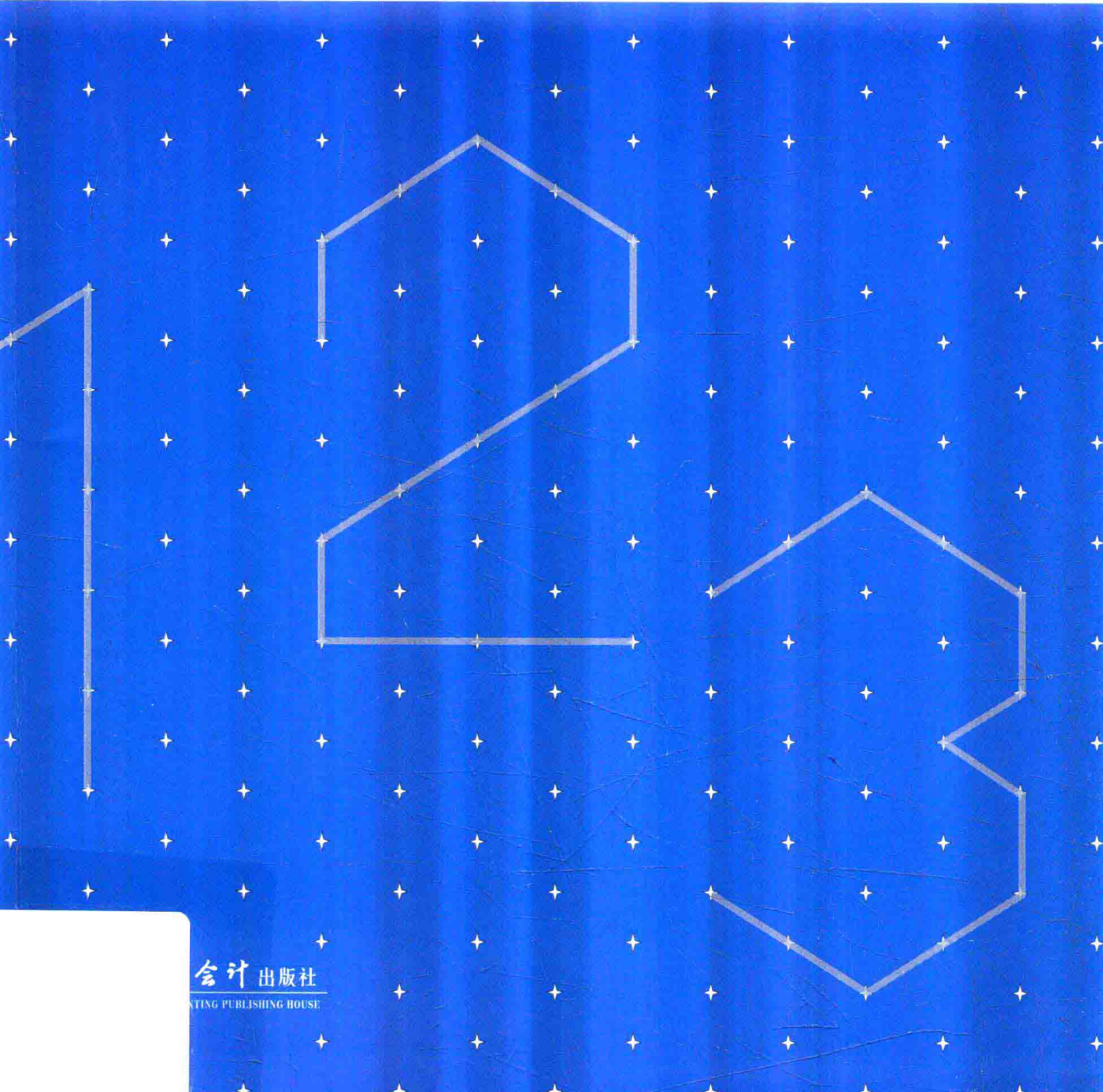


财务公司职能、融资环境 与集团成员上市公司融资约束

黄贤环 / 著

本书受山西省“1331 工程”会计学重点教学研究创新团队项目资助



会计出版社
JING PUBLISHING HOUSE

本书受山西省“1331工程”会计学重点教学研究创新团队项目资助

财务公司职能、融资环境 与集团成员上市公司融资约束

黄贤环 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

财务公司职能、融资环境与集团成员上市公司融资
约束/黄贤环著. —上海:立信会计出版社,2018.9

ISBN 978-7-5429-5940-9

I. ①财… II. ①黄… III. ①金融公司—企业管
理—研究 IV. ①F831.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 199307 号

策划编辑 方士华
责任编辑 方士华
封面设计 南房间

财务公司职能、融资环境与集团成员上市公司融资约束

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	江苏凤凰数码印务有限公司	
开 本	787 毫米×1092 毫米	1/16
印 张	14	
字 数	272 千字	
版 次	2018 年 9 月第 1 版	
印 次	2018 年 9 月第 1 次	
书 号	ISBN 978-7-5429-5940-9/F	
定 价	38.00 元	



如有印订差错,请与本社联系调换

序

