

多元化战略、资本结构与企业绩效

钟菲菲

浙江理工大学经济管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年9月20日; 录用日期: 2024年10月15日; 发布日期: 2024年11月28日

摘要

本研究基于2017~2021年间1969家沪深证券交易所上市制造业公司(A股)的面板数据,探讨了多元化战略对企业绩效的影响,并引入资本结构作为中介变量。通过实证分析发现,多元化经营的度量指标(HHI)与企业绩效指标(ROA)呈显著负相关;同时,资本结构(总债务杠杆和长期债务杠杆)在多元化战略影响企业绩效的过程中发挥了中介作用。研究结果表明,企业在实施多元化经营时,通过优化资本结构,能够有效提升经营绩效,进而推动企业发展和成长。这一发现为制造业企业多元化战略的实施提供了实证支持和理论依据。

关键词

多元化战略, 企业绩效, 资本结构

Diversification Strategy, Capital Structure and Firm Performance

Feifei Zhong

School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Sep. 20th, 2024; accepted: Oct. 15th, 2024; published: Nov. 28th, 2024

Abstract

Based on panel data from 1969 manufacturing companies (A-shares) listed on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges between 2017 and 2021, this study explored the impact of diversification strategy on corporate performance, introducing capital structure as a mediating variable. Through empirical analysis, it was found that the diversification measure (HHI) was significantly negatively correlated with the corporate performance indicator (ROA); meanwhile, capital structure (total debt leverage and long-term debt leverage) played a mediating role in the process of diversification strategy affecting corporate performance. The research results indicate that by optimizing their

capital structure, enterprises can effectively enhance operational performance when implementing diversification strategies, thereby promoting their development and growth. This finding provides empirical support and theoretical basis for the implementation of diversification strategies by manufacturing enterprises.

Keywords

Diversification Strategy, Enterprise Performance, Capital Structure

Copyright © 2024 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. 绪论

1.1. 研究背景

在经济全球化背景下，国际贸易环境摩擦、人民币持续升值预期压力以及重大公共卫生疾病疫情等诸多因素的影响下，企业生存面临更加复杂的市场环境。科技进步缩短了产品更新周期，产品更加丰富，客户有了更多的选择，需求呈现出多样化和个性化的特征。在此如此激烈的竞争中，只依赖于一个行业或产品进行生产经营很难取得优势，因此，更多的企业会思考是否要持续对原来业务的投资，或者是拓展新的业务、产品或市场。有些企业为使自身的发展达到一个新的高度，会采取多元化经营策略。

1.2. 研究意义

1.2.1. 理论意义

对于多元化经营、资本结构和公司绩效，国内外学者更多关注它们中两两的相关性，而对于它们共同的探讨和理论不是很多。因此，本文使用资本结构这一中介变量，实证研究多样化发展策略对公司绩效的相关性影响，丰富了三者关系研究的内容，并对相关的后续研究提供理论基础。

1.2.2. 现实意义

面对严峻挑战，企业开始考虑采取多元化战略以追求高质量发展与持续竞争优势。然而，多元化战略对企业绩效的影响因企业而异，既可能带来规模扩张与利润增长，也可能因多元化策略与自身实际不相符而导致失败。本研究通过探讨多元化经营与公司绩效间的联系，并关注投资组合的角色，将资本结构、多元化策略与公司绩效纳入统一理论框架，有助于企业在实施多元化策略时，合理选择资本结构，实现战略与资源的最优配置，从而促进企业的持续发展。

2. 文献综述

2.1. 多元化战略与企业绩效的概念

2.1.1. 多元化战略的内涵

多元化战略又称多角化战略和多样化战略，该战略被多位学者从不同角度进行了定义。魏伟(2021)视其为基于企业内部能力、风险防范及经济效益考量的企业战略组成部分，旨在新市场和新业态中开展多种经营，实现企业与市场机会的最优组合[1]。马云飞(2022)强调，多元化战略利用企业现有资源，包括盈余资金、财务资源及品牌知名度，以获取新收益、促进成长与发展[2]。付艳飞和孙亚范(2022)指出，该战

略是企业根据市场环境和自身条件，通过进入新产品领域或涉足多行业进行扩张[3]。徐志伟和张慧(2022)则认为，当企业涉足与原有产品或发展领域显著差异的新业务时，即呈现出多元化经营特征[4]。综上所述，多元化战略是企业为寻求新市场、新业务增长机会，基于自身资源和能力进行的市场扩张和经营多样化策略。

