

财务公司的职能配置与集团成员上市公司 融资约束缓解

吴秋生, 黄贤环

[摘要] 相较于已有文献研究财务公司职能总体及个别环境变量对融资约束的影响, 本文对财务公司职能进行效能量化, 并选择 2009—2015 年中国财务公司及其对应集团成员上市公司的经验数据, 研究财务公司具体职能对上市公司融资约束的影响。研究发现: 财务公司的资金结算职能、贷款业务职能以及担保业务职能能够显著缓解上市公司面临的融资约束, 但资金归集职能、委托业务职能对上市公司融资约束的缓解效应没有得到验证。进一步考虑内外部融资环境影响后发现, 相较于终极股权结构层级较高组, 财务公司职能对较低组样本公司融资约束有更显著的缓解作用; 资金归集职能、资金结算职能对终极控股股东为非国有的样本公司融资约束的缓解作用要比国有控股公司更显著, 但贷款业务职能和担保业务职能能够更加显著地缓解国有控股公司融资约束; 财务公司作为集团内部非银行金融机构对外部金融机构具有替代作用, 在外部金融环境越不景气时, 其职能对融资约束的缓解作用更加显著。本文的研究发现有助于更好地完善财务公司职能配置和制定财务公司经营策略, 并指导财务公司在不同情境下更好地缓解上市公司融资约束。

[关键词] 财务公司; 融资约束; SA 指数; 内部资本市场; 融资环境

[中图分类号]F271 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)09-156-18

一、引言

MM 理论认为, 在完美市场上, 企业从外部资本市场获取资金与从内部获取的成本是一致的, 资金成本只与资金需求数量有关 (Modigliani and Miller, 1958)。然而, 现实市场并不完美, 由于外部资金提供者与资金需求者之间存在信息不对称, 资金供给方需要花费较多的时间和人力进行信息搜集以及加强对资金需求者的监督以防道德风险的产生, 这就要求资金需求方支付更高的外部融资对价, 从而限制了企业融资渠道, 使企业资金需求得不到满足, 从而导致融资约束 (Whited and Wu, 2006)。中国当前处于后金融危机时代, 企业普遍面临较严重的融资约束问题, “融资难、融资

[收稿日期] 2017-05-09

[基金项目] 山西省研究生教育创新项目“财务公司克服煤炭集团财务困境的路径与机理研究”(批准号 2016BY100); 教育部人文社会科学研究青年项目“证券分析师行为与融资融券中的知情交易”(批准号 15YJC630067); 教育部人文社会科学研究青年项目“研发支出资本化效果评价研究: 基于管理者自由裁量权的视角”(批准号 16YJC630032)。

[作者简介] 吴秋生(1962—), 男, 江苏东台人, 山西财经大学会计学院教授, 博士生导师; 黄贤环(1989—), 男, 江西吉安人, 山西财经大学会计学院博士研究生。通讯作者: 黄贤环, 电子邮箱: scky2016@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见, 当然文责自负。

贵”始终是阻碍企业发展的重要因素(沈红波等,2010)。

大型企业集团是中国经济的重要支柱,其运营效率高低势必影响经济运行的效率,而集团成员上市公司(后文简称“上市公司”)往往是集团最具活力的增长源和驱动力,其融资效率的高低又直接影响着中国宏观经济运行效率。在企业普遍面临“融资难、融资贵”的背景下,国务院及相关部门先后出台了《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》《降低实体经济企业成本工作方案》等,要求发挥金融支撑经济发展的作用,大力支持企业进行产融结合,鼓励符合条件的集团设立财务公司。2014年10月28日,《关于中央企业进一步促进财务公司健康发展的指导意见》(后文简称“《意见》”)指出,财务公司在集团内部应发挥资金归集与结算、资金监控和金融服务平台功能,以提升集团资源配置效率,降低融资成本。以上政策要求大力发挥产融结合作用,通过设立财务公司发挥其职能,缓解实体经济发展过程中面临的融资约束问题。

立足于《企业集团财务公司管理办法》,当前文献研究认为财务公司应充分发挥金融功能、集团管控功能、综合型功能。在金融功能方面,研究认为财务公司应发挥结算、筹融资、资金管理等金融功能,同时作为金融中介机构需发挥一般金融的支付中介、信息生产、受托监控等职能。在集团管控功能方面,研究认为财务公司是集团财务管控的重要手段,能够加强企业集团总部对分部的财务管控,而资金集中管理是财务公司的核心功能,能够为企业集团财务管理起到监控作用(纳鹏杰和纳超洪,2012)。以上研究要么偏向金融功能,要么强调集团管控职能,未能围绕财务公司双重属性来定位其职能。因此,有研究提出,财务公司应发挥资金集中管理与内部结算、筹资融资、投资管理与资本控制、投行型中介和财务顾问等综合型职能(李慧,2013)。这些研究抓住了财务公司双重属性,进一步深化了财务公司职能定位研究。本文基于已有研究并结合2004年《企业集团财务公司管理办法》和2014年《意见》对财务公司职能范围的规定,认为财务公司职能可定位为:资金归集职能、资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能以及担保业务职能。

那么,财务公司以上职能能否有效缓解上市公司融资约束?内外部融资环境对财务公司职能与上市公司融资约束关系又会产生什么影响呢?本文选择2009—2015年中国财务公司与其对应上市公司的经验数据,实证检验了财务公司各项职能与上市公司融资约束关系。研究结果表明,财务公司资金结算职能、贷款业务职能以及担保业务职能都能够显著缓解上市公司融资约束,且金融景气度越低的环境下这一效应越强,而终极股权结构层级的增加会弱化这一效应。此外,针对不同终极股东产权性质公司,财务公司职能发挥程度与上市公司融资约束关系有所差别。

本文的贡献在于:①将财务公司职能界定为资金归集职能、资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能和担保业务职能,研究其对上市公司融资约束的影响,深化了财务公司职能经济后果研究。前期文献将财务公司职能看做一个同效的整体,研究其对集团风险防控、资源配置以及对集团成员的监督与激励等(李慧,2013;黄贤环和吴秋生,2017),而本文尝试对财务公司以上五项职能进行效能量化,考察其对上市公司融资约束的影响。②立足于集团内部资本市场,实证检验财务公司职能对上市公司融资约束的影响,进一步丰富了融资约束的影响因素研究。以往文献考察了货币政策宽松度(Foley-Fisher et al.,2016)、利率市场化(胡晖和张璐,2015)、金融发展(沈红波等,2010)、政治关系(Cull et al.,2015)以及代理问题和信息不对称(李增泉等,2008)等对融资约束的影响,但尚未研究财务公司这一集团内部非银行金融机构职能的发挥对上市公司融资约束的影响,本文弥补了以上研究的缺失。③本文考虑了金融景气度对财务公司职能与上市公司融资约束关系的影响,同时考察了集团终极股权结构层级和终极控股股东产权性质差异下二者关系,有利于集团依据不同情境合理配置和发挥财务公司职能,缓解上市公司融资约束。本文的研究能够为中国大型企业集

团为何纷纷成立财务公司,尤其在近年宏观经济持续下行、企业普遍面临“融资难、融资贵”的背景下财务公司数量得到快速增长的现象提供一个比较合理的理论解释和经验证据。

二、文献综述

自从MM理论提出市场是完美的、企业从外部金融机构获取资金成本与从内部获取资金成本无差异以来,人们不断放松MM定理所设定的条件,发现现实融资过程中存在的种种摩擦和信息不对称会导致企业外部融资代价高于内源融资代价,从而产生融资约束(Whited and Wu,2006)。为此,对融资约束影响因素的研究始终是一个重要的研究课题。

