

我国上市公司的多元化战略和经营业绩*

朱江

(北京大学光华管理学院 100871)

内容提要:本文利用1997年上市公司年度财务报告中的资料,设计并选择了若干衡量多元化程度和经营业绩的定量指标,对企业经营中的多元化战略与经营绩效之间的关系进行了定量分析,得出了以下几个结论:第一,从整体上看,多元化程度和其经营业绩之间没有显著的因果关系;第二,企业多元化经营虽然没有伴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波动。

二战之后,美国经济发展急剧膨胀,大公司实力不断扩大,全球性市场为跨国公司的扩张奠定了基础,1950年,《克莱顿法》的修订使得横向兼并和纵向兼并的环境变得不利,新的反托拉斯条款更加严厉,混合兼并即跨行业兼并、多元产业发展成为主流,企业呈现多元化发展的趋势。然而自80年代以来,混合购并所占比重急剧下降,并购开始转向与本行业有关的行业,多元化经营公司也纷纷将非核心产业剥离、出售,通过提高企业核心能力进行竞争。

日本和韩国的大型企业在发展过程中,大多采取了多元化经营和高负债的战略。由于韩国和日本经济的持续快速发展,一时间日韩企业的综合商社模式极受推崇,然而进入90年代后,日本经济停滞不前,韩国经济在东南亚金融危机中也矛盾凸现,两国企业在国际市场上的竞争力大不如前,导致这种高度多元化的经营模式受到普遍置疑。

我国企业在纯计划经济时代里,一般不存在自己的经营战略。然而,随着经济体制由计划向市场过渡,企业必须考虑如何在竞争日趋激烈的市场中求得生存和发展。多元化经营成了许多大企业的战略选择。

企业多元化经营到底是利是弊?是否大企业更倾向于采取多元化经营战略?这些企业是否实现了多元化战略的预定目标?中国企业是否应当多元化经营?本文将采用1997年上市公司经营状况的资料进行定量分析,对以上问题进行解释。

本文结构安排如下:第一部分将简要介绍有关多元化经营及其绩效的研究;第二部分将讨论多元化经营和经营效率的衡量指标,以及本文的样本选择;第三部分是统计分析和比较分析,并将对结果作出解释;第四部分则是对全文进行总结,并提出一些有待进一步解决的问题。

一、多元化经营与经营业绩的相关研究

Grant (1988) 等人指出,在一定界限内,公司业绩和经营业务的多少呈正向变动关系,但在

* 本文根据作者提交北京大学光华管理学院的硕士论文改写。作者感谢张维迎教授的指导。

这一界限之外,随着经营业务越来越多,公司业绩呈下降趋势。Rumelt(1974)的研究表明,由于核心能力的延伸作用或资源共享作用,向相关行业的有限的多元化经营会使业绩提高,过度的多元化会使协同作用降低,会对公司业绩有负面影响。Porter(1980)指出,一个公司所经营的业务和该业务在行业中所占的地位会影响整体业绩,也就是说公司的业务结构和各项业务竞争地位是业绩的主导力量。

财务管理方面的分析针对的则是多元化经营带来的经营风险、融资便利和税收抵免利益等问题,并研究了这些因素对股东利益的最终影响。Amit和Livnat(1988)的实证研究结果表明,纯财务目的的多元化经营会减少现金流的波动,降低经营风险,而且公司杠杆水平相对较高。与此同时,多元化经营的公司利润水平比非多元化经营的公司低,当进行的是非相关多元化经营时尤其显著。Comment和Jarrell(1995)利用1978—1989年间NYSE和Amex的上市公司在经营方向上的集中化趋势作了实证研究,得出经营方向的集中会有效提高公司股票的收益率,但是他们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没有明显的作用。

Berger,Ofek(1995)通过比较经营单元应有加总价值与公司价值,揭示出在1986—1991年间,多元化经营平均带来13%—15%的损失,其原因是多元化企业存在过度投资和交叉补贴问题。但是,多元化经营带来的税收利益减小了损失。与单一经营企业相比,多元化企业内的部门经营盈利能力较低,过度投资倾向更大。

二、衡量指标和样本的选择

(一)衡量多元化程度的指标

国外研究多元化问题进行定量分析时,一般都采用SIC分类数据来衡量公司经营的多元程度,即公司必须在注释中汇报销售额、资产或利润超过总量10%的经营单元的有关信息。从而,定量研究变得非常方便,只要获取现成数据库中的数据便能进行大规模的数据统计分析,从而得出结论。

