



No. C2007007

2007-05

我国上市公司与工业企业资本回报率反差现象（1993-2005）

——我国资本回报率系列研究之三

CCER“中国经济观察”研究组
研究人员：宋国青、卢锋、赵洪岩

执笔：卢锋

北京大学中国经济研究中心

No. C2007007 2007年5月18日

我国上市公司与工业企业资本回报率反差现象（1993-2005）

——我国资本回报率系列研究之三

CCER“中国经济观察”研究组
研究人员：宋国青、卢锋、赵洪岩

执笔：卢锋

北京大学中国经济研究中心

No. C2007007 2007年5月18日

内容提要

作为对我国资本回报率研究一部分，本文比较过去十余年我国工业企业与上市公司资本回报率，发现二者走势存在系统反差现象。把上市公司调整为工业部门上市企业，进而对两类工业企业内部分行业结构进行一致性调整后，两类企业资本回报率走势差异表现仍然存在。本文还简略评论对这一现象可能解释思路。

我国上市公司与工业企业资本回报率反差现象（1993-2005）

我国 20 世纪 90 年代初重建股票市场以来，上市公司从无到有从少到多，逐步发展成为对国民经济具有重要影响的新型企业类型。由于投资决策和政策设计对上市公司绩效分析的信息需求较强，加上获取上市公司财务数据相对便利，上市公司资本回报率等指标得到研究人士较多关注，并在缺乏整体企业资本回报率系统估测数据背景下，用来作为推论我国整体企业绩效的经验证据。

比较我国工业企业¹与上市公司资本回报率，可以发现二者走势存在系统反差。基本形态是 1990 前中期上市公司回报率较高而工业企业较低；整体工业企业回报率 1998 年开始强劲增长几年间，上市公司回报率仍在下降；近年上市公司回报率虽止跌回升，然而回升速度仍低于整体工业企业，导致最近几年上市公司回报率观察值反而低于整体工业企业。总起来看，过去十多年两类企业回报率变动轨迹呈现出某种“剪刀差”形状。

本文报告和观察上述反差现象。在简略介绍我国资本市场发展概况基础上，首先利用我们另文整理估测的工业企业资本回报率数据与上市公司进行比较，初步提出两类企业资本回报率反差现象。然后把上市公司调整为工业部门上市公司，进而对两类工业企业内部分行业结构进行一致性调整，更细致观察两类企业资本回报率走势差异表现。最后简略评论这一现象可能解释思路及其对于观察我国经济增长绩效的借鉴含义。

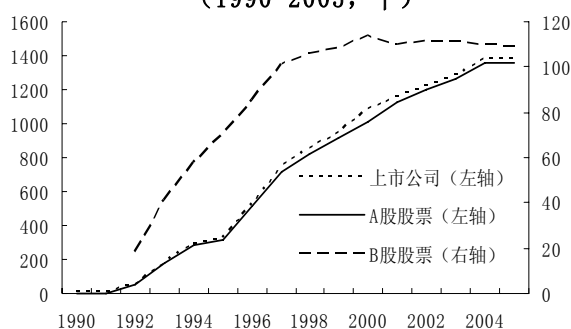
1、我国上市公司发展概况及资本回报率反差现象

随着 1980 年代我国经济体制改革推进和相关理论讨论深入，股票市场调节资源配置功能逐步得到认同。1990 年 11 月和 1991 年 7 月先后在上海和深圳建立证券交易所，标志我国资本市场建设取得突破性进展。沪深两市最初仅发行供境内机构、组织或个人²以人民币认购和交易的我国境内公司普通股股票即 A 股。1992 年开始发行仅供外国投资者买卖的中国境内公司发行的以外币交易的人民币特种股票即 B 股，到 2001 年 2 月 19 日 B 股市场改为同时对国内投资者开放。我国企业后来还陆续在香港、纽约、新加坡等地交易所上市。图 1 报告股市发展数据显示，我国上市公司从 1990 年代初 10 来家增长到 2005 年底 1381 家，A 股股票和 B 股股票分别发展到 2005 年 1300 多个和 100 多个。

¹ 依据我国工业统计体系设计，常规工业统计涵盖对象目前是国有和规模以上非国有工业企业，1998 年以前为乡及乡以上独立核算工业企业。1992-2005 年数据显示，上述样本企业占有工业企业增加值比重平均约为 71%。本文行文有时会不加区分地把样本企业称为整体工业企业。

