

学校编码: 10384
学号: 17520091150999

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

多元化经营与企业绩效研究
——基于 2002-2010 年的经验证据
A Study of Corporate Diversification and Performance
—the Empirical Evidences Based in 2002-2010

王曙亮

指导教师姓名: 陈少华 教授
专 业 名 称: 会计学
论文提交日期:
论文答辩时间:
学位授予日期:

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2012 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日：

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

多元化经营真的能为企业带来价值的提升吗？对于这个公司财务学中的重要问题，在 20 世纪 80 年代以来西方企业“归核化”运动的大背景下，国外学者对多元化经营与企业绩效之间的关系进行了大量研究并得出很多有意义的结论。不过，在新兴市场加转轨经济制度背景下的中国，企业的外部与内部环境与西方国家都存在较大程度上的不同，这些研究结论对我国企业是否依然有效，是否能够解释我国企业界现有的多元化经营格局，都需要结合我国的特殊背景进行进一步的研究与思考。

通过对已有文献的梳理，本文发现选取不同的企业绩效指标，对多元化与企业绩效关系研究的结论也会有所不同，也就是说，绩效指标的选取可能会影响多元化与企业绩效关系的研究结论。于是本文结合“多元化动因——多元化经营——企业绩效”的影响链条，通过分析不同绩效指标体系的差异和联系，认为会计指标体系是企业绩效评估的基础，并采用以传统会计指标为基础的、现有研究中较少使用的经济增加值(EVA)与资本占用的比值作为企业绩效的度量，以企业的价值创造能力为研究视角，从多元化程度与多元化类型两个角度出发探索多元化经营与企业价值创造的关系。

为此，本文系统整理了 2002 年前于沪、深两市上市的非金融 A 股公司在 2002 年至 2010 年的相关数据，对上述研究目的进行分析，发现在当前中国的制度背景下，多元化企业的价值创造能力低于专业化企业，并且多元化程度越高，则价值创造能力越低。在进一步划分企业的多元化类型后，本文发现不相关多元化企业的价值创造能力低于专业化企业，且随不相关多元化程度的上升而下降，而相关多元化企业的价值创造能力与专业化企业相比却无显著差异，同时本文也未发现相关多元化程度与企业价值创造的显著关系。本文针对该结论进行了相应的稳健性测试，并得出了比较稳健的结果。

关键词：多元化 相关多元化 不相关多元化 绩效 价值创造

Abstract

Can the diversification strategy enhance the enterprise value? It's an important issue in the corporate finance. Therefore, in the background of western enterprises' refocusing tide since the 1980s, foreign scholars have had many literatures on the relationship between diversification and performance and have drawn many important conclusions.

However, China has the background of emerging and transition market currently, so the internal and external environments of China's firms differ from western countries' and these conclusions may lose effectiveness in China. Therefore, based on China's special background, we need to rethink the relationship between diversification and performance.

Based on existing literatures, this paper considers that the research on the relationship between diversification and corporate performance may come to different conclusions, if we selecting different performance indicators. Then, on the basis of the analysis of the difference and connection between many different performance indicators system, this paper considers that the accounting indicator system is the basis of the assessment of corporate performance and the ratio of Economic Value Added (EVA) and the capital to measure corporate performance is an appropriate indicator. Then, this paper uses the degree of diversification and the type of diversification to discuss the relationship between diversification and corporate performance from the perspective of value creation.

In order to accomplish the goal of this research, this paper collects and analyzes the relative financial data (2002-2010) of non-financial listed companies which goes public on Shanghai and Shenzhen Stock Market before 2002, and draw a conclusion that, as to the ability to create value, the diversified enterprises are weaker than the specialized enterprises, and continues to drop with the increase of the degree of diversification. Furthermore, if further to divide the type of diversification, we found that unrelated diversified enterprises are weaker than that of specialized enterprises,

and continues to drop with the increase of the degree of unrelated diversification. However, there is no significant difference between related diversified enterprises and specialized enterprises. At the end of this paper, we conduct some robustness tests to prove these conclusions are robust.

