

货币政策与集团企业 负债模式研究*

□何 捷 张会丽 陆正飞

摘要:集中负债还是分散负债,是集团企业财务体制安排中的一个重要方面。本文利用我国上市公司同时披露合并报表和母公司报表这一条件,综合利用合并报表和母公司报表披露的相关数据,考察货币政策对集团企业负债模式选择的影响。研究发现,货币政策越紧缩(宽松),集团企业选择集中负债模式的可能性越大(小)。尤其是,当子公司整体盈利能力较弱或子公司整体成长性较高时,集团企业更可能在货币政策紧缩时选择集中负债模式。进一步研究表明集团企业选择集中负债模式有助于降低集团企业整体的过度投资水平,且主要发生在货币政策宽松期;但集中负债模式对母公司过度投资水平并无显著影响,这意味着集中负债对集团企业整体过度投资水平的影响主要源于其对子公司整体过度投资水平的抑制。本文研究发现表明,集团企业会出于“共同保险效应”和抑制子公司过度投资的考虑而选择集中负债模式,与已有文献关于集中负债属于集团企业主动战略行为的观点一致。

关键词:货币政策 集中负债 分散负债 投资效率

一、引言

企业集团已成为当前企业发展的重要战略组织形式。目前,我国上市公司平均拥有12家子公司,母公司与子公司以及子公司之间的资源配置成为企业及研究者关注的重要话题,特别是集团企业负债模式的选择,即集团企业选择由母公司集中负债继而在子公司中分配(以下简称“集中负债”),抑或由各子公司自行负债(以下简称“分散负债”),将对集团企业的融资便利性及经营生产、投资效率产生重要影响。那么,集团企业应该如何在集中负债模式和分散负债模式中做出选择?已有模型研究认为,集团企业应在集中负债带来的收益与成本间权衡,进而选择最优负债模式。其中,集中负债的优势包括“共同保险效应”带来的融资便利性(Myers, 1977; Flannery et al., 1993)、节税优势(Flannery et al., 1993)、母公司监督优势以及资源配置优势(Gertner et al., 1994; Stein, 1997; Fier et al., 2013);集中负债带来的成本主要包括“资产替代效应”(Jensen, 1986; Flannery et al., 1993; Kahn and Winton, 2004)、“公司社会主义问题”和“掏空问题”(Rajan et al., 2000; Scharfstein and Stein, 2000; Kolasinski, 2009)以及子公司资本结构偏离等问题(Myers, 1977; John and John, 1991)。由于国外无法取得母、子公司财务数据,关于集团型企业债务分配的实证证据较少,但国内外仍有少量研究从企业特征方面探讨了集团企业集中负债或分散负债模式的选择(Kolasinski, 2009; 张会丽、陆正飞, 2013),并验证了已有模型的部分结论。然而除了企业特征等内部因素,宏观经济政策这一外部因素也会影响集团企业集中负债收益和成本对比的不同,进而影响集团企业负债模式的选择。基于此,本文利用我国同时公布合并报表和母公司报表的数据优势,从宏观视角研

*感谢国家自然科学基金重点项目(项目批准号:71132004)、财政部“会计名家培养工程”(财政部财会〔2013〕27号文)以及国家自然科学基金青年项目(项目批准号:71202030)对本文的资助。张会丽为本文通讯作者。

究货币政策对集团企业负债模式选择的影响。

以2003~2013年我国A股上市公司为样本,本文将母公司报表有息负债大于或等于合并报表有息负债,且母公司报表其他应收款大于合并报表其他应收款的集团企业视为集中负债企业,考察了货币政策宽松度对集团企业负债模式选择的影响。研究结果表明:(1)货币政策宽松度与集团企业采取集中负债模式的可能性显著负相关,即货币政策越紧缩(宽松),集团企业选择集中负债的可能性越高(低)。这是由于货币政策紧缩时,银行信贷政策更为严格,企业面临的融资难度加大,集团企业更需要利用集中负债“共同保险效应”带来的融资便利性,以获取债务融资并支持母、子公司的投资机会。(2)当子公司整体盈利能力较弱时,集团企业更可能在货币政策紧缩时选择集中负债模式。这是由于子公司整体盈利能力较强时,子公司具有更充足的内部资金以支持其投资机会,外部债务融资动机较弱;另一方面盈利能力强意味着未来违约风险较低,更容易受到债权人青睐而融得资金。那么对于盈利能力较强的子公司,货币政策紧缩带来的融资约束影响较小,集团企业利用集中负债“共同保险效应”的动机较弱,相反,对于盈利能力较弱的子公司,集团企业利用集中负债“共同保险效应”的动机较强,更可能在货币政策紧缩时采取集中负债模式。(3)当子公司整体成长性较高时,集团企业更可能在货币政策紧缩时选择集中负债模式。这是由于成长性高的子公司更需资金以支持其较多的投资机会,但是由于高成长性带来的股东与债权人间的代理问题,成长性高的子公司更难以获得外部债务融资,这一需求与供给矛盾在货币政策紧缩时更为突出。因此,当子公司整体成长性较高时,集团企业更可能在货币政策紧缩时选择集中负债,利用“共同保险效应”带来的融资优势以解决子公司融资难但资金需求高的冲突。(3)进一步研究表明集中负债模式降低了集团企业整体过度投资的水平,但对母公司过度投资无显著影响,这意味着集中负债对集团企业整体过度投资的影响主要源于其对子公司整体过度投资水平的抑制。此外,集中负债模式对集团企业整体过度投资的抑制作用仅发生在货币政策宽松时,说明集中负债模式更可能在投资过度问题较为严重时以抑制过度投资行为,集中

负债可能是集团企业为减少过度投资而进行的战略选择。本文研究结果表明集团企业不仅会出于“共同保险效应”以利用集中负债的优势,也会出于投资效率考虑而采用集中负债模式。

本文可能的贡献在于:(1)由于数据限制,已有研究大多通过分析式研究探讨集团型企业负债模式的影响因素,该领域仅有的几篇实证文献也是从微观层面探讨企业特征对集团型企业负债模式选择的影响。本文从宏观层面探讨货币政策变化对集团型企业负债模式选择的影响,丰富了已有分析式研究和实证研究的研究角度,同时,本文研究表明货币政策紧缩导致企业更为需要集中负债模式的“共同保险效应”,通过实证数据印证了已有分析式文献中“集中负债模式因为共同保险效应而具有融资优势”的结论。因此,本文从研究方法和角度上对于集团型负债模式研究均具有一定的创新性和补充性。(2)我们发现负债模式对子公司过度投资具有抑制作用,并且这种作用主要存在于货币政策宽松的样本中,说明企业会根据外部环境来利用集中负债抑制子公司过度投资,这意味着集团企业不仅会出于“共同保险效应”而进行集中负债,也会出于抑制子公司过度投资目的而进行集中负债,本文结论对已有负债模式经济后果的研究起到了重要补充作用。(3)已有研究发现货币政策会造成企业融资困难,并影响企业的行为,本文研究表明货币政策带来的融资困难问题会影响集团企业负债模式的战略选择,将已有研究角度从企业拓展到企业内部资本市场战略决策上,对已有货币政策与微观企业行为研究具有一定的补充和拓展作用。

二、文献回顾

(一)集团企业负债模式

已有文献通过分析式或大样本研究对集中负债模式的优缺点及集团企业的最优负债模式进行了探讨。这些研究表明集中负债的优点主要在于4个方面。第一,集中负债可以产生“共同保险效应”,具有融资优势。即业绩差的子公司可以由业绩好的子公司中和,现金流风险的降低使得集中负债更容易获取外部融资(Myers, 1977; Flannery et al., 1993)。第二,集中负债具有节税优势(Flannery et al., 1993)。Flannery等(1993)分析表明当公

