

□本刊特稿

集团化运作下的融资约束与财务风险

——来自中国A股市场的经验证据

宋玉臣, 马建云

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

[摘要] 集团化运作是利用内部资本市场合理配置资金并通过缓解外部融资约束实现企业快速扩张的重要路径。本文使用中国A股市场数据, 运用实证研究方法对集团化运作下的融资约束与财务风险问题进行了分析与研究, 认为企业实行集团化运作之后借助于内外部市场资源配置效率高低的替代作用缓解了企业的融资约束。通过实证研究证明, 企业集团的融资约束和财务风险不是业界普遍认同的呈线性关系, 而是U型关系, 并且国有控股企业集团与非国有控股集团相比面临的融资约束相对较低。

[关键词] 内部资本市场; 财务风险; 融资约束; 企业集团

[中图分类号] F832.5

[文献标识码] A

[文章编号] 1674-3288(2013)01-0005-08

[收稿日期] 2012-11-12

[基金项目] 2012 国家自然科学基金面上项目(71273112)、2011 年教育部人文社会科学规划项目(11YJA790131)、2011 年吉林省社会科学基金项目(2011B030)、吉林省科技厅软科学项目(20110642)

[作者简介] 宋玉臣(1965-), 男, 吉林九台人, 博士, 吉林大学数量经济研究中心暨商学院教授, 博士生导师, 研究方向: 金融市场; 马建云(1986-), 河南安阳人, 吉林大学商学院硕士研究生。

企业集团化运作是利用内部资本市场使资金得到充分利用并实现优化配置的重要手段, 是缓解外部融资约束并充分利用财务杠杆实现企业快速扩张的重要路径。然而, 融资约束的缓解会使企业集团必然面临着不同于原有的财务风险。近些年来, 中国涌现了为数众多的企业集团, 通过集团化运作实现了企业的快速扩张与跨越式发展。集团化在充分利用内部资本市场的同时也能通过整合内部资产扩大外部融资能力, 对财务杠杆的充分利用是集团快速发展的重要途径。其重要原因是集团化运作能够缓解融资约束并可能会实现企业的快速扩张。由于外部信息不对称及交易成本的存在会导致外部融资受到诸多条件的限制, 企业转而改进企业组织结构, 通过集团化运作缓解融资约束, 并同时能够充分利用内部资本市场进行资金配置。不过, 集团化运作与快速扩张应在很多时候会造成融资冲动效应, 改变融资约束并没有达到优化资金配置而是带来财务风险, 使集团化运作成了企业盲目扩张的手段。本文认为融资约束对财务风险的影响不是业界普遍认同的线性关系, 而是呈U型关系, 企业集团形成初期表现为财务风险较高, 然后财务风险会逐步降低, 尤其一些成功项目完成之后, 企业获得了大量的利润, 不仅充实了企业的内部现金流, 更会使企业的财务状况变好。而随着融资规模的进一步扩大, 风险会随之加大, 即企业负债过多, 财务风险会增大。同时, 我们发现国有控股企业集团比非国有控股企业集团的融资约束相对较低。

一、文献回顾

理论界从不同角度对企业集团化运作进行了分析与研究, 大部分的研究认为企业利用集团内部资本市场的优势会缓解融资约束。但同时在企业面临融资约束时, 也容易采取激进的融资策略, 并使得公司承担较大的财务风险。

(一) 集团化运作与融资约束的研究现状

Stulz(1990) 经研究认为集团化运作与内部资本市场的形成, 会使企业融资约束问题得到缓解与放松。^[1] Khanna 和 Palepu(1997) 和 Ghemawat 和 Khanna(1998) 的研究表明, 在市场机制和法律机制相对落后的新兴

