

非相关多元化经营对投资决策影响的实证研究

——以“融资约束”问题为视角

周杰¹, 薛有志²

(1. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; 2. 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要: 本文以中国制造业上市公司为研究样本, 从“融资约束”的视角研究了非相关多元化经营对企业投资决策的影响。研究表明, 样本公司的投资决策对经营活动中产生的净现金流存在着显著的敏感性, 表现出“投资不足”倾向; 适度的非相关多元化可以缓解这一问题的出现; 而当非相关经营单位过多时, 公司面临的“融资约束”问题会进一步加重, 投资决策对经营现金流的敏感性更高。

关键词: 非相关多元化经营; 投资决策; 融资约束

中图分类号: F **文献标识码:** A

1 研究目的

投资是企业成长的重要源泉, 投资决策的影响因素自然成为国内外学者普遍关注的问题。在理想条件下, 当一个项目的投资收益高于投资成本时, 企业会积极争取资金进行投资, 从而提高企业价值, 而不同资金来源产生的融资结构与公司投资决策无关(Modigliani et. al, 1958)^[1]。但股东与债权人之间信息不对称而导致的逆向选择与资产替代问题会使外部融资成本高于内部融资成本, 即引发“融资约束”问题。面临“融资约束”的企业可能会不得不放弃净现值为正的投资机会, 从而导致投资不足。在此情况下, 企业内部经营现金流便成为影响企业决策的重要因素之一(Fazzari 等, 1988)^[2]。国内很多学者也证实了这一结论(冯魏, 1999; 全林等, 2004)^[3-4]。同时, 这一现象的出现恰恰反映出通过外部资本市场进行资源配置的缺陷。

尽管理论上非相关多元化在很多方面并不能实现“范围经济”上的优势, 更可能产生“多元化折扣”(Rumelt, 1974)^[5], 并且随着中国企业非相关多元化经营失败案例的频频出现, 如, 巨人集团、新疆德隆及澳柯玛等, 国内学者对非相关多元化提出了很多质疑, 但非相关多元化经营可以通过内部资本市场对资源进行配置(Weston, 1970)^[6], 这可以在一定程度上克服外部资本市场的缺陷, 最终对企业的投资决策产生积极影响。因此, 简单的否定非相关多元化, 在资本市场尚不完善、融资渠道较为单一的中国似乎显得有些仓促。正如希特(2002)^[7]所说的, “由于经济新兴国家中‘软件’设施(如有效的财务机构、健全的制度和合同法)缺乏, 不相关多元化肯定是适合国情的好方法”。因此, 本文拟以中国制造业上市公司为研究样本, 研究非相关多元化对企业投资决策的影响, 从而进一步正确认识非相关多元化的优势与劣势, 指导中国上市公司进行非相关多元化决策。

本文接下来的结构安排如下: 第二部分根据相关理论分析提出本文的研究假设; 第三部分为研究设计, 包括计量模型的构建, 变量的计算与样本的选取; 第四部分为实证结果与分析; 最后为结论。

