

# 上市公司多元化经营、盈余管理与业绩背离

张俊生<sup>1</sup>, 曾亚敏<sup>2</sup>

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 南开大学 商学院, 天津 300072)

**[摘要]** 利用2000年—2008年企业面板数据, 分析中国多元化经营的上市公司会出现会计业绩与市场业绩相背离的现象, 即市场业绩折价而会计业绩溢价。这种业绩背离的现象可能是上市公司盈余管理的结果。

**[关键词]** 多元化经营; 盈余管理; 市场业绩; 会计业绩; 业绩背离

**[中图分类号]** F235.99 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2010)04-0058-07

## 一、问题的提出

上市公司作为20世纪90年代在新中国兴起的一种组织形式, 由于可以通过证券市场募集大量的资金, 其资金使用途径和效率备受关注。多元化经营作为企业投资行为的一种重要体现, 相应地受到学者的垂青。多元化研究的一个基础性问题就是多元化经营对企业绩效的影响。但是, 在迄今针对中国市场的研究中, 结论相当不一致, 认为多元化程度与企业业绩负相关有之<sup>[1]</sup>, 与业绩正相关有之<sup>[2]</sup>, 与业绩无关亦有之<sup>[3-5]</sup>。造成经验研究结果莫衷一是的原因可能有二: 第一, 样本选择不一致; 第二, 上述这些研究大多使用的是净资产收益率、总资产收益率之类的会计指标。会计指标的方法具有简便易于计算的优点, 但会计指标容易受到操纵, 在对不同程度多元化经营企业盈余管理的程度是否不同未做分析的情况下, 仅仅研究多元化与公司会计业绩之间的关系应该说不十分谨慎。

为此, 本文在研究方法上进行如下改进: 首先, 在业绩度量上, 综合考虑会计业绩与市场业绩, 并进

行对比; 其次, 在业绩比较上采用时点横向比较与时段纵向比较相结合的分析法。这是因为, 多元化作为一种经营战略, 就其静态而言, 是指一种企业经营业务分布于多个产业的状态; 从动态来看, 多元化则是指一种进入新的产业的行为。因此, 只有静态和动态综合研究才能准确反映多元化的价值效应。

我们的研究结果发现, 多元化经营会导致中国上市公司会计业绩和市场业绩之间出现背离的现象: 市场业绩折价而会计业绩溢价。从时点横向比较来看, 多元化对企业的市场业绩产生负向影响, 而对会计业绩影响整体不显著; 从时段纵向比较来看, 当企业由专业化经营转为多元化经营或者多元化程度增强之时, 企业的会计业绩显著提高而市场业绩却显著降低。在价值效应的基础上, 本文进一步分析表明, 造成多元化经营引起的会计业绩与市场业绩相背离的现象的主要原因可能是企业盈余管理的结果。

本文的创新或研究贡献在于: 第一, 我们在业绩度量上综合使用会计业绩与市场业绩来研究中国上市公司的多元化经营行为, 而且采用了时点横向比

**[收稿日期]** 2010-01-11

**[基金项目]** 国家自然科学基金青年项目(70802066); 教育部人文社科基金青年项目(07JC630008); 中央财经大学“121青年博士发展基金”(QBG0708)

**[作者简介]** 张俊生(1975—), 男, 河北秦皇岛人, 中央财经大学会计学院副教授, 从事公司财务研究; 曾亚敏(1979—), 女, 湖南常德人, 南开大学商学院副教授, 从事实证会计研究。

较与时段纵向比较相结合的分析法;第二,本文发现了中国上市公司存在多元化经营后会计业绩与市场业绩之间出现背离的现象,并以代理理论为基础提出了盈余管理假说且进行了验证。本文的研究发现与基于盈余管理的解释都对现有文献具有边际贡献。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分是本文的价值效应研究,在这部分将介绍对多元化与绩效的度量方法、价值效应模型的构建以及结果的分析;第三部分是对第二部分发现的多元化经营价值背离现象的盈余管理视角解释研究;最后是本文的结论。

