

房地产企业多元化经营对企业绩效的影响研究 ——基于经济政策不确定性的调节作用

周 杰

上海工程技术大学管理学院， 上海

收稿日期：2022年5月27日；录用日期：2022年6月19日；发布日期：2022年6月28日

摘要

随着经济全球化的发展，国际局势的动荡，企业面对的外部环境的不确定性、风险性日益加强。因此，本文基于委托代理理论，选取经济政策不确定性这一外部变量，以我国2011~2020年沪深71家上市房地产企业为研究对象，实证研究了在经济政策不确定性的调节下，企业的多元化经营程度对企业绩效波动的影响。研究结果显示：企业的多元化程度负面影响则企业绩效；经济政策不确定性对企业绩效产生负向作用；经济政策不确定性正向调节多元化程度对企业绩效的负面影响。

关键词

多元化，经济政策不确定性，企业绩效

Research on the Influence of Diversification of Real Estate Enterprises on Enterprise Performance

—Adjustment Based on Economic Policy Uncertainty

Jie Zhou

College of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: May 27th, 2022; accepted: Jun. 19th, 2022; published: Jun. 28th, 2022

Abstract

With the development of economic globalization and the turbulence of the international situation,

the uncertainty and risk of the external environment faced by enterprises are increasing. Therefore, based on the principal-agent theory, this paper selects the external variable of economic policy uncertainty, and takes 71 listed real estate enterprises in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2020 as the research object to empirically study the impact of enterprise diversification on enterprise performance fluctuation under the adjustment of economic policy uncertainty. The results show that: the degree of diversification has a negative impact on corporate performance; economic policy uncertainty has a negative effect on enterprise performance; economic policy uncertainty positively regulates the negative impact of diversification on corporate performance.

Keywords

Diversification, Economic Policy Uncertainty, Enterprise Performance

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

近年来，我国房地产行业由盛转衰的论调受到了各行各业人士广泛的认同。2016年我国房价一路狂飙，随后在2017年国家政府对房企进行了史上最严厉最密集的房地产市场调控政策，房地产投资热由此得到一定程度的遏制。面临这样一种深刻复杂多变的环境，越来越多的房地产企业开始选择多元化。中房数据显示，2018年全国30强房企70%发布了多元化战略，100强房企97%布局了多元化业务，年房企多元化投资已近千亿元，是2014年的7倍，多元化成为大部分房企为应对环境，提高企业绩效做出的一大选择。

多元化经营作为企业一种生存扩张特征，不仅是企业自身内在演化的一种过程和状态，更是企业为应对外部风险，提高企业经营稳定性，企业绩效的有效途径。从上世纪60年代起，多元化战略逐渐成为欧美企业管理的重要内容和议题。直到上世纪80年代，随着《关于组建和发展企业集团的几点意见》的颁布，以及国有资产授权经营的不断深入，我国大量企业才开始走多元化发展道路。

本文通过文献梳理发现，学术界关于多元化战略对于企业绩效的研究内容繁多，但并未形成统一的理论结果。研究结论大致可分为四类：其一为多元化战略会促进企业绩效，如国内学者苏冬蔚(2005)实证检验发现我国上市公司存在显著的多元化溢价现象[1]。其二为多元化折价论，如国外学者Stein认为由于公司管理层在风险偏好、成本偏好和权力偏好等方面的不同，使其容易为了追求自身利益最大化而从事不利于公司价值最大化的多元化，从而带来较差的企业绩效表现[2]。其三为多元化与企业绩效存在倒U型关系，如国外学者Giachetti以意大利设施管理公司为研究对象发现，企业的业绩随着多元化程度的提升呈现先提升后下降的状态，即两者间呈现类似倒“U”型的关系[3]；其四为多元化战略与企业绩效不存在显著的相关关系，如马洪伟，蓝海林(2001)研究发现，我国工业企业多元化程度与经济效益之间不存在显著的相关关系[4]。通过以上文献总结分析可知学术界偏向于直接研究两者之间的关系，而对于在这一过程中有哪些外部因素会对其产生影响，能够产生多大程度的影响的相关研究较少。本文正是基于上述现实问题和学术研究背景，选取经济政策不确定性这一对企业战略选择影响程度较大的外部变量，以2011~2020年中国71家上市房地产企业为研究对象，实证研究在经济政策不确定性的调节下，企业的多元化程度对企业绩效的影响情况。

