

# 上市公司与财务公司关联交易对投资效率影响研究

黄贤环,吴秋生

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

**[摘要]**以2008—2014年我国上市公司与财务公司关联交易非平衡面板数据,实证检验了上市公司与财务公司主要类型关联交易对上市公司投资效率的影响。研究发现,上市公司与财务公司各主要类型关联交易总体上能够提升上市公司投资效率,但存在一定的差异,具体表现为:关联交易总额和关联资金交易金额越大越加剧了投资不足,但抑制了过度投资;关联劳务交易能够不显著缓解投资不足和抑制过度投资,而关联担保交易则不显著缓解投资不足和加剧过度投资。此外,上市公司面临的融资约束在上市公司与财务公司关联交易对投资效率影响中存在调节作用。

**[关键词]**上市公司;财务公司;关联交易;资源配置;投资效率;内部资本市场;投资不足;过度投资;融资约束

**[中图分类号]**F235.99 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2017)01-0068-12

## 一、引言

财务公司作为集团内部资本市场资源配置的重要中介平台,在历经近30年的探索中得到长足发展。实践证明,财务公司在实现集团资金集中管理,提高资金使用效率,为集团成员提供财务管理服务方面发挥着重要作用。而在这一过程中,上市公司与财务公司之间的关联交易<sup>①</sup>有其存在的客观性和必要性。既然如此,那么上市公司与财务公司关联交易是否缓解了上市公司投资不足或抑制过度投资,进而提升投资效率呢?倘若如此,又该如何进一步优化关联交易结构并规范上市公司与财务公司之间的关联交易行为,避免集团及其成员借助关联交易掏空上市公司资源呢?

本文采用2008—2014年沪深上市公司与财务公司关联交易非平衡面板数据,运用修正的Richardson投资效率模型实证检验了上市公司与财务公司主要类型关联交易对上市公司投资效率的影响。研究证实上市公司与财务公司关联交易总体上能够抑制非效率投资,但具体的各主要类型关联交易对投资不足和过度投资的影响存在一定差异,且上市公司融资约束在关联交易与投资效率关系中存在调节作用。

## 二、文献回顾

### (一) 内部资本市场中的关联交易后果研究

目前,关于集团上市公司与关联方之间关联交易经济后果主要存在两种观点,即“效率促进论”与“资源转移论”。在“效率促进论”方面,Gertner等认为,由于集团内部较高信息流通使集团能够通过内部资本市场交易,将有限资源配置于最优项目,实现内部资本市场资源配置效率<sup>[1]</sup>。同时,在外部资本市场金融抑制下,企业通过内部资本市场关联交易能够降低交易成本和市场风险、放松融资约束、提升公司价值<sup>[2]</sup>。冯韶华和张扬对我国上市公司关联交易资金占用情况与上市公司面临的融资

**[收稿日期]**2016-03-20

**[基金项目]**山西省软科学研究项目(2014041051-1);2016年山西省研究生教育创新项目(2016BY100)

**[作者简介]**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,从事财务公司、公司治理与审计研究;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,博士,从事审计、内部控制研究。

<sup>①</sup>本文所称上市公司是指集团内部建有财务公司的上市成员公司,以下简称上市公司,并且关联交易是指隶属于同一集团母公司控制的上市公司与财务公司之间的关联交易活动和事项。

约束、经营不确定性之间的关系进行了实证检验,结果支持了关联交易资金占用行为的企业集团内部资本市场资源配置假说<sup>[3]</sup>。“效率促进论”主要基于内部资本市场在信息和交易成本方面的比较优势,他们的研究注意到了内部资本市场在降低信息不对称和实现集团内部资源优化配置方面的积极作用,及其对外部资本市场的良好替代作用。

“资源转移论”则认为,由于集团内部存在信息不对称、代理问题等导致了集团成员间关联交易形成“交叉补贴”现象,即对效益较差部门的过度投资和对效益较好部门的投资不足,从而降低了资源配置效率<sup>[4]</sup>。Khanna 和 Palepu 研究发现集团内部控股股东也有可能通过关联交易进行“利益掠夺”和“利益输送”<sup>[5]</sup>,导致内部资本市场资源配置无效。在我国,很多情况下集团控股股东通过内部资本市场关联交易侵占资源、输送利益,导致内部资本市场功能被异化,且在外部监管程度较高时,关联交易规模不会加剧关联方利益转移程度,而当外部监管程度较低时,则会加剧<sup>[6]</sup>。进一步地,陈艳利等发现企业集团内部关联担保交易和关联资金交易降低了内部资本市场资源配置效率<sup>[7]</sup>。这些研究从内部资本市场中所存在的信息不对称和代理问题出发,关注到了集团内部治理机制缺陷和外部监管在关联交易对内部资本市场资源配置效率影响中的作用。

综上,学者们分别从“效率促进论”和“资源转移论”对内部资本市场关联交易的经济后果做了持续研究,但尚未得到统一见解。随着集团化运作方式的不断发展,内部资本市场关联交易成为集团资源配置的重要方式,而财务公司作为集团内部资本市场发挥金融通和财务管理服务的中介平台,其与集团上市成员公司之间的关联交易是否实现了资源优化配置,提升资源配置效率,当前尚未有文献就这一问题进行必要的研究。

## (二) 投资效率影响因素研究

投资效率是企业投融资活动形成的资源配置状态,对其影响因素的研究主要从宏观环境和微观治理角度进行。在宏观环境方面,宏观环境的不确定性影响企业的投资机会,进而影响投资效率,导致投资不足或过度投资,而股权激励则能够有效抑制宏观环境不确定性下的非效率投资行为。法治环境、货币或信贷政策、政府干预程度或政治关联、金融市场发展水平、中介市场发育等外部制度环境也会影响投资效率。在微观治理方面,外部机构持股的监管效应、独立董事特征、会计稳健性、管理层非预期持股、集团化运作、管理者特征和代理成本、社会资本对投资机会的提升、股利政策、银企关系等因素对企业投资效率都产生不同程度的影响,导致企业过度投资或投资不足<sup>[8-10]</sup>。

以上研究基于降低经理层与股东之间的信息不对称和代理成本的视角延伸至企业面临的内外部治理环境对投资效率的影响。虽然也有学者探究了不同公司治理机制下关联交易对投资效率的影响,但是他们都没有注意到集团化运作方式下的上市成员公司与财务公司这一对特殊主体之间的关联关系<sup>[11]</sup>,还没有文献单独考察上市公司与集团财务公司关联交易对上市公司投资效率影响,更没有学者对这一关系进行必要的实证检验。