在外部影响因素方面,中央银行宏观调控政策工具会影响企业融资活动。货币政策紧缩或宽松都会带来金融产品和资产价格的变化,进而影响金融稳定和宏观审慎政策的执行(Chen et al.,2017),并通过不同渠道传导至微观经济主体。从紧的货币政策提高了融资代价,加剧融资约束,而宽松的货币政策则反之(易奉菊等,2013;Foley-Fisher et al.,2016)。政府部门利率管制同样也会影响企业融资约束。银行货币供给影响企业获取投资资金的能力和便捷程度,而银行贷款利率对企业债务融资起着负面的影响,会加剧企业融资约束。利率市场化则能够有效缓解企业融资约束,尤其对中小企业和非国有企业融资约束的缓解作用更加明显(胡晖和张璐,2015)。除了宏观调控政策的影响之外,地区金融发展水平也在一定程度上影响企业融资的便捷程度和成本的高低。研究证实,金融发展程度越高的地区,企业面临的融资约束相对较小,良好的金融生态环境为企业获取更多商业信用和银行信贷提供了便利,从而更有利于缓解融资约束,并且金融生态环境的优化能够更有效地缓解中小企业和民营企业的融资约束(沈红波等,2010)。进一步地,对于不同治理结构和规模的企业,金融发展对企业融资约束影响有所差异。此外,供应链金融、商业信用、银行中介发展、政治关联、金融关联也会对企业融资约束产生影响(Cull et al.,2015)。在内部因素方面,集团内部代理问题以及由此导致的信息不对称是导致融资约束的重要原因。由于信息不对称和公司代理问题的存在,对企业信息掌握的不完备性使金融机构需要花费信息搜集成本和监督成本,从而使企业需要支付更高的融资对价。高耸型、多层级的金字塔结构式企业集团内部信息不对称和代理问题更加严重,加剧了企业融资约束(李增泉等,2008)。

正因为企业普遍面临严重的融资约束,如何缓解上市公司融资约束也越来越受到关注。研究发现,在企业股权结构中引入机构投资者、加强企业信息披露、保持企业会计稳健性能够有效缓解企业融资约束(钱明等,2016;李连军和戴经纬,2016)。此外,通过构建集团内部资本市场发挥资源配置功能以及为集团成员企业提供融资担保能够有效缓解融资约束,而成立集团财务公司是充分发挥内部资本市场功能的重要中介平台。黄小琳等(2015)研究发现,上市公司通过持股或参股企业集团财务公司,产生财务协同效应、管理协同效应,能够缓解融资约束。进一步地,由于财务公司能够更加及时、完整地获取集团成员经营信息和财务状况,可实现关系型融资(李慧,2013),并能够应对货币政策趋紧时所带来的信贷融资问题和财务冲击,从而缓解融资约束(王超恩等,2016;黄贤环和吴秋生,2017)。以上研究已关注到财务公司这一集团内部资本市场投融资中介平台在集团成员融资活动中的作用,但都把财务公司职能当成一个同效的整体进行研究,并没有深入探析财务公司不同职能的发挥情况对融资约束的作用。

综上,已有文献从上市公司面临的金融生态环境、宏观调控政策与金融关联等外部因素和信息不对称、代理问题等内部因素对企业融资约束的影响因素进行了研究,同时也提出了加强信息披露、降低信息不对称和建立内部资本市场等措施缓解企业融资约束,但尚未有文献考察企业“大型

化、集团化”背景下财务公司职能对上市公司融资约束的影响。此外,现有文献未能分析内外部融资环境在财务公司各项职能发挥与上市公司融资约束关系中的作用,而对这些因素的考虑关系到如何更加科学、有效地配置财务公司职能以及如何更好地发挥财务公司在服务集团成员投融资活动中的作用。为此,本文对财务公司不同职能进行效能量化,实证检验财务公司职能与上市公司融资约束的关系,并考察外部金融景气度、集团终极股权结构层级和终极控股股东产权性质等内外部融资环境差异下二者的关系。

三、制度背景与假设的提出

1. 制度背景

为响应政府关于“大企业、大集团”的号召,中国成立了财务公司这一服务于集团及其成员发展的内部非银行金融机构。自1987年中国第一家财务公司成立至今,已历经了30多年的发展。从无到有,规模从小到大,业务范围越来越广,职能发挥程度也越来越高,财务公司在促进企业集团发展变革的过程中发挥着重要的作用。截至2017年7月15日,从中国财务公司协会会员信息得知,中国已经有241家集团财务公司。财务公司的广泛建立并得到迅猛发展,反映出中国资本市场对集团财务公司这一内部非银行金融机构的接纳与认可。

1996年出台《企业集团财务公司管理暂行办法》规定,集团建立财务公司旨在为集团成员提供金融服务;2000年《企业集团财务公司管理办法》又规定,财务公司的目标在于为集团成员技术变革、新产品开发和销售提供金融支持;2004年《企业集团财务公司管理办法》则更加明确地规定,财务公司的目的在于强化集团资金统一管理、提高资金使用效率、为集团成员提供财务管理服务。可见,监管部门对财务公司职能进行了持续深入的探索。时至2014年,《意见》提出财务公司应发挥资金归集、资金结算、资金监控和金融服务平台的功能。以上财务公司的相关管理办法和《意见》为中国当前“融资难、融资贵”背景下企业实现“三去一降一补”目标提供了指导,同时,为本文研究财务公司职能对上市公司融资约束的影响提供了良好契机。

在中国,由于股市长期低迷,加上证券监管部门对股票IPO以及增发和配股等设立了较高的门槛,并实施了较严格的监管,即便是上市公司,也较难从股票市场获取融资。此外,与国外融资环境不同,中国企业融资渠道相对较少,银行贷款依然是企业主要的融资来源。在中国以银行信贷为主导的金融制度环境下,从银行获取融资受到较多的限制,使得很多上市公司也难以从银行获取必要的信贷资金。在集团内部成立财务公司这一非银行金融机构是对外部资本市场的有效替代,能够较好地沟通内外部资本市场,更好地满足上市公司的资金需求。

2. 假设的提出

本文基于前人研究,结合中国2004年颁布的《企业集团财务公司管理办法》和2014年《意见》等法律法规对财务公司职能范围的规定,从理论上探讨资金归集职能、资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能以及担保业务职能与上市公司融资约束的关系。

(1) 资金归集职能与上市公司融资约束。多级股权结构下的集团子公司都拥有独立的财务权限和财务资源,分散化的资金管理使得集团整体经常出现资金高度冗余和低效配置,且子公司独立的财务资源很可能引发投融资风险(袁琳等,2013)。在集团化运作环境下,财务公司作为集团财务管理的重要单位,将集团成员资金统一收归财务公司进行管理,能够实现集团资金的有效配置,提升资金使用效率。集团借助财务公司资金归集职能对集团资金实施集中管控,能够实现集团资源整合优势,成倍放大上市公司财务杠杆化效应,最大限度地提升资金整体效益;同时,能够实现资金的集

约化管理,促进资金在集团内部调剂、压缩集团总体贷款规模、节约外部信贷利息费用,并能够提升集团信用程度和融资能力,丰富融资方式,从而能够有效缓解上市公司面临的融资约束(袁琳等,2013)。

此外,集团资源的有效整合能够发挥组合效应和规模经济效应,而财务公司是企业集团产融结合过程中建立在金融资源共享基础上的内部非银行金融机构,其资金归集强度越大越有利于提升资源的组合效应和规模经济效应。与上市公司各自管理和运用自身资金相比,财务公司能够把集团内部多个独立分部的金融资源纳入其集中统一管理,达到集团资金的共享,从而产生“多币效应”和“活钱效应”(Stein,1997;吴秋生和黄贤环,2017)。

“多币效应”的产生主要有两种途径:一是由于集团成员之间以及集团不同业务之间的现金流能够实现互补,这就使得财务公司归集的可用资金多于成员企业各自持有的可用资金,从而实现资金的规模经济效应(王峰娟和粟立钟,2013;吴秋生和黄贤环,2016)。不同业务之间以及不同主体之间现金流的归集与互补能够降低集团成员资金的低效配置,提升集团资金配置效率,同时能够有效降低对外部银行等金融机构信贷融资的需求。二是集团内部不存在完全相关关系的多个成员所形成的共同保险作用能够增强各自的信贷能力,即通过财务公司对集团资金高度集中管理,集团成员外部信贷所产生的风险和损失能够以财务公司所归集的资金作为保险,这就能够提升集团成员向外部金融机构获取信贷资金的谈判能力(王峰娟和粟立钟,2013;吴秋生和黄贤环,2016)。“活钱效应”则是指财务公司将集团成员单位资金集中管理能够提升资金的配置效率,并能够优化资金配置结构,更好地实现资金的有效利用,从而有效缓解上市公司面临的融资约束。综上,本文提出:

假设1:财务公司资金归集职能发挥程度越高,越有利于缓解上市公司融资约束。

(2)资金结算职能与上市公司融资约束。财务公司的金融属性要求其像银行等外部金融机构一样开展各类结算业务。资金结算职能是指财务公司与外部经济主体之间的资金结算和集团内部成员之间的业务往来结算。外部结算功能的发挥能够实现对集团存量资金的管理向营运资金管理的转变,实现对集团资金未来流向、流量的合理预测和监控,进而有效利用闲置资金,合理安排资金的流量,提高资金资源的配置效率,实现缓解融资约束的目标(吴秋生和黄贤环,2016)。财务公司外部结算职能强化了上市公司与外部市场主体和金融机构之间的沟通与交流,在一定程度上促进了内外部资本市场资金的互补,进而有效缓解上市公司面临的融资约束。