2 相关理论分析及研究假设

如前文所述,非相关多元化对公司投资决策影响的理论根源在于“融资约束”。“融资约束”是在信息不对称的情况下产生的资产替代与逆向选择问题。资产替代问题源于股东和债券持有者之间的冲突,因为股东倾向投资于风险更高的投资项目,而债权人偏好投资于风险较低但收益稳定的项目(Jensen和Meckling,1976)^[8]。逆向选择问题存在双重来源:其一是债券持有者和股东之间的冲突(Stiglitz和Weiss,1981)^[9],其二是现有股东和未来股东之间的冲突(Myers和Majluf,1984)^[10],因为债券持有者和未来股东都没有关于公司投资项目质量的足够信息。无论是哪种冲突,“融资约束”问题都是外部资本市场配置资源失效的一种表现。由于多元化战略创造了一个内部资本市场,在这个市场上,一个多元化企业的各项业务自相竞争内部资本(Williamson,1975)^[11]。Weston(1970)^[6]认为由于进行多元化经营的企业可以创造出更大的内部资本市场,而企业利用内部资本市场配置资源的效率要高于外部资本市场,因此多元化企业具有更高的效率。此外,基于内部资本市场可以解决Myers(1977)所提出的由于信息不对称而导致的投资不足问题的视角,Stulz(1990)^[12]解释了多元化企业的效率较高的原因。Stein(1997)^[13]利用一个规范的模型对内部资本市场问题进行了论证,其研究结果表明一个拥有内部资本市场的管理者能积极地进行“选拔优胜者”(winner-picking),即不断将资源从效益差的经营单位转移到效益好的单位,使企业不须过于依赖外部资金来发展壮大自己,因此内部资本市场可以充分发挥金融中介的作用,产生“超智能资金效应”(smarter money effect)。按照这一思路,不难理解,当一家专业化经营企业面临的投资机会较高时,如果低成本的内外部资金不足,那么就须求助于产生较高成本的外部融资,从而降低投资价值,甚至可能迫使企业放弃投资。而对相关多元化企业来说,尽管存在着多个经营部门,但由于各部门产品存在相关性,因此当一种产品面临的投资机会较高时,其他产品必然也存在相似的环境,便无法产生显著的“超智能资金效应”;与此相反,由于非相关多元化企业各经营部门之间的投资机会相关度较低,那么便可能产生更加明显的内部资本市场优势。通过上述分析不难理解,由于企业可以通过重新配置各个部门的资金实现企业的投资决策,缓解了公司的“融资约束”问题,因此非相关多元化经营企业的投资决策不须过分依赖于当期公司总体经营活动所产生的净现金流。

此外,非相关多元化经营给企业带来的另一个好处在于可以提高公司的负债容量。Bhide(1990)^[14]发现多元化企业中,顾客、供应商、债权人及税务部门的行为受各经营部门综合财富的影响,而不受单一部门经营状况的影响,因此,多元化企业在举债能力方面具有优势。其实,Lewellen(1971)^[15]所提出的在规模相似的企业中多部门企业的负债容量要高于专业化经营企业的结论可以说是Bhide的思想来源。他指出由于多元化企业内各部门非完全正相关的现金流所产生的“共同保险效应”(coninsurance effect)降低了企业的偿债风险,从而提高了多元化企业的负债容量。按照这一理论,公司的外部融资成本与数量均具有相对优势,外部融资成为内部融资的有效替代,使得企业的投资不须过分依赖于经营活动产生的现金流。

当企业非相关多元化程度较高时,管理者能力的局限性、内部信息不对称以及机会主义行为等因素使得非相关多元化企业的内部资本市场优势存在着“失效”的风险,导致现实中存在跨行业补贴(cross-subsidization)的可能,即所谓的“内部资本市场低效假说”,这直接导致投资决策的非科学性。Wulf(1998)提出的“道德风险”模型表明,部门管理者有动机去使用他们的影响力编制符合他们偏好的资本预算,从而导致资源的错误配置行为。这一行为可能导致具有高投资机会的部门出现投资不足问题。例如,Shin和Stulz(1998)^[16]在研究多元化经营企业的某个部门的投资支出情况时发现,该部门支出水平对其他部门的现金流和本部门的现金流水平是敏感的,但其敏感性不依赖于与其他部门本部门的投资机会的相对优势。Scharfstein等(2000)^[17]发现低价值(Tobin'Q)的部门投资水平较高,而高价值型的部门投资较少。按照这一理论我们可以认为,经营活动产生的现金流不仅需要支持具有高投资机会的经营部门,而且需要支持投资机会相对较低的那些部门,这就导致了资金的更加紧缺。从而使得多元化公司的投资水平对公司总体经营活动产生的净现金流更加敏感。

多元化经营企业涉猎多个不同的经营领域,由于企业对外仅披露有关企业整体状况的详细信息,而外部投资者又很难准确预测各经营单位的具体情况;同时,外部投资分析师经常专注于单一领域,难以综合评价多个经营部门,从而导致对多元化经营企业的分析存在偏差的可能性上升。因此,当企业非相关多元化程度较高时,企业内、外部资本市场的信息不对称程度会加剧。Nanda和Narayanan(1999)^[18]在构建信息不对称模型时恰恰利用了这一理论。他们认为,外部投资者只能观测到企业整体的现金流状况,而无法准确地观测每个经营单位的现金流状况,从而更容易导致证券市场的错误定价。Krishnaswami和Subramaniam(1999)^[19]借用资产分拆(spun-off)间接地研究多元化水平与信息不对称程度之间的关系后发现:由于多元化水平的降低缓解了信息不对称问题,所以资产分拆将多元化企业的各部门分离成彼此独立的经营单位的行为提高了企业价值。他们还发现,在其他环境相同的情况下,实施资产剥离决策的企业存在更高的信息不对称问题,资产剥离后其信息不对称程度下降。当企业内、外部信息不对称程度上升时,外部融资成本也会相应地提高,“融资约束”问题更加严重,企业的投资决策更依赖于内部经营现金流。

