

# 农业上市公司多元化经营对绩效的影响差异

## ——基于不同绩效水平和生命周期的实证检验

王佳悦, 刘畅\*

(东北农业大学 经济管理学院, 黑龙江 哈尔滨 150030)

**摘要:** 鉴于多元化经营会同时产生折价效应与溢价效应, 利用2012—2019年35家农业上市公司的数据构建面板分位数模型以考察其不同分位点上产生的经济后果。实证分析结果显示: 不同分位点上多元化经营与绩效间均呈现负相关关系且高分位点上折价效应更为显著。而考虑到不同生命周期下企业管理能力、战略目标、资源条件等因素的差异对多元化经营产生的不同影响, 按照企业生命周期进行异质性分析得出: 处于成熟期的企业在较低的分位点上实施一定程度的多元化经营能够提高企业绩效, 较高分位点上依然呈现显著的负相关关系; 而成长期的企业多元化经营在不同分位点上均呈现折价效应。因此, 农业上市公司实施多元化经营应秉持审慎的态度, 且相比之下成熟期比成长期更适宜开展多元化经营。

**关键词:** 多元化经营; 企业绩效; 企业生命周期; 面板分位数模型

中图分类号: F324.9

文献标志码: A

文章编号: 1009-2013(2021)05-0061-08

### Impact differences of the agricultural listed companies' diversification on their performance:

#### An empirical test based on performance level and enterprise life cycle

WANG Jiayue, LIU Chang\*

(School of Economics & Management, Northeast Agricultural University, haerbin 150030, China)

**Abstract:** Given that diversification produces the derogation effect and premium effect simultaneously, a panel quantile model based on the data of 35 agricultural listed companies from 2012 to 2019 is constructed to examine its economic consequences at different quantiles. The empirical analysis results show that a negative correlation can be found between diversification and performance at different quantiles and the derogation effect is more significant at high quantiles. Considering the impact on diversification caused by differences in factors such as enterprise management ability, strategic objectives and resource conditions in different life cycles, the heterogeneity analysis according to the enterprise life cycle shows that a mature enterprises can improve its enterprise performance by implementing a certain degree of diversification at a lower quantile, with a significant negative correlation at the higher quantile while the diversification of enterprises in the growth period shows derogation effect at different quantiles. Hence, it is better for agricultural listed companies to be scrupulous in implementing diversification, and by contrast it is more proper to carry out diversification in the maturity period than in the growth period.

**Keywords:** diversification; enterprise performance; enterprise life cycle; panel quantile model

## 一、问题的提出

农业上市公司是促进现代农业发展的中坚力量和连接农民与市场的纽带。近年来, 中国农业上

市公司在保持公司规模稳步增长的同时, 也存在生产效率低下、管理能力不足、战略导向不明晰等问题<sup>[1]</sup>。基于分散风险、优化资源配置、经济利益最大化等动因, 很多农业上市公司实施了不同程度、不同类型的多元化经营, 从而对公司业务发展模式与绩效产生了深远影响<sup>[2]</sup>。农业上市公司多元化经营战略也在不断进行调整, 与早期的“背农”经营相比, 现在的农业企业更倾向于相关多元化, 热衷

收稿日期: 2021-09-20

基金项目: 国家社会科学基金项目(17BJY099)

作者简介: 王佳悦(1992—), 女, 黑龙江哈尔滨人, 讲师, 主要从事会计理论与实务方面研究。\*为通信作者。

于纵向多元化经营,注重开拓上下游相关业务<sup>[3]</sup>。因此,对企业多元化经营战略进行研究,有利于促进农业上市公司高质量发展,进而带动农业经济的健康发展。

由于多元化经营对企业绩效会同时产生促进效应与抑制效应,加之不同研究选用样本、模型、研究方法等方面的差异,现有关于农业上市公司多元化经营与绩效间关系的研究结论大致可分为四类:一是负相关,即多元化的折价效应<sup>[4-9]</sup>。该部分研究主要是基于农业资产专用性、资源配置效率低下、削弱主营业务、代理问题以及协调成本增高等原因得出多元化折价的结论。二是正相关。唐曼萍以2003—2005年西部13家农业上市公司为研究对象进行回归分析,得出多元化经营能够促进绩效增长的结论<sup>[10]</sup>。刘晓云等研究发现,农业上市企业多元化经营不仅能够促进业务规模扩大、拉动收入增长,还有利于农业老业务的平稳发展<sup>[11]</sup>。吴晓芬研究发现,若能够保持较高的去杠杆化,多元化会对提升农业上市公司经营绩效起到促进作用<sup>[12]</sup>。三是非线性相关。除了单一的折价与溢价效应外,柴斌峰研究发现,刚开始实施多元化经营战略时,拓宽的收益渠道会对企业绩效的增长产生促进作用,但随着多元化经营程度的提高,企业要对抗行业进入壁垒并承担各项成本费用增加带来的资金压力和管理风险,导致企业绩效反而呈现下降趋势,因此得出二者大致呈倒“U”型关系的结论<sup>[13]</sup>。而崔迎科、卫龙宝等则认为多元化经营与企业绩效呈“U”型相关,即存在多元化“陷阱”<sup>[14,15]</sup>。四是不相关。部分研究得出多元化经营不会对农业企业绩效产生显著影响的结论<sup>[3,16]</sup>,认为多元化作为经营方式的一种具有一定的内生性,本身并不存在优劣之分,因此多元化的折价效应可能是多元化产生的原因所致,而与多元化经营本身无关。