2.1.2. 企业绩效的概念

企业的绩效可以根据研究的角度和出发点不同而有不同的定义，因此这是一个相当广泛的概念。刘诗谨(2020)将企业绩效定义为企业运用资源、生产产品或提供服务以达到目标后所产生的结果，强调效益的获取[5]。朱清香等(2021)则指出，企业绩效涵盖经营效益、业绩及管理者贡献，具体体现在偿债能力、营运能力、盈利能力及发展能力等方面[6]。王敬辉(2021)从效能、效率和适应性三个维度界定公司绩效，其中效率反映商品和服务供应情况，效益体现资本投资收益，而适应性则关乎企业应对环境变化的能力[7]。综上所述，企业绩效是一个多维度概念，涉及企业经营的多个方面和层次，是评价企业经营状况和管理效能的重要指标。

2.2. 多元化战略、企业绩效与资本结构关系研究

2.2.1. 多元化战略与企业绩效关系的研究

通过对相关文献的梳理，可以看出目前有关多样化经营与公司绩效关系的结论十分丰富。尽管很多学者从各种角度围绕多样化发展进行广泛探讨，但其与公司绩效的实际联系仍然存在不确定性，主要有以下三种观点：

(1) 多元化溢价论

多元化溢价论认为多元化战略与企业绩效正相关。Gomes 和 Livdan (2004)认为多元化战略可以使企业实现内外资源的共享，从而降低成本以提升企业绩效[8]。肖建华等(2020)对我国 A 股上市的 85 家科研组织衍生企业 2015~2018 年的面板数据进行回归分析得出，企业的多元化程度越高，企业绩效越好[9]。严雨凡(2021)选取了营业总收入和毛利润两个项目运用横向同比分析法得出，小米多元化战略的实施正在影响着企业的绩效[10]。

(2) 多元化折价论

多元化折价论主张多元化经营对企业绩效有负面影响。在实证研究中，刘瑀喆(2020)发现多元化程度显著损害了企业绩效[11]；欧阳艳艳等(2020)基于 2010~2017 年上市公司数据，实证结果显示随着行业多元化水平的提高，代理成本问题加剧，多元化成本超过收益[12]；王佳悦和刘畅(2021)运用面板数据分位数回归模型，结果表明多元化与企业绩效在不同分位点上都存在负相关关系，尤其在较高的分位点上，负面折价效应更为明显[13]。

(3) 多元化折中论

多元化折中论探讨了多元化经营与企业绩效的特殊关系。Gande 等(2009)指出，多元化效益与行为本身无显著关联[14]。柯杰升等(2020)实证发现，中国林业上市公司多元化与企业绩效呈“U型”关系。王晨(2020)认为市场多元化程度提高时，流通类上市公司业绩先升后降[15]。田宇和马雁(2021)提出，相关多元化提升盈利水平，非相关多元化增加运营风险[16]。于莉(2022)对零售业上市公司数据分析显示，多样化战略对公司绩效有消极影响，且在经济发达地区，这种负相关关系更为明显[17]。

2.2.2. 多元化战略和资本结构关系的研究

邓可斌和丁重(2009)利用 2000~2006 年中国上市公司数据，实证发现多元化程度增加可能提升企业负债能力，优化融资结构，但融资结构变化也会对多元化发展产生约束[18]。章细贞(2009)认为企业资本

结构与多元化增长正相关，且专业化经营企业负债率低于多元化企业[19]。张文闻(2013)实证研究亦显示多元化程度与负债显著正相关[20]。张小艳和王舒(2015)进一步细分多元化后发现，资本结构在不同多元化程度下表现差异明显，专业型企业杠杆水平高于相关多元化企业，但低于非相关企业[21]。这些研究深化了我们对资本结构与多元化关系的理解，为企业制定相关战略提供了参考。

2.2.3. 企业资本结构与企业绩效关系的研究

对于资本结构与企业绩效关系的研究，国内外学者也一直没有得出统一的结论，企业所处行业不同，二者之间的关系也会有差异。目前主要有以下三种观点：

第一种观点是资本结构与企业绩效正相关。如吕长江和王克敏(2002)指出，成长期公司可通过财务杠杆减少股份委托费用，融资结构与绩效正相关[22]；郭艳芳等(2020)也发现资本结构有利于提升公司绩效，高绩效企业倾向选择高负债率[23]。

