

# 集团控制与上市公司过度负债

## ——基于上证 A 股制造业上市公司的经验证据

李世辉<sup>1</sup>, 林勇<sup>1</sup>, 贺勇<sup>2</sup>

(1. 中南大学商学院, 湖南长沙, 410083; 2. 湖南商学院会计学院, 湖南长沙, 410205)

**摘要:** 以上证 A 股 2011—2014 年制造业上市公司面板数据为样本, 研究了企业集团内部资本市场中的关联担保与关联资金交易行为对集团控制型上市公司过度负债的作用机理。结果表明: 集团控制导致了上市公司过度负债, 上市公司接受关联担保在这一过程中具有中介作用, 其对外资金配置在集团控制与过度负债的关系中具有正向调节作用。

**关键词:** 集团控制; 内部资本市场; 关联担保; 资金配置; 过度负债

**中图分类号:** F275.5

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-3104(2017)06-0094-07

### 一、引言

企业集团普遍存在于世界范围内, 是学者们讨论的热点话题。企业集团边界由控股母公司、上市公司和其他成员企业组成, 控股母公司处于金字塔股权结构的顶端, 可以通过金字塔股权结构方式扩大财务资源<sup>[1]</sup>, 也可以利用其控制权地位聚集和分配集团内部资源。20 世纪 80 年代, 我国市场产权保护薄弱, 制度环境落后, 而企业集团开始在我国市场上大量出现, 学者认为构建企业集团是应对外部落后的制度环境的一种选择。李增泉等<sup>[2]</sup>认为为缓解集团面临的融资约束, 民营企业集团通过金字塔股权结构的方式控股上市公司, 通过股权杠杆效应扩大了债务融资规模, 而且融资约束越强, 金字塔层级越多, 上市公司资产负债率越高。学者们也关注了集团内部企业之间的资本运作方式, 认为控股母公司对集团整体资源的聚集和分配构成了集团内部资本市场, 一定程度上有利于缓解外部市场的融资约束。第一, 集团内部企业不相关现金流共同保险的财务协同效应能够分散风险, 这种协同效应可以缓解集团整体面临外部的信用约束, 同时, 集团通过成员企业之间相互担保等多种途径进行

资本运作, 加大企业集团整体对外部的融资优势, 从而具有“多钱效应”<sup>[3]</sup>; 第二, 集团总部与分部的信息不对称程度相较于外部市场更低, 内部资本市场保留了剩余控制权, 总部可以根据部门的投资报酬水平排序, 实现“优胜者选拔”, 达到“活钱效应”, 缓解了内部成员的融资约束<sup>[4]</sup>。易兰广<sup>[5]</sup>, 银莉、陈收<sup>[6]</sup>也发现我国企业集团内部资本市场是有效的, 集团内部资本市场对外部融资约束具有替代效应。但内部资本市场也存在负面效应, 如集团内部金字塔股权结构下的大小股东利益冲突使得内部资本市场成为利益输送渠道<sup>[7]</sup>, 内部资本市场的寻租行为, 导致低效率的“交叉补贴”<sup>[8]</sup>以及集团内部预算软约束带来的过度投资等。

李增泉<sup>[2]</sup>认为金字塔结构缓解融资约束的同时, 也增加了信贷风险, 潘红波<sup>[9]</sup>、王琨<sup>[10]</sup>等研究了集团控制型上市公司的债务融资优势; 但是在研究上市公司的负债水平时多选用资产负债率指标; 陆正飞<sup>[11]</sup>指出, 资产负债率水平无法真实判断负债状况是否合理, 因为企业最优负债水平受到成长性、盈利能力、企业规模、固定资产占比和账面市值比等企业个体特征的影响。Caskey<sup>[12]</sup>认为企业存在一个实际负债率和一个目标负债率, 并将实际资产负债率分解为目标负债率和过度负债率, 发现过度负债率更能够衡量企业未来

收稿日期: 2017-02-08; 修回日期: 2017-05-21

基金项目: 湖南省自然科学基金项目“企业短融长投的诱因及其财务影响传导机理研究”(14JJ2007); 湖南省自然科学基金项目“经理游说对企业集团资本配置的影响及其财务后果研究”(14JJ4058)