Key Words: Diversification; Related Diversification; Unrelated Diversification; Corporate Performance; Value Creation

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 引言	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究内容与安排	2
1.3 可能的创新与局限	3
第二章 理论基础与文献综述	5
2.1 多元化经营相关理论	5
2.1.1 多元化经营的内涵	5
2.1.2 多元化经营的类型	6
2.2 多元化经营与企业绩效理论研究回顾	8
2.3 多元化经营与企业绩效实证研究回顾	12
2.3.1 多元化折价论	13
2.3.2 多元化溢价论	14
2.3.3 多元化中性论	15
2.4 研究回顾评述	16
第三章 研究设计	18
3.1 绩效指标分析及选取	18
3.2 我国企业多元化经营背景分析	21
3.3 假设提出	22
第四章 样本选择与分析	25
4.1 样本选取	25
4.2 数据来源	26
4.3 变量定义及计算	26
4.3.1 绩效变量	26
4.3.2 多元化变量	28
4.3.3 控制变量	31

第五章 描述性分析	34
5.1 多元化程度	34
5.2 多元化类型	36
5.3 行业分布	38
第六章 实证分析	40
6.1 描述性统计	40
6.2 回归分析	41
6.2.1 多元化程度与企业绩效	43
6.2.2 多元化类型与企业绩效	45
第七章 稳健性测试	48
7.1 会计准则变化影响的检验	48
7.2 使用替代变量检验	50
7.3 逆向因果问题的检验	53
第八章 结论	56
参 考 文 献	58

Table of Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and the Issues	1
1.2 Framework.....	2
1.3 Improvements and Innovations.....	3
Chapter 2 Theoretical Literature Review.....	5
2.1 Theory of Diversification	5
2.1.1 Conception of Diversification.....	5
2.1.2 Types of Diversification.....	6
2.2 Theory Review of the Effect of Diversification on Performance	8
2.3 Empirical Literature Review of the Effect of Diversification on Performance.....	12
2.3.1 Diversification Discount.....	13
2.3.2 Diversification Premium.....	14
2.3.3 Diversification Neutral.....	15
2.4 Literature Review.....	16
Chapter 3 Research Design	18
3.1 Analysis of Performance Indicator	18
3.2 Institutional Background of the Listed Companies' Diversification in China	21
3.3 Theoretical Analysis and Assumptions	22
Chapter 4 Sample, Data Source and Variables Definition.....	25
4.1 Measurement Basis of the Listed Companies' Diversification in China	25
4.2 Data Source	26
4.3 Variables Definition and Indicators Calculating	26
4.3.1 Performance Indicators	26
4.3.2 Diversification Indicators.....	28

4.3.3 Control Variables	31
Chapter 5 Descriptive Analysis.....	34
5.1 Diversification Degree	34
5.2 Diversification Types	36
5.3 Industry Distribution	38
Chapter 6 Empirical Study	40
6.1 Descriptive Statistics.....	40
6.2 Regression Analysis	41
6.2.1 Effect of Diversification Degree on the Corporate Performance.....	43
6.2.2 Effect of Diversification Types on the Corporate Performance.....	45
Chapter 7 Robustness Test	48
7.1 Influence of Accounting Standard Adjustment.....	48
7.2 Influence of Substitution Variable	50
7.3 Influence of Reverse-causation.....	53
Chapter 8 Conclusion	56
References	58

第一章 引言

1.1 研究背景与意义

多元化经营^①是企业战略的一种重要选择，是“企业发展到一定阶段，为寻求长远发展而采取的一种成长或扩张方式”（Ansoff, 1957），能够使企业发生深刻变革，对于是否采取多元化经营的问题，以美国为代表的西方企业和中国企业似乎在具体的经营实践中给出了不同的选择。

美国自从 1950 年修订《克莱顿法案》后，几乎完全禁止了同行业并购，横向兼并和纵向兼并的有利环境不复存在，取而代之的是混合兼并逐步兴起并因此形成了数量众多的多元化经营企业。但是，自 20 世纪 80 年代以来，企业多元化经营的趋势出现了逆转，众多企业放弃多元化经营战略并纷纷转向实行“归核化”（Refocusing）战略，在美国 500 强企业中，大约 20% 的企业开始进行趋向专业化的资产重组，而只有 8% 的企业在进行谋求多元化经营的重组，也就是说，专业化经营的企业数量在增多，而多元化经营企业的数量则日趋减少（Markides, 1995）。始于 90 年代中期的第五次并购浪潮，更是以“强强联合”为特征，企业通过并购重组实现优势互补，以成为本行业内最大的企业为主要目的。Franco(2004)通过研究也发现，在 1980 年至 2000 年间全球 17 个行业排名前 12 位的大型工业企业中多元化经营企业的数目减少了一半以上，而专业化经营企业数量却上涨了一倍。

相对应的，由于在改革开放以前，我国实行计划经济体制，企业按照国家的要求进行产品生产，并不负责产品的销售，没有实质意义上的经营自主权^②，更无从谈起企业战略的选择问题。但随着改革开放的不断深化与市场经济的持续发展，国家对企业的控制减弱，从而使得企业类型不断丰富、数量逐渐增加，而企业类型和数量的增加使得企业间竞争增强，同时庞大的中国市场逐渐显露出无限的机遇，新行业不断涌现。市场竞争的加剧和新兴行业的吸引，促使越来越多的中国企业开始实行多元化经营模式，向不同行业涉足。虽然 20 世纪 90 年代中后

