

江苏省上市公司资本配置效率及其影响因素的实证研究

许敏(教授) 郑垂勇(博士生导师)

(河海大学商学院 南京 210098)

【摘要】 本文对江苏省上市公司资本配置效率及其影响因素进行实证研究,并将江苏省上市公司与浙江省、上海市及整个长三角地区的上市公司进行比较研究,从而较全面地分析了江苏省上市公司的资本配置情况,同时在此基础上针对江苏省上市公司优化资本配置提出了几点建议。

【关键词】 上市公司 资本配置效率 影响因素

一、研究设计

1. 研究假设。本文提出以下研究假设:

假设一:企业的资本形成与企业的盈利能力呈正相关关系。

假设二:金融机构对企业的支持力度与企业的资本形成呈正相关关系。

假设三:企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资力度与企业资本形成呈正相关关系。

假设四:政府对企业的支持意愿与企业资本形成呈正相关关系。

2. 模型构建。本文基于以上假设构建的面板数据模型表示如下:

$$\ln(I_{i,c,t}/I_{i,c,t-1}) = \alpha_{i,c,t} + \eta_c \ln(V_{i,c,t}/V_{i,c,t-1}) + \beta_c \ln(D_{i,c,t}/D_{i,c,t-1}) + \gamma_c \ln(P_{i,c,t}/P_{i,c,t-1}) + \delta_c \ln(T_{i,c,t}/T_{i,c,t-1}) + \varepsilon_{i,c,t}$$

其中: I 为企业的资本存量; V 代表企业的盈利能力; D 反映金融机构对企业的支持力度; P 代表企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资力度; T 反映政府对企业的支持意愿;下标 i 表示企业;下标 c 表示地区;下标 t 表示时间;系数 η_c 、 β_c 、 γ_c 、 δ_c 分别反映某个地区的 V 、 D 、 P 、 T 的弹性值;截距项 $\alpha_{i,c,t}$ 综合

业而言,股东为了促使管理者提高经营业绩,就需要将管理者的利益与自己的利益协调一致。因此,市场竞争所造成的不同结果促使具有不同业绩的企业的高管薪酬制度选择不同。可以预计,由于我国企业将面临不断增大的国内外竞争压力,诸如股票、股票期权等更加“激进”的薪酬计划将会被普遍实施。这也就是说,市场力量在促使我国企业的高管薪酬制度不断地革新。

主要参考文献

- 张峥,孟晓静,刘力.A股上市公司的综合资本成本与投资回报——从内部报酬率的视角观察.经济研究,2004;8
- 夏立军,方秩强.政府控制、治理环境与公司价值——

反映了未进入模型的其他外生影响因素对企业资本配置的影响程度。

3. 指标选取。本文选取以下指标进行研究:①本文以“(年初固定资产净额+年末固定资产净额)/2”来衡量企业的资本形成情况。②本文选取利润总额来衡量企业的盈利能力。③本文选用负债合计数代表企业获得的贷款数额以衡量金融机构对企业的支持力度。④本文选取企业职工人数合计来衡量企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资力度。⑤本文以“(支付的各项税费总额-收到的税费返还总额)/资产总计”来反映企业单位资产对政府的贡献度,从而衡量政府对企业的支持意愿。

因此,根据指标的选取,当 η_c 、 β_c 、 γ_c 大于零, δ_c 小于零时,某地区上市公司的资本配置是有效率的;反之,某地区上市公司的资本配置是缺乏效率的。当 η_c 、 β_c 、 γ_c 、 δ_c 均等于零时,某地区上市公司的资本配置效率与企业成长性无关。为减小模型的偏度,以上各指标数据在引入模型时均加1再取自然对数。

4. 样本选择及数据来源。本文选取2003~2006年江苏省、浙江省与上海市的上市公司作为研究样本。通过对样本公司进行筛选,剔除利润总额与净利润小于零的公司(因为模型对

来自中国证券市场的经验证据.经济研究,2005;5

3. 苏启林,朱文.上市公司家族控制与企业价值.经济研究,2003;8

4. 汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市值.经济研究,2003;8

5. 徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析.经济研究,2003;2

6. 白重恩等.中国上市公司治理结构的实证研究.经济研究,2005;2

7. 亚当·斯密著.郭大力,王亚南译.国民财富的性质和原因的研究.北京:商务印书馆,1997

数的真数必须大于零,否则模型将没有意义),最终得到的样本公司个数为:江苏省的样本公司为63家,浙江省的样本公司为51家,上海市的样本公司为90家,共计204家。由于本文利用了增长率指标,所以分别构建了189组、153组、270组、612组面板数据进行分析。本文数据来自国泰安CSMAR数据库及江苏省、浙江省、上海市的统计年鉴和上市公司2003~2006年的年报。

二、实证检验

1. 江苏省、浙江省、上海市的上市公司的实证检验结果及比较分析。由于模型截面存在异方差现象,本文采用广义最小二乘法对江苏省、浙江省、上海市的上市公司的面板数据进行实证检验,结果见表1:

