



上市公司 资本误配置多维度 监测体系研究

Study on the Multi-Dimensional Monitoring
System for Capital Misallocation of Listed Companies

朴哲范 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



上市公司 资本误配置多维度 监测体系研究

Study on the Multi-Dimensional Monitoring
System for Capital Misallocation of Listed Companies

朴哲范 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司资本误配置多维度监测体系研究/朴哲范著.
—北京: 经济科学出版社, 2017. 10

国家社科基金后期资助项目

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8624 - 6

I. ①上… II. ①朴… III. ①上市公司 - 资本经营 -
监测 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 271263 号

责任编辑: 李 雪

责任校对: 王肖楠

责任印制: 邱 天

上市公司资本误配置多维度监测体系研究

朴哲范 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: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 18 印张 280000 字

2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8624 - 6 定价: 58.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

国家社科基金后期资助项目 出版说明

后期资助项目是国家社科基金设立的一类重要项目，旨在鼓励广大社科研究者潜心治学，支持基础研究多出优秀成果。它是经过严格评审，从接近完成的科研成果中遴选立项的。为扩大后期资助项目的影响，更好地推动学术发展，促进成果转化，全国哲学社会科学规划办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学规划办公室

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和研究意义	1
一、研究背景	1
二、研究意义	10
第二节 国内外研究文献综述	11
一、上市公司资本误配置现象检验	11
二、上市公司财务活动领域实证	13
三、上市公司资本误配置影响因素	16
四、上市公司资本误配置监测方法	19
五、该领域未来发展趋势	20
第三节 研究方法和创新之处	21
一、研究方法	21
二、创新之处	22
第四节 研究思路和研究框架	23
一、研究思路	23
二、研究框架	23
第二章 上市公司资本误配置相关理论与度量方法	26
第一节 企业资本误配置相关理论	27
一、公司财务传统理论	27
二、融资效率理论 (financial efficiency theory)	28
三、期限匹配理论 (immunisation hypothesis theory)	30
四、配置效率理论 (allocation efficiency theory)	31
五、投资效率理论 (investment efficiency theory)	32
第二节 企业资本误配置度量方法	33
一、Wurgler 和 AOU 指标	33
二、全要素生产率的分解模型	39

三、基于动态视角投资绩效的配置效率度量方法	42
四、基于“非均衡 (Imbalance)”指标的资本误配置度量	46
五、基于尾均值一方差模型的最优资本配置模型	51
第三章 上市公司资本误配置类型和动态特征研究	54
第一节 非效率投资视角下资本误配置类型和动态特征	54
一、非效率投资度量模型	54
二、非效率投资特征与资本误配置类型	56
三、财务结构与非效率投资交叉相关性	66
第二节 资本结构视角下资本误配置类型和动态特征	71
一、目标资产负债率度量模型	71
二、目标资本结构偏离度类型与特征	73
第三节 资本运营视角下资本误配置类型和动态特征	80
一、度量模型	80
二、资本运营特征与误配置程度	83
第四章 上市公司财务活动中资本误配置形成机理	87
第一节 融资决策、动态投资对企业资产价值的影响	87
一、研究方法	87
二、实证分析	92
三、结论	100
第二节 企业增长与盈利能力相互影响——资本结构 变动视角	101
一、滞后影响研究	101
二、实证分析	108
三、结论	115
第三节 上市公司债务期限结构动态特征及影响因素	115
一、数据与研究方法	116
二、实证分析	121
三、结论	127
第五章 上市公司资本误配置影响因素研究	128
第一节 基于“非均衡”指标的资本配置效率影响因素	128
一、上市公司资本配置效率特征	128
二、非均衡资本配置效率的影响因素实证分析	134
三、小结	145
第二节 融资结构视角下非效率投资影响因素	145

