

# 多元化经营、财务杠杆与过度投资

曾春华<sup>1,2</sup>, 杨兴全<sup>1</sup>

(1. 石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000; 2. 海南大学 经济与管理学院, 海南 海口 570228)

**[摘要]** 基于我国上市公司实行多元化经营战略的背景, 从公司过度投资的视角对财务杠杆的治理效应进行了理论分析, 并以2004-2009年的非金融上市公司为样本, 检验了多元化经营对财务杠杆抑制企业过度投资治理效应的影响。结果发现, 财务杠杆对我国上市公司的过度投资行为有明显的抑制作用, 但是多元化经营会削弱这种抑制作用。进一步研究还发现, 财务杠杆由于抑制过度投资, 对公司绩效起到了正面的影响。而多元化经营同样会弱化财务杠杆对公司绩效的正面作用。研究结论不仅对于理解我国多元化经营的上市公司财务杠杆治理效应与投资效率之间的关系具有重要意义, 同时也为我国上市公司多元化经营会降低公司经营业绩提供了新的证据。

**[关键词]** 财务杠杆; 多元化经营; 过度投资; 公司绩效; 投资效率; 资本市场; 资本结构

**[中图分类号]** F235.99 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2012)06-0083-09

## 一、引言

美国著名经济学家 Modigliani 和 Miller 的 MM 定理开创了企业微观投资理论研究的先河, 然而, 现实中并不存在完美的资本市场, 股东、债权人与管理者之间存在利益冲突, 并共同作用于企业的投资决策, 从而使资本结构成为影响企业投资的重要因素。在此理论指导下, 国内外学者主要从负债的公司治理机制出发, 来研究财务杠杆对企业投资行为的影响。大量的理论和实证研究结果表明, 负债不仅是一种融资手段, 同时更是一种重要的治理工具。

Stulz 研究发现, 债务融资可以减少管理者可供控制的资源, 能够有效抑制管理者的过度投资动机<sup>[1]</sup>。Mills 等的研究表明, 在资产负债率高的样本公司, 投资规模和负债率的负相关关系更加显著, 但低负债率样本公司的检验结果却并不显著<sup>[2]</sup>。Hart 和 Moore 的研究进一步验证了负债融资的相机治理机制, 研究表明, 公司治理中给予管理者的控制权并不重要, 重要的是公司的投资者应设计出合理的融资结构来限制管理者追求私利的行为<sup>[3]</sup>。Aivazian 等研究发现, 负债融资与投资规模的负相关关系仅发生在缺少投资机会的低成长性企业, 该研究支持了负债具有约束过度投资作用的观点<sup>[4]</sup>。

财务杠杆对我国上市公司投资决策的治理效应, 并没有得到学术界完全一致的认同。江伟和沈艺峰研究发现: 对于高成长性企业, 负债融资导致了严重的过度投资行为; 而对于低成长性企业, 负债融资没有抑制过度投资行为<sup>[5]</sup>。童盼和陆正飞在研究中发现, 负债融资既带来资产替代与投资不足问题, 同时又可减少股东与经理冲突引起的过度投资行为<sup>[6]</sup>。辛清泉等在研究中发现, 企业投资支出整体上同债务杠杆负相关, 但随着国有股权比例的上升, 企业投资支出对财务杠杆的敏感度逐渐下

**[收稿日期]** 2011-08-05

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目(70962005); 国家社科基金项目(11XGL002); 教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-08-0919); 教育部人文社会科学研究项目(09YJA630103, 10YJA630015); 新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地项目(XJEDU020112A01)。

**[作者简介]** 曾春华(1975—), 女, 四川简阳人, 石河子大学经济与管理学院博士生, 海南大学经济与理学院副教授, 从事公司财务与公司治理研究; 杨兴全(1969—), 男, 甘肃古浪人, 石河子大学经济与管理学院教授, 博士生导师, 博士, 从事公司财务与公司治理研究。

降<sup>[7]</sup>。唐雪松等研究表明:我国上市公司存在过度投资行为,而现金股利、举借债务是过度投资行为的有效制约机制<sup>[8]</sup>。姚明安和孔莹在股权集中的背景下,对过度投资假说和投资不足假说进行了实证检验,结果支持了过度投资假说<sup>[9]</sup>。

