

多元化发展战略与企业价值关系

——理论、实证及其战略调整

杨 林 著

经济管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

多元化发展战略与企业价值关系：理论、实证及其
战略调整/杨林著. —北京：经济管理出版社，2008.3

ISBN 978-7-5096-0181-5

I. 多... II. 杨... III. 企业管理—研究 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 021123 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：

经销：新华书店

组稿编辑：申桂萍

责任编辑：申桂萍 李今朝

技术编辑：晓 成

责任校对：超 凡

720mm×1000mm/16

17.5 印张 269 千字

2008 年 3 月第 1 版

2008 年 3 月第 1 次印刷

定价： 元

书号：ISBN 978-7-5096-0181-5/F·177

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

前 言

多元化发展战略自其诞生之初就受到了理论界和实务界的高度关注，许多学者已从多视角对其进行了积极探讨，其中多元化发展战略与企业价值关系便是重要命题之一。由于自 20 世纪 80 年代以来，多元化发展战略企业价值，尤其是经济发达国家企业价值一度出现下滑现象，多元化发展战略在企业中的地位遭遇巨大下降。许多学者纷纷将企业经营失利归咎于多元化发展战略本身。然而，反观现实我们却发现，无论是在经济发达国家，还是新兴经济国家，均既存在价值高的多元化发展战略企业，也存在价值低的多元化发展战略企业。也许，我们不能否认多元化发展战略是一种有效的企业扩张战略，但是现实的实施情况又使得我们经常对多元化发展战略抱有诸多质疑和困惑。这不得不引起我们对于现实状况的沉思。通过文献分析后发现，现有多元化发展战略与企业价值关系研究仍然存在诸多局限性乃至空白，包括理论框架、研究方法与变量测度指标体系等方面。因此，继续对多元化发展战略与企业价值关系做进一步研究便具有较高的理论价值与较强的现实指导意义。

本研究目的主要表现为三方面：其一，通过分析我国企业多元化发展战略对企业价值的影响，构建出多元化发展战略程度、类型和模式与企业价值关系的理论模型；其二，运用统计数据对所构建理论模型进行实证检验，为我国企业经营管理人员，尤其是高层管理人员提供相应的战略决策支持模型和管理工具；其三，通过构建一种企业核心能力与业务活动动态匹配的理论模型，分析基于企业价值最大化的多元化发展战略调整理论问题。

在明确了考察多元化发展战略与企业价值关系的重要性及研究目标之后，本书首先对研究中所涉及的主要变量进行了界定，对相关文献进行了综述，并具体构建出多元化发展战略与企业价值关系的理论模型。

此为试读,需要完整PDF.请访问: www.ertongbook.com

在多元化发展战略与企业价值关系的理论模型中，共涉及三类变量：①自变量。自变量是多元化发展战略，具体划分为多元化发展战略程度、多元化发展战略类型与多元化发展战略模式三个维度。并进一步将多元化发展战略类型划分为相关多元化发展战略与非相关多元化发展战略两种类型，将多元化发展战略模式划分为外部并购、内部发展与混合三种模式。这种多元化发展战略维度划分结果与所界定的多元化发展战略内涵保持了内在一致性。本研究对多元化发展战略内涵的界定从以下两方面着手：其一，多元化发展战略是指企业经营业务分布于多个产业的状态，用英文可以表示为“diversity”；其二，多元化发展战略是指企业进入一个新的产业领域的行为，用英文可以表示为“diversification”。显然，多元化发展战略程度和类型与企业价值关系，是从多元化发展战略作为一种状态出发，考察多元化发展战略分布状态与企业价值之间的关系；而多元化发展战略模式与企业价值关系，则是从多元化发展战略作为一种行为出发，考察不同的多元化发展战略进入模式的选择所导致的企业价值差异。②因变量。因变量是企业价值，是运用企业盈利能力与企业扩张能力两个维度指标来度量的，具体包括总资产报酬率、每股收益、每股净资产和每股经营活动产生的现金流量净额。这些企业价值度量指标既包括权责发生制核算指标，又包括收付实现制核算指标。③控制变量。控制变量包括企业规模、财务杠杆、股权集中度与企业所有制四项指标。

