

上市公司多元化经营绩效的统计分析

The Statistical Analysis on Performance of the listed Diversified Corporations

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

2004 年 月 日

论文摘要

从价值上对上市公司多元化经营绩效进行测度与评价具有重要的意义，因为在市场经济条件下，企业价值是决定企业能否在激烈的竞争中得以生存和发展的关键。国外大量的实证结果表明，多元化经营存在折价，而国内对此却少有研究，如何进行实证分析更是尚属空白。为此，本文运用统计方法对其进行深入地研究与实证分析。

首先是对多元化经营的界定。然后以 1996-2003 年在沪深 A 股年报中披露行业资料的公司为研究样本，按照经营情况将它们分为多元化经营公司 and 专业化经营公司，运用超额价值法（EXVAL）分别计算它们的溢价指标，辅以经济增加值（EVA）指标，进行对比分析。得出我国多元化经营上市公司在 1996-1998 年间存在价值增加，而在 1999-2003 年间存在价值损失。在此基础上以溢价指标为因变量，多元化经营哑变量、赫芬德尔指数、资产周转率、资产负债率、总资产、主营业务利润率等为自变量进行多元线性回归，得出影响溢价的因子。其后以 2003 年 A 股年报中行业资料较为全面的多元化经营公司为样本，按照经营的多元化程度将它们分为低度、中度与高度多元化经营公司；按照经营行业的相关度将它们分为无关、低度、中度和高度多元化经营公司，运用 EXVAL 和 EVA 两种方法度量它们的绩效并进行对比分析。得出中度多元化和高度相关多元化经营公司绩效优于其它类型多元化经营公司。

国内关于多元化经营绩效定量评价的文章很少，且大都是以某一年的数据为基础用单一的传统财务指标进行评价，不能反映多元化经营能否提升公司价值。为此，本文创新运用国外前沿的超额价值法和 EVA 方法，并首次将这两种方法综合运用，进行多元化绩效全面评价；然后对各类型多元化经营进行了实证比较分析，并在实证分析的基础上，对我国公司的多元化经营提出对策与建议。

关键词：多元化；绩效评价；企业价值

Abstract

It is significant to measure and value the performance of the listed diversified corporations on the aspect of value. The corporate value is the key to determine whether corporations can survive and develop in the fierce competition of the market. Lots of foreign empirical analysis show that diversification may lead to discount, but that is seldom studied in China, let alone empirical analysis. So this dissertation goes deep into research and empirical analysis with statistical method.

First, this dissertation defines corporate diversification, and then chooses the corporations which have promulgated industry data in Shanghai and Shenzhen stock markets as samples, and divides them into professional and diversified corporations according to their running industry. Second, the research does contrast analysis using EXVAL method as well as EVA index to compute this two kinds of sample corporations' premium index separately, then gets the conclusion that the listed diversified corporations had premium from 1996 to 1998, however discount from 1999 to 2003. On the basis of previous analysis, premium index is chosen as dependent variable, dummy variable of corporate diversification, Herfindahl index, velocity of asset, debt rate of asset, gross asset and profit margin of dominating operation as dependent variable to do multiple linear regression. Thus gets factors which affect premium. Then the research chooses the corporations whose data were detailed in 2003 as samples, and divides them into low, medium, high level diversification according to degree of diversification and relevant, irrelevant diversification according to relativity of industry, then makes a statistical analysis of the performance among low diversification, medium diversification, high diversification and between relevant and irrelevant

diversification, the conclusion is that the performance of the relevantly-diversified and secondarily-diversified corporations are higher than that of others.

There are few articles on quantitative appraisal of the performance of corporate diversification in China, and most of them have only analyzed a single financial index basing on one-year data, which can't show whether corporate value are raised or not. So the research chooses eight-year data, and uses the EXVAL and EVA approaches which are advanced overseas and initially used synthetically to do comprehensive appraisal in China. Then does empirical analysis and compare among different kinds of the diversified corporations. At last, the research makes some proposals basing on the empirical conclusions to corporate diversification.

Key words: diversification; performance appraisal; corporate value.

