

学校编码: 10384

分类号_密级_

学号: 17520111151145

UDC_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

上市公司委托理财行为研究
——来自中国资本市场的证据

An Empirical Study on the Behavior of Entrusted Financing

By the Listed Company

——The Evidence from Chinese Capital Market

陈若晴

指导教师姓名: 曲晓辉 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2014年4月

论文答辩时间: 2014年5月

学位授予日期: 2014年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

上市公司的委托理财行为是一种具有中国特色的资本市场现象，它在我国的主要表现形式是上市公司以现金或银行存款作为委托财产，以银行、信托公司、基金等主体作为受托人，将委托财产交付给受托人在特定期限内进行管理。委托理财所获收益在委托人和受托人之间按照约定进行分配，或者由委托人以管理费的形式支付于受托人。

委托理财本是一种可以有效提高资金运作效率的财务管理方式，但上市公司大规模的委托理财行为却值得商榷。作为公众主体的上市公司，本身承载着行业引领和经济发展的社会责任。如果上市公司的主要资金不是投入实体经济，而是用于虚拟经济中以钱生钱，这种做法势必导致资本市场的资源配置功能的扭曲，也不利于上市公司提升核心竞争力和实现可持续发展，而委托理财自身的风险也会给企业带来不利影响。

随着 2013 年以来严重‘钱荒’的爆发，无论是参与委托理财的上市公司数量还是涉及的委托理财规模都屡创新高。在此背景下，本文以 2011-2013 年发生委托理财事项的上市公司为研究对象，从委托理财业务数据统计和实证检验两方面着手，探究影响上市公司的委托理财行为的内在影响因素，并探讨其动机。

本文的研究表明，上市公司委托理财的偏好于使用股权融资资金。行业不景气或是主营业务发展较差的企业，为了掩盖主营业务经营不佳的状况，更倾向进行委托理财，通过理财收益提高总体经营业绩。而大规模使用股权融资资金进行委托理财的上市公司，具有“圈钱”的嫌疑。

关键词：委托理财；影响因素；动机

ABSTRACT

Entrusted financing by listed company is a unique phenomenon in Chinese capital market. It is a phenomenon that the listed company entrusts its cash or cash in bank to the trustee, such as bank, trust company, fund company and so on, and the trustee manages the entrusted property in a specific period according to a contract. The benefits obtained from the property management are distributed between the both sides in accordance with the contract, or a certain fee is charged as the payment to the trustee.

Entrusted financing seems to be an effective way to improve the capital turnover. However, the entrusted financing by listed companies is questionable. Because once the company goes public, it has to undertake corresponding social responsibility in leading the industry and economic development. But the listed company puts its primary money into the virtual economy instead of the real economy, which will distort the resource allocation function of the capital market, as well as have adverse effect on the sustainable development and core competence of the listed company. Meanwhile, the risk of entrusted financing will also do harm to the company.

From 2011 to 2013, with the outbreak of the shortage of money in China, the phenomenon of entrusted financing of listed company also ushers in a new climax, which both in number and scale is at a record high. In such a context, this paper, by analyzing real financing data and making empirical research, explores the internal driving factors which influence the entrusted financing of listed company.

The empirical results of this paper shows that listed companies, whose industry is in bad condition or whose main business runs into trouble, are more likely to entrust financing. In order to cover up the poor performance of their main business, these listed companies use the financial income to improve the overall performance. Meanwhile, from the perspective of capital resource, equity capital, which including capital from IPO, allotment and additional, is preferred.

Key Words: Entrusted Financing; Affecting Factors; Motivation

目 录

第一章 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究方法	2
1.3 研究发现	2
1.4 研究框架	3
1.5 创新与局限	4
1.5.1 研究创新	4
1.5.2 研究局限	4
第二章 委托理财回顾与分析	6
2.1 委托理财的概念	6
2.2 中国上市公司委托理财的发展回顾	7
2.2.1 萌芽阶段（1993-1998 年）	8
2.2.2 第一次兴起（1999-2004 年）	8
2.2.3 平稳过渡期（2005-2010 年）	12
2.3 委托理财近况分析（2011-2013 年）	12
2.3.1 总体情况	13
2.3.2 平均情况分析	15
2.3.3 行业分布	18
2.3.4 板块分布	21
2.3.5 受托方集中度	22
2.3.6 资金使用来源	23
2.3.7 分析总结	24
2.3.8 数据对比	25
2.4 上市公司委托理财存在的问题与风险	26
2.4.1 上市公司委托理财存在的问题	26
2.4.2 上市公司委托理财的风险	29
第三章 文献综述	30
3.1 委托理财相关的文献	30
3.1.1 委托理财的概况、特征、动因	30
3.1.2 委托理财的风险	33
3.1.3 委托理财案例分析	33