## (三) 财务公司功能研究

2004年9月开始实施的新《企业集团财务公司管理办法》,将财务公司定位为加强集团资金集中管理,提高资金使用效率,为企业集团成员提供财务管理服务的非银行金融机构。此后,学界对财务公司功能研究得到进一步深化。财务公司与一般的财务组织不同,它不仅仅是集团财务管理单位,更应该是为成员提供产融结合渠道的纽带,应该发挥融资、结算等金融服务功能。财务公司主要具有提高资源配置效率、整合集团内部资源、构建集中管控体系提高财务风险控制能力以及金融服务等功能<sup>[12]</sup>。同时,财务公司作为发挥集团内部资本市场功能的中介平台,具有推动集团更好地缓解融资约束,促进集团资源有效配置,节约交易成本,极大改进集团公司治理等功能<sup>[13]</sup>。宋建斌等则将财务公司功能定位于:资金集中管理与内部结算功能、筹资融资功能、投资管理功能与资本控制职能、投行型中介和财务顾问职能等方面<sup>[14]</sup>。

可见,当前文献对财务公司功能进行了定性研究,且主要强调了财务公司资金集中管理和金融服

务功能。虽然也有学者提出集团财务公司具有实现资源配置的功能<sup>[7]</sup>,但尚未有学者对上市公司与集团财务公司关联交易对上市公司投资效率影响的功能进行研究。而财务公司与上市公司之间的关联交易是实现集团财务公司资源配置功能的主要途径,功能发挥有效与否会直接反映到集团成员投资效率上,因此,有必要进一步检验上市公司与集团财务公司之间关联交易对投资效率的影响。

### 三、制度背景、理论分析与研究假说

#### (一) 上市公司与财务公司关联交易的制度背景

在我国,与独立上市的公司不同,集团控股的上市公司是以资本为链接形成的集团成员公司,一般都是集团内部的优质资源,具有良好的经营业绩和公司治理水平,其投资活动很大程度上受到集团整体发展战略和控股股东意志的影响,代理问题也相对严重。尤其集团内部建有财务公司的内部上市成员公司,一方面财务公司作为集团财务管控的方式加强对上市公司的监督与激励,分散风险,提升治理水平,另一方面又产生严重的双重代理问题;由于集团实施资金集中管理,这类上市公司需要将资金统一归集于财务公司,其经营活动所涉及的资金需要与财务公司进行必要的关联资金交易。

为合理规范上市公司与关联方之间的关联交易行为,2003年证监会和国资委出台《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》,要求“进一步规范上市公司与控股股东及其他关联方的资金往来”。2007年6月,深交所出台《中小企业板上市公司控股股东、实际控制人行为指引》规定:“不得将上市公司资金纳入控股股东、实际控制人控制的财务公司管理”,对该类关联资金交易行为完全禁止。此后,深交所在2011年6月发布《信息披露业务备忘录第37号——涉及财务公司关联存贷款等金融业务的信息披露》则对上市公司存放于存在关联关系财务公司的货币资金余额和贷款金额及其信息披露等做了相关规定。上交所2013年修订的《上海证券交易所股票上市规则》对上市公司与关联法人的关联交易金额及其信息披露也做了相应规定。此外,香港联交所发布的《香港联合交易所有限公司证券上市规则》中也规定:“上市公司在集团财务公司的存款业务为持续关联交易,需遵从申报、公告、独立股东批准等规定”。进一步地,2014年10月国资委和银监会出台《关于中央企业进一步促进财务公司健康发展的指导意见》要求“中央企业要妥善处理好财务公司与上市公司的关联交易。财务公司与上市公司之间的关联交易应严格按照有关法律法规履行决策程序,公开披露信息”。可见,深交所、上交所、香港联交所、证监会、银监会以及国资委等都对上市公司与财务公司关联交易事项做出了具体规定,为本文研究上市公司与财务公司关联交易对投资效率的影响提供了有利的制度背景和研究契机。

陈艳利等将内部资本市场关联交易类型划分为:关联资金交易、关联劳务交易、关联担保、关联购销及其他<sup>[7]</sup>。国泰安数据库CSMAR则将关联交易划分为21类,本文对这21类关联交易事项进行统计分析,选取频率和金额前3的关联交易事项“05=资金交易,03=提供或接受劳务,06=担保、抵押”<sup>①</sup>,研究其对上市公司投资效率的影响,包含对投资不足和过度投资的影响。

#### (二) 上市公司与财务公司关联交易总额<sup>②</sup>对投资效率的影响

财务公司是集团内部非银行金融机构,其功能在于充分发挥信息优势和专业化优势,实现集团资源合理有效配置,提高使用效率。上市公司与财务公司之间的关联交易有其存在的必要性,通过此类关联交易,能够发挥财务公司在调剂集团成员资金余缺、促进集团内部资源有效配置、降低交易成本、提升集团上市公司资本营运能力和运行效率中应有的作用,从而使集团上市公司能够及时获取必要资金满足项目投资需求。

<sup>①</sup>其余关联交易事项发生频率和金额非常小,几乎为0,故本文只研究前三类关联交易事项对集团内上市成员公司投资效率的影响。

<sup>②</sup>此处关联交易总额为集团内上市成员公司与财务公司所有类型关联交易金额绝对值的加总。

然而,我国财务公司依附于大型企业集团,集团内部管理行政化色彩浓厚且代理问题严重,而上市公司一般都是集团优质资源,往往存在控股股东“掏空”和“资源转移”使上市公司资源被无效占用。依据“父爱效应”理论,集团公司往往会违背整体发展战略和利益,依靠行政力量要求上市公司通过关联交易将财务公司资金转移给集团内部实力较弱或面临发展危机的分部,导致资源再配置时出现对好的部门投资不足而对差的部门却过度投资的跨部门“交叉补贴”或“平均主义”现象。这就导致上市公司投资不足,同时由于关联交易“掏空”和“资源转移”使得上市公司没有资源进行必要的投资,必然抑制上市公司过度投资行为。此外,依据代理理论,当代理人与委托人之间利益相冲突时,必然会产生高昂的代理成本;在集团内设立财务公司对财务决策分权实施,加强集团财务集中管理,能够抑制各成员企业管理者所产生的代理成本,但由于集团内部资本市场存在的“平均主义”和“交叉补贴”使得管理人员并没有多大动力去实现集团绩效最大化。由于财务公司自身存在的双重代理问题,加之财务公司与上市公司、上市公司与集团公司、财务公司与集团公司各自的目标和利益存在冲突,降低了集团资源配置效率,使上市公司出现投资不足现象。综上,本文提出以下假说。

假说 1a:上市公司与财务公司关联交易总额越大越可能加剧投资不足。

假说 1b:上市公司与财务公司关联交易总额越大越可能抑制过度投资。

### (三) 上市公司与财务公司关联资金交易对投资效率的影响

依据内部资本市场理论,财务公司是在集团急需设立内部金融机构实现集团资金融通的背景下产生的,它是内置于集团公司的非银行金融机构,沟通了内部资本市场与外部资本市场,有效地降低了集团成员之间信息不对称和交易成本。通过发挥财务公司内部银行作用,加强财务公司对集团资金集中管理职能,能够实现“多币效应”和“活钱效应”,进而通过关联资金交易满足集团成员资金需求,缓解投资不足。

