度与公司业绩分组分析

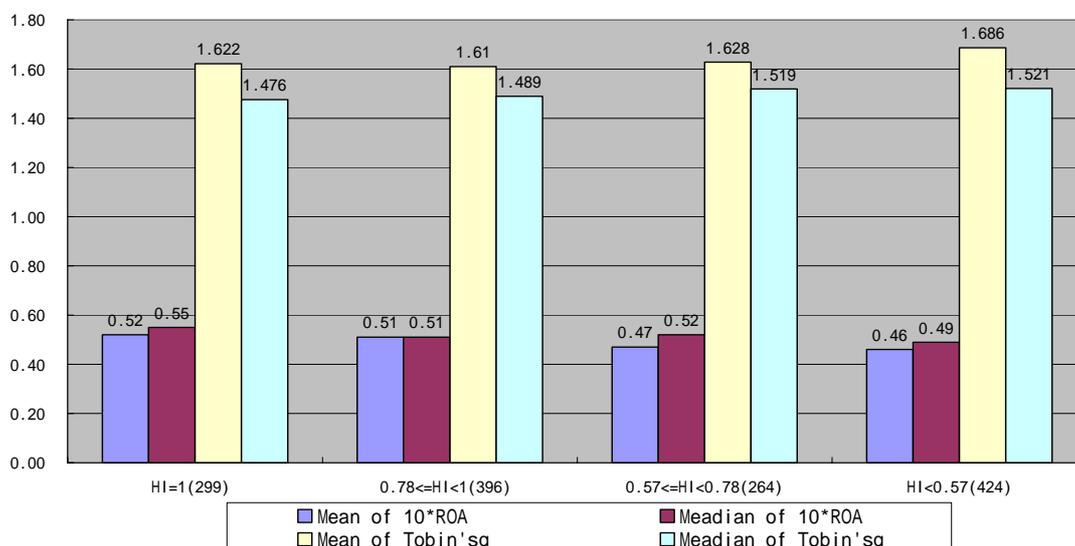


图 2 反映不同行业公司的多元化程度和业绩的 3 年总体统计量，以考察其间的差异性，图中括号内数字表示某行业公司数量。图中显示，不同行业类别公司的业绩、多元化程度差异明显。比如，综合类公司的 Tobin's q 和多元化程度最高，但 ROA 很低，3 年平均，综合类公司的 Tobin's q 比最低的水电气行业平均高 24.11%，但 ROA 只有其的 54.05%；另外，本文计算的各变量的变异系数反映，不同行业同一指标分散化程度差异明显，比如纺织业 ROA 的变异系数为 224.019，远高于其他行业，水电气行业仅为 57.285。

Tobin's q、ROA 的年平均降幅分为 13.42% 和 7.55%，HI 的变动为 0.74%。

两个指标的基本形式是： $I = \sum P_i W_i$ ，只是权重的不同。

制造业着重考察医药、纺织、机械制造、化工和金属制品 5 类，每类中包括若干具体行业，如机械制造包括普通机械制造业 (C71) 专用设备制造业 (C73) 等 5 个行业，本文的划分基于行业之间的相关性。其他如交通运输业也包括若干具体行业。