当前,我国企业普遍面临“融资难、融资贵”形成的融资约束问题。如何有效缓解企业融资约束成为理论与实务界面临的一个重要问题。与以往研究重点关注外部金融机构、内部公司治理对融资约束的影响不同,黄贤环博士所著的《财务公司职能、融资环境与集团成员上市公司融资约束》一书依托其博士论文,从集团内生金融机构职能出发,考察财务公司不同职能发挥在不同融资环境下对集团成员上市公司融资约束的影响。

本书选题契合当前我国供给侧结构性改革的需要,在充分文献综述的基础上,设计了新颖而系统的研究内容,首先从集团内生金融机构职能的视角研究财务公司职能发挥程度与集团成员上市公司融资约束之间的关系,进而深入研究货币政策、利率市场化、金融发展等外部融资环境和财务结构、组织结构、治理结构等内部融资环境对上述两者关系的影响。本书各项研究内容的理论分析比较充分,研究设计比较严密,研究方法比较适当,论证分析比较严谨,因而研究结论比较可靠,对于企业集团根据内外部融资环境,优化财务公司职能配置,充分发挥其职能作用,缓解融资约束;对于政府优化宏观融资环境,促进财务公司职能作用的充分发挥,缓解融资约束,都具有重要的现实意义。

我认为,本书具有如下显著的优点:首先,作者对财务公司、融资约束、外部金融环境、内部治理环境相关知识的介绍比较全面、系统、深入,有利于对这些方面知识感兴趣的读者学习和运用;其次,作者对如何发现问题、论证假设、研究设计、实证分析、稳健检验、结论总结及其政策意义挖掘,都作了耐心细致的阐述,且行文规范,表达准确,研究范式比较经典,有利于对这些问题感兴趣的研究者借鉴和深入研究;最后,作者根据科学研究得出的可靠结论,提出了系统的、具有较强可操作性的,根据内外部融资环境优化财务公司职能配置、优化内外部融资环境促进财务公司职能充分发挥,缓解融资约束的政策建议,有利于企业集团及其财务公司管理者以及政府金融监管部门借鉴和指导实践。因此,本人非常高兴作序进行推介!

