

ZHONGGUO JIANZHU QIYE DUOYUANHUA
YU JIXIAO GUANXI YANJIU

中国建筑企业多元化 与绩效关系研究

李国良 著



重庆大学出版社

<http://www.cqup.com.cn>

中国建筑企业多元化与 绩效关系研究

李国良 著

重庆大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国建筑企业多元化与绩效关系研究/李国良编著.

—重庆:重庆大学出版社,2014.8

ISBN 978-7-5624-8457-8

I. ①中… II. ①李… III. ①建筑企业—企业绩效—
研究—中国 IV. ①F426.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 171122 号

中国建筑企业多元化与绩效关系研究

李国良 著

策划编辑:周立

责任编辑:文鹏 陈力 版式设计:周立

责任校对:秦巴达 责任印制:赵晟

*

重庆大学出版社出版发行

出版人:邓晓益

社址:重庆市沙坪坝区大学城西路 21 号

邮编:401331

电话:(023) 88617190 88617185(中小学)

传真:(023) 88617186 88617166

网址:<http://www.cqup.com.cn>

邮箱:fxk@cqup.com.cn(营销中心)

全国新华书店经销

万州日报印刷厂印刷

*

开本:787×1092 1/16 印张:12.5 字数:296 千

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5624-8457-8 定价:48.00 元

本书如有印刷、装订等质量问题,本社负责调换

版权所有,请勿擅自翻印和用本书

制作各类出版物及配套用书,违者必究

前言

作为市场竞争的主体,企业经营状况的好坏直接关系到企业的生存与社会稳定,企业多元化与绩效关系的研究受到学者的重视;建筑业作为中国的支柱产业,研究建筑企业的多元化经营战略对绩效的影响具有重要意义。因此,本书在对中国建筑企业多元化与绩效关系进行理论分析的基础上,以部分上市建筑企业为样本,对中国建筑企业多元化与绩效的关系进行了实证研究,丰富了企业多元化与绩效关系的研究视角,并根据分析结果提出了相应的对策与建议。

本书在回顾国内外多元化与绩效关系研究现状的基础上,发现以不同企业横断面数据或混合数据进行的研究结论间存在较大差异,研究企业绩效的评估以单一评估法和多角度评估法为主,研究内容以业务多元化为主、较少涉及地域多元化,对建筑企业的多元化绩效研究较少。因此,本书从对相关概念进行界定入手,明确了建筑企业多元化的研究内容包括业务多元化与地域多元化两个维度,企业绩效以综合评价结果表示;从外部环境对建筑企业绩效的影响分析了建筑企业多元化的动因;在对多元化与绩效的关系进行理论判定的基础上,构建并阐释了多元化与绩效关系的实证研究框架。

在对现有多元化测度方法、企业绩效评价方法特点与不足进行分析的基础上,分别介绍了建筑企业多元化测度方法,所采用的企业绩效评价方法的基本理论、改进模型以及评价指标体系。明确采用赫芬达尔指数法、熵指数法计算建筑企业的业务多元化程度,采用战略归类法分析建筑企业的业务多元化类型,采用赫芬达尔指数法、熵指数法、外地业务占总业务比重法计算建筑企业的地域多元化程度;采用熵值法、投影寻踪法、小波神经网络法对建筑企业的盈利能力、经营增长、资产质量、债务风险及综合绩效五个方面进行综合评价;在进行投影寻踪评价时采用免疫遗传算法优化投影方向,在小波神经网络法评价时采用 RAIGA-BP 算法优化小波神经网络

目 录

第1章 绪 论	1
1.1 研究背景及问题的提出	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 问题的提出	2
1.2 研究目的和意义	3
1.2.1 研究目的	3
1.2.2 研究意义	3
1.3 国内外研究现状	4
1.3.1 业务多元化与绩效的关系	4
1.3.2 地域多元化与绩效的关系	12
1.3.3 业务及地域多元化与绩效的关系	15
1.3.4 建筑企业多元化与绩效的关系	17
1.3.5 研究现状的评述	18
1.4 研究的主要内容和研究方法	19
1.4.1 研究内容	19
1.4.2 研究方法和技术路线	20
1.5 本章小结	21
第2章 中国建筑企业多元化与绩效关系的理论分析 ...	22
2.1 相关概念的界定	22
2.1.1 企业多元化	22
2.1.2 建筑企业多元化	24
2.1.3 企业绩效	25
2.2 中国建筑企业多元化概述	26
2.2.1 多元化经营现状	27
2.2.2 多元化发展阶段及其特征	29
2.3 中国建筑企业多元化与绩效关系的理论判定	30
2.3.1 基本观点及理论解释	30
2.3.2 多元化程度与绩效的非线性关系	31
2.3.3 多元化类型与绩效的关系	32
2.4 遗传算法	33
2.4.1 遗传算法简介	33
2.4.2 改进的遗传算法	36

第 1 章

绪 论



中国建筑企业因行业与地域发展不平衡而在大中型企业中存在显著的多元化现象,研究二者的关系对中国建筑企业未来发展战略的制定具有重要参考意义。

1.1 研究背景及问题的提出

1.1.1 研究背景

(1) 中国现阶段行业与地域发展存在差异影响了企业的绩效状况

建筑企业的生产经营活动受固定资产投资规模、投资结构、投资方向等宏观经济调控的影响。近几年来,虽然国家投资总量增速很快,但各个行业与地域却存在不平衡:在行业方面,前几年国家对电力的投资较大,近几年则重点发展铁路、公路等基础设施及核电行业,未来对于地铁等轨道交通、环保建设及新能源领域的建设投资会加大;在地域方面,江西、海南、天津、吉林、宁夏等省(自治区)的投资增长速度在 2008 年时很快,安徽、福建、陕西等省的投资增长速度在 2007 年时很快,而山东、江苏、浙江、广东、河南等省的固定资产投资增速虽然不大,但投资量一直都较大且稳定。建筑企业在这些热点行业是否具有生产能力,在这些投资热点地区是否具有一定的市场占有率,不但关系到企业的绩效,同时也关系到企业的生存与发展。