作者简介: 李世辉(1967-), 男, 湖南益阳人, 中南大学商学院副教授, 博士, 主要研究方向: 财务管理; 林勇(1993-), 男, 湖北十堰人, 中南大学商学院硕士研究生, 主要研究方向: 财务与会计; 贺勇(1976-), 男, 湖南岳阳人, 湖南商学院会计学院讲师, 博士, 主要研究方向: 公司财务

的发展状况。虽然理论界对企业最优资本结构的探讨并没有定论,但是实证方面却表明企业存在目标负债率。张会丽<sup>[13]</sup>研究了企业集团中子公司负债占比与集团最优资本结构偏离程度之间的关系,并考虑了集团管控程度的影响。大量学者从产品市场、金融市场、预算软约束和企业集团组织形式视角探究了企业偏离目标资产负债率水平,并研究了这种过度负债现象带来的危害。

上市公司在集团中拥有融资和资源整合优势,在其他成员企业面临普遍的融资约束的情况下,集团更倾向于将上市公司作为融资平台进行资本运作,而这种方式最终可能加重上市公司的融资负担,造成过度负债现象。因此,本文以上市公司在集团中的融资平台功能为出发点,探究三个问题:①与独立企业相比,集团控制型上市公司是否更容易出现过度负债;②关联担保作为内部资本市场运作的主要手段之一,是否是导致上市公司过度负债的重要路径;③上市公司在承担企业集团融资功能时,对成员企业的资金配置,是否会加剧自身过度负债。

## 二、理论分析与假设提出

### (一) 集团控制与过度负债

集团控制型上市公司相较于独立上市公司来讲,具备三个特点:第一,由于有来自集团的支持,集团控制型上市公司拥有更强的抵御风险的能力;第二,控股母公司拥有对上市公司的相对控制权,出于对集团利益的考虑,会干预上市公司的融资决策;第三,企业集团是众多企业股权的联合体,存在资源交换、整合的内部资本市场。正是这三个特点为集团的资本运作提供了基础,也增加了上市公司过度负债的可能性。首先,企业集团往往具有多元化特性,多个成员企业之间的现金流存在不相关性,而内部资本市场的资金调动可以使得不相关现金流形成风险互担的优势,同时通过企业之间的关联担保,减小成员企业破产的风险,有利于上市公司从银行获取贷款<sup>[14]</sup>。其次,我国企业面临普遍的融资约束,上市公司相较于其他成员企业具有融资渠道多、资信水平高、融资成本低的优势。从集团管控的视角出发,上市公司作为一个良好的融资平台,除了满足自身融资需求外也会分担部分集团融资需求,如集团扩大投资、并购等。最后,上市公司从外部市场融入资金以后,依托内部资本市场,通过关联交易等方式实现资源的配置,缓解成员

企业融资约束,满足了集团整体的融资需求,但同时也会加大上市公司过度负债的可能。最典型的研究是李增泉<sup>[2]</sup>的发现,上市公司成为企业集团缓解外部融资约束的一种工具。冉茂盛<sup>[15]</sup>也发现控股股东为了满足自身的融资需求,通过加大上市公司债务融资进行资金侵占。曾宏<sup>[16]</sup>发现内部资本市场功能扭曲,成为利益输送的通道,上市公司具有对外部市场的融资优势,但是缺乏有效的内部资源配置。因此,集团控制型上市公司的融资决策会偏离企业自身的需求,出现过度负债情形。

### (二) 集团控制、关联担保与过度负债

内部资本市场行为除了成员企业之间的资源调配行为,还包括成员企业之间的关联担保行为等。关联担保是内、外部资本市场共同作用的结果,内部资本市场的其他功能并不会直接导致集团内债务总量的增加,但是关联担保通过风险互担降低了企业破产的风险,会增加集团的债务总量。沈红波<sup>[17]</sup>发现在我国外部金融市场制度不健全、普遍存在融资约束的情况下,担保贷款占银行贷款的比重达到 70%。潘红波<sup>[9]</sup>研究发现集团内部的关联担保增加了上市公司的融资便利,集团控股股东利用这种便利进行过度投资。关联担保带来融资便利的同时,也为企业带来了财务风险。资本市场上不乏因为连环担保而最终崩塌的企业集团,如德隆系、鸿仪系,长丰集团、太极集团等。

