

企业战略性资金错配判别标准构建

王苑琢 王竹泉

摘要：传统的经济活动分类将全部经济活动划分为经营活动与理财活动（涵盖投资活动和筹资活动），经营活动被视为企业最主要的经济活动，因而在资金配置上处于优先地位。这从根本上扼杀了企业战略性资金配置的选择机会。在将全部经济活动分类为营业活动（含经营活动和投资活动）和筹资活动的基础上，在经营活动与投资活动之间的资金配置成为企业资金配置战略性的决策，战略性资金错配判别标准将为这一战略决策提供方法指导。

关键词：战略性资金配置；资金错配；经营活动多配型；投资活动多配型

中图分类号：F275.1 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2019) 21-0034-03

资金的本性是“逐利避险”，追求同等风险下的回报最大化和同等回报下的风险最小化，因此资金应被投入到风险收益比更高的地区、行业、企业中，进而再被配置到风险收益比更高的价值创造活动中。如若资金配置和风险收益出现背离，那么资金错配就会发生。在微观层面，企业内部资金配置是否有效将显著提升（损害）企业绩效和公司价值。在产品市场充分竞争、资本市场繁荣发展的经济时代，将资金配置于企业内部通过经营活动创造价值，还是配置于企业外部通过投资活动创造价值，是每个企业均会面临的第一层次的资金配置问题，是企业战略层面的资金配置问题。

通过对我国非金融类上市公司资金效率调查发现，我国实体经济整体层面经营活动资金回报率近十年来保持在14%以上，而投资活动资金回报率则围绕在6%上下波动，接近一年期基准利率的1.2倍，略低于市场平均融资成本，经营活动资金效率水平明显高于投

资活动，而整体层面投资活动的资金占比却达到24%至34%之间。就实体企业整体层面的数据而言，即便将风险因素考虑在内，经营活动与投资活动间的资金错配现象仍然普遍存在。因此，构建基于营业活动视角的战略性资金错配判别标准对于解决企业内部资金错配问题，促进资金的有效流动均具有重要意义。

一 战略性资金错配判别标准构建的基本原则

企业究竟应该将资金更多的留在企业内部进行实业经营，还是应该投资于企业外部获取资金收益？这是企业在资金配置中所面临的首要问题。按照资源配置效率理论，资金应该流向资金效率更高的领域，才能实现帕累托最优。在风险水平相同的情况下，企业在经营活动与投资活动之间的资金配置原则也应以资金效率更高者优先，否则，便会造成企业战略性资金错配，导致企业总

资金效率的折损。

对于存量资金错配的衡量，企业营业活动间的资金错配程度主要体现在两个方面：其一，在两类营业活动的资金效率水平差距相同的条件下，企业向资金效率更低的营业活动配置的资金越多，则企业的资金配置效率越低，企业内部资金错配越严重；其二，在企业向两类营业活动配置的资金比例一定的条件下，两类营业活动的资金效率差距越大，则企业的资金配置效率越低，企业内部资金错配越严重。

对于增量资金错配的衡量，为了确保企业总资金报酬率的最大化，企业在增加投资时，应该将资金配置于边际资金报酬率更高的营业活动，企业在缩减投资时，应该缩减边际报酬率更低的营业活动的资金占用，否则，便会导致企业总资金效率偏离最优水平，造成企业总资金效率损失。企业的实际资金的配置偏离最优配置决策的程度越大，则企业的资金效率损失便越大，企业的资金

基金项目：国家社科基金“微观企业资本错配成因与化解对策研究”（16CJY007）；山东省自然科学基金“基于资本运营特征分类的国有资本配置结构优化与配置效率提升研究”（ZR2019MG036）

作者简介：王苑琢，中国海洋大学管理学院，中国企业营运资金管理研究中心；

王竹泉，中国海洋大学管理学院教授，博士生导师，中国企业营运资金管理研究中心主任，通讯作者。

错配程度也就越严重。

企业的存量资金配置结构是企业多期增量资金配置决策的历史累计。资金应该不断地由资金效率低的营业活动流向资金效率高的营业活动,只有当经营活动与投资活动的资金回报率相等时,资金才应停止流动,此时企业的总资金配置结构达到最优状态。只要两类营业活动还存在资金效率的差异,便存在对最优资金配置结构的偏离,即存量资金的资金错配。