(2) 中国大中型建筑企业的多元化经营现象显著

中国建筑企业的多元化经营始于 20 世纪 80 年代初期,经历了初期安置型阶段,向效益型过渡阶段,向效益型、规模型、开放型、集约型发展的阶段以及向增强企业竞争力发展的阶段。在业务方面,目前工程收入占建筑企业总收入的比例在 1998—2008 年一直高于 95% 且基本呈现上升的趋势,总体上呈现出“归核化”趋势,业务多元化特征不显著;但如果剔除占总企业数近三分之二的三级及以下专业承包建筑企业与总承包建筑企业,再考虑到大型建筑企业中普遍存在的多级法人情况,实际上大中型建筑企业的工程业务收入占总收入的比例低于

此水平,即业务多元化经营现象在大中型企业中是显著存在的。在地域方面,近些年来建筑企业的跨地域经营现象非常显著,如2007年全国各地跨省完成建筑业总产值13 224.24亿元,占全国建筑业总产值的26.44%,而浙江、北京、江苏等建筑业发达地区的建筑企业外埠完成产值占这些地区建筑企业总产值的比重在2007年超过1/3;我国建筑企业海外工程承包市场多元化得到较快发展,亚非等传统市场和拉美等新兴市场业务增长迅速,欧美及大洋洲等高端市场也具有一定的市场占有率,地域多元化显著。

(3) 国际大型承包商通过多元化经营提高企业的竞争力

世界建筑业权威杂志——美国《工程新闻记录》(以下简称ENR)将国际工程划分为房屋建筑、制造、工业、石化、水利、排水、交通、有害废物处理、电力及电信十大行业,将分布地区划分为加拿大、美国、拉丁美洲、加勒比海地区、欧洲、中东、亚洲/澳大利亚、北非以及南非/中非9个地区市场。纵观国际上的大型承包商,尤其是ENR中排名靠前的诸多公司,主营业务均涉及多个行业、市场涉及多个国家及地区,是名副其实的多元化企业集团。它们一般利用建筑业与其他行业的天然联系,将企业资源开发延伸到任何可以赚钱的领域,通过多元化经营在其他领域获得较高的利润来增加建筑施工领域的技术研发投入,实现对建筑业务的补贴,这样就提高了企业在建筑市场的竞争能力,从而获得了更大的市场份额,同时也为企业其他业务领域获得更多机会,实现了各业务板块的互补轮动效应,保持与提高了企业在市场中的竞争优势地位。一些国际知名的承包商利用BOT方式扩大了其国际市场份额和绩效,这已成为国际建筑市场或进入国际建筑市场的一个新领域、新途径。

(4) 建筑企业多元化与绩效关系的研究较少且无定论

关于企业多元化与绩效关系的研究,虽然部分理论学者认为多元化能够促进企业绩效的提高,但目前关于中国建筑企业多元化的研究大部分都还只限于分析多元化的动机、必要性及实施的建议等方面,而对中国建筑企业多元化与绩效关系的研究非常少,而且这些研究多数都是基于很少的几个财务绩效指标进行分析,并且不同的指标得出了不同的结论;对于其他行业的企业多元化与绩效关系的研究,不同的研究者得出的结论不尽相同,这些研究结论受到研究者所选取研究对象来源、所采用的多元化、绩效测度指标以及研究方法的影响。

1.1.2 问题的提出

(1) 我国大中型建筑企业多元化与绩效的关系

作为中国第四大支柱产业的建筑业,为国民经济发展和社会稳定作出了重要的贡献。然而随着我国加入WTO过渡期的结束,我国建筑市场的竞争规则、技术标准、经营方式、服务模式将进一步与国际接轨,我国建筑企业将在更大范围、更广领域和更高层次上参与国际竞争,探索建筑企业的发展之路刻不容缓。那么,在目前行业与建筑市场在地域上存在差异、在国际大型承包商普遍通过多元化经营提高企业竞争力的情况下,中国大中型建筑企业扩大经营范围、实现多元化经营,能否像国际承包商那样,在适应市场经济、发挥产业潜力、分散经营风险、提高应变能力、寻求长期稳定发展方面给企业带来诸多额外收益,从而提高中国建筑企业的绩效值得进行深入研究。

(2) 横断面的研究视角是否是企业多元化与绩效关系分析的唯一视角

企业多元化与绩效关系的研究是一项复杂的系统工程,涉及研究角度的选择以及研究方

法的确定。目前,学者的研究多采用横断面数据或面板数据混合进行横断面研究,方法多是回归分析或基于方差分析的比较分析。但有学者认为横断面研究实际上并不能真正发现多元化与绩效间的关系,原因是该研究视角在分析中没有考虑企业的行业及企业间在组织结构、文化传统等企业内在方面的差异对绩效的影响。

综上所述,中国建筑企业实行多元化经营,既是由我国现阶段的经济环境决定的,也是提高大中型建筑企业竞争能力的一种途径。然而,现阶段我国大中型建筑企业的多元化经营与绩效关系如何,还没有学者进行系统研究;现有关于多元化绩效关系的研究都是基于横断面研究,研究角度比较单一,研究结论存在差异。所以,分析多元化与绩效的关系对于中国建筑企业来说就显得非常重要;而探索纵断面研究对于丰富多元化与绩效关系的研究视角的意义就更为重大。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 研究目的

作为我国支柱产业的主体,建筑企业的发展一直受到政府和学者的关注。国外大型承包商通过多元化经营,不但实现了做强做优,而且实现了做大,这为我国建筑企业的发展提供了一种借鉴。目前,国内已经有一些建筑企业实行了多元化经营,但对于多元化与绩效关系的系统研究还比较少,研究视角也比较单一。所以,本研究尝试从企业外部环境对建筑企业绩效的影响入手,分析多元化的动因;在对建筑企业绩效进行评价与综合的基础上,尝试对中国建筑企业多元化与绩效的关系进行纵断面研究,以探索研究的新视角。这既是系统研究建筑企业多元化与绩效关系的需要,也是丰富企业多元化与绩效关系视角的需要。

