

# “子强母弱”型集团与上市公司金融化水平

黄贤环,刘梦童

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

**[摘要]**选取2007—2019年我国沪深上市实体企业的样本数据,实证检验“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系及其作用机理。研究发现:(1)与非“子强母弱”型集团相比,“子强母弱”型集团会显著提升上市公司金融化水平,且金融化水平的提升增加了“子强母弱”型集团面临的违约风险。(2)“子强母弱”型集团通过提升代理成本,进而提升上市公司的金融化水平。(3)当集团设立了财务公司、分析师关注度较高和内部控制质量较好时,“子强母弱”型集团对上市公司金融化的促进作用受到显著抑制;而上市公司为国企时,“子强母弱”型集团对上市公司金融化水平的促进作用更强。研究结论能够揭示“子强母弱”型集团影响上市公司金融化的作用机理,为进一步认识“子强母弱”型集团以及有针对性地抑制该类型企业的金融化行为提供经验证据。

**[关键词]**子强母弱;金融化;代理问题;财务公司;防风险;集团公司;实体企业

**[中图分类号]**F830;F275.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)02-0070-10

## 一、引言

在我国防范化解系统性金融风险 and 实现“六稳”“六保”目标下,实体企业普遍存在产能过剩、盈利空间压缩、投资回报周期较长和主业利润下滑等所引致的金融化问题。宏观层面的金融化趋势,不仅没有为实体企业提供必要的资金,反而吸走了实体经济的发展资金。金融化趋势的加剧使得虚拟经济过度膨胀,并进一步导致实体经济与虚拟经济之间出现结构失衡,削弱了实体经济在国民经济中的基础性作用<sup>[1-2]</sup>。面对实体企业存在的“脱实向虚”风险,党中央和国务院将防范化解实体企业“脱实向虚”风险作为工作的重要内容之一。一方面,已有文献对实体企业金融化的影响因素和经济后果进行了比较深入的研究<sup>[3-6]</sup>,并取得了丰硕的成果,但都将企业作为一个独立的个体进行研究,忽视了集团企业的异质性<sup>[5]</sup>。另一方面,2020年我国债券市场上井喷式的债券违约现象,例如,2020年10月华晨汽车债券违约,接着11月份永煤集团债券违约,将“子强母弱”型集团带入人们的视野。细数债券违约的企业可以发现,大部分债券违约的企业集团都表现出明显的“子强母弱”特征。“子强母弱”型集团作为一种特殊类型的集团企业,处于强势地位的子公司掌握了集团主要业务、拥有优势资源等,而处于弱势地位的母公司基本不从事生产经营活动。因此,在母子公司关系网络中,掌握集团主要优势资源的子公司会对集团整体的资源配置行为产生影响,而且集团企业内部天然存在着母子公司之间的代理问题和资源错配等现象<sup>[5]</sup>。进一步地,“子强母弱”型集团独有的“子强”和“母弱”的属性很可能会对企业金融资产配置行为产生影响,然而鲜有文献对此进行研究。

鉴于此,本文选择2007—2019年我国沪深上市公司的样本数据,实证检验“子强母弱”型集团与上市公司金融化水平之间的作用机理及其对债券违约的影响,并考察不同约束条件下两者关系的变化。值得说明的是,由于本文采用的是我国上市公司披露的合并报表与母公司报表数据来判别“子强母弱”型集团,

**[收稿日期]**2021-08-04

**[基金项目]**国家社会科学基金青年项目(21CGL011)

**[作者简介]**黄贤环(1989—),男,江西吉安人,山西财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司金融和集团财务,邮箱:158982753@qq.com;刘梦童(1999—),女,山西长治人,山西财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为公司金融。

因此上市公司金融化水平也是由母公司和众多子公司构成的集团整体的金融化水平。本文可能的贡献在于:(1)现有文献将实体企业作为独立的个体、同质的集团企业,考察金融化的影响因素<sup>[2-4]</sup>、经济后果<sup>[6-8]</sup>,而本文则从集团企业异质性的视角,考察“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系,有利于拓宽实体企业金融化影响因素的理论研究。(2)本文通过实证检验挖掘“子强母弱”型集团作用于上市公司金融化水平可能的路径,即“子强母弱型集团—代理问题—上市公司金融化水平”,能够为理解“子强母弱”型集团如何作用于上市公司金融化提供中间环节。(3)本文考察财务公司、分析师关注度和内部控制质量对“子强母弱”型集团与上市公司金融化的调节作用,能够为理解“子强母弱”型集团与上市公司金融化关系的约束条件以及为我国政府部门和实体企业更好地防范化解系统性金融风险提供着力点和理论参考。同时,本文还考察了产权性质对“子强母弱”型集团与上市公司金融化水平的调节作用,能够为分类应对企业金融化风险提供参考。此外,本文还发现“子强母弱”型集团持有金融资产增加了其面临的违约风险,这一发现能够为“子强母弱”型集团防范债券违约风险提供理论参考。