通过上述分析,我们认为当企业的非相关多元化程度较低时,企业内部资本市场以及负债等优势,相对于跨行业补贴以及信息不对称等劣势处于主导地位,非相关多元化程度可以缓解投资不足问题,降低投资决策对经营现金流的敏感性;当企业的非相关多元化程度较高时,这一情况发生转变,非相关多元化程度可以加剧投资不足问题,提高投资决策对经营现金流的敏感性。据此,本文提出研究假设如下。

研究假设:当非相关多元化程度较低时,投资决策对经营现金流的敏感性较专业化经营公司小;当非相关多元化程度较高时,投资决策对经营现金流的敏感性较专业化经营公司大。

1 研究设计

3. 1 计量模型及变量说明

根据已有研究成果及本研究目的,构建多元回归模型如下:

$$I/K = \beta_0 + \beta_1 * CF/K + \beta_2 * CS/K + \beta_3 * OPPORTUNITY + YEAR + \varepsilon$$

该模型描述了样本公司的投资决策。其中因变量I表示投资水平,等于固定资产净值增加额与该年的固定资产折旧之和;解释变量CF为公司经营活动现金净流量,根据“融资约束”理论,其回归系数 β_1 预期为正;控制变量CS为现金存量,反映了公司上年末根据下一年的投资计划进行利润分配后的结余,尽管也是本期可利用的内源融资之一,但主要是一种有计划的行为,尽管对其回归系数 β_2 预期为正,但并不能反映“融资约束”问题,在这里仅作为控制变量,用期末货币资金余额加上应收票据和短期投资来计算;控制变量OPPORTUNITY表示投资机会,理论上应选用托宾Q值,具体计算为: $Q = [A股股数 * A股股价 + B股股数 * B股股价 + (总股数 - A股股数 - B股股数) * 股东权益 / 总股数 + 负债的账面价值 - 递延税款] / 资产的账面价值$;但由于中国上市公司的企业价值普遍被高估,且又受到人为操作因素的影响,因此很难度量企业的投资机会。为了结果稳健,本文同时选用销售增长率作为投资机会的度量,该变量的回归系数 β_3 预期为正;K为固定资产价值,其作用是消除规模差异的影响;YEAR均为虚拟变量,目的是解决不同年份中宏观因素的影响; ε 为随机扰动。

3. 2 多元化程度的度量

上市公司在年度报告中会披露该公司主营业务收入中各产品的情况,本文将根据2002年颁布的《国民经济行业分类与代码》为所披露的产品编制SIC码,其中SIC码的前两位代表着行业大类,第三位为中类,第四位为小类。按照Pal和Bohl(2004)^[20]的方法,我们将前两位SIC码不同的产品定义为非相关产品,其个数为非相关多元化程度,用DIVERSIFY表示。

3.3 样本的选取及描述

由于行业差异对结果可能会产生影响,作者选择具有代表性的制造行业上市公司作为研究样本,考虑到样本数据的可获取性,以2002年和2003年年报公告日为研究时点。在此基础上,为了减少研究误差、增强可操作性,将按照如下标准对初始样本进一步筛选:(1)由于刚上市的企业股票价值尚不稳定,从而将导致企业价值计算的误差,同时公司在选择多元化经营需要一定的时间,为了结果稳健,上市至少三年的公司才被列为本研究的对象,因此剔除1999年以后上市的公司;(2)剔除2004年前更换大股东的公司;(3)剔除经营单位信息披露不明确的公司。最终得到样本观测点为710个。