3.1.4 委托理财行为的对策.....	34
3.2 代理理论	35
3.3 自由现金流理论	36
第四章 研究设计与样本选择	38
4.1 研究假设	38
4.2 研究目的与方法	41
4.3 样本选择与方法	42
第五章 实证研究与分析	45
5.1 自变量相关性检验	45
5.2 描述性统计及单因素分析	48
5.3 二元逻辑模型（Probit model）分析.....	500
5.4 研究结论	52
5.4.1 实证检验结论.....	52
5.4.2 研究结论对比.....	54
第六章 研究结论及局限性	55
6.1 研究结论	55
6.2 创新及局限性	56
6.2.1 研究创新.....	56
6.2.2 研究局限及未来研究展望.....	57
参考文献.....	59
致谢.....	63

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Methodology	2
1.3 Research Finding	2
1.4 Research Framework	3
1.5 Innovations and Limitations.....	4
1.5.1 Innovations.....	4
1.5.2 Limitations	4
Chapter 2 The Review and Analysis of Entrusted Financing	6
2.1 The Definition of Entrusted Financing.....	6
2.2 The Review of Entrusted Financing of Chinese Listed Company	7
2.2.1 The Infancy Period (1993-1998)	8
2.2.2 The First Boom (1999 -2004)	8
2.2.3 The Interim (2005-2010)	12
2.3 Analysis of Current Situation (2011-2013)	12
2.3.1 The Analysis of the Overall	13
2.3.2 The Analysis on the Average.....	15
2.3.3 The Analysis of Industry Distribution.....	18
2.3.4 The Analysis of Stock Market Distribution	21
2.3.5 The Analysis of Entrustee Concentration.....	22
2.3.6 The Analysis of Capital Source.....	23
2.3.7 Summary of the Analysis	24
2.3.8 Data Comparison	25
2.4 The Existing Problem and Risk of Entrusted Financing	26
2.4.1 The Problem.....	26
2.4.2 The Risk	29
Chapter 3 Literature Review	30
3.1 Literature on Entrusted Financing	30
3.1.1 General Survey, Characteristics and Motivation of Entrusted Financing.....	30
3.1.2 Risk of Entrusted Financing.....	33

3.1.3 Case Study of Entrusted Financing	33
3.1.4 Suggestion to Entrusted Financing	34
3.2 Literature on Agency Theory.....	35
3.3 Literature on Free Cash Flow Theory	36
Chapter 4 The Research Design and Sample Selecting.....	38
4.1 Research Hyporhesis	38
4.2 Research Purpose and Methodology.....	41
4.3 Sample Selecting and Method	42
Chapter 5 Empirical Test and Analysis	45
5.1 Correlation Test of Independent Variables	45
5.2 Descriptive Analysis and Single Factor Analysis	48
5.3 Probit Model Analysis	50
5.4 Summary	52
5.4.1 Findings of the Empirical Analysis.....	52
5.4.2 Findings Comparison	54
Chapter 6 Conclusions and Remarks	55
6.1 Conclusions.....	55
6.2 Innovations and Limitations	56
6.2.1 Innovations.....	56
6.2.2 Limitations and Future Study Suggestion.....	57
References.....	59
Acknowledgement.....	63

第一章 引言

上市公司的委托理财行为是一种具有中国特色的资本市场现象，在如今日趋普遍，各方对它的关注和质疑也在不断增多，这一现象的合理性仍有待商榷。本篇论文通过从委托理财数据分析与实证分析两方面着手，试图对委托理财的内在影响因素进行探究。在第一章引言部分，从研究背景、研究方法、研究框架、研究发现以及创新与局限五个方面，对本文的研究情况进行总体说明。

1.1 研究背景

委托理财是指受托方（如证券公司或投资公司等）接受委托方的委托，通过证券市场对委托方资产进行有效管理和运作，在严格遵守客户委托意愿的前提下，在尽可能确保客户委托资产安全的基础上，实现资产保值增值的业务。委托理财是现代企业提高资金运作效率的一种财务管理方式。