表1 多元化程度与公司业绩趋势分析

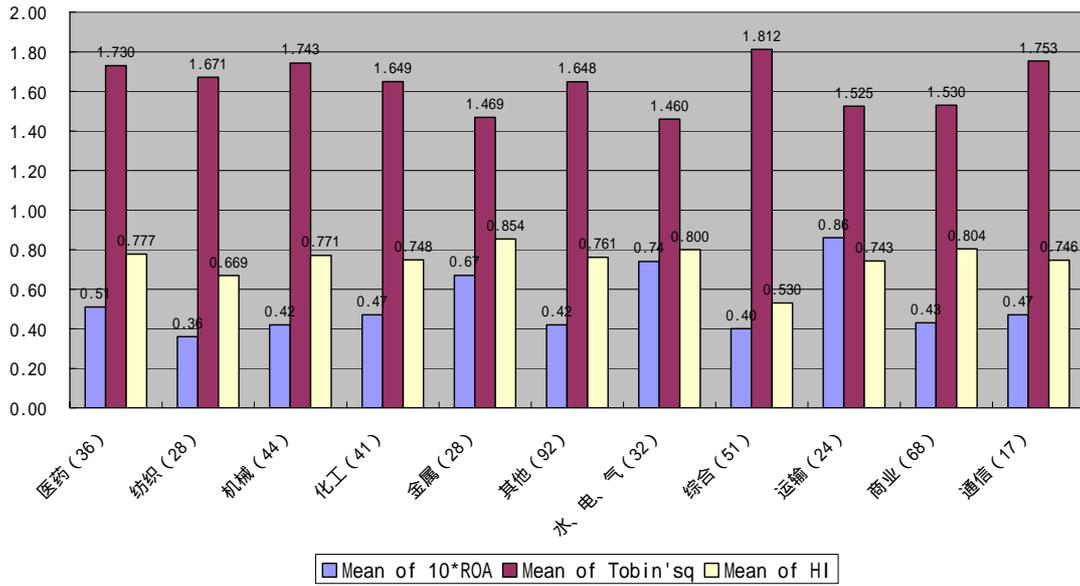
	Tobin's q			ROA			HI		
	平均值	中位数	变异系数	平均值	中位数	变异系数	平均值	中位数	变异系数
2001	1.897	1.777	30.143	0.054	0.057	102.131	0.750	0.797	30.761
2002	1.600	1.488	27.398	0.047	0.046	132.591	0.743	0.784	31.191
2003	1.421	1.316	27.717	0.046	0.050	137.350	0.739	0.760	31.242

表2 多元化程度与公司业绩相关系数 (Spearman)

	平均值	中位数	变异系数	Tobin's q	ROA	HI	EI
Tobin's q	1.639	1.507	31.279		-0.047	-0.081***	0.070***
ROA	0.049	0.051	123.305			0.033	-0.029
HI	0.744	0.782	31.046				-0.991***
EI	0.451	0.405	89.404				

\*\*\*、\*\*和\* 分别表示双尾 t-检验值在 1%、5% 和 10%水平上统计显著，下表同。

图2：多元化程度与公司业绩分行业分析



### 3.2 回归模型与控制变量

鉴于多种因素共同影响公司业绩，本文建立如下混合回归模型检验多样化程度对公司业绩的影响：

$$Y_i = \alpha + \beta_1 \cdot DIVA_i + \sum_{k=2}^M \beta_k CONT_i + \delta_i$$

$Y_i$  表示公司业绩，分别取Tobin's q和ROA； $DIVA_i$  为多元化指标，表2显示，收入赫芬德尔指数与收入熵高度相关，因此回归用赫芬德尔指数； $CONT_i$ 为控制变量组。

本文选择的控制变量名称和计算方式 分别为：公司规模 (SIZE)，总资产 (万元) 的对数；财务杠杆 (LEVER)，长期负债除以长期负债与股东权益之和；国家股比重 (SO)；国家股总数除以公司股份总额；每股经营活动净现金 (CASH)，经营活动净现金流量除以总股数；公司年龄 (AGE)，以上市时间为始点；行业虚拟变量 (D)，根据图2的行业划分，如果公司属于指定的行业，则取值为1，否则为0；市场行情 (MARK)，中信/标准普尔300指数 的对数，该变量用于对Tobin's q的回归；(行业经济景气程度 (IND)，行业经济景气指数 的对数，该变量用于对ROA的回归。

控制变量的选择基于如下考虑：一、普遍的研究表明，公司规模和资本结构影响公司经营成果和市值；二、股权结构与公司业绩的实证研究表明，不同性质的股权对公司价值具有不同的影响；三、经营现金流量是公司持续经营的保障；四、在市时间的长短对公司资源的获取和竞争能力可能有积极影响；五、图2反映，不同行业公司业绩和多元化程度差异明显，而不同的行业具有不同的特质；六、公司绩效与市场、经济环境相关。

### 3.3 回归结果分析

公司规模、负债率、国家股比重、每股经营现金流量的计算取年度期初和期末的平均值，进行平滑处理，与 Tobin's q、ROA 的计算保持一致。

中信/标准普尔 300 指数，样本股是中国 A 股上市公司中市值最大和最具流动性的 300 家公司，是较好的描述市场总体趋势的指标，本研究取年度日平均值。

行业景气指数为季度指标，分为总体、工业、交通运输、批发零售等 7 大类，本文对样本公司的行业按此标准重新划分，取年度平均值。

文章以普通最小二乘法 (OLS) 进行回归, 表6提供了总体混合横截面回归结果。由表可见, 各模型的F值皆在1%水平显著; 方差-膨胀因子 (VIF) 皆小于2, 表明结果不受多重共线的影响; 模型3调整后的判定系数最高, 意味着最高的解释力。

