

# 注册制改革对上市公司资本配置效率的影响研究

曹宝亮<sup>1\*</sup>

(<sup>1</sup> 贵州财经大学 应用经济学院, 贵州 贵阳 550025)

**摘要:** 本文以 2015-2022 年中国 A 股主板及创业板 IPO 公司为研究样本, 运用双重差分法实证检验注册制改革对资本配置效率的影响。研究发现, 注册制实施显著提升了企业资本配置效率, 且经过一系列稳健性检验后依旧成立。异质性分析发现, 政策效果在非国有企业和高资本密集度企业中更为显著。研究为资本市场深化改革提供了理论依据, 并对监管优化、企业治理及投资者价值投资实践具有指导意义。

**关键词:** 注册制改革; 资本配置效率; 公司治理

**DOI:** <https://doi.org/10.71411/rwxk.2026.v2i1.1086>

## The Impact of Registration—Based Reform on Capital Allocation Efficiency of Listed Companies

Cao Baoliang<sup>1\*</sup>

(<sup>1</sup> Guizhou University of Finance and Economics, School of Applied Economics, Guiyang, Guizhou, 550025, China)

**Abstract:** Using Chinese A-share main board and ChiNext IPO firms from 2015 to 2022 as the research sample, this paper empirically examines the effect of registration-based reform on capital allocation efficiency through a difference-in-differences (DID) approach. The study finds that the implementation of the registration system significantly improves firms' capital allocation efficiency—a result that remains robust across a series of robustness checks. Heterogeneity analyses further reveal that the policy effect is more pronounced among non-state-owned enterprises and firms with high capital intensity. This research provides theoretical support for deepening capital market reforms and offers practical implications for regulatory optimization, corporate governance, and value investing by investors.

**Keywords:** Registration-based reform; Capital allocation efficiency; Corporate governance

### 引言

当前, 中国经济已迈入高质量发展阶段, 资本配置效率对于促进经济发展和提升企业竞争力具有至关重要的作用。然而, 资本配置效率较低及资本错配的问题在中国企业中仍较为普遍<sup>[1]</sup>, 如何有效提高企业的资本配置效率已成为学术界和社会各界广泛关注的重点议题。作为资本市场的重要组成部分, 上市公司的资本配置效率直接关系到市场的健康发展与经济的持续增长。近年

**作者简介:** 曹宝亮 (1999-), 安徽六安, 硕士, 研究方向: 金融投资与公司金融

**通讯作者:** 曹宝亮, 通讯邮箱: 1098021730@qq.com

来,我国资本市场正经历深刻变革,其中注册制的推行无疑是这一系列改革中最引人注目的举措之一,其政策效果是否能够切实提高上市公司资本配置效率、增加投资者收益和完善资本市场机制成为各方关注的焦点。

总体来看,注册制改革为我国资本市场注入了源源不断的活力,主要体现在以下几个方面:第一,上市公司数量与直接融资规模显著增长。第二,审核速度显著提升。第三,上市公司质量显著提升。基于此,本文深入探讨注册制对上市企业资本配置效率的影响。本文可能存在的边际贡献拓展了注册制经济后果的理论研究体系。

## 1 理论分析与研究假设

资本配置效率是衡量资本市场运行质量与服务实体经济能力的核心指标,其本质在于资本能否基于市场信号有效流向最具价值创造潜力的企业与项目<sup>[2]</sup>。从理论机制上看,注册制改革有助于通过多条路径改善资本配置效率。首先,注册制强化了信息披露的广度与深度<sup>[3][4]</sup>。其次,注册制通过放宽盈利要求、设置多元化上市标准,显著缓解了科技创新型企业的融资约束<sup>[5]</sup>。再次,注册制下“宽进严出”的制度设计强化了市场化的优胜劣汰机制,倒逼上市公司提升治理水平与经营绩效<sup>[6]</sup>。最后,注册制压实了中介机构“看门人”责任,提升了保荐、审计、法律等专业服务的质量。因此,本文提出如下核心研究假设:

H1:注册制改革会提升上市公司资本配置效率。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

本文以2015-2022年A股主板和创业板IPO公司为研究样本,剔除了ST类企业、金融行业公司以及缺失值,所有连续变量均进行了上下百分之一缩尾。相关数据均来自国泰安数据库。

### 2.2 指标构建

被解释变量:资本配置效率。资本配置效率的重要衡量标准在于企业能否根据投资机会的变化推进与投资机会相匹配的投资水平,因而投资对投资机会的敏感程度可以直观地反映出企业的资本配置效率<sup>[7]</sup>。因此,本文参考Richardson<sup>[8]</sup>的模型,利用公司资本投资偏离最优水平程度来估计资本配置效率。具体模型如下:

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Age_{it-1} + \beta_5 Size_{it-1} + \beta_6 Return_{it-1} + \beta_7 Invest_{it-1} + \xi_{it-1} \quad (1)$$

通过对式(1)进行回归,得出各公司t年度预期新增投资拟合值,然后采用公司实际新增投资减去预期投资,得到公司资本投资效率指标,即残差( $\xi_{it}$ )。本文取残差估计绝对值(resid)作为衡量公司资本配置效率的指标,其数值越大,表示资本错配程度越高,资本配置效率越低,反之亦然。

解释变量:本文的解释变量为注册制上市情况(DID = GEM × Ref)。其中,GEM为创业板标识,若股票i在创业板上市取值为1,若股票i在主板上市则取值为0。Ref为事件期变量,表示股票上市日期是否在2020年8月23日之后,若是则取值为1,否则为0。

控制变量:借鉴已有研究,从公司运营和公司管理两个层面出发选取控制变量包括企业规模(ln\_size)、公司发展能力(growth)、财务杠杆(lev)、现金股利(dvca)、董事会规模(bod)、独立董事比例(indep)、两职合一(dual)、监事会规模(bos)。

### 2.3 模型构建

为探究注册制改革对企业资本配置效率的影响，本文构建实证检验模型：

$$\text{resid}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DID}_{it} + \beta_2 \text{controls}_{it} + \beta_3 \text{IndFE} + \beta_4 \text{YearFE} + \varepsilon_t \quad (2)$$

在式(2)中，下标*i*和*t*分别代表企业和年份。 $\text{resid}_{it}$ 为被解释变量， $\text{DID}_{it}$ 为核心解释变量， $\text{controls}_{it}$ 为控制变量矩阵， $\text{IndFE}$ 和 $\text{YearFE}$ 分别为行业年份固定效应。

## 3 实证分析

### 3.1 变量描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计结果。被解释变量 $\text{resid}$ 的均值为0.0678，标准差为0.036，表明不同企业之间的资本错配程度存在显著差异。核心解释变量 $\text{DID}$ 的均值为0.0811，表明在全部6,545个观测样本中，约有8.11%的企业为注册制实施后在创业板上市的公司，符合政策实施期的样本分布特征。控制变量的数据分布与既有研究基本吻合，未发现异常情况。

表1 描述性统计结果

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Med
resid	6545	0.0678	0.0360	0.0000	0.3568	0.0635
DID	6545	0.0811	0.2731	0.0000	1.0000	0.0000
ln_size	6545	21.5841	0.9986	19.0835	27.5105	21.4128
lev	6545	0.3435	0.1731	0.0610	0.7916	0.3255
growth	6545	0.1739	0.2953	-0.4830	1.3752	0.1379
dvca	6545	0.0254	0.4161	-0.5728	1.9347	0.0000
dual	6545	0.4626	0.4986	0.0000	1.0000	0.0000
bod	6545	7.9900	1.4841	5.000	12.0000	8.0000
indep	6545	38.0402	4.1619	33.3333	50.0000	37.5000
bos	6545	3.1896	0.7224	3.0000	6.0000	3.0000

### 3.2 基准回归分析

表2报告了注册制改革对企业资本配置效率的影响效应的回归结果。结果显示，逐步加入控制变量和固定效应， $\text{DID}$ 的回归系数均显著为负，表明注册制改革显著提升了上市企业的资本配置效率。