市场经济国家,企业实行集团化后形成的内部资本市场会发挥资源配置和资金流通的功能,能缓解企业面对的融资约束问题。^[2-3]Hoshi, Kashyap 和 Seharfstein(1991), Deloof(1998), Shin 和 Park(1999)分别通过对日本、比利时和韩国的企业集团进行实证研究,证实了企业集团形成的内部资本市场能有效地放松和缓解融资约束问题。^[4-5]Stein(1997)认为内部资本市场通过协同效应等多种效应来帮助企业获得更多的外部资源,使之在企业内部重新配置资源,能缓解企业面临的融资约束问题,从而提升企业的资本配置效率和企业价值。^[6]Kaplan 和 Zingales(1997)研究表明,公司内部融资成本同外部融资成本之间的差别与公司和投资者之间的信息不对称程度成正相关,内外融资成本差别越大表明公司越存在严重的融资约束,那些存在融资约束问题的公司可能要放弃净现值(NPV)为正的投资项目。^[7]Verschueren 和 Deloof(1999)、Reimund(2003)认为在外部资本市场不发达的新兴市场国家中,内部资本市场对外部资本市场的融资替代效应能有效地缓解企业的融资约束问题。^[8-9]Perotti、Gelfer(2001)和 Lensink(2003)则分别对俄罗斯金融产业集团和印度企业集团进行实证研究,证实了企业集团化所形成的内部资本市场可以提高资本配置效率,缓解融资约束。^[10-11]

万良勇(2006, 2009)采用FHP融资约束模型去检验企业集团化实施后,认为非国有控股的企业集团相对国有控股的企业集团融资约束问题显得更为严重,地方国有集团控制的上市公司比中央国有集团控制的上市公司融资约束也显得更为严重。唐清泉等(2005)的研究表明中国国有企业集团乐于对上市公司进行资本运作,如兼并、并购、控制等手段,其主要目的是为了缓解集团控股股东所面临的经营管理压力,尤其是资金压力,换句话说就是缓解融资约束问题。^[12]金雪军、王利刚(2007)从公司规模、再融资条件、股利支付率等多角度出发,建立了基于 Almeidaetal(2004)基础上的新模型。结果表明有融资约束问题的中国企业其现金持有的敏感性与发达国家相比是一致的,未受融资约束影响的企业也表现出特有的系统现金持有倾向。^[13]李焰(2007)选择了1997—2006年中的1178家上市公司,共计8486个观测样本,并将观测样本分为集团企业而非集团企业两类,经过实证检验后发现,企业实施集团化资本扩张之后,企业的融资约束系数显著降低,并认为当我国企业存在外部融资约束时集团化这种资本运作方式可能是对企业组织结构的一种自发性选择。^[14]张纯、吕伟(2007)借助中国证券市场的实证数据,运用信息披露水平和市场关注度对企业融资约束的影响进行了分析与研究,认为以分析师人数为代表的市场关注度提高有助于信息披露水平的提高,信息披露水平的提高有助于企业缓解融资约束。^[15]邵军、刘志远(2008)的研究认为企业集团通过内部资本配置,能够放松成员企业所面临的融资约束,国有集团的内部资本市场放松融资约束的功能得到了很好的发挥。^[16]黎来芳、黄磊、李焰(2009)以1997—2006年的上市公司为研究样本,分别从静态和动态的角度证实了集团化运作与融资约束的关系。^[17]从静态视角认为实施了集团化运作的上市公司所受融资约束显著较低,从动态视角认为上市公司的融资约束在集团化运作过程中逐年下降。表明在中国当前的制度背景下,企业实施集团化运作能够有效缓解融资约束。银莉、陈收(2010)认为一方面企业集团背景及其内部资本配置可以放松成员企业的外部融资约束,并证实具有基本金融功能的内部资本市场的有效存在能替代和弥补外部资本市场的失效;另一方面,集团内部资本市场可能异化为大股东转移资金的便利隧道,加剧成员企业对外部融资的依赖,两权发生偏离时此现象表现得尤为突出。^[18]

