

# 资本错配、资产专用性与公司价值

——基于营业活动重新分类的视角

王竹泉, 段丙蕾, 王苑琢, 陈冠霖

**[摘要]** 在新常态下,改善资本等要素的配置效率是实现经济增长方式转变的重要途径。随着经济社会的不断发展,投资活动和经营活动共同组成营业活动的观念正逐渐深入人心,在营业活动重新分类的背景下,对于资本配置的研究可以进一步深入到企业的营业活动中去。本文构建基于营业活动重新分类视角下的企业资本错配指标,并通过对比2006—2015年A股上市公司的实证分析,发现资本错配现象在中国普遍存在,且资本错配越严重的企业具有越低的公司价值(ROA和Tobin Q)。进一步分析发现,资产专用性的增大,会加剧资本错配对会计绩效(ROA)的负面作用,但会缓解资本错配对市场绩效(Tobin Q)的负面作用。本文基于营业活动重新分类的视角,发现了损害公司价值的一种资本错配情况,拓展了微观资本配置的研究视角,为上市公司内部的资本配置提供了参考与建议。

**[关键词]** 资本错配; 营业活动; 资产专用性; 公司价值

**[中图分类号]**F273 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)03-0120-19

## 一、引言

在现代经济中,资本配置是资源配置的核心。按照资本配置过程,资本配置可分为社会资本通过市场把资本配置给不同组织形态的企业,企业再把资本配置到各分部、各子公司或各项目两个环节(卢建新,2008)。中国的资源配置效率在宏观层面和微观层面都较为低下(杨棉之,2007)。研究微观资本配置对了解企业资本的运作情况、进一步规范企业资本运作、提高企业持续盈利能力等方面有着重要意义。然而,现有微观资本配置的文献都集中于资本在企业系各企业间、多元化企业各子公司间或者企业各分部间的配置效率(杨棉之,2007),没有进一步打开企业的黑箱、深入地研究企业内部营业活动间的资本配置。

**[收稿日期]** 2017-01-03

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设”(批准号 71372111); 国家社会科学基金青年项目“微观企业资本错配成因与化解对策研究”(批准号 16CJY007)。

**[作者简介]** 王竹泉(1965—),男,山东栖霞人,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心教授,博士生导师;段丙蕾(1992—),女,山东德州人,中国海洋大学管理学院硕士研究生;王苑琢(1987—),女,山东淄博人,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心助理研究员;陈冠霖(1992—),男,山东淄博人,中国海洋大学管理学院硕士研究生。通讯作者:王竹泉,电子邮箱:zhuquanw@126.com。本文同时得到财政部会计名家培养工程“资本效率与财务风险研究”、财政部全国会计领军人才特殊支持计划“利益相关者视角的营运资金管理研究”的资助。

随着中国市场经济的发展,企业的经营方式逐步趋于多元化,资本运营越来越成为企业运营中的重要方式,投资活动和经营活动在企业价值创造活动中的地位日趋平等。国内外组织、学者对营业活动概念做了新的阐述,营业活动是指那些旨在创造价值的活动,包括经营活动和投资活动两大类(IASB/FASB,2008;王竹泉,2013)。从资本配置的过程来看,无论资本在企业内部如何分配到各个分部、子公司,资本最终都必须在创造价值的营业活动中进行配置,因此资本在经营活动、投资活动间的配置是否有效率,必将对公司价值的创造产生重要影响。然而,受制于传统营业观念的根深蒂固,目前鲜有从营业活动视角探究企业资本配置问题的研究,本文尝试通过构建营业活动重新分类视角下的资本错配指标探究这一问题。

资产专用性是决定企业资本结构的关键因素(Williamson,1988),对企业市场竞争、营业活动有着重要影响(李青原等,2007)。由于资产专用性对营业活动中的经营活动影响较大,会一定程度上带来经营活动资本的“退出障碍”。因此,企业资产专用性的高低也必将对资本错配与公司价值产生影响。

那么,在中国上市公司中是否存在营业活动重新分类视角下的资本错配现象?资本错配是否对公司价值具有影响?资产专用性是否会对资本错配与公司价值的关系产生影响?本文拟利用国泰安CSMAR数据库披露的报表信息及中国企业营运资金管理研究中心开发的中国上市公司营运资金管理数据库披露的上市公司各项减值准备数据,创造性地构建基于营业活动视角下的资本错配指标,深入探究资本错配对公司价值之影响,并试图解释资产专用性对资本错配与公司价值的关系的影响,以期完善微观资本配置理论做出贡献。

本文首先借鉴内部资本市场测度模型中的“价值增加法”(Rajan et al.,2000)等方法,构建基于营业活动重新分类视角下的资本错配指标(The Stock of Capital Misallocation,CMs),作为资本错配的代理变量,通过对资本错配的数据计算初步验证出中国上市公司中存在一定程度的资本错配现象;其次,通过构建实证模型,以2006—2015年A股上市公司为初始样本,实证检验了资本错配是否会影响公司价值,并进一步检验了资产专用性对资本错配与公司价值之间关系的影响。本文的研究发现:资本错配会显著损害公司价值;资产专用性的增大会加剧资本错配对会计绩效的负面作用,但会缓解资本错配对市场绩效的负面作用。本文的研究结果说明,中国上市公司基于营业活动重新分类视角下的资本错配现象严重,且严重损害了公司价值,阻碍了实体经济的发展,降低了社会资本整体的配置效率。

本文的贡献主要在于:①理论上一定程度弥补了现行财务报表对营业活动披露不够明晰和三大报表间划分标准不统一等问题,界定了经营活动、投资活动的资本和回报的范围,有助于企业深入分析投资活动、经营活动的效率,有助于解释中国资本市场上普遍存在的轻投资回报、资本使用效率低下、企业金融化等现象。②基于营业活动重新分类的视角,首次发现了中国上市公司存在较为严重的资本错配现象,提出了衡量资本错配的指标,并首次研究了资本错配的经济后果,实证检验了资本错配对于公司价值存在严重的负面影响,丰富了微观资本配置研究。③以往对于资产专用性的研究集中在债务融资、资本结构等方面,对于资产专用性对资本配置影响的研究较少,本文拓展了资产专用性的研究视角,为资产专用性对公司价值的影响提供了新的理论思路和经验证据。

## 二、理论分析

### 1. 营业活动的重新分类

当今的财务报告和在其基础上的资本效率分析体系具有深深的工业时代的烙印。在那个时代,

企业的营业观念较为单纯,经营活动被作为企业天然的主要营业活动,几乎占用了企业全部的资本,无论是从资本规模的角度还是从产生回报的角度看,投资活动<sup>①</sup>在整个企业中所占的份额都微不足道,人们对资本经营的意识十分淡漠,因此,投资活动和筹资活动自然地被认为是依附于经营活动的辅助性活动。反映在财务报告中,就是营业利润主要反映经营活动的成果,而没有将投资收益涵盖在内。同时,由于运用资本开展投资活动是在以资本投放于经营活动之后仍有剩余或闲置的情况下才进行的,其数额通常较少,因此,区分经营活动的资本运用和投资活动的资本运用没有多大意义。与之相对应,经营活动、投资活动的划分并未按照资本运用的性质进行科学的划分,表现在将原材料、在产品、产成品上的资本投放视为经营活动,但却将固定资产、无形资产及其他长期资产的资本投放视为投资活动。但是,不论是固定资产、无形资产及其他长期资产的使用给企业带来的收益或回报(反映在对营业收入、营业成本或费用的影响中),还是在固定资产、无形资产及其他长期资产处置时给企业带来的收益或回报(反映在营业外收入、营业外支出的影响中)却都没有在“投资收益”反映,这与将经营活动作为天然的主要经济活动的营业观念是一脉相承的。

