

集团嵌入性、内部资本市场与公司资本结构

银 莉(副教授)

(广西大学商学院 南宁 530004)

【摘要】 本文基于嵌入性理论和内部资本市场理论,实证研究集团成员上市公司资本结构的决定性因素,研究结果表明:①相比独立上市公司,集团成员上市公司的负债水平较高;②在集团样本中,内部资本市场效率与公司负债水平显著负相关;③以国有集团为背景的表征嵌入性和以金字塔结构为特征的结构嵌入性,对内部资本市场具有显著的影响,其中集团嵌入性显著影响公司资本结构选择,且不以内部资本市场为作用机制。

【关键词】 集团嵌入性 内部资本市场 集团成员企业 资本结构

一、引言

在全球经济一体化和市场激烈竞争中,与市场相适应的企业形态在不断改变和创新。企业集团的“中间体”特征表现出很强的环境适应性和组织竞争优势。在外部资本市场欠发达的环境下,集团内部资本市场相当于发挥风险投资、商业银行和投资银行的金融中介功能,从而可以提高成员企业的投融资效率。

Hubbard and Palia(1999)在对美国股份制企业的研究中指出,美国大多数企业实施并购是为了构建企业内部各单元之间资金流动的平台,缓解由于外部资本市场尚未充分发达、难以获取企业内部信息而导致的融资约束问题。Masulis et al.(2011)研究了45个国有企业的数据、Buchuk et al.(2014)研究了智利企业集团的资本营运,均证实集团内部资本市场具有缓解融资约束的功能。同时,国内外诸多研究还发现,处于外部监督机制较弱的环境下,企业集团极易发生管理者和控股股东掠夺中小股东权益的治理难题(印度 Bertrand, 2002; 韩国 Kang, 2014; 中国郑国坚, 2013)。

以上研究将企业集团视为通过产权关系实施权威控制的企业联合体,站在集团组织外部的立场研究企业集团的财务优势及劣势比较客观,得出的结论具有较高的可靠性。在投资者保护水平较低的新兴市场国家,外部市场发展不充分,孕育出较弱产权关系的松散型企业集团,诸如“关系”、“结构位置”等隐性契约形式,主导着集团成员企业与外部市场的交易。在外部资本市场和集团内部资本市场共同影响下,集团成员企业如何进行财务决策是值得探究的问题。

本文以我国沪深两市A股上市公司为研究对象,尝试放宽理性经济人假设,将集团背景看作是集团成员上市

公司镶嵌于组织的网络或战略性资源,研究集团嵌入特征和内部资本配置效率及其与公司资本结构决策的逻辑关系,揭示以内部资本市场为作用机制、影响上市公司融资行为的集团正式或非正式制度因素。这个研究维度拓宽了公司资本结构理论研究的视角,对集团母子公司管理实践和制度创新具有借鉴意义,并对理解和规范集团背景上市公司财务管理具有重要的实践意义。

二、理论分析与研究假设

(一)理论分析

自资本结构理论的开创性文献MM(1958)出现以来,多视角解释资本结构的理论不断涌现,如优序融资理论、平衡理论及代理成本理论等等,以上传统资本结构研究以单一企业为假设前提,不能很好地解释集团成员企业的财务决策行为。企业集团是统一和非完全整合的管理和财务控制下独立经营企业的联合体,具有信息优势和激励监督等特点,理论上对集团成员企业资本结构决策的影响有几个方面:

首先,内部资本市场对外部资本市场可以规避信息不对称和管理者激励等代理问题,比较面临相同程度融资约束的独立经营企业而言,集团成员企业能从集团内部获得贷款,这对外部融资会产生挤出效应,导致外部融资的财务杠杆水平降低,但是挤出效应一般不会严重到降低企业整体的负债水平,因为控股股东仍期望充分利用财务杠杆效应增加企业价值。

其次,无论是内部资本市场的优胜者选拔或现金流互补功能,都使得企业集团对外融资时保持稳定现金流的良好形象,这在外部市场上具有一定的“声誉效应”,减少逆向选择的负面影响。集团关联担保和集团声誉,有助于提升成员企业的对外融资能力,因为贷款给一个稳定