财务公司办理成员内部结算、票据贴现等业务有其独特优势:一方面,相比于通过企业财会部门办理结算,财务公司更具专业性、公正性、迅捷性等特点,因此,由财务公司内部结算简化了集团成员间结算手续,促进了集团内部资金流动;另一方面,由财务公司承担内部结算,能够更好地明确集团成员经营管理责任,强化集团内部责任考核,提升集团管理水平和盈利能力(吴秋生和黄贤环,2016)。此外,财务公司对业务的熟练程度较高,能够缩短成员单位之间交易的结算时间,快速实现资金调配与划拨;同时,能够盘活集团闲置资金,在一定程度上提升集团内部资金的周转效率,充分实现调剂集团内部资金余缺、降低集团对外借款及其利息支出、强化集团内部资金运营的效果,以此缓解上市公司面临的融资约束(袁琳等,2013)。可见,财务公司内外部结算职能能够加快资金调配速度,减少资金占用和闲置,有效弥补上市公司资金不足,摆脱融资渠道受限的困境,进而缓解上市公司融资约束。综上,本文提出:

假设2:财务公司资金结算职能发挥程度与上市公司融资约束负相关。

(3)委托业务职能与上市公司融资约束。委托业务职能是指财务公司为集团成员提供投融资方案设计、风险评估、财务咨询以及参与集团成员融资谈判等金融服务和财务管理服务,由财务公司

承担上市公司委托业务具有专业性、规模经济效应和范围经济效应(吴秋生和黄贤环,2016)。

财务公司受托提供财务咨询、融资方案设计、融资谈判等服务,能够发挥财务公司在“融资融智”方面的专业化优势,这种优势对上市公司的融资行为产生重要影响(吴秋生和黄贤环,2017)。财务公司承接委托业务的专业性主要表现在:从业人员由具备财务和金融知识、经常从事金融理财服务、具有丰富业务经验的人员组成。财务公司的内部性和专业性,使其相较于成员企业能够做出更加科学和合理的投融资决策,同时能够为集团成员企业的投融资提供科学和合理的咨询与顾问,并可参与到集团成员企业融资谈判中,提升集团成员企业的谈判能力,使集团成员更好地获取外部资金,缓解其融资约束(吴秋生和黄贤环,2016;王超恩等,2016)。

相对于集团成员各自向外部金融机构申请信贷资金,将集团各成员企业的融资业务委托财务公司统一办理,能够提升集团整体的资信等级和综合授信谈判的能力,使集团整体的融资实现规模经济效应,降低融资成本,并更加便捷地获取期限更长的外部融资(袁琳等,2013)。同时,能够实现融资金额、融资期限和融资渠道的合理搭配和有效组合,避免集团成员分散化的融资所带来的高额交易费用和繁琐的手续。此外,财务公司作为集团内部非银行金融机构,其自身充裕的现金流和良好信誉,使其相较于集团成员企业单独向外部获取融资更加高效,且借贷的资金额度更高、期限更长。因此,委托财务公司统一办理集团成员企业融资业务,可以有效地降低融资成本,发挥统一融资的规模经济效应和范围经济效应,缓解上市公司融资约束。综上,本文提出:

假设3:财务公司委托业务职能发挥程度越高,越有利于缓解上市公司融资约束。

(4)贷款业务职能与上市公司融资约束。资金借贷市场存在的信息不对称和代理问题所导致的交易成本使得各项资源配置机制之间存在较大差异。融资优序理论指出,资金需求者总是会首先考虑从企业或集团内部获取资金,其次才考虑外源融资,因为这样可以降低融资费用。在中国以信贷资金为主要融资来源的背景下,财务公司内置于集团,具有一般金融机构的职能,能够将归集的集团成员资金按照一定的原则和目的配置给存在较好项目的集团成员,发挥外部金融机构所具备的信贷功能,满足上市公司资金需求(王峰娟和栗立钟,2013)。同时,由于财务公司产业属性和金融属性,其目标在于服务集团成员单位的发展,有责任和义务为上市公司提供必要的金融服务。因此,相对于从外部金融机构获取信贷资金,上市公司从财务公司处获取信贷资金具有便捷性、低成本和长期性的特征,能够更好地满足发展所需资金,缓解其面临的融资约束。

在成立了财务公司的集团内部,成员上市公司可选择从财务公司或外部金融机构获取信贷资金。然而,对于外部金融机构,虽然在资金方面具有绝对优势,但作为外部经济主体,很难及时、准确、完整地掌握资金需求者的财务与经营信息(李慧,2013;吴秋生和黄贤环,2016)。依据交易费用理论,为有效预防信息不对称条件下资金需求方可能存在的道德风险、降低借贷者还款的不确定性和可能存在的机会主义行为,以及弥补信息搜集成本和监督成本等,外部金融机构会要求资金需求方付出更高的代价或提供必要的担保和抵押,从而提升资金的获取成本和难度。因此,外部融资产生高昂的交易费用,使其并不能成为上市公司缓解融资约束的最主要途径。集团成员发展过程中对资金有着刚性的需求,在集团内部建立财务公司能够替代外部金融机构,为集团成员提供更加方便、快捷的信贷资金,从而缓解上市公司面临的融资约束。

此外,由于财务公司一方面是集团内生金融机构,对集团成员经营与财务状况有较好的了解,另一方面其金融属性又使其能够比较灵敏地获取外部资本市场信息,从而在内外资本市场之间架起了一座沟通的桥梁,促进了内外资本市场资金的有效融通(吴秋生和黄贤环,2016)。相较于外部金融机构,财务公司内部性使其对集团成员财务与经营信息的掌握程度要比外部金融机构更

加深入和完整,能够降低资金供需双方的信息不对称问题,从而更好地降低内部交易成本(李慧,2013)。因此,由财务公司为集团成员提供信贷资金,提升了上市公司获取贷款的便捷程度,降低了融资成本,从而更好地缓解上市公司面临的融资约束。故本文提出:

假设4:财务公司贷款业务职能发挥程度与上市公司融资约束负相关。

(5)担保业务职能与上市公司融资约束。上市公司可以从内部或外部金融机构获取信贷资金,也可通过证券市场进行融资。然而,中国资本市场发展历史不长、制度不完善、股票市场融资门槛相对较高且受到严格监管,使得上市公司难以从股票市场进行融资;尤其在经济下行、股市低迷期,上市公司更难以获取股票市场融资。与国外融资环境和融资渠道不同,中国企业融资渠道相对较少,银行信贷资金是中国企业最主要的融资来源,其作用远高于证券市场(陆正飞和杨德明,2011)。存在融资约束的上市公司必然缺少内部融资的可能性,而市场不确定性使得银行等外部金融机构对上市公司信贷风险和信贷资金的偿还存在担忧,这就需要在上市公司获取信贷资金时附加抵押或担保条款。当上市公司能够取得第三方信贷融资担保时,证明其有可能在规定的时间内和成本范围内归还本息,履行合同约定的条款,从而提升融资的便捷度。

财务公司作为集团内生非银行金融机构,沟通了内外部金融市场,能够凭借其信誉和资金流,为上市公司外部融资提供担保服务(黄贤环和吴秋生,2017)。这种担保具有信号传递功能,能够向外界金融机构传递出两种积极的信号:一是上市公司外部信贷风险能够在以股权为链接的企业集团中得到有效分散,即集团某一成员向外部金融机构获取信贷资金所产生的风险会由集团所有成员一起承担;二是财务公司作为集团内生的金融机构,充当着集团“资金管家”的角色,其自身充裕的现金流和良好的信誉能为集团成员向外部金融机构贷款提供必要的偿付保证,从而在一定程度上减轻外部金融机构对上市公司信贷违约的担忧(陈艳利等,2014;吴秋生和黄贤环,2017)。因此,财务公司担保业务职能发挥拓宽了上市公司外部融资渠道,增强其获取信贷资金的能力,使其能够更加便利地从外部资本市场获取融资,从而缓解融资约束。故本文提出:

假设5:财务公司担保业务职能发挥程度与上市公司融资约束负相关。

四、研究设计

1. 样本选择与数据来源

考虑到财务公司职能数据的可获得性和研究需要以及2009年之前各年财务公司数量相对较少的缘故,本文选取2009—2015年中国财务公司与其对应上市公司的经验数据,来研究财务公司职能对融资约束的影响。借鉴王超恩等(2016)的做法,首先依据《中国企业集团财务公司年鉴》中财务公司实际控制人信息,从万得(Wind)数据库中手工收集与财务公司同属于一个集团的上市公司,以此找到财务公司与上市公司之间的对应关系。以中国华能集团控股的财务公司与上市公司为例,中国华能财务公司与华能国际(股票代码:600011)、深圳能源(股票代码:000027)、新能泰山(股票代码:000720)、内蒙华电(股票代码:600863)、华能新能源(股票代码:0958)以及其他非上市成员公司同属于中国华能集团控制,这就使得华能财务公司作为集团内部非银行金融机构需要为上市公司开展资金集中管理、内外部结算、承担委托业务、融资担保以及信贷等业务。需要注意的是,在一个集团内,其财务公司可能对应一家或多家上市公司,也可能在一个集团内没有上市公司。考虑数据的可获得性,本文研究对象是财务公司及其同属于某一集团控制的沪深上市公司。

财务公司职能数据取自各年《中国企业集团财务公司年鉴》,上市公司相关数据则来自国泰安数据库,金融生态环境等数据则从中宏数据库和中国人民银行获取。本文一共搜集了2030个初始

样本观测值,经删除数据缺失、面临退市风险、资产负债率大于 1、金融行业以及不在沪深上市的样本,最终取得 1429 个样本观测值。考虑到异常值可能对研究结果产生影响,本文对相关连续变量进行上下 1%的缩尾处理,并采用 Stata13.0 软件对数据进行统计处理和分析。

2. 融资约束的测度

现有文献对企业融资约束的主流测度方法包括以下四种:①借助模型中的系数来反映企业融资约束的大小。Fazzari et al.(1988)提出采用投资—现金流敏感系数衡量企业融资约束的大小。这种方法基于投资的视角,构建投资—现金流敏感系数,反映现金流对投资的满足程度,考虑了信息不对称和代理问题,具有一定的科学性;但是,投资—现金流敏感性并不一定随融资约束程度单调增加(Kaplan and Zingales,1997),还受到诸如公司规模和行业特征等的影响,而且托宾 Q 的衡量也存在较大的偏误。因此,Almeida et al.(2004)提出采用现金—现金流敏感系数测度融资约束。这种测度方法的出发点是企业持有现金动机,现金—现金流敏感系数反映企业面临外部融资的限制程度和内部可能的投资机会,能够在一定程度上反映企业面临的融资约束情况,但是现金持有水平受到很多因素的影响,持有现金的原因也不仅仅是基于预防动机。因此,以该系数测度融资约束存在一定的偏误。②采用公司特征的单个指标测度。例如,公司规模、年龄、公司债券评级、企业信誉、股利支付率、是否归属集团、是否为国有控股等(Gilchrist and Himmelberg,1995)。这种方法计算简便,但由于单个指标信息含量非常有限,难以全面、准确地反映企业融资约束程度。③构建相关指数进行测度。Kaplan and Zingales(1997)构建 KZ 指数、Cleary(1999)构建 ZFC 指数、Whited and Wu (2006)构建 WW 指数测度融资约束的大小,以上三种方法具有较强的综合性,综合了企业多方面的信息,能够在一定程度上反映其融资约束,但由于自变量和因变量同时包含企业融资约束的定性和定量信息,可能产生测度偏误。鉴于以上问题,Hadlock and Pierce(2010)构建了 SA 指数,由完全外生的 *size* 和 *age* 两变量构成,不包含内生性变量,能够避免 KZ 指数和 WW 指数带来的测度偏误,计算方法简便,且依据 SA 指数划分的融资约束等级与 WW 指数一致,得到的融资约束评价结论相对较稳健。这一测度企业融资约束的方法在许多学者基于中国情境下的研究中得到广泛运用(鞠晓生等,2013;王义中和宋敏,2014;姜付秀等,2016)。④基于企业信贷融资状况或者管理层融资约束自我感知的调查数据进行判别。Beck et al.(2009)提出信贷融资状态判别法,采用企业与金融机构之间关系或企业主对信贷获取和使用情况对企业融资约束程度进行判别,该法摒弃了前人基于企业财务管理相关指标构建模型和指数的方法,能够避免由于企业财务管理不规范、信息失真带来的弊端,但由于对企业融资约束的判别主要基于企业主个人认知和对信息的了解,存在较大主观性。综上,本文采用第三种方法,即 SA 指数法。

3. 模型设计与变量定义

为考察财务公司职能与上市公司融资约束的关系,设计以下模型:

$$SA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Zjgj_{it} + \alpha_2 Mp_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Roe_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 First_{it} + \alpha_7 Establish_{it} + \alpha_8 CF_{it} + \alpha_9 Indirector_{it} + \alpha_{10} Dual_{it} + \alpha_{11} State_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it}$$

其中,SA 表示融资约束程度,由 SA 指数取绝对值所得;Zjgj 为解释变量, α_0 为常数项, ε 表示扰动项,其余为控制变量。当考察资金结算、委托业务、贷款业务和担保业务等职能对上市公司融资约束影响时,分别采用 *Js*、*Wt*、*Dk*、*Db* 替代 *Zjgj* 进行回归。

(1)被解释变量(SA)。综合以上四种融资约束测度方法的优缺点,借鉴前人研究(鞠晓生等,2013;王义中和宋敏,2014;姜付秀等,2016),本文也采用 SA 指数: $-0.737size + 0.043size^2 - 0.04age$ 测

度上市公司所面临的融资约束大小,其中, $size = \ln(\text{企业资产总额}/1000000)$,资产总额单位为元, age 为公司的上市年限,由此计算出来的该指数为负,且绝对值越大表示面临的融资约束越严重(鞠晓生等,2013)。从SA指数分布状况可知,样本公司都存在一定的融资约束。

(2)解释变量的定义。对于财务公司职能发挥程度的测度,本文认为财务公司职能发挥的最终目的是为了组织的目标或战略,这会直接反映到财务公司开展的业务上。因此,财务公司职能发挥程度可以通过财务公司业务开展的情况进行表征。

资金归集职能($Zjgj$)是指财务公司将集团成员资金集中起来进行统一管理,以此实现规模经济效应和活钱效应。鉴于中国银行业监督管理委员会以及财务公司协会要求财务公司报告自身资金集中度,因此,在《中国企业集团财务公司年鉴》中有对财务公司资金集中度的统计资料。财务公司资金集中度越高,意味着财务公司资金归集职能发挥得越好。资金结算职能(Js)主要包括财务公司对外和对内的结算活动。为了衡量财务公司资金结算职能发挥程度,本文以资金结算金额取自然对数表示,即以 $\ln(\text{资金结算金额})$ 表示,值越大,表明财务公司资金结算职能发挥得越好。对于委托业务职能(Wt)测度,通过数据的搜集与整理发现还有很多财务公司尚未开展委托业务,因此,本文以 $\ln(\text{委托业务金额}+1)$ 表示财务公司委托业务职能的发挥程度,值越大,表明财务公司委托业务职能发挥得越好。贷款业务职能(Dk)是指财务公司能够像银行等外部金融机构一样,为上市公司提供必要的信贷资金。与财务公司委托业务职能的测度类似,本文以 $\ln(\text{贷款业务金额}+1)$ 表示贷款业务职能发挥的程度,值越大,表明财务公司贷款业务职能发挥得越好。担保业务职能(Db)是指财务公司为集团成员提供外部信贷融资担保等。由于财务公司担保业务受到较多限制,很多财务公司尚未开展这一业务,本文以 $\ln(\text{担保业务金额}+1)$ 表示财务公司担保业务职能的发挥程度,值越大,表明担保业务职能发挥得越好。