^① 对于多元化经营，国内有多种译法，如多角化战略、多样化战略、多元化战略等，由于各种译法并无实质性差异，本文在研究过程中并不对译法之间的差异进行分析，几种译法在本文具有同等效力。

^② 在计划经济时代，中国企业基本上都是国有企业和集体企业，经营范围都是由上级政府指定的，所以也就不存在经营自主。

期，多元化趋势有所减缓，但 2000 年之后不少企业又开始启动多元化经营模式，多元化经营与专业化经营的企业数量难分伯仲。例如，联想集团先后涉足手机和房地产行业，甚至带着“国际范”的海尔集团也先后进军电脑产业、生物医药产业、房地产业等与家电无关的行业，而纵览我国其他各行业的领军企业也多发展成为大型多元化企业集团。

综上所述，在实践中，美国企业已经处于从多元化向“归核化”、甚至集中化的战略演进过程中，而中国企业却依旧维系着多元化的发展格局。我们从这种看似矛盾的局面中可以发现很多问题。西方和中国企业对企业多元化经营发展模式的不同态度，是否意味着在当今中国的经济与制度背景下，采用多元化经营的发展模式更能够有效创造价值，提高企业绩效，抑或是多元化发展模式并不能有效提升（甚至损害）价值创造，但中国企业还未像西方企业一样意识到这点？倘若答案是前者，那何以解释巨人、太阳神等众多知名企业均惨遭多元化经营失败？倘若答案是后者，则更难以解释为何更多的知名企业，如复星国际、TCL 等在明知众多多元化经营失败教训的情况下仍然选择加强多元化经营的力度呢？面对如此众多的疑问，这一系列问题的核心——多元化经营和企业绩效的关系——也就成为近年来我国学术界和实务界共同关注的关键，具有重大的学术和实践意义。

基于上述背景考虑，本文采用 2002 年前在沪、深两市上市的非金融类 A 股公司为基础样本，利用 2002 年至 2010 年的上市公司相关数据，探索我国上市公司多元化经营与企业绩效的关系，以期能够结合我国的实际情况更好地了解两者之间的关系，并为企业进行多元化战略决策、实施多元化经营行为提供一定的参考意见。

1.2 研究内容与安排

本文的整体结构安排分为八章，主要内容为：

第一章，引言。阐明本文的研究背景与意义，列示本文的结构安排，最后说明本文研究可能的创新与局限之处。

第二章，理论基础与文献综述。阐释多元化经营的内涵与类型，综述关于多元化经营与企业绩效关系的已有文献，并通过总结和分析已有的研究成果，指明

本文的研究方向。

第三章，研究设计。结合“多元化动因——多元化经营——企业绩效”的影响链条，分析不同绩效指标体系的差异和联系，经过比较选定本文的绩效指标度量方式。阐明我国企业多元化经营的制度背景特征，结合前文的理论基础进行论证分析，提出本文的研究假设。

第四章，样本选择与分析。介绍本文的研究样本及数据来源，定义本文选取的绩效变量、多元化变量及控制变量，并对其计算方法进行相应说明。

第五章，描述性分析。从多元化程度、多元化类型及行业分布三个方面，对本文的主要解释变量和企业的行业分布情况进行描述性分析，以初步了解我国企业的多元化经营现状。

第六章，实证分析。对本文的主要变量进行描述性统计及相关性分析，依据第三章提出的研究设计，建立模型，并对多元化程度、类型与企业价值创造之间的关系进行回归分析，并根据回归结果分析得出本文结论。

第七章，稳健性测试。针对研究中可能存在的问题，从会计准则变化影响、绩效变量变换以及逆向因果问题三方面对本文研究进行稳健性检验，夯实本文结论。

第八章，结论。回顾、提炼本文的结论，并指明文章研究中的不足之处，并对未来的研究方向、研究方法提出一定的展望。

1.3 可能的创新与局限

本文与以往研究的不同在于厘清了不同企业绩效指标之间的差异与联系，并在 Hoskisson 和 Hitt (1990) 的“多元化动因——多元化经营——企业绩效”的研究范式的基础上，指出多元化经营影响企业绩效指标的两条路径：基于会计准则的会计绩效影响路径与基于市场交易的市场绩效影响途径，考虑到前者是后者的基础，本文选取前者作为入手点，以与多元化经营效果直接相关的价值创造为视角，采用已有研究中较少使用的经济增加值（EVA）与资本占用的比值作为企业绩效的度量，来探索多元化与企业价值创造间的关系，以期能够给企业选取多元化战略、进行多元化经营的决策行为提供一定的指导。