## 二、多元化经营价值效应研究

### (一) 研究设计与变量度量

从方法上看,分析多元化的价值效应主要有两种方法:第一,横向比较多元化经营企业与集中化经营企业的价值<sup>[6-8]</sup>;第二,纵向比较多元化程度增加、降低与不变企业的价值变化<sup>[9]</sup>。本文使用面板数据,通过加入或不加入企业固定效应,达到横向比较和纵向比较的综合效果。在不加入企业固定效应的情况下,面板数据中的所有横截面数据与时间序列数据都被当成独立的个体,所有  $x$  与  $y$  的关系由一条直线表示。此时  $x$  的变化是由横截面意义上个体的变化引起的,由此导致的  $y$  的变化称为  $x$  的横向效应。加入企业固定效应之后,每个个体的  $x$  与  $y$  都有一条直线,各直线的斜率相同,但截距不同。此时  $x$  的变化不再是个体的变化,而是某个个体的  $x$  在时间序列上的变化,由此导致的  $y$  的变化称为  $x$  的纵向效应。

本文对多元化价值效应的分析分两步进行:首先,分析企业的多元化决策与价值之间的关系,即企业选择多元化经营或者选择专业化经营对会计业绩与市场业绩的影响;接着,研究企业的多元化程度高低对会计业绩和市场业绩的影响。在分析多元化决策对业绩影响的时候采用如下计量模型:

$$\text{Acc} - P_i = a_i + a_1 \times \text{DUM}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\text{Mar} - P_i = a_i + a_1 \times \text{DUM}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中  $\text{Acc} - P_i$  表示企业  $i$  的会计经营业绩,为了避免财务杠杆的影响,本文选择总资产收益率 ROA 度量上市公司的会计收益; $\text{Mar} - P_i$  表示企业  $i$  的市场业绩,市场收益指标使用年度累计非正常收益率

AR,计算方法为:

$$\text{CAR} = \sum_{t=1}^N \text{AR}_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{AR}_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \quad (4)$$

其中  $R_{i,t}$  为公司股票在  $t$  日的收益率; $R_{M,t}$  为市场指数在  $t$  日的收益率。

$\text{DUM}_i$  是个哑变量,当企业  $i$  未多元化经营时  $\text{DUM} = 0$ , 否则  $\text{DUM} = 1$ ; 本文依据中国证券监督管理委员会信息中心编著《上市公司行业分类指引》的分类结构与代码,对每家上市公司的主营业务分配一个或多个 3 位 SIC 代码(即《指引》的大类层次),每个 3 位 SIC 代码构成一个业务分部。然后,按照财政部于 2001 年 11 月颁发的《企业会计准则——分部报告》(征求意见稿)的思想,将销售收入(或利润)占公司主营业务收入(或利润)总额 10% 以上的业务分部列入应报告分部,应报告分部的个数就是本文定义的各上市公司经营的行业个数。如果公司主营业务涉及的行业个数等于 1,多元化哑变量取 0,表示企业选择专业化经营决策;若行业个数大于 1,则哑变量取 1,表示企业选择多元化经营决策。

现有文献表明,企业的规模和年龄影响着多元化的价值效应<sup>[10-11]</sup>,因此本文在分析中加入了企业规模与年龄作为控制变量。 $\text{SIZE}_i$  表示企业  $i$  的规模,用企业总资产的自然对数计算而得; $\text{AGE}_i$  表示企业  $i$  的年限,企业年龄是企业自成立之初到本文分析当年的年份数。在处理数据时是用 Eviews 加入固定效应完成获得。

在分析多元化程度对企业绩效影响的时候,对多元化的度量使用主营业务涉及的行业数以及熵指数两个指标来表示,相应的有如下四个模型:

$$\text{Acc} - P_i = a_i + a_1 \times \text{IND}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$\text{Mar} - P_i = a_i + a_1 \times \text{IND}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$\text{Acc} - P_i = a_i + a_1 \times \text{ENT}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$\text{Mar} - P_i = a_i + a_1 \times \text{ENT}_i + a_2 \times \text{SIZE}_i + a_3 \times \text{AGE}_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