(3)控制变量的定义。借鉴姜付秀等(2016)和钱明等(2016)的研究,本文控制了宏观政策环境、公司财务与公司治理等特征。货币政策宽松程度(Mp)由“M2增长率-GDP增长率”计算所得。一般地,货币政策越宽松,上市公司信贷越便利,从而有利于缓解其融资约束。 Lev 表示偿债能力,以资产负债率表示。上市公司偿债能力越强,越容易从金融机构获取资金,从而更好地缓解其面临的融资约束。盈利能力(Roe),以净资产收益率表示。一般获利能力越强的公司自身现金流越充足,且越容易获取外部资金。发展能力($Growth$)以营业收入增长率表示,该比率越大的上市公司发展能力越强,其未来获利能力和现金流量越大,更容易获得发展资金。现金流状况(CF)以经营现金净流量表示。上市公司经营现金净流量越大,表明其可用的未来现金流越多,越能够抵御未来市场环境和内部环境对其产生的财务冲击。 $First$ 表示股权集中度,以第一大股东持股比例表示; $Indirector$ 表示独立董事规模,以独立董事的人数表示; $Dual$ 表示二职合一,当董事长与总经理二职合一时取1,否则取0; $State$ 表示产权性质,当上市公司为国有控股时取1,否则取0;此外还控制了上市公司成立时间($Establish$)、行业($Industry$)和年度($Year$)等变量。

五、实证分析

1. 描述性统计

如表1所示,财务公司资金归集率最大值为1.00,最小值为0.01,均值为0.50,表明各财务公司资金归集职能发挥程度差异较大,且绝大部分财务公司资金归集程度不高,初步说明其资金归集职能发挥不够好,这会影响到财务公司对集团资金的优化配置,以及对集团成员投融资活动的服务能力。各财务公司结算业务职能、委托业务职能、贷款业务职能最大值与最小值存在较大差异,而均值

近似于中值,表明绝大部分财务公司这三项职能发挥的程度较高,这能够促进上市公司增强融资能力、拓宽融资渠道,进而缓解其融资约束。担保业务职能发挥程度最大值与最小值差异较大,且 1/4 分位为 0,表明很多财务公司未能很好地发挥担保业务职能,这可能会影响到集团成员公司向外界金融机构获取资金的融资能力和融资渠道。此外,研究区间内上市公司面临的货币政策环境总体上不太乐观,样本公司偿债能力、盈利能力、成长能力、第一大股东持股比例等都存在较大的差异,绝大部分为国有控股和两职分离的样本公司,且大部分样本公司现金流较匮乏,可能难以维持上市公司的投资和运营活动。上市公司的这些财务和公司治理特征以及货币政策都会影响上市公司融资行为,进而影响其面临的融资约束。

表 1 主要变量描述性统计与相关性检验结果

变量	描述性统计								Pearson 检验
	N	mean	sd	p25	p50	p75	min	max	SA
SA	1429	3.5461	0.3146	3.3891	3.6040	3.7652	1.7996	4.1432	1.0000
Zjgj	1429	0.5001	0.2383	0.3100	0.5000	0.6878	0.0077	1.0000	-0.0150
Js	1429	17.3306	2.0705	16.4084	17.4564	18.2564	6.8046	22.3485	-0.0907***
Wt	1429	11.2671	4.6609	10.6690	12.7735	14.1199	0.0000	18.2392	-0.0958***
Dk	1429	13.1184	1.4164	12.2128	13.0959	14.0906	0.0000	17.0522	-0.1199***
Db	1429	5.5780	5.0388	0.0000	7.3025	10.1459	0.0000	14.0248	-0.0756***

注:*表示 $p < 0.1$, **表示 $p < 0.05$, ***表示 $p < 0.01$;因篇幅受限,其余变量描述性统计和 Pearson 检验结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。

资料来源:作者运用 Stata13.0 计算所得。

2. 相关性分析

从表 1 的 Pearson 相关系数检验可知,资金结算、委托业务、贷款业务以及担保业务等职能与上市公司融资约束都在 1%的水平上显著为负,初步表明财务公司资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能以及担保业务职能发挥得越好,越能够有效地缓解上市公司面临的融资约束。然而,财务公司资金归集职能发挥程度与上市公司融资约束的相关系数为-0.02,但是未能通过显著性检验,表明中国财务公司很有可能没有很好地发挥其资金归集职能以有效地缓解上市公司融资约束。此外,货币政策环境、内部现金流、独立董事规模、产权性质等变量则与上市公司融资约束显著负相关。从相关系数检验初步表明,当外部货币政策环境越宽松、上市公司内部现金流越充裕、独立董事规模越大、越是国有控股,财务公司越能够有效地缓解上市公司面临的融资约束。

3. 实证结果分析

表 2 报告了财务公司各职能与上市公司融资约束的回归结果。回归结果(2)是在结果(1)的基础上加入相关控制变量,其资金归集职能发挥程度的回归系数为-0.0014,但不显著。可见,将集团资金收归财务公司统一管理,并没有很好地发挥资金“多币效应”和“活钱效应”,集团资金也未得到优化配置。这可能是由于集团高耸型、多层次组织结构使集团内部存在严重的代理问题和信息不对称,上市公司可能存在“资金寻租”或“腐败”现象,导致财务公司不能完全合理、有效地配置资金;同时,可能因为集团总部或控股股东借助财务公司资金归集变相地进行利益侵占和资源掏空,或者资金分配时出现“交叉补贴”和“平均主义”行为(Stein, 1997),从而难以显著缓解上市公司面临的融资约束,假设 1 未能得到验证。

回归结果(3)和(4)显示,资金结算职能的回归系数分别为-0.0093 和-0.0080,且分别在 5%和 1%的水平上显著。这说明,财务公司资金结算职能的发挥确实能够对上市公司现金流量和存量实

施有效地监控,并加快集团资金调拨速度,降低闲置资金,提升集团资金的使用效率,缓解上市公司融资约束。以上结果有力地证明了财务公司资金结算职能能够显著缓解上市公司融资约束,假设 2 得到验证。

表 2 变量基础回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>Zjgj</i>	0.0552 (1.5997)	-0.0014 (-0.0522)								
<i>Js</i>			-0.0093** (-2.5454)	-0.0080*** (-2.7791)						
<i>Wt</i>					-0.0025 (-1.5105)	-0.0007 (-0.5679)				
<i>Dk</i>							-0.0145*** (-2.6558)	-0.0147*** (-3.3476)		
<i>Db</i>									-0.0028* (-1.9204)	-0.0035*** (-3.0056)
<i>Controls</i>	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes
<i>N</i>	1429	1429	1429	1429	1429	1429	1429	1429	1429	1429
<i>R2_a</i>	0.3347	0.5895	0.3366	0.5919	0.3345	0.5896	0.3368	0.5929	0.3352	0.5923

注:括号内为 t 值;* 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。因篇幅受限,常数项和控制变量回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。

资料来源:作者运用 Stata13.0 计算所得。

回归结果(5)和(6)显示,财务公司委托业务职能发挥与上市公司融资约束回归系数分别为-0.0025和-0.0007,但都不显著,表明财务公司委托业务职能发挥并没有很好地降低上市公司面临的融资约束。这是因为中国绝大部分财务公司成立时间不长,组织制度还并不完善,人才结构也并不健全(李慧,2013),加之监管部门对财务公司委托业务的严格限制,这就使得财务公司还未能很好地发挥对上市公司融资方案设计、融资风险评估、融资谈判等职能。财务公司在服务于集团融资活动中的内部性、专业性以及信息优势等尚未很好地开发出来。假设 3 没有得到验证。从回归结果(7)和(8)则可知,财务公司贷款职能与上市公司融资约束的回归系数分别为-0.0145和-0.0147,都在 1%的水平上显著。这表明,财务公司在资金归集职能的基础之上通过发挥其自身集团内部非银行金融机构的信息优势和业务专业化优势,能够将资金提供给具有良好投资项目的集团成员单位,避免从外部金融机构获取信贷资金时需要支付高昂的信息搜集成本、监督成本、签约成本、谈判费用等交易费用,从而缓解上市公司融资约束,假设 4 得到验证。回归结果(9)和(10)显示,财务公司担保业务职能发挥程度与上市公司融资约束回归系数分别为-0.0028和-0.0035,且分别在 10%和 1%的水平上显著。可见,财务公司为上市公司提供融资担保时,由于自身良好信誉以及充裕的现金流所释放出的“信贷风险分散”、“信贷偿付保证”信号,确实能提升上市公司的融资能力、拓宽融资渠道、延长融资期限并降低融资成本,从而有效缓解上市公司融资约束,假设 5 得到验证。模型中控制变量的回归结果不再赘述。

4. 进一步的分析

前文已对不考虑融资环境影响下的财务公司职能与上市公司融资约束关系进行了理论与实证分析。然而,依据易奉菊等(2013)的研究,企业融资约束会受到内外部融资环境的影响,其中内部融资环境包含企业组织结构和治理结构等企业特征,外部融资环境则涉及经济景气度、资本市场环境以及政府宏观调控等。这些因素会影响到财务公司职能发挥与上市公司融资约束的关系。由于财务公司与上市公司共同受某一终极控制人控制,上市公司所处金字塔中层级远近,即终极股权结构层

