

多元化经营战略选择与股价崩盘风险

摘要

近年来，国际和国内股价崩盘事件频发。股价的不稳定会在一定程度上影响投资者情绪，给投资者带来恐慌，不利于良好市场氛围的营造。十九大报告以来，防控金融风险成为不断被提及的重要议题。在此背景下，如何有效防控股价崩盘风险成为热点。而公司多元化经营产生的财务后果是影响股价波动的重要因素，但是不同的战略侧重往往会带来不一样的经济后果，带来不一样的风险。

因此，本文以 2007-2018 年我国 2110 家 A 股上市公司的 13588 条年度观测值作为样本数据，重点研究相关和非相关多元化战略之间的差异，研究企业在多元化战略类型上的不同侧重与股价崩盘风险之间的关系、作用路径及影响机制。

本文通过实证研究发现：（1）企业如果选择非相关多元化为主导战略，会造成未来更大的股价崩盘风险。（2）如果企业选择相关多元化战略为主导，并且随着相关多元化程度的提升，其未来股价崩盘的概率越低。而企业的非相关多元化程度的提升会带来更大的股价崩盘风险，但并不显著。（3）影响渠道的检验结果表明，多元化经营战略选择会通过影响信息不透明度的大小而作用于股价崩盘风险。（4）比起国企，民营企业选择非相关多元化战略会带来更大的股价崩盘风险，而如果其选择相关多元化战略也将带来更大的收益，可以更好地抑制风险。当企业选择非相关多元化时，较高股权集中度地“掏空效应”将更为凸显，进而加大股价崩盘风险；而当企业更多选择相关多元化时，较高股权集中度的“监督效应”则更为凸显进而抑制股价崩盘风险。最后，当机构投资者持股比例较高时，无论企业选择相关多元化战略还是非相关多元化战略，都将有助于抑制股价崩盘风险。基于上述结论，本文从企业经营决策、投资者保护和外部监管机制等角度提出了建议。

关键词：多元化经营；股价崩盘风险；信息不透明

ABSTRACT

In recent years, international and domestic stock price collapses occur frequently. The instability of stock price will affect investor sentiment and bring panic to investors, which is not conducive to the creation of a good market. Since the report of the 19th National Congress of the CPC, the prevention and management of financial risks has become an important topic and is being mentioned frequently. Under such background, effectively preventing and managing the risk of stock price collapse has become a hot issue of social concerns. The financial consequences of corporate diversification choice are important factors affecting stock price volatility, but different strategic focus will often bring different economic consequences and different risks.

Therefore, based on the observation of 2110 A-share listed companies in China, this thesis takes 13588 pieces of data, focusing on the differences between related and unrelated diversification strategies, studies the relationship, path and influence mechanism between the enterprises' emphasis on different diversification strategies and stock price crash risk.

The empirical study shows that: (1) If companies choose unrelated diversification as the dominant strategy, it will cause greater risk of stock price crash in future; (2) If the company chooses to take the related diversification strategy as the leading factor, and with the improvement of the related diversification degree, the probability of the future stock price crash is lower. However, the increase of the degree of unrelated diversification will bring higher risk of stock price collapse, while the correlation is not high. (3) The test result of influencing channels shows that the choice of diversification strategy will affect the stock price crash risk by influencing the information opacity. (4) Compared to state-owned companies, that private companies choose unrelated diversification strategy will bring greater risk of stock price crash, and if they choose related diversification strategy, it will also bring greater benefits, which can better restrain the risk. When companies choose unrelated diversification, the "tunneling effect" of higher equity concentration will be more prominent, which will increase the risk of stock price collapse. When companies choose more related diversification, the "supervision effect" of higher equity concentration will be more prominent, which will inhibit the risk of stock price collapse. Finally, when the proportion of institutional investors is high, whichever strategy the company choose, it will help to curb the risk of stock price collapse. On this basis, the thesis puts forward some suggestions from the perspectives of business decision-making, investor protection and external regulatory mechanism.

KEY WORDS: Diversification; Stock price crash risk; Information opacity

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与研究架构	2
1.3 研究创新	3
2 文献综述	5
2.1 多元化经营	5
2.2 股价崩盘风险	7
2.3 多元化经营与股价崩盘风险	9
2.4 文献评述	10
3 理论依据与研究假设	11
3.1 理论基础	11
3.1.1 多元化经营相关理论	11
3.1.2 股价崩盘风险相关理论	12
3.2 研究假设	13
3.2.1 多元化战略选择与股价崩盘风险	13
3.2.2 相关多元化与股价崩盘风险	14
3.2.3 非相关多元化与股价崩盘风险	15
4 研究设计	16
4.1 样本选取与数据来源	16
4.2 变量定义	16
4.2.1 股价崩盘风险的度量	16
4.2.2 多元化水平的度量	17
4.2.3 控制变量	18
4.2.4 其他变量	19
4.3 模型设计	21

5 实证结果与分析	22
5.1 描述性统计.....	22
5.2 回归结果分析.....	25
5.3 中介机制分析.....	27
5.4 调节机制分析.....	31
5.4.1 产权性质.....	31
5.4.2 股权集中度.....	32
5.4.3 机构投资者持股比例.....	34
5.5 稳健性检验.....	35
5.5.1 控制内生性问题.....	35
5.5.2 增加控制变量.....	36
5.5.3 替换被解释变量.....	37
6 结论与建议	39
6.1 主要结论.....	39
6.2 政策建议.....	39
参考文献	41

图表目录

图 1-1 研究思路图.....	3
表 4-1 主要变量定义表.....	20
表 5-1 主要变量描述性统计.....	23
表 5-2 相关性矩阵.....	24
表 5-3 多元化经营战略选择与股价崩盘风险回归结果.....	26
表 5-4 多元化经营战略选择与信息不透明度.....	28
表 5-5 信息不透明度的中介作用.....	30
表 5-6 产权性质的调节作用.....	32
表 5-7 股权集中度的调节作用.....	33
表 5-8 机构投资者的调节作用.....	34
表 5-9 延长滞后期的回归结果.....	35
表 5-10 增加被解释变量滞后期的回归结果.....	36
表 5-11 替换被解释变量的回归结果.....	38

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

曾为“国货之光”的瑞幸咖啡深陷造假丑闻后多次股价暴跌，使赴美上市的中概股再次陷入极大争议。前期一鸣惊人的瑞幸咖啡在后期增长乏力之时的选择便是多次进行工商变更而扩大自身的经营范围，试图通过多元化布局来续写自己的商业神话。无独有偶，曾为视频行业领头羊的乐视网野心勃勃打造的“七大生态体系”非但没有带来预期的收益，反而陷入资金链上拆东墙补西墙的恶性循环，最终债务违约暴雷，在经历5个跌停日之后宣布退市。

一方面近年来，国际和国内股价崩盘事件频发。股价的不稳定会在一定程度上影响投资者情绪，给投资者带来恐慌，不利于良好市场氛围的营造。2017年12月，中央经济工作会议重点指出防控金融风险，在此背景下，如何有效防控股价崩盘风险成为热点。

另外一方面，近年来多元化经营成为大部分企业的战略选择，无论是行业内产品品类的丰富扩展，还是跨行业的跨界经营，不把鸡蛋都放进一个篮子里已是共识。而企业实行多元化经营本意在于寻找新的机会，激发内部活力和实现协同发展，以实现风险的分散，业绩的提高和股东财富价值的创造。但是在具体的企业经营实践中，我国出现了在负债累累、濒临破产的同时却“积极”开展多元化或者依然维持较高程度多元化经营状态的怪象。

而其实不同企业的多元化战略有着不同的侧重。有的企业不断将触手伸及跨界行业，试图多线开花，打造商业帝国；有的企业则以原有的业务为核心，以原有的资源优势为支撑，开拓相关产品实现优势迁移。前者类型的企业，如大举进攻制造业的乐视，最后不少陷入了顾此失彼两边陷落、资金链断裂的泥沼；而后者类型的企业，如在家电行业深耕的海尔集团，在提升规模的同时不忘根基，根据自己的经营优势有选择性得有序扩张。那么同样是多元化经营，选择不同的战略类型是否会带来不一样的结局呢？

在上述基础上，本研究希望从实证的角度来验证企业在多元化经营上不同的战略选择是否会导致不同的股价表现，即研究与其股价崩盘风险之间的关系、作用机制以及

影响因素。

1.1.2 研究意义

(1) 现实意义：一是为股市投资者提供指导。本研究希望可以帮助投资者更好地认识多元化企业或企业宣布实施多元化战略后的投资风险，特别是提高对于未来股价崩盘风险的谨慎和重视程度，创建更为有效的投资组合或者提前进行风险规避和对冲。二是提升企业对于多元化战略的认识，特别是相关多元化和非相关多元化这两种完全不同的战略选择背后潜在的收益和风险及相对关系，为其决策提供依据，并为其采取措施减轻多元化经营所带来的股价崩盘风险提供指导意见。三是为政府防范金融市场风险提供建议，提高政府对微观主体战略信息背后的经济意图的敏感性，促进资本市场的稳定健康发展。

(2) 理论意义：补充丰富多元化经营的经济后果研究，特别是相关和非相关之间对于股东财富和公司经营的不同作用机制和影响程度。丰富股价崩盘风险的影响因素研究，补充公司战略层面对于股价波动的影响。丰富公司内部战略决策对于市场表现的作用机制研究，补充战略选择对公司内部带来的影响。

1.2 研究内容与研究架构

本文的研究思路遵循以下逻辑链路：

(1) 提出问题。多元化是我国大部分上市企业的经营现状，但是不同企业在战略重心上会有着不同的侧重。有的企业热衷于跨行业经营，实现自身规模的快速扩张；有的企业则倾向于在一个行业内深耕，挖掘行业内的多样机会。那么，公司不同的多元化经营战略选择是否会产生不同的经济后果？对于股价崩盘风险是否会有不同的影响？为什么会有不同的影响，其中的作用机制和逻辑路径如何？二者之间的关联在不同类型企业身上是否会有不一样的表现？

(2) 理论研究。构建本文的理论分析框架后提出研究假设。首先，阅读国内外学者关于多元化经营和股价崩盘风险两个领域的有关研究文献，对前人研究成果中观点的共识和分歧进行总结。其次，寻找如资源利用理论等可以揭示相关与非相关多元化之间差异并且可以解释对于股价崩盘风险不同关联影响的基础理论，推演二者之间的理论关系。

(3) 实证研究。通过模型等实证手段来验证研究假设。首先是变量的定义及量化，

然后收集并整理相关数据，实现各变量的数值化并进行初步的描述性统计分析。其次是设计验证多元化经营战略选择和未来股价崩盘风险之间关系的实证模型，将各变量带入后通过系数的大小和显著性来验证关系。第三步，选取信息不透明度这一中介变量，探讨二者之间的影响机制。第四步是选取产权性质等公司治理因素来进行调节机制分析，分析上述因素是否会影响多元化战略选择与股价崩盘风险之间的作用机制。最后为了实证研究的严谨性和科学性，进行稳健性检验。

(4) 解决问题。通过实证结果验证和补充理论分析，据此回答本文研究问题、概括本文结论，并从企业经营决策、投资者保护、外部市场监管机制完善三个角度提出相应的意见和建议。图 1-1 是本文的研究思路图。

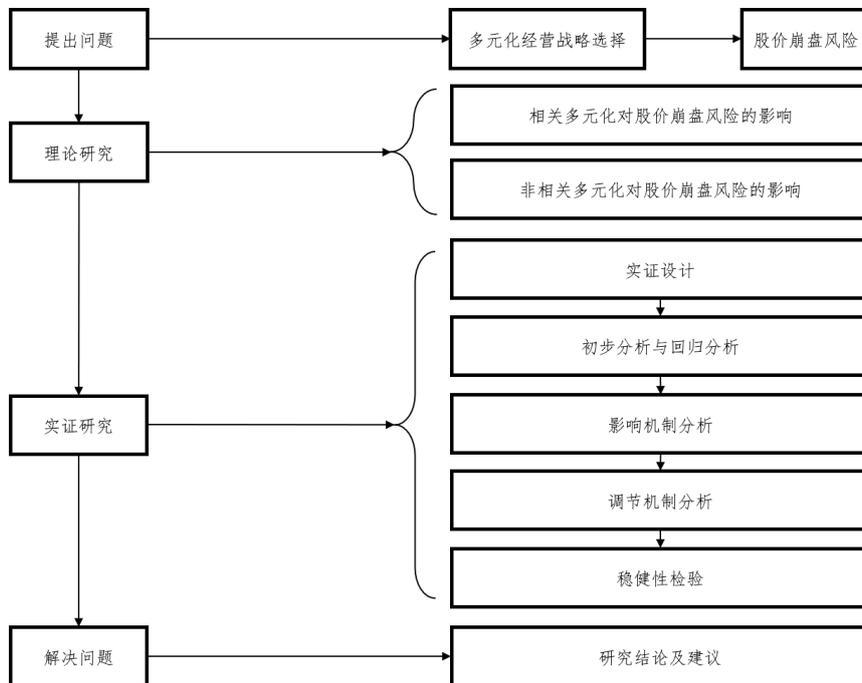


图 1-1 研究思路图

1.3 研究创新

(1) 国内文献对于企业多元化经营与股价崩盘风险之间的研究结果并未达成一致，存在着两种相反的意见。因此本研究可以对该领域的研究提供进一步的实证经验证据补充。

(2) 国内研究对于企业多元化经营与股价崩盘风险的研究主要使用的单一的多元化程度，未同时考虑企业在行业和业务上的不同特性，特别是相关和非相关多元化这两种不同的战略选择。而本文聚焦于此，既研究企业实施多元化经营时对这两种战略

