

多元化究竟是“馅饼”还是“陷阱”?

——基于产出效率视角的实证研究

魏志华 李常青

(厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

摘要:多元化作为公司发展的一种战略举措,对公司绩效有重要影响。与现有研究不同,基于产出效率视角,以全要素生产率(TFP)作为公司绩效指标,采用平衡面板数据分析来考察具有更强经济动因下的中国上市公司多元化与公司绩效的关系。实证研究发现,上市公司多元化程度与产出效率显著负相关,这意味着盲目多元化对上市公司而言可能是一种“陷阱”,从而为“多元化折价”的观点提供了新的诠释。因此,改善管理水平、提高生产效率可能是上市公司提升多元化绩效的重要途径。

关键词:多元化;公司绩效;全要素生产率;多元化折价

中图分类号:F276.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-6260(2009)05-0126-08

一、引言

多元化是近40年来公司战略管理、产业经济学和公司财务领域的研究热点,也是实务界颇具争议的一个焦点话题。从20世纪70年代以来,国外学者基于欧美发达资本市场背景检验了多元化经营对公司绩效的影响,取得了丰硕的成果(Rumelt, 1974; Lang, et al, 1994; Berger, et al, 1995; Servaes, 1996; Lamont, et al, 2001; Graham, et al, 2002; Campa, et al, 2002; Villalonga, 2004)。相比而言,中国作为一个“新兴加转型”的发展中国家,在市场环境上与发达国家有着很大的不同。譬如,资本市场效率较低,信息不充分,法律规范尚不健全,尚处于发展阶段的公司控制权市场、经理人市场和中介机构的监督和辅助作用十分有限等等。因此,国外研究在中国是否适用值得进一步探讨。同时,随着经济全球化的浪潮席卷世界以及行业竞争日趋激烈,近年来越来越多的中国公司不甘于专业化经营而转战多元化,比如海尔挺进制药业和家居业、TCL进军手机和白色家电市场、长虹涉足房地产和IT产业等等,备受各界关注。可以说,在这样一个特殊背景下研究中国上市公司多元化与公司绩效的关系,具有重要的理论和现实意义。

鉴于此,国内学者基于传统经济学和财务学的角度对多元化与公司绩效关系的问题进行了深入探讨(朱江, 1999; 姚俊等, 2004; 苏冬蔚, 2005; 李善民等, 2006; 姜付秀等, 2006; 洪道麟等, 2006),但研究结果争议颇多。不同于已有国内研究,我们认为,无论是“多元化溢价”抑或“多元化折

收稿日期:2009-05-17

作者简介:魏志华(1983—),男,江西赣州人,厦门大学管理学院博士生。

李常青(1968—),男,安徽太湖人,厦门大学管理学院教授、博士生导师、MBA中心主任。

基金项目:国家自然科学基金项目“上市公司‘管理层讨论与分析’信息披露理论与实证研究”(项目编号:G0205-70572092)、教育部人文社会科学重点研究基地基金项目“上市公司财务信息披露质量研究”(项目编号:07JJD630009)以及教育部新世纪优秀人才支持计划(项目编号:NCET-06-0565)的阶段性成果。

价”，都是企业在实现多元化经营后生产效率得到提升或损害的外在体现，因而深入考察上市公司多元化与公司生产效率之间的关系或许可以更为本质地把握多元化究竟是“馅饼”还是“陷阱”的争论。因此，本文基于传统经济学的产出效率角度，以全要素生产率（Total Factor Productivity,简称 TFP）为指标，来研究具有更强经济动因下的中国上市公司多元化与公司绩效的关系，并试图对“多元化折价”之谜提出新的诠释。

本文其余部分的结构安排如下：第二部分是文献述评；第三部分是研究设计；第四部分是实证结果与分析；第五部分是本文的研究结论和启示。

二、文献述评

早在 1974 年，哈佛大学的 Rumelt 在其博士论文中首次较为系统地研究了多元化与公司绩效的问题。Rumelt(1974)指出，相关多元化战略比其他企业经营战略更好，实行相关多元化的企业其绩效高于一般企业，而实行不相关多元化的企业绩效最差。自 Rumelt(1974)的开创性研究以来，国内外学者围绕多元化与公司绩效关系的问题进行了深入探讨。然而，无论是理论还是实证研究，仍远未达成共识。