司所得税率较高时,集中负债比分散负债更优。第三,由于母公司享有子公司的剩余索取权,集中负债时母公司对子公司的监督力度会强于分散负债时银行对子公司的监督力度,因此集中负债有利于母公司对子公司资金使用状况的监督(Gertner et al., 1994)。第四,集中负债方式有利于母公司在子公司之间资源的重新配置。Gertner等(1994)、Stein(1997)、Fier等(2013)认为,集中负债时,母公司可以监管各子公司的资金运营状况并及时调整负债资源的配置,因此在重新配置资源方面比分散负债更为灵活方便。

集中负债的缺点主要体现在3个方面。第一,集中负债可能带来“资产替代效应”。Jensen(1986)指出,当企业濒临财务危机时,股东有动机采用高风险资产替换现有资产,即使该高风险资产的净现值为负。Kahn和Winton(2004)认为,当多元化企业的部门间经营风险差异较大时,资产替代问题会更加严重。如果风险较高的子公司所遇到的问题危及整个集团企业,那么集中负债模式可能增加低风险部门的风险。因此,Kahn和Winton(2004)认为,当各子公司经营风险差异较大时,集团企业更可能采用子公司分散负债模式。Flannery等(1993)得到了类似结论。第二,集团企业进行集中负债并在子公司之间分配时,可能导致投资机会少的子公司获得过多资本,而投资机会多的子公司获得过少资本,引发“公司社会主义问题”(corporate socialism problem)和“掏空问题”(poaching problem)(Rajan et al., 2000; Scharfstein and Stein, 2000; Kolasinski, 2009)。Kolasinski(2009)实证研究发现,分散负债可以解决这两个问题,这是由于分散负债时,银行与子公司的债务契约通常规定该子公司的资产和收益不可以转移至其他子公司,并且会要求子公司披露资产及收益等状况,因此来自银行的监管可以防止母子公司以及子公司之间的平均主义或掏空问题。第三,如果不同子公司的成长机会不同,不同子公司的最优资本结构也会不一致,而集中负债使得不同子公司采用相同的负债结构,可能导致各子公司的资本结构不合理(Myers, 1977)。John和John(1991)借鉴Myers(1977)分析认为,如果子公司间的投资机会不同而现金流高度相关,分散负债是更优的选择,Leland(2007)模型也得到了类似结

论,但Kolasinski(2009)通过大样本研究并未发现相关证据。

此外,Kolasinski(2009)模型发现管理层能力、管理层控制权收益以及因并购或破产而失去控制权的可能性会影响集团企业负债模式的选择。Noe(1998)认为跨国公司会采用分散负债模式以充分利用不同国家制度的优势;Nanda(1991)认为分散负债可以减少信息不对称成本,Slovin和Sushka(1997)发现了一些支持该结论的证据,但是Vijh(2006)的研究结论相反。

从这些研究来看,集中负债既有优点(“共同保险效应”、节税优势、监督优势、资源配置优势),也有缺点(“资产替代效应”、“公司社会主义问题”、“掏空问题”、“资本结构偏离问题”)。集团型企业到底该选择集中负债还是分散负债是集团型企业的重要战略选择。这一话题很早就引起国外学者注意,但是由于无法取得母公司和子公司负债的具体数据,国外主要通过分析式研究来探讨集团型企业负债模式的优缺点或影响因素(Myers, 1977; Flannery et al., 1993; Gertner et al., 1994; Stein, 1997; Kahn and Winton, 2004),实证研究较少。与本文研究最为接近的一篇实证文献来自于Kolasinski(2009),这篇文章利用美国债券数据匹配出母公司和子公司的债券发行数据,探讨了子公司特征如何影响企业在“集中负债”、“子公司负债且母公司提供担保”和“子公司负债但母公司不提供担保”3种模式间的选择。此外,方伟廉(2008)发现子公司借款与母公司财务风险显著正相关;张会丽和陆正飞(2013)发现,母公司对集团整体控制力越强,子公司负债占比越低,且子公司负债占比越高,企业资本结构的适度性越差。虽然这3篇文章采用的都是实证方法,对已有分析式研究的结论起到了一定的数据支持,但都是从企业特征(微观)层面探讨集团型企业负债模式或负债主体的选择,本文从货币政策(宏观)角度出发探讨其对集团型企业负债模式的选择,既丰富了已有实证研究的研究角度,也可以对已有分析式研究中集中负债模式融资优势理论进行数据检验。

(二)货币政策与企业融资

已有研究表明货币政策会影响企业的微观行为。金鹏辉等(2014)发现,货币政策宽松时银行会

放松贷款审批条件,因而可能影响企业的融资难易程度。但是企业个体差异可能导致货币政策对企业融资难易程度影响的不同,比如段云和国瑶(2012)发现具有政治关系的公司即使在紧缩的货币政策环境下也具有更强的融资能力;曹廷求和朱博文(2013)发现,第一大股东性质和上市特征对贷款规模和货币政策敏感度产生显著影响,股东与股东大会、高管层以及监事会三方面的治理水平差异是导致不同银行贷款行为对货币政策反应不同的主要原因。

相应地,货币政策紧缩带来的融资困难可能影响到企业的投资效率。靳庆鲁等人(2012)研究发现,宽松货币政策减少了民营企业的融资约束,但对投资效率的影响呈现非线性关系。黄忠和谢军(2013)研究发现,宽松的货币政策促进了企业扩张投资,通过降低企业投资内部现金流敏感性缓解了企业融资约束;区域金融市场的发展强化了宏观货币政策对企业融资约束的缓解效应,优化了宏观货币政策的传导机制。

面对货币政策紧缩,企业可能采取一系列措施缓解货币政策紧缩带来的负面影响。祝继高和陆正飞(2009)发现,企业的现金持有水平会随着货币政策紧缩程度的变化而变化,当货币政策紧缩时,外部融资约束增强,企业会提高现金持有水平。饶品贵和姜国华(2011)发现,当货币政策进入紧缩期时,为了更容易获取银行贷款,企业会计政策会更加稳健。

以上研究表明,货币政策会影响企业的融资难易程度以及投资效率,企业为了缓解货币紧缩带来的融资难问题会采取相应的对策。但这些研究都是从企业整体角度出发,对于集团型企业而言,货币政策紧缩时子公司和母公司所受融资约束程度不同,可能影响集团型企业内部负债主体的战略选择。因此,本文探讨货币政策、负债模式与投资效率问题,有利于将已有货币政策研究从企业整体研究角度拓展到企业内部资本市场战略决策角度,对已有的货币政策研究具有一定的补充和拓展作用。

三、研究假设

已有研究认为是否采用集中负债模式是集团企业的重要决策之一,集团企业需要在集中负债模

式带来的收益和成本间进行权衡,选择最优负债模式(Flannery et al., 1993)。近期实证证据表明母公司个体特征以及管理层特征等可能影响集中负债模式收益与成本间的力量对比,进而影响集团企业负债模式的选择。而事实上货币政策这一宏观环境的变化也可能影响企业对集中负债模式收益的需求变化,进而影响集团企业负债模式的选择。