基于以上理论分析构建了集团控制、关联担保与过度负债形成的机理图(如图 1 所示),企业集团化经营与企业过度负债的形成过程呈现出螺旋上升的动态变化特征。集团内部企业之间通过相互担保获得债务融资,从而以贷款投资新的项目或收购其他公司的股权,集团化经营规模进一步扩大,关联企业之间又可以通过担保及重复担保获得新的融资。这种收购与担保的交替动态过程导致了两种经济后果:一是基于资产规模扩张的盲目投资,二是基于频繁担保的资产负债表恶化,而这两者共同作用导致上市公司出现过度

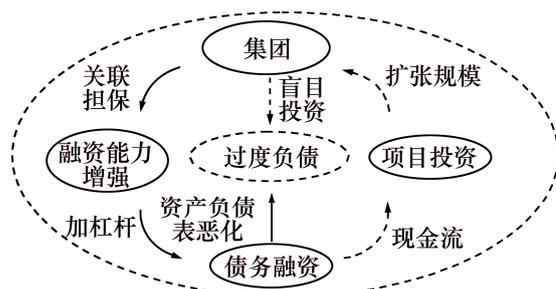


图 1 企业集团与债务螺旋上升关系逻辑

负债。基于以上分析,本章提出假设1和假设2。

假设1:集团控制会导致上市公司过度负债。

假设2:关联担保在集团控制与过度负债的关系中具有中介作用。

### (三) 集团控制、资金配置与过度负债

企业内部资本市场有效性一直是学者们讨论的热点话题,大量学者提出了内部资本市场无效论的观点。内部资本市场无效主要表现在企业集团内部无效率的资金分配:当企业集团面临负面的外部经济冲击时,为了避免经营业绩较差、投资机会小的弱势成员企业倒闭或者退出,集团会将拥有良好投资机会的上市公司的资金投入这些部门,从而造成好的企业投资不足,差的企业投资过度<sup>[18]</sup>。Stein<sup>[19]</sup>将内部资本市场的这种行为称为“交叉补贴”,认为企业的经理经常为了构建企业帝国,而不愿意使业绩差的企业倒闭,分散化的企业会使用优势企业的资金补贴弱势企业,最终导致集团内部的“平均主义”。本文采用上市公司关联资金净流出衡量上市公司对外资金配置行为,而集团控制和独立经营的上市公司面临的环境有所不同。邵毅平<sup>[20]</sup>发现集团控制下的关联交易大部分属于内部资本市场关联交易,相较于独立上市公司发生的外部资本市场关联交易,其在交易价格、成本、期限上都不同。内部资本市场的关联交易可能是基于控股股东自身利益的角度考虑发生的,并非源自于上市公司自身的需求。由于上市公司在集团中承担了很大一部分集团融资平台的功能,在其他成员企业面临融资约束时,上市公司对成员企业的资金输送更多地是一种非公允的、长期的补贴。而外部资本市场的关联交易是企业之间相互支持、合作共赢的选择,方式更加灵活多变,往往能提升企业的价值。因此,当内部关联交易的资金净流出是由集团其他成员企业长期占用资金形成时,为了弥补成员企业占用资金造成的资金短缺,上市公司需要额外向银行借款,加重了上市公司的融资负担,出现过度负债情形,基于此本文提出假设3。

假设3:上市公司对外资金配置在集团控制与担保的关系中具有正向调节作用。

本文搭建了集团内部资本市场行为导致上市公司过度负债的逻辑思路,如图2所示。

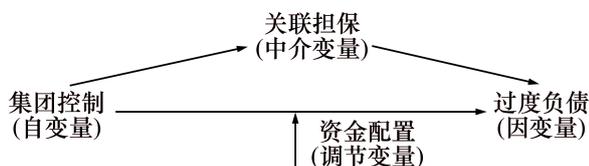


图2 逻辑思路图

## 三、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

制造业是我国的支柱产业,也是我国第一大产业,早期为了追求规模经济,整个行业的集团化水平已经相当高。在我国,20世纪80年代初期,最早开始组建经济联合体的是长春一汽、武汉二汽,都来自于汽车制造行业。因此本文选取上证A股制造业2011—2014年的上市公司为样本,剔除4年中任何一年被ST的公司、缺少成长性等指标数据的公司,共取得1800个观测值。过度负债相关指标、关联担保和关联资金交易数据、公司治理相关指标、股权集中度都来自于CSMAR数据库,通过对CSMAR数据库中的控制人文件逐个识别得到集团控制指标,通过巨潮资讯网查询上市公司年报获得缺失数据。