然而,在资本市场高度发达的当今时代,资本经营的理念已深入人心,在资本经营和产品经营之间已不再存在天然的主从关系。随着市场经济的发展和研究的深入,越来越多的国内外组织、学者摒弃经营活动即为营业活动的观念,将经营活动和投资活动共同视做企业创造价值的营业活动的重要组成部分(IASB/FASB,2008;王竹泉,2013)。IASB/FASB(2008)在《关于财务报表列报的初步观点讨论稿》中提出对营业活动进行分类的列报方式,即在财务报表中分别披露为企业创造价值的营业活动和为营业活动融通资金的筹资活动,并进一步将营业活动分为经营活动<sup>②</sup>和投资活动<sup>③</sup>进行披露。葛家澍(2009)认为将企业财务状况进行分类列报能增进财务报表信息对决策的有用性,刘玉廷(2009)认为分类列报可以满足成熟市场中理性投资者进行投资决策的需要。因此,有必要对传统的以经营活动为天然主要经济活动的财务报告逻辑和资本效率分析体系进行反思和重构,否则,就有可能误导资本市场的投资者和企业内部的经营管理者。

对于具体报表项目的分类方法,“讨论稿”提出了一种新的方法:管理法,即按资产、负债在实体内部的使用方式来分类,分类依据作为会计政策在报表附注中披露;分类时应以财务状况表(对应现有的“资产负债表”)为核心,满足“内在一致”原则。“讨论稿”认为管理法能反映管理层如何管理经营实体及其资源,帮助使用者获悉不同实体各项活动的独特信息。然而,管理法也存在较为明显的缺陷:在分类列报中使用管理法时,对如何划分交易(或事项)存在不确定性,管理层有为追求短期利益而操纵分类的动机,能否持续提供公允信息也存在很大的不确定性(王跃堂和李侠,2012)。因此,在使用管理法时,需要对各类财务报表,尤其是“综合收益表”中各类别下必须披露的项目制定更详细的规定,以降低采用管理法可能带来的风险。中国相关学者对这一问题进行了较为深入的探讨,王竹泉(2013)针对中国现有列报方式下的报表项目,提出按照资本运用的投向对营业活动进行重新分类的方法,对经营活动、投资活动的分类进行了研究,有助于克服管理法的缺陷。

综上所述,由于现有的营业活动界定存在报表间界定不统一、报表有用性低等问题,因此本文借鉴之前学者的研究,按资本运用的投向或性质对营业活动进行重新界定:“经营活动”是指企业直接运用资本创造价值的营业活动,“投资活动”是指企业间接运用资本创造价值的营业活动,包括投

① 本文所指的“投资活动”,主要是指传统意义上的对外金融性投资,但与其也存在一定差异。

② 在“讨论稿”中,经营活动包括管理层认为与企业经营核心目的直接相关的资产和负债。

③ 在“讨论稿”中,投资活动包括管理层认为不与企业经营核心目的直接相关的营业资产和营业负债,企业持有这类资产和负债的主要目的在于通过利息、股利或市价上涨的形式获取回报。

资到外部主体中进行外部主体经营活动的行为。因此,将“交易性金融资产”、“可供出售金融资产”、“持有至到期投资”、“长期股权投资”等划分为投资活动资本运用,将“存货”、“应收账款”、“应收票据”、“其他应收款”、“固定资产”、“无形资产”、“其他长期资产”等划分为经营活动资本运用,将“货币资金”、“投资性房地产”等既有经营活动资本运用性质又有投资活动资本运用性质的项目统一划归到投资活动资本运用中去<sup>①</sup>,从而为企业“实体经营”、“资本经营”提供更为真实的财务图景。

## 2. 资本错配

根据资源配置效率理论,资本应当流向效率更高的营业活动,才能实现资本配置的帕累托最优(王振山,1999)。经营活动、投资活动作为企业创造价值的两大营业活动,企业内部资本如何在其中分配关系到企业资本配置效率。资本配置效率更高体现在两个方面的优化,一方面,效率最高的营业活动应当获得最大份额的资本投入,效率较低的资本投入次之;另一方面,获得资本份额最大的营业活动的效率也应最高。前者实际上反映了资本在营业活动间的配置情况,后者则反映了营业活动的资本使用效率情况。基于此,本文提出基于营业活动重新分类视角下的资本错配的定义:基于营业活动重新分类视角下的资本错配是资本在经营活动、投资活动之间配置的非效率状态,即占用企业更多资本的营业活动不能产生高效率,高效率的营业活动没有占用更多的资本,反映资本配置结构与效率之间的不匹配程度。

资本错配现象在中国企业中是否存在决定了该研究是否具有经济意义。结合中国的现状进行理论分析,资本错配现象是显著存在的。<sup>①</sup>中国的公司治理尚不完善(陈小悦和徐晓东,2001;白重恩等,2005)、代理问题比较严重(侯青川等,2015)、公司股权集中度普遍较高(徐晓东和陈小悦,2003;吕长江和赵宇恒,2008),经理人往往有动机和能力以牺牲股东利益为代价来最大化自身利益(柳建华等,2015)。目前资本在经营活动、投资活动之间的配置主要依赖于管理层特别是经理人的决策,易出现经理人自利行为,即资本在营业活动间的配置不是对企业经营活动、投资活动效率的理性评估的结果,而是经理人自身利益最大化的结果,这必然导致资本错配。<sup>②</sup>随着经济金融化程度的加深,中国股票市场存在以追逐概念、短期投机为交易导向的现象,企业的投资机会往往来源于外部随机寻找的热点行业,而脱离了企业竞争优势的所在,导致企业不具备把外生的投资机会转化为实际经营业绩和企业价值的执行能力(朱武祥和潘玉平,2002),企业对于资本在营业活动间的配置受盲目追求短期化与多元化投资的影响,将忽视企业长期战略和目标,必然导致资本错配。<sup>③</sup>现有企业绩效评价体系存在问题,一方面对经营活动、投资活动的界定存在逻辑上的不统一,另一方面仍仅将经营活动视为营业活动,在绩效评价时往往对投资活动缺乏关注,无法对营业活动的回报效率进行恰当测度,导致实际上的决策失效,形成营业活动间的资本错配。由此可见,管理层自利、资本市场不完善、营业活动业绩评价指标不完善等因素的存在,将导致企业决策失效形成的资本错配。在这种资本错配的情况下,企业往往没有发现其真正的优势和特长,没有合理地制定和执行有效的长期战略,需要运用资本错配指标以帮助企业发现资本错配的存在,从而对资本配置决策进行进一步的分析、思考与再决策。

另外,在企业实际运行中,企业审慎的决策也会形成营业活动间的资本错配。首先,为了形成某项营业活动更大的竞争优势、实现企业长期战略目标,企业可能做出将资本投入到暂时单位风险回报率较低的营业活动中去的资本配置决策,形成资本错配。但在这种情况下不能简单根据当前营业活动的单位风险回报率去调整企业的资本配置,而应当将这种在企业发展过程中暂时的资本错配

<sup>①</sup> 为保证研究结论的稳健性,本文对于既有经营活动性质又有投资活动性质的项目(货币资金、投资性房地产)的划分进行了稳健性检验。

看作企业为达到长期战略目标牺牲的一部分回报率的表现。其次,资产专用性所引致的埋没费用、劳动者解雇和改行所带来的费用及结合生产的损失等障碍的存在,使得一些企业无法从原行业中退出,构成退出壁垒(卢华,2000;杨天宇和张蕾,2009),国有企业还会由于创办的多元化目标和中国经济体制因素等制度性因素,导致具有较强的政策性壁垒,这些壁垒的存在会导致企业无法根据其营业活动回报效率的高低进行调整和调配,因此也将导致资本错配。

由此可见,中国基于营业活动重新分类视角下的资本错配既可能是由于管理层自利、资本市场不完善、营业活动绩效评价指标不完善等因素导致的决策失效的后果;也可能是由于企业长期战略需要、企业的退出壁垒、政策性壁垒等原因导致的审慎决策后的被动选择。总而言之,从理论上分析,目前中国企业存在较为严重的资本错配现象,对其提出科学的评价指标将对完善微观资本配置领域的研究、指导企业资本配置具有重要意义。

### 3. 基于营业活动重新分类视角下的资本错配指标构建

衡量基于营业活动重新分类视角下的资本错配的关键在于界定出两种营业活动的范围、风险和回报,首先,本文借鉴IASB/FASB(2008)提出的对营业活动分类的要求,采用王竹泉(2013)提出的营业活动的重构方法,根据本文对于经营活动、投资活动的界定,计算出总资本回报率、投资活动资本回报率及经营活动资本回报率,计算公式如表1所示。

