

我国上市公司的多元化战略和经营绩效分析

——基于混合并购的实证研究

蒋先玲 秦智鹏 李朝阳

摘要：本文以2004-2009年期间我国的上市公司作为样本，从首次混合并购视角研究多元化经营对企业绩效的影响。本文采用企业经营性现金流回报作为衡量经营绩效的指标，借鉴事件研究法的基本思路，对比了451家实施不同类型并购的上市公司经营绩效的差异。结果显示无论是跨行业还是跨地区混合并购，企业的经营绩效在并购完成后都明显下降。原因在于混合并购所产生的财务协同效用较小及实施混合并购后企业须承担额外经营成本。

关键词：上市公司；混合并购；多元化经营；企业经营绩效；累计效果

一、引言

伴随着我国经济的发展，如何在激烈的竞争中保持稳定增长，是所有企业急需解决的问题。因此，出于自身发展的需要，企业一般会选择将触角伸向不同的行业或地区，积极地通过混合并购^①实施多元化战略，特别是上市公司在财务信息披露的压力下，尤其如此。仅在2002-2004年间，实施多元化战略的上市公司所占比重就高达90%以上^②。因此，多元化发展战略自其诞生之初就受到理论界的高度关注，已有不少学者对其进行了多视角的研究。其中，多元化发展战略与企业绩效关系便是重要的研究命题之一。

然而，关于多元化经营能否改善其经营绩效并未形成一致性结论。有些学者认为，外部并购模式会带来更加良好的企业绩效。例如，Lubatkin（1987）发现，外部并购通常是提升并购企业与被并购企业长期收益的一种手段。Hubbard和Palia（1999）发现，在20世纪六七十年代集团企业并购浪潮期间，多元化发展战略并购的宣布会产生正向的报酬率。也有些研究结果显示，外部并购模式会导致更低劣的

[基金项目] 本文是国家社会科学基金“我国战略性新兴产业政府引导基金及运行机制问题研究”的部分研究成果（批准号12BJY151），同时感谢“对外经济贸易大学研究生科研创新基金”（项目号：A20110201）的资助。

蒋先玲：对外经济贸易大学国际经济贸易学院；秦智鹏：对外经济贸易大学国际经济贸易学院 100029 电子信箱：Shermanqin@163.com；李朝阳：对外经济贸易大学国际经济贸易学院。

①所谓混合并购是指并购方与被并购方分别处于不同行业、不同市场或不同区域，且业务部门间不存在明显的替代关系。通过混合并购，一个企业可以提供一系列不同的产品和服务，从而实现多元化经营。

②柳建华（2009）：多元化投资，代理问题与企业绩效。

企业绩效。例如, Servaes (1996) 发现, 多元化发展战略会对企业绩效产生消极的影响。国内学者也进行了很多类似的研究, 但最终结论同样存在着分歧。比如, 洪道麟等 (2006) 和柳建华 (2009) 认为, 多元化战略会降低企业价值, 即所谓的多元化折价现象; 肖星和王坤 (2006) 则得出了多元化溢价结论。

笔者认为, 现有研究可以在以下两方面加以完善和补充。

1. 企业多元化的衡量标准受到样本区间的限制

在现有文献中, 主要使用以下三个标准衡量企业的多元化程度: 一是特定期限内企业经营行业的数量, 企业经营所涉及行业的数量越多则多元化程度越高; 二是在某一样本期内, 基于资产或销售的赫芬达尔指数 (Herfindahl index, HI)^③, 该指数越低则企业多元化程度越高; 三是企业经营范围的聚类分析。虽然上述标准存在着一定的合理性, 但都受到某一样本区间的局限。特别是企业在多元化经营过程中存在滞后及累加效用——多元化经营的实际效果会在一个或几个财务年度后才得以显现且此效果通常是非线性的。因此, 仅仅对某一特定期间进行研究无法全面反映多元化战略对长期经营绩效的实际影响。

2. 混合并购模式的衡量标准受到单一维度的限制

现有文献一般是按照并购双方的行业相互关系来分辨并购模式, 分为横向并购、纵向并购和混合并购, 这样的分类无法全面客观地反映混合并购的经验事实。Delong (2001) 的研究表明, 由于各地区的经济特点, 使得不同地方政府会根据本地区产业政策的需要, 对不同类型企业实施差异化管理。所以地域差异对于混合并购, 特别是混合并购后多元化企业的经营绩效有着十分重要的影响。因此, 有必要完善混合并购的分类标准。