多元化经营作为企业的一种重要经营战略会对企业的投融资决策产生重要的影响。企业通过实施多元化战略,可以对内部资本市场上不完全相关的现金流进行整合,减少内部现金流的波动,提高企业整体的财务协同效应,从而降低财务风险。随着风险的降低,债权人能够更加准确地预期企业资产未来所能产生的现金流,从而愿意提供贷款,这就提高了企业的负债能力。由于负债具有“税盾效应”,企业也会因此主动提高负债比例。可见,多元化经营会提高企业的财务杠杆。但与此同时,由于多元化经营而产生的内部代理问题也会影响财务杠杆的投资治理效应。在多元化经营的公司,由于公司经营者和部门经理的自利和寻租动机常常导致内部资源配置发生扭曲,当债务负担不能合理地分配到各业务部门时,即如果低成长性的业务部门分配的债务比例较低,那么负债可能就无法有效抑制该部门的过度投资行为。Seoungpil 等研究发现,在多元化企业中,与高成长机会部门相比,低成长性机会部门的负债水平对投资支出的负向影响并不显著;另外,他们还发现相比专业化企业中的低成长性公司而言,多元化企业中的低成长性企业的负债水平与企业价值间的正向关系更弱<sup>[10]</sup>。

自 20 世纪 90 年代以来,我国上市公司实行多元化经营战略的趋势明显加剧,多元化经营公司的成本与收益的问题也因此成为我国会计学术和实务界共同关注的热点。姚俊等研究发现,上市公司多元化经营程度与 ROA 呈显著的负相关关系<sup>[11]</sup>。张翼等的实证结果表明,我国上市公司多元化程度与资产收益率和股票收益率成负相关关系<sup>[12]</sup>。但姜付秀等在检验多元化水平和托宾 Q 以及 EPS 波动程度之间的关系后发现,多元化提高了企业价值、分散了经营风险<sup>[13]</sup>。就现有研究来看,国内学者尚未结合我国上市公司的多元化经营背景检验财务杠杆的治理效应,现有多元化经营影响公司价值的相关文献也几乎都是直接检验多元化战略与公司绩效的相关性,而对多元化经营影响公司经营业绩的内部传导机制或中介作用关注较少。债务融资作为一种重要的治理机制影响着公司价值,通过检验多元化经营对财务杠杆治理效应的影响,可以为深入考察多元化经营影响公司经营业绩的内部传导机制提供新的思路。

本文以 2004—2009 年我国上市公司的经验数据为研究样本,以企业投资行为为切入点,实证检验多元化经营对于财务杠杆抑制企业过度投资这一治理效应的影响。研究发现,财务杠杆对我国上市公司过度投资具有抑制作用,但多元化经营会减弱这一抑制作用。进一步研究还发现,当财务杠杆通过抑制过度投资发挥治理效应的同时,也提升了公司业绩。而多元化经营同样会弱化财务杠杆对公司绩效的正面作用。本文的主要贡献在于:第一,本文首次基于多元化经营视角对我国上市公司财务杠杆的投资治理效应问题进行了实证研究,进一步丰富和补充了现有的研究成果;第二,本文通过多元化经营对于财务杠杆的投资治理效应的影响来考察公司经营业绩的变化,从而为我国上市公司多元化经营的“折价观”提供了新的证据。

本文其余结构安排如下:第二部分为理论分析与研究假设,第三部分是研究设计,第四部分是实证检验结果及分析,最后是研究结论。

## 二、理论分析与研究假设

在股权高度分散的情况下,公司最主要的代理问题表现为股东和经理人间的代理冲突。出于获取私利目的,管理者会以牺牲股东利益为代价去追求多元化投资,从而获得更多的报酬、势力和声誉,建立“公司帝国”以及分散自身雇佣风险等。此外,管理者还可能通过多元化投资获得的特定管理技术,提升其人力资本价值,从而获得更高的“堑壕效应”和未来职业生涯预期。近年来,大量实证研究表明:甚至在资本市场发达的国家或地区,股权结构均存在明显的集中现象。在股权集中背景下,控股股东与中小股东之间的代理冲突成为公司的主要代理问题。控股股东往往利用自身的控制权攫取

大量的控制权私人收益,为了从其控制的资源中获得更多私利,最大化自身效用,控股股东势必偏好企业规模扩张。Bigelli 和 Mengoli 发现,在中小股东司法保护较弱的国家,控制性股东往往通过并购扩大规模的方式获取控制权私利<sup>[14]</sup>。Albuquerque 和 Wang 则指出,在投资者法律保护较弱的国家,控制性股东具有通过过度投资获取控制权私利的更强动机,并导致更低的公司价值<sup>[15]</sup>。由此可见,股权集中公司的控股股东与股权分散公司的经理人一样都有所谓的帝国建造和多元化投资倾向,尤其在投资者保护较弱的国家,非价值最大化的多元化规模扩张成为控股股东获取控制权私人收益的重要来源。我国上市公司大多由国企改制而来,股权相对集中,控股股东与中小股东的利益冲突在我国上市公司中表现尤为突出。另外,我国普遍存在对中小股东保护的缺失,相关法律体系很不完善,而且,长期的股权分置导致处于控制地位的非流通股股东难以得到资本增值和流动性溢价带来的资本利得收益,其控制性股权具有相当高的非流动性成本。因此,控制性股东在主观上就有更大的动力通过扩大控制性资源的规模来抵补较高的非流通成本,从而获取控制权私人收益。