表1 样本的描述性统计

分组标准	数量	统计指标	L/K	CF/K	CS/K	Q	S	DIVERSIFY
实施专业化经营的 样本公司 (DIVERSIFY=1)	253个	Mean	0.2612	0.3301	0.5246	2.1909	0.2085	1.0000
		Median	0.0963	0.1777	0.3237	1.8228	0.1560	1.0000
		Deviation	0.4829	0.9049	0.5930	1.2589	0.3845	0.0000
		Minimum	-0.42	-1.13	0.00	0.98	-0.88	1.00
		Maximum	3.54	9.78	4.89	11.26	3.65	1.00
实施非相关多元化 经营的样本公司 (DIVERSIFY>1)	457个	Mean	0.2861	0.3345	0.7369	2.2709	0.3076	2.8647
		Median	0.1580	0.1588	0.4772	1.8099	0.1454	2.0000
		Deviation	0.6201	1.7334	0.8881	1.3165	1.2754	1.1329
		Minimum	-0.97	-7.69	0.00	0.98	-0.71	2.00
		Maximum	8.04	29.69	8.94	10.54	22.30	9.00
非相关多元化程度 较低的样本公司 (DIVERSIFY=2)	232个	Mean	0.2866	0.3873	0.7189	2.2393	0.3910	2.0000
		Median	0.1704	0.1425	0.4207	1.7485	0.1721	2.0000
		Deviation	0.5577	2.1367	0.8519	1.2735	1.7324	0.0000
		Minimum	-0.97	-2.34	0.00	0.99	-0.68	2.00
		Maximum	5.55	29.69	5.21	10.54	22.30	2.00
非相关多元化程度 较高的样本公司 (DIVERSIFY>2)	225个	Mean	0.2857	0.2801	0.7556	2.3034	0.2216	3.7200
		Median	0.1365	0.1649	0.5489	1.8215	0.1266	3.0000
		Deviation	0.6796	1.1841	0.9254	1.3614	0.4493	1.0509
		Minimum	-0.92	-7.69	0.01	0.98	-0.71	3.00
		Maximum	8.04	10.83	8.94	9.16	2.84	9.00

资料来源：根据SPSS统计结果整理

其中实施非相关多元化与专业化公司的分布及其各变量的描述性统计如表1所示。作者在此没有考虑相关多元化情况，将“未实施非相关多元化经营的上市公司”称为“专业化经营公司”，其中实施专业化经营的样本公司253家。实施非相关多元化经营的样本公司为457家，平均经营单位个数为2.86，中位数为2，由此可以判断在实施非相关多元化的样本公司中，有一半以上的经营单位个数为2个，最多达到9个。为验证研究假设，我们将实施非相关多元化的样本公司进一步分为两组，分别为非相关多元成度较低与较高的样本。当然，“较高”和“较低”是两个模糊的概念，并没有严格的标准，但由于样本公司的多元化程度多数集中为两个部门，为了保证样本数量的平均，防止样本分布存在较高的偏度，我们以2个经营部门作为分界标准对样本进行分组。通过各组托宾Q值的统计结果，不难发现其平均值较高，这可能是高估的结果，因此同时选用销售增长率进行同样的检验。

4 实证结果及分析

计量模型的回归结果如表2和表3所示。各组回归结果均通过了F检验，模型的整体拟合度平均处于一个较高的水平，模型通过了异方差检验，并且各变量不存在共线性问题。

表2 以托宾Q度量投资机会的回归结果

	DIVERSIFY=1	DIVERSIFY=2	DIVERSIFY>2
Constant	0.221*** (3.437)	0.193*** (2.737)	0.087 (1.128)
CF/K	0.201*** (6.374)	0.164*** (10.620)	0.355*** (11.898)
CS/K	0.082* (1.694)	0.114*** (3.357)	0.039 (1.036)
Q	-0.037 (-1.634)	-0.019 (-0.723)	-0.010 (-0.367)
YEAR ₂₀₀₂	0.029 (0.499)	-0.016 (-0.282)	0.192*** (2.698)
Adj. R ²	0.159	0.391	0.410
F	12.784***	37.970***	39.810***