Tobin's q和ROA是从不同角度衡量公司业绩, 表3的各个模型都显示, 多元化程度与其没有显著的关系, HI对Tobin's q和ROA的偏回归系数的t 检验值分别为0.306和-0.206, 说明总体而言, 多元化程度不是影响公司业绩的关键因素。该结果的可靠性建立在各控制变量对公司业绩的影响皆能得到合理解释的基础上。

表3显示: 公司规模与Tobin's q显著负相关, 而与ROA 显著正相关, 前者与普遍的经验证据一致, 即一方面小公司具有较高的投资价值, 后者符合我国绩优大盘股的状况, 说明大公司实力强, 能够占有更多资源, 市场稳定, 收益良好; 公司年龄与公司业绩显著正相关, 说明上市早的公司能够获取更多的资源, 比在市时间短的公司具有更多的竞争优势; 负债水平与公司业绩显著负相关, 符合我国的现实。有关研究表明, 我国上市公司偏好股权融资, 而进行股权融资, 增发配股要符合证监会的要求, 收益差的公司只能选择负债融资, 同样这类公司也得不到市场的认同。该结论与一些学者对新兴市场 and 转型国家的研究是一致的 (e.g., Khanna and Palepu, 1997; Li and Wong, 2003) [10][12]; Tobin's q与国家股比重显著负相关, 与市场行情显著正相关, 前者与我国学者对股权结构与公司价值的研究一致, 后者表明公司市值随市场持续下跌而降低; 现金流量与ROA显著正相关, 说明良好的经营现金流是公司持续经营的保障; 行业类别对公司业绩具有显著的影响, 表明不同的行业具有不同的特质, 市场对不同的行业也有不同的反应。比如, 水电气行业具有相当程度的垄断性, 其他条件相同的情况下, 该类行业公司能获得较高的垄断收益。当然, 行业类别与ROA之间关系的稳定程度要高于Tobin's q, 原因在于市场的易变性。

### 3.4 稳健性检验

本文从以下两方面进行稳健性检验 (robustness test): 一、剔除指标异常值后, 分别用HI和EI作为解释变量进行混合回归。根据切贝晓夫定理, 利用Z分数对公司业绩和多元化程度指标变量进行异常值检验, 经验法则表明Z分数的绝对值超过3的为异常值。经检验, HI和EI不存在异常值, 异常值仅存在于Tobin's q和ROA, 剔除后观察值分别为1363和1351个。二、对剔除异常值后的样本, 控制变量取年末时点值进行回归。实证结果与原样本基本一致, 变化在于调整后的判断系数提高, 方差-膨胀因子也有所提高, 但仍在允许范围内, 最大值为2.200。另外, 本文也以公司从事的行业数作为解释变量进行验证, 结果仍然一致, 对Tobin's q、ROA回归, 解释变量 (N) 偏回归系数的t检验值分别为0.177和-1.118。

### 3.5 进一步检验

上述总体性回归分析, 忽略了行业差异和不同程度多元化的影响, 可能导致结论简单化, 这是国内研究普遍存在的问题。因此, 本文进一步对样本按多元化程度分组和分行业进行检验, 这样在一定程度上也可以缓解多元化程度与公司业绩线性假设所产生的问题。

与图1的划分一致, 把样本公司分成专业化、低度、中度和高度多元化4组, 对后3组分别进行混合回归, 结果见表4。表中显示, 高度多元化对公司ROA在10%水平有显著的负面影响 ( $t=1.885$ ), 各控制变量与业绩间的相关性及显著性基本不变。表5提供了分行业的检验结果, 表中显示, 水电气行业和纺织行业公司的多元化程度与Tobin's q分别在10%和5%水平显著正相关,  $t$ 值分别为-1.724和-2.222; 综合行业公司的多元化程度对ROA在1%水平有显著的负面影响 ( $t=2.930$ ), 其他行业的公司多元化程度与业绩无关。另外, 对纺织、水电气和综合行业, 剔除Tobin's q和ROA异常值进行稳健