一、融资结构和投资交叉相关性分析	145
二、非效率投资的影响因素实证分析	153
三、结论	161
第三节 上市公司资本误配置影响的微观因素	161
一、资本误配置度量模型与数据	162
二、实证研究设计	168
三、实证结果及分析	172
四、研究结论	181
第六章 上市公司资本误配置多维度影响因素及关联性	195
第一节 上市公司资本配置关联性理论和度量模型	195
一、上市公司资本配置关联性理论基础	195
二、上市公司资本配置关联性理论分析	197
三、关联性度量模型	198
第二节 “融资、资本运营和投资” 维度内容及影响因素	201
一、“融资” 维度内容及影响因素	201
二、“资本运营” 维度内容及影响因素	207
三、“投资” 维度内容及影响因素	208
第三节 多维度关联性实证分析	210
一、样本选择与数据来源	210
二、变量设置	212
三、关联性实证结果	215
第四节 本章小结	223
第七章 上市公司资本误配置多维度监测体系构建	225
第一节 上市公司资本误配置多维度监测指标体系框架	225
一、建立资本误配置监测指标体系遵循的基本原则	225
二、监测指标体系设计概要	226
三、资本误配置监测框架设计	227
第二节 上市公司资本误配置多维度监测方法	229
一、基于熵 (Entropy) 权的多层次模糊综合评价方法	229
二、基于全要素生产率 (TFP) 指标的监测方法	233
第三节 资本误配置多维度监测体系的实证检验	235
一、基于熵 (Entropy) 权的模糊综合评价研究	235
二、基于全要素生产率 (TFP) 监测方法的检验	245
第四节 本章小结	250

本章附录	252
第八章 结论	256
第一节 主要研究结论	256
一、上市公司资本误配置类型和动态特征研究结论	256
二、上市公司资本误配置形成机理实证研究结论	257
三、上市公司资本误配置影响因素研究结论	258
四、上市公司资本误配置多维度影响因素及关联性 研究结论	259
五、上市公司资本误配置多维度监测体系构建研究结论	259
第二节 上市公司资本误配置监测体系制度安排	260
一、上市公司资本误配置监测体系制度设计原则	260
二、上市公司资本误配置监测系统建设	261
第三节 研究的局限性和未来研究方向	261
一、研究的局限性	261
二、未来研究方向	262
参考文献	264
后记	278

第一章 导 论

中共十八届三中、四中全会提出经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府的作用。强化市场机制在资源配置中的决定作用、提高资本配置效率是促进我国实体经济发展的关键突破口。由于与政府之间存在的天然的密切联系，上市公司获得了更多的信贷、权益融资等，但债务不断提升、权益融资盲目性、资本运营低效性和投资低效益等，导致资本误配置（capital misallocation）。近年来，相关研究在资本误配置的影响因素及其对全要素生产率的影响等领域取得了突破性的进展，但却忽视了“融资、资本运营和投资”多维度下资本误配置形成机理及监测体系研究。基于此，本书以我国上市公司资本配置效率提升机制为目标，从“融资、资本运营和投资”视角，以理论论证、上市公司资本配置相关资料汇总、模型构建、实证分析等研究范式，围绕上市公司资本误配置形成机理、度量、影响因素和多维度关联性分析及监测体系构建等问题，对上市公司资本误配置多维度监测机制的理论与实践进行了深入研究。

第一节 研究背景和研究意义

一、研究背景

随着中国证券市场的发展，上市公司在国民经济中的地位日益重要（见图 1-1 和图 1-2）。截至 2016 年 6 月，上市公司达到 2970 多家（共有 18 个行业，其中制造业企业数量最多）（见图 1-3），总股本达到 53542.74 亿股，总市值达到 507824.59 亿元^①，2015 年成交量达 169725.76 亿股，成

① 数据来源为 Wind 数据库和同花顺数据库。

成交额达 2532968.38 亿元^①。

与非上市企业比较而言，我国上市公司融资渠道比较宽，资产质量比较高，企业制度比较健全，经营行为比较规范，很多已成为行业的领头羊。但上市公司融资、资本运营和投资领域几个问题值得我们关注。

