



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

市场竞争中的企业投资行为： 理论与实证研究

张功富 / 著

SHICHANG JINGZHENGZHONG DE QIYE TOUZI XINGWEI
LILUN YU SHIZHENG YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

市场竞争中的企业投资 行为：理论与实证研究

张功富 著

经济科学出版社

责任编辑：王冬玲

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

图书在版编目（CIP）数据

市场竞争中的企业投资行为：理论与实证研究 / 张功富著.
—北京：经济科学出版社，2009.5

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8157 - 0

I. 市… II. 张… III. 工业产品 - 市场竞争 - 影响 - 企业 - 投资 - 研究 IV. F764 F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 059781 号

市场竞争中的企业投资行为：理论与实证研究

张功富 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 10.25 印张 250000 字

2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8157 - 0 定价：25.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

序

本书是张功富博士在其博士学位论文的基础上修改而成的。作为他的导师，我欣然接受为其第一部专著作序的邀请。

投资决策是企业面临的最重要的财务决策之一。投资作为企业成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础，决定了企业的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价。对于一国的经济增长而言，企业投资亦至关重要。尤其是当前受国际金融危机的影响，各国均需要通过扩大投资拉动内需以应对金融危机所带来的冲击。国外学者非常重视对企业投资的研究，已形成了较为完善的企业投资理论体系。相比较而言，我国学者对于投资的研究起步较晚，还有不少问题需要深入研究。市场竞争中的企业投资问题就是其中之一。

企业的一切行为均应以是否有利于企业价值最大化为准则，投资行为也不例外。然而，现实世界中的经理有可能违背经典财务教科书中关于“净现值大于或等于零”的投资决策准则从事非效率投资，即投资于净现值为负的项目，或者放弃净现值为正的项目。因此，经理非效率投资程度的大小受到利益相关者的高度关注。但由于没有一个现成的财务指标可以用来直接度量企业的非效率投资，因而，准确地度量企业非效率投资就成为国内外学者孜孜以求的研究目标。然而，现有的度量模型大多存在这样或那样的缺陷。张功富博士借鉴现有模型的设计思想，克服其存在的缺陷，构建了一个可以较为准确地量化企业非效率投资的度量模型，为后续研究

提供了一个变量的设计方法。

是什么导致企业经理从事非效率投资？现有研究分别从代理冲突、信息不对称、行为财务等多个角度探讨了企业投资的决定因素。但是现有研究未能“追根溯源”，即寻找影响代理冲突、信息不对称等的共同的外生因素。张功富博士通过对新竞争理论、信息不对称理论、委托代理理论和投资理论的分析找到了这样的“源头”——产品市场竞争。这是一个很好的研究视角。

实证研究方法引入中国会计与财务研究领域已有十余年。目前，实证研究已经成为会计、公司财务领域学术界的主流研究范式。然而我们不得不承认，在众多的会计与财务实证研究论文中，不乏简单套用国外计量模型、忽视中国制度背景、利用中国上市公司数据所作的“计量经济学作业”。张功富博士在研究市场竞争中的企业投资行为时非常重视对中国相关制度背景的分析 and 运用，除专设一章对其研究主题所涉及的产品市场竞争、公司治理、信息不对称和投资方面的制度背景进行分析外，在模型构建、变量设计、实证结果分析时也能较好地与中国制度背景结合起来，这使得其研究结果更为可信。

实证会计研究发展到今天，不能再仅仅满足于检验两个变量之间是否存在相关关系或因果关系，而应挖掘两个变量之间的影响机理。只有将影响机理揭示出来，才能找出问题所在，对“症”下药，有针对性地提出解决问题的对策。张功富博士通过理论分析，提出了产品市场竞争可能借助公司治理、信息不对称分别影响企业过度投资和投资不足的路径假设，然后通过设计相应的变量，利用我国上市公司的数据对这些假设一一进行了验证，揭示了产品市场竞争影响企业非效率投资的机理。

当然，该书的研究也存在一些不足，如实证研究仅检验了产品市场竞争影响企业非效率投资的两条主要路径，而理论分析和实证检验结果均表明，二者之间还存在其他可能的影响路径，但由于计量技术、篇幅、研究时间和精力等方面的原因，作者未能发掘出所

有可能的路径并逐一进行实证检验。相信作者的后续研究可以弥补这一不足。

是为序。

A handwritten signature in black ink, reading '宋献中' (Song Xianzhong). The characters are written in a cursive, flowing style.

