



中國人民大學

學報

工作论文系列

Working Paper Series

品牌竞争力与企业高质量发展

——基于投资效率的视角

王化成 张洁 张超敏 孙昌玲

JRUCWP2024028

2024. 04. 07

- * 本刊编辑部将那些已通过审稿程序而处于“拟录用”状态的稿件制作成线上展示的工作论文，旨在及时传播学术研究成果而促进学术进步。编辑部还将继续与作者共同努力，修改完善论文，并在其达到刊发标准之后择期正式刊发。当然，若工作论文被发现存在严重的质量问题，则仍有可能被退稿。

品牌竞争力与企业高质量发展

——基于投资效率的视角

王化成 张洁 张超敏 孙昌玲

[摘要] 品牌竞争力是企业高质量发展的重要象征,是企业谋求长期发展与成长的关键要素之一。基于2007—2021年中国A股上市公司的数据,本文利用文本分析法构建品牌竞争力的度量指标,并实证检验品牌竞争力对企业投资效率的影响。研究发现:品牌竞争力通过“声誉约束”机制和“信息获取”机制这两条路径,改善了企业非效率投资的难题;当市场竞争更激烈、管理层认知水平更高、拥有品牌竞争力的时间更长时,上述影响更加显著;品牌竞争力还可以显著提升企业全要素生产率,对促进企业高质量发展产生积极影响。本文的研究结论对企业构建品牌竞争力、加快实现高质量发展具有一定的启发和指导意义。

[关键词] 品牌竞争力;投资效率;声誉约束;信息获取;高质量发展

一、引言

党的二十大报告指出,高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务^①,而“品牌”作为高质量发展的重要象征与衡量指标之一,是推动高质量发展和创造高品质生活的有力支撑^②。近年来,我国高度重视品牌发展问题,从“十二五”时期,“品牌建设”首次纳入国家整体规划,到“十四五”时期,进一步加快推动由“中国产品”向“中国品牌”转变的步伐。此后产生一批诸如华为、海尔、科大讯飞、大疆科技等为代表的中国企业通过自主研发、价值链攀升及商业模式变革等方式,逐渐演变成行业的“领导者”或“领跑者”角色,并成功实现“由大变强”的品牌超越内涵。2023年,世界品牌实验室公布的《世界品牌500强》中,中国有48个企业品牌上榜,位居全球第三,与法国、日本等品牌强国共同稳居世界品牌大国的第二阵营。事实上,“品牌”作为一种识别标志与精神象征,是一个企业技术能力、管理水平、文化层次等方面的综合体现,是企

作者: 王化成,中国人民大学商学院教授, wanghuacheng@rmbc.ruc.edu.cn; 张洁,中国人民大学商学院博士研究生, zhangjie912@ruc.edu.cn; 张超敏(通讯作者),中国人民大学商学院博士后研究人员, nku_chaomin@163.com; 孙昌玲,北京师范大学经济与工商管理学院讲师, sunchangling@bnu.edu.cn。

* 本文受国家自然科学基金重大项目“基于马克思劳动价值论的会计宏观价值指数的编制与分析”(18ZDA073)以及中国人民大学重大规划项目“价值网平台企业的数据优势与资本运营”(2021030218)资助。感谢匿名审稿专家提供了专业细致的审稿意见,文责自负。

① 《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗》,参见中国政府网, https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。

② 《关于新时代推进品牌建设的指导意见》,参见国家发展和改革委员会官网, https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202208/t20220825_1333667_ext.html。

业核心竞争力最为关键的构成要素^①，是企业谋求长期生存与发展的关键路径之一^②。一个极具竞争力的企业品牌能助推企业自主创新，在适应消费者对产品功能性需求向品质性需求转变的同时，也可以进一步增强企业获利能力、扩大市场占有率及提高经济价值^③。因此，如何管理并有效发挥品牌竞争力在提高决策水平、实现业务增长及提升经营绩效等方面的作用，成为企业经营与财务管理领域的重要话题。^④

现实中，企业构建品牌竞争力需要投入大量的时间、人力和财务成本，提升品牌竞争力究竟会产生何种经济后果？企业是否值得投入大量时间与资金去构建品牌竞争力？这一问题的回答对于已建立并致力于维持品牌竞争力的企业，以及在品牌建设方面尚缺乏经验的企业而言，都显得尤为重要。投资决策作为企业最重要的财务决策之一，是企业成长的起点、生存和发展的源泉，同时在助推经济发展中发挥着举足轻重的作用。^⑤ 当下正处于实现经济从高速增长转向高质量发展的阶段，经济增长动能需从投资规模驱动转向投资效率驱动。^⑥ 已有文献对品牌的探讨大量见于营销领域，仅有少部分文献从公司财务角度探讨了品牌对企业价值和盈余管理等方面的影响^⑦，且已有研究尚缺乏利用大样本来探讨提升品牌竞争力对企业经济后果的影响。因此，品牌竞争力作为企业战略的重要组成部分，是否会影响企业的投资效率？通过何种途径产生影响？这是本文关注的核心问题。

本文认为，品牌竞争力可以通过“声誉约束”机制和“信息获取”机制这两条路径来提高企业投资效率。第一，受品牌声誉观效应驱使，企业品牌竞争力越强，其市场声誉也就会越高，最终与管理层及控股股东等形成“一荣俱荣、一损俱损”的紧密联系。因此，企业品牌竞争力所带来的声誉约束可以使经理人更加爱惜自身声誉，抑制其机会主义行为，与此同时，也会使得控股股东在“掏空获利”的诱惑和“声誉维持”的压力之间进行权衡，最终有效缓解因委托代理问题产生的非效率投资。第二，由于品牌竞争力的构建并非一蹴而就，一定是经历了长期且系统化的建设，拥有严格且专业的内部控制流程与制度规范要求。因而，公司管理层能够及时、准确、充分地掌握并获取与当下投资项目直接相关的各种信息；与此同时，企业品牌竞争力越强，其在市场竞争中就会拥有更多话语权和更强的谈判能力，更容易占据市场中心或中介位置，因而可以更好地获取外部市场及时、有价值的信息，进而提高管理层预测的准确度，最终解决因信息不完全、不完备产生的非效率投资。

鉴于此，本文参考戚聿东等以及 Sun 等的研究方法^⑧，根据 2007—2021 年我国 A 股上市公司年报披露结果，利用文本分析法构建企业品牌竞争力的度量指标，实证检验品牌竞争力对企业投资效率的影响。研究发现：第一，品牌竞争力与企业非效率投资呈显著负相关关系，该结论在一系列稳健性检验下仍然成立；第二，品牌竞争力对企业投资效率的影响主要是基于声誉约束而缓解委托

① 魏昀妍：《品牌的力量：品牌强度与企业出口韧性》，载《系统管理学报》，2023（6）。

② 王海忠：《中国企业品牌引领力提升战略研究》，载《营销科学学报》，2023（1）。

③ 田立加、高英彤：《“双循环”新发展格局中企业品牌建设的价值内涵与实践路径探析》，载《重庆社会科学》，2022（6）。

④ 等：《品牌的力量：名牌产品与盈余管理》，载《会计研究》，2022（1）。

⑤ J. J. McConnell, and C. J. Muscarella. “Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm”. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14（3）: 399 - 422.

⑥ 等：《管理层能力与投资效率》，载《会计研究》，2020（4）。

⑦ 卢闯、鲍睿、杨景岩：《好的品牌能带来更多的回报吗？——基于中国公司的经验研究》，载《科学决策》，2011（6）；《品牌的力量：名牌产品与盈余管理》，载《会计研究》，2022（1）。

⑧ 戚聿东、孙昌玲、王化成：《企业核心竞争力能够降低权益资本成本吗——基于文本分析的经验证据》，载《会计研究》，2021（8）；C. L. Sun, et al. “Can Core Competence Help Enterprises to Deleverage? Empirical Evidence Based on Text Analysis”. *Personal and Ubiquitous Computing*, 2022, 26（4）: 1053 - 1065.

代理问题,以及基于信息获取机制而提高管理层预测准确度这两条路径实现;第三,在市场竞争更激烈、管理层认知水平更高、拥有品牌竞争力时间更长的组中,品牌竞争力对企业投资效率的影响更加显著;第四,品牌竞争力还可以显著提升企业全要素生产率,对实现企业高质量发展产生积极影响。

本文将营销领域的重要话题“品牌”与公司财务基本决策之一“投资决策”相结合,从学科交叉视角探讨了品牌竞争力对企业投资效率的影响。本文的理论贡献如下:第一,丰富了品牌竞争力经济后果的文献。现有关于品牌竞争力的研究主要以理论探索为主,本文从实证角度出发检验了品牌竞争力对企业投资效率的影响。第二,补充了投资效率影响因素的相关文献。现有研究从公司治理、内部控制、信息披露等公司内部视角研究了投资效率的影响因素,本文发现品牌竞争力作为公司战略的重要组成部分,也会对企业投资效率产生显著影响。第三,揭示了品牌竞争力影响企业投资效率的作用机理。本文发现,品牌竞争力通过声誉约束机制与信息获取机制对企业投资效率产生影响,厘清了品牌竞争力影响企业投资效率的作用路径。从实践意义来看,本文研究结论对企业深入理解品牌与投资效率之间的内在规律,以及品牌如何推动企业高质量发展等提供了一定的理论参考。

二、文献回顾与假说提出

(一) 品牌竞争力的内涵及度量方式

Gardner 和 Levy 于 1955 年在《哈佛商业评论》发表《产品和品牌》一文,开创性地将“品牌竞争力”引入组织与管理领域后,激发了该领域学者的研究兴趣。“品牌竞争力”是企业通过综合运用和配置组织内外部资源,形成自身独特的差异化形象与市场认知优势,进而为其带来市场竞争效益的一种能力。^① 现有研究认为,成功的品牌能够尽可能地满足顾客(潜在)需求,并以提供独特产品价值、额外服务体验以及增加附加价值等方式,进一步塑造企业的强势品牌,并且维持品牌竞争力的可持续发展。^② 也有学者强调品牌竞争力是一种“动态能力”,其强弱并非一成不变,而是会随着企业生命周期、市场结构和竞争状况的变化而变化。^③ 结合上述分析,本文对品牌竞争力做出如下界定:品牌竞争力是企业品牌在市场竞争中表现出来的,能够支持企业品牌持久发展、获取竞争优势的,具有价值性、独特性、难以模仿性和动态性的能力。

现有关于品牌竞争力度量方法的研究主要可以分为直接法和间接法两种。直接法主要基于企业财务指标进行衡量,涉及收益法和市场法等。从收益法来看,有研究将收入溢价作为品牌竞争力的衡量标准^④,还有学者选择了与市场竞争力直接相关、定量的市场指标,如品牌市场占有率、品牌超额利润获取能力以及品牌发展潜力等^⑤;市场法角度的评估往往与 Aaker 提出的品牌资产模型相结合,如相关研究将品牌竞争力分为品牌市场影响力、品牌市场扩张力和品牌市场持久发展能力等,构建了品牌竞争力的评价指标体系。与直接法不同,间接法则主要基于消费者(顾客)维度进行评价。^⑥ 例如, Yoo & Donthu 将品牌竞争力的评价体系划分为品牌忠诚、感知质量、品牌知名

① A. Chaudhuri, and M. B. Holbrook. “The Chain of Effects from Brand Trust and Brand Affect to Brand Performance: The Role of Brand Loyalty”. *Journal of Marketing*, 2001, 65 (2): 81 - 93.

② 王毅、刘钾:《品牌标识的边界对消费者品牌创新性评价的影响——基于具身认知和空间隐喻视角的研究》,载《中央财经大学学报》,2021(5)。

③ 季六祥:《我国品牌竞争力的弱势成因及治理》,载《财贸经济》,2002(7)。

④ K. L. Ailawadi, et al. “Revenue Premium as an Outcome Measure of Brand Equity”. *Journal of Marketing*, 2003, 67 (4): 1 - 17.