负债是一种重要的治理工具,与股权融资的无偿性相比,负债融资的定期还本付息会带来现金流约束,负债本金与利息的固定支付能够有效地减少企业的闲置资金,从而减少可供经理支配的自由现金流,抑制经理利用过多的闲置资金进行过度投资的行为。此外,负债融资会使经理面临更多的监督和破产风险,因为一旦企业不能按期偿还债务本金及利息,债权人将会接管公司控制权,经理因而丧失从企业取得利益的机会,从而有效抑制了经理的过度投资行为。在股权集中背景下,由于控股股东也同样具有过度投资的动机,所以负债的治理效应依然存在。虽然我国国有商业银行与企业(尤其是国企)间存在一定的预算软约束,但负债定期减少现金流量从而形成“硬约束”的自然属性并未因此消失,负债对企业的治理效应仍主要体现在到期还本付息上,财务杠杆能够对我国上市公司的过度投资起到较好的约束<sup>[16]</sup>。

然而,公司财务杠杆的治理效应还受到企业多元化经营战略的影响。公司通过多元化经营可以获取更多的债务融资,从而缓解外部的融资约束,同时,多元化经营公司可以通过“挑选优胜者”(winner-picking)行为将有限的资本分配到边际收益最高的部门。但是,多元化经营公司内部的管理层代理问题又会弱化财务杠杆治理效应。多元化公司内部管理层的代理问题包括股东与总部(CEO)之间及总部(CEO)与部门经理之间的代理问题。在多元化的公司中,CEO 持股比例低或激励不足时,内部资本市场中的“平均主义”现象更容易产生,内部资本市场也更容易出现资源的无效配置。而公司内部经营者具有强烈的寻租动机,即通过建立各种外部关系和从事各种影响活动来获取更大的自身利益。部门经理的寻租行为和权力斗争,可能导致过度投资和其他一些寻租成本的发生<sup>[17]</sup>。多元化公司内部通过向各个业务部门合理分配债务负担,从而约束该部门的投资水平,实现负债对投资的治理作用。也就是说,如果管理层分派更多的债务负担到低成长性的业务部门,负债的相机治理作用就会抑制该部门的低效率投资行为。但是,在多元化公司中,一方面由于公司管理者对负债额度的分配具有更大的自由处置权,公司管理者可能为了追求私人利益而进行不利于公司价值最大化的决策。另一方面,部门经理存在强烈的寻租动机,他们试图通过开展一系列的影响活动,促使公司经理给予他们更多的补偿、权利和资源,这些无形中可能导致负债额度在部门之间的不合理分配。Berger 和 Ofek 研究发现,相对于专业化公司,多元化公司具有更高的财务杠杆比率,并且存在对投资机会较差的部门的过度投资现象<sup>[18]</sup>。Shin 和 Stulz、Scharstein 等研究发现,多元化公司由于存在代理问题和内部信息不对称等问题,公司总部在资源再配置时,可能对于业绩好的部门投资不足,而对于业绩差的部门却投资过度,这就出现了所谓的跨部门“交叉补贴”或公司“平均主义现象”<sup>[19-20]</sup>。当高成长部门分担的负债高,而低成长部门分担的负债较少时,会导致高财务杠杆更多地限制多元化公司高成长业务部门的投资行为,而对于低成长部门的过度投资却没有起到很好的抑制效应。因此,负债的相机治理效应会被多元化组织结构下管理层对于负债额度的机会主义分配行为部分抵消<sup>[10]</sup>。