由于笔者水平和知识的局限，本文未能对相关多元化经营行为与价值创造的

内在关系与具体作用机理进行较为深入的探讨,同时也未能对实行损害企业价值创造的不相关多元化经营的企业在我国企业中占比较高的现象做出相应的解释,这些也是以后研究的方向。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 理论基础与文献综述

2.1 多元化经营相关理论

2.1.1 多元化经营的内涵

由于研究选取的角度不同，已有文献对多元化经营内涵的理解不尽相同，但总的来说可以归纳为动态和静态的两个角度。

1、动态角度

美国著名学者 Ansoff (1957) 认为“在任何经营环境中，没有一家企业可以认为自身能够不受产品过时和需求枯竭的影响……多元化是企业发展到一定阶段，为寻求长远发展而采取的一种成长或扩张行为”，他通过分析 1909-1948 年美国最大的一百家企业的经验数据，根据市场和产品两个变量总结出企业发展的四种模式：①市场渗透（现有产品和市场），②产品开发（新产品和现有市场），③市场开发（现有产品和新市场），④多元化战略（新产品和新市场）。Penrose(1959) 在 Ansoff (1957) 的研究基础上指出，多元化经营并不放弃原有产品的生产，而是拓展与原有生产、营销活动不同的企业运营活动，从而使最终产品、纵向一体化程度以及企业涉及的行业数量增加。

Robinson (1958) 定义多元化经营为“企业既不像水平一体化那样横向扩张，也不像垂直一体化那样向供销方向延展，而是向不同的、却大致类似的方向扩张”。

Cosh(1987)解释说，多元化经营是现代企业向原有产品和市场之外的领域进行经营活动的过程，是现代工业经济结构的一个主要决定因素，并且对竞争和效率具有重大的涵义。

希尔和琼斯 (2007) 认为多元化战略是企业增加与现有业务不同的新营运项目的过程。

国内学者伊义省 (1997) 将多元化战略看成是企业向新领域扩展的一种成长行为，巫景飞等 (2008) 也认为多元化战略是指企业通过内部成长新建或外部并购的手段进入新领域，从而获得成长与发展的行为。

2、静态角度

从静态的角度看，多元化经营反映出的是企业当前的运营业务涉足多个行业的一种跨行业经营状态，这时多元化经营强调的是一种经营方式。

Gort (1962) 认为，多元化经营是指单个企业的经营活动存在于多个异质性市场，但他同时指出多元化经营和市场异质性并不是同一概念，若仅仅涉及有差异的同类产品或垂直结合方式，则即便涉及多个异质性市场也不属于多元化经营。我国学者康荣平 (1999) 等从行业相关性和市场界定的角度出发，认为多元化经营企业既在多种行业内生产，也在不同市场销售不同种类的产品。汪建成和毛蕴诗 (2006) 则从业务模式出发定义多元化战略，认为多元化战略是指企业的产品或服务跨越多个行业的经营方式。

综上所述，由于研究角度的不同，国内外学者对多元化内涵的理解有所不同，很难得出一个统一的、准确的多元化经营定义，但根据本文的研究目的和数据收集口径的要求，本文在实证回归的分析中倾向于 Gort (1962) 等的静态视角，即认为多元化是指企业同时在两个及以上行业经营，在数据收集口径的具体操作上，本文参考现有文献的做法 (张翼等 2005; 苏冬蔚, 2005)，根据中国证监会行业分类指标体系^③，如果确定公司在两个及两个以上的门类或此类行业中经营，即认为该公司为多元化经营公司。

2.1.2 多元化经营的类型

Ansoff 在其 1965 年的著作《企业战略》中将多元化分为四种类型 (见图 1.1): (1)水平型多元化 (Horizontal diversification)，指企业向原市场生产销售新产品；(2)垂直一体化 (Vertical diversification)，其又可以分为前向一体化经营战略 (Forward integration) 和后向一体化经营战略 (Backward integration)，是指企业的业务分别按照产品的价值链条向前 (深加工、产品销售方向) 或向后 (半成品、原材料方向) 扩展；(3)同心圆型多元化 (Concentric diversification)，指企业的生产技术不变，但生产的产品却与原产品用途不同，其可细分为三类：销售相关型、技术相关型、销售及技术相关型；(4)混合型多元化 (Conglomerate diversification)，指企业生产的新产品、利用的新技术及涉及的新市场均与原有的无关。

^③ 关于中国证监会行业分类指标体系的具体说明见下文。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库