表1 营业活动资本及回报定义

营业活动	总营业活动	投资活动	经营活动
资本	总资产+(存货跌价准备+其他应收款减值+预付账款减值+应收账款减值准备)-(应付票据+应付账款+预收账款+应付职工薪酬+应付税费+其他应付款+其他流动负债+交易性金融负债+预计负债+递延所得税负债+其他非流动负债)	货币资金 <sup>①</sup> +交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+一年内到期的非流动资产+长期股权投资 <sup>②</sup> +长期债权投资+投资性房地产 <sup>③</sup> -交易性金融负债	总资本-投资活动资本
回报	利润总额+财务费用+R×对联营企业和合营企业的投资收益 <sup>④</sup> -汇兑损益	投资收益+R×对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动损益 <sup>⑤</sup>	利润总额+财务费用-投资收益-公允价值变动损益-汇兑损益
回报率	总资本回报/总资本平均值	投资活动资本回报/投资活动资本平均值	经营活动资本回报/经营活动资本平均值

注:①本文将货币资金视为一种低风险的金融性投资。由于货币资金持有动机的多样性,为了研究结果的稳健,将货币资金划分为经营活动后形成的资本错配指标在稳健性检验中也进行了回归,回归结果无显著差异。②根据本文对于投资活动、经营活动的界定,长期股权投资属于间接运用资本创造价值的投资活动。③根据中国目前会计准则的规定,投资性房地产指为赚取租金或资本增值,或两者兼有而持有的房地产。可见投资性房地产的持有目的为“赚取租金或资本增值”,既有经营性目的又有投资性目的,因此暂时将其划分为投资活动,在稳健性检验中将其划分为经营活动进行检验,以保证结果的稳健性。④在2006—2007年,企业所得税率一般为33%, $R=(\frac{1}{1-33\%}-1)$ ;2008—2015年,企业所得税率一般为25%, $R=(\frac{1}{1-25\%}-1)=1/3$ 。作该调整是因为经营活动的息税前利润和属于债权性质的投资收益均是税前口径,而对联营企业和合营企业的投资收益不论是采用成本法核算还是采用权益法核算,都是税后口径,加上“R×对联营企业和合营企业的投资收益”的目的是将这部分按税后口径计算的投资收益换算为税前口径,从而与其他活动的收益保持口径一致、可比。具体的计算过程为:对联营企业和合营企业的投资收益税前值=税后值÷(1-税率)=税后值×( $\frac{1}{1-税率}$ ),由于投资收益中已经包含税后口径的该部分投资收益,因此,应加“( $\frac{1}{1-税率}-1$ )×对联营企业和合营企业的投资收益”。⑤公允价值变动损益为公允价值变动收益减损失。

资料来源:作者整理。

其次,本文借鉴内部资本市场测度模型中的“价值加法”(Rajan et al.,2000)、“现金流敏感性法”(Maksimovic and Phillips,2002)等方法,利用上述指标,计算资本错配的代理变量,计算公式如下所示。需要注意的是,在企业实际资本配置决策中,不仅考虑投资活动、经营活动的回报率,还同时考虑各营业活动所承担的风险,只衡量各营业活动的回报率与投入资本的关系,会忽略经营活动、投资活动之间的风险因素,因此,本文还将风险因素纳入到资本错配指标中去,用单位风险的回报率与投入资本的关系来衡量企业资本错配程度。

$$CMs = \left( \frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right) \times \left( \frac{c_{i,t} + c_{i,t-1}}{C_t + C_{t-1}} - \frac{c_{j,t} + c_{j,t-1}}{C_t + C_{t-1}} \right)$$

其中,下标*i,j*分别表示投资活动、经营活动, $r_{i,t}$ 、 $r_{j,t}$ 分别表示投资活动资本回报率、经营活动资本回报率, $c_{i,t}$ 、 $c_{j,t}$ 、 $C_t$ 分别表示第*t*期期末投资活动资本、经营活动资本、总资本, $c_{i,t-1}$ 、 $c_{j,t-1}$ 、 $C_{t-1}$ 分别表示第*t*期期初投资活动资本、经营活动资本、总资本。 $Risk_{i,t}$ 、 $Risk_{j,t}$ 的计算公式如下所示。

$$Risk_{x,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( r_{x,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{x,t} \right)^2}, \quad T=3, x=i \text{ or } j$$

其中, $r_{x,t}$ 在*x=i*时,表示投资活动回报率,在*x=j*时,表示经营活动回报率。如公式所示,本文利用第*t-1*年至*t+1*年(三年)的各营业活动回报率的滚动取值的标准差计算各营业活动风险,例如,某公司2010年的经营活动风险是该公司2009—2011年经营活动回报率的标准差,某公司2011年的投资活动风险是该公司2010—2012年投资活动回报率的标准差,以此类推。

在资本错配公式中,  $\left( \frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right)$  衡量企业内部投资活动和经营活动单位风险的回报率,  $\left( \frac{c_{i,t} + c_{i,t-1}}{C_t + C_{t-1}} - \frac{c_{j,t} + c_{j,t-1}}{C_t + C_{t-1}} \right)$  用来衡量资本向投资活动、经营活动的配置的状态。当  $\left( \frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right)$  为负号而  $\left( \frac{c_{i,t} + c_{i,t-1}}{C_t + C_{t-1}} - \frac{c_{j,t} + c_{j,t-1}}{C_t + C_{t-1}} \right)$  为正号时,表示投资活动单位风险的回报率小于经营活动单位风险回报率,而企业将更多的资本投入了投资活动中,这种情况称作“投资活动多配型”资本错配;当  $\left( \frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right)$  为正号而  $\left( \frac{c_{i,t} + c_{i,t-1}}{C_t + C_{t-1}} - \frac{c_{j,t} + c_{j,t-1}}{C_t + C_{t-1}} \right)$  为负号时,表示投资活动单位风险的回报率大于经营活动单位风险回报率,而企业将更多的资本投入了经营活动中,这种情况称作“经营活动多配型”资本错配。

#### 4. 对基于营业活动重新分类视角下的资本错配指标的进一步阐释

资本错配是资本配置的非效率状态,即占用企业更多资本的营业活动不能产生高效率。首先,从理论上分析,当资本在企业营业活动之间配置时,只有将所有的资本都投向单位风险回报率较高的活动,资本的配置才成为有效的状态。然而,在企业现实运营中,企业出于规避风险等原因,这种情况是极少出现的。因此,无论*CMs*指标符号是否为正,本文都认为企业存在不同程度的资本错配,且*CMs*越小,资本错配程度越大;但当指标符号为负时,意味着企业将较多的资本投入到单位风险回报率较低的活动中去了,本文称这种情况为严重的资本错配。

其次,本文提出的资本错配指标以营业活动重新分类视角下的资本效率核算体系为基础,对营业活动回报率的评价更为有效。原有的以资本报酬率为核心的绩效评价体系不仅一定程度上低估了经营活动的回报率,而且没有考虑经营活动、投资活动的风险因素。具体来看,一方面,传统的资

本报酬率一般以总资产作为分母,然而,总资产中的营业性负债并非企业投资者投入的资本,将其考虑在效率评价体系的分子中会低估经营活动的回报率水平。而在营业活动重新分类视角下的资本效率核算体系中,对回报率进行了合理的调整。另一方面,传统评价指标如资产报酬率、投资回报率等,只考虑回报而忽视了风险因素,容易导致企业忽视投资活动的高风险,而盲目追求其高回报。在资本错配指标中,运用滚动标准差衡量投资活动、经营活动的风险因素,使企业更合理地认识、分析两大营业活动的单位风险回报率,从而帮助企业进行有效的资本配置分析,减少盲目投资。