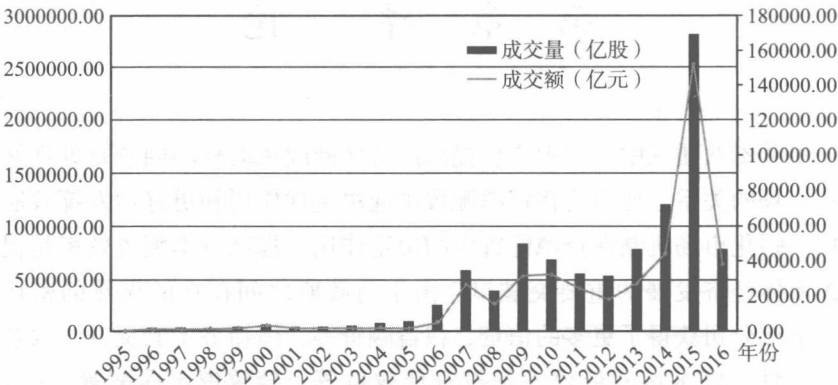


图 1-1 我国证券交易市场交易额与交易量趋势图 (1995 年 ~ 2016 年 6 月)

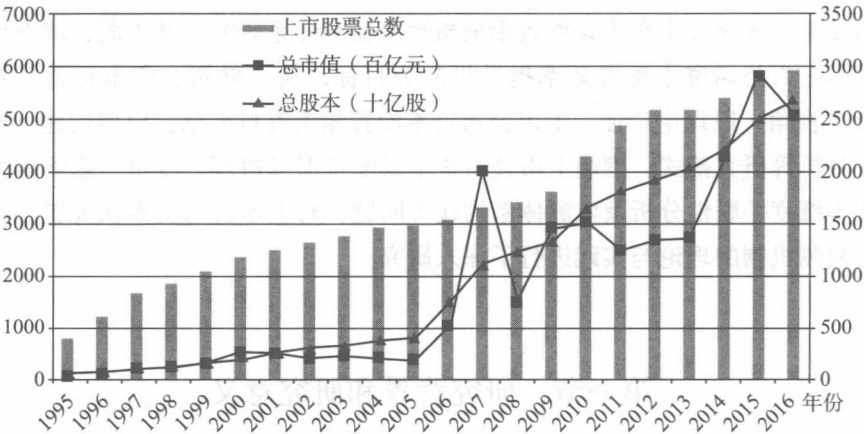


图 1-2 我国上市股票数、总市值和总股本趋势图 (1995 年 ~ 2016 年 6 月)

资料来源：Wind 数据库。

^① 2015 年 7 月至 2016 年 6 月间，股市大幅震荡的背景下，2016 年上半年成交量为 47371.52 亿股，成交额为 641727.24 亿元。

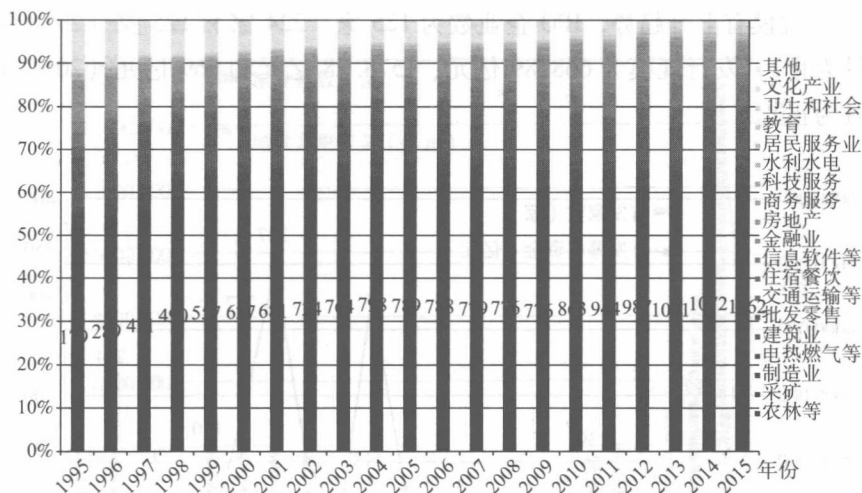


图 1-3 我国上市公司企业数按行业分布图 (1995 ~ 2015 年)

资料来源: Wind 数据库。

(1) 上市公司普遍偏好股权融资。从理论上来说, 内源融资的成本最低, 股权融资的成本最高, 债务融资的成本介于两者之间, 企业正常的融资方式选择顺序应该是内源融资、债务融资、股权融资即优序融资理论。然而众多研究发现, 我国上市公司具有强烈的股权融资偏好。究其原因, 其中很重要的一点是我国现阶段较低的股权融资成本和较少的股利分配^①。