2. 理论分析与研究假设

(一) 多元化经营和企业绩效

我国房地产行业诞生于上世纪九十年代，相对而言起步较晚，在管理人员的水平以及资源的配置上均较为缺乏，且房地产企业多为通过简单的加大投资，增加人员等粗放野蛮的方式实现企业经济的增长，这种增长背后的成本往往都比较高昂。这种情况下的房地产企业多元化，不仅没有足够能力的管理人员来对多元化的业务进行管理，而且有可能造成组织内部结构的混乱，内部运行效率的低下，从而导致企业绩效表现较差。此外，我国房地产市场相较于国外房地产市场而言，其发展程度仍然不够成熟，这使得我国房地产企业在进行多元化时，未必能够真正合理的利用企业所拥有的剩余资源，找到合乎企业自身发展的新的利润增长点。最后，在房地产仍属于高利润行业的现在，企业进行多元化的动因可能是管理层为了获取更多的自身利益，这会加剧企业内部委托代理成本，造成企业整体利益的损失。因此，本文认为房地产企业的多元化对企业绩效有负面影响，故而提出假设 1。

假设 1：房地产企业多元化与企业绩效之间呈负向关系。

(二) 经济政策不确定性和企业绩效

Keynes (1909) 将不确定性首次运用到宏观经济理论的研究中，于是不确定性开始进入到宏观经济学的研究中^[5]。Bloom (2007) 定义了政策不确定性，即政府是否会改变现有政策或者制定新政策是无法预知的，这实际上是一种经济风险^[6]。Gulen & Ion (2016) 提出的经济政策不确定性概念最为学术界认可，他将其定义为市场参与者，政策接受者无法准确预知政府经济政策在制定到实行过程中是否、何时以及如何改变政策的可能性，以至于市场参与者无法提前预知风险^[7]。

而关于经济政策不确定性对于微观企业行为的影响一直是现在学术界的研究热点。王义中(2014)运用中国特有的上市公司资金需求详细用途数据，研究宏观经济不确定性影响公司投资的作用机制，结果表明宏观经济不确定性会影响公司投资行为，且通过外部需求、流动性资金需求和长期资金需求渠道起作用，但这种作用会受预期因素影响，在不同经济周期，不同股东性质、行业性质和融资约束的公司中表现有差异^[8]。张光利(2018)认为经济政策不确定性能较大程度消除公司获得融资的不利因素^[9]。

进入 2010 年后，我国政府对房地产企业的调控政策不断加强，2016 年的调控，2020 年人民银行、银保监会发布实施的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，又进一步给房地产企业在发展再次带来的巨大的冲击。可见，我国房地产企业面临着巨大的经济政策不确定性的挑战。而经济政策不确定性越高，企业面临的外部挑战越大，企业经营的风险加大，使得企业最高管理层与业务管理层之间信息不对称愈加严重，进而对企业绩效产生负面影响。基于此，本文提出假设 2。

假设 2：经济政策不确定性和企业绩效之间呈负向关系。

(三) 经济政策不确定性调节下的多元化经营和企业绩效

传统的实物期权理论指的是经济政策的剧烈波动会增加投资项目的等待期权价值。Bloom (2007) 的研究发现，经济政策不确定性的加剧导致企业融资成本上升，进而使得管理层选择更加谨慎的投资决策选择^[6]。宋云星等(2020)研究发现经济政策不确定性增加不利于我国民营企业融资效率的提升^[10]。作为我国房地产企业面临的重要的外生冲击，经济政策不确定性通过增大企业多元化的融资成本、人力物力等资源成本，增强了多元化对企业绩效的负面影响。基于此，本文提出假设 3。