然而,由于我国财务公司董事长一般由集团负责财务的领导兼任,加之集团母公司或控股股东股权高度集中对财务公司规范化的独立运作产生一定的干扰,过度的行政干预使得财务公司经营战略和利益导向很大程度上受制于集团或控股股东的意志,难以兼顾集团其他成员的利益。依据组织理论,高耸型组织以及管理层次的增加会使得组织内部代理问题和信息不对称现象变得更加严重。而财务公司所在的集团都是“金字塔式”垂直化管理的多层级组织,内部存在的信息不对称、代理问题等使得集团成员间关联资金交易形成“交叉补贴”现象以及集团控股股东通过关联资金交易对上市公司进行“利益掠夺”和关联资金占用等问题,从而导致上市公司投资不足,并抑制过度投资。同时,依据“父爱效应”理论,集团公司自身可能存在偏爱弱小,往往会将上市公司优质资金输送给弱小或面临财务危机的分部,出现“平均主义”和“交叉补贴”现象,导致上市公司投资不足。

此外,财务公司内置于集团,具有外部金融主体所不具备的信息优势。财务公司能够及时、全面地掌握上市公司的经营情况和财务状况,合理地评估集团上市公司投资项目的可行性,对于项目风险较大,投资方案不合理或不科学的项目公司,通过减少关联资金交易,而将其资金通过关联交易转移给集团其他具有良好投资项目的集团成员,能够抑制上市公司盲目投资,避免过度投资行为。综上,本文提出以下假说。

假说 2a:上市公司与财务公司关联资金交易金额与上市公司投资不足正相关。

假说 2b:上市公司与财务公司关联资金交易金额与上市公司过度投资负相关。

### (四) 上市公司与财务公司关联劳务交易对投资效率的影响

上市公司与财务公司的关联劳务交易主要是财务公司向集团内上市成员公司提供投融资咨询、投融资方案设计、投资项目风险评估、理财服务、财务顾问、咨询代理和保险代理等财务管理服务。相比于一般的集团财务管理单位和机构,财务公司具有更强的专业性和更加合理的人才结构,其成员主要由具备财务、金融等专业技能的人员所构成,能够发挥财务公司在投资、融资、信贷方案设计方面的专业化优

势和财务管理业务经验。财务公司通过发挥信息优势,利用其掌握的上市公司财务和经营信息,分析上市公司经营状况和财务状况,同时拥有金融市场信息,从而能够通过关联劳务交易为集团上市公司提供更加合理和科学的投融资咨询服务,能够提升上市公司投资决策的科学性,避免由于投资项目评估不当或未能及时做出科学合理的投资决策而丧失投资机会,缓解上市公司投资不足。另外,能够帮助上市公司分析投资项目的可行性和存在的风险,使上市公司对投资项目具有更加客观和科学的评价,避免上市公司将资金投放于净现金流为负的项目导致过度投资和盲目扩张。综上,本文提出以下假说。

假说 3a:上市公司与财务公司关联劳务交易金额与上市公司投资不足负相关。

假说 3b:上市公司与财务公司关联劳务交易金额与上市公司过度投资负相关。

#### (五) 上市公司与财务公司关联担保交易对投资效率的影响

集团上市公司非效率投资包含投资不足和过度投资两种情形,导致集团上市公司投资不足的问题除了是对市场行情、投资项目风险评估不足以及投资方案设计不科学之外,更多的是因为上市公司缺乏足够的资金保障净现金流为正的项目投资。由于信息不对称和交易不确定性,上市公司向外部金融机构获取信贷时往往需要附加相应的抵押和担保条件,而财务公司作为集团内部资本市场的重要金融中介,沟通了内部资本市场和外部资本市场,具有较高的信誉和雄厚的资金流,能够为上市公司提供金融担保。财务公司为集团上市公司提供关联担保向外界金融机构传递出两种信号:一是集团成员之间相互持股的资本链接使得信贷风险可以在集团内部进行分散,二是通过财务公司关联担保可以降低道德风险、提供“偿付保证”。这就使得上市公司能够更加便利地从外部资本市场获取信贷资金和其他方面的资金,满足净现金流为正的项目投资,避免投资不足。但对上市公司的关联担保可能助长了上市公司急速扩张的野心,上市公司很可能借机盲目投资,导致过度投资问题。当财务公司为集团上市公司提供关联担保时,具有“建造帝国”偏好的上市公司可能会借助财务公司获取超出自身正常项目所需的资金,进行不合理的投资,从而导致过度投资。综上,本文提出以下假说。

假说 4a:上市公司与财务公司关联担保交易金额与上市公司投资不足负相关。

假说 4b:上市公司与财务公司关联担保交易金额与上市公司过度投资正相关。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文从国泰安数据库 CSMAR—中国上市公司关联交易研究子数据库中获取沪深上市公司 2008—2014 年关联交易数据,按照“财务公司”、“财务有限公司”、“财务有限责任公司”等关键词筛选出所有受同一集团母公司控制的上市公司与财务公司关联交易数据。财务公司信息来源于《中国财务公司年鉴》,上市公司财务数据主要来自 CSMAR,其他数据从中国人民银行统计数据库中手工收集。本文删除了数据不全的样本公司,最后得到 935 个样本观测值。为降低变量异常值的影响,对连续变量进行 1% 分位及 99% 分位的 Winsorize 处理。本文采用 Stata13.0 和 Excel 对数据进行处理和相应的统计分析。

### (二) 模型设计与变量选择

#### 1. 投资效率估计模型

根据 Richardson 的研究,企业新增投资主要由两部分构成,一部分为正常资本投资,另一部分为企业非效率投资<sup>[15]</sup>。因此,衡量企业投资效率水平,首先需要估计出企业的正常投资,然后通过回归得到模型残差,以模型残差的绝对值作为投资效率的替代变量来考察企业投资效率水平。

$$I_{new_t} = \alpha_0 + \alpha_1 V/P_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Return_{t-1} + \alpha_7 I_{new_{t-1}} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

其中,被解释变量  $I_{new_t}$  为第  $t$  年新增投资,其预测值由公司成长性、资产负债率、规模等因素决

定,进行回归后所得的残差就是企业存在的非效率投资部分,若残差为正则表示企业存在过度投资行为,残差为负则表示投资不足。 $I_{new_t}$  为  $Inv_t$  与  $Lm_t$  的差额,其中  $Inv_t$  为企业第  $t$  年“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”、“购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金”、“权益性投资所支付的现金”、“债券性投资所支付的现金” 加总减去企业该期“处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额” 后与年初资产总额的比值。 $Lm_t$  则为企业本期折旧与各种长期资产的摊销支出之和与年初资产总额的比值。 $I_{new_{t-1}}$  为上期新增投资总额。

本文依据 Richardson 的思想,对该模型进行修正得到下列检验投资效率的模型:

$$I_{new_t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Roa_{t-1} + \alpha_7 I_{new_{t-1}} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

本文运用普通最小二乘法 OLS 对该模型进行回归得到残差,若残差大于零则为过度投资 ( $over\_I$ ),小于 0 时为投资不足 ( $under\_I$ ),等于 0 时为正常投资。