货币政策紧缩时,银行贷款审批条件更为严苛(金鹏辉,2014),企业获得银行贷款的难度加大(祝继高、陆正飞,2009;饶品贵、姜国华,2011;江曙霞、陈玉婵,2012;饶品贵、姜国华,2013)。此时企业面临的首要问题是获取资金,资金获取后的资源配置问题成为其次的问题。尽管集中负债模式在资金获取后的资源配置方面有利有弊,但在资金获取方面,集中负债因为“共同保险效应”而更有优势,能够更好地解决融资困难这一“当务之急”。一方面,子公司的评级通常不会高于母公司(Kolasinski, 2009),子公司对外融资的难度相较于母公司会更大,货币政策紧缩时子公司独立对外融资可能难以满足自身需求,而母公司集中融资获得资金的可能性更大。并且集团企业采用集中负债方式时,子公司间的盈利差异可以相互中和,现金流风险的降低将会提高集团企业整体对外融资的可能性(“共同保险效应”)。为了有效获取银行贷款,货币政策紧缩时集团企业更可能采取集中负债模式以提高自身的外部融资能力。此外,尽管集中负债模式可能带来“资产替代效应”等资源配置问题,企业也可以利用集中负债的其他优势减轻资源配置问题,比如利用集中负债模式下母公司的监督优势加强对子公司资金使用状况的监督、利用母公司资源配置的便利性将资金配置到更为需要的子公司(Gertner et al., 1994; Stein, 1997; Fier et al., 2013)。综上,货币政策会改变融资问题和资源配置问题对于企业的迫切性和重要性。货币政策紧缩时,企业更可能面临融资难问题,资金可获得性成为企业首先需要考虑的因素,此时企业更可能优先选择集中负债模式以发挥其融资优势。鉴于此,我们提出本文的假设1。

H1:货币政策宽松度与集团企业集中负债的可能性显著负相关。

尽管货币政策紧缩导致企业获取银行贷款的难度加大,但是不同企业所受影响程度可能并不相

同。从企业债务融资需求方面来看,啄食理论认为,业绩较好的企业拥有更多内部资金以支持其投资机会,因此其进行外部债务融资的需求较小,Chang等(2014)的实证证据支持了这一点。而从银行供给方面来看,企业业绩是银行提供资金支持的重要影响因素。企业业绩越好,其未来违约风险越低,同等条件下,银行更可能向业绩较好的企业提供贷款。比如蒋东生(2012)发现企业业绩越好,越可能获取长期贷款。同样,具体到集团型企业,业绩较好的子公司一方面可以利用内部资金以支持投资,另一方面由于违约风险低也更可能获取债务融资,货币政策紧缩对于业绩较好的子公司的融资约束影响可能较小,这类集团型企业在货币政策紧缩时通过集中负债以获取资金的紧迫性较低。因此,我们认为,子公司业绩越好,集团企业在货币政策紧缩时采取集中负债模式的可能性会弱化。据此,我们提出本文的假设2。

H2: 子公司业绩越好(差),货币政策宽松度与集团企业集中负债模式间的负相关关系越弱(强)。

企业成长性不同,货币政策对企业融资约束的影响也不同。从债务融资需求来看,企业成长性越高,越需要资金以支持其较多的投资机会。而相比于股权融资,债务融资的条件更为宽松,因此我国成长性较高的企业更有动机进行债务融资(Chang et al., 2014)。另一方面,从供给方来看,代理理论指出高成长性公司股东与债权人的代理问题更为严重,导致银行等债权人更不愿意为高成长性公司提供资金支持或者债务融资成本较高。因此,对于集团型企业,当子公司成长性较高时,子公司一方面更需要债务融资支持,另一方面又难以获取债务融资,而这一矛盾在货币政策紧缩时将更为严重,那么这类集团型企业更有动机在货币政策紧缩时利用集中负债的“共同保险效应”以获取债务融资,解决高成长性子公司资金需求高而融资难度大的问题。因此,我们提出本文的假设3。

H3: 子公司成长性越高(低),货币政策宽松度与集团企业集中负债间的负相关关系越强(弱)。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以沪深两市2003~2013年全部A股上市公司

为研究样本,初始样本量为18155个公司年度数据,剔除同时发行B股、H股的公司年度数据1560个,剔除ST企业的公司年度数据485个,剔除金融行业公司年度数据176个,剔除无子公司的上市公司年度数据718个,剔除缺失值后本文主回归样本量为14547个,但在进一步研究投资效率时由于用到新增变量及部分变量的滞后项,样本量减少至10696个。为了减少离群值的影响,我们对所有连续型变量进行上下1%的winsorize处理。本文数据来源于CSMAR数据和WIND数据库,上市公司各子公司个数及财务信息手工搜集获得。

(二) 变量选择与模型设计

为检验本文假设1,我们设计如下模型:

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{CONLEVERAGE}_{i,t}=1) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{MONETARY}_{i,t} \\ & + \alpha_2 \text{SOE}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_5 \text{LEVB}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{GROWTH}_{i,t} + \alpha_7 \text{LNLISTAGE}_{i,t} + \alpha_8 \text{CF}_{i,t} \\ & + \alpha_9 \text{DIVIDEND}_{i,t} + \alpha_{10} \text{SUBNUM}_{i,t} \\ & + \alpha_{11} \text{SUBCONTROL}_{i,t} + \sum \text{YEAR} \\ & + \sum \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中被解释变量为集中负债模式CONLEVERAGE。借鉴Kolasinski(2009),我们将CONLEVERAGE设置为当母公司有息负债大于或等于合并报表有息负债,且母公司其他应收款大于合并报表其他应收款时取1,表明子公司未对外进行负债,集团企业采用集中负债模式;否则取0,表示分散负债^①。其中,有息负债为短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款与应付债券的合计额。主要解释变量为MONETARY,为当年度M2增长率,该指标越大,表明货币政策越宽松。 α_1 是我们主要关注的系数。

此外,我们控制了上市公司产权性质(SOE)、公司规模(SIZE)、公司资产收益率(ROA)、公司账面资产负债率(LEVB)、公司成长性(GROWTH)、上市时间的对数(LNLISTAGE)、公司现金流(CF)、是否发放现金股利(DIVIDEND)、子公司数量的对数(SUBNUM)、上市公司对子公司平均控股比例(SUBCONTROL)以及年度和行业虚拟变量,各变量详细说明见表1。由于负债模式可能是集团企业的战略选择,在不同年度间一致性较高,且若不同集团企业在同一年度受宏观政策影响而导致货币政策具有相似性,可能导致横截面和时间上的异方差

问题,我们对模型(1)各系数的标准误进行公司个体和年度的双向聚类(two-way cluster)处理(Petersen, 2009)。

为了验证本文假设2,我们采用“(合并报表 ROA -母公司 ROA)/合并报表 ROA ”衡量子公司整体盈利水平,记为变量 $DIFF_ROA$ 。该变量越大,表明子公司盈利能力越强。然后我们根据同行业同年度 $DIFF_ROA$ 的中位数将样本分为子公司盈利能力弱($DIFF_ROA$ 低于同行业同年度中位数)和子公司

盈利能力强($DIFF_ROA$ 高于同行业同年度中位数)两组,并对模型(1)进行分组回归。根据假设2,我们预计 α_1 在子公司盈利能力强的样本组中较小或不显著。

为了验证本文假设3,我们采用“(合并报表总资产增长率-母公司总资产增长率)/合并报表总资产增长率”衡量子公司整体成长性,记为变量 $DIFF_GROWTH$ 。该变量越大,表明子公司成长性越高。然后我们根据同行业同年度 $DIFF_GROWTH$

的中位数将样本分为子公司成长性低($DIFF_GROWTH$ 低于同行业同年度中位数)和子公司成长性强($DIFF_GROWTH$ 高于同行业同年度中位数)两组,并对模型(1)进行分组回归。根据假设3,我们预计 α_1 在子公司成长性低的样本组中更小或不显著。

(三)描述性统计和相关系数分析

表2列示了各变量的描述性统计。其中,采用集中负债模式的样本比例为14.2%,说明大部分企业采用分散负债模式。为了考察企业负债模式年度间的变动情况,我们设置变量 $CONKEEP$,当集团企业负债模式与上期相同时取1,否则为0。从 $CONKEEP$ 描述性统计来看,90%的样本企业 t 期负债模式与 $t-1$ 期相同,说明大部分集团企业的负债模式具有持续性,但仍存在一定比例的变动(由于该变量设置需同时保证 $CONLEVERAGE$ 和 $CONLEVERAGE_{t-1}$ 不存在缺失值,因此该变量样本量有所减少)。 $MONETARY$ 描述性统计显示M2增长率平均为17.4%。此外,本文样本中49.2%的上市公司(母公司)为国有企业性质,上市年限平均达到8年,第一大股东股份占比平均为35.9%,独立董事比例平均为36.4%,董事长与总经理两职合一的比例达到17.9%,每家上市公司平