2009 年 4 月于广州

前言

“投资过热”、“盲目投资”、“募集资金投向变更”、“委托理财”、“巨额资金闲置”这些频繁见诸报端的词汇给许多读者的一个印象就是：中国上市公司资金过剩！因此，如果你的研究结论是：中国上市公司整体投资不足，那么相信多数读者无法接受你的结论。

记得一次我旁听一位朋友的博士学位论文答辩，她的研究结论是：“中国上市公司普遍存在投资不足而非过度投资”。当时在场的绝大多数答辩委员对此结论不敢苟同，纷纷举例证明其研究结论有偏。

朋友的博士学位论文答辩结束后，一个个问号便盘旋在我的脑海中：为什么人们的印象与学者的研究结论存在如此大的差异呢？是人们的印象有误，还是学者的研究模型有问题？中国上市公司投资究竟是过度还是不足？如果真的是普遍不足，其原因何在？为了解开这些谜团，我选择了“市场竞争中的企业投资行为”作为博士学位论文的研究主题。

我要解决的第一个问题就是现有的度量模型是否可以准确地度量中国上市公司的非效率投资程度。在对现有模型进行分析后，发现现有模型存在着托宾 Q 衡量偏误和无法量化等缺陷，为此我构建了一个具有理论基础、可以克服现有模型缺陷的非效率投资度量模型。

第二个问题是：什么原因导致了中国上市公司的非效率投资？

如果如西方文献所述，代理问题和信息不对称是其中之一，那么影响这二者的背后的原因又是什么？在进行中国制度背景分析时我注意到中国改革开放成功经验之一就是渐进式地引入市场竞争，而市场竞争曾得到西方多位学者的高度评价，那么，市场竞争中的代理问题和信息不对称是如何影响中国上市公司的投资行为呢？

在阅读了大量相关文献后，理清了研究思路，搭建了研究框架，收集了有关数据，本书对上述问题进行了理论分析和实证检验，得到了以下主要研究结论：

第一，沪深工业类上市公司 2001 ~ 2006 年间的最优投资率平均为年初固定资产净值的 24.4%；39.26% 的公司投资过度，实际投资平均水平超出其最优投资的 100.66%；60.74% 的公司投资不足，实际投资平均水平仅达到其最优投资的 46.31%。

第二，产品市场竞争通过促进公司治理和信息不对称的改善降低了企业的非效率投资。产品市场竞争的清算威胁对于中国上市公司经理的负面影响较小且可置信度低，因此，随着产品市场竞争的加剧，第一大股东将增加其持股比例，自动约束其“掏空”行为，企业将聘请更多的独立董事，组建更大规模的董事会，加大对非管理层董事的持股激励，这些措施均可以有效地抑制经理层的过度投资。但是未发现经理层薪酬和持股激励在产品市场竞争与过度投资关系中的中介效应。

第三，产品市场竞争可以有效地降低经营者与投资者之间的信息不对称，而信息不对称程度的降低有利于缓解企业的投资不足程度。产品市场竞争提供了一个可比性较强的平均利润，从而缩小了企业可盈余管理的空间。而盈余管理程度的下降减轻了经营者与股东之间的信息不对称，从而缓解了企业的投资不足。产品市场竞争虽然会给上市公司的自愿披露带来专有成本，但自愿披露改善了企业的信息不对称，降低了外部筹资成本，因此，产品市场竞争将鼓励企业增加自愿披露降低筹资成本从而缓解其投资不足。

第四，中国上市公司的负债具有融资功能但不具有治理功能：

举债可以缓解企业的投资不足，但不能抑制企业的过度投资。将股利支付与再融资挂钩的政策导致股利支付可以缓解投资不足但不能抑制过度投资。为拉动 GDP 增长和缓解当地就业压力，地方政府对所辖上市公司的干预将导致有自由现金流的上市公司过度投资，加剧融资约束公司的投资不足。

全书共分 7 章，第 1 章是绪论；第 2 至 3 章为理论与制度背景分析；第 4 至 6 章实证检验了我国上市公司非效率投资程度及市场竞争对上市公司投资行为的影响；第 7 章为本书的结论与启示。