其中  $\text{Acc} - P_i$ ,  $\text{SIZE}_i$  和  $\text{AGE}_i$  的含义同上。 $\text{IND}_i$  表示的是企业  $i$  主营业务涉及的行业个数, $\text{ENT}_i$  表示熵指数,熵指数的计算方法如下:

$$\text{ENT} = \sum_{j=1}^N P_j \ln(1/P_j) \quad (9)$$

其中  $P_j$  指第  $j$  个分部占销售收入的比例; $\text{ENT}$  反映了多元化的两个方面:企业经营的分布数和每

个分部在总销售收入中的相对比重。熵指数越高,表明企业的多元化经营程度越高;反之,如果企业是专业化经营(行业个数为1),则熵指数为零。

### (二) 样本选取与数据来源

本文选择2000年之前在上海证券交易所上市的公司作为样本,分析其从2001年—2008年的多元化经营与企业价值之间的关系。选取该时段的原因是因为,进行企业多元化经营的经验研究需要获取上市公司分行业数据,而直至2000年证监会才确定了《上市公司行业分类指引》(以下简称《指引》),我国上市公司的分部报告随之从2000年才逐步规范起来。2000年之前在沪市上市的公司共有471家,剔除上述金融行业、无主营业务数据、无法判断行业与无3年连续数据共计23家上市公司之后,最终样本为448家,8年的样本观测值为3584个。本文的数据来自两个部分:公司经营的会计业绩和市场业绩以及控制变量都来自国泰安公司的CSMAR数据。多元化数据是笔者通过对上市公司年报的下载整理、手工收集获得的。

### (三) 多元化决策与业绩

本文使用多元化哑变量考察了多元化决策对企业价值的影响。本部分的分析包括四个回归模型:前两个回归模型的因变量为会计业绩ROA,后两个的因变量为市场业绩AR;第一个和第三个模型加入一般常数项,无企业固定效应,着重考察多元化经营的时点横向效应;第二个和第四个模型加入企业固定效应,着重考察多元化经营的时段纵向效应。

表1 多元化决策与业绩

	Acc - P		Mar - P	
常数项	-0.242*** (-18.226)	-	-0.239*** (-4.099)	-
DUM	-0.001 (-0.674)	0.013*** (8.041)	-0.028*** (-5.495)	-0.020*** (-8.973)
SIZE	0.013*** (21.536)	0.040*** (13.873)	0.015*** (5.329)	0.105*** (33.282)
AGE	-0.002*** (-15.663)	-0.011*** (-26.182)	-0.005*** (-6.442)	-0.067*** (-107.889)
固定效应	-	加入	-	加入
调整R2	0.040	0.341	0.018	0.113

注:括号内为t值;\*\*\*表示在1%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*表示在10%水平显著

首先看一下多元化决策对企业会计业绩的影

响。当加入一般常数项时,多元化哑变量对ROA的系数不显著为负,这说明多元化决策的时点横向效应不明显,即从某一时点来看,多元化经营企业与专业化经营企业的会计业绩没有显著差异。但加入企业固定效应之后,多元化哑变量对ROA的系数显著为正,这说明我国上市公司多元化经营的时段纵向效应为正,即就某一企业而言,随着它由专业化经营转为多元化经营,其会计业绩上升。

当因变量为市场业绩时,多元化决策的时点横向效应和时段纵向效应都显著为负,即就某一时点来看,多元化企业的市场业绩显著低于专业化企业;且就某一企业来看,当企业从专业化经营转为多元化经营时企业的市场业绩也显著下降。从上述四个模型的回归结果来看,我国企业的多元化经营显著降低了市场价值,同时从时点横向上降低了企业的会计价值,但从时段纵向来看,多元化经营却提高了原来专业化经营企业的会计价值。另外,控制变量中,规模的系数显著为正,而年龄的系数显著为负,这说明我国上市公司的价值具有明显的规模效应,且越是初成立的公司其价值越高。

### (四) 多元化程度与业绩

接下来,本文考察了企业多元化经营程度对价值的影响。本文使用了行业个数和熵指数度量多元化经营程度,同时分析多元化经营程度与会计业绩和市场业绩之间的关系,以期得到更为稳健的结论。本文依序分析多元化经营程度与会计业绩以及多元化经营程度与市场业绩之间的关系。首先看多元化经营程度与会计业绩,表2(见下页)回归结果显示,当不加入企业固定效应时,企业的行业个数与ROA显著负相关,而熵指数的系数则不显著。当加入企业固定效应之后,行业个数或熵指数对会计业绩的系数都显著为正,这说明,就某一企业而言,其会计业绩随着多元化程度的提高而提高。

对多元化经营程度与企业市场价值的分析亦有四个回归模型,模型的变量及回归结果见表2(见下页)。和会计业绩一样,不管使用行业个数或是熵指数,多元化经营程度对市场业绩的时点横向效应都显著为负,即从横截面来看,多元化程度较高企业的市场业绩显著低于多元化程度较低的企业。不过,虽然多元化经营程度对会计业绩的时段纵向效应为正,但加入企业固定效应后,熵指数对市场价值的系数显著为负,这表明多元化经营程度对市场业绩的时点横向效应与时段纵向效应都为负。