为了克服以上不足, 本文采用2004-2009年期间的我国上市公司作为样本, 应用企业经营性现金流回报作为衡量多元化战略绩效的指标, 借助事件研究法的基本思路, 通过比较451家实施不同类型并购的上市公司经营绩效的差异, 研究多元化经营对企业绩效的影响。本文不仅能够为企业家提供一个多元化战略发展模式的选择标准, 也有助于学术界和实务界更好地了解我国上市公司混合并购与企业绩效的关系, 并为上市公司改善经营绩效提供可行的办法和科学依据。

二、文献综述与研究假说

现有文献表明, 混合并购可能通过财务协同效应产生并购的溢价效应以及通过超额支付及委托代理问题产生并购的折价效应。

1. 混合并购的溢价效应: 财务协同效应

一般认为企业在并购过程中所涉及的价值由三个部分构成, 即被并购企业内在价值 (Intrinsic Value)、协同效用 (Synergy Effects)^④价值及实物期权 (Real op-

^③也称为“赫芬达尔-赫希曼指数”, 是一种测量产业集中度的综合指数。它是指一个行业中各市场竞争主体所占行业总收入或总资产百分比的平方和, 用来计量市场份额的变化, 即市场中厂商规模的离散度。

^④协同效应是指并购后企业总体净现金流量超过两家公司预期现金流之和, 或者合并后公司业绩比两家公司独立存在时的预期业绩高的情况。

tion)^⑤价值。而协同效用价值,又包含经营协同效应(Operating synergy)和财务协同效应(Financial synergy)。就经营协同效应而言,Ravenscraft和Scherer(1987)、Kaplan和Weisbach(1992)经研究发现,该效用只有在相同或近似行业的并购活动中才存在。

与之相反,以更强的举债能力等为表现的财务协同效应,则多出现在混合并购之中。Levy和Sarnat(1970)、Lewellen(1971)、Amihud和Lev(1981)以及Amihud等(1986)都假说这种协同效用只有在跨行业或跨地区混合并购中才会出现。他们认为,财务协同效用主要来源于以下两个方面:联合保险效用(Co-insurance effect)。所谓联合保险效用是指在将两个现金流不完全相关的业务合并实现多元化经营时,企业的债务违约率会降低。随着企业债务违约风险的降低,企业的举债能力会提升,企业的财务杠杆比例提高、税负降低。另外,对于多元化经营的企业而言,还可以通过企业内部损益的相互抵扣直接减少税负;风险的分散效用(Diversification effect)。Levy和Sarnat(1970)发现将相关程度较低的业务整合成一个多元化企业,伴随其现金流相关性的降低,经营风险也随之减小。通过吸收不同类型现金流业务,使企业获得分散投资所带来的风险降低的好处。

2. 混合并购的折价效应:超额支付及委托代理问题

关于混合并购的折价效应,研究表明是由于并购方的超额支付(Overpay)以及信息不对称所引发的委托代理问题所造成的。对于超额支付的成因归纳起来主要分为以下三个方面:一是过分自信所引起的超额支付。Roll(1986)提出管理层在并购过程中的超额支付主要是由于其过分自信(hubris)。他认为管理者在并购之初过高估计自己的能力,进而对并购结果过于乐观,最终造成了超额支付;二是委托代理问题所引起的超额支付。Jensen(1986)提出并购活动实际上是股东与经理人利益冲突的最有力证据,借助并购这一手段,经理人可以将资金投向有利于其自身利益最大化的项目,而不以分红方式分配给股东。因此,该理论暗示拥有大量现金流以及额外未使用信用额度的公司经理人,有通过混合并购方式向价值损毁型业务(Value-destroying investments)进行投资的倾向。Jensen发现多元化经营的公司与单一经营公司相比,可能会将更多的资源投向负净现值项目,从而造成企业总体价值的下降;三是个人利益与公司整体利益的权衡。Morck等(1989)研究发现,一般对个人有利的并购项目,其净现值往往会低于其他项目,导致并购产生折价效果。

