

国家自然科学基金项目（71262003）“市场竞争、不确定性与企业非效率投资”资助



张洪辉◎著

市场竞争、 不确定性与 企业非效率投资



Market Competition,
Uncertainty and Corporate Inefficiency Investment

 江西高校出版社
JIANGXI UNIVERSITIES AND COLLEGES PRESS



Market Competition, Uncertainty and Corporate Inefficiency Investment

策划组稿 黄红冈
责任编辑 游贯亮 朱 娜
封面设计 邓家珏
责任印制 李香娇

定价：30.00元

图书在版编目(CIP)数据

市场竞争、不确定性与企业非效率投资 / 张洪辉
著. —南昌:江西高校出版社,2017.11

ISBN 978-7-5493-6317-9

I. ①市… II. ①张… III. ①市场竞争—影响—企业—投资—研究 IV. ①F713.50 ②F275.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第282415号

出版发行	江西高校出版社
社 址	江西省南昌市洪都北大道96号
总编室电话	(0791)88504319
销售电话	(0791)88511423
网 址	www.juaep.com
印 刷	江西新华印刷集团有限公司
经 销	全国新华书店
开 本	700mm×1000mm 1/16
印 张	9.25
字 数	160千字
版 次	2017年11月第1版 2017年11月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5493-6317-9
定 价	30.00元

赣版权登字-07-2017-1372

版权所有 侵权必究

图书若有印装问题,请随时向本社印制部(0791-88513257)退换

前 言

本专著是我主持的国家自然科学基金项目(71262003)“市场竞争、不确定性与企业非效率投资”的阶段性成果。回首本次自然科学基金项目的申请、开展等活动,感慨颇多。繁重的科研、教学、生活压力让人疲于应付。曾经有段时间,每天回到家里就是写论文、修改论文、回复审稿意见,我自称这段时间是“我不是在投稿,就是在投稿的路上”时期。本书作为此次自然科学基金的阶段性成果,逐渐成型,让我颇感欣慰。

我们在研究过程中,从市场竞争、不确定性等角度研究了其对企业非效率投资的影响,以及引起的企业绩效的变化。主要进行了以下几个方面的研究:市场竞争与投资效率、市场竞争与战略性投资、环境不确定性与投资效率、不确定性与投资效率以及非效率投资的经济后果——公司绩效。这些成果均已形成论文,并已经发表或者正在投稿状态中。

本书可能存在着一些不足,如没有考虑经济政策不确定下的企业投资行为等最近比较流行的主题,这是我们未来的研究方向。我们也希望相关老师、读者对本书提出建设性的意见,不胜感激。

张洪辉

2017年秋于南昌



目 录
CONTENTS

第 1 章 导论 / 001

- 1.1 研究背景与选题意义 / 001
- 1.2 相关概念界定 / 005
- 1.3 研究内容与拟解决的关键科学问题 / 005
- 1.4 研究方法 / 006
- 1.5 研究内容与可能的创新 / 008

第 2 章 理论与文献回顾 / 009

- 2.1 公司投资理论 / 009
- 2.2 代理理论与公司投资效率 / 011
- 2.3 基于产品市场竞争、不确定性下的企业投资理论 / 024
- 2.4 企业过度投资理论 / 026