(2) IPO (Initial Public Offerings)^② 制度不够完善^③, IPO 发行易受政策和发行时机的影响 (见图 1-4)。2005 年 1 月起, 实行询价制度以后, 2005 ~ 2007 年 IPO 企业数和发行规模大幅上升, 但受 2008 年金融危机和证券市场行情的影响^④, IPO 企业数和发行规模为 76 家和 1034.38 亿元。2013 年 IPO 企业数仅为 2 家, 发行规模为 0 亿元。2014 年起, IPO 企业数

① 一般而言, 发行股票的融资成本包括筹资费用、资金占用成本、负动力成本和信息不对称成本。

② 首次公开募股: 是指一家企业或公司 (股份有限公司) 第一次将它的股份向公众出售 (首次公开发行, 指股份公司首次向社会公众公开招股的发行方式)。

③ 以保护中小投资者合法权益为宗旨, 着力保护中小投资者的知情权、参与权、监督权、求偿权。调整新股配售机制, 更加尊重中小投资者申购意愿, 约束发行人定高价, 抑制投资者报高价, 遏制股票上市后“炒新”行为, 近几年进行了三次改革 (2009 年 5 月 22 日、2010 年 8 月 20 日和 2012 年 4 月 1 日)。2014 年 9 月 28 日, 《证券法》修改案中, 首次引入了注册制。

④ 2008 年 10 月 ~ 2014 年 11 月间, 我国股市一直低迷。上证指数 (000001) 在 1782 ~ 2682 点之间波动。2009 年曾经达到 3267 点。

和发行规模有上升趋势，IPO 企业数为 125 家、224 家和 125 家（2016 年 6 月为止），发行规模为 668.89 亿元、1578.28 亿元和 669 亿元（2016 年 6 月为止）。

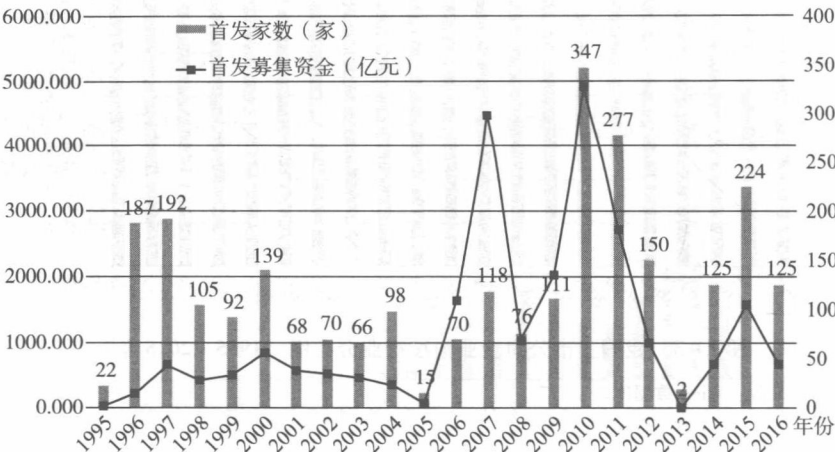


图 1-4 我国证券市场 IPO 企业数和募集资金 (1995 年 ~ 2016 年 6 月)

资料来源：利用 Wind 数据库，汇总整理。

(3) 上市公司融资方式选择带有很大的政策导向性。在证监会推出增发和可转债等融资方式之前，上市公司的再融资以配股为主，而由于推出了准入门槛相对较低的增发，上市公司纷纷转增发，但随着增发条件的提高和股市熊市的开始，上市公司的融资开始转向了可转债（见图 1-5）。2005 年之前，配股企业数和募集资金数额较大，成为再融资的主要手段，2005 年以后，增发企业数和募集资金数额较大，成为再融资的主要手段。但不论上市公司如何选择，其权益融资偏好并没有发生变化。