⑤ C. J. Simon, and M. W. Sullivan. “The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach”. *Marketing Science*, 1993, 12 (1): 28 - 52.

⑥ 周玫:《基于顾客忠诚的品牌竞争力评价分析》,载《当代财经》,2005(9)。

度和品牌联想四个维度。^①除了上述评价维度外，也有学者从综合角度对品牌竞争力进行了有益探讨，如马轶男^②选取了兼顾市场、企业以及中间层面的品牌竞争力评价指标体系。

综上，由于对品牌竞争力认知存在差异、度量与评价难以量化等，目前各种评价体系难免会受到主观因素的影响，导致无法有效衡量企业品牌竞争力的建设成效、精准判定企业所处的市场状况。为此，本文采用文本分析的方法，从上市公司年度报告正文第四节董事会报告的第四部分“核心竞争力分析”中构建品牌竞争力度量指标，这有助于科学量化不同上市公司品牌竞争力强弱水平，为将品牌竞争力与公司财务领域结合从而开展大样本研究奠定基础。

（二）投资效率的影响因素

有效投资是企业保持内生增长动力、提高企业价值、实现可持续发展的必要条件^③，但现实中，企业却更多出现诸如过度投资、投资不足等非效率投资现象^④。现有关于投资效率影响因素的研究，主要从企业外部环境、组织内部特征及管理层特质等方面展开。

从企业外部环境来讲，现有研究主要讨论了法制环境特征、政府干预程度、货币政策以及市场预期等因素对企业投资效率的影响。如万良勇发现在法治水平越高的地区，上市公司的投资效率越高^⑤；也有研究从“法”的制定主体——政府切入，发现地方政府控制和地方政府干预与自由现金流的过度投资显著正相关，金融发展则与之呈负相关关系^⑥；同时，也有学者强调政府制定较为宽松的货币政策可以抑制非效率投资，而紧缩货币政策则加剧了非效率投资^⑦；此外，从市场预期上看，资本市场对企业经营期望越高，经理人所感知的外部盈利压力越大，越倾向于投资不足^⑧。

从组织内部特征来讲，现有研究主要围绕公司治理、内部控制及股利分配等方面展开探讨。如，陈运森和谢德仁发现，独立董事的网络中心度越高，其治理作用越好，表现为其所在公司的投资效率越高^⑨；进一步地，由于企业治理水平与内部控制紧密相关，有学者认为企业内部控制制度越不健全、缺陷越多，其面临的投资不足或投资过度发生的概率越大^⑩；此外，还有研究从分配的角度认为，在我国股票市场上，现金股利有助于抑制现金流富余的企业进行过度投资^⑪。

从管理层个体特质来讲，学者们主要关注高管年龄、教育背景以及过度自信、短视主义等认知表现对企业投资效率的影响。例如，姜付秀等研究发现，管理层的平均教育水平、平均年龄与企业过度投资呈显著的负相关关系^⑫；而从高管认知角度看，管理层过度自信一定程度上会导致企业过度投资概率的增加，进而降低企业投资效率^⑬；也有研究指出，管理层短视主义会降低企业资本支

① B. Yoo, and N. Donthu. "Developing and Validating Multidimensional Consumer-based Brand Equity Scale". *Journal of Business Research*, 2001, 52 (1): 1 - 14.

② 马轶男：《品牌竞争力的评价指标体系的构建》，载《经济问题探索》，2013（3）。

③ 胡楠、薛付婧、王昊楠：《管理者短视主义影响企业长期投资吗？——基于文本分析和机器学习》，载《管理世界》，2021（5）。

④ Y. Z. Wu, et al. "Geographic Proximity and Corporate Investment Efficiency: Evidence from High-speed Rail Construction in China". *Journal of Banking and Finance*, 2022, 140: 106510.

⑤ 万良勇：《法治环境与企业投资效率——基于中国上市公司的实证研究》，载《金融研究》，2013（12）。

⑥ 杨华军、胡奕明：《制度环境与自由现金流的过度投资》，载《管理世界》，2007（9）。

⑦ 张亦春、李晚春：《货币政策与上市企业投资效率——基于未预期的风险投资和机构投资者的研究》，载《厦门大学学报》（哲学社会科学版），2015（1）。

⑧ 王菁、程博：《外部盈利压力会导致企业投资不足吗？——基于中国制造业上市公司的数据分析》，载《会计研究》，2014（3）。

⑨ 陈运森、谢德仁：《网络位置、独立董事治理与投资效率》，载《管理世界》，2011（7）。

⑩ 李万福、林斌、宋璐：《内部控制在公司投资中的角色：效率促进还是抑制？》，载《管理世界》，2011（2）。

⑪ 魏明海、柳建华：《国企分红、治理因素与过度投资》，载《管理世界》，2007（4）；肖珉：《现金股利、内部现金流与投资效率》，载《金融研究》，2010（10）。

⑫ 姜付秀、伊志宏、苏飞等：《管理者背景特征与企业过度投资行为》，载《管理世界》，2009（1）。

⑬ 刘艳霞、祁怀锦：《管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应》，载《会计研究》，2019（4）。

出和研发支出的水平,进而降低资本投资效率,对企业未来绩效也可能会带来不利的影响^①。

上述研究丰富了企业投资效率影响因素的文献,但在有关企业内部视角的研究领域,品牌竞争力作为企业战略的重要组成部分,尚没有得到学者们的重视。加之品牌竞争力在测度上的困难,现有研究并未能够实证检验品牌竞争力与企业投资效率的关系。

(三) 品牌竞争力与投资效率

本文在探讨品牌竞争力与企业投资效率之间的关系时,立足于企业目前已经建立起的品牌竞争力或品牌优势如何影响企业投资效率。在此基础上,本文认为,企业品牌竞争力与其投资效率之间的作用关系可以通过“声誉约束”机制和“信息获取”机制实现(如图1所示)。

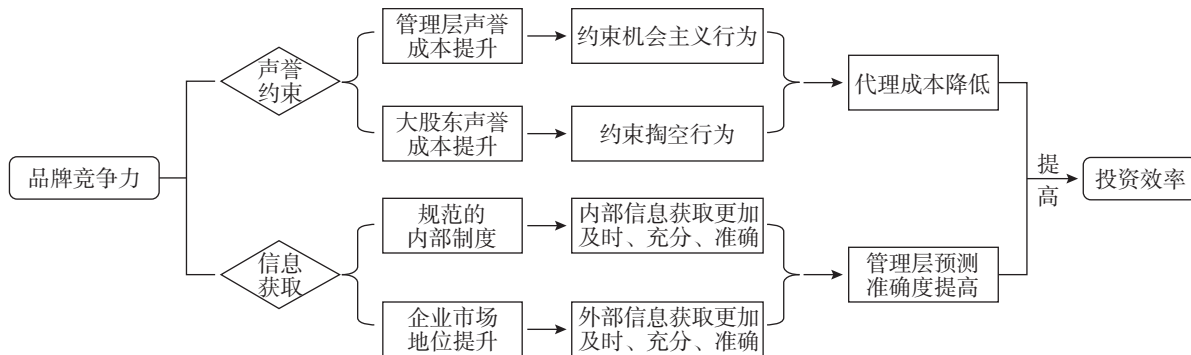


图1 企业品牌竞争力与投资效率之间作用关系的逻辑框架图

1. 品牌竞争力、声誉约束与投资效率

基于品牌的市场理论,品牌具有声誉观,当一个企业的品牌竞争力越强时,其企业声誉与市场声誉就会越高。^②一方面,这种声誉效应在给企业带来知名度、美誉度及忠诚度的同时,提高了企业的财务价值和市场价值^③;另一方面,品牌声誉强化了企业与消费者之间的信任关系,降低了企业的市场或经营风险^④,尤其是当企业面临市场负面消息冲击时,良好的品牌声誉可以维持消费者的购买意愿^⑤。现实中,品牌声誉作为企业关键的无形资产,其形成并非一蹴而就,而是经历了长时间积累与竞争的考验才被市场和消费者认可与接受。^⑥因此,企业品牌声誉价值越高,管理层和控股股东等利益相关者就会越重视品牌声誉的延续性、持续性。基于此,本文认为,当企业被社会公众熟悉和认可时,良好的品牌声誉或品牌竞争力所形成的声誉约束会抑制管理层机会主义行为和控股股东侵害小股东利益等代理行为,进而对企业投资效率产生积极影响,具体而言:

从经理人角度来讲,在市场竞争中形成的品牌声誉不仅与企业声誉、经理人声誉存在“一荣俱荣、一损俱损”的紧密联系,还会使社会大众对品牌、企业及管理层产生一体化联想。^⑦因此,企业品牌竞争力所带来的声誉成本可以使经理人更加爱惜自身声誉,一定程度上能够抑制其机会主义

① 胡楠、薛付婧、王昊楠:《管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习》,载《管理世界》,2021(5)。

② 权小锋、贺超、醋卫华等:《品牌的力量:名牌产品与盈余管理》,载《会计研究》,2022(1)。

③ N. S. Davcik, et al. "Towards a Unified Theory of Brand Equity: Conceptualizations, Taxonomy and Avenues for Future Research". *Social Science Electronic Publishing*, 2015, 24 (01): 3-17.

④ C. Veloutsou, and F. Guzman. "The Evolution of Brand Management Thinking Over the Last 25 Years as Recorded in the Journal of Product and Brand Management". *Journal of Product & Brand Management*, 2017, 26 (01): 2-12.

⑤ O. A. Acar, and S. Puntoni. "Customer Empowerment in the Digital Age". *Journal of Advertising Research*, 2016, 56 (01): 4-8.

⑥ S. Baalbaki, and F. Guzmán. "A Consumer-perceived Consumer-based Brand Equity Scale". *Journal of Brand Management*, 2016, 23 (03): 229-251.

⑦ 权小锋、贺超、醋卫华等:《品牌的力量:名牌产品与盈余管理》,载《会计研究》,2022(1)。

行为，进而减轻企业的非效率投资水平。^①一方面，管理层出于追求更高的市场声望或声誉以及薪酬契约的谈判优势，能够形成一种自我监督与有效激励机制，进而可以避免由于偏好偷懒、享受安逸以及规避风险等目的而放弃真正有价值、有潜力的投资项目。^②另一方面，由于管理层的市场价值反应在过去、长期的公司经营业绩上，出于对其声誉的保持或维护考虑，他们在对投资项目选择时会更加慎重^③，进而能够抑制由构建企业帝国、个人威望等原因而产生的盲目投资或者过度投资行为^④。

从控股股东角度来看，大股东对中小股东的掏空行为也会受到声誉机制的影响。^⑤现有研究认为，控股股东存在扩大控制性资源投资、利用关联交易及担保、借贷等方式，占用上市公司资金的“掏空”行为^⑥，进而导致公司因资金匮乏或资金占用而被迫放弃好的投资项目，并最终导致投资不足^⑦。此外，也有学者指出，控股股东为了弥补股权质押后因现金流权转移所造成的损失，尽管项目对企业来讲不具有投资价值，但为了谋取私利仍然会干预管理层进行投资，进而导致过度投资现象^⑧。已有研究证实，“声誉”机制是防范与约束大股东“掏空”行为最有效的机制之一，而声誉惩罚所造成的损失会抑制控股股东的掏空行为。^⑨因此，控股股东会在“掏空获利”的诱惑和“声誉维持”的压力之间进行权衡。当企业品牌竞争力提升，企业声誉所带来的价值创造也随之大幅度增加，控股股东对企业声誉的重视会进一步约束潜在的掏空行为，进而有助于缓解由于控股股东与中小股东之间的代理问题给企业造成的非效率投资。

2. 品牌竞争力、信息获取与投资效率

对于企业投资效率而言，管理层往往拥有重要投资项目的决策权，因此管理层预测准确度对投资效率有着重要影响。^⑩已有研究认为，能否有效地获取和解读信息对于企业战略决策与投资预测至关重要。^⑪一方面，管理层普遍存在过度自信心理，其往往会对项目前景有着较为乐观的估计，叠加企业内部信息不完全、不准确等情况后，会放大过度自信在投资决策中的认知偏差而造成过度投资问题^⑫；另一方面，当外部环境或经济政策不确定性增加时，对未来形势难以判断会使管理层在做出投资决策时更为谨慎，进而产生投资不足问题^⑬。基于此，本文从获取企业内外部信息的角度出发，认为良好的企业品牌竞争力能够带来更加规范的制度规定与内部控制，有助于管理层及时准确地获取企业内部信息；与此同时，品牌竞争力越强，企业市场地位也越高，由于掌握市场话语权以及占据市场中心位置，使得企业更容易获取外部信息。最终，对于内外部信息充足、及时的获

① 姚立杰等：《管理层能力与投资效率》，载《会计研究》，2020（4）。

② M. Bertrand, and S. Mullainathan, “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”, *Journal of Political Economy*, 2003, 111: 1043 - 1075.