据此,本文分别构建了投资效率模型 ( $Total\_I$ )、过度投资模型 ( $Over\_I$ ) 和投资不足 ( $Under\_I$ ) 模型。本文借鉴前人的研究主要从影响投资效率的微观治理环境和宏观经济环境等方面控制了前期新增投资、上市公司成长能力、财务风险、现金流状况、现金持有量、上市时间、规模、股权集中度、两职兼任、董事会规模、独董比例、宏观经济形势等变量,同时控制了年度和行业变量<sup>[9-10]</sup>:

$$Total\_I(Over\_I,Under\_I) = \alpha_0 + \alpha_1 Trtra_t + \alpha_2 Grow_t + \alpha_3 Lev_t + \alpha_4 Cash_t + \alpha_5 Age_t + \alpha_6 Size_t + \alpha_7 Tb - q_t + \alpha_8 I_{new_{t-1}} + \alpha_9 Comb_t + \alpha_{10} Dire_t + \alpha_{11} CF_t + \alpha_{12} Indire_t + \alpha_{13} H_5_t + \alpha_{14} Busi_t + \alpha_{15} Roa_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

当考察上市公司与财务公司关联资金交易 ( $RCtra_t$ )、关联劳务交易 ( $RLtra_t$ )、关联担保交易 ( $RGtra_t$ ) 对上市公司投资效率影响时,本文分别以  $RCtra_t$ 、 $RLtra_t$ 、 $RGtra_t$  替代  $TRtra_t$  进行回归。

## 2. 变量选择及解释

具体变量选择及解释如表 1 所示。

表 1 变量名称及解释

变量名称	变量符号	变量解释
投资效率	$Total\_I$	以模型回归残差绝对值表示,值越大表明投资效率越低
	$Under\_I$	以投资模型回归残差小于零的值表示,代表未能投资于净现值为正的项目
	$Over\_I$	以投资模型回归残差大于零的值表示,代表投资于净现值为负的项目
关联交易	$TRtra_t$	以上上市公司与集团财务公司各项关联交易金额的绝对值之和除以当期资产总额表示
	$RCtra_t$	以上上市公司与集团财务公司每项关联资金交易金额绝对值之和除以当期资产总额表示
	$RLtra_t$	以上上市公司与集团财务公司每项关联劳务交易金额绝对值之和除以当期资产总额表示
	$RGtra_t$	以上上市公司与集团财务公司每项关联担保交易金额绝对值之和除以当期资产总额表示
新增投资	$I_{new_t}$	由 $Inv_t$ 与 $Lm_t$ 作差所得值表示
成长能力	$Grow_t$	以营业收入增长率表示
财务风险	$Lev_t$	以资产负债率表示
现金流状况	$CF_t$	以经营性现金流量除以当期资产总额表示
现金持有量	$Cash_t$	以现金及现金等价物除以当期资产总额表示
上市时间	$Age_t$	以上上市公司上市年限表示
规模	$Size_t$	以上上市公司当期资产总额取自然对数表示
投资机会	$Tb - q_t$	以托宾 Q 值表示,市值 $A$ /当期资产总额
高管兼任	$Comb_t$	董事长与总经理兼任取 1,否则取 0
董事会规模	$Dire_t$	以董事会人数表示
独立董事规模	$Indire_t$	以独立董事人数表示
股权集中度	$H_5_t$	以前五大股东持股比例的平方和表示
宏观经济环境	$Busi_t$	以当期各季度企业景气指数的平均值表示
盈利能力	$Roa_t$	以总资产报酬率表示
年度	$Year$	年度虚拟变量,控制
行业	$Industry$	行业虚拟变量,控制

## 五、实证分析

### (一) 描述性统计分析

为更加直观地了解上市公司与财务公司关联交易样本特征,本文按年度和产权性质分别对主要类型关联交易进行描述性统计。如表2所示,在研究区间内,随着大型集团纷纷建立财务公司,上市公司与财务公司关联交易的样本量整体上逐年上升,总共有935个关联交易样本观测值,各样本公司与财务公司关联交易金额存在较大差异。上市公司与财务公司各年关联资金交易与关联交易总额非常接近,而关联劳务交易金额和关联担保交易金额相对较小,大部分样本公司不存在或仅有少部分关联劳务交易和关联担保交易。可见上市公司与财务公司之间的关联交易主要集中于关联资金交易,而关联劳务交易与关联担保交易正在开发阶段,这符合财务公司为集团内部资本市场金融通的中介平台的定位及当前财务公司业务开展现状。

如表3所示,在研究区间内分别有68个非国有控股上市公司与财务公司关联交易样本和867个国有控股的样本,我们依然发现无论是国有控股还是非国有控股样本主要类型关联交易都存在较大的差异,尤其各样本关联交易总额和关联资金交易金额,且关联交易总额主要由关联资金交易金额所组成。此外,非国有控股样本在研究区间内没有发生关联劳务交易,且关联担保交易金额也非常小,可见这两项服务还不完善。

从表4中可以看出,所选取的样本公司普遍存在非效率投资现象,且非效率投资  $Total\_I$ 、投资不足  $Under\_I$  以及过度投资  $Over\_I$  的最大值、最小值以及均值都存在较大差异;上一年度新增投资  $Inew_{t-1}$  和本年度新增投资  $Inew_t$  基本一致,年度之间投资额变化较小。这表明上市公司在该研究区间实施稳健的扩张政策,维持较稳定的投资增长水平。样本公司成长能力、财务杠杆、现金持有量、上市时间、面临的市场机会、董事长和总经理二职合一以及董事会规模都存在较大的差异,这些差异也会直接或间接地表现到上市公司的投资水平上;而样本公司规模、股权集中度、独立董事规模、现金净流量以及盈利能力相差较小。此外,在研究区间内,企业景气指数最大值为