(4) 2008 年以来，国际金融危机给世界各国的最大教训是一味扩张需求不但不能解决经济增长问题，反而可能导致经济结构的失衡和负债式增长。IMF 数据显示，2005 ~ 2012 年，中国非金融部门（居民部门、非金融企业部门和政府部门）债务占 GDP 比率整体呈上升趋势，杠杆率由 139.3% 升至 176.3%，近两年又继续升至约 210%，上升了 60 多个百分点。根据标准普尔（Standard & Poor's）数据，2013 年底，中国非金融类公司的债务总额共有 12 万亿美元，为 GDP 的 120%。截至 2014 年底，中国非金融企业债务规模将为 13.8 万亿美元，超过美国的 13.7 万亿美元。2008 年金融危机后，我国上市公司债务规模也不断增加，值得注意的是，

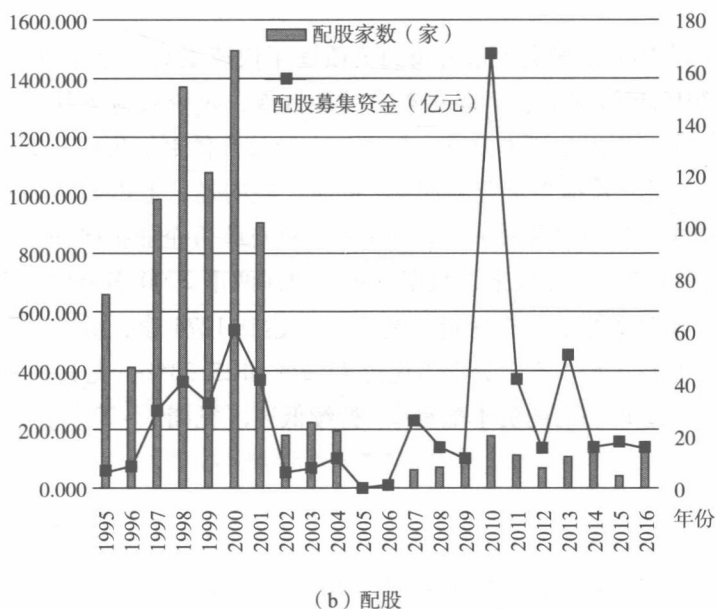
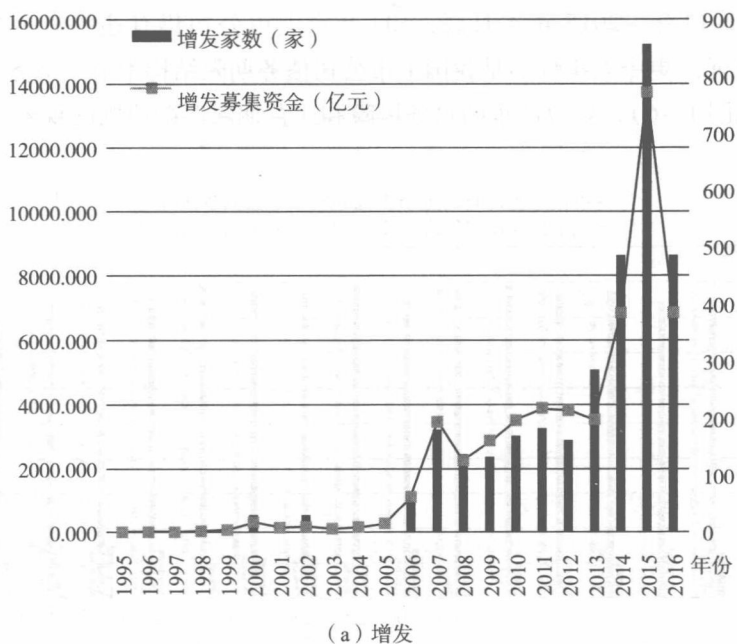


图 1-5 我国证券市场增发、配股企业数和募集资金 (1995 年~2016 年 6 月)

资料来源: 根据 Wind 数据库汇总整理。

2014 年上市公司披露的财务报表显示，560 多家企业债务累计高达 3 万多亿元，2014 年~2015 年 4 月底，100 余家上市公司仍有违约资金规模达 1226 亿元。更令人担忧的是我国上市公司债务期限结构中短期债务比重过大（见图 1-6），导致严重的财务风险和违背期限匹配原则的现象。