另外,需要强调的是,由于基于营业活动重新分类视角下的资本错配既可能是由于管理层自利、资本市场不完善、营业活动绩效评价指标不完善等因素导致的决策失效的后果,也可能是由于企业长期战略需要、企业的退出壁垒、政策性壁垒等原因导致的审慎决策后的被动选择,因此,在运用该指标对企业的资本错配程度进行分析时,需要考虑企业资本错配背后的实际意义。当企业由于长期战略需要而形成了资本错配时,不能简单根据当前营业活动的单位风险回报率去调整企业的资本配置,而应当将这种在企业发展过程中暂时的资本错配看做企业为达到长期战略目标牺牲的一部分回报率的体现;但当企业由于决策失效导致资本错配时,企业应当运用资本错配指标发现并缓解资本错配。通常情况下,这两类资本错配在企业中往往同时存在,需要企业经营管理者根据实际情况判断企业资本错配程度背后的实际意义,结合营业活动间的资本错配指标,分析发现企业决策失效带来的资本错配,进一步发现企业的竞争优势,从而完善企业战略、提升公司价值。

综上所述,本文对指标做出如下阐释:①当  $CMs$  为负号时,单位风险回报率和资本投入量的符号相反,营业活动间资本出现严重错配;当  $CMs$  为正号时,两项符号相同,营业活动间资本错配现象不严重; $CMs$  数值越小,营业活动间的资本错配越严重。② $CMs$  指标运用较为科学的营业活动视角下的绩效评价体系,是一种反映企业以前年度资本错配的累积水平的事后评价指标,结合企业实际经营情况进行分析,可以帮助企业发现自身具有竞争优势的营业活动,促进企业价值的提升。③运用  $CMs$  指标进行分析时,需要考虑资本错配背后的实际意义,缓解决策失效带来的资本错配。

### 三、假设提出

#### 1. 资本错配与公司价值

中国的资源配置效率在宏观层面和微观层面都较为低下(杨棉之,2007)。较多国内外专家学者(Stein,1997;Inderst and Laux,2005;邹薇和钱雪松,2005;邵军和刘志远,2007;卢建新,2008;王峰娟和邹存良,2009)对微观资本配置和内部资本市场的研究显示,企业内部资本市场的资本配置是否有效将显著提升(损害)企业绩效和公司价值。从内部资本市场的研究视角分析,基于营业活动重新分类视角的资本配置可以视作将资本在抽象为经营活动、投资活动两大分部构成的集团公司内配置,是否将资本投向了效率更高的“分部”,将对公司价值产生较大影响。

公司价值受治理结构、股权结构、产权性质等多种因素的影响(孙永祥和黄祖辉,1999;汪辉,2003;夏立军和方轶强,2005),其中会计绩效(ROA)是反映公司当前状况下的公司价值,适宜于进行公司间的横向对比,市场绩效(Tobin Q)可以看做未来收益的折现。当企业营业活动间的资本错配程度增大时,更多的资本被投入到单位风险回报率较低的营业活动中了,导致这部分资本带来相对较低的收益,从而企业的会计绩效将降低,市场绩效也将受到损害。相对于资本错配程度较小的企业来说,资本错配程度较大的企业的资本配置行为不符合企业利益最大化的目标,没有将资本投入到能产生更多收益的营业活动中去,资本的配置效率较低,从而公司价值将受到负面影响。

综上所述,当越多的资本投向了效率更高的营业活动时,将提升公司价值;当越多的资本投向了效率更低的营业活动,将对公司价值产生负面影响。基于此,本文提出:

H1:资本错配程度增大会显著降低公司价值。

## 2. 资产专用性、资本错配与公司价值

在交易费用经济学中,企业的资产专用性是决定企业资本结构的关键因素。资产专用性指的是为支持某项特殊交易而进行的耐用品投资(Williamson,1988),专用性程度高的资产用途单一,变现时价值损失大,而专用性程度低的资产用途广泛,变现时价值损失小。现有的对资产专用性的研究集中于资产专用性与债务融资、资产专用性与资本结构等方面,在资产专用性与债务融资方面,国内外许多学者利用不同的度量方式得出了较为一致的结论,即资产专用性水平与债务融资负相关(Balakrishnan and Fox,1993;Cushing and McCarty,1996;程宏伟,2004);在资产专用性与资本结构方面,目前国内外的实证研究结论莫衷一是,有的学者认为资产专用性与资本结构正相关(王永海和范明,2004),而有的学者认为资产专用性与资本结构负相关(程宏伟,2004;李青原和王永海,2006)。

接下来本文探讨资产专用性对资本错配与公司价值之间关系的影响。由于专用性资产具有有限的可重新调配性(Williamson,1988),具有较低资产专用性的企业可以较为容易地调整资本在经营活动、投资活动两大营业活动间的配置,且调配资本不会产生较高的成本,企业可以及时地根据营业活动单位风险回报率的变化调整其资本的配置和营业情况,从而导致资本错配对企业当期会计绩效的影响较小;具有较高资产专用性的企业会具有较高的退出壁垒,大大提升了营业活动间资本错配时调整资本配置的成本,使得资本配置难以及时根据营业活动的单位风险回报率的变化调整,且调整的成本更高,企业无法及时调整其营业情况,因此资本错配对于当期会计绩效的影响更大。

然而,与反映企业当期绩效的会计绩效不同,市场绩效(Tobin Q)在一定程度上可以看做股东对公司的估值,也可以看做企业未来价值的折现,很多学者甚至将其作为企业成长性的代理变量(向朝进和谢明,2003;杨兴全等,2016)。因此,在分析市场绩效时,不仅要考虑资产专用性对资本错配影响市场价值的当期效应,还要考虑对未来收益的影响效应。如上文所述,具有较低资产专用性的企业可以较为容易地调整其资本在营业活动中的配置,企业各年度之间的盈利波动程度较大,因此具有相对较高的营业风险,由于较高风险的承担者要求相应的风险补偿,因此将对企业产生较高的期望报酬率,从而导致将未来收益折现至当期时,其贴现率较高,导致在资本错配程度相同的情况下,资产专用性较低的企业将对市场绩效产生较大的损害。同理,具有较高资产专用性的企业,其各年份间资本的配置情况较为稳定,因此具有相对较低的营业风险,从而计算当期市场绩效时,具有较低的贴现率,因此同等程度的资本错配将对企业市场绩效产生较小的损害。综上所述,本文提出:

H2a:资产专用性的增大将加剧资本错配对会计绩效的损害作用。

H2b:资产专用性的增大将缓解资本错配对市场绩效的损害作用。

## 四、实证研究设计

### 1. 样本选择和数据来源

本文选用2006—2015年的A股上市公司为研究对象。本文所用的各年度存货跌价准备、其他应收款减值准备、预付账款减值准备、应收账款减值准备等减值数据来源于中国企业营运资金管理研究中心的中国上市公司营运资金数据库,其他数据来源于CSMAR和CCER数据库。本研究所使



用的数据处理及统计分析软件为 Stata12.0。

本文对初始样本做了如下严格的筛选:剔除金融类上市公司;剔除 ST 类公司;剔除 2015 年新上市的公司;剔除数据缺失和异常的上市公司。经过上述筛选,本文共获得 16390 个“公司—年度”样本观察值。为了控制极端值问题,本文对所有连续变量的处于 0—1%和 99%—100%之间的极端值进行 Winsorization 的方法处理,令其值分别等于 1%和 99%分位数。

## 2. 实证模型

本文参考 Anderson and Reeb(2003)、邵帅和吕长江(2015)、钟凯等(2016)、金宇超等(2016)的模型和变量,构建如下模型:

$$\begin{aligned} \text{PERFORM} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CMs} + \beta_2 \text{ASI} + \beta_3 \text{TA} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Sales} + \\ & \beta_7 \text{FCF} + \beta_8 \text{Prfrm} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{SOE} + \beta_{11} \text{Top1} + \beta_{12} \text{Board} + \beta_{13} \text{IND} + \\ & \beta_{14} \text{Pay} + \beta_{15} \text{Dmeet} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)用来检验 H1。检验 H2 时,在模型(1)中加入了资产专用性与资本错配变量的交乘项得到模型(2),以分析资产专用性对资本错配与公司价值的关系的影响。

$$\begin{aligned} \text{PERFORM} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CMs} + \beta_2 \text{ASI} + \beta_3 \text{ASI} \times \text{CMs} + \beta_4 \text{TA} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Growth} + \\ & \beta_7 \text{Sales} + \beta_8 \text{FCF} + \beta_9 \text{Prfrm} + \beta_{10} \text{Age} + \beta_{11} \text{SOE} + \beta_{12} \text{Top1} + \beta_{13} \text{Board} + \\ & \beta_{14} \text{IND} + \beta_{15} \text{Pay} + \beta_{16} \text{Dmeet} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