的选择问题，又研究这两种细分多元化程度的大小对于未来股价崩盘风险的作用。因此在以往文献上实现了更深入的细分探索，丰富了二者关系之间的研究内容，并提供相应的实证支撑。

(3)已有相关研究就企业多元化经营与股价崩盘风险之间的作用机制的探讨不多，而本研究拟从信息不透明度这一角度进行了路径检验。此外，本研究在检验公司战略选择时同时兼顾企业的个性特征，如产权性质及企业内部治理等指标，对于不同类型的企业作进一步划分，研究企业的个性特征是否会影响多元化战略选择与股价崩盘风险之间的作用关系。

2 文献综述

2.1 多元化经营

首先，在多元化经营战略的定义上，不同学者提出了不同的理解。“多元化经营”这一概念最早由安索夫提出。他认为开拓新产品就是多元化的过程，关注点在于产品的绝对量级。之后有学者提出在定义多元化经营战略的时候需要考虑到产品之间的相关性。M.Gort (1962) 便认为企业是否实行多元化战略的关键在于其生产的产品之间是否存在异质性，理论上即产品之间的交叉需求弹性是否较低，并进一步在此基础上对多元化和垂直一体化进行了区分。综合上述研究成果，R.P.Rumelt 在 1974 年提出，多元化的具体定义可由学者根据自己的研究需要来确定。无论何种定义，多元化战略的基本内核都是一致的，即企业在维持原有的生产经营活动基础上，开展新的业务单元活动，以扩大经营规模、提高资源使用效率和提升核心竞争力。相较于国外，国内对于多元化经营战略的研究起步较晚，虽然有不同侧重、不同层面的表达，但是对于其核心的理解仍是一致的。如刘冀生 (1995) 认为企业如果生产两种及以上不同的产品或服务就是多元化。

其次是多元化的种类。Ansoff (1965) 定义了垂直、水平、同心和混合四种类型，但该划分类型无客观测度标准，具有较大的主观随意性。在此基础上，Rumelt (1974) 提出以垂直一体化比率、专业化比率和相关性比率作为分类的定量依据。国内相关研究的分类标准和分类角度较为统一，主要为相关和非相关这两类。尹义省 (1998) 根据熵指数理论，运用多角化熵测度法和 LRUH 二维模型将多元化战略分为相关多元化和非相关多元化这两类。与之类似，金晓斌等 (2002) 和邓新明 (2011) 根据熵指数的可分解性，以行业间的熵来测度非相关多元化，以行业内的熵来测度相关多元化。

上述是学者对多元化战略的定义、分类的测度的研究。此外，学者还对多元化的具体动因和经济后果进行了理论层面的研究和实证层面的验证。

首先，对于多元化的动因，学界主要有市场权力观、资源观、代理观和制度观四个视角。在市场权力观上，企业实行多元化经营的目的在于寻找新的市场机会以扩大规模和创造价值 (Livnat et al., 1988)。资源观认为，多元化经营在于提高共同资源和闲置资源的使用效率 (Penrose, 1996)。代理观认为多元化经营是管理者利己行为或控股股

东掏空公司的结果。最后在制度观上，特别是在外部市场制度不健全、市场环境不友好的国家，企业多元化经营的动机在于创造内部市场来实现资本、劳动力和产品的流动以抵抗外部市场的风险、对抗挑战、弥补不足（Kedia et al.,2006）。

其次在多元化经营的经济后果上，溢价论、折价论、中性论、非线性都有一定的研究支持。首先，国外研究文献中，大多数的对于发达国家企业多元化的研究支持多元化折价假说。Berger and Ofek (1995) 计算了多元化经营公司与其所在领域的专门化公司相比的超额价值，发现超额价值为负，即多元化折价。Morgan et al. (2001) 则观察了企业在多元化并购事件前后的业绩表现差异，各项如托宾 Q 值衡量企业绩效的量化指标都有所折损，表明企业价值在多元化后的降低。而在新兴市场中，这一负面影响则没有那么强烈。有学者以印度的国有企业（George & Kabir, 2012）和台湾的部分制造业企业（Wang et al.2018）为样本，发现多元化经营是企业创造价值的有效工具，即支持溢价论。也有学者如 Mansi and Reeb (2002) 支持中性论，他认为多元化经营对于企业价值既有正向作用又有负向作用，相互抵消进而并不会产生显著影响。部分学者还用非线性关系对多元化经营的影响进行拟合，如 Hann et al. (2013) 和 Andres et al. (2014) 的“倒 U 型”和“U 型”，表明多元化影响的非单调性。

我国的经济体制和市场环境比较特殊，因此国内学者丰富探讨了在我国特殊国情下多元化经营的经济后果，也是存在多种结论。对于多元化经营折价论，国内有不少的研究支持。王辉和孔爱国 (2013) 发现很多公司进行多元化经营的决策动机为挽回原本就经营不佳的局面，因此决策较为激进、急迫和草率，反而雪上加霜。而有些学者对于多元化经营领域中的特定情况进行研究时，发现了溢价机制的存在，如对于我国上市的银行（张海军，2018）、创业板上市公司（王心泉等，2016）和以并购实现多元化扩张的民营企业（潘红波等，2011）而言，多元化程度的提升会带来企业价值的提升。也有学者支持中性论，如金晓斌等（2002）认为多元化经营本身是中性的，会具体产生影响的是战略实施过程中的操作方式和边界规划问题。国内学者对于多元化的非线性影响有着多样的研究结论。如苏昕和刘昊龙 (2017) 的“倒 U 型”、李维瑶等（2018）的四阶段“倒 M 型”和吴冰等（2018）针对中小民营企业得出的“倒 S 型”关系。其实无论是哪种类型曲线，都表明企业多元化经营的经济后果相对复杂，可以分阶段、分程度、分主体等进行更为细致化的考虑。

2.2 股价崩盘风险

首先，学者们认为，股价崩盘风险的直接诱因在于经理人对于企业内部坏消息的隐瞒。Jin and Myers (2006) 将这一过程描述为：公司管理者出于自利，倾向于将坏消息隐瞒或延迟披露。这种延时性被信息不对称性放大积累到超过无法承受的阈值后，大量坏消息被集中释放造成股价崩盘。

那么具体哪些公司内外部因素会导致这种情况出现的概率更大呢？国内外学者们的研究主要集中在以下三个层面：

(1) 企业内部机制层面

在内部因素的探索上，集中在管理层个人特征、信息披露和股权结构三个方面。首先，学者们发现当 CEO 为女性（李小荣和刘行，2012）、CFO 兼任董秘（彭情和郑宇新，2018）、公司管理层政治级别越高（Chen et al., 2018）、董事具有海外留学背景（王德宏等，2018）时，管理层在决策上会更为谨慎和保守，进而降低未来的股价崩盘风险。当管理层过度自信（Kim et al., 2016）、高管年龄越小或正处于职业生涯早期（Andreou et al., 2016）时，其越有可能做出激进决策然后对负面消息进行捂盘、隐瞒进而加大股价崩盘风险。

其次，在信息披露层面，披露的数量和质量都会影响企业的股价崩盘风险。在披露的数量上，学者们认为，更为全面的会计财务信息和各类非财务信息的主动披露都将有助于股价崩盘风险的降低。如展现企业潜在收益的“其他综合收益”科目，田昆儒和田雪丰（2019）的研究便发现，企业对该会计信息披露得越多，分析师的盈利监督能力越强，风险越低。宋献中等（2017）发现，即使企业存在违规行为，如果其在遵守政策法规的基础上主动、自愿披露更多的社会责任信息，即使是非财务信息，也会产生一定的正向效果。

同时，大部分学者也都认可披露质量的提升对于股价崩盘风险的抑制作用。杨锦之等（2016）、Kim et al. (2016) 和江轩宇（2015）分别验证了盈余质量、会计稳健性和会计信息可比性对于股价崩盘风险的抑制作用。但也有学者提出，并不是所有情况下任何信息的披露质量越高越有价值。如权小锋等（2015）便提出，企业会将高质量的社会责任信息披露作为自身的挡箭牌，塑造良好公众形象、转移焦点的同时隐藏负面消息，最后纸包不住火出现股价崩盘。

最后在股权结构方面，学者们的研究重点在于股权集中度和大股东行为上。首先在

股权集中度上,大部分学者的观点在于股权集中度的提升可以有效抑制股价崩盘风险。无论是股权集中在第一大股东上,即控股股东持股比例的提升(王化成等,2015);还是股权集中在众多大股东上,即除控股股东外其他大股东的数量越多(姜付秀等,2018),都可以发挥一定的“监督效应”和“更少掏空效应”,降低风险。

(2) 企业外部机制层面

公司的外部治理层面研究的关注点主要是外部投资者和外部审计两个角度。

首先,在外部投资者中学者们重点关注了机构投资者,而对于机构投资者持股的作用学者之间存在一定的分歧。部分学者认为,机构投资者持股反而会加剧股价崩盘风险。或是提前布局、具有较强主观意图的抱团行为(吴晓晖等,2019),或是相对无意识的羊群行为(许年行等,2013),都会出现瞬间巨量资金共进退的情况。特别是当企业的坏消息被集中释放时,机构投资者瞬间大量出逃,出现“踩踏悲剧”,传递市场恐慌情绪,加剧短时间内的股价波动,提高出现崩盘的概率。但也有学者认为,“崩盘加速器”现象较多出现在交易型机构投资者身上,而稳定型机构投资者则可以起到监督作用进而发挥“市场稳定器”的功能(史永和李思昊,2018)。丁慧等(2018)也发现,投资者获取信息、处理信息的能力越强越能降低企业的股价崩盘风险,而机构投资者的平台能力和规模效应使其信息能力具有天然的优势。

其次,在外部审计角度,学者们一致认为,外部审计质量越高,企业未来的股价崩盘风险越低。企业如果聘请专业能力较强的会计事务所如为四大会计事务所之一(江轩宇和伊志宏,2013),或愿意提高审计费用(万东灿,2015)都可以控制底线审计风险,提高审计质量,及时发现问题,监督企业行为的同时有效传递信息给外部投资者,进而降低股价崩盘风险。而如果企业频繁变更审计师,阻碍审计工作的顺利开展,影响审计质量,便会预示着更大的股价崩盘概率(耀友福等,2017)。

(3) 制度、市场等环境因素

还有学者关注了会影响企业股价崩盘风险的制度变更、政策环境、政府补贴等外部环境因素。褚剑、方军雄(2016)认为我国的融资融券制度存在一定的设计缺陷问题,一方面是作用标的偏误,可以作为融资融券标的的个股本身便具有较低的股价崩盘风险;另外一方面,融资制度反而会助长投机行为,造成估值泡沫,提高崩盘风险。在政策环境方面,学者发现当有助于投资者保护、规范企业行为、整治市场秩序的政策出台,如美国2002年颁布的萨班斯法案(Hutton et al.,2009)和国际财务报告准则的发布(Defond

et al.,2011), 都可以降低市场个股的股价崩盘风险。最后, 除了资本市场和企业经营各类政策规定, 政府的财政政策也会造成影响。王超恩(2016)便发现, 政府补贴为企业内部资金操作、掩盖负面消息提供了空间和条件。