③ 林璇、熊婷：《声誉激励、管理层持股与企业绩效——来自电子通讯行业上市公司的经验证据》，载《财会通讯》，2015（6）。

④ U. Malmendierh, and G. Tate. “CEO Overconfidence and Corporate Investment”. *The Journal of Finance*, 2005, 60（6）: 2661 - 2700; 贺小刚、邓浩、吴诗雨等：《赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析》，载《管理世界》，2015（9）。

⑤⑨ 肖海莲、胡挺：《大股东侵占、公司声誉与公司绩效——基于中国上市公司的经验证据》，载《财贸经济》，2007（6）。

⑥ 柳建华、魏明海、郑国坚：《大股东控制下的关联投资：“效率促进”抑或“转移资源”》，载《管理世界》，2008（3）。

⑦ 李增泉、孙铮、王志伟：《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》，载《会计研究》，2004（12）；李万福、林斌、宋璐：《内部控制在公司投资中的角色：效率促进还是抑制？》，载《管理世界》，2011（2）。

⑧ 柯艳蓉、李玉敏：《控股股东股权质押、投资效率与公司期权价值》，载《经济管理》，2019（12）。

⑩ S. Chaplinsky, and D. Haushalter. “Financing Under Extreme Risk: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity”. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23（7）: 2789 - 2820.

⑪ S. Baker, et al. “Measuring Economic Policy Uncertainty”. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131: 1593 - 1636; D. D. Bergh, et al. “Information Asymmetry in Management Research: Past Accomplishments and Future Opportunities”. *Journal of management*, 2019, 45（1）: 122 - 158.

⑫ 刘艳霞、祁怀锦：《管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应》，载《会计研究》，2019（4）。

⑬ 饶品贵、岳衡、姜国华：《经济政策不确定性与企业投资行为研究》，载《世界经济》，2017（2）。

取可以有效缓解信息不完全产生的非效率投资。具体而言：

从内部制度规范角度来讲，一个企业要构建品牌竞争力，一定是经历了长期且系统化的建设，拥有严格且专业的内部控制流程与制度规范要求。现有研究表明，品牌形成、推广、巩固等各个环节都涉及企业内部控制的各个流程要求与规范。^① 例如，在品牌建设阶段，内部会计控制会对企业财务信息、质量成本等方面进行规范；内部审计控制可以监督并评价品牌执行情况，必要时还可以对管理层起到反馈作用；内部交易费用的控制可以让相关会计信息更加准确和完整。综上分析，对于已经构建起较强品牌竞争力的企业，其会计信息和非会计信息往往更加可靠，存量信息与实时数据等能够更及时、通畅地传导至管理层，帮助管理层提高预测的准确度，从而有助于抑制过度投资行为或解决投资不足难题，进而提升企业整体的投资效率。

从市场地位角度来讲，已有研究认为，品牌竞争力代表了企业的市场营销效率，如更快的市场传播速度、更高的分销效率等，这些都能够为企业带来可观的营业收入与市场价值。^② 进一步地，Kristal 等^③指出，与竞争对手相比，品牌竞争力越强的企业，可以取得更大的竞争优势、获得更高的市场溢价。随着企业市场地位的攀升，企业在市场竞争中可以掌握更多的话语权与议价能力。^④ 现有研究表明，拥有较高市场地位的企业，其供应链谈判能力、信息获取能力更强，在减轻对上下游供应商和客户依赖度的同时，也降低了管理层基于风险考量而导致的投资不足问题。^⑤ 此外，由于企业处于市场中心度或中介位置，管理层也更容易获取外部各种信息，而建立在信息较为完备之上的未来收益预测也更为准确^⑥，进而有助于提升企业投资效率与投资水平。

综上，本文提出如下研究假说：

H1：企业品牌竞争力越强，投资效率越高。

若分别从过度投资和投资不足两方面来考察投资效率，假说 H1 可以分解为以下两个子假说：

H1a：企业品牌竞争力与过度投资呈负相关关系。

H1b：企业品牌竞争力与投资不足呈负相关关系。

三、数据选取与研究设计

（一）数据来源及样本筛选

本文选取 2007—2021 年中国 A 股上市公司作为研究样本，品牌竞争力数据来源于文本分析和手工整理，其余数据来自 CSMAR 数据库和 CNRDS 数据库。同时，对样本进行如下处理：（1）剔除金融行业上市公司；（2）剔除 ST/*ST 公司；（3）删除存在缺失值的样本数据；（4）对所有连续型变量进行双侧 1% 的缩尾处理以排除异常值影响。本文的最终样本为 25 109 家公司一年度观测值。

（二）模型构建

为检验品牌竞争力对企业投资效率的影响，本文构建式（1）进行实证检验：

① A. Kintonova, et al. "Automation of Business Processes at the Enterprise During a Brand Formation". *Ad Alta-Journal of Interdisciplinary Research*, 2019, 9 (1): 107 - 113; 李万福、林斌、宋璐：《内部控制在公司投资中的角色：效率促进还是抑制？》，载《管理世界》，2011（2）。

② K. L. Keller, and D. R. Lehmann. "Brands and Branding: Research Findings and Future Priorities". *Marketing Science*, 2006, 25 (6): 740 - 759.

③ S. Kristal, et al. "Is Co-creation Really a Booster for Brand Equity? The Role of Co-creation in Observer-based Brand Equity (OBBE)". *Journal of Product & Brand Management*, 2016, 25 (3): 247 - 261.

④ M. Giannetti, et al. "What You Sell is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts". *The Review of Financial Studies*, 2011, 24 (4): 1261 - 1298.

⑤ 王丹、李丹、李欢：《客户集中度与企业投资效率》，载《会计研究》，2020（1）。

⑥ 王语、程小可、钟凯：《市场地位、内部控制与过度投资》，载《科学决策》，2016（5）。

$$inefficiency_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 brand_{i,t} + \Sigma Control_{i,t} + industry + year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $inefficiency$ 为非效率投资的代理变量, $brand$ 为企业品牌竞争力的代理变量, 如果系数 β_1 显著小于 0, 则表明企业品牌竞争力与非效率投资呈负相关关系, 进而支持了本文的假说。

(三) 变量定义

1. 被解释变量：非效率投资

借鉴 Richardson 及陈运森和黄健峤的研究^①, 本文采用式 (2) 来衡量企业的投资效率:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 size_{i,t-1} + \beta_2 lev_{i,t-1} + \beta_3 growth_{i,t-1} + \beta_4 return_{i,t-1} + \beta_5 age_{i,t-1} + \beta_6 cash_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + industry + year + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中, $Invest$ 表示企业当年的投资水平, 控制变量包括企业规模 ($size$)、杠杆水平 (lev)、成长性 ($growth$)、股票年回报率 ($return$)、企业上市年限 (age)、期末现金及现金等价物余额占总资产的比重 ($cash$) 以及行业固定效应 ($industry$) 和年份固定效应 ($year$)。通过对式 (2) 进行回归, 所得残差的绝对值即为企业的非效率投资水平 ($inefficiency$), 同时, 正残差的绝对值代表过度投资 ($over$), 负残差的绝对值代表投资不足 ($under$)。

2. 解释变量：品牌竞争力

品牌竞争力数据来源于中国上市公司年报的核心竞争力段落, 在该段落中, 企业通常会从品牌知名度、美誉度、市场认可度和品牌所获荣誉等角度阐述报告期内企业在品牌构建方面所具备的优势。参考孙昌玲等的研究^②, 本文通过文本分析及手工搜集的方式获取品牌竞争力数据。如图 2 所示, 自 2012 年证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式 (2012 年修订)》, 规定上市公司应披露报告期内核心竞争力的相关信息以来, 披露品牌竞争力的上市公司呈现出逐年增加的趋势, 至 2021 年约有 2 500 家上市公司对企业拥有的品牌竞争力进行披露。

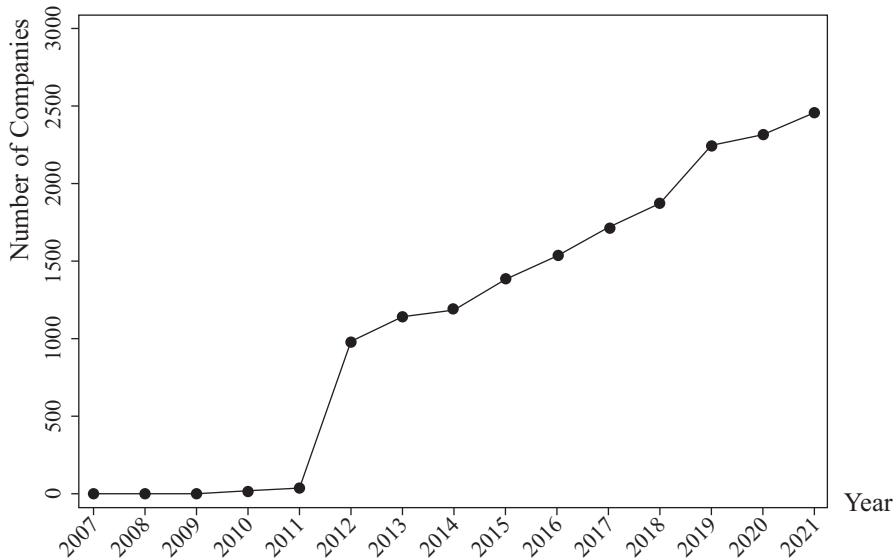


图 2 拥有品牌竞争力企业数量的逐年变化

^① S. Richardson. "Over-investment of Free Cash Flow". *Review of Accounting Studies*, 2006, 11 (2): 159 - 189; 陈运森、黄健峤:《股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验》, 载《金融研究》, 2019 (8)。

^② 孙昌玲、王化成、王芑芑:《企业核心竞争力对供应链融资的影响: 资金支持还是占用?》, 载《中国软科学》, 2021 (6)。

本文将核心竞争力段落中提及品牌竞争力的次数取对数处理后,作为品牌竞争力的度量指标。这一处理方式主要基于以下两点考虑:首先,企业在核心竞争力段落中所陈述的品牌竞争力内容代表的是报告期内企业现已形成的品牌竞争力,而非对未来品牌竞争力构建的展望,因而我们预期提及品牌竞争力的次数越多,越能够反映企业是从不同维度、全面而丰富地展现企业拥有的品牌优势。其次,为了进一步验证该度量方式的合理性,在本文构建品牌竞争力指标的过程中,人工阅读了大量上市公司年报,发现提及品牌竞争力次数越多的企业,其对品牌竞争力的阐述往往越多维,不仅会从品牌影响力、所获荣誉称号等定性角度进行披露,还可能会提供品牌排名、品牌价值等定量信息,这进一步为本文使用“提及次数”作为品牌竞争力的度量方式提供了支撑。