上述理论研究及实证结果,对指导以混合并购为标志的上市公司多元化绩效研究有着十分重要的参考价值。基于以上分析,本文提出下列假说。

假说1:混合并购虽然对企业绩效水平的提高有一定作用但效果并不明显,即混合并购与企业长期经营绩效间不存在显著的正相关关系。

在我国上市企业中,由于再融资审批制度与债券发行制度的特殊性,使得企业

^⑤实物期权:借用一般期权概念,以经济行为作为期权估值的基础。最初使用金融期权理论来审视投资的想法源于摩西·鲁曼发表的两篇文章:《Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers》以及《Strategy as a Portfolio of Real Options》。

在筹集资金时,往往更倾向于其他融资方式而非债务融资。根据《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》(2008)的规定,企业在发行债券时,无论是发行规模,还是企业自身资质等都必须达到特定要求。与之相反,以二级市场增发或私募股权投资为代表的股权融资,在以上两个方面更具优势,使得通过财务杠杆实现的财务协同效应在我国上市企业中并不明显,因而,通过财务协同效应产生混合并购的溢价效应并不明显。

假说2:混合并购的折价效应明显,即混合并购与企业绩效之间存在显著的负相关关系。

就我国上市企业而言,企业上市后,由于股权分散使得对管理层的监管容易造成真空,加之信息披露不充分,质量及透明度相对较低且公司治理水平总体比较薄弱。因此,信息不对称所引发的委托代理问题较为严重。特别是企业在实施混合并购后,由于投资业务处于不同地区或者不同行业之中,受到投资者所掌握资源以及自身知识的局限,对被投资业务难以进行有效监控,最终增加了企业的额外成本。此外,我国上市企业多属于成熟型行业,例如,传统制造业、能源行业等,其通过混合并购实现企业多元化经营的目的一般是为了打破行业发展瓶颈,使企业达到预期的增长效果,因此,更倾向投资于新兴行业或有良好发展预期的行业。但是,此类行业的风险一般要高于企业现阶段主营业务,使得混合并购反而增加了企业经营的波动。导致企业整体绩效水平下降,混合并购的折价效应明显。

在前述研究的基础上,本文将企业实施多元化战略的重要标志——首次混合并购作为衡量标准,避免由于选择特定样本期间所造成的偏差,运用手工数据梳理2004年至2009年间上市公司发生的混合并购事件,从跨行业和跨地区两个维度对样本进行分类,对多元化经营战略对企业绩效的影响进行实证研究。

三、数据与变量定义

1. 样本和数据来源

本文采用面板数据,最终样本包括2004年至2009年期间发生混合并购的451家上市公司。本文所用的上市公司数据来自于国泰安CSMAR数据库,包括公司基本信息、季度财务信息、并购重组信息等数据;还包括深圳证券交易所及上海证券交易所网站发布的公告经手工整理后获得的并购明细信息数据。

样本选择过程如下:首先,选取在2004年至2009年间发生并购或资产收购行为的所有上市公司作为初始样本,然后,为了保证样本的一致性,将以下类型样本排除在本文研究范围之外:所有ST类、*ST类等^⑥以及金融类(银行、保险以及证券等)上市公司;并购前企业已经实施多元化战略的上市公司;在实施并购后又对该资产进行剥离的上市公司;并购后所有权未发生改变的上市公司;并购或经营数据不完整的样本。最终,样本数量为451个。

^⑥ST类及*ST类股票:沪深证券交易所在1998年4月22日宣布,根据1998年实施的股票上市规则,将对财务状况或其它状况出现异常的上市公司的股票交易进行特别处理(Special treatment, ST)。境内上市公司连续两年亏损,其股票名称前加ST。境内上市公司连续三年亏损的股票,其股票名称前加*ST。

2. 样本分类标准

本文根据以下两个维度对并购样本进行分类：第一个维度，企业行业分类信息。以中国证监会2001年颁布的《上市公司行业分类引导》为依据，手工整理出并购双方的行业分类信息。如果被并购企业或资产的行业编码与上市公司主营业务行业编码不同，则定义为跨行业混合并购；第二个维度，企业经营地域信息。以省区作为分类标准，通过比较并购双方经营活动所处地区的差异，定义为跨地区混合并购样本。

3. 变量定义

(1) 上市公司的绩效衡量：经营性现金流回报 (OCFR)