既有研究显示,关于多元化经营和农业上市公司绩效间关系的研究结论还存在争议且研究方法多以直接测度二者的线性相关关系为主,这种方式只能大致得到一个平均的估计结果,难以揭示多元化经营对企业绩效的全面影响。虽然已有研究注意到二者间可能存在非线性关系,但研究角度比较单一且缺少充分的理论机制分析和实证检验。鉴于多元化经营会在多重链条上影响企业绩效,作用机制

较为复杂,笔者拟基于企业绩效不同分位点的新视角,利用2012—2019年35家农业上市公司的数据构建面板分位数模型,对多元化经营影响绩效的边际效应进行检验。此外,考虑到不同生命周期下企业管理能力、战略目标、内部资源等因素的差异可能会导致多元化经营产生不同的经济后果,笔者按照企业所处的生命周期分样本进行了实证分析,以期对农业上市公司在不同发展阶段是否适合采用多元化经营方式以及如何适时适度地开展多元化经营提供参考。

## 二、理论分析与研究假设

1. 不同绩效水平下的企业多元化经营影响差异  
多元化经营可能会产生协同效应、实现范围经济,也有可能引发信息不对称、增加协调成本,导致资源配置无效,即多元化经营会对企业绩效产生促进或抑制作用。一方面,多元化经营是寻求公司特质最优配置的动态搜寻与匹配过程<sup>[17]</sup>,可以通过合理的管理、运营、投资行为增加对物质和人力等战略资源的利用效率,进而获得协同效应<sup>[18]</sup>;同时也可以节省研发、生产、销售、管理等环节的成本,降低各类产品的单位成本,分散风险的同时实现范围经济。另一方面,多元化经营会增加企业资源整合以及协调方面的成本<sup>[19]</sup>,凸显信息不对称和管理复杂性等问题,内部各个部门难以被完全监管,管理者会基于自利原则实行财务控制<sup>[20]</sup>、利用公司自由现金流进行过度投资,从而诱发代理及管理无效率等问题。Scharfstein等通过构造双层代理模型研究发现,管理者寻租行为的存在会破坏内部资本市场有效运行,导致资源配置效率低下<sup>[21]</sup>。于新利基于2010—2015年50家农业上市公司的数据研究得出多元化经营有利于提升农业上市公司短期财务绩效而不利于长期绩效的结论,进而从某种角度验证了管理层短期主义的目标<sup>[22]</sup>。因此,多元化的经营模式对企业绩效的影响同时存在促进效应和抑制效应,二者的净效应即为企业最终呈现出的绩效表现,因此最终多元化经营对企业绩效的影响取决于两种作用的相对大小,而农业上市公司的绩效并非稳定不变的,在不同的企业绩效水平上,多元化经营产生的促进或抑制作用大小不同,多元化经营程度对绩效的影响也可能会发生系统性变化。

当绩效处于较高水平时,企业通常会寻求新的利润增长点进而开展多元化经营,但多数资源已得到充分使用,加之农业资产的专用性和有限性,多元化经营的协同效应并不显著,其拉动收入增长的作用也不能得到充分发挥,且伴随业务规模更加庞大,业务结构更为多样化、复杂化,管理成本、协调成本等成本都会增加,信息不对称问题更加凸显,道德风险、决策风险上升,加之此时的企业拥有更多的自由现金流,为过度投资提供了便利条件,由此诱发更多的非效率多元化投资。此外,多元化经营形成的内部交易市场可能会引发交叉补贴问题,即企业为弥补某些效益较差业务单元的绩效损失而将本应该用于其他业务的资源进行转移,导致资源配置方式不合理,内部资本市场失灵,减损企业绩效。