(二)集团化运作与财务风险的研究现状

Claessens(2000)认为企业集团的控制权分离度不大,多数存在一股独大的问题,容易导致利益输送,大股东侵害小股东的利益,转移资产甚至掏空上市公司资产行为发生,这些行为严重损害了企业的价值。从企业集团多层次组织结构的复杂性角度而言,一旦某个环节出了问题,很容易给企业集团带来不可估量的价值损失。^[19]Scharfstein 和 Stein(2000)研究了企业集团的组织模式,认为企业集团所特有的双层代理关系会导致低效率的资源配置现象,也就是说企业集团化的实施虽然在一定程度上缓解了融资约束的问题,但现金流的充沛可能会导致过度投资或者是资源配置的失效。^[20]李增泉等(2004)研究发现,控股股东“掏空”上市公司资产的现象非常普遍,这显然会增加上市公司的财务风险。^[21]陈晓、王琨(2005)认为如果控股股东之间彼此约束能力和制衡能力越强,则控股股东和上市公司之间关联交易发生的可能性就越低。^[22]李焰(2007)采用案例研究法,比较了复星实业集团化运作前后的融资约束及财务风险的变化,认为由于融资方式的原因导致财务杠杆上升,并导致财务风险的上升。^[23]

(三)融资约束与财务风险的研究现状

Alchian(1969)和 Williamson(1975)从交易成本角度论述内部资本市场问题,研究认为处于信息和监督

优势地位的企业总部,能够降低由于企业和外部资本市场之间严重的信息不对称所造成的交易成本高昂问题。Stein(2001)依据过度投资理论对企业集团利用其融资的便捷性,筹集到较多的内外部资源用于投资,而较多的现金流极易导致投资者过度投资行为,从而极易诱发财务风险的产生。^[24]Gian L. Clementi 和 Hugo A. Hopenhayn(2006)从信息不对称的角度出发,建立了跨期借贷关系模型,对融资约束问题进行了研究,结果表明,企业在融资不顺利的情况下极易促进双方签约长期借款合同,长期借款会降低借款企业的财务风险。^[25]李焰(2011)认为融资约束的缓解是企业集团化运作的动因之一,虽然企业集团如此重要,但是,也时常有企业集团倒闭现象发生,这就需要注意防范企业集团的财务风险。^[14]

二、理论分析和研究假设

(一)理论分析

资金的配置过程分为两个环节:第一个环节,通过金融市场把资源分配给不同的企业;第二个环节,不同的企业把从市场中分到的资金资源再分配到各个部门或子公司。正是这两个环节的不同才把市场分为外部资本市场和内部资本市场。两者信息传递、监督和激励等方面产生不同的效果。在企业内部形成的资金流动和资本配置,形成企业内部资本市场。

Alchian(1969)认为“通用电气的内部资本市场比外部资本市场竞争激烈,拥有更快的速度给资金的使用者和借贷者提供更可靠的信息。实际上,通用电气的财富增长直接来自于内部交易市场和资源再配置,这种优越性体现在企业经理和部门经理之间能够获得廉价的信息”。^[26]Alchian(1969)、Weston(1970)和 Williamson(1975)把这种企业内部各部门为了自身利益围绕资源进行争夺的现象称之为“内部资本市场”,他们肯定了内部资本市场在资源重新配置中的优势作用。^[26-28]Alchian 和 Williamson 一致认为内部资本市场存在于企业实施集团化后形成的联合性大型企业集团。从上世纪 90 年代末开始,随着企业多元化及企业并购重组等现象的涌现,内部资本市场的研究也日益受到各界的关注。而对于企业施行集团化运作之后形成的企业集团,在 Williamson 看来就是一种联合的大企业,实质就是内部资本市场,而处于企业集团的总部可以通过股权融资、债券融资等各种方式集中企业的现金流量,投资于更高回报率的项目,借此可以提升企业的内在价值。从某种程度上来说企业集团是一个微观的资本市场,它也具有市场的资源配置的功能。内部资本市场在资源配置方面因为独有的信息优势和速度优势,故而可以更加有效合理地进行资源配置。企业集团是企业发展到顶峰的一种相对静止的状态,与此相伴的财务风险的研究就显得很有实际意义,对于企业防范财务风险具有警示作用。

由于信息不对称,外部投资者无法全面真实地了解企业的运营和财务状况。因此,外部投资者就要承担投资的风险。由于风险与收益相伴而生,外部的投资者就要求企业支付相对于内部资本成本的溢价,这样企业在对外交易和筹资时就产生了交易成本。正是交易成本的存在,企业在面对众多的投资项目时,就不能筹集到足够的资本,就必须放弃一些净现值为正的投资项目。因而信息不对称被认为是融资约束的根源。