目 录

引 言	1
一、问题提出与研究意义	1
二、研究框架与主要内容	2
三、文献综述	3
第一章 多元化经营的沿革	7
第一节 多元化经营的界定	7
第二节 多元化经营的由来与发展	7
第三节 多元化经营的分类	11
第二章 多元化经营绩效理论分析	16
第一节 多元化经营动因	16
第二节 多元化经营的成本与收益	18
第三节 多元化与企业绩效的度量	22
第三章 我国上市多元化经营公司绩效的实证分析	26
第一节 数据来源和分析方法	26
第二节 多元化经营的绩效实证	29
第三节 实证结果的成因分析	31
第四节 实证结果的对比分析	37
第四章 上市公司多元化经营分类绩效分析	44
第一节 数据来源和分析方法	44
第二节 各种程度多元化经营绩效分析	46
第三节 各种相关度多元化经营绩效分析	48
第五章 我国多元化经营企业的对策建议	51
第一节 追求适度规模	51
第二节 选择相关行业	52
第三节 构建核心竞争优势	53
结 束 语	56
参考文献	57

Table of Contents

Introduction	1
Section one: Question and significance.....	1
Section two: Framework and contents.....	2
Section three: Literature review.....	3
Chapter one: Summary of corporate diversification	7
Section one: Definition of corporate diversification.....	7
Section two: Origin and development of corporate diversification.....	7
Section three: Classification of corporate diversification.....	11
Chapter two: Academic analysis on the performance of corporate diversification	16
Section one: Motive of corporate diversification.....	16
Section two: Cost and profit of corporate diversification.....	18
Section three: Measuring approach of the performance and diversification.....	22
Chapter three: Empirical analysis on the performance of the listed diversified corporations in China	26
Section one: Source of data and approach of analysis.....	26
Section two: Empirical analysis of the performance.....	29
Section three: Factor analyzing of the empirical conclusion.....	31
Section four: Contrast analysis of the empirical conclusion.....	37
Chapter four: Analysis on the performance of different kinds of diversified corporations	44
Section one: Source of data and approach of analysis.....	44

Section two: Analysis on the performance of different degree of diversified corporations.....	46
Section three: Analysis on the performance of different relevant degree of diversified corporations.....	48
Chapter five: Advice for corporate diversification in China.....	51
Section one: Looking after proper scale.....	51
Section two: Choosing relevant industry.....	52
Section three: Constructing core competitive advantage.....	53
Concluding comments.....	56
Reference.....	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

引 言

一、问题提出与研究意义

多元化经营是企业的一种重要发展战略，一直广受关注。随着我国经济的发展，企业多元化经历了被质疑、热追、再被质疑的历程。在一批敢为天下先的企业初试多元化经营时，招致媒体、学界一片质疑。这些逆风而上的企业的多元化经营成功，使股民、未多元化经营的企业看到了希望，多元化经营因此成了股民和一些企业经营者眼中的聚宝盆。之后，一大批盲目进行多元化经营企业的倒闭，使得人们对多元化经营再次持怀疑态度。在这时就需要一些客观全面的绩效评价结论帮助人们理性看待多元化，也让企业经营者在选择多元化经营时做出更明智的选择。而目前我国对企业多元化与绩效关系的研究尚处在国外理论的简单介绍和摸索阶段，关于是否要实行多元化、怎样实行多元化的争论更多的是在理论层面上进行，缺乏实证的支持。

现仅有的实证分析基本上是以一年的数据作为样本，且都是以单一的财务指标:资产收益率、每股收益等来衡量的。这样的评价存在的明显不足就是:

- 1、所选财务指标反映多元化经营是否提升公司价值方面能力较弱，而多元化经营的根本目的是提升公司价值。企业价值是市场经济条件下企业生存和发展的基础,反映了企业在未来为其所有者不断提供投资回报的能力。因此判断多元化经营绩效的根本标准之一就应该是看多元化经营提高企业价值的的能力。