目前，市场竞争中的企业投资行为研究还未十分成熟，因此，书中观点亦有待进一步完善，不妥和疏漏之处恳请各位同仁以及广大读者批评指正。

张功富

2009 年 4 月

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究思路、假设体系与研究方法	4
1.3 相关概念的界定	7
1.4 研究内容的安排	12
1.5 本书的主要贡献	15
第2章 文献回顾与理论框架	17
2.1 代理冲突、信息不对称与企业投资：理论与经验证据	17
2.2 产品市场竞争与公司治理、信息不对称：理论与经验证据	49
2.3 产品市场竞争、公司治理、信息不对称与非效率投资：一个理论框架	70
第3章 制度背景分析	75
3.1 中国产品市场竞争的制度特征	75
3.2 中国上市公司的治理结构特征	83
3.3 中国上市公司信息披露的制度特征	97
3.4 中国上市公司投资的制度特征	107

3.5	本章小结	114
第4章	企业非效率投资的实证度量	115
4.1	企业非效率投资度量（判别）模型述评	115
4.2	企业非效率投资度量的研究设计	126
4.3	中国上市公司非效率投资的实证度量	132
4.4	本章小结	146
第5章	产品市场竞争影响企业过度投资的路径研究	148
5.1	理论分析与研究假设	149
5.2	实证研究设计	162
5.3	实证检验与结果分析	178
5.4	本章小结	210
第6章	产品市场竞争影响企业投资不足的路径研究	212
6.1	理论分析与研究假设	213
6.2	实证研究设计	220
6.3	实证检验与结果分析	234
6.4	本章小结	262
第7章	研究结论与启示	266
7.1	研究结论与政策建议	266
7.2	研究局限与后续研究方向	270
附录1	融资约束与投资—现金流敏感性之间的实证关系 汇总表	272
附录2	中国证券市场信息披露制度体系	283
参考文献		285
后记		309

第 1 章

绪 论

1.1

研究背景与意义

“如果某投资项目的净现值（NPV）大于或等于零，则该项目可以接受；如果 NPV 小于零，则应该放弃”。这一投资决策准则几乎无一例外地出现在西方经典的财务教科书中。然而，在企业投资实务中，一些经理既可能投资于 NPV 为负的项目（即过度投资），也可能放弃 NPV 为正的项目（即投资不足）。为什么这些经理要违背教科书中提出的投资决策准则呢？学者们通过研究为此找到了答案：信息不对称导致了企业投资不足（Myers & Majluf, 1984），而代理问题导致拥有自由现金流量的企业过度投资（Jensen, 1986）。不利于企业价值最大化的非效率投资（投资不足和过度投资）的存在令投资者甚为担忧。为消除投资者的忧虑，一些学者通过研究后指出：信息披露可以有效地改善信息不对称（Bushman & Smith, 2003）；公司治理就是为解决代理问题而存在的（Hart, 1995）。

然而，盈余管理、虚假披露和“内部人控制”现象的存在使得投资者有理由怀疑信息披露和公司治理这两个内生机制的上述作用。是否存在一个可以同时影响信息披露和公司治理的“一箭双雕”的外生机制呢？新竞争理论的分析提供了这样一个机制，那就是产品市场竞争。竞争的信息假说和信息披露的专有成本假说都

认为，竞争可以影响委托人与代理人之间的信息不对称（Holmstrom, 1982）。而竞争的清算威胁假说则指出，竞争所带来的清算威胁有助于代理人主动减少代理商品的消费（Schmidt, 1997），改善公司治理。

上述分析似乎表明，产品市场竞争可以分别通过公司治理和信息不对称影响企业过度投资和投资不足。然而，由于现有研究只是孤立地考察产品市场竞争、公司治理、信息不对称和企业非效率投资两两之间的关系，未能将四者纳入一个统一的分析框架进行研究，因而，产品市场竞争对企业非效率投资的影响机理尚未被明确地揭示出来。而本书正是要通过对新竞争理论、委托代理理论、信息不对称理论和投资理论的深入分析，发掘出这四者之间的相互融合之处，将它们有机地结合形成一个相互联系的整体，进而揭示出产品市场竞争影响企业过度投资和投资不足的机理。