为避免管理层借助盈余管理手段对盈利水平进行控制，同时从宏观视角分析企业营运能力、偿还和支付能力以及潜在成长性等经营绩效指标，根据 Healey 等 (1992) 及 Ghosh (2001) 的有关研究，本文将经营性现金流回报 (OCFR) 作为衡量企业绩效的标准。由于经营性现金流基于企业净利润，并对有关非现金项目^⑦ (Non-Cash item) 及非经营项目^⑧ (Non-operating items) 进行调整，因此与净利润指标相比，其可以限制管理层借助对上述项目的操控，人为提升企业盈利水平，从而更好地描述企业实际经营绩效。具体计算如下：

$$OCFR_t = \frac{OCF_t}{(Asset_t + Asset_{t-1})/2} \quad (1)$$

其中 OCF 为公司当期经营性现金流， $(Asset_t + Asset_{t-1})/2$ 为公司资产均值。

(2) 上市公司是否实施跨行业混合并购：Inddiff

Inddiff 为哑变量，反映并购双方经营范围是否处于同一行业，如果不处于同一行业此变量为 1，否则为 0。

(3) 上市公司是否实施跨地区混合并购：Areadiff

Areadiff 为哑变量，反映并购双方经营是否处于同一区域，如果不处于同一区域此变量为 1，否则为 0。

(4) 上市公司是否同时实施跨行业和跨地区混合并购：InddiffandAreaDiff

InddiffandAreaDiff 为哑变量，反映上市公司是否同时实施跨行业和跨地区混合并购，如果同时为跨行业和跨地区混合并购此变量为 1，否则为 0。

(5) 上市公司成立时间：Age

2000年12月，财政部出台了《企业会计制度》，对我国股份有限公司财务报表进行了统一规范。因此，为了减少会计制度差异所产生的影响，本文将公司成立基期定为2001年。

(6) 上市公司资产规模：Lnasset

一般认为随着企业规模的增大，管理难度也会随之增加，最终会造成企业整体绩效水平与企业规模之间存在负相关关系。因此，本文使用经对数化处理后的资产总额作为反映企业规模的变量，计算如下：

$$Size_t = \ln(Asset_t) \quad (2)$$

⑦非现金项目：指资产负债表及损益表中不涉及现金收支的相关项目。

⑧非经营性项目：与企业主营业务无关的损益项目。

其中, Assett 为公司资产总额。

(7) 上市公司财务杠杆系数: Leverage

根据Li等(2003)、Li和Wong(2003)的研究,财务杠杆系数反映了债权人对公司股东的影响,进而对企业绩效产生影响。同时,该变量还是衡量企业财务安全性以及反映企业对债务融资依赖程度的重要指标。计算如下:

$$Leverage_t = \frac{Liability_t}{Equity_t} \quad (3)$$

其中, Liability_t 为公司债务总额, Equity_t 为公司所有者权益总额。

4. 统计性描述

研究样本现状如表1所示。

表1提供了按照行业和地区两个维度对并购样本进行分类后的总体描述性统计信息。笔者发现,在2008年之前,上市企业实施并购业务的数量保持相对稳定的水平,但2008年之后企业并购数量显爆发式增长,其中跨行业混合并购所占比例超过70%,且与跨

表1 样本总体描述性统计

时间	2004年		2005年		2006年		2007年		2008年		2009年	
Panel A. 跨行业混合并购												
是否存在混合并购	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是
并购样本数量	2	6	0	2	1	9	4	11	62	185	55	114
小计	8		2		10		15		247		169	
Panel B. 跨地域混合并购												
是否存在混合并购	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是
并购样本数量	5	3	2	0	6	4	8	7	163	84	122	47
小计	8		2		10		15		247		169	
Panel C. 跨行业和地域混合并购												
是否存在混合并购	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是
并购样本数量	5	3	2	0	6	4	9	6	176	71	132	37
小计	8		2		10		15		247		169	
总计												451

地区混合并购相比,企业更倾向于跨行业混合并购。这表明2008年金融危机后,为寻找摆脱危机的途径,力图转危为安,上市公司普遍采用混合并购这一手段实现多元化经营。因此,通过比较在这一极端条件下实施不同类型混合并购后企业的经营绩效,可以更清晰地分析多元化战略对企业经营绩效的影响。

四、研究方法和实证检验

1. 研究方法

根据我国证监会信息披露要求,企业在实施并购时,必须在双方接洽后,向市场公开披露有关交易信息。因此为了检验多元化对企业经营绩效的影响,本文借鉴事件研究法的基本思路,以总体并购样本平均经营性现金流回报^⑨(AOCFR)作为参照,计算某一特殊类型并购与总体并购样本经营性现金流回报的差额^⑩(DOC-