## 二、文献综述

关于企业金融化的影响因素研究。在宏观方面,现有文献从宏观经济状况、经济政策的不确定性以及金融政策等方面研究了影响上市公司金融化的因素。首先,国内经济下行压力增大、实体企业面临产能过剩、盈利空间压缩等问题,在资本的逐利动机下,更多的企业将资金投资于高回报的金融领域<sup>[2]</sup>。其次,经济政策的不确定性通过增加金融市场风险和降低资金供给对实体企业金融化起到了一定的抑制作用,且这种抑制作用因行业和地区的差异而存在差别<sup>[3]</sup>。最后,关于金融政策方面的影响因素研究,现有文献从货币政策等方面研究了其与金融化之间的关系。杨笋等研究发现货币政策宽松时,企业持有交易性金融资产的数量显著增加<sup>[9]</sup>。在微观方面,现有文献从公司治理机制、财务特征以及内部控制等方面研究了影响上市公司金融化的因素。首先,考虑公司治理机制方面的因素,高管背景特征会对企业金融化行为产生影响。例如,杜勇等发现 CEO 金融背景通过提高 CEO 的自信程度和缓解融资约束促进了实体企业的金融化行为<sup>[4]</sup>。其次,研究财务特征的影响。例如,黄贤环和王瑶发现企业金融资产配置程度与内部资本市场活跃度显著正相关<sup>[5]</sup>。最后,王瑶和黄贤环发现企业的内部控制质量越高,越能抑制企业“脱实向虚”,内部控制具有“治理效应”<sup>[10]</sup>。

现有文献研究表明,集团化经营能够缓解融资约束,增加企业价值,但同时也可能带来委托代理矛盾和较低的投资效率等问题。一方面,已有文献普遍认为,集团化运营能够缓解企业面临的融资约束,增加企业价值。例如,李焰等发现,在中国既定制度背景下,集团化经营增加了企业的融资能力进而缓解了集团企业面临的融资约束<sup>[11]</sup>。此外,潘红波和余明桂发现集团化运作的公司比单体企业更容易获得银行贷款和更长的贷款期限,并且在面临财务风险时更容易得到公司其他成员的非正常关联交易支持<sup>[12]</sup>。另一方面,企业集团内部也存在着代理问题和投资效率低等问题,其“黑暗面”也被很多文献关注。首先,企业集团中母子公司之间存在的代理问题较严重,作为独立法人的子公司对其核心竞争能力及实际资金需求等更加了解,从而导致子公司的管理层具有强烈的寻租动机,即通过提高与上级的谈判力以获得更多的内部资源<sup>[13-14]</sup>。如 Wulf 认为在资源竞争过程中,分部经理会传递扭曲的信息干预总部资源配置决策<sup>[14]</sup>。其次,企业集团存在双重代理问题会引发“交叉补贴”和过度投资等问题,从而影响集团整体资源配置效率<sup>[13]</sup>。最后,企业集团中下级子公司普遍存在着机会主义行为和自利行为,子公司为了局部利益不配合有效资本市场运作而失控的现象大量存在。

综上,现有关于企业金融化的影响因素研究都将研究对象作为一个独立的个体,忽视企业集团背景。“子强母弱”型集团作为一种特殊的且比较普遍的企业集团,该类型组织对企业金融投资行为会产生什么影响,其作用机理又是什么值得深入研究。鉴于此,本文着重考察“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系。

### 三、理论分析与研究假设

从华晨集团和永煤集团等债券违约主体反映出来的“子强母弱”型集团组织结构可以看出,集团中母子公司之间存在资质差异,主要表现为“子强”且“母弱”,也即集团的资产或收入集中来源于一家或几家核心子公司,母公司经营和财务表现远不及子公司。具体来看,在经营方面,具有“子强”属性的子公司承担了集团的主要生产经营活动,是集团收入的主要来源,而具有“母弱”属性的母公司很少或基本不从事生产经营活动,拥有较少的资金来源。在财务方面,为了降低融资成本、提高融资效率,集团融资通常是以母公司的名义进行,母公司层面集中了大量债务。因此,基于华晨集团和永煤集团等典型的“子强母弱”型集团可以发现,“子强母弱”型集团存在以下三个特征:第一,“子强母弱”型集团的现金分布较为分散,主要集中在子公司。第二,“子强母弱”型集团的母公司集中负担了集团债务。第三,“子强母弱”型集团的股权质押比例普遍过高,失去子公司的最后保障。具体而言,当企业面临流动性压力或偿债危机时,持有子公司的优质资产是企业偿债的最后防线,故“子强母弱”型集团普遍拥有较高的股权质押比例。综上所述,“子强母弱”型集团的特征在一定程度上决定了其面临较高的债券违约风险。具体来说,经营主体和融资主体的错位是“子强母弱”型集团的典型特征,加之母公司对子公司的控制能力受限,使得母公司面临较大的流动性压力,难以偿还到期债务,提升了其面临的债券违约风险。