当绩效处于较低水平时,农业上市公司可能存在管理效率低下以及治理结构不完善等问题,随时面临战略转型,若实施单一化的经营可能会使企业面临较高的要素投入成本。虽然农业上市公司相比较其他企业而言有其自身的资源特质,多元化经营过程中各项专用性的资产会发生不同程度的损耗,影响多元化在实施过程中的协同效应<sup>[23]</sup>,但在企业绩效水平较低、各项资源并未得到充分利用时,通过多元化投资可以实现获益渠道的增加进而推动收益的增长,缓解企业经营风险,降低企业交易成本<sup>[24]</sup>。此外,虽然低绩效水平下同样容易诱发管理层的机会主义行为,但囿于资金、人力、物质等资源的限制,对资源配置效率的负面影响相对有限。综上,低绩效水平下,农业上市公司多元化经营的折价效应能够得到一定程度的抵消。因此,与高绩效水平相比,低绩效水平下多元化经营的负面影响可能会弱化。

基于上述分析,提出以下假设:

H<sub>1</sub>: 在农业上市公司不同的绩效水平上,多元化经营对绩效的影响存在差异

## 2. 不同生命周期下的多元化经营影响差异

所处生命周期的不同是多元化经营对绩效产生不同影响的重要原因<sup>[25]</sup>。Chakrabarti 等的研究表明,多元化会使资源分散并导致企业灵活性变弱,尤其当企业面对市场机遇或需要应对挑战时,若多元化实施于不恰当的时期,会使企业的反应有所滞

后<sup>[26]</sup>。企业所面临的生命周期通常包括初创期、成长期、成熟期和衰退期,其中处于初创期的企业资源本就有限且主业发展并未步入正轨,而衰退期企业具有的能力和资源匮乏,难以满足多元化业务的需求,均不适宜开展多元化经营。企业步入成长期便是步入高速发展阶段,会产生各种资源紧张的问题,如果此时实施多元化经营容易导致原本用于核心业务的资源被分割,使企业的主营业务得不到充足的物质资源、人力资源和资金支持,盈利能力发展受限,尤其对于农业企业而言,成长期的企业人力、物力和财力都面临紧张的局面,自身驾驭主业的能力尚不完善,加之农业产业本身利润空间小,不确定性因素多、经营风险、财务风险均较大,易受到高额利润行业的吸引,在此时若盲目进入自身不熟悉的行业有可能大量增加企业经营费用,加大企业的资金压力。而成熟期的企业其发展面临着产能饱和、能力刚性等危机,其内部资源和能力与外部市场机会的匹配程度要高于成长期,因此在这一时期适时适度开展多元化经营能够在一定程度上助力企业突破发展瓶颈、拓宽收益渠道并提升企业价值<sup>[27-29]</sup>。因此,除成熟期以外,其他三个阶段企业实施多元化战略都需要十分谨慎,否则容易掉进多元化的陷阱中。

综上,企业不同生命周期下管理能力、资源水平等条件的不同会使多元化经营在企业不同发展阶段呈现不同的经济后果。因此,提出以下假设:

H<sub>2</sub>: 成熟期比成长期的农业上市公司更适宜开展多元化经营

## 三、研究设计

### 1. 变量选取与衡量

(1) 企业绩效变量。既有文献对经营绩效的测度主要包括会计绩效指标如总资产收益率、净资产收益率,市场绩效指标如托宾 Q 值、股票年收益率以及现金流指标如经营现金流资产收益率等。为了测度企业资源投入产出的效率,反映企业的获利能力,本研究采用会计绩效指标总资产收益率(ROA)测度被解释变量。

(2) 多元化经营变量。多元化的度量指标主要有业务单元数、赫芬达尔指数、熵指数及中心指数,其中赫芬达尔指数、熵指数使用最为广泛,

但两项指标各有利弊。赫芬达尔指数以平方和形式体现多元化经营程度,虽然能较好地辨别各项业务间规模大小的差异,但熵指数更能凸显企业涉猎产业取得收益的权重<sup>[30]</sup>,采用熵指数对多元化经营的程度进行度量与本研究更加契合。计算公式为:

$$EDI = \sum_{i=1}^n P_i \ln \frac{1}{P_i} \quad i = 1, 2, 3, \dots, n$$

其中  $P_i$  为企业所涉猎的第  $i$  个行业产生的销售收入占企业收入总额的比重,  $n$  为企业经营涉及到的行业个数。 $EDI$  是度量多元化经营程度的正向指标,其数值越高,企业多元化程度越高,反之则越低。