在稳健性检验中,本文也以“企业是否拥有品牌竞争力”(brand1)这一虚拟变量和相应段落“提及品牌竞争力的次数/核心竞争力段落总词数”(brand2)这一相对指标分别替代核心自变量进行检验,实证结果依然与基准回归结果一致。

3. 控制变量

参照现有文献,本文还控制了其他可能影响投资效率的变量,包括企业规模(size)、资产负债率(lev)、总资产报酬率(ROA)、公司年龄(age)、成长能力(growth)、现金持有水平(cflow)、产权性质(soe)、第一大股东持股比例(top1)、两职合一(dual)、董事会规模(board)、独立董事比例(indep)、管理层薪酬水平(msalary)、机构投资者持股比例(insti)、管理层持股比例(mhold)和销售费用率(sale_expense)。

四、实证分析

(一) 描述性统计^①

本文相关变量的描述性统计结果显示,企业非效率投资(inefficiency)的均值为0.04,标准差为0.05,表明企业之间存在明显的差异;从非效率投资的分样本来看,过度投资的样本有9379个,投资不足的样本有15730个,均值分别为0.05和0.03。品牌竞争力(brand)的均值为0.80,标准差为0.65,其他控制变量与已有文献计算结果基本一致,不再赘述。

(二) 差异性检验

本文按照企业品牌竞争力(brand)的高低将样本划分为两组,并对两组进行了均值差异检验。表1列示了各主要变量差异性检验的结果。从非效率投资(inefficiency)来看,品牌竞争力弱的组均值为0.041,品牌竞争力强的组均值为0.037,差值为0.004,在1%的水平上显著;从过度投资(over)来看,品牌竞争力弱的组均值为0.055,品牌竞争力强的组均值为0.051,差值为0.004,在1%的水平上显著;从投资不足(under)来看,品牌竞争力弱的组均值为0.031,品牌竞争力强的组均值为0.029,差值为0.002,在1%的水平上显著。均值差异检验的结果表明,品牌竞争力强的公司,投资效率显著高于品牌竞争力弱的公司,与假说基本一致。

表1 差异性检验

变量	品牌竞争力弱		品牌竞争力强		均值检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
inefficiency	12 555	0.041	12 554	0.037	0.004***
over	4 803	0.055	4 576	0.051	0.004***
under	7 752	0.031	7 978	0.029	0.003***

注:***代表估计系数在1%的显著性水平上显著。

① 描述性统计结果因篇幅限制未列示, 备索。

(三) 主回归分析

本文首先将企业非效率投资 (*inefficiency*) 与品牌竞争力 (*brand*) 进行了单变量的线性分析, 如表 2 第 (1) 列所示; 进一步地, 在第 (2) 列中加入一系列控制变量, 同时控制了行业和年度固定效应。在第 (3)~(6) 列中, 采用同样的处理方式对过度投资 (*over*) 和投资不足 (*under*) 子样本进行了检验。研究发现: 加入控制变量和行业年份固定效应后, 在全样本和投资不足子样本中, 品牌竞争力与企业非效率投资在 1% 的水平上呈显著负相关关系, 在过度投资子样本中, 品牌竞争力与企业非效率投资在 10% 的水平上呈显著负相关关系, 即品牌竞争力对企业的非效率投资有显著的抑制作用, 且相比之下对投资不足的抑制作用似乎更为明显。

表 2 品牌竞争力与投资效率

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>brand</i>	-0.003*** (-4.292)	-0.002*** (-4.118)	-0.003** (-2.036)	-0.002* (-1.802)	-0.002*** (-5.592)	-0.001*** (-3.882)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年份固定效应	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是	否	是
常数项	0.041*** (45.056)	0.049*** (4.979)	0.056*** (25.650)	0.101*** (5.113)	0.032*** (72.413)	-0.004 (-0.424)
样本量	25 109	25 109	9 379	9 378	15 730	15 729
R^2	0.002	0.431	0.001	0.524	0.004	0.079

注: ***, **, * 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著, 以下各表同。

(四) 内生性检验^①

1. 倾向得分匹配法

为避免样本选择偏差对研究结论带来的影响, 本文进行了倾向得分匹配, 具体做法为: 以企业品牌竞争力 (*brand*) 的均值为临界点, 将全样本划分为品牌竞争力高和低两组, 然后以前文控制变量为协变量, 进行了 1:1 最邻近匹配, 再利用匹配后的样本检验品牌竞争力对企业投资效率的影响。

平衡性检验的结果显示, 处理组和对照组的均值差异绝对值均不超过 5%, 除极个别变量 (*top1* 和 *board*) 外, *t* 检验的 *P* 统计量均大于 10%, 表明处理组企业与对照组企业之间的差异在可接受范围内, 匹配效果较好。匹配后的品牌竞争力 (*brand*) 系数仍然显著为负, 即企业品牌竞争力与非效率投资呈显著负相关关系, 表明剔除样本选择性偏误的潜在影响因素后, 本文的检验结果依然稳健。

2. 安慰剂检验

为确保“企业品牌竞争力的提高可以促进投资效率提升”这一结论确实是由品牌竞争力所引起的, 排除其他未知因素带来的干扰, 本文借鉴王彪华等^②的研究, 进行了安慰剂检验。具体操作方式如下: 首先, 在所有样本中随机生成品牌竞争力 (*brand*) 这一变量取值范围内的虚拟自变量 (*placebo_brand*), 然后将其带入式 (1) 中进行回归检验, 将上述过程重复 500 次, 保留回归系数和标准误并计算 *t* 值, 最后画出 *t* 值的核密度分布图。

对比前文品牌竞争力与非效率投资 (*inefficiency*)、过度投资 (*over*) 和投资不足 (*under*) 的主回归结果中得到的 *t* 值 (-4.12、-1.80、-3.88), 安慰剂检验的结果显示, 在进行了随机

^① 实证结果因篇幅限制未列示, 备案。

^② 王彪华、唐凯桃、陈凯歌:《签字审计师超额配置与分析师关注》, 载《中国软科学》, 2021 (11)。

处理后,品牌竞争力 (*placebo_brand*) 与非效率投资的大部分 t 值都落在 $[-0.5, 0.5]$ 区间内,表明在这 500 次抽样中,品牌竞争力对非效率投资都没有显著影响。安慰剂检验进一步验证了本文实证结果的可靠性。

3. 控制个体固定效应

为了排除公司的个体差异对实证结果的干扰,本文采用固定效应模型控制不随时间变化但随个体变化的因素以解决遗漏变量问题。在控制了公司层面固定效应后,本文对式 (1) 重新进行回归,回归结果表明,本文的检验结果依然稳健。

4. 工具变量法

投资效率更高的企业可能会具有更大的优势去进行品牌建设,因此其品牌竞争力可能更强。为保证研究结论的稳健性,本文采用两阶段最小二乘法进一步解决可能存在的内生性问题。已有文献表明,异质性的社会组织可能为企业提供更多样化的合作机会^①,而企业与社会组织之间的有效互动将进一步助力形成探索社会创新、社会责任、企业公益等的平台与路径^②。在这一过程中,企业将有更多机会彰显社会责任和传播企业形象,因而本文预期这可能与企业品牌竞争力的提升存在一定相关性。与此同时,社会组织本身并不会对企业投资效率带来直接影响。基于此,本文从 CNRDS 数据库中获取了各样本企业所在省份的社会组织数量 (*social_organization*),取对数处理后作为本文的工具变量进行内生性检验。回归结果表明,品牌竞争力与企业非效率投资均呈显著负相关关系,即企业品牌竞争力的提高会显著促进投资效率的提升。采用工具变量法检验后,本文研究结论依旧稳健。

(五) 稳健性检验^③

1. 替换解释变量度量指标

首先,为了更加直观地体现企业品牌竞争力“有”和“无”的差异,本文以“企业是否拥有品牌竞争力” (*brand1*) 作为替代变量,若年报核心竞争力段落中提及品牌竞争力,则赋值为 1,否则为 0;其次,由于核心竞争力段落长度不同,对于提及品牌竞争力次数相同的企业,二者虽然在绝对数量上是相同的,但是相对数量上存在差别。因此,本文还以“提及品牌竞争力的次数/核心竞争力段落总词数” (*brand2*) 这一相对指标作为替代变量。将上述变量代入式 (1) 进行回归,检验结果进一步支持了本文的结论。

2. 替换被解释变量度量指标

本文参考 Biddle 等^④的研究,使用式 (3) 回归所得的残差来衡量企业的投资效率, *inefficiency* 的定义与前文一致, *growth* 为营业收入增长率。若回归所得残差大于 0,表示过度投资,小于 0 则表示投资不足。同前文的处理一致,本文对回归所得残差取绝对值处理,估计的残差绝对值越大,表明非效率投资水平越高。回归结果表明本文的假说依然成立。

$$inefficiency_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 growth_{i,t-1} + industry + year + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

3. 更换样本期间

由于自 2012 年 9 月,证监会才发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2

① Y. L. Zhang, et al. "Dare to Be Different? Conformity Versus Differentiation in Corporate Social Activities of Chinese Firms and Market Responses". *Academy of Management Journal*, 2020, 63 (3): 717-742.

② 杨丽、赵小平、游斐:《社会组织参与社会治理:理论、问题与政策选择》,载《北京师范大学学报》,2015 (6)。

③ 实证结果因篇幅限制未列示,备索。

④ G. C. Biddle, et al. "How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?". *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48 (2): 112-131.

号——年度报告的内容与格式（2012年修订）》，规定上市公司应在公司年度报告正文第四节董事会报告的第四部分“核心竞争力分析”中披露报告期内核心竞争力的相关信息，因此在本文的样本中，2007年至2011年品牌竞争力数据存在较多的缺失值。在稳健性检验中，本文将样本区间更换为2012—2021年后重新对式（1）进行回归，在新的样本期间内，品牌竞争力（*brand*）的系数仍显著为负，回归结果依然可靠。

4. 解释变量滞后一期

本文将自变量和控制变量进行滞后一期处理后，对式（1）重新进行了回归。由回归结果可知，滞后一期的品牌竞争力（ $brand_{t-1}$ ）系数仍显著为负，本文的回归结果依然稳健。

五、机制检验

（一）“声誉约束”机制

如前所述，声誉机制是品牌竞争力对企业投资效率产生影响的重要机制之一，它既可以约束经理人的机会主义行为，缓解第一类代理问题，还可以防范控股股东的掏空行为，缓解第二类代理问题，它们均有助于企业投资效率的提升。基于上述分析，本文预期当经理人的机会主义行为和控股股东的掏空行为所带来的委托代理问题更严重时，品牌竞争力对企业投资效率的影响应更显著。

为检验这一机制，本文首先参考戚聿东等^①的研究，使用管理费用率（*managefee*）来衡量第一类代理问题，并按照行业年份中位数分组，高于行业年份中位数时取1，代表第一类代理问题较为严重，否则取0。其次，多数研究认为，异常关联交易是控股股东掏空行为的重要工具^②，因此本文借鉴 Jian & Wong^③的做法，采用式（4）回归所得残差来度量异常关联交易，并按照行业年份中位数分组，高于行业年份中位数时取1，代表第二类代理问题较为严重，否则取0。

$$RPTsum_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 size_{i,t} + \beta_2 lev_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + industry + year + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中，被解释变量为企业关联交易总额（*RPTsum*），解释变量为企业规模（*size*）、资产负债率（*lev*）、市值账面比（*MB*）及行业和年份固定效应。该模型回归所得残差即为异常关联交易（*abRPT*）。

机制检验的结果如表3所示，第（1）列和第（2）列是对第一类代理问题的检验，第（3）列和第（4）列是对第二类代理问题的检验。由检验结果可以发现，在两类代理问题更为严重的组中，品牌竞争力对企业非效率投资的抑制作用更为明显，即品牌竞争力确实通过约束经理人的机会主义行为和控股股东的掏空行为，提升了企业的投资效率。

表3 机制检验——代理问题

变量	因变量： <i>inefficiency</i>			
	第一类代理问题		第二类代理问题	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>high-managefee</i>	<i>low-managefee</i>	<i>high-abRPT</i>	<i>low-abRPT</i>
<i>brand</i>	-0.003*** (-3.881)	-0.001 (-1.343)	-0.003*** (-4.152)	-0.000 (-0.368)

① 戚聿东、孙昌玲、王化成：《企业核心竞争力能够降低权益资本成本吗——基于文本分析的经验证据》，载《会计研究》，2021（8）。

② 张洪辉、章琳一、张蕊：《内部控制与关联交易：基于效率促进观和掏空观分析》，载《审计研究》，2016（5）；K. Wang, and X. Xiao. “Controlling Shareholders’ Tunneling and Executive Compensation: Evidence from China”. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2011, 30（1）: 89 - 100.