## 3. 变量的选择与界定

(1)资本错配(CMs)。本文选用构建的基于营业活动重新分类视角下的资本错配(CMs)为代理变量,用于反映企业以前年度资本错配的累积水平。当 CMs 为负号时,单位风险回报率和资本投入量的符号相反,营业活动间资本出现严重错配;当 CMs 为正号时,两项符号相同,营业活动间资本错配现象不严重;CMs 数值越小,营业活动间的资本错配程度越大。

(2)资产专用性(ASI)。在资产专用性的度量指标上,较为成熟的方法是长期资产法,本文借鉴相关研究(程宏伟,2004;周煜皓和张盛勇,2014),采用固定资产净值、在建工程、无形资产与长期待摊费用之和占企业总资本的比例作为资产专用性(ASI)的替代变量,其中,前人研究中的分母多采用总资产指标,没有考虑减值准备与营业性负债的影响,与本文研究的营业活动口径不一致,因此本文调整为总资本指标,指标公式见表 1。

(3)其他变量。在公司价值的代理变量方面,本文参考相关文献(Anderson and Reeb,2003;徐向艺和张立达,2008;邵毅平和虞凤凤,2012;邵帅和吕长江,2015),使用会计业绩和市场业绩衡量公司价值,会计业绩使用年末总资产收益率(ROA)来度量,市场业绩使用 Tobin Q 来度量,Tobin Q=(股东权益的市场价值+负债的账面价值)/资产的账面价值。

本文选用的相关变量见表 2。

# 五、实证检验

## 1. 描述性统计

在表 3 中列示了本文的描述性统计结果,表 4 中列示了按企业资本错配指标进行分组的 *t* 检验结果。从表 3、表 4 中可以看出,ROA 均值为 0.037,在存在严重资本错配的企业中,ROA 的均值为 0.024,明显小于不存在严重资本错配的企业中的 0.044。通过了 *t* 检验显著性测试,一定程度上说明营业活动间的资本错配会影响会计绩效。Tobin Q 的均值为 2.605,Tobin Q 在不存在严重资本

表 2 变量定义

变量	变量名称	说明
资本错配	<i>CMs</i>	(投资活动资本回报率/投资活动风险-经营活动资本回报率/经营活动风险) $\times$ (投资活动资本占总资本比例-经营活动资本占总资本比例)
资产专用性	<i>ASI</i>	固定资产净值、在建工程、无形资产与长期待摊费用之和占企业总资本的比例
会计业绩	<i>ROA</i>	扣除非经常损益后的净利润/总资产
市场业绩	<i>Tobin Q</i>	(公司股票市场价值+债务账面价值)/总资产
公司规模	<i>TA</i>	总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
企业成长性	<i>Growth</i>	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
营业规模	<i>Sales</i>	营业收入的自然对数
自由现金流量	<i>FCF</i>	经营现金净流量/总资产
上年度经营情况	<i>Pfrfm</i>	企业上一年度利润/上一年度期末总资产
公司年龄	<i>Age</i>	当年年度-公司成立年度
产权性质	<i>SOE</i>	虚拟变量,当企业为国有企业时取 1,否则为 0
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数
独董比例	<i>IND</i>	独立董事在董事会的比例
高管薪酬	<i>Pay</i>	董事、监事及高管当年年薪总额的自然对数(不包含独立董事领取的津贴)
董事会频率	<i>Dmeet</i>	每年度董事会开会次数
行业虚拟变量	<i>Industry</i>	按照 2012 版证监会分类标准,共有 18 个行业虚拟变量
年度虚拟变量	<i>Year</i>	控制不同年份因素的影响,共有 10 个年度虚拟变量

资料来源:作者整理。

错配的分组中的均值为 2.538,显著低于在严重资本错配分组中的 2.725,这与假设相反,需在回归中再进行分析。资产专用性(*ASI*)均值为 0.442,在存在严重资本错配的企业中,资产专用性均值为 0.415,明显低于不存在严重资本错配的企业中的 0.457,一定程度上说明资产专用性对资本错配存在一定的影响。上市公司年限的均值为 10.611 年,相对于国外上市公司,中国上市公司较为年轻。第一大股东持股比例的均值为 35.87%,中位数达 33.84%,说明样本上市公司中一股独大现象较为严重,容易出现代理问题,损害中小股东利益。

资本错配指标的均值为 1.314,为了解指标的详细特征,本文进一步对其进行分析,分析结果见表 5。在全部 16390 个公司—年度观察值中,共有 5860 个严重资本错配情况的出现,占总样本的 35.75%,说明在中国上市公司中存在较为严重的资本错配现象。在全部严重资本错配样本中,共有 3900 个样本为单位风险投资活动所带来的回报率高但资本过多的投向经营活动的“经营活动多配型”的资本错配,占总资本错配样本的 66.55%,表明较多企业受传统的营业观念的影响,忽视投资活动的重要性,将资本投向了效率较低的营业活动,导致严重的资本错配。在各行业中,“住宿和餐饮业”、“教育业”、“信息传输、软件和信息技术服务业”三个行业的严重错配情况最为普遍,严重错

表 3 描述性统计结果

变量	N	Mean	Sd	Min	P25	P50	P75	Max
<i>ROA</i>	16390	0.037	0.058	-0.221	0.013	0.034	0.063	0.204
<i>Tobin Q</i>	16390	2.605	1.924	0.909	1.403	1.989	3.052	12.196
<i>CMs</i>	16390	1.314	3.962	-6.813	-0.268	0.342	1.724	24.648
<i>ASI</i>	16390	0.442	0.276	0.003	0.232	0.404	0.623	1.254
<i>TA</i>	16390	21.905	1.261	19.244	21.011	21.756	22.625	25.774
<i>Lev</i>	16390	0.474	0.216	0.053	0.310	0.479	0.633	1.055
<i>Growth</i>	16390	2.202	0.539	1.383	1.971	2.113	2.283	5.774
<i>Sales</i>	16390	21.261	1.466	17.337	20.321	21.157	22.109	25.299
<i>FCF</i>	16390	0.044	0.077	-0.196	0.002	0.044	0.089	0.257
<i>Prfrm</i>	16390	0.671	0.479	0.048	0.351	0.555	0.843	2.630
<i>Age</i>	16390	10.611	5.780	1.000	5.000	11.000	15.000	26.000
<i>SOE</i>	16390	0.500	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Top1</i>	16390	35.873	15.342	8.770	23.480	33.840	47.030	75.460
<i>Board</i>	16390	10.102	2.473	5.000	9.000	9.000	11.000	18.000
<i>IND</i>	16390	0.199	0.047	0.111	0.167	0.190	0.222	0.333
<i>Pay</i>	16390	14.106	0.846	11.736	13.593	14.147	14.673	16.155
<i>Dmeet</i>	16390	9.466	3.610	4.000	7.000	9.000	11.000	23.000

资料来源:作者计算整理。

表 4 企业资本错配与公司价值、资产专用性:分组 t 检验结果

变量	<i>CMs</i> <0		<i>CMs</i> ≥0		MeanDiff
	N	Mean	N	Mean	
<i>ROA</i>	5860	0.024	10530	0.044	0.020***
<i>Tobin Q</i>	5860	2.725	10530	2.538	-0.187***
<i>ASI</i>	5860	0.415	10530	0.457	0.042***
<i>TA</i>	5860	21.830	10530	21.950	0.116***
<i>Lev</i>	5860	0.469	10530	0.477	0.008**
<i>Growth</i>	5860	2.149	10530	2.232	0.083***
<i>Sales</i>	5860	21.110	10530	21.340	0.236***
<i>FCF</i>	5860	0.038	10530	0.048	0.010***
<i>Prfrm</i>	5860	0.658	10530	0.678	0.020***
<i>Age</i>	5860	11.060	10530	10.360	-0.691***
<i>SOE</i>	5860	0.511	10530	0.494	-0.017**
<i>Top1</i>	5860	35.060	10530	36.320	1.260***
<i>Board</i>	5860	10.130	10530	10.090	-0.037
<i>IND</i>	5860	0.198	10530	0.199	0.001
<i>Pay</i>	5860	14.070	10530	14.130	0.063***
<i>Dmeet</i>	5860	9.499	10530	9.448	-0.051