接下来,基于“子强母弱”型集团的以上特征阐述“子强母弱”型集团与上市公司金融化的关系。一方面,相比于非“子强母弱”型集团,“子强母弱”型集团会提升上市公司金融化水平。首先,管理层在投资决策时更可能考虑自身利益而忽视集团整体利益,甚至不惜损害所有者的利益。因此,企业所有者和管理层之间存在第一类代理问题<sup>[1]</sup>,而代理问题的存在很可能提升“子强母弱”型集团的金融化水平。“子强母弱”型集团的现金主要集中在子公司,因此子公司对于企业的资金配置有着较大的自主权。根据 Jensen 提出的自由现金流假说,当管理层掌握了较多的闲置资金时,他们更倾向于为自身谋取最大利益而不顾股东的利益<sup>[15]</sup>。因此,子公司拥有较多的现金流时,子公司管理层出于自身利益最大化的考虑,很可能将用于创新投资、固定资产更新改造等主业投资的资金用于投资高收益、投资周期短的金融资产,以期获得管理权私利和控制权私利<sup>[1]</sup>。加之母公司对子公司的控制能力也受到一定限制,子公司在金融资产配置决策等方面有着较大的自主权,因此管理层更可能出于自身私利而增持高收益的金融资产。同时,在“子强母弱”型集团中,母子公司之间存在较严重的代理问题。母公司代表着集团整体的发展战略,而拥有相对独立经营和财务决策权的子公司,也有其自身的利益诉求和发展方式。这就使得在“子强母弱”的集团组织架构下,子公司出于自身私利很可能违背母公司或集团整体的发展战略,从事短期内有利于子公司发展的高风险、高收益项目,以维持自身在与母公司议价中的能力。由此可以认为,“子强母弱”型集团内部存在严重的代理问题,进而提升上市公司的金融化水平。其次,企业对金融资产投资存在“重奖轻罚”的现象<sup>[6]</sup>,当管理层投资金融资产失败时,往往将其归因于外部环境的变化,而当金融资产投资获得收益时,往往会获得更多奖励,这就使得管理层持有金融资产的动机越来越强。

另一方面,相比于非“子强母弱”型集团,“子强母弱”型集团会降低上市公司金融化水平。首先,金融资产配置存在“风险传染效应”<sup>[8]</sup>,也即很可能将金融和房地产领域的高风险传染给实体企业,增加企业面临的财务风险。而“子强母弱”型集团拥有较高的股权质押比例,且母公司面临较大的流动性压力,若其仍持有高水平的金融资产,则会进一步侵蚀其偿债能力,因此,出于企业长远发展的考虑则会减少持有金融资产的数量。其次,集中负债发挥了母公司监督优势,能够更好地监督子公司的资金使用状况<sup>[16]</sup>。由于“子强母弱”型集团采取集中负债模式,母公司面临偿还债务的压力,对子公司的监督力度会进一步增强,从而能够更好地监督子公司的资金使用状况。而金融资产投资会带来企业财务风险提升<sup>[8]</sup>、损害未来主业业绩<sup>[1]</sup>、显著抑制创新投入<sup>[7]</sup>等经济后果,因此母公司的监督使得子公司将资金更多地配置于能够促进企业长远发展的项目,从而降低上市公司金融化水平。最后,当前经济政策的不确

定性提升了企业持有金融资产的风险<sup>[3]</sup>,在一定程度上抑制企业持有金融资产的动机。综上分析,本文提出竞争性假设。

假设 1a:相比于非“子强母弱”型集团,“子强母弱”型集团会提升上市公司金融化水平。

假设 1b:相比于非“子强母弱”型集团,“子强母弱”型集团会降低上市公司金融化水平。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

为了满足研究的需要,同时考虑 2007 年实施新企业会计准则,因此本文选择 2007—2019 年我国沪深上市公司的数据进行研究。本文剔除了金融业和房地产业、数据缺失、ST 类、存在异常值以及资产负债率大于 1 的样本,最终得到 23479 个样本观测值。实证研究所需数据取自 CSMAR 数据库。同时,对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理以缓解极端值的影响。

### (二) 变量测度

1. 被解释变量。金融化的测度,借鉴黄贤环等的研究<sup>[17]</sup>,本文通过“(交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额”计算出上市公司金融化水平( $Fin$ )。此外,考虑到 2018 年只有少数企业适用了新金融工具准则,2019 年才开始在所有上市公司适用,因此 2019 年的金融化水平通过“交易性金融资产、长期股权投资、投资性房地产净额、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、其他非流动性金融资产之和除以资产总额”表示。