⑨平均经营性现金流回报: $AOCFR = \sum OCFR / N$ 其中OCFR为经营性现金流回报。

⑩经营性现金流回报差额: $DOCFR = OCFR - AOCFR$, 其中OCFR为不同类型并购企业实施并购后的经营性现金流回报, AOCFR为平均经营性现金流回报。

FR), 通过比较不同类型并购发生当年及之后两年(0, 2)的平均经营性现金流回报差额^①(ADOCFR)对混合并购及多元化战略的效果进行研究。同时, 为了减少由于并购行为所导致的DOCFR波动异质性问题, 笔者采用了Patell(1976)提出的修正t统计量对有关数据的显著水平进行了验证。此外, 为了降低对假说条件的依赖, 还对ADOCFR进行了非参数检验, 以进一步验证本文相关假说的合理性。

2. 实证结果

事件研究法的结果见表2, 表2提供了不同组别的分类ADOCFR实证结论。

(1) 实施跨行业混合并购后的企业经营业绩未得到实质性提升。表2显示, 实施跨行业并购后企业的ADOCFR仅为-0.0361, 低于同行业并购的0.0952, 且二者间存在-0.1310的明显差距(t统计量为1.85)。此外, 正ADOCFR在总体中的比例仅为0.4220(同业并购为0.5403)。上述结果反映企业实施跨行业混合并购后, 其经营业绩未得到实质性提升, 且低于总体样本平均水平。这一事实证明假说1的结论。

对此结果可能的解释是: 一是我国金融市场的特征导致企业实施混合并购后的财务协同效用较为有限。我国上市公司在考虑融资需求时, 一方面, 由于我国企业债券市场处于初级阶段, 融资功能相对有限; 另一方面, 银行贷款融资方式不但申请要求极为严格而且申请周期较长。与之相比, 企业通过增发或其他方式进行股权融资无论在程序上, 还是在融资规模上都比债权融资更具优势。因此, 我国上市企业更倾向于借助非债务融资方式筹集资金。这一融资特征造成企业通过混合并购提升举债能力所能实现的财务协同效用极为有限; 二是混合并购加剧了企业的委托代理问题。混合并购使得企业无论是从经营范围还是经营规模上都得到了极大提升。这从很大程度上削弱了企业所有人对公司管理层经营活动的有效控制。因此, 在混合并购后, 企业的委托代理问题不但没有得到改善, 反而有愈演愈烈的趋势, 最终导致企业经营绩效的下滑。因此, 企业跨行业混合并购后的绩效明显逊于同行业并购。

(2) 实施跨行业和跨地区混合并购后企业的经营绩效下降幅度更大。表2表
表2 上市公司分类并购异常收益统计信息

并购类型	样本数量	ADOCFR	ADOCFR方差	ADOCFR t统计量	正ADOCFR所占比例	正ADOCFR比例非参检验
同行业并购	124	0.0952*	0.6099	2.10	0.5403	0.89
跨行业	327	-0.0361	0.8151	-1.30	0.4220*	-2.82
混合并购		-0.1310*			-0.1183	
		组间差异T统计量	1.85			
同地区并购	306	0.0631*	0.5596	2.19	0.5098	0.34
跨地区	145	-0.1333*	1.0691	-3.16	0.3379*	-3.90
混合并购		-0.1964*			-0.1719	
		组间差异T统计量	2.08			
跨行业且跨地区	330	0.0518*	0.5645	1.87	0.5091	0.33
混合并购	121	-0.1413*	1.1392	-3.09	0.3058*	-4.27
		组间差异	0.1931		0.0017	
		组间差异T统计量	0.84			

注: *表示该统计量至少在10%的水平上显著。

①平均经营性现金流回报差额 ADOCFR=ΣDOCFR/T, 其中DOCFR为经营性现金流回报差额。

明,在这一情况下,不但ADOCFR水平仅为-0.1413,而且只有1/3的企业获得正的ADOCFR(正ADOCFR比例约为0.3058)。这表明,在同时考虑行业和区域两个维度的条件下,企业的经营绩效下降幅度更大。这一事实验证了假说2的成立。在此类混合并购中,由于企业所有人受到自身知识的局限,无法对从事多个行业的企业进行监督,而且在跨地区经营的条件下,搜集有效监管所需必要信息的难度极大。因此,最终造成了企业的委托代理问题更加明显,并使企业经营绩效下滑幅度更大。在同时考虑行业和区域两个维度的条件下,企业的经营绩效下降幅度更大。