在理论研究方面，一些学者认为，多元化具有创造价值的效果，即存在“多元化溢价”（Diversification Premium）。多元化的好处主要体现为优化资源配置、建立内部资本市场、分散风险、具有税收优势和范围经济等五个方面。具体而言，多元化使管理层协调管理不同部门的资源成为可能，有助于减少交易成本，进而提高了资源配置效率；多元化扩大了公司的内部资本市场，有助于克服融资约束问题；多元化可使公司收入更趋稳定，从而提高了公司的风险承受能力；多元化可以增加公司的负债能力，而债务的税盾功能提高了公司价值；此外，多元化还有助于实现资源共享，获得产业间的协同效应和范围经济（Economics of Scope）。然而，另外一些学者则反驳指出，多元化其实是一把“双刃剑”，在带来上述好处的同时，多元化本身不可避免地存在诸多缺陷。譬如，内部资源再分配可能导致某些项目过度投资或投资不足的问题，而且多元化经营也可能造成公司内部资源的分散，增加了协调和控制成本。另外，多元化经营也可能带来更多的代理成本（如管理者通过多元化经营来谋取私利）。概言之，多元化也可能导致价值损害，即存在“多元化折价”（Diversification Discount）。正因为多元化经营有利有弊，这使得多元化究竟是“馅饼”还是“陷阱”的问题变得扑朔迷离。为此，有学者从理论上提出了一种具有代表性的折中观点，如 Chen 等（2000）认为，多元化经营对公司绩效的影响应取决于多元化收益与成本的综合比较。

在实证研究方面，国外学者同样是争议颇多。Lang 等（1994）率先发现了美国上市公司的“多元化折价”现象，多元化公司相比专业化公司具有更低的托宾 Q 值，即多元化损害了公司价值。Lang 等（1994）的观点随后得到了 Berger 等（1995）、Servaes（1996）等学者的支持。Berger 等（1995）发现，多元化经营导致企业盈利能力下降，多元化企业的 EBIT/总资产和总资产收益率都比单一经营企业有所降低。Servaes（1996）对多元化经营企业与单一经营企业的托宾 Q 值进行比较研究，认为企业价值下降是企业实行多元化经营的结果，而不是企业多元化经营的原因。但是，从 20 世纪 90 年代末开始，一些学者对“多元化折价”提出了质疑和挑战。Lamont 等（2001）认为，“多元化折价”其实是多元化公司与专业化公司之间的预期收益与预期现金流量差异的合理反映。Graham 等（2002）实证研究发现，企业并购后价值下降的主要原因是因为企业收购的目标企业本身就存在折价，而非因为多元化损害了公司价值。进一步地，Campa 等（2002）、Villalonga（2004）采用不同的研究方法或数据来源进行研究，甚至发现了存在“多元化溢价”的证据。

针对中国市场的实证研究同样结果不一。多数研究倾向于支持存在“多元化折价”。例如，姚俊等（2004）发现，公司多元化程度虽然与公司的股权收益（ROE）没有显著关系，但与资产回报指标（ROA）呈显著负相关。类似地，洪道麟等（2006）也发现，多元化会损害公司绩效，在控制了内生性问题后这种损害甚至更加严重。李善民等（2006）则采用事件研究法，证实多元化并购公司股东在并购后遭受了财富损失。然而，也有学者获得了不同的证据。苏冬蔚（2005）发现中国上市公司存在显著的“多元化溢

价现象,其原因在于价值高的企业更倾向于采取多元化经营战略,并且中国上市公司的内部资本市场可能较为有效。姜付秀等(2006)也发现,上市公司的多元化对企业价值具有正效应,多元化经营可以提高企业的价值。此外,朱江(1999)则发现,多元化经营对公司绩效没有显著影响。