(3) 控制变量。为避免遗漏可能影响企业绩效的重要变量,本研究基于股权集中度理论、产业组织理论以及既有关于农业上市公司多元化经营与绩效间关系的研究,选取 7 个控制变量纳入模型中<sup>[2,6,7,14,16]</sup>。一是企业规模 ( $SIZE$ ),由于农业属于劳动密集型产业,农业企业员工数量普遍较多且差别较小,因此采用农业上市公司资产总额进行测度并采取对数化处理;二是上市年限 ( $AGE$ ),反映企业在资本市场上的存续时间;三是股权集中度 ( $OWNC$ ),鉴于中国农业上市公司股权集中度的个体差异很大<sup>[28]</sup>,将其纳入模型中来控制股权控制情况对农业上市公司绩效的影响,因此采取第一大股东持股比例进行衡量;四是资产负债率 ( $LEV$ ),反映企业的资本结构,即企业面临的财务风险;五是管理层持股比例 ( $MAL$ ),体现企业的股权激励程度;六是营业收入增长率 ( $GROW$ ),反映企业的成长性;七是行业集中度 ( $HHI$ ),采用赫芬达

尔指数进行度量,反映市场竞争的激烈程度。

## 2. 模型设定

传统回归模型的结果仅仅是平均意义上的,对被解释变量的刻画并不全面。为了弥补传统模型的缺陷, Koenker 等提出了面板分位数回归模型,该模型能够更细致地模拟不同分位点上解释变量对被解释变量的影响情况,尤其当自变量对因变量的影响既有促进作用又有抑制作用时可检验二者间线性关系的稳定性<sup>[31]</sup>。考虑到多元化经营对企业绩效作用路径的复杂性,本研究采用面板分位数模型考察二者间的关系。具体如下:

$$Q_{\tau}(ROA_{it}) = \beta_{1\tau} EDI_{it} + \gamma_{1\tau} SIZE_{it} + \gamma_{2\tau} AGE_{it} + \gamma_{3\tau} LEV_{it} + \gamma_{4\tau} OWNC_{it} + \gamma_{5\tau} MAL_{it} + \gamma_{6\tau} GROW_{it} + \gamma_{7\tau} HHI_{it} + \mu_i + \varepsilon_i$$

其中,  $Q_{\tau}(ROA_{it})$  为企业绩效的  $\tau$  分位数;  $\beta_{1\tau}$  为核心解释变量的  $\tau$  分位数回归系数;  $\gamma_{1\tau}, \dots, \gamma_{7\tau}$  为控制变量的  $\tau$  分位数回归系数;  $\mu_i$  为固定效应;  $\varepsilon_i$  为残差项。

## 3. 样本数据与描述性统计结果

本研究将中国证监会于 2020 年第三季度颁布的《上市公司行业分类指引》中门类代码为 A 的上市公司作为研究对象,共涉及农、林、牧、渔及其服务业五个行业大类的企业,据此取得 2012—2019 年的农业上市公司样本并剔除其中数据有缺失、数据异常及财务报表可能存在重大缺陷的企业,最终得到 35 家农业上市公司共计 262 个观测样本。所用数据来源于国泰安数据库 (CSMAR) 及上市公司披露的年度报告,数据处理主要借助 Excel2010 和 Stata15.1 软件。各变量描述性统计结果如表 1 所示。

表 1 变量设置及样本描述性统计结果

变量类别	变量	变量符号	平均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	总资产收益率/%	$ROA$	2.521	9.582	-43.090	67.543
解释变量	多元化经营程度	$EDI$	0.476	0.429	0.000	1.511
控制变量	企业规模 (总资产对数)	$SIZE$	21.787	0.900	19.478	24.907
	上市年限 (年限对数)	$AGE$	2.224	0.727	0.000	3.178
	第一大股东持股比例/%	$OWNC$	34.566	15.940	4.078	72.981
	资产负债率/%	$LEV$	40.885	19.539	4.962	98.007
	管理层持股比例/%	$MAL$	9.868	17.312	0.000	66.463
	营业收入增长率/%	$GROW$	10.561	35.507	-61.923	248.439
	行业集中度	$HHI$	0.223	0.055	0.156	0.338

根据统计结果,绩效指标  $ROA$  最大值为 67.543%, 最小值为 -43.090%, 与最大值间差异超过 100%, 标准差为 9.582%, 说明农业上市公司之

间盈利能力差异较大。从熵指数来看, 2012—2019 年熵指数平均值最大的企业为畜牧业中的罗牛山, 熵指数为 1.266, 多元化经营程度最高时熵指数为

1.511。另有部分企业熵指数为 0，即实施了专业化的经营战略，说明中国农业上市公司之间多元化经营实施程度和绩效水平的差异较大，这为二者间关系的研究提供了有意义的样本。图 1 则呈现了 2012—2019 年中国开展多元化经营的农业上市公司