3.稳健性检验

为了检验前述事件研究法所得结论的严谨性,并进一步验证前述假说命题,本文建立了以下多元回归模型进行稳健性检验:

$$DOCFR = \beta_0 + \beta_1 Ind\ diff + \beta_2 Areadiff + \beta_4 Inddiff\ and\ AreaDiff + \beta_5 Age + \beta_6 LnAsset + \beta_7 Leverage + \sum \beta_j Year_j + \sum \beta_i Ind_i + \varepsilon \quad (4)$$

上式中,解释变量为并购当年及并购实施两年后企业的季度DOCFR,被解释变量为跨行业并购哑变量(Ind diff),跨地区并购哑变量(Areadiff),以及跨行业且跨地区并购哑变量(Inddiff and AreaDiff)。同时,为了控制其他因素对企业绩效的影响,模型中还加入了企业成立时间(Age)、企业资产规模(LnAsset)、企业杠杆水平(Leverage)、时间(Year)和行业(Ind)等控制变量。

为避免多重共线性问题,本文分别对跨行业并购(Inddiff)、跨地区并购(Areadiff)和跨行业且跨地区并购(Inddiff and AreaDiff)进行分析。Inddiff and Area Diff与Inddiff间的相关系数为0.372,Inddiff and Area Diff与Areadiff间的相关系数为0.882。首先,通过建立多元回归模型,检验各类型混合并购对企业经营绩

表3 混合并购对企业绩效影响的回归检验

	DOCFR					
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
Inddiff	-0.010 (3.608) ***		-0.011 (4.187) ***	-0.008 (2.973) ***		-0.005 -1.475
Areadiff	-0.016 (3.109) ***		-0.021 (3.870) ***	-0.013 (3.854) ***		-0.004 -0.465
Inddiff and areadiff		-0.018 (2.813) ***	0.005 -0.650		-0.017 (5.194) ***	-0.012 -1.585
Age				0.001 -0.418	0.001 -0.405	0.001 -0.41
Lnasset				-0.008 -0.876	-0.008 -0.88	-0.008 -0.887
Leverage				0.0001 -0.736	0.0001 -0.726	0.0001 -0.741
Year				控制	控制	控制
Ind				控制	控制	控制
Cons	0.012 (5.571) ***	0.005 (4.063) ***	0.013 (6.054) ***	0.137 -0.72	0.125 -0.654	0.138 -0.727
Obs	5165	5165	5165	5165	5165	5165
Adj. R2	0.004	0.003	0.004	0.072	0.072	0.072

注:上述模型参数估计结果中第一个数字为估计参数,第二个数字为估计参数的t统计量;上述模型已进行异方差检验,并对异方差进行修正;上述模型中*表示在10%的水平上显著,**表示在5%的水平上显著,***表示在1%的水平上显著。

效的影响；其次，为了减少其他因素对企业经营绩效的影响，在上式中加入了相关控制变量，以更准确地分析不同并购类型的效用，见表3。

可以看出，表3的结论与表2非常一致。

(1) 在未加入控制变量时，混合并购与企业绩效呈现明显的负相关关系。

在未加入控制变量的条件下（模型1、模型2及模型3），无论是跨行业并购还是跨地区并购都与企业绩效呈现明显的负相关关系（跨行业并购参数估计： -0.010 ；跨地区并购参数估计： -0.016 ），在同时考虑行业和地域两个因素影响的情况下，这一负相关关系更加明显（跨行业且跨地区并购参数估计： -0.018 ）。这一结果证明了企业在实施混合并购后，由于多元化程度的加深——从行业和地域两个维度均实施混合并购，导致委托代理问题更加严重，因此使得混合并购不但与企业经营绩效呈现负相关关系，而且在实施跨行业且跨地区混合并购后，该负相关关系增大。虽然在模型3中，跨行业且跨地区并购参数的估计值为正（ 0.005 ），但其在统计意义上并不显著（ t 统计量仅为 -0.650 ），且根据变量间相关系数的计算，这一结果在很大程度上来源于多重共线问题所导致的参数估计的偏差。因此，本文认为事件研究法中所提出的混合并购及此后多元化经营会使导致企业长期经营绩效下降这一结论得到了证实。