1.2.2 研究意义

本书的研究意义主要有以下三个方面。

(1) 丰富企业多元化与绩效关系研究的视角与方法

在多元化与绩效关系的研究中,研究者经常采用经济学及统计学方法对多元化与绩效的关系进行研究,研究样本多为同一时点的大量不同产业的企业,绩效指标多为一项或几项财务指标。而本书在研究过程中,融合了系统科学、管理科学、数理统计学等多方面知识,并从系统理论的角度出发,在对企业的绩效进行评价与综合的基础上,对同一企业的纵向多元化进行研究,从而丰富了企业多元化与绩效关系研究的视角与方法,是对现有研究方法的有益补充。

(2) 为中国大中型建筑企业选择发展方向提供科学依据

目前,在我国大中型建筑企业中普遍存在“多元化经营”现象,但是学术界对于建筑企业多元化与绩效关系的研究并不多,而对于这种发展战略在其他行业也是褒贬不一。现阶段,建筑企业实行多元化经营能否促进中国建筑企业绩效的改善,促使企业较快地发展还没有一个科学的判断,而对这个问题的研究将对整个建筑业的未来发展战略产生较大的影响,这将

关系到中国建筑企业是发展成为多元化企业,还是走专业化道路的问题。同时还关系到建筑产业结构的调整、企业管理者及国家管理部门相关决策的制定,该问题的研究无论是在理论上还是实践上都具有积极的意义。

(3) 为其他行业企业的地域多元化经营提供借鉴

一般来讲,随着企业规模的增长,企业的生产经营活动将由单个产品、单个部门逐步向关联部门和多个部门扩展,其经济活动的地域范围也将随之由单个地区、单个国家(国内多个地区)逐步向多个国家乃至全球扩张,这是当今世界各国许多大型企业实现持续快速增长的一个重要手段。我国各行业的企业由于现阶段受诸多因素限制,跨地域设立分支机构的还很少,但对于大型企业来讲,这是必然要走的道路。而建筑业由于具有产品固定、生产流动、现场组织生产等特点,在实施跨地域经营活动时,其项目生产管理与制造业等行业企业在异地开设分支机构具有很大的相似性,建筑企业地域多元化经营与绩效关系的结论,对这些行业的未来跨地区发展具有重大的参考意义。

1.3 国内外研究现状

对企业多元化最早进行关注并研究的学者是美国战略大师安索夫,他在《哈佛商业评论》发表的《多元化战略》(1957)是学术界公认的第一篇以多元化为主题的论文。

多元化的英文是“Diversification”,早期国内文献一般将其译为“企业多角化”,后来有学者根据“企业多角化”的含义将其译作“企业多元化”并逐渐被广大学者接受与认可。企业多元化有狭义和广义之分。狭义的多元化仅指业务多元化。广义多元化则包括地域多元化与业务多元化两个方面。本书的研究参考 Kim, Kim & Pantzalis(2001)与 Duru & Reeb(2002)的研究,将企业多元化分为业务多元化和地域多元化两个维度。

关于多元化企业的绩效(Performance),学术界至今没有形成统一的认识,学者们多根据自己的认识在研究中对绩效进行定义。

企业多元化与绩效关系的研究可以分为两种:一种是从动态的角度,将多元化看成是企业的一种行为,研究多元化活动对绩效的影响;另外一种是从静态的角度,将多元化看成是企业的一种状态,研究多元化程度、多元化类型与企业绩效的关系。下面将分别从业务多元化与绩效的关系、地域多元化与绩效的关系、业务及地域多元化与绩效的关系、建筑企业多元化与绩效关系四个方面对国内外的相关文献进行回顾与分析。

1.3.1 业务多元化与绩效的关系

业务多元化又称为行业多元化、产品多元化等。在企业多元化的研究中,受到了广大学者的高度重视,是过去 40 余年企业多元化领域研究的重点方向。

(1) 国外研究现状

Gort(1962)对美国大型企业在第二次世界大战前后多元化发展进行了数理统计分析,并对多元化与企业绩效的关系进行了研究,开创了以数理统计分析为基础研究企业多元化之先河。在其后的 40 余年里,众多的学者从不同角度,对企业多元化与绩效的关系做了进一步的

探讨,得出了一些有益的结论。

1) 多元化行为与绩效关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中关于多元化对价值的影响,有下面三种结论:

第一,多元化降低企业价值。Lang & Stulz(1994)以经营单元数和销售额的 Herfindahl 指数衡量多元化,以托宾 Q 计算企业价值,控制企业规模、无形资产和融资能力等因素,对 1978—1990 年间除金融企业外的所有上市企业的研究表明,多元化导致企业价值下降,折价为 0.23 ~ 0.48;Berger & Ofek(1995)以企业报告的部门数衡量多元化,以超额价值衡量绩效,控制企业规模、无形资产和融资能力等因素,对 3 600 家企业 1986—1991 年的研究发现,多元化经营平均带来 13% ~ 15% 的损失;Servaes(1996)以企业报告的部门数衡量多元化,以托宾 Q 计算企业价值,控制产业因素、多元化公司与专业化公司获利能力差异、个别公司举债程度及投资政策差异等因素,对 1961—1976 年的企业的研究发现,多元化企业都存在多元化折价的问题,而且 1961—1970 年多元化折价比较高,折价的均值达 0.43,1971 年后多元化折价大大降低,均值为 0.07;Denis, Denis & Sarin(1997)以业务数量及赫芬达尔指数衡量多元化,以超额价值计算企业价值,对 933 家公司 1985 年的研究发现,多元化公司比相同规模的单一部门公司具有较低的公司价值;Graham, Lemmon & Wolf(2002)以股票超额收益计算绩效,对 1980—1995 年间发生的收购事件的研究发现存在多元化折价现象。