本书接着论述了样本数据来源与实证分析方法。本研究克服了过去相关研究未充分考虑产业结构因素的局限性，即选取单一产业企业——中国制造业上市公司作为样本。样本企业的时期跨度为 2001~2004 年度。此外，本研究还突破了过去相关研究中采取横截面数据的局限性，转而构造了一种新的数据结构——面板数据。其中，自变量和控制变量数据时期为 2001~2003 年度，因变量数据时期为 2002~2004 年度。也就是说，因变量数据时期滞后自变量数据时期一年。通过构造这样一种数据结构，可以考虑到多元化发展战略对企业价值影响的滞后效应。

在此基础上，本书进一步对多元化发展战略与企业价值关系进行了实证分析。由于本书将多元化发展战略划分为三个维度，即多元化发展战略程度、多元化发展战略类型与多元化发展战略模式，因此，在具体操作上，分别以

多元化发展战略程度、多元化发展战略类型和多元化发展战略模式作为自变量，对四项企业价值度量指标进行多元回归分析。同时，为了单独分离多元化发展战略（程度、类型和模式）对企业价值的影响，又分两个步骤进行操作。其中，第一个步骤是以企业价值作为因变量，对四个控制变量进行回归分析；第二个步骤是进一步将多元化发展战略（程度、类型和模式）作为自变量引入回归分析模型之中。通过实证分析，本书形成了如下主要结论：

（1）多元化发展战略程度与企业价值关系。多元化发展战略程度对企业价值的所有度量指标均产生了显著性影响，并与企业价值呈现出显著正相关关系。也就是说，随着多元化发展战略程度的上升，企业价值呈逐渐增加的趋势。

（2）多元化发展战略类型与企业价值关系。相关多元化发展战略与企业价值呈显著负相关关系，非相关多元化发展战略则与企业价值呈显著正相关关系。

（3）多元化发展战略模式与企业价值关系。在其他条件保持不变的情形下，企业在实施多元化发展战略时，首先更加倾向于选择混合模式；其次是外部并购模式；最后是内部发展模式。混合模式多元化发展战略与企业价值呈显著负相关关系；外部并购模式多元化发展战略未通过与每股经营活动产生现金流量净额（收付实现制核算指标）关系的显著性检验；内部发展模式多元化发展战略未通过与总资产报酬率、每股收益和每股净资产（权责发生制核算指标）的显著性水平检验。

（4）综合而言，实证分析结果比较好地验证了多元化发展战略与企业价值关系的理论假设，实证分析效果比较理想，基本实现了预期目标。

最后，本研究还进一步探讨了多元化发展战略调整的理论问题。多元化发展战略对于企业价值最大化目标的最终实现可能产生正面或负面的影响作用。当多元化发展战略会损害企业价值最大化目标时，就需要对其进行有效的战略调整。本书在提出多元化发展战略调整目标是实现企业价值最大化的基础上，借鉴矛盾论思想，分析指出多元化发展战略调整机制是动态核心能力，并进一步构建出多元化发展战略调整路径，即企业核心能力与业务活动的动态匹配模型。

目 录

第一章 绪论 / 1

- 第一节 问题的提出及研究意义 / 1
- 第二节 研究目标与研究方法 / 13
- 第三节 研究结构与研究技术路线 / 14
- 第四节 预期创新点 / 16
- 小结 / 21

第二章 相关文献回顾与理论综述 / 22

- 第一节 相关概念界定 / 22
- 第二节 多元化发展战略的分类与测度 / 28
- 第三节 企业价值的内涵与度量 / 33
- 第四节 多元化发展战略与企业价值关系——
多学科视角 / 41
- 小结 / 57

第三章 理论框架与研究假设 / 59

- 第一节 企业实施多元化发展战略的理论基础 / 59
- 第二节 企业实施多元化发展战略的内在动机 / 76
- 第三节 多元化发展战略的研究维度 / 91
- 第四节 多元化发展战略对企业价值的影响 / 92
- 小结 / 126