第二种观点认为资本结构与企业绩效呈现负相关关系。实证研究支持了这一观点，例如，廖静静(2022)发现短期负债率和长期负债率都与公司绩效呈负相关[24]；ISLAM 和 IQBAL (2022)对巴基斯坦企业的研究也支持了这一观点[25]。

第三种观点认为资本结构与企业绩效之间关系呈非线性。例如 Sakr 和 Bedeir (2019)对 2003~2016 年埃及 62 家非金融类上市公司的数据进行调查并发现，当使用 ROA 作为业绩衡量指标时，资本结构存在显著的负向影响，而当使用 ROE 作为业绩衡量指标时，资本结构往往存在显著的正向影响[26]。而 Isaac 等(2021)认为杠杆率与绩效呈倒 U 型关系，杠杆随着绩效的提高而提高，但在足够高的杠杆水平下，绩效开始下降[27]。

2.3. 文献述评

通过对多元化战略、资本结构与企业绩效相关文献的系统回顾，本研究发现，国内外学者虽对此三者间的关系进行了广泛探讨，但至今尚未达成统一认识。多元化溢价、折价及折中等理论从不同角度阐释了多元化战略与企业绩效的关联，而企业多样化发展对资本结构的影响亦呈现多样化的观点，包括因果关联、正负相关及非线性关系等。同样，关于资本结构与企业绩效的关系，学术界也存在正相关、负相关及非线性相关等多种看法。

研究者观点的不一致可能源于研究对象的产业差异或对重要影响因素的忽视。因此，为更精确地剖析资本结构与企业绩效的关系及其影响因素，本研究强调需充分考虑企业所属行业的特性，进行结构化分析，并采用恰当的研究方法和技术进行实证检验。此举旨在全面、深入地揭示资本结构与企业绩效的内在联系，为企业制定科学合理的资本结构与经营策略提供理论依据和实践指导。

综上所述，企业的多元化程度与其投融资活动紧密相连，进而对企业绩效产生重要影响。在探讨多元化经营与企业绩效的关系时，应特别关注资本结构这一关键因素，并致力于在企业实施多元化战略的过程中，开展科学、合理的投融资活动，以期提升企业绩效。这一研究视角对于深入理解企业多元化战略、资本结构与绩效之间的复杂关系，以及指导企业实践具有重要意义。

3. 理论分析与假设提出

3.1. 多元化程度对企业绩效的影响

众多学者指出，相较于实施专业化战略的企业，采纳多元化战略的企业往往展现出多元化溢价的特性，这一现象主要归因于以下两大机制：

首先是资源共享机制。在多元化经营的框架下，企业能够充分利用其已构建的销售渠道，依托现有

客户群体实施交叉销售策略。同时，通过优化技术、人力资源及生产要素的配置，适度的多元化战略可高效利用企业的冗余资源，提升资源使用效率，并在企业内部催生一个资本市场，进而有效降低经营成本。

其次是风险平滑机制。多元化经营通过分散企业的非系统风险，能在一定程度上减轻这类风险对企业经营业绩的负面冲击，有助于维护和增加企业收益。在多元化进程中，企业所累积的管理、销售、市场等资源，以及其自身实力的增强，将为企业扩大运营规模并获取优异业绩提供坚实的支撑。

H1a：多元化经营与企业绩效呈正相关关系。

部分学者提出了多元化折价的观点，其主要论据可归纳为以下几点：

第一，多元化经营伴随着显著的人力与财力投入。企业规模扩张后，由于原有业务与新业务在市场地位、规模及盈利能力上的差异，资源分配的合理性可能受到挑战，进而降低企业资本的利用效率。此情况下，原有资源存量可能难以满足新产业持续经营的需求，导致资源错配和效率损失。

第二，鉴于我国多数企业目前面临的竞争优势不明显及内部资源管理能力不足的问题，多元化经营往往导致企业内部组织架构复杂化，如增设多个部门和下属公司。这种复杂性不仅增加了管理难度，还可能导致整体运营效率下降和管理成本上升。同时，内部沟通不畅和信息失真等问题也可能随之浮现。