由于篇幅的限制, 本文未报告稳健性检验的详细结果, 有兴趣的读者可以向作者索取。

---

性检验，结果基本相同。

分行业检验存在的问题是，公司年龄、财务杠杆和国家股比例等控制变量，对公司业绩的影响有的失去显著性，有的方差-膨胀因子（VIF）较高，最大达3.085，可能的原因是样本量大幅减少。

表3 多元化经营与公司业绩混合回归

变量	Tobin's q			ROA		
	1	2	3	1	2	3
常数	5.931*** ( 33.558 )	5.819*** (31.098)	-5.528*** ( -7.853 )	-19.699*** (-8.236)	-12.216*** (-4.995)	13.678 ( 0.781 )
公司规模	-0.360*** ( -24.352 )	-0.347*** (-21.875)	-0.349*** ( -23.047 )	1.792*** (8.999)	1.137*** (5.480)	1.041*** (4.735)
公司年龄	0.0004 ( 0.096 )	-0.001 (-0.152)	0.027*** ( 5.795 )	0.406*** (6.508)	0.354*** (5.852)	0.406*** (6.211)
财务杠杆	-0.126** ( -2.099 )	-0.124** (-2.072)	-0.157*** ( -2.866 )	-3.063*** (-3.775)	-2.797*** (-3.570)	-3.135*** (-3.972)
多元化程度(HI)	-0.059 ( -1.184 )	-0.025 (-0.504)	0.015 ( 0.306 )	0.718 (1.017)	0.170 (0.257)	-0.143 (-0.206)
国家股比重		-0.146*** (-3.263)	-0.136*** ( -3.267 )		-0.491 (-0.837)	-0.788 (-1.304)
每股经营活动净现金		-0.018 (-0.609)	-0.025 ( -0.932 )		3.909*** (10.130)	3.621*** (9.267)
D ( 金属制品 )			0.180*** ( 3.641 )			0.716 (0.997)
D ( 水电气 )			0.027 ( 0.592 )			1.484** (2.211)
D ( 综合 )			0.090** ( 2.188 )			-0.580 (-0.937)
D ( 运输 )			0.058 ( 1.138 )			2.093** (2.544)
D ( 商业 )			-0.172*** ( -4.810 )			-0.401 (-0.677)
			...			...

市场行情/行业景气			1.617*** ( 16.961 )			-5.127 (-1.302)
调整后的R <sup>2</sup>	0.315	0.319	0.455	0.083	0.146	0.154
F	159.688***	108.968***	68.985***	32.308***	40.434***	15.806***
Max(VIF)	1.034	1.201	1.598	1.034	1.146	2.016

行业影响只报告显著项目

表4 多元化程度与公司业绩分组回归

变量	Tobin's q			ROA		
	低度多元化	中度多元化	高度多元化	低度多元化	中度多元化	高度多元化
常数	-5.371*** (-4.157)	-4.833*** (-3.353)	-7.411*** (-5.183)	25.405 (0.712)	18.827 (0.502)	20.956 (0.641)
公司规模	-0.298*** (-11.484)	-0.407*** (-13.275)	-0.388*** (-11.158)	0.528 (1.298)	1.297** (2.742)	0.982** (2.390)
公司年龄	0.018** (2.172)	0.048*** (4.905)	0.041*** (4.589)	0.579*** (4.460)	0.396** (2.708)	0.326*** (3.174)
财务杠杆	-0.235 (-1.456)	-0.151* (-1.890)	-0.365* (-1.943)	-12.265*** (-4.482)	-2.714** (-2.119)	-1.255 (-0.563)
多元化程度(HI)	-0.414 (-1.462)	0.554 (1.676)	0.256 (1.011)	-3.100 (-0.697)	0.197 (0.039)	5.560* (1.855)
国家股比重	-0.087 (-1.181)	-0.111 (-1.323)	-0.156* (-1.854)	-0.701 (-0.604)	1.609 (1.242)	-1.429 (-1.431)
每股经营活动净现金	-0.044 (-1.056)	-0.014 (-0.364)	-0.104 (-1.571)	2.909*** (4.437)	2.157*** (3.713)	4.590*** (5.818)
市场行情/行业景气	1.586*** (9.341)	1.536*** (7.990)	1.930*** (10.129)	-5.417 (-0.736)	-6.970 (-0.907)	-7.158 (-1.059)
调整后的R <sup>2</sup>	0.459	0.538	0.432	0.148	0.199	0.186
F	20.726***	19.000***	19.925***	5.027***	4.848***	6.687***
Max(VIF)	2.334	1.615	2.256	3.085	1.831	2.573