黄贤环 2015 年考取我的博士生后,学习非常刻苦,学习效率也非常高,3 年的博士学习期间,参加了 10 多场国内学术研讨会并作论文交流,多次获得学术研讨会优秀论文奖励;在《中国工业经济》《审计与经济研究》《当代财经》等 CSSCI 期刊发表论文 5 篇,在北大核心刊物发表论文 3 篇;主持山西省研究生教

育创新项目并以优秀的成绩结项,参与完成导师主持的课题3项;连续3年获得国家奖学金和一等学业奖学金,并被评为优秀博士毕业生;博士论文匿名外审时,5位专家全部同意答辩,获得校优秀论文。值此黄贤环博士论文出版之际,特向他表示祝贺,也希望他能再接再厉,在今后的理论研究和教学工作中有更多、更大的进步与收获。

吴秋生

2018年9月

前言

大力推进供给侧结构性改革,必须确保实现“三去一降一补”(去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板)战略目标,其中,“降成本”旨在解决我国企业目前存在的“融资难、融资贵”问题,有效缓解企业融资约束,是一项十分紧迫而重要的任务。为此,理论界探讨了货币政策、利率市场化、金融发展、政治关系与金融关联等外部因素以及信息不对称和代理问题等内部因素对企业融资约束的影响,但鲜有文献考察财务公司作为内生非银行金融机构对集团成员上市公司融资约束的影响。

自1987年我国第一家集团财务公司成立以来的实践表明,财务公司在服务集团及其成员投融资活动中发挥着越来越重要的作用。为此,2004年中国银监会发布的《企业集团财务公司管理办法(2004年)》,从法律上明确了集团财务公司的性质,规定“财务公司是指以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的,为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构”。进一步地,2014年10月28日,国资委联合银监会出台的《关于中央企业进一步促进财务公司健康发展的指导意见》,提出财务公司应“充分发挥‘集团资金归集平台、集团资金结算平台、集团资金监控平台、集团金融服务平台’四个平台功能,促进集团优化资源配置,节约财务成本,保障资金安全,提升运行效率”。资金监控职能则主要依靠资金归集职能、资金结算职能和金融服务职能发挥得以实现。因此,依据前人研究和前述法规规定,本书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、贷款业务职能以及担保业务职能。

那么,财务公司职能能否缓解集团成员上市公司融资约束?具体地,财务公司资金归集职能、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对集团成员上市公司融资约束是否存在影响?进一步地,以上五项职能在不同货币政策、利率市场化程度和金融发展水平等外部融资环境下对集团成员上市公司融资约束影响是否发生变化?产权性质、财务结构、组织结构和治理结构等内部融资环境对财务公司职能与集团成员上市公司融资约束关系又会产生什么影响?

为此,本书构建“财务公司职能—内外部融资环境—集团成员上市公司融资约束”的理论与实证研究框架,并采用2009—2015年国泰安(CSMAR)和万得(WIND)等数据库以及《中国企业集团财务公司年鉴》的数据,理论分析和实证

检验财务公司职能、融资环境与集团成员上市公司融资约束的关系。本书研究内容包括:①基于内部资本市场理论、交易费用理论以及融资优序理论等,从理论上分析财务公司职能发挥对集团成员上市公司融资约束的影响机理,并实证检验财务公司资金归集职能、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对集团成员上市公司融资约束的影响。②运用信贷理论和金融发展理论等分析不同外部融资环境下财务公司职能对集团成员上市公司融资约束的影响,并分组检验货币政策宽松程度、利率市场化水平、金融发展水平差异下,财务公司职能与集团成员上市公司融资约束的关系。③基于信贷理论、公司治理理论等,从理论上分析了不同内部融资环境下财务公司职能与集团成员上市公司融资约束的关系,并分组实证检验不同产权性质、财务结构、组织结构以及治理结构下,财务公司职能与集团成员上市公司融资约束关系存在的差异。

首先,在不考虑内外部融资环境差异下研究发现:资金结算职能降低集团资金冗余、提升集团资金调拨速度和配置效率、盘活集团资金存量、用好资金流量的效应,贷款业务职能避免外部融资交易成本的效应以及担保业务职能“信贷偿付保证”和“信贷风险分散”的效应能够优化集团内部资金配置,提升集团成员上市公司融资能力、拓宽融资渠道,从而有效缓解其面临的融资约束;而资金归集职能、委托业务职能对集团成员上市公司融资约束的缓解作用并不显著。