在中国，一方面，经理人持股比例极低，“内部人控制”现象较为普遍；另一方面，中国的资本市场发育程度较低，信息不对称比较严重。代理问题和信息不对称这两种对企业投资作用方向相反的力量并存会导致中国上市公司过度投资还是投资不足呢？国内学者对此有着较为浓厚的兴趣，他们大多根据投资—现金流敏感性的动因检验结果来推断样本公司整体处于过度投资还是投资不足。然而，他们所采用的研究方法决定了他们无法量化每一家样本公司在某一年度的过度投资或投资不足程度。因而，到目前为止，中国尚无关于上市公司非效率投资程度的较为准确的数据，这严重制约了有关企业非效率投资形成机理研究的进一步深入，例如，严重的信息不对称是否会导致中国上市公司投资不足？中国正在推进的公司治理建设是否有利于抑制经理人的过度投资？中国激烈的产品市场竞争是否有利于改善上市公司的信息不对称和公司治理呢？

对于这些问题，中国学者虽然有一些研究，但在每一个问题的研究中，要么只有规范分析而缺乏相应的实证研究，要么是研究所

得的经验证据相互冲突。虽然投资机会变量的衡量偏误、制度背景考虑不够以及样本差异等可能是导致有关研究未获得一致结果的部分原因,但更重要的原因可能在于:(1)缺乏有关企业非效率投资的较为准确的数据;(2)现有的研究未能将竞争、信息不对称、公司治理和非效率投资这四者作为一个相互联结的整体来考察中国上市公司非效率投资的形成机理。

鉴于此,本书将基于中国转型时期在产品市场、公司治理、信息不对称和投资方面的制度背景,以产品市场竞争为起点,以非效率投资为终点,以公司治理和信息不对称为联结点,将竞争、公司治理和信息不对称对企业投资决策的影响纳入一个统一的分析框架,从新竞争理论、委托代理理论、信息不对称理论和投资理论相融合的层面,深入探讨上市公司过度投资和投资不足的形成机理。通过建立上市公司非效率投资的度量模型,实证度量中国上市公司非效率投资的程度,并实证检验竞争分别通过公司治理和信息不对称对过度投资和投资不足的影响路径,从而不仅为进一步阐明中国特殊制度背景下的上市公司投资行为特征提供更新的理论依据,而且为进一步深入探寻上市公司投资决策的非效率成因,规范特有治理结构下的公司投资决策模式,改善产品市场竞争对公司投资决策的传导机制,提供更为系统、更为贴近转型时期公司特征的理论指导和实证证据。

预期本书的研究结论对于中国政策制定者和上市公司都将有重要的参考和指导意义。参考本书的研究结论将有助于政策制定者在有关竞争、公司治理、信息披露和投资方面的法律法规的修订和完善中统筹兼顾,形成一个能促进充分竞争、提高企业信息透明度、保护投资者利益、实现最优投资的法律法规体系。依据本书的研究结论,上市公司可以根据其所处行业的竞争程度和在行业中的竞争地位,建立或调整公司治理结构,制定合适的信息披露政策,以实现最优的投资水平。

1.2

研究思路、假设体系与研究方法

1.2.1 研究思路

本书的基本研究思路是以产品市场竞争的经济后果为主线，将竞争、公司治理、信息不对称和企业非效率投资有机地结合形成一个整体框架（如图1-1所示）。根据新竞争理论，产品市场竞争的经济后果主要有两大效应：即信息效应和清算威胁效应。而融资顺序假说和自由现金流量假说分别表明：信息不对称导致投资不足，代理问题导致过度投资。因此，研究沿着产品市场竞争的两大效应分两条主线展开：

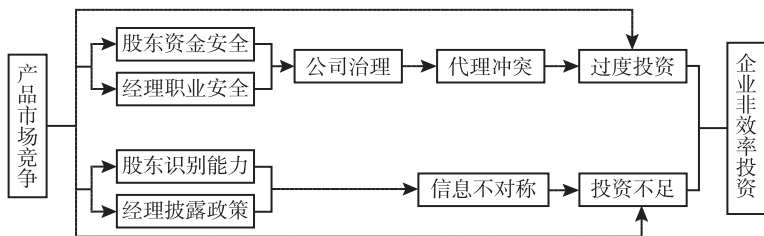


图1-1 研究思路与框架

第一条主线研究“产品市场竞争→公司治理→过度投资”路径（如图1-1的上半部分）。产品市场竞争的清算威胁效应是竞争的经济后果中最为显著的效应之一（Fee & Hadlock, 2000）。竞争所致的高清算可能性直接威胁着股东的资金安全和经理的职业安全，这使得股东为避免清算威胁所致的投资损失而有动机加强公司治理，经理为避免清算所致的与失去工作相关的效用损失而主动减