二、战略性资金错配测度指标设计

(一) 资金结构错配程度指标

按照资金配置效率原则,企业究竟应是将增量资金配置于经营活动还是投资活动,则主要取决于相同风险条件下两类营业活动的边际资本回报率。企业在经营活动与投资活动之间的资金配置结构是企业增量资金配置决策的累积结果,经营活动的资金回报率与投资活动的资金回报率则体现了企业在两类营业活动中运用资金创造价值的能力。在风险相当的情况下,当企业经营活动与投资活动资金运用效率存在差异时,企业为了提高资金配置效率,应尽可能多地将资金配置于资金回报率更高的营业活动中,并尽量减少资金回报率低的营业活动的资金配置占比,否则便会因为资金错配而降低企业的总资金回报率。企业配置于低效率的营业活动的资金比重能够反映出企业战略性资金结构错配的程度。由此本文设计了资金结构错配程度指标CMS1,该指标数值越大,代表企业内部资金错配程度越严重。具体计算方法如公式1所示:

$$CMS1 = \begin{cases} \frac{C_{j,t}}{C_t} \times \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} > \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \\ \frac{C_{i,t}}{C_t} \times \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} < \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \end{cases}$$

公式1 资金结构错配指标计算公式

其中, C_t 、 $C_{j,t}$ 、 $C_{i,t}$ 依次代表t期企业总资金、投资活动资金占用、经营活动资金占用, $\frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}}$ 、 $\frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}}$ 依次代表企业t期投资活动资金效率水平、经营活动资金效率水平。当企业经营活动资金效率水平高于投资活动资金效率水平时,投资活动资金占比越高,表示资本结构错配程度越严重,当企业投资活动资金效率水平高于经营活动资金效率水平时,经营活动资金占比越高,资金结构错配程度越严重。

(二) 资金错配损失率指标

为了衡量企业资金错配导致的资金回报损失,本文设计了资金错配损失率指标CMS2。该指标表示企业每1元资金中由于错配在效率更低的营业活动中而损失的资金回报额。该指标的计算方法是用资金效率更低的营业活动资金占比乘以资金效率更高的营业活动资金回报率与资本效率更低的营业活动资金回报率之差,具体计算方法如公式2所示(公式2中的字母含义与公式1相同)。当该指标为正数时,该指标越大,代表由于企业内部资金错配导致的资金回报率损失越大;当该指标为负数时,表示由于资金效率低的营业活动承担了较多的风险,其资金回报率高于资金效率更高的营业活动,虽然这种资金错配在短期内提升了企业整体的资金回报率,但如果一直将资金配置于单位风险资金回报率更低的营业活动中,从长期来看这种错配依然会导致企业资金回报率的损失。

$$CMS2 = \begin{cases} \frac{C_{j,t}}{C_t} \times (ROA_{i,t} - ROA_{j,t}) & \text{if } \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} > \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \\ \frac{C_{i,t}}{C_t} \times (ROA_{j,t} - ROA_{i,t}) & \text{if } \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} < \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \end{cases}$$

公式2 资金错配损失率计算公式

三、战略性资金错配的企业分类判别标准

由于委托代理、信息不对称等因素的存在,企业资金错配问题往往是难以

完全消除的。根据资金错配的严重程度和错配方向对企业进行分类,则有利于分类制定资金错配改善措施提供指导信息。故除了设计精准的战略性资金错配程度测度指标外,本文还制定了战略性资金错配的企业分类标准。

(一) 基本正配与严重错配的企业分类标准

在风险水平相同的条件下,如果企业经营活动的平均资金回报率高于投资活动,并且企业的经营活动资金占比高于投资活动资金占比,或者企业投资活动的平均资金回报率高于经营活动,并且企业的投资活动资金占比高于经营活动资金占比,则表明企业将更多的资金配置到了资金效率更高的营业活动中,截至当前企业的资金配置累积决策是基本正确的。此时,我们评价企业总体的资金配置结构属于基本正配。与之相反,在风险水平相同的条件下,如果企业经营活动的平均资金回报率高于投资活动,然而企业的经营活动资金占比却低于投资活动资金占比,或者企业投资活动的平均资金回报率高于经营活动,但是企业的投资活动资金占比低于经营活动资金占比,则表明企业将更多的资金配置到了资金效率更差的营业活动中,截至当前企业的资金配置累积决策出现了严重的方向错误,此时,我们评价企业总体的资金配置结构属于严重错配。通过将两类营业活动资金效率水平的高低与资金配置占比的大小的一致性进行比较,可以判断企业内部资金是属于基本正配还是严重错配。为此,本文设计判别标准CMS3,判别方法如公式3(公式3中的字母含义与公式1相同)所示:

$$CMS3 = \left(\frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} - \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \right) \times \left(\frac{C_{i,t}}{C_t} - \frac{C_{j,t}}{C_t} \right)$$