第二,多元化不会降低企业价值。Singh, Mathur & Gleason(2004)以 4 位 SIC 码及 Herfindahl 指数衡量多元化,以市价与账面值比率衡量绩效,控制公司规模、财力,对 177 家公司 1993—1998 年情况的进行多元 Logistic 回归,发现不存在多元化折价问题;Tsai, Kuo & Hung(2009)以 4 位 SIC 码计算专业化率的 Rumelt's 分类衡量多元化,以股票回报衡量绩效,对 42 家台湾非金融家族公司 1998—2002 年的研究发现,公司的多元化并没有引起折价。

第三,多元化提高企业价值。Villalonga(2004)以产品的 SIC 码衡量多元化,以超额价值计算绩效,对 1986—1996 年的企业数据的研究发现,多元化存在溢价;Landskroner, Ruthenberg & Zaken(2005)以业务数衡量多元化,以 Sharpe, Treynor 及 Jensen 指数衡量绩效,对以色列 5 家大银行集团 1992—2001 年的研究发现多元化提高企业价值。

关于多元化对财务绩效的影响,有三种结论:

第一,多元化降低企业绩效。Wan(1998)以熵指数衡量多元化,以 ROE, SDROE, SALEG 衡量绩效,控制行业与公司规模,对 81 家香港公司 1990—1991 年的平均状况的研究发现,业务多元化明显降低利益率;Hayden et al.(2007)以 Herfindahl 指数衡量多元化,以 ROE、ROA、利润率 PM 衡量绩效,控制财务杠杆、公司规模、公司股票的市价-账面价值比率、本益比、有形资产比率等因素,对印度 171 家专业公司与 675 家多元化公司 1998—2000 年面板数据的研究发现,多元化公司的绩效明显弱于专业化公司的绩效;Nath et al.(2008)以业务数量衡量多元化,以营业利润衡量绩效,对 102 家英国公路运输服务公司 2005—2006 年的投入产出的研究发现,多元化对服务公司绩效有负作用。

第二,多元化并不降低企业绩效。Singh, Mathur & Gleason(2004)以 4 位 SIC 码及 Herfindahl 指数衡量多元化,以 ROA 及调整 ROA 衡量绩效,控制公司规模、财力,对 177 家公司 1993—1998 年情况的进行多元 Logistic 回归,发现多元化并不降低企业绩效;Mercieca,

Schaeck & Wolfe(2007)以收入的 Herfindahl 指数衡量多元化,以风险调整的 ROE 与 ROA 衡量绩效,对欧洲 755 家小银行 1997—2003 年的研究发现,小额信贷机构都没有从业务内或跨业务的多元化中受益。

第三,多元化提高企业绩效。Skaggs & Droege(2004)以 4 位 SIC 码衡量多元化,以 ROA, ROI 衡量绩效,对 4 762 家公司 1998—2000 年的平均状况的研究发现,制造商在服务业开展多元化能够获得更大的利润,并降低风险;Landskroner, Ruthenberg & Zaken(2005)以业务数衡量多元化,以 RAROC, ROE 衡量绩效,对以色列 5 家大银行集团 1992—2001 年的研究发现,企业可以从多元化经营中获益。

2) 多元化程度与绩效关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中关于多元化程度与价值的关系,有两种结论:

第一,多元化程度与价值呈倒 U 形关系。Palich, Cardinal & Miller(2000)以熵值指数、Herfindahl 指数、Rumelt 分类及业务数计算多元化,以风险调整收益(Jensen, Treynor, Sharpe)、不调整的市场价值(M/B,托宾 Q)中至少 1 项衡量绩效,对 1971—1997 年多元化与绩效有关的 82 项定量研究采用元分析(meta-analytic),发现多元化程度和价值之间存在倒 U 形非线性关系;Ram'irez(2002)以 4 位的 SIC 码衡量多元化,以托宾 Q 衡量绩效,对 103 家西班牙大型公司 1992—1995 年的研究发现,中等多元化水平的公司绩效最佳,低水平多元化与高水平多元化的绩效同样差,即多元化程度与绩效呈倒 U 形关系。

第二,多元化程度与价值负相关。Lin et al. (2005)以业务部门规模比例的熵值衡量多元化,以股价、托宾 Q 衡量绩效,控制公司的规模、成立时间、财务杠杆、风险、行业组成及国家的国民生产总值等因素,对 626 家新加坡公司 1995—1999 年的研究发现,产品多元化与绩效负相关。

关于多元化程度与财务绩效的关系,有四种结论:

第一,多元化程度与绩效无关。Choi & Thomas(2002)以销售额与资产的 Herfindahl 指数衡量多元化,以财团的年税后总资产利润率、年财团销售增长率、财团总资产绝对平均率衡量绩效,对 25 家韩国大财团 1985—1995 年的面板数据研究发现,提高联合企业的多元化程度并不影响财团的利润。

第二,多元化程度与绩效负相关。Rumelt(1982)采用 Rumelt 多元化分类法,以 ROA 衡量绩效,对 205 家 Fortune500 企业 1955—1974 年的研究发现,多元化程度的增加会降低企业超额利润;Lin et al. (2005)以业务部门规模比例的熵值衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,控制公司的规模、成立时间、财务杠杆、风险、行业组成及国家的国民生产总值等因素,对 626 家新加坡公司 1995—1999 年的研究发现,产品多元化与绩效负相关;Hayden et al. (2007)以 Herfindahl 指数衡量多元化,以 ROE、ROA、利润率 PM 衡量绩效,控制财务杠杆、公司规模、公司股票的市价-账面价值比率、本益比、有形资产比率等因素,对印度 171 家专业公司与 675 家多元化公司 1998—2000 年面板数据的研究发现,公司多元化水平明显与公司绩效负相关。