注:\*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

配家数占比达 51.95%、50.00%、48.08%；“卫生和社会工作”、“建筑业”、“电力、热力、燃气及水生产和供应业”三个行业资本错配程度较小，严重错配家数占比仅为 21.05%、27.14%、27.51%。进一步分析错配的类型，“教育业”、“卫生和社会工作”、“文化、体育和娱乐业”等行业的“投资活动多配型”的严重资本错配比例最高，分别为 100%、100%、74.19%，一定程度上说明这些行业内存在热衷资本运作的现象，且存在一定的盲目投资情况；“农、林、牧、渔业”、“采矿业”、“电力、热力、燃气及水生产和供应业”等行业的“经营活动多配型”的严重资本错配比例最高，为 87.61%、86.05%、85.96%，一定程度上说明较为传统的上游行业对经营活动的偏重更强，对投资活动更为忽视，因此即使投资活动单位风险回报率较高，企业也倾向于将资本更多地配置向经营活动。

表 5 分行业的企业资本错配情况分析

行业代码	行业名称	总企业家数	严重资本错配总家数	严重资本错配家数占比(%)	投资活动多配型		经营活动多配型	
					家数	占比(%)	家数	占比(%)
A	农、林、牧、渔业	296	113	38.18	14	12.39	99	87.61
B	采矿业	390	129	33.08	18	13.95	111	86.05
C	制造业	10160	3537	34.81	1007	28.47	2530	71.53
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	647	178	27.51	25	14.04	153	85.96
E	建筑业	409	111	27.14	42	37.84	69	62.16
F	批发和零售业	1074	419	39.01	240	57.28	179	42.72
G	交通运输、仓储和邮政业	639	210	32.86	48	22.86	162	77.14
H	住宿和餐饮业	77	40	51.95	7	17.50	33	82.50
I	信息传输、软件和信息技术服务业	755	363	48.08	254	69.97	109	30.03
K	房地产业	969	375	38.70	135	36.00	240	64.00
L	租赁和商务服务业	193	74	38.34	29	39.19	45	60.81
M	科学研究和技术服务业	67	27	40.30	15	55.56	12	44.44
N	水利、环境和公共设施管理业	137	45	32.85	19	42.22	26	57.78
O	居民服务、修理和其他服务业	40	16	40.00	10	62.50	6	37.50
P	教育	4	2	50.00	2	100.00	0	0.00
Q	卫生和社会工作	19	4	21.05	4	100.00	0	0.00
R	文化、体育和娱乐业	132	62	46.97	46	74.19	16	25.81
S	综合	382	155	40.58	45	29.03	110	70.97
总计		16390	5860	35.75	1960	33.45	3900	66.55

资料来源：作者计算整理。

考虑到现有评价指标和企业固有印象中投资活动的回报率往往高于生产经营活动等情况,本文对数据进行进一步分析、计算,探究在中国目前的资本市场上,两类营业活动间单位风险回报率的真实情况。首先,通过经营活动资本占比和投资活动资本占比的情况对生产性企业而非生产性企业进行划分<sup>①</sup>和资本错配情况计算,计算结果如表6所示,可以发现,生产性企业中发生资本错配的比例较小;其次,计算资本错配指标中两大营业活动单位风险回报率的实际情况,结果如表7所示,进一步说明了经营活动单位风险回报率较高。

表6 生产性企业而非生产性企业资本错配家数分析

	总家数	错配家数	错配家数占比(%)
生产性企业	12966	3900	30.08
非生产性企业	3424	1960	57.24
合计	16390	5860	35.75

注:生产性企业中资本错配的企业即为“经营活动多配型”严重错配,非生产性企业中错配的企业即为“投资活动多配型”严重错配。

资料来源:作者计算整理。

表7 经营活动、投资活动单位风险回报率情况分析

	企业家数	家数占比(%)	$\left(\frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}}\right)$ 均值
经营活动单位风险回报率高	11026	67.27	-8.8826
投资活动单位风险回报率高	5364	32.73	5.6825
合计	16390	100.00	-4.1159

注: $\left(\frac{r_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{r_{j,t}}{Risk_{j,t}}\right)$ 表示“投资活动单位风险回报率减去经营活动单位风险回报率的差额”,均值为负表示从企业平均来看,经营活动单位风险回报率较高。

资料来源:作者计算整理。

表8列示了本文主要变量的相关系数,结果显示资本错配指标与ROA、资产专用性、企业规模、资产负债率等存在显著的正相关关系,一定程度上表明资本错配程度越小(即资本错配指标越大),公司价值越大,这与描述性统计结果一致。各变量间相关系数均不高,不存在严重的共线性问题。

## 2. 实证结果及分析

(1)资本错配与公司价值。为控制可能遗漏的不随时间改变的个体异质性对回归结果的影响,本文首先使用Hausman检验对模型在固定效应和随机效应之间做出选择,结果显示固定效应模型更适合,据此本文使用双向固定效应模型研究资本错配对公司价值的影响。表9中列示了资本错配与公司价值的固定效应模型回归结果。其中,列(1)、列(2)为只控制了行业、年度固定效应,分别以ROA、Tobin Q为解释变量的回归结果,可以发现,资本错配的系数为正,分别为0.0015、0.0037,ROA在1%的水平上显著,表明在不控制其他控制变量时,资本错配指标增大,即资本错配程度减小,ROA会显著提升,Tobin Q的系数不显著,这可能与重要控制变量的缺失有关。在列(3)、列(4)中加入了其他影响公司价值的控制变量,结果显示,ROA、Tobin Q为解释变量时,资本错配指标的系数仍为正,分别为0.0012、0.0104,均在1%的水平上显著,这说明企业资本错配程度增大,会显著

<sup>①</sup> 将经营活动资本占比超过50%的企业划分为生产性企业,其他为非生产性企业。

表 8 主要变量的相关系数

	<i>ROA</i>	<i>Tobin Q</i>	<i>CMs</i>	<i>ASI</i>	<i>TA</i>	<i>Lev</i>	<i>FCF</i>	<i>Age</i>	<i>SOE</i>	<i>IND</i>
<i>ROA</i>	1									
<i>Tobin Q</i>	0.182***	1								
<i>CMs</i>	0.115***	-0.028***	1							
<i>ASI</i>	-0.160***	-0.176***	0.127***	1						
<i>TA</i>	0.062***	-0.432***	0.090***	0.141***	1					
<i>Lev</i>	-0.398***	-0.256***	0.031***	0.222***	0.343***	1				
<i>FCF</i>	0.338***	0.081***	0.087***	0.258***	0.040***	-0.148***	1			
<i>Age</i>	-0.144***	-0.079***	-0.007	0.046***	0.213***	0.316***	-0.038***	1		
<i>SOE</i>	-0.088***	-0.223***	0.001	0.224***	0.295***	0.240***	0.050***	0.325***	1	
<i>IND</i>	0.008	0.105***	0.014*	-0.069***	-0.100***	-0.107***	-0.007	-0.058***	-0.217***	1

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著。

资料来源：作者计算整理。

对公司价值产生损害,回归结果支持了 H1。回归结果中的其他变量符号与预期相同,结果与邵帅和吕长江(2015)等的基本一致。

(2)资本错配、资产专用性与公司价值。为检验 H2a、H2b,对模型(2)进行回归,同样地,为了控制可能遗漏的不随时间变化的个体异质性的影响,运用固定效应模型进行回归,回归结果列示于表 10。其中,列(1)、列(2)为只控制了行业、年度固定效应,分别以 *ROA* 和 *Tobin Q* 为解释变量的回归结果,在列(3)、列(4)中加入了其他影响公司价值的变量,也分别以 *ROA*、*Tobin Q* 为解释变量。表 10 结果显示,资本错配指标与公司价值仍然呈现显著的正相关关系,进一步验证了 H1;在未加入其他控制变量时,资产专用性与资本错配的交叉项(*ASI*×*CMs*)与 *ROA* 之间呈 1%水平的显著的正相关,*Tobin Q* 的回归结果呈现 10%水平显著的负相关;在加入其他控制变量后,*ROA* 呈现 5%水平显著的正相关,*Tobin Q* 呈现 5%水平的负相关。回归结果说明,资产专用性的提高会显著加剧资本错配程度的增大对企业会计业绩带来的负面影响,但会显著缓解资本错配程度的增大对企业市场绩效的负面影响,回归结果支持了 H2。