第 3 章 产品市场竞争与上市公司过度投资的关系研究 / 034

- 3.1 引言 / 034
- 3.2 理论回顾和假设提出 / 035
- 3.3 样本选取及检验模型 / 037

3.4 描述性统计 / 040

3.5 回归分析 / 042

3.6 稳健性检验 / 047

3.7 结论与启示 / 049

3.8 本章小结 / 050

第4章 产品市场竞争与过度投资的关系研究:基于战略性投资视角 / 051

4.1 引言 / 051

4.2 理论回顾和假设提出 / 053

4.3 研究设计 / 055

4.4 非效率投资水平测量与统计性描述 / 058

4.5 回归分析 / 060

4.6 稳健性分析 / 068

4.7 结论和启示 / 069

4.8 本章小结 / 070

第5章 不确定性、竞争优势与公司投资 / 071

5.1 引言 / 071

5.2 理论回顾与假设提出 / 073

5.3 样本选取和检验模型 / 075

5.4 描述性统计与相关系数分析 / 078

5.5 回归分析 / 081

5.6 稳健性检验 / 085

5.7 结论与启示 / 087

5.8 本章小结 / 088

第6章 环境不确定性、股权激励与投资效率 / 089

6.1 引言 / 089

6.2	理论回顾 / 090
6.3	研究设计 / 091
6.4	实证分析 / 093
6.5	结论与启示 / 097
6.6	本章小结 / 097
第 7 章	产品市场竞争下的非效率投资与公司绩效 / 098
7.1	引言 / 098
7.2	理论回顾与假设提出 / 100
7.3	样本选取和模型建立 / 102
7.4	统计性描述与相关系数分析 / 105
7.5	回归分析 / 108
7.6	稳健性分析 / 113
7.7	结论与启示 / 114
7.8	本章小结 / 115
第 8 章	总结和展望 / 116
8.1	全书总结 / 116
8.2	研究展望 / 118
	主要参考文献 / 119

第 1 章 导 论

1.1 研究背景与选题意义

2011 年的经济事件中,比较引人注意的是“温州老板跑路”事件,仅 2011 年 9 月 22 日就有 9 位老板跑路。发表在《中国青年报》的一篇名为《温州老板“逃亡潮”背后的困局——关注温州民间借贷危机之一》的文章中,有着这样的描述:

“作为温州眼镜行业的龙头企业,去年信泰集团光眼镜的产值就达 2.72 亿元,今年 1~8 月产值 1.25 亿元。

“1964 年出生的胡福林,是温州市第十届人大代表,曾担任浙江省眼镜行业协会副会长,并获得温商十大创新人物、温籍十大杰出国际商人、2006 全球华商百业领军人物等称号。

“而事实上,胡福林的‘跑路’,只是将温州老板的‘跑路’出走现象推上顶峰。自今年 4 月以来,有着民间资本‘晴雨表’之称的温州,正经历着一场罕见的民间金融‘风暴潮’。”

“4 月份,温州龙湾的江南皮革有限公司董事长黄鹤失踪;同月,温州波特曼咖啡老板严勤为出走,相关门店停止经营;位于乐清的三旗集团董事长陈福财,因资金链出现问题出走。

“不久之后,天石电子老板叶建乐、巨邦鞋业老板王和霞、恒茂鞋业老板虞正林、锦潮电器老板戴列竣、耐当劳鞋材公司老板戴志雄、落之神鞋业老板吴伟华、蝶梦儿鞋厂老板黄杰等先后‘跑路’。”



媒体指出,“温州老板跑路”是由于资金链断裂,并将原因归咎于多元化投资和参与民间借贷(见《瞭望东方周刊》第404期)。一些学者则认为,“温州老板跑路”是温州民营企业受到了融资约束,由此向民间资本借高利贷。诚然,民间借贷的高资本成本容易使公司陷入财务困境,然而为什么受到融资约束的民营企业以前没有出现这么大规模的“老板跑路”?《新财经》杂志调查了“温州老板跑路”事件的代表人物——“眼镜大王”胡福林。他掌握横跨政商两界雄厚的资源,企业年产值数亿元,在货币政策收紧之前,温州各大银行“求着他去贷款”。实际上,“眼镜大王”的“跑路”是企业为了实现产业升级,战略性进入新兴产业——光伏行业,因过度投资引起的。按照胡福林的预计,在金融环境正常的情况下,战略性投资是不会拖垮企业的,导致其“跑路”的是不断紧缩的货币政策,致使企业使用资金的成本大幅提高。