经营的企业集团比贷款给一组独立企业投资组合更有利。从实践看,上市公司申请银行贷款大多依靠关联方企业获得,据统计,2007~2011年每年上市公司关联担保借款占全部借款的比重依次为74%、87%、91%、95%。这说明集团嵌入性弱化了金融机构的信贷配给行为。

再次,即便成员企业出现偿债困难的局面,集团控股股东考虑到其利益相关性,可能暂缓内部借款的偿付,较弱的还款约束和宽松的支付条款保证了成员企业有能力应对财务危机的出现,此外集团内部担保以及内部借贷都可以有效保障债务的偿还,这既不会影响企业集团和控股股东的声誉,也避免了企业集团的道德风险问题。

(二)研究假设

Halit Gonenc(2009)研究土耳其企业集团、**Kim(2009)**研究韩国财阀,他们发现集团成员企业较独立经营企业的财务杠杆水平高。在中国的制度环境下,上市公司过度融资的倾向普遍比较严重,公司总是尽可能多地向资本市场和银行融资,负债融资能力基本就反映为负债水平的差异。就集团成员上市公司而言,由于上市公司在集团内部处于核心成员企业地位,加之债务的股权非稀释性,为保证控股股东的控制权,债务融资是集团成员上市公司首选的融资方式。据此,本文提出如下假设:

H1:相对于独立上市公司,集团成员上市公司的负债水平较高。

集团内部资本市场是企业集团组织形式颇具经济优势的存在理由之一。通过内部资本市场,企业集团将集团成员企业的现金流汇聚形成现金池,在集团成员企业之间重新配置,高效率的内部资本市场将资金配置到具有较好投资机会,但却会约束部分成员企业的融资行为,减少了此类成长性好成员企业对外部债务融资的依赖和需求。与此同时,通过高效率的集团内部资本配置,也减少了缺乏投资机会的成员企业对外部负债的过度融资。据此,本文提出如下假设:

H2:内部资本市场配置效率与集团成员上市公司负债水平呈负相关关系。

近年来学术界提出了一些新的理论,如**Granovetter(1985)**的社会嵌入性理论,该理论认为,经济组织和个体经济行动者会受到社会关系、网络结构的显著影响。我们认为企业集团内部除了以产权联结的经济关系之外,同时组织结构、政治关系等非正式契约关系与经济关系耦合存在,于是引入嵌入性观点,从结构嵌入性和关系嵌入性两个层面描述集团嵌入性特征,较系统研究集团嵌入性与公司资本结构的相关性。

政治关系对企业债务融资的影响在很多国家得到了验证。关系嵌入性以是否具有国有企业集团背景为特征,它是指集团成员企业财务行动是嵌入在企业集团与政府

组织之间的关系网络中。这种隐形的政治关系担保,会大大提高集团获取银行贷款的能力。同时,由于国有商业银行对国有企业集团的融资约束和预算约束比较“软化”,使得集团成员企业容易获得贷款,从而对其资本结构决策产生重要影响。**孙铮(2005)**、**张晓玲(2014)**认为,政府与企业集团的政治关联已成为不完善正式制度的替代机制,导致具有“政治关系”的国有企业集团能长期获得银行贷款的支持。据此,本文提出如下假设:

H3:在集团成员上市公司中,具有国有企业集团背景的,公司负债水平较高。

结构嵌入性是指集团成员企业处于企业集团的结构位置或网络位置,反映企业所处位置接触到集团稀缺资源的容量及获得集团资源支持的能力。企业所有权与经营权分离下的金字塔结构在亚洲新兴市场国家较为流行,国内外一系列实证研究发现,企业集团将可获得的金融资源及资产从金字塔结构下层(两权偏离)的成员企业,转移到金字塔结构上层的其他成员企业。我们从金字塔结构位置来观察企业集团结构嵌入性,它反映集团成员企业经营的波动性、控股股东在重新分配控制性资源时使成员企业利益受到了损害。

大股东利用控制权进行隧道挖掘,侵害中小股东的利益的案例比比皆是。德隆就是一个典型例子,德隆的问题暴露后,2007年中国银监会警示各银行业金融机构高度重视大型集团关联客户风险,加强银行等金融机构对集团成员企业的监督效应,尤其是在集团金字塔结构处于下层的集团成员企业。据此,本文提出如下假设:

H4:在集团成员上市公司中,处于金字塔结构下层的上市公司负债水平较低

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

如果两家或者更多上市公司中,大股东或者其控股股东可以追溯到同一经济主体,这些上市公司就被定义为集团成员企业。选择在深沪两市非金融类A股上市公司为研究样本,研究期间为2007~2011年,同时剔除期间内最终控制人发生变化的上市公司。据此标准,手工搜集到集团成员上市公司共183家,集团样本共包含915家公司-年观测值。

为对比研究集团成员企业与独立经营企业的财务决策差异,建立配对样本,方法是按照1:1比例选取同时期、同行业、规模相近(资产总额相差不到10%)的独立上市公司,得到的全体样本是一个容纳366家样本公司、5个会计年度的平衡面板数据。采用配对设计的理由是,集团成员上市公司与独立上市公司的样本比重失衡,而且在资产规模、行业属性等方面有显著差异,仅仅进行回归控制可能产生不可靠的研究结论。

本文选取的各项财务指标、股权结构信息等数据均来源于CSMAR数据库,数据的处理和检验采用统计软件Statal1进行分析。

(二)模型设定

为检验本文的研究假设是否成立,我们建立以下基本计量模型:

$$Lda/Lds/Lev = \alpha + \beta_1 Groupkind + \beta_2 Lnasset + \beta_3 Roa + \beta_4 Tobinq + \beta_5 Ndt + j = 140 Yearj + \varepsilon \quad (1)$$

模型中被解释变量为反映资本结构水平的三个衡量指标,其中:解释变量 Groupkind 表示集团化经营的特征变量,结合假设检验的目的,使用集团属性或集团嵌入性这些变量中的一个或多个来替代模型中的 Groupkind 变量。模型的控制变量,选取已有研究文献中已得到证实的资本结构影响因素,包括公司规模、盈利能力、非负债税盾、成长性等指标。

(三)变量定义

根据研究模型,本文设定了三个变量,即:被解释变量、解释变量和控制变量,如表1所示:

表 1 变量定义

变量符号	变量定义
被解释变量	Lda 长期借款/总资产
	Lds 长期负债/股东权益
	Lev 借款收到的现金/总资产
解释变量	Group 企业集团虚拟变量,如上市公司最终控制人为定义的企业集团,取值1,否则取值0
	Cfs 内部资本市场效率: $CFS = \frac{\sum_{j=1}^n \{ [cf_j/sale_j] - [cf/sale] \}}{totalsale}$ cf _j 表示第j成员企业的现金流 cf表示集团内部各成员企业的加权平均现金流 sale _j 表示第j成员企业的销售收入 cf _j /sale _j 表示第j成员企业的回报率 capex _j 表示第j成员企业的资本支出 capex _j /sale _j 表示第j成员企业的投资支出率
	Bgre 关系嵌入性:如果上市公司最终控制人为国资委或国有企业,取值为1,否则取值为0
	Bgse 结构嵌入性:如果上市公司处于集团金字塔结构下层(两权偏离),取值1;否则取值0
	Size 总资产的自然对数
	Roa 总资产报酬率:净利润/总资产
	Tobinq 托宾q值:(股权市值+净债务市值)/期末总资产
控制变量	Ndt 非负债税盾:固定资产折旧/总资产
	Year 年度变量以2007年为基准,设置了4个年度虚拟变量。

下面,本文重点对被解释变量、解释变量的两个具体指标:资本结构和内部资本市场效率做些解析:

1. 资本结构。企业资本结构的衡量方法有多种计算口径,依据本文的研究目的,借鉴前人的衡量方法,我们以“长期借款/总资产”指标反映上市公司的资本结构水平。同时,为保证研究结论的稳健性,还采用“借款收到的现金/总资产”指标、“长期负债/股东权益”指标进行替代计算予以反映。

2. 内部资本市场效率。内部资本市场有效度的测算,是在企业集团总部统一配置内部资金的前提下量化计算内部资本配置的绝对效率。Peyer(2001)在研究中提出运用托宾Q敏感性法,可以测算出集团成员企业的投资差异,以评价内部资本市场的配置效率。Maksimovic(2000)进一步出现金流敏感性法,将企业部门Q值用现金流量替代计算。考虑到新兴市场国家托宾Q值受市场波动影响较大,且影响因素复杂,所以采用现金流敏感性法计算内部资本市场的配置效率。