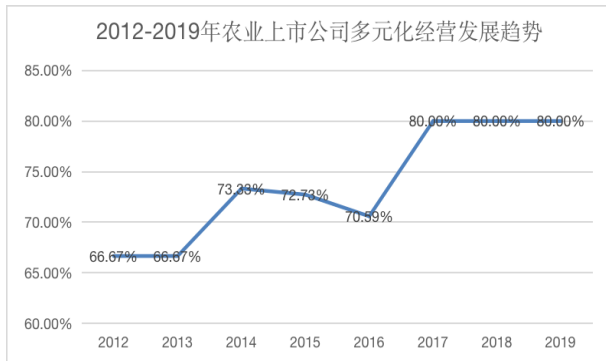
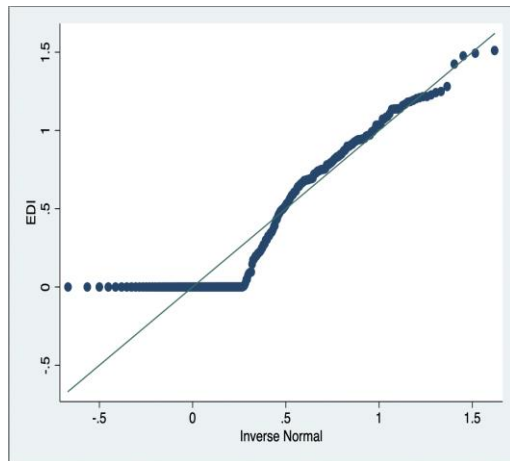


图 1 2012—2019 年中国农业上市公司多元化经营发展趋势



司占比情况，可以发现随着时间推移，比值呈波动上升的趋势，2017 年起达到 80%，说明多元化经营在农业上市公司中越发普遍。

#### 四、实证研究及其结果分析

##### 1. 正态分布检验

本研究运用 Stata15.1 软件对变量进行了正态分布检验，具体结果如图 2 所示。变量分布图显示，熵指数与总资产收益率均非严格服从正态分布假设，而普通最小二乘法 (OLS) 要求变量满足正态分布原假设，因此使用 OLS 进行参数估计将存在偏误，而面板分位数回归不仅放松了变量服从正态分布的要求，也可以呈现解释变量在不同分位点的回归系数。

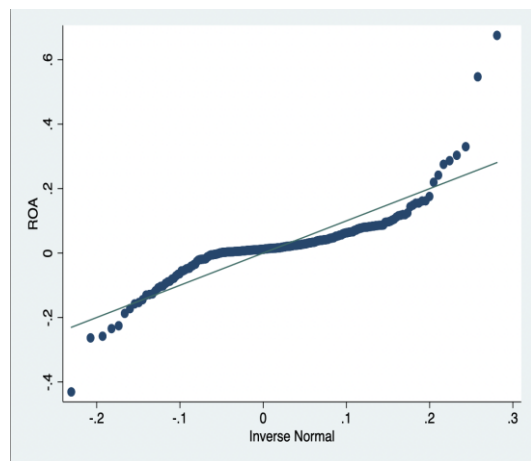


图 2 变量正态分布 QQ 图

##### 2. 基于企业不同绩效水平的影响差异分析

本研究采用面板分位数回归模型研究多元化经营程度对绩效的影响，选择分位点分别为 10%、25%、50%、75%、90%，具体估计结果见表 2。

由表 2 可以看出，各个分位点上企业的绩效与多元化经营程度间均呈现负相关关系，并分别在 0.1、0.75 与 0.9 分位点上显著，且高分位点上多元化经营的负面影响更为突出。具体表现为：0.1 分位点上，估计系数为 -0.0144 且在 1% 的水平上显著。此时农业上市公司绩效水平较差，主业尚未得到夯实，核心竞争力缺乏。虽然实施多元化经营能够使闲置资源得到更多利用，但需要对抗行业进入壁垒，加之经营管理能力欠佳，产生较高的协调和管理成本，农业上市公司更要承担各项成本费用增加带来的资金压力，导致多元化经营对绩效的负面影响显著；当上升至 0.25 分位点与 0.5 分位点时，多