表1 江苏省、浙江省、上海市的上市公司的实证检验结果

	η_c	β_c	γ_c	δ_c	R^2
江苏省上市公司	0.017 101 *	0.013 411 *	0.208 632 *	-0.332 037 *	0.894 575
浙江省上市公司	0.031 662 *	0.038 778 *	0.097 166 *	-0.537 358 *	0.934 008
上海市上市公司	-0.020 695 *	0.188 185 *	0.001 240	0.051 592	0.726 553

注:*表示在10%的水平上显著。

我们对表1的实证检验结果进行分析可以发现:

(1)江苏省与浙江省上市公司的利润、负债、职工人数的系数为正,税收负担的系数为负。可见,不是所有的因素都对企业的资本形成有影响,这与本文提出的研究假设不完全一致,同时说明两地上市公司的资本配置从整体上看是有一定效率的。而上海市上市公司除利润的系数为负以外,负债、职工人数、税收负担的系数均为正,这与本文提出的研究假设不完全一致。可见,上海市的上市公司存在资本配置效率不高的现象。

(2)江苏省上市公司资本配置更多地依赖于企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资(非盈利性投资),表明江苏省上市公司进行自发性投资的冲动更大,存在一定的投资盲目性;而浙江省、上海市的上市公司在非盈利性投资方面比较理性。

(3)江苏省上市公司资本配置除依赖于非盈利性投资外,还依赖于企业的盈利能力。江苏省上市公司依赖于企业盈利能力形成的资本少于浙江省上市公司依赖于企业盈利能力形成的资本,但多于上海市上市公司依赖于企业盈利能力形成的资本。

(4)江苏省上市公司资本配置对于金融机构的依赖程度显著小于上海市与浙江省的上市公司。这表明长三角地区还存在一定的资本流动障碍。根据微观经济学的原理,只有各个地区的资本配置效率趋同时,才能实现投资收益的最大化。而当资本流动存在障碍时,各地区的系数之间出现差异,使得金融要素不能发挥最大作用,导致投资效率降低。上海市与浙江省的上市公司的资本形成受金融机构支持力度的影响更大,获得的金融支持也更多。

(5)江苏、浙江两省上市公司的资本配置受企业盈利能力与政府对企业的支持意愿这两个因素的影响的趋势一致。

2. 江苏省上市公司与整个长三角地区上市公司的实证检验结果及比较分析。我们同样运用变截距的固定效应模型对整个长三角地区上市公司的资本配置效率及其影响因素进行检验,检验结果见表2:

表2 江苏省上市公司与整个长三角地区上市公司的实证检验结果

	η_c	β_c	γ_c	δ_c	R^2
江苏省上市公司	0.017 101 *	0.013 411 *	0.208 632 *	-0.332 037 *	0.894 575
长三角地区上市公司	-0.210 190 *	0.125 562 *	0.049 130 *	-0.273 838 *	0.944 671

注:*表示在10%的水平上显著。

我们对表2的结果进行分析可以得出:

(1)长三角地区上市公司的资本配置效率及其影响因素检验模型的拟合度较江苏省上市公司的得到了明显提高,并且企业盈利能力、金融机构对企业的支持力度、企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资力度以及政府对企业的支持意愿对企业资本形成的影响都在10%的水平上显著。这表明以上四个因素对长三角地区上市公司资本配置的影响均十分显著。

(2)长三角地区上市公司的 η_c 为负值,这表明从整体上来看,长三角地区上市公司的固定资产投资与公司盈利能力负相关,即当公司盈利能力减弱时,其反而会考虑增加固定资产投资,这时更多的资金会流入成长性较差的公司。但是具体到江苏省上市公司,上市公司盈利能力对上市公司资本配置的影响却是正向的,即当公司盈利能力增强时,公司会增加固定资产投资,这时更多的资金会流入成长性较好的公司,这是江苏省上市公司的优势。

(3)长三角地区上市公司的 β_c 非常显著且大于江苏省上市公司的 β_c ,这表明在长三角地区,江苏省金融机构对企业的支持力度明显较小,江苏省金融机构对企业的支持不足。这是将江苏省上市公司与整个长三角地区上市公司进行比较分析的必要性所在。

(4)长三角地区上市公司的 γ_c 要小于江苏省上市公司的 γ_c ,这表明从整体上来看,长三角地区上市公司进行自发性投资的冲动较小,投资并不盲目。但是具体到江苏省上市公司,其固定资产投资受企业扣除盈利因素之后的其他自发性投资力度的影响较大,这表明江苏省上市公司存在一定的非理性投资冲动,这应当引起有关方面的足够重视。

(5)长三角地区上市公司的 δ_c 比江苏省上市公司的 δ_c 大,但都为负数。这表明长三角地区上市公司的资本形成与政府的支持意愿负相关,长三角地区的政府投资缺乏效率。

三、结论与建议

1. 结论。经过以上分析,本文得出以下结论:

(1)江苏省、浙江省与上海市的上市公司的 β_c 的差异表明长三角地区的资本流动存在一定的障碍,而这导致金融要素不能有效地发挥资本配置的作用。关于金融机构的支持力