综观以上国内外文献不难发现,关于多元化与公司绩效关系的问题仍是百家争鸣、莫衷一是。需要指出的是,现有国内研究存在如下不足:(1)许多研究属于横截面分析,仅选取某一年度的公司多元化水平与当年公司绩效数据进行分析,忽略了多元化战略与企业绩效之间的关系是一个动态的过程。

(2)选取的多元化度量指标过于单一,可能导致研究结论的偏差。(3)对于公司绩效的衡量,已有研究主要采用会计利润指标(如ROE、ROA)或市场价值指标(如托宾Q值),但这些度量指标是否有效尚需斟酌。这是因为中国上市公司对会计利润指标进行盈余管理的现象比较普遍,会计利润指标的可靠性要大打折扣(陈小悦等,2000);而托宾Q值不仅在测度重置成本时存在准确计量的问题,在中国股市短期投机现象严重的情况下,股价能否真实反映公司价值也值得商榷。

进一步地,我们认为,无论是“多元化溢价”抑或“多元化折价”都是企业在实现多元化经营后生产效率得到提升或损害的外在体现。那么,一个合理的逻辑延伸就是,考察多元化与公司绩效关系的问题可以最终归结为考察多元化是否会对企业生产效率产生影响以及产生何种影响的问题。然而,现有的会计指标法以及市值法都难以洞察多元化影响公司业绩背后的这种微观经济基础。

针对现有研究的上述缺憾,本文的改进或创新在于:(1)应用新古典经济学中广泛使用的生产函数方法,以全要素生产率为绩效指标,从经济动因的角度更深刻地考察多元化经营与公司绩效的关系;

(2)采用面板数据回归进行实证分析,有助于更准确地实现时间序列上的动态估计,克服了横截面数据静态分析的不足;(3)采用多种指标衡量上市公司多元化战略,以确保实证结果更加稳健。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文以2004—2006年沪深两市的综合类上市公司作为研究样本。这样选取样本是基于如下两个重要原因:第一,本文以产出效率作为公司绩效的度量指标,该指标在很大程度上受行业因素决定。例如,公用事业等垄断行业与近似完全竞争的电子电器行业的生产效率显然不具有可比性。选取单一行业上市公司进行研究有助于避免不同行业特性、行业周期等因素对生产效率带来的影响,降低研究偏差。第二,综合类上市公司具有多元化的发展趋势与历史,公司多元化经营现象相当普遍,选择综合类上市公司作为研究样本显然非常具有代表性。此外,为力求数据的准确性和可靠性,我们执行了以下筛选程序:(1)剔除同时发行B股、H股和外资法人股的公司;(2)剔除ST和金融类公司;(3)剔除数据异常及数据缺失的公司。最后,我们获得了57家上市公司三年共171个研究样本构成的平衡面板数据。本文的研究数据来源于Wind资讯金融终端系统,而上市公司的多元化数据则全部由手工整理得到。

(二)变量选择

1. 因变量

我们采用全要素生产率作为产出效率的度量指标。全要素生产率是指经济产出中没有被资本和劳动投入所解释的部分,也称为技术进步系数。自Solow(1957)首次提出全要素生产率的概念以来,该指标在经济学研究中得到了广泛应用。本文选用Cobb-Douglas生产函数来估计全要素生产率,其基本形式是:

$$Y = A_T L K \quad (1)$$

其中: A_T 代表全要素生产率(TFP); L 代表劳动投入量, K 代表资本投入; α 是劳动力产出的弹性系

生产函数方法在经济学中常用来研究宏观层面的经济产出效率,近年来也开始被广泛应用于公司治理、企业并购、管理层收购等企业微观层面上的研究,如Amess(2002)对管理层收购的研究,Schoar(2002)对公司多元化效率的研究等。

