

学校编码：10384 分类号密级

学号：17520131151204

UDC

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

市场化进程、公司治理与资本投资效率

Process of Marketization、Corporate Governance and
Capital Investment Efficiency

赵仪

指导教师姓名：林朝南 助理教授

专 业 名 称：会计硕士 (MPAcc)

论文提交日期：2016 年 4 月

论文答辩时间：2016 年 5 月

学位授予日期：2016 年 6 月

答辩委员会主席：

评阅人：

2016 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人提交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

投资是企业价值创造的基础,但现阶段我国企业普遍对投资活动的产出效果不够重视,导致投资的低效率。现有研究成果表明,信息不对称和代理问题会导致企业投资失效,而高质量的公司治理能够有效改善信息不对称问题和代理问题,进而可以改善企业非效率投资问题。市场化进程是企业所处地区外部环境的一种反映,当前,中国经济正处于转型期,外部制度环境变化快,市场化进程在加快,但市场化进程在地区间的差异比较明显,而且市场化进程会从多个方面影响企业的内部治理,进而影响企业的投资效率。本文分别研究市场化进程、公司治理对企业资本投资效率的影响,然后考察市场化进程和公司治理的共同作用对企业资本投资效率的影响。对以上问题进行研究的意义,于企业而言,可以探索投资低效率问题的原因并寻找解决途径;于政府而言,可以为规范政府行为,改善企业投资环境提供理论依据及经验证据。本文选取 2009 年到 2014 年六年间我国 A 股上市企业为样本,分别从理论与实证角度考察市场化进程、公司治理与企业资本投资效率之间的关系。并得出如下结论:

(1) 市场化进程与该地区企业的资本投资效率存在正相关关系,即随着市场化进程的提髙能显著提高企业的资本投资效率。

(2) 公司治理水平与企业资本投资效率呈正相关关系,即提高公司治理水平能显著提高企业的资本投资效率。

(3) 在市场化进程较低的地区,良好的公司治理可以弥补市场化的不足,抑制企业的非效率投资行为;在市场化进程相对较高的地区,良好的公司治理可以加强市场化进程对非效率投资的抑制作用,随着公司治理水平的提高,对企业非效率投资行为的抑制作用更强。

基于以上研究,本文从宏观角度和微观角度对改善企业资本投资效率提出了建议。宏观角度,需要加快推进市场化进程,缩小地区间市场化进程的差距,减少政府干预,完善相关法律法规建设,提高金融业市场化水平;微观角度,企业需要提高公司内部治理水平。

关键词: 市场化进程、公司治理、资本投资效率

ABSTRACT

Investment is the foundation of value creation. But at this stage, China's enterprises generally don't pay enough attention to the effect of the output of investment activities, which resulting in low efficiency of investment. This has become a common status in Chinese company. Existing research shows that information asymmetry and agency problems can lead to the failure of investment, and high-quality corporate governance can improve the asymmetric information and agency problems, in turn, can improve business Inefficient Investment. Market process is embodied in an external environment. Now, China is in transition, during the transition, the external institutional environment changes great. The process of marketization is accelerating, the differences in the process of marketization in different areas are more obvious. The marketization process will affect the company's internal governance in many ways, so the market will also affect the process of investment efficiency of enterprises. This paper studies the influences of marketization process and corporate governance on investment efficiency, then studies the collective effect of marketization progress and corporate governance on investment efficiency. Such research not only help Chinese enterprises to explore solutions to common pathway of low investment efficiency, but also provide the theoretical basis and empirical evidence for China's relevant departments to standardize government behavior and improve the investment environment. This paper selects Chinese A-share listed companies over period 2009-2014 as samples, from theoretical and empirical point of view to explore the relationship between marketization process、 company governance and capital investment efficiency. At last, we got the following conclusions:

(1) The market process and investment efficiency have a significant positive correlation, namely the improvement of marketization can improve the non-efficiency of investment issues greatly.

(2) The corporate governance and investment efficiency have a significant positive relation, namely that improving the level of corporate governance can significantly suppress acts of inefficient investments.

(3) In the low degree of marketization areas, good corporate governance can make up for the market's deficiency and restrain the inefficient investment; In the high degree of marketization, good corporate governance can strengthen the role of the market, with the improvement of corporate governance, the inhibitory effect on the non-efficiency investment is stronger.

Based on these research, this paper offer some suggestions on promoting corporate's capital investment efficiency from macro and micro perspectives. On the macro perspective: we need to accelerate the process of marketization, narrowing the differences in the process of marketization between different regions, reducing government intervention, improving relevant laws and regulations' construction and

improving the level of financial marketization. On the micro perspective: enterprises need to raise their corporate governance level.

