

企业 投资效率

■ 王成秋 著

QIYETOUZIXIAOLV



经济科学出版社
Economic Science Press

企业投资效率

王成秋/著

经济科学出版社

责任编辑：侯加恒

责任校对：杨晓莹

技术编辑：王世伟

企业投资效率

王成秋 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印刷

海跃装订厂装订

880 × 1230 32 开 8 印张 200000 字

2007 年 3 月第一版 2007 年 3 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6102 - 2/F · 5363 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



作者简介

王成秋，山东省莱州市人，1973年生。1996年毕业于中国煤炭经济学院，同年以优异的成绩考入天津财经大学攻读硕士，1999年获得管理学（会计学）硕士学位，2001年又考取天津财经大学攻读会计学博士，2004年获得管理学博士学位。

研究领域为公司理财学，在国内公开刊物上发表30余篇学术论文，出版专著1部，参加编写专著和教材10余部。主持天津市教委课题1项，作为子课题负责人参与国家自然科学基金课题2项，财政部课题1项，教育部课题1项，主持参与完成横向课题多项。由于教学科研成果丰富，2006年度被评定为天津市131创新人才第三梯队成员。

序

目前国内外有关投资效率问题的研究中，尽管内容很丰富，但很零散，没有形成一个完整的体系，同时研究的角度多集中在从宏观角度出发进行研究，而从企业角度对投资问题进行的研究则更多局限在技术层面上，而没有将其提升到效率的高度，缺乏探寻投资效率创造的途径与评价体系的构建。王成秋博士在广泛阅读相关文献的基础上，经过潜心研究和大胆探索、提炼，创新了企业投资效率的研究，提出了投资效率评价指标体系。《企业投资效率》是王成秋博士以她的博士论文为基础，进一步修改加工完成的一部学术专著。

作者站在企业角度上，在理论探讨、实证研究、案例分析的基础上，结合调查问卷，从理论和实务上对于企业长期直接投资的效率问题进行了全面而又深入地分析。作者首先论述了研究投资效率问题的背景，即投资问题的客观重要性和实践中的矛盾性与冲突性，是研究投资效率问题的背景。同时对国内外的相关研究文献进行了梳理。在本书的第一章，作者给出了投资效率的定义，讨论了投资效率的形式特征，论述了投资效率的影响因素。在本书的第二章，作者分析了投资效率的环境。与投资效率相关的环境因素很多，作者对具有特殊性的资本市场效率和公司治理结构因素进行了重点分析。在本书的第三章，作者分析了投资效率的目标。投资效率的目标具有多层次性、综合性，其可以被分解为以下几个具体目标：一是风险和收益的均衡；二是未来现金流量的现值最大化；三

是折现率最小化。在本书的第四章，作者结合调查问卷，对美国和中国企业的投资效率评价指标体系进行了比较，并针对我国现状，利用 SPSS 统计分析软件分析的结果，构建了理性的投资效率评价体系，即利用功效系数法和综合分析判断法对企业投资的效率进行综合评分。从本书的第五章开始，作者主要讨论了投资效率创造的途径，即应分别从投资规模、投资结构和投资规模与投资结构的协调三个方面提升企业的投资效率。作者对我国企业在投资规模扩张过程中的误区进行了分析，并提出了相应的对策。随后，作者指出，我国企业在多元化投资过程中存在着诸多陷阱，并提出了就我国目前企业在实施多元化投资战略过程中出现的问题来看，采取“在核心专长与核心产业支撑下的有限相关多元化模式”应该是一个理性的行为。最后，作者针对我国企业在投资规模与投资结构协调过程中存在的问题，进行了较为系统和全面的分析，并为解决当前企业投资所面临的矛盾和冲突、提高企业投资效率，提出了现实的对策措施。

《企业投资效率》一书中的许多观点，都体现着作者不少的创新和独立见解。作为王成秋博士的导师，我注意到她在攻读博士期间勤学善思，关注财务领域理论与实务的研究和发展，《企业投资效率》的正式出版倾注了她为期两年的研究心血和精力，同时也展示了她所具备的较高的学术水平和独立研究能力。故我欣然提笔为她的大作做序。同时把这本著作推荐给广大的财务理论和实务工作者。