- 2、分析样本过少，得出结论缺乏代表性。

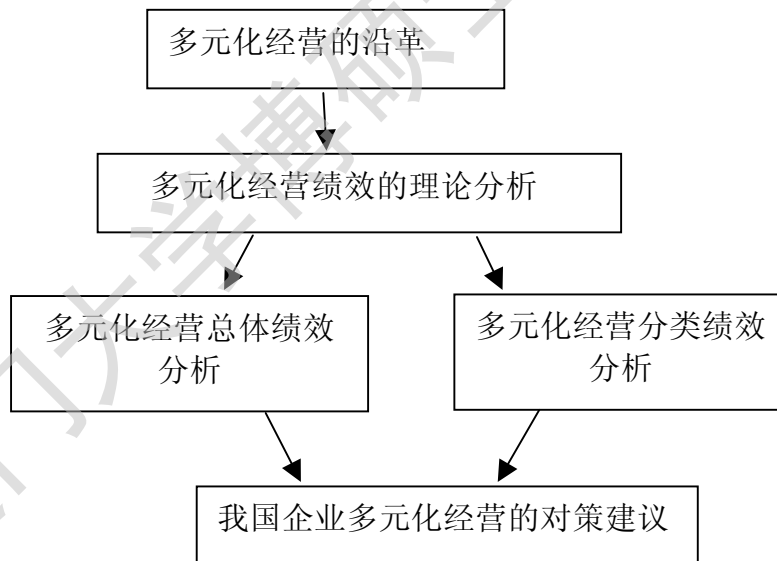
- 3、所选指标单一，评价结果缺乏全面性。

为解决这些问题就需要在加大样本的同时，设计并建立直接反映公司价值提升情况的全面评价指标对多元化经营的经营绩效进行评价。

本文将以大样本为基础，采用国外通行的直接反映公司价值提升状况的超额价值和 EVA 两种指标，分析多元化经营对公司价值的提升情况。这样的研究将有助于股东和企业经营者更加理性、全面和客观地评价多元化经营的绩效，在是否多元化经营、如何多元化经营上做出合理的选择，以求股东利益最大化及避免社会资源的浪费。

二、研究框架与主要内容

本文以 1996-2003 年在沪深 A 股上市的 2730 家披露分行业资料的多元化经营公司、1740 家专业化经营公司为样本，对我国多元化经营公司在价值领域的绩效进行全面评价。研究路线图为：



本文的具体研究按下面的方式展开。

第一章：多元化经营的沿革。介绍多元化经营的概念、产生和发展、分类等。

第二章：多元化经营绩效的理论分析。从是否提升企业价值角度出发探讨了多元化经营的动因、成本收益及多元化与经营绩效的度量方法。

第三章：我国上市多元化经营公司绩效的实证分析。以 1996-2003 年在沪、深 A 股年报披露分行业资料的多元化和专业化经营公司为样本，用超额价值法(EXVAL)分别分析他们的超额价值并进行对比分析，得出多元化经营是否提升公司价值，并在此基础上用多元化线性回归分析，探讨影响多元化经营企业价值提升的因素。

第四章：多元化经营分类绩效的实证分析。以 2003 年 A 股年报中有详细行业资料的多元化经营公司为样本，按照多元化程度及经营行业的相关度将它们分为低度、中度、高度多元化经营公司及相关多元化与无关多元化经营公司，用 EVA、EXVAL 两种方法对比分析低、中、高度多元化经营之间及相关与无关多元化经营之间的绩效差异。

第五章：我国企业多元化经营的对策建议。通过前面的实证分析结论对我国企业的多元化经营提出三方面的建议。

三、文献综述

(一) 国外综述

自 80 年代以来，国外学者对企业多元化经营的绩效进行了大量的实证研究，较为重要的研究成果有如下几个。

1、Philip G.Berger & Eli Ofek 的研究。他们对 3600 多家年销售额 2000 万美元以上的企业在 1986-1991 年间的经营状况和财务数据进行了分析研究。为了比较多元化经营与专业化经营对价值的影响，他们利用多元化经营企业各经营方向上的有关财务数据构造了相应的价值乘数，并利用这些乘数求出各经营方向独立经营时的价值，汇总后得到这些经营方向单独经营时的虚拟总价值 IV。然后，他们用多元化经营企业的实际价值 V 与各经营方向单独经营时虚拟总价值之比的自然对数 $\ln(V/IV)$ 作为评价多元化经营