² 不含台、港、澳投资者。

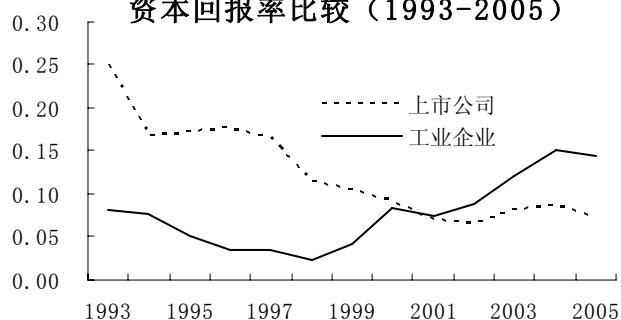
图1、我国上市公司与股票数目
(1990-2005, 个)



数据来源和说明：绝大部分年份上市公司统计数等于 A 股加 B 股股票数并减去同时在 A、B 股市场上市股票数。上市公司数量来自《中国统计年鉴 2006》，A 股、B 股股票数目 1999-2005 年数据来自《中国统计年鉴 2006》，1992-1998 年数据来自《中国统计年鉴 1999》。

下面度量上市公司资本回报率并与规模以上工业企业相同指标比较。上市公司仅限于 A 股上市公司，上市公司资本回报率是税后利润除以上年末所有者权益所得净资产收益率 (ROE)。图 2 报告 1993 年以来我国工业企业与全部上市公司资本回报率数据，可见两条回报率曲线走势存在明显反差形态。大体而言，2000 年之前全部 A 股上市公司收益率显著高于全国工业的收益率且差别越来越小直到相同，但是 2000 年之后全部工业的收益率开始高于全部 A 股上市公司，而且差距越来越大。

图2、我国上市公司与工业企业
资本回报率比较 (1993-2005)

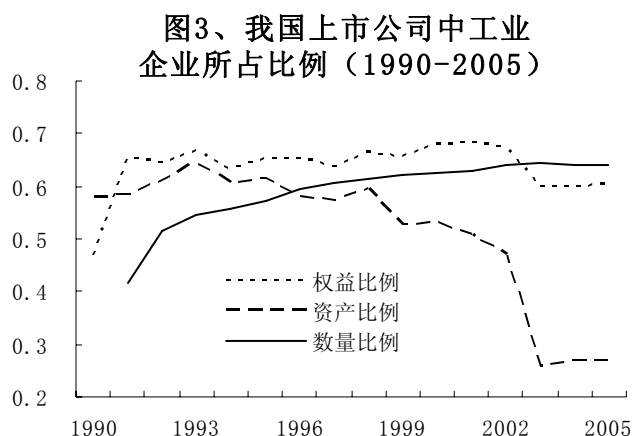


数据来源和说明：资本回报率数据是净利润对上年末所有者权益比率。工业企业指国有及非国有规模以上工业企业。工业企业资本回报率数据来自 CCER 中国经济观察研究组 (2007)，但是 1992 年权益数是根据 1992 年固定资产净值与 1993-2005 年间权益与固定资产净值比例的均值估计而得。上市公司是我国 A 股上市公司，资本回报率根据 1990-2005 年 A 股上市公司数据库相关财务数据计算，该数据库 2005 年包含 1347 个上市公司。1993-1995 年间有部分企业因缺失上年所有者权益数据而无法计算资本回报率，1995 年以后数据可获得性大为改进，几乎所有上市公司都能进入资本回报率计算过程。

2、我国两类工业企业资本回报率反差现象

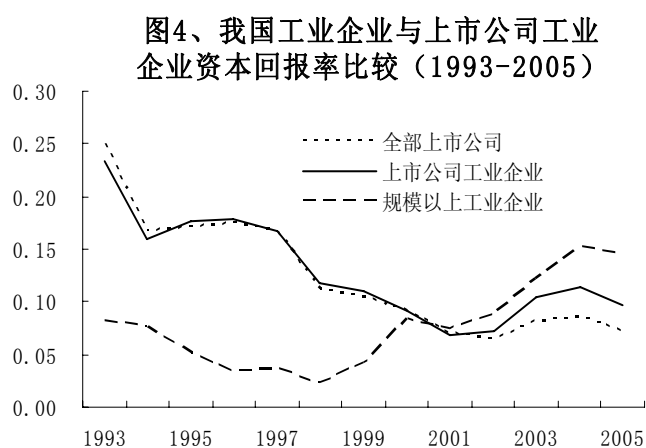
上面比较两类企业对象分别是所有上市公司和规模以上工业企业。上市公司中存在不同部门企业，非工业部门上市公司资本回报率走势特点可能是导致上述反差现象的潜在重要原因。与全部工业企业对应口径是上市公司中工业部门企业，二者资本回报率应更为可比。我国工业统计对象包括采掘、制造和电力、煤气及水生产和供应等三类部门。依据上市公司数据库显示的各上市公司行业分类