(2) 在加入控制变量后，混合并购与企业绩效间仍然呈现明显的负相关关系。

在加入控制变量后（模型4、模型5、模型6），所得结果与模型1至模型3一致，企业并购后的经营绩效与混合并购仍然是负相关关系，且参数估计结果的大小也基本一致。因此，有理由相信事件研究法所发现的“混合并购后企业经营绩效下降”这一事实并非出于偶然。

五、结论及建议

本文从首次混合并购视角，采用企业经营性现金流回报作为衡量经营绩效的指标，研究了多元化经营对企业绩效的影响。借鉴事件研究法的基本思路，通过对比不同类型并购企业的经营性现金流回报差异，对混合并购后企业的经营绩效进行分析。结果显示企业经营绩效与混合并购及多元化经营间存在负相关关系。原因在于：企业通过混合并购实施多元化经营所产生的财务协同效用较小；实施混合并购后企业必须承担额外的经营成本。

本文的创新之处在于，与以往衡量企业多元化经营标准不同，本文将企业实施多元化的重要标志——首次混合并购作为衡量标准，避免由于选择特定样本期间所造成的偏差，在梳理多元化经营企业自身特征及混合并购交易特点的基础上，对多元化经营的效果进行实证研究。此外，为了更全面地对多元化经营效果进行检验，本文还扩展了原有单一维度的分类标准，引入了跨地区混合并购概念，从两个角度对多元化经营进行分析。本文不仅能够为企业家提供一个多元化战略发展模式的选择标准，也有助于学术界和实务界更好地了解我国上市公司混合并购与企业绩效的关系，并为上市公司改善经营绩效提供可行的办法和科学依据。

从本文的分析可以看出，为了充分实现企业的战略目标，仅仅依靠多元化经营

是远远不够的。企业必须同时积极完善公司内部治理结构，改善资本结构，从而真正释放混合并购以及多元化经营的效果。

[参考文献]

- 洪道麟、熊德华，(2006)“中国上市企业多元化与企业绩效分析——基于内生性的分析。”《金融研究》第11期。
- 柳建华，(2009)“多元化投资，代理问题与企业绩效。”《金融研究》第7期。
- 邱伟年、欧阳静波，(2011)“外资并购与民营并购绩效的比较研究——基于1995-2009年经验数据。”《国际贸易问题》第8期。
- 肖星、王坤，(2006)“关于集团模式多元化经营的实证研究——来自‘派系’上市公司的经验证据。”《管理世界》第9期。
- 杨洋、黄启，(2011)“金融危机下我国矿企海外并购存在的问题及对策分析。”《国际商务——对外经济贸易大学学报》第4期。
- Delong G. L., (2001) “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers,” *Journal of Financial Economics* 59, 221-252.
- Ghosh A., (2001) “Does operating performance really improve following corporate acquisitions?” *Journal of Corporate Finance* 7, 151-178.
- Healey P.M., K.G. Palepu and R.S. Ruback, (1992) “Does corporate performance improve after mergers?” *Journal of Financial Economics* 31, 135-176.
- Kaplan S.H. and M.S. Weisbach, (1992) “The success of acquisitions: evidence from divestitures,” *Journal of Finance* 47, 107-138.
- Li M. and Wong Y.Y., (2003) “Diversification and Economic Performance: An Empirical Assessment on Chinese Firms,” *Asia Pacific Journal of Management* 20, 243-265.
- Servaes, H., (1996) “The value of diversification during the conglomerate merger wave,” *Journal of Finance* 51, 1201-1225.

(责任编辑 王 瀛)

Diversification Strategy of Chinese Listed Companies and Corporate Performance —An Empirical Study Based on Conglomerate Merger Perspective JIANG Xian-ling QIN Zhi-peng LI Zhao-yang

Abstract: This paper uses different perspectives to measure the effect of diversification strategy on corporate performance. Based on samples of listed company in the period of time 2004 - 2009, it finds from the conglomerate merger perspective that there is a negative relationship between the corporate performance and diversification, because on the one hand, the effect of financial synergy from conglomerate or diversification is comparatively weak due to the financing bias of listed company, not only in terms of the interest shield effect but also the diversification effect; on the other hand, the agency problem caused by conglomerate is strong.

Keywords: Listed company; Conglomerate merger; Diversification strategy; Corporate performance; Cumulative effect