对于处于产品市场竞争环境中的温州制造业企业来说,企业进入新兴行业、实现产业升级的战略性投资——即使从目前来看,这是过度投资(NPV为负)——这一决策是正确的。一方面,成本上涨、汇率提高、市场需求下降各种因素导致利润率不断下降;另一方面,战略性进入新兴行业是为了培育新的利润增长极,实现企业战略转型。然而,压垮企业的“最后一根稻草”是骤紧的货币金融政策。在我们看来,骤紧骤松的货币金融政策对企业来说,是企业外部环境的变化,这种变化就是一种不确定性,这一不确定性最终导致“温州老板跑路”事件。假如没有出现骤紧的货币政策这一不确定性,企业是否会发生资金链断裂并最终导致“老板跑路”还是未知数。与国有垄断企业不同,在产品市场竞争环境下的企业,其投资行为受到经济、金融,甚至企业自身不确定性的影响更强,承受的能力也比垄断企业弱。“眼镜大王”胡福林为了战略转型进行资本投资,虽然从NPV来看不合理,但从实物期权思想来看,这一行为有可取之处。

虽然“温州老板跑路”事件反映了我国民营企业融资受到约束的国情,但抛开民营企业身份性质,我们就可以发现,真正影响“温州老板跑路”的是不断恶化的总体经济环境。在全球金融危机、欧债危机背景下,对外贸易持续走弱^①,企业市场需求下降。同时,企业面临的产品市场竞争日趋激烈,人力成

^① 见 <http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20110902/111410424088.shtml>。

本不断上涨,生产经营日趋艰难。这种影响是全局性的,并不是只针对民营企业,国有企业也深受影响(《新华文摘》2010年第20期)。只不过,这些压力最终通过民营性质的“温州老板跑路”体现出来。为此,我们就想到:我国企业投资行为应该和市场环境、企业面临的不确定性存在着某种联系。在产品市场竞争的条件下,我国企业是不是会产生“眼镜大王”胡福林的战略投资行为?虽然从公司财务学角度看该投资行为是非效率的。此外,产品市场竞争条件下的企业非效率投资行为、企业面临的不确定性之间的相互作用关系是怎样的?对这些问题的探讨对于我们理解现实世界中“眼镜大王”胡福林的战略投资行为很有必要。而且,企业的投资行为是跨期、动态的,产品市场竞争、不确定性对跨期、动态化的非效率投资的影响更值得我们关注。

改革开放30多年来,中国经济保持了较快速度的增长,被称为“中国的经济增长之谜”(李扬,2006),这种增长是靠投资推动的粗放型增长(张军等,2009)。微观到企业层面,就需要企业进行资本投资,甚至非效率的过度投资来实现当地的经济增长(Bertrand等,2007)。对于企业的非效率投资问题,国内研究得出的结论是:我国企业存在过度投资现象。并且对企业过度投资存在两种解释:一种是基于代理理论的代理人私利导致了企业过度投资;另一种是在La Porta等(1996,1999,2000)一系列研究的启发下,考虑了政府干预、政治关联等因素,提出企业的过度投资是政府干预的结果(魏明海和柳建华,2007;杨华军和胡奕明,2007)。之后,国内很多研究开始关注企业过度投资问题。如张洪辉和王宗军(2010)、俞红海等(2010)、唐雪松等(2010)、刘星和连军(2011),均是从代理人私利或政府干预两条主线展开的。

企业投资行为作为公司财务学、公司治理理论研究的重点问题,不能将该问题的研究仅仅局限于代理问题产生的代理人私利、制度环境下的政府干预等理论,而是要将企业外部的治理环境考虑进来(Shleifer和Vishny,1997)。股市投资者情绪(Biddle和Hilary,2006;Polk和Sapienza,2009;谭跃和夏芳,2011)、银企关系(Berglof和Roland,1998;朱凯和陈信元,2005;王善平和李志军,2011)、政治关联(Claessens等,2008;余明桂和潘红波,2008;罗党论和甄丽明,2008;蔡卫星等,2011)等,这些外部治理因素对企业的投资均会产生一定影响。