(二)假设的提出

假设一:在企业集团内部,融资约束与财务风险不是线性相关关系,而是 U 型关系。

企业想要快速扩张需要大量的资金支持,为缓解融资约束他们采用关联交易、相互抵押担保、直接占用关联资金等“灰色”融资手段,从而导致了集团企业财务杠杆的上升、财务风险的加大。企业施行集团化之后,虽然对融资约束有所缓解,但是,并不意味着企业就不需要面对融资约束这个问题。随着融资规模的扩大,债务的上升,必然要求企业集团重视财务风险,避免陷入财务困境。从投资的整个流程看,在投资初期,企业的财务风险可能会因为企业激进的融资方式上升,但是随着投资项目的推进,企业集团会内部消化这种风险,财务风险会降低。企业进行投资就是为了盈利追求企业的高速成长,融资约束的缓解会促使企业投资项目的成功,改善企业的财务状况,财务风险会有一个下降的过程。融资约束的缓解使企业财务状况相对变好,财务风险降低。然后,随着企业融资规模的扩大,财务风险也会逐步加大。由此,我们认为融资约束与财务风险两者并非呈简单的线性关系,而是 U 型关系。基于以上理论,我们提出假设一。

假设二:国有控股企业集团比非国有控股企业集团的融资约束相对较低。

中国大多数企业集团都是由国家控股,尤其是垄断行业。Shleifer 和 Vishny(1998)的研究认为政府在国有控股集团企业的组建和发展过程中扮演着重要的角色。^[29]中国上市公司在融资过程中,国有控股企业受政

府行为的影响更容易利用政府的资源和渠道获得资金的支持。同时,我国股票市场的股权集中度普遍较高,控制权一般掌握在大股东手里,控股股东的性质会影响上市公司的行为。政府对大型企业集团提供金融支持、制定一些优惠政策来推动国有企业集团的形成和发展。因此,我们可以预期国有控股企业集团的融资约束要低于非国有控股企业集团。基于以上理论,我们提出假设二。

三、数据来源和研究设计

(一)数据来源与样本选取

本文选取中国 A 股市场 2005—2009 年公布的年度财务报告的非金融类上市集团公司作为研究对象,数据选择的理由是中国股票市场 2005—2009 年正好走出一个完整的牛熊周期。为保证研究数据连续有效,消除异常值对研究结论的影响,对样本数据作了如下处理:第一,样本数据的选取以年度为单位,为了保证样本数据的连续性,我们分别剔除了 2005—2009 年新上市和退市的公司。第二,选取的样本剔除了 ST 公司和*ST 公司,这些公司的财务状况存在异常,并且已连续亏损两年以上,其流动性约束已经比较严重。按照集团化指标的界定,对数据样本进行挑选整理,最终得到 727 家上市集团公司。为了使研究数据样本口径一致,我们根据《企业集团登记管理暂行规定》选取了其中 206 家集团公司子样本作为研究样本,共提取 1054 个观测值。第三,为了消除异常值对研究结论的影响,对样本进行了 winsorize 处理。实证研究数据来源于 CSMAR 数据库及上市公司财务报表,使用的分析软件为 Eviews7.0。根据研究目的及研究角度,对于假设二的检验,构建了两个样本组:国有控股企业集团样本组和非国有控股企业集团样本组。其样本观测值分别为 558 个和 496 个。

(二)变量定义

1. 假设一涉及的相关变量

(1)被解释变量财务风险(简称 FR)

财务风险是模型的被解释变量,作为企业整体陷入财务困境的指标。本文选取了两个经典的财务风险替代指标:第一,Altman 提出的 Z 积分值,通常用来衡量企业破产的可能性。第二,亚历山大·巴萨利创建的巴萨利模型。该模型对财务风险预测有很高的准确率,并且适于所有行业。

(2)解释变量融资约束指标(简称 GL)

研究融资约束问题的代理变量的选取主要有五个:股利支付率;公司规模;公司债务等级;公司商业票据等级;KZ 综合指数。由于后三个指标在我国还缺少相应的数据,计算起来极为不方便。因此,我国学者更倾向于采用股利支付率 and 公司规模等单一指标来衡量企业面临的融资约束。本文选择股利支付率作为融资约束替代变量。