上市公司进行委托理财本不稀奇，早在 2000 年就兴起过上市公司委托理财的热潮。然而在过去，上市公司委托理财的资金来源仅限于企业的自有闲置资金，而募集资金是不被允许用于委托理财的。2012 年底，证监会发布的《上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》，给上市公司购买理财产品打开了一扇新的大门。这份指引明确提出暂时闲置的募集资金可以进行现金管理。

而在货币市场方面，2011 年，由于央行实施稳健的货币政策，银根开始收紧，“钱荒”现象也随之而生。2013 年两度爆发的大规模“钱荒”，导致银行间市场短期资金流动性突然紧张。为了尽快缓解流动性压力，银行竞相推出高于以往收益率的理财产品。

政策和市场的双重刺激，再加上实体经济持续的不景气，上市公司购买理财产品的情况出现了井喷式的增长。据统计显示，2008 年仅 4 家上市公司发布了购买理财产品的公告，2009 年有 5 家，2010 年增至 18 家^①。2011 年，上市公司购买理财产品的情况猛增，据笔者的调查统计，该年共有 55 家公司发布了关于

^① 数据来源：网易财经。“上市公司频频斥巨资玩理财 不愿扩大生产是主因”，2013-11-26。

购买理财产品的公告，理财总额达到 245 亿元。2012 年有 104 家上市公司购买理财产品，共发生 1220 笔交易，涉及的理财总额达 614 亿元。而 2013 年共有 409 家上市公司购买了理财产品，发生的购买银行理财产品次数达 2859 笔，规模突破千亿元，达 2107 亿元。上市购买理财产品的行为在 2011-2013 年一路迅猛发展，到了 2013 年俨然已成为一项普遍的经营活动。

上市公司利用闲置资金进行理财投资，本是正常的财务管理活动，然而凡事过犹不及，大规模委托理财的兴盛所带来的影响更是不容忽视。

委托理财的主体是上市公司，而受托的主体是金融机构，上市公司通过资本市场获取资金，又通过委托理财使资金重新回流至资本市场。本文认为，委托理财将上市公司、金融机构、资本市场紧密连接在一起，使得委托理财的风险具有传导性，委托理财的风险一旦爆发，将造成连锁反应，给涉及的各个层面造成更为深远和严重的影响。

基于上述原因，本文试图探究，除了受外界宏观因素如政府政策、行业景气、货币供给等的影响外，影响上市公司的委托理财行为的内在影响因素包括哪些。

1.2 研究方法

本文以 2011-2013 年发生委托理财事项的上市公司为研究对象，尝试从实际发生的理财数据与实证分析两方面着手，对委托理财的内在影响因素进行探究。

对委托理财数据的分析主要从两个维度展开。第一个分析维度是从总体到个体，通过对 2011-2013 年委托理财的总体情况和个体情况的分析，反映这一时期上市公司委托理财的总体变化趋势。第二个分析维度是按照委托理财的业务要素展开，包括理财额度、理财金额、理财期限、理财收益等。通过两个维度的综合分析，尽可能全面的反应这一阶段上市公司委托理财的特点。

在实证分析部分，本文选取 2011-2013 年购买理财产品的中国上市公司作为研究对象，并按一定标准选取参照组，利用二元逻辑回归模型，对委托理财的影响因素进行研究。

1.3 研究发现

本文的研究结果包括两方面，一是来自委托理财数据分析的结果，一是来自

实证分析的结果。

通过考察 2011-2013 年期间上市公司委托理财的实际业务数据分析,发现具有下列特点:(1) 理财热情逐年升温,涉及面和规模都大幅提高;(2) 部分公司操作频繁,单笔平均金额大;(3) 部分行业有短期持续理财的偏好,同时这些行业多为产能过剩的行业;(4) 委托理财的上市公司主要集中在沪市 A 股市场和深市中小板市场;(5) 上市公司偏好于将委托理财集中于少数的受托单位;(6) 募集资金使用范围的放宽,一定程度上增加了企业委托理财的热情,上市公司在委托理财中使用股权融资资金的偏好显露。

本文以 2011-2013 年委托理财的上市公司为样本进行实证分析,研究结果发现:(1) 委托理财可能性与企业规模正相关;(2) 委托理财的可能性与近期股权融资行为正相关;(3) 委托理财的可能性与盈利能力、经营能力负相关;(4) 委托理财的可能性与负债水平负相关。