其次,在考虑外部融资环境时研究发现:①在货币政策紧缩时,资金结算职能、贷款业务职能以及担保业务职能的发挥对集团成员上市公司融资约束的缓解作用更显著。②相对于利率市场化水平较高时,在利率市场化水平较低时,资金结算职能、贷款业务职能与担保业务职能发挥能够显著缓解集团成员上市公司融资约束,而资金归集职能与委托业务职能无论在利率市场化水平较高还是较低时都不能缓解集团成员上市公司融资约束。③相对于地区金融发展水平较低的样本,资金结算职能、贷款业务职能以及担保业务职能发挥能够更加显著地缓解金融发展水平较高地区集团成员上市公司融资约束,而资金归集职能与委托业务职能的发挥对集团成员上市公司融资约束的影响都不显著。

最后,考虑内部融资环境时研究发现:①资金归集职能、资金结算职能对非国有控股的集团成员上市公司融资约束缓解作用更加显著;贷款业务职能以及担保业务职能则对国有控股集团成员上市公司融资约束缓解作用更加显著;而委托业务职能对国有和非国有集团成员上市公司融资约束缓解作用都不显著。②以资产负债率反映集团成员上市公司财务结构,研究发现财务公司资金结算职能、委托业务职能以及贷款业务职能能够更加显著地缓解资产负债率较低组样本公司融资约束,而担保业务职能的发挥对资产负债率较高组和较低组融资约束的缓解作用显著性水平一致。③以终极股权结构层级反映集团成员上市公司组织结构,研究发现资金结算职能、委托业务职能、贷款业务职能、担保业务职能能够更加显著地缓解终极股权结构层级较少的样本公司融资约束,而资金归

集职能对两组样本融资约束的影响都不显著。④以终极股东现金流权反映治理结构,研究发现资金结算职能、贷款业务职能与担保业务职能能够更显著地缓解现金流权较高组样本公司面临的融资约束,而资金归集职能和委托业务职能对现金流权较高组和较低组样本融资约束的缓解作用都不显著。

本书可能的创新在于:①对集团成员上市公司融资约束的缓解途径,从关注外部金融机构、内部公司治理向关注内部金融机构职能转变。本书从集团内生金融的视角,研究财务公司这一集团内部非银行金融机构对集团成员上市公司融资约束的影响。研究视角上具有创新性,能够为后期研究财务公司这一集团内部非银行金融机构与集团成员上市公司融资约束关系开辟新的研究视角。②对财务公司职能的研究实现由整体到具体的过渡。本书将财务公司职能划分为资金归集职能、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五项职能,并对其进行效能量化,较为系统、完整地分析了这五项职能发挥对集团成员上市公司融资约束的作用机理,并实证检验了这些职能发挥对集团成员上市公司融资约束的影响。③对影响财务公司职能与集团成员上市公司融资约束关系的内外部融资环境的考虑实现由个别到全面的转变。本书既考虑了货币政策、利率市场化和金融发展等外部融资环境,又考虑了产权性质、财务结构、组织结构以及治理结构等内部融资环境对集团成员上市公司融资约束的影响,相比以往研究更加系统全面。④构建了“财务公司职能—内外部融资环境—集团成员上市公司融资约束”的一般理论分析与实证研究框架,将财务公司职能、内外部融资环境与集团成员上市公司融资约束纳入同一分析框架。以货币政策、利率市场化、金融发展等外部融资环境以及产权性质、财务结构、组织结构和治理结构等内部融资环境作为环境变量,实证检验了不同融资环境下,财务公司职能对集团成员上市公司融资约束的影响差异,对财务公司职能发挥的经济后果以及影响财务公司职能发挥的环境条件作了深入剖析。