2.3 多元化经营与股价崩盘风险

公司多元化经营和股价崩盘风险都是近年来学术研究的热点, 也有不少学者探讨了二者之间的关系, 但研究所得出的结论也是不尽相同。

首先, 大多数研究都聚焦于以行业多元化来衡量企业总体的多元化经营水平。而关于行业多元化与股价崩盘风险之间存在的关系是正向还是负向, 学者们的结论并不一致。生洪宇等(2017)和徐业坤等(2020)认为企业行业多元化经营程度与其未来股价崩盘风险之间呈现显著的正相关关系。而王明伟等(2016)、徐诚辉(2019)和王明明(2019)得出了相反的结论, 他们发现企业行业多元化经营水平的提升反而可以抑制股价崩盘风险。除此之外, 林川和张思璨(2019)则聚焦于创业板公司的国际多元化程度, 发现同样是负相关关系, 丰富了研究维度。

学者们进一步对于二者之间的具体影响路径、作用机制和逻辑链路进行了探讨。生洪宇等(2017)检验了盈余管理和非效率投资两条路径。实证结果显示, 前者是多元化经营与股价崩盘风险之间的完全中介因子, 管理者的自利行为通过盈余管理进行捂盘, 最后传导到股价波动上; 而后者的作用路径并不显著。徐业坤(2020)则检验了信息不透明度和税收规避两条路径, 发现二者均起到了部分中介作用。一方面, 企业多元化经营程度越高, 组织和业务复杂度越高, 投资者信息的获取成本和理解成本也会越高, 管理层自利行为的空间越多和被发现的可能性越低, 更有可能损害公司利益造成最后股价的崩盘; 另外一方面, 多元化经营的企业有能力和动机对内部各部门之间的收益进行再分配和交叉补贴, 形成共同保险效应而实现税收规避, 掩盖不利信息的同时传达调整后的错误信息, 进而导致更大的股价崩盘风险。

学者们还从公司内部治理和外部环境两个维度对多元化经营和股价崩盘风险之间的调节机制进行了丰富探索。在公司内部治理特征层面, 学者发现公司的产权性质如是否为政府控制、所有权和控制权分离度、股权集中度、高管团队在性别和任职年限上的异质性、外部审计质量、机构投资者持股比例、企业生命周期阶段等因素都会对多元化经营与股价崩盘风险之间的影响产生调节作用(王明伟等, 2016; 生洪宇等, 2017;

徐诚辉, 2019; 王明明, 2019; 徐业坤等, 2020)。而这些因素具体的调节方向学者之间存在着一定的分歧, 并未达成一致的结论。在外部环境维度, 学者发现地区的市场化进程、产业政策的支持度、经济政策的稳定性都会起到一定的调节作用(徐诚辉, 2019; 徐业坤等, 2020)。

2.4 文献评述

从上述文献可以看到, 企业实行多元化经营战略, 无论是何种战略选择, 都会对公司内部治理层面会产生多样、复杂、深远的影响, 进而最后会传导到企业的股价表现上。而股价崩盘作为企业股价表现的特殊情况, 展现出了此时企业经营的困境。而该困境是否与企业的多元化战略选择有关呢, 这一方面目前的研究还相对不多。同时, 学者在研究企业多元化经营战略的各类经济后果时, 很少对多元化的类型进行区分, 仅考虑企业总体的多元化程度。因此, 本研究便聚焦于这一领域, 同时聚焦于公司多元化经营的两种不同截然不同的战略选择——非相关多元化和相关多元化, 研究不同的战略选择是否会影响其未来的股价崩盘风险, 并对其内部的影响机制进行简单的探讨。

3 理论依据与研究假设

3.1 理论基础

本文研究假设提出的主要理论基础为多元化经营研究中的资源利用、委托代理和内部资本市场等理论以及揭示股价崩盘风险成因的信息不对称和委托代理等理论。

3.1.1 多元化经营相关理论

相关研究中,能够揭示企业相关和非相关多元化之间差异的理论主要有资源利用理论、委托代理理论和内部资本市场理论。

(1) 资源利用理论

资源利用理论最早由潘罗斯于 1959 年在《企业增长理论》中提出。他认为,企业实行多元化经营在资源利用上有两方面收益。一方面,是通过开展新业务、进入新市场来提高闲置、剩余资源的利用率;另外一方面,是通过规模效应来提升通用资源如品牌、财务资源的利用率。而在前者情况下,特别是针对无形资产和实物资产这类资源,对于多元化业务之间的相关性便具有一定的要求;而后者对于业务相关性无太大要求。即资源本身的专用性等特性和业务之间的相关性将会共同决定多元化经营的收益。

综上所述,多元化经营的作用在于通过共享资源和减少闲置两条路径来提高资源利用率,以实现规模效应和范围经济。而相关多元化和非相关多元化之间业务的相关性上存在显著差异,前者将容易实现部门间的资源共享,而后者则可能会导致更多的资源浪费和闲置问题。

(2) 委托代理理论

Muller 在 1969 年基于委托代理理论对多元化经营的动机进行了研究,主要聚焦于管理层和股东之间的代理冲突。在此理论下,管理层一方面通过多元化扩张扩大公司规模,彰显能力以提高身价和地位,但是盲目扩张就容易导致投资的无效率,追求规模而不追求质量;另外一方面,多元化经营战略会提高业务部门的多样度和复杂度,增加所有者监管的成本和发现经营者机会主义行为的难度,因此给管理者“揩油”创造了更多的空间。

而在快速扩张规模和增加业务单元复杂性上,非相关多元化比起相关多元化更能实

现这种效果。在规模扩张上，非相关行业之间的共用资源更少，在资金和体量上都更为可观；在业务复杂度上，相关行业可以实现知识和经验的迁移，而非相关行业则需要从头摸索。因此，在委托代理理论下，企业管理层会更加倾向于选择非相关多元化。

（3）内部资本市场理论

该理论认为，企业多元化经营的动机在于创造内部市场来实现资本、劳动力和产品的流动以抵抗外部市场的风险和挑战。但是，也有学者如 Shin et al. (1998)，发现这种内部市场的资源配置效率因为人工干预介入的原因是远低于外部市场的。Polk (2002) 认为，比起外部市场，内部资本市场会通过价格和行政协调两种机制对资金流向进行干涉，因此一方面资金等生产要素并不会天然流向生产效率最高、利润率最高的业务部门，而容易受到管理者的人工干预；另外一方面，这种干预很大程度上取决于管理层对于各业务部门之间的了解程度和认知程度，因此管理层对于各部门真实经营情况的准确、及时的掌握和判断就尤为关键，不然就可能出现“会哭的孩子有奶吃”的问题。

因此可以看到，多元化经营所形成的内部市场能否实现有效资源配置的关键在于基层管理者和高层管理者的信息不对称问题。高层管理者的能力和知识领域都是相对有限的，在向非相关领域扩张时，需要聘请领域专家进行管理，但缺少一定的甄别其水平和判断其工作表现的能力，盲目给予资源而无法准确评估其投入产出效率，容易造成内部资源配置无效率问题，导致企业绩效的损失，增加企业的经营风险。而相关多元化战略下，基于管理层积累的专业判断、行业洞察和战略规划，反而能使一时表现不佳但有很大潜力的部门得到资源支持，创造更多价值。

3.1.2 股价崩盘风险相关理论

学者们认为，股价崩盘风险的直接诱因在于管理层对于公司内部负面消息的隐藏。解释该行为最主要理论为委托代理和信息不对称理论。

（1）委托代理理论

在委托代理的理论框架下，存在两种利益冲突情况。一种是所有权和经营权分离导致股东和管理层之间的对立；第二种是控制权和现金流权偏离导致控股股东和中小股东之间的对立。这两种情况下，管理层和可以控制管理层的控股股东会根据自身利益最大化的决策准则而做出可能有损公司价值的行为，如前者会为了彰显和美化自身的工作表现而进行非理性投资和掩盖负面消息，后者会试图通过各种手段占用或转移公司资源以试图掏空公司。

由上述内容可知，由于委托代理问题的存在，管理层有出于自利而做出有损公司价值的决策、并对坏消息进行捂盘而隐瞒不报的动机，控股股东有侵占公司利益、掏空公司的动机，而这两者都会为未来的股价崩盘埋下隐患。

(2) 信息不对称理论

信息不对称理论认为，在一项经济活动中，信息在不同主体之间的分布并不是均匀和对称的，拥有信息更多且信息质量更高的一方拥有更大的优势，导致经济活动发生前和发生时分别会产生逆向选择和道德风险。在企业中存在三类不对等，企业内部的股东和管理层之间，控股股东和中小股东之间，管理层和投资者之间。

由委托代理理论可知，管理层和控股股东有出于私利而做出有损于公司价值行为的动机，而由于信息不对称的存在，其这种行为便不容易被发现，一方面这种行为不断积累，损害公司经营；另外一方面，坏消息不断积累到一定阈值就会集中爆发，披露于市场。同时，由于管理层和投资者之间信息不对称的存在，负面消息无法被日常股价波动消化，投资者对于公司具有错误预期，当坏消息集中爆发时便会引发投资者恐慌，大量抛售股票，出现股价崩盘。

3.2 研究假设

3.2.1 多元化战略选择与股价崩盘风险

基于上述理论分析，我们可以发现：

(1) 资源利用理论下，相关多元化一方面可以提高闲置、剩余资源的利用率，另外一方面可以实现通用资源的规模效应和范围经济，增加企业价值。而对于非相关多元化而言，业务单元之间的差异性导致难以实现资源共享，还会造成更多的资源浪费和闲置问题。因此，非相关多元化将会导致较低的资源使用效率，进而影响企业经营绩效，导致较高的股价崩盘风险。

(2) 在委托代理理论下，非相关多元化一方面可以帮助管理者实现企业规模的快速扩张但也更加容易出现非理性投资和投资无效率问题；另外一方面非相关多元化增加了业务部门的多样性和复杂度，增加所有者监管的成本和发现经营者机会主义行为的难度，因此给管理者“揩油”并更好掩盖负面消息创造了更多的空间。上述行为都会损害企业价值，进而增大股价崩盘风险，而选择相关多元化战略的管理者上述动机便没有那么强烈。

(3) 在内部资本市场理论下，非相关多元化战略对于高层管理者的知识和能力提出了更大的挑战。在向非相关领域扩张时，高层管理者不一定具有甄别该部门管理者水平和其工作表现的能力，不一定能对该部门的投入产出效益作出客观、公正、准确的评价，进而导致内部市场资源再分配的无效率问题，导致企业绩效的损失，增加企业的经营风险，造成更大的股价崩盘风险。而选择相关多元化时，由于业务的熟悉性和领域知识、经验的可迁移性，出现上述情况的概率较低，反而能使一时表现不佳但有很大潜力的部门得到资源支持，创造更多价值，抑制股价崩盘风险。

(4) 在信息不对称理论下，企业选择非相关多元化为主要战略方向往往意味着更高的组织结构复杂度和业务复杂度，会加大投资者了解其真实经营和财务状况的难度，进而导致信息不对称的提升。特别是对于分析师而言（蔡卫星和曾诚，2010），分析难度的提升会导致分析准确度、可信度的降低，再加上获取信息、辨别信息的难度上升带来分析成本的增加，共同作用于分析收益的降低及投入产出的失衡。这就会打击分析师对于关注该公司的主动性和积极性，降低其关注度。分析师的关注度减小会减轻其信息披露的压力并增加其盈余管理的动机及降低盈余管理的风险，导致更大的股价崩盘风险。

(5) 非相关多元化还会存在着更大的行业进入风险。当企业选择进入关联领域时，行业间可实现知识和经验的借鉴。而当企业选择非相关多元化时，一方面可供选择的行业范围更大，另外一方面与自身主业的相关性更低造成对于新行业的了解成本和了解难度更高，进而有更大的行业选择风险。

综上，本文提出如下假设：

假设一：与相关多元化经营战略相比，企业选择非相关多元化经营战略将导致更大的股价崩盘风险。

3.2.2 相关多元化与股价崩盘风险

此外，除了战略选择问题，本文对相关多元化程度的提升和股价崩盘风险之间的影响进行补充分析：

(1) 在资源利用和内部资本市场理论下，企业的相关多元化程度越高，越有利于发挥资源的规模效应和范围经济，形成高效的内部生产要素循环，提高生产效能，提升资源利用率，改善经营，进而降低股价崩盘风险。

(2) 在委托代理理论下，随着企业相关多元化程度的提升，内部资本市场的有效

性可以减少公司的自由现金流，减小企业控制权和现金流权的偏离，缓解控股和中小股东之间的代理冲突，抑制控股股东掏空公司的动机，降低股价崩盘风险。

(3) 在信息不对称理论下，一方面，企业的融资需求会随着相关多元化程度的提升而提升，出于降低资本成本的考虑，企业将更为自愿和主动披露更多信息，缩小隐瞒负面消息和实行自利行为的操作空间，更好地约束管理者或控股股东的行为。另外一方面，相关多元化程度的提升使得企业营收来源更为多元，在一定程度上分散风险，降低盈余波动，提高分析师和投资者对企业经营的预测度和预测准确度。上述两个方面都可以缓解企业内部与外部之间的信息不对称问题，进而降低股价崩盘风险。