③ M. Jian, and T. J. Wong. “Propping Through Related Party Transactions”. *Review of Accounting Studies*, 2008, 15（1）: 70 - 105.

续前表

变量	因变量: <i>inefficiency</i>			
	第一类代理问题		第二类代理问题	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>high-managefee</i>	<i>low-managefee</i>	<i>high-abRPT</i>	<i>low-abRPT</i>
组间系数差异	-0.002*** (21.820)		-0.003*** (30.900)	
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
常数项	0.071*** (4.942)	0.020* (1.650)	0.057*** (3.609)	-0.030** (-2.139)
样本量	12 497	12 612	12 345	12 461
R^2	0.398	0.478	0.394	0.488

(二) “信息获取”机制

如前所述, 管理层预测也是影响企业投资效率的因素之一。品牌竞争力强的企业由于拥有较好的内部制度规范以及更高的市场地位和话语权, 有助于管理层更及时、准确和充分地掌握与投资项项目相关的内外部信息, 提高管理层预测准确度, 进而有助于企业投资效率的提升。基于上述分析, 本文预期在管理层预测准确度更低的样本中, 品牌竞争力对企业投资效率的影响应更为显著。

为检验这一机制, 本文借鉴 Goodman 等及赵慧等的研究^①, 使用管理层业绩预告准确度作为管理层预测准确度的度量指标。具体构建过程为: 首先, 计算业绩预告中估计的净利润和企业实际净利润差值的绝对值。对于点预测, 以盈利预测值与实际值的差除以盈利预测值后的绝对值表示; 对于区间预测, 以盈利预测区间的中值与实际值的差除以盈利预测区间的中值后的绝对值表示。考虑到部分上市公司在部分年度未发布盈余预测报告, 本文针对该情况使用计算出的最新一次盈余预测准确度代替当年盈余预测准确度的缺失值, 以尽可能保证样本的全面性。然后, 将上一步计算出的结果取过去三年的移动平均, 并按照行业年份中位数分组, 高于行业年份中位数时取 1, 代表管理层预测准确度较高, 否则取 0。最终, 我们得到管理层预测准确度 (*accuracy*)。

机制检验的结果如表 4 所示, 由检验结果可以发现, 在管理层预测准确度更低的组中, 品牌竞争力对企业非效率投资的抑制作用更为明显, 即品牌竞争力确实通过提高管理层预测能力, 提升了企业的投资效率。

表 4 机制检验——管理层预测

变量	因变量: <i>inefficiency</i>	
	(1)	(2)
	<i>high-accuracy</i>	<i>low-accuracy</i>
<i>brand</i>	-0.001 (-1.121)	-0.003*** (-3.299)
组间系数差异	0.002** (3.120)	
控制变量	是	是
年份固定效应	是	是

^① T. H. Goodman, et al. “Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions”. *The Accounting Review*, 2014, 89 (1): 331-365; 赵慧、宋婕、张俊民: 《管理层预测能力促进了企业 R&D 投资吗? ——基于 A 股上市公司的经验证据》, 载《证券市场导报》, 2018 (4)。

续前表

变量	因变量： <i>inefficiency</i>	
	(1)	(2)
	<i>high-accuracy</i>	<i>low-accuracy</i>
行业固定效应	是	是
常数项	0.083*** (5.028)	0.052*** (2.901)
样本量	7 865	7 937
R^2	0.372	0.376

六、进一步分析

(一) 异质性分析

1. 市场竞争程度的影响

品牌竞争力对企业投资效率的影响可能受到外部因素的调节，如市场竞争的激烈程度。在市场竞争程度较为激烈时，企业处于一个供大于求的买方市场，此时构建和提升品牌竞争力对企业的生存与发展显得尤为重要。拥有较强品牌竞争力的企业可以在激烈的竞争中掌握更高的市场话语权，提高自身议价能力，获得可持续发展优势，在此基础上，企业对相关市场信息的获取和搜集也会更加充分和准确，有助于提高企业投资效率。而当市场竞争程度较弱时，企业处于一个供不应求的卖方市场，此时品牌竞争力的建设显得无足轻重，无论是否具备品牌竞争力，企业都能在市场上生存下去。基于此，本文预期在市场竞争程度更激烈时，品牌竞争力对企业投资效率的影响应更为显著。

参考已有研究^①，本文使用行业勒纳指数来度量市场竞争程度，并且按照行业年度中位数划分为两组，当小于行业年度中位数时取 1，代表企业所处的市场竞争程度较高，否则取 0。回归结果如表 5 第 (1) 列和第 (2) 列所示，可知，在市场竞争程度更激烈的组中，品牌竞争力对企业投资效率的影响更加显著。

2. 管理层认知的影响

根据高层梯队理论，管理层的个人特质会影响其战略选择，进而对企业发展目标、行为和结果等产生影响。^② 管理层短视主义作为一种有关时间认知的管理层特质，是指管理者在做出决策时更关注短期可以获得的利益，而不是企业未来的长远发展。^③ 作为企业战略的重要组成部分，品牌竞争力的建设是一个长期且系统性的过程，只有当管理层拥有高瞻远瞩的决策视域，充分关注企业未来发展，才能够在企业成长的过程中逐渐构建起品牌竞争力，并且更愿意对资本支出、研发支出等关系着企业长远发展和可持续竞争优势的领域进行长期投资。基于上述分析，本文预期在管理层具有长期主义特质时，品牌竞争力对企业投资效率的影响应更为显著。

借鉴胡楠等^④的做法，本文利用 A 股上市公司年报的 MD&A 信息、通过文本分析和机器学习

① 孙昌玲、王化成、高升好：《核心竞争力能够提升企业业绩吗？——基于文本分析的经验证据》，载《东南大学学报》（哲学社会科学版），2021（6）。

② D. C. Hambrick, and P. A. Mason. "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers". *Academy of Management Review*, 1984, 9: 193 - 206.

③ K. J. Laverty. "Economic 'Short-Termism': The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research". *Academy of Management Review*, 1996, 21: 825 - 860.

④ 胡楠、薛付婧、王昊楠：《管理者短视主义影响企业长期投资吗？——基于文本分析和机器学习》，载《管理世界》，2021（5）。

方法构建管理者短视主义指标，检验了管理层认知对品牌竞争力和投资效率关系的调节作用。具体做法为：按照“管理层短视词频占比”的行业年度中位数将样本划分为两组，低于行业年度中位数取 1，表明管理层相对而言更加具有长期主义特质，否则取 0。回归结果如表 5 第 (3) 列和第 (4) 列所示，可知，在管理层认知水平更高，即管理层更具长期主义特质的组中，品牌竞争力对企业投资效率的影响更加显著。

表 5 异质性分析

变量	因变量: <i>inefficiency</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>high-compete</i>	<i>low-compete</i>	<i>long-termism</i>	<i>short-termism</i>
<i>brand</i>	-0.002*** (-3.830)	-0.002 (-1.481)	-0.002*** (-2.938)	-0.002* (-1.937)
组间系数差异	-0.000*** (48.020)		-0.001** (3.140)	
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
常数项	0.044*** (4.044)	0.052** (2.406)	0.045*** (3.735)	0.053*** (3.597)
样本量	19 078	6 031	14 568	10 408
R ²	0.303	0.628	0.420	0.449

(二) 品牌竞争力拥有时长的影响

考虑到品牌竞争力对投资效率的作用也可能受到企业拥有品牌竞争力时长的影响，拥有品牌竞争力的时间越长，其市场声誉、制度建设、品牌延伸成功率和市场占有率等往往也越高，对企业非效率投资的改善作用可能会更明显。因此，本文构建了企业拥有品牌竞争力时长的指标 *brand_time*，若企业第一年拥有品牌竞争力则取 1，第二年取 2，依次类推，此后第 N 年不再拥有品牌竞争力则为 0。

图 3 展示了品牌竞争力拥有时长的公司数量分布，横轴代表企业拥有品牌竞争力的最长年数，纵轴代表企业数量。可以看到，有将近 500 家上市公司在整个样本期间都不具有品牌竞争力，其余

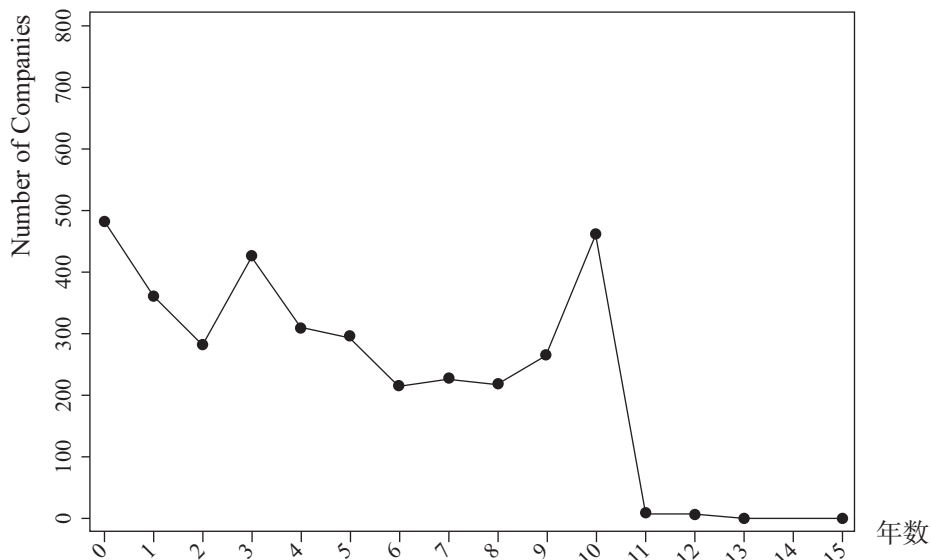


图 3 品牌竞争力拥有时长的公司数量分布

上市公司的品牌竞争力拥有时长大致均匀地分布在 [1, 10] 这一年数区间内，仅有极少数上市公司的品牌竞争力拥有时长达到 10 年以上。将品牌竞争力拥有时长指标 (*brand_time*) 进行对数化处理带入式 (1) 进行检验，在全样本和子样本的检验结果中，回归系数均显著为负，表明企业拥有品牌竞争力的时间越长，其对企业投资效率的改善确实会越显著。

表 6 品牌竞争力拥有时长的影响

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>brand_time</i>	-0.002*** (-4.329)	-0.002** (-2.437)	-0.001*** (-2.600)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
常数项	0.046*** (4.734)	0.098*** (4.951)	-0.005 (-0.644)
样本量	25 109	9 378	15 729
R^2	0.431	0.524	0.079

(三) 考虑品牌竞争力背后的内源支撑因素^①

考虑到品牌的建立可能由优质的产品、丰富的资源、积极的企业文化和先进的生产工艺等一系列内源因素所支撑，明确品牌竞争力的增量价值是本文应当考虑的问题。因此，本文利用文本分析的方法，从上市公司年度报告的核心竞争力段落中，提取了一系列可以反映品牌竞争力背后的内源支撑因素的变量，包括质量优势 (*quality*)、管理优势 (*manage*)、产品优势 (*product*)、成本优势 (*cost*)、资源优势 (*resource*)、文化优势 (*culture*)、经营模式优势 (*mode*) 和生产工艺优势 (*technique*)。图 4 显示了上述变量各年份的披露情况。