四、实证分析

(一)描述性统计

表2、表3列示了全样本主要变量和集团样本主要变量的描述性统计结果,表4列示了样本组间差异性T检验结果。从中可以看出,上市公司的负债水平 Lda、Lds、Lev 均值分别为 0.075、0.237、0.200。组间差异 T 检验结果显示,独立上市公司与集团成员上市公司的负债水平存在显著差异,其中集团成员上市公司负债水平 Lda、Lds、Lev 均值分别为 0.079、0.277、0.209,显著高于独立上市公司的负债水平。

从表4可以看出,在集团成员上市公司中,附属于国有企业集团的上市公司占到75.4%的比例;64.1%的集团成员上市公司处于集团金字塔结构的下层;集团内部资本市场效率Cfs的均值为0.003,可见正效率的集团内部资本市场在中国企业集团里较为普遍。在关系嵌入性和结构嵌入性的不同组之间,内部资本市场效率不存在显著差异,这说明集团嵌入性特征对集团内部资本配置行为不存在直接的影响。

表 2 主要变量的描述性统计(全样本)

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
Lda	1 830	0.075	0.109	0	0.610
Lds	1 830	0.237	0.493	0	5.854
Lev	1 830	0.200	0.165	0	1.821
Size	1 830	22.081	1.465	17.272	27.849
Roa	1 830	0.031	0.594	- 20.548	12.763
Tobinq	1 826	2.035	1.702	0.584	31.030
Ndt	1 830	0.023	0.018	- 0.019	0.290
Group	1 830	0.500	0.500	0	1

表3 主要变量的描述性统计(集团样本)

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
Cfs	905	0.003	0.036	-0.220	0.777
Bgre	915	0.754	0.430	0	1
Bgse	905	0.641	0.480	0	1

表4 组间差异性T检验

变量		均值	T检验
Lda	Group =1	0.079	1.752*
	Group =0	0.070	
Lds	Group =1	0.277	3.459***
	Group =0	0.197	
Lev	Group =1	0.209	2.327**
	Group =0	0.191	
Cfs	Bgre =1	0.003	0.538
	Bgre =0	0.001	
Cfs	Bgre =1	0.003	0.249
	Bgre =0	0.002	

(二)多元回归分析

1. 集团化经营与公司资本结构。我们考察了企业集团虚拟变量与公司资本结构的关系,目的是检验假设1。检验结果如表5所示:

表5 集团化经营与公司资本结构

全样本	被解释变量		
	Lev	Lda	Lds
Group	0.015** (0.007)	0.007* (0.004)	0.067*** (0.022)
Size	0.019*** (0.003)	0.025*** (0.002)	0.095*** (0.009)
Tobinq	-0.010*** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.012 (0.007)
Roa	-0.033*** (0.006)	-0.007* (0.004)	-0.035* (0.019)
Ndt	1.803*** (0.207)	0.922*** (0.132)	3.993*** (0.611)
年度	控制	控制	控制
截距	-0.228*** (0.067)	-0.498*** (0.043)	-1.976*** (0.199)
N	1826	1826	1826
R ²	0.100	0.157	0.117
F值	23.55***	38.69***	27.76***

注:*、**、***分别表示统计值在10%、5%、1%水平上显著;括弧中的数据为T值,下同。

从表5可以看出,无论采用Lda、Lds、Lev中的哪一个变量来定义资本结构指标,集团虚拟变量Group与公司资本结构水平均呈现出显著的正相关性,这与本文的理论预期相一致。

以Lev为例,Group的回归系数为0.015,这意味着相

对于独立上市公司、附属于企业集团的上市公司,其“借款收到的现金/总资产”指标水平大致高出1.5%。集团成员上市公司负债水平显著高于独立上市公司,原因可能是内部资本市场互帮互促、竞争选优的良好环境和现金流互补等财务功能起了作用。也可能是良好的集团声誉或关系担保等,使得集团成员上市公司偿还债务的能力增强。模型中控制变量通过了显著性检验,且系数符号与资本结构相关研究的结果相一致。

2. 集团嵌入性与公司资本结构。在了解了集团化经营影响成员企业资本结构选择之后,集团层面的哪些内部机制或非制度因素会在其中起到关键作用,则是接下来要探讨的问题。集团嵌入性与集团成员企业资本结构的相关性研究结果见表6。