Key Words: Process of Marketization; Corporate Governance; Capital Investment Efficiency

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究方法	3
1.4 研究框架	3
1.5 改进创新之处	3
2 文献综述	5
2.1 市场化进程与资本投资效率	5
2.1.1 国外研究现状.....	5
2.1.2 国内研究现状.....	6
2.2 公司治理与资本投资效率	8
2.2.1 国外研究现状.....	9
2.2.2 国内研究现状.....	10
2.3 市场化进程、公司治理与资本投资效率	12
2.3.1 国外研究现状.....	12
2.3.2 国内研究现状.....	13
2.4 文献评述	14
3 理论基础	16
3.1 委托代理理论	16
3.2 信息不对称理论	17
3.3 制度变迁理论	18
3.4 转轨经济学	19
4 理论分析与研究假设	20
4.1 市场化进程与资本投资效率关系的假设	20
4.2 公司治理与资本投资效率关系的假设	21
4.3 市场化进程、公司治理与资本投资效率的假设	22
5 实证检验	24
5.1 样本选择及数据来源	24
5.2 变量定义	24
5.2.1 市场化进程的度量.....	24
5.2.2 公司治理水平的度量.....	26
5.2.3 资本投资效率的度量.....	28
5.3 模型设计	29
5.3.1 市场化进程与资本投资效率关系的模型.....	29
5.3.2 公司治理与资本投资效率关系的模型.....	30
5.3.3 市场化进程、公司治理与资本投资效率关系的模型.....	30

5.4 实证结果与分析	31
5.4.1 资本投资效率的实证分析.....	31
5.4.2 市场化进程与资本投资效率关系的实证分析.....	33
5.4.3 公司治理与资本投资效率的实证分析.....	38
5.4.4 市场化进程、公司治理与资本投资效率的实证分析.....	39
5.5 本章小结	43
6 研究结论及建议	45
6.1 研究结论	45
6.2 对策建议	45
6.3 研究的局限性	46
参考文献	48
致谢.....	52

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Meaning	2
1.3 Research Methods	3
1.4 Research Framework	3
1.5 Improvement and Innovation	3
2 Review on Literature	5
2.1 Process of Marketization and Capital Investment Efficiency	5
2.1.1 Foreign research.....	5
2.1.2 Domestic Research.....	6
2.2 Corporate Governance and Capital Investment Efficiency	8
2.2.1 Foreign research.....	9
2.2.2 Domestic Research.....	10
2.3 Process of Marketization、Corporate Governance and Capital Investment Efficiency	12
2.3.1 Foreign research.....	12
2.3.2 Domestic Research.....	13
2.4 Summarization	14
3 Theoretical Basis	16
3.1 Principal-Agent Theory	16
3.2 Asymmetric Information Theory	17
3.3 Institutional Change Theory	18
3.4 Transition Economics	19
4 Theoretical Analysis and Research Hypotheses	20
4.1 Process of Marketization and Capital Investment Efficiency	20
4.2 Corporate Governance and Capital Investment Efficiency	21
4.3 Process of Marketization、Corporate Governance and Capital Investment Efficiency	22
5 Empirical Tests	24
5.1 Sample Selection and Data Source	24
5.2 Variable Definitions	24
5.2.1 Measure of Marketization Process.....	24
5.2.2 Measure of Corporate Governance	26
5.2.3 Measure of Capital Investment Efficiency	28
5.3 Model Design	29
5.3.1 Process of Marketization and Capital Investment Efficiency Model ...	29
5.3.2 Corporate Governance and Capital Investment Efficiency Model	30

5.3.3 Process of Marketization、Corporate Governance and Capital Investment Efficiency Model.....	30
5.4 Empirical Results and Analysis	31
5.4.1 Empirical Analysis of Capital Investment Efficiency.....	31
5.4.2 Empirical Analysis of Marketization Process and Capital Investment Efficiency	33
5.4.3 Empirical Analysis of Corporate Governance and Capital Investment Efficiency.....	38
5.4.4 Empirical Analysis of Marketization Process、Corporate Governance and Capital Investment Efficiency	39
5.5 Summarization	43
6 Conclusions and Suggestions	45
6.1 Conclusions.....	45
6.2 Suggestions.....	45
6.3 Limitations.....	46
Reference.....	48
Acknowledgements	52