假设 3：经济政策不确定性会正向调节多元化对企业绩效的负面影响。

3. 研究设计

(一) 样本选取、数据来源及变量界定

本文以 2011~2020 年我国房地产上市公司为研究对象，并对其进行了以下筛选：剔除相关财务数据、公司治理数据披露不完整的上市企业；剔除研究期间 ST 的上市企业；通过筛选，共获得 71 家上市企业(具体企业见下表 1)，有效样本数据 710 个。在数据来源方面，企业绩效数据来源于国泰安(CSMAR)数据库与各个企业的年报。在数据处理方面，前期数据采用 Excel2019 进行统计和整理，后期采用 Stata15.0 对数据进行处理和分析。

Table 1. Select sample enterprise table
表 1. 选取样本企业表

企业代码	企业名称	企业代码	企业名称
000002	万科 A	600064	南京高科
000011	深物业 A	600067	冠城大通
000014	沙河股份	600159	大龙地产
000029	深深房 A	600162	香江控股
000031	大悦城	600173	卧龙地产
000036	华联控股	600185	格力地产
000042	中洲控股	600208	新湖中宝
000069	华侨城 A	600215	派斯林
000517	荣安地产	600223	鲁商发展
000558	莱茵置业	600246	万通发展
000560	我爱我家	600266	城建发展
000573	粤宏远 A	600322	天房发展
000608	阳光股份	600340	华夏幸福
000620	新华联	600376	首开股份
000631	顺发恒业	600383	金地集团
000656	金科股份	600503	华丽家族
000671	阳光城	600510	黑牡丹
000718	苏宁环球	600565	迪马股份
000732	泰禾集团	600638	新黄浦
000736	中交地产	600639	浦东金桥
000797	中国武夷	600641	万业企业
000863	三湘印象	600657	信达地产
000886	海南高速	600658	电子城
000897	津滨发展	600663	陆家嘴
000909	数源科技	600665	天地源
000918	嘉凯城	600675	中华企业
000926	福星股份	600683	京投发展
000961	中南建设	600684	珠江股份
000965	天保基建	600736	苏州高新

Continued

002133	广宇集团	600743	华远地产
002146	荣盛发展	600748	上实发展
002244	滨江集团	600807	济南高新
002285	世联行	600823	世茂股份
002305	南国置业	600895	张江高科
600007	中国国贸	6001588	北辰实业
600048	保利发展		

(二) 指标选取

- 1) 因变量。鉴于数据的可获取性,本文选取 ROA 作为企业绩效的衡量数据。
- 2) 自变量。由于 Berry (1975)提出的熵指数(Entropy)具有测量精度较高,能很好的衡量企业多元化经营的行业分布数量、均匀程度、行业相关性的特点。因此本文也采用熵指数用以衡量多元化企业所从事行业之间的相关性。总体多元化熵指数(DT)勇于衡量企业多元化经营的程度。计算公式如下:

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i * \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

其中 P_i 为企业第 i 类业务收入占总营业收入的比重; n 为企业多元化业务涉及的行业数量。

- 3) 调节变量。经济政策不确定性采用学术界应用最为广泛的由 Baker (2016)基于中国香港《南华早报》而构建的 EPU 指数。由于该指标为月度数据,而本文变量统一为年度数据。故而将 2011 至 2020 年期间原始的数据按年计算出算数平均值,并除以 100 得到最终的中国经济政策不确定性指数(EPU)。

具体变量的定义和计算方法见表 2。

Table 2. Definition of variables
表 2. 变量的定义表

变量类型	变量符号	变量名称	测量方法
被解释变量	ROA	企业绩效波动	净利润/总资产
解释变量	DT	总体多元化程度	$DT = \sum_{i=1}^n P_i * \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$
调节变量	EPU	经济政策不确定性	原始数据按年取算术平均/100
	Lev	资产负债率	负债/总资产
控制变量	Share	股权集中度	前十大股东持股比例
	Size	企业规模	企业资产总额取对数