表2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	resid	resid	resid	resid
DID	-0.0089*** (-5.5371)	-0.0108*** (-7.8922)	-0.0037** (-2.3327)	-0.0032** (-2.4315)
controls	no	no	yes	yes
ind fe	no	yes	no	yes

续表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
year fe	no	yes	no	yes
Observations	6,545	6,545	6,545	6,545

注：括号内数字为稳健标准误；\*、\*\*和\*\*\*分别为 10%、5%和 1%水平显著,下同。

### 3.3 平行趋势检验

为避免多重共线，将 2 期的时间虚拟变量剔除。平行趋势检验结果如图 1 所示，政策实施前各相对时间虚拟变量的系数均不显著，满足平行趋势假设。在政策发生后当年和次年，创业板政策的影响系数显著为负，说明注册制改革显著提升了上市企业的资本配置效率。

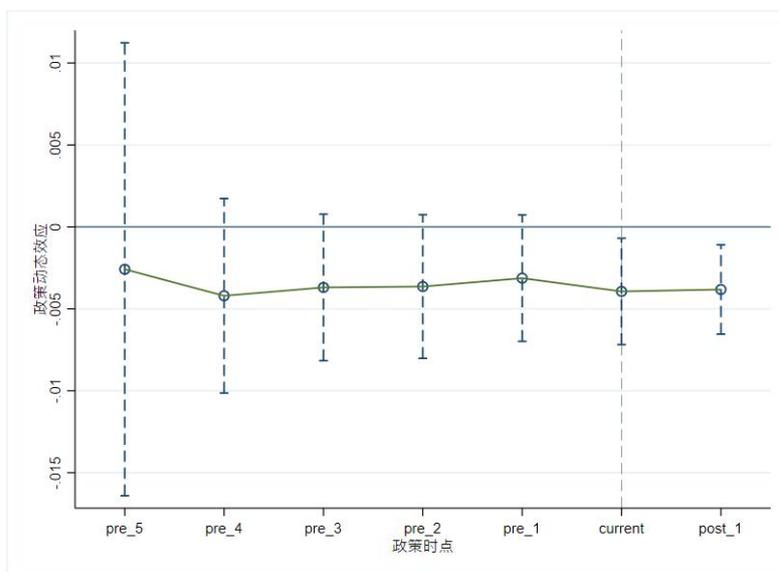


图 1 平行趋势检验结果

### 3.4 稳健性检验

(1) 为缓解观察性研究中可能存在的选择性偏差问题，本文进一步采用 PSM-DID 模型进行稳健性检验。采用 1: 1 近邻匹配，匹配后各协变量偏差率均降低到 10%以内，匹配效果良好。采用倾向得分匹配后的样本进行回归，表 3 列 1 为满足共同支撑假设的样本进行 PSM-DID 的回归结果，证明研究结果具有稳健性。

表 3 PSM-DID 回归结果

	(1)	(2)
VARIABLES	resid	Inv
DID	-0.0034** (-2.0691)	0.0069** (2.4787)
controls	yes	yes
ind fe	yes	yes
year fe	yes	yes
Observations	6,511	6,545

(2) 替换资本配置效率指标：参考倪晓然<sup>[9]</sup>的研究，采用企业投资水平衡量资本配置效率。结果如表 3 列 (2) 所示，注册制改革显著提升了资本配置效率，进一步验证了本文结论。

(3) 安慰剂检验：为排除未观测企业异质性对估计结果的干扰，本文进行了安慰剂检验。结果显示随机设定的“政策”对资本配置效率无显著影响，有力排除了遗漏变量或样本选择偏差的干扰，验证了基准结论的稳健性。