转型经济背景下的制度特征是影响公司多元化战略的重要因素。一方面,由于转型国家的资本市场尚不发达,信息不对称严重,公司外源融资成本较高,多元化公司的内部资本市场因此成为不完善的外部资本市场的一种有效替代,但由于这类经济体市场化机制的不完善以及偏弱的投资者法律保护又会在另一方面加剧多元化公司的潜在代理成本。Lins 和 Servaes 基于七个新兴经济国家公司样本的实证研究发现,多元化经营公司获利能力较低,发生约 7% 的折价<sup>[21]</sup>。Claessens 等通过对东亚九国的研究发现,控股股东对集团附属公司的利益侵占所带来的成本已经超过了集团内部市场带来的收益<sup>[22]</sup>。作为新兴市场经济国家,我国关于要素资源分配的市场体系还很不完善,企业通过实施多元化战略而形成的内部资本市场虽然可以弥补外部资本市场发展的不足,但受制于投资者法律保护的偏弱以及上市公司内部治理水平低效等制度背景,上述战略亦可能同时加剧多元化公司的潜在代理成本。杨兴全和陈跃东的研究表明,我国上市公司多元化经营在整体上降低了公司的业绩,其原因在于多元化经营实现的协同效应不能弥补因代理冲突而产生的成本<sup>[23]</sup>。王峰娟和邹存良研究发现,在多元化较高的情况下,内部资本市场在信息、监督和激励方面的优势就会下降,而代理问题、“寻租”现象、滥用自由现金流等就会增加,从而导致内部资本市场难以发挥有效资源配置的作用<sup>[24]</sup>。由此可见,在我国特殊制度背景下,多元化经营将会降低负债的治理效应。基于以上分析,本文提出如下假设。

假设:我国上市公司的财务杠杆能够抑制公司的过度投资行为,但公司的多元化经营会弱化财务杠杆的这种治理效应。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文选取 2004—2009 年沪深两市上市公司作为研究对象。样本筛选原则如下:(1)剔除了金融类上市公司;(2)剔除资产负债率大于 1 的上市公司;(3)所选样本公司必须在年报中披露分行业资料或类似能区分各行业营业收入的资料;(4)剔除了研究年度内连续两年被 ST 和 PT 的公司;(5)剔除了数据库中主要财务数据严重残缺的公司。根据上述原则筛选后,我们最终得到了 4919 个样本数据。

多元化经营的数据具有多种可选择的指标,包括多元化经营虚拟变量、经营单元数、收入熵指数以及赫芬德尔指数等。我们采用 2001 年 4 月中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》的划分标准作为上市公司经营所跨行业的主要依据,并结合上市公司的财务报告中披露的控股子公司的行业情况,按照行业门类(单个字母)或次类(单个字母+1 位数字,如制造业)将公司的各项业务收入归类合并,初步统计经营业务单元数,然后计算出各业务单元的主营业务收入所占比例,而最后的经营业务单元数是指某类行业(门类或次类)的销售收入占主营业务总收入 10% 以上的行业的个数。根据本文研究需要,主要选择了多元化经营虚拟变量、经营单元数、收入熵指数和赫芬德尔指数四个指标,具体变量解释见下页表 1 变量说明。本文相关财务数据来自 CSMAR 与 CCER 数据库,我们将主要财务数据处于 0—1% 和 99%—100% 之间的极端值进行了 Winsorize 处理。本文的计量过程全部利用 Excel 和 Stata10.0 统计软件完成。

#### (二) 研究模型与变量

本文借鉴 Richardson 和辛清泉对过度投资的计量方法<sup>[25,7]</sup>,首先利用正常投资水平估计模型计算出企业的预期投资支出,然后用企业实际新增投资支出(New\_Inv)减去预期投资支出得到非预期投资,即回归残差作为过度投资。

$$New\_Inv_t = a_0 + a_1 Lev_{t-1} + a_2 Growth_{t-1} + a_3 Cash_{t-1} + a_4 Size_{t-1} + a_5 Return_{t-1} + a_6 Age_{t-1} + a_7 New\_Inv_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

模型 1 中的  $New\_Inv_t$  为  $t$  年的新增资本投资,等于企业总投资减去维持性投资,而总投资等于现金流量表中投资活动净现金流量的相反数除以资产总额,维持性投资为现金流量表附注中固定资产折旧和无形资产摊销之和除以资产总额。 $Growth_{t-1}$ 、 $Lev_{t-1}$ 、 $Cash_{t-1}$ 、 $Size_{t-1}$ 、 $Return_{t-1}$ 、 $Age_{t-1}$ 、 $New\_Inv_{t-1}$  分别代表上市公司  $t-1$  年的资产负债率、现金持有量、公司规模、股票收益、上市时间和  $t-1$  年的资本投资。我们把模型 1 计算出来的过度投资(残差)作为被解释变量,同时加入财务杠杆的影响得到模型 2,在模型 2 中加入多元化的影响得到模型 3。模型中主要变量的具体定义及说明见表 1。

$$Over\_Inv_t = a_0 + a_1Lev_t + a_2Occupy_t + a_3M\_rate_t + a_4Fcf_t + \sum year + \sum ind + \phi \quad (2)$$

$$Over\_Inv_t = a_0 + a_1Lev_t + a_2Lev_t * Dyh_t + a_3Dyh_t + a_4Occupy_t + a_5M\_rate_t + a_6Fcf_t + \sum Year + \sum ind + \phi \quad (3)$$