注：托号内数字表示t检验值；***表示通过1%水平的显著性检验，**表示通过5%水平的显著性检验，*表示通过10%水平的显著性检验。

由表2的回归结果可以看出，三组样本的回归结果均表明公司的投资决策显著地依赖经营现金净流量，与新古典投资理论不相一致，符合“融资约束”理论，这说明资金问题是中国上市公司发展的主要“瓶颈”之一。根据三组的回归结果可以验证本文的研究假设。首先，专业化经营（DIVERSIFY=1）和非相关多元化程度较低（DIVERSIFY=2）的样本公司的经营净现金流对投资的回归系数分别为0.201和0.164，并且均通过了1%水平的显著性检验。根据这一结果可以认为，当公司选择两个非相关部门进行经营时，可以发挥内部资本市场及提高负债容量的优势，公司的投资对当期产生的总经营现金净流量的依赖性下降，当然这一结果可能是管理者通过配置内部资源或是通过负债融资来实现的。此外，投资决策对现金流存量的依赖变得更加显著，其回归系数为0.114，通过1%水平的显著性检验，而专业化经营样本公司现金流存量的回归系数仅为0.082，仅通过了10%水平的显著性检验。这一结果的原因可能是两部门多元化公司在严格的控制体系下，更加注重期初计划的安排，并且可以保证各经营单位的有效执行。但正如威廉姆森提出的层级管理形式导致弹性下降的观点一样，与这种事前安排的管理模式相反，专业化公司可能更加注重弹性，根据市场调整投资水平。此外，当公司非相关经营部门较高时（DIVERSIY>2），经营活动净现金流对投资的回归系数为0.355，高于其他两组的结果，并且通过了1%水平的显著性检验。此时，内部资本市场优

势无法发挥,反而增加了公司融资的难度,导致了更加严重的投资不足问题。但该组样本中一个很难解释的结果是现金流存量对投资的回归结果,其系数仅为0.039,并且没有通过显著性检验。这一结果可能是因为公司的经营部门增多后,由于管理者缺少必要的信息或是部门管理者的机会主义行为的存在,公司在期初对各部门的资本配置计划并不能真实反应该部门的投资机会,使得一些部门的当期投资和期初现金不相关。当然,数字背后的真正原因还有待进一步探索。

表3 以销售收入增长率度量投资机会的回归结果

	DIVERSIFY=1	DIVERSIFY=2	DIVERSIFY>2
Constant	0.130*** (2.663)	0.136*** (2.964)	0.031 (0.538)
CF/K	0.197*** (6.233)	0.157*** (11.771)	0.353*** (2.816)
CS/K	0.081* (1.669)	0.116*** (3.494)	0.032 (0.859)
S	0.100* (1.691)	0.044*** (2.712)	0.166** (2.147)
YEAR	0.010 (0.182)	-0.021 (-0.364)	0.196*** (2.816)
Adj. R2	0.156	0.409	0.422
F	12.548***	40.821***	41.740***

注:托号内数字表示t检验值;***表示通过1%水平的显著性检验,**表示通过5%水平的显著性检验,*表示通过10%水平的显著性检验

表2中的投资机会以托宾Q进行度量。从三组样本的回归结果可以看出,托宾Q的回归系数均没有通过显著性检验,并且其符号与预期结果相反。这可能是由于投资机会度量误差所造成的,因此我们同时选择主营业务收入增长率作为投资机会的度量指标进行了重新检验,检验结果如表3所示。主营业务收入增长率的回归系数的符号均与预期结果一致,并且通过了显著性检验,而根据其他变量回归结果可以得到的结论与表1基本相符,在此不再赘述。因此,总体上可以认为本文的研究假设得到了支持,该结果具有一定的稳健性。

5 结论

本文以2002年和2003年中国制造业上市公司为研究样本,研究了非相关多元化对投资决策的影响。通过研究我们发现,投资决策对经营活动现金流存在着显著的敏感性,样本公

司普遍面临着严重的“融资约束”问题，表现出“投资不足”倾向。而适度的非相关多元化通过构建有效内部资本市场或是通过降低经营风险提高负债容量，可以缓解这一问题的出现；与此相反，如果非相关多元化的程度过大，投资决策对经营活动现金流的敏感性进一步上升，资本配置会进一步出现低效率现象。