(3)控制变量

1)控制变量的选取我们选取以下指标:

- a. 独立董事规模(ID),作为衡量公司治理水平的指标。
- b. 公司规模效应的度量指标 LN(K),用总资产的自然对数表示。
- c. 营运资金周转率(ZYL)是指年销货净额与营运资金之比,反映营运资金在一年内的周转次数。
- d. 企业自由资本的盈利能力,权益净利率(ROE)。
- e. 用来表示企业的成长能力和投资机会的托宾 Q 值(Q)。

2)假设二涉及的相关变量

假设二的检验是把企业集团分为国有控股组和非国有控股组。我们运用 FHP(1988)提出的投资现金流模型,并在模型的基础上略作改进:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = f\left(\frac{X}{K}\right)_{i,t} + g\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t} + \sigma_{i,t} \quad (\text{FHP 投资—现金流敏感性模型})$$

其中: f 为投资函数,可以是 Q 投资模型、销售加速模型或者是其他模型,函数 g 是衡量企业未来投资机会对内部现金流的敏感性,它的系数是度量融资约束程度的指标,系数越大表示企业面临的融资约束问题越严重,此模型还控制了企业的投资机会。

由于在验证假设一时提出融资约束的代理变量是股利支付率,在模型二建立的过程中,考虑到融资约束

代理变量的一致性,在不改变投资现金流模型核心思想的前提下,我们把股利支付率也作为其解释变量加入到模型二的方程中,进行回归检验。

表 1 模型二涉及的相关变量

变 量	变量定义	变量说明
I/K	投资支出与资产之比	被解释变量
CF/K	当年经营活动现金流量与资产之比	其系数表示融资约束水平
GL	股利支付率	解释变量
Q	托宾 Q 值	控制企业的投资机会和成长能力
LN(K)	资产对数	当年的资产数取对数表示企业规模
ROE	权益净利率	表示企业净资本的盈利能力

(三)实证模型

$$FR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GL_{i,t}^2 + \beta_2 GL_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 ID_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 LN(K_{i,t}) + \beta_7 ZM_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$
 (模型一)

其中:我们用巴萨利模型和 Z 计分值所计算的 X 值和 Z 值作为财务风险(FR)的替代变量。*i*和*t*分别表示企业和年度, β_0 为方程的常数项, $\beta_1 \sim \beta_7$ 表示方程的回归系数, $\epsilon_{i,t}$ 为方程的残差项,表示本模型没有考虑到的因素。

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t} + \alpha_2 GL_{i,t} + \alpha_3 Q_{i,t} + \alpha_4 ROE_{i,t} + \alpha_5 LN(K_{i,t}) + \sigma_{i,t}$$
 (模型二)

其中:在FHP(1988)的模型中CF/K的系数表示融资约束的水平,我们在不改变其模型核心思想的基础上加入另一解释变量股利支付率(GL),*i*和*t*分别表示企业和年度, α_0 为方程的常数项, $\alpha_1 \sim \alpha_5$ 表示方程的回归系数, $\sigma_{i,t}$ 为方程的残差项,表示本模型没有考虑到的因素。

四、实证分析

(一)描述性统计分析

对模型一所涉及的变量进行描述统计性分析,归纳其数据样本的基本特征。

在样本公司中,X 值特征显示各企业集团的财务状况有很大差距且整体的财务风险相对较高。根据 Z 计分值的计算结果,Z 的均值为 0.495871,明显低于临界值 1.81,说明企业集团财务状况不稳定性。GL 的特征表现为各企业集团的融资约束松紧不同,其均值为 0.5922 反映了企业集团化运作的确可以缓解融资约束。企业规模变量 LN(K)值表明资产数列相对稳定。公司治理变量 ID 标准差为 0.0533,中值为 0.3333,说明大部分企业集团的独立董事占到了董事会的 1/3,独立董事可以起到很好的监督作用。投资机会 Q 的标准差为 1.07,说明企业的成长能力和投资机会比价均等,当企业具备一定的规模后可以面对更多的投资机会。