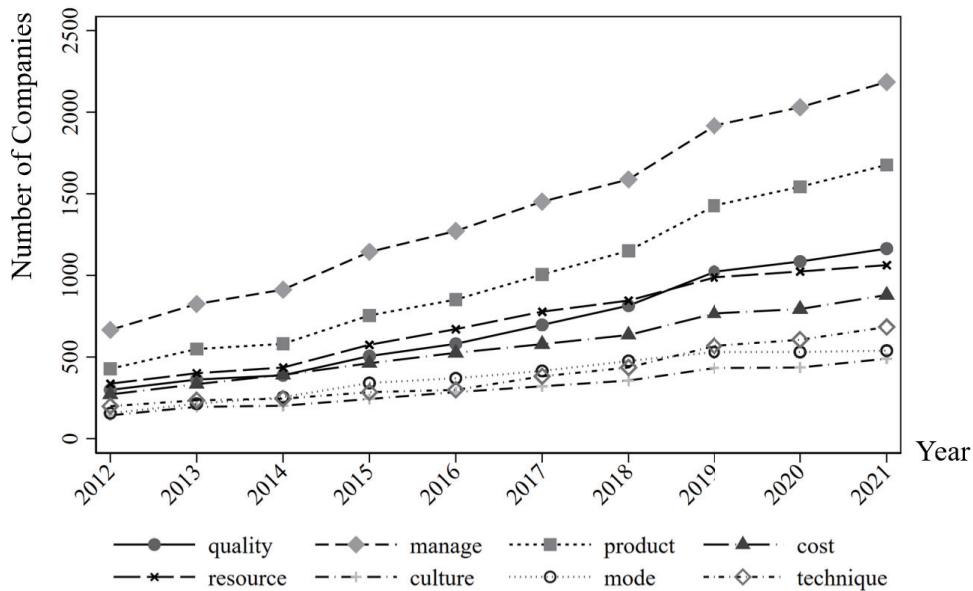


图 4 上市公司对各内源因素的逐年披露情况

① 实证结果因篇幅限制未列示，备案。

将上述变量同时加入式(1)进行控制,观察品牌竞争力的系数是否依然显著。回归结果表明,在新增一系列控制变量后,除了在全样本和过度投资子样本中文化优势(*culture*)在10%和5%的水平上显著为负、投资不足子样本中管理优势(*manage*)在5%的水平上显著为负外,其余变量均不显著,而品牌竞争力与企业投资效率依然呈显著的负相关关系,分别在1%、5%和1%的水平上显著,表明在将品牌竞争力与其他内源支撑因素进行剥离后,其对投资效率的改善依然存在增量价值。

(四) 品牌竞争力与全要素生产率

企业高质量发展是实现经济高质量发展的关键,而企业全要素生产率是企业高质量发展的重要支撑。^①前文的检验结果已经表明,品牌竞争力可以显著提高企业投资效率,那么进一步地,这种效应是否会带来企业全要素生产率的显著提升?本文构建如下式(5)对该问题进行了实证检验。

$$TFP_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 brand_{i,t} + \beta_2 inefficiency_{i,t} + \beta_3 brand \times inefficiency_{i,t} + \Sigma Control_{i,t} + industry + year + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

式中,*TFP*表示企业全要素生产率,借鉴黄勃等^②的做法,本文使用OP方法计算*TFP*。*brand*×*inefficiency*表示品牌竞争力和投资效率的交乘项。若 β_3 的系数为负,则代表品牌竞争力所带来的企业投资效率的改善,能够进一步提升企业的全要素生产率。检验结果显示,交乘项的系数分别在5%和10%的水平上显著为负,回归结果符合预期,表明企业品牌竞争力确实通过降低非效率投资水平,进而对推动企业高质量发展产生了积极作用。

表7 品牌竞争力与全要素生产率

变量	TFP	
	(1)	(2)
<i>brand</i>	0.086*** (4.901)	0.045*** (2.754)
<i>inefficiency</i>	-0.232 (-0.772)	-0.722*** (-2.991)
<i>inefficiency * brand</i>	-0.562**	-0.427* (-1.939)
控制变量	是	是
年份固定效应	否	是
行业固定效应	否	是
常数项	-4.016*** (-14.453)	-3.278*** (-12.316)
样本量	25 109	9 378
R^2	0.431	0.524

七、结论与启示

品牌是高质量发展的重要象征,是企业核心竞争力的关键构成要素,随着经济全球化的深入发展和科技创新步伐的加快,如何有效发挥品牌竞争力在提高决策水平、实现业务增长及提升经营绩效等方面的作用,进而有力助推企业高质量发展,已成为企业经营与财务管理领域的重要话题。基于2007—2021年中国A股上市公司的数据,本文利用文本分析法构建了企业品牌竞争力的度量指

① 刘志彪、凌永辉:《结构转换、全要素生产率与高质量发展》,载《管理世界》,2020(7)。

② 等:《数字技术创新与中国企业高质量发展——来自企业数字专利的证据》,载《经济研究》,2023(3)。

标，实证检验了品牌竞争力对企业投资效率的影响。研究发现，品牌竞争力与企业非效率投资呈显著负相关关系，并且与过度投资和投资不足也均呈显著负相关。机制检验表明，品牌竞争力通过缓解委托代理问题、提高管理层预测准确度，进而影响了企业的投资效率。进一步研究发现，在市场竞争程度更激烈、管理层认知水平更高（即管理层更加长期主义）、拥有品牌竞争力时间更长的组中，品牌竞争力对企业投资效率的影响更加显著；同时，品牌竞争力还可以显著提升企业全要素生产率，对企业高质量发展产生积极影响。

本文的研究意义体现在理论贡献与实践启示两个方面。在理论贡献方面，本文以中国 A 股上市公司年报为基础，采用文本分析法构造了企业品牌竞争力的度量指标，实证检验了品牌竞争力对企业投资效率的影响，这不仅丰富了品牌竞争力经济后果和投资效率影响因素的相关文献，而且为后续品牌竞争力话题的实证研究提供了有益借鉴，拓展了管理学与财务学交叉学科的研究视野。在实践启示方面：首先，对于企业而言，除了从公司治理的角度约束管理层和控股股东的机会主义行为外，还应重视品牌声誉建设，提高品牌竞争力，进而缓解委托代理问题。同时，尽管构建品牌竞争力需要大量的投入，但实证检验表明企业品牌竞争力的提升有助于提高投资效率，在实现高质量发展的进程中发挥着重要作用，因此企业应重视品牌竞争力的建设，尤其是对经济贡献举足轻重的中小企业，应集中资源打造企业品牌，挖掘企业差异性价值，逐步建立起企业品牌竞争力。其次，对于企业的利益相关者而言，其对企业投资效率的考量，不应仅仅停留在传统的公司治理、内部控制、信息披露等因素上，还可以从品牌竞争力的角度审视企业投资效率。最后，对于政府及相关部门而言，应加强对企业品牌建设的引导。推动企业高质量发展是实现经济由高速增长向高质量发展转变的重要环节，实施国家品牌战略不仅可以提升中国企业的国际竞争力，还可以提升企业投资效率、促进企业良性发展。

Brand Competence and High-quality Development of Enterprises: Based on the Perspective of Investment Efficiency

WANG Huacheng¹, ZHANG Jie¹, ZHANG Chaomin¹, SUN Changling²

(1. Business School, Renmin University of China; 2. Business School, Beijing Normal University)

Abstract: Brand competence is an important symbol of high-quality development of enterprises, and is one of the key elements for enterprises to seek long-term development and growth. Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2007 to 2021, this paper uses text analysis to construct a measurement index for enterprise brand competence, and empirically tests the impact of brand competence on corporate investment efficiency. This study finds a significant positive correlation between brand competence and corporate investment efficiency. The mechanism test shows that brand competence can solve the problem of inefficient investment by reputation constraint mechanism and information acquisition mechanism. Further research finds that brand competence has a more significant impact on the investment efficiency when the market competition is more intense, the management cognition level is higher, and the brand competence has been owned for a longer time. Also, brand competence can significantly improve the total factor productivity of enterprises, and have a positive impact on the high-quality development. The research conclusion has certain inspiration and guiding significance for enterprises to build brand competence and accelerate the realization of high-quality development.

Key words: Brand competence; Investment efficiency; Reputational constraints; Information acquisition; High-quality development

附录

(一) 变量定义与描述性统计

表 1 变量定义

变量类别	变量名称	变量标识	变量说明
被解释变量	非效率投资	<i>inefficiency</i>	式 (1) 回归残差的绝对值
		<i>over</i>	式 (1) 回归正残差的绝对值
		<i>under</i>	式 (1) 回归负残差的绝对值
解释变量	品牌竞争力	<i>brand</i>	ln (品牌竞争力提及次数+1)
控制变量	企业规模	<i>size</i>	上市公司总资产的自然对数
	资产负债率	<i>lev</i>	负债总额/资产总额
	总资产报酬率	<i>roa</i>	税后利润/平均总资产
	公司年龄	<i>age</i>	ln (公司上市年龄+1)
	成长能力	<i>growth</i>	营业收入增长率
	现金持有水平	<i>cflow</i>	期末现金及现金等价物余额/总资产
	产权性质	<i>soe</i>	国有企业取 1, 非国有企业取 0
	第一大股东持股比例	<i>top1</i>	第一大股东持股数量/企业发行总股数
	两职合一	<i>dual</i>	董事长和总经理两职兼任取 1, 否则为 0
	董事会规模	<i>board</i>	ln (企业董事会人数)
	独立董事比例	<i>indep</i>	企业独立董事人数/董事会总人数
	管理层薪酬水平	<i>msalary</i>	ln (董监高薪酬前三名总额)
	机构投资者持股比例	<i>insti</i>	机构持股数量/企业发行总股数
	管理层持股比例	<i>mhold</i>	管理层持股数量/企业发行总股数
	销售费用率	<i>sale_expense</i>	销售费用/营业收入

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>inefficiency</i>	25 109	0.040	0.050	0.030	0.000	0.310
<i>over</i>	9 379	0.050	0.070	0.030	0.000	0.340
<i>under</i>	15 730	0.030	0.020	0.030	0.000	0.120
<i>brand</i>	25 109	0.800	0.650	0.690	0.000	2.080
<i>size</i>	25 109	22.320	1.280	22.150	19.830	26.150
<i>lev</i>	25 109	0.440	0.210	0.440	0.050	0.930
<i>roa</i>	25 109	0.030	0.070	0.030	-0.330	0.200
<i>age</i>	25 109	2.330	0.660	2.400	1.100	3.330
<i>growth</i>	25 109	0.400	1.050	0.140	-0.710	7.250
<i>cflow</i>	25 109	0.050	0.070	0.050	-0.160	0.240
<i>soe</i>	25 109	0.350	0.480	0	0	1
<i>top1</i>	25 109	0.337	0.147	0.313	0.088	0.743
<i>dual</i>	25 109	0.270	0.440	0	0	1
<i>board</i>	25 109	2.130	0.190	2.200	1.610	2.640

续前表

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>indep</i>	25 109	0.370	0.050	0.330	0.330	0.570
<i>msalary</i>	25 109	14.580	0.690	14.540	12.980	16.550
<i>insti</i>	25 109	0.372	0.264	0.394	0.000	0.896
<i>mhold</i>	25 109	0.099	0.170	0.001	0.000	0.676
<i>sale_expense</i>	25 109	0.070	0.090	0.040	0.000	0.490