然而,目前关于企业投资的研究中,忽视了一个重要外部因素——产品市



市场竞争以及和产品市场竞争相伴的不确定性对企业非效率投资的影响。Hart (1983) 表明,产品市场竞争是比监督、控制权市场竞争更为有效的激励措施,可以抑制企业不合理的行为(包括过度投资),促进公司效率的提高。20 世纪 80 年代以来,产品市场竞争对企业财务行为,包括投资行为、财务杠杆决策等的影响,受到越来越多的关注(Bolton 和 Scharfstein, 1990; Dasgupta 和 Titman, 1998; Graham 和 Harvey, 2001; Marchica 和 Mura, 2009)。竞争的环境中,企业投资中的实物期权价值会随着竞争者率先进入而减少,甚至消失,因此,即使净现值为负,率先投资仍然可能获得竞争优势。同时,接受净现值为负的项目,还会产生其他战略性的影响,如通过过度投资阻止进入,先发制人,引诱其他厂商退出等(Dixit, 1980)。但是,企业通过推迟投资可以减少投资项目的不确定性,这对企业有利(Mcdonald 和 Siegel, 1986),同时也会导致投资不足的问题(Bulan 等, 2009)。这就产生了一个疑问:产品市场竞争是会导致我国企业的投资不足行为,还是基于战略性阻止进入目的,诱发企业的过度投资?关于这点,目前国内研究很少涉及,因此,有必要对产品市场竞争对企业非效率投资行为的影响进行研究。

在产品市场竞争的大背景下,可能存在着这种情况:一方面,产品市场竞争促使企业必须率先投资,即使 NPV 为负(过度投资),但率先进入可以使企业具有先入优势(Porter, 1988; Urban 等, 1986; Robinson, 1988);另一方面,与激烈的产品市场竞争相伴的不确定性又会使得企业采取保守的策略,推迟投资(或者投资不足)而错过投资机会,失去获得竞争优势的机会(Smit 和 Ankum, 1993)。这就是本书需要研究的:首先,产品市场竞争是推动企业过度投资行为,还是导致了企业投资不足行为?其次,产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资之间关系是单向影响还是双向相互影响?再次,如果企业过度投资是基于战略性的,那么企业过度投资行为又对企业自身市场地位、产品市场竞争状况造成了怎样的影响?如果企业投资不足是为了通过推迟投资来减少不确定性,那这又对企业绩效、市场地位造成了怎样的影响?

本书拟以公司治理理论、企业投资理论、实物期权投资思想、产业组织和产业结构理论为基础,从企业非效率投资的目的出发,从理论和实证两个方面研究产品市场竞争、不确定性与企业非效率投资行为三者之间的关系。在理论上,本文建立产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资三者之间的相互作

用的理论框架,这不仅有助于扩展现有关于企业非效率投资理论研究的视角,并且提出企业投资行为的根本原因是取得产品市场竞争优势、获取利润,而不是由于代理人代理问题、政府干预导致企业投资行为产生扭曲。在实践上,本书根据研究过程中发现的实证结果,提出利用产品市场竞争来对企业非效率投资进行制约或者促进的治理思路:一方面,代理人私利、政府干预会导致企业无效的过度投资;另一方面,企业本身为了在产品市场竞争中取得、保持竞争优势,即使净现值为负,率先进行过度投资反而可能获得竞争优势。

1.2 相关概念界定

关于非效率投资的概念,主要是参考经典投资理论(MM 投资理论)。Modigliani 和 Miller(1958)对于公司投资的基本观点是:公司投资是独立的,公司投资的目的是实现公司价值的最大化。Modigliani 和 Miller(1958)的结论是在一系列假设的情况下得出的。现实中,公司投资活动往往偏离了该目标,公司往往投资于负净现值的项目。对于非效率投资,一般认定是公司接受了净现值为负的投资项目。