由于篇幅限制，表4未报告行业类型的影响。

表5 多元化程度与公司业绩分行业回归

变量	Tobin's q			ROA		
	纺织	水、电、气	综合	纺织	水、电、气	综合
常数	-2.800 (-1.025)	-1.025 (-0.515)	-10.651*** (-3.195)	-162.647 (-1.187)	-27.031 (-0.456)	42.301 (0.567)
公司规模	-0.556*** (-8.703)	-0.278*** (-5.910)	-0.347*** (-5.020)	0.858 (0.692)	0.676 (1.219)	2.296*** (3.750)
公司年龄	0.071*** (3.500)	0.021 (1.447)	0.083*** (4.370)	-0.524 (-1.320)	0.493*** (2.965)	0.224 (1.341)
财务杠杆	-1.216** (-2.279)	-0.022 (-0.100)	-0.283 (-0.659)	-9.406 (-0.910)	-5.432* (-2.125)	42.301 (0.159)
多元化程度(HI)	-0.347* (-1.724)	-0.314** (-2.222)	0.118 (0.425)	-5.236 (-1.343)	1.056 (0.634)	6.774*** (2.930)
国家股比重	-0.108 (-0.674)	-0.056 (-0.438)	-0.254 (-1.039)	-1.796 (-0.578)	-0.393 (-0.261)	-1.905 (-0.837)
每股经营活动净现金	0.098 (0.916)	-0.036 (-0.456)	-0.069 (-0.461)	4.714** (2.267)	6.139*** (6.601)	3.432** (2.603)
市场行情	1.580*** (4.137)	0.880*** (3.209)	2.310*** (5.148)	33.160 (1.188)	3.957 (0.325)	-14.776 (-0.946)
调整后的R <sup>2</sup>	0.564	0.457	0.273	0.084	0.500	0.139
F	16.316***	12.423***	9.162***	2.087	14.556***	4.499***
Max(VIF)	1.540	1.526	1.212	1.563	1.788	1.198

由于篇幅的限制，本文仅报告纺织、水电气和综合三个行业的检验结果。

## 4 结论

本文以 461 家上市公司为样本,利用 2001-2003 年间的有关数据,意在研究非相关多元化经营对公司业绩的影响,进而对多元化经营的性质做出判断。根据上述实证结果,可以得到的结论是:

1. 作为一种经营战略,多元化是中性的,但过度多元化损害公司业绩。

总体回归分析,未发现样本公司多元化程度与公司业绩之间具有显著的关系;分行业检验,既发现了溢价的证据,也发现了折扣的证据。二者结合说明,多元化是中性的。

按多元化程度分组检验,发现高度多元化对 ROA 产生显著负面影响;分行业检验,发现综合行业多元化程度与 ROA 显著负相关,该类行业属于高度多元化经营,HI 的平均值为 0.530。二者结果具有一致性,说明过度多元化会使协同作用降低,导致内部资本市场负效应,对公司业绩有负面影响。

2. 市场对不同行业的多元化经营有不同的反应。

分行业检验发现,水电气和纺织行业,多元化对公司 Tobin's q 有显著正向影响,二者多元化水平(HI)分别为 0.800 和 0.669,分别属于低度和中度多元化经营,而同处于该水平的其他行业,多元化与 Tobin's q 无显著关系,说明市场对不同行业的多元化经营具有不同的反应,原因是不同的行业具有不同的特质。比如,纺织行业已处于产业成熟期,获利能力有限,适度多元化能够拓展发展空间,增加未来的盈利能力。

不可否认,不同的结论受样本选择、研究期间、研究方法的多重影响。相比以前的研究,本文的改进之处在于,分别以财务和价值指标衡量公司业绩防止结论的冲突;在总体检验的基础上,进一步进行分行业和分组的检验,避免结论的简单化。当然,本研究存在一些局限:一、研究期间较短,直接将当年的变量数据进行回归,忽略了多元化战略实施滞后性对公司业绩的长期影响;二、对 ROA 的检验,校正判定系数偏低,说明一些因素尚未考虑到,比如管理水平、公司治理等;三、尽管发现行业特质对公司业绩和多元化程度的影响,但没有进一步深入考察;四、没有考虑实施多元化战略方式对公司业绩的影响,并且假定多元化与公司业绩之间呈线性关系等。这些问题有待于以后进一步研究。