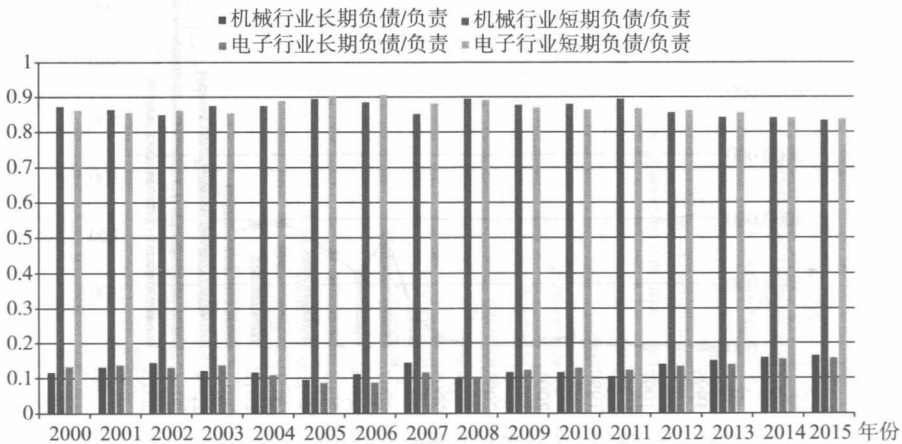


图 1-6 2000 ~ 2015 年机械和医药行业债务期限结构图

（5）中国非金融类上市公司的负债逐年快速走高，但是盈利在下滑，尤其是 2012 年盈利下滑至近年来的最低点，投资收益率甚至小于贷款利率。其主要原因是资本开支大幅增加，导致负债更加集中，更加剧了产能过剩^①，进一步拖累企业利润^②。更为严峻的是，上市公司加权投资回报率已经连续 4 个季度低于贷款利率——这意味着企业扩张往往意味着亏损，自 2014 年四季度以来，数据显示，沪深两市 2700 多家中，截至三季度净资产收益率低于一年期贷款利率公司达到 1274 家，低于一年期存款利率公司竟然达 684 家，分别占比近 47.2% 和 25.33%。尤其是 2010 年以后，制造业上市公司的资本配置率^③持续低迷（见图 1-7）。

① 由于部分行业终端需求对应的是基建、地产等投资性需求，所以相关产业的产能过剩问题就变得非常突出。在企业高负债和企业产能过剩对应的“造血能力不足”的情况下，投资收益率甚至小于贷款利率（意味着投资就是亏损）。

② 世界投资银行报告认为，近几年中国的工业企业盈利能力（利润销售收入）只有 5% ~ 6%，仅为全球平均利润水平的一半。

③ 沃格勒（2000）提出的直接测算资本配置效率的方法。沃格勒指标也是资本配置效率指标。该指标越大，表示投资增长对增加值的贡献越大，反之则越小。

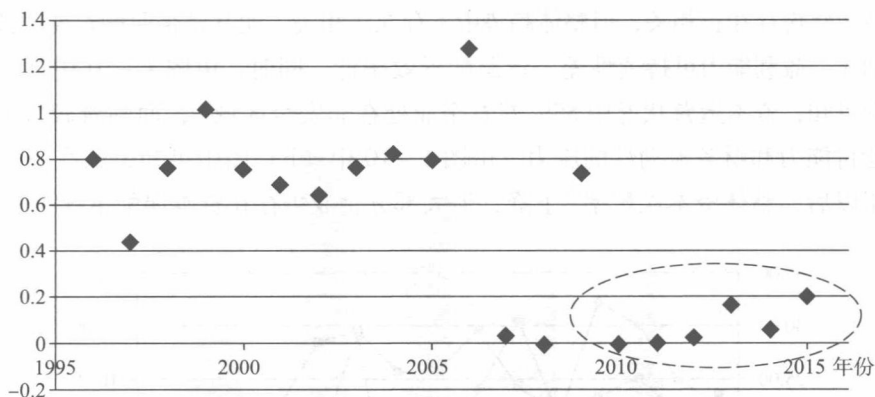


图 1-7 上市公司制造业沃格勒 (Wurgler) 指标 (1995 ~ 2015 年)