综合委托理财数据分析和实证分析的结果,本文得出研究结论:(1) 上市公司委托理财的偏好于使用股权融资资金;(2) 行业不景气或是主营业务发展较差的企业,为了掩盖主营业务经营不佳的状况,更倾向进行委托理财,通过理财收益提高总体经营业绩。(3) 大规模使用股权融资资金进行委托理财的上市公司,具有“圈钱”的嫌疑。

1.4 研究框架

2011-2013 年中国上市公司委托理财现象在涉及面、投入资金量、理财次数等方面都屡创新高,这为本文研究提供了丰富的观察样本。鉴于委托理财的现象日趋具有普遍性,影响范围和规模还在不断扩大之中,本文认为利用最新的数据对委托理财现象的影响因素进行探究,是十分有必要的。本文一共分为六个章节,章节内容依次是:

第一章,引言。本章对本文的研究背景、研究方法、研究发现等做简要介绍。

第二章,委托理财回顾与分析。本章首先对中国上市公司的委托理财行为进行定义并回顾委托理财在中国的发展历程,其次结合手工搜集的 2011-2013 年上市公司委托理财的数据资料,分析在这一期间上市公司购买理财产品的趋势变化和特点,最后对委托理财存在的问题和风险进行探讨。

第三章，文献综述。本章回顾了国内学者关于中国上市公司委托理财的相关研究结果。代理理论、自有现金流理论和非效率投资理论对本文研究的问题亦有帮助，因此也对这三个理论的相关文献进行了回顾梳理，以此建立代理问题、自由现金流和理财决策关联性的理论架构。

第四章，研究设计与样本选择。本章依照前文所述的理论架构及研究方法，结合相关理论和实际情况，提出七个假设，并对变量和数据进行说明。本文选取了 2011-2013 年购买理财产品的中国上市公司作为研究对象。

第五章，实证研究与分析。本章首先对自变量的相关性进行检验，之后对各自变量做描述性统计和单因素分析，最后利用二元逻辑回归模型，对影响因素的显著程度进行分析。

第六章，研究结论及局限性。本章对全文做出总结，并对论文的创新点和局限性作出说明。

1.5 创新与局限

1.5.1 研究创新

由于委托理财信息披露不规范，导致委托理财数据收集难度较大。针对委托理财影响的系统性研究，研究数据只更新至 2004 年，留下 2005 年到 2013 年近十年的空白。而委托理财的现象日趋具有普遍性，影响范围和规模也在不断扩大，过去的研究结果已不能很好的解释新形势下上市公司委托理财的行为。

本文的创新主要体现在两个方面。首先本文的研究填补了上市公司委托理财近 8 年来的空白，通过手工收集的 2011-2013 年的委托理财数据，从不同角度进行深度分析，能够较为全面的反映上市公司委托理财在新时期的特点和发展变化。其次，本文的分析从实际业务数据和实证分析两个层面展开，对上市公司委托理财的行为从实践层面和理论层面进行了解读，更具有现实意义。

1.5.2 研究局限

(1) 由于上市公司对于委托理财业务的信息披露较不规范，同时在手工收集数据的过程中可能出现一些误差。因此在 2013 年委托理财具体业务的统计数据中，存在部分数据不完整的情况，降低了有效样本的数量。

(2) 委托贷款行为与本文定义的委托理财有相似之处，但其交易实质更为复杂，因此本文对上市公司委托理财的界定并不包含委托贷款。

(3) 由于上市公司委托理财行为处于逐年上升的状况，因此 2011-2013 年三年的样本数量存在一定差异，在实证分析过程中将三年的数据合并在一起分析，而未针对每年的数据进行更进一步的分析。

(4) 截止至交稿日，许多上市公司 2013 年年报尚未披露，导致无法搜集到有效的数据，因此无法针对“委托理财对企业的影响”这一命题进行研究。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 委托理财回顾与分析

上市公司委托理财行为是本文研究的重点，因此本章首先对委托理财的概念进行界定，明确本文的研究对象。在本章的第二部分，按照上市公司委托理财发展的兴衰周期，笔者将其划分成四个阶段，并对前三个阶段的情况和特点做了简要回顾。本章的第三部分展示的内容是上市公司委托理财的第四个发展阶段即2011-2013年，这一阶段正是本文研究的重点，在这一部分，本文利用手工收集的数据，从多个维度对这一时期的委托理财行为进行深入分析，并与前三个阶段的特点进行对比。此外，根据数据分析结果，本文提出这一阶段上市公司委托理财存在的问题以及风险。