第三,多元化程度与绩效呈倒 U 形关系。Grant, Jammine & Thomas(1988)以 Rumelt 分类法及赫芬达尔指数衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 305 家英国企业 1972—1984 年的研究发现,在一定界限内,公司业绩和经营业务的数目正相关,超过这一界限后,随着经营业务越来

越多,公司业绩呈下降趋势;Palich, Cardinal & Miller(2000)以熵值指数、Herfindahl 指数、Rumelt 分类及业务数计算多元化,以销售或收益增长率、ROA、ROE、ROS、ROI 中至少 1 项衡量绩效,对 1971—1997 年多元化与绩效有关的 82 项定量研究采用元分析(meta-analytic),发现多元化程度和业绩之间存在显著的倒 U 形非线性关系;Narasimhan & Kim(2002)以单元销售额/公司总销售额、主辅业务间的相关水平衡量多元化,以销售额增长率、市场占有率增长率、ROI、ROA、收益增长、资金流动性及净利润的当前水平与三年前水平相比的增长率,对 244 家韩国企业与 379 家日本企业的调查问卷研究发现,产品多元化与财务绩效呈倒 U 形关系;Nachum(2004)以产品 2 位 SIC 码的销售比例、集中度指数衡量多元化,以 ROS 衡量绩效,控制行业结构、公司规模及增长因素,对 22 个发展中的国家和地区、21 个行业的 345 家公司 1995—1996 的研究发现,多元化和业绩之间存在显著的倒 U 形关系,但不同地区之间差异很大。

第四,多元化程度与风险呈 U 形关系。Chang & Thomas(1989)采用 Rumelt 多元化分类法,以企业 ROA 标准差衡量绩效,对 64 家公司 1977—1981 年风险的研究发现,多元化和风险之间呈 U 形关系。

3) 多元化类型与绩效关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中多元化类型与价值的关系,Palich, Cardinal & Miller(2000)以熵值指数、Herfindahl 指数、Rumelt 分类及业务数计算多元化,以风险调整收益(Jensen, Treynor, Sharpe)、不调整的市场价值(M/B,托宾 Q)中至少 1 项衡量绩效,对 1971—1997 年多元化与绩效有关的 82 项定量研究采用元分析(meta-analytic),发现当公司从单业务向相关多元化变化时,公司绩效增加;当公司从相关多元化向非相关多元化变化时,公司绩效降低,即相关多元化优于无关多元化,相关多元化能比单业务和无关多元化获得更好的业绩。

关于多元化类型与财务绩效的关系,有四种结论:

第一,相关多元化优于非相关多元化或无关多元化。Rumelt(1974)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以 ROC、ROE、EPS、ROA 衡量绩效,对 246 家 Fortune500 企业 1949—1969 年的研究发现,相关多元化业绩优于无关多元化;Christensen & Montgomery(1981)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以 ROA、ROE、ROC 衡量绩效,对 128 家 Fortune500 企业 1972—1977 年的研究发现,相关多元化优于非相关多元化;Rumelt(1982)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 205 家 Fortune500 企业 1955—1974 年的研究发现,即使控制产业影响,相关多元化的业绩仍优于无关多元化;Palepu(1985)以熵指数衡量多元化,以 ROS 衡量绩效,对 30 家食品制造企业 1973—1979 年的研究发现,相关多元化优于非相关多元化;Amit & Livnat(1988)以熵值指数、赫芬达尔指数衡量多元化,以财务绩效及标准差衡量绩效,对多家企业 1977 年、1982 年的研究发现,单业务企业和无关多元化企业的绩效没有显著差别,但是相关多元化企业的绩效明显高于无关多元化企业;Grant, Jammine & Thomas(1988)采用 Rumelt 分类、赫芬达尔指数衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 305 家英国企业 1972—1984 年的研究发现,相关多元化优于非相关多元化;Palich, Cardinal & Miller(2000)以熵值指数、Herfindahl 指数、Rumelt 分类及业务数计算多元化,以销售或收益增长率、ROA、ROE、ROS、ROI 中至少 1 项衡量绩效,对 1971—1997 年多元化与绩效有关的 82 项定量研究采用 Meta 分析(meta-analytic),

发现当公司从单业务向相关多元化变化时,公司绩效增加,当公司从相关多元化向非相关多元化变化时,公司绩效降低,即相关多元化优于无关多元化,相关多元化能比单业务和无关多元化获得更好的业绩;Mayer & Whittington (2003)以 Rumelt 分类计算多元化,以 ROA 衡量绩效,对法、英、德 3 国 359 家 Times 1 000 企业 1982—1984 年、1992—1994 年的研究发现,对总体样本而言,相关约束型多元化有良好业绩。

第二,相关多元化并不优于非相关多元化。Simmonds (1990)采用 Rumelt 分类、Wrigley (1970)类型及 SIC 码衡量多元化,以 ROA, ROIC, ROE, SG 衡量绩效,对 73 家 Fortune 500 企业 1975—1984 年研究发现,相关多元化并不优于非相关多元化。

第三,多元化类型对绩效没有影响。Bettis (1981)采用 Wrigley (1970)分类衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 80 家 Fortune 500 企业 1973—1977 年的研究发现,相关多元化企业的业绩比无关多元化企业仅高出 1~3 个百分点,即这两种类型的业绩效果是一样的;Bettis & Hall (1982)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 80 家 Fortune 500 企业 1973—1977 年的研究发现,相关多元化和无关多元化业绩没有区别;Park (2002)将多元化分为相关与非相关两类,以 ROA, ROE, ROI 衡量绩效,控制并购前多元化概况、资源可用性、规模及并购风险等因素,对 1974—1979 年发生的 229 起并购的研究发现,产业因素影响多元化与业绩关系,当控制产业绩效以后,多元化类型对业绩没有显著影响。