综合上述回归结果,资本错配指标的减小(即资本错配程度的增大)对公司价值(包括会计业绩与市场业绩)存在显著的负面作用;资产专用性(*ASI*)的提高将加剧资本错配对会计价值的负面作用,但将缓解资本错配对市场价值的负面作用。

### 3. 稳健性检验

(1)改变资本错配的度量指标。①改变货币资金和投资性房地产的划分。基于结论稳健性的考虑,由于货币资金和投资性房地产持有动机的多样性,货币资金和投资性房地产划分为投资活动还是经营活动可能影响回归结论,因此本文尝试将货币资金和投资性房地产划分到经营活动中去,构建 *CMs\_b* 指标,用该指标衡量资本错配,对模型(1)和模型(2)进行回归。回归结果说明,改变资本错配的度量指标后,对回归系数及显著性均无影响,与前文结论一致。②改变营业活动风险的度量。本文分别利用 *t*-2 年至 *t*+2 年(五年)、*t*-3 年至 *t*+3 年(七年)的各营业活动回报率的滚动取值标准

表 9 资本错配与公司价值的固定效应模型回归结果

	(1) <i>ROA</i>	(2) <i>Tobin Q</i>	(3) <i>ROA</i>	(4) <i>Tobin Q</i>
<i>CMs</i>	0.0015*** (12.8369)	0.0037 (1.0039)	0.0012*** (12.3365)	0.0104*** (3.0270)
<i>ASI</i>			-0.0295*** (-5.6283)	-0.5616*** (-3.7318)
<i>TA</i>			-0.00180 (-0.8024)	-1.1867*** (-15.9699)
<i>Lev</i>			-0.1386*** (-23.6522)	0.7060*** (3.8259)
<i>Growth</i>			0.0192*** (16.2455)	0.2791*** (8.5505)
<i>Sales</i>			0.0094*** (4.6380)	-0.1718*** (-2.7866)
<i>FCF</i>			0.1035*** (11.9437)	0.9486*** (5.1497)
<i>Pfrm</i>			0.0235*** (8.0176)	0.4181*** (4.9988)
<i>Age</i>			-0.0024*** (-7.5011)	0.3300*** (30.3704)
<i>SOE</i>			-0.0101*** (-2.8413)	-0.0807 (-0.7563)
<i>Top1</i>			0.0004*** (5.2590)	0.00380 (1.3611)
<i>Board</i>			-0.0011*** (-4.1393)	0.00360 (0.4810)
<i>IND</i>			0.0178 (1.5064)	0.2530 (0.7399)
<i>Pay</i>			0.0103*** (10.0065)	0.1730*** (5.1624)
<i>Dmeet</i>			0.0006*** (3.7546)	0.0342*** (7.8383)
<i>cons</i>	0.0933** (2.3036)	3.5666* (1.8701)	-0.1732*** (-3.4580)	26.8778*** (11.2986)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
N	16390	16390	16390	16390
R <sup>2</sup>	0.0466	0.2550	0.2890	0.3970
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0450	0.2540	0.2870	0.3960

注:括号内的数值为t值;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

表 10 资本错配、资产专用性与公司价值的固定效应模型回归结果

	(1) ROA	(2) Tobin Q	(3) ROA	(4) Tobin Q
<i>CMs</i>	0.0011*** (5.2630)	0.0136** (2.3150)	0.0009*** (5.3622)	0.0202*** (3.5097)
<i>ASI</i>	-0.0610*** (-9.6074)	-0.5303*** (-2.9405)	-0.0301*** (-5.7382)	-0.5428*** (-3.6107)
<i>ASI×CMs</i>	0.0010*** (2.8114)	-0.0174* (-1.9371)	0.0007** (2.5042)	-0.0188** (-2.2359)
<i>TA</i>			-0.00190 (-0.8356)	-1.1845*** (-15.9575)
<i>Lev</i>			-0.1382*** (-23.5708)	0.6963*** (3.7645)
<i>Growth</i>			0.0192*** (16.2215)	0.2799*** (8.5805)
<i>Sales</i>			0.0095*** (4.6728)	-0.1742*** (-2.8256)
<i>FCF</i>			0.1034*** (11.9618)	0.9491*** (5.1503)
<i>Pfrm</i>			0.0233*** (7.9783)	0.4219*** (5.0487)
<i>Age</i>			-0.0024*** (-7.4854)	0.3298*** (30.2937)
<i>SOE</i>			-0.0101*** (-2.8329)	-0.0818 (-0.7660)
<i>Top1</i>			0.0004*** (5.2559)	0.00380 (1.3641)
<i>Board</i>			-0.0011*** (-4.1276)	0.00350 (0.4681)
<i>IND</i>			0.0180 (1.5154)	0.2490 (0.7296)
<i>Pay</i>			0.0103*** (9.9984)	0.1732*** (5.1657)
<i>Dmeet</i>			0.0006*** (3.7580)	0.0341*** (7.8408)
<i>cons</i>	0.1314*** (2.7882)	3.9106** (1.9880)	-0.1733*** (-3.4631)	26.8815*** (11.2821)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
N	16390	16390	16390	16390
R <sup>2</sup>	0.0759	0.2580	0.2900	0.3980
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0742	0.2560	0.2880	0.3960

注:括号内的数值为t值;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

资料来源:作者计算整理。



差作为各营业活动风险的度量指标,构建资本错配指标,对模型(1)和模型(2)进行回归,实证结果未发生明显改变,仍然支持本文假设。

(2)改变资产专用性度量指标。①运用 Cushing and McCarty(1996)通过若干公司财务指标构建的资产专用性指数方程计算的  $SI$  变量作为资产专用性的代理变量;②运用德姆塞茨(1999)采用的固定资产总额与资产总额的比率作为公司资产专用性的代理变量;③运用传统总资产为分母的  $ASI$  指标作为资产专用性的代理变量。用上述指标衡量资产专用性,对模型进行回归,回归结果无显著改变,与前文结论一致。

(3)基于配对样本的检验。为进一步考察资本错配是否对公司价值产生影响,本文进行如下的配对样本检验。将资本错配指标  $CMs$  符号为负的企业,即存在严重资本错配的企业定义为实验组,样本数为 5860 个。资本错配指标符号为正的企业定义为非严重错配组,样本数为 10530 个,本文依照实验组样本为基准,使用 PSM(Propensity Score Tition Bias)的最近邻匹配法进行配对,回归结果与前文结论一致。另外,本文对共同支撑假设和平行假设进行了检验,密度函数图说明匹配符合共同支撑假设,平行假设检验结果显示匹配后所有变量的标准化偏差小于 5%,说明样本匹配较为成功。

## 六、结论和启示

随着中国市场经济的发展,企业的经营方式逐步趋于多元化,资本运营越来越成为企业运营中的重要方式。然而,受制于固有营业观念的影响,企业对营业活动的认识较为片面,缺乏对经营活动、投资活动两大营业活动效率的分析指标,导致企业的资本错配现象较为普遍,甚至出现严重的资本错配。本文首先借鉴之前专家学者的研究,界定经营活动、投资活动的总资本及回报率,构建了基于营业活动重新分类视角下的资本错配指标来衡量资本错配程度,以 2006—2015 年的 A 股上市公司为初始样本,通过指标计算初步验证了中国上市公司中有 35.75% 的企业存在严重资本错配情况,表明资本错配现象较为普遍。本文进一步通过实证检验分析资本错配是否对公司价值产生显著的负面作用。本文研究发现,基于营业活动重新分类视角下的资本错配会显著损害公司价值,即资本错配程度越大,企业会计绩效和市场绩效越低。进一步研究发现,资产专用性水平的增大会加剧资本错配对会计绩效的负面作用,但会缓解资本错配对市场绩效的负面作用。