2. 解释变量。“子强母弱”型集团的子公司是集团主要“造血者”,承担了集团的主要业务,且是集团收入的主要来源,而母公司则基本不从事或者很少参与生产经营活动,但出于提高融资效率、降低融资成本的考虑,集团融资通常是以母公司的名义进行的。因此,借鉴章道云等的做法<sup>[18]</sup>,用净利润衡量经营绩效;借鉴马忠等的做法<sup>[19]</sup>,用母子公司营业收入衡量业务在母子公司之间的分布;借鉴林钟高等的做法<sup>[20]</sup>,用资产负债率衡量企业负债情况。由于“子强”属性的子公司承担了集团的主要业务,是集团的收入来源,而“母弱”属性的母公司则主要承担集团的债务,因此,当企业集团同时满足“合并报表净利润与母公司报表净利润之差大于母公司报表净利润;合并报表营业收入与母公司报表营业收入之差大于母公司报表营业收入;合并报表资产负债率与母公司报表资产负债率之差小于母公司报表资产负债率”时,则界定为“子强母弱”型集团。本文设置“子强母弱”型集团的虚拟变量,若为“子强母弱”型集团( $Zqmr$ )则为 1,否则为 0。

3. 控制变量。借鉴杜勇等<sup>[1]</sup>、黄贤环和王瑶<sup>[5]</sup>的研究,本文控制了上市公司特征等因素。其中,以资产总额的自然对数反映企业规模( $Size$ );根据国有企业取值为 1,否则为 0,设置产权性质( $Soe$ )变量;第一大股东持股比例( $Top1$ );以董事长与总经理是否为同一人设置两职合一( $Dual$ )变量;以独立董事占董事会的比例衡量独立董事规模( $Indirect$ );薪酬激励( $Wage$ )以前三大高管薪酬之和除以资产总额来衡量;以企业负债总额与资产总额的比值衡量财务杠杆( $Lev$ );以总资产报酬率衡量盈利能力( $Roe$ );以营业收入增长率反映发展能力( $Growth$ );通过经营活动中产生的现金净流量除以资产总额衡量自由现金流状况( $Fcf$ );金融发展程度( $Fd$ )以 2013 年贷款利率市场化为分界点,在 2013 年之前取 0,否则取 1。本文还控制了年度( $Year$ )和行业( $Industry$ )。

### (三) 模型设计

为验证“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系,本文建立以下实证模型:

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Soe_{it} + \beta_4 Top1_{it} + \beta_5 Dual_{it} + \beta_6 Indirect_{it} + \beta_7 Wage_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Roe_{it} + \beta_{10} Growth_{it} + \beta_{11} Fcf_{it} + \beta_{12} Fd_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Fin$ 代表上市公司金融化水平; $Zqmr$ 表示是否为“子强母弱”型集团。若 $Zqmr$ 的系数显著为

正,则说明“子强母弱”型集团显著提升了上市公司的金融化水平,假设 1a 得到支持;反之,则支持了假设 1b。 $\varepsilon$  为随机扰动项。

### 五、实证分析

#### (一) 描述性统计分析

如表 1 所示,上市公司金融化水平(*Fin*) 的最大值为 0.60,最小值趋近于 0,均值为 0.07,这表明样本公司均在不同程度上持有金融资产,表现出不同程度的金融化现象。“子强母弱”型集团(*Zqmr*) 变量的均值为 0.63,表明 63% 的公司都为“子强母弱”型集团。样本公司企业规模(*Size*)、产权性质(*Soe*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、两职合一(*Dual*)、独立董事规模(*Indirect*)、薪酬激励(*Wage*)、财务杠杆(*Lev*)、盈利能力(*Roe*)、发展能力(*Growth*)、自由现金流状况(*Fcf*) 和金融发展程度(*Fd*) 都存在较大差异,可能影响企业的金融化行为。

表 1 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Fin</i>	23479	0.070	0.100	0.000	0.010	0.030	0.080	0.600
<i>Zqmr</i>	23479	0.630	0.480	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

#### (二) 实证结果分析

如表 2 所示,列(1) 为仅控制年度和行业的回归结果,*Zqmr* 的系数为 0.006,在 1% 的水平上显著,初步表明“子强母弱”型集团提高了上市公司金融化水平。列(2) 反映出在控制样本公司规模和产权性质以及年度和行业时,*Zqmr* 的系数在 1% 的水平上显著。列(3) 在列(2) 的基础上控制公司治理特征变量发现,*Zqmr* 的系数依旧显著为正。列(4) 在列(3) 的基础上加入公司财务特征以及金融发展程度的相关控制变量,*Zqmr* 的系数为 0.016,在 1% 的水平上显著。综上,在控制了样本公司属性特征、公司治理、财务特征以及金融发展程度等因素后,“子强母弱”型集团与上市公司金融化水平显著正相关,假设 1a 得到支持。之所以得出以上结论,很可能是因为“子强”且“母弱”的属性对上市公司金融资产配置行为产生了影响。具体来说:一方面,具有“子强”属性的子公司掌握了集团主要经营业务,由此获得了更多的货币资金,“子强”也意味着子公司自主权较大,与此同时,“母弱”的属性也意味着母公司基本不从事生产经营活动,对子公司的控制能力也受到限制。因此,拥有较多货币资金的子公司在投资、决策等方面较为独立,且受到较少的监