表6 集团嵌入性与公司资本结构

集团样本	被解释变量					
	Lda	Lda	Lds	Lds	Lev	Lev
Bgre	0.014* (0.008)		0.051 (0.042)		0.023** (0.012)	
Bgse		-0.016** (0.007)		-0.135*** (0.037)		-0.046*** (0.011)
Size	0.024*** (0.003)	0.024*** (0.003)	0.102*** (0.014)	0.100*** (0.014)	0.018*** (0.004)	0.017*** (0.004)
Tobinq	-0.010*** (0.003)	-0.008*** (0.003)	-0.033** (0.015)	-0.026* (0.015)	-0.016*** (0.004)	-0.015*** (0.004)
Roa	-0.027 (0.021)	-0.027 (0.021)	-0.196* (0.112)	-0.195* (0.108)	-0.130*** (0.032)	-0.127*** (0.032)
Ndt	1.488*** (0.214)	1.406*** (0.214)	7.152*** (1.133)	6.368*** (1.101)	1.624*** (0.326)	1.488*** (0.324)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-0.477*** (0.063)	-0.456*** (0.064)	-2.170*** (0.334)	-1.986*** (0.329)	-0.197** (0.096)	-0.134 (0.097)
N	913	903	913	903	913	903
R ²	0.201	0.199	0.148	0.155	0.126	0.135
F值	26.52***	25.87***	18.61***	19.41***	15.59***	16.66***

从表6可以看出,集团成员上市公司的Bgse与三种定义下的资本结构水平显著负相关,集团结构嵌入性反映了成员企业在集团组织网络中所处的“地位”,这决定了其能从集团组织中获取资源的多少。处于集团金字塔结构下层位置、业绩波动性大的公司,获取集团资源支持的可能性较小,公司负债能力及水平越低,假设4得到验证。而Bgre与Lda及Lev存在显著的正相关性,与假设3预期相一致,可见以国有集团背景度量关系嵌入性,能反映集团成员上市公司与银行的关系网络对其融资决策和经营行为产生了重要影响。

表7是非集团样本的对比回归分析结果,无论Bgse或Bgre对独立上市公司负债水平不具有显著影响。目前有学者分别研究政治关联或金字塔结构与资本结构的相关

性,大多运用信息经济学或代理理论阐释实证现象。本文集团和非集团样本的对比研究结果,说明关系或结构嵌入到集团成员企业的融资行为,形成一种有效的合同实施因果机制,是决定集团成员企业资本结构不可忽略的非正式制度因素。

表 7 集团嵌入性与公司资本结构(续表 6)

非集团 样本	被解释变量					
	Lda	Lda	Lds	Lds	Lev	Lev
Bgre	-0.010 (0.007)		-0.037 (0.025)		-0.004 (0.011)	
Bgse		0.002 (0.007)		0.031 (0.024)		0.030*** (0.010)
Size	0.026*** (0.003)	0.027*** (0.003)	0.0775*** (0.009)	0.087*** (0.010)	0.179*** (0.004)	0.025*** (0.004)
Tobinq	-0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.005 (0.007)	-0.001 (0.007)	-0.006** (0.003)	-0.005* (0.003)
Roa	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.009 (0.014)	-0.010 (0.014)	-0.028*** (0.006)	-0.029*** (0.006)
Ndt	0.390** (0.170)	0.344** (0.169)	0.855 (0.622)	0.734 (0.626)	1.645*** (0.279)	1.734*** (0.277)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-0.475*** (0.059)	-0.540*** (0.061)	-1.491*** (0.215)	-1.737*** (0.227)	-0.215** (0.096)	-0.382*** (0.101)
N	913	893	913	893	913	893
R ²	0.125	0.143	0.091	0.104	0.079	0.101
F值	15.48***	17.59***	11.15***	12.56***	9.73***	12.08***

3. 内部资本市场效率与公司资本结构。运行有效的内部资本市场是企业集团十分显著的特征,此金融制度安排与外部资本市场相互补充,在降低交易成本的同时决定着企业的资本结构水平。为考察研究假设 2,我们将内部资本市场配置效率 Cfs 引入检验模型,回归结果如表 8、表 9 和表 10 所示。