表1 变量说明

变量	变量说明
<i>CONLEVERAGE</i>	集中负债虚拟变量,当母公司有息负债大于或等于合并报表有息负债,且母公司其他应收款大于合并报表其他应收款时取1,表明子公司未对外进行负债,集团企业采用集中负债模式,否则取0。其中,有息负债=短期借款+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券。
<i>CONKEEP</i>	当集团企业 t 期负债模式与 $t-1$ 期相同取1,不同时取0。
<i>INVEFF</i>	集团企业整体过度投资程度。采用合并报表数据,根据Richardson(2006)模型计算出残差,记为 $INVEFF$,该指标越大,表明集团企业整体过度投资程度越高。
<i>INVEFF_M</i>	母公司过度投资程度。采用母公司报表数据,根据Richardson(2006)模型计算出残差,记为 $INVEFF_M$,该指标越大,表明母公司过度投资程度越高。
<i>MONETARY</i>	货币供给增量=M2增量/上期M2,该指标越大,表明货币政策越宽松。
<i>DIFF_ROA</i>	$DIFF_ROA=(\text{合并报表 } ROA - \text{母公司 } ROA)/\text{合并报表 } ROA$ 。该指标衡量母子公司盈利能力差异, $DIFF_ROA$ 越大,表明集团企业盈利能力主要来自于子公司,子公司整体盈利能力越强。
<i>DIFF_GROWTH</i>	$DIFF_GROWTH=(\text{合并报表总资产增长率} - \text{母公司总资产增长率})/\text{合并报表总资产增长率}$ 。该指标衡量母子公司成长性差异, $DIFF_GROWTH$ 越大,表明集团企业成长性主要来自于子公司,子公司整体成长性越高。
<i>INNEW</i>	合并报表新增投资数额,根据合并报表数据计算得到。新增投资数据=(购置固定资产、无形资产及其他长期资产的支出+购买子(分)公司的支出-处置固定资产、无形资产及其他长期资产收回的现金-处置(分)公司的收到的现金-当期折旧摊销额)/期初总资产。
<i>INNEW_M</i>	母公司新增投资数额,根据母公司报表数据计算,计算公式同上。
<i>INVESTMENT</i>	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,并用总资产进行标准化(采用合并报表数据计算)。
<i>INVESTMENT_M</i>	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,并用总资产进行标准化(采用母公司报表数据计算)。
<i>SOE</i>	国有企业取1,否则为0。
<i>LSTAGE</i>	上市年限。
<i>LNLSTAGE</i>	上市年限的自然对数。
<i>FIRSTSHR</i>	第一大股东持股比例。
<i>MANAOWN</i>	管理层持股比例。
<i>IND</i>	独立董事比例。
<i>DUAL</i>	董事长与总经理两职合一取1,否则为0。
<i>DIVIDEND</i>	支付现金股利取1,否则为0。
<i>ASSET</i>	合并报表资产总额。
<i>SIZE</i>	$ASSET$ 取自然对数。
<i>LEV_B</i>	合并报表资产负债率。
<i>GROWTH</i>	合并报表总资产增长率。
<i>ROA</i>	合并报表 ROA 。
<i>RET</i>	年度股票回报率。
<i>CF</i>	合并报表上经营活动产生的现金流净额/合并报表总资产。
<i>CASH_1</i>	合并报表期末货币资金/期初总资产。
<i>FCF</i>	$FCF=CF-M$ -模型(3)计算的 $INNEW$ 预测值。
<i>ASSET_M</i>	母公司报表资产总额。
<i>SIZE_M</i>	$ASSET_M$ 取自然对数。
<i>LEV_B_M</i>	母公司报表资产负债率。
<i>GROWTH_M</i>	母公司报表总资产增长率。
<i>ROA_M</i>	母公司报表 ROA 。
<i>CF_M</i>	母公司报表上经营活动产生的现金流净额/母公司总资产。
<i>CASH_M_1</i>	母公司报表期末货币资金/母公司报表期初总资产。
<i>FCF_M</i>	$FCF_M=CF_M - INNEW_M$ 预测值。
<i>SUBSUM</i>	子公司数量。
<i>SUBNUM</i>	子公司数量取自然对数, $SUBNUM=\ln(SUBNUM)$ 。
<i>SUBCONTROL</i>	上市公司对子公司的平均控股比例。

中国上市公司研究

均拥有12家子公司,上市公司对子公司的控股比例平均为78.3%。就财务数据而言,合并报表与母公司报表ROA平均值接近,但二者分布有所不同;合并报表中资产负债率平均为49.3%,高于母公司报表资产负债率平均值42.2%。合并报表总资产增长率平均为17%,高于母公司总资产增长率平均值14.5%。

表2 描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
CONLEVERAGE	14547	0.142	0.000	0.349	0.000	1.000
CONKEEP	12301	0.900	1.000	0.300	0.000	1.000
MONETARY	14547	0.174	0.173	0.037	0.136	0.276
SOE	14547	0.492	0.000	0.500	0.000	1.000
SIZE	14547	21.533	21.433	1.109	18.997	24.679
ROA	14547	0.032	0.032	0.065	-0.285	0.205
LEV_B	14547	0.493	0.494	0.241	0.052	1.556
GROWTH	14547	0.170	0.100	0.367	-0.385	2.648
LNLISTAGE	14547	8.468	8.000	5.018	1.000	20.000
LNLISTAGE	14547	1.875	2.079	0.824	0.000	2.996
CF	14547	0.044	0.044	0.081	-0.217	0.267
DIVIDEND	14547	0.975	1.000	0.156	0.000	1.000
SUBSUM	14547	12.717	9.000	13.164	1.000	76.000
SUBNUM	14547	2.122	2.197	0.940	0.000	4.331
SUBCONTROL	14547	78.295	79.784	14.345	36.708	100.000
DIFF_ROA	14547	-0.089	-0.001	1.662	-9.752	6.226
DIFF_GROWTH	14547	0.210	0.131	2.423	-12.383	12.403
INVEFF	10696	-0.000	-0.010	0.066	-0.281	0.435
INEW	10696	0.036	0.015	0.078	-0.131	0.374
RET	10696	0.310	-0.028	0.936	-0.751	3.955
CASH_I	10696	0.201	0.157	0.161	0.006	0.845
FIRSTSHR	10696	35.895	33.672	15.277	9.087	74.295
MANAOWN	10696	0.055	0.000	0.143	0.000	0.641
IND	10696	0.364	0.333	0.050	0.273	0.556
DUAL	10696	0.179	0.000	0.384	0.000	1.000
INVEFF_M	10696	0.000	-0.007	0.056	-0.261	0.387
INEW_M	10696	0.020	0.002	0.064	-0.159	0.304
SIZE_M	10696	21.331	21.265	1.056	18.765	24.166
LEV_B_M	10696	0.422	0.412	0.246	0.006	1.495
ROA_M	10696	0.033	0.030	0.072	-0.288	0.269
GROWTH_M	10696	0.145	0.077	0.333	-0.381	2.225
CASH_M_I	10696	0.124	0.090	0.115	0.000	0.546
CF_M	10696	0.032	0.028	0.085	-0.247	0.302