第三，根据代理成本理论，多元化经营可能加剧管理者的机会主义行为。一方面，管理者可能倾向于将资源集中于某些高收益项目，而忽视了其他低收益项目的利益，甚至导致这些项目停滞不前。另一方面，经营者可能利用多元化经营所赋予的较大权力进行寻租活动。当经营者利益与投资者利益发生冲突时，他们可能会无节制地将企业资源用于满足个人需求，从而损害公司绩效。基于以上分析，本文提出如下假设：

H1b：多元化经营与企业绩效呈负相关关系。

3.2. 资本结构对多元化战略与企业绩效关系的中介作用

现代企业面临激烈竞争，多元化战略日益普及，而资本结构作为企业财务管理的重要组成部分，与企业的投资、融资、静态财务、动态财务等方面密切相关。关于多元化与资本结构的关系，研究指出：内部资本市场理论认为多元化能确保资金来源互补，稳定资金流，增强负债能力；风险分散理论则表明多元化可降低经营风险，提高负债融资能力。

资本结构与企业绩效的相关文献显示，资本结构影响企业绩效的机理主要建立在以下几个方面：第一，按照权衡理论，公司的资本结构是对负债的收益和成本进行权衡的结果，公司需要达到一个平衡的杠杆率，负债太多或太少都不利于公司业绩的提升。第二，债务融资过程中存在破产成本，随着公司负债率的提高，金融危机发生的可能性会相应增加，这同样可能会降低公司的市场价值，改变债权人的投资预期，导致发行公司债券的成本增加。近年来的宏观经济走势在很大程度上导致了我国上市企业负债率的普遍提升。对上市公司来说，负债率的上升在产生积极杠杆效应的同时，也加重了企业的财务负担。

资本结构、多元化战略与企业绩效之间存在着深刻的内在联系，其中资本结构扮演着中介变量的关键角色。具体而言，多元化战略的采纳往往伴随着公司资本结构的相应调整，而这一结构调整进一步对企业的绩效产生显著影响。资本结构作为企业实施多元化发展战略的核心决定要素，其通过多重路径——包括资源配置的优化、战略实施的有效性以及组织结构的适应性调整——来塑造企业的竞争优势，并最终作用于企业绩效。

资本结构能够影响企业资源的分配方式，促进或制约多元化战略的有效执行，从而影响企业在市场中的竞争地位。此外，通过调整资本结构，企业可以优化其内部资源配置，加速多元化策略的实施进程，提高战略响应速度。同时，资本结构的变化还可能引发组织结构的调整，以适应新的战略导向，进而促

进企业绩效的提升。基于以上分析，本文提出如下假设：

H2：资本结构对多元化战略与企业绩效关系起到中介作用。

4. 实证研究设计

4.1. 样本选择和数据来源

本文选取了沪深证券交易所 A 股制造业企业作为研究对象，选择的截取年限为 2017 年~2021 年。样本数据来源于国泰安数据库、Wind 金融数据库和财经网站等，并通过 Excel 软件对收集的数据进行了整理和分析。为达到研究目的，我们进行了以下处理：(1) 剔除在 2017 年至 2021 年期间出现 ST、*ST 的企业；(2) 剔除存续时间不足 5 年的企业；(3) 剔除相关指标数据不完整的企业，最终样本为 1969 家中国制造业 A 股上市公司。

4.2. 变量选择及设置

4.2.1. 解释变量

多元化程度。衡量多元化程度的指标主要有赫芬达尔指数的变形指标和熵值指标，出于数据的可得性，最终决定采用赫芬达尔指数(HHI)。对于 HHI 指数，依据公式 $HHI = 1 - \sum P_i^2$ 计算得到，其中 P_i 为企业第 i 个行业的营业收入占总收入的比值，HHI 数值在 0~1 之间，数值越大，则该企业的多元化程度越高。