(三) 模型构建

为了更好验证前文提出的三个假设,本文建构了以下三个回归模型对企业绩效波动、投资水平、高管过度自信之间的关系进行验证

$$ROA1 = a_0 + a_1 DT + a_2 Lev + a_3 Share + a_4 Size + \beta \quad (1)$$

$$ROA2 = a_0 + a_1 EPU + a_2 Lev + a_3 Share + a_4 Size + \beta \quad (2)$$

$$ROA3 = a_0 + a_1 DT + a_2 EPU + a_3 DT * EPU + a_4 Share + a_5 Size + \beta \quad (3)$$

4. 实证分析

(一) 描述性统计

下表 3 为主要变量的描述性统计结果，可以看出企业绩效的标准差为 0.0293，最小值为 -0.172，最大值为 0.193，说明我国房地产企业绩效总体相对稳定，波动较小。企业总体多元化指数的均值为 0.512，绩效的标准差为 0.355，表明企业绩效存在一定程度的波动，最小值 0.00912，最大值 1.602，说明样本企业的总体多元化程度两极差异比较大。经济政策不确定性的标准差为 2.335，且最小值为 1.139，最大值为 7.919，说明十年间我国经济政策不确定性波动较大，这为房地产的经营提供了较大的压力。

Table 3. Descriptive statistics of variables

表 3. 变量的描述性统计

VARIABLES	N	mean	sd	min	max
ROA	710	0.0276	0.0293	-0.172	0.193
Dt	710	0.512	0.355	0.00912	1.602
EPU	710	3.563	2.335	1.139	7.919
Lev	710	0.667	0.173	0.0959	0.941
Share	710	60.82	15.95	15.93	89.39
Size	710	23.77	1.365	21.15	28.26

(二) 相关性分析

主要变量的相关性分析结果如下表 4，可以看出企业总体多元化程度与企业绩效的相关系数为 -0.079，且在 5% 的水平上显著，假设 1 的推论得到了初步证明；同时经济政策不确定性与企业绩效的相关系数为 -0.077，也在 5% 的水平上显著，假设 2 的推论得到初步证明。

Table 4. Correlation Analysis of main variables

表 4. 主要变量的相关性分析

	ROA	Dt	EPU
ROA	1		
Dt	-0.079**	1	
EPU	-0.077**	0.00200	1

(三) 回归分析

模型(1)、(2)、(3)的回归结果如下表 5 所示。首先通过模型(1)可以看出在 1% 的显著水平上，企业多元化程度与企业绩效之间的回归系数为 -0.010，表明两者间存在显著负相关，假设 1 得到验证；再者，通过模型(2)可以看出同样在 1% 的显著水平上，经济政策不确定性 EPU 与企业绩效 ROA 之间的回归系数为 -0.002，表明两者间存在显著负相关，假设 2 得到验证；最后，通过模型(3)可以看出交乘项 interact 与企业绩效 ROA 之间的回归系数为 0.00037，且在 0.1 的水平上显著相关，表明两者间存在显著正相关，假设 3 得到验证。

5. 结论与建议

(一) 结论

本文以 2011~2020 年我国房地产上市公司为研究对象，通过实证研究了在经济政策不确定性的调节下，房地产企业多元化程度对企业绩效的影响。得出了以下 3 个结论。

Table 5. Regression results of enterprise diversification, economic policy uncertainty and enterprise performance
表 5. 企业多元化程度、经济政策不确定性和企业绩效回归结果

VARIABLES	ROA1	ROA2	ROA3
Dt	-0.010*** (-3.60)		-0.011** (-2.37)
EPU		-0.002*** (-3.43)	-0.002*** (-3.00)
interact			0.00037* (0.31)
Lev	-0.080*** (-8.40)	-0.084*** (-8.27)	-0.086*** (-8.45)
Share	0.000*** (6.03)	0.000*** (6.01)	0.000*** (5.96)
Size	0.003*** (3.14)	0.004*** (4.10)	0.004*** (3.96)
Constant	-0.005 (-0.25)	-0.037* (-1.80)	-0.022 (-1.11)
R-squared	0.181	0.185	0.198