表3 相关系数表

	INVEFF	INVEFF_M	CONLEVERAGE	MONETARY
INVEFF	1.000			
INVEFF_M	0.585***	1.000		
CONLEVERAGE	-0.054***	-0.008	1.000	
MONETARY	0.000	0.000	-0.019**	1.000
SOE	0.007	0.011	-0.067***	0.072***
SIZE	0.072***	0.039***	-0.171***	-0.049***
ROA	0.046***	0.036***	0.078***	-0.004
LEV_B	0.054***	0.016*	-0.220***	0.084***
GROWTH	0.298***	0.174***	-0.060***	0.037***
CF	0.048***	-0.003	0.043***	0.068***
DIVIDEND	0.025**	0.007	-0.136***	-0.023***
SUBNUM	0.022**	-0.011	-0.106***	-0.038***
SUBCONTROL	0.017*	0.004	0.098***	-0.015*
LNLISTAGE	0.000	0.001	-0.124***	0.070***
FIRSTSHR	-0.008	0.000	-0.017*	-0.014
MANAOWN	-0.009	-0.003	0.100***	-0.141***
IND	-0.006	-0.006	-0.001	-0.029***
DUAL	0.001	0.011	0.039***	-0.060***
FCF	0.045***	-0.017*	0.036***	0.098***
SIZE_M	0.059***	0.048***	-0.107***	-0.068***
LEV_B_M	0.035***	0.040***	-0.112***	0.076***
ROA_M	0.032***	0.022**	0.062***	-0.014
FCF_M	0.032***	0.000	0.008	0.082***

注:*, **, ***分别表示10%、5%、1%水平上显著。

表3列示了各变量的Pearson相关系数表。从相关系数表中可见,货币政策宽松度 *MONETARY* 与集中负债模式 *CONLEVERAGE* 显著负相关;集中负债模式 *CONLEVERAGE* 与集团企业整体过度投资水平 *INVEFF* 显著负相关,但与母公司过度投资 *INVEFF_M* 无显著相关关系。

五、实证结果分析

(一)货币政策对集团企业负债模式的影响

表4列示了集团企业负债模式对货币政策回归的结果,被解释变量为 *CONLEVERAGE*,主要解释变量为 *MONETARY*,括号中报告的是经公司个体和年度双向聚类调整标准误后的z值。其中,表4第(1)列控制了可能影响集团企业负债模式的公司基本特征,包括集团企业产权性质 *SOE*、公司规模 *SIZE*、企业业绩 *ROA*、企业负债率 *LEV_B*、成长性 *GROWTH* 以及企业上市年限 *LNLISTAGE*。结果显示货币政策宽松度 *MONETARY* 与集团企业负债模式 *CONLEVERAGE* 显著负相关,说明货币政策越宽松(紧缩),集团企业越可能选择分散(集中)负债模式,与本文假设1相符。表4第(2)列增加控制了企业资金分配类别变量,包括

表4 货币政策对集团企业负债模式的影响

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	<i>CONLEVERAGE</i>	<i>CONLEVERAGE</i>	<i>CONLEVERAGE</i>
<i>MONETARY</i>	-21.727*** (-22.092)	-21.421*** (-23.203)	-20.015*** (-19.715)
<i>SOE</i>	0.285*** (3.438)	0.289*** (3.437)	0.355*** (4.044)
<i>SIZE</i>	-0.529*** (-9.458)	-0.461*** (-9.024)	-0.426*** (-6.837)
<i>ROA</i>	1.589*** (2.782)	1.155** (2.360)	1.253** (2.504)
<i>LEV_B</i>	-2.029*** (-6.936)	-1.975*** (-7.621)	-1.992*** (-7.776)
<i>GROWTH</i>	-0.377*** (-3.113)	-0.387*** (-3.355)	-0.403*** (-3.468)
<i>LNLISTAGE</i>	-0.181*** (-3.969)	-0.237*** (-5.159)	-0.193*** (-4.281)
<i>CF</i>		1.295*** (3.006)	1.195*** (2.770)
<i>DIVIDEND</i>		-1.202*** (-6.560)	-1.212*** (-6.373)
<i>SUBNUM</i>			-0.080 (-1.250)
<i>SUBCONTROL</i>			0.014*** (4.841)
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES	YES
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES
Constant	13.710*** (11.050)	13.407*** (11.735)	11.387*** (9.159)
Observations	14,547	14,547	14,547
Wald chi ²	1234.93	1300.70	1360.0
Pseudo R ²	0.1188	0.1269	0.1327

现金流 CF 与现金股利分配变量 $DIVIDEND$, 回归结果与第(1)列一致。表4第(3)列增加控制了子公司特征类别变量, 包括子公司数量 $SUBNUM$ 及母公司对子公司平均控制权比例 $SUBCONTROL$, 模型解释力度进一步提升, $MONETARY$ 回归系数为 -20.015, 在 1% 的水平上显著。以表4第(3)列为例, 从经济意义上来看, 货币政策宽松度变动一个标准差时, 胜算比将变动 0.47² 个单位, 经济意义显著。总之, 这些结果表明货币政策宽松度与集团企业集中负债模式显著负相关, 假设 1 得到验证。

其他控制变量中, 国有企业性质、 ROA 、现金流以及母公司对子公司控制程度与集中负债模式显著正相关。集团企业规模、集团企业负债率、集团企业成长性、上市时间以及支付现金股利与集中负债模式显著负相关。

(二)货币政策、子公司盈利能力与集团企业负债模式

为了验证假设 2, 我们按照 $DIFF_ROA$ 将样本分为子公司盈利能力弱 ($DIFF_ROA$ 低于同行业同年度中位数) 和子公司盈利能力强 ($DIFF_ROA$ 高于同

表5 货币政策对集团企业负债模式的影响
——按子公司盈利能力分组

VARIABLES	(1)	(2)
	子公司盈利能力弱	子公司盈利能力强
<i>MONETARY</i>	-38.339*** (-24.105)	-11.932*** (-12.115)
<i>SOE</i>	0.252** (2.216)	0.463*** (4.438)
<i>SIZE</i>	-0.424*** (-5.850)	-0.447*** (-4.827)
<i>ROA</i>	1.061 (1.391)	1.201 (1.387)
<i>LEV</i>	-1.740*** (-5.271)	-2.245*** (-7.401)
<i>GROWTH</i>	-0.421*** (-3.589)	-0.346* (-1.805)
<i>LNLSTAGE</i>	-0.102* (-1.673)	-0.285*** (-4.544)
<i>CF</i>	1.580** (2.305)	0.817 (1.625)
<i>DIVIDEND</i>	-0.563** (-2.118)	-1.701*** (-7.618)
<i>SUBNUM</i>	-0.066 (-1.111)	-0.088 (-1.047)
<i>SUBCONTROL</i>	0.019*** (6.150)	0.010** (2.467)
INDUSTRY	YES	YES
YEAR	YES	YES
Constant	12.853*** (7.803)	11.632*** (6.907)
Observations	7326	7221
Wald chi ²	725.03	710.28
Pseudo R ²	0.144	0.145
Diff-MONETARY	0.000	

注: 括号内为 z 值, *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平上显著。

行业同年度中位数) 两组, 并对模型(1)进行分组回归, 表 5 列示了相应回归结果。表 5 显示在子公司盈利能力较低的样本组中, 货币政策宽松度与集中负债模式显著负相关, $MONETARY$ 系数为 -38.339; 在子公司盈利能力较高的样本组, 货币政策宽松度与集中负债模式显著负相关, $MONETARY$ 系数为 -11.932。两组样本 $MONETARY$ 系数差异检验 p 值为 0.000, 在 1% 水平上显著, 说明子公司盈利能力弱化了货币政策宽松度对集团企业负债模式的影响, 假设 2 得到验证。