韩传模

2006 年 12 月

摘 要

投资活动是企业财务活动的核心，是企业财务管理的根本。企业价值的增加从根本上取决于企业的投资决策，取决于投资效率的提高。因为只有科学的投资决策，高效率的投资决策，才能带来更多的现金流量折现值，从而增加企业价值。但现实是残酷的，我国企业在投资过程中普遍存在着投资效率低下的问题。正是基于以上考虑，笔者在借鉴西方已有研究成果的基础上，从企业的角度对投资效率的基本概念、投资效率的理论框架以及投资效率创造的途径等问题进行了梳理和系统的研究，以求丰富和发展投资理论，推动我国企业投资效率的提高。

本书研究的内容由导论和八章内容构成，其层次结构、主要内容如下：

导论部分。本部分首先论述了研究投资效率问题的背景。投资问题的客观重要性和实践中的矛盾性与冲突性，是研究投资效率问题的背景。其次，对国内外有关投资效率问题的研究进行了梳理和评述。在国内外有关投资效率问题的研究过程中，尽管内容很丰富，但很零散，没有形成一个完整的体系，同时研究的角度多集中从宏观的角度进行，而从企业角度对投资问题进行的研究则更多局限在技术层面上，而没有将其提升到效率的高度，探寻投资效率创造的途径与评价体系的构建。本书的研究范围是对企业直接投资效率的研究。在本部分中，确定了本书的研究目的和研究方法，阐述了本书的逻辑思路与研究框架；最后指出了本书的创新之处。

第一章是投资效率概述。本章首先界定了投资效率的含义，指出企业的投资活动如果是有效率的，它应该表现为一种状态，一种能够使企业价值得以实现最大化的状态。而如果一定要给投资效率一个定义的话，则笔者认为投资效率是指企业投资所取得的有效成果与所消耗或占用的投入额之间的比率，也就是企业投资活动所得与所费、产出与投入的比例关系。当然，此处的所费和所得之间的关系并不必然是一个相对数的概念，它也可以是二者之间的差额，即绝对数的概念。同时，有一点要注意的是此处的所得与所费概念在范畴上要比经济学中的含义广泛得多。其次，讨论了投资效率的形式特征，指出投资效率标准的多样性、投资效率实现过程的跨部门和跨领域性以及投资效率的外部性是投资效率的最根本特征。最后，论述了投资效率的影响因素。

第二章是投资效率的环境分析。与投资效率相关的环境因素很多，但资本市场效率和公司治理结构具有其特殊性。资本市场具有效率性和混沌性，而资本市场效率的高低会间接影响到投资效率的提高，但我国的资本市场却是在以低效率运行，故而本书提出了有效提升我国资本市场效率，营造理想投资环境的措施。公司治理结构的有效性则会直接关系到企业投资效率的提高。有效的公司治理结构是投资效率提高的保证，是提高投资效率的内在动力。但是我国公司治理结构也存在着许多缺陷，笔者在此给出了相应的解决措施。

第三章是投资效率的目标。投资效率的目标具有多层次性，具有综合性，因而笔者认为很难给投资效率目标一个准确的定义，但可以给投资效率目标一个描述，即企业在投资过程中，应在较短的时间内选准投资方向，决定合理的投资规模，确定有效的投资结构，从而形成企业的核心竞争力，实现公司跨越式发展。很显然，关于投资效率目标的这一描述比较抽象。因而，我们有必要将其具体化。投资效率的目标可以被分解为以下三个具体目标：一是风险和收益的均衡；二是未来现金流量的现值最大化；三是折现率最小化。

第四章是投资效率的评价体系。本章首先探讨了投资效率的价值标准,在投资效率的评价过程中,均衡原则体现在单一价值标准与多元价值标准的均衡、财务价值标准与非财务价值标准的均衡上。那么在投资效率评价体系的构建过程中,评价指标的选择也自然应该实现由单一的指标向多元指标的转变、实现财务指标与非财务指标的均衡;其次,在此基础上通过问卷调查的形式,对美国和我国企业的投资效率评价指标体系进行比较,发现我国企业在投资效率评价指标体系的选择过程中,存在着诸多的不理性,回收期指标的高频率使用,折现指标的备受冷落应该还是比较贴切的概括;再次,针对我国现状,利用 SPSS 统计分析软件分析的结果,构建了理性的投资效率评价体系,即利用功效系数法和综合分析判断法对企业投资的效率进行综合评分。

第五章是投资规模与投资效率。从这一章笔者开始论述投资效率创造的途径。本章主要探讨了投资规模与投资效率的关系,并指出我国企业进行投资规模扩张势在必行。但我国企业在投资规模扩张过程中存在许多的误区,主要表现在将投资规模等同于规模经济;重视投资规模的扩张数量,忽视投资效率的提高;投资规模扩张业务的低关联性;投资规模扩张过程的政府行为;重视低成本投资规模扩张,忽视体制的转变。针对我国企业投资规模扩张过程中的误区,笔者提出了相应的解决措施。具体包括:转变观念:投资规模 $\neq$ 规模经济;投资规模扩张的适度化——合理投资规模弹性区间的确定;投资规模的内部协调化;投资规模扩张方式的多元化。