信息，本文研究的 2005 年 1347 家 A 股企业样本中有 862 家工业企业。从图 3 报告上市公司中工业企业所占比重看，1991 年以来工业类别企业个数占全部 A 股上市公司比例值平均为 60%；工业类别上市公司所有者权益在全部 A 股上市公司中的比例也基本稳定在 60% 多；不过资产比重变动较大，近年较多金融保险业公司上市，由于这类企业负债率较高特点，工业企业资产比重从 2002 年以前平均 57% 下降到 26%。



数据来源和说明：中国 A 股上市公司数据库。笔者利用该数据库时 2005 年上市公司数据为 1347。

图 4 报告 1993-2005 年 A 股上市公司中工业类别企业资本回报率，发现上述差异现象依然存在，不过 2002 年以来上市公司工业类别企业与一般工业企业的利润率差别要小于全部上市公司与一般工业企业利润率差别。需要说明，上市工业企业与一般工业企业概念对象上具有交叉性，如 2005 年上市公司工业企业所有者权益与总资产占规模以上工业企业比例均约为 13%。因而如果从工业企业中剔除上市工业企业，则上述回报率走势反差程度应更大³。



数据来源和说明：资本回报率定义以及工业企业整体资本回报率数据见图 2。上市公司工业企业资本回报率依据 A 股上市公司数据库相关财务数据计算。

³从本文完稿时可以获得 2006 年数据的部分样本上市公司企业情况看，2006 年上市公司资本回报率比整个工业企业同一指标上升较快，因而二者资本回报率差距似乎在快速缩小。等到所有上市公司数据公布后可以进一步观察这一问题。

3、调整子部门结构后资本回报率反差现象

进一步考虑，规模以上工业企业与上市公司工业企业内部分行业结构可能存在差别，如果回报率较高行业在上市公司中所占比重在 2000 年前后发生显著变动，也会导致工业上市公司相对回报率先高后低。因而要确认两类企业资本回报率反差，也许还需要控制住它们各自内部分行业结构。为此利用一般工业企业子部门相对比例作为权重，对上市公司资本回报率进行调整，从而获得子部门结构一致性基础上两类企业资本回报率比较。

我国一般工业企业与上市公司工业企业分类方法不尽相同，调整内部结构首先要使两类工业内部子部门建立对应衔接关系。依据国家统计局分类方法，工业部门包括采掘、制造业、水电热气供应等三个门类，其中包含 39 个子部门。依据我国证券监管部门规定，上市公司分类系统包括三个基本层次：第一个层次是 13 个“门类”，用 A-M 单字母升序编码；第二层是“大类”，用所属门类单字母加两位数字编码；第三层是“中类”，用所属大类单字母加四位数字编码。考虑上市公司中制造业企业较多，又对制造业在门类和大类之间增设一个名为“次类”的辅助性编码，用制造业门类标示单字母“C”加一位数字编码，其中包括 8 个此类编码部门（中国证券监督管理委员会，2001）。

本文对两类企业采用的衔接方法，是选择上市公司中 B（采掘）、D（水电等）等两大门类以及制造业门类中八个次类加 C99（其它制造业）大类，构成两类工业企业 12 个子部门对接体系。表 1 报告两类工业企业行业分类对接方法。