4.2.2. 被解释变量

企业绩效。本文采用资产收益率(ROA)作为衡量企业绩效的指标，相比于其他绩效指标，ROA 有着广泛的应用和普遍的认可度，被广泛用于企业绩效评估和业绩对比分析。

4.2.3. 中介变量

资本结构。考虑到数据的可获取性以及精确性，本文采用总负债杠杆(TDR)和长期负债杠杆(LTDR)来分析公司资本结构。

4.2.4. 控制变量

根据前人的研究，本研究选择公司规模、总资产周转率和自由现金流这三个变量作为控制因素，具体计算方式如下面表 1 所示。

Table 1. Definition of variables

表 1. 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量描述
被解释变量	ROA	资产收益率	$ROA = \text{净利润}/\text{期初和期末总资产均值}$
解释变量	HHI	多元化程度	$1 - \sum P_i^2$ (其中 P_i 为企业第 i 个行业的营业收入占总收入的比值)
中介变量	TDR	总负债杠杆	$TDR = \text{总负债}/\text{总资产}$
	LTDR	长期负债杠杆	$LTDR = \text{非流动负债}/\text{总资产}$
控制变量	SIZE	公司规模	$SIZE = \ln(\text{资产总额})$
	TTC	总资产周转率	$TTC = \text{销售收入}/\text{总资产}$
	CASH	自由现金流量	$CASH = (\text{息前税后利润} + \text{折旧与摊销} - \text{营运资本增加} - \text{资本支出})/\text{总资产}$
	Year	年度	

4.3. 模型设定

为了验证假设 1，本文构建如下回归模型：

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 HHI + \alpha_2 Control + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证假设 2，本文设立以下模型：

$$TDR/LTDR = \beta_0 + \beta_1 HHI + \beta_2 Control + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 TDR/LTDR + \gamma_2 Control + \varepsilon \quad (3)$$

$$ROA = \theta_0 + \theta_1 HHI + \theta_2 TDR/LTDR + \theta_3 Control + \varepsilon \quad (4)$$

其中 ε 为残差项，Control 为控制变量的集合。

5. 实证结果分析

5.1. 描述性统计

为了直观的了解数据和研究对象的特征，本文用 Stata16.0 对被解释变量、解释变量、中介变量以及控制变量进行了描述性统计，统计结果包括平均值、标准差、最小值与最大值。其结果如表 2 所示。

Table 2. Descriptive statistical results

表 2. 描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
ROA	9845	0.046	0.076	-0.743	0.88
HHI	9845	0.517	0.211	0.001	0.999
TDR	9845	0.393	0.181	0.008	0.993
LTDR	9845	0.048	0.068	0	0.812
TTC	9845	0.671	0.388	0.006	7.788
SIZE	9845	22.16	1.204	17.95	27.55
CASH	9845	-0.001	0.117	-1.137	2.776

根据表 2 的统计结果，可以发现，样本制造业企业的绩效(ROA)均值是 0.046，标准差是 0.076，可以看出样本企业之间的绩效水平有着显著差距，而且总体表现普遍较低，这也表明了当前我国制造业企业面临着发展的挑战和压力。另外，多元化程度(HHI)平均为 0.517，标准差是 0.211，最大值是 0.999，最小值是 0.001。数据显示，在沪深两市的制造业上市公司中，多样化发展战略相对普遍，但不同企业之间的多样化水平存在很大的差异，且仍然有些企业采取了专业化战略。样本企业的总负债杠杆(TDR)最大值为 0.993，最小值为 0.008，呈现出明显的差异性。总负债杠杆(TDR)的均值为 0.393，标准差为 0.181，说明样本制造业企业的总负债杠杆整体水平较低；长期负债杠杆的均值为 0.048，说明制造业企业的长期负债相对较低。

5.2. 相关性分析

模型中各变量的 Pearson 相关系数如表 3。所示经计算大部分变量的 VIF 值均小于 2 且其平均值为 1.25，所以不存在多重共线性。

Table 3. Results of correlation analysis**表 3. 相关性分析结果**

	ROA	HHI	TDR	LTDR	TTC	SIZE	CASH
ROA	1						
HHI	-0.091***	1					
TDR	-0.336***	0.061***	1				
LTDR	-0.156***	0.042***	0.495***	1			
TTC	0.225***	-0.027***	0.168***	-0.055***	1		
SIZE	0.036***	0.030***	0.471***	0.361***	0.136***	1	
CASH	0.209***	0.022**	0.036***	-0.111***	0.025**	0.099***	1

注: *** p < 0.01, ** p < 0.05。

首先, 多元化程度(HHI)和企业绩效(ROA)之间呈负相关, 回归系数为-0.091, 且相关性显著在 0.01 置信水平上。这一结果证实了前文的 H1b 假设, 也表明采用多元化经营战略可能会对企业绩效产生负面影响。