数，是资本产出的弹性系数，分别代表劳动或资本要素投入每增加 1% 产出增加的百分比，因此， α 和 β 也可视为劳动和资本对产出的贡献程度。对于不同的公司 i ($i = 1, 2, \dots, N$)，在时间 t ($t = 1, 2, \dots, T$) 内，在等式 (1) 两边取自然对数可得到：

$$\ln Y_{it} = \ln A_{Tit} + \ln L_{it} + \ln K_{it} \quad (2)$$

在一定时间内，假定技术参数 α 和 β 不随企业的不同而不同，而 TFP 则会随公司的不同而出现差异，但 TFP 不可观察，令 $\mu_{it} = \ln A_{Tit}$ ，那么等式 (2) 就可以改写成：

$$\ln Y_{it} = \ln L_{it} + \ln K_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

其中， $TFP_{it} = \exp(\ln A_{Tit}) = \exp(\mu_{it})$ 。根据式 (3)，每家公司的全要素生产率就是式 (3) 的回归估计残值，即“索洛余值”，Schoar(2002) 认为可以将其理解为企业的生产效率在全体企业或行业中的相对排名。与曾亚敏等 (2004) 类似，在式 (3) 中我们采用上市公司年末主营业务收入 (元) 来度量产出 Y_{it} ，用年末员工总人数 (个) 来表示劳动 L_{it} ，以年末固定资产净额 (元) 来测度资本 K_{it} 。

2 解释变量

考虑到单一指标往往难以准确衡量企业多元化程度，本文采用以下四个多元化指标作为解释变量：

(1) 多元化哑变量 (DumDM)：当公司主营业务收入涉及两个以上行业时，DumDM 取 1，否则取 0。多元化哑变量主要用于区分多元化公司与专业化公司。

(2) 行业数目 (N)：公司主营业务收入所涉及的行业个数，该数值越大说明上市公司的多元化程度就越高。本文的行业分类标准采用中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》。

(3) 收入的 Herfindahl 指数 (HHI)： $HHI = \sum_{i=1}^N P_i^2$ 。其中， P_i 为某一行业的主营业务收入占主营业务收入总收入的比重。Herfindahl 指数越低，公司多元化程度就越高。

(4) 收入熵指数 (Entropy Index, EI)： $EI = -\sum_{i=1}^N P_i \ln(1/P_i)$ 。该指数与 HHI 指数相反，收入熵指数越高，公司多元化程度就越高。

3 控制变量

借鉴已有文献，我们在多元回归中主要选取公司规模、资本结构、公司成长性、公司年龄等因素作为控制变量。本文的研究变量总结如下 (见表 1)。

表 1 变量定义一览表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	全要素生产率	TFP	经济产出中扣除资本和劳动投入贡献后的部分
解释变量	多元化哑变量	DumDM	当公司主营业务收入涉及两个以上行业时取 1，否则取 0
	行业数目	N	公司主营业务收入所涉及的行业个数
	收入集中度	HHI	HHI 指数越低则多元化程度越高
	收入熵指数	EI	EI 指数越高则多元化程度越高
控制变量	公司规模	SIZE	总资产的自然对数
	负债水平	LEV	总负债与总资产之比
	成长能力	GROW	主营业务收入同比增长率
	公司年龄	AGE	公司成立年份至样本年度年末的年数

(三) 实证模型

我们建立了以下实证模型来考察上市公司多元化与产出效率的关系：

曾亚敏等 (2004) 采用 Cobb-Douglas 生产函数研究了不同所有权结构下企业产出效率的差异，他们对参数 L 和 K 的确定是以“万元”为单位。

借鉴朱江 (1999)，本文仅将占主营业务总收入比重超过 5% 的行业计算在内，其他多元化指标的计算也是如此。

$$TFP = \alpha + \beta_1 Diversification_i + \sum_{j=1}^n \beta_j (Control\ Variables_j) + \epsilon_i \quad (4)$$

其中: $Diversification$ 代表多元化程度的四个代理变量,为防止多重共线性,我们将高度相关的四个代理变量分别放入模型进行回归; $Control\ Variables$ 包括表 1 中的各控制变量; ϵ_i 代表回归模型的残值。