表2 主要类型关联交易分年度的描述性统计

Year	Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
2008	TRtra <sub>t</sub>	79	0.1	0.35	0	0.01	0.04	0.11	3.05
	RCtra <sub>t</sub>	79	0.1	0.35	0	0.01	0.03	0.09	3.06
	RLtra <sub>t</sub>	79	0	0.01	0	0	0	0	0.13
	RGtra <sub>t</sub>	79	0	0.01	0	0	0	0	0.13
2009	TRtra <sub>t</sub>	102	0.09	0.13	0	0.01	0.06	0.11	0.82
	RCtra <sub>t</sub>	102	0.09	0.14	0	0.01	0.05	0.11	0.82
	RLtra <sub>t</sub>	102	0	0.02	0	0	0	0	0.16
	RGtra <sub>t</sub>	102	0	0	0	0	0	0	0.04
2010	TRtra <sub>t</sub>	130	0.14	0.3	0	0.03	0.08	0.14	2.51
	RCtra <sub>t</sub>	130	0.14	0.3	0	0.03	0.08	0.14	2.51
	RLtra <sub>t</sub>	130	0	0	0	0	0	0	0
	RGtra <sub>t</sub>	130	0	0.01	0	0	0	0	0.07
2011	TRtra <sub>t</sub>	160	0.12	0.16	0	0.03	0.07	0.16	1.06
	RCtra <sub>t</sub>	160	0.11	0.14	0	0.02	0.07	0.15	1.06
	RLtra <sub>t</sub>	160	0	0.04	0	0	0	0	0.48
	RGtra <sub>t</sub>	160	0.01	0.06	0	0	0	0	0.74
2012	TRtra <sub>t</sub>	136	0.14	0.25	0	0.02	0.07	0.15	1.59
	RCtra <sub>t</sub>	136	0.14	0.25	0	0.02	0.07	0.15	1.58
	RLtra <sub>t</sub>	136	0	0	0	0	0	0	0.01
	RGtra <sub>t</sub>	136	0	0.02	0	0	0	0	0.20
2013	TRtra <sub>t</sub>	162	0.13	0.29	0	0.02	0.06	0.14	3.01
	RCtra <sub>t</sub>	162	0.12	0.29	0	0.02	0.05	0.13	3.01
	RLtra <sub>t</sub>	162	0	0	0	0	0	0	0
	RGtra <sub>t</sub>	162	0	0.01	0	0	0	0	0.09
2014	TRtra <sub>t</sub>	166	0.17	0.3	0	0.02	0.07	0.18	2.17
	RCtra <sub>t</sub>	166	0.18	0.33	0	0.03	0.07	0.16	2.17
	RLtra <sub>t</sub>	166	0	0.03	0	0	0	0	0.33
	RGtra <sub>t</sub>	166	0	0.02	0	0	0	0	0.19
Total	TRtra <sub>t</sub>	935	0.13	0.26	0	0.02	0.06	0.14	3.05
	RCtra <sub>t</sub>	935	0.13	0.27	0	0.02	0.06	0.14	3.06
	RLtra <sub>t</sub>	935	0	0.02	0	0	0	0	0.48
	RGtra <sub>t</sub>	935	0	0.03	0	0	0	0	0.74

表3 主要类型关联交易分产权性质的描述性统计

State	Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
非国有	TRtra <sub>t</sub>	68	0.2	0.45	0	0.01	0.03	0.15	2.17
	RCtra <sub>t</sub>	68	0.2	0.45	0	0.01	0.03	0.15	2.17
	RLtra <sub>t</sub>	68	0	0	0	0	0	0	0
	RGtra <sub>t</sub>	68	0	0.01	0	0	0	0	0.07
国有	TRtra <sub>t</sub>	867	0.13	0.24	0	0.02	0.06	0.14	3.05
	RCtra <sub>t</sub>	867	0.12	0.25	0	0.02	0.06	0.14	3.06
	RLtra <sub>t</sub>	867	0	0.02	0	0	0	0	0.48
	RGtra <sub>t</sub>	867	0	0.03	0	0	0	0	0.74
Total	TRtra <sub>t</sub>	935	0.13	0.26	0	0.02	0.06	0.14	3.05
	RCtra <sub>t</sub>	935	0.13	0.27	0	0.02	0.06	0.14	3.06
	RLtra <sub>t</sub>	935	0	0.02	0	0	0	0	0.48
	RGtra <sub>t</sub>	935	0	0.03	0	0	0	0	0.74

77.98,最小值为55.03,均值为66.12,可见样本上市公司面临的宏观经济环境不容乐观,这在一定程度上制约了样本公司投资水平的提高。

(二) 实证结果及分析

1. 关联交易与投资不足回归结果分析

如表5所示,回归结果(1)、回归结果(2)、回归结果(3)、回归结果(4)分别报告了关联交易总额、关联资金交易、关联劳务交易、关联担保交易对上市公司投资不足的影响。从回归结果(1)可以看出,关联交易总额与上市公司投资不足的回归系数为-0.033,在5%的水平上显著,这表明上市公司与财务公司关联交易总额越大越加剧了上市公司投资不足,假说1a得到验证。从回归结果(2)可以得出,上市公司与财务公司关联资金交易与上市公司投资不足回归系数为-0.033,在5%的水平上显著,这表明上市公司与财务公司关联资金交易越多越导致了上市公司投资不足,假说2a得到

检验。从回归结果(3)可以看出,关联劳务交易与上市公司投资不足回归系数为0.009,显著性未通过,表明关联劳务交易能够缓解上市公司投资不足,但是这种效应并不显著,这是因为当前财务公司劳务服务还在探索中,上市公司与财务公司关联劳务交易的数量与金额较少,因此不能接受假说3a。而回归结果(4)显示,关联担保交易与上市公司投资效率回归系数为0.194,也未能通过显著性检验,这说明上市公司关联担保交易也未能很好地缓解上市公司的投资不足,这有可能是因为财务公司关联担保交易服务正处于开发阶段,业务数量和金额也较少,还没有很好地形成规模效应,因此不能接受假说4a。而上期新增投资和公司规模与上市公司投资不足都在1%的水平上显著负相关,这可能是由于上期投资占用了本期投资资金并且企业规模较大营运资金需求较大导致的。上市公司现金流与投资不足显著正相关,表明上市公司现金流越充足越能够缓解投资不足。此外,虽然经济景气度有所缓和,但有可能因为所选区间处于金融危机阶段,使得上市公司持观望态度,对经济发展并不乐观,导致投资不足。

2. 关联交易与过度投资回归结果分析

回归结果(5)、回归结果(6)、回归结果(7)、回归结果(8)分别检验了关联交易总额、关联资金交易、关联劳务交易、关联担保交易与上市公司过度投资的关系。从回归结果(5)可以看出,上市公司和财务公司关联交易总额与上市公司过度投资回归系数为-0.049,在5%的水平上显著,表明关联交易总额越大越能够避免上市公司过度投资,假说1b得到验证。回归结果(6)中关联资金交易与上市公司过度投资回归系数为-0.043,在10%的水平上显著,这说明关联资金交易越多,上市公司归集于财务公司集中管理或被集团及其成员占用的资金越多,上市公司对外投资的资金就越少,从而避免了上市公司过度投资行为,因此可以接受假说2b。而关联劳务交易和关联担保交易与上市公司过度投资回归系数分别为-0.218和0.049,未能通过显著性检验,不能接受假说3b和假说4b。这有可能是因为虽然财务公司能够为上市公司外部信贷提供必要的担保,助长了其盲目扩展的野心,但是财务公司又能够通过关联劳务交易帮助上市公司合理评价投资项目的科学性以及合理性,一定程度上避免盲目扩张,有可能是因为这两项关联交易金额和数量不足使其对过度投资影响不显著。此外,前期新增投资越多越能够抑制上市公司过度投资,这可能由于前期新增投资占用了本期投资所需的