其次, 多元化程度(HHI)与总负债杠杆(TDR)和长期负债杠杆(LTDR)之间呈显著正相关, 相关系数分别为 0.061 和 0.042, 且相关性均显著在 1% 水平上。这表明采取多元化经营战略的企业, 其债务水平可能相应较高。此外, 企业的总负债杠杆(TDR)和长期负债杠杆(LTDR)与企业绩效(ROA)之间呈显著负相关, 相关系数分别为-0.336 和-0.156, 且相关性均在 1% 水平上显著。这说明企业债务水平越高, 其绩效可能越低。

最后, 表 3 也显示总资产周转率(TTC)、企业规模(SIZE)和自由现金流量(CASH)与企业绩效(ROA)呈显著正相关, 相关系数分别为 0.225、0.036 和 0.209, 且相关性均在 1% 水平上显著。这表明在制造业企业中, 提高总资产周转率、扩大规模和增加自由现金流量都可以促进企业的绩效提升。

5.3. 回归分析

5.3.1. 多元化战略对企业绩效的实证检验

Table 4. Results of regression analysis of diversification strategy on enterprise performance**表 4. 多元化战略对企业绩效回归分析结果**

变量	ROA
HHI	-0.034*** (-3.958)
TTC	0.107*** (5.548)
SIZE	0.027*** (5.457)
CASH	0.117*** (6.548)
Year	控制
_cons	-0.579*** (-5.315)
样本数	9845
R ²	0.166

t-statistics in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

为了进一步验证多元化程度与企业绩效的关系，本文使用了 Stata16.0 对模型一进行了回归分析，结果如表 4 所示。

表 4 结果表明，多元化程度(HHI)的回归系数为-0.034，显著性水平为 1%。这表明在样本企业中，企业的多元化程度对企业绩效具有显著的负面影响。这一结果验证了我们的 H1b 假设，并拒绝了 H1a 假设。

5.3.2. 中介效应实证检验

为了进一步验证资本结构在多元化战略对企业绩效影响的中介作用，本文对模型 2 模型 3 和模型 4 进行了回归分析，其结果如表 5 所示。

Table 5. Regression results of intermediary effects

表 5. 中介效应回归结果

变量	模型2		模型3		模型4	
	TDR	LTDR	ROA	ROA	ROA	ROA
HHI	0.028*** (3.496)	0.008* (1.667)			-0.026*** (-4.372)	-0.033*** (-5.256)
TDR			-0.294*** (-35.542)		-0.292*** (-35.383)	
LTDR				-0.091*** (-6.179)		-0.089*** (-6.090)
TTC	-0.002 (-0.343)	-0.036*** (-12.369)	0.107*** (30.198)	0.105*** (27.140)	0.107*** (30.073)	0.104*** (27.015)
SIZE	0.091*** (29.073)	0.051*** (26.850)	0.053*** (21.844)	0.031*** (11.824)	0.053*** (22.040)	0.031*** (12.098)
CASH	0.047*** (7.064)	-0.073*** (-17.967)	0.131*** (26.517)	0.110*** (20.436)	0.131*** (26.607)	0.111*** (20.575)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.654*** (-23.945)	-1.065*** (-25.447)	-1.065*** (-20.296)	-0.676*** (-11.933)	-1.063*** (-20.266)	-0.674*** (-11.917)
样本数	9845	9845	9845	9845	9845	9845
R ²	0.168	0.162	0.279	0.167	0.280	0.170

t-statistics in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

模型 2 结果表明，多元化程度(HHI)与总负债杠杆(TDR)和长期负债杠杆(LTDR)的回归系数分别为 0.028 和 0.008，且在 1% 和 10% 的显著性水平上显著，说明企业的多元化程度与资本结构呈正相关关系。模型 3 中，总负债杠杆(TDR)与企业绩效(ROA)的回归系数为-0.294，长期负债杠杆(LTDR)与企业绩效(ROA)的回归系数为-0.091，两者都在 1% 的水平上显著，说明样本企业的资本结构与企业绩效之间存在显著的负相关关系。模型 4 中，多元化程度(HHI)的回归系数分别为-0.026 和 -0.033，且在 1% 的水平上显著，说明企业多元化经营对企业绩效呈显著的负相关关系。中介变量总负债杠杆(TDR)和长期负债杠杆(LTDR)的回归系数为-0.292 和 -0.089，都在 1% 的水平上显著，说明企业资本结构对企业绩效呈显著的负相关关系。在引入资本结构后，多元化程度(HHI)的回归系数有所减少，说明资本结构在企业多元化战略对企业绩效的影响中起到部分中介作用，H2 得到验证。