1) 房地产企业多元化程度与企业绩效之间显著负相关。企业多元化作为企业扩大规模，应对危机的重要方式之一，会对企业现有的核心资源造成分散，使得外部资本市场对企业的约束加大，进而导致资源配置效率低下，无法达到较好的协同效益。进而导致企业绩效、企业价值的降低。

2) 经济政策不确定性与企业绩效之间显著负相关。从描述性统计结果中可以看出在样本数据中经济政策不确定性标准差为 2.335，相对较大，且近十年来最小值为 1.139，最大值为 7.919。显然，国内经济政策的不确定性波动幅度大，使得房地产企业整体面临一个复杂多面的经济政策环境。环境越复杂，不确定性越高，企业面临的外部与内部的挑战越大，业务亦受到冲击，从而对企业绩效、企业价值造成负面影响。

3) 在经济政策不确定性的调节下，企业多元化程度对企业绩效的负面影响被加以强化。企业多元化程度越高，造成的资源浪费越大，资源配置的效率越低，进而使得企业绩效降低。在经济政策不确定性的环境下，企业多元化对资源造成的浪费加大，最高管理层与具体业务单位管理层之间的信息不对称程度加大，使得多元化对企业绩效的负面效应加强，进而导致企业绩效表现更为低下。

(二) 建议

根据本文所得出的研究结论，为了降低经济政策不确定性以及在这种不确定性下多元化程度对企业绩效的影响，故而提出了以下三个建议：

1) 将核心业务做好、做强、做精，提升企业核心竞争力。企业的核心业务是企业赖以生存的主要源泉，是企业能够基业长青的主要保障。做好、做强、做精主营业务是企业能够在残酷的市场竞争中得以生存、成长的立足之本，是企业价值企业绩效得以体现的根基所在。因此，企业应当专注于主营业务、核心业务，逐渐培养形成核心竞争优势，并以此为依托，在相关业务领域适度开展多元化，从而形成良性循环。

2) 选择与国情相适应的发展模式。要清晰的认识到中国乃至世界现阶段发展的特点，规律。同时，了解自身现阶段的优势与劣势，认清多元化与企业绩效、企业价值的实质。从而将自身与不确定的经济

政策环境更好的融合，淡化弱化其对本企业的影响程度。

3) 提升整体管理水平以避免多元化及经济政策不确定性对企业绩效的影响。提高管理效率、完善公司治理、强化管理创新是提升企业绩效，实现长久发展的必然之路。通过不断完善公司的治理体系，降低多元化带来的资源配置效率的低下，实现信息的及时处理反馈，从而实现良好的治理效果，形成高效的管理体系。

参考文献

- [1] 苏冬蔚. 多元化经营与企业价值: 我国上市公司多元化溢价的实证分析[J]. 经济学(季刊), 2005(S1): 135-158.
- [2] Scharfstein, D.S. and Stein, J.C. (2000) The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment. *The Journal of Finance*, **55**, 2537-2564. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00299>
- [3] Giachetti, C. (2012) A Resource-Based Perspective on the Relationship between Service Diversification and Firm Performance: Evidence from Italian Facility Management Firms. *Journal of Business Economics and Management*, **13**, 567-585. <https://doi.org/10.3846/16111699.2011.624630>
- [4] 马洪伟, 蓝海林. 我国工业企业多元化程度与绩效研究[J]. 南方经济, 2001(9): 25-28.
- [5] Keynes, J.M. (1909) A Treatise on Probability. *Diamond*, **3**, 12.
- [6] Bloom, N., Bond, S. and Reenen, J.V. (2007) Uncertainty and Investment Dynamics. *Review of Economic Studies*, **74**, 391-415. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x>
- [7] Gulen, H. and Ion, M. (2016) Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, **29**, 523-564.
- [8] 王义中, 宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. 经济研究, 2014, 49(2): 4-17.
- [9] 张光利, 许洋, 韩雅倩, 孙宁妍. 经济政策不确定与企业融资约束[J]. 投资研究, 2018, 37(6): 144-159.
- [10] 宋云星, 陈真玲, 赵珍珍. 经济政策不确定性对民营企业融资效率的影响[J]. 金融与经济, 2020(2): 71-78.