从表 8、表 9、表 10 可以看出,Cfs 与成员企业三种定义下的负债水平存在显著的负相关关系,假设 2 得到验证。在其他条件不变的情况下,内部资本市场的效率提高有利于减少对外部负债融资的需求。由此说明,有效的内部资本市场可以补贴集团成员上市公司自身现金流的不足,不仅减轻了其外部融资的约束,而且储备了较高的外部融资柔性,对公司负债水平有显著的解释力。

我们还考察了集团内部资本市场效率与资本结构的关系是否受集团嵌入性因素的影响。由于 Bgre×Cfs 和 Bgse×Cfs 交互项与 Cfs 高度相关,因此我们按照集团嵌入性特征进行分组回归。研究结果显示,无论 Lda、Lds 或是 Lev 定义的资本结构指标,除 Bgse1 组的 Cfs 与公司资本结构显著相关外,其他组的内部资本市场配置对公司资本结构选择的解释力不强。结合前文证实的嵌入性显著影响公司资本结构的结论,研究表明,集团嵌入性与内部资

表 8 内部资本市场效率与公司资本结构

集团样本	被解释变量 Lda				
		Bgre1	Bgre0	Bgse1	Bgse0
Cfs	-0.167*** (0.055)	-0.199*** (0.070)	-0.076 (0.095)	-0.125** (0.059)	-0.288 (0.197)
Size	0.033*** (0.005)	0.042*** (0.007)	0.031*** (0.010)	0.023*** (0.004)	0.070*** (0.012)
Tobinq	-0.001 (0.002)	0.002 (0.003)	-0.005 (0.005)	-0.002 (0.002)	0.001 (0.006)
Roa	-0.012 (0.011)	-0.017 (0.011)	0.146 (0.120)	-0.011 (0.012)	-0.090 (0.061)
Ndt	0.574*** (0.220)	0.328 (0.234)	2.137*** (0.686)	0.637*** (0.214)	0.756 (0.589)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-0.657*** (0.120)	-0.877*** (0.158)	-0.666*** (0.236)	-0.451*** (0.097)	-1.494*** (0.290)
N	903	689	214	579	324
R ²	0.104	0.132	0.111	0.105	0.172
F 检验	18.89***	22.72***	6.94***	10.14***	35.05***
Hausman 检验	16.73**	18.64***	12.83**	6.88	22.62***
LM 检验	1065.27***	865.17***	105.03***	473.01***	423.37***
模型选择	FEM	FEM	FEM	REM	FEM

注: Bgre1 表示具有国有集团背景的成员上市公司,样本数为 690; Bgre0 表示不具有国有集团背景的成员上市公司,样本数为 225; Bgse1 表示集团金字塔结构下层的成员上市公司,样本数为 580; Bgse0 表示集团金字塔结构上层的成员上市公司,样本数为 325,下同。

表 9 内部资本市场效率与公司资本结构(续表 8)

集团样本	被解释变量 Lds				
		Bgre1	Bgre0	Bgse1	Bgse0
Cfs	-0.646** (0.317)	-0.707 (0.442)	-0.170 (0.311)	-0.423** (0.211)	-0.901 (1.676)
Size	0.112*** (0.030)	0.177*** (0.044)	0.137*** (0.034)	0.072*** (0.016)	0.394*** (0.106)
Tobinq	0.021 (0.014)	0.020 (0.018)	0.037** (0.016)	0.013 (0.009)	0.050 (0.055)
Roa	-0.138** (0.063)	-0.150** (0.069)	-0.467 (0.396)	-0.088** (0.041)	-1.580*** (0.523)
Ndt	1.794 (1.264)	0.239 (1.474)	10.438*** (2.253)	3.461*** (0.778)	-8.512* (5.014)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-2.353*** (0.691)	-3.727*** (0.991)	-3.072*** (0.775)	-1.511*** (0.358)	-8.371*** (2.464)
N	903	689	214	579	324
R ²	0.067	0.092	0.155	0.105	0.177
F 检验	14.67***	15.45***	7.97***	11.78***	14.70***
Hausman 检验	20.25***	22.08***	15.41**	6.86	32.12***
LM 检验	930.97***	721.52***	117.31***	527.69***	271.39***
模型选择	FEM	FEM	FEM	REM	FEM

表 10 内部资本市场效率与公司资本结构(续表9)