5.4. 稳健性检验

为了保证本文结论的可靠性，采用以下方法对模型的稳健性进行了检验：用每股收益(EPS)代替资产

收益率(ROA)作为公司业绩的衡量标准，对模型的稳健性进行了检验。

如表6和表7所示，经过重复检验，四个模型的回归系数在符号和意义上都没有发生实质性变化，假设H1b和H2仍然成立，说明回归结果相对稳健，排除了单样本估计的随机性，证明了中介效应的存在。

Table 6. Results of regression analysis of diversification strategy on firm performance

表6. 多元化战略对企业绩效回归分析结果

变量	EPS
HHI	-0.391*** (-6.056)
TTC	0.846*** (21.618)
SIZE	0.480*** (18.944)
CASH	0.630*** (11.670)
Year	控制
_cons	-10.418*** (-18.690)
样本数	9845
R ²	0.116

t-statistics in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

Table 7. Results of mediation effect analysis

表7. 中介效应分析结果

变量	模型2		模型3		模型4	
	TDR	LTDR	EPS	EPS	EPS	EPS
HHI	0.028*** (3.496)	0.008* (1.667)			-0.326*** (-5.271)	-0.383*** (-5.949)
TDR			-2.331*** (-26.709)		-2.313*** (-26.526)	
LTDR				-0.983*** (-6.553)		-0.967*** (-6.454)
TTC	-0.002 (-0.343)	-0.036*** (-12.369)	0.849*** (22.607)	0.818*** (20.718)	0.842*** (22.460)	0.811*** (20.575)
SIZE	0.091*** (29.073)	0.051*** (26.850)	0.686*** (26.798)	0.522*** (19.725)	0.692*** (27.050)	0.530*** (20.048)
CASH	0.047*** (7.064)	-0.073*** (-17.967)	0.735*** (14.150)	0.553*** (10.043)	0.739*** (14.247)	0.560*** (10.186)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.654*** (-23.945)	-1.065*** (-25.447)	-14.278*** (-25.767)	-11.471*** (-19.789)	-14.243*** (-25.746)	-11.448*** (-19.792)
样本数	9845	9845	9845	9845	9845	9845
R ²	0.168	0.162	0.185	0.116	0.188	0.120

t-statistics in parentheses, *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

6. 总结与建议

本文通过对 2017~2021 年间 1969 家沪深两市制造业上市公司数据进行实证分析，探讨了多元化战略对企业绩效的影响。研究结果表明：第一，企业在实施多元化经营时，其多元化程度与企业绩效之间存在显著的负相关关系。第二，资本结构在多元化战略对企业绩效的影响中起到部分中介作用。企业通过优化资本结构，可以有效提升多元化经营下的企业绩效。

在边际贡献方面，本文引入资本结构作为多元化战略与企业绩效关系的中介变量，为理解三者之间的复杂关系提供了新的视角。同时，本文基于大量制造业上市公司的面板数据进行了实证分析并验证了研究假设，为制造业企业多元化战略的实施提供了有力的实证支持。

本文也存在一定的局限性：第一，本文的研究范围仅限于制造业企业，未来研究可以拓展至其他行业，以验证结论的普适性。第二，虽然赫芬达尔指数(HHI)是衡量多元化程度的常用指标，但仍存在一定的局限性，未来研究可以探索更加全面、准确的衡量方法。此外，本文未对分类的所有权特征进行控制，未来研究可以考虑纳入更多公司层面的变量，以提高数据分析的准确性和深度。

未来研究可以进一步探讨在不同的市场环境下三者关系的动态变化，以及如何通过优化资本结构和内部管理来提升企业的多元化经营效果。同时，也可以关注新兴行业和技术变革对企业多元化战略的影响，从而为企业制定更加科学合理战略提供理论支持和实践指导。