### (二) 模型与变量

被解释变量:过度负债(Overdebt)。现有研究对过度负债有多种测度方法:①实际资产负债率减去行业中位数或者均值<sup>[13]</sup>,只考虑行业特征未考虑公司个体特征。②Graham提出的Kink值,公司负债所能获得最大税收优惠时的利息支出比实际利息支出<sup>[21]</sup>,但是也有学者认为税收对企业资本结构决策影响较小。③将实际负债率分为目标负债率和过度负债率,通过比较实际负债率与目标负债率判断是否过度负债<sup>[12]</sup>。本文选取第3种方法,借鉴Caskey预测企业的目标资产负债率回归模型如下:

$$LEVB = \alpha_0 + \alpha_1 SOE + \alpha_2 ROA + \alpha_3 INLEVB + \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 FATA + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 SHR$$

根据企业实际资产负债率减去目标资产负债率得到过度负债率 Overdebt, Overdebt 越大表示过度负债水平越高。

解释变量:集团控制(Group)。参考辛清泉<sup>[22]</sup>关于集团企业变量的定义,识别控制人文件,如果第一大股东为集团公司或者具有集团职能的公司,认为上市公司属于集团控制。如果第一大股东为各级国资委、政府机构,或者其他自身不从事实际经营的投资公司则认为是独立经营。当上市公司是集团控制时取值1,否则取0。

中介变量:关联担保(secure)。参考王琨<sup>[10]</sup>的研究,使用“关联交易数据库”中的数据将关联担保定义为接受关联担保总额/总资产。

调节变量: 资金配置(Give)。参考陈艳利等<sup>[23]</sup>、冯韶华<sup>[24]</sup>关于集团成员企业之间融资的度量, 使用“关联交易数据库”中的数据, 用(经营性资金占用+非经营性资金占用)/总资产来衡量上市公司对外的资金配置, 经营性资金指应收和预付账款减去应付和预收, 非经营性资金指其他应收款和资金拆出减去其他应付和资金拆入等。

控制变量: 根据潘红波<sup>[9]</sup>、王琨<sup>[10]</sup>、陆正飞<sup>[11]</sup>选取公司规模(size)、成长机会(growth)、净资产收益率(ROA)、行业平均负债(Inlev)、固定资产占比(Fata)、管理费用率(Manage)、账面市值比(Bm)、行业虚拟变量(Industry)、年度虚拟变量(Year)作为控制变量。

表 1 变量描述表

变量类型	变量代码	变量名称	定义及计算公式
被解释变量	Overdebt	过度负债	实际减去目标资产负债率
解释变量	Group	集团控制	集团控制时取值 1, 否则取 0
中介变量	Secure	关联担保	接受关联担保总额/总资产
调节变量	Give	资金配置	经营+非经营性关联资金净流出/总资产
控制变量	Size	资产规模	Log(期末总资产)
	Roa	净资产收益率	净利润/期末净资产
	Inlev	行业平均负债	细分行业资产负债率平均数
	Fata	固定资产占比	固定资产/期末总资产
	Growth	成长性	本期主营收入/上期主营收入-1
	Manage	管理费用率	管理费用/营业收入
	Bm	账面市值比	账面价值/公司市值
	Industry	行业虚拟变量	
Year	年度虚拟变量		

为了检验假设 1 和假设 2, 建立模型如下:

$$Overdebt = \beta_0 + \beta_1 Group + \beta_2 Secure + \beta_3 Size + \beta_4 Roa + \beta_5 Inlev + \beta_6 Fata + \beta_7 Growth + \beta_8 Manage + \beta_9 Bm + \beta_{10} Indu + \beta_{11} Year \quad (1)$$

$$Secure = \beta_0 + \beta_1 Group + \beta_2 Size + \beta_3 Roa + \beta_4 Inlev + \beta_5 Fata + \beta_6 Growth + \beta_7 Manage + \beta_8 Bm + \beta_9 Indu + \beta_{10} Year \quad (2)$$

根据 Sobel 检验的思路, 通过对上述模型的相关系数进行计算, 检验关联担保的中介效应。Sobel 参数

计算公式如下:

$$Z_{Sobel} = \frac{a \times b}{\sqrt{b^2 \times Se_a^2 + a^2 \times Se_b^2}}$$

a 为模型 2 系数  $\beta_1$ ,  $Se_a^2$  为其方差, b 为模型 1 系数  $\beta_2$ ,  $Se_b^2$  为其方差, 若在统计意义上显著, 则表明关联担保的中介效应显著。

