

经济波动与企业多元化发展

王浩然 雷玲

(安徽大学商学院, 安徽合肥 230601)

摘要:伴随着中国经济增速放缓,企业如何调整其多元化发展策略以规避风险值得关注。本文利用2007—2021年中国资本市场A股上市公司数据,实证考察经济波动与企业多元化发展之间的关系。研究结果显示,随着经济增速放缓,企业多元化程度显著降低;机制检验表明,经济增速放缓削弱了高管风险偏好、提高了外部融资条件,从而促使企业降低多元化程度;异质性分析揭示,经济增速放缓对企业多元化程度的抑制作用在经营实力薄弱、采取成本领先竞争战略的企业和非高科技行业企业中更明显;经济后果检验发现,降低多元化程度能够抑制企业经营风险和财务风险,且这一抑制作用在经济增速放缓期更为明显。本文的研究丰富了经济波动和企业多元化发展的相关文献,为企业多元化发展策略调整提供借鉴依据,同时为企业应对经济增速放缓提供了新思路。

关键词:经济波动;企业多元化发展;高管风险偏好;外部融资条件

中图分类号:F272.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)02-0016-13

一、引言

多元化发展战略在20世纪50年代兴起于美国,随后全球企业纷纷效仿,现已成为企业采取的主流经营模式。中国企业也于20世纪90年代开始探索多元化经营,如阿里巴巴、海尔、TCL等知名企业纷纷实施多元化经营,并在拓展业务范围、提升竞争力等方面取得了良好成效。但不可否认的是,多元化发展战略在推动企业发展的同时也蕴含着潜在风险,如央行指出盲目多元化扩张是恒大债务危机的重要诱因^①。因此,较高的多元化程度不一定带来企业经营的成功,企业应根据内外部环境的变化对多元化程度做出及时调整,方能维持稳健的发展态势。在当前全球经济环境日益复杂严峻、外部不确定性不断增加的背景下,企业及时调整多元化发展策略对于其健康发展尤为重要。宏观经济作为企业经营所依托的外部环境,企业应根据其波动趋势调整多元化发展策略。但纵观当前主流的企业多元化发展动因解释,主要聚焦于内部资源配置和高管偏好等企业内部因素^{[1][2]},忽视了经济

收稿日期:2024-05-31

基金项目:国家自然科学基金青年项目“上市公司负财务费用问题研究:现象、成因与后果”(72302002);国家自然科学基金面上项目“组织权威、经济独立性与监事会治理研究:理论框架与实证检验”(72172001);安徽省哲学社会科学规划一般项目“优化融资结构助推安徽实体经济发展研究”(AHSKY2022D069)

作者简介:王浩然(1992—),男,安徽亳州人,安徽大学商学院讲师,博士;

雷玲(1994—),女,河南信阳人,安徽大学商学院讲师,博士。

波动对企业多元化发展的影响。现阶段,中国宏观经济正经历从高速增长向高质量发展的结构性转变,其中经济增速放缓是这一转变过程中的重要特征。已有研究表明,在经济增速放缓期,资本市场波动频繁,企业所处的外部经营环境不确定性提高。这不仅导致企业产品销路不畅,还增加了债务负担和违约风险^[3],从而加剧了企业经营风险和财务风险。那么,在经济增速放缓期,企业出于风险防范动机如何调整多元化发展策略呢?

理论上,在经济增速放缓导致经营风险和财务风险加剧的情况下,企业可以通过实施多元化发展战略构建内部资本市场,分散业务布局,实现互惠互换,从而降低风险并巩固市场地位^[4]。然而,随着近年来经济增速放缓,中国上市公司实施多元化发展战略的比例从2007年的67.21%下降至2021年的57.56%^②。这一现象可能源于以下两方面的原因。其一,企业高管在经济增速放缓期通常会预设不利情境,降低风险偏好,并采取保守的经营策略。此时,多元化经营虽然有助于实现范围经济和提升公司价值,但可能造成资源分散,削弱核心业务竞争力,同时增加新项目的风险敞口。因此,企业高管倾向于降低多元化程度,减少对陌生行业的探索与投入,专注于核心业务,集中资源强化竞争力,以规避风险。其二,在经济增速放缓期,金融机构因坏账累积、拨备负担加重以及信贷违约风险上升^[5],往往采取更加谨慎的放贷策略,进而导致企业外部融资条件恶化。企业因此面临资金短缺的困境,难以满足多元化发展所需资金,从而促使其降低多元化程度。但令人遗憾的是,鲜有经验文献围绕经济波动与企业多元化发展之间的关系展开深入探究。鉴于当前对经济波动与企业多元化发展关系的研究仍显不足,且企业去多元化趋势日益显著,本文聚焦探讨经济波动对企业多元化发展的影响、作用机制及异质性特征,具有重要的理论意义和实践价值。

基于上述思考,本文以2007—2021年中国资本市场A股上市公司为研究对象,检验经济波动对企业多元化发展的影响。相对于已有文献,本文可能的边际贡献体现在以下三个方面。其一,丰富了企业多元化发展的影响因素研究。现有研究主要从经济政策不确定性和金融发展等角度探讨了影响企业多元化发展的宏观因素^{[6][7]}。然而,这些研究大多侧重于单一经济因素对企业多元化发展的作用。鉴于经济环境不确定性及外部融资条件变化均会对企业多元化发展产生影响,且这些因素被经济波动所涵盖,故而本文从经济波动的视角切入,深入剖析中国企业多元化发展策略调整的关键驱动因素,丰富了企业多元化发展的影响因素研究。其二,为“多元化折价”假说提供了经验证据支持。当前关于企业多元化发展的经济效应,学界存在“折价”与“溢价”两种对立观点^{[4][8]}。本研究发现,在经济增速放缓期,降低多元化程度能够显著减轻企业经营风险和财务风险,为“多元化折价”提供了经验证据。其三,丰富了微观企业对经济波动的反应研究。作为重要的微观经济主体,企业在不同经济波动阶段往往采取多样化的调整策略。现有文献主要从研发、并购、投资等方面探讨了微观企业对经济波动的反应^{[9][11]},却鲜有关注经济波动与企业多元化发展之间的关系。本文分析了经济波动对企业多元化发展的影响,丰富了微观企业对经济波动的反应研究。

二、文献回顾与假设提出

(一)文献回顾

1.企业对经济波动的反应研究。根据行为经济学理论,经济波动通过影响企业的经营预期,改变其决策行为。这是因为经济波动会对企业的融资成本^[11]、盈利能力^[12]以及所面临的市场竞争^[13]产生影响,从而迫使企业调整经营策略,以应对经济波动带来的冲击。一方面,经济快速增长能够降低企业债务违约风险^[3],为企业创造良好的经营环境,并可能推动企业提高金融化水平^[14]。另一方面,经济增速放缓会增加企业税负^[15],提高股价崩盘风险^[16],从而促使企业采取保守的经营策略。然而,也有学者提出,经济增速放缓为企业提供了低成本机遇,激励企业加大研发投入^[10]和扩大投资规模^[9]。

2.企业多元化发展的影响因素研究。现有研究多围绕外部因素与内部因素两个层面,分析企业多元化发展的影响因素。在外部因素层面,研究重点涵盖经济政策不确定性^[7]、环保税收制度^[17]及

排污权交易机制^[18]等方面。如叶德珠等(2020)研究发现经济政策不确定性会抑制企业多元化发展^[7];Du等(2023)指出环境保护税会促进企业多元化发展^[17]。内部因素主要集中在股票流动性^[19]、董事会特征^[1]、家族治理^[20]等方面。如Gu等(2018)研究发现股票流动性能够显著抑制企业多元化发展,且该抑制作用随着信息不对称程度的提高而显著增强^[19];Dhingra和Dwivedi(2022)考察了连锁股东对企业多元化发展的影响,发现连锁股东对企业具有网络信息获取效应,从而促进企业多元化发展^[1];杜善重(2020)的研究指出,“家族—职业”决策权配置有助于多元化发展战略实施^[20]。此外,随着数字技术的快速发展,学术界进一步考察了数字化转型对企业多元化发展的影响。如姜奇平等(2023)指出,数字化转型与企业多元化发展之间具有协同作用,即数字化转型能够显著促进企业多元化发展^[21]。

尽管国内外学者对企业多元化发展的影响因素进行了丰富研究,但鲜有从经济波动视角研究其如何影响企业多元化发展。宏观经济作为企业经营决策的关键外部驱动力,其波动对企业多元化发展具有深远影响。基于此,本文从经济波动视角出发,考察企业如何调整多元化发展策略以更好地适应宏观经济环境变化。

(二)研究假设

依据动态能力理论,企业通过整合、构建和调整内外部资源组合,可以增强应对外部危机的韧性,提高在复杂环境中的适应能力,从而赢得持续竞争优势。多元化发展的本质是企业在评估内部资源与外部环境的基础上,凭借动态能力进行业务方向的战略选择。研究表明,企业在应对经济政策波动、金融环境变化和环保要求提升等外部挑战时,通常会通过调整多元化程度来适应环境变化并保持竞争优势^[7]。可见,动态调整多元化程度是企业在复杂多变环境中实现可持续发展的重要手段。经济波动作为重要的外部因素,常对企业经营稳定性带来挑战。这促使企业依据动态能力,灵活调整多元化程度以保持稳健发展。尤其在当前经济增速放缓的背景下,企业往往面临着经营环境不确定性提高、外部融资难度增加的困境,这使得高管风险偏好和外部融资条件发生变动,促使企业调整多元化程度以维持稳健的发展态势。

第一,经济增速放缓会影响高管风险偏好,从而降低企业多元化程度。风险规避理论指出,企业高管在面对不确定性时,通常会预设最不利的收益情境,倾向于降低风险偏好,采取保守的经营策略以规避潜在风险。经济增速放缓期,市场需求下降、成本上升、竞争加剧以及供应链受冲击等多重不确定性交织^[22],使高管风险偏好降低,对潜在风险的敏感度提升,决策更加谨慎。在这一背景下,企业高管不得不重新审视多元化经营的利弊。虽然多元化经营通常被视为分散风险、实现经济协同效应和提升公司价值的有效途径^[23],但在经济增速放缓期却可能导致资源分散,削弱核心业务的竞争优势,甚至因新项目失败而增加财务负担和声誉风险。相反,较低的多元化程度使企业更专注于核心业务和盈利项目的优化,通过集中资源增强核心竞争力,从而在激烈的市场竞争中稳固地位。同时,这种策略还可以提升企业的经营管理效率,并增强其风险承受能力。因此,在经济增速放缓期,高管风险偏好减弱,通常倾向于减少对陌生行业的探索与投入,转而集中资源于核心业务,以缓解潜在市场风险,确保企业在不确定的经济环境中维持稳健的运营表现。

第二,经济增速放缓带来的外部融资条件收紧,使企业资金压力增大,从而降低其多元化程度。多元化发展战略的实施需要企业大量的人才引进和设备投入,而这些投资离不开资金支持。然而,在经济增速放缓期,金融机构通常基于“自我保险”和“风险补偿”动机,提升放贷审慎性并提高贷款定价,导致企业外部融资条件收紧,从而被迫降低多元化程度。一方面,在经济增速放缓期,金融机构面临坏账累积和信贷违约风险上升的压力^[5]。基于“自我保险”考量,金融机构在信贷发放上采取更为谨慎的态度,表现出明显的“惜贷”倾向^[24],从而提高贷款标准,减少信贷投放量,使企业获得外部融资变得更加困难。另一方面,出于“风险补偿”动机,金融机构预期经济增速放缓可能导致贷款违约风险增加,因此提高贷款定价以弥补潜在损失。这进一步推高了企业融资成本,令其在实施多元化经营时面临资金短缺的困境。综上,在经济增速放缓期,金融机构对风险的高度警惕导致放贷审核更加严

格,同时上调贷款成本,直接收紧了企业的外部融资条件。企业因融资约束加剧,难以获得足够资金支持多元化经营,不得不降低多元化程度,以减少对外部融资的依赖,降低财务风险。

综上所述,经济增速放缓可能通过降低高管风险偏好、收紧外部融资条件来促使企业降低多元化程度。基于此,本文提出如下研究假设:限定其他条件,经济增速放缓会降低企业多元化程度。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2007—2021年我国A股上市公司为研究样本。选择2007年作为起点的原因是这一年开始爆发的全球金融危机对中国企业的经营环境产生了重大影响。为确保研究结果的可靠性,本文剔除了金融与保险行业、资不抵债、交易状态异常及相关数据缺失的观测值,最终筛选出32460个企业年度观测值。同时,本文对所有连续变量在上下1%分位数上进行缩尾处理。本文所使用的宏观经济数据取自中经网经济统计数据库,其余数据来自CSMAR数据库。

(二)模型设定

为了探讨经济波动对企业多元化发展的影响,本文借鉴叶德珠等(2020)的研究^[7],构建了如下模型(1):

$$DYH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CYCLE_{i,t-1} + \beta_i CONTROLS_{i,t} + \sum INDUS + \sum FIRM + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, i 和 t 分别表示公司和年份, DYH 表示企业多元化发展, $CYCLE$ 表示经济波动。 $CONTROLS$ 为一系列控制变量, ϵ 为随机误差项,同时本文还控制了行业和个体固定效应。

(三)变量定义

1.被解释变量:企业多元化发展(DYH)。参考曾春华和杨兴全(2012)的研究^[25],本文采取两种方法对之加以测度。其一,收入熵指数 $DYH_E = \sum p_i \ln(\frac{1}{p_i})$ 。收入熵指数越高,表示企业的收入在不同业务间分布越均匀,行业领域越多样化,企业多元化发展程度越高。其二,赫芬达尔指数 $DYH_H = \sum p_i^2$ 。赫芬达尔指数越低,表示企业收入分布越分散,多元化发展程度越高。其中, p_i 为企业在第 i 个行业中的收入占其总收入的比重。

2.解释变量:经济波动($CYCLE$)。借鉴Ravn和Uhlig(2002)的方法^[26],本文通过HP滤波法对实际GDP增长率进行处理,以评估经济波动。具体而言,利用HP滤波法分离中国实际GDP增长率的长期趋势,计算出实际GDP增长率的缺口。为更直观地解释回归结果,本文将实际GDP增长率缺口小于0的期间设定为经济增速放缓期, $CYCLE$ 赋值为1;实际GDP增长率缺口大于0的期间设定为经济快速增长期, $CYCLE$ 赋值为0。同时,Ravn和Uhlig(2002)指出,HP滤波法中的平滑参数 λ 与一年中的季度频数的四次方成反比,并且通常将季度数据的 λ 设定为1600。由于本文使用的是年度数据,因此将 λ 设定为 $6.25(1600/4^4)$ ^[26]。鉴于企业在决策时往往参考年初公布的上一年经济指标,本文对解释变量 $CYCLE$ 进行滞后一期处理。

3.控制变量。参考已有文献^{[1][19]},本文选取如下控制变量:(1)董事会规模($BOARD$),用董事会成员人数的自然对数进行衡量;(2)独立董事比例($INDP$),用独立董事人数与董事会总人数之比衡量;(3)两职合一($DUAL$),当董事长兼任总经理时取值为1,否则为0;(4)第一大股东持股比例($FIRST$),用第一大股东持有股份与公司总股份之比衡量;(5)成立年限(AGE),用观测年份减成立年份再加1的自然对数衡量;(6)产权性质(SOE),公司最终实际控制人为国有性质时取值为1,否则为0;(7)企业规模($SIZE$),用年末总资产的自然对数衡量;(8)财务杠杆(LEV),用年末总负债占总资产的比重衡量;(9)成长能力($GROW$),用总资产的年度增长率衡量;(10)现金股利(XJ),当企业发放现金股利时取值为1,否则为0;(11)盈利能力(ROA),用净利润与总资产的比值进行衡量;(12)经营活动现金流($CASH$),用经营活动现金流净额与总资产的比值衡量;(13)时间趋势变量($TREND$),用观测年份减样本起始年份再加1衡量。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计及相关性分析

表1列示了本文主要变量的描述性统计结果。DYH_E的均值为0.376,标准差为0.437,显示样本企业多元化程度差异较大;最小值为0,表明部分样本企业完全未开展多元化经营;最大值为1.678,反映出部分样本企业多元化程度较高。DYH_H的最小值为0.214,最大值为1,同样显示出样本企业多元化程度存在较大差异。CYCLE的均值为0.624,中位数为1,表明经济增速放缓期的样本观测值多于经济快速增长期的样本观测值。其他变量均具有较好的统计分布,不再赘述。相关性分析结果显示,DYH_E与CYCLE的Pearson相关系数在1%的水平上显著为负,而DYH_H与CYCLE的Pearson相关系数在1%的水平上显著为正,表明在经济增速放缓期,企业多元化程度明显下降,初步验证了本文的研究假设。

表1 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DYH_E	32460	0.376	0.437	0.000	0.184	1.678
DYH_H	32460	0.789	0.243	0.214	0.919	1.000
CYCLE	32460	0.624	0.484	0.000	1.000	1.000
BOARD	32460	2.134	0.199	1.609	2.197	2.708
INDP	32460	0.374	0.053	0.250	0.333	0.600
DUAL	32460	0.262	0.440	0.000	0.000	1.000
FIRST	32460	0.349	0.150	0.022	0.327	0.900
AGE	32460	2.855	0.353	1.386	2.890	3.584
SOE	32460	0.391	0.488	0.000	0.000	1.000
SIZE	32460	22.152	1.279	19.406	21.969	26.452
LEV	32460	0.433	0.204	0.035	0.429	0.906
GROW	32460	0.157	0.292	-0.391	0.093	3.391
XJ	32460	0.719	0.450	0.000	1.000	1.000
ROA	32460	0.037	0.064	-0.432	0.036	0.222
CASH	32460	0.047	0.071	-0.235	0.047	0.291
TREND	32460	9.596	4.025	1.000	10.000	15.000

(二)基准回归结果

表2报告了经济波动对企业多元化发展影响的基准回归结果。列(1)中CYCLE与DYH_E的回归系数为-0.011,在1%的水平上显著为负;列(2)中CYCLE与DYH_H的回归系数为0.007,在1%的水平上显著为正,表明经济增速放缓促使企业降低多元化程度,验证了本文研究假设。本文进一步分析了经济增速放缓对企业多元化发展的经济显著性,发现经济增速放缓(CYCLE)增加一个标准差,企业多元化程度(DYH_E或DYH_H)会显著地下降约1.42%($0.011 \times 0.484/0.376$)或0.43%($0.007 \times 0.484/0.789$),具有一定经济显著性。上述结果说明,一方面经济增速放缓提高了环境不确定性,促使企业高管出于风险规避的考量降低风险偏好,减少企业多元化程度;另一方面在经济增速放缓期,金融机构提高放贷门槛,收紧了企业外部融资条件,迫使企业降低多元化程度。

(三)稳健性检验

1.工具变量法。为消除互为因果的内生性问题对研究结论的潜在影响,本文采用工具变量法重新进行了检验。具体而言,参考周泽将等(2023)的研究^[14],本文选择国家电力消耗量年度增长率的

表2 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	DYH_E	DYH_H
CYCLE	-0.011*** (-4.818)	0.007*** (4.869)
CONTROLS	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES
N	32460	32460
Adj R ²	0.050	0.047

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号中的t值均经过个体层面的聚类调整。无特殊说明外,下表同。

滤波值 DLHP 和国家公路里程年度增长率的滤波值 GLHP 作为工具变量,原因包括如下三个方面。(1)电力作为经济发展的基础能源,其消费量的变化直接映射出宏观经济活动的增长潜力,从而电力消费增长率对经济波动产生一定的影响。(2)完善的交通设施有助于推进产业积聚,促进经济发展,从而公路里程增长能够带动经济增长。(3)电力消耗和公路里程主要反映地区的能源消耗和交通设施建设情况,但对企业多元化发展并无直接作用。因此,上述两个变量满足工具变量的相关性和外生性假设前提。此外,本文对工具变量的有效性进行了检验,结果表明 rk LM 检验在 1% 的水平上显著,同时 Wald F 统计量超过了 Stock-Yogo 10% 的临界值,验证了工具变量与解释变量之间的相关性;Hansen J 检验结果不显著表明工具变量未过度识别。工具变量法检验的结果如表 3 中第(1)(2)列所示,CYCLE 与 DYH_E 或 DYH_H 的回归系数和显著性均未发生实质性变化,说明本文的研究结论依然成立。

2.熵平衡匹配法。本文采用熵平衡匹配法来控制样本自选择问题对研究结论可能造成的干扰。具体地,使用熵平衡匹配法消除经济增速放缓期的企业(CYCLE=1)与经济快速增长期的企业(CYCLE=0)在协变量上的差异。结果如表 3 第(3)(4)列所示,CYCLE 与 DYH_E 或 DYH_H 的回归系数和显著性均未发生实质性变化,表明本文的研究结论稳健。

3.更换关键变量度量方式。为降低变量度量偏差对研究结论可能产生的影响,本文对关键变量的度量方式进行更换。其一,更换企业多元化发展度量方式。本文从企业涉足的行业数量角度重新构建如下两个企业多元化发展指标:一是多元化虚拟变量 DYH_D,当企业涉足的行业数目大于 1 时取值为 1,否则为 0;二是企业涉足的行业数目 DYH_N,等于占主营业务收入 10% 以上的行业数目。回归结果如表 3 第(5)(6)列所示,CYCLE 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负,表明企业在经济增速放缓期倾向于减少行业数量,这进一步验证了本文的研究结论。其二,更换经济波动度量方式。在进行 HP 滤波分析时,将平滑参数 λ 重新设为 10,由此计算出的经济波动指标记为 CYCLED。回归结果如表 3 第(7)(8)列所示,CYCLED 与 DYH_E 的回归系数在 1% 的水平上显著为负;CYCLED 与 DYH_H 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,表明在变更经济波动度量方式后,研究结论依然稳健。

表 3 稳健性检验 I:工具变量法、熵平衡匹配法和更换关键变量度量方式

变量	工具变量法		熵平衡匹配法		更换关键变量度量方式			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	DYH_E	DYH_H	DYH_E	DYH_H	DYH_D	DYH_N	DYH_E	DYH_H
CYCLE	-0.013*** (-3.500)	0.008*** (3.590)	-0.011*** (-4.604)	0.007*** (4.644)	-0.165*** (-3.644)	-0.019*** (-3.561)		
CYCLED							-0.007*** (-3.310)	0.004*** (3.401)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	32460	32460	32460	32460	12949	32460	32460	32460
Adj R ² /Pseudo R ²	0.040	0.038	0.727	0.705	0.149	0.025	0.049	0.047

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号中的t值或z值均经过个体层面的聚类调整。

4.遗漏变量偏误。准确估计经济波动与企业多元化发展之间关系的关键在于有效排除其他潜在干扰因素对模型估计的影响。出于这一考虑,本文引入控制变量并采用了固定效应模型,旨在确保分析结果的稳健性。尽管本文在基准回归中已尽可能详尽地考虑了企业、时间和行业层面的多重因素,但出于谨慎,仍需警惕可能存在的未观测变量偏误,这类偏误若未得到妥善处理,可能会对本文的研究结论产生不利影响。故而,本文采用以下方法验证实证结果的系数稳定性:(1)设定 δ 为 -1,并将 R_{max} 设定为当前回归模型拟合优度值的 1.3 倍,若 $\beta^* = \beta^*(R_{max}, \delta)$ 落在估计系数的 95% 置信区间之内,则判定为检验通过;(2)保持 R_{max} 的设定与(1)一致,转而求解 β 等于 0 时 δ 的取值,若 δ 的绝对值超过 1,则判定为检验通过。表 4 的检验结果显示,遗漏变量偏误不会对本文结论产生实质性影响。

		判断标准	实际计算结果	是否通过
DYH_E	(1)	$\beta^*(R_{\max}, \delta) \in [-0.016, -0.007]$	$\beta^*(R_{\max}, \delta) = -0.012$	是
	(2)	$ \delta > 1$	$\delta = 10.401$	是
DYH_H	(3)	$\beta^*(R_{\max}, \delta) \in [0.004, 0.009]$	$\beta^*(R_{\max}, \delta) = 0.007$	是
	(4)	$ \delta > 1$	$\delta = 10.669$	是

5. 剔除干扰样本。为排除干扰样本对研究结论的不利影响, 本文分别剔除如下样本并重新进行回归分析。一是为减弱“聚焦主责主业”政策对基准回归结果可能产生的影响, 本文剔除 2018 年及以后国有企业样本观测值, 回归结果如表 5 第(1)(2)列所示, CYCLE 与 DYH_E 的回归系数在 1% 的水平上显著为负; CYCLE 与 DYH_H 的回归系数在 1% 的水平上显著为正。二是为排除外贸企业对研究结论的潜在影响, 本文剔除外贸企业(出口额占营业收入比重大于 50% 的企业)样本观测值, 结果列示于表 5 第(3)(4)列, CYCLE 与 DYH_E 和 DYH_H 的回归系数和显著性均未发生实质性变化。三是为排除受政府保护行业对研究结论的干扰, 本文剔除了采掘业, 石油加工及炼焦业, 黑色金属冶炼及压延加工业, 有色金属冶炼及压延加工业以及电力、煤气及水的生产和供应业的样本观测值, 结果列示于表 5 第(5)(6)列, CYCLE 与 DYH_E 的回归系数在 1% 的水平上显著为负; CYCLE 与 DYH_H 的回归系数在 1% 的水平上显著为正。四是排除金融危机和新冠疫情对研究结论的影响, 本文剔除金融危机(2007—2009 年)和新冠疫情(2020—2021 年)期间的样本观测值, 结果列示于表 5 第(7)(8)列, CYCLE 与 DYH_E 和 DYH_H 的回归系数和显著性均未发生实质性变化。以上结果表明, 在剔除干扰样本后, 本文的研究结论依然成立。

表 5

稳健性检验 III : 剔除干扰样本

变量	剔除 2018 年及以后 国有企业样本		剔除外贸企业样本		剔除受政府保护 的行业样本		剔除金融危机和 新冠疫情期间样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	DYH_E	DYH_H	DYH_E	DYH_H	DYH_E	DYH_H	DYH_E	DYH_H
CYCLE	-0.013*** (-4.859)	0.007*** (4.765)	-0.012*** (-4.813)	0.007*** (4.954)	-0.012*** (-5.051)	0.007*** (5.136)	-0.006** (-2.089)	0.003* (1.770)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	28525	28525	29832	29832	29331	29331	22556	22556
Adj R ²	0.053	0.050	0.051	0.048	0.050	0.047	0.066	0.063

五、进一步分析

(一) 机制检验

上文指出, 经济波动通过影响高管风险偏好和外部融资条件作用于企业多元化发展。因此, 本文将从高管风险偏好和外部融资条件两个维度进行机制检验, 以深入探讨经济波动对企业多元化发展的影响。

1. 高管风险偏好机制。一般而言, 企业高管的风险偏好可以通过其财务决策来体现。因此, 本文从财务角度出发, 采用如下三种方式衡量高管风险偏好。(1) 采用防御性距离衡量高管风险偏好(RISK_A1), 其等于货币资金、交易性金融资产与应收账款之和除以经营活动现金流, 该值越高, 说明高管风险偏好程度越低。(2) 采用资产流动性度量高管风险偏好(RISK_A2), 其等于流动资产与流动负债之差除以总资产, 该值越大, 表明高管风险偏好程度越低。(3) 采用风险资产与总资产的比值衡量高管风险偏好(RISK_A3), 其等于交易性金融资产、可供出售金融资产以及投资性房地产之和除以总资产, 该值越大意味着高管风险偏好程度越高。本文构建如下模型(2)来考察经济波动对高

管风险偏好的影响：

$$RISK_A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CYCLE_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \sum INDUS + \sum FIRM + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

表6第(1)~(3)列报告了高管风险偏好机制的检验结果,列(1)中CYCLE与RISK_A1的回归系数在1%的水平上显著为正;列(2)中CYCLE与RISK_A2的回归系数在1%的水平上显著为正;列(3)中CYCLE与RISK_A3的回归系数在1%的水平上显著为负。以上数据表明,经济增速放缓会降低高管风险偏好,即高管风险偏好降低是经济增速放缓抑制企业多元化发展的潜在机制之一。

2.外部融资条件机制。由上文理论分析可知,金融机构收紧企业外部融资条件的主要措施包括降低信贷投放力度和提高贷款定价两个方面。因此,本文用信贷可得性和债务融资成本度量企业外部融资条件,信贷可得性(FIN_C1)等于短期借款与长期借款之和除以总负债;债务融资成本(FIN_C2)为利息支出与总负债的比值。与此同时,企业外部融资条件收紧最终可能体现为融资约束程度的提高,因而本文采用SA指数测度企业融资约束,以此反映外部融资条件(FIN_C3),该指数越大,表明外部融资条件收紧程度越高。在此基础上,本文构建如下模型(3)检验经济波动对外部融资条件的影响:

$$FIN_C_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CYCLE_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \sum INDUS + \sum FIRM + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

表6第(4)~(6)列报告了外部融资条件机制的检验结果,列(4)中CYCLE与FIN_C1的回归系数在1%的水平上显著为负,表明经济增速放缓,企业信贷可得性显著降低;列(5)中CYCLE与FIN_C2的回归系数在1%的水平上显著为正,表明经济增速放缓,企业债务融资成本显著提高;列(6)中CYCLE与FIN_C3的回归系数在5%的水平上显著为正,表明经济增速放缓会提高企业融资约束。以上结果揭示,经济增速放缓会收紧企业外部融资条件,即外部融资条件收紧是经济增速放缓抑制企业多元化发展的潜在机制之一。

表6 机制检验:高管风险偏好和外部融资条件

变量	高管风险偏好			外部融资条件		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	RISK_A1	RISK_A2	RISK_A3	FIN_C1	FIN_C2	FIN_C3
CYCLE	2.956 *** (4.584)	0.006 *** (5.423)	-0.006 *** (-10.375)	-0.011 *** (-8.386)	0.004 *** (4.734)	0.001 ** (2.180)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	32281	32460	32460	32460	32460	32460
Adj R ²	0.011	0.462	0.056	0.167	0.135	0.882

(二)异质性分析

在调整多元化发展策略时,企业不仅关注外部经营环境的变化,还需要充分考虑自身的规模、行业属性和市场定位。因此,企业的经营实力、高科技行业属性以及市场竞争战略等特征可能会影响其抗风险能力和融资难度,从而导致企业在经济增速放缓期调整多元化发展策略的动机存在差异。基于此,本文从上述三个方面进一步分析经济波动与企业多元化发展关系的异质性特征。

1.经营实力。经营实力是指企业在市场竞争中具备的综合能力和资源。经营实力较强的企业通常拥有更多可用于缓冲资金链波动的现金流,因此外部环境变化对其资金压力的传递概率较低^[27]。同时,此类企业往往拥有完善的治理体系,并在风险管控和危机应对方面积累了丰富经验,使其对经济波动的敏感性较弱。换言之,经营实力较强的企业能够在经济增速放缓期维持较高的风险偏好,同时更容易获得金融机构的信贷支持,从而削弱通过降低多元化程度来规避风险的必要性。相比之下,经营实力较弱的企业在经济增速放缓期更容易受到外部冲击,不得不通过降低多元化程度来应对经济增速放缓。因此,经营实力可能影响经济波动与企业多元化发展之间的关系。

为了检验经营实力对经济波动与企业多元化发展之间关系的影响,本文参考叶德珠等(2020)的

研究^[7],以企业规模的中位数为标准,将样本公司划分为经营实力较低组和经营实力较高组。分组检验结果如表7第(1)~(4)列所示,在经营实力较低组,列(1)中CYCLE的回归系数在1%的水平上显著为负,列(3)中CYCLE的回归系数在1%的水平上显著为正;在经营实力较高组,无论是列(2)还是列(4)中CYCLE的回归系数均不显著。组间系数差异检验结果表明,Chi2值均在1%的水平上通过了检验。以上结果表明,伴随着经营实力降低,经济增速放缓对企业多元化程度的抑制作用显著增强。

2.高科技行业。在经济波动中,不同行业在风险适应性和技术创新方面的表现存在显著差异。相较于非高科技行业,高科技行业更依赖技术创新,以在市场竞争中保持优势。由于技术创新本身具有高风险、高回报的特征,高科技行业具备较强的风险适应能力,因此能在一定程度上削弱经济增速放缓对其多元化发展的影响。同时,政府在经济增速放缓期往往加大对高科技行业的研发补贴,进一步增强了其逆周期的研发投入能力^[10],推动高科技行业在经济增速放缓期保持适度的多元化程度。相反,非高科技行业在面临经济增速放缓时,缺乏足够的创新能力维持原有业务领域,导致其多元化经营难以为继。因此,本文预测经济增速放缓对企业多元化发展的抑制作用可能在非高科技行业中更为显著。

为了检验经济波动与企业多元化发展之间关系的行业异质性,本文参考国家统计局公布的《高技术产业(制造业)分类(2017)》,将医药制造业,航空、航天器及设备制造业,电子及通信设备制造业,计算机及办公设备制造业,医疗仪器设备及仪器仪表制造业以及信息化学品制造业划分为高科技行业。分组检验结果如表7第(5)~(8)列所示,在非高科技行业,列(5)中CYCLE的回归系数为-0.011,在1%的水平上显著为负,列(7)中CYCLE的回归系数为0.006,在1%的水平上显著为正;而在高科技行业,第(6)列中CYCLE的回归系数为-0.009,在5%的水平上显著为负,列(8)中CYCLE的回归系数为0.005,在5%的水平上显著为正。可见在非高科技行业中CYCLE的回归系数绝对值和显著性均分别大于高科技行业中CYCLE的回归系数绝对值和显著性。组间系数差异检验结果表明,Chi2值均在1%的水平上通过了检验。以上结果表明,在非高科技行业中,经济增速放缓对企业多元化程度的抑制作用更为明显。

表7 异质性分析 I :经营实力和高科技行业的影响

变量	经营实力				高科技行业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	经营实力 低组	经营实力 高组	经营实力 低组	经营实力 高组	非高科技 行业	高科技 行业	非高科技 行业	高科技 行业
	DYH_E	DYH_E	DYH_H	DYH_H	DYH_E	DYH_E	DYH_H	DYH_H
CYCLE	-0.014*** (-4.177)	-0.004 (-1.409)	0.009*** (4.203)	0.002 (1.357)	-0.011*** (-3.514)	-0.009** (-2.347)	0.006*** (3.492)	0.005** (2.485)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	16234	16226	16234	16226	20262	12198	20262	12198
Adj R ²	0.049	0.033	0.050	0.028	0.053	0.050	0.047	0.054
Chi2	122.37***		135.22***		90.72***		91.49***	

3.市场竞争战略。依据经营目标的差异,企业市场竞争战略主要分为两种:一是成本领先竞争战略,其致力于追求低成本和规模经济;二是差异化竞争战略,其致力于产品、技术、功能及品牌形象的差异化。面对经济增速放缓,选择不同竞争战略的企业因追求目标的差异会采取不同的多元化调整策略。具体而言,成本领先竞争战略企业面对销售不畅挑战,往往更加聚焦于其核心业务,强化规模优势,进一步削减成本,以应对经济增速放缓所引发的经营困境。相反,差异化竞争战略的企业在追求产品和品牌差异化时,需面对研发周期长、产出不确定等风险,因而具备较强的风险承受能力。因此,即使在经济增速放缓、经营风险加剧的情况下,这类企业仍会坚持多元化发展,避免缩减业务范围

围,以保持差异化竞争优势。因此,市场竞争战略的差异会影响经济波动与企业多元化发展之间的关系。

为了检验经济波动与企业多元化发展之间关系的市场竞争战略异质性,本文采用文本分析法,利用差异化竞争战略词频数(成本领先竞争战略词频数)与年报文本总词数的比值衡量企业的差异化竞争战略偏好(成本领先竞争战略偏好)^⑨。当差异化竞争战略偏好与成本领先竞争战略偏好之比大于行业中位数时,本文界定企业采取的是差异化竞争战略,否则是成本领先竞争战略。分组检验结果如表8所示,在成本领先竞争战略组,列(1)中CYCLE的回归系数为-0.011,在1%的水平上显著为负,列(3)中CYCLE的回归系数为0.007,在1%的水平上显著为正;而在差异化竞争战略组,列(2)中CYCLE的回归系数为-0.008,在5%的水平上显著为负,列(4)中CYCLE的回归系数为0.005,在5%的水平上显著为正。可见在成本领先竞争战略组中CYCLE的回归系数绝对值和显著性均分别大于差异化竞争战略组中CYCLE的回归系数绝对值和显著性。组间系数差异检验结果表明,Chi2值均在1%的水平上通过了检验。以上结果表明,与差异化竞争战略企业相比,经济增速放缓对企业多元化程度的抑制作用在成本领先竞争战略企业中更为明显。

表8 异质性分析II:市场竞争战略的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	成本领先竞争战略	差异化竞争战略	成本领先竞争战略	差异化竞争战略
	DYH_E	DYH_E	DYH_H	DYH_H
CYCLE	-0.011*** (-3.004)	-0.008** (-2.483)	0.007*** (3.058)	0.005** (2.508)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES
N	16354	16106	16354	16106
Adj R ²	0.041	0.053	0.038	0.052
Chi2	63.07***		57.48***	

(三)经济后果分析

在经济增速放缓期,市场需求下降、成本上升、融资困难、竞争加剧以及供应链冲击等多重因素叠加^[22],对企业经营目标实现和财务安全产生不利影响,导致企业经营风险和财务风险增加。承接上文可知,在经济增速放缓期,企业倾向于通过降低多元化程度来缓解经营风险和财务风险。那么降低多元化程度是否能够缓解企业在经济增速放缓期面临的上述风险呢?为了验证该问题,本文首先检验企业多元化发展与经营风险或财务风险的关系;然后,以经济是否处于增速放缓期为划分标准,探析上述关系在经济快速增长期(CYCLE=0)和经济增速放缓期(CYCLE=1)之间的差异。

1.企业多元化发展、经济波动与经营风险

为检验企业多元化发展对经营风险的影响,本文构建了如下模型(4):

$$ORISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DYH_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \sum INDUS + \sum FIRM + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

式(4)中,ORISK为企业经营风险,本文参考邵志浩和才国伟(2024)的研究^[28],采用企业近三年的盈利波动程度衡量经营风险。表9列示了企业多元化发展对经营风险的影响以及此关系在经济快速增长期和增速放缓期的差异。列(1)中DYH_E与ORISK的回归系数为0.005,在1%的水平上显著为正;列(2)中DYH_H与ORISK的回归系数为-0.009,在1%的水平上显著为负,表明降低多元化程度有助于缓解企业经营风险。进一步地,由列(3)和列(4)可知,解释变量DYH_E在经济增速放缓期的回归系数和显著性均分别大于在经济快速增长期的回归系数和显著性,且组间系数差异性检验结果显示,Chi2值在1%的水平上通过检验。由列(5)和列(6)可知,解释变量DYH_H在经济增速放缓期的回归系数绝对值和显著性均分别大于在经济快速增长期的回归系数绝对值和显著性,且组间系数差异性检验结果显示,Chi2值在1%的水平上通过检验。以上结果表明,降低多元化程度有助于抑制企业经营风险,且该抑制作用在经济增速放缓期更为明显。

表 9

企业多元化发展、经济波动与经营风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	全样本	CYCLE=0	CYCLE=1	CYCLE=0	CYCLE=1
	ORISK	ORISK	ORISK	ORISK	ORISK	ORISK
DYH_E	0.005*** (3.435)		0.004** (2.296)	0.005*** (3.387)		
DYH_H		-0.009*** (-3.885)			-0.009** (-2.523)	-0.010*** (-3.742)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	32417	32417	12177	20240	12177	20240
Adj R ²	0.141	0.141	0.160	0.128	0.161	0.129
Chi2			81.03***		80.49***	

2.企业多元化发展、经济波动与财务风险

为检验企业多元化发展对财务风险的影响,本文构建了如下模型(5):

$$OSCORE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DYH_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \sum INDUS + \sum FIRM + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

式(5)中,OSCORE为企业财务风险,本文采用Oscore指数度量企业财务风险,该值越大,企业财务风险越高。表10列示了企业多元化发展对财务风险的影响以及此关系在经济快速增长期和增速放缓期的差异。列(1)中DYH_E与OSCORE的回归系数为0.120,在1%的水平上显著为正;列(2)中DYH_H与OSCORE的回归系数为-0.220,在1%的水平上显著为负,表明降低多元化程度有助于缓解企业财务风险。进一步地,由列(3)和列(4)可知,解释变量DYH_E在经济增速放缓期的回归系数和显著性均分别大于在经济快速增长期的回归系数和显著性,且组间系数差异性检验结果显示,Chi2值在1%的水平上通过检验。由列(5)和列(6)可知,解释变量DYH_H在经济增速放缓期的回归系数绝对值和显著性均分别大于在经济快速增长期的回归系数绝对值和显著性,且组间系数差异性检验结果显示,Chi2值在1%的水平上通过检验。以上结果表明,降低多元化程度有助于抑制企业财务风险,且该抑制作用在经济增速放缓期更为明显。

表 10

企业多元化发展、经济波动与财务风险

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	全样本	CYCLE=0	CYCLE=1	CYCLE=0	CYCLE=1
	OSCORE	OSCORE	OSCORE	OSCORE	OSCORE	OSCORE
DYH_E	0.120*** (5.100)		0.072** (2.187)	0.145*** (4.879)		
DYH_H		-0.220*** (-5.259)			-0.132** (-2.293)	-0.264*** (-5.003)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUS/FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	29845	29845	11305	18540	11305	18540
Adj R ²	0.798	0.798	0.824	0.784	0.824	0.784
Chi2			79.87***		79.54***	

六、结论与启示

本文利用2007—2021年中国A股上市公司数据,实证分析经济波动对企业多元化发展的影响。研究表明,经济增速放缓显著降低了企业多元化程度;机制检验发现,降低高管风险偏好和收紧外部融资条件是经济增速放缓抑制企业多元化程度的主要机制;异质性分析显示,上述抑制作用在经营实力较弱、采用成本领先竞争战略的企业以及非高科技行业中更为明显;经济后果检验表明,降低多元化程度对缓解企业经营风险和财务风险具有显著效果,且这一效果在经济增速放缓期更为明显。

依据上述研究结论,本文提出以下三点政策建议。第一,企业应适度降低多元化程度,以应对经济增速放缓的冲击。本文研究表明,在经济增速放缓期,企业降低多元化程度能够有效缓解经营风险

和财务风险。因此,企业应审慎评估多元化带来的潜在风险,并根据核心业务的竞争力和资源配置效率作出决策。在这一过程中,企业可以适当收缩非核心业务,将资源优先配置到与主业紧密相关且风险较低的领域,不断提升竞争力和市场占有率,确保在经济增速放缓期能够稳健发展。第二,政府应重点扶持采取成本领先竞争战略企业及非高科技企业应对经济增速放缓。目前,中国大多数企业尚未转型为高科技企业,主要依赖成本领先策略参与市场竞争,从而在面对经济增速放缓时较为脆弱。本文研究表明,采取成本领先竞争战略企业及非高科技企业在经济增速放缓期更倾向于通过降低多元化程度来应对挑战。因此,各地政府应积极出台政策引导采取成本领先竞争战略企业及非高科技企业在必要时适度收缩多元化业务,聚焦并壮大主业,从而有效应对经济增速放缓。第三,优化金融市场服务实体经济的效能,削弱经济增速放缓对企业经营发展的负面影响。本文发现经济增速放缓通过收紧外部融资条件促使企业降低多元化程度,且上述效应在经营实力薄弱的企业中更加显著。可见,经济增速放缓提高了企业的融资难度,加剧了经营实力薄弱企业的运营风险。因此,需要不断对金融制度进行完善,增强金融市场对实体经济的服务效能,以减少经济增速放缓对企业融资的负面影响,从而缓解其对经营实力薄弱企业的冲击。

本文基于中国 A 股上市公司的数据,实证考察了经济波动对企业多元化发展的影响,但仍存在一些局限性。其一,本文的数据样本仅涵盖中国 A 股上市公司,可能在不同的制度背景和经济环境下不具普遍适用性。未来的研究可以考虑扩展至其他国家或地区,以验证本文研究结论的普适性。其二,本文的分析聚焦于经济波动这一宏观因素,然而企业多元化发展还可能受到政策变动、全球化进程、气候风险等其他外部因素的影响,未来可以围绕以上主题进行相关研究。

注释:

①资料来源:<http://m.news.cctv.com/2021/10/15/ARTIpNFgQCelubicQApadojd211015.shtml>。

②以经营行业数目是否大于 1 作为上市公司是否采取多元化发展战略的判断标准。

③参考胡楠等(2020)的研究^[29],本文基于 Word2Vec 算法得到 290 个竞争战略词汇,包括效率、高效、生产规模、成本、降低成本、成本控制、成本最小化、低成本、经营效率、低价等 125 个成本领先战略词汇,以及差异化、独特、唯一、新产品、个性化、品牌、精细化、多层次、营销创新、广告等 165 个差异化战略词汇。

参考文献:

- [1] Dhingra, D., Dwivedi, N. Do Interlocking Directorates Influence Corporate Diversification Strategies? Evidence from Indian Firms [J]. *International Journal of Corporate Governance*, 2022, 13(2): 124—144.
- [2] Heaton, J. B. Managerial Optimism and Corporate Finance [J]. *Financial Management*, 2002, 31(2): 33—45.
- [3] Bischof, J., Rudolf, N., Schmundt, W. How do Non-Performing Loans Evolve along the Economic Cycle? The Role of Macroeconomic Conditions and Legal Efficiency [J]. *European Accounting Review*, 2022, 31(5): 1149—1174.
- [4] Arian, A. M., Stulz, R. M. Corporate Acquisitions, Diversification, and the Firm's Life Cycle [J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71(1): 139—194.
- [5] Quagliariello, M. Banks' Riskiness Over the Business Cycle: A Panel Analysis on Italian Intermediaries [J]. *Applied Financial Economics*, 2007, 17(2): 119—138.
- [6] 李佳霖,张倩肖,董嘉昌. 金融发展、企业多元化战略与高质量发展[J]. *经济管理*, 2021(2): 88—105.
- [7] 叶德珠,王梓峰,李鑫. 经济政策不确定性与企业多元化程度选择[J]. *产经评论*, 2020(2): 34—54.
- [8] 吴国鼎,张会丽. 多元化经营是否降低了企业的财务风险? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. *中央财经大学学报*, 2015(8): 94—101.
- [9] Winberry, T. Lumpy Investment, Business Cycles, and Stimulus Policy [J]. *The American Economic Review*, 2021, 111(1): 364—396.
- [10] 马永强,阳丹,巩亚林. 经济周期、政府扶持与企业创新[J]. *会计研究*, 2022(5): 49—64.
- [11] 吴庆源,王聪. 债务和股权融资的周期性——来自 A 股上市公司的经验证据[J]. *国际金融研究*, 2020(5): 77—86.
- [12] 张瑶,王斌,刘艺林. 财政政策、经济周期与企业盈利[J]. *南开经济研究*, 2022(4): 43—61.
- [13] Wang, H., Li, Q., Chen, Y. Earnings Management, Business Cycle, and Product Market Competition [J]. *China Journal of Accounting Studies*, 2015, 3(2): 136—157.
- [14] 周泽将,雷玲,李鼎. 经济周期与企业金融化[J]. *管理科学学报*, 2023(7): 17—31.

- [15] 席鹏辉,林永沣,蒋震. 经济波动、经营调整与增值税税负周期性[J]. 财政研究,2023(1):39—53.
- [16] 周泽将,汪帅,王彪华. 经济周期与金融风险防范——基于股价崩盘视角的分析[J]. 财经研究,2021(6):108—123.
- [17] Du, H., Zhang, Y., Evans, O. M., Chen, W. Will Emission Trading Promote Enterprise Diversification? Evidence from China [J]. *Environmental Science and Pollution Research*, 2023, 30(32):79194—79214.
- [18] Ren, Y., Hu, G., Wan, Q. Environmental Protection Tax and Diversification Transition of Heavily Polluting Enterprises: Evidence from a Quasi-natural Experiment in China [J]. *Economic Analysis and Policy*, 2024(81):1570—1592.
- [19] Gu, L., Wang, Y., Yao, W., Zhang, Y. Stock Liquidity and Corporate Diversification: Evidence from China's Split Share Structure Reform [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2018(49): 57—80.
- [20] 杜善重. 家族决策权配置与企业多元化战略——来自中国家族上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2020(6):87—98.
- [21] 姜奇平,刘宇洋,端利涛. 数字化转型、多元化经营与企业绩效[J]. 技术经济,2023(4):82—96.
- [22] Tambunan, T. T. H. The Impact of the Economic Crisis on Micro, Small, and Medium Enterprises and Their Crisis Mitigation Measures in Southeast Asia with Reference to Indonesia [J]. *Asia & the Pacific Policy Studies*, 2019, 6(1): 19—39.
- [23] 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(3):439—446.
- [24] Valencia, F. Aggregate Uncertainty and the Supply of Credit[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2017(81):150—165.
- [25] 曾春华,杨兴全. 多元化经营、财务杠杆与过度投资[J]. 审计与经济研究,2012(6):83—91.
- [26] Ravn, M., Uhlig, H. On Adjusting the HP-Filter for the Frequency of Observations [J]. *Review of Economics and Statistics*, 2002, 84(2): 371—376.
- [27] 王超,余典范,龙睿. 经济政策不确定性与企业数字化——垫脚石还是绊脚石? [J]. 经济管理,2023(6):79—100.
- [28] 邵志浩,才国伟. 对外担保与企业经营风险[J]. 中南财经政法大学学报,2024(3):29—42.
- [29] 胡楠,邱芳娟,梁鹏. 竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究[J]. 当代财经,2020(9):138—148.

Economic Fluctuation and Diversification Development of Enterprises

WANG Haoran LEI Ling

(School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: With the slowdown of China's economic growth, it is crucial to examine how enterprises adjust their diversification development strategy to mitigate risks. Using data from A-share listed companies in China's capital market from 2007 to 2021, this paper investigates the relationship between economic fluctuation and diversification development of enterprise empirically. The results show that enterprises reduce their degree of diversification significantly during economic slowdowns. Mechanism testing reveals that economic slowdowns weaken executives' risk preferences and tighten external financing conditions, prompting enterprises to decrease their diversification levels. Heterogeneity analysis shows that restraining effect of economic slowdowns on enterprise diversification is more pronounced in firms with weaker operational capabilities, those adopting cost-leadership strategies, and those operating in non-high-tech industries. The economic consequence test finds that reducing diversification levels can mitigate enterprises' operating risk and financial risk, and this mitigating effect is more significant during economic slowdowns. This study contributes to the literature on economic fluctuation and corporate diversification, offering practical insights for enterprise diversification strategy adjustments and new approaches for enterprises to navigate economic slowdowns.

Key words: Economic Fluctuation; Diversification Development of Enterprise; Executive Risk Preference; External Financing Conditions

(责任编辑:胡浩志)