参考文献

- [1] 魏伟. ZR 公司相关多元化研究[D]: [硕士学位论文]. 西安: 西北大学, 2021.
- [2] 马云飞. 企业多元化战略下财务风险分析——以维维股份为例[J]. 商场现代化, 2022(1): 169-171.
- [3] 付艳飞, 孙亚范. 漳州片仔癀药业多元化战略实施效果与优化策略[J]. 经营与管理, 2022(4): 61-66.
- [4] 徐志伟, 张慧. 苏宁多元化经营失败案例分析[J]. 财务管理研究, 2022(4): 26-31.
- [5] 刘诗谨. 我国食品行业多元化经营战略对企业绩效的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 南昌大学, 2020.
- [6] 朱清香, 苏媛, 沈明慧. 产业政策、技术创新与企业绩效: 文献综述与展望[J]. 贵州省党校学报, 2021(2): 121-128.
- [7] 王敬辉. 美的集团多元化经营与企业绩效关系研究[D]: [硕士学位论文]. 成都: 西南交通大学, 2021.
- [8] Gomes, J. and Livdan, D. (2004) Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, **59**, 507-535. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00641.x>
- [9] 肖建华, 邵婧婷, 王若凡. 科研组织衍生企业多元化战略有利于其绩效吗?——来自我国上市公司的证据[J]. 科技管理研究, 2020, 40(20): 117-122.
- [10] 严雨凡. 多元化战略——小米和它的生态链[J]. 中国集体经济, 2021(29): 83-84.
- [11] 刘瑀喆. 多元化程度、竞争优势与企业绩效关系研究[D]: [硕士学位论文]. 苏州: 苏州大学, 2020.
- [12] 欧阳艳艳, 关红玲, 施养劲. 行业多元化、国际化与企业业绩——基于 2010-2017 年中国上市公司的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2020, 42(3): 76-86.
- [13] 王佳悦, 刘畅. 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[J]. 湖南农业大学学报(社会科学版), 2021, 22(5): 61-68.
- [14] Gande, A., Schenzler, C. and Senbet, L.W. (2009) Valuation Effects of Global Diversification. *Journal of International Business Studies*, **40**, 1515-1532. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.59>
- [15] 王晨. 多元化战略、互补资产与流通业上市公司经营绩效关系实证研究[J]. 商业经济研究, 2020(21): 30-33.
- [16] 田宇, 马雁. 零售企业多元化布局对经营绩效的影响——基于风险与收益的视角[J]. 商业经济研究, 2021(4): 115-118.
- [17] 于莉. 区域经济视角下多元化经营对流通企业经营绩效的影响[J]. 商业经济研究, 2022(4): 37-40.
- [18] 邓可斌, 丁重. 多元化战略与资本结构之间关系探析[J]. 管理学报, 2010, 7(7): 1075-1084.
- [19] 章细贞. 公司多元化战略对资本结构影响的研究——基于面板数据的实证分析[J]. 财经理论与实践, 2009, 30(6): 61-67.

- [20] 张文闻. 多元化战略对资本结构的影响——基于上市公司的实证研究[J]. 财会通讯, 2013(3): 62-64.
- [21] 张小艳, 王舒. 多元化战略对公司资本结构的影响[J]. 西部金融, 2015(7): 10-15.
- [22] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002(3): 39-48.
- [23] 郭艳芳, 吴李欣, 王艺霓. 多元化战略、资本结构与企业价值内在关系实证研究[J]. 市场研究, 2020(3): 21-24.
- [24] 廖静静. 资本结构与企业绩效关系的实证研究——以上市新能源企业为例[J]. 市场周刊, 2022, 35(7): 6-10.
- [25] Islam, Z.U. and Iqbal, M.M. (2022) The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: New Evidence from Pakistan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, **2**, 81-92.
- [26] Sakr, A. and Bedeir, A. (2019) Impact of Capital Structure on Firm's Performance: Focusing on Non-Financial Listed Egyptian Firms. *International Journal of Financial Research*, **10**, 78-87. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n6p78>
- [27] Ankamah-Yeboah, I., Nielsen, R. and Llorente, I. (2021) Capital Structure and Firm Performance: Agency Theory Application to Mediterranean Aquaculture Firms. *Aquaculture Economics & Management*, **25**, 367-387. <https://doi.org/10.1080/13657305.2021.1976884>