表2 多元化程度与企业绩效

	Acc - P				Mar - P			
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
常数项	-0.245*** (-18.890)	-	-0.246*** (-18.638)	-	-0.246*** (-4.737)	-	-0.288*** (-5.578)	-
IND	-0.003*** (-7.968)	0.001* (1.808)	-	-	-0.018*** (-9.417)	0.002 (0.546)	-	-
ENT	-	-	0.001 (0.511)	0.024*** (12.096)	-	-	-0.048*** (-9.618)	-0.076*** (-12.676)
SIZE	0.013*** (22.263)	0.040*** (13.569)	0.013*** (21.965)	0.039*** (13.358)	0.016*** (6.284)	0.098*** (29.623)	0.017*** (6.731)	0.103*** (38.542)
AGE	-0.002*** (-14.319)	-0.010*** (-23.029)	-0.002*** (-15.979)	-0.011*** (-21.777)	-0.005*** (-7.222)	-0.066*** (-252.360)	-0.004*** (-5.987)	-0.064*** (-202.484)
固定效应	-	加入	-	加入	-	加入	-	加入
调整 R <sup>2</sup>	0.042	0.337	0.040	0.341	0.020	0.113	0.022	0.117

注:括号内为t值;\*\*\*表示在1%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*表示在10%水平显著

### (五) 数据分析小结

本文对我国上市公司多元化经营的价值效应的研究发现:导致上市公司会计业绩和市场业绩之间出现背离的现象——市场业绩折价而会计业绩溢价。从时点横向比较来看:多元化企业的市场业绩与会计业绩均优于专业化企业;从时段纵向比较来看,当企业由专业化经营转为多元化经营或者多元化程度增强之时,企业的会计业绩显著提高而市场业绩却显著降低,如表3所示。我国上市公司多元化经营并没有完全降低企业价值,但多元化经营创造的价值只体现在会计业绩而不是市场业绩上。

表3 价值效应分析结果总结

	多元化决策		多元化程度	
	DUM	IND	ENT	
时点横向				
会计业绩	×	-	×	
市场业绩	-	-	-	
时段纵向				
会计业绩	+	+	+	
市场业绩	-	-	-	

注:×表示无显著影响,-表示负向影响,+表示正向影响

### 三、基于盈余管理假说的解释

通过以上的实证分析可以看出,我国上市公司的多元化经营会引发会计业绩与市场业绩背离的现象。出现这种现象的原因最直接的一种推测是:我国上市公司多元化经营并没有带来预期的效果,但

公司出于某种目的考虑人为地调高了会计收益,即出现盈余管理现象。本文认为,多元化企业进行盈余管理可能与企业选择多元化经营的动因有关。譬如,如果企业出于防御效应而选择多元化经营,那么在改变经营策略之后,企业管理者有动机调增收益向股东展示其经营策略的调整是有效的;如果管理者是出于自身私利选择多元化经营,管理者从多元化扩张中获得了诸多好处,如规模扩大带来的管理者薪酬提升、分散经营带来的人力资本风险降低、管理者职位更加稳固等,那么为了守住并掩饰这些利益,管理者更有动机通过盈余管理调高账面会计收益。

为此,本文在本小节研究多元化经营对会计收益的正时段纵向效应是否来自盈余管理。如果是盈余管理所致,则说明多元化经营并未为我国上市公司股东创造真正的价值,而只是会计上的障眼法;如果不是盈余管理所致,则说明多元化经营为我国上市公司真真实实地创造了价值,但因为信息不对称等各种原因,这种价值尚不被投资者认同。为此,本文有如下假设:多元化经营促使企业的管理者提高会计盈余数据的盈余管理。

接下来的部分将依次介绍本文对盈余管理的度量、盈余管理与企业多元化经营决策或多元化经营程度的关系。与前文一致,本文用多元化哑变量表示企业的多元化决策(即选择多元化经营还是专业化经营),用行业个数和熵指数表示企业多元化经营程度。

#### (一) 盈余管理的度量

本文选择了应计利润分离法来判断我国上市公

司的盈余管理程度。为了降低时间序列过少而带来的生存偏差问题,本文选择了修正截面的 Jones 模型来预测操纵性应计利润,并用其度量上市公司的盈余管理程度。计算步骤如下:

首先,分行业、年度进行方程的回归:

$$TA_{ip}/A_{ip-1} = \alpha_1(1/A_{ip-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{ip}/A_{ip-1}) + \alpha_3(PPE_{ip}/A_{ip-1}) + \varepsilon_{ip} \quad (10)$$

其中  $TA_{ip}$  为企业  $i$  在第  $p$  期的总应计利润,等于企业  $i$  第  $p$  期的净利润减去现金净流量; $\Delta REV_{ip}$  是第  $p$  期销售收入和第  $p-1$  期销售收入的差额; $\Delta PPE_{ip}$  是第  $p$  期期末总的厂房、设备等固定资产价值; $A_{ip-1}$  是第  $p-1$  期期末总资产; $p$  为分析期第  $t$  期的前一期。 $\Delta REV_{ip}$  和  $\Delta PPE_{ip}$  分别反映了企业经营活动的变化和折旧水平而引起的非操纵应计利润,剩余项  $\varepsilon_{ip}$  则为各公司总应计利润中的操纵性应计利润部分。

其次,使用分析期第  $t$  期的数据以及参数  $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$  的估计值  $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$  就可以算出第  $t$  期操纵性应计利润的预期值  $EDA_{it}$ :

$$EDA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - [a_1(1/A_{it-1}) + a_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1} + a_3(PPE_{it}/A_{it-1})] \quad (11)$$

式中变量的含义与上式相同,只是增加了第  $t$  期净应收款项和第  $t-1$  期净应收款项的差额  $\Delta REC_{it}$ 。之所以加入  $\Delta REC_{it}$ ,是为了控制公司对销售收入的操纵<sup>[12]</sup>。因为在销售收入增加额中,信用销售收入增加额的部分(即应收款项增加额)往往是盈余管理的结果。如果不将此项扣除,则会低估公司盈余管理程度。

为了考察企业多元化经营对会计收益的正时段纵向效应是否来自盈余管理,本文接着进行了以下两个步骤的分析:盈余管理与企业多元化经营之间的关系,盈余管理与会计收益之间的关系。为了与前文对企业多元化经营价值效应分析方法对应,本文仍使用面板数据,通过加入一般常数项和企业固定效应同时分析时点横向效应和时段纵向效应。

再次,盈余管理的计算。计算 EDA 需要两个步骤:第一,按照式(10)进行回归分析,获取参数的估计值  $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$ 。回归需要获取的数据包括:应计利润、固定资产、销售收入增长额与总资产。第二,采用分析期的数据按照式(8)计算预期操纵性应计利润。式(8)中需要的数据包括各公司的应计利润、销售收入增长额、应收账款增长额与固定资产这四个指标与上年总资产的比率。

## (二) 多元化经营决策与盈余管理

本文对企业价值与多元化决策的数据分析显

示,多元化哑变量对企业会计收益的时点横向效应不显著而时段纵向效应显著为正。相对应,本小节考察多元化哑变量对企业盈余管理的动态效应,以分析会计收益的正时段纵向效应是否来自盈余管理。为此,本文进行了两个模型回归:第一个模型加入一般常数项,考察多元化哑变量对盈余管理的时点横向影响;第二个模型加入企业固定效应,考察多元化哑变量对盈余管理的时段纵向影响,结果见表4。

表4 盈余管理与多元化经营决策

	[1]	[2]
常数项	-0.543*** (-12.112)	-
DUM	-0.002 (-0.533)	0.021*** (3.278)
SIZE	0.027*** (12.784)	0.070*** (8.349)
AGE	-0.003*** (-2.848)	-0.005*** (-3.952)
调整 R2	0.030	0.196

注:括号内为  $t$  值;\*\*\*表示在1%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*表示在10%水平显著

表中数据显示,当加入一般常数项时,多元化哑变量的系数不显著,即从横截面来看,多元化经营企业与专业化经营企业在盈余管理程度上没有显著差异,这与上文“多元化经营企业与专业化经营企业在会计收益 ROA 上没有显著差异”相吻合。加入企业固定效应之后,多元化哑变量的系数显著为正,即对某一企业而言,当其从专业化经营转为多元化经营之后,盈余管理程度增加,这与上文得到的“多元化决策对会计收益的时段纵向效应为正”的结论也惊人地相似。一个可能的原因是,专业化经营转为多元化经营之后企业盈余管理程度的增加导致了企业会计收益的增加,即多元化经营并没有真正改善企业业绩,表面上的“会计收益上升”其实是盈余管理的结果。