本书研究理论意义在于: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,研究其对集团成员上市公司融资约束的影响,能够丰富财务公司职能发挥及其经济后果的理论研究。②运用大样本实证检验财务公司以上五项职能对集团成员上市公司融资约束的影响,同时考察不同内外部融资环境对两者关系的影响,能够进一步深化财务公司职能发挥与集团成员上市公司融资约束关系的实证研究,为后续研究提供必要的经验证据。③将财务公司职能、内外部融资环境与集团成员上市公司融资约束纳入同一理论与实证分析框架,为宏微观融资环境作用于微观经济主体行为及其后果研究搭建了重要桥梁。

本书研究的现实意义在于:①在我国大力实施“三去一降一补”战略背景下,研究财务公司职能对集团成员上市公司融资约束的影响,有利于更好地优化财务公司职能配置,降低集团成员上市公司融资成本,为缓解集团成员上市公司融

资约束提供了新的有效途径。②研究内外部不同融资环境下财务公司职能对集团成员上市公司融资约束的影响,能够帮助集团和财务公司不断适应内外部融资环境,合理调整和优化职能配置,有效缓解集团成员面临的融资约束。③有利于政府监管部门根据外部环境因素对财务公司职能与融资约束关系影响,制定和修订相关政策制度,改进监管方式,更好地保障财务公司职能发挥。④有利于集团公司治理层和管理层根据内部环境对财务公司职能与融资约束关系的影响,改进公司治理结构和方式,改善管理机制和方法,更好地发挥财务公司职能。

著 者

2018年9月

目 录

第1章 绪 论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 核心概念界定	5
1.2.1 财务公司	5
1.2.2 集团成员上市公司	6
1.2.3 融资约束	7
1.2.4 融资环境	8
1.3 研究目标与研究内容	8
1.3.1 研究目标	8
1.3.2 研究内容与章节安排	9
1.4 研究思路与方法	12
1.4.1 研究思路	12
1.4.2 研究方法	13
1.5 研究创新点	13
第2章 文献综述	16
2.1 上市公司融资约束的影响因素研究	16
2.1.1 上市公司融资约束的外部影响因素研究	16
2.1.2 上市公司融资约束的内部影响因素研究	20
2.2 财务公司的经济后果研究	23
2.2.1 财务公司对集团治理效率的影响研究	23
2.2.2 财务公司对集团及其成员单位投融资的影响研究	24
2.2.3 财务公司对集团成员单位绩效的影响研究	25
2.3 融资环境对财务公司职能发挥的影响研究	26
2.3.1 集团内部环境对财务公司职能发挥的影响研究	26
2.3.2 外部金融生态环境对财务公司职能发挥的影响研究	27
2.4 研究述评	28

第3章	制度背景、理论基础与实践现状	30
3.1	财务公司职能制度背景、理论基础与实践现状	30
3.1.1	财务公司在集团内部资本市场中的地位和作用	30
3.1.2	财务公司职能定位及其理论依据	31
3.1.3	国内外财务公司职能的演变	34
3.1.4	我国财务公司职能发挥的现状	36
3.2	融资环境制度背景、理论基础与实践现状	42
3.2.1	外部融资环境	43
3.2.2	内部融资环境	52
3.3	融资约束制度背景与理论基础	55
3.3.1	上市公司融资优序理论与融资制度	55
3.3.2	上市公司融资约束产生的根源	58
3.3.3	融资约束的测度模型和方法	59
3.4	财务公司职能、融资环境与集团成员上市公司融资约束研究 框架	63
第4章	财务公司职能与集团成员上市公司融资约束	65
4.1	研究假设的提出	65
4.1.1	财务公司资金归集职能与集团成员上市公司融资约束	65
4.1.2	财务公司资金结算职能与集团成员上市公司融资约束	66
4.1.3	财务公司委托业务职能与集团成员上市公司融资约束	67
4.1.4	财务公司贷款业务职能与集团成员上市公司融资约束	68
4.1.5	财务公司担保业务职能与集团成员上市公司融资约束	70
4.2	研究设计	71
4.2.1	样本选择与数据来源	71
4.2.2	变量定义	72
4.2.3	模型设计	74
4.2.4	变量名称及其解释	74
4.3	实证检验	75
4.3.1	描述性统计	75
4.3.2	变量相关性分析	76
4.3.3	实证结果分析	78
4.4	稳健性检验	79
4.4.1	关于变量度量误差的稳健性检验	79
4.4.2	遗漏变量和样本自选择导致内生性问题的稳健性检验	82
4.4.3	反向因果导致内生性问题的稳健性检验	88