元化经营与企业绩效间的关系未通过显著性检验，但仍呈负相关。与 0.1 分位点相比，企业发展水平逐渐稳定，获益渠道的增加对绩效产生了一定的促进作用，多元化经营在一定程度上增强了不同业务单元间投入互补和资源共享的能力，使多元化经营的负面效应得到一定程度的抵消，但此时协调成本、代理成本等仍未通过资源的协同得到充分补偿，即多元化经营依然会抑制企业绩效的提升；随着分位点进一步提升至 0.75 与 0.9 时，估计系数分别为 -0.0241 和 -0.0199 且在 1% 的水平上显著。此时企业绩效水平更高，但同时企业业务规模更加庞大，多元化经营更是加剧了企业经营环境的复杂程度，委托代理问题将变得较为严重，管理层的道德风险激增，代理成本上升、多元化经营决策的科学性下降，企业拥有的自由现金流为过度投资提供了条件，导致过剩投资或低效投资。管理人员出于“集

体主义”，企业内部绩效好的产业会资助绩效差的产业，使得资源得不到有效配置，整个企业的运营效率下降，最终表现为多元化经营显著的折价效应，对企业发展产生不利影响<sup>[21]</sup>。此外，与绩效水平较低时相比，绩效水平较高时多元化经营的负面影响更为突出，说明低分位点上多元化经营对收益

的拉动作用及资源的协同效应能够得到一定程度的释放，但在高分位点上农业资产的专用性、产生的代理问题等使多元化经营的折价效应更为显著。以上研究结果说明多元化经营对企业绩效的影响在不同分位点上具有异质性，H<sub>1</sub>得到验证。

表2 农业上市公司多元化经营的面板分位数模型检验

变量	QR				
	0.1	0.25	0.5	0.75	0.9
SIZE	0.0320***	0.0090**	0.0093***	0.0117*	0.0255***
AGE	-0.0085***	-0.0230***	-0.0104**	-0.0136***	0.0147***
LEV	-0.1984***	-0.1786***	-0.1463***	-0.0796***	-0.1265***
OWNC	-0.1127***	0.0240	0.0159	0.0405	0.0668***
MAL	-0.1028***	-0.0465	0.0497**	-0.0821	0.1206***
GROW	0.0483***	0.0120	0.0207***	0.0295***	0.1051***
HHI	0.0365***	0.0138	0.0153	-0.0175	0.0665***
EDI	-0.0144***	-0.0067	-0.0077	-0.0241***	-0.0199***

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著，下同。

### 3. 基于企业生命周期的异质性分析

企业生命周期理论指出，企业在不同的发展阶段具备不同的管理能力、战略目标、经营特点、组织结构与资源条件，加之其面对的信息不对称与代理问题的严重程度不同使多元化经营绩效会因企业处于不同的发展阶段而有一定差异，因此有必要针对不同生命周期进行异质性分析。既有关于生命周期的划分方法主要包括单一指标、组合指标以及现金流量法。Dickinson使用现金流模式开发了企业生命周期代理变量，代表了企业经营管理能力、发展战略与其所处内外部环境的交互作用。由于现金流量是一种稳健的工具，这种模式能够提供不受分

布假设影响的生命周期指标，克服单一指标、组合指标的弊端。由此，Dickinson根据现金净流量的符号将企业生命周期划分为初创期、成长期、成熟期、动荡期和衰退期五个阶段<sup>[32]</sup>，谢佩洪等在此基础上将动荡期中与成熟期企业特征相近的公司归为成熟期并将初创期与成长期共同合并为成长期<sup>[33]</sup>，朱楠等<sup>[28]</sup>同样据此进行划分。借鉴学者们的研究成果进行划分后，本研究最终取得成熟期样本106个、成长期117个、衰退期39个。由于衰退期的企业所具备的资源、能力等条件有限，不适宜开展多元化经营，研究意义不大，故只考虑成长期和成熟期多元化经营与绩效的关系。具体划分见表3。

表3 农业上市公司生命周期划分

现金流符号	成长期		成熟期			衰退期		
	初创	成长	成熟	动荡	动荡	动荡	衰退	衰退
经营活动	-	+	+	-	+	+	-	-
投资活动	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资活动	+	+	-	-	+	-	+	-

分样本估计结果(表4)显示，在0.25分位点上，成熟期的企业实施多元化经营能够产生一定的溢价效应并在10%的水平上显著。此时的企业运营稳定，在市场上具有一定的竞争力，但同时也面临市场饱和、企业灵敏度弱化的困境，企业要想继续发展壮大必须着力寻求新的市场和新的利润增长点。而成熟期的企业拥有过硬的管理能力和丰富行业经验以涉猎其他业务，能够发挥特定资源的优

势，此时适度的多元化经营有助于企业突破发展瓶颈，相应的技术和市场壁垒也比较低，容易产生协同效应，降低成本规模，使多元化的溢价效应得以体现。此外，成熟稳定的企业经营失败的风险更低，有助于企业健康稳定发展<sup>[27]</sup>。然而随着分位点的提高，各产业间资源争夺更加激烈，企业难以兼顾各部门的工作，代理、交叉补贴等问题凸显，因此在0.5和0.75分位点上绩效与多元化经营均呈现显著