表 1 主要变量名称及说明

变量名称	符号	变量说明
新增投资支出	New_Inv	表示新增投资支出
过度投资	Over_Inv	过度投资变量,为模型(1)的残差
多元虚拟变量	Dyh_dum	多元化哑变量,行业数目 > 1,取值为 1,否则取值为 0
行业数目	Dyh_n	占主营收入 10% 以上的行业数目
收入熵指数	Dyh_entro	收入熵指数 = $\sum p_i \ln(1/p_i)$ , $p_i$ 为第 $i$ 个行业在总收入中的比重,指数越大,多元化程度越高
赫芬德尔指数	Dyh_hhi	赫芬德尔指数 = $\sum p_i^2$ , $p_i$ 为第 $i$ 个行业在总收入中的比重,指数越大,多元化程度越低
财务杠杆	Lev	资产负债率 = 年末总负债/年末总资产
投资机会	Growth	托宾 Q 或销售收入增长率或资产增长率
现金持有量	Cash	年末现金与短期投资之和同总资产的比率
股票收益	Return	股票年度回报率,当年 5 月份到次年 4 月份经市场调整后的,以月度计算的年度回报率
上市时间	Age	公司上市年龄
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
管理费用率	M_rate	管理费用占主营业务收入的比率
大股东占款	Occupy	其他应收款占总资产的比例
自由现金流量	Fcf	经营现金流量 - (折旧 + 摊销 + 预期新增投资)/总资产
行业控制变量	Industry	行业哑变量
年度控制变量	Year	年度哑变量

#### 四、实证检验结果及分析

##### (一) 预期投资的估计和主要变量描述性统计

下页表 2 是预期投资模型的回归结果,三个回归模型的被解释变量均为新增资本投资支出,其中模型 1a 是以销售增长率为成长机会变量。模型 1b 是以资产增长率为成长机会变量,模型 1c 是以托宾 Q 为成长机会变量。从结果来看,销售收入增长率、总资产增长率和托宾 Q 与公司新增投资都显著正相关,三个模型中的其他变量与预期也一致。本文选择销售收入增长率为成长机会来估计预期投资水平,进而再计算过度投资。

表3是对过度投资和财务杠杆两个主要变量进行的描述性统计。我们将总样本按多元化虚拟变量分为单一化公司和多元化公司两个子样本,为了进一步描述其差异性,我们对过度投资和财务杠杆的均值及中值还分别进行T检验和Wilcoxon秩和检验。从结果我们发现,多元化经营公司过度投资支出的平均数和中位数分别是0.0027和-0.0033,单一化经营公司过度投资的平均数和中位数分别是-0.0030和-0.0080。从财务杠杆来看,多元化经营公司负债水平的平均数和中位数分别是0.4905和0.506,单一化经营公司负债水平的平均数和中位数分别是0.4829和0.4925。这说明多元化经营公司与单一化经营公司相比,确实有较高的负债和较大的过度投资。

表2 预期投资的回归结果

变量	预期符号	模型 1a	模型 1b	模型 1c
Lev <sub>t-1</sub>	-	-0.0102* (-1.9309)	-0.0101* (-1.9018)	-0.0135*** (-2.8000)
Growth <sub>t-1</sub>	+	0.0002*** (3.1936)	0.0002*** (4.7690)	0.0001*** (6.1089)
Cash <sub>t-1</sub>	+	0.1004*** (5.6183)	0.0996*** (5.6374)	0.1100*** (8.1112)
Size <sub>t-1</sub>	+	0.0079*** (14.9320)	0.0079*** (14.7881)	0.0070*** (12.7735)
Return <sub>t-1</sub>	+	0.0053* (1.9376)	0.0053** (1.9754)	0.0048* (1.7266)
Age <sub>t-1</sub>	-	-0.0024*** (-4.6678)	-0.0024*** (-4.5686)	-0.0026*** (-4.5071)
New_Inv <sub>t-1</sub>	+	0.2732*** (21.1415)	0.2726*** (21.2972)	0.2777*** (23.8989)
_Cons	?	-0.1400*** (-31.2580)	-0.1418*** (-32.0598)	-0.1164*** (-14.2598)
年度		控制	控制	控制
行业		控制	控制	控制
Adj_R <sup>2</sup>		0.195	0.195	0.196
样本数		4919	4919	4919