对模型二的数据整理作一次简单的描述性统计分析。

在两组样本中,I/K 特征显示国有控股企业集团的投资力度相比非国有控股比较集中且国有控股企业集团的投资力度和投资比例都大于非国有控股企业集团。CF/K 的描述性样本特征表明国有控股整体上的现金流与资产的比值比较均衡,而企业内部滞留的现金流量却没有非国有内部的现金流量多。非国有控股 Q 值的均值及投资范围比国有控股大,说明非国有控股的企业集团很注重投资。从 LN(K)看出,国有控股的企业集团规模相对大于非国有控股企业集团。从 ROE 的数值可以看出,非国有企业的盈利能力相对国有企业比较强。

(二)相关性分析

我们先对模型各变量之间的关系作相关性分析,因为解释变量财务风险(FR)的代理变量有两个,我们把二者放在一起进行分析。

被解释变量 X 与自变量 YZL 的相关系数最大为 0.463,被解释变量 Z 与 Q 的相关系数是 0.724。根据统计学相关理论,如果解释变量之间的相关系数大于 0.7,则解释变量可能存在多重共线性,进而严重影响 OLS 回归结果。从自变量之间的相关系数上看,解释变量 GL 与控制变量 ROE 之间的相关性系数最大为-0.304 (除了自相关系数为 1),其绝对值远小于 0.7。所以在此基础上进行的 OLS 回归分析有效。

下面我们对模型二涉及的相关变量作双边的相关性检验,结果表明:在国有控股水平下,解释变量融资

约束 GL 与控制变量 ROE 的相关系数是最大的,其值为 0.376;在非国有控股水平下,相关系数最大的是 CF/K 与 Q 的系数-0.492,其绝对值小于 0.7,所以自变量之间不存在严重的多重共线性,可以进行 OLS 回归。

(三)多元回归分析

表 2 模型一回归结果

因变量(FR)	预测符号	模型一(x)	模型一(Z)
GL^2	+	0.006 (3.1799**)	0.0289 (2.2136**)
GL		-1.9105 (-3.3806***)	-0.0001 (-1.8761*)
ID	+	197.128 (3.2662**)	2.5 (1.7950*)
Q		0.4997 (-0.1258)	0.6389 (6.9712***)
LN(K)	-	-4.9653 (-1.626)	-0.4541 (-6.4443***)
ZYL		-0.0337 (-6.3602***)	0.00001 (-0.0616)
R^2	?	11.95%	20.19%
D-W		1.8284	1.1302

注:括号内为 t 值;*,**、***分别表示双尾检测的显著性水平为 0.1、0.05、0.001。

表 3 模型二回归结果

因变量	预测符号	国有控股组	非国有控股组
截距	?	-0.096272 (-1.415999)	-0.052359 -0.081
CF/K		0.085489 (2.509463**)	0.204449 (5.2303***)
GL	+	0.004745 (2.250149**)	0.005116 (1.867854*)
Q		-0.00213 (-0.546547)	-0.003163 (-0.614773)
ROE	+	0.007385 (0.338295)	0.0235 (-0.440331)
LN(K)		-0.000291 (-1.677823*)	0.004667 (-1.264135)
R^2		4.47%	13.48%
D-W		1.4607	1.7539

注:括号内为 t 值;*,**、***分别表示双尾检测的显著性水平为 0.1、0.05、0.001。

通过比较表 2,我们发现解释变量 GL^2 在 0.05 的水平下与 X 呈显著性正相关,而 GL 在 0.001 的水平下与 X 呈显著性负相关。GL 在 0.05 的水平下与 Z 呈显著性正相关,GL 在 0.1 的水平下 Z 呈显著性负相关。单看 FR 与 GL^2 的关系,两者呈现一个开口向上的 U 型曲线关系。一开始 FR 的值随着 GL 值增长而下降,在某一时段又随着 GL 值的增大而增大,这说明企业的财务风险随着融资约束的缓解而增大(因为 FR 的值越小表示企业的财务风险越大),也就是说企业集团融资约束的模式导致企业财务风险增大,这样企业的财务状况相对会恶化。而在某个值之后,情况发生逆转,也就是说随着时间的推移,企业集团会调整企业的资本运作,企业的盈利能力随着融资约束的缓解而得到上升。这样财务风险代理变量 FR 值变大表示企业集团的财务状况良好。反映公司治理水平的代理变量 ID 在 0.1 的水平下与财务风险 Z 呈显著性正相关,因为 Z