综上，本文提出如下假设：

假设二：企业相关多元化程度越高，未来的股价崩盘风险越低。

3.2.3 非相关多元化与股价崩盘风险

非相关多元化经营战略所涉行业之间的相关性相对较低，企业可以通过增加非相关业务单元的方式有效地降低非系统风险。但是，由上分析也可以知道，非相关多元化也会带来无效率投资、增加企业的监督管理成本、增加信息不对称等问题。综合下来，本研究认为这种负面影响将随着其程度的提升而更为强烈，因此提出以下假设：

假设三：企业非相关多元化程度越高，未来的股价崩盘风险越高。

4 研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本研究选取 2007-2018 年 A 股上市公司作为初始研究样本。在此基础上，借鉴权小锋等（2015）、徐业坤等（2020）等学者的做法，对原始样本进行下述处理：

(1) 剔除金融行业及数据缺失样本

(2) 由于研究的是股价崩盘风险，保留部分数据完整的 ST、*ST 以及 PT 样本

(3) 剔除在本文计算方式下总体多元化程度为 0 即未采取多元化战略和异常小于 0 的样本；同时为了多元化程度的度量准确性，剔除各产品、各行业营业收入占比之和大于 100% 的异常样本

(4) 剔除年交易周数不足 30 周的样本

(5) 为消除异常值的影响，参考张敏和黄继承（2009）的做法，剔除主要变量 1% 和 99% 分位数以外的极端样本

最后，获得 2007-2018 年 2110 家 A 股上市公司的 13588 个年度观测样本。其中，计算股价崩盘风险、控制变量等变量的上市公司数据来源于国泰安数据库，计算公司多元化经营相关数据来自万得数据库。

4.2 变量定义

4.2.1 股价崩盘风险的度量

参考许年行（2013）、徐业坤等（2020）等学者的相关研究，在主回归分析中使用负偏态收益系数来衡量股价崩盘风险，其计算方式如下：

首先，每年对股票 i 的周收益率数据进行如下回归：

$$R_{i,w} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,w-2} + \beta_2 R_{m,w-1} + \beta_3 R_{m,w} + \beta_4 R_{m,w+1} + \beta_5 R_{m,w+2} + \varepsilon_{i,w} \quad (4-1)$$

其中， $R_{i,t}$ 指的是股票 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率， $R_{m,t}$ 指的是 A 股所有股票在第 t 周经流通市值加权的平均收益率。定义周特质收益率为 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

其次在公司周特质收益率的基础上构建度量负收益偏态系数 ($NCSKEW_{i,t}$)。具体公式为：

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2}]/[(\sum W_{i,w}^2)^{3/2}] \quad (4-2)$$

其中， n 为个股的年交易周数。 $NCSKEW_{i,t}$ 为负偏态收益系数，以衡量周特质收益率的不对称性程度，具体计算公式如上。其值越大，表示股价崩盘风险越高。

此外，在公司周特质收益率的基础上构建另一个衡量股价崩盘风险的变量——收益率上下波动比率($DUVOL_{i,t}$)用于进行稳健性检验。第一步：计算出每家公司每个年度的周特质收益率的均值，然后将周特质收益率小于均值的周定义为下跌周，将周特质收益率高于均值的周定义为上涨周。第二步：计算出上涨周和下跌周的周特质收益率的标准差，得出上涨波动率和下跌波动率。第三步：用下跌波动率除以上涨波动率之后取自然对数，即得到每一家公司、年度样本的 $DUVOL_{i,t}$ 指标。计算公式如下：

$$DUVOL_{i,t} = \log \left\{ \frac{(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{i,w}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{i,w}^2} \right\} \quad (4-3)$$

其中， n_u 和 n_d 分别代表公司 t 的股价周特有收益率 $W_{i,t}$ 大于和小于其年平均收益率的周数。 $DUVOL_{i,t}$ 对比了平均以上和平均以下周特质收益率的离散程度，其值越大，表示回报率下行概率的离散程度越高，即股价崩盘风险越高。

4.2.2 多元化水平的度量

国外研究在界定产品、服务和行业之间相关性和归属性以计算多元化水平时的主要参考依据为美国标准产业分类(SIC)码。因此，在具体划分标准上，采用与SIC码相对应的国内相关标准——国民经济行业分类标准(2002版、2017版)。该标准用一个字母和四位数字来标识每一个具体产业。其中，首字母为门类，之后前两位数、前三位数和总四位数分别代表大类、中类和小类。具体划分标准上，本研究基于企业实际情况和理论现实意义，以企业主营产品为基本维度，将企业是否存在多元化定义为企业的产品是否进入了不同的四位数行业，即如果公司的产品隶属于不同的四位数行业码即认定其存在多元化；将非相关多元化定义为产品所隶属的四位数行业归属于不同的二位数行业，即如果公司的产品之间隶属于不同的二位行业数，则该多元化属于非相关多元化；将相关多元化定义为产品所隶属的四位数行业归属于相同的二位数行业，即如果公司隶属于不同四位行业数的产品隶属于同一二位行业数，则该多元化属于相关多元化。由此，将总体多元化拆分为相关和非相关两个部分。

在具体的操作过程中，本研究的主要数据来源是WIND数据库中的企业主营产品收入分布和主营行业收入分布，其中，以企业报告的主营产品分布为基本划分维度和最小划分单元，以其公布的主营行业分布为辅助参考进行一定的校正和调整。

在具体的程度计算方式上,由于本研究的多元化水平需拆解为非相关多元化水平和相关多元化水平两个指数,因此不同于其他研究常为采用的行业赫芬达尔指数而选取的是熵指数。本研究借鉴金晓斌等(2002)的做法,将熵分解为行业内和行业间的熵以分别衡量两种类型,相应的计算公式如下所示:

$$ETD = \sum_{i=1}^n p_i \ln\left(\frac{1}{p_i}\right) \quad (4-4)$$

$$EUD = \sum_{g=1}^G p_g \ln\left(\frac{1}{p_g}\right) \quad (4-5)$$

$$ERD = ETD - EUD = \sum_{g=1}^G p_g \sum_{i \in S_g} \frac{p_i}{p_g} \ln\left(\frac{p_g}{p_i}\right) \quad (4-6)$$

ETD、ERD和EUD分别代表总体、非相关和相关的多元化水平。其中, p_i 和 p_g 分别代表公司各个四位数和二位数行业占总销售收入的比例, n 和 G 分别代表公司进入的四位数和二位数行业的总个数。

最后,本文研究的重点是公司多元化经营战略的选择问题,即在实行多元化战略的基础上是更多地实行相关多元化战略还是非相关多元化战略。因此,在此基础上,构建战略选择变量(Div_i)。如果公司的非相关多元化程度与相关多元化程度之比大于等于0.5则取1,即企业采取更多的是非相关多元化战略;反之,如果二者之比小于0.5则取0,即企业采取更多是相关多元化战略。具体的判别式如下所示:

$$Div = \begin{cases} 1 & \text{非相关多元化} & \frac{EUD}{ERD} \geq 0.5 \\ 0 & \text{相关多元化} & \frac{EUD}{ERD} < 0.5 \end{cases} \quad (4-7)$$

4.2.3 控制变量

在研究多元化战略选择与股价崩盘风险之间的关系时参考王明伟和陈雪梅(2016)、徐诚辉等(2020)等的研究,选取以下两方面的变量进行控制。

(1)公司的基本特征。选取公司规模 $SIZE_{i,t}$ 、净资产收益率 $ROE_{i,t}$ 、账面市值比 $BM_{i,t}$ 、资产负债率 $LEV_{i,t}$ 、第一大股东控制力 $TOP1_{i,t}$ 和分析师关注度 $AN_{i,t}$ 。具体的变量定义和计算方式见表4-1。

(2)个股的交易特征:个股的年回报率 $RET_{i,t}$ 、个股的周收益率的年化标准差 $SIGMA_{i,t}$ 和个股的超额日均换手率 $DTUEN_{i,t}$ 。具体的变量定义和计算方式见表4-1。

本文在多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间的影响机制研究中选择了信息不透明度这一中介变量,因此需要就多元化经营战略选择与信息不透明度之间的关系进

行研究。在此研究中参考 HUTTON 等(2008)的做法,选择前十大股东控股比例 $TOP10_{i,t}$ 、独立董事人数占比 $IR_{i,t}$ 、机构投资者持股比例 $IHR_{i,t}$ 和流通股比例 $NR_{i,t}$ 作为检验中介效应的控制变量。

4.2.4 其他变量

(1) 信息不透明度

本文选择信息不透明度这一中介变量来研究企业多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间的影响机制。在此基础上,参考 HUTTON 等(2008)的做法,利用当期和前两期的操控性应计利润绝对值之和来反映信息不透明度。计算过程如下:

第一步:对模型(4-8)进行回归估计:

$$\frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta SALE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-8)$$

其中, $TACC_{i,t}$ 、 $PPE_{i,t}$ 、 $TA_{i,t-1}$ 和 $\Delta SALE_{i,t}$ 分别代表公司在各自时间节点的期末应计总利润、期末净固定资产、期末总资产和年营业总收入之差。

第二步:将模型(4-8)的拟合系数值 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}_1$ 和 $\hat{\beta}_2$ 代入如下模型(4-9)得到可操控性应计利润($DiscAcc_{i,t}$):

$$DiscAcc_{i,t} = \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \hat{\alpha} \frac{1}{TA_{i,t-1}} - \hat{\beta}_1 \frac{\Delta SALE_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad (4-9)$$

其中, $\Delta REC_{i,t}$ 代表公司两期的期末净应收账款之差。

第三步:取可操控性应计利润绝对值的当期和前两期之和

$$ABACC_{i,t} = abs(DiscAcc_{i,t}) + abs(DiscAcc_{i,t-1}) + abs(DiscAcc_{i,t-2}) \quad (4-10)$$

$ABACC_{i,t}$ 代表信息不透明度。其数值越高,代表着公司信息不透明程度、信息不对称程度越高。

(2) 分组变量

本研究在进一步研究中讨论了公司治理因素对于多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间关系的影响。在此基础上,选取了三个分组变量。首先是产权性质(PR_i),根据 WIND 数据库中对于该公司性质的界定,如果是中央或地方国有企业则取 1,其他则取 0;其次是股权集中度(EC_i),如果公司平均第一大股东持股比例大于等于 30%则取 1,为较高组;反之则为 0,为股权集中度较低组。最后是机构投资者持股(IH_i),

如果公司平均机构投资者持股比例高于所有样本的中位数则取 1，为较高组；反之则取 0，为较低组。

表 4-1 主要变量定义表

变量类别	变量符号	变量名称	变量定义与度量
因变量	$NCSKEW_{i,t}$	负收益偏态系数	衡量股价崩盘风险，计算方式见公式（4-2）
	$DUVOL_{i,t}$	收益上下波动率	衡量股价崩盘风险，计算方式见公式（4-3）
	$ABACC_{i,t}$	信息不透明度	衡量信息不透明度，计算方式见公式（4-10）
自变量	$Div_{i,t}$	多元化战略类型	取 1 时为非相关多元化；取 0 时为相关多元化
	$ERD_{i,t}$	相关多元化程度	计算方式见公式（4-6）
	$EUD_{i,t}$	非相关多元化程度	计算方式见公式（4-5）
分组变量	PR_i	产权性质	取 1 为国有企业，取 0 为非民营企业
	EC_i	股权集中度	取 1 为股权集中度较高，取 0 为较低
	IH_i	机构投资者持股	取 1 为机构投资者持股比例较高，取 0 为较低
控制变量	$SIZE_{i,t}$	公司规模	期末市值的自然对数
	$LEV_{i,t}$	资产负债率	期末总负债与总资产之比
	$ROE_{i,t}$	净资产收益率	期末税后利润与净资产之比
	$BM_{i,t}$	账面市值比	期末总资产与市值之比
	$SIGMA_{i,t}$	个股收益波动	股票周收益率的年化标准差
	$RET_{i,t}$	个股年回报率	股票年回报率
	$DTURN_{i,t}$	日均超额换手率	第 t 年和第 t-1 年的日均换手率之差
	$AN_{i,t}$	分析师关注度	对其进行跟踪分析的分析师团队数
	$TOP1_{i,t}$	第一大股东控制力	期末的第一大股东的持股比例
	$TOP10_{i,t}$	前十大股东控制力	期末的前十大股东持股比例之和
	$IR_{i,t}$	独立董事比例	期末独立董事数与董事会总数之比
	$IHR_{i,t}$	机构持股比例	期末机构投资者持股数与总股本之比
	$NR_{i,t}$	流通股比例	期末流通股数与总股本之比