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

表3 主要变量的描述性统计

变量	全样本公司 (N=4919)		多元化经营公司 (N=2310)		单一化经营公司 (N=2609)		显著性检验	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	T值	Z值
Over_Inv	0.0000	-0.0054	0.0027	-0.0033	-0.0030	-0.0080	2.8347***	2.897***
Lev	0.4865	0.5005	0.4905	0.5060	0.4829	0.4925	2.5573**	1.816*

注:平均值的检验方法是T检验,中位数检验方法是Wilcoxon秩和检验;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

### (二) 多元化经营、财务杠杆与过度投资的回归分析

下页表4是基于多元化经营的公司财务杠杆与过度投资的检验结果。从结果我们可知,模型2中Lev的系数为-0.0591,并且在1%的水平上显著,这说明财务杠杆能够抑制过度投资。基于稳健性的考虑,我们分别在模型3a至模型3d中引入多元化虚拟变量、从事行业数目、收入熵指数和赫芬德尔指数与财务杠杆的交叉变量,并与公司过度投资进行回归,我们发现,当采用不同的多元化指标时,所得结果基本类似。本文结果显示:Lev × Dyh\_dum、Lev × Dyh\_n和Lev × Dyh\_entro分别在5%、1%和10%的水平上显著为正,Lev × Dyh\_hhi的系数为负,这说明多元化经营确实一定程度上削弱了财务杠杆对公司过度投资的抑制作用。检验结果支持了本文预期。

### (三) 基于公司业绩的进一步检验

多元化经营、财务杠杆与过度投资之间的检验结果显示,财务杠杆的治理效应在我国的上市公司中是存在的,表现在对企业过度投资的约束。而公司的多元化经营减弱了财务杠杆的治理效应,这与来自发达国家的经验证据一致。财务杠杆的抑制作用实质上就是企业投融资间的关系,并且与公司业绩联系紧密。当财务杠杆抑制过度投资而发挥正面的治理效应时,对公司绩效可能会起到正面的影响。与此同时,多元化经营由于会弱化财务杠杆的相机治理效应,所以也可能削弱财务杠杆对公司绩效的正面作用。基于此,我们以前面筛选出来的样本数据为基础,进一步检验多元化经营、财务杠杆和公司绩效之间的关系。验证的模型和相关变量说明如下。

$$CROE = a_0 + a_1 Lev_i + a_2 Size_i + a_3 Growth_i + a_5 Age_i + a_6 Tsh_i + \sum Year + \sum Ind + \varphi \quad (4)$$

$$CROE = a_0 + a_1 Lev_i + a_2 Dyh_i + a_3 Lev_i * Dyh_i + a_4 Size_i + a_5 Growth_i + a_6 Age_i + a_7 Tsh_i + \sum Year + \sum Ind + \varphi \quad (5)$$

模型 4 和模型 5 中的 CROE 为主营业务净资产收益率(主营业务利润/年末净资产),根据已有的研究,我国上市公司普遍存在通过非主营业务进行盈余管理的现象,为了避免可能存在的盈余管理问题,我们用主营业务净资产收益率作为公司业绩衡量指标。Growth 为主营业务收入增长率, Tsh 为第一大股东持股比例,其他变量在上文中已有表述,在此省略。

下页表 5 是公司多元化经营、财务杠杆与公司业绩的检验结果,从结果发现,模型 4 中 Lev 的系数为 2.3411,并且在 1% 的水平上显著,说明财务杠杆越高,公司业绩也越高,财务杠杆通过抑制过度投资而对公司绩效产生了正面影响。基于稳健性考虑,我们分别在模型 5a 至模型 5d 中引入多元化虚拟变量、从事行业数目、收入熵指数及与财务杠杆的交叉变量并与公司业绩进行回归,我们发现,当采用不同的多元化指标时,所得结果基本类似。本文结果显示:模型中 Lev × Dyh\_dum、Lev × Dyh\_n 和 Lev × Dyh\_entro 分别在 10%、1% 和 5% 的水平上显著为负,Lev × Dyh\_hhi 的系数在 5% 的水平上显著为正,这说明多元化经营确实会在一定程度上削弱财务杠杆对于公司绩效的正面效应,进一步验证了本文预期。

#### (四) 稳健性检验

出于稳健性考虑,本文还做了如下检验:(1)因为投资机会是影响预期投资及过度投资的重要变量,并影响结论的可靠性。为此,我们以总资产增长率和托宾 Q 作为投资机会的替代变量,重新估计预期投资水平来计算过度投资,检验结果基本一致。(2)将投资期望模型残差大于零作为过度投资的代理变量进行检验,检验结果基本一致。(3)我们用短期负债比率来替换资产负债率,检验结论并没有受到实质性影响。(4)在公司业绩的估计模型中,我们将原来的主营业务净资产收益率(CROE)替换成净资产收益率(ROA),替换后的回归结果与本文的结果基本一致。(5)我们剔除非多元化公司,仅仅以多元化公司为样本对以上相关研究进行再次检验,结果仍然支持本文假设。限于篇幅的影响,稳健性检验结果没有列示。