(6) 股权融资是我国上市公司普遍采用的融资方式, 但融资资金的投向一直是理论和实务界关注的问题。从上市公司每年平均投资趋势分析中发现 (见图 1-8), 除 2013 年和 2014 年外, 权益减少的上市公司平均投资额高于权益增加的上市公司。1995 ~ 2006 年间, 整个上市公司平均投资是处于增长趋势, 但 2007 年开始, 上市公司平均投资明显下降。

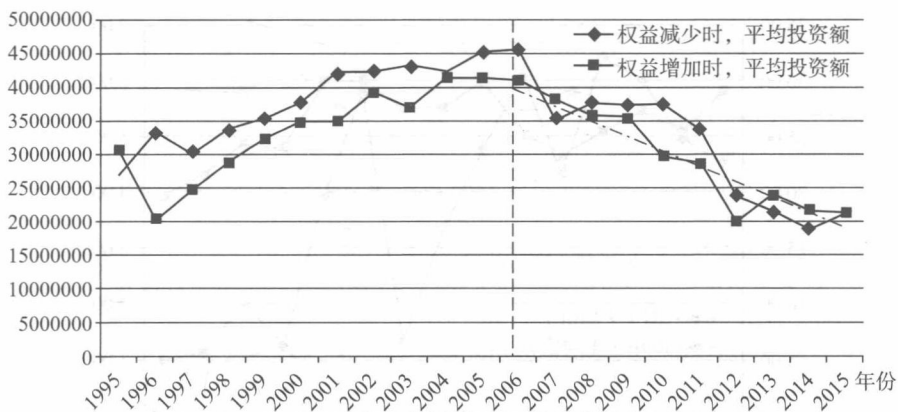


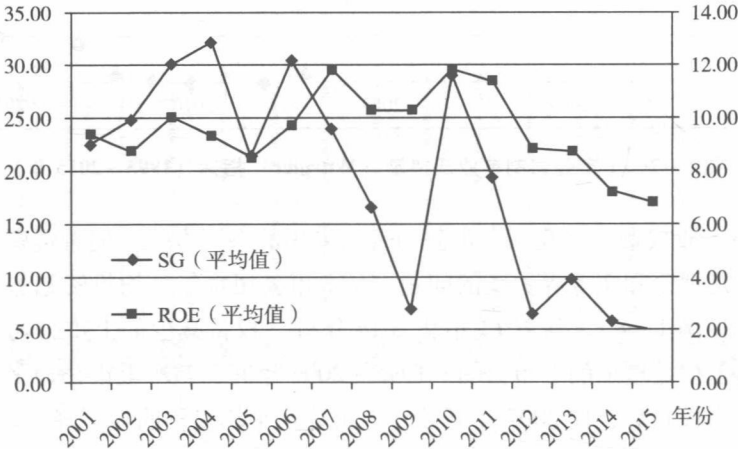
图 1-8 上市公司增长与盈利能力趋势图 (1995 ~ 2015 年)

(7) 500 多家上市公司制造业企业的增长能力 (Sales Growth, SG)^① 和盈利能力 (净资产收益率和资产收益率^②) 趋势分析中发现 (见图 1-9),

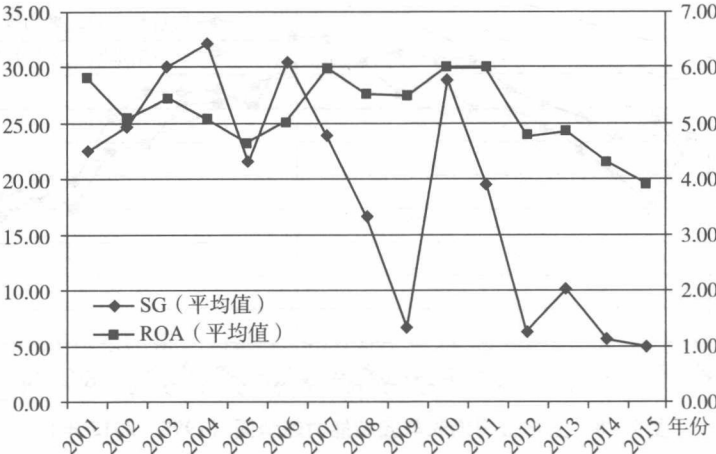
① 企业增长 (Sales Growth) 公式为: 企业增长 = (本年与前一年度净销售额差值) / 前一年度净销售额。