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

1.1 研究背景

中国改革开放近四十年，在此期间经济快速发展，并取得巨大成果。2010年我国 GDP 总量首次超越日本并成为继美国之后的世界第二大经济体。2008 年全球金融危机爆发，以美国为代表的发达经济体和以金砖国家为代表的新兴经济体包括发展中国家的经济都受到严重冲击，各国实体经济受到严重影响。此次金融危机波及全球，中国也难以独善其身，经济下行压力增大，经济增速大幅回落。为抵抗本次全球金融危机带来的负面影响保护经济，中国政府及时推出了投资刺激计划，大量信贷资金被投放入市场。这一政策加剧了我国资本市场投资过热的现状。然而，“4 万亿”经济刺激计划的弊端在两年后开始显现出来，产能严重过剩，中国社会原本存在的结构性问题非但没有得到解决，反而加深激化。2011年后，政府逐渐意识到经济刺激计划的负面作用。2013 年领导人换届后，新一届领导人在经济政策上多次强调放权于市场，充分发挥市场在资源配置中的调节作用，激发市场活力。此政策连同去杠杆化和推进经济结构改革一同被巴克莱总结为“克强经济学”。这种大环境刚好为探究市场化进程、公司治理与资本投资效率间的关系提供了一个良好的背景。

企业的资本投资效率是企业配置资金的能力的一种体现。企业投资中的资本配置效率一向是企业财务理论领域关注的基本问题，因为资本投资效率的高低影响到企业投资收益和利润，是达到企业经营业绩目标和实现企业价值增值的决定性因素，并且会进一步影响企业的市场竞争能力和发展前景。同时，企业作为经济社会中最为重要的微观主体，其投资效率也决定着整个社会的资源配置效率。资本配置效率低下包括我们常说的过度投资和投资不足两种情况。当下，我国正处于经济转型期，现代公司制度尚未真正建立，不完善的制度环境加上不发达的要素市场，容易带来企业投资行为的非理性化。2008 年金融危机后政府出台了投资刺激政策，其弊端就是造成我国企业过度投资现象加重，造成产能过剩，表面上促进了经济的发展，但本质上却并不一定有效提高了市场的经济效益，而 2013 年开始提出的向市场放权、充分调动市场在资源配置中的积极作用的政策，

虽然带来了经济增速的放缓，但却可能提高了资本的配置效率。

我国自 1978 年开始进行改革开放，从此开始了计划经济向市场经济变革的过程，经过三十多年的探索，在市场化进程方面取得了丰硕的成果。但由于各种因素的影响，不同时期不同地域国家政策也有显著差别，目前我国的市场经济仍处于转型期，有两个鲜明的特征：一是市场化进程整体有待提高；二是全国不同地区的市场化进程发展极不平衡。这在一定程度上会影响上市公司行为及相关决策，因此虽然企业是市场投资的主要主体，但是我们仍然需要关注地区市场化进程的发展对企业投资行为的影响。

公司治理机制可以保护外部投资者的利益，避免其受到企业内部管理者行为的侵害。一方面，企业内部良好的治理机制能够有效地向外界传递公司管理与决策的正面信息，减少所有者与经营者之间的信息不对称；另一方面，良好的公司治理机制能够对管理者的代理行为进行监督与约束，从而减少企业自由现金流被滥用的情况的发生。因此，在探究企业资本投资效率的时候，公司治理机制也是一项不得不考虑的关键因素。

经济收益理论认为，市场化进程的逐步提高将使政府的行政计划逐渐减少，甚至消失，从而改善资本配置效率。现有的研究指出，市场化进程越快的地区，地方政府对企业经营进行干预的动机越弱，企业的治理成本就越低，企业的公司治理水平就越高。那么，市场化进程、公司治理如何共同影响企业的资本投资效率呢，这是本文所要研究的一个内容。

1.2 研究意义

企业效率，是经济学、管理学研究的一个核心问题，也是企业生产经营过程中追求的目标之一。同时，投资对企业成长和现金流的增长具有十分重要的作用，投资活动的成败不仅直接影响企业的股利政策，而且从长远看，会对企业的经营风险、盈利能力，甚至发展前景带来深远影响^[1]。另外，企业的资本投资效率最终决定着整个社会的资源配置效率。因此无论从宏观层面的国家还是微观层面的企业角度来说，研究企业的资本投资效率都有重大意义。

首先，在市场、国家的宏观层面，本文研究了不同地区市场化进程对该地区企业的资本投资效率的影响。通过研究发现，企业非效率投资的状况会随着市场化进程的提高而得到显著改善。这为我国政府进一步推进市场化改革，激发市场

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.