为了检验假设 3, 建立模型如下:

$$Overdebt = \beta_0 + \beta_1 Group + \beta_2 Give + \beta_3 Group * Give + \beta_4 Size + \beta_5 Roa + \beta_6 Inlev + \beta_7 Fata + \beta_8 Growth + \beta_9 Manage + \beta_{10} Bm + \beta_{11} Indu + \beta_{12} Year \quad (3)$$

## 四、实证检验及分析

### (一) 描述性统计

表 2 结果显示: 我国上证 A 股制造业集团化经营已经成为普遍现象, 比例达到 77.1%, 制造业集团化水平已经相当高; 实际与目标资产负债率偏离程度最大水平达到 47.3%, 行业资产负债率中位数均值为 51.4%, 说明我国上市公司资产负债率水平普遍偏高; 接受关联担保占总资产比重的均值达到 7.2%, 最大值为 232.7%, 说明关联担保在上市公司债务融资中发挥着巨大的作用。同时上市公司关联交易资金净流出占总资产的 4.7%, 最大值达到 76%。此外, 为了验证变量之间的相关性, 本文进行了 person 系数检验, 检验显示集团控制与过度负债、关联担保成正相关关系, 关联担保与过度负债成正相关关系, 在 1% 水平显著,

表 2 变量描述统计表

Variable	Mean	Median	Min	Max
Group	0.771	1	0	1
Overdebt	-0.007	-0.002	-0.473	0.473
Secure	0.072	0.001	0	2.327
Give	0.047	0.008	0	0.764
Size	9.669	9.612	8.410	11.11
Roa	0.031	0.027	-0.243	0.218
Inlev	0.504	0.514	0.315	0.752
Fata	0.267	0.233	0.030	0.658
Growth	0.131	0.086	0.509	2.732
Manage	0.091	0.071	0.015	0.737
Bm	0.598	0.591	0	1.135

其他变量之间不存在严重的共线性, 本文在这里不加以列示。

## (二) 实证过程及分析

表3报告了集团控制与过度负债之间关系的检验结果。模型1.1结果显示集团控制与过度负债在5%的水平上成显著正相关关系, 说明在我国上市公司中集团化引发了过度负债, 证明了假设1。控制变量的系数显示: 过度负债与净资产收益率 *roa* 成负相关关系, 盈利能力越高的企业出现过度负债的可能性越小; 过度负债与固定资产比重、行业平均负债率成正相关关系, 固定资产比率可以衡量企业的经营风险, 比率越高, 风险越大, 过度负债发生的可能性越高; 行业负债水平越高, 企业个体出现过度负债的可能性越高。根据温忠麟<sup>[25]</sup>检验中介效应的思想, 模型2列示了集团控制与关联担保的回归结果, 结果显示集团控制与关联担保在5%水平上成正相关关系, 说明集团控制型上市公司发生关联担保的金额显著高于独立经营公司。同时, 模型1.2在1.1的基础上加入关联担保项 *Secure*, 关联担保 *Secure* 与过度负债 *Overdebt* 在1%水平上成显著正相关关系, 说明关联担保在很大程度上

表3 集团控制、关联担保与过度负债回归结果

变量	Overdebt		Secure
	模型 1.1	模型 1.2	模型 2
<i>Cons</i>	0.016 (0.08)	0.047 (0.24)	-0.321*** (-7.31)
<i>Group</i>	0.042** (2.04)	0.040* (1.79)	0.229** (2.15)
<i>Secure</i>		0.063*** (2.72)	
<i>Size</i>	-0.004 (-0.45)	-0.007 (-0.76)	0.494*** (5.12)
<i>Roa</i>	0.349*** (3.95)	0.370*** (4.18)	-0.441 (-3.57)
<i>Inlev</i>	0.059 (0.46)	0.051 (0.41)	0.728* (1.89)
<i>Fata</i>	0.174*** (2.69)	0.152** (2.34)	0.927*** (3.90)
<i>Growth</i>	-0.064 (-1.59)	-0.068* (-1.65)	0.220* (1.77)
<i>Manage</i>	0.116*** (4.60)	0.117*** (4.64)	0.020 (0.22)
<i>Bm</i>	-0.078* (-1.67)	-0.083* (-1.68)	0.334* (1.70)
<i>R<sup>2</sup></i>	0.08	0.10	0.14
<i>F</i>	9.34*** (000)	11.27*** (000)	18.67*** (000)