4.3 模型设计

为了验证上述提出的三个研究假设，在借鉴王明伟和陈雪梅（2016）、徐业坤等（2020）的做法的基础上，本文构建以下三个模型：

$$NCSKEW_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Div_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 BM_{i,t-1} + \alpha_4 ROE_{i,t-1} + \alpha_5 LEV_{i,t-1} + \alpha_6 SIGMA_{i,t-1} + \alpha_7 RET_{i,t-1} + \alpha_8 DTURN_{i,t-1} + \alpha_9 AN_{i,t-1} + \alpha_{10} TOP1_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4-11)$$

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EUD_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 BM_{i,t-1} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 SIGMA_{i,t-1} + \beta_7 RET_{i,t-1} + \beta_8 DTURN_{i,t-1} + \beta_9 AN_{i,t-1} + \beta_{10} TOP1_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4-12)$$

$$NCSKEW_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ERD_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 BM_{i,t-1} + \gamma_4 ROE_{i,t-1} + \gamma_5 LEV_{i,t-1} + \gamma_6 SIGMA_{i,t-1} + \gamma_7 RET_{i,t-1} + \gamma_8 DTURN_{i,t-1} + \gamma_9 AN_{i,t-1} + \gamma_{10} TOP1_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4-13)$$

其中， α_0 、 β_0 和 γ_0 表示常数项； $\alpha_1 \sim \alpha_{10}$ 、 $\beta_1 \sim \beta_{10}$ 和 $\gamma_1 \sim \gamma_{10}$ 为各自变量和控制变量的回归系数； $\sum Year$ 和 $\sum Industry$ 分别为年份和行业固定效应； $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。为了减小可能存在的内生性的影响，上述三个模型的解释变量和控制变量均滞后一期。为了减小可能存在的截面相关的影响，上述三个模型在具体拟合中均对标准误进行个股层面的 Cluster 调整以减小偏误。

模型（4-11）研究的是多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间的关系。如果 α_1 显著为正，则意味是比起选择相关多元化战略，企业选择非相关多元化为战略核心则会带来更高的股价崩盘风险；如果 α_1 显著为负，则意味着企业选择相关多元化战略反而会意味着更高的股价崩盘风险。模型（4-12）和模型（4-13）分别研究的是相关和非相关多元化程度与股价崩盘风险之间的关系。如果 β_1 和 γ_1 显著为负则意味着企业两类多元化经营程度的高低与股价崩盘风险之间为负相关关系，反之同理。

5 实证结果与分析

5.1 描述性统计

表 5-1 报告了本文主要变量的平均值等基本统计信息。从中可知， $NCSKEW_{i,t}$ 的平均值为-0.297，由于样本期内包含出现千股跌停现象的 2015 年，因此较其他文献中的统计结果来说相对偏高。中位数为-0.264，接近于平均值，意味着样本分布较为均匀；其中最大值为 1.686，最小值为-2.342，表明我国 A 股市场上存在部分企业有着较高的股价崩盘风险。在多元化经营指数方面， $Div_{i,t-1}$ 的平均值为 0.486，即在实行多元化经营战略的企业中更多的企业倾向于选择相关多元化。 $ERD_{i,t-1}$ 的平均值为 0.58，大于 $EUD_{i,t-1}$ 的平均值 0.369，即不仅更多的企业以相关多元化为主导，同时企业在相关多元化上的投入更多，深度更深，比起非相关多元化，涉及更多不同的业务部门。此外， $ERD_{i,t-1}$ 的平均值和中位数较为接近，即样本分布较为均匀，而 $EUD_{i,t-1}$ 的中位数 0.199 远小于平均值 0.369，样本在非相关多元化程度上呈现右偏分布，即在我国 A 股市场上大部分企业的非相关多元化程度是较低的，但存在部分的头部企业资源丰富、背景雄厚、历史悠久，已形成商业帝国式布局，拥有相对来说较高的非相关多元化程度进而拉升了我国 A 股市场的总体平均水平。即在非相关多元化上存在着头部效应，企业之间存在着明显的个体差异。

在控制变量方面，除 $AN_{i,t-1}$ 外的其他变量的中位数和平均值都较为接近，即我国 A 股企业在这些变量上的分布较为均匀。而在分析师关注度这一因素上，存在着一部分热点、热门企业拥有相对高量级的关注度，被各分析师团队所追捧，由此拉高了市场平均水平。此外，在公司的基本特征上，资产负债率($LEV_{i,t-1}$)和净资产收益率($ROE_{i,t-1}$)的平均值分别为 0.476 和 0.059，标准差分别为 0.209 和 0.133，表明我国 A 股公司总体上财务杠杆较高且整体盈利能力较差，内部的个体差异也较大。在个股的交易特征上，虽然企业整体的盈利能力较低，但总体的个股年回报率平均水平为 0.176，体现我国近 10 年来股票市场的相对活跃。个股的收益波动平均值为 0.451，标准差为 0.17；个股的超额日均换手率的平均值为-0.004，标准差为 0.019，可见个股之间的收益波动性和交易频率差异较大。总体而言，各个控制变量的描述性统计结果较为合理并与相关文献数据相近，接近我国市场的实际情况。

表 5-1 主要变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$NCSKEW_{i,t}$	13588	-0.297	0.712	-0.264	-2.342	1.686
$Div_{i,t}$	13588	0.486	0.500	0.000	0.000	1.000
$ERD_{i,t}$	13588	0.58	0.498	0.492	0.000	1.893
$EUD_{i,t}$	13588	0.369	0.401	0.199	0.000	1.516
$SIGMA_{i,t}$	13588	0.451	0.17	0.412	0.186	0.971
$TOP1_{i,t}$	13588	0.357	0.153	0.334	0.085	0.762
$AN_{i,t}$	13588	7.454	9.187	4.000	0.000	41.000
$SIZE_{i,t}$	13588	15.578	0.975	15.502	13.614	18.403
$RET_{i,t}$	13588	0.176	0.626	0.189	-0.722	3.168
$LEV_{i,t}$	13588	0.476	0.209	0.478	0.062	0.988
$ROE_{i,t}$	13588	0.059	0.133	0.066	-0.862	0.344
$BM_{i,t}$	13588	0.595	0.252	0.601	0.000	1.115
$DTURN_{i,t}$	13588	-0.004	0.019	-0.003	-0.065	0.044

本研究对两两变量进行了Pearson相关性检验，具体的相关系数矩阵如下图 5-2 所示。除了公司规模（ $SIZE_{i,t-1}$ ）和分析师关注度（ $AN_{i,t-1}$ ）、个股年回报率（ $RET_{i,t-1}$ ）和日均超额换手率（ $DTURN_{i,t-1}$ ）之间的相关系数大于 0.5 且在 1%水平上显著外，各个模型中的解释变量和控制变量之间的相关系数均小于 0.4。此外，本文还计算了各个模型的方差膨胀因子，最大 VIF 值均小于 10。通过上述两种方式检验了本研究中主要回归模型中，解释变量与控制变量之间及控制变量之间不存在严重的多重共线性问题。

此外， $NCSKEW_{i,t}$ 与 $Div_{i,t-1}$ 之间的相关系数为正，即比起相关多元化战略，企业选择非相关多元化战略则股价暴跌的可能性更大； $NCSKEW_{i,t}$ 与 $ERD_{i,t-1}$ 之间呈现负相关，说明企业相关多元化水平越高，股价崩盘可能性越低； $NCSKEW_{i,t}$ 与 $EUD_{i,t-1}$ 之间的系数结果则为正，即企业的非相关多元化程度越高反而引发更大的股价崩盘风险。但上述三个相关系数均未在 10%水平上显著，且相关系数并未控制数据的面板特征及各控制变量。因此上述关系只是初步佐证，在此基础上建立更为严谨和精确的实证回归模型来进行分析验证。

表 5-2 相关性矩阵

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) NCSKEW	1.000												
(2) Div	0.011	1.000											
(3) ERD	-0.010	-0.577***	1.000										
(4) EUD	0.001	0.765***	-0.402***	1.000									
(5) SIGMA	-0.066***	0.005	0.001	0.018**	1.000								
(6) AN	0.092***	-0.088***	0.060***	-0.090***	-0.124***	1.000							
(7) TOP1	-0.032***	-0.029***	0.028***	-0.025***	-0.032***	0.100***	1.000						
(8) DTURN	-0.041***	0.022**	-0.018**	0.019**	0.302***	0.005	-0.025***	1.000					
(9) SIZE	0.075***	0.028***	-0.009	0.057***	-0.041***	0.551***	0.214***	0.128***	1.000				
(10) RET	0.068***	-0.026***	0.002	-0.025***	0.298***	0.039***	-0.003	0.531***	0.187***	1.000			
(11) LEV	-0.013	0.136***	-0.108***	0.102***	0.027***	-0.056***	0.039***	0.049***	0.002	-0.001	1.000		
(12) ROE	0.016*	-0.012	-0.043***	-0.025***	-0.095***	0.340***	0.104***	-0.027***	0.265***	0.076***	-0.0191***	1.000	
(13) BM	-0.133***	0.058***	0.001	0.057***	-0.220***	-0.010	0.192***	-0.115***	-0.028***	-0.332***	0.343***	-0.041***	1.000

5.2 回归结果分析

为了进一步验证多元化战略选择与股价崩盘风险之间的关系，本文依据模型 4-11、4-12 和 4-13，以负收益偏态系数作为被解释变量，以多元化战略类型、相关和非相关多元化程度为解释变量，补充公司基本特征和个股收益特征两方面的控制变量，并同时控制行业和年度固定效应，最后的回归结果如下表 5-2 所示。

可以看到，多元化战略类型 ($Div_{i,t-1}$) 的系数显著为正，表明比起选择以相关多元化为主导，如果企业以非相关多元化为核心战略，那么未来发生股价崩盘风险的概率就会较高。相关多元化程度 ($ERD_{i,t-1}$) 的系数显著为负，其 p-value 接近 0.05，表示一家企业的相关多元化程度与其股价崩盘可能性之间存在较为显著的负相关关系。非相关多元化程度 ($EUD_{i,t-1}$) 的系数为 0.024，即企业的非相关多元化程度越高，股价崩盘概率也会越高，但这种关系并不显著。本文认为，出现这种现象原因一方面是由于我国 A 股企业的数据分布特征。从表 5-1 的描述性统计表中可以看出， $EUD_{i,t-1}$ 的中位数 0.199 远小于平均值 0.369，即我国 A 股市场上大部分企业的非相关多元化程度是相对较低且集中的，只存在部分企业基于历史背景等因素实现了较高程度的非相关多元化。而被解释变量负收益偏态系数 ($NCSKEW_{i,t}$) 的分布相对均匀，因此企业之间在股价崩盘风险上的差异和异质性高于其在非相关多元化程度上，在统计结果上的表现为系数相对的不显著。另外一方面，在理论上，结合前两个回归模型的实证结果，非相关多元化系数的不显著可以在一定程度上表明真正会影响企业未来股价崩盘风险的并不是企业非相关多元化程度的绝对值，而是其对于相关多元化程度的相对值。如果企业能主要聚焦于自己的主行业，即使跨行业经营规模的扩大但并不会挑战其在主业上的投入和支撑，那么并不会带来更高的股价崩盘风险。而如果企业厚此薄彼，更依赖跨行业产品或服务的收入而动摇其原本主业的核心地位，那么其未来将有较大的风险发生股价崩盘。

在控制变量方面，公司基本特征的相关变量中，净资产收益率 ($ROE_{i,t-1}$) 和账面市值比 ($BM_{i,t-1}$) 的系数均为负且在 1% 水平上显著，表明公司本身的经营状况越佳、绩效表现越好、未来的成长性越高，那么发生股价暴跌的概率也会越低。资产负债率 ($LEV_{i,t-1}$) 和分析师关注度 ($AN_{i,t-1}$) 的系数均为正且在 1% 水平上显著，即公司的财务杠杆越高、被更多的分析师团队所关注，那么其未来有更高的概率发生股价崩盘。在个股的交易特征上，个股的年回报率 ($RET_{i,t-1}$) 的系数显著为正，个股的超额日均换