第四章 研究方法论与相关变量指标体系设计 / 130

- 第一节 研究方法论 / 130
- 第二节 相关研究变量指标体系设计 / 142
- 第三节 样本数据来源及分析方法 / 161
- 小结 / 175

第五章 结果与讨论 / 177

第一节 多元化发展战略程度与企业价值的相关性 / 177

第二节 多元化发展战略类型与企业价值的相关性 / 186

第三节 多元化发展战略模式与企业价值的相关性 / 198

第四节 对实证分析结果的讨论 / 210

小结 / 214

第六章 基于企业价值最大化的多元化发展战略

调整研究 / 217

第一节 多元化发展战略调整目标 / 217

第二节 多元化发展战略调整机制 / 220

第三节 多元化发展战略调整路径 / 223

小结 / 228

第七章 研究的局限性与未来展望 / 231

第一节 研究的局限性 / 231

第二节 未来展望 / 235

参考文献 / 242

后记 / 266

第一章 绪 论

在本章中，首先，阐述了该命题的选题背景及其研究意义；其次，分析了研究目标和研究方法；最后，论述了研究框架、研究技术路线及可能存在的创新之处。

第一节 问题的提出及研究意义

一、问题的提出

（一）西方经济发达国家多元化发展战略研究态势

纵观世界各主要经济发达国家企业的发展历程可以发现，多元化发展战略在其中扮演着十分重要的角色。诚如惠廷顿和麦耶在《欧洲公司战略、结构和社会科学》一书中所指出的那样：“战后欧洲各国经济中大企业的提升与多元化发展战略的兴起密切相关。到 1969 年已有 2/3 的美国企业实施了多元化发展战略……20 世纪 90 年代早期至中期，超过 2/3 的大型英国公司和德国公司是多元化的，法国公司的比例也低不了多少。可以把多元化发展战略称之为这些当代经济发达国家大企业的本质特征。”Palich 等人（2000）也认为，多元化发展战略相对于非多元化发展战略具有普遍优势，他们的研究结论是基于如下理由：多元化发展战略内部资源配置的效率日益增加及诸如互惠性购买或

交叉资助等市场势力机会。^①的确如此，自第二次世界大战以来，特别是在20世纪60年代和70年代，随着美国第三次兼并浪潮的出现，一些大公司纷纷通过并购来实施多元化战略。多元化发展战略已经成为一些大公司迅速扩张的重要方式，由多分部结构企业实施的多元化发展战略日益被美国和欧洲的许多公司所采纳，从而掀起了一股多元化经营热潮，并造就了许多跨越地域、行业和市场的国际性企业。在《财富》500强中，1949年，70%的公司是单一业务或主导业务公司；而到1974年仅有37%的公司属于这两种类型。与此同时，实施相关或不相关多元化发展战略的企业却从1949年的30%增加到1974年的63%（Rumelt，1982）。Channon（1975）考察了20世纪50年代和60年代英国企业多元化发展战略的变化情况（如图1-1所示）。由图1-1（a）可知，从1950~1960年期间，15家企业仍然保持单一产品类型发展战略（S），9家企业则由单一产品转变为主导产品类型发展战略（D），12家企业由单一产品转变为相关产品类型发展战略（R），1家企业由单一产品转变为非相关产品类型发展战略（U）。关于主导产品类型发展战略，25家企业没有从事多元化发展战略，12家企业转变为相关型多元化发展战略（R），1家企业转变为非相关型多元化发展战略（U）。图1-1（b）还表明，大多数企业发展战略类型保持不变，到20世纪60年代末，最不受欢迎的是单一产品类型发展战略，在96家样本中仅有4家企业保持单一产品类型发展战略，而在20世纪50年代初期，单一产品类型发展战略却是最受欢迎的。

Markides（1995）则认为，由于多方面的原因，20世纪60年代许多企业的多元化发展战略超过了最佳水平。由于外部压力和内部发展方面的原因，20世纪80年代，这些过度多元化发展战略的企业开始降低多元化发展战略程度，