四、实证结果与分析

(一) Cobb-Douglas生产函数估计结果

我们首先采用公式 (3)对全样本进行回归,估计结果见表 2。表 2 显示,Cobb-Douglas生产函数的计量模型非常显著,具有较高的解释能力。可以看到,在综合类上市公司中,劳动 L 对生产的贡献 (24.9%)和资本 K 对生产的贡献 (24.0%)大致相当,劳动 L 和资本 K 两生产要素的总贡献在混合样本中占到了 48.9%。根据 Cobb-Douglas生产函数的估计结果,我们进一步计算了各个上市公司的全要素生产率 (TFP)。

表 2 Cobb-Douglas生产函数的回归结果

变量	系数	标准误差	T值	P值
截距	14.119	1.081	13.06	0.000
LnL	0.249	0.072	3.47	0.001
LnK	0.240	0.065	3.69	0.000
Adj R ²	0.239			
F值	27.65***			

注:***表示显著性水平为 1% (双尾)。

(二) 描述性统计与分析

表 3 报告了变量的描述性统计。可以看到,84.8%的样本公司主营业务涉及两个以上行业,全样本中公司的主营业务平均涉及 2.75 个行业,这表明综合类上市公司的多元化经营相当普遍。另外,样本公司的产出效率值 TFP 的标准差远大于均值,显示不同上市公司之间的生产效率可能存在巨大差异,因此有必要按多元化程度的高低对公司产出效率进行分组检验。

表 3 变量的描述性统计 (样本数: 171)

变量	均值	中值	最小值	最大值	标准差
TFP	1.863	0.880	0.0185	20.787	2.934
DumD M	0.848	1.000	0.000	1.000	0.360
N	2.754	3.000	1.000	6.000	1.207
HHI	0.580	0.522	0.184	1.000	0.233
EI	0.706	0.789	0.000	1.636	0.437
SIZE	21.276	21.318	18.602	22.969	0.865
LEV	0.579	0.589	0.112	0.865	0.152
GROW	0.319	0.118	-0.759	13.084	1.241
AGE	13.386	13.000	5.000	25.000	3.349

(三) 多元化程度与产出效率的分组检验

我们分别按四类多元化指标将全样本划分为数量相近的高、低两组 (其中, $DumD M$ 按是否取值为 1 划分),并采用 T 检验和 Mann-Whitney 非参数检验的方法比较多元化程度“高组”与“低组”在公司效率方面的差异 (见表 4)。表 4 显示,无论是均值检验还是中位数检验,按四个多元化指标划分得到的比较结果是一致的,多元化程度较高的企业其生产效率 (TFP) 在 1% 水平上显著较低。这表明,上市公司的多元化在一定程度上损害了公司效率,并很有可能最终损害上市公司业绩。可以说,分组差异检验为中国上市公司存在“多元化折价”的观点提供了初步证据。

表 4 多元化程度与产出效率的分组差异检验

变量	DumD M		N		HHI		EI	
	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组
均值	1.375	4.583	1.053	2.663	2.833	0.904	0.994	2.722
T 检验	- 5.57***		- 3.72***		4.54***		- 4.02***	
中位数	0.856	2.120	0.796	1.064	1.266	0.660	0.660	1.210
Z 检验	- 3.19***		- 3.15***		- 4.85***		- 4.29***	
样本数	145	26	85	86	85	86	85	86

注:***表示显著性水平为 1% (双尾)。

(四) 相关分析

表 5 报告了研究变量的相关关系矩阵,左下角为 Pearson 相关分析,右上角为 Spearman 相关分析。

不难发现,多元化程度的四个代理变量高度相关,显示出代理变量的选择具有较强的一致性。值得注意的是,公司的产出效率与多元化程度的四个代理变量都在1%水平上显著负相关,这表明多元化确实可能导致公司生产效率的降低,但因未控制其他变量的影响,故还需进行多元回归分析才能得到更稳健的实证证据。