在我国,进行这项研究显得非常困难,因为国内没有机构制定出标准的产业分类体系,无法对企业从事的业务作出明确划分。《公开发行股票公司信息披露内容与格式准则第二号——年度报告的内容与格式》规定:“公司也可以采用数据列表方式或图形方式,提供与上述会计数据相同期间的业务数据和指标。例如,……公司各项主要业务占总收入的百分比。”如果公司实行多元化经营,其业务涉及不同行业,则应对占公司主营业务收入10%以上(含)的经营活动及其所在行业分别作出介绍。”

然而,在实际操作中,企业在公司年报中仍然很少进行完全披露,即使对有关信息进行了披露,所提供的信息还是不足于衡量公司的多元化经营程度。大多数企业所披露的信息中只是将其涉及的行业进行列示,但事实上,在每一大类中,企业还可以进行多种不相关产品的生产,而这一点在产业经济定量分析中便无法反映出来。与此同时,某些被列为多元的活动可能是出于一体化的目的而不是多元化,例如一些企业的工业活动和商业活动。

作者查阅了沪深两市所有上市公司1997年的年度财务报告,发现有一百多家提供了分行业资料,这些资料成为后面定量分析的样本。本文采用了两种多元化经营指标:

(1) 经营单元数量:如果企业参与经营的某类业务产生的收入占总收入的 5% 以上,我们将之计作一个业务单元;

(2) 收入 Herfindahl 指数:这里指的是公司各类业务收入占总收入的比例的平方和,即

$$\text{收入 Herfindahl 指数} = \sum S_i^2$$

其中, S_i = 某类业务收入/总收入

(二) 经营效益指标

本文中,作者将选取两个最基本的会计指标来衡量企业的经营业绩,即每股盈余和净资产收益率。然而,我们发现作为每股盈余和净资产收益率的收益水平是税息后的,因而这两个指标在一定程度上未能区分非营业利润、杠杆水平和税收政策等非经营因素和企业生产结构、多元化程度这些经营因素。因此,在每股盈余和净资产收益率的基础上,我们又引入两个衡量企业经营业绩的变量:营业毛利率和调整的收益率,以期更准确地反映经营业绩。其中:

$$\text{营业毛利率} = \frac{\text{营业收入} - \text{营业成本}}{\text{营业收入}}$$

$$\text{调整的收益率} = \text{净资产收益率} \times \frac{\text{主营业务利润}}{\text{利润总额}}$$

营业毛利率利用公司财务报告提供的分行业资料中列出的分行业营业收入、营业成本和营业毛利计算得出。调整的收益率是用主营业务利润占利润总额比例对净资产收益率进行调整,使该收益率仅反映企业主营业务的情况,而排除利润结构差异的影响。该两项指标排除了非正常经营和财务杠杆的影响,由于上市公司通常只对利润总水平进行“操纵”,所以相对于每股收益和净资产收益率而言,营业毛利率和调整的收益率能准确反映企业的经营业绩。

(三) 样本的选择

在深沪两市共计 700 余家 A 股上市公司的 1997 年年度财务报告中,提供分行业资料的有 150 多家,主营业务详细分列的有 40 余家。由于证券监督委员会的《公开发行股票公司信息披露内容与格式准则》对分行业资料的划分手段没有作出详细规定,各公司的划分方式并不统一,大多数公司列出了按工业、商业、房地产业、餐饮旅游业等分类的资料,也有一部分企业是将其生产的产品逐项列出,由于一个企业的工业产出可能包含多种产品乃至多类产品,从而样本中出现了按产品和按行业两种划分多元化经营的方法。针对这一问题,作者采用了两种方法:第一,根据主观判断,将一些明显相关的产品列入同一类,也就是说,用行业多元化而不用产品多元化来衡量企业的多元化程度;第二,把一些公司剔除出样本。在进行了以上处理之后,剩下了 146 家公司的分行业资料成为本文研究的样本总体。

样本公司各项指标与总体各项指标之间的差异如表 1 所示。所有上市公司的每股盈余的平均值为 0.27 元,样本公司的每股盈余的平均值为 0.269 元,两者相差仅 0.37%;两类的负债比率分别为 43.60% 和 42.64%,所有上市公司和样本公司之间相差 2.20%;所有上市公司的平均净资产收益率为 7.69%,样本公司的平均净资产收益率是 8.767%,两者相差 14.01%;所有上市公司和样本公司之间的总资产相差 12.74%。不难看出,样本公司的资产负债状况和经营收益状况的均值和所有上市公司的指标平均值比较接近,因此可以说,本文的样本基本可以代表所有上市公司。