(三)货币政策、子公司成长性与集团企业负债模式

为了验证假设 3, 我们按照 $DIFF_GROWTH$ 将样本分为子公司成长性较低 ($DIFF_GROWTH$ 低于同行业同年度中位数) 和子公司成长性较高 ($DIFF_GROWTH$ 高于同行业同年度中位数) 两组, 并对模型(1)进行分组回归, 表 6 列示了相应回归结果。结果显示货币政策宽松度与集团企业集中负债模式在两组样本中均显著为负。但是在子公司成长性较低的样本组, $MONETARY$ 系数为 -

表6 货币政策对集团企业负债模式的影响
——按子公司成长性分组

VARIABLES	(1)	(2)
	子公司成长性低	子公司成长性高
<i>MONETARY</i>	-16.220*** (-15.051)	-27.286*** (-19.480)
<i>SOE</i>	0.379*** (3.938)	0.348*** (2.917)
<i>SIZE</i>	-0.436*** (-5.913)	-0.456*** (-6.372)
<i>ROA</i>	1.131** (2.150)	1.577** (2.230)
<i>LEV</i>	-1.684*** (-5.157)	-2.333*** (-5.902)
<i>GROWTH</i>	-0.049 (-0.398)	-0.991*** (-6.594)
<i>LNLSTAGE</i>	-0.184*** (-3.483)	-0.221*** (-3.470)
<i>CF</i>	1.215** (2.402)	1.241** (2.066)
<i>DIVIDEND</i>	-0.954*** (-5.605)	-1.530*** (-5.198)
<i>SUBNUM</i>	-0.037 (-0.516)	-0.085 (-1.296)
<i>SUBCONTROL</i>	0.014*** (3.895)	0.015*** (4.041)
INDUSTRY	YES	YES
YEAR	YES	YES
Constant	10.623*** (7.428)	13.400*** (8.890)
Observations	7326	7221
Wald chi ²	660.00	724.66
Pseudo R ²	0.113	0.171
Diff-MONETARY	0.059	

注: 括号内为 z 值, *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 水平上显著。

16.220; 在子公司成长性较高的样本组, *MONETARY* 系数为 -27.286。两组样本 *MONETARY* 系数差异检验 *p* 值为 0.059, 通过显著性检验, 说明子公司成长性强化了货币政策宽松度对集团企业负债模式的影响, 假设 3 得到验证。

(四) 进一步研究: 集团企业负债模式、货币政策宽松度与投资效率

企业通过集中负债模式取得资金后, 如何发挥集中负债模式利弊会对企业投资效率产生不同影响。已有研究主要从理论上探讨了集中负债与投资效率间的关系, 并未得到一致结论。一方面, 集中负债模式的优点可能有利于企业投资效率的提高。(1)母公司通过集中负债并在子公司间进行资金配置时, 形成了集团企业内部资本市场。母公司利用内部资本市场有利于根据自身及各子公司盈利能力、成长性及风险等合理分配债务资源, 将资金配置到最需要、最有价值的地方(Gertner et al., 1994; Stein, 1997; Fier et al., 2013)。(2)相比于银行等外部债权人, 母公司作为债权人对子公司的监督动机和监督能力会更强。由于集中负债时母公司承担着对外还款责任和压力, 其更有动机监督子公司的投资行为, 以确保资金的使用效率和减少债务风险。同时, 作为股东, 母公司对子公司的信息不对称程度更低, 信息获取的速度和准确性更高, 有利于母公司及时和有效地监督和抑制子公司的过度投资行为。因此, 集中负债为母公司带来的资源配置灵活性和监督优势使得母公司更有动机和能力抑制子公司的过度投资行为, 可能有利于集团企业整体过度投资水平的降低。

但另一方面, 集团企业集中负债也可能带来“公司社会主义”和“掏空问题”, 损害企业的投资效率。(1)当集团企业存在“公司社会主义”问题时, 母公司对子公司间资金的分配过于追求平均主义, 这会导致成长机会差的子公司获得过多资金进而投资过度, 成长机会好的子公司得到的资金可能过少以至于投资不足(Rajan et al., 2000; Scharfstein and Stein, 2000; Kolasinski, 2009), 集团整体投资效率可能不受影响。(2)集团企业存在母公司对子公司的“掏空问题”时, 母公司利用集团整体优势获取资金后, 在资金分配时可能优先满足自身投资需求, 子公司资金需求受限, 可能导致母公司投资过度而子

公司投资不足(Rajan et al., 2000; Scharfstein and Stein, 2000; Kolasinski, 2009), 集团企业整体投资效率可能不受影响。(3)但当集团企业同时存在“公司社会主义”和子公司对母公司的“掏空问题”时, 一方面子公司不断向母公司索取资金, 另一方面母公司又过于兼顾各子公司的资金需求, 集中负债获取的资金可能被子公司大量占用, 导致母公司自身受到财务约束, 以至于母公司投资不足而子公司投资过度, 集团企业整体投资效率可能不受影响。

本文利用我国数据优势, 进一步探讨我国集团企业负债模式对投资效率的影响, 以及该关系是否受到货币政策影响。为此, 我们设计如下模型:

$$\begin{aligned} INVEFF_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 CONLEVERAGE_{i,t} \\ & + \alpha_2 MONETARY_{i,t} + \alpha_3 SOE_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEVB_{i,t} \\ & + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 FIRSTSHR_{i,t} + \alpha_8 MANAOWN_{i,t} \\ & + \alpha_9 IND_{i,t} + \alpha_{10} DUAL_{i,t} + \alpha_{11} FCF_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} INEW_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 LNLISTAGE_{i,t-1} + \alpha_2 RET_{i,t-1} \\ & + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 LEVB_{i,t-1} + \alpha_5 GROWTH_{i,t-1} \\ & + \alpha_6 CASH_{-1,i,t} + \alpha_7 INEW_{i,t-1} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

模型(2)中被解释变量为集团整体投资效率 *INVEFF*, 该指标借鉴 Richardson (2006) 模型, 利用模型(3)及上市公司合并报表数据计算出残差得到。*INVEFF* 越大表明集团企业整体过度投资程度越高。模型(2)中主要解释变量为 *CONLEVERAGE*。此外我们在模型(2)中还控制了其他可能影响企业投资效率的变量, 如货币供给量(*MONETARY*)、公司产权性质(*SOE*)、公司规模(*SIZE*)、公司负债率(*LEVB*)、公司资产负债率(*ROA*)、第一大股东持股比例(*FIRSTSHR*)、管理层持股比例(*MANAOWN*)、独立董事比例(*IND*)、董事长与总经理两职合一(*DUAL*)、自由现金流(*FCF*)、行业和年度虚拟变量。同样, 我们对模型(2)各系数的标准误进行了公司个体和年度的双向聚类(two-way cluster)处理(Petersen, 2009)。母公司投资效率 *INVEFF_M* 计算方法同 *INVEFF*, 但将模型(2)和模型(3)控制变量中合并报表财务变量替换为母公司财务变量。

表 7 列示了相应结果, 其中, 第(1)~(3)列被解释变量为经合并报表数据计算得到的过度投资水

平 $INVEFF$ 。第(4)~(5)列被解释变量为经母公司报表数据计算得到的母公司过度投资水平 $INVEFF_M$ 。对于财务变量 $SIZE$ 、 LEV 、 ROA 、 FCF , 第(1)~(3)列模型中根据合并报表数据计算得到, 第(4)~(6)列模型中根据母公司财务报表数据得到, 此处将变量名称统一仅为列示方便。

表7第(1)列结果显示集中负债模式与集团企业整体过度投资水平显著负相关, 说明相比于分散负债模式, 集中负债模式下集团企业整体的过度投资水平更低。第(2)、(3)列中我们按照 $MONETARY$ 中位数将样本分为两组, $MONETARY$ 低于中位数的为货币政策紧缩组, $MONETARY$ 高于中位数的为货币政策宽松组。结果显示集中负债对集团整体过度投资的抑制作用主要发生在货币政策宽松时, 这是因为货币政策宽松时, 子公司更容易融得资金, 分散负债可能导致子公司滥用资金导致投资过度, 集中负债则更利于发挥母公司的资源配置优势和监督优势, 降低子公司的过度投资行为, 说明货币政策宽松时集中负债可能是企业为抑制过度投资而进行的战略性选择。表7第(4)~(6)列结果显示集中负债模式与母公司过度投资无显著相关关系,