第四,多元化类型与风险的关系。Bettis & Hall (1982)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以 ROA 标准差衡量风险,对 80 家 Fortune 500 企业 1973—1977 年的研究发现,无关多元化不能降低企业风险;Chang & Thomas (1989)采用 Rumelt 分类衡量多元化,以企业 ROA 标准差衡量风险,对 64 家公司 1977—1981 年的研究发现,无关多元化的风险低于相关多元化。

(2) 国内研究现状

1) 多元化行为与绩效的关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中关于多元化对价值的影响,有两种结论:

第一,多元化对企业价值没有影响。靳明,邓广华 (2008)以赫芬达指数衡量多元化,以托宾 Q 值衡量绩效,控制公司规模,对 19 家旅游行业上市公司 2005—2007 年的研究发现,旅游上市公司的多元化经营战略对于公司绩效并没有显著的提高。

第二,多元化降低企业价值。余鹏翼,李善民和张晓斌 (2005)以资产为基础计算的赫芬达尔指数来衡量多元化,以托宾 Q 衡量绩效,控制经济景气、产业效果、财务杠杆、过去绩效、无形资产、公司规模及公司年龄,对 399 家上市公司 1998—2002 年的研究发现,我国上市公司多元化经营损害企业价值;金天和余鹏翼 (2005)以业务数量、分行业收入(资产)的赫芬达尔指数、熵指数衡量多元化,以托宾 Q 衡量绩效,控制股权结构、公司规模、财务杠杆、公司年龄等因素,对我国 454 家上市公司 2001—2003 年的 1 360 个混合数据的研究发现,我国上市公司多元化经营损害公司价值;李善民和朱滔 (2006)以长期持有的超常收益 BHAR、每股盈余 EPS 衡量公司绩效,对 1998—2002 年 251 起多元化并购的研究发现,公司股东在多元化并购后的 1~3 年内财富损失达到 6.5%~9.6%;洪道麟,刘力,熊德华 (2006)以行业数衡量多元化,以超额收益率衡量绩效,控制公司规模、资产负债率、公司年龄等因素,对我国证券市场上 189 家公司 1999—2003 年发生的 220 起并购事件采用 Logistic 回归显示,收购方的长期绩

效显著为负,而多元化并购是根本原因,在1~3年内,多元化并购会给收购方公司股东造成大约7.2%的损失,相对于同业并购,多元化并购的股东价值损失大约为11%;韩忠雪,朱荣林,王宁(2007)以单元数衡量多元化,以托宾Q衡量绩效,控制规模、增长、收益、时间、杠杆,对2004年的上市公司采用超额价值分析法研究,发现我国上市多元化公司存在折价现象,平均折价程度达到4.8%;陈信元,黄俊(2007)以子公司行业衡量多元化,以托宾Q衡量绩效,控制公司规模、公司负债与总资产的比率、公司资产的可转移程度、公司成长性变量、行业特征等因素,对中国2002—2003年非金融类公司1783个样本的研究发现,政府干预下的公司多元化经营,由于更多地出于政治目标和社会职能的考虑,降低了企业的绩效;林晓辉,吴世农(2008)以熵指数衡量多元化,以调整经济增加值ADEVA衡量绩效,控制公司规模、财务杠杆和上市时间,对887家A股上市公司2002—2004年的研究发现,多元化损害了公司绩效。

关于多元化对财务绩效的影响,有两种观点:

第一,多元化对绩效没有显著影响。张钢和张东芳(2004)采用Rumelt分类,以净资产收益率ROE及总资产收益率ROA衡量绩效,对111家上市高新技术企业2002年的研究发现,我国高新技术企业的多元化经营与绩效并无明显的相关关系;张建君,李宏伟(2007)对1186家制造企业调查问卷的研究发现,多元化虽然能够带来更大的资产规模、更高的资产增长率和净资产增长率,但对利润率没有显著的影响;魏锋(2007)以收入熵指数衡量多元化,通过主成分分析方法计算赢利能力、经营效率、成长性和生产效率的综合值IAOP衡量绩效,控制公司规模、公司年龄,对861家公司1999—2004年4272个观测值的研究发现,多元化经营会导致绩效提高,但这种提高不显著;魏成龙,刘建莉(2007)以熵指数衡量多元化,以资产利润率ROA衡量绩效,对12家银行1998—2006年的面板数据分析发现,我国商业银行多元化经营对经济绩效产生了正向的影响,但影响系数很小,未能分散风险,而且股份制商业银行分散风险的效果比国有商业银行差;靳明,邓广华(2008)以赫芬达尔指数衡量多元化,以净资产收益率ROE、每股收益EPS衡量绩效,控制公司规模,对19家旅游行业上市公司2005—2007年的研究发现,旅游上市公司的多元化经营战略对于公司经营绩效并没有显著的提高。

第二,多元化降低企业绩效。洪道麟,熊德华(2006)以业务数衡量多元化,以基于资产收益率ROA的超额收益率衡量绩效,控制企业特征(规模、年龄、成长性、控股股东类型等)与行业特性,对上市公司1999—2003年的研究发现,多元化会损害企业绩效,控制内生性问题之后损害会更加严重;魏锋(2007)以收入及利润熵指数、收入及利润赫芬达尔指数衡量多元化,以净资产收益率ROE和总资产收益率ROA衡量绩效,控制公司规模、公司成立时间、资产负债率,对965家上市公司1999—2004年4876个观察值的研究发现,我国上市公司多元化经营决策行为对其绩效的影响是负相关关系(除1999年外),而且这种负相关关系在各年度的显著性是不一样的;艾健明和柯大钢(2007)以基于SIC产业分类的赫芬达尔指数和经营行业数衡量多元化,以ROA衡量绩效,控制董事会规模及独立董事人数,对2001—2004年进入新行业的169家上市公司的研究发现,进入新行业后企业平均绩效水平显著下降;艾健明,柯大钢(2007)以赫芬达尔指数和经营行业数衡量多元化,以总资产净利润率ROA衡量绩效,控制股权结构、杠杆程度、公司规模、公司年限,对416家制造业上市公司2001—2005年的面板数据研究发现,多元化损害企业绩效;陈信元,黄俊(2007)以子公司行业衡量多元化,以净资产收益率ROE、经营业务资产收益率CROA和每股收益EPS衡量绩效,控制公司规模、公司负债