级的多少会影响终极控股股东是否能够借助财务公司对中小股东与集团成员公司利益的侵占。终极股权结构层级能够综合反映一个集团内部组织结构和治理结构状况，也是对集团内部代理问题严重程度的一个重要体现。上市公司融资活动也必然受到经济景气度、资本市场环境以及政府宏观调控的影响，而经济景气度和资本市场环境与政府宏观调控一般是反向的。鉴于此，对于外部融资环境因素的影响，本文只考虑外部金融景气度。同时，财务公司作为内置于集团的非银行金融机构，其金融中介功能的发挥也必然受到来自金融环境的影响。此外，在中国特殊的产权制度背景下，考虑金字塔结构中终极控股股东产权性质差异对财务公司这一内部非银行金融机构职能发挥的影响也是不可缺少的。

(1)考虑集团终极股权结构层级的影响。终极股权结构层级是指在金字塔式股权结构中，处于最顶端的终极控股股东到上市公司所经历的层级数目或控制链长度。终极股权结构层级越高，从终极控股股东到上市公司的链条越长，组织结构和治理结构越复杂。此时，终极控股股东能够通过隐蔽的渠道对上市公司利益实施侵占或掏空，而财务公司作为集团内部非银行金融机构是集团资金融通的重要场所，终极控股股东很有可能通过影响财务公司业务的开展和职能的发挥实现对集团成员利益的侵占，以实现个人利益最大化(唐建荣和朱婷娇,2017)。相反，终极股权结构层级越少，终极控股股东的行为也相对比较透明，难以借助财务公司实施利益侵占。那么，终极股权结构层级对财务公司职能与上市公司融资约束关系产生什么样的影响？

通过手工搜集样本公司各年度财务报告，从“公司实际控制人”部分搜集和计算终极股权结构层级，最后获得 1363 个样本观测值。表 3 报告了以终极股权结构层级中位数分组的回归结果和似不相关估计检验。无论在终极股权结构层级较低组还是较高组中，财务公司资金归集职能与融资约束的回归系数都不显著，且似不相关估计检验发现两组回归系数也不存在显著差异。这可能是因为集团内部复杂的股权关系，导致“交叉补贴”和“平均主义”，使财务公司资金归集职能难以真正发挥“多币效应”和“活钱效应”。此外，相对于终极股权结构层级较高组，在较低组中，财务公司资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能和担保业务职能与融资约束的回归系数都在 5% 以上的水平上显著为负；并且通过似不相关估计检验发现，财务公司委托业务职能和贷款业务职能与融资约束的

表 3 考虑集团终极股权结构层级的回归结果

	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
	终极股权结构层级较低组					终极股权结构层级较高组				
Zjgj	-0.0068 (-0.1297)					0.0069 (0.2199)				
Js		-0.0142** (-2.5011)					-0.0047 (-1.5147)			
Wt			-0.0058** (-2.3120)					0.0022 (1.5003)		
Dk				-0.0368*** (-4.8241)					0.0000 (0.0044)	
Db					-0.0045*** (-2.0459)					-0.0014 (-1.0683)
N	516	516	516	516	516	847	847	847	847	847
R2_a	0.7143	0.7182	0.7176	0.7282	0.7169	0.5405	0.5419	0.5418	0.5405	0.5412

注：括号内为 t 值；* 表示 p<0.1，** 表示 p<0.05，*** 表示 p<0.01。结果(11)和(16)、(12)和(17)、(13)和(18)、(14)和(19)、(15)和(20)中财务公司职能与上市公司融资约束回归系数差异 suest 检验结果分别为：P=0.8017、P=0.1181、P=0.0010、P=0.0005、P=0.2398。因篇幅受限，常数项和其余变量回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。资料来源：作者运用 Stata13.0 计算所得。

回归系数在 1%的水平上存在显著差异。这表明,集团内部终极股权结构层级越少,集团内部代理问题也相对较轻,终极控股股东借助财务公司获取私人利益的行为很容易被发现,因此终极控股股东攫取个人利益的动机相对较弱。此时,财务公司作为集团内部相对独立的财务管理服务机构,能够更好地开展资金结算、委托业务、贷款业务和担保业务,从而能够更好地缓解上市公司面临的融资约束。随着终极股权结构层级的上升,股权结构越复杂,集团内部代理问题加剧,使得终极控股股东有更强的动机借助财务公司侵占上市公司和中小股东利益,从而导致财务公司职能发挥对上市公司融资约束的缓解作用消失。

(2)考虑集团终极控股股东产权性质差异。在中国,由于特殊的历史背景和经济体制,国有控股企业在中国社会经济发展中占据重要的地位,产权性质的差异对于微观企业行为也会产生不同的影响,因此,研究中国上市公司融资约束就不得不考察集团终极控股股东产权性质差异的影响。一般地,国有企业由于自身资源禀赋、政策扶持以及政府部门的“隐性担保”,使其能够更好地从外部金融机构获取融资,加之外部金融机构在信贷配给制下表现出“嫌贫爱富”,对国有企业和民营企业信贷表现出不同的态度,从而对产权属性不同企业的融资约束产生不同的影响(李连军和戴经纬,2016)。此时,国有控股企业外部比较便利的融资可能会弱化财务公司职能发挥对融资约束的缓解作用。相反,非国有企业由于缺少必要的政府扶持,经常会受到外部金融机构的信贷歧视,融资成本也相对较高。此时,财务公司各项职能的发挥很有可能能够更好地缓解非国有控股上市公司面临的融资约束。

本文通过搜集样本公司各年度财务报告,从“公司实际控制人”部分找到终极控股股东,判断其产权属性,并按照集团终极控股股东产权性质差异将样本划分为国有控股组和非国有控股组,分组检验财务公司职能发挥对上市公司融资约束的影响。如表 4 所示,财务公司资金归集职能、资金结算职能对非国有样本公司融资约束的缓解作用要比国有样本公司更显著,且通过似不相关估计检验也发现财务公司资金归集职能对非国有控股样本公司融资约束的缓解作用更强。这可能是由于,相对于国有控股上市公司,非国有控股上市公司缺少信贷优势,而财务公司资金归集和结算职能的发挥使集团内部资金存量得到有效利用,能够更好地缓解非国有企业融资约束。委托业务职能则未

表 4 考虑集团终极控股股东产权性质的回归结果

	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
	终极控股股东为非国有组					终极控股股东为国有组				
Zgj	-0.2711*** (-3.7811)					0.0361 (1.1927)				
Js		-0.0351*** (-4.6172)					-0.0070** (-2.2468)			
Wt			-0.0033 (-1.2558)					-0.0000 (-0.0125)		
Dk				-0.0171** (-2.1130)					-0.0174*** (-3.4064)	
Db					-0.0048 (-1.5922)					-0.0034*** (-2.7655)
N	167	167	167	167	167	1262	1262	1262	1262	1262
R2_a	0.6856	0.7008	0.6537	0.6615	0.6563	0.5980	0.5992	0.5975	0.6014	0.6000

注:括号内为 t 值;*表示 p<0.1,**表示 p<0.05,***表示 p<0.01。结果(21)和(26)、(22)和(27)、(23)和(28)、(24)和(29)、(25)和(30)中财务公司职能与上市公司融资约束回归系数差异 suest 检验结果分别为:P=0.0000、P=0.0036、P=0.3221、P=0.9829、P=0.6358。因篇幅受限,常数项和其余变量回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。资料来源:作者运用 Stata13.0 计算所得。

能通过显著性检验,可能是因为财务公司自身人才结构、业务限制等因素使得委托业务职能并没有得到很好的发挥。然而,贷款业务职能以及担保业务职能则能够更加显著地缓解国有控股样本公司的融资约束。

(3)考虑外部金融景气程度。上市公司获取资金主要有两种途径:一是内源融资,主要包括自有资金、留存收益等;二是外源融资,如向金融机构贷款、发行证券等。在内部资金缺乏、证券市场低迷且准入门槛较高的情形下,银行贷款是主要资金来源。因此,外部金融景气度在一定程度上会影响企业获取信贷资金的便捷程度和融资成本。同时,财务公司作为集团内部非银行金融机构,其职能发挥也必然受到外部金融环境的影响。一般地,外部金融越景气时,企业越能够以更加低廉的成本、更加便捷的方式和更长的信贷期限获取信贷资金。此时,外部金融机构履行了财务公司的部分功能,可能成为上市公司信贷资金的主要来源,这就很可能弱化财务公司职能发挥对上市公司融资约束的影响。相反,外部金融越不景气时,外部金融机构越可能会“惜贷”,审批手续也可能更加麻烦,这就阻碍了上市公司外部融资。此时,财务公司很可能与外部金融机构形成互补,其职能的发挥能够更好地缓解上市公司融资约束。