^①当然，这并不意味着所有类型的多元化发展战略都具有相同的优势。Rumelt（1974）首先将多元化发展战略区分为相关多元化发展战略与非相关多元化发展战略，然后进一步区分为相关约束型多元化发展战略与相关联系型多元化发展战略。在所有这些类型的多元化发展战略中，尤其偏爱于相关约束型多元化发展战略（Rumelt，1974；Palich等人，2000）。首先，相关多元化发展战略企业由于在市场和技術上的运营协同作用（Rumelt，1974）及联盟企业间知识的可转移性（Teece，1982）而优于非相关多元化发展战略企业。其次，相关约束型多元化发展战略企业由于能够利用更紧密的内部关系网所带来的协同与知识优势而表现好于相关联系型多元化发展战略企业（Rumelt，1974）。Hoskisson和Johnson（1992）将相关联系型多元化发展战略企业描述成为一种“中间”形式的多元化发展战略，既缺乏非相关多元化发展战略管理上的简单性，也缺乏相关约束型多元化发展战略的集中化优势。

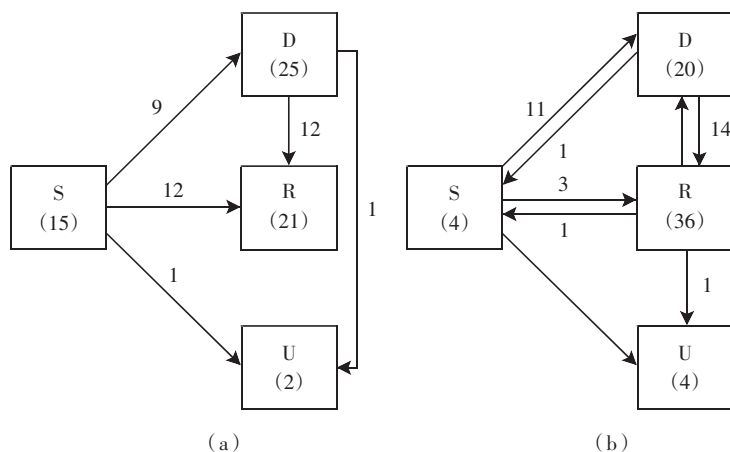


图 1-1 英国企业战略变革的数量和方向

注：(a) 图样本数为 92，样本期间为 1950~1960 年；(b) 图样本数为 96，样本期间为 1960~1970 年。

多元化发展战略：S = 单一产品战略类型企业；D = 主导产品战略类型企业；R = 相关产品战略类型企业；U = 非相关产品战略类型企业； x_{ij} = 不同战略类型间的变化；(y) = 战略类型没有发生变化的企业数量。

资料来源：Channon (1975). The Strategy and Structure of British Enterprise.

尽管那些多元化发展战略程度不足的企业仍然在拓宽其业务活动范围。总而言之，他发现，大企业平均多元化发展战略程度几乎没有变化。其他的研究表明，在欧洲和日本企业也呈现出相似的发展趋势（Luffman 和 Reed, 1982；Pooly, 1972；Suzuki, 1980；Thanheiser, 1972）。表 1-1 中的数据可以让我们对这种现象有一个更加清晰的认识。

表 1-1 美国、英国和日本企业多元化发展战略实施情况表

国 别	美 国		英 国			日 本		
年 份	1949	1969	1950	1970	1980	1962	1972	1980
被调查企业数	189	183	92	100	200	102	102	102
专业化企业 (%)	70	35	75	40	35	47	38	36
多元化企业 (%)	30	65	25	60	65	53	62	64

资料来源：根据小野丰广著，吕梦仙译：《日本企业战略和结构》，北京：冶金工业出版社，1990 年版，第 71 页和第 97 页所披露相关信息整理而成。

此外，再具体以出现反多元化发展战略现象的美国为例，1992 年，美国最大的 500 家公众公司销售了 37 万亿美元价值的商品和服务，大约占美国全部公众企业产值的 75%。尽管媒体和一些研究人员阐述了这些企业近年来的

剥离活动，宣称“回归核心”，但是，这些变化不应该掩盖如下事实：这些企业的业务范围仍然是相当多元化的。表 1-2 分别显示了这些企业在 1985 年、1989 年和 1992 年所从事的主要业务的数量。尽管 Lichtenberg（1992）研究结果显示，6505 家样本企业在 1985~1989 年期间企业多元化发展战略程度下降了，但是，这些数据表明，在这段时期最大的 500 家企业多元化发展战略程度实际上提升了。