## 参考文献

- [1] AGGARWAL, R. AND A. SAMWICK, 2003, Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *Journal of Finance* 58, 71-118.
- [2] BERRY, C.H, 1975, *Corporate Growth and Diversification*, [M], Princeton, N J: Princeton University Press.
- [3] BERGER, PHILIP G. AND EIL OFEK. 1995, DIVERSIFICATION'S EFFECT ON FIRM VALUE, *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 01(37):39-65.
- [4] CLAESSENS, S., S. DJANKOV, AND H. P. LANG, 2000, the separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- [5] Gertner, R., D. Scharfstein and J. Stein, 1994, Internal versus external capital markets. *Quarterly Journal of Economics* 109, 1211-1230.
- [6] Jacquemi A.P, and C.H, Berry, 1979, Entropy measure of diversification and corporate growth . *The*

---

journal of industrial economics. No. 4, 359-369.

[7] Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

[8] Jose, L, Nichols,M,and Steven, L,1986, Contributions of Diversification, Promotion and R&D to the Value of Multiproduct Firms,[J],*Financial Management*,vol.15,no.4pp.33-42.

[9] Khanna, T, and Palepu, K, 1997, Why focused strategies may be wrong for emerging market, *Harvard Business Review*, 75/4, 41-51.

[10] Lins, K. and H. Servaes, 2002, Is corporate diversification beneficial in emerging market? *Financial Management* 31, 5-31.

[11] Li , Ming fang and Wong Yim-Yu ,2003, Diversification and Economic Performance: An Empirical Assessment of Chinese firm , *Asia Pacific Journal of management* 20, 243-265.

[12] Lang, L. and R. Stulz, 1994, Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy* 102, 1248-1291.

[13] Rumelt.R.P , *Strategy, Structure and Economic Performance* Division of Research, [M] Harvard Business School,Boston,MA.1974.

[14] Stulz, R., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

[15] Villalonga , B, 2004, Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. *Journal of Finance* , 59, 479-506.

[16] Weston, J, 1970, The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review* 44, 66-80.

[17] 金晓斌、陈代云等.公司特质、市场激励与上市公司多元化经营.[J], *经济研究*,2002,(9):76-78.

[18] 刘力. 多元化经营及其对企业价值的影响. [J] , 1997 , *经济科学* ,(3) .

[19] 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研究 . *经济发展论坛*工作论文. 2005.1 <http://www.ccf.org.cn>.

[20] 姚俊、吕源等. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究 . [J], *管理世界* , 2004 ( 11 ): 119-125.

[21] 张卫国、袁芳等. 上市公司多元化战略与经济绩效关系实证分析 . [J], *重庆大学学报* , 2002 ( 11 ): 135-139.

## **Diversification and Company Performance: Empirical Evidence From China's Public Companies**

YU Peng-yi<sup>1</sup>, JIN Tian<sup>1</sup>

(1. School of Business, Sun Yat-sen University Guangdong Guangzhou 510275 China)

**Abstract:** The relation between diversification and company performance has been a hot spot in corporate finance research in recent years, and opinions on diversification diverge because of diversity in positive research results. This paper explores from different aspect the influence that unrelated diversification has on firm performance using data of 461 Chinese public companies in the period of

---

2001-2003. No significant correlation between them has been found in general inspection. By group testing according to diversification degree, we find that overmuch diversification significantly reduces rates of return on total assets (ROA). By testing different industries, we find that diversification has notable positive correlation with Tobin's q in textile industry as well as in water, electricity and gas industry but remarkable negative correlation with ROA in all-around industry. The research result indicates that as a business strategy, diversification is neutral, but excessive diversification has negative influence on firm performance; and the market responses differently to diversification in different industry due to differences in industrial characteristics.

**Key Words:** Diversification; Company Performance; Public Company; Industrial Characteristics

**收稿日期:** 2006-03-20;

**作者简介:** 余鹏翼, 男, (1971-), 副教授, 安徽霍邱人, 中山大学管理学院工商管理博士后, 主要从事收购兼并问题研究。金天, 男, (1969-), 讲师, 江苏徐州人, 中山大学管理学院会计专业博士, 主要从事财务投资问题研究。