## (三) 多元化程度与盈余管理

企业多元化经营程度对盈余管理的影响,本文进行了四个模型的回归:模型1和模型2使用行业个数度量企业多元化经营程度,模型3和模型4则使用熵指数;模型1和模型3加入一般常数项,考察多元化经营程度对盈余管理的时点横向影响,模型2和模型4加入企业固定效应,考察多元化经营程度对盈余管理的时段纵向影响,结果见表5(见下页)。

表5 多元化经营程度与盈余管理

	[1]	[2]	[3]	[4]
常数项	-0.551*** (-12.526)		-0.552*** (-12.567)	
IND	0.001 (0.726)		0.004 (1.148)	
ENT		0.024*** (9.350)		0.076*** (17.951)
SIZE	0.027*** (13.172)	0.072*** (8.612)	0.027*** (13.228)	0.072*** (8.833)
AGE	-0.003*** (-6.181)	-0.007*** (-5.950)	-0.003*** (-6.358)	-0.007*** (-5.860)
固定效应		加入		加入
调整 R <sup>2</sup>	0.030	0.201	0.031	0.200

注:括号内为 *t* 值;\*\*\*表示在 1% 水平显著,\*\*表示在 5% 水平显著,\*表示在 10% 水平显著

表 5 数据显示,不管是使用行业个数还是熵指数,在加入一般常数项的情况下,多元化经营程度指标的系数都不显著,即多元化程度较低和多元化程度较高企业在盈余管理水平上没有显著差异。这说明上文发现的多元化程度对会计收益时段纵向效应显著为负的结论不受盈余管理的影响。而当加入企业固定效应之后,多元化经营程度指标的系数赫然为正,均在 1% 水平显著,这表明当企业多元化经营程度提高之后,企业的盈余管理程度也显著提高。这和上文得出的“多元化程度对会计收益的时段纵向效应显著为正”结论相吻合,再次表明极有可能是盈余管理导致了时段纵向会计收益表面上的提高。

#### (四) 盈余管理与会计收益

总的来说,上文有关盈余管理与企业多元化经营决策与多元化程度分析显示:多元化决策、多元化程度对会计收益的静时段纵向影响都与其对盈余管理的静时段纵向影响很相似。为了证实上文所发现企业市场业绩下降情况而会计收益却提高的现象来自盈余管理,本文进一步分析了盈余管理程度与会计收益的关系。分析同样包括两个模型:模型 1 加入一般常数项,考察盈余管理对会计收益的时点横向影响;模型 2 加入企业固定效应,考察盈余管理对会计收益的时段纵向影响,回归结果见表 6。

表 6 数据显示,不管是加入一般常数项还是加入企业固定效应,盈余管理程度 EDA 对会计收益的系数皆显著为正。这意味着,从横截面来看,盈余管理程度较高企业的会计收益明显高于盈余管理程度较低的企业;且就某一企业而言,随着其盈余管理水平的提高,会计收益也显著提高。至此,上文所发现

的“市场收益与会计收益不一致”现象便迎刃而解了。当企业由专业化经营转为多元化经营时,或当企业多元化经营程度提高时,企业的市场收益下降,但企业管理者通过盈余管理提高了账面收益。

表6 盈余管理与企业会计收益

	[1]	[2]
常数项	-0.200*** (-16.038)	
EDA	0.113*** (22.236)	0.099*** (26.093)
SIZE	0.011*** (19.413)	0.041*** (17.863)
AGE	-0.002*** (-18.312)	-0.010*** (-28.706)
调整 R <sup>2</sup>	0.138	0.366

注:括号内为 *t* 值;\*\*\*表示在 1% 水平显著,\*\*表示在 5% 水平显著,\*表示在 10% 水平显著

#### 四、结论

20 世纪 50 年代末以 Ansoff 和 Chandler 为代表的产业经济学者开始研究企业多元化行为。自此之后,多元化经营的价值效应一直受到经济学、管理学、金融学等诸多学科的关注。对企业多元化价值效应的认识大致可以分为四个阶段:支持多元化经营存在溢价效应阶段(20 世纪 60 年代至 80 年代)<sup>[13]</sup>,质疑多元化溢价效应阶段(20 世纪 80 年代中后期至 90 年代初)<sup>[14]</sup>,支持多元化经营存在折价效应阶段(20 世纪 90 年代中后期)<sup>[6-9]</sup>以及大体支持多元化经营在新兴市场比发达市场更具溢价效应阶段(21 世纪)<sup>[15]</sup>。然而,迄今的国内外研究很少同时分析多元化经营对企业市场业绩与会计业绩的影响。