表 1-2 美国 500 家最大公众公司多元化发展战略

SIC 编码数量			
	1985 年	1989 年	1992 年
平均值	10.65	10.85	10.90
企业分布			
SIC 编码数量	1985 年	1989 年	1992 年
1 个	11.8%	12.4%	12.4%
2 个以下	18.8%	18.4%	18.4%
3 个以下	23.2%	22.6%	21.8%
5 个以上	67.6%	68.6%	69.6%
10 个以上	42.0%	43.6%	43.8%
20 个以上	13.8%	14.0%	14.0%
30 个以上	0.6%	0.8%	0.8%

注：本表中的 SIC（标准产业分类）编码是 4 位数字水平。

资料来源：Montgomery（1994）. “Corporate diversification”，Journal of Economic Perspectives，8，3，p. 164.

然而，多元化发展战略也并没有始终受到学界和企业界的赞颂，它也曾一度陷入尴尬境地。从 20 世纪 80 年代开始，在美国及西欧的一些大公司之间出现了一种降低多元化战略的趋势（例如，Markides，1990；Porter，1987；Williamson，Paez 和 Sanders，1988）。例如，在《华尔街日报》（1995）上公开发表的一篇关于企业重组的报告表明，在 850 家北美最大公司中，有 398 家（47%）进行了重组。《财富》500 强的平均多元化指数从 1980 年的 1.00 降至 1990 年的 0.67（戴维斯、迪克曼和廷斯，1993）。Markides（1995）则发现，20 世纪 80 年代期间，《财富》500 强中几乎有 50% 的公司进行了重新集中。

（二）中国企业多元化发展战略研究现状及发展趋势

伴随着中国改革开放程度的进一步加深，以及世界经济一体化程度的加快，中国企业受西方经济发达国家企业多元化发展战略热潮的影响和政府的推动，也纷纷实施多元化发展战略，开展多元化经营。

从历史角度来看，中国企业的发展模式实际上是 1949 年以后照搬前苏联的模式，而前苏联的那套模式是照搬美国企业 20 世纪初期的模式，即垂直一体化的专业化成长模式。斯大林在 20 年代把美国的那一套东西搬过来，而且把它强化到所有的产业和所有的行业之中。这种模式一直维持到前苏联解体，也就是到 90 年代。所以从这个意义上说，中国可能比前苏联还幸运一些。我们知道，美国在第二次世界大战后，尤其在六七十年代，没有实施多元化发展战略的大企业已经是属于凤毛麟角了。

20 世纪 80 年代中期，“科工贸房地产一体化，产供销一条龙”成为当时中国企业自我宣传的最常见标语之一。综合而言，在所有实施多元化发展战略的企业中，由于其多元化发展战略类型的选择差异、实施程度的强弱和具体实施途径的不同，导致了企业的多元化发展战略的实施效果也存在极大差异，甚至有的企业走向了失败。另外，伴随着中国加入 WTO，西方的那些实力雄厚的跨国集团公司将会在更多领域与中国企业展开形式更加多样且更加激烈的市场竞争。面对这个机遇和挑战并存的市场环境，中国的企业是否可以或者有必要通过多元化发展战略来增强自身的竞争优势，从而提升自身价值？如果可以或者有必要，那么，又应该如何选择多元化发展战略呢？

（三）是否还需要多元化发展战略

可以这样说，多元化发展战略自其诞生之始就一直受到学界和业界的高度关注，许多学者也对其进行了卓有成效的研究。其中，多元化发展战略与企业价值之间关系就已经并将继续成为企业战略管理理论与实践领域中一个非常重要的命题（Datta, Rajagopalan 和 Rasheed, 1991; Goold, Campbell 和 Alexander, 1994; Hoskisson 和 Hill, 1990; Montgomery, 1994; Palich, Cardinal 和 Miller, 2000; Ramanujam 和 Varadarajan, 1989; Rumelt, 1974）。然而，伴随着企业价值曾经一度出现的下滑现象（20 世纪 80 年代左右美国等发达国家企业尤其如此），多元化发展战略在企业，尤其是在西方经济发达国家企业中的