表 1 样本公司与所有上市公司的各项指标与差异

	每股盈余(元)	净资产收益率(%)	总资产(万元)	负债比率(%)
所有上市公司	0.27	7.69	127033	43.60
样本公司	0.269	8.767	110851	42.64
差异(比总体)	0.37%	14.01%	12.74%	2.20%

本文将只进行样本公司资料的横断面研究,但未经过多年数据移动平均的横断面研究是有缺陷的,它不能反映出多元化程度和经营绩效之间关系的变化情况,也会受当年一些特殊经济政策环境变化的影响。但是,我们现在无法进行时序研究,因为我国证券市场的发展时间还不长,而提供分行业资料也只是近一二年的事。

三、统计分析和结果

(一) 样本统计分析

按经营单元数分类,各指标均值、中值和区间分布如表 2 所示。

在所有样本中,经营单元数为 1 的有 45 家,然而并非所有经营单元数为 1 的企业的收入 Herfindahl 指数都是 1,它们中最小的仅是 0.778,说明虽然这些企业按经营单元数划分属于单一经营的企业,而实际上有的企业从事多项业务,只是因为中心业务占了极大比重,参与的其它业务产生的收入在总收入中所占比例都小于 5%,根据我们的选择,这些业务没有被视作多元经营中的一“元”。经营单元数大于 1 的有 101 家企业,其中有两到三个业务单元的为 84 家,占据了大多数,说明大多数公司并没有成为综合商社式的企业。

从净资产收益率来看,单一经营企业的净资产收益率平均值明显小于多元经营企业的净资产收益率,但从样本数据不难看出,这是由于几个明显偏大的负净资产收益率对平均值产生了较大影响。四组公司的净资产收益率的中值分别是 10.72%、10.50%、10.57%和 11.59%,并没有表现出显著的差异,尤其是前三组。因为调整的收益率只是对净资产收益率的修正,所以从整体上看,两者变化趋势基本是一致的。

从每股盈余数据来看,多元化经营公司的盈余变动区间均小于单一经营的公司,然而其中值和平均值变动都没有显示出一定的趋势。相比较而言,经营单元数为 2 的公司的每股盈余平均值和中值都小于其他类型的公司,尤其明显地低于经营单元数为 4 的公司。

从经营业绩指标的变化区间看,随着经营单元数的增加,最大值和最小值之间的差距逐渐缩小,这间接反映了多元化经营可以减少经营业绩的波动幅度,即具有降低经营风险的作用。

从总资产数据来看,可以发现总资产和多元化程度之间关系并不明确,多元化经营的企业平均总资产与单一经营的企业平均总资产并没有明显的差异。部分说明了企业资产规模不是企业选择是否进行多元化经营的主要原因。因此可以认为在国有企业为主体的上市公司中,是否选择多元化经营战略并不由总资产规模大小决定。

从负债比率数据来看,尽管整体样本的负债比率最小的有 5.69%,最大的有 89.36%,但

但是这一数据并不能说明多元化经营的企业占大多数,而可能是因为提供分行业资料的企业大多数是多元化企业,单一经营的企业则认为没有必要列出该项资料。

是各类企业的负债比率的平均值和中值差异不大。

表 2 按经营单元数分类,各指标均值、中值、最小值和最大值

经营单元数 (样本量)	1 (45)	2 (51)	3 (33)	4 (16)	5 (1)
收入 Herfindahl 指数	0.980	0.625	0.499	0.383	0.244
	1.000	0.592	0.462	0.348	—
	0.778	0.388	0.318	0.248	—
	1.000	0.889	0.882	0.576	—
净资产收益率 (%)	7.39	9.48	8.67	10.48	10.12
	10.72	10.50	10.57	11.59	—
	-152.75	-62.73	-53.52	-14.80	—
	32.90	30.01	25.28	24.24	—
每股盈余 (元)	0.28	0.25	0.27	0.30	0.15
	0.29	0.25	0.32	0.33	—
	-0.99	-0.68	-0.65	-0.28	—
	1.32	0.72	0.71	0.63	—
营业毛利率 (%)	23.97	25.17	29.48	26.68	23.61
	19.02	21.89	30.34	25.71	—
	-8.45	3.28	2.66	5.28	—
	87.27	79.64	69.77	42.56	—
调整的收益率 (%)	1.64	5.43	5.66	6.60	8.92
	7.01	6.78	7.05	7.73	—
	-163.51	-48.24	-38.04	-18.17	—
	27.39	27.09	25.11	23.55	—
总资产 (万元)	117933	94879	124912	117219	40957
	67952	78996	65160	91678	—
	19124	19226	12746	27334	—
	699543	395963	719090	384530	—
负债比率 (%)	42.77	45.32	37.75	45.31	18.74
	40.42	46.15	39.27	42.76	—
	14.70	8.64	7.75	5.69	—
	86.41	89.36	79.61	73.94	—