负相关且随分位点的提高折价效应逐渐增强。

表 4 不同生命周期下的异质性分析

变量	成熟期			成长期		
	0.25	0.5	0.75	0.25	0.5	0.75
SIZE	0.0352**	0.0196***	0.0362***	-0.0012	-0.0124	-0.0003
AGE	-0.0358	0.0086	0.0238	-0.0203	-0.0002	-0.0061***
LEV	-0.3863***	-0.2208***	-0.1885***	-0.1608***	-0.0987***	-0.1159***
OWNC	0.0779	0.1073***	0.0590	-0.0548	-0.0016	-0.0351***
MAL	-0.1005	0.0368	0.0276	-0.0233	0.0197	0.0447***
GROW	0.1534*	0.0665***	0.1220***	0.0588***	0.0219***	0.0237***
HHI	0.1894**	-0.0021	0.0492	-0.0503	0.0149	-0.0787***
EDI	0.0257*	-0.0281*	-0.0439***	-0.0167	-0.0275	-0.0122***

处于成长期的企业绩效与多元化经营间则呈现持续的负相关关系，原因在于多元化经营的企业开展其他业务、开拓与抢夺市场需要消耗大量资源，虽然成长阶段的企业发展趋势向好，多元化的经营能够暂时刺激收入的增长，但由于其主营业务同样需要占用大量资源等来满足发展需求，此时实施多元化经营必将分散原有核心业务的资源，使核心能力得不到充足的资源支持而抑制协同效应的发挥、丧失一定的竞争优势，加之市场进入壁垒高，由信息不对称和资源分散所导致的经营风险也更高，不利于企业的可持续发展。此外，对于成长期的企业，其管理能力有待加强，多元化经营会增加企业资金压力和财务风险，甚至导致其放弃对主业发展的部分计划<sup>[29]</sup>，不但不能增加企业绩效，还会导致多元化经营的折价效应。因此，H<sub>2</sub> 得到验证。

## 五、研究结论与启示

针对中国农业上市公司多元化经营的现状及其对绩效作用机制的复杂性，本研究利用 2012—2019 年 35 家农业上市公司的数据构建面板分位数模型考察了多元化经营在不同分位点上的边际效应。研究发现：不同分位点上农业上市公司绩效与多元化经营程度呈现不同程度的负相关关系且高分位点上多元化的折价效应更为显著；按照企业所处生命周期分组检验的结果显示，成熟期的企业在适当时机实施一定程度的多元化经营能够提高企业绩效，而成长期的企业开展多元化经营会呈现持续的折价效应。

根据上述结论可知，由于农业资产的专用性和农业产业高风险等特点，农业上市公司应根据自身

发展现状谨慎选择是否开展多元化经营。盲目多元化会增加企业管理的难度，带来各种各样的成本，导致不良的经济后果，增加经营失败的风险。此外，不同生命周期下，企业的资源与能力状况不尽相同，管理者应该根据企业所处的发展阶段，尽量选择在企业发展成熟稳定后再实施多元化经营，而且一旦选择了适合企业能力的产业则应积极进入抢占市场先机，创造条件充分发挥多元化经营的协同效应，合理配置企业资源，选择进入壁垒相对较低的产业，使其溢价效应得到释放，提高新产业成功率，延续企业生命周期。最后，企业无论采取何种经营战略都应当着力增强主营业务，一旦主业竞争力在市场上不具备优势，不仅无法为其他业务提供足够的资源还会危及整个企业，产生不良经济后果。只有增强主营业务、巩固主业竞争力才能保证企业健康稳定、可持续发展。

## 参考文献：

- [1] 吉生保, 席艳玲, 赵祥. 中国农业上市公司绩效评价——基于 SORM-BCC 超效率模型和 Malmquist 的 DEA-Tobit 分析[J]. 农业技术经济, 2012(3): 114-127.
- [2] 李晓阳, 魏彰迪, 赵宏磊. 多元化经营对公司绩效影响的门槛效应——以中国 34 家农业上市公司为例[J]. 农业技术经济, 2018(5): 93-103.
- [3] 李熠翔. 中国农业上市公司多元化经营与绩效的实证研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2019.
- [4] 熊风华, 彭珏. 农业上市公司多元化经营对其绩效影响的实证研究[J]. 财会月刊, 2009(27): 17-20.
- [5] 夏显力, 张兴龙, 任健华. 多元化经营对农业上市公司业绩的影响[J]. 财会月刊, 2011(21): 28-30.
- [6] 范黎波, 马聪聪, 马晓婕. 多元化、政府补贴与农业企业绩效——基于 A 股农业上市企业的实证研究[J]. 农业经济问题, 2012, 33(11): 83-90.