注: 上表回归系数标注\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著, 下同

上导致了上市公司的过度负债现象。同时可以观察到 *Group* 的相关性由5%水平下降到10%水平, 结合模型2的相关结果可以判断关联担保在集团控制与过度负债的关系中具有中介效应, 假设2得到证明。

参考温忠麟<sup>[25]</sup>的检验方法, 表4报告了关联担保的中介效应的 *Sobel* 检验结果。检验结果显示关联担保 *Secure* 的 *Sobel* 参数 *Z* 值为3.78, *P* 值为0.001在1%水平上显著, 说明关联担保在集团控制与过度负债关系中具有中介效应, 即集团的关联担保行为是导致上市公司过度负债的重要路径, 假设2得到证明。

表5中模型3.2加入资金配置(*Give*)变量, 结果显示 *Give* 与 *Overdebt* 并不直接相关。模型3.3在3.2的基础上加入了 *Give* 与 *Group* 的交叉项, 结果显示交叉

表4 基于关联担保的中介效应检验结果

相关参数	模型 2 <i>Group</i> 回归系数	0.083
	模型 2 <i>Group</i> 标准误差	0.023
	模型 1 <i>Secure</i> 回归系数	0.193
	模型 1 <i>Secure</i> 标准误差	0.022
<i>Sobel</i> 检验结果	<i>Z</i> 检验值	3.78
	标准误差	0.006
	<i>P</i> 值	0.001

表5 集团控制、资金配置与过度负债回归结果

被解释变量	Overdebt		
	模型 3.1	模型 3.2	模型 3.3
<i>Cons</i>	0.016 (0.08)	0.022 (0.11)	0.047 (0.98)
<i>Group</i>	0.042** (2.04)	0.047** (2.38)	0.047** (1.95)
<i>Give</i>		0.015 (0.20)	0.011 (0.20)
<i>Group*Give</i>			0.56** (2.32)
<i>Size</i>	-0.004 (-0.45)	-0.005 (-0.49)	-0.004 (-0.45)
<i>Roa</i>	0.349*** (3.95)	0.340*** (3.81)	0.349*** (3.87)
<i>Inlev</i>	0.059 (0.46)	0.052 (0.44)	0.055 (0.45)
<i>Fata</i>	0.174*** (2.69)	0.183*** (2.77)	0.191*** (2.82)
<i>Growth</i>	-0.064 (-1.59)	-0.069 (-1.61)	-0.066 (-1.59)
<i>Manage</i>	0.116*** (4.60)	0.116*** (4.60)	0.117*** (4.68)
<i>Bm</i>	-0.078* (-1.67)	-0.079* (-1.70)	-0.064* (-1.60)
<i>R<sup>2</sup></i>	0.08	0.08	0.09
<i>F</i>	9.34*** (000)	9.30*** (000)	9.89*** (000)

项显著为正, 与假设 3 相符。说明上市公司关联交易产生的资金净流出并非都是单方的补贴行为, 当这种行为是一种市场行为时, 不会造成过度负债。而集团控制型上市公司由于受到控股股东的干预, 以及内部资本市场的功能扭曲, 关联资金的净流出表现为一种单方的补贴行为, 对上市公司造成资金占用, 会加剧上市公司过度负债。

### (三) 稳健性检验

本文在实证过程中主要采用连续变量过度负债率衡量过度负债, 该指标衡量了上市公司过度负债的程度, 这里采用 0-1 变量替代连续变量, 衡量过度负债发生的可能性, 过度负债率大于 0 时取值为 1, 否则为 0。通过 Probit 回归结果发现集团控制、关联担保与过度负债仍然成正相关关系, 资金配置变量仍然具有正向调节作用。与上述的结果一致, 结果具有稳健性, 因篇幅有限, 不加以列示。

## 五、研究结论与政策建议

本文以 2011—2014 年上证 A 股制造业上市公司为样本, 从内部资本市场行为视角, 探究了关联担保和关联资金交易行为在集团控制导致上市公司过度负债中的作用机理。研究结果表明: ①集团控制导致了上市公司过度负债现象; ②关联担保在集团控制与上市公司过度负债的关系中具有中介效应, 即关联担保是集团控制诱发上市公司过度负债的一条路径; ③上市公司对外资金配置在集团控制与过度负债的关系中具有正向调节作用, 即集团控制型上市公司的对外资金配置行为会加剧上市公司的过度负债。