从中国人民银行调查统计数据库中手工搜集 2009—2015 年银行业景气指数,据此将 2009—2011 年划分为金融景气度较高组,将 2012—2015 年划分为金融景气度较低组^①。如表 5 所示,外部金融景气度较低时,财务公司资金结算职能、贷款业务职能和担保业务职能确实对上市公司融资约束的缓解作用更显著,且都在 1%的水平上显著为负,但通过似不相关估计检验发现系数并不存在显著差异。这可能是因为,在银行金融机构不景气、外部融资受阻的情况下,财务公司作为内部非银行金融机构,资金结算职能发挥得越好越有利于盘活集团资金存量,降低资金冗余;贷款职能发挥得越好越能够满足上市公司融资需求,同时对上市公司提供融资性担保能够提高其融资能力和拓宽融资渠道。因此,在外部金融环境较恶劣时更应充分发挥财务公司服务于集团及其成员投融资活

表 5 考虑外部金融景气程度的回归结果

	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)	(37)	(38)	(39)	(40)
	金融景气度较高组					金融景气度较低组				
Zjgj	0.0540 (1.4066)					-0.0446 (-1.2255)				
Js		-0.0054 (-1.5904)					-0.0112*** (-2.6685)			
Wt			-0.0006 (-0.3262)					-0.0009 (-0.5258)		
Dk				-0.0075 (-1.4151)					-0.0203*** (-3.1693)	
Db					-0.0024 (-1.3341)					-0.0038*** (-2.6617)
N	427	427	427	427	427	1002	1002	1002	1002	1002
R2_a	0.6126	0.6132	0.6107	0.6127	0.6124	0.5904	0.5928	0.5898	0.5941	0.5928

注:括号内为 t 值;* 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。结果(31)和(36)、(32)和(37)、(33)和(38)、(34)和(39)、(35)和(40)中财务公司职能与上市公司融资约束回归系数差异 suest 检验结果分别为: $P=0.0532$ 、 $P=0.2742$ 、 $P=0.8923$ 、 $P=0.1171$ 、 $P=0.5230$ 。因篇幅受限,常数项和其余变量回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)公开附录。资料来源:作者运用 Stata13.0 计算所得。

① 从中国人民银行调查统计数据库中获取的银行业景气指数是各个季度的,本文将各季度银行业景气指数求和取平均值,2009—2015 年各自对应的银行业景气指数分别为:80.55、85.55、84.40、79.95、77.98、72.85、64.20。

动的作用,有效缓解上市公司面临的融资约束。

5. 稳健性检验

为检验本文实证研究结论的稳健性,本文主要做了以下工作:

(1)考虑可能存在的内生性问题。一方面,中国财务公司一般是依附于国有大型集团的内部非银行金融机构,能够建立财务公司的集团一般都是经营状况和财务状况比较好的企业集团,而在此情况下的上市公司一般融资约束也可能相对较小;另一方面,面临较小融资约束的上市公司可能具有较好的能力和资源促使集团成立财务公司。因此,财务公司职能发挥与上市公司融资约束之间可能存在一定的反向因果关系。同时,考虑到可能遗漏重要变量和样本自选择带来的内生性问题,借鉴刘贯春等(2017)的做法,以财务公司各职能发挥程度的滞后一期作为工具变量进行2SLS回归,以此缓解可能存在的内生性问题对研究结论产生的影响。一般地,财务公司职能的发挥程度只会影响当期上市公司的融资活动,因此,财务公司职能发挥程度的滞后一期与上市公司当期的融资约束不相关,同时也满足与扰动项不相关的假定。

表6报告了2SLS方法下财务公司职能与上市公司融资约束的回归结果。从回归结果(42)可知,2SLS回归下资金归集职能与融资约束回归系数依然不显著。回归结果(44)则显示资金结算职能与融资约束的回归系数为-0.0182,在5%的水平上显著,进一步证实资金结算职能的发挥能够有效缓解上市公司面临的融资约束问题。回归结果(46)显示,委托业务职能与融资约束回归系数为-0.0004,未能通过显著性检验。从回归结果(48)可以看出,贷款业务职能与融资约束的回归系数为-0.0157,在5%的水平上显著,也进一步证实了财务公司贷款业务职能与融资约束存在显著负相关关系。回归结果(50)则显示,财务公司担保业务职能与融资约束的回归系数为-0.0044,在5%的水平上显著,可见财务公司担保业务职能的发挥确实能够有效缓解上市公司面临的融资约束。综上,在采用2SLS方法缓解内生性问题导致的研究结论偏误下,虽然显著性水平有所变化,但依然可以得到稳健结论:财务公司资金结算职能、贷款业务职能以及担保业务职能的发挥能够有效缓解上

表6 2SLS方法下的回归结果

	(41)		(42)		(43)		(44)		(45)		(46)		(47)		(48)		(49)		(50)	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>IV</i>	0.6492*** (28.0389)		0.3848*** (15.0879)		0.6404*** (27.7171)				0.6289*** (41.5049)								0.6486*** (26.2509)			
<i>Zjgj</i>		0.0428 (0.8630)																		
<i>Js</i>				-0.0182** (-2.2399)																
<i>Wt</i>									-0.0004 (-0.1780)											
<i>Dk</i>																				
<i>Db</i>																				-0.0044** (-2.1410)
<i>N</i>	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009	1009
<i>R2_a</i>	0.6182	0.5704	0.3006	0.5700	0.5551	0.5704	0.7420	0.5748	0.4768	0.5726										

注:第一和第二阶段回归结果括号内分别为t值和Z值;*表示p<0.1,**表示p<0.05,***表示p<0.01;IV分别对应财务公司职能滞后一期。此外,根据弱工具变量检验发现,最小特征值F统计量分别为786.178、227.646、768.237、1722.66、689.111都大于经验值10,因此,不存在弱识别。因篇幅受限,常数项和其余变量回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。

资料来源:作者运用Stata13.0计算所得。

上市公司面临的融资约束。

(2)替换相关变量,检验可能存在的变量测度误差。变量测度误差可能对研究结论产生一定的影响,本文对上市公司财务特征、公司治理特征以及外部宏观金融环境等关键变量进行替换,以托宾Q值替换净资产收益率Roe、以前五大股东持股比例的平方和H_5替换第一大股东持股比例First,以银行家信心指数M5替换由“MP=M2增长率-GDP增长率”计算所得货币政策,重新进行回归。从回归结果^①可以看出,研究结论与前文基础回归结果基本保持一致,即财务公司资金结算职能、贷款业务职能、担保业务职能能够显著缓解上市公司面临的融资约束,而资金归集职能与委托业务职能则与上市公司融资约束回归系数不显著。

六、研究结论与启示

理论上,财务公司资金归集职能能够带来“多币效应”和“活钱效应”,委托业务职能的专业化优势、范围经济和规模经济效应都能够有效地拓宽集团成员融资渠道,增强融资能力,从而缓解融资约束;但实证检验发现,集团内部资本市场可能存在“交叉补贴”和“平均主义”导致资金低效配置,并且财务公司自身业务素质 and 人才结构可能还不够完善,导致资金归集职能和委托业务职能的发挥并没有很好地缓解上市公司融资约束。资金结算职能发挥降低资金冗余、盘活资金存量、监督资金流入流出的效应,贷款业务职能带来的低成本、便捷式贷款以及担保业务职能对融资能力和融资渠道的改善能够缓解上市公司融资约束,且这种效应在金融景气度较差时更加明显,而集团终极股权结构层级的增加则会抑制财务公司对上市公司融资约束的缓解作用。此外,资金归集职能、资金结算职能对终极控股股东为非国有控股的样本公司融资约束的缓解作用显著强于国有控股样本公司,但贷款业务职能和担保业务职能能够更加显著地缓解国有控股样本公司的融资约束。