- [7] 赵景芬,戴蓬军. 农业上市公司多元化经营能否提高综合业绩[J]. 财会月刊, 2013(18): 22-25.
- [8] 刘云芬,陈砾. 多元化、政府支持与公司绩效——基于中国农业上市公司的实证研究[J]. 农业技术经济, 2015(2): 118-128.
- [9] 钟李哈,俞静. 多元化经营对农业上市公司绩效的影响[J]. 农业工程, 2017, 7(3): 187-188.
- [10] 唐曼萍. 西部农业类上市公司多元化经营及其绩效研究[D]. 成都: 四川农业大学, 2007.
- [11] 刘晓云,应瑞瑶,李明. 新业务、多元化与公司绩效——基于农业上市公司与非农业上市公司的比较[J]. 中国农村经济, 2013(6): 60-73.
- [12] 吴晓芬. 农业上市公司多元化、资本结构与企业绩效关系研究——基于 PVAR 模型[J]. 长春大学学报, 2019, 29(5): 15-19.
- [13] 柴斌锋. 农业上市公司多元化经营对其企业价值影响的实证研究[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2013, 19(3): 6-11.
- [14] 崔迎科. 农业上市公司非农化经营“陷阱”的实证研究——基于 74 家农业上市公司面板数据[J]. 农业技术经济, 2013(7): 118-127.
- [15] 卫龙宝,方师乐,吴建,等. 中国农业上市公司多元化经营与企业绩效[J]. 农业经济问题, 2017, 38(12): 62-72.
- [16] 彭艳霞,邹能锋. 农业上市公司多元化经营与绩效实证研究[J]. 山西农业大学学报(社会科学版), 2015, 14(4): 339-343.
- [17] 金晓斌,陈代云,路颖,等. 公司特质、市场激励与上市公司多元化经营[J]. 经济研究, 2002(9): 67-73.
- [18] TEECE D J, RUMELT R, DOSI G, et al. Understanding corporate coherence: Theory and evidence[J]. North-Holland, 1994, 23(1): 1-30.
- [19] 李捷瑜,江舒韵. 市场价值、生产效率与上市公司多元化经营: 理论与证据[J]. 经济学(季刊), 2009, 8(3): 1047-1064.
- [20] HOSKISSON R E, HITT M A. Strategic Control Systems and Relative R&D Investment in Large Multiproduct Firms[J]. Strategic Management Journal, 1988, 9(6): 605-621.
- [21] SCHARFSTEIN D S, STEIN J C. The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(6): 2537-2564.
- [22] 于新利. 股权结构、多元化经营对农业上市公司财务绩效的影响研究[D]. 沈阳: 沈阳农业大学, 2017.
- [23] 杨亦民,彭皓,薛勤. 资产专用性会减损多元化协同效应吗?——来自我国农业类上市公司的经验证据[J]. 湖南社会科学, 2020(2): 121-129.
- [24] 柳建华. 多元化投资、代理问题与企业绩效[J]. 金融研究, 2009(7): 104-120.
- [25] LUNSFORD D A, LAFORGE R W. Product Diversification and Firm Development: An Empirical Examination of Contingency Relationships[J]. Journal of Marketing Management, 1992, 2(1): 13-26.
- [26] CHAKRABARTI A, SINGH K, MAHMOOD I. Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(2): 101-120.
- [27] 王敏,吴小芳,陈勇. 多元化经营对上市公司财务绩效的影响及其差异——基于成长期与成熟期企业的实证与比较[J]. 湖南农业大学学报(社会科学版), 2018, 19(4): 85-91.
- [28] 朱楠,王晓丽,石道金. 多元化经营对农业类上市公司财务风险的影响——从企业生命周期视角[J]. 河北农业大学学报(社会科学版), 2020, 22(2): 69-76.
- [29] 赵小芸. 企业生命周期与多元化发展战略——基于资源、能力和市场机会动态匹配的视角[J]. 上海经济研究, 2008(7): 90-94.
- [30] 柯杰升,李怡,武健伟. 中国林业上市公司多元化经营与企业绩效研究——基于内部资本市场的调节和中介效应[J]. 农村经济, 2020(6): 136-144.
- [31] KOENKER R W, BASSETT G. Regression Quantiles[J]. Econometrica, 1978, 46(1): 33-50.
- [32] DICKINSON V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle[J]. Accounting Review, 2011, 86(6): 1969-1994.
- [33] 谢佩洪,汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1): 57-66.

责任编辑: 曾凡盛