与总资产的比率、公司资产的可转移程度、公司成长性变量、行业特征等因素,对中国 2002—2003 年非金融类公司 1 783 个样本的研究发现,政府干预下的公司多元化经营,由于更多地出于政治目标和社会职能的考虑,降低了企业的绩效;林晓辉,吴世农(2008)以熵指数衡量多元化,以资产收益率 ROA、净资产收益率 ROE、经营现金流资产收益率 CFROA 衡量绩效,控制公司规模、财务杠杆和上市时间,对 887 家 A 股上市公司 2002—2004 年的研究发现,总体上,多元化损害了公司绩效;魏锋,薛飞(2008)以收入熵指数及收入赫芬达尔指数衡量多元化,以净资产收益率 ROE 和资产收益率 ROA 衡量绩效,控制公司规模、公司年龄、资产负债率、控股股东持股比例,对深沪股市 922 家上市公司 1999—2004 年的 4 626 个观测值研究发现,多元化经营导致公司绩效降低,但这种绩效降低在各年的表现形式不一。

2) 多元化程度与绩效关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中现有研究认为多元化程度与价值负相关,如金晓斌、陈代云等(2002)用熵来衡量多元化程度,从销售与资产两个角度计算超额价值,对中国 379 家上市公司 1998—2000 年的数据采用 Lucas 的动态递归理论与移动切割点逼近法进行研究,发现在多元化程度降低的企业中,经营绩效的平均增长为正;辛翌(2004)以业务数量、赫芬德尔指数衡量多元化,以超额价值、托宾 Q 衡量绩效,控制资本支出、利润、总资产对数,对 2002 年年底的 881 家专业化公司与 30 家多元化公司的实证分析发现,多元化程度越高,企业价值越小(多元化折价越大),多元化程度同超额价值呈现负相关;傅继波,杨朝军(2006)以行业数量、销售收入 Herfindahl 指数衡量多元化,以托宾 Q 衡量绩效,控制资产账面值的对数、主营业务利润率、资产负债率等因素,对 2003 年的 69 家上市公司的研究发现,多元化程度与公司绩效呈负相关;林晓辉,吴世农(2008)以熵指数衡量多元化,以调整经济增加值 ADEVA 衡量绩效,控制公司规模、财务杠杆和上市时间,对 887 家 A 股上市公司 2002—2004 年的研究发现,多元化程度越高,公司绩效越差。

关于多元化程度与财务绩效的关系,有四种结论:

第一,多元化程度与绩效无关。刘力(1997)以企业其他营业利润、投资收益与主营业务利润之比衡量多元化,以总资产收益率 ROA、资产负债率 D/A 衡量绩效,对 21 家纺织企业和 29 家家用电器企业 1994 年和 1995 年截面数据的研究发现,企业多元化程度与企业的经营绩效和资产负债率之间基本上不存在相关关系;朱江(1999)以业务数量、收入的赫芬达尔指数衡量多元化,以每股盈余、净资产收益率、营业毛利率、调整的收益率衡量绩效,对 146 家上市公司 1997 年的统计分析发现,企业多元化程度和其经营业绩之间没有显著的因果关系;马洪伟和蓝海林(2001)以熵值指数衡量多元化,以 ROA 衡量绩效,对 644 家上市公司 1999 年的回归发现,企业总资产盈利率随着企业多元化经营程度的提高而有微弱上升,即企业多元化经营程度与经济效益之间不存在显著的相关关系;程勇,徐康宁(2006)以熵值指数衡量多元化,以营业毛利率、净资产收益率和每股收益、资产负债率和流动比率、每股净资产衡量绩效,对 2003 年的沪深 143 家上市公司进行统计分析发现,我国上市公司的多元化水平与其经营绩效之间没有显著的相关关系。

第二,多元化程度与绩效负相关。尹义省(1998)以业务数计算的熵值指数衡量多元化,以资金利润率、销售利润率、人均利润率、资产利润率及综合指数、上述指标的变异系数衡量绩效,对 292 家中国大型企业的统计比较分析发现,低度多元化企业的经济效益显著高于相

关多元化、非相关多元化、高度多元化;袁芳(2001)以主营业务占公司利润总额的比重衡量多元化,以每股收益 EPS、净资产收益率 ROE、资产净利率 ROA 衡量绩效,对随机 30 家上市公司 1999 年的研究发现,高度多元化企业较低度多元化企业而言经济绩效差;杨雷,洪元义(2001)采用 Wrigley 类别法,以净资产收益率、总资产周转率、资产负债率、营业增长率衡量绩效,对 264 家沪市公司的统计研究发现,企业绩效同多元化程度负相关;张卫国,袁芳和陈宇(2002)以熵值指数衡量多元化,以资产回报率、销售利润率、权益回报率衡量绩效,对 72 家上市公司 1999 年的研究发现,多元化程度越高的企业经济绩效越差;沈红波(2007)以业务数量、销售收入的赫芬达尔指数衡量多元化,以经营业务资产收益率 CROA 衡量绩效,控制公司规模、负债比率、上市年限及销售增长率,对 696 家非金融上市公司 2004 年的研究发现,多元化能够降低公司经营风险,但是从整体上来看,多元化的成本仍然大于收益,导致多元化程度与公司绩效负相关;林晓辉,吴世农(2008)以熵指数衡量多元化,以资产收益率 ROA、净资产收益率 ROE、经营现金流资产收益率 CFROA 衡量绩效,控制公司规模、财务杠杆和上市时间,对 887 家 A 股上市公司 2002—2004 年的研究发现,多元化程度越高,公司绩效越差;余国新,张建红(2009)以 Herfindahl 指数衡量多元化,以主营业务利润衡量绩效,对中国 40 家农业上市公司公布的 2003—2006 年年报面板数据研究发现,对于农业上市公司而言,企业总体多元化水平与业绩呈负相关。