表 3 倾向得分匹配样本的平衡性检验

变量	变量均值		均值对比	t 检验
	处理组	对照组	差异 (%)	P 统计量
<i>size</i>	22.296	22.279	1.4	0.268
<i>lev</i>	0.440	0.441	-0.7	0.597
<i>roa</i>	0.032	0.031	1.2	0.361
<i>age</i>	2.295	2.286	1.3	0.318
<i>growth</i>	0.364	0.370	-0.6	0.601
<i>cflow</i>	0.048	0.047	1.0	0.438
<i>soe</i>	0.313	0.304	1.9	0.113
<i>top1</i>	0.335	0.330	3.3	0.008
<i>dual</i>	0.291	0.296	-1.2	0.360
<i>board</i>	2.117	2.113	2.5	0.052
<i>indep</i>	0.376	0.376	-0.4	0.767
<i>msalary</i>	14.639	14.641	-0.3	0.837
<i>insti</i>	0.347	0.343	1.5	0.246
<i>mhold</i>	0.104	0.106	-0.8	0.536
<i>ope_rate</i>	0.082	0.080	1.7	0.218

表 4 内生性检验——倾向得分匹配法

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>brand</i>	-0.002*** (-4.11)	-0.002* (-1.83)	-0.001*** (-3.90)
<i>size</i>	-0.000 (-0.92)	-0.001* (-1.86)	0.002*** (5.00)
<i>lev</i>	0.004* (1.86)	0.018*** (4.32)	-0.013*** (-6.91)
<i>roa</i>	-0.003 (-0.55)	0.024** (2.32)	-0.031*** (-7.38)
<i>age</i>	-0.005*** (-7.94)	-0.006*** (-4.59)	-0.006*** (-11.37)
<i>growth</i>	0.001** (2.51)	0.002*** (3.30)	-0.000 (-0.93)
<i>cflow</i>	0.011** (2.29)	0.020** (2.11)	0.011*** (2.97)
<i>soe</i>	-0.002*** (-2.73)	-0.006*** (-3.66)	0.001* (1.73)
<i>top1</i>	-0.000 (-0.21)	-0.000 (-1.56)	0.000*** (2.61)

续前表

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>dual</i>	0.001** (2.19)	0.003** (2.17)	-0.000 (-0.88)
<i>board</i>	0.000 (0.22)	-0.001 (-0.31)	0.002 (1.34)
<i>indep</i>	0.020*** (3.02)	0.006 (0.48)	0.022*** (4.32)
<i>msalary</i>	-0.000 (-0.12)	-0.001 (-0.66)	-0.000 (-0.34)
<i>insti</i>	0.000*** (4.47)	0.000*** (2.66)	0.000*** (3.18)
<i>mhold</i>	-0.000 (-0.41)	0.000 (0.88)	-0.000*** (-2.99)
<i>sale_expense</i>	0.000 (0.02)	-0.009 (-1.16)	0.004 (1.42)
常数项	0.049*** (4.97)	0.101*** (5.08)	-0.003 (-0.41)
样本量	25 101	9 364	15 720
R ²	0.431	0.524	0.080
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 5 内生性检验——个体固定效应

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>brand</i>	-0.002** (-2.10)	-0.002 (-1.31)	-0.001** (-2.03)
<i>size</i>	-0.001 (-0.79)	0.007*** (3.23)	-0.004*** (-7.45)
<i>lev</i>	0.014*** (3.64)	0.028*** (3.59)	-0.006*** (-3.21)
<i>roa</i>	0.027*** (4.54)	0.056*** (4.61)	-0.008** (-2.53)
<i>age</i>	-0.008*** (-4.02)	-0.024*** (-5.19)	0.000 (0.13)
<i>growth</i>	0.001*** (2.66)	0.002*** (2.86)	-0.000** (-2.00)
<i>cflow</i>	-0.009* (-1.83)	-0.013 (-1.16)	-0.001 (-0.33)
<i>soe</i>	—	—	—
<i>top1</i>	0.000 (0.53)	0.000 (1.06)	0.000 (0.66)
<i>dual</i>	0.001 (1.00)	0.003 (1.44)	-0.001* (-1.68)
<i>board</i>	-0.005* (-1.68)	-0.008 (-0.97)	-0.001 (-0.77)
<i>indep</i>	-0.001 (-0.09)	-0.022 (-0.92)	0.013** (2.10)
<i>msalary</i>	-0.000 (-0.27)	-0.001 (-0.28)	0.000 (0.64)

续前表

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>insti</i>	0.000 (0.63)	0.000 (0.67)	-0.000 (-0.16)
<i>mhold</i>	0.000 (1.10)	0.000 (0.07)	0.000 (0.35)
<i>sale_expense</i>	0.009 (0.99)	0.001 (0.06)	0.008 (1.48)
常数项	0.070*** (2.84)	-0.058 (-1.13)	0.108*** (8.76)
样本量	24 830	8 663	15 293
R ²	0.576	0.716	0.432
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 6 内生性检验——工具变量法

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>IV</i>	0.540*** (17.65)		0.509*** (14.91)		0.559*** (15.41)	
<i>brand</i>		-0.009*** (-3.49)		-0.009* (-1.67)		-0.008*** (-3.85)
<i>size</i>	-0.002 (-0.23)	-0.000 (-0.25)	0.025*** (3.17)	-0.001 (-0.95)	-0.016 (-1.54)	0.002*** (4.50)
<i>lev</i>	0.140*** (2.88)	0.005** (2.13)	0.061 (1.47)	0.016*** (4.88)	0.195*** (3.54)	-0.012*** (-6.22)
<i>roa</i>	0.303*** (3.43)	0.002 (0.46)	0.281** (2.45)	0.027*** (3.01)	0.341*** (3.30)	-0.026*** (-6.33)
<i>age</i>	-0.040*** (-2.60)	-0.005*** (-8.49)	-0.049*** (-4.05)	-0.006*** (-6.23)	-0.030* (-1.70)	-0.006*** (-11.10)
<i>growth</i>	-0.014** (-2.53)	0.001** (2.10)	-0.008 (-1.36)	0.002*** (4.82)	-0.019** (-2.50)	-0.000** (-2.14)
<i>cflow</i>	0.203** (2.40)	0.011** (2.29)	0.176* (1.67)	0.017** (2.02)	0.216** (2.15)	0.012*** (3.28)
<i>soe</i>	0.000 (0.00)	-0.002** (-2.43)	0.054*** (3.11)	-0.005*** (-3.75)	-0.034 (-1.25)	0.001 (1.27)
<i>top1</i>	0.002** (2.59)	0.000 (1.01)	0.002*** (4.55)	-0.000 (-0.94)	0.001* (1.70)	0.000*** (3.57)
<i>dual</i>	0.005 (0.28)	0.002** (2.21)	0.011 (0.77)	0.003** (2.54)	0.002 (0.09)	-0.000 (-0.79)
<i>board</i>	0.004 (0.08)	0.001 (0.52)	0.044 (1.01)	-0.000 (-0.06)	-0.018 (-0.31)	0.002 (1.29)
<i>indep</i>	-0.049 (-0.28)	0.020*** (3.00)	0.166 (1.10)	0.007 (0.62)	-0.143 (-0.74)	0.022*** (4.05)
<i>msalary</i>	0.002 (0.17)	-0.000 (-0.74)	-0.012 (-1.00)	-0.001 (-1.40)	0.008** (0.51)	-0.000 (-0.26)
<i>insti</i>	-0.001*** (-5.20)	0.000*** (2.99)	-0.002*** (-4.86)	0.000** (2.51)	-0.001*** (-3.74)	0.000 (1.21)
<i>mhold</i>	-0.001 (-1.21)	-0.000 (-0.76)	0.000 (-0.13)	0.000 (1.32)	-0.001 (-1.62)	-0.000*** (-3.63)
<i>sale_expense</i>	0.808*** (7.95)	0.006 (1.31)	0.849*** (10.96)	-0.003 (-0.35)	0.794*** (7.04)	0.009*** (2.58)
常数项	-4.387*** (-13.37)	0.054*** (5.33)	-4.659*** (-13.52)	0.087*** (5.22)	-4.275*** (-11.12)	0.011 (1.34)

续前表

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
样本量	25 109	25 109	9 379	9 379	15 730	15 730
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R ²	0.111	0.421	0.115	0.520	0.116	0.046
F 值	54.66		19.11		149.21	

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 7 稳健性检验——替换解释变量

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>brand1</i>	-0.002*** (-3.35)		-0.002 (-1.40)		-0.002*** (-3.13)	
<i>brand2</i>		-0.005*** (-4.26)		-0.005** (-2.23)		-0.003*** (-3.44)
<i>size</i>	-0.000 (-0.93)	-0.000 (-0.99)	-0.002* (-1.90)	-0.002* (-1.91)	0.002*** (5.00)	0.002*** (4.94)
<i>lev</i>	0.004* (1.84)	0.004* (1.87)	0.018*** (4.32)	0.018*** (4.33)	-0.013*** (-6.91)	-0.013*** (-6.90)
<i>roa</i>	-0.003 (-0.58)	-0.003 (-0.56)	0.024** (2.28)	0.024** (2.31)	-0.031*** (-7.37)	-0.030*** (-7.36)
<i>age</i>	-0.005*** (-7.88)	-0.005*** (-7.85)	-0.006*** (-4.56)	-0.006*** (-4.56)	-0.006*** (-11.33)	-0.006*** (-11.30)
<i>growth</i>	0.001** (2.46)	0.001** (2.42)	0.002*** (3.27)	0.002*** (3.25)	-0.000 (-1.18)	-0.000 (-1.21)
<i>cflow</i>	0.011** (2.25)	0.011** (2.29)	0.020** (2.06)	0.020** (2.10)	0.011*** (2.91)	0.011*** (2.93)
<i>soe</i>	-0.002*** (-2.75)	-0.002*** (-2.70)	-0.006*** (-3.70)	-0.006*** (-3.65)	0.001* (1.71)	0.001* (1.75)
<i>top1</i>	-0.000 (-0.19)	-0.000 (-0.15)	-0.000 (-1.57)	-0.000 (-1.58)	0.000*** (2.64)	0.000*** (2.72)
<i>dual</i>	0.001** (2.21)	0.001** (2.16)	0.003** (2.15)	0.003** (2.14)	-0.000 (-0.85)	-0.000 (-0.92)
<i>board</i>	0.000 (0.19)	0.000 (0.20)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.34)	0.002 (1.33)	0.002 (1.35)
<i>indep</i>	0.020*** (3.00)	0.020*** (3.01)	0.006 (0.46)	0.006 (0.47)	0.023*** (4.33)	0.023*** (4.34)
<i>msalary</i>	-0.000 (-0.02)	-0.000 (-0.14)	-0.001 (-0.60)	-0.001 (-0.65)	-0.000 (-0.22)	-0.000 (-0.34)
<i>insti</i>	0.000*** (4.46)	0.000*** (4.41)	0.000*** (2.73)	0.000*** (2.70)	0.000*** (3.12)	0.000*** (3.06)
<i>mhold</i>	-0.000 (-0.44)	-0.000 (-0.45)	0.000 (0.93)	0.000 (0.94)	-0.000*** (-3.04)	-0.000*** (-3.07)
<i>sale_expense</i>	-0.000 (-0.05)	0.000 (0.02)	-0.009 (-1.28)	-0.009 (-1.21)	0.004 (1.37)	0.004 (1.40)
常数项	0.048*** (4.90)	0.049*** (5.01)	0.101*** (5.08)	0.102*** (5.15)	-0.004 (-0.51)	-0.004 (-0.42)
样本量	25 109	25 107	9 378	9 378	15 729	15 727
R ²	0.431	0.431	0.524	0.524	0.079	0.079
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 8 稳健性检验——替换被解释变量