地位遭遇巨大下降。许多学者和企业经营管理人员纷纷将企业经营失利归咎于多元化发展战略本身，因此，他们便鼓吹企业应该实施归核化，甚至是专业化发展战略。应该指出的是，当今世界经济发达国家所出现的“归核化”现象并不能够等同于“专业化”战略，因为多数大企业在实施所谓“归核化”以后仍然有多项核心业务。比如，GE 公司多达十几个，即使分拆后的那些企业所经营的四位数 SIC 编码行业仍然很多，它们的多元化发展战略程度充其量只是比原来有所降低而已。而且，即便在多元化发展战略遭遇猛烈抨击的西方经济发达国家，也不乏成功的多元化发展战略企业（例如，GE、ABB 和迪斯尼等公司）。也许，我们不能否认多元化发展战略是一种有效的企业扩张战略，但是现实的实施情况又使得我们经常对多元化战略抱有诸多质疑和困惑。这不得不引起我们对于现实状况的沉思。

（1）迄今为止，学术界关于多元化发展战略与企业价值关系的研究绝大多数是以美国、英国和日本等经济发达国家企业作为样本，研究结果主要反映美国等经济发达国家的企业行为和资本市场环境，而对美国等经济发达国家以外的企业多元化发展战略及其价值的研究则显得很匮乏，尤其是对于新兴市场，比如中国企业的多元化发展战略及其对企业价值影响的研究显得相当不足。由于不同经济发达程度国家在制度环境（例如，政府管制和契约履行等）与市场条件（例如，产品市场、劳动力市场和资本市场）等方面均可能存在着巨大差异，制度环境和市场条件方面的差异性又可能对于多元化发展战略与企业价值的关系模型具有重要影响作用（Li 和 Tan，1998；Whitley，1999），因此，基于经济发达国家企业多元化发展战略与其价值关系的研究结论可能并不完全，有时甚至不能够简单移植于经济尚处于发展阶段的国家（如中国）。诚如 Khanna 和 Palepu（1997）所言，发育良好的产品市场、资本市场和劳动力市场的缺失，再加上欠发达的法律规章制度间接地表明，集团企业或者非相关多元化企业可能对于新兴经济中的企业是有利的。此外，如前文所述，即便在经济发达国家也存在许多成功的多元化经营企业。GE、ABB 和迪斯尼等公司的成功经验似乎表明，“集中化战略”（sticking to the knitting）并不一定是公司范围问题的唯一解决之道。甚至更为重要的是，将这种逻辑盲目地移植于新兴经济中的企业，而不对其相关性和可行性做严肃认真的评估，可能反而会造成更加严

重的危害性。毕竟，新兴经济的制度环境和市场结构与发达经济之间还是存在巨大的差异性的。例如，Jooh Lee, Ernest H. Hall, Jr and Matthew W. Rutherford (2003) 考察了美国和韩国企业多元化战略与企业价值之间的关系。他们的研究表明，美国企业国际多元化发展战略与企业价值之间呈正向关系，而产品多元化发展战略与企业价值之间呈负相关关系；韩国企业国际多元化发展战略和产品多元化战略均与企业价值之间呈正向关系。这主要是由于不同国家之间在文化、社会、地理、经济和政治环境等方面的差异性所造成的。因此，在考察多元化发展战略与企业价值之间关系时，必须考虑到“国家环境”这一因素可能造成的不同影响。

(2) 即便在上述西方经济发达国家，关于多元化发展战略与企业价值关系的研究结果也远未形成一致性结论（例如，Ramanujam 和 Varadarajan, 1989）。其中，有些研究结果显示，多元化发展战略与企业价值之间呈正向线性关系（Michel 和 Shaked, 1984；Weston 和 Mansinghka, 1971）；有的研究结果显示两者之间呈负向线性关系（Bettis, 1981；Palepu, 1985；Rumelt, 1974；Varadarajan, 1986；Varadarajan 和 Ramanujam, 1987）；有的研究结果显示两者之间呈曲线关系（Lubatkin 和 Chatterjee, 1994；Shleifer 和 Vishny, 1991）；甚至有些研究显示，两者之间不存在显著统计意义上的关系（Grant, Jammine 和 Thomas, 1988；Montgomery, 1985；Chiu, 2002）。