表 1、我国两类工业企业行业分类系统比较和衔接

上市公司行业分类	工业企业行业分类
B 采掘业	1) 煤炭开采和洗选业 2) 石油和天然气开采业 3) 黑色金属矿采选业 4) 有色金属矿采选业 5) 非金属矿采选业 6) 其他采矿业
C0 食品、饮料	7) 农副食品加工业 8) 食品制造业 9) 饮料制造业
C1 纺织、服装、皮毛	10) 纺织业 11) 纺织服装、鞋、帽制造业 12) 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业
C2 木材、家具	13) 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 14) 家具制造业
C3 造纸、印刷	15) 造纸及纸制品业 16) 印刷业和记录媒介的复制 17) 文教体育用品制造业
C4 石油、化学、塑胶、塑料	18) 石油加工、炼焦及核燃料加工业 19) 化学原料及化学制品制造业 20) 化学纤维制造业 21) 橡胶制品业 22) 塑料制品业
C5 电子	23) 通信设备、计算机及其他电子设备制造业
C6 金属、非金属	24) 非金属矿物制品业 25) 黑色金属冶炼及压延加工业 26) 有色金属冶炼及压延加工业 27) 金属制品业
C7 机械、设备、仪表	28) 通用设备制造业 29) 专用设备制造业 30) 交通运输设备制造业 31) 电气机械及器材制造业 32) 仪器仪表及文化、办公用机械制造业
C8 医药、生物制品	33) 医药制造业
C99 其他制造业	34) 烟草制品业 35) 工艺品及其他制造业 36) 废弃资源和废旧材料回收加工业
D 电力、煤气等生产供应	37) 电力、热力的生产和供应业 38) 燃气生产和供应业 39) 水的生产和供应业

资料来源：一般工业企业行业分类方法见《中国统计年鉴（2006）》，上市公司行业分类方法见中国证券监督管理委员会（2001）。

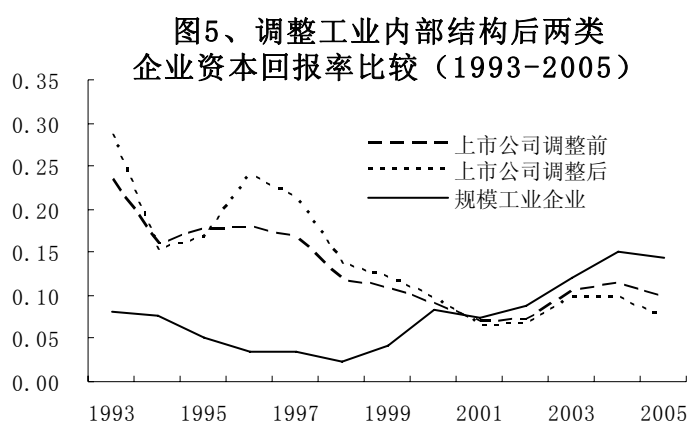
接着计算规模以上工业企业对接分行业所有者权益比例权重⁴。为观察不同年份该权重值变动情况，分别计算了 1995、2005 两个年份权重比例值加以比较。表 2 报告计算结果显示 1995 年和 2005 年工业企业各行业所有者权益权重比例数据相关系数为 0.96，各行业权重差别绝对值为 0.2% 到 4%，可见采用两个年份不同权重调整结果差异很小，所以后面仅仅采用 2005 年调整权重。

表 2、工业企业行业分类及所有者权益比重

序号	行业编码	行业名称	1995年比重	2005年比重
1	B	采掘业	0.0982	0.089
2	D	电力、煤气及水生产供应	0.1523	0.1857
3	C0	食品、饮料	0.0587	0.0525
4	C1	纺织、服装、皮毛	0.0679	0.0601
5	C2	木材、家具	0.0082	0.0102
6	C3	造纸、印刷	0.0284	0.0301
7	C4	石油、化学、塑胶、塑料	0.13	0.1281
8	C5	电子	0.0342	0.0653
9	C6	金属、非金属	0.1974	0.1546
10	C7	机械、设备、仪表	0.1747	0.1707
11	C8	医药、生物制品	0.0165	0.026
12	C99	其他制造业	0.025	0.0277

数据来源和说明：1995 和 2005 年数据分别来自 1996 和 2006 年《中国统计年鉴》。1995 年工业内部也包含 39 个行业，不过与 2005 年工业内部行业分类方法比较，采掘业多一个“木材及竹材采运业”，制造业多一个“其他制造业”。

净资产利润率为各部门利润总和与净资产总和比值，因而全部行业加权平均回报率 ROE 是各行业利润率 ROE_i （其中 i 代表各行业）与权益比例 W_i 的乘积之和即 $ROE = \sum_i ROE_i * W_i$ 。图 5 报告结构调整后资本回报率数据，显示两类企业资本回报率甚至略有扩大，可见上述反差是独立于两类企业子部门结构因素的稳定现象。