尽管很多中国企业表现出强烈的“非相关多元化”倾向，但失败案例的频频出现，使理论界与企业界对非相关多元化的“印象”越来越差。无可否认，西方学者的很多研究表明，非相关多元化不仅很难发挥“范围经济”所带来的价值，而且可能会削弱企业的竞争能力。因此，国内流行着这么一种说法，“企业不要实施多元化经营战略，如果实施多元化经营战略也要选择相关多元化”。然而，任何一种理论与结论都存在于一定的制度背景下，尽管非相关多元化经营存在很多劣势，但在中国资本市场尚不完善、融资渠道单一的背景下，如果科学利用这一战略，充分发挥其优势——构建有效的内部资本市场与降低经营风险，非相关多元化经营对中国企业的成长具有十分重要的意义。

参考文献

- [1] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J] . American Economic Review, 1958, 48 (2): 261- 297.
- [2] Fazzari, Steven M, R Glenn Hubbard, Bruce C. Petersen. Financing Constraints and Corporate Investment [J] . Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1):141-195.
- [3] 冯巍. 内部现金流量和企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据[J] . 经济科学, 1999, (1):51-57.
- [4] 全林,姜秀珍,陈俊芳. 不同公司规模下现金流量对投资决策影响的实证研究 [J] . 上海交通大学学报, 2004, (3):355-358.
- [5] Rumelt . Strategy, Structure and Economic Performance [M], Harvard University Press, Cambridge, 1974.
- [6] Weston J F. The nature and significance of conglomerate firms [J] . St. John's Law Review, 1970, (44):66-80.
- [7] 希特等著. 战略管理——竞争与全球化 [M] . 吕巍等译. 机械工业出版社, 2002.
- [8] Jensen M C, and W H Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J] . Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305-360.
- [9] Stiglitz J E, A Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [J] . American Economic Review, 1981, (71):393-410.
- [10] Myers S, N Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have [J] . Journal of Financial Economics, 1984, (13):187-221.
- [11] Williamson O E. Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust [M] . New York: Free Press, 1975.
- [12] Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies [J] . Journal of Financial Economics, 1990, (26):3-27.
- [13] Stein J. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J] . Journal of Finance, 1997, (52):111-133.

- [14] Bhidé A. Reversing corporate diversification [J] . Journal of Applied Corporate Finance, 1990, 3(2):70-81.
- [15] Lewellen W. A pure financial rationale for the conglomerate merger [J] . Journal of Finance 1971, 265:21-537.
- [16] Shin H, R Stulz. Are internal capital markets efficient? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, (113):531-553.
- [17] Scharfstein D, J Stein. The dark side of internal capital markets: Divisional Rent-seeking and inefficient investments [J] . Journal of Finance, 2000,(55):2537 ~ 2564.
- [18] Nanda V, Narayanan M. Disentangling value: financial needs, firm scope, and divestitures [J] . Journal of Financial Intermediation, 1999, (8):74-204.
- [19] Krishnaswami, Sudha, Venkat Subramaniam. Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision [J] . Journal of Financial Economics, 1999, (53):73 ~ 112.
- [20] Pal R. Discount or Premium? New Evidence on the Corporate Diversification of UK Firms [P] . European University Viadrina Frankfurt, 2004.

An Empirical Study of the Effects of Non-relative Diversified Operation on Investment Decisions

——A Financing Constraint Perspective

Zhou Jie¹ Xue Youzhi²

(1. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China ;2. The Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Based on a sample of listed manufacturing companies in China, this paper studies the effects of non-relative diversified operation on investment decisions from the perspective of financing constraint. We draw conclusions that the sample companies' investment decisions are significantly sensitive to the net cash flow generated in the operation activities, manifesting a tendency of "insufficient investment"; moderate non-relative diversification can alleviate the occurrence of this problem; and that when a company has an inproportionate number of business units, it will face a more intensified financing constraint problem, and its investment decisions are more sensitive to the cash flow.

Key Words: non-relative diversified operation; investment decisions; financing constraint

收稿日期: 2007-5-10

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“上市公司多元化经营与公司治理互动关系研究”。

作者简介: 周杰(1980-), 男, 天津人, 南开大学公司治理研究中心博士生。

薛有志(1965-), 男, 吉林集安人, 南开大学商学院副院长、教授、博士生导师。