基于以上研究结论,本文研究启示在于:①在中国大力推进并购重组、企业“大型化、集团化”以及供给侧结构性改革和大力实施产融结合助推经济发展、实现“三去一降一补”目标的大背景下,为缓解中国企业面临的“融资难、融资贵”问题,监管部门应该适度放松财务公司成立的条件,积极鼓励在集团内部建立财务公司。通过发挥财务公司金融机构和财务管理职能,整合和优化配置集团资源,以便提高资金使用效率,进而缓解上市公司融资约束。②企业集团应该在法律法规规定的职能范围内积极设立或不断完善财务公司职能,以便更好地服务于集团及其成员投融资活动,同时应该积极强化集团内部资金配置的监控,优化人才结构和提升业务素质。此外,《企业集团财务公司管理办法》自2004年由银行业监督管理委员会修订并出台至今已有10多年,对集团财务公司职能和业务的相关规定已不能很好地适应当前财务公司的发展和集团内部资本市场功能的发挥。鉴于此,监管部门应该适当放松对财务公司委托业务、贷款业务和担保业务经营的限制,以便真正实现财务公司非银行金融机构的职能,更好地为集团及其成员提供财务管理服务,从而缓解上市公司融资约束。③当前中国企业普遍呈现“大型化、集团化”的发展趋势,集团内部终极股权结构层级在一定程度上反映集团组织结构和治理结构状况。由于高耸型、多层级的金字塔式企业集团内部存在严重的代理问题。终极控股股东能够借助复杂的多层级结构和隐秘的渠道,削弱财务公司职能发挥对上市公司融资约束的影响。随着终极股权结构层级的上升,财务公司职能发挥对上市公司融资约束缓解作用不再显著。因此,在企业集团发展过程中应该不断优化股权结构,并不是层级越多越好,应该适度地控制终极股权结构层级,使集团内部信息更加透明,避免终极控股股东通过复杂层级结构侵占上市公司利益。④结合融资环境有针对性、有侧重点地发挥财务公司职能,合理调整财务公司的业

^① 因篇幅受限,替换相关变量稳健性回归结果请参阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附录。

务范围,以便优化其职能配置,更好地缓解上市公司融资约束。在不同产权性质下,财务公司职能与上市公司融资约束关系存在差异,贷款业务职能和担保业务职能能够显著缓解国有控股上市公司面临的融资约束。针对这类型的企业,财务公司应该侧重于发挥其贷款业务职能和担保业务职能。外部金融不景气时,应积极发挥财务公司内部非银行金融机构的职能,加快集团内部资金结算,提升集团资金配置效率,为上市公司提供必要的信贷资金以及融资方案设计、财务顾问、融资担保等服务,避免由于外部融资受限加剧上市公司融资约束。

[参考文献]

- [1]陈艳利,乔菲,孙鹤元. 资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究, 2014,(10):28-35.
- [2]胡晖,张璐. 利率市场化对成长型企业融资约束的影响——基于对中小板企业的研究[J]. 经济评论, 2015,(5):141-153.
- [4]黄贤环,吴秋生. 上市公司与财务公司关联交易对投资效率影响研究[J]. 审计与经济研究, 2017,(1):68-79.
- [3]黄小琳,朱松,陈关亭. 持股金融机构对企业负债融资与债务结构的影响——基于上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2015,(12):130-145.
- [6]姜付秀,石贝贝,马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016,(6):83-97.
- [5]鞠晓生,卢荻,虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013,(1):4-16.
- [7]李慧. 基于内部资本市场理论的我国集团财务公司功能研究[J]. 云南社会科学, 2013,(4):68-73.
- [8]李连军,戴经纬. 货币政策、会计稳健性与融资约束[J]. 审计与经济研究, 2016,(1):75-82.
- [9]李增泉,辛显刚,于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J]. 管理世界, 2008,(1):123-135.
- [10]陆正飞,杨德明. 商业信用:替代性融资,还是买方市场[J]. 管理世界, 2011,(4):6-14.
- [11]刘贯春,陈登科,丰超. 最低工资标准的资源错配效应及其作用机制分析[J]. 中国工业经济, 2017,(7):62-80.
- [12]纳鹏杰,纳超洪. 企业集团财务管控与上市公司现金持有水平研究[J]. 会计研究, 2012,(5):29-38.
- [13]钱明,徐光华,沈弋. 社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角[J]. 会计研究, 2016,(5):9-17.
- [14]沈红波,寇宏,张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010,(6):55-64.
- [15]唐建荣,朱婷娇. 金字塔控股结构与终极控制者隧道效应研究[J]. 商业研究, 2017,(5):23-29.
- [16]吴秋生,黄贤环. 财务公司职能发挥与集团融资约束研究[J]. 经济问题, 2016,(6):101-108.
- [17]吴秋生,黄贤环. 财务公司职能配置与集团成员上市公司投资效率[J]. 经济问题, 2017,(7):103-112.
- [18]王超恩,张瑞君,徐鑫. 集团财务公司效率与企业创新[J]. 管理科学, 2016,(1):95-107.
- [19]王峰娟,栗立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分部上市公司的证据[J]. 会计研究, 2013,(1):70-75.
- [20]王义中,宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. 经济研究, 2014,(2):4-17.
- [21]易奉菊,黄志忠,谢军. 企业融资约束的外部环境因素分析——基于宏观经济和政府调控的视角[J]. 当代会计评论, 2013,6(2):46-58.
- [22]袁琳,陈凌云,何玉润. 集团资金集中控制下的风险管理——基于大中型集团公司的案例分析[J]. 会计与经济研究, 2013,(2):40-49.
- [23]Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash [J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4):1777-1804.
- [24]Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and P. Honohan. Access to Financial Services: Measurement, Impact, and Policies[J]. The World Bank Research Observer, 2009, 24(1):119-145.
- [25]Cull, R., W. Li, B. Sun, and L. C. Xu. Government Connections and Finance Constraints: Evidence from a Large Representative Sample of Chinese Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, (32):271-294.

- [26]Chen, H. Y., K. Chow, and P. Tillmann. The Effectiveness of Monetary Policy in China: Evidence from a Qual VAR[J]. *China Economic Review*, 2017,43(2):216-231.
- [27]Cleary, S. The Relationship between Firm Investment and Financial Status[J]. *The Journal of Finance*, 1999,54(2):673-692.
- [28]Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen, A. S. Blinder, and J. M. Poterba. Financing Constraints and Corporate Investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988,(1):141-195.
- [29]Foley-Fisher, N., R. Ramcharan, and E. Yu. The Impact of Unconventional Monetary Policy on Firm Financing Constraints:Evidence from the Maturity Extension Program [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 122(2):409-429.
- [30]Gilchrist, S., and C. P. Himmelberg. Evidence on the Role of Cash Flow for Investment [J]. *Journal of Monetary Economics*, 1995,36(3):541-572.
- [31]Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints:Moving beyond the KZ Index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010,23(5):1909-1940.
- [32]Kaplan, S. N., and L. Zingales. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997,112(1):169-215.
- [33]Modigliani, F., and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment[J]. *American Economic Review*, 1958,48(3):261-297.
- [34]Stein, J. C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources [J]. *The Journal of Finance*, 1997,52(1):111-133.
- [35]Whited, T. M., and G. Wu. Finance Constraints Risk[J]. *The Review of Financial Studies*, 2006,19(2):531-559.

The Function Display of Finance Company and Financing Constraints Relieve of the Group's Listed Companies

WU Qiu-sheng, HUANG Xian-huan

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

Abstract: Compared with the existing literature on finance company function and individual environment influence on financing constraints, the finance company functions are be quantified in this paper. And this paper chooses the empirical data of the finance companies functions and the group's listed companies in China from 2009 to 2015 to study their relationship. The study finds that capital settlement, loan function and guarantee function can significantly relieve the financing constraints of listed companies, but the funds collection and entrusted business function can't. After considering the impact of internal and external financing environment, this paper finds that comparing with the higher ultimate ownership structure, the functions of finance company may more significantly relieve the financing constraints of the lower. What's more, the funds collection and capital settlement on relieving the financing constraints of non-state-owned samples are more significant than the state-owned, but the loan functions and guarantee functions can more significantly relieving the financing constraints of state-owned company. The finance company as the inside non-bank financial institutions of the group has substitution effect for outside financial institutions, and when the external financial environment is bad, they are more significantly relieved the financing constraints. This research can improve the function allocation and the management strategies of finance companies, and guide finance companies to better relieve the financing constraints of listed companies in different situations.

Key Words: finance company; financing constraints; SA index; internal capital market; financing environment

JEL Classification: G23 G30 C12

〔责任编辑:覃毅〕