企业集团规模大、子公司众多, 具有良好的资信基础, 集团内部公司之间相互的关联担保满足了银行规避风险的需求, 因此造成了资金过多地配置到集团公司, 独立经营公司被挤出, 引发结构性的过度负债。所以银监会应该合理引导资金流向独立经营企业, 扶持这类企业的发展, 同时, 严格考察集团内关联担保尤其是担保公司的财务状况, 制定提供担保的标准, 防止出现负资产担保的情况。针对集团内部“交叉补贴”现象, 银监会应该引导企业集团成立非银行金融机构——财务公司, 促进金融市场的多元化, 激活金融市场的活力, 提高内部资本市场资金配置效率。

### 参考文献:

[1] Almeida H, Wolfenzon D. A theory of pyramidal ownership and

family business groups[C]// National Bureau of Economic Research, Inc, 2005.

- [2] 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.
- [3] 计方, 刘星. 集团控制、融资优势与投资效率[J]. 管理工程学报, 2014, 28(1): 26-38.
- [4] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(1): 111-133.
- [5] 易兰广. 企业集团内部资本市场有效性及影响因素研究[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2014(5): 179-184.
- [6] 银莉, 陈收. 集团内部资本市场对外部融资约束的替代效应[J]. 山西财经大学学报, 2010(8): 102-109.
- [7] Baek J S, Kang J K, Lee I. Business groups and tunneling: evidence from private securities offerings by Korean chaebols[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(5): 2415-2449.
- [8] 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.
- [9] 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.
- [10] 王琨, 陈胜蓝, 李晓雪. 集团关联担保与公司融资约束[J]. 金融研究, 2014(9): 192-206.
- [11] 陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业?[J]. 经济研究, 2015(12): 54-67.
- [12] Caskey J, Hughes J, Liu J. Leverage, excess leverage, and future returns[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(2): 443-471.
- [13] 张会丽, 陆正飞. 控股水平、负债主体与资本结构适度性[J]. 南开管理评论, 2013, 16(5): 142-151.
- [14] Lewellen W G. A pure financial rationale for the conglomerate merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2): 521-537.
- [15] 冉茂盛, 李文洲. 终极控制人的两权分离、债务融资与资金侵占——基于家族上市公司的样本分析[J]. 管理评论, 2015, 27(6): 197-208.
- [16] 曾宏, 王后华. 内部资本市场价值、形成路径与投资者市场反应[J]. 管理科学, 2009, 22(1): 95-102.
- [17] 沈红波, 廖冠民, 曹军. 金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J]. 中国工业经济, 2011(6): 120-129.
- [18] Lamont O A, Polk C. Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 63(1): 51-77.
- [19] Stein J C. Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(5): 1891-1921.
- [20] 邵毅平, 虞凤凤. 内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析[J]. 中国工业经济, 2012(4): 102-114.
- [21] Graham J R. How big are the tax benefits of debt?[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(5): 1901-1941.

- [22] 辛清泉, 郑国坚, 杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007(10):123-142.
- [23] 陈艳利, 孙佳佳, 乔菲. 股权结构、内部交易与公司价值[J]. 财经问题研究, 2014(4): 110-117.
- [24] 冯韶华, 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.
- [25] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, 36(5): 614-620.

## Group control and listed companies' over-indebtedness: Empirical evidence based on SSE A-share manufacturing listed companies

LI Shihui<sup>1</sup>, LIN Yong<sup>1</sup>, HE Yong<sup>2</sup>

- (1. School of Business, Central South University, Changsha 410083, China;  
2. School of Accounting, Hunan University of Commerce, Changsha 410205, China)

**Abstract:** Based on data of SSE A share, the present essay studies how internal guarantee or internal capital allocation in internal capital market leads the group-controlled listed companies to over-indebtedness. Results show that the group control brings about over-indebtedness of listed companies, that internal guarantee plays a role as a mediator in the process, and that capital allocation to other group members serves as a moderator in the relation between group control and over-indebtedness.

**Key Words:** group business; internal capital market; related-party guarantee; capital allocation; over-indebtedness

[编辑: 谭晓萍]