公式3 基本正配与严重错配计算公式

当企业将更多的资金配置于资金效率更高的营业活动中时,CMS3为正值,

企业资金属于基本正配,当企业将更多的资金配置于资金效率更低的营业活动中时,CMS3为负值,企业资金属于严重错配。除此之外,当企业两类营业资金效率水平相等时,或两类营业活动资金占比相等时,CMS3等于0,CMS3的数值无法准确区分两类资金配置效率,但是由于上述两种情况在现实中极少发生,因此CMS3的判别标准对于绝大多数企业是基本适用的。

(二) 投资活动多配型与经营活动多配型的企业分类标准

企业应将资金尽可能地配置于高效率的营业活动中,才能实现价值创造的最大化。如上文所述,由于在一定条件和短时间内企业在两类营业活动中的资金效率水平相对稳定,企业在低资金效率的营业活动中所配置的资金是企业的错配资金。当企业经营活动资金回报率高于投资活动资金回报率时,则企业应将资金配置于经营活动而非投资活动,此时,企业在投资活动配置的资金比重越大,则资本错配程度越严重,此类企业我们称之为投资活动多配型企业。与之相反,当企业经营活动资金回报率低于投资活动资金回报率时,则企业应将资金配置于投资活动而非经营活动,此时,企业在经营活动配置的资金比重越大,则资金错配程度越严重,此类企业我们称之为经营活动多配型企业。具体分类标准如公式4(公式4中的字母含义与公式1相同)所示。

四、我国实体企业战略性资金错配状况初探

运用本文所构建的企业战略性资金错配判别标准,以2008年至2017年我国非金融类上市公司为样本对我国实体企业战略层面资金错配状况进行初步调查发现:(1)每年均有超过四分之一的企业资金错配状况属于严重错配,所有

$$CMS_dum = \begin{cases} \text{投资活动多配型企业} & \text{if } \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} > \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \text{ and } \frac{C_{j,t}}{C_t} > 0 \\ \text{经营活动多配型企业} & \text{if } \frac{ROA_{i,t}}{Risk_{i,t}} < \frac{ROA_{j,t}}{Risk_{j,t}} \text{ and } \frac{C_{i,t}}{C_t} > 0 \end{cases}$$

公式4 企业内部资金错配分类标准计算公式

行业几乎每年均有10%以上的企业资金错配状况属于严重错配,我国实体企业战略层面资金错配情况不容乐观。(2)有超过80%的实体企业属于投资活动多配型企业,经营活动多配型企业数量占比不到20%,投资活动多配型企业占据多数,因此,加强对投资活动资金效率考核,谨防“脱实向虚”是多数企业解决战略层面资金错配的关键。(3)受资金配置灵活性差异的影响,经营活动多配型企业的资金结构错配程度更为严峻,在投资活动多配型企业中资金结构错配程度低于0.5的企业数量占比达到78.2%,而在经营活动多配型企业中资金结构错配程度低于0.5的企业数量占比仅为23.2%。(4)在投资活动多配型企业中有23.4%的企业资金错配损失率超过10%,在经营活动多配型企业中有30.8%的企业资金错配损失率超过10%,无论是经营活动多配型企业还是投资活动多配型企业,都有相当数量的企业因为战略层面资金错配遭受了严重的总资金效率损失。

由调查数据可见,我国实体企业战略层面资金配置状况不容乐观,由于战略性资金错配导致的总资金效率损失不容忽视,谨防“脱实向虚”是绝大多数企业防范战略性资金错配的重点方向,此外,由于经营活动资金配置灵活性较差而产生的资金退出壁垒也是造成严重战略性资金错配的重要原因之一,应予以重视。

五、小结

基于营业活动分类的战略层面资金错配问题是每个企业面临的首要层次资金配置问题。我国实体企业战略层面资

金错配状况不容乐观,但由于营业观念和传统财务分析体系的落后,战略性资金错配判别标准的构建还十分不完善,导致战略性资金错配问题的解决缺乏有力的抓手,本文主要针对两类营业活动间存量资本的资金错配判别标准进行了探讨,还十分不全面,未来研究还可从增量资金错配判别标准、营业风险的标准方法、流量资金配置与存量资金配置的联系等多个维度对战略性资金错配判别标准进行完善。

责任编辑 武献杰

主要参考文献

- [1] 杨棉之,孙健,卢闯.企业集团内部资本市场的存在性与效率性[J].会计研究,2010,(4):50-56+96.
- [2] 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.
- [3] 王苑琢,王竹泉,孙莹,孙建强,杜媛.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2016[J].会计研究,2017,(12):66-72+97.
- [4] 王竹泉,王苑琢,王舒慧.中国实体经济资本效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在? [J].管理世界,2019,35(2):58-73+114+198-199.
- [5] Matsusaka J G, Nanda V K. Internal Capital Markets and Corporate Refocusing[J]. Social Science Electronic Publishing.