的值越小表示公司的财务状况越不好,而值大表示公司的财务状况良好。所以有效提高企业集团的公司治理水平有助于降低企业的财务风险,同时肯定了企业集团的公司治理水平,说明独立董事还是发挥了一定的监督作用。

为了容易理解模型一的U型曲线,我们作如下说明:在第一阶段,由于股利支付率的较大,即融资约束的缓解过程,财务风险比较大。也就是说初期融资约束的缓解会加大财务风险;第二阶段是平稳阶段,也就是说当股利支付率有一段平稳的发展时期,说明企业借助融来的资金用于项目建设,企业财务风险处于观望期,变化不大;第三阶段,等项目结束的时候,企业赚得利润,这时企业的股利支付率上升,而且内部有充足的现金流,这说明企业的财务状况良好,企业的财务风险计算值有上升的趋势,在融资冲动的决策行为下会导致财务风险加大。

通过表3,FHP模型中表示融资约束的变量无论在国有股企业集团还是非国有控股的企业,都在0.05水平下与I/K显著性正相关,但是国有控股的融资约束系数0.0855小于非国有控股0.2045,这说明非国有控股的融资约束水平高于国有控股企业。股利支付率GL也与I/K成正相关关系,且国有控股的企业集团GL的系数0.0048也小于非国有控股集团的0.005,这再次验证了假设二的成立,也就是国有控股的企业集团面临的融资约束水平相对低于非国有控股企业集团。

(四)稳健性检验

把解释变量的替代指标股利支付率换成KZ指数,把数据代入模型一和模型二,进行回归分析,以此检验该模型的稳健性,检验得出的结论和本文的主要结论是一致的。

五、结论与启示

集团化企业兼有内外部资本市场,正是因为这两者资本配置效率高低的相互替代,导致融资约束的缓解与放松,也正是由于集团化形成内部资本市场,使企业组织结构的复杂化,其表现有资本结构复杂、股权结构复杂、股权集中度高及关联交易比较频繁和密切,时常有大股东侵占小股东利益,甚至掏空上市公司资产的现象发生。正是由于这样的复杂性导致外部投资者和内部管理人员的信息不对称,而集团化企业又偏爱债务融资,这样就极易导致财务困境的发生。

综合以上分析我们得出的结论有:

第一,企业集团化形成的“微观市场”在一定程度上可以缓解约束,但是融资约束与财务风险的关系是U型曲线。企业只有不断地投资才可能会盈利,所以融资约束的问题是每个孩子必须面对的问题。融资约束的缓解会导致企业投资成功,提升企业的融资能力。但是在短期内,企业集团可能因为融资约束的暂时缓解导致融资冲动并使企业整体财务风险加大。

第二,我们需要考虑国有控股的相关情况,基于此我们提出了第二个假设。经过回归分析我们发现国有控股的企业集团所面对的融资约束要小于非国有控股集团,这可能是政府行为的影响发挥一定的作用。企业集团基本上都属于超大型企业。国有控股的企业集团大部分都属于国有垄断性行业。政府政策对这些企业进行相关支持,使国有控股的企业集团相对非国有控股的企业集团面临的融资约束较低。

[参考文献]

- [1] Stulz, R.M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*. 1990, 26: 3-28.
- [2] Khanna, T and Palepu K. 1997. "Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets". *Harvard Business Review*. Vol. 75, No. 4, pp. 41-51.
- [3] Ghemawat, P. and Khanna, T. 1998. The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies. *Journal of Industrial Economics*, Vol. 46, No. 1, pp. 35-61.
- [4] Deloof, M. Internal Capital Markets, Bank Borrowing and Financing Constraints Evidence from Belgian Firms[J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1998, 25(5), pp. 945-968.
- [5] Shin H, Park Y S. Financing Constraints and internal Capital Markets Evidence from Korean Chaebols[J]. *Journal of Corporate Finance*, Volume 5, Number 2, June 1999, 169-191.
- [6] Stein, J. C., Internal capital markets and the competition for corporate resources, *Journal of Finance*. 1997, 52: 111-133.
- [7] Kaplan, S. and L. Zingales, 1997, Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated With Cash Flow? [J], *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 169-215.