度对企业资本形成的影响,上海市、浙江省、江苏省的上市公司呈现出逐次减弱的态势,上海市上市公司的资本形成更多地依赖于金融机构的支持,而江苏省与浙江省上市公司的资本形成在更大程度上依赖正规金融要素以外的因素,上市公司资本配置体现了更加多元化的特征。

此外,江苏省金融机构本身也存在一定的问题,如对企业贷款支持方面缺乏一定的效率,没有加大对高附加值、成长性好的企业的投资力度等,这也导致了江苏省上市公司资本配置受金融因素影响较小。

(2)不同地区的上市公司的资本形成对政府支持的依赖性是不同的。浙江省上市公司的资本形成对政府支持的依赖程度最小,其次是江苏省上市公司,而上海市上市公司的最大。江苏省上市公司的资本形成与政府的支持意愿负相关,表明江苏省的政府投资缺乏一定的效率,而整个长三角地区的政府投资也缺乏一定的效率。

(3)江苏省上市公司的自发性投资对资本配置的影响最大,浙江省上市公司次之,上海市上市公司的最小。这说明在我们考察的年限中(2003~2006年),江苏省上市公司的投资盲目性较大,经济增长存在一定的非理性,即存在经济过热的嫌疑。

(4)一般来说,在企业利润不断增长、企业发展前景看好的情况下,企业会及时追加投资以获得更多的资本回报;反之,当企业利润减少、发展前景黯淡时,企业则会及时减少投资,从而提高资本配置效率。从本文的实证检验结果可以看出,江苏省上市公司的资本配置效率对利润的敏感程度小于浙江省上市公司而大于上海市上市公司。总体来看,江苏省上市公司的资本扩张存在一定的非理性,忽略了企业盈利能力对资本配置效率的影响。江苏省上市公司进行资本扩张时应更多地关注公司利润的变化情况,从而提高资本配置效率。

2. 建议。本文针对江苏省上市公司优化资本配置提出以下建议:

(1)打破金融机构地区分割、门户独立的现状,开展全方位的合作,江苏省金融机构要加强与上海市、浙江省金融机构的合作,推进长三角地区金融一体化,使得跨区域的资金能够流入有市场、有效益的企业,加大对高新技术企业的投入,从而提高资金使用效率和企业资本配置效率。

金融机构要把握贷款的投放方向,改善信贷结构,在控制信贷总量的前提下支持重点项目,着力发展先进制造业、现代服务业,推动江苏省优势企业的持续发展。

(2)政府经济管理部门应做好以下工作:首先,提高政策透明度和加强政策规范性,为江苏省企业的可持续发展营造良好的经济环境,降低企业资本配置的成本。其次,提高政府工作效率,简化政府行政审批手续,精简、合并各种费用项目,构造一个高效的政府服务体系,为企业的发展提供较大的空间。再次,搞好经济发展及各种配套服务项目的规划工作,并突出引导和保障资本流入优质、创新型企业的指导方针。注重长三角地区经济发展的宏观规划,避免各自为政、重复建设而造成资本的重复投入。江苏省要加强与浙江省和上海市的合作,全面提高江苏省上市公司的资本配置效率。

(3)江苏省上市公司应保证绩效的稳定性和经营的可持续性,这不仅关乎江苏省上市公司的生存和发展,也关乎江苏省资本市场能否正确引导资金流向、优化资本配置和促进企业发展并最终促进经济增长。上市公司的经营者或者决策者在追加投资时,要理性地分析企业的发展前景与机遇,慎重地考虑企业投资所面临的风险。在当前通货膨胀严重的大环境下,企业应认识到注重和正确引导资金的流向具有重要的现实意义。只有从源头上控制好资金的流向,才能从根本上减小通货膨胀的压力、调整企业的经营结构,从而最终实现产业结构的优化与升级。

【注】本文系江苏省科技厅软科学项目“江苏上市公司R&D绩效评价研究”(项目编号:BR2008051)、江苏省社会科学基金项目“上市公司江苏板块资本配置效率与资本结构优化研究”(项目编号:07EYB032)和江苏省教育厅高校人文社会科学基金项目“高科技上市公司资本配置与资本结构影响研究”(项目编号:07SJD630033)的研究成果。

主要参考文献

1. Jeffrey Wurgler. Financial Markets and the Allocation of Capital. *Journal of Financial Economics*, 2000; 58
2. 韩立岩, 蔡红艳. 我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究. *管理世界*, 2002; 1
3. 冯玉明. 对中国证券市场资本配置效率的实证研究. *证券市场导报*, 2003; 7
4. 潘文卿, 张伟. 中国资本配置效率与金融发展相关性研究. *管理世界*, 2003; 8
5. 韩立岩, 王哲兵. 我国实体经济资本配置效率与行业差异. *经济研究*, 2005; 1
6. 曾五一, 赵楠. 中国区域资本配置效率及区域资本形成影响因素的实证分析. *数量经济技术经济研究*, 2007; 4