表4 主要变量描述性统计

Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Total_I	928	0.04	0.07	0.0003	0.01	0.03	0.05	0.9
Under_I	577	-0.040	0.04	-0.52	-0.04	-0.03	-0.02	-0.0001
Over_I	351	0.06	0.09	0.0003	0.01	0.03	0.06	0.9
Inew <sub>t-1</sub>	935	0.06	0.09	-0.27	0.01	0.03	0.08	0.92
Inew <sub>t</sub>	935	0.05	0.10	-0.64	0.01	0.03	0.08	0.92
Grow <sub>t</sub>	936	0.22	0.65	-0.61	-0.03	0.10	0.25	4.65
Lev <sub>t</sub>	935	0.61	0.21	0.09	0.47	0.61	0.74	2.03
Cash <sub>t</sub>	928	0.15	0.13	-0.06	0.06	0.11	0.19	1.21
Size <sub>t</sub>	935	23.20	1.65	19.67	21.90	23.04	24.30	29.11
Age <sub>t</sub>	935	11.90	4.90	0	9	12	15	24
Tb - q <sub>t</sub>	935	1.10	1	0.07	0.44	0.72	1.34	7.42
Comb <sub>t</sub>	935	0.08	0.27	0	0	0	0	1
H_5 <sub>t</sub>	935	0.23	0.13	0.01	0.11	0.22	0.31	0.76
Dire <sub>t</sub>	935	9.77	2.33	4	9	9	11	18
Indire <sub>t</sub>	935	3.52	0.84	1	3	3	4	7
CF <sub>t</sub>	935	0.04	0.08	-0.31	0	0.04	0.08	0.49
Busi <sub>t</sub>	935	66.12	7.15	55.03	62.25	65.13	72.68	77.98
Roa <sub>t</sub>	935	0.03	0.07	-0.56	0.01	0.03	0.06	0.69

资金;上市公司面临的财务风险越高,投资项目存在亏损的可能性越大,因此上市公司会适当减少对外投资,抑制过度扩张,从而避免过度投资问题;而当上市公司成长能力越强时却越加重了其过度投资问题;而独立董事的比例越高相对越能够抑制过度投资,这是因为独立董事在上市公司投资方案决策中发挥重要作用。

表5 回归结果

	Under_I				Over_I				Total_I			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
TRtra <sub>t</sub>	-0.033** (-2.04)				-0.049** (-2.07)				-0.045*** (-4.20)			
RCtra <sub>t</sub>		-0.033** (-2.03)				-0.043* (-1.92)				-0.043*** (-4.01)		
RLtra <sub>t</sub>			0.009 (0.06)				-0.218 (-0.50)				0.055 (0.50)	
RGtra <sub>t</sub>				0.194 (0.46)				0.049 (0.52)				-0.071 (-0.90)
Inew <sub>t-1</sub>	-0.468*** (-7.39)	-0.468*** (-7.39)	-0.481*** (-7.59)	-0.484*** (-7.62)	-0.392*** (-6.08)	-0.396*** (-6.13)	-0.388*** (-5.91)	-0.395*** (-6.05)	0.060* (1.69)	0.059 (1.64)	0.054 (1.49)	0.055 (1.52)
Grow <sub>t</sub>	0.005 (0.57)	0.005 (0.57)	0.005 (0.57)	0.005 (0.57)	0.011* (1.94)	0.011* (1.96)	0.011* (1.92)	0.011* (1.90)	0.009** (2.24)	0.009** (2.25)	0.009** (2.21)	0.009** (2.19)
Lev <sub>t</sub>	0.013 (0.22)	0.012 (0.21)	0.002 (0.04)	0.006 (0.10)	-0.083* (-1.74)	-0.087* (-1.82)	-0.092* (-1.92)	-0.099** (-2.00)	-0.009 (-0.29)	-0.012 (-0.39)	-0.022 (-0.73)	-0.017 (-0.57)
Cash <sub>t</sub>	0 (0.00)	0.001 (0.01)	-0.001 (-0.01)	-0.001 (-0.01)	-0.002 (-0.03)	0.001 (0.02)	-0.011 (-0.14)	-0.012 (-0.16)	0.004 (0.10)	0.006 (0.15)	0.0003 (0.01)	0 (-0.00)
Size <sub>t</sub>	-0.057*** (-3.14)	-0.056*** (-3.13)	-0.049*** (-2.76)	-0.049*** (-2.75)	0.026 (1.27)	0.028 (1.37)	0.028 (1.37)	0.029 (1.42)	-0.008 (-0.75)	-0.007 (-0.64)	-0.001 (-0.06)	-0.002 (-0.15)
Age <sub>t</sub>	-0.003 (-0.70)	-0.003 (-0.71)	-0.004 (-0.89)	-0.005 (-0.92)	-0.005 (-1.08)	-0.005 (-1.14)	-0.006 (-1.38)	-0.006 (-1.38)	-0.003 (-0.98)	-0.003 (-1.03)	-0.004 (-1.41)	-0.004 (-1.36)
Tb-q <sub>t</sub>	0.004 (0.50)	0.004 (0.52)	0.003 (0.43)	0.003 (0.44)	-0.005 (-0.64)	-0.006 (-0.68)	-0.006 (-0.70)	-0.006 (-0.73)	0.004 (0.85)	0.004 (0.83)	0.003 (0.63)	0.003 (0.66)
Comb <sub>t</sub>	0.021 (1.12)	0.021 (1.13)	0.022 (1.19)	0.021 (1.16)	-0.004 (-0.17)	-0.006 (-0.29)	-0.006 (-0.28)	-0.008 (-0.36)	0.006 (0.53)	0.005 (0.49)	0.006 (0.50)	0.006 (0.57)
H_5 <sub>t</sub>	0.008 (0.08)	0.007 (0.08)	-0.006 (-0.06)	-0.008 (-0.09)	0.046 (0.43)	0.047 (0.44)	0.034 (0.32)	0.033 (0.30)	0.021 (0.38)	0.020 (0.36)	0.009 (0.16)	0.011 (0.20)
Dir <sub>t</sub>	-0.001 (-0.15)	-0.001 (-0.12)	0.0001 (0.02)	0.0001 (0.02)	-0.006 (-1.18)	-0.005 (-1.06)	-0.004 (-0.95)	-0.005 (-1.00)	-0.005* (-1.81)	-0.005* (-1.70)	-0.004 (-1.52)	-0.004 (-1.48)
Indire <sub>t</sub>	0.033 (0.20)	0.044 (0.26)	0.062 (0.37)	0.058 (0.35)	-0.714*** (-5.60)	-0.711*** (-5.57)	-0.689*** (-5.37)	-0.688*** (-5.37)	-0.234*** (-2.80)	-0.226*** (-2.70)	-0.201** (-2.34)	-0.203** (-2.40)
CF <sub>t</sub>	0.183*** (2.72)	0.184*** (2.73)	0.167** (2.49)	0.167** (2.48)	0.040 (0.63)	0.033 (0.52)	0.031 (0.48)	0.026 (0.40)	0.043 (1.15)	0.040 (1.07)	0.029 (0.77)	0.032 (0.83)
Busi <sub>t</sub>	-0.002* (-1.89)	-0.002* (-1.91)	-0.002* (-1.81)	-0.002* (-1.80)	0 (-0.26)	0 (-0.29)	0 (-0.40)	0 (-0.32)	-0.001*** (-2.61)	-0.001*** (-2.63)	-0.001** (-2.50)	-0.001** (-2.52)
Roa <sub>t</sub>	0.128 (1.49)	0.129 (1.50)	0.133 (1.54)	0.134 (1.55)	-0.047 (-0.66)	-0.043 (-0.61)	-0.046 (-0.64)	-0.047 (-0.66)	0.018 (0.40)	0.021 (0.46)	0.022 (0.48)	0.022 (0.48)
Year												
Industry												
Cons	1.472*** (3.68)	1.469*** (3.70)	1.295*** (3.31)	1.293*** (3.31)	-0.166 (-0.37)	-0.201 (-0.45)	-0.203 (-0.45)	-0.232 (-0.51)	0.469** (2.11)	0.440** (1.98)	0.318 (1.43)	0.336 (1.51)
N	547	547	547	547	377	377	376	376	924	924	923	923
R <sup>2</sup>	0.326	0.326	0.318	0.318	0.287	0.286	0.276	0.276	0.204	0.202	0.182	0.183
F	4.903	4.901	4.728	4.737	3.239	3.213	3.054	3.054	3.788	3.743	3.288	3.304