表7 集中负债对集团企业整体和母公司过度投资的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	货币政策紧缩	货币政策宽松	全样本	货币政策紧缩	货币政策宽松
VARIABLES	$INVEFF$	$INVEFF$	$INVEFF$	$INVEFF_M$	$INVEFF_M$	$INVEFF_M$
$CONLEVERAGE$	-0.007*** (-2.892)	-0.007 (-1.634)	-0.007*** (-3.419)	-0.000 (-0.082)	-0.001 (-0.284)	0.000 (0.453)
$MONETARY$	0.020 (1.018)			-0.009 (-0.212)		
SOE	-0.001 (-0.648)	-0.002 (-1.092)	-0.000 (-0.137)	0.000 (0.305)	0.000 (0.356)	0.000 (0.195)
$SIZE$	0.004*** (4.134)	0.003** (2.168)	0.005*** (7.026)	0.002*** (3.368)	0.002*** (3.474)	0.003** (2.322)
LEV	0.020*** (7.630)	0.019*** (15.907)	0.021*** (3.919)	0.012*** (4.901)	0.011*** (4.023)	0.012*** (3.026)
ROA	0.066*** (5.425)	0.080*** (9.827)	0.052*** (2.683)	0.029** (2.571)	0.049*** (8.829)	0.012 (0.717)
$FIRSTSHR$	-0.000*** (-3.093)	-0.000*** (-3.303)	-0.000** (-1.993)	-0.000 (-1.067)	-0.000 (-1.293)	-0.000 (-0.294)
$MANAOWN$	0.006 (1.454)	0.005 (0.852)	0.007 (0.840)	0.002 (0.408)	-0.003 (-0.462)	0.012* (1.747)
IND	-0.007 (-0.598)	0.005 (0.293)	-0.019** (-2.270)	-0.008 (-0.675)	0.001 (0.052)	-0.016* (-1.647)
$DUAL$	0.002* (1.718)	0.000 (0.329)	0.004** (2.418)	0.002* (1.839)	0.000 (0.024)	0.006*** (4.459)
FCF	0.034*** (3.105)	0.040*** (2.854)	0.031 (1.624)	-0.002 (-0.272)	0.006 (0.592)	-0.010 (-0.743)
$Constant$	-0.095*** (-4.418)	-0.076** (-2.353)	-0.110*** (-7.832)	-0.054*** (-3.218)	-0.043*** (-3.913)	-0.067** (-2.376)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	10696	5575	5121	10696	5575	5121
R-squared	0.016	0.018	0.017	0.005	0.007	0.008
F	4.423	3.162	2.763	1.440	1.153	1.368

注:括号内为t值, *、**、***分别表示10%、5%、1%水平上显著。

同时也并未发现证据表明货币政策紧缩或宽松时集中负债对母公司过度投资产生影响。

总体来看, 表7结果说明集中负债模式对集团企业整体过度投资的抑制主要源于其对子公司过度投资的抑制。并且该抑制作用主要发生在货币政策宽松期, 说明子公司过度投资积极性较高时, 集团企业利用集中负债有利于抑制子公司过度投资行为, 集中负债可能是企业的一种战略选择。

(五)稳健性检验

1. 改变主要变量衡量方式

为了保证本文回归结果的稳健性, 我们采用其他方式衡量本文主要变量并重新检验:(1)采用M1增长率衡量货币政策宽松度, 回归结果不变;(2)衡量集中负债模式时, 将有息负债定义为短期借款、一年内到期的长期借款与长期借款合计额, 不再考虑应付债券, 回归结果不变;(3)衡量集中负债模式时, 考虑长期应付款, 即将有息负债定义为短期借款、一年内到期的长期借款、应付债券、长期借款及长期应付款合计额, 回归结果不受影响。

2. 考虑上期公司特征变量分组

我们在检验公司特征对货币政策与负债模式关系的影响时, 采用的是公司当期特征变量进行分组。但当期公司特征和当期负债模式可能存在反向因果关系, 为了避免这一问题, 我们采用上期公司特征变量分组, 检验货币政策对集团企业负债模式的影响, 回归结果与本文主回归结果一致。

3. 控制母公司财务数据

我们在检验货币政策对集团企业负债模式时, 控制母公司财务数据(包括母公司规模、母公司 ROA 、母公司负债率、母公司总资产增长率及母公司现金流), 回归结果不变。

4. 考虑上期负债模式的影响

企业当期的融资可能更多地用于当期投资, 因此已有研究在探讨企业现金持有和负债融资对过度投资的影响时, 都是考虑 t 期现金持有

或负债融资对t期过度投资的影响,比如Richardson(2006)、王彦超(2009)、俞红海等(2010)、张敏等(2010)、程新生等(2012)、张会丽和陆正飞(2012)等。但为了保证本文回归结果的稳健,考虑到企业t期投资可能受到t-1期融资的影响,我们在检验负债模式对企业过度投资时控制t-1期负债模式,回归结果不受影响。

六、研究结论

本文以2003~2013年我国A股上市公司数据为样本,主要探讨货币政策对集团企业负债模式的影响。研究发现货币政策宽松度与集中负债模式显著负相关,并且子公司整体盈利能力较差或子公司整体成长性较高时,集团企业因货币政策紧缩进行集中负债的可能性更高。这说明货币政策宽松度影响着企业的外部融资能力,集团企业会在货币政策紧缩时利用集中负债的“共同保险效应”优势,但子公司盈利能力较强和成长性较低时,集团企业的这一动机降低。同时,我们发现集中负债模式抑制了集团企业整体的过度投资水平,但是对母公司过度投资无显著影响,说明集中负债对集团企业整体过度投资的抑制主要来源于其对子公司过度投资的抑制。此外,集中负债对集团企业整体过度投资的抑制作用仅发生在货币政策宽松期,说明集团企业会根据外部环境需求以利用集中负债抑制子公司过度投资,集中负债是集团企业抑制子公司过度投资的一种主动战略行为。本文的研究从货币政策这一宏观层面探讨负债模式的影响因素,丰富了已有负债模式文献的研究角度并对已有负债模式理论给予了实证支持;同时也表明宏观经济政策会影响到企业的内部资本市场的战略选择行为,丰富了已有宏观经济政策与微观企业行为的研究。

(作者单位:何捷、陆正飞,北京大学光华管理学院;张会丽,北京师范大学经济与工商管理学院;
责任编辑:尚增健)

注释

①由于Kolasinski(2009)只能取得美国子公司债券发行数据而无子公司贷款数据,他们利用美国债券数据将集团负债模式分为3类:子公司未对外负债、子公司对外负债且母公司未提供担保、子公司对外负债且母公司提供担保,并采用多重logit回归分析负债模式的影响因素。本文根据中国数据情况,借鉴其方法将负债模式分为子公司未对外负债(集中负债)和子公司对外负债(分散负债)两种模式,未考虑母公司担保问

题。此外,我们考虑母公司其他应收款大于合并报表其他应收款是为了尽可能保证母公司获取外部负债后将资金分配给子公司。因为当母公司报表其他应收款大于合并报表其他应收款时,表明母公司报表其他应收款中有来自子公司的资金占用(在编制合并报表时被合并抵消),从而表明母公司向子公司进行了资金分配。

② MONETARY变动一个标准差时,胜算比变动计算公式为 $\exp(\beta \text{MONETARY} \times \text{SMONETARY})$,其中 $\beta \text{MONETARY}$ 为MONETARY回归系数-20.015, SMONETARY 为MONETARY标准差0.0374。