第六章是投资结构与投资效率(上)。本章主要探讨的是投资的时序结构。在投资过程中,不同的时序结构具有不同的风险和收益水平。那么,最理想的时序结构是什么样的?是否有严格的数量标准可以予以衡量?这也是理财学发展过程中的难题之一。对于资产负债表的左右两方而言,右方的最优资本结构的确定是有着严格的数学分析方法来确定的,但对于左方的资产结构和左右两方的平衡问题却很难用数学模型进行框定。在实际运营过程中,需

综合考虑各方面因素，选择适合其自身发展的投资时序结构。一般情况下，企业形态和理财人员对风险和收益的偏好是影响企业选择投资时序结构的关键因素。

第七章是投资结构与投资效率（下）。本章主要探讨的是多元化投资结构。关于投资结构与投资效率的关系分析，重点放在本章多元化投资结构上。本章首先对多元化投资结构进行了界定；其次，分析了投资组合的收益和风险；再次，阐述了有效投资结构的选择；最后，讨论了投资分散化与企业价值的关系。简单地说投资分散化是诺亚方舟或者是潘多拉魔盒，都是不全面的，也是不合适的。并不是说所有的多元化投资都会损毁股东价值，也并不是说所有的多元化投资都会增加股东财富。多元化投资战略成功与否往往悬于有限多元化与无边界多元化之间，多元化投资只有与经营主线联系在一起，才会变成救企业于水火的诺亚方舟。也就是说，在多元化投资过程中，如果主营业务不突出，在多个相互关联相对较薄弱的行业中从事投资活动的话，投资效率就会比较低下，只会把企业的多元化投资战略引入泥潭、带来灾难，企业价值会因此而受到损毁。但我国企业在实施多元化投资战略的过程中，却步入了一个个陷阱，分析我国企业多元化投资的现状，笔者认为适合我国企业的多元化投资的模式应当是“在核心专长与核心产业支撑下的有限相关多元化模式”。

第八章是投资规模与投资结构的协调效率。本章首先分析了投资规模与投资结构的矛盾与冲突，而后论述了投资规模与投资结构的协调趋势、投资规模与投资结构协调的绩效、投资规模与投资结构的协调原则，经营专一化并不绝对地排斥多元化投资战略。当经营专一化的企业在自身原有的核心业务发展达到相当的程度并且具备了扩张条件时，企业完全可以不失时机地通过经营主线的延伸、核心业务的拓展等走向多元化的成长道路。但是企业在走向多元化经营时，必须考虑与现有企业核心能力的协调、价值链的关联、经营主线的匹配这一主旨积极而稳妥地进行，任何偏离主旨的盲目扩张

都是不明智的。“专业化——规模经济”的要旨就是：一个企业要把重要资源集中到关键地方，瞄准有限目标，全力以赴，在做“专”的过程中做“大”，从而形成一个具有一定规模的产品、市场的“生长圈”。

关键词：投资效率 投资规模 投资结构 评价体系 多元化投资

Abstract

Investment which is the most important activity in the financial actions is fundamental to the operating management of corporations. It is the rational investment decision and efficient investment that greatly enhance the value of the corporations. Rational and efficient decisions can bring more the discounted values. However the practice is not always as we expected, inefficiency is common in many domestic corporation investments. So the writer reviews the achievements in the west word, conducts a systematic and thorough research of the definition, framework of investment efficiency, investigates how to enhance investment efficiency, enriches the theory of investment, put it in use.

The paper is consisted of introduction and eight chapters, its structure and main contents is as follows:

Introduction deals with the background of the topic in the dissertation, the achievements in domestic and international literature, the research scope, the research objectives, the research methods, the logical clue, the research framework and the innovations in this paper.

Chapter 1 discusses the basic problems of investment efficiency. First, the writer gives the investment efficiency a definition. The writer firmly believes that investment efficiency is the ratio of the effect and the expedition, in another words, it is the ratio of the income and the cost, it is the input output ratio. Of course, the field of the input and output in

investment activity is more extensive than that of economics. Second, the writer discusses the features of investment efficiency which the writer points out are the diversity of investment efficiency criterion, the multi-department and multi-field and the externality of investment efficiency. Third, the writer introduces the factors that affect the investment efficiency.