注:括号内为t值;\*p < 0.1, \*\*p < 0.05, \*\*\*p < 0.01。

### 3. 关联交易与投资效率回归结果分析

回归结果(9)、回归结果(10)、回归结果(11)、回归结果(12)分别检验了关联交易总额、关联资金交易、关联劳务交易、关联担保交易对上市公司投资效率的影响。从回归结果(9)可以看出上市公司和财务公司关联交易总额与非效率投资回归系数为-0.045,在1%的水平上显著,这有可能是因为上市公司

关联交易总额在抑制过度投资的效应要大于加剧投资不足,从而上市公司与财务公司关联交易总额越大总体上越能够避免上市公司非效率投资。回归结果(10)显示上市公司与财务公司关联资金交易与上市公司非效率投资的回归系数为-0.043,在1%的水平上显著。这也有可能是因为与财务公司关联资金交易抑制过度投资的效应要大于加剧投资不足的效应,从而能够显著降低非效率投资。而回归结果(11)反映出上市公司与财务公司关联劳务交易与非效率投资回归系数为0.055,未能通过显著性检验;回归结果(12)显示上市公司与财务公司关联担保交易与非效率投资回归系数为-0.071,也未能通过显著性检验。可见关联劳务交易和关联担保交易并没有很好地发挥其在提升上市公司投资效率中的功能。这与财务公司劳务服务与担保服务业务的不完善和不成熟相关。此外,上市公司成长能力越强越可能导致其非效率投资,这有可能是因为成长能力越强的上市公司越有可能进行过度投资。而独立董事规模与宏观经济环境能够抑制非效率投资,提高上市公司投资效率。

### (三) 考虑融资约束对关联交易与投资效率关系的影响

内部资本市场是外部资本市场的补充和替代,上市公司面临的外部融资约束会影响其在集团内部资本市场中的关联交易活动。本文依据 Hadlock 和 Pierce 提出的 SA 指数<sup>①</sup>测度融资约束,以考虑上市公司融资约束程度在上市公司与集团财务公司关联交易对上市公司投资效率影响中的调节作用。SA 为负,本文将其取绝对值,值越大,表明企业所受融资约束越严重。为考察融资约束对关联交易与投资效率关系的影响,我们构建了以下模型:

$$Total\_I(Over\_I,Under\_I) = \alpha_0 + \alpha_1 SA_i + \alpha_2 TRtra_i + \alpha_3 SA_i \times TRtra_i + \alpha_4 Grow_i + \alpha_5 Lev_i + \alpha_6 Cash_i + \alpha_7 Age_i + \alpha_8 Size_i + \alpha_9 Tb - q_i + \alpha_{10} I_{new_{t-1}} + \alpha_{11} Comb_i + \alpha_{12} Direc_i + \alpha_{13} CF_i + \alpha_{14} Indire_i + \alpha_{15} H\_d_i + \alpha_{16} Busi_i + \alpha_{17} Roa_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon$$

其中, $SA \times TRtra_i$  表示融资约束与关联交易的交乘项;当考察不同融资约束下上市公司与财务公司关联资金交易( $RCtra_i$ )、关联劳务交易( $RLtra_i$ )、关联担保( $RGtra_i$ ) 对上市公司投资效率的影响时,本文分别以  $RCtra_i$ 、 $RLtra_i$ 、 $RGtra_i$  替代  $TRtra_i$  进行回归,同时,本文对连续变量进行了中心化处理。

如表 6 所示,从回归结果(13)、回归结果(14)、回归结果(15)和回归结果(16)可得出,当上市公司面临的融资约束越严重时,上市公司与财务公司关联交易总额、关联资金交易金额越大越能够缓解投资不足,这是因为上市公司作为集团内部优质资产和主要利益来源,此时集团公司会从集团战略和整体目标出发,抽调其他成员公司的资金和服务满足上市公司投资需求,从而缓解集团投资不足。而此时,关联劳务交易与关联担保交易虽然也可缓解投资不足,但是这种效应并不显著。而从回归结果(17)、回归结果(18)、回归结果(19)和回归结果(20)可以看出上市公司融资约束严重时,关联交易总额、关联劳务交易与关联担保交易不显著加剧了上市公司过度投资,这有可能是因为此时集团为救助上市公司走出困境,过度的帮扶可能促使其盲目投资,导致过度投资行为;而关联劳务交易则在一定程度上抑制了上市公司过度投资,这可能是因为此时财务公司为上市公司提供了更多的、优质的财务管理服务,帮助上市公司摆脱危机。此外,从回归结果(21)、回归结果(22)、回归结果(23)和回归结果(24)发现,在上市公司面临融资约束越严重时,关联交易总额和关联资金交易更加显著地导致了上市公司非效率投资,而关联担保的这种效应不显著;关联劳务交易则不显著避免了非效率投资。这有可能是因为在上市公司面临外部融资约束时,各项关联交易对投资不足和过度投资产生的效应存在差异。

### (四) 稳健性检验

为保证实证结果的稳健性和可靠性,本文采用变量重构和替换控制变量的方法重新回归。其一,

<sup>①</sup>依据 Hadlock 和 Pierce 等人的研究,SA 指数计算方法为:  $-0.737size + 0.043size^2 - 0.04age$ 。其中,  $size$  为上市公司规模,  $age$  为上市年限。

重新计算投资量,以“企业购置固定资产、无形资产以及相关长期资产所支付的现金”与“处置固定资产、无形资产以及相关其他长期资产而收回的现金”之差除以平均总资产求得新增投资  $I_{new}$ ;其二,以企业家信心指数替代企业景气指数反映宏观经济环境,以第一大股东持股比例  $First$  替换前五大股东持股比例的平方和  $H_5$  反映上市公司股权集中度。通过上述方法检验的结果(因篇幅原因未给出)与前述主要结论基本一致。