表 5 单变量相关关系分析

变量	TFP	DumDM	N	HHI	EI	SIZE	LEV	GROW	AGE
TFP		-0.245***	-0.254***	0.309***	-0.303***	0.369***	0.325***	0.174**	-0.229***
DumDM	-0.394***		0.642***	-0.602***	0.617***	0.167**	-0.284***	-0.129*	0.199***
N	-0.326***	0.617***		-0.849***	0.920***	0.234***	-0.111	0.011	0.149*
HHI	0.410***	-0.669***	-0.825***		-0.967***	-0.307***	0.122	0.032	-0.094
EI	-0.384***	0.661***	0.917***	-0.966***		0.282***	-0.142*	0.012	0.108
SIZE	0.137*	0.129*	0.245***	-0.278***	0.272***		0.181**	-0.035	-0.040
LEV	0.336***	-0.293***	-0.110	0.186**	-0.163**	0.160**		0.086	-0.096
GROW	0.139*	-0.083	-0.097	0.164**	-0.143*	-0.141*	0.057		-0.139*
AGE	-0.171**	0.181**	0.140*	-0.114**	0.107	-0.063	-0.050	-0.103	

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10% (双尾)。

(五)平衡面板数据回归分析

本文的数据类型是平衡面板数据,我们分别采用固定效应模型和随机效应模型对面板数据进行回归,并进一步通过 Hausman 检验来比较这两种模型的有效性,实证结果报告于表 6。

表 6 平衡面板数据回归结果

变量	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	固定效应	随机效应	固定效应	随机效应	固定效应	随机效应	固定效应	随机效应
截距	-34.212*** (-3.46)	-20.740*** (-3.08)	-30.763*** (-3.08)	-18.807*** (-2.80)	-30.919*** (-3.18)	-21.756*** (-3.34)	-29.604*** (-2.99)	-18.818*** (-2.86)
DumDM	-0.618* (-1.68)	-1.124*** (-3.09)						
N			-0.221* (-1.75)	-0.409*** (-3.38)				
HHI					1.858*** (2.78)	2.964*** (4.70)		
EI							-0.844** (-2.39)	-1.426*** (-4.27)
SIZE	1.691*** (3.48)	1.080*** (3.33)	1.536*** (3.16)	1.005*** (3.13)	1.464*** (3.07)	1.012*** (3.25)	1.480*** (3.07)	1.001*** (3.18)
LEV	-3.307*** (-2.62)	-0.929 (-0.79)	-3.275*** (-2.59)	-0.877 (-0.75)	-3.050** (-2.45)	-0.769 (-0.68)	-3.075** (-2.45)	-0.723 (-0.63)
GROW	0.325*** (4.34)	0.274*** (3.61)	0.304*** (4.08)	0.246*** (3.28)	0.292*** (3.99)	0.233*** (3.19)	0.294*** (3.99)	0.235*** (3.18)
AGE	0.182** (2.19)	0.077 (1.16)	0.176** (2.09)	0.062 (0.93)	0.167** (2.04)	0.055 (0.85)	0.169** (2.04)	0.054 (0.82)
F值	7.19***		7.24***		8.45***		7.93***	
Wald Chi ²		27.85***		30.03***		41.55***		37.29***
Hausman 检验	32.33***		40.01***		29.00***		30.80***	

注:***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%、10% (双尾)。

表 6 显示,各回归模型的拟合优度都在1%水平上显著,显示无论是固定效应模型还是随机效应模型都具有整体显著性。进一步地,Hausman 检验在1%水平上拒绝了固定效应模型与随机效应模型无

差异的原假设,即不同公司的产出效率存在着显著的非观测效应,本文应采用固定效应模型进行估计。

综观表 6,四个固定效应回归模型显示,多元化哑变量(DumDN)、行业数目(N)、收入熵指数(ED)与全要素生产率显著负相关,而收入集中度(HHI)与全要素生产率显著正相关。这意味着,公司多元化程度越高其产出效率越低。换言之,多元化程度较高的公司不仅没有实现协同效应,反而降低了公司效率。因此,基于产出效率的视角,本文的实证结果倾向于支持中国上市公司多元化经营存在“多元化折价”的观点,这与李善民等(2006)、洪道麟等(2006)等人基于会计业绩和市场价值指标的研究结果相一致。考虑到生产效率作为公司绩效的微观经济基础,在很大程度上决定了公司绩效,我们认为,多元化企业效率较低很可能是中国上市公司存在“多元化折价”的根源。