第三,多元化程度与绩效呈倒 U 形关系。韦小柯(2007)以熵值指数和赫芬达尔指数衡量绩效,以资产回报率 ROA、销售利润率 ROS 衡量绩效,控制产业类别、企业规模、杠杆比率和国有股比例,对华东地区的 186 家多元化制造中小企业的研究发现,二者之间存在倒 U 形二次函数关系,即一定程度内的多元化能促进企业绩效,超过一定程度,企业绩效将随多元化程度的增加而显著降低;郑华,韦小柯(2008)以产业结构复杂度的熵值指数衡量多元化,采用资产回报率 ROA 和销售利润率 ROS 衡量绩效,控制产业类别、企业规模和杠杆比率,对 2003—2005 年的浙江、江苏、上海、山东的(E)MBA 调查,实证检验表明一定程度内的多元化能促进企业绩效,超过一定程度,多元化将会降低企业绩效。

第四,多元化程度与风险负相关。雷良海,杜小娟(2003)以赫芬达尔指数和集中率衡量多元化,以 ROA、ROE、ROS 的标准差衡量风险,对 230 家上市公司 1998—2000 年的研究发现,多元化程度的上升会降低公司盈利水平的波动;姜付秀,刘志彪和陆正飞(2006)以业务数量、销售收入的赫芬达尔指数及熵值指数衡量多元化,以每股收益标准差衡量绩效,控制盈利能力、公司规模、经理报酬、资本结构、公司的股权结构以及宏观经济发展形势,对 899 家上市公司 2001—2004 年的面板数据进行回归分析,发现企业的多元化对企业收益的波动具有负效应,即多元化降低了企业收益的波动程度;程勇,徐康宁(2006)以熵值指数衡量多元化,以营业毛利率、净资产收益率和每股收益、资产负债率和流动比率、每股净资产衡量多元化,对 2003 年的沪深 143 家上市公司进行统计分析发现,随着上市公司多元化程度的提高,收益水平波动似趋于减小,从而降低公司的经营收益风险。

3) 多元化类型与绩效关系

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中关于多元化的类型程度与价值的关系,金晓斌、陈代云等(2002)用熵来衡量多元化程度,从销售与资产两个角度计算超额价值,对中国 379 家上市公司 1998—2000 年的数据采用 Lucas 的动态递归理论与

移动切割点逼近法进行研究,发现不相关多元化程度提高的企业价值出现下降,而相关多元化程度提高的企业价值则仍表现为正的增长。

关于多元化类型与财务绩效的关系,有两种结论:

第一,相关多元化优于非相关多元化绩效。尹义省(1998)以业务数计算的熵指数衡量多元化,以资金利润率、销售利润率、人均利润率、资产利润率及综合指数、上述指标的变异系数衡量绩效,对292家中国大型企业的统计比较分析发现,相关多元化企业的效益显著高于非相关多元化企业;杨雷,洪元义(2001)采用Wrigley类别法,以净资产收益率、总资产周转率、资产负债率、营业增长率衡量绩效,对264家沪市公司的统计研究发现,非相关业务不能提高企业的效益,而相关业务型与主导业务型两类企业的绩效最佳;张卫国,袁芳和陈宇(2002)以熵指数衡量多元化,以资产回报率、销售利润率、权益回报率衡量绩效,对72家上市公司1999年的研究发现,实施相关多元化战略企业的经济绩效普遍好于实施非相关多元化战略的企业;张钢,张东芳(2004)采用Rumelt分类,以净资产收益率ROE及总资产收益率ROA衡量绩效,对111家上市高新技术企业2002年的研究发现,高新技术企业相对于一般类型企业更倾向于采取多元化战略,实施相关多元化企业的平均经营绩效明显要好于实施无关多元化的企业。

第二,多元化的类型程度与绩效的关系。袁芳(2001)以主营业务占公司利润总额的比重衡量多元化,以每股收益EPS、净资产收益率ROE、资产净利率ROA衡量绩效,对随机30家上市公司1999年的研究发现,坚持主营业务,采取适度相关多元化策略的公司易于取得较好的经济绩效;马洪伟,蓝海林(2001)以熵值指数衡量多元化,以ROA衡量绩效,对644家上市公司1999年的回归发现,企业相关多元化程度越高ROA越高,总资产盈利率也越高;喻缨,霍国庆(2007)采用Rumelt分类(其他业务利润/主营业务利润),采用资产收益率衡量绩效,控制公司规模、公司偿债能力、公司运营能力,对我国421个上市公司2001年的研究发现,中国制造业企业非相关多元化程度与其绩效存在显著的负相关关系。

1.3.2 地域多元化与绩效的关系

地域多元化又称地理多元化(geographical diversification),在文献中多以“国际化(internationalization)”“跨国多元化(international diversification, ID)”“全球化(globalization)”“跨国化(multi-nationality)”“全球多元化(global diversification)”等形式出现。但在地域多元化的基本特征以及合适的测度方法上存在争论。

(1) 国外研究现状

1) 地域多元化行为与绩效

根据绩效指标可以将研究分为与价值的关系及与财务指标的关系,其中现有研究认为多元化行为增加公司的价值,如Kim & Lyn(1986)控制了广告支出、R&D费用、前期的销售增长和行业集中度等变量,发现跨国活动增加市场价值;Garrod & Rees(1998)以1991—1996年5704家英国公司为研究样本,以是否在国外有公司衡量多元化,以收益与净资产的弗尔森-奥尔森剩余收益定价模型(Feltham-Ohlson model)计算公司的价值,通过最小二乘回归模型(OLS)研究发现跨国公司比国内公司的收益和净资产高。

关于多元化行为与财务绩效的关系,有两种结论: