

# 国际化经营、制度环境与过度投资

林 川

(四川外国语大学 国别经济与国际商务研究中心,重庆 400031)

**[摘要]**基于企业国际化经营视角,利用2008—2015年间的4677个国际化经营样本与2465个配对样本,实证检验国际化经营对过度投资的影响以及制度环境所产生的调节效应。研究发现,国际化经营对过度投资产生了明显的正向影响,相较于非国际化经营的企业,国际化经营企业的过度投资程度更高;考虑制度环境的调节效应后,制度环境的约束作用降低了企业过度投资的概率,并且国际化经营对过度投资产生的影响明显降低了。进一步研究发现,相较于国有控股属性的企业,过度投资以及制度环境所产生的影响在非国有控股企业中更为明显。

**[关键词]**过度投资;国际化经营;制度环境;对外开放程度;经济新常态;股权集中度;国有控股企业

**[中图分类号]**F276 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)04-0036-09

## 一、引言

近年来,随着中国经济对外开放程度的日趋增强以及如“一带一路”战略、自贸区战略等相关政策的逐渐开放,越来越多的中国企业开始涉足国际化的经营策略。依托国家经济新常态中外向型、开放型的发展趋势,更多企业选择在国外进行投资、选择将自身产品销售到国外,从而获得更为广阔的发展空间与机遇。可见,国际化经营方式同样也成为中国企业扩大经营渠道、形成新的经济增长点的新常态。与2000年后加入WTO所带来的中国企业参与国际经营趋势不同的是:一方面,从企业内部来看,当前中国企业参与国际化经营的主动性更强,更愿意主动参与国际分工并推动国际经济的发展,这使得当前中国企业的国际化经营能够产生更大的影响;另一方面,从企业外部来看,当前中国企业参与国际化经营面临的外部环境更为优良,参与国际化经营的政策更为宽松,能够获得的扶持力度也更大。因此,在当前良好的内外部环境推动下,中国企业的国际化经营既是中国企业参与国际市场竞争力的重要步骤,也是中国经济参与全球化、推动世界经济相互融合的重要步骤。鉴于此,在当前发展开放型经济已成为各国主流选择的背景下,研究中国企业国际化经营的相关问题对于提升中国企业整体的国际竞争力,增强中国企业国际化经营的适应性,进一步推动中国经济的对外开放,具有重要的理论意义与现实价值。

然而,已有文献更多关注的是企业国际化经营对绩效产生的影响,而对国际化经营与财务决策之间的关系并没有进行深入探讨,如国际化经营的企业是否产生了过度投资的问题等。在国际化经营的过程中,企业可能会面临比国内经营更为复杂的问题:一方面,企业涉足一个新的市场会增加相应的成本,从而需要增加额外的投资;另一方面,企业在进入新市场的过程中很难产生相应的协同效应,从而需要利用更多的投资来降低风险和提高进入新市场的成功概率。于是,企业在国际化经营的过程中可能会增加新的投资,产生比在原先国家经营或进入原先国家其他市场更多的投资额度。因此,

**[收稿日期]**2018-01-17

**[基金项目]**重庆市社会科学规划一般项目(2016YBJJ029)

**[作者简介]**林川(1985—),男,山东青岛人,四川外国语大学国别经济与国际商务研究中心副教授,博士,主要研究方向为公共治理与公司财务,邮箱为 sisulc@qq.com。

伴随着中国企业国际化经营的发展,是否会带来投资的增加以至于产生过度投资行为就是本文拟研究的问题。另外,中国不同地区经济发展存在极大差异,不同地区能够为企业提供的外部制度环境也存在极大差异,从而使得不同地区的企业面临的法制化水平及金融水平等都存在明显的不平衡性。所以,在国际化经营的过程中,不同地区企业所能感受到的外部环境以及外部环境能够为企业提供的支持力与阻力均不平衡,这会对企业国际化经营中的过度投资行为产生影响。

## 二、文献综述

国际化经营是企业在全球经济一体化时代,将经营渠道扩展为多个市场的一种经营方式,是企业多元化经营过程中的一种跨国界市场的选择行为。那么,国际化经营的方式能够为企业带来什么呢?从国际化经营的本质来看,国际化经营属于企业多元化经营的一种模式,与行业多元化相同,目的都是为了降低经营风险、创造更多盈利。然而,多元化的经营模式可能会为企业带来溢价<sup>[1-2]</sup>,也可能会降低企业的各类风险<sup>[3]</sup>,还有可能会降低企业的代理成本<sup>[4]</sup>,但在更大程度上可能会成为一种成本,产生相应的折价效应<sup>[5-6]</sup>。虽然企业的国际化经营受到较多关注只是近二十年的事情,相对来讲研究此方面的文献并不多,但国际化经营同样可能产生规模经济、协同效应,进而增加企业价值,同时也可能为企业带来更高的经营成本<sup>[7]</sup>。

近年来,随着中国企业国际化经营趋势的增强,更多文献也逐渐开始关注中国企业国际化经营问题。吴晓波和周浩军研究指出,国际化经营与企业绩效之间存在着S型曲线关系,随着企业国际化经营程度的提高,国际化经营对企业经营绩效最初具有负向影响,然后转变为正向影响,最后又转变为负向影响<sup>[8]</sup>。魏锋和陈丽蓉的研究结果表明,国际化经营会降低企业的经营业绩与市场价值<sup>[7]</sup>。孙维峰和黄祖辉研究却发现,企业的国际化经营能够带来企业绩效的明显提升<sup>[9]</sup>。其他关于国际化经营产生影响的文献中,陈岩等研究发现,企业的国际化战略与其成长性之间存在着倒U型关系<sup>[10]</sup>。孙维峰和孙华平研究指出,企业的国际化战略显著降低了其财务杠杆水平,这是因为企业的跨国经营提高了债务的代理成本,从而降低了企业的债务比率<sup>[11]</sup>。代彬等的研究则指出,企业的国际化经营战略对其研发能力具有明显的抑制作用<sup>[12]</sup>。由于企业在国际化经营过程中受到外部因素的影响往往非常大,因此不同时期的相关研究就难以得到一致的结论。

同时,国际化的经营行为也会对企业的投资行为产生影响。Doukas和Pantzalis研究指出,国际化经营企业的代理成本相对较低,从而使得企业的经营风险也会降低,对长期杠杆的敏感性更强,进而会增加投资额度<sup>[13]</sup>。Luo也指出,企业国际化经营对象国的特征会对企业的财务决策产生影响,进而使得其投资决策产生差异<sup>[14]</sup>。虽然已有文献对这一问题进行了初步的研究,但无论是从研究的数量还是从研究的内容来看,关注得还远远不够,尤其是针对开放型经济背景下中国企业国际化经营行为对投资产生的影响还涉及不多,而这正是本文重点关注的问题。因此,本文研究的边际贡献在于:基于中国企业的现实样本,实证讨论国际化经营对过度投资行为的影响,这是对中国企业研究文献的有益补充,同时本文还将企业所处的外部制度环境产生的调节效应纳入研究当中,这同样也是对企业国际化经营研究文献的一种补充。

## 三、理论分析与研究假说

### (一) 国际化经营会增加过度投资吗?

由于不同国家在经济环境、经济行为、市场体制、价格、税收等方面均存在差异,因此企业在国际化经营的过程中所面临的内部财务选择、投资选择、股东间关系、公司治理体系等也会存在不同。一方面,国际化经营能够在极大程度上降低企业的经营风险和破产风险,增加企业的借债能力,从而使得企业对长期杠杆的敏感性更强。另一方面,企业在国际化经营的过程中,由于不同国家或地区在政

治、经济、社会、制度、文化等方面存在差异,这会使得企业的管理体系、经营体系、治理体系等变得更为复杂,从而需要与多元化经营的东道国更为贴近,企业的经营行为、财务选择、会计准则等同样需要进行相应的调整,否则就会将企业的竞争优势转化为经营壁垒<sup>[9]</sup>。

那么,在企业国际化经营的过程中,其对于投资资金额度的控制与选择会出现什么样的差异呢?首先,伴随着企业国际化经营同时发生的往往是多元化经营引起的企业成本增加,这同样会使得企业的投资水平相应提升。在企业多元化经营的过程中,由于存在信息不对称、研发成本和运营成本等提升的问题,因此当多元化经营成本超过多元化经营收益时,就会带来多元化折价的现象。同样,国际化经营也会伴随着折价现象的出现<sup>[7]</sup>。在企业国际化经营的过程中,当企业进入一个新的市场中时,必定会面临众多阻碍,必定会增加企业的交易成本,这些成本的增加会促使企业通过增加投资的方式来提升国际化经营成功的概率,以使得国际化经营所能获得的收益更多。其次,国际化经营所代表的多元化经营行为与企业单纯的行业多元化不同,行业多元化更多是企业自身的选择行为,受到外部环境的制约作用有限,而企业在国际化经营的过程中,则更多地会受到来自目标国的限制。目前,很多企业在进入目标国销售其产品,尤其是进入一些非经济发达国家销售产品时,往往会遭遇严重的贸易壁垒,这就需要企业以在当地进行投资的方式进入,而并非简单的产品销售。也就是说,很多企业在产品国际化经营过程中,会伴随着金额更多的国际投资行为,从而也就加大了企业发生过度投资的概率。再次,财务杠杆的治理效应在多元化经营企业中会表现得更为明显,企业在多元化经营的过程中能够获得更多的债务融资,从而降低外部的融资约束。在多元化经营的企业中,一方面管理层对于负债额度的分配具有相对的自由处置权,会为了追求私人利益而选择不利于公司价值最大化的投资决策;另一方面也会由于存在寻租动机而导致负债额度在部门之间分配的不平衡,尤其是在国际化经营的企业中,为了平衡不同地区之间的投资收益,往往由于需要“交叉补贴”而出现高财务杠杆的情况,进而会导致负债的相机治理效应以及过度投资情况的存在<sup>[15]</sup>。最后,企业的多元化经营在很大程度上是管理层的自我选择,是管理层或为了获得个人收益,或为了寻租,或为了获得职业经理人市场的认可,而实施的在一定程度上损害企业利益的行为。于是,一方面为了获得多元化经营的成功,管理层会通过超额资金的投入来换取成功概率的提升;另一方面由于多元化经营增加了内部部门之间的代理成本(国际化经营则表现为不同国家或地区经营部门之间的代理成本),因此管理层也会通过增加投资而形成“平均主义现象”<sup>[16]</sup>,从而一些经营绩效并不突出的地区或部门会获得更高的投资额度。

综上所述,本文提出研究假说1。

假说1:国际化经营与过度投资之间存在显著的正相关关系,即与非国际化经营的企业相比,国际化经营的企业其过度投资的概率更高。

## (二) 制度环境能够产生调节效应吗?

在企业国际化经营的过程中,东道国的各种因素(如经济发展状况、风俗习惯、宗教信仰、价值观等)会对企业发展产生重要影响<sup>[17]</sup>。然而,除此之外,企业所在的母国特征同样会决定企业国际化经营的投资动机,会在资产专用性、市场化程度、文化趋同性等方面影响企业的投资动机,从而对企业国际化经营的绩效产生影响<sup>[18]</sup>。虽然一个国家或地区的企业存在极大的共性,从而形成一个国家或地区的企业共性,但由于中国地域范围较大,不同地区的自然条件和经济基础存在极大差异,从而不同地区的企业就会存在较大不同,而且中国不同省级行政区在企业的数量、规模、结构、运行效率等方面也存在较大差异<sup>[19]</sup>。

制度环境的研究源于 La Porta 等的一系列文献<sup>[20]</sup>,他们认为外部制度环境会在一定程度上影响企业内部治理体系及其长远发展。一方面,制度环境会提供外部治理机制,从而起到外部约束作用;另一方面,制度环境会提供一致的法律体系,对不同企业产生相同的扶持功能。于是,良好的外部治理环境在给予企业更好发展空间的基础上,降低了政府的无意义干预,健全了整体的法律机制,维护了企业股东的合法权益,也增强了企业抵御外部风险的能力<sup>[21]</sup>。首先,从地方政府与企业之间关系

的视角来看,当企业面临更好的外部环境时,其受到的政府干预度就会更低,尤其是政府对于企业的政策干预以及参与的企业银行信贷干预会更低<sup>[22]</sup>,这就使得企业被迫需要承担的社会责任变少,企业不需要投入更多的资金去完成政府的目标,不需要作为地方政府推动地方经济发展的工具,也不需要成为地方政府官员获得政治晋升的途径<sup>[23]</sup>,从而也就减少了因企业增加自由现金流而产生的过度投资行为。其次,良好的制度环境会改善一个地区的金融环境,并且能够有效地促进金融发展,通过制度环境的改善使得金融发展水平获得提升,企业能够获得更为便利的融资环境,以至于企业的融资约束程度被降低,从而使得企业的投资支出与投资机会之间的关系更为和谐,也就不需要盲目地通过投资行为获得更多的资本配置便利和市场关注,进而促使企业的投资行为更为合理,这虽然可能会增加企业的投资量,但这些投资均属于合理投资,而过度投资的额度则会相应减少。最后,制度环境会通过治理效力抑制大股东通过过度投资获得私利的行为,保护市场上的普通投资者,使得大股东通过过度投资谋求自身利益最大化的动机降低,而是将企业资金更好地投资到具有长远发展的项目中,从而保证了企业自由现金流的正常使用。

总之,制度环境以其相应的环境效应、协同效应、治理效应等对企业的过度投资产生相应的抑制作用,并且这种作用会调节企业国际化经营对过度投资的影响。一方面,当企业选择国际化经营时,其母国良好的制度环境能够降低企业国际化经营的不确定性,减少企业在国际化经营中的成本与障碍;另一方面,具有良好制度环境的地区其开放度通常较高,这就使得企业所在地的政府会主动与投资国之间建立良好的关系,既降低了企业自己拓展经营目标国的成本,也降低了企业进入目标国的额外投资成本。另外,由于制度环境能够提供更好的金融发展环境,使得国际化经营的企业能够同时利用本国金融市场与国外金融市场,并且能够更为便利地在两个市场之间进行资本交流,从而也降低了企业单纯在本国金融市场中盲目使用资本进行运作的可能性,降低了企业通过盲目的过度投资行为获得本国市场投资者更多关注的可能性。

综上所述,本文提出研究假说2。

假说2:制度环境会在国际化经营与过度投资之间产生调节效应,即在考虑制度环境因素后,国际化经营的企业其过度投资概率会降低。

## 四、研究设计

### (一) 变量选择

#### 1. 被解释变量

本文的被解释变量为过度投资(*OverI*)。对于企业过度投资程度的衡量,大多文献是在 Richardson 研究成果<sup>[24]</sup>的基础上进行相应的修正。Richardson 指出,企业的过度投资行为就是实际投资与理论投资之间的差额,而这种差额则表现为计量模型的残差项<sup>[24]</sup>。因此,参考 Richardson 的研究<sup>[24]</sup>,本文首先构建企业预期投资的动态调整回归模型,即:

$$I_t = \alpha_1 OPP_{t-1} + \alpha_2 Cash_{t-1} + \alpha_3 OPP_{t-1} + \alpha_4 \ln Size_{t-1} + \alpha_5 Debt_{t-1} + \alpha_6 Age_t + \alpha_7 OPP_{t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

在式(1)中,变量 *I* 为企业的实际投资金额,是企业投资活动产生的现金流出与年初资产总额之间的比值;*OPP* 为企业的 TobinQ 值;*Cash* 为企业现金和现金等价物总值与资产总额的比值;*Size* 为企业的资产总额;*Debt* 为企业的资产负债率;*Age* 为企业上市的年限;*t* 为年度。

在式(1)中,残差项即为企业的非预期或者说非理性投资程度。若残差值大于0,意味着企业存在过度投资的情况;若残差值小于0,意味着企业并不存在过度投资的情况,甚至存在缺乏投资的情况。因此,本文定义若通过式(1)所得到的残差值大于0,则 *OverI* = 1;残差值小于0,则 *OverI* = 0。

#### 2. 解释变量

(1) 国际化经营(*IO*)。本文使用虚拟变量来衡量企业的国际化经营策略,若企业披露的营业收

入中包括境外营业收入,则  $IO = 1$ , 否则  $IO = 0$ 。

(2) 制度环境( $RD$ )。本研究主要关注制度环境对过度投资产生的影响以及区域差异所产生的调节效应,此时的制度环境更多地表现为一种外部治理效应。因此,本文利用王小鲁等提供的最新的市场化指数<sup>[25]</sup>进行衡量。

### 3. 控制变量

公司资产( $Size$ ),采用企业年末资产总额的自然对数衡量;公司收益( $ROA$ ),采用企业年末资产收益率衡量;资产负债率( $Debt$ ),采用企业年末资产负债率衡量;股权集中度( $H10$ ),采用企业前十大股东的持股比例平方和衡量;股权属性( $Hs$ ),采用企业实际控制人属性衡量,若实际控制人为国有属性,则  $Hs = 1$ , 否则  $Hs = 0$ ;行业差异( $ID$ ),采用企业所属行业衡量,若企业所属行业为制造业,则  $ID = 1$ , 否则  $ID = 0$ 。

### (二) 模型设定

根据本文的研究假说,们构建相应的计量模型如下:

$$\text{logit}(OverI) = \alpha_1 IO + \alpha_2 \ln Size + \alpha_3 ROA + \alpha_4 Debt + \alpha_5 H10 + \alpha_6 Hs + \alpha_7 ID + C + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{logit}(OverI) = \alpha_1 IO + \alpha_2 RD + \alpha_3 (IO \times RD) + \alpha_4 \ln Size + \alpha_5 ROA + \alpha_6 Debt + \alpha_7 H10 + \alpha_8 Hs + \alpha_9 ID + C + \varepsilon \quad (3)$$

在式(2)与式(3)中,由于被解释变量  $OverI$  为虚拟变量,从而构建二元选择  $\text{logit}$  模型进行检验。其中,  $C$  为截距项,  $\varepsilon$  为噪音项,  $\alpha$  为待估系数。

### (三) 数据来源

一方面,考虑到数据的来源和准确性,本文以中国上市公司为研究样本;另一方面,从2008年开始,中国各上市公司开始逐渐披露不同区域的营业收入数据。因此,本文以2008—2015年企业财务报告披露的不同区域营业收入中有境外收入的上市公司为原始样本,并对其进行相应筛选,筛选原则为:第一,剔除金融、保险、证券类行业的公司样本;第二,剔除特殊处理的公司样本;第三,剔除首发上市的公司样本;第四,剔除创业板公司样本;第五,剔除缺失较多数据的公司样本。

同时,为了更好地研究企业的国际化经营情况,本文针对国际化经营的样本进行配对,具体配对原则为:第一,与国际化经营公司属于同一行业门类,但如果国际化经营公司的行业门类为制造业,则根据该公司所属的行业大类进行匹配;第二,与国际化经营公司的资产总额最接近,但配对公司与国际化经营公司之间资产总额的差值不超过国际化经营公司资产总额的50%;第三,不属于特殊处理公司;第四,不属于创业板公司。最终,剔除无法配对或重复配对的公司样本后,本文得到2008—2015年间的7142个中国上市公司作为研究样本,其中国际化经营样本有4677个,配对样本有2465个。本文数据来源于色诺芬经济金融数据库。

## 五、实证结果与分析

### (一) 描述性统计与相关性分析

表1给出了主要变量的描述性统计结果。从表1中可以看出,  $OverI$  的均值为0.321,说明样本中有超过三成的企业存在过度投资行为,而其他企业则并不存在过度投资行为;  $IO$  的均值为0.655,说明样本中有约三分之二的企业属于国际化经营企业,而其他三分之一的企业则属于配对的非国际化经营企业;从  $RD$  的分布来看,不同企业面临的外部制度环境存在较大差异。在控制变量中,  $Size$  的均值为22.301,说明样本企业资

表1 描述性统计

变量	N	均值	标准差	中值	25%	75%
$OverI$	7142	0.321	0.467	0.000	0.000	1.000
$IO$	7142	0.655	0.475	1.000	0.000	1.000
$RD$	7142	7.483	1.802	7.670	6.320	8.860
$Size$	7142	22.301	1.267	22.108	21.504	22.965
$ROA$	7142	0.032	0.091	0.029	0.010	0.058
$Debt$	7142	0.497	0.199	0.506	0.357	0.649
$H10$	7142	0.176	0.126	0.148	0.081	0.248
$Hs$	7142	0.581	0.493	1.000	0.000	1.000
$ID$	7142	0.250	0.433	0.000	0.000	1.000

产的均值约为 48.44 亿元人民币;ROA 的均值为 0.032,说明样本企业的资产收益率约为 3.2%;Debt 的均值为 0.497,说明样本企业的负债总额约为资产总额的一半;H10 的均值为 0.176,说明样本企业的股权集中度并不高,股东间的股权分布较分散;Hs 的均值为 0.581,说明样本中有近六成企业属于国有控股属性;ID 的均值为 0.250,说明样本中有 25% 的企业属于制造业行业。

同时,本文对变量进行了相关性检验,检验结果表明变量之间并不存在明显的共线性问题。(因篇幅所限,未列出相关性检验结果)

(二) 多元回归分析

表 2 为多元回归检验结果。各回归结果的整体检验值均通过常规置信水平的显著性检验,这表明被解释变量的实际分布与由解释变量及控制变量构成的拟合分布之间并不存在明显的差异。

具体来看,回归结果(1)中变量 IO 与被解释变量 OverI 之间存在正相关关系,且通过了 5% 的显著性检验,这表明相较于非国际化经营的企业,在国际化经营的企业中,过度投资的概率相对更高,说明国际化经营刺激了企业的过度投资行为,假说 1 得到支持。回归结果(2)中变量 RD 与被解释变量 OverI 之间存在负相关关系,且通过了 1% 的显著性检验,这表明企业所在地区的外部制度环境约束程度越高,则企业过度投资的概率就越低,说明制度环境产生了相应的治理效应,能够抑制企业的过度投资行为。比较回归结果(3)与回归结果(1)可见,考虑制度环境的调节效应后,变量 IO 的系数值变小,而且显著性程度也降低,这表明在考虑制度环境所产生的调节效应后,国际化经营对过度投资产生的刺激作用明显降低了,这支持了前文的假说 2。

参考 Bowerman 和 O'Connell 的研究结果<sup>[26]</sup>,本文通过图示法表示国际化经营与非国际化经营企业的过度投资概率差异。首先,利用式(3)和表 2 回归结果(3)中变量的系数值与均值构成下式:

$$\text{logit}(OverI) = \alpha_1 IO + \alpha_2 RD + \alpha_3 (IO \times RD) - 1.139 \quad (4)$$

由于变量 IO 为虚拟变量,从而当 IO = 0 时,即在非国际化经营的企业中为:

$$\text{logit}(OverI) = -0.032RD - 1.139 \quad (5)$$

而当 IO = 1 时,即在国际化经营的企业中为:

$$\text{logit}(OverI) = -0.037RD - 1.080 \quad (6)$$

由于式(5)与式(6)为二元选择模型,因此需要进行逻辑分布处理。处理后的结果表示为图 1。

从图 1 来看,在制度环境取均值的情况下,国际化经营企业的过度投资概率为 0.205,而非国际化经营企业的过度投资概率为 0.201。在考虑制度环境的约束作用之前,国际化经营企业的过度投资概率为 0.309,非国际化经营企业的过度投资概率为 0.288。由此可见,制度环境的约束一方面对企业的过度投资行为产生了制约作用,另一方面使得企业国际化经营中的过度投资概率更大程度地降低了。

表 2 多元回归检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
IO	0.099 ** (0.058)		0.059 * (0.025)
RD		-0.066 *** (0.016)	-0.032 *** (0.026)
IO × RD			-0.005 * (0.003)
Size	0.655 ***	0.652 ***	0.648 ***
ROA	1.269 ***	1.274 ***	1.301 ***
Debt	-1.006 ***	-0.925 ***	-0.937 ***
H10	-0.143	-0.169	-0.128
Hs	-0.513 ***	-0.447 ***	-0.463 ***
ID	0.070 *	0.042 *	0.048 *
C	-14.745 ***	-15.177 ***	-14.886 ***
Mc-Fadden R <sup>2</sup>	0.092	0.094	0.094
LR statistic	826.073 ***	841.357 ***	846.183 ***

注:括号内为标准误差值,\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平下通过显著性检验。下同。

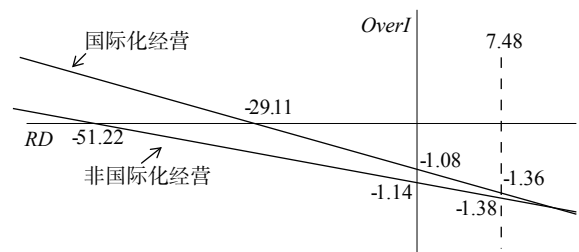


图 1 国际化经营企业与非国际化经营企业的过度投资概率比较

另外,从控制变量的检验结果来看,变量 *Size* 与被解释变量 *OverI* 之间存在显著的正相关关系,表明资产规模更大企业的国际化经营概率更高;变量 *ROA* 与被解释变量 *OverI* 之间存在显著的正相关关系,表明收益率更高企业的国际化经营概率更高;变量 *Debt* 与被解释变量 *OverI* 之间则在显著的负相关关系,表明负债率更低企业的国际化经营概率更高;变量 *Hs* 与被解释变量 *OverI* 之间存在显著的负相关关系,表明相较于国有属性的企业,非国有企业的国际化经营概率更高;变量 *ID* 与被解释变量 *OverI* 之间存在显著的正相关关系,表明相较于非制造业行业的企业,制造业行业企业的国际化经营概率更高;变量 *H10* 与被解释变量 *OverI* 之间的关系却并没有通过常规置信水平的显著性检验,表明股权集中度未能对国际化经营产生明显的影响。

### (三) 进一步的检验

在中国企业的发展过程中,产权改革对企业发展产生了重要的影响,进而形成了国有控股属性企业与非国有控股属性企业的分类,尤其是与欧美等发达国家不同,中国的国有控股属性企业非常多。相较于非国有控股属性的企业,国有控股属性的企业受到政府的干预程度更高,相同的法制环境下其受到的制约行为会表现得 weaker<sup>[27]</sup>。那么,由于控股属性的差异,不同类型的企业的国际化经营对过度投资产生的影响是否存在差异以及制度环境是否会对两者之间关系产生差异化的影响呢?这就是我们要进一步研究的问题。

从表3的检验结果来看,其与前文表2的检验结果并不存在实质性差异。然而,通过比较国有控股企业样本与非国有控股企业样本的检验结果可以看出,非国有控股企业的国际化经营对过度投资产生了更为明显的影响(回归结果(4)的系数值大于回归结果(1)的系数值),而且在考虑制度环境的约束作用后,在非国有控股企业中,过度投资产生影响的变化

表3 进一步检验的回归结果

变量	国有控股企业样本			非国有控股企业样本		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>IO</i>	0.087* (0.008)		0.034* (0.033)	0.172** (0.083)		0.104* (0.034)
<i>RD</i>		-0.082*** (0.021)	-0.042** (0.004)		-0.042* (0.049)	-0.018* (0.004)
<i>IO × RD</i>			0.056** (0.004)			-0.369** (0.048)
<i>Size</i>	0.694***	0.689***	0.688***	0.585***	0.593***	0.581***
<i>ROA</i>	1.336**	1.385**	1.399**	1.363**	1.310**	1.376**
<i>Debt</i>	-0.383*	-0.295	-0.307*	-1.690***	-1.617***	-1.639***
<i>H10</i>	-0.718**	-0.700**	-0.688**	0.591*	0.490*	0.589*
<i>ID</i>	0.144*	0.092*	0.104*	0.015*	0.002*	0.012*
<i>C</i>	-16.395***	-16.834***	-16.569***	-13.058***	-13.472***	-13.125***
<i>N</i>	4147	4147	4147	2995	2995	2995
Mc-Fadden R <sup>2</sup>	0.125	0.128	0.128	0.058	0.056	0.058
LR statistic	639.623***	653.594***	655.578***	218.056***	217.021***	221.904***

程度也更大(回归结果(6)中系数值下降的幅度大于回归结果(3)中系数值下降的幅度)。可见,过度投资以及制度环境所产生的影响在非国有控股属性企业中更为明显。

### (四) 稳健性检验

为了验证本文所得结论的稳健性,我们进行相应的稳健性检验。第一,由于回归模型加入了相应的交互项,可能存在一定的共线性问题,因此我们使用岭回归检验;第二,利用更多文献使用的樊纲等提供的市场化进程指数<sup>[22]</sup>来衡量制度环境,并进行相应的回归检验;第三,为防止研究过程中遗漏变量情况的发生,我们进一步控制可能对过度投资产生影响的企业上市历史(*Year*)、高管特征(*CEO*)等因素后,进行相应的回归检验;第四,利用(1)式求得的残差值来衡量企业过度投资的具体程度,并以此作为被解释变量进行相应的回归检验;第五,考虑到直辖市城市的级别问题,而且北京市拥有较多央企,制度环境对央企与地方企业的影响存在较大差异,因此我们分别剔除直辖市城市样本与北京市样本后,进行相应的回归检验;第六,考虑到本文以虚拟变量定义国际化经营,因此以赫芬达尔指数对国际化经营进行定量定义,针对有明确披露国际化经营国家营业收入的样本进行相应的回归检验;第

七,考虑到本文在对原始样本进行配对时,对配对样本资产的限制为不超过原样本的50%,因此本文以30%作为配对原则筛选样本,进行相应的回归检验。以上稳健性检验结果<sup>①</sup>与前文并没有实质性差异,从而认为本文所得研究结论是稳健的。

## 六、研究结论

本文基于企业国际化经营视角,讨论国际化经营对过度投资的影响以及制度环境所产生的调节效应。研究表明,国际化经营对过度投资产生了明显的正向影响,即相较于非国际化经营的企业,国际化经营企业的过度投资程度明显更高;制度环境产生的制约作用在一定程度上降低了过度投资的概率,而且在考虑制度环境的影响后,国际化经营对过度投资产生的影响明显降低。进一步研究发现,相较于国有控股属性的企业,过度投资以及制度环境所产生的影响在非国有控股属性企业中更为明显。

近年来,越来越多的企业选择将其产品市场拓展到海外,这在极大程度上受益于中国外向型经济的发展,如“一带一路”战略的实施就使得中国企业的海外市场得以扩大。然而,企业的国际化经营也带来了过度投资等问题,对于这一点本文的经验证据也给予了证明。过度投资不但会降低企业国际化经营的收益,而且增大了企业长期发展的不确定性。因此,如何更好地降低企业国际化经营中的过度投资行为,降低过度投资产生的负面影响,这是一个值得长期关注的问题。

从本文的经验证据来看,企业的国际化经营会极大可能地带来过度投资问题,那么对于中国企业而言:第一,应该加强对企业国际化经营过程中所实施的投资行为以及投资结果的良好判断,杜绝盲目投资,以降低可能产生的过度投资行为;第二,应该加强内部审计、对管理层的监督等相应的监管行为,从而减少“人为”造成的过度投资行为。

### 参考文献:

- [1] KHANNAT, PALEPU K. Why focused strategies may be wrong for emerging markets[J]. Harvard Business Review, 1997, 75(4): 41 - 51.
- [2] VILLALONGA B. Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series[J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 479 - 506.
- [3] MANSIS A, REEB D M. Corporate diversification: What gets discounted[J]. Journal of Finance, 2002, 57(5): 2167 - 2183.
- [4] ANDERSON R C, BATES T W, BIZJAK J M, et al. Corporate governance and firm diversification[J]. Financial Management, 2000, 29(1): 5 - 22.
- [5] LANG L H P, STULZ R M. Tobin's Q, corporate diversification and firm performance[J]. Journal of Political Economy, 1994, 102(6): 1248 - 1280.
- [6] BERGER P G, OFEK E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37(4): 39 - 65.
- [7] 魏锋, 陈丽蓉. 业务多元化、国际多元化与公司业绩[J]. 山西财经大学学报, 2011(9): 83 - 89.
- [8] 吴晓波, 周浩军. 国际化战略、多元化战略与企业绩效[J]. 科学学研究, 2011(9): 1331 - 1341.
- [9] 孙维峰, 黄祖辉. 基于中国上市公司经验证据的国际多元化与企业绩效关系研究[J]. 管理学报, 2013(10): 1128 - 1137.
- [10] 陈岩, 翟瑞瑞, 韩文征. 国际化战略、逆向技术溢出与企业成长——整合资源与制度视角的中国企业经验分析[J]. 科研管理, 2014(6): 24 - 32.
- [11] 孙维峰, 孙华平. 国际多元化、代理成本与资本结构——来自中国上市公司的经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2014(10): 2556 - 2564.

<sup>①</sup>稳健性检验结果备索。



- [12]代彬,何勤勤,刘星. 国际化战略与企业研发创新能力——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 技术经济, 2016(8):1-6.
- [13]DOUKAS J A, PANTZALIS C. Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2003, 9(1):59092.
- [14]LUO Y. Strategic traits foreign direct investment in China: A country of origin perspective[J]. Management International Review, 1998, 38(2):109-132.
- [15]SEOUNGPII A, DENIS D J, DIANE K D. Leverage and investment in diversified firms[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(1):317-337.
- [16]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.
- [17]杨柏,陈伟,林川,等. “一带一路”战略下中国企业跨国经营的文化冲突策略分析[J]. 管理世界, 2016(9):174-175.
- [18]孙早,宋炜,孙亚政. 母国特征与投资动机——新时期的中国需要怎样的外商直接投资[J]. 中国工业经济, 2014(2):71-83.
- [19]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [20]LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency problems and dividend policies around the world [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 55(1):3-27.
- [21]JOHNSON S, LAPORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2):22-27.
- [22]李洁. 政府控制、市场化进程与自由现金流的过度投资[J]. 经济问题探索, 2011(8):105-109.
- [23]杨华军,胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007(9):99-106.
- [24]RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.
- [25]王小鲁,余静文,樊纲. 中国市场化八年进程报告[EB/OL]. (2016-04-29)[2017-08-20]. <http://magazine.caijing.com.cn/20160414/4105318.shtml>.
- [26]BOWERMAN B L, O'CONNELL R T. Linear statistical model: An applied approach[M]. 2nd ed. Boston: PWS - Kent Publishing, 1990.
- [27]屈冬冬,杨兴全. 制度环境、股权再融资与上市公司过度投资[J]. 中国注册会计师, 2013(11):43-50.

[责任编辑:王丽爱]

## Internationalized Operation, Institutional Environment and Over-investment

LIN Chuan

(The Research Center for International Business and Economy,  
Sichuan International Studies University, Chongqing 400031, China)

**Abstract:** Based on the perspective of enterprise internationalization, this paper uses 4677 internationalized operation samples and 2465 paired samples from 2008 to 2015 to test the impact of international operation on over-investment and the regulatory effect of institutional environment. The study finds that internationalized operation has a significant positive impact on over-investment. Compared to non-internationalized operating enterprises, the excessive investment probability of international enterprises is higher. In view of the intermediary role of institutional environment, the restriction of institutional environment reduces the excessive investment probability of enterprises, and the impact of international operations on over-investment has been significantly reduced. Further research have found that the excessive investment and the impact of the institutional environment are more obvious in the non-state controlling enterprises.

**Key Words:** over-investment; internationalized operation; institutional environment; degree of opening to the outside world; new economic normality; ownership concentration; state controlling enterprises