手率 ($DTURN_{i,t-1}$) 的系数显著为负, 反映了个股的市场表现和市场关注会产生一定程度上的风险抑制作用。

表 5-3 多元化经营战略选择与股价崩盘风险回归结果

	(1)	(2)	(3)
	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}
Div _{i,t-1}	0.035** (2.56)		
ERD _{i,t-1}		-0.027* (-1.90)	
EUD _{i,t-1}			0.024 (1.45)
SIGMA _{i,t-1}	-0.150** (-2.33)	-0.149** (-2.30)	-0.153** (-2.37)
AN _{i,t-1}	0.007*** (7.87)	0.007*** (7.75)	0.007*** (7.76)
TOP1 _{i,t-1}	-0.044 (-0.92)	-0.046 (-0.97)	-0.047 (-0.98)
DTURN _{i,t-1}	-1.375*** (-3.02)	-1.351*** (-2.97)	-1.351*** (-2.97)
SIZE _{i,t-1}	-0.005 (-0.44)	-0.004 (-0.33)	-0.004 (-0.40)
RET _{i,t-1}	0.108*** (6.86)	0.108*** (6.82)	0.108*** (6.82)
LEV _{i,t-1}	0.131*** (3.56)	0.134*** (3.65)	0.135*** (3.66)
ROE _{i,t-1}	-0.147*** (-2.94)	-0.150*** (-3.00)	-0.146*** (-2.92)
BM _{i,t-1}	-0.317*** (-9.63)	-0.311*** (-9.40)	-0.319*** (-9.67)
cons	-0.137 (-0.79)	-0.120 (-0.69)	-0.127 (-0.73)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	13588	13588	13588
Adj-R ²	0.062	0.062	0.062

注: 括号内为经过企业层面聚类调整的t值; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 下同

5.3 中介机制分析

由前面的回归结果可以看到,企业如果选择非相关多元化战略那么未来将会面临更大的股价崩盘风险。而企业如果专注于相关多元化战略,且相关多元化程度越高,那么其未来发生股价崩盘的概率就会越低。而导致上述结论的一个可能原因便在于非相关多元化经营会比相关多元化造成更高的信息不透明度,从而诱发更高的股价崩盘风险。因此在此基础上,本文进行了中介效应检验,检验信息不透明度作为影响机制和作用路径的存在性。

第一步,是以信息不透明度为被解释变量,以多元化战略选择为解释变量,参考徐业坤等(2020)的研究基础上,加入独立董事比例($IR_{i,t-1}$)、机构投资者持股比例($IHR_{i,t-1}$)、流通股比例($NR_{i,t-1}$)和前十大股东控股比例($TOP10_{i,t-1}$)作为控制变量,并且均滞后一期以减小内生性的影响。最后的回归结果如下表 5-4 所示。可以看到,多元化战略选择($Div_{i,t-1}$)的系数为 0.013,且在 5%水平上显著,说明企业如果选择以非相关多元化为核心将会导致更高的信息不透明度。这主要是由于因为比起选择相关多元化,企业选择非相关多元化为主要战略方向往往意味着更高的组织结构复杂度和业务复杂度,会加大投资者了解其真实经营和财务状况的难度,进而导致其信息不透明度的提升。高明华等(2010)发现,公司的非相关多元化程度与证券分析师的关注度之间呈现更为显著的负向关系。分析师的关注度减小会减轻其信息披露的压力并增加其盈余管理的动机及降低盈余管理的风险,进而导致更大的信息不透明度。

此外,相关多元化程度的系数在 1%水平上显著为负,表明企业的相关多元化程度越高,其信息不透明度反而会越低;而非相关多元化程度($EUD_{i,t-1}$)前的系数为正,但并不显著,与高明华等(2010)的研究结论有一定的差异。但本文认为,该结论表明对信息不透明度影响较大的并不是企业非相关多元化绝对量级的大小,而是其之于相关多元化规模的相对量级。企业保持主业核心竞争力基础之上的非相关多元化扩张无可厚非,并不会带来信息不透明度的显著提高。但是如果企业放弃聚焦主业,盲目探索全新领域,则反而会导致组织内部的臃肿和庞杂。

本文认为,信息透明度的大小取决于两个层面,一方面是披露出来信息量的大小,包括信息角度的多样性和同一角度下信息的细节性和详尽性;另外一方面则是所披露信息的质量,披露的信息是否能够反映企业真实的经营情况,对于信息使用者是否具有价值和意义。在信息数量上,无论是相关多元化还是非相关多元化,随着多元化经营

程度的提升，其会有较大的外部融资需求，出于降低融资资本成本的诉求，企业便会选择主动披露一些信息以缓解与投资者之间的信息不对称性，进而降低信息不透明度。在信息质量上，郭照蕊和黄俊（2020）的研究发现，随着多元化程度的提升，企业的业务复杂度提高，一方面会缺少进行横向比较的样本，提高投资者识别和理解成本；另外一方面多元化经营企业内部会存在部门交叉补贴现象，也会助长管理层的机会主义行为，这些都会极大影响公司经营和投资判断但又无法在会计信息等信息中直观体现，进而会降低会计等信息的价值性和投资者对其的依赖。但是郭照蕊和黄俊（2020）发现这种会计信息价值相关性的降低随着企业非相关多元化程度的提升尤为显著；而随着企业相关多元化程度的提升，会计信息的价值反而会显著提升。

综上所述可以看到，企业相关多元化程度的提升从信息数量和信息质量两个层面都会作用于信息不透明度的降低，本文的实证结果也验证了这一点。而企业非相关多元化程度的作用效果比较复杂，既有正向促进又有负向影响。本文实证结果认为，当企业非相关多元化程度占据主导地位时，企业以非相关多元化作为核心战略时，其负向影响将会抵消其正向增益，导致信息不透明度的增加。

表 5-4 多元化经营战略选择与信息不透明度

	(1)	(2)	(3)
	ABACC _{i,t}	ABACC _{i,t}	ABACC _{i,t}
Div _{i,t-1}	0.013** (2.17)		
ERD _{i,t-1}		-0.024*** (-3.82)	
EUD _{i,t-1}			0.007 (1.01)
IR _{i,t-1}	-0.016 (-0.28)	-0.013 (-0.22)	-0.018 (-0.31)
IHR _{i,t-1}	0.006 (0.28)	0.003 (0.15)	0.007 (0.37)
NR _{i,t-1}	-0.089*** (-6.31)	-0.089*** (-6.33)	-0.088*** (-6.25)
TOP10 _{i,t-1}	0.083*** (2.77)	0.087*** (2.94)	0.079*** (2.65)

续表 5-4 多元化经营战略选择与信息不透明度

	(1)	(2)	(3)
	ABACC _{i,t}	ABACC _{i,t}	ABACC _{i,t}
cons	0.025 (0.68)	0.044 (1.21)	0.032 (0.87)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	10885	10885	10885
Adj-R ²	0.084	0.086	0.084

检验中介效应的第二步是将中介变量也纳入模型中，具体的回归结果如下表 5-5 所示。可以看到，信息不透明度（ $ABACC_{i,t-1}$ ）的系数都显著为正，符合预期，即信息不透明度越高其未来的股价崩盘风险也会越高。而即使在加入中介变量后，多元化战略选择（ $Div_{i,t-1}$ ）和相关多元化程度前的系数方向与原主回归一致，且均在 1% 水平上显著，表明信息不透明度起到了部分中介作用。即企业如果选择以非相关多元化为核心战略方向会导致较高的信息不透明度，使得管理层隐藏负面消息的难度降低，被发现的可能性降低。负面消息不断积累，一方面总会露出些许蛛丝马迹，被投资者发现；另一方面，只隐藏负面消息而不去解决问题，还会从量变到质变，公司经营难以为继，世人皆知。上述信息释放到市场后必然引发投资者的恐慌，对企业未来的不看好和不信任，进而对股价造成巨大冲击最终崩盘。此外，投资者与企业之间较高的信息不透明度会导致二者之间的信任关系无法建立，增加投资者的理解成本和判断偏差。一旦出现负面消息，容易被曲解和过度解读，引发较大的市场情绪波动，出于保守心理争先恐后卖出，导致最后的股价崩盘。

而如果企业选择以相关多元化作为主要战略方向，且程度越高，反而有利于降低其信息不透明度。有些负面消息可以提前释放到市场上并被消化，减小股价出现极端波动的概率；同时，这些负面消息的提前释放会给投资者以心理准备和心理预期，并提供时间和空间供投资者理解消化这些信息形成自己的理性判断，而非受到一时市场恐慌情绪的裹挟。比起单纯的报喜不报忧，较低的信息不透明度也可以帮助建立公司与投资者之间的信任关系，投资者会在一时的下挫时更加坚定地看好企业的未来，选择在企业低谷时与其共克时艰，减小股价下跌的波动，降低出现股价崩盘的风险。

表 5-5 信息不透明度的中介作用

	(1)	(2)	(3)
	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}
Div _{i,t-1}	0.036*** (3.40)		
ERD _{i,t-1}		-0.030*** (-2.65)	
EUD _{i,t-1}			0.030** (2.28)
ABACC _{i,t-1}	0.048* (1.94)	0.047* (1.90)	0.049** (1.98)
SIGMA _{i,t-1}	-0.154*** (-2.99)	-0.152*** (-2.94)	-0.158*** (-3.05)
AN _{i,t-1}	0.004*** (5.53)	0.004*** (5.38)	0.004*** (5.44)
TOP1 _{i,t-1}	-0.016 (-0.42)	-0.016 (-0.44)	-0.017 (-0.46)
DTURN _{i,t-1}	-0.189 (-0.48)	-0.199 (-0.51)	-0.178 (-0.46)
SIZE _{i,t-1}	-0.012 (-1.42)	-0.011 (-1.29)	-0.012 (-1.42)
RET _{i,t-1}	0.070*** (5.67)	0.069*** (5.66)	0.069*** (5.65)
LEV _{i,t-1}	0.129*** (4.45)	0.131*** (4.53)	0.131*** (4.52)
ROE _{i,t-1}	-0.112*** (-2.81)	-0.117*** (-2.91)	-0.111*** (-2.77)
BM _{i,t-1}	-0.250*** (-9.96)	-0.243*** (-9.63)	-0.252*** (-10.00)
cons	0.091 (0.73)	0.113 (0.90)	0.104 (0.83)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	10765	10765	10765
Adj-R ²	0.058	0.058	0.058

5.4 调节机制分析

为了进一步研究多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间的关系,本研究考虑公司自身治理对该关系的影响。在具体的变量选择上,选择公司的产权性质、股权集中度和机构投资者持股比例这三个变量来进行调节机制的检验。

5.4.1 产权性质

在我国,产权性质影响企业的治理机制、组织结构和经营决策。特别在多元化的类型选择和行业选择上,不同性质企业会有不一样的战略方向、决策考量和发展视野。因此,本文将样本性质区分为国有和民营进行分组回归,最后的结果如下表 5-6 所示。可以看到,在国企样本中,三个自变量的系数均不显著。而在民企样本中,多元化战略选择 ($Div_{i,t-1}$) 的系数在 5%水平上显著为正,且大于国企样本的系数。表明比起国企,民营企业选择以非相关多元化为核心战略方向将会带来更大的股价崩盘风险。

本文认为出现这种现象的原因主要是由于我国特殊的经济体制和市场环境。田恒(2014)指出,具有中央或地方政府控股背景的国有上市企业,可以凭借政府授权进入如能源、烟草、通信等具有高额利润的产业,同时凭借政府管制构建的高行业门槛在领域内掌握核心竞争力而稳定收益。因此其并无太大的扩张规模、对冲风险、扩大收益等经济动机去进行非相关多元化扩张。而无上述优势的民企便更加容易逐利而为,为实现规模的快速扩张或在当下热点行业中分得一杯羹而顾此失彼、盲目进入非相关行业。而这些行业本身激烈的竞争加上企业需要时间和资源去培育立足的核心竞争力,就会放大经营风险,进而带来更大的业绩波动和股价表现波动。

此外,在民营企业样本中,相关多元化程度 ($ERD_{i,t-1}$) 的系数在 10%水平上显著为负,且负向影响作用大于国有企业。表明,比起国企,民营企业实施相关多元化程度越高更加能够抑制其未来的股价崩盘风险。这一方面是由于,张荔等(2011)等学者发现,受中央控股的上市公司本身就更加偏向于选择相关多元化经营战略。另外一方面,国企通过自身在行业里的垄断地位等资源优势在自身的主业中有着明显的竞争优势,拥有相对稳定、风险较小且规模可观的收益,因此基于主业的相关多元化扩张更多只是锦上添花,对其的业绩提升的敏感度较低。而民营企业往往不具有在自身主业中的稳固的竞争优势,那么基于其主业的各类相关多元化扩张可以通过整合资源优势、发挥协同效应等较大增强自身的核心竞争力,进而降低自己的经营风险,提升自己的业绩表现,从而降低未来的股价崩盘风险。

因此，从上述分析可以看到，对于民营企业来说，比起急功近利地快速扩大规模或进入热门行业而实行非相关多元化，其应该更加聚焦于自己的主业来进行相关多元化。

表 5-6 产权性质的调节作用

	国企			民企		
	(1) NCSKEW _{i,t}	(2) NCSKEW _{i,t}	(3) NCSKEW _{i,t}	(4) NCSKEW _{i,t}	(5) NCSKEW _{i,t}	(6) NCSKEW _{i,t}
Div _{i,t-1}	0.031 (1.61)			0.038** (1.96)		
ERD _{i,t-1}		-0.015 (-0.73)			-0.034* (-1.68)	
EUD _{i,t-1}			0.021 (0.93)			0.027 (1.08)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6406	6406	6406	7182	7182	7182
Adj-R ²	0.066	0.067	0.067	0.064	0.065	0.064

5.4.2 股权集中度

股权集中度直接衡量的是一家公司股权的分布情况，但其会对公司内部治理机制产生重大影响。其一方面会直接影响企业内部的决策效率，另外一方面直接决定着公司决策的利益倾向。因此，本研究计算公司第一大股东持股的平均比例，以是否高于 30% 为判断标准分为高低两组。表 5-7 报告了最后的拟合结果。从中可知，较低组的系数均不显著。而较高组的系数在 5% 水平上显著为正，且绝对数值更高。即，股权集中度较高的企业，如果其选择非相关多元化为主要战略方向，将导致更大的股价崩盘风险。

本文认为，这要是由于控股股东与中小股东之间的代理冲突会随着股权集中度的提高而激化。杨棉之和卢闯（2011）就发现，随着大股东持股比例的提高，其利益与公司利益强绑定，但缺少一定的权力制衡和监督，掏空公司的能力和动机也会越强，而操作方式之一就是实行涉及庞大现金流和多机构间复杂资金网络的多元化战略。其中实施非相关多元化体量更大，机构组织更为复杂，需要耗费的资源投入更多，财富转移的通道更为多样也更为隐蔽，为控股股东套取资金、牟取私利提供便利。因此，公司以非相关多元化为核心战略方向会为较高股权集中度的“掏空动机”提供便利，从而加剧代理

冲突，导致更大的股价崩盘风险。

而相关多元化程度 ($ERD_{i,t-1}$) 的系数在 5% 水平上显著为正，且负向影响程度大于股权集中度较低组。这主要是股东与管理层之间的代理冲突可以被股权集中度的提高而缓解。当公司股东控股足够集中时，一方面其控制权和话语权越大，监管和干预的能力越强；另外一方面，大股东与公司的利益相关度越高，其监管的主动性和积极性越高，两方面共同作用于对管理者机会主义行为的有效制衡。袁淳等 (2010) 也得出了一致的结论。本来多元化经营的企业易出现内部资本市场无效率问题。而当大股东持股比例较高时，则可以激励其更好地监督管理者，遏制其机会主义行为，进而产生“利益协同效应”，增加现金持有价值。综上可以看到，较高的股权集中度能够更好的发挥“监督效应”，对管理者出于私利的多元化行为进行有效遏制，降低股价崩盘风险。

上述可知，较高的股权集中度对于缓解代理问题会同时产生两种效应，一种是“监督效应”，一种是“掏空效应”。而从最后的回归结果可以看到，当企业选择较高程度的非相关多元化并以此为核心战略时，这种“掏空效应”将更为凸显；而当企业更多地选择相关多元化时，这种“监督效应”将更为凸显，对缓解代理冲突产生正向促进作用，进而降低股价崩盘风险。

表 5-7 股权集中度的调节作用

	股权集中度较高组			股权集中度较低组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	NCSKEW _{i,t}					
Div _{i,t-1}	0.042** (2.18)			0.033 (1.65)		
ERD _{i,t-1}		-0.046** (-2.39)			-0.017 (-0.74)	
EUD _{i,t-1}			0.015 (0.66)			0.031 (1.26)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6390	6390	6390	7198	7198	7198
Adj-R ²	0.067	0.068	0.067	0.064	0.064	0.064

5.4.3 机构投资者持股比例

机构投资者的资质、规模和平台使其作为代表性外部投资者能够对公司治理乃至公司股价表现产生重要影响。鉴于本文未对样本进行特殊筛选且企业样本数的相对可观，选择样本的中位数作为划分标准，分为两组进行回归，下表 5-8 报告了具体系数结果。由列（4）的结果可知，只有机构投资者持股比例较低组的多元化战略选择系数在 5% 水平上显著为正，且绝对数值更高。相关多元化程度（ $ERD_{i,t-1}$ ）前的系数只在机构投资者持股比例较高组中在 5% 水平上显著为负，且抑制作用程度大于比例较低组。上述两个数据结果都表明，机构投资者持股比例越高越可以促使多元化经营战略带来更低的股价崩盘风险，无论企业是实施非相关多元化还是相关多元化。

本文认为这主要是由于机构投资者持股对于股价崩盘风险存在一定的抑制作用。高昊宇等（2017）指出，一方面机构投资者为了维护投资者的利益对于股价暴跌更为敏感和警惕；另外一方面，其在股东之中具有监管优势，可以有效参与公司治理并监督管理行为。机构投资者持股比例越高，代表其对该公司的关注度和期待度越高，代表更大的动机和能力去制衡控股股东或管理层的自利行为，遏制机会主义等掏空企业的行为，进而抑制股价崩盘风险。

表 5-8 机构投资者的调节作用

	机构投资者持股比例较高组			机构投资者持股比例较低组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	NCSKEW _{i,t}					
Div _{i,t-1}	0.023 (1.22)			0.046** (2.13)		
ERD _{i,t-1}		-0.045** (-2.32)			-0.013 (-0.56)	
EUD _{i,t-1}			0.011 (0.45)			0.024 (0.92)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6169	6169	6169	7419	7419	7419
Adj-R ²	0.084	0.086	0.085	0.057	0.057	0.057

5.5 稳健性检验

5.5.1 控制内生性问题

多元化经营战略作为影响公司整体运作的全盘战略，会基于其各类市场表现而进行调整，因此多元化战略可能是内生的。本研究的主回归模型将自变量和控制变量均滞后一期以减小内生性的影响。在此基础上，本文借鉴江轩宇等（2015）等学者的做法，将自变量和控制变量滞后两期作为稳健性检验来进一步克服内生性的影响。最后的回归结果如下表 5-9 所示。所有自变量的系数显著性和方向均与前文一致。

表 5-9 延长滞后期的回归结果

	(1) NCSKEW _{i,t}	(2) NCSKEW _{i,t}	(3) NCSKEW _{i,t}
Div _{i,t-2}	0.033** (2.22)		
ERD _{i,t-2}		-0.041** (-2.57)	
EUD _{i,t-2}			0.014 (0.77)
SIGMA _{i,t-2}	-0.317*** (-4.39)	-0.319*** (-4.45)	-0.324*** (-4.52)
AN _{i,t-2}	0.006*** (5.63)	0.006*** (5.58)	0.006*** (5.42)
TOP1 _{i,t-2}	-0.022 (-0.43)	-0.033 (-0.64)	-0.038 (-0.74)
DTURN _{i,t-2}	0.104 (0.22)	0.004 (0.01)	0.033 (0.07)
SIZE _{i,t-2}	-0.037*** (-3.17)	-0.036*** (-3.14)	-0.035*** (-3.05)
RET _{i,t-2}	0.055*** (3.15)	0.056*** (3.23)	0.055*** (3.19)
LEV _{i,t-2}	0.117*** (2.94)	0.119*** (3.04)	0.123*** (3.13)
ROE _{i,t-2}	-0.027 (-0.44)	-0.038 (-0.64)	-0.031 (-0.51)
BM _{i,t-2}	-0.205*** (-5.94)	-0.203*** (-5.90)	-0.215*** (-6.26)

续表 5-9 延长滞后期的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}
cons	0.750*** (4.13)	0.498*** (2.83)	0.470*** (2.65)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	11750	11750	11750
Adj-R ²	0.045	0.045	0.045

5.5.2 增加控制变量

虽然本文控制了公司财务和股价维度的有关变量,但仍可能存在遗漏变量,导致内生性问题。因此,本文借鉴徐诚辉(2019)等人的研究,将负偏态收益系数(NCSKEW_{i,t})的滞后一期加入到模型中进行稳健性检验。最后的回归结果如下表 5-10 所示。从中可见,NCSKEW_{i,t-1}的系数在 1%水平上显著为正,符合预期,即上期具有较大股价下行概率的企业在当期仍会存在较高的风险。此外,战略选择的系数在 5%水平上显著为正,相关多元化程度在 10%水平上显著为负,非相关多元化程度系数为正但不显著,均与前文的结论保持一致。

表 5-10 增加被解释变量滞后期的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}
NCSKEW _{i,t-1}	0.066*** (6.92)	0.066*** (6.88)	0.066*** (6.89)
Div _{i,t-1}	0.032** (2.48)		
ERD _{i,t-1}		-0.025* (-1.81)	
EUD _{i,t-1}			0.022 (1.38)
SIGMA _{i,t-1}	-0.055 (-0.84)	-0.066 (-1.02)	-0.070 (-1.08)
AN _{i,t-1}	0.007*** (7.49)	0.006*** (7.34)	0.007*** (7.35)
TOP1 _{i,t-1}	-0.045 (-1.00)	-0.050 (-1.11)	-0.051 (-1.13)

续表 5-10 增加被解释变量滞后期的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}	NCSKEW _{i,t}
DTURN _{i,t-1}	-1.336*** (-2.93)	-1.215*** (-2.67)	-1.215*** (-2.68)
SIZE _{i,t-1}	0.001 (0.08)	0.002 (0.23)	0.002 (0.15)
RET _{i,t-1}	0.115*** (7.21)	0.114*** (7.18)	0.114*** (7.18)
LEV _{i,t-1}	0.124*** (3.52)	0.129*** (3.68)	0.130*** (3.70)
ROE _{i,t-1}	-0.143*** (-2.89)	-0.156*** (-3.17)	-0.152*** (-3.10)
BM _{i,t-1}	-0.296*** (-9.27)	-0.296*** (-9.34)	-0.303*** (-9.62)
cons	-0.282* (-1.69)	-0.186 (-1.15)	-0.193 (-1.19)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	13588	13588	13588
Adj-R ²	0.066	0.066	0.066

5.5.3 替换被解释变量

本文采用收益上下波动率来替换负偏态收益系数以进行稳健型检验。收益上下波动率 (DUVOL_{i,t}) 的具体计算方式见上文公式 (4-3)。最后的回归结果如下表 5-11 所示。可以看到, 战略选择的系数在 1%水平上显著为正, 相关多元化程度系数在 5%水平上显著为负, 非相关多元化程度系数显著性水平较低仅为 10%而系数为正, 均与前文的结论一致。

上述稳健性检验中, 衡量多元化各维度的自变量的系数结果在显著性和影响方向上均与前文基本一致, 表明本研究的实证结果是相对准确可靠的。

表 5-11 替换被解释变量的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	DUVOL _{i,t}	DUVOL _{i,t}	DUVOL _{i,t}
Div _{i,t-1}	0.026*** (2.79)		
ERD _{i,t-1}		-0.025** (-2.44)	
EUD _{i,t-1}			0.019* (1.67)
SIGMA _{i,t-1}	-0.120*** (-2.66)	-0.119*** (-2.63)	-0.122*** (-2.71)
AN _{i,t-1}	0.004*** (6.69)	0.004*** (6.58)	0.004*** (6.58)
TOP1 _{i,t-1}	-0.009 (-0.28)	-0.010 (-0.31)	-0.011 (-0.34)
DTURN _{i,t-1}	-1.002*** (-3.28)	-0.987*** (-3.23)	-0.985*** (-3.22)
SIZE _{i,t-1}	-0.010 (-1.43)	-0.010 (-1.33)	-0.010 (-1.39)
RET _{i,t-1}	0.075*** (6.84)	0.074*** (6.82)	0.074*** (6.82)
LEV _{i,t-1}	0.099*** (3.97)	0.100*** (4.05)	0.101*** (4.07)
ROE _{i,t-1}	-0.085** (-2.54)	-0.088*** (-2.62)	-0.084** (-2.50)
BM _{i,t-1}	-0.218*** (-9.71)	-0.213*** (-9.44)	-0.220*** (-9.76)
cons	-0.036 (-0.31)	-0.021 (-0.18)	-0.028 (-0.24)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	13588	13588	13588
Adj-R ²	0.066	0.066	0.065