Chapter 2 focuses on the environment of investment efficiency. There are a lot of environmental factors related to investment efficiency, especially the efficiency of capital market and corporation governance structure. Efficiency and inefficiency are concurrent in capital market; simultaneously the efficiency of capital market will affect the enhancement of investment efficiency indirectly. Aiming at our inefficient capital market the writer gives the measures to upgrade the efficiency of capital market and improve the environment of investment. Corporation governance structure will affect the investment efficiency directly. A perfect corporation governance structure is the inner impetus to enhance investment efficiency. However in our country, there are still many deficiencies in corporation governance structure, here the writer gives corresponding recommendations.

Chapter 3 deals with the goal of investment efficiency. Although it is difficult to give an accurate definition to the investment goal, we can express it through different ways. In my eyes, the investment goal can be decomposed into three sub goals which are the balance between the risk and the return; the maximization of the discounted value and the minimization of capital cost.

Chapter 4 concentrates on the investment efficiency evaluation system. Firstly, the writer deals with the standard of value, and then gives an appraisal of investment efficiency evaluation system. Secondly, he writer compares the investment efficiency evaluation of American to

that of China through questionnaire method, and finds out there are many unreasoning actions, such as using payback period frequently, applying discounted decision models infrequently. Thirdly, the writer constructs the rational investment efficiency evaluation system that is suitable to present situation.

Chapter 5 involves in investment scale and investment efficiency. The writer begins with the creation of investment efficiency, analyzes the relationship between investment scale and investment efficiency, points out that it is necessary for our corporations to expand the investment scale, and puts forward some recommendations to correct the mistakes that happened in the course of expanding investment scale in China.

Chapter 6 analyzes investment temporal structure and investment efficiency. Firstly, the writer classifies the investment structure and delimitates the research scope of investment structure in this chapter. Secondly, the writer talks about the features of investment temporal structure, then gives the rational option of investment temporal structure.

Chapter 7 talks about diversification of investment structure. The writer puts the emphases on the research of diversification on the subject of the relationship between investment structure and investment efficiency. Firstly, the writer gives a definition to diversification. Secondly, the writer analyzes the revenue and risk of diversification. Thirdly, the writer discusses how to select a rational diversification. Fourthly, the writer interprets the relationship between diversification and the value of the corporations. Fifthly, on the base of the analyses of the present situation of many corporations diversification, the writer puts forward a limited and relative diversification pattern supported by key specialty and key estate.

Chapter 8 deals with the coordinating efficiency between investment scale and investment structure. Firstly, the writer analyzes contradiction

between investment scale and investment structure. Secondly, the writer interprets the trend that investment scale and investment structure should coordinate, the coordinating performance, and how to coordinate investment scale and investment structure. In the end, the writer puts forth some solutions which suit to the present condition.

Key words: Investment efficiency; Investment scale; investment structure; evaluation system; diversification

目 录

导 论	1
一、投资效率问题的提出	1
二、目前研究现状评述	5
三、本书的研究范围、目的	13
四、本书的研究方法	15
五、本书的逻辑思路与研究框架	16
六、本书的创新	17
 第一章 投资效率概述	20
一、对投资效率的界定	20
二、投资效率的形式特征	26
三、投资效率的影响因素	30
 第二章 投资效率的环境分析	35
一、资本市场效率与投资效率	35
二、公司治理结构与投资效率	53
 第三章 投资效率的目标	65
一、投资效率的子目标之一 ——风险性与收益性的均衡	65

二、投资效率的子目标之二 ——未来现金流量的现值最大化	70
三、投资效率的子目标之三——折现率最小化	78
第四章 投资效率的评价体系	85
一、投资效率评价的价值标准	85
二、对传统投资效率评价体系的评析	88
三、对美国投资效率评价指标体系的评析	96
四、对我国投资效率评价指标体系的评析	100
五、理性投资效率评价体系的构建	110
第五章 投资规模与投资效率	117
一、投资规模与投资效率的关系分析	117
二、我国企业投资规模扩张的必要性	121
三、我国企业投资规模扩张的误区	125
四、投资规模扩张的理性选择 ——走出投资规模扩张的误区	129
第六章 投资结构与投资效率（上） ——投资时序结构与投资效率	135
一、投资结构问题的提出	135
二、对投资结构的界定	137
三、投资时序结构的特性	139
四、投资时序结构的理性选择	144
五、杠杆作用的理性选择——负债合理度的财务原则	151
第七章 投资结构与投资效率（下） ——多元化投资结构与投资效率	156