为什么多元化会对公司的生产效率产生负面影响?Schoar(2002)把公司市场业绩与公司的生产效率相联系,实证发现,多元化公司各部门的平均生产效率要低于单一公司组合的平均生产效率。其原因在于,多元化公司出现了所谓的“新玩具”效应(“new toy” effect),即管理层把注意力集中于新的部门,而忽视了原有部门的发展。然而在中国,上市公司的多元化战略对生产效率(进而公司绩效)产生负面影响,可能更多地是因为公司盲目扩张而又缺乏有效管理所导致的。从早期的“巨人集团”、“四通集团”、“实达电脑”、“济南轻骑”盲目发展多元化而走向溃败,到近年来“三九集团”、“万杰集团”、“澳柯玛”陷入多元化泥沼而濒临破产,许多名噪一时的知名公司都因为多元化而一蹶不振。究其原因可能在于,许多公司的多元化战略专注于“做大”而忽视了“做强”,专注于收购兼并和规模扩张而忽视了提高管理能力、实现资源的有效整合以及培养主营业务的核心竞争力。其实,多元化作为企业发展到一定规模和水平后的战略本身无可厚非,问题的关键在于,多元化之后公司是否能够保持足够的管理水平和生产效率,实现公司应有的价值,而这正是许多实行多元化战略的中国公司所欠缺的。

此外,控制变量的回归结果表明,公司的规模经济与范围经济对生产效率有显著正向影响;财务杠杆有显著负向影响,即过高的负债比例反而不利于提高生产效率;成长性与产出效率显著正相关,即高成长性公司具有更高的生产效率;公司年龄与产出效率显著正相关,经济学中的“学习效应”得到验证。

最后,为确保研究结论可靠,我们进行了如下稳健性检验:(1)主营业务收入涉及行业的选择。前文中我们仅将占主营业务收入比重超过5%的行业计算在内,我们进一步尝试将10%作为临界比例,或者将主营业务收入涉及的所有行业纳入计算,研究结论基本一致。(2)增加控制变量。上述回归模型仅控制了公司特征对产出效率的影响,为稳健起见,我们在回归中进一步控制了其他因素,包括董事长与总经理是否两职合一、董事会规模、独立董事比例、高管薪酬、高管持股比例等,实证结果不受影响。

五、结论与启示

迄今为止,多元化究竟是“馅饼”还是“陷阱”的争论并没有尘埃落定,“企业应该专业化经营还是多元化运作”仍然是困扰学术界和实务界的难题。近年来,中国许多上市公司进行了轰轰烈烈的多元化战略,然而成功者寥寥,这值得引起我们深思。本文基于产出效率的视角,以全要素生产率为绩效指标,采用平衡面板数据分析来检验上市公司多元化与公司绩效的关系。实证结果表明,中国上市公司多元化不仅没有实现协同效应,反而降低了公司的生产效率,导致了“多元化折价”。我们认为,公司绩效归根结底应来自于企业的生产效率,盲目扩张而又缺乏有效管理致使企业效率低下,可能是许多上市公司陷入多元化“陷阱”或者多元化失败的根本原因。

基于本文研究,我们认为,多元化并非企业成功的万能法宝,盲目的、过度的多元化战略反而可能损害公司绩效。毋庸置疑,多元化作为企业发展壮大过程中的一种经营战略其本身是中性的,但是这种战略应能与公司长期目标、公司内部资源、市场竞争策略、外部经济环境等各个方面相适应。多元化究竟是“馅饼”还是“陷阱”其关键在于,多元化能否提高整个企业的效率并形成合力,进而推动公司绩效的