表 2 主检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>Zqmr</i>	0.006*** (4.35)	0.011*** (7.03)	0.010*** (6.63)	0.016*** (10.73)
<i>Size</i>		0.003*** (4.33)	0.003*** (4.34)	0.010*** (13.06)
<i>Soe</i>		0.012*** (8.11)	0.011*** (7.71)	0.015*** (10.15)
<i>Top1</i>			-0.027*** (-6.04)	-0.034*** (-7.77)
<i>Dual</i>			-0.007*** (-4.33)	-0.007*** (-4.67)
<i>Indirect</i>			0.018 (1.57)	0.018 (1.86)
<i>Wage</i>			0.315*** (8.14)	4.799*** (12.96)
<i>Lev</i>				-0.067*** (-16.52)
<i>Roe</i>				0.075*** (13.55)
<i>Growth</i>				-0.021*** (-13.70)
<i>Fcf</i>				-0.095*** (-15.08)
<i>Fd</i>				-0.483*** (-13.06)
<i>Year/Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	0.062*** (7.61)	-0.012 (-0.74)	-3.343*** (-8.15)	-50.909*** (-12.99)
N	23479	23479	23479	23479
R <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.120	0.124	0.126	0.160

注:括号内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下同。

督和控制,但由于第一类代理问题的存在,子公司管理层在投资时更可能从自身利益出发获取管理权私利,将资金投资于高收益的金融资产。此外,在“子强母弱”型集团中,子公司很可能为了自身发展而违背集团整体发展战略,进而从事获利能力强的金融资产投资。另一方面,“子强母弱”型集团中的母公司对子公司的监督存在局限,因而其并未有效发挥集中负债模式下的母公司监督优势,子公司出于自身私利从事高收益的金融资产投资,而忽视了金融资产投资的高风险以及可能会给企业带来的财务风险,故假设 1b 并没有得到支持。

### (三) 稳健性检验

首先,改变金融化的度量方式:借鉴黄贤环和王瑶的研究<sup>[5]</sup>,将投资性房地产剔除出金融资产的范畴,重新回归后与主检验结论一致。也有研究认为实体企业持有的股权若具有控制、共同控制或重大影响,所形成的长期股权投资不应纳入金融资产的范畴,因此借鉴黄贤环等的研究<sup>[17]</sup>,将长期股权投资剔除出金融资产的范畴,重新回归后的结论与上文一致。借鉴张成思和张步昙的研究<sup>[6]</sup>,通过“(投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益)/利润总额”衡量上市公司金融化水平,重新回归后得到了与主检验一致的结论。

其次,考虑金融资产界定的衔接问题。2018 年财政部发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号),删除了“可供出售金融资产”“持有至到期投资”等项目。因此,借鉴黄贤环等的研究<sup>[17]</sup>,删除 2018 年的数据,选择 2007—2017 年以及 2019 年的数据进行回归,仍得到与主检验一致的结论。

最后,采用子样本回归。2008 我国政府推出“四万亿投资计划”应对国际金融危机的影响,这一政策会影响企业的投资行为。因此,本文剔除 2008 年、2009 年的数据,选取 2007 年以及 2010—2019 年的数据重新进行回归,得到与主检验一致的结论。由于篇幅限制,本部分未呈现稳健性检验结果,留存备索。

## 六、进一步分析

### (一) “子强母弱”型集团金融化对债券违约的影响

近年来,资本市场上不断曝出“子强母弱”型企业集团债券违约的案例,严重危害经济社会的稳定发展。企业债券违约的主要原因在于自身没有充裕的现金流来偿还到期债务。前文研究表明,“子强母弱”型集团提高了上市公司的金融化水平,而实体企业金融化是偏离主业的高风险金融投资行为,那么“子强母弱”型集团较高的金融化水平是否与该类型集团的债券违约有一定的关联呢?从理论上来看,一方面,已有研究表明,金融资产配置存在“蓄水池效应”,持有有一定数量的金融资产可以在企业需要资金时将其迅速变现,从而提升企业筹资能力,降低财务困境成本<sup>[1]</sup>,进而有利于降低企业违约风险。然而,另一方面,金融资产配置亦存在“挤出效应”<sup>[1]</sup>,持有金融资产数量越多,对实业投资的挤占效应越明显,进而影响企业未来业绩。此外,过多地持有高风险的金融资产会增加商业信用的融资压力,进而降低企业的筹资能力和偿债能力<sup>[8]</sup>。因此,也可预期“子强母弱”型企业集团金融化会加大企业违约风险。为了识别“子强母弱”型集团金融化与债券违约之间的关系,本文构建以下中介效应模型:

$$Zscore_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Zscore_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + \beta_2 Fin_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,变量  $Zscore$  表示违约风险,本文参考徐玉德和陈骏的研究<sup>[21]</sup>,用  $Z$  值衡量违约风险, $Z$  值越小,集团面临的财务风险越大。控制变量与上文一致。回归结果如表 3 所示,列(1)中  $Zqmr$  的系数为  $-0.420$ ,在 1% 的水平上显著,即“子强母弱”型集团拥有较高的违约风险。列(2)、列(3)中  $Zqmr$  的系