表 4 多元化经营、财务杠杆与过度投资的回归结果

	模型 2	模型 3a	模型 3b	模型 3c	模型 3d
Lev	-0.0591 *** (-6.7710)	-0.0605 *** (-5.8914)	-0.0675 *** (-3.5741)	-0.0593 *** (-5.4554)	-0.0567 * (-1.7602)
Dyh_dum		-0.0007 (-0.0816)			
Lev * Dyh_dum		0.01400 ** (2.2377)			
Dyh_n			-0.00250 (-0.3978)		
Lev * Dyh_n			0.01590 *** (2.6974)		
Dyh_entro				0.00260 (0.2263)	
Lev * Dyh_entro				0.0070 * (1.9335)	
Dyh_hhi					-0.00130 (-0.0694)
Lev * Dyh_hh					-0.00310 (-1.0839)
M Rate	0.0640 ** (2.1682)	0.0630 ** (2.1622)	0.0630 ** (2.1582)	0.0640 ** (2.1653)	0.0630 ** (2.1637)
Occupy	-0.0841 *** (-2.8725)	-0.0850 *** (-2.8944)	-0.0845 *** (-2.8803)	-0.0854 *** (-2.9080)	-0.0851 *** (-2.8977)
Fcf	0.00200 (0.3722)	0.00210 (0.3864)	0.00220 (0.4001)	0.00210 (0.3853)	0.00210 (0.3856)
_cons	0.0972 *** (9.1212)	0.0971 *** (8.7091)	0.1007 *** (7.1333)	0.0960 *** (8.4661)	0.0979 *** (5.1454)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R <sup>2</sup>	0.0627	0.0625	0.0626	0.0627	0.0626
样本数量	4919	4919	4919	4919	4919

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

## 五、研究结论

经营战略和融资决策对公司的投资行为具有重要影响,本文以企业过度投资行为为视角,结合我国上市公司实行多元化经营战略的现实背景,通过分析财务杠杆对公司过度投资行为的影响,进一步考察我国上市公司的多元化经营战略如何影响财务杠杆对公司过度投资的抑制效应。本文研究结果发现:财务杠杆对我国上市公司的过度投资行为具有明显的抑制作用,即负债与过度投资呈显著负相关关系,而多元化经营会削弱财务杠杆对于企业过度投资的这种抑制效应。进一步的研究发现,财务杠杆因能抑制过度投资而发挥其正向的治理效应,有助于提升公司绩效,但公司的多元化经营战略同样会弱化财务杠杆的相机治理效应,进而又降低了公司绩效。本文的研究结果说明,作为新兴加转轨的市场经济国家,我国投资者法律保护偏弱,正处于逐步完善的过程中,上市公司的整体治理水平较低,管理层与股东以及大股东与中小股东之间存在严重的双重代理问题,公司多元化经营不但没有发挥“挑选优胜者”的功效,反而导致内部资金的误配置。所以,

尽管多元化公司通过财务协同效应能够获得更多的债务融资,但内部资金的误配置又会导致财务杠杆治理效应的降低。本文结论对于理解我国多元化经营上市公司的财务杠杆治理效应与投资效率之间的关系具有重要意义,同时也为我国上市公司多元化经营会降低公司经营绩效提供了新的证据。

### 参考文献:

- [1]Stulz, R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics,1990,26:3-27.
- [2]Mills K, Morling S, Tease W. The Influence of Financial Factors on corporate Investment[J]. The Australian Economic Review,1995, Quart:50-64.
- [3]Hart O, Moore J. Default and renegotiation: a dynamic model of debt[J]. The Quarterly Journal of Economics,1998(1): 1-41.
- [4]Aivazian V A, Ge Y, Qiu J P. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence[J]. Journal of Corporate Finance,2005(11):277-291.
- [5]江伟,沈艺峰. 负债的两面性与企业价值[J]. 中国第3届实证会计国际研讨会论文集,2004:782-792.