限于篇幅,稳健性检验部分未报告结果。

提高。因此,对于多元化企业而言,通过实现资源共享、改善管理水平、提高生产效率,从而获得多元化的协同效应和规模经济,或许是提升多元化绩效的关键。

本文的研究也存在一定的局限性。首先,本文发现上市公司多元化对生产效率产生了负面影响,但产生这种负面影响的原因及其背后潜藏的内在机理尚需做更深入的探讨。其次,本文仅考察了有代表性的综合类上市公司样本,这虽然有助于消除行业特性、行业周期等差异对生产效率的影响,但结论是否具有普适性值得进一步检验。未来的研究可进一步采用大样本分析,深入考察在不同行业中公司多元化战略对产出效率的影响是否存在差异、如果存在差异受哪些因素影响等关键问题。

参考文献:

- 陈小悦,肖星,过晓艳. 2000. 配股权与上市公司利润操纵 [J]. 经济研究 (1): 30 - 36
- 洪道麟,熊德华. 2006. 中国上市公司多元化与企业绩效分析:基于内生性的考察 [J]. 金融研究 (11): 33 - 43.
- 姜付秀,刘志彪,陆正飞. 2006. 多元化经营、企业价值与收益波动研究 [J]. 财经问题研究 (11): 27 - 35.
- 李善民,朱滔. 2006. 多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素 [J]. 管理世界 (3): 129 - 137.
- 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 [J]. 经济学季刊 (4): 135 - 157.
- 姚俊,吕源,蓝海林. 2004. 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 (11): 119 - 125.
- 曾亚敏,张俊生. 2004. 所有权结构与产出效率:对中国企业的实证研究 [J]. 财经研究 (7): 89 - 96.
- 朱江. 1999. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩 [J]. 经济研究 (11): 54 - 61.
- AMESS K. 2002. Management buyouts and firm-level productivity: evidence from a panel of UK manufacturing firms [J]. *Scottish Journal of Political Economy*, 49: 304 - 317.
- BERGER P G, OFEK E. 1995. Diversification's effect on firm value [J]. *Journal of Financial Economics*, 37: 39 - 65.
- CAMPA J M, KED IA S. 2002. Explaining the diversification discount [J]. *Journal of Finance*, 57: 1931 - 1962.
- CHEN S S, HO K W. 2000. Corporate diversification, ownership structure, and firm value: the Singapore evidence [J]. *International Review of Financial Analysis*, 9: 315 - 326.
- GRAHAM J, LEMMON M, WOLF J. 2002. Does corporate diversification destroy value? [J]. *Journal of Finance*, 57: 695 - 720.
- LAMONTO, POLK C. 2001. The diversification discount: cash flows vs returns [J]. *Journal of Finance*, 56: 1693 - 1721.
- LANG L H P, STULZ R M. 1994. Tobin's Q, corporate diversification and firm performance [J]. *Journal of Political Economy*, 102: 1248 - 1280.
- RUMELT R P. 1974. *Strategy, structure, and economic performance* [M]. Boston: Harvard Business School Press
- SCHOAR A. 2002. Effects of corporate diversification on productivity [J]. *Journal of Finance*, 57: 2379 - 2403.
- SERVAES H. 1996. The value of diversification during the conglomerate merger wave [J]. *Journal of Finance*, 51: 1201 - 1226.
- SOLOW R. 1957. Technical change and the aggregate production function [J]. *Review of Economics and Statistics*, 39: 312 - 320.
- V LLALONGA B. 2004. Diversification discount or premium? new evidence from the business information tracking series [J]. *Journal of Finance*, 59: 479 - 505.

Diversification: A Pie or A Trap? An Empirical Study from the Angle of Productivity

WEI Zhi-hua LI Chang-qing

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005)

Abstract: As a corporation strategy, diversification has an important impact on the corporation performance. Being different from studies that using accounting-based or market-based metrics, this paper examines relationship between diversification and performance by using panel data analysis with total factor productivity metric from the angle of productivity. The result shows that diversification has significant negative effects on its performance, which means that diversification may be a trap to many companies. This paper presents a new evidence for the viewpoint of "diversification discount". Therefore, enhancing management and improving productivity may be effective methods for diversified corporations to improve performance.

Keywords: diversification; corporate performance; total factor productivity; diversification discount

(责任编辑 杨莲娜)