数均通过了显著性检验。这表明“子强母弱”型集团通过提升上市公司金融化,进一步提升“子强母弱”型集团面临的违约风险。因此,在我国防范化解系统性金融风险 and 实现“六稳”“六保”目标的背景下,更应关注“子强母弱”型集团金融化水平。

(二) “子强母弱”型集团影响上市公司金融化水平的机制检验

已有研究表明,集团内部存在复杂的股权结构,代理问题相对严重,管理层往往会利用关联交易掏空集团以获取管理权私利<sup>[10]</sup>。当企业属于“子强母弱”型集团时,子公司处于强势地位,掌握着集团的核心业务、拥有较多的可用资金以及拥有较大的自主权,而母公司相对处于弱势地位,对子公司的控制以及监督能力相对较差。“子强母弱”型集团的这些特征进一步增加了母子公司之间的信息不对称,导致企业内部第一类代理问题更加严重。管理层为了追逐管理权私利,不愿将资金投资于回收期较长、回报率较低的主业,而更倾向于将资金投资于具有高收益的金融资产,进而提升了上市公司的金融化水平。鉴于此,本部分预期“子强母弱”型集团影响上市公司金融化的路径为:“子强母弱”型集团—代理问题—上市公司金融化。为检验以上预期,本文构建以下中介效应模型:

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Manage_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zqmr_{it} + \beta_2 Manage_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中,变量 *Manage* 反映第一类代理问题,以管理费用率衡量。控制变量与上文一致。回归结果如表 4 所示,列(2)中 *Zqmr* 的系数为 0.004,且在 1% 的水平上显著,这说明“子强母弱”型集团加剧了管理层和所有者之间的代理问题。列(3)中 *Zqmr* 的系数显著为正。综上,“子强母弱”型集团通过影响代理问题,进而提升上市公司金融化水平。

(三) 考虑产权性质的调节作用

“子强母弱”型集团的金融化水平是否会因实体企业的产权性质差异而有所不同呢?一方面,与非国有企业相比,国有企业承担着与民生相关的社会责任,更易获得银行等金融机构的信贷资金<sup>[1,3]</sup>,进而拥有更高的可用资金水平。另一方面,与非国有企业相比,国有企业特殊的经营管理体制使其面临更为严重的代理问题<sup>[1]</sup>。国有企业的管理层迫于短期业绩压力增加了“短视行为”,进而提高了上市公司金融化水平。鉴于此,当“子强母弱”型集团属于国有企业时,其拥有更多的可用资金水平满足其投资金融资产的需要,且具有更为严重的代理问题。综上分析,本文预测国有性质的“子强母弱”型集团拥有更高的金融化水平。进一步地,加入“子强母弱”型集团(*Zqmr*)和产权性质(*Soe*)的交乘项,若 *Zqmr* × *Soe* 的系数显著为正,则说明国有的“子强母弱”型集团拥有更高的金融化水平。回归结果列示在表 5 列(1),交乘项 *Zqmr* × *Soe* 的系数为 0.010,在 1% 的水平上显著,说明当“子强母弱”型集团属于国有企业时,其金融化水平更高。

表 3 “子强母弱”型集团金融化对债券违约的影响

	(1) <i>Zscore</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>Zscore</i>
<i>Zqmr</i>	-0.420 *** (-11.57)	0.016 *** (10.73)	-0.393 *** (-10.82)
<i>Fin</i>			-1.683 *** (-10.68)
<i>Controls</i>	yes	yes	yes
<i>Year/Industry</i>	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	-31.890 (-0.34)	-50.909 *** (-12.99)	-117.600 (-1.24)
N	23479	23479	23479
R <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.403	0.160	0.406

表 4 机制检验结果

变量	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Manage</i>	(3) <i>Fin</i>
<i>Zqmr</i>	0.016 *** (10.73)	0.004 *** (3.52)	0.015 *** (10.34)
<i>Manage</i>			0.179 *** (21.26)
<i>Controls</i>	yes	yes	yes
<i>Year/Industry</i>	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	-50.909 *** (-12.99)	-8.048 *** (-2.66)	-49.470 *** (-12.74)
N	23479	23479	23479
R <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.160	0.311	0.176

(四) 考虑财务公司的调节作用

财务公司能够发挥加强集团资金集中管理,提高财务风险控制能力、金融服务,以及促进资源有效配置和改进集团公司治理的作用。而“子强母弱”型集团资金较多地分散在子公司,此时由于代理问题的存在,子公司管理层可能为了自身利益而不顾集团整体利益,从而将生产经营所得资金投资于金融资产。而财务公司的设立能够减少母子公司之间资金的分散程度,并对子公司的投融资行为起到很好的监督作用,进而减少不利于企业长期发展的金融资产投资。综上,本文预测财务公司的设立能够对“子强母弱”型集团金融化行为起到抑制作用。为检测以上预期,本文在模型中加入“子强母弱”型集团( $Zqmr$ )和财务公司( $FC$ )的交乘项。若 $Zqmr \times FC$ 的系数显著为负,则表明设立财务公司能够抑制“子强母弱”型集团对上市公司整体金融化水平的促进作用。回归结果列示在表5列(2),控制变量与上文一致, $Zqmr \times FC$ 的系数为 $-0.010$ ,在1%的水平上显著为负,表明集团财务公司的设立的确显著降低了“子强母弱”型集团的金融化水平。