对企业价值影响的指标。

他们的研究结果显示，以资产乘数转换，企业因实行多元化经营导致企业价值下降 12.7%；以销售乘数法转换，企业价值下降 14.4%；以税息前收益（EBIT）乘数转换，企业价值下降 15.2%。上述价值分析是对企业价值总额（负债的账面价值与权益的市场价值之和）进行的，如果仅考虑股东权益的价值，则损失将更大，他们估计损失范围大约在 18.1%至 21.7%之间。从绝对数来看，利用资产总额乘数分析，平均每家企业在 1986-1991 年间共损失 2.35 亿美元，以样本中 850 家多元化经营企业计，损失总额达 2000 亿美元。Berger 和 Ofek 还对多元化经营对企业盈利的能力影响做了研究，结果表明，多元化经营导致企业盈利的下降，多元化经营企业的 EBIT/总资产和总资产收益率都比单一化经营企业有所降低。

2、Comment 和 Jarrell 的研究。他们利用 1978-1989 年间的对纽约证券交易所和美国证券交易所的上市公司在经营方向集中化（即经营方向单一化）趋势做了实证研究。他们选择了五个反映企业经营方向上的集中度的变量：

（1）报告只在一个行业方向上从事经营活动的公司占总公司的比例；（2）公司管理当局报告的公司从事经营活动的行业方向数量；（3）Compustat 数据库根据美国标准行业分类（SIC）编码 4 位数分类标准所确定的平均每一公司所从事的行业方向数量（根据该数据库的分类标准，每一行业方向最多包含两个以四位数为分类标准的分类方向）；（4）根据销售收入计算的 Herfindahl 指数；（5）根据资产总额计算的 Herfindahl 指数。

Comment 和 Jarrell 对企业价值与公司经营方向集中度之间的关系研究表明，经营方向的集中能够有效地提高公司股票的收益率；对企业现金流量和资本结构的研究显示，多元化经营在提高企业资产负债率和内部资金市场利用方面并未显示出明显的作用；而他们对不同时期样本企业构成的研究表明，80 年代以来进入样本集合的样本企业的经营方向集中度明显高于退出样本集合的企业，显示出企业经营方向集中化的趋势。

3、Henri Servaes 的研究。60 至 70 年代是美国企业多元化经营兴起和蓬勃发展的年代，在这一时期，美国企业间的混合兼并（指不同行业企业间的兼并）达到了高潮。据 Ravenscraft 和 Scherer 的研究，1956 年至 1963 年，混合合并仅占制造业合并的 18.4%，而在 1964 至 1972 年之间，这一比例为 32%。进入 80 年代以后，多元化经营在美国走下坡路。Servaes 对 1961 至 1976 年间企业混合合并（即走向多元化经营）的研究（他选取了 1961、1964、1967、1970、1973 和 1976 这 6 年的数据进行研究），是为了探讨在多元化经营兴起时期，其对价值的影响是正是负。

Servaes 对反映企业价值的多元化经营企业和单一化经营企业的 Tobin Q [企业的市场价值（权益资本的市价和债务资本的账面价值之和）与其账面价值之比] 做了比较研究，其研究表明，自 1961 年至 1976 年，美国企业多元化经营呈上升趋势。在其选择的样本集合中，单一经营方向的企业在企业总数中所占的比例 1961 年为 54.4%，1976 年下降为 28.4%。同时在四个或四个以上的行业方向上从事经营活动的企业数 1961 年仅为 8%，1976 年上升到 30%。每一企业从事经营活动的平均行业方向数 1961 年为 1.74，1976 年上升到 2.70。同时 Servaes 发现，在这一时期，专业化经营的 Tobin Q 值明显高于多元化经营企业。1961 年至 1970 年间，单一化经营企业 Tobin Q 的平均值与多元化经营企业相比，最高相差 0.73，最低相差 0.34，但在 1973 年至 1976 年间，这一差距大大缩小，相差只有 0.04 左右。Servaes 指出，通过他的研究，他认为企业价值下降是企业多元化经营的结果，而不是企业多元化经营的原因。

Servaes 在研究中还发现，企业内部人持股比例对企业多元化经营政策的选择有很大的影响。内部人持股比例高的企业，在多元化经营使企业价值损失较大的年代（1961-1970）较多地注意保持经营方向的集中，而在多元化经营使企业价值损失较小的年代（1973-1976），这些企业率先实行多元化经营以分散风险。