本文的研究表明,①传统营业观念已不能满足指导企业合理配置资本的需求,中国上市公司资本错配现象严重,且严重损害了公司价值,阻碍了实体经济的发展,降低了社会资本整体的配置效率,如何促进企业营业观念的转变、减少营业活动间的资本错配,将直接影响公司价值,对中国进一步提升资本效率有着重要意义。②基于营业活动重新分类视角下的资本配置指标作为一种事后评价指标,将其应用于实践中可以帮助企业发现以前年度资本配置中存在的问题,结合实际情况进一步发现自身具有竞争优势的营业活动,通过对未来营业活动的单位风险回报率的测算,将更多的资本投入到未来单位风险回报率更高的活动中去,从而缓解企业资本错配程度,提升企业价值,具有较强的实际意义。③资产专用性的适度降低将一定程度上缓解资本错配对会计绩效的负面效应,但投资于专用性较高的资产会缓解资本错配对市场绩效的损害,因此,在企业进行决策时,应考虑资产专用性通过资本错配对会计绩效和市场绩效产生的间接影响。本文的研究提出了衡量基于营业活动重新分类视角下的资本错配的指标,提供了微观资本配置的新视角和新的经验证据,为微观资本配置研究提供了新思路,为企业资本配置提供了有益的参考,企业和学者应关注新的营业观念下的资本错配,以更好地提升公司价值,提高社会资本的配置效率。

## [参考文献]

- [1]白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005,(2):81-91.
- [2]陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. 经济研究, 2001,(11):3-11.
- [3]程宏伟. 隐性契约、专用性投资与资本结构[J]. 中国工业经济, 2004,(8):105-111.
- [4]葛家澍. 试评 IASB/FASB 联合概念框架的某些改进——截至 2008 年 10 月 16 日的进展[J]. 会计研究, 2009,(4):3-11.
- [5][美]哈罗德·德姆塞茨. 企业经济学[M]. 梁小民译. 北京:中国社会科学出版社, 1999.
- [6]侯青川,靳庆鲁,陈明端. 经济发展、政府偏袒与公司发展——基于政府代理问题与公司代理问题的分析[J]. 经济研究, 2015,(1):140-152.
- [7]金字超,靳庆鲁,宣扬. “不作为”或“急于表现”:企业投资中的政治动机[J]. 经济研究, 2016,(10):126-139.
- [8]李青原,陈晓,王永海. 产品市场竞争、资产专用性与资本结构——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2007,(4):100-113.
- [9]李青原,王永海. 资产专用性与公司资本结构——来自中国制造业股份有限公司的经验证据[J]. 会计研究, 2006,(7):66-71.
- [10]刘玉廷. 关于中国企业会计准则与国际财务报告准则持续全面趋同问题[J]. 会计研究, 2009,(9):6-9.
- [11]柳建华,卢锐,孙亮. 公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J]. 管理世界, 2015,(7):130-142.
- [12]卢华. 国有企业退出壁垒的案例分析——以我国纺织业为例[J]. 管理世界, 2000,(1):87-93.
- [13]卢建新. 内部资本市场配置效率研究[M]. 北京:北京大学出版社, 2008.
- [14]吕长江,赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界, 2008,(11):99-109.
- [15]邵军,刘志远. “系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究[J]. 管理世界, 2007,(6):114-121.
- [16]邵帅,吕长江. 实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?——来自中国民营上市公司的证据[J]. 管理世界, 2015,(5):134-146.
- [17]邵毅平,虞凤凤. 内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析[J]. 中国工业经济, 2012,(4):102-114.
- [18]孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999,(12):23-30+39.
- [19]汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003,(8):28-35.
- [20]王峰娟,邹存良. 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究[J]. 管理世界, 2009,(4):153-161.
- [21]王永海,范明. 资产专用性视角下的资本结构动态分析[J]. 中国工业经济, 2004,(1):93-98.
- [22]王跃堂,李侠. 财务报表列报改革及启示[J]. 审计与经济研究, 2012,(1):48-59.
- [23]王振山. 金融效率论——金融资源优化配置的理论与实践[D]. 东北财经大学, 1999.
- [24]王竹泉. 重新认识营业活动和营运资金[J]. 财务与会计(理财版), 2013,(4):1.
- [25]夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005,(5):40-51.
- [26]向朝进,谢明. 我国上市公司绩效与公司治理结构关系的实证分析[J]. 管理世界, 2003,(5):117-124.
- [27]徐向艺,张立达. 上市公司股权结构与公司价值关系研究——一个分组检验的结果[J]. 中国工业经济, 2008,(4):102-109.
- [28]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[J]. 经济研究, 2003,(2):64-74.
- [29]杨棉之. 多元化公司内部资本市场配置效率——国外相关研究述评与启示[J]. 会计研究, 2007,(11):44-49.
- [30]杨天宇,张蕾. 中国制造业企业进入和退出行为的影响因素分析[J]. 管理世界, 2009,(6):82-90.
- [31]杨兴全,齐云飞,吴昊旻. 行业成长性影响公司现金持有吗[J]. 管理世界, 2016,(1):153-169.

- [32]钟凯,程小可,张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016,(3):87-98+114.
- [33]周煜皓,张盛勇. 金融错配、资产专用性与资本结构[J]. 会计研究, 2014,(8):75-80.
- [34]朱武祥,潘玉平. 资本配置行为、资产置换与资源配置绩效:东方集团案例分析[J]. 管理世界, 2002,(8):116-124.
- [35]邹薇,钱雪松. 融资成本、寻租行为和企业内部资本配置[J]. 经济研究, 2005,(5):64-74.
- [36]Anderson, R.C., D.M. Reeb. Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500[J]. The Journal of Finance, 2003,(58):1301-1328.
- [37]Balakrishnan, S., I. Fox. Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure [J]. Strategic Management Journal, 1993,14(1):3-16.
- [38]Cushing, W. W. Jr, D. E. McCarty. Asset Specificity and Corporate Governance: An Empirical Test [J]. Managerial Finance, 1996,22(2),16-28.
- [39]IASB/FASB. The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information[R]. 2008.
- [40]Inderst, R., and C. Laux. Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition and Investment Opportunities[J]. The Rand Journal of Economics, 2005,(36):215-228.
- [41]Maksimovic, V., and G. Phillips. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries? Theory and Evidence[J]. The Journal of Finance, 2002,56(2):721-768.
- [42]Rajan, R., S. Henri, and L. Zingales. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment[J]. The Journal of Finance, 2000,55(1):35-80.
- [43]Stein, J.C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources [J]. The Journal of Finance, 1997,(52):111-133.
- [44]Williamson, O. Corporate Finance and Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 1988,(43):567-591.

## Capital Misallocation, Asset Specificity and Firm Value——Based on the Perspective of Reclassification of Business Activities

WANG Zhu-quan, DUAN Bing-lei, WANG Yuan-zhuo, CHEN Guan-lin

(Management College of Ocean University of China, Qingdao 266100, China)

**Abstract:** Under the New Normal in China, improving the allocation efficiency of capital and other factors is an important way to realize the transformation of economic growth mode. With the development of economic society, the notion that business activities including operating activities and investment activities is gradually popular. In the context of business activities reclassified, the study of capital allocation can be further extended to the level of business activities. This paper constructs the firm capital misallocation variable from the perspective of reclassification of business activities. Based on the empirical analysis of the Chinese A-share listed companies from 2006 to 2015, it is found that the misallocation between the business activities is common in China, and the firms with the more serious capital misallocation have lower firm values (ROA and Tobin Q). Further analysis shows that the increase of asset specificity will aggravate the negative effect of capital misallocation on ROA, but will mitigate the negative effect of capital misallocation on Tobin Q. Based on the perspective of reclassification of business activities, this paper discovers a kind of capital misallocation that damages firm value, broadens the research angle of micro-capital allocation, and provides reference and suggestion for the capital allocation of listed companies.

**Key Words:** capital misallocation; business activities; asset specificity; firm value

**JEL Classification:** M41 D61 G32

[责任编辑:王燕梅]