(五) 考虑分析师关注的调节作用

分析师可以通过直接或间接的方式对企业资产配置行为进行有效的监督。Sun 和 Liu 发现<sup>[22]</sup>,分析师作为一种外部监督机制能够降低母子公司之间存在的信息不对称,减少代理问题。对于“子强母弱”型集团而言,子公司管理层和企业所有者之间存在严重的代理问题,而分析师作为一种外部监督机制,能够对子公司管理层的投融资行为进行有效的监督,减少对于高风险金融资产的投资。综上分析,本文预测分析师关注能够弱化“子强母弱”型集团与上市公司之间的正向关系。本部分涉及的分析师关注度,以分析师人数衡量。本部分在模型中加入“子强母弱”型集团( $Zqmr$ )和分析师人数( $Analysts$ )的交乘项,并对分析师人数( $Analysts$ )做中心化处理,以此降低由于直接相乘给模型带来的严重多重共线性问题。若 $Zqmr \times Analysts$ 的系数显著为负,则说明分析师的关注会抑制“子强母弱”型集团对上市公司金融化水平的促进作用。如表5列

表5 考虑产权性质及内外部监督机制差异的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
$Zqmr$	0.012 *** (6.47)	0.018 *** (11.12)	0.011 *** (6.67)	0.011 *** (4.88)
$Zqmr \times Soe$	0.010 *** (3.80)			
$FC$		0.008 *** (3.35)		
$Zqmr \times FC$		-0.010 *** (-2.94)		
$Analysts$			-0.004 *** (-9.05)	
$Zqmr \times Analysts$			-0.002 *** (-2.93)	
$lnnkzs$				0.006 (0.63)
$Zqmr \times lnnkzs$				-0.022 ** (-1.98)
<i>Controls</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Year/Industry</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	-50.986 *** (-13.01)	-50.881 *** (-12.98)	-0.585 (-0.19)	-0.048 (-0.01)
N	23479	23479	13727	11381
R <sup>2</sup> _a	0.160	0.160	0.186	0.193

(3) 所示, $Zqmr \times Analysts$ 的系数显著为负。这说明分析师关注能够起到较好的外部监督作用,进而抑制“子强母弱”型集团企业的金融投资行为。

(六) 考虑内部控制的影响

内部控制作为一种内部监督机制,在降低代理问题方面发挥了重要作用。而高质量的内部控制通过一系列制度安排,能更好地监督管理层行为,进而减少管理层的自利行为<sup>[10]</sup>。“子强母弱”型集团内部存在较严重的代理问题,而高质量的内部控制作为一种内部激励和监督约束机制,能够对管理层行为进行有效的监督,减少管理层出于自身利益而不顾集团整体利益的投资行为,从而降低上市公司金融化水平。综上分析,本文预测内部控制能够对“子强母弱”型集团金融化水平起到抑制作用。其中,通过迪博内部控制指数/100 衡量内部控制质量( $Lnnkzs$ )。同时,对内部控制指数( $Lnnkzs$ )做中心化处理,并在



模型中加入“子强母弱”型集团( $Zqmr$ )和内部控制指数( $Lnnkzs$ )的交乘项。若 $Zqmr \times Lnnkzs$ 的系数显著为负,则表明企业内部控制能够抑制“子强母弱”型集团对上市公司整体金融化水平的促进作用。如表5列(4)所示, $Zqmr \times Lnnkzs$ 的系数在5%的水平上显著为负。这表明内部控制能够起到较好的监督作用,进而抑制“子强母弱”型集团对上市公司金融化水平的促进作用。

## 七、结论性评述

本文采用2007—2019年我国沪深上市实体企业的样本数据,实证研究“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系发现,“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间存在显著正相关关系,且持有金融资产并未发挥“蓄水池效应”,反而增加了“子强母弱”型集团面临的违约风险。通过机制检验发现,“子强母弱”型集团由于存在严重的代理问题因而提升了上市公司金融化水平。进一步研究发现,国有“子强母弱”型集团拥有更高的金融化水平,而集团设立财务公司、较高分析师关注和高质量的内部控制能够抑制“子强母弱”型集团对上市公司金融化水平的促进作用。