② 净资产收益率 (ROE, Rate of Return on Common Stockholders' Equity) 和资产收益率 (ROA, Return on Assets)。

特定年份存在正相关，但整体趋势中不存在正相关。尤其是企业增长能力波动大，盈利能力可持续性差，资源配置效率低。同时，由图 1-10 中 (a) 图可知，资本运营状况中 55% 左右企业处在非安全区域^①，面临着较大的偿付能力和财务流动性的压力。由图 1-10 中 (b) 图中可知，虽在 2009 年以后，整体资本误配率^②下降，但大部分企业仍存在资本误配情况^③。



(a)



(b)

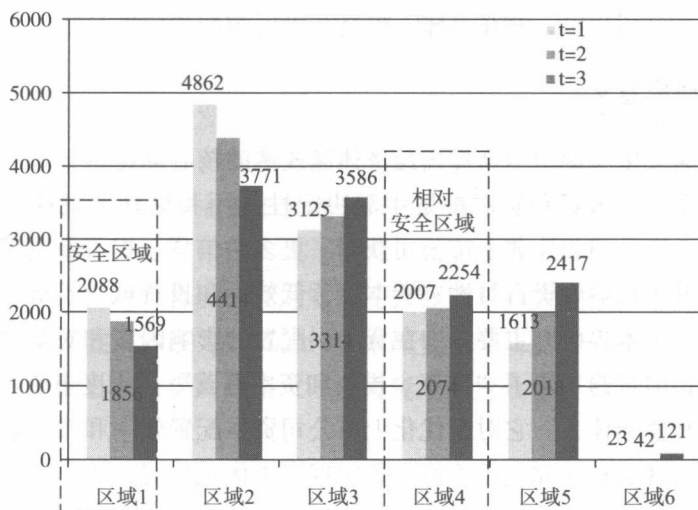
图 1-9 制造业上市公司增长与盈利能力趋势图 (2001 ~ 2015 年)

资料来源：Wind 数据库和同化顺数据库。

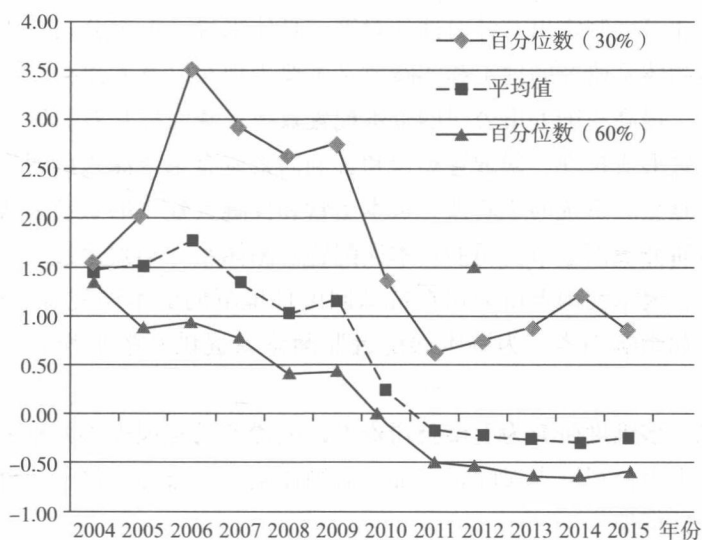
① 左图为偿付能力/流动性组合图，除了区域 1 和区域 4 外，都存在着资本运营风险。详见第三章第三节。

② 包括资本成本、财务信用级别和财务流动性。

③ 资本误配置率频数分布图发现，50% 以上企业是右偏分布。详见第五章第三节。



(a)



(b)

图 1-10 上市公司样本资本运营分布和误配置趋势图 (2004~2015 年)

要提升我国上市公司资源配置效率，一方面要靠技术的提升，另一方面要靠结构调整和要素的合理配置。其中，核心是提高资本配置效率。由于各种制度性障碍和要素价格扭曲的存在，资源的配置将不会是最优的。通过纠正扭曲，可以改进资源配置效率。因此，如果能够深入研究我国上市公司的资本误配置形成机理、误配置类型和影响因素，并在此基础上提出多维度监测体系，将有利于提高上市公司资本配置效率、提高风险防范