1.3 研究内容与拟解决的关键科学问题

本书主要研究产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资之间的相互关系和作用机理。具体来说,本书拟回答以下几个问题:第一,是产品市场竞争推动了企业出于战略目的的过度投资行为,还是竞争压力引起企业投资不足行为的发生,抑或是竞争压力能够抑制基于代理成本的过度投资行为?第二,不确定性会和国外实证结论一样,导致企业投资不足行为的发生吗?第三,产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资之间是一种单向影响关系,还是三者相互影响、相互作用?第四,在产品市场竞争和不确定性存在的背景下,公司的非效率投资行为最终对公司绩效的影响又是怎样的?

本书的研究框架如图1所示。

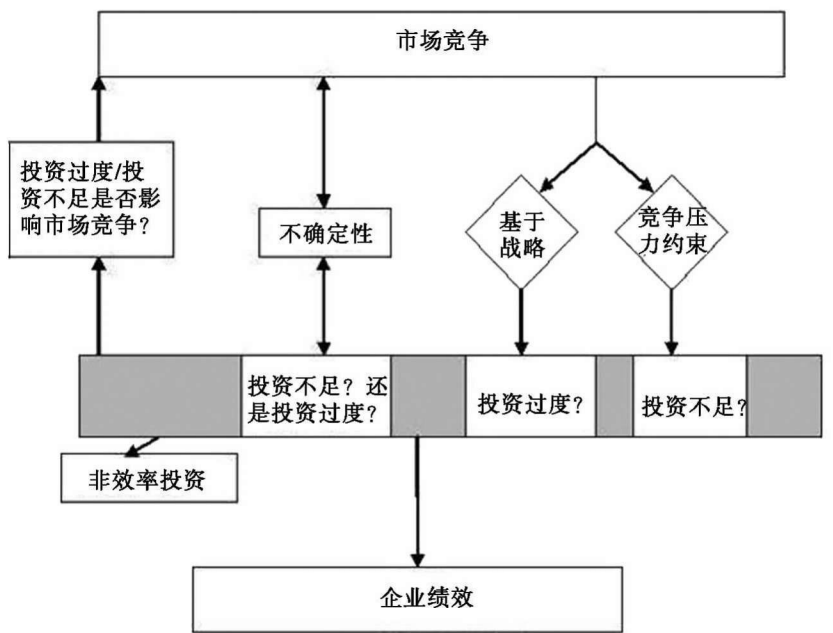


图1 本书的研究框架

本书的研究框架是首先分析产品市场竞争和企业非效率投资——过度投资的关系。然后基于战略性视角,分析产品市场竞争的变动是否会促使企业进行过度投资。接着,本书从不确定性角度分析不确定性和企业投资的相互关系,对此我们拟从内部不确定性、外部不确定性角度考虑其对公司投资行为的影响。最后,分析非效率投资的经济后果如何,它是否会影响公司绩效。

1.4 研究方法

本书拟采用多种研究方法,如文献调查方法、规范研究方法、实证研究方法等。在吸收前人的研究成果的基础上,首先分析产品市场竞争和企业非效率投资——过度投资的关系。然后基于战略性视角,分析产品市场竞争的变动是否会促使企业进行过度投资。接着,从不确定性角度分析不确定性和企业投资的相互关系,对此我们拟从内部不确定性、外部不确定性角度考虑其对公司投资行为的影响。最后,分析非效率投资的经济后果如何,它是否会影响公司绩效。

1.4.1 研究方案

本书研究产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资之间的相互关系。吸收了产业组织理论 S-C-P 范式,结合企业投资理论、代理理论和实物期权思想,从理论和实证两个方面研究产品市场竞争对企业非效率投资的影响,发现企业非效率投资的原因(除了代理问题和政府干预理论影响之外)。之后,考虑产品市场竞争、不确定性和企业非效率投资之间是否存在着双向影响的关系。最后,考虑非效率投资原因,如战略投资、不确定性下推迟投资对企业最终绩效的影响。