⁴ 由于计算的是利润与上年所有者权益比例，而中国统计年鉴中的数据所有者权益和净资产数据并不完全相等，所以采用所有者权益比例，而不是净资产即资产总计与负债总计之差比例。

资料来源和说明：用 2004 年规模以上工业企业所有者权益子部门比重作为权重对上市公司进行资本回报率进行调整。资本回报率定义见图 8-5。工业企业整体资本回报率数据见图 5。上市公司工业企业资本回报率依据 A 股上市公司数据库相关财务数据计算。

4、上市公司资本回报率走势特点可能原因简评

本文在仔细比较相关数据基础上观察到我国上市公司与一般企业资本回报率走势反差现象。为什么我国两类企业会出现资本回报率系统反差？透彻解释这一现象需要专门深入研究，这里仅简略讨论有关这一现象成因的几种可能假说。一是所谓上市公司夸大利润说。上市公司为了达到上市标准存在夸大利润倾向，虚报利润导致交纳更多所得税，实际盈余公积小于帐面盈余公积，实际净资产小于帐面净资产。即使后来上市公司不再虚报利润，实际利润率没有发生变化，也会由于其帐面净资产虚高而显得利润率下降。这一观点假设上市公司实际盈利水平可能没有下降那末多，净资产收益率观察值下降可能是上市公司弄虚作假导致净资产虚增的财务表现。由于弄虚作假行为难以长期持续，因此上述剪刀差现象会逐渐减弱和消失。

二是上市公司圈钱说。上世纪 90 年代中后期企业上市高峰时期，企业上市一般操作方法是质量较好资产“打包”上市，同时把劣质资产、不赢利经营业务、贷款及养老金等负债通常留在集团公司或下属公司。上市后企业集团母公司有时将上市筹集资金和正常盈利用于支持集团内部的结构改革，有时将这些资金投资于其核心业务中判断失误项目或其它非核心业务。企业集团往往利用对下属上市公司控制权，利用借款和其他各种关联交易方法从下属上市公司获得现金收入。如 2002 年对 71 家上市公司的问卷调查结果显示，为最大股东提供贷款平均达到上市公司股本的 46%，多数借款公司都计划在 2 至 3 年或更长时间后再还款，而且不打算用现金偿还（世界银行中国代表处，2005）。上市公司开始把优质资产上市，然后通过圈钱行为得到回报，这一行为机制有可能导致上市公司资本回报率先高后低现象。

三是国外上市竞争和缺乏淘汰机制说。1990 年代中后期国内企业 IPO 基本在国内资本市场上市，然而近年情况有所变化，越来越多业绩优良企业选择到国外上市。1998-2005 年间境外上市公司数目从 43 个增加到 122 个，占我国上市公司总数比重从 5%左右增长到近 9%。境外上市融资占股票融资比重波动很大，从 1998 年最低年份 4.5%到 2005 年最高年份为 82%。A 股市场面临境外上市竞争，得不到充足优质新上市公司资源补充，结果导致上市公司整体回报率下降。缺乏淘汰机制说认为，国内股市缺乏切实有效的淘汰机制，不少亏损上市公司在资本市场苟延存留，导致上市公司平均回报率下降。

两类企业资本回报率系统反差应是与我国资本市场发展特定阶段条件相联系的非常态现象，对其具体成因需要从不同角度进行深入研究，才可能得到比较有说服力的解释。然而本文观察数据提示我们，从资本回报率角度分析投资和经济运行效率需要考虑企业样本选择问题。我国股票市场在一定时期缺乏较好显示经济运行真实效率状态的晴雨表功能，因而利用上市公司资本回报率数据推测评估工业部门和整体经济效率，所得判断在特定时期可能存在较大误差。

引用文献

CCER 中国经济观察研究组 (2007): “我国资本回报率估测 (1978-2006) ——新一轮投资增长与微观景气微观基础”, 北京大学中国经济研究中心《中文讨论稿》No. C2007002, 2007 年 2 月 9 日。

世界银行中国代表处 (2005): 《国有企业分红: 分多少? 分给谁? 》, 未公开发表研究报告, 2005 年 10 月 17 日。

肖耿, 2006; “中国资本回报率之谜”《南方周末》“外部观察栏目” 2006 年 9 月 21 日。

中国证券监督管理委员会 (2001): 《上市公司行业分类指引》2001 年 4 月 3 日。