4.5	本章小结	89
第5章	财务公司职能、外部融资环境与集团成员上市公司融资约束	91
5.1	货币政策对财务公司职能与融资约束关系的影响	91
5.1.1	理论分析与研究假设	91
5.1.2	模型设计与样本选取	94
5.1.3	实证结果分析	96
5.1.4	稳健性检验	99
5.1.5	研究结论	106
5.2	利率市场化对财务公司职能与融资约束关系的影响	107
5.2.1	理论分析与研究假设	107
5.2.2	模型设计与样本选取	112
5.2.3	实证结果分析	113
5.2.4	稳健性检验	119
5.2.5	研究结论	122
5.3	金融发展对财务公司职能与融资约束关系的影响	122
5.3.1	理论分析与研究假设	122
5.3.2	模型设计与样本选取	127
5.3.3	实证结果分析	129
5.3.4	稳健性检验	133
5.3.5	研究结论	136
5.4	本章小结	137
第6章	财务公司职能、内部融资环境与集团成员上市公司融资约束	139
6.1	产权性质对财务公司职能与融资约束关系的影响	139
6.1.1	研究假设提出	139
6.1.2	模型设计与样本选取	143
6.1.3	实证结果分析	143
6.1.4	稳健性检验	148
6.1.5	研究结论	148
6.2	财务结构对财务公司职能与融资约束关系的影响	151
6.2.1	研究假设提出	151
6.2.2	模型设计与样本选取	155
6.2.3	实证结果分析	156
6.2.4	稳健性检验	160
6.2.5	研究结论	161

6.3	组织结构对财务公司职能与融资约束关系的影响	164
6.3.1	研究假设提出	164
6.3.2	模型设计与样本选取	167
6.3.3	实证结果分析	168
6.3.4	稳健性检验	172
6.3.5	研究结论	175
6.4	公司治理结构对财务公司职能与融资约束关系的影响	176
6.4.1	研究假设提出	176
6.4.2	模型设计与样本选取	179
6.4.3	实证结果分析	180
6.4.4	稳健性检验	185
6.4.5	研究结论	185
6.5	本章小结	188
第7章	研究总结与展望	190
7.1	研究总结	190
7.1.1	研究工作总结	190
7.1.2	研究结论总结	191
7.2	政策建议	193
7.2.1	鼓励符合条件的集团成立财务公司以服务集团及其成员发展	193
7.2.2	优化财务公司职能配置以充分缓解集团成员融资约束	193
7.2.3	适应外部金融生态环境充分发挥财务公司职能	194
7.2.4	优化内部融资环境助推财务公司职能发挥	194
7.3	研究局限与展望	195
7.3.1	关于财务公司职能的定位研究	195
7.3.2	关于财务公司职能发挥程度的测度研究	196
7.3.3	关于融资环境对财务公司职能与融资约束关系的影响研究	196
参考文献		198