表5 多元化经营、财务杠杆与公司业绩的回归结果

	模型4	模型5a	模型5b	模型5c	模型5d
Lev	2.3411 *** (2.7105)	2.3763 ** (2.2753)	3.4814 * (1.8296)	2.5790 ** (2.3421)	0.116 (0.0373)
Dyh_dum		0.998 V (1.1489)			
Lev * Dyh_dum		-0.388 * (-2.0319)			
Dyh_n			1.0600 * (1.7030)		
Lev * Dyh_n			-0.890 *** (-2.7619)		
Dyh_entro				1.9014 * (1.7743)	
Lev * Dyh_entro				-1.390 ** (-2.4488)	
Dyh_hhi					-3.3086 * (-1.7299)
Lev * Dyh_hhi					2.515 ** (2.4892)
Size	0.3253 ** (2.2515)	0.3546 ** (2.4497)	0.3522 ** (2.4356)	0.3401 ** (2.3556)	0.3471 ** (2.4027)
Growth	0.0710 *** (3.3447)	0.0830 *** (3.4042)	0.0870 *** (3.4244)	0.0890 *** (3.4353)	0.0880 *** (3.4309)
Age	0.3953 *** (8.5286)	0.3906 *** (8.4204)	0.3896 *** (8.3907)	0.3887 *** (8.3709)	0.3891 *** (8.3830)
Tsh	-0.00520 (-0.0989)	0.00120 (0.0237)	0.0108 (0.2046)	0.00900 (0.1707)	0.00660 (0.1264)
_cons	-14.2740 *** (-4.5472)	-15.4083 *** (-4.8617)	-16.5190 *** (-5.0223)	-15.4393 *** (-4.8731)	-12.2773 *** (-3.5304)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R <sup>2</sup>	0.0774	0.0791	0.0795	0.0798	0.0798
样本数量	4919	4919	4919	4919	4919

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。



- [6]童盼,陆正飞. 负债融资对企业投资行为影响研究评述与展望[J]. 会计研究,2005(21):71-75.
- [7]辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究,2007(8):110-122.
- [8]唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究,2007(7):44-52.
- [9]姚明安,孔莹. 财务杠杆对企业投资的影响—股权集中背景下的经验研究[J]. 会计研究,2008(4):33-40.
- [10]Seoungpil A, Denis D J, Diane K D. Leverage and investment in diversified firms[J]. *Journal of financial economics*, 2006,79:317-337.
- [11]姚俊,吕源,蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管理世界,2004(11):37-45.
- [12]张翼,刘巍,龚六堂. 中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究[J]. 金融研究,2005(9):122-136.
- [13]姜付秀,刘志彪,陆正飞. 多元化与资本成本的关系—来自中国股票市场的证据[J]. 会计研究,2006(6):48-55.
- [14]Bigelli M, Mengoli S. Sub-optimal acquisition decisions under a majority shareholder system[J]. *Journal of management and governance*, 2004,8:373-405.
- [15]Albuquerque R, Wang N. Agency conflicts, investment, and asset pricing[J]. *Journal of Finance*, 2008,63:1-40.
- [16]张俊生,曾亚敏. 上市公司多元化经营、盈余管理与业绩背离[J]. 审计与经济研究,2010(4):58-64.
- [17]郭慧婷,张俊瑞,李彬等. 再融资公司的现金分红和现金流操控研究[J]. 南京审计学院学报,2011(3):58-65.
- [18]Berger P, Ofek E. Diversification's effect on firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995,37:39-65.
- [19]Shin H, Stulz R M. Are internal capital markets efficient? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1998,113:531-552.
- [20]Scharstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment [J]. *Journal of Finance*, 2000,55:2537-2564.
- [21]Lins K V, Servaes H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? [J]. *Financial Management*, 2002(2):5-31.
- [22]Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58:81-112.
- [23]杨兴全,陈跃东. 多元化经营、代理成本与公司业绩——来自我国上市公司的经验证据[J]. 河北经贸大学学报, 2009(7):52-57.
- [24]王峰娟,邹存良. 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究[J]. 管理世界,2009(4):153-161.
- [25]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006,11:159-189.

[责任编辑:高 婷]

## Diversification, Leverage and Over-Investment

ZENG Chunhua, YANG Xingquan

(Economics and Management School of Shihezi University, Shihezi 832000, China)

**Abstract:** Based on the background of diversification in Chinese listed companies, this paper gives a theoretical analysis about the governance effect of leverage from the perspective of over-investment. In addition, by using the data from 2004 to 2009 of Chinese listed companies as a sample, we test the effects of diversification on governance effect of leverage about attenuating over-investment. The results show that leverage has a significant negative effect on firm's over-investment, but diversification will weaken this effect; we also find that, leverage can improve company performance by attenuating over-investment, but diversification weaken the positive effect of leverage. This study will not only have great significance of understanding the relationship between the governance effect of leverage and the effect of investment, but also provide evidence to explain why performance of diversified companies tends to reduce.

**Key Words:** leverage; diversification; over-investment; corporate performance; investment efficiency; capital market; capital structure