1.4.2 技术路线

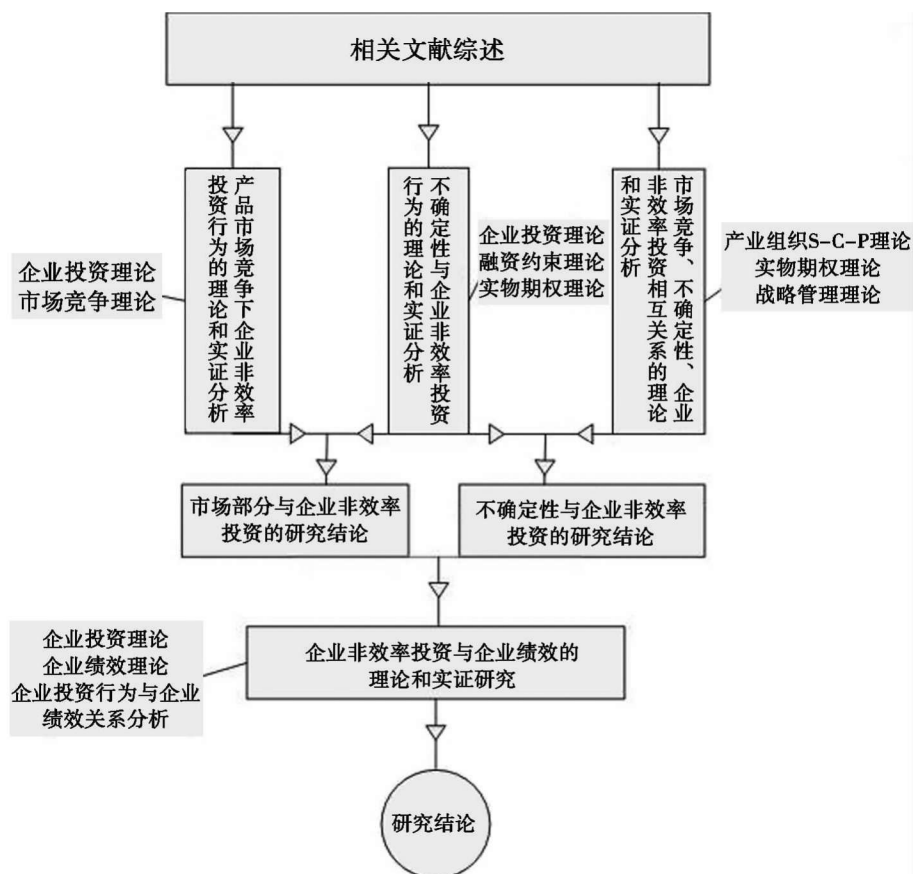


图2 本文的技术路线



1.5 研究内容与可能的创新

本书的特色与创新之处在于：

1.学者们对企业非效率投资行为的研究,主要集中于代理问题和政府干预理论,认为代理问题和政府干预会导致企业非效率的过度投资行为,而从获得竞争优势、创造利润这种本原来考虑非效率投资行为的研究比较少。

2.现有的产品市场竞争对企业非效率投资行为的研究,主要集中在产品市场竞争能够抑制投资过度,并没有考虑投资不足与产品市场竞争之间可能存在着相互影响的关系。本书将着重考虑产品市场竞争下的企业非效率投资行为发生的原因和传导机制,为企业非效率投资的相关研究提供新的思路。

3.现有关于非效率投资对企业绩效影响的研究,都认为非效率投资会使得企业绩效变差。这种观点没有考虑出于企业战略目的的非效率投资行为,在这一目的下的投资扭曲可能会使得企业绩效更好,这是本书思考的重点,能为后续研究提供新的视角。