参考文献

- (1) Chang, C., Chen, X. and Liao, G., 2014, "What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?", *Pacific-Basin Finance Journal*, pp. 87~113.
- (2) Fier, S. G., McCullough, K. A. and Carson, J. M., 2013, "Internal Capital Markets and the Partial Adjustment of Leverage", *Journal of Banking & Finance*, Vol.37, pp. 1029~1039.
- (3) Flannery, M. J., Houston, J. F. and Venkataraman, S., 1993, "Financing Multiple Investment Projects", *Financial Management*, Vol.22, pp. 161~172.
- (4) Gertner, R. H., Scharfstein, D. S. and Stein, J. C., 1994, "Internal Versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, pp. 1211~1230.
- (5) Jensen, M. C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol.76, pp. 323~329.
- (6) John, T. and John, K., 1991, "Optimality of Project Financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.1, pp. 51~74.
- (7) Kahn, C. and Winton, A., 2004, "Moral Hazard and Optimal Subsidiary Structure for Financial Institutions", *The Journal of Finance*, Vol.59, pp. 2531~2575.
- (8) Kolasinski, A. C., 2009, "Subsidiary Debt, Capital Structure and Internal Capital Markets", *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp. 327~343.
- (9) Leland, H. E., 2007, "Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance", *The Journal of Finance*, Vol.62, pp. 765~807.
- (10) Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp. 147~175.
- (11) Nanda, V., 1991, "On the Good News in Equity Carve-Outs", *The Journal of Finance*, Vol.46, pp. 1717~1737.
- (12) Noe, T. H., 1998, "Creditor Rights and Multinational Capital Structure", Working Paper.
- (13) Petersen, M. A., 2009, "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *Review of Financial Studies*, Vol.22, pp. 435~480.
- (14) Rajan, R., Servaes, H. and Zingales, L., 2000, "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *The Journal of Finance*, Vol.55, pp. 35~80.
- (15) Richardson, S., 2006, "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol.11, pp. 159~189.
- (16) Scharfstein, D. S. and Stein, J. C., 2000, "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *The Journal of Finance*, Vol.55, pp. 2537~

2564.

(17) Slovin, M. B. and Sushka, M. E., 1997, "The Implications of Equity Issuance Decisions within a Parent–Subsidiary Governance Structure", *The Journal of Finance*, Vol.52, pp. 841~857.

(18) Stein, J. C., 1997, "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *The Journal of Finance*, Vol.52, pp. 111~133.

(19) Vijh, A. M., 2006, "Does a Parent–Subsidiary Structure Enhance Financing Flexibility?", *The Journal of Finance*, Vol.61, pp. 1337~1360.

(20) 曹廷求、朱博文:《银行治理影响货币政策传导的银行贷款渠道吗?——来自中国银行业的证据》,《金融研究》,2013年第1期。

(21) 程新生、谭有超、刘建梅:《非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究》,《管理世界》,2012年第7期。

(22) 段云、国瑶:《政治关系、货币政策与债务结构研究》,《南开管理评论》,2012年第5期。

(23) 方伟廉:《子公司负债与母公司财务风险、股权市值及系统风险之关联性:合并从财务报表资讯价值之探讨》,台湾大学博士论文,2008年。

(24) 黄忠志、谢军:《宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据》,《会计研究》,2013年第1期。

(25) 江曙霞、陈玉婵:《货币政策、银行资本与风险承担》,

(上接第118页)

(22) 罗培新:《抑制股权转让代理成本的法律构造》,《中国社会科学》,2013年第7期。

(23) 马连福、王丽丽、张琦:《混合所有制的优序选择》,《中国工业经济》,2015年第7期。

(24) 潘红波、夏新平、余明桂:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》,2008年第4期。

(25) 石予友:《混合所有制企业公司治理》,经济管理出版社出版,2010年。

(26) 宋立刚、姚洋:《改制对企业绩效的影响》,《中国社会科学》,2005年第2期。

(27) 唐松、孙铮:《政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效》,《管理世界》,2014年第5期。

(28) 唐宗明、蒋位:《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》,2002年第4期。

(29) 汪平、邹颖、兰京:《异质股东的资本成本差异研究》,《中国工业经济》,2015年第9期。

(30) 王红领、李稻葵、雷鼎鸣:《政府为什么会放弃国有企业的产权》,《经济研究》,2001年第8期。

(31) 夏立军、陈信元:《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》,《经济研究》,2007年第7期。

(32) 谢德仁、陈运森:《董事网络:定义、特征和计量》,《会计研究》,2012年第3期。

(33) 徐信忠、黄张凯、刘寅、薛彤:《大宗股权定价的实证检验》,《经济研究》,2006年第1期。

(34) 杨记军、逮东、杨丹:《国有企业的政府控制权转让研究》,《经济研究》,2010年第2期。

(35) 余菁:《“混合所有制”的学术争论及其路径找寻》,

《金融研究》,2012年第4期。

(26) 蒋东生:《谁获得了长期贷款?》,《管理世界》,2012年第7期。

(27) 金鹏辉、张翔、高峰:《银行过度风险承担及货币政策与逆周期资本调节的配合》,《经济研究》,2014年第6期。

(28) 靳庆鲁、孔祥、侯青川:《货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值》,《经济研究》,2012年第5期。

(29) 饶品贵、姜国华:《货币政策波动、银行信贷与会计稳健性》,《金融研究》,2011年第3期。

(30) 饶品贵、姜国华:《货币政策、信贷资源配置与企业业绩》,《管理世界》,2013年第3期。

(31) 王彦超:《融资约束、现金持有与过度投资》,《金融研究》,2009年第7期。

(32) 俞红海、徐龙炳、陈百助:《终极控股股东控制权与自由现金流过度投资》,《经济研究》,2010年第8期。

(33) 张会丽、陆正飞:《现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察》,《管理世界》,2012年第3期。

(34) 张会丽、陆正飞:《控股水平、负债主体与资本结构适度性》,《南开管理评论》,2013年第5期。

(35) 张敏、张胜、王成方、申慧慧:《政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据》,《管理世界》,2010年第11期。

(36) 祝继高、陆正飞:《货币政策、企业成长与现金持有水平变化》,《管理世界》,2009年第3期。

《改革》,2014年第11期。

(36) 袁建国、后青松、程晨:《企业政治资源的诅咒效应》,《管理世界》,2015年第1期。

(37) 张敏、张胜、王成方、申慧慧:《政治关联与信贷资源配置效率》,《管理世界》,2010年第11期。

(38) 张祥建、郭丽虹、徐龙炳:《中国国有企业混合所有制改革与企业投资效率》,《经济管理》,2015年第9期。

(39) 张文魁:《中国混合所有制企业的兴起及其公司治理研究》,经济科学出版社,2010年。

(40) 张文魁:《混合所有制的公司治理与公司业绩》,清华大学出版社,2015年。

(41) Burt, R. S., 2005, *Brokerage and Closure: An Introduction to Social Capital*, Oxford University Press.

(42) Boixot M. and J. Child, 1999, "From Fiefs to Clans and Network Capitalism: Explaining China's Emerging Economic Order", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 41, pp. 600~628.

(43) Chen, G., M. Firth, Y. Xin and L. Xu, 2008, "Control Transfer, Privatization and Corporate Performance: Efficiency Gains in China's Listed Companies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, pp. 161~190.

(44) Finkelstein, S., D. Hambrick and A. A. Cannella, 2009, *Strategic Leadership*, Oxford University press.

(45) Shipilov, A. V., H. R. Greve, and T. J. Rowley, 2010, "When do Interlocks Matter?", *Academy of Management Journal*, Vol. 53, pp. 846~864.

(46) Useem, M., 1984, *The Inner Circle*, Oxford University Press.