6 结论与建议

6.1 主要结论

本文选取 2007-2018 年国内 A 股上市企业作为研究样本，实证检验了企业多元化经营战略选择与股价崩盘风险之间的关系，并得出以下几点结论：

(1) 比起选择相关多元化，企业如果选择以非相关多元化为主导，会造成未来更大的股价崩盘风险。其中主要的原因在于，比起相关多元化，非相关多元化会带来无效率投资、增加企业的监督管理难度、引发代理问题、加大信息不对称性等问题。

(2) 如果企业选择以相关多元化战略为主导，并且随着相关多元化程度的提升，其未来股价崩盘的概率越低。其中可能的原因在于随着相关多元化程度的提升，有利于产生协同效应以增强企业业绩表现、形成有效的内部资本市场和较低的经营风险以及缓解信息不对称问题。

(3) 影响渠道的检验结果表明，多元化经营战略选择会通过影响信息不透明度的大小而作用于股价崩盘风险。企业选择非相关多元化战略将导致较高的信息不透明度进而加剧股价崩盘风险，而随着企业相关多元化程度的提升其信息披露质量也会提升进而降低股价崩盘风险。

(4) 比起国企，民营企业选择非相关多元化战略会带来更大的股价崩盘风险，而如果其选择相关多元化战略也将带来更大的收益，可以更好地抑制风险。当企业选择非相关多元化时，较高股权集中度的“掏空效应”将更为凸显，进而加大股价崩盘风险；而当企业更多选择相关多元化时，较高股权集中度的“监督效应”则更为凸显进而抑制股价崩盘风险。最后，当机构投资者持股比例较高时，无论企业选择相关多元化战略还是非相关多元化战略，都将有助于抑制股价崩盘风险。

6.2 政策建议

在当前市场环境和经济结构背景下，大部分上市企业不会只专注于一种产品、拘泥于一类行业，都会寻找机会开拓新业务而实现多元化经营。当实行多元化经营成为共识，其中的种类选择和战略重心便成为关键。本文验证了企业内部战略选择对其市场股价表现的影响，当企业选择非相关多元化为核心战略时会增加其未来股价崩盘风险。

基于此，本文向企业、投资者和市场监管部门提出一些建议，以提示企业经营风险、保护投资者利益和促进资本市场环境的稳定健康发展。

(1)对企业的建议。多元化经营已成为我国上市企业普遍的战略选择和战略方向。但是本文研究发现，如果企业过分追求非相关多元化则会明显加剧崩盘风险，而相关多元化则不会，反而随着其程度的提升可以抑制该风险。因此建议企业更多聚焦主业，选择相关多元化，从而降低企业经营风险、增加业绩、形成协同效应、增加公司价值。对于非相关多元化战略则需要慎重，不可顾此失彼，在保持自身主业核心竞争力的基础上再有选择性得理性谨慎进入非相关领域，规避风险。

(2)对投资者的建议。当企业因为自身的战略选择问题而造成股价崩盘，冲击的直接承受人便是投资者。因此，一方面，投资者可以提升对于企业多元化经营相关消息的关注度、捕捉度和敏感度，提升此战略动作的重视度；另外一方面，投资者也可以将企业的多元化经营战略信息作为其选择投资标的、分析股价趋势、识别经营风险的重要参考依据和指向标。同时投资者不能片面的只根据公司实行的是相关多元化还是非相关多元化来判断其风险大小，而要进一步结合公司的产权性质、股权结构、机构投资者持股比例等因素综合考虑。

(3)对市场监管部门的建议。由于委托代理冲突的存在，多元化经营为管理层和大股东谋取私利、掏空企业提供了空间和便利。又因为信息不对称、信息不透明问题的存在，这种行为一时难以被察觉，一旦积累到相应阈值被全部释放到市场上便会出现股价崩盘。当企业实行多元化经营是大势所趋，在信息披露、事中监督、事后审查环节对于风险的管控便更为关键。因此，监管部门应当建立健全上市企业信息披露机制、惩罚机制和监督机制，完善相应的法律法规，提高企业信息透明度，保护投资者权益，维护市场秩序和市场环境。

参考文献

- [1] Andreou P C , Louca C , Petrou A P . CEO Age and Stock Price Crash Risk[J]. Social Science Electronic Publishing, 2016:r fw056.
- [2] Andrés,P.D.,Fuente,G.D.L.,Velasco,P.Growth opportunities and the effect of corporate diversification on value[J].Spanish Review of Financial Economics,2014(2):72-81.
- [3] Ansoff,growth I. Corporate Strategy: An analytic approach to business policy for expansion [M]. New York: Mc Graw-Hill, 1965.
- [4] Ansoff,H.I.Strategies for diversification[J].Harvard Business Review,1957,(9):113-124.
- [5] Berger,P.G.,Ofek,E.Diversification's effect on firm value[J].Journal of Financial Economics,1995(1):39-65.
- [6] Chen, Guang-Zheng, Keung, et al. Corporate diversification, institutional investors and internal control quality[J]. Accounting and finance, 2018, 58(3):751-786.
- [7] Defond M L , Hung M , Li S , et al. Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?[J].Accounting Review,2011,90(1).
- [8] Edith Penrose. The theory of the growth of the firm[J]. Long Range Planning,1996,29(4).
- [9] George,R.,Kabir,R.Heterogeneity in business groups and the corporate diversification–firm performance relationship[J].Journal of Business Research,2012(3):412-420.
- [10] Gort M . The Directions of Diversification[J]. Nber Chapters, 1962, 79(1):148-150.
- [11] H.-H, Shin, R, et al. Are Internal capital Markets Efficient?[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998.
- [12] Hann,R.N.,Ogneva,M.,Ozbas,O.Corporate diversification and the cost of capital[J]. Journal of Finance, 2013(5):1961-1999.
- [13] Hutton A P , Marcus A J , Tehranian H . Opaque Financial Report, R2, and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1):67-86.
- [14] Jin, L, Myers, et al. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics Amsterdam, 2006.
- [15] Kedia S . Estimating product market competition: Methodology and application[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(3):875-894.
- [16] Kim J B , Zhang L . Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence[J]. Contemporary Accounting Research, 2016, 33(1):412-441.
- [17] Kim J.B., Wang Z., Zhang L. CEO overconfidence and stock price crash risk[J].Contemporary Accounting Research, 2016, 33(4): 1720-1749.

- [18] Livnat, A.J. Diversification strategies, business cycles and economic performance[J]. Strategic Management Journal, 1988(2):99-110.
- [19] Megginson W L, Morgan A, Nail L A. Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-Run Merger Returns[J]. SSRN Electronic Journal, 2001, 28.
- [20] Polk L C . Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks[J]. Journal of Financial Economics, 2002.
- [21] Rumelt R.P. Strategy, Structure and Economic Performance. Harvard Business University, Cambridge, 1974, MA.
- [22] Sattar A. Mansi, David M. Reeb. Corporate Diversification: What Gets Discounted?[J]. The Journal of Finance, 2002.
- [23] Wang, W.K., et al. Corporate diversification and efficiency: evidence from Taiwanese top 100 manufacturing firms[J]. Operational Research, 2018(2):187-203.
- [24] 褚剑, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J]. 经济研究, 2016, 51(05):143-158.
- [25] 邓新明. 我国民营企业政治关联、多元化战略与公司绩效[J]. 南开管理评论, 2011, 14(04):4-15+68.
- [26] 丁慧, 吕长江, 陈运佳. 投资者信息能力: 意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证e互动”的证据[J]. 管理世界, 2018, 34(09):161-171.
- [27] 高昊宇, 杨晓光, 叶彦艺. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用: 基于中国市场的实证[J]. 金融研究, 2017(02):163-178.
- [28] 高明华, 蔡卫星, 曾诚. 股权结构与信息披露质量: 来自证券分析师盈余预测特征的证据[J]. 产业经济评论, 2010, 09(003):P. 54-70.
- [29] 郭照蕊, 黄俊. 公司多元化经营与会计信息价值相关性——来自中国证券市场的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2020(1):58-69.
- [30] 江轩宇, 伊志宏. 审计行业专长与股价崩盘风险[J]. 中国会计评论, 2013, 11(02):133-150.
- [31] 江轩宇. 会计信息可比性与股价崩盘风险[J]. 投资研究, 2015, 34(12):97-111.
- [32] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2018(01):68-74.
- [33] 金晓斌, 陈代云, 路颖, 联蒙珂. 公司特质、市场激励与上市公司多元化经营[J]. 经济研究, 2002(09):67-73+95.

- [34] 李维瑶,张莉君,吴冰. 国际多元化与企业绩效:四阶段倒 M 型模型[J]. 科研管理,2018,39(06):57-66.
- [35] 李小荣,刘行. CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济,2012(12):104-131.
- [36] 林川,张思璨.国际多元化、CEO 海外经历与股价崩盘风险——基于创业板上市公司的经验证据[J].南京审计大学学报,2019,16(06):61-71.
- [37] 刘冀生. 企业经营战略[M]. 清华大学出版社,1995.
- [38] 潘红波,邓婷,崔继红. 企业性质、多元化内部市场与并购绩效[J]. 财会通讯,2011(18):45-49+161.
- [39] 彭情,郑宇新. CFO 兼任董秘降低了股价崩盘风险吗——基于信息沟通与风险规避的视角[J]. 山西财经大学学报,2018,040(004):49-61.
- [40] 权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?[J].经济研究,2015,50(11):49-64.
- [41] 生洪宇,李华.高管团队异质性、多元化经营战略与股价崩盘风险——基于盈余管理和过度投资路径的研究[J].财会月刊,2017(35):3-9.
- [42] 史永,李思昊. 关联交易、机构投资者异质性与股价崩盘风险研究[J]. 中国软科学,2018(04):123-131.
- [43] 宋献中,胡珺,李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究,2017(04):161-175.
- [44] 苏昕,刘昊龙. 多元化经营对企业绩效的影响——高管持股的调节作用[J]. 经济问题,2017(4):100-107.
- [45] 田恒. 中国企业多元化经营的绩效及影响因素研究[D]. 武汉大学,2014.
- [46] 田昆儒,田雪丰. 披露其他综合收益能够降低股价崩盘风险吗?[J]. 中南财经政法大学学报,2019(02):20-30+158.
- [47] 万东灿. 审计收费与股价崩盘风险[J]. 审计研究,2015(06):85-93.
- [48] 王超恩. 政府补贴与股价崩盘风险[J]. 财经论丛,2016(08):12-20.
- [49] 王德宏,文雯,宋建波. 董事海外背景能否降低股价崩盘风险?——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 金融评论,2018,10(03):52-69+123-124.

- [50] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2015(02):45-57+187.
- [51] 王辉,孔爱国. 多元化与归核化决策的自选择特征及对公司价值的影响——基于中国上市公司的研究[J]. 复旦学报(社会科学版),2013(1):18-28.
- [52] 王明明. 上市公司多元化经营战略与未来股价崩盘风险[D].厦门大学,2019.
- [53] 王明伟,陈雪梅. 终极控制人、多元化经营与股价崩盘风险[J]. 山西财经大学学报,2016,38(09):88-100.
- [54] 王心泉,张灏,郭跃. 创业型企业股权特征、多元化战略与公司绩效——基于创业板上市公司的实证研究[J]. 求索,2016(01):73-78.
- [55] 吴冰,王娟,阎海峰. 中小民营企业国际多元化与绩效关系研究:一个倒 S 型曲线[J]. 管理评论,2018,30(03):179-187.
- [56] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济,2019(02):117-135.
- [57] 徐诚辉. 市场化进程视角下多元化经营对公司股价崩盘风险的影响研究[D]. 华南理工大学,2019.
- [58] 徐业坤,陈十硕,马光源. 多元化经营与企业股价崩盘风险[J]. 管理学报,2020,17(03):439-446.
- [59] 许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界,2013,(07):31-43.
- [60] 杨棉之,卢闯. 公司治理、盈余质量与经理人代理成本[J]. 财经问题研究,2011.
- [61] 杨棉之,刘洋. 盈余质量、外部监督与股价崩盘风险——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财贸研究,2016,27(05):147-156.
- [62] 耀友福,胡宁,周兰. 审计师变更、事务所转制与股价崩盘风险[J]. 审计研究,2017(03):97-104.
- [63] 尹义省. 中国大型企业多角化实证研究:兼与美国大公司比较分析[J]. 管理工程学报,1998,012(003):1-12.
- [64] 袁淳,刘思淼,陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J]. 中国工业经济,2010(04):141-150.

- [65] 张海军. 多元化、经营效率与经营绩效——基于中国上市银行的实证分析[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2018(5): 16-34.
- [66] 张荔, 施继攀, 章卫东. 股东性质、多元化类型与公司业绩关系的实证研究[J]. 当代财经, 2011(01):123-130.