少“代理商品”(agency goods)的消费。公司治理的改善预期可以有效地减少包括经理层过度投资在内的代理成本。由于竞争和公司治理均具有降低代理成本的作用,因此,竞争与公司治理之间可能是互补也可能是替代的关系。换句话说,产品市场竞争是否通过改善公司治理降低企业的过度投资有待实证检验确定。

第二条主线研究“产品市场竞争→信息不对称→投资不足”路径(如图1-1的下半部分)。竞争的信息效应是指竞争有助于所有者更好地识别经营者的真实努力水平,从而降低所有者与经营者在后者努力水平方面的信息不对称;但由于专有成本的存在对经营者的信息披露政策有着不明确的影响,因而竞争对经营者与投资者之间的信息不对称有着不确定的影响。而信息不对称的存在使得企业外部融资成本高于内部资金成本,从而使得内部资金不足的企业可能出现投资不足。因此,竞争是否通过改善信息不对称来缓解企业投资不足同样有待实证检验确定。

产品市场竞争除通过信息不对称、公司治理影响企业非效率投资外,还可能直接或通过其他路径间接影响企业的非效率投资,因此,框架中还包含“竞争→过度投资”和“竞争→投资不足”两条路径。

1.2.2 假设体系

为了证明主要命题“产品市场竞争影响企业非效率投资”,首先,根据非效率投资的两种表现形式设置了两个二级假设“竞争影响过度投资”和“竞争影响投资不足”;其次,又设置了两个三级假设“竞争通过公司治理影响过度投资”和“竞争通过信息不对称影响投资不足”来分别支持这两个二级假设;最后,按主要的公司治理机制设计了五个四级假设来支持“竞争通过公司治理影响过度投资”的三级假设;按信息不对称的两个直接影响因素设计了两个四级假设来支持“竞争通过信息不对称影响投资不足”

的三级假设。全部假设共同形成完整的假设体系（如图 1-2 所示）。在这个假设体系中，每个层级的假设均为上一层级的假设提供支持，最终服务于主要命题的证明。

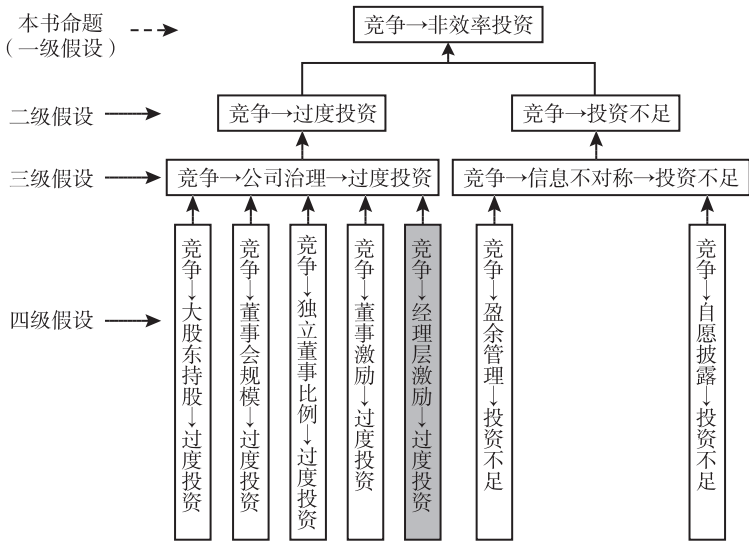


图 1-2 研究假设体系

注：方框内的箭头表示变量间的影响方向，方框间的箭头表示下一层级的假设对上一层级假设的支持关系。白色方框表示经实证检验获得通过的路径假设，深色方框表示该路径在实证检验中未获得通过。

1.2.3 研究方法

本书采用规范分析与实证研究相结合的研究方法，并以实证研究方法为主。笔者采用规范分析的方法对新竞争理论、委托代理理论、信息不对称理论和投资理论相关的文献进行分析，寻找这四个理论的相互融合之处，将它们有机地结合形成一个解释企业非效率投资形成机理的理论框架。在变量设计中，采用内容分析法构建自愿信息披露指数，采用因子分析方法或百分位等级分数法构建产品