集团样本	被解释变量 Lev				
		Bgre1	Bgre0	Bgse1	Bgse0
Cfs	-0.155* (0.089)	-0.111 (0.117)	-0.077 (0.127)	-0.159* (0.094)	0.116 (0.323)
Size	0.049*** (0.008)	0.076*** (0.012)	0.045*** (0.014)	0.047*** (0.010)	0.093*** (0.020)
Tobinq	-0.002 (0.004)	0.003 (0.005)	0.000 (0.007)	0.002 (0.004)	0.010 (0.011)
Roa	-0.140*** (0.018)	-0.143*** (0.018)	-0.161 (0.161)	-0.130*** (0.018)	-0.464*** (0.101)
Ndt	-0.049 (0.353)	-0.434 (0.392)	2.591*** (0.920)	0.083 (0.385)	-0.844 (0.966)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-0.870*** (0.193)	-1.434*** (0.263)	-0.830*** (0.316)	-0.825*** (0.215)	-1.795*** (0.475)
N	903	689	214	579	324
R ²	0.171	0.216	0.105	0.216	0.180
F检验	16.81***	17.58***	12.75***	13.36***	22.61***
Hausman 检验	24.62***	24.16***	18.93***	14.92**	22.67***
LM 检验	984.55***	761.83***	167.37***	552.96***	371.42***
模型选择	FEM	FEM	FEM	FEM	FEM

本配置对公司资本结构不存在交互影响,关系嵌入或结构嵌入特征均不以内部资本市场为作用机制影响公司的负债水平,换言之,镶嵌于企业集团组织资源下,公司融资行为和融资能力是内部资本市场正式制度和集团嵌入性非正式制度互补作用的结果。

五、研究结论

对集团嵌入性、内部资本市场和公司资本结构进行研究,是现代财务管理理论面临的一个重要课题。传统的公司财务研究多局限于从企业自身的边界出发,探讨组织内部的投融资问题,忽视了外部环境和制度因素的影响。本文跨越企业之间的界限,实证研究影响集团成员上市公司资本结构决策的制度因素和非制度因素。研究结果表明,企业集团的信息优势和激励约束的双重作用,有助于提升集团成员上市公司的对外融资能力,其负债水平高于独立上市公司。

进一步用沪深两市 A 股 183 家上市公司 2007~2011 年 915 个观测值研究集团成员企业与独立经营企业的财务决策差异,结果表明,公司负债水平受内部资本市场运行效率和集团嵌入性特征共同作用的影响,其中,内部资本市场效率和金字塔结构的下层位置嵌入,与集团成员上市公司负债水平显著负相关,国有集团背景的关系嵌入提高了上市公司的负债水平。但集团嵌入性不以内部资本市场为作用机制,会影响公司资本结构决策。

本文的研究,一方面突破了经济人理性而自利的假

设,证实嵌入性理论以拓展的视角,较好地阐释了集团成员上市公司资本结构的选择行为;另一方面,限于数据的可获得性,集团嵌入性的度量采用代表性变量来反映,缺少对关系维度和结构网络的强度、中心度等更具体广泛的测量影响了其准确性。我们会在以后的研究中搜集更多的分析资料完善现有的研究成果。

【注】本文为湖南省社科基金“集团背景上市公司投融资行为:嵌入性视角的实证研究”(项目编号:12YBB046)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Hubbard R G, Palia D. A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View. *The Journal of Finance*, 1999; 54
2. Masulis R W, Pham P K, Zein J. Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices. *Review of Financial Studies*, 2011; 24
3. 季皓. 中央企业内部资本市场运作研究. *财会月刊*, 2011; 3
4. Buchuk D, Larain B, Muñoz F, et al. The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 2014; 112
5. Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Ferreting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 2002; 117
6. Kang M, Lee H, Lee M, et al. The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea. *Pacific- Basin Finance Journal*, 2014; 29
7. 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性. *管理世界*, 2013; 5
8. Halit G. How do business group firms utilize internal capital markets?. *International Journal of Managerial Finance*, 2009; 5
9. Jung K, Kim B, Kim B. Tax Motivated Income Shifting and Korean Business Groups (Chaebol). *Blackwell Publishing Ltd*, 2009
10. Granovetter M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *The American Journal of Sociology*, 1985; 91
11. 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据. *经济研究*, 2005; 5
12. 张晓玲. “关系”对企业债务融资与投资行为的影响分析. *金融理论与实践*, 2014; 5