本文的政策启示在于:(1)子公司持有过多的现金流及拥有较大的自主权是上市公司金融化水平较高的主要原因。因此,母公司应该通过内外部监督机制加强对子公司资金流向的监督。此外,若要从根本上减少子公司对高风险项目的投资,就要求集团建立完善的治理体系。(2)“子强母弱”型集团“子强”的属性使得子公司管理层和企业所有者之间的代理问题更加严重,因此,此类集团应该更加关注代理问题带来的金融化问题。为了有效遏制代理问题对金融化水平的影响,应加强对子公司管理层的监督,同时采取一定的激励措施,如股权激励和薪酬激励等,尽可能减少集团内部的第一类代理问题。(3)设立财务公司、较高分析师关注以及高质量的内部控制等内外部监督机制能够降低上市公司的金融化水平。因此,应从内部控制五要素出发,不断提升内控质量。此外,应提升分析师个人能力,充分发挥分析师的监督作用,有效遏制集团内部代理问题以及降低信息不对称。积极设立并完善财务公司的职能,使其更好地发挥资金集中管理等职能。(4)积极防范化解“子强母弱”型集团可能存在的违约风险。在关注集团整体信用的同时,也应该关注母公司的偿债能力、流动性、对子公司的控制能力以及核心子公司的投资行为等。重点关注母公司层面的相关信息有助于更好地防范“子强母弱”型集团的违约风险。

本文研究了“子强母弱”型集团与上市公司金融化之间的关系,然而这只是对“子强母弱”型集团这一组织形式的初探,未来还可以进一步探讨“子强母弱”型集团组织特征、治理特征和财务特征对企业投融资行为的影响。

### 参考文献:

- [1] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [2] Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States [J]. *Metroeconomica*, 2018, 69(1): 270-307.
- [3] 彭俞超,韩珩,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济,2018(1):137-155.
- [4] 杜勇,谢瑾,陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济,2019(5):136-154.
- [5] 黄贤环,王瑶. 集团内部资本市场与企业金融资产配置:“推波助澜”还是“激浊扬清”[J]. 财经研究,2019(12):124-137.
- [6] 张成思,张步县. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12):32-46.
- [7] Gleadle P, Parris S, Shipman A, et al. Restructuring and innovation in pharmaceuticals and biotech: The impact of financialisation [J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 2014, 25(1): 67-77.
- [8] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究,2018(12):100-112.
- [9] 杨肇,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为? [J]. 管理评论,2017(2):13-25.
- [10] 王瑶,黄贤环. 内部控制与实体企业金融化:治理效应抑或助推效应[J]. 财经科学,2020(2):26-38.
- [11] 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):117-135.

- [12]潘红波,余明桂.集团化、银行贷款与资金配置效率[J].金融研究,2010(10):83-102.
- [13]Scharfstein D S,Stein J C. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. The Journal of Finance,2000,55(6):2537-2564.
- [14]Wulf J. Influence and inefficiency in the internal capital market[J]. Journal of Economic Behavior&Organization,2009,72(1):305-321.
- [15]Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review,1986,76(5):323-329.
- [16]Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. Journal of Finance,1997,52(1):111-133.
- [17]黄贤环,吴秋生,王瑶.影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资?[J].会计研究,2021(1):100-111.
- [18]章道云,邓学芬,黄坤.上市公司人力资本对企业净利润贡献率的实证研究[J].宏观经济研究,2011(7):71-76.
- [19]马忠,王龙丰,杨侠.子公司多元化、业务分布与现金持有——基于母子公司内部资本配置视角的分析[J].会计研究,2018(1):75-81.
- [20]林钟高,刘捷先,章铁生.企业负债率、研发投入强度与企业价值[J].税务与经济,2011(6):1-11.
- [21]徐玉德,陈骏.上市公司违约风险、盈余质量与银行信用借款——基于沪深A股市场的经验研究[J].证券市场导报,2011(2):38-43.
- [22]Sun J,Liu G. Does analyst coverage constrain real earnings management? [J]. Quarterly Review of Economics and Finance,2016,59:131-140.

[责任编辑:高婷]

## “strong subsidiary and week parent” Group and the Financialization Level of Listed Companies

HUANG Xianhuan, LIU Mengtong

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

**Abstract:** Based on the sample data of listed entities in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2007 to 2019, this paper empirically tests the relationship between the “strong subsidiary and week parent” group and the financialization of listed companies and its mechanism. The findings are as follows: (1) “strong subsidiary and week parent” groups will significantly improve the financialization level of listed companies, and increase its default risk faced. (2) The “strong subsidiary and week parent” group can improve the financialization level of listed companies by improving the agency problem. (3) When the group has set up a financial company, the analysts pay more attention to it and the internal control quality is good, it can significantly restrain the financialization level of “strong subsidiary and week parent” group; When the listed company is a state-owned enterprise, the “strong subsidiary and week parent” group plays a stronger role in promoting the financialization level of the listed companies. The results reveal the mechanism of the influence of the “strong subsidiary and week parent” group on the financialization of listed companies, and provide empirical evidence for further understanding of the “strong subsidiary and week parent” group and for restraining the financialization behavior of this type of enterprises.

**Key Words:** “strong subsidiary and week parent”; financialization; agency problem; finance company; risk prevention; group company; entity enterprise