图表索引

图 1.1	集团成员上市公司融资环境组成要素图	3
图 1.2	研究内容框架图	9
图 1.3	研究内容章节安排图	11
图 1.4	研究思路图	12
图 3.1	集团内部资本市场中财务公司职能发挥的渠道图	31
图 3.2	2009—2015 年财务公司地域分布图	38
图 3.3	2009—2015 年财务公司行业分布图	40
图 3.4	2009—2015 年财务公司所有制分布图	41
图 3.5	上市公司融资渠道图	55
图 3.6	信贷融资判别法操作图	62
图 3.7	企业信贷融资约束感知图	63
图 3.8	理论与实证研究框架图	64
图 4.1	中国华电财务有限公司与其对应集团成员上市公司结构图	71
图 5.1	2009—2015 年 $M2$ 增长率- CPI 增长率- GDP 增长率的变化图 ...	97
图 5.2	2009—2015 年银行业景气指数变化图	102
表 3.1	财务公司地域分布状况	36
表 3.2	财务公司行业分布状况	38
表 3.3	财务公司所有制分布状况	40
表 3.4	财务公司从业人员特征	41
表 3.5	利率市场化的代表性事件	46
表 3.6	地区金融发展水平	50
表 4.1	SA 指数真实值分布状况	72
表 4.2	变量名称及其解释	74
表 4.3	变量描述性统计结果	76
表 4.4	主要变量 <i>Pearson</i> 相关性检验	77
表 4.5	变量回归结果	80
表 4.6	改变变量测度方式的回归结果	83
表 4.7	2SLS 方法下的回归结果	86

表 4.8	采用自变量滞后一期的稳健性检验结果	88
表 5.1	货币政策宽松程度主要测度方法	94
表 5.2	2009—2015 年货币政策相关指标	96
表 5.3	货币政策宽松程度的组间比较	97
表 5.4	考虑货币政策的回归结果	100
表 5.5	2009—2015 年银行业景气指数	102
表 5.6	稳健性检验结果	104
表 5.7	利率市场化指标的主要测度方法	112
表 5.8	分组描述性统计	114
表 5.9	单变量检验	114
表 5.10	变量相关性检验	115
表 5.11	考虑利率市场化的回归结果	117
表 5.12	稳健性检验结果	120
表 5.13	金融发展的主要测度模型和方法	128
表 5.14	单变量检验结果	129
表 5.15	考虑金融发展作用的回归结果	131
表 5.16	稳健性检验的回归结果	134
表 6.1	按产权性质分组的描述性统计	143
表 6.2	按产权性质分组检验的回归结果	145
表 6.3	稳健性检验的回归结果	149
表 6.4	分组描述性统计	156
表 6.5	单变量检验	156
表 6.6	考虑财务结构的回归结果	158
表 6.7	稳健性检验结果	162
表 6.8	分组描述性统计	168
表 6.9	单变量检验	169
表 6.10	考虑终极股权结构层级的回归结果	170
表 6.11	自变量滞后一期的回归结果	173
表 6.12	分组描述性统计	180
表 6.13	单变量检验	181
表 6.14	考虑治理结构的回归结果	182
表 6.15	采用自变量滞后一期的回归结果	186

第1章 绪 论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

依据MM理论,在完美市场中企业从内外部资本市场获取资金的成本不存在差异,资金成本由企业获取的资金数量决定(Modigliani 和 Miller, 1958)^[1]。然而,在实际的市场环境下,完美市场是根本不存在的。由于外部资金提供者与资金需求者之间存在严重的信息不对称,这就导致资金供给方不得不花费较多的时间和人力进行信息搜集以及强化对资金需求者的监督以防道德风险的产生,而信息收集成本和道德风险损失需要资金需求方承担,这就提升了企业从外部获取资金的成本、限制了外部融资渠道,使企业没有足够的资金进行有利项目的投资,从而产生融资约束,这本质上是资金的供需矛盾(Whited 和 Wu, 2006; 吴秋生和黄贤环,2016)^{[2]-[3]}。我国当前处于新兴加转轨经济期,同时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、融资贵”一直是抑制企业健康发展的重要原因,也是导致经济不景气的一个非常重要的因素(沈红波等,2010)^[4]。时至2017年9月15日,国务院办公厅发文《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》指出,我国企业“融资难、融资贵”依然存在,抽贷、压贷、断贷等融资难的问题较严重,需要着力解决。