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>brand</i>	-0.003*** (-4.08)	-0.002*** (-3.04)	-0.005*** (-2.63)	-0.002** (-1.99)	-0.002*** (-4.30)	-0.001* (-1.89)
<i>size</i>		-0.004*** (-7.99)		-0.003*** (-2.60)		-0.006*** (-9.66)
<i>lev</i>		0.022*** (7.47)		0.027*** (4.70)		0.016*** (4.96)
<i>roa</i>		-0.013 (-1.47)		0.015 (1.14)		-0.038*** (-3.67)
<i>age</i>		-0.001 (-1.03)		-0.006*** (-3.98)		0.006*** (10.35)
<i>growth</i>		0.000 (1.04)		0.003*** (3.26)		-0.001** (-2.01)
<i>cflow</i>		0.010 (1.37)		0.026** (2.04)		-0.002 (-0.19)
<i>soe</i>		-0.002* (-1.65)		-0.007*** (-3.26)		0.002* (1.73)
<i>top1</i>		-0.000 (-0.16)		-0.000 (-1.43)		0.000*** (3.33)
<i>dual</i>		0.002** (2.38)		0.004** (2.40)		-0.000 (-0.30)
<i>board</i>		-0.001 (-0.41)		-0.001 (-0.12)		0.001 (0.49)
<i>indep</i>		0.013* (1.82)		0.010 (0.65)		0.015*** (2.63)
<i>msalary</i>		-0.001 (-1.25)		-0.000 (-0.10)		-0.002*** (-4.63)
<i>insti</i>		0.000** (2.54)		0.000** (2.48)		-0.000 (-0.43)
<i>mhold</i>		-0.000* (-1.66)		-0.000 (-0.00)		-0.000*** (-6.16)
<i>sale_expense</i>		-0.007 (-1.59)		-0.016* (-1.86)		-0.002 (-0.52)
常数项	0.045*** (46.54)	0.138*** (11.19)	0.065*** (27.32)	0.118*** (4.77)	0.035*** (57.14)	0.158*** (13.63)
样本量	25 109	25 109	8 640	8 639	16 469	16 468
R ²	0.001	0.371	0.002	0.464	0.002	0.123
年份固定效应	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是	否	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 9 稳健性检验——更换样本期间

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>brand</i>	-0.003*** (-4.22)	-0.002*** (-4.01)	-0.003** (-1.96)	-0.002* (-1.67)	-0.002*** (-5.57)	-0.001*** (-3.86)
<i>size</i>		-0.000 (-0.98)		-0.002* (-1.90)		0.002*** (4.92)
<i>lev</i>		0.004* (1.85)		0.018*** (4.30)		-0.013*** (-6.86)
<i>roa</i>		-0.003 (-0.53)		0.024** (2.31)		-0.030*** (-7.33)

续前表

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>age</i>		-0.005*** (-7.96)		-0.006*** (-4.65)		-0.006*** (-11.34)
<i>growth</i>		0.001** (2.37)		0.002*** (3.20)		-0.000 (-1.27)
<i>cflow</i>		0.011** (2.28)		0.020** (2.08)		0.011*** (2.92)
<i>soe</i>		-0.002*** (-2.66)		-0.006*** (-3.59)		0.001* (1.75)
<i>top1</i>		-0.000 (-0.21)		-0.000 (-1.62)		0.000*** (2.68)
<i>dual</i>		0.001** (2.16)		0.003** (2.11)		-0.000 (-0.88)
<i>board</i>		0.000 (0.16)		-0.002 (-0.40)		0.002 (1.35)
<i>indep</i>		0.020*** (3.00)		0.006 (0.43)		0.023*** (4.35)
<i>msalary</i>		-0.000 (-0.09)		-0.001 (-0.64)		-0.000 (-0.26)
<i>insti</i>		0.000*** (4.42)		0.000*** (2.76)		0.000*** (3.03)
<i>mhold</i>		-0.000 (-0.50)		0.000 (0.92)		-0.000*** (-3.06)
<i>sale_expense</i>		0.000 (0.10)		-0.009 (-1.17)		0.005 (1.51)
常数项	0.041*** (44.75)	0.049*** (5.01)	0.056*** (25.38)	0.103*** (5.15)	0.032*** (72.25)	-0.003 (-0.41)
样本量	25 004	25 004	9 320	9 319	15 684	15 683
R ²	0.002	0.430	0.001	0.523	0.004	0.079
年份固定效应	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是	否	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 10 稳健性检验——解释变量滞后一期

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>L.brand</i>	-0.003*** (-4.62)	-0.002*** (-4.52)	-0.004** (-2.23)	-0.002* (-1.73)	-0.002*** (-5.07)	-0.002*** (-4.08)
<i>L.size</i>		-0.002*** (-3.48)		-0.005*** (-5.89)		0.002*** (5.72)
<i>L.lev</i>		0.002 (0.96)		0.002 (0.35)		-0.006*** (-3.21)
<i>L.roa</i>		-0.013** (-2.46)		0.004 (0.42)		-0.026*** (-6.78)
<i>L.age</i>		-0.004*** (-5.27)		-0.002 (-1.63)		-0.006*** (-11.77)
<i>L.growth</i>		0.000 (0.57)		0.001* (1.70)		-0.000 (-0.39)
<i>L.cflow</i>		0.023*** (4.72)		0.025** (2.36)		0.027*** (7.55)
<i>L.soe</i>		-0.003*** (-3.02)		-0.006*** (-3.55)		0.001 (1.05)

续前表

变量	<i>inefficiency</i>		<i>over</i>		<i>under</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>L. top1</i>		-0.000 (-0.06)		-0.000 (-0.72)		0.000* (1.92)
<i>L. dual</i>		0.002** (2.08)		0.003** (2.21)		-0.001 (-1.17)
<i>L. board</i>		0.002 (1.07)		0.002 (0.53)		0.002 (1.28)
<i>L. indep</i>		0.026*** (3.86)		0.018 (1.25)		0.023*** (4.20)
<i>L. msalary</i>		-0.000 (-0.85)		0.000 (0.16)		-0.001*** (-2.63)
<i>L. insti</i>		0.000*** (5.92)		0.000*** (4.75)		0.000** (2.26)
<i>L. mhold</i>		0.000 (0.92)		0.000** (1.97)		-0.000*** (-2.71)
<i>L. sale_expense</i>		-0.001 (-0.12)		-0.018** (-2.11)		0.007** (2.21)
常数项	0.040*** (43.81)	0.068*** (6.39)	0.054*** (24.59)	0.150*** (6.81)	0.031*** (69.20)	0.001 (0.07)
样本量	21 093	21 092	7 657	7 657	13 436	13 435
R ²	0.002	0.428	0.001	0.527	0.004	0.082
年份固定效应	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是	否	是

注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著。

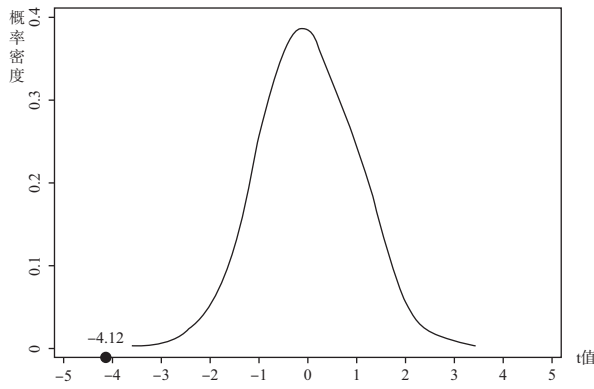
表 11 控制更多内源影响因素

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>brand</i>	-0.002*** (-4.13)	-0.002** (-2.07)	-0.001*** (-3.00)
<i>quality</i>	-0.000 (-0.37)	-0.000 (-0.13)	-0.000 (-1.54)
<i>manage</i>	-0.000 (-1.34)	-0.000 (-0.15)	-0.000** (-2.32)
<i>product</i>	0.000 (0.96)	0.001 (1.47)	-0.000 (-1.40)
<i>cost</i>	0.001* (1.95)	0.001 (1.23)	0.000 (1.15)
<i>resource</i>	0.001 (1.63)	0.002** (2.18)	-0.000 (-0.18)
<i>culture</i>	-0.001* (-1.86)	-0.002** (-2.05)	-0.000 (-0.70)
<i>mode</i>	0.000 (0.68)	0.001 (0.96)	-0.001 (-1.61)
<i>technique</i>	0.001 (1.21)	0.001 (0.47)	0.000 (0.89)
<i>size</i>	-0.000 (-1.08)	-0.002** (-2.11)	0.002*** (4.98)
<i>lev</i>	0.004* (1.82)	0.018*** (4.31)	-0.013*** (-6.94)
<i>roa</i>	-0.003 (-0.52)	0.024** (2.27)	-0.030*** (-7.25)

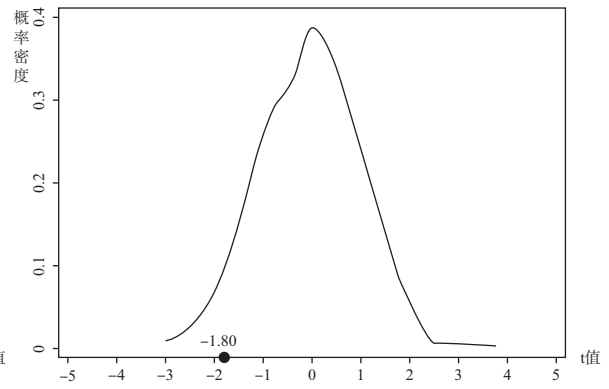
续前表

变量	<i>inefficiency</i>	<i>over</i>	<i>under</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>age</i>	-0.005*** (-7.68)	-0.005*** (-4.27)	-0.006***S (-11.66)
<i>growth</i>	0.001** (2.42)	0.002*** (3.21)	-0.000 (-1.27)
<i>cflow</i>	0.011** (2.25)	0.020** (2.07)	0.011*** (2.94)
<i>soe</i>	-0.002*** (-2.59)	-0.006*** (-3.48)	0.001 (1.60)
<i>top1</i>	-0.000 (-0.19)	-0.000 (-1.54)	0.000*** (2.62)
<i>dual</i>	0.001** (2.15)	0.003** (2.14)	-0.000 (-0.88)
<i>board</i>	0.000 (0.24)	-0.001 (-0.30)	0.002 (1.41)
<i>indep</i>	0.020*** (3.03)	0.006 (0.45)	0.023*** (4.40)
<i>msalary</i>	0.000 (0.02)	-0.001 (-0.53)	-0.000 (-0.20)
<i>insti</i>	0.000*** (4.49)	0.000*** (2.65)	0.000*** (3.19)
<i>mhold</i>	-0.000 (-0.42)	0.000 (0.91)	-0.000*** (-3.02)
<i>sale_expense</i>	0.001 (0.29)	-0.007 (-1.01)	0.004 (1.43)
常数项	0.048*** (4.88)	0.101*** (5.06)	-0.004 (-0.46)
样本量	25 109	9 378	15 729
R^2	0.432	0.525	0.081
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是

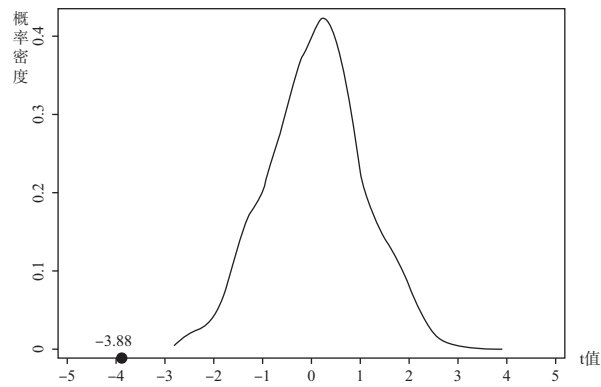
注：***、**、* 分别代表估计系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。



(a) 品牌竞争力与非效率投资 t 值核密度分布图



(b) 品牌竞争力与过度投资 t 值核密度分布图



(c) 品牌竞争力与投资不足 t 值核密度分布图

图 1 安慰剂检验