* 各栏内自上而下分别为平均值、中值、最小值和最大值。

为了更好地发现多元化经营程度对风险和收益的影响,我们把按收入 Herfindahl 指数区间划分的每股收益、净资产收益率、营业毛利率和调整的收益率的均值、中值和标准差列表 3。样本中,虽然处于负区间的样本量并不多,但由于其对平均值影响很大,所以表中列出了不含收益为负的样本集合的统计特性。又由于经营单元数为 5 的企业仅有一家,不具有分析意义,所以以下的统计分析排除这个组。

从表 3 可以看出,在去除了收益为负数的公司之后,单一经营的企业(经营单元数为 1)和多元化经营的企业(经营单元数为 2、3、4)的每股收益平均值基本相近,但是,单一经营的企业

的每股收益标准差为 0.265,明显高于多元化经营的企业每股收益标准差 0.196、0.143 和 0.183;类似地,两类公司的净资产收益率平均值差距不大,而经营单元数为 1 的公司的净资产收益率标准差是 7.879,也明显高于多元化经营公司的这项指标。

表 3 按收入 Herfindahl 指数分类的每股收益和净资产收益率均值、中值和标准差

收入 Herfindahl 指数		1	[0.7,1)	[0.5,0.7)	[0,0.5)	总体
每股收益	样本数	27	32	42	35	136
	均值	0.3503	0.2894	0.3415	0.3143	0.3239
	中值	0.31	0.27	0.32	0.31	0.31
	标准差	0.2653	0.1959	0.1427	0.1830	0.1941
净资产收益率	样本数	27	32	42	35	136
	均值	12.1637	10.6844	13.6338	11.8174	12.1805
	中值	10.72	10.42	10.865	10.73	10.725
	标准差	7.8785	6.1703	5.5872	7.1166	6.3892
营业毛利率	样本数	29	32	47	37	145
	均值	24.3597	26.4659	27.1336	26.0860	26.1641
	中值	19.89	19.275	26.09	24.15	22.78
	标准差	17.8081	18.4677	15.1755	13.8294	16.0452
调整的收益率	样本数	24	30	41	31	126
	均值	9.0958	8.1463	9.1951	8.8843	8.8500
	中值	7.8859	7.2799	8.1951	8.1512	7.9358
	标准差	7.6755	5.9216	5.5533	6.3832	6.2284

* 本表选择 0.5 和 0.7 划分收入 Herfindahl 指数的区间目的是使各区间样本数近似平均化。

通过以上分析不难看出,尽管我们没有办法比较某一家公司实施多元化经营战略前后的收益波动状况,我们却可以比较单一经营公司和多元化经营公司获利指标的分布区域,从中发现多元化经营公司的每股收益和净资产收益率变动幅度都明显小于单一经营的公司,因此可以判断,多元化经营具有降低经营风险的作用。

企业多元化经营程度越高,经营稳定性就会越高,从而其借贷能力也越强,那么,企业选择多元化战略是否是为了提高借贷能力而促进企业发展呢?首先,我们发现,多元化经营的两项指标和企业的负债水平的相关系数都很低,说明两者可能不具有因果关系。随后,我们用企业的负债水平衡量其借贷能力,用多元化程度指标作为自变量进行回归,结果表明,多元化程度的显著性水平很低,对负债水平基本没有解释能力。所以,尽管多元化经营降低了企业盈利水平的波动性,降低了破产风险,但企业并没有因此扩大其借贷水平。反过来我们可以猜测出,企业进行多元化扩张所利用的资金并非是借款,而更多地是利用企业自有资金。很可能在自有资金过剩时,企业有进行多元化扩张的动机。事实上,许多民营企业在原有业务带来大量盈

余之后,会向其它行业扩张,而不是追求巩固和加强原有业务。

从表 4 可以看出,通过以企业多元化经营程度为自变量,净资产收益率和每股盈余为因变量的回归发现,无论是用经营单元数还是收入 Herfindahl 指数,解释变量的 t 值都明显太小,说明从整体上看,其影响作用是不显著的。