(二) 国内综述

我国对多元化经营绩效进行定量评价的文章很少，从价值领域衡量多元化经营的绩效目前尚无有影响的结论。在其他指标衡量方面，较为具体的有以下几个。

1、尹义省(1999)通过对 292 家我国大型企业的实证研究，得出如下结论 (1) 低度多元化企业绩效显著高于实行相关多元化、非相关多元化和高度多元化企业的绩效，反映了中国企业多元化的被动特征；(2) 相关多元化企业的效益显著高于非相关多元化企业；(3) 高度多元化企业与非相关多元化企业之间经济效益差异不显著。

2、朱江(1999)利用 1997 年 146 家上市公司年度财务报告中的资料，对多元化战略与经营绩效之间的关系进行定量分析，得出如下几个结论：(1) 从整体上看，多元化程度与其经营业绩之间没有显著的因果关系；(2) 企业多元化经营虽然没有产生出较高的经营利润水平，却能够降低经营风险，减少利润水平的大幅度波动。

第一章 多元化经营的沿革

第一节 多元化经营的界定

多元化经营是指企业经营不只局限于某一产品或涉足单一行业,而是同时生产多种产品或涉足多个行业。如何衡量企业是否多元化,按照国际学术界的惯例,是以国家(或国际)标准产业分类为依据,在大多数情况下以四位数行业分类为标准。

美国学者赖利(L. Wrigley)于1970年首次提出以一个企业的某一类产品的销售额占总销售额的比重来测量该企业的多元化程度,并以此划分出企业的四种类型如下表1-1所示:

表 1-1 多元化经营企业分类

某一产品占销售额比重	企业类型	多元化程度
≥95%	单一产品	(专业化)
<95%, ≥70%	主导	低度
<70%, 产品相关	相关多元化	中度
<70%, 产品无关	无关多元化	高度

赖利的这种分类依据及四种基本类型,已被国际学术界广泛采用,成为一种研究的范式。

第二节 多元化经营的由来与发展

就多元化经营的由来和发展而言,至今为止,国际学术界的研究绝大部分都是关于美国等先进国家企业发展道路。其中,美国企业的发展里程碑普遍被认为是最具代表性,也是最正统的发展道路。在这里,我们就以

美国企业作为分析的主要对象。

一、美国企业的多元化进程

美国企业的多元化进程从现代企业的形成开始，至今可以分为四个阶段：

1、现代企业的形成（19 世纪中叶至 20 世纪初）

19 世纪中叶，人类社会中企业制度创新的中心从英国转移到了美国，以需要大量内部管理和复杂组织形式的铁路公司为先代的现代企业兴起。美国由于其独特的经济和社会条件，成为现代企业的发源地。现代企业是“把大规模生产过程和大规模分配过程结合于一个单一的公司之内而形成的”（A.D.Chandler,Jr 钱德勒）。

2、企业多元化经营起步（本世纪 20-40 年代）

美国经济史学家钱德勒（A.D.Chandler,Jr）、高特（M.Gort）等人的研究证明，美国企业的多元化经营是从本世纪 20 年代开始起步的。这可以从数量和企业结构两个方面的变化来说明。

（1）企业新（行业）产品数量增加。钱德勒教授指导他的两个学生，对近百家美国大企业产品多样化的历史发展进行了分析统计，结果如表 1-2。很显然，1919-1929 年间的变化是最大的；产品种类在 5 个以上的大企业所占比重从 23.6%猛升至 44%。从该表还可以看出，美国企业多元化发展在第二次世界大战期间放慢了速度。

表 1-2 美国最大工业企业产品多样化状况

产品类	1 个	2—4 个	5—9 个	≥10 个	企业总数
1909 年	36	46	14.4	3.6	83
1919 年	37	39.4	19.1	4.5	89
1929 年	28	28	34.2	9.8	82
1935 年	14.6	28	36.7	20.7	82
1948 年	14.4	19.3	37.4	28.9	83
1960 年	4.4	21	37.8	36.7	90

注：按四位数行业标准划分产品数。资料来源：P.Porter,H,Livesay,1969.

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库