表6 考虑融资约束下的回归结果

	<i>Under_I</i>				<i>Over_I</i>				<i>Total_I</i>			
	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
<i>SA</i>	-0.073 *** (-4.57)	-0.073 *** (-4.57)	-0.064 *** (-4.01)	-0.064 *** (-4.01)	0.0001 (0.01)	0.004 (0.20)	0.004 (0.16)	0.001 (0.04)	-0.005 (-0.49)	-0.004 (-0.43)	0.002 (0.23)	0.002 (0.16)
<i>TRtra<sub>t</sub></i>	-0.113 *** (-3.15)				-0.079 (-1.48)				-0.091 *** (-3.84)			
<i>SA × TRtra<sub>t</sub></i>	0.061 ** (2.31)				0.020 (0.63)				0.036 ** (2.17)			
<i>RCtra<sub>t</sub></i>	-0.113 *** (-3.11)				-0.034 (-0.70)				-0.085 *** (-3.61)			
<i>SA × RCtra<sub>t</sub></i>	0.059 ** (2.24)				-0.007 (-0.21)				0.033 ** (2.03)			
<i>RLtra<sub>t</sub></i>	-0.143 (-0.41)				-5.576 (-0.91)				0.077 (0.29)			
<i>SA × RLtra<sub>t</sub></i>	0.207 (0.62)				5.876 (0.88)				-0.025 (-0.10)			
<i>RGtra<sub>t</sub></i>	-0.343 (-0.47)				-0.353 (-1.04)				-0.262 (-1.06)			
<i>SA × RGtra<sub>t</sub></i>	0.971 (0.80)				0.221 (1.24)				0.110 (0.82)			
<i>Cons</i>	1.111 *** (2.81)	1.130 *** (2.88)	0.968 ** (2.46)	0.974 ** (2.49)	-0.125 (-0.25)	-0.174 (-0.35)	-0.156 (-0.31)	-0.235 (-0.47)	0.456 ** (2.00)	0.446 * (1.95)	0.258 (1.13)	0.263 (1.15)
<i>N</i>	547	547	547	547	377	377	376	376	924	924	923	923
<i>R<sup>2</sup></i>	0.367	0.367	0.348	0.348	0.289	0.286	0.278	0.281	0.209	0.207	0.182	0.184
<i>F</i>	5.533	5.527	5.086	5.096	3.042	3.003	2.884	2.916	3.740	3.680	3.134	3.167

注:括号内为  $t$  值; \* $p < 0.1$ , \*\* $p < 0.05$ , \*\*\* $p < 0.01$ 。

## 六、研究结论与政策建议

本文得出以下结论:上市公司与财务公司各主要类型关联交易总体上都能够抑制上市公司非效率投资,但具体地,关联交易总额和关联资金交易金额越大越导致上市公司投资不足,但可抑制其过度投资;而关联劳务交易则由于金额和发生频率较少不显著缓解投资不足和抑制投资过度;关联担保交易则不显著缓解投资不足和加剧过度投资。考虑上市公司面临的融资约束发现,在上市公司面临越严重外部融资约束时各主要关联交易都在不同程度上能够缓解投资不足,但对过度投资存在不同的影响,总体上导致了更严重的非效率投资。

依据研究结论本文提出以下政策建议:(1)由于上市公司与财务公司之间关联交易主要由关联资金交易构成,而关联劳务交易、关联担保交易以及其他关联交易项目较少,涉及的金额也不大,使得财务公司仅实现了资金集中管理和统一结算的职能。本文建议财务公司优化关联交易结构,积极发挥其专业化优势和业务经验,提供高质量的财务顾问、金融咨询和金融担保等财务管理服务,以提高上市公司投资效率。(2)证监会、银监会以及国资委等政府监管部门应该加强上市公司与财务公司关联交易的监管,尤其是对关联资金交易的监管,强化关联交易信息披露,避免集团及其成员公司通过关联资金交易对上市公司资金进行“掏空”和占用,导致上市公司投资不足。(3)应该遵循市场经济规律,在上市公司面临较严重的融资约束时积极鼓励和适度放松对上市公司与财务公司关联资金

交易的相关规定,实现集团资源优化配置,提高集团资金使用效率,促进上市公司和集团整体发展,同时,应该避免对上市公司过度的扶持所带来的盲目扩张而导致过度投资问题。

参考文献:

- [1] Gertner R H, Scharfstein D S, Stein J C. Internal versus external capital markets [J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 1211 - 1230.
- [2] 邵毅平, 虞凤凤. 内部资本市场、关联交易与公司价值研究[J]. 中国工业经济, 2012(4): 102 - 114.
- [3] 冯绍华, 张扬. 关联交易资金占用与内部资本市场资源配置[J]. 财经理论与实践, 2014(4): 74 - 79.
- [4] Wulf J. Influence and efficiency in the internal capital market: theory and evidence [J]. Quarterly Journal of Economic Behavior & Organization, 2000, 72(1): 305 - 321.
- [5] Khanna T, Palepu K. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups [J]. Journal of Finance, 2000, 55(2): 867 - 891.
- [6] 陈艳利, 李新彦. 监管情境下的央企控股上市公司关联交易[J]. 财经问题研究, 2013(4): 90 - 98.
- [7] 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[J]. 会计研究, 2014(10): 28 - 35.
- [8] 万良勇. 法治环境与企业投资效率[J]. 金融研究, 2013(12): 154 - 166.
- [9] 黄新建, 张余. 货币政策、企业贷款续新与投资效率[J]. 审计与经济研究, 2016(2): 111 - 119.
- [10] 李传宪. 政治关联、债务重组扭亏与公司投资效率[J]. 审计与经济研究, 2014(2): 76 - 84.
- [11] 罗付岩. 关联交易对公司投资是效率促进或利益冲突? [J]. 管理评论, 2014(1): 140 - 149.
- [12] 廖家生. 企业集团财务公司风险防范问题研究——基于财务公司的功能定位[D]. 成都, 西南财经大学, 2011.
- [13] 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.
- [14] 宋建斌, 崔凌凤, 冯志军. 基于职能约束的财务公司业务创新研究[J]. 经济与管理评论, 2015(3): 83 - 90.
- [15] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159 - 189.

[责任编辑:高婷]

## Research on the Listed Companies and Finance Company Related Party Transactions Impact on Investment Efficiency

HUANG Xianhuan, WU Qiusheng

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

**Abstract:** Using the unbalanced panel data of Chinese listed companies and finance company related transactions from 2008 to 2014, the paper makes an empirical test on the main types of related party transactions' impact on investment efficiency of listed companies. The study found that all the finance companies' main types of related party transactions can enhance the investment efficiency of listed companies on the whole, but there are some differences. The more total amount of related party transactions, the more the fund transactions increased the underinvestment, but inhibits the overinvestment. Related services transactions can be significantly reduced in terms of underinvestment and curb overinvestment, but related guarantee transactions is not significantly alleviated in terms of underinvestment and overinvestment. In addition, the financing constraints which the listed companies are facing have an adjustment effect in the listed companies and finance companies' related transactions impacting on investment efficiency.

**Key Words:** listed companies; finance companies; related party transactions; allocation of resources; investment efficiency; internal capital market; under-investment; over-investment; financing restraints