2.1 委托理财的概念

“委托理财”是国内资本市场上约定俗成的称谓，它可以从广义和狭义两个角度进行理解。

从广义角度说，“委托理财”是指财产所有人作为委托方，按照一定的条件将资金或其他资产委托给专业投资者进行管理。专业投资者作为受托方，在约定期间内对委托方的财产进行管理和运作。受托方应在严格遵守委托方意愿的前提下，尽可能确保委托方委托资产的安全，并实现委托资产的保值增值。委托资产管理的收益按照约定在委托方与受托方之间以特定形式进行分配。

委托理财在本质上体现的是存在于财产所有人（委托方）和专业投资者（受托方）之间的一种广义的委托代理关系（包含信托关系）。广义的委托理财活动在各类市场均存在。

从狭义角度说，委托理财作为我国资本市场上一种创新性的资本运作方式，有其特定的含义。

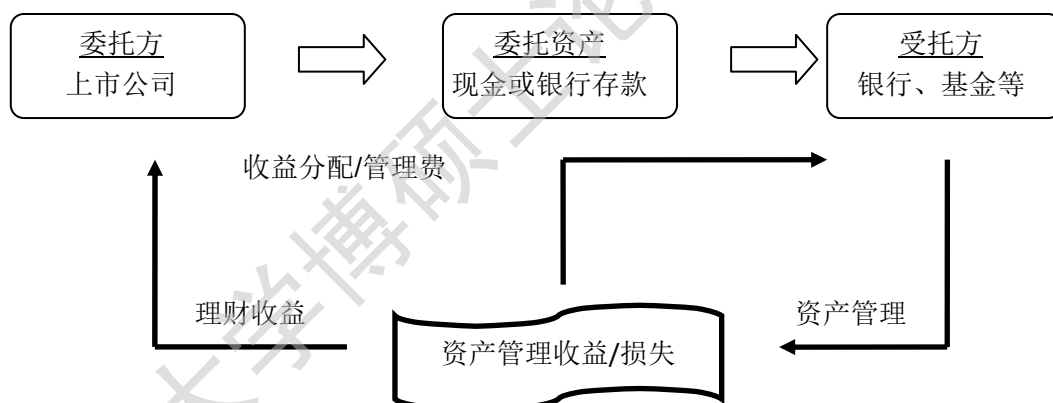
最高人民法院在《关于审理委托理财合同纠纷案件的若干规定》（第二稿）第一条中关于委托理财合同的表述为：“本规定所称委托理财合同，是指客户将其资金交付给管理人并由后者将该资金投资于证券、期货等交易市场或以其他金融形式进行管理，所获利益由双方按照约定进行分配或者由管理人收取管理费的

合同^[1]。”

最高人民法院的这一表述将委托理财活动限定在证券、期货及金融市场，并将该活动的主体限定为客户和管理人。以上表述与实际业务中委托理财的交易主体和交易市场范围限定较为一致，我国当前的委托理财活动主要集中于证券、期货及金融市场^[2]。

综上所述，本文对全文所述的“委托理财”定义为：上市公司以现金或银行存款作为委托财产，以银行、信托公司、基金或资产管理公司、财务公司和证券公司等主体作为受托人，将委托财产交付给受托人在特定期限内进行管理，所获利益由双方按照约定进行分配或者由管理人收取管理费的行为（图示见图 2-1）。从具体业务内容来说，即只包含银行理财产品、信托产品以及证券公司货基金公司推出的资产管理产品。

图 2-1 上市公司委托理财定义



2.2 中国上市公司委托理财的发展回顾

中国上市公司进行委托理财最早出现在 1993 年，至今已有 20 年的历史。纵观上市公司委托理财的发展历程，与证券市场的景气度息息相关，根据委托理财业务的兴衰起伏情况，本文将其实划分为萌芽阶段（1993-1998 年）、第一次兴起（1999-2004 年）、平稳过渡期（2005-2010 年）以及第二次兴起（2011 年至今）四个时期。

以下对前三个时期进行回顾，第四个时期的介绍在本章的第三部分进行详细介绍。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库