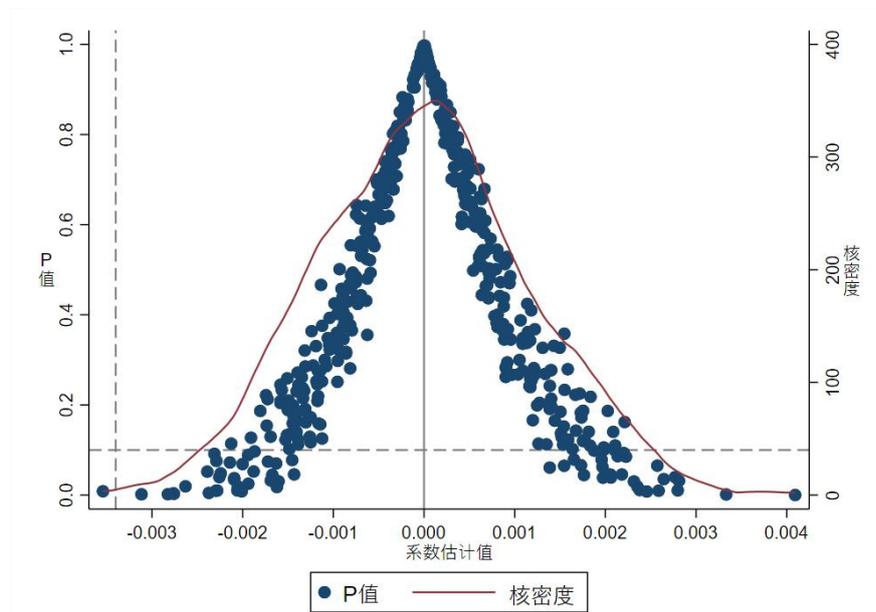


图 2 安慰剂检验结果

### 3.5 异质性分析

本文的异质性分析旨在探讨注册制改革对企业资本配置效率的影响是否因产权性质和资本密集程度的不同而存在显著差异。

产权性质维度：基于企业产权性质分组检验显示，注册制对国有企业资本配置效率的提升作用不显著，而非国有企业 DID 系数在 10% 水平下显著为负，证实改革更有效优化了非国企的资源配置效率。

资本密集度维度：以资本密集度中位数为阈值划分高、低密集度组，注册制对高密集度企业的影响在 5% 水平显著为负，但对低密集度企业效应不显著。这表明改革对资本密集型企业的效率提升作用更为突出。

表 4 异质性分析结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	非国有	国有	低资本密集企业	高资本密集企业
DID	-0.0030* (-1.7103)	-0.0075 (-1.1454)	-0.0016 (-0.6667)	-0.0048** (-2.1492)
controls	yes	yes	yes	yes
ind fe	yes	yes	yes	yes
year fe	yes	yes	yes	yes
Observations	6,160	385	3,219	3,326

## 4 研究结论

本文结论表明：1.实施注册制后，上市公司资本配置效率显著提升，在经过一系列稳健性检验后结论依旧成立。2.注册制改革政策效果在非国有、高资本密集度企业中更为显著。

### 参考文献：

- [1] 王竹泉, 段丙蕾, 等. 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[J]. 中国工业经济, 2017, (03): 120-138.
- [2] Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1-2): 187-214.
- [3] 赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗? ——来自注册制的证据[J]. 管理世界, 2022, 38(04): 172-184+199+185-190.
- [4] 巫岑, 饶品贵, 岳衡, 等. 注册制的溢出效应: 基于股价同步性的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(12): 177-198.
- [5] 沈红波, 李逸君, 尹健茹, 等. 注册制改革如何提升上市公司融资效率[J]. 社会科学, 2024, (02): 135-146.
- [6] 李科, 林雅嘉, 祁宝, 等. 股票发行注册制改革, 投资者情绪和 IPO 抑价[J]. 当代财经, 2023, (10): 58-71.
- [7] 钱雪松, 康瑾, 唐英伦, 等. 产业政策、资本配置效率与企业全要素生产率——基于中国 2009 年十大产业振兴规划自然实验的经验研究[J]. 中国工业经济, 2018, (08): 42-59.
- [8] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [9] 倪骁然, 张宸瑞. 数字化转型与企业资本配置效率[J]. 统计研究, 2025, 42(02): 43-57.