为此,本文以多元化的价值效应这个经典问题作为研究对象,但是与先前的国内外研究不同,我们发现,多元化经营会导致中国上市公司会计业绩和市场业绩之间出现背离的现象:市场业绩折价而会计业绩溢价。从时点横向比较来看:多元化对企业的市场业绩产生负向影响,而对会计业绩影响整体不显著;从时段纵向比较来看,当企业由专业化经营转为多元化经营或者多元化程度增强之时,企业的会计业绩显著提高而市场业绩却显著降低。

对多元化经营这种价值背离现象,本文提出了盈余管理假说。为了验证这个假说,本文使用截面修正的 Jones 模型来估计企业的操纵性应计利润,并

用此来度量企业盈余管理程度。对盈余管理的分析显示:企业多元化经营决策与多元化经营程度对盈余管理的时段纵向影响,与其对会计收益的时段纵向影响异常相似;同时本文发现,企业的盈余管理程度与其会计收益高度相关。因此,多元化经营对会计收益的正时段纵向效应应该是盈余管理的结果。

本文的研究结果对企业经营与投资者决策亦具有一定的意义。首先,从企业经营角度来看,考虑到多元化经营的企业具有较高的盈余管理动机,因此这类企业在为管理者制定薪酬激励计划之时,更应该以市场业绩为基准。其次,对投资者而言,在判定多元化经营企业的业绩之时,要对会计业绩指标谨慎对待,尤其需要仔细分析此类企业盈余管理的成分。

#### [参考文献]

[1]李敬. 多元化战略[M]. 上海:复旦大学出版社,2002.  
[2]刘锦,陈志辉. 中国上市公司的多元化、相关性与绩效[J]. 经济管理,2004(6):72-79.  
[3]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.  
[4]刘力. 多元化经营及其对企业价值的影响[J]. 经济科学,1997(3):68-74.  
[5]朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究,1999(11):54-61.  
[6]Berger P, Ofek E. Diversification's effect on firm value[J].

Journal of Financial Economics,1995,37:39-65.  
[7]Lang L, Stulz R. Tobin's Q corporate diversification and firm performance[J]. Journal of Political Economy, 1994,102:1248-1280.  
[8]Servaes H. The value of diversification during the conglomerate merger wave[J]. Journal of Finance, 1996,51:1201-2225.  
[9]Comment R, Jarrell G. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics,1995,37:67-87.  
[10]Lichtenberg F. Industrial de-diversification and its consequences for productivity[J]. Journal of Economic Behavior and Organization,1992(18):427-438.  
[11]Schoar A. Effects of corporate diversification on productivity[J]. Journal of Finance, 2002,57:2379-2403.  
[12]Dechow P, Sloan R, Sweeney A. Detecting earnings management[J]. Accounting Review,1995,70:193-225.  
[13]Carter J. In search of synergy:a structure-performance test[J]. Review of Economics and Statistics, 1977,59:279-289.  
[14]Amit R, Livnat J. Diversification and the risk-return trade-off[J]. Academy of Management Journal, 1988,31:154-166.  
[15]Fauver L, Houston J, Naranjo A. Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification:a cross-country analysis[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2003,38:135-157.

[责任编辑:高婷]

## Diversification, Earnings Management and Performance Deviation of Listed Enterprises

ZHANG Jun-sheng<sup>1</sup>, ZENG Ya-min<sup>2</sup>

(1. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

2. School of Business, Nankai University, Tianjin 300072, China)

**Abstract:** Different from the previous studies, the paper finds that enterprises of diversification strategy experience the deviation between corporate accounting performance and market performance. By a horizontal comparison, enterprise diversification destroys market performance but has no significant effect on accounting performance. If compared vertically, enterprise accounting performance increases but market performance decreases when the degree of diversification boosts up. Further analysis shows that the deviation phenomenon is the result of earnings management.

**Key Words:** diversification operation; earnings management; market performance; accounting performance; performance deviation