第 2 章 理论与文献回顾

2.1 公司投资理论

2.1.1 乔根森的投资理论

在乔根森(Jorgenson, 1963)之前,关于投资的理论基本上被凯恩斯主义者统治着。然而,凯恩斯主义投资理论均关注的是宏观经济与投资之间的相互关系,投资乘数理论是凯恩斯理论的代表,投资加速理论则是凯恩斯主义的延伸。乔根森在 1963 年的经典文献中提出基于企业、公司的投资模型,一举冲出了凯恩斯主义的研究框架,具有划时代的意义。乔根森理论运用了一些具有新古典特征的技术,如边际分析方法、完全竞争市场假设、生产要素相互替代性、现值最大化等等,这些均可以体现,同时,资本的使用成本也在其模型中得到体现。由于不同于凯恩斯主义的宏观投资目标,乔根森模型将投资的重点放在了企业的优化行为上:公司投资的目的是为了达到公司的最优目标——绩效最大化。

$$W = \int_0^{\infty} e^{-rt} [R(t) - D(t)] dt \quad (2-1)$$

W 为公司投资的净现值, $R(t)$ 为投资税前收益, $D(t)$ 为税收, r 为利率。

$$R = pQ - sL - qI$$

p 为公司产出的价格, s 为工资率, q 为资本投资的价格, Q 为公司产出的总量, L 为生产要素——劳动的投入量, I 为资本投资。



$$K^* = \gamma \frac{pQ}{c} \quad (2-2)$$

结合柯布一道格拉斯生产函数,根据生产者的利润最大化原则,充分考虑经济中影响投资水平的各种因素,乔根森得出了新古典投资理论的最优资本函数,如(2-2)式所示。 K^* 为公司最优的资本存量, γ 为资本产出弹性, p 为产出的价格, Q 为投资产出。乔根森的主要结论是:公司投资与公司资本使用成本相关,当公司投资的单位资本的边际收益等于资本使用边际成本时,就可以进行项目投资。

乔根森的新古典投资理论的主要贡献是构建出了资本最优化函数,它包含了产品价格、产品产出、利率等多种经济因素,克服了加速理论的缺陷,并且实现了投资行为的动态化。然而,乔根森的模型并没有考虑资本存量调整时发生的费用,卢卡斯(Lucas, 1971)将资本存量调整费用考虑进去,建立了考虑费用调整的新古典投资模型,模型如下所示:

$$V_t = \max \int (P_t Q_t - w_t - L_t - P_u C(I)) e^{-rt} dt \quad (2-3)$$

$$St: Q_t = F(K_t, L_t) = A_t L_t^\beta K_t^\alpha \quad (2-4)$$

$$\Delta K = I - \delta K \quad (2-5)$$

式中 P_t 为产品价格, Q_t 为产出, w_t 为工资水平, K_t 为资本, L_t 为人力投入, P_u 为资本价格, I 为新增投资, $C(I)$ 为调整费用。

2.1.2 托宾(Tobin) Q 投资理论

为了协调乔根森和凯恩斯之间的理论差别,托宾提出了著名的“Q 理论”。托宾将 Q 定义为公司的市场绩效与资本重置成本之比。与乔根森一样,公司投资的目的也是为了获得现值 $V(0)$ 最大化。

$$V(0) = \int_0^{\infty} R(t) \exp\left[-\int_0^t r(s) ds\right] dt \quad (2-6)$$

$r(s)$ 为公司名义折现率, $R(t)$ 为税后利润加折旧。

$$R(t) = [1 - u(t)] \pi(t) + u(t) \int_0^{\infty} D(x, t-x) p_t(t-x) I(t-x) dx - [1 - k(t)] p_t(t) I(t) \quad (2-7)$$

$\pi(t)$ 为税前利润, $u(t)$ 为公司税率, $D(x, t-x)$ 单位投资的折旧, $P_t(t)$