(3) 现有研究在考察多元化发展战略与企业价值之间关系时，大多仅研究多元化发展战略对企业价值的直接影响作用，并没有考察多元化发展战略可能对企业价值存在间接性影响关系。例如，Duhaime 和 Stimpert (1994) 认为，尽管企业会受到多元化发展战略程度的直接影响，但是，它也可能会受到产业收益水平、研究开发支出和资本支出等因素的影响，他们的研究表明，多元化发展战略与企业价值的综合关系是相当复杂的，需要考虑各种各样的前提条件、调节变量和中间变量等影响。^① 此外，除了 Grant 等人 (1988) 及 Hall Jr. (1995) 外，现有的研究也没有对企业价值反过来是否可能会对多元化发展战

^① 转引自 Mukherji A. (1998). "The relationship between prior performance and diversification: A study of three industries". *Management Decision*, 36(3), 第 181 页。

略产生影响作用给予足够的关注，即没有充分考虑多元化发展战略与企业价值之间的因果关系问题。现有的许多关于企业多元化发展战略的研究，要么回避，要么忽视多元化发展战略与企业价值关系中的一个关键问题：因果关系。正如 Grant 等人（1988）所指出的那样：“以前的研究要么对多元化发展战略与企业价值的因果关系不清晰（agnostic），要么假定不同企业之间的价值差异是由其所采取的多元化发展战略形成的结果。”研究人员并没有对于多元化发展战略与企业价值之间的因果关系问题给予足够的重视；相反，他们主要是讨论多元化战略企业与专业化战略企业之间的价值差异问题。但是，Grant 等人（1988）认为，这样的研究工作可能存在着误导性，因为“对于经营管理人员来说，关键性的问题往往并不在于多元化企业是否比专业化企业具有更加高的收益率，而在于多元化战略是否能够帮助有助于提升企业收益率”。

（4）现有研究在考察多元化发展战略与企业价值之间关系时没有对“风险”因素给予足够重视。对于企业来说，风险可能来自于利润的短期波动、消费者口味的变化、技术变革、政府政策的调整及竞争对手的战略性行动。我们知道，有些投资项目虽然具有较高的收益率，但同时也可能存在较高的潜在风险；有些投资项目虽然收益率相对较低，但风险也相对较低。这时，企业经营管理人员并不一定会选择那些投资收益率高且风险高的项目。诚如 Bettis 和 Mahajan（1985）所言，在将“风险”引入多元化发展战略与企业价值关系研究之后发现，从综合风险和报酬来考量，相关多元化战略并不一定就是纯粹的福音，非相关多元化战略也并不一定就是灾难。因此，要真正理解多元化发展战略与企业价值之间的关系，可能需要将“风险”这一因素纳入模型之中。现有的将风险纳入多元化发展战略与企业价值关系模型的研究尚为数不多。即便已经存在的有限研究，它们的研究结果也并没有得出一致结论。Armour 和 Teece（1978）在一项对石油产业的多变量研究中发现，股本报酬率与股本报酬率方差之间存在负相关性，尽管风险变量的系统差异性并不显著。Fisher 和 Hall（1969）在对 11 个不同产业进行研究时发现，产业内风险与收益之间存在正向关系。Bowman（1980）研究了 85 个行业在 9 年期间（1968~1976）股本报酬率与股本报酬率方差之间的关系。他的研究表明，在 56 个行业中风险与报酬之间呈负相关性，21 个行业呈正向关系，其余 8 个行业不存在相关性。

Bettis 和 Hall (1982) 在对 80 个大型多元化企业的跨时期研究 (1973~1977) 中发现, 集团企业的总资产报酬率与总资产报酬率标准差存在正相关性, 而对于相关多元化企业来说, 总资产报酬率与总资产报酬率标准差之间则不存在相关性, 或者存在负相关性。