- [8] Verschueren and Deloof, 1999, "Intragroup Debt, Intragroup Guarantees, and the Capital Structure of Belgian Firms", working paper, Free University of Brussels.
- [9] Reimund, 2003, "Internal Markets, Bank Borrowing and Investment: Evidence from German Corporate Groups", working paper.
- [10] Perotti, E.C., and Gelfer, S. Red barons or robber barons Governance and investment in Russian financial-industrial group. *European Economic Review*, 2001, 45: 1601-1617.
- [11] Lensink R, Molen R, Gangopadhyay S. Business Groups, Financing Constraints and Investment: The Case of India, " *The Journal of Development Studies*, 40, 2 (2003), 93-119.
- [12] 唐清泉, 罗党论. 现金股利与控股股东的利益输送行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. *财贸研究*, 2006, (1).
- [13] 金雪军, 王利刚. 公司现金储备和公司治理机制——基于中国上市公司的实证研究[J]. *浙江大学学报(人文社会科学版)*, 2007, (1).
- [14] 李焰. 企业集团化运作、融资约束与信用扩张效应[M]. 北京: 北京大学出版社, 2011.
- [15] 张纯, 吕伟. 信息披露、市场关注度与融资约束[J]. *会计研究*, 2007, (11).
- [16] 邵军, 刘志远. 企业集团内部资本市场对其成员企业融资约束的影响——来自中国企业集团的经验证据[J]. *中国会计评论*, 2008, (3).
- [17] 黎来芳, 黄磊, 李焰. 企业集团化运作与融资约束——基于静态和动态视角的分析[J]. *中国软科学*, 2009, (4).
- [18] 银莉, 陈收. 集团内部资本市场对外部融资约束的替代效应[J]. *山西财经大学学报*, 2010, (8).
- [19] Claessens, Stijn, Simeon Dankov and Larry H.P. Lagb, The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Finance Economics*, 2000, 58: 81-112.
- [20] Scharfstein, D. and J. Stein, The dark side of internal capital markets: Divisional rent seeking and inefficient investment. *Journal of Finance*. 2000, 55: 2537-2564.
- [21] 李增泉, 孙铮, 王志伟. "掏空"与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. *会计研究*, 2004, (12).
- [22] 陈晓, 王琨. 关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J]. *经济研究*, 2005, (4).
- [23] 李焰, 陈才东, 黄磊. 集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究[J]. *管理世界*, 2007, (12).
- [24] Stein, J.C., 2001, Agency, Information and Corporate Investment, NBER Working Paper No. 8342.
- [25] Clementi, Gian L., and Hugo A. Hopenhayn. 2006. "A Theory of Financing Constraints and Firm Dynamics." *Quarterly Journal of Economics*, 121(1): 229-65.
- [26] Alchian, A. Corporate Management and Property Rights. Washington, D.C., American Enterprise Institute, 1969: 337-360.
- [27] Weston, J., 1970, The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review* 44, 66-80.
- [28] Williamson Oliver E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Collier Macmillan publishers. 1975, 147-148.
- [29] Shleifer and Vishny, 1998, *The Grabbing Hand, Government Pathologies and Their Cures*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

[责任编辑: 王少林]

本 刊 声 明

为适应我国信息化建设,扩大本刊及作者知识信息交流渠道,本刊已被“中国学术期刊网络出版总库”、“CNKI 系列数据库”、“万方数据数字化期刊群”、“中国核心期刊(遴选)数据库”全文收录,其作者文章著作权使用费与本刊稿酬一次性给付。免费提供作者文章引用统计分析资料。如作者不同意文章被收录,请在来稿时向本刊声明,本刊将作适当处理。

另外,本刊从未委托任何机构或个人组稿或代收、代转稿件,作者投稿请直接通过电子邮件寄至 xuebao@jlbtu.edu.cn, 咨询投稿及其他事宜亦可通过我刊编辑部办公电话 0431-88530065 联系。

《吉林工商学院学报》编辑部
2013 年 2 月