面对严重的融资约束问题,人们积极探寻缓解企业融资约束的途径。已有相关文献对解决当前企业面临的融资约束问题进行了研究,例如,要求大力促进地区金融发展(朱凯和陈信元,2009;魏志华等,2014;Gochoco-Bautista 等,2014;凌立勤和王璐奇,2017)^{[5]-[8]},尤其促进中小金融机构的发展(姚耀军和董钢锋,2014;姚耀军和董钢锋,2015;肖晶,2016)^{[9]-[11]};进一步放松利率管制,积极推进利率市场化(丁剑平和王婧婧,2013;胡晖和张璐,2015;胡援成和张朝洋,2016)^{[12]-[14]};大力发展供应链金融和商业信用融资(张伟斌和刘可,2012;曹向和匡小平,2013;Itzkowitz,2015;黄兴李等,2016)^{[15]-[18]};扩大对外出口,拓宽海外市场,增强现金流入(周世民等,2013;罗长远和李姝醒,2014)^{[19]-[20]};在董事会

中引入具有政治背景或银行等金融机构任职背景的董事,强化政治和金融关系(潘克勤,2011;邓建平和曾勇,2011;于蔚等,2012;Song等,2015;Cull等,2015;朱晶晶和粟勤,2016)^{[21]~[26]}等。这些办法和措施能够在一定程度上缓解企业融资约束。然而,伴随我国“大企业、大集团”战略的推进,企业大型化、集团化成为主流。因此,为应对外部融资约束,盘活集团内部资金,提升集团内部资金使用效率,越来越多的集团构建了内部资本市场,而建立集团财务公司是实现集团内部资本市场投融资中介平台功能的重要形式(李慧,2013;吴秋生和黄贤环,2016)^{[27]~[3]}。

我国集团财务公司产生于经济体制与金融体制改革的浪潮中,为服务我国“大企业、大集团”发展战略而出现的非银行金融机构,既具有产业属性又具备金融属性(宋建斌等,2015)^[28]。1987年东风汽车财务公司的成立开启了我国大型集团成立内部非银行金融机构的先河。从此,集团财务公司在我国经历了从无到有、规模从小到大、业务从少到多、职能发挥越来越全面的过程。2004年中国银监会《企业集团财务公司管理办法(2004年)》规定“财务公司是指以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的,为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构”,集团财务公司职能定位越来越清晰,在服务集团及其成员中的作用也越来越突出。尤其在2014年10月28日,国资委联合银监会出台了《关于中央企业进一步促进财务公司健康发展的指导意见》,提出财务公司应该“充分发挥‘集团资金归集平台、集团资金结算平台、集团资金监控平台、集团金融服务平台’四个平台功能,促进集团优化资源配置,节约财务成本,保障资金安全,提升运行效率”。《意见》明确地指出了集团财务公司应该发挥“四个平台”功能,强调了集团财务公司在提升企业运营效率中的作用,而企业投融资效率如何是判断其运营效率高低的重要方面。

大型企业集团是我国经济发展的重要支柱,其运营效率将会直接影响到宏观经济运行效率,而集团成员上市公司作为现代经济最具活力的增长源和驱动力,其投融资效率的高低又势必影响到我国经济运行效率。对于集团成员上市公司,由于其特殊性,面临的内外部融资环境也比较复杂。如图1.1所示,依据易奉菊等(2013)^[29]的研究,企业融资约束取决于所处的融资环境,包含内部融资环境和外部融资环境,其中内部融资环境包含财务结构、组织结构和治理结构等;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。货币政策、利率等是政府部门进行宏观调控的最重要的手段和工具,而金融发展程度则能够反映地区资本市场和宏观经济发展状况。根据已有研究也会发现,外部货币政策、利率市场化水平以及金融发展程度等外部环境和集团内部治理结构、财务结构以及组织结构是影响集团成员融资约束的主要环境因素。财务公司与集团成员上市公司是以股权为链接共同受某一集团控制的分部,当其为集团成员上市公司提供财务管理服务时也会受到这些内外部融资环境因素的影响。