表 4 多元化程度与公司经营业绩之间关系的回归结果

因变量	常数项	经营单元数	Herfindahl 指数	可决系数
每股收益	0.3243 (8.2577)	- 0.0002 (- 0.0134)	—	0
	0.3100 (6.2880)	—	0.0205 (0.2997)	0.0007
净资产收益率	12.3199 (9.5389)	- 0.06469 (- 0.1193)	—	0.0001
	112.9465 (7.9877)	—	- 1.1278 (- 0.5023)	0.0019
营业毛利率	23.4576 (7.3990)	01.2498 (0.9409)	—	0.0062
	28.5153 (7.1881)	—	- 3.4822 (- 0.6294)	0.0028
调整的收益率	9.5016 (7.2757)	- 0.2996 (- 0.5515)	—	0.0024
	9.0310 (5.4170)	—	0.2663 (- 0.1152)	0.0001

* 回归时扣除了因变量(第一栏)为负值的样本,括号内数字是 t 值。

我们的研究显示出多元化战略和经营业绩之间不存在明确的因果关系,其原因是多方面的。第一,我们的样本有缺陷,在中国,上市公司是一个特殊的群体,虽然它们涉及各行各业,但它们是人为选定的,并不能代表企业经营的一般情况,而且样本量也很小,使得做进一步细分没有可行性,因为对这么少的样本再进行细分就会使这种一般规律研究变成案例研究了。第二,我们的研究方法有局限性,根据现有数据,我们无法分析相关多元化和非相关多元化之间的差异,也就是说,我们无法将战略管理的思想贯彻到我们的研究中去。第三,我们的研究采用的是横断面材料,所以企业经营业绩很容易受到行业特定的经济周期和某些重大事件的影响,也会因此给结论带来很大的不确定性。

例如,珠海巨人集团以 4000 元起家,在电脑软件开发领域取得了很大的成就,到 1994 年,利税水平已达 4000 万元。在这种良好的形势下,他们开始所谓的“三大战役”,在保健品、医药和电脑三大产品领域内,一次推出十几种产品。

四、结论

我们选择了 1997 年年度财务报告中公布了分行业资料的 146 家上市公司,对其多元化状况和经营业绩之间的关系进行了研究,研究发现:多元化程度和其经营业绩之间没有显著的因果关系。由于国内企业普遍尚未实现规模经济,所以并不是规模越大的企业越可能采取多元化经营战略。企业多元化经营虽然没有伴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波动。与此同时,经营风险水平下降会提高企业的借债和偿债能力,但企业并不因此而扩大其负债比率。

由于我们只能获得部分上市公司的资料,而上市公司又是我国企业中的一个特殊群体,本文的局限性是不言自明的。怎样在定量研究中考虑多元化经营的相关与非相关的差异?如何通过时序研究来看出多元化战略—经营业绩关系随经济社会环境的变化而变化?针对诸多问题,不仅本文无法解决,而且在相当长的时间内也只能停留在感性认识上了。

参考文献

- 李玲、赵瑜纲,1998:《中国上市公司多元化经营的实证研究》,《证券市场导报》第 5 期。
- 孙经纬,1997:《企业分散化经营的动因与效率》,《外国经济与管理》第 7 期。
- 威斯通 J. 弗雷德、S. 郑光、苏姗·E. 侯格,1998:《兼并、重组与公司控制》,经济科学出版社。
- 尹义省,1999:《适度多角化——企业成长与业务重组》,三联书店。
- 张维迎,1996:《企业的企业家—契约理论》,上海三联书店,上海人民出版社。
- 张维迎,1997:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店,上海人民出版社。
- 张维迎,1999:《企业理论和中国企业改革》,北京大学出版社。
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1995, Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics* 37.
- Chatterjee, Sayan and James D. Blocher, 1992, Measurement of Firm Diversification: Is It Robust? *Academy of Management Journal* 35.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, 1995, Corporate Focus and Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 37.
- Deepak K. Datta and Nandini Rajagopalan and Abdul M. A. Rasheed, 1991, Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions, *Journal of Management Studies* 28.
- Dess, Gregory G. and Joseph C. Picken and Jay J. Janney, 1998, Subtracting Value by Adding Businesses, *Business Horizons* 41.
- Goold, Michael and Kathleen Luchs, 1993, Why Diversify? Four Decades of Management Thinking, *the Academy of Management Executive* 7.
- Hill, Charles and Gareth Jones, 1989, *Strategic Management—An Integrated Approach*, Houghton Mifflin Company.
- Johns, Gareth R. and Charles W. L. Hill, 1988, Transaction Cost Analysis of Strategy-Structure Choice, *Strategic Management Journal* 9.
- Markides, Constantinos C., 1997, To Diversify or Not to Diversify (Product Diversification), *Harvard Business Review* 75.
- Ramanujam, Vasudevan and P. Varadarajan, 1989, Research on Corporate Diversification: A Synthesis, *Strategic Management Journal* 10.

(责任编辑:王利娜)(校对:水)