(5) 现有研究没有充分考虑产业结构可能对多元化发展战略与企业价值关系的影响作用。根据产业组织经济学“结构—行为—绩效”研究范式, 不同产业结构会对企业行为产生不同的影响, 进而可能会影响企业绩效水平。哈佛商学院著名战略管理学家迈克尔·波特教授 (1980) 认为, 一个产业内部的竞争状态取决于五种基本竞争作用力 (如图 1-2 所示), 这五种作用力汇集起来决定着该产业的最终收益率水平。产业最终收益率水平会随着这种合力的变化而发生根本性变化, 而且这些作用力在不同产业之间存在着巨大差异。正是由于不同产业间存在着收益率的差异性, 所以处于不同产业中的企业最终会带来不同的企业价值。

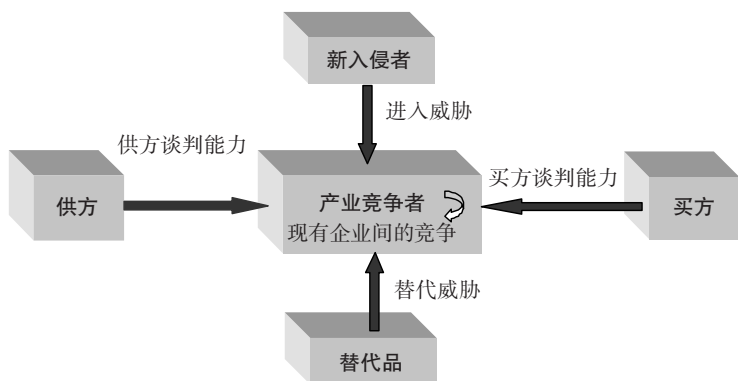


图 1-2 驱动产业竞争的五种力量模型

资料来源: 根据 [美] 波特著:《竞争战略》, 北京: 华夏出版社, 2001 年版, 第 3 页整理而成。

此外, Mukherji (1998) 还具体比较了食品、电子和石油三种产业的结构差异性 (如表 1-3 所示)。由表 1-3 可知, 这三种产业在产业基本属性方面存在着较大差异。同时, Mukherji (1998) 还进一步列示了这三种产业在 1988~1993 年期间平均财务绩效情况 (如表 1-4 所示)。

正是由于不同产业结构基本属性存在着较大差异, 同时不同产业收益率水

表 1-3 三种产业结构基本属性比较

产业名称 产业属性	食品业	电子业	石油业
制造过程	批量/组装	批量/组装	连续性过程
资本密度	中等	中等/高等	高等
研究开发密度	中等	高等	高等
广告密度	高等	中等	高等
商品类型	消费品	消费品/工业品	消费品/工业品
终端类型	便利品	非便利品	便利品

资料来源：Mukherji A. (1998). “The relationship between prior performance and diversification: A study of three industries”. Management Decision, 36 (3), 第 184 页。

表 1-4 三种产业 1988~1993 年期间平均财务绩效比较

产业名称 财务指标	食品业	电子业	石油业
销售收入 (百万美元)	1086	1604	4798
利润 (万美元)	68.7	63.5	117.5
总资产报酬率 (%)	6.3	4.3	3.3
销售收入报酬率 (%)	3.0	3.8	2.7
股本报酬率 (%)	16.2	12.7	9.5
平均报酬率 (%)	8.5	6.9	5.2

资料来源：Mukherji A. (1998). “The relationship between prior performance and diversification: A study of three industries”. Management Decision, 36 (3), 第 184 页。

注：平均报酬率 = (总资产报酬率 + 销售收入报酬率 + 股本报酬率) / 3。

平也存在着较大差异，因而，在考察多元化发展战略与企业价值关系时，还有必要将“产业结构”这一变量纳入研究模型之中。

(6) 现有研究往往仅考察多元化发展战略程度、类型或模式三者之一对企业价值的影响。几乎没有同时考察多元化发展战略程度、类型或模式与企业价值相关性的理论研究和经验研究。

(7) 现有研究在方法论上存在局限性。现有研究过分依赖于横截面数据结构、异质性的样本，以及偏好于运用方差分析方法。

(8) 现有研究在考察了多元化发展战略与企业价值之间关系后，并没有进一步探讨多元化发展战略调整理论问题。

Palich, Cardinal 和 Miller (2000) 认为，判断一个研究领域是否成熟的标