



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

企业集团财务资源 分布及经济后果

——基于中国上市公司的实证研究

张会丽 / 著

QIYE JITUAN CAIWU ZIYUAN
FENBU JI JINGJI HOUGUO
JIYU ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI DE SHIZHENG YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

企业集团财务资源分布 及经济后果：基于中国 上市公司的实证研究

张会丽 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业集团财务资源分布及经济后果：基于中国上市公司的实证研究/张会丽著. —北京：经济科学出版社，2014. 11

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5202 - 9

I. ①企… II. ①张… III. ①上市公司 - 财务管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 268604 号

责任编辑：李晓杰

责任校对：杨 海

责任印制：李 鹏

企业集团财务资源分布及经济后果：基于中国上市公司的实证研究

张会丽 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

880 × 1230 32 开 5 印张 130000 字

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5202 - 9 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

本书受国家自然科学基金青年项目（71202030）、国家自然科学基金重点项目（71132004）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（12YJC630287）以及中央高校基本科研业务费专项基金（SKZZY201422 和 SKZZA2014003）资助。

序 言

企业集团母公司财务报告披露存在两种制度安排，即单一披露制和双重披露制。在单一披露制下，母公司只对外提供合并报表，而不提供母公司报表。美国和加拿大等国家实行单一披露制。在双重披露制下，母公司同时提供合并报表与母公司报表。英国、法国、德国、日本和中国等国家实行“双重披露制”。总体而言，各国会计准则制定机构对单一披露制和双重披露制的选择大都是基于假定，而并没有充分的理论和经验证据支持。根据我国财政部 2006 年发布的《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》，作为母公司的上市公司必须同时提供合并报表和母公司报表。

双重披露制为我们提供了新的研究机会。我和张会丽博士自 2008 年起，就开始关注和研究母公司报表的增量信息作用。我们的研究^①发现，母公司报表在合并报表基础上为资本市场的信息使用者提供了额外的有用信息。双重披露制使得投资者可以更为清晰地将母公司与整体子公司的财务信息辨识开来。这说明母公司报表的披露确有其必要性。对于学术研究而言，双重披露制则为学者们观察集团型上市公司内部财务资源在母公司与其整体子公司间的分布提供了便利。张会丽博士的专著正是以此为基础，考察上市公司内部的财务资源分布对企业整体财务效率的影响。

^① 陆正飞、张会丽：《会计准则变革与子公司盈余信息的决策有用性》，载《会计研究》2009 年第 5 期。

以美国为代表的许多西方发达国家实行单一披露制，使得以美国为中心的公司财务与会计方面的实证研究文献很少考虑企业集团内部不同法人主体间的财务资源分布及其后果。本书则利用我国实行双重披露制所提供的机会，通过合并报表信息与母公司报表信息之间的差异，考察企业集团内部财务资源在母子公司间的分布及其后果。这对公司财务与会计领域相关的研究话题是一个十分有意义的拓展。

由于我国上市公司多为集团企业，本书的研究 also 具有重要的现实意义。中国企业要“做大做强”，集团内部的财务管理与控制是必须提升的重要“内力”。证监会自 2005 年以来，加强了对大股东“掏空”上市公司问题的监管，但上市公司内部子公司财务运作的规范性尚未引起监管机构的足够重视。我国上市公司子公司非经营性占用上市公司资金的情形相当普遍。因此，财务资源在母公司和子公司间的分布及其对集团整体运作效率的影响，就有必要加以深入研究。

由于合并抵消技术的复杂性和子公司财务报表信息难以直接获取等原因，本书的研究难免存在一定的局限性。但是，本书采用的研究方法总体合理，研究设计比较巧妙，所揭示的问题和得出的结论总体可靠。本书的研究不仅为公司财务与会计学术研究开拓了一片新的天地，也为上市公司加强对子公司的财务管控提供了有益启示。我相信，本书的出版将有助于推动该领域研究的发展和实践的进步。

陆正飞

于北京大学光华管理学院 2 号楼

2014 年 8 月

前 言

企业的融资、投资效率以及盈余质量是公司财务与会计研究的核心话题。随着集团型企业的日益普及，合并财务报表成为相关决策者，尤其是资本市场投资者最为重要的信息来源。财务资源在集团内部上下级企业间的分布是否可以提供新的补充信息？我国上市公司集团公司财务报告的“双重披露制”——同时披露合并报表与母公司报表的制度——为该项研究提供了重要的实现途径。

本书结合集团型上市公司的合并报表与母公司报表，通过考察外部债务、现金以及经营业务的合并——母公司报表余额，得到集团财务资源在集团母子公司间的分布状况，并分别考察上述财务资源在母子公司间的分布对集团整体融资、投资以及盈余质量方面带来的经济后果。另外，本文还考察了所有权安排对财务资源在上下级企业间分布的影响。本书的研究发现主要有以下几个方面：

第一，集团外部债务在母子公司间的分布状况与母公司对子公司整体控股水平具有密切关系，并进而对集团整体的资本结构适度性产生影响。具体而言，在控制其他因素不变的前提下，母公司对集团的整体控制力越强，集团负债越集中在母公司，即负债主体越为集中；反之，集团负债越分散在子公司，即负债主体越为分散。研究同时表明，企业负债主体越分散，集团整体的资本结构偏离目标资本结构的程度越大，即资本结构的适度性越差。进一步的研究发现，母公司对集团的整体控制力越强，则负债主体分散程度对资本结构适度性的负向影响越小。

第二，现金越分散在子公司，集团的整体过度投资水平越高。实证检验结果表明，在企业的总体持现水平一定的条件下，现金在母子公司间的分布越为分散，即子公司持现比率越高，集团整体的过度投资越严重。进一步的研究显示，完善的公司治理机制能够在一定程度上降低子公司持现对企业整体过度投资水平的影响。

第三，集团经营业务越分散在下级子公司，即子公司相对业务规模越大，集团整体的盈余质量越差。研究发现，子公司业务规模与公司整体的盈余质量呈显著的负相关关系。具体而言，子公司业务规模越大，则公司整体的盈余管理程度越高、盈余反应系数越小、盈余持续性越低。进一步的研究表明，母公司在集团中整体的控制力能够显著降低子公司业务规模对盈余质量的负向影响。

第四，子公司持现比率与子公司少数股权占比显著正相关，与上市公司第一大股东持股比例、上市公司高管持股比例显著负相关，表明子公司中少数股东的力量客观上为子公司管理层创造了更大的寻租空间，而控股大股东和上市公司持股的高管成为监控子公司管理层寻租行为的有效力量。

本书的研究贡献主要有以下几个方面：

第一，在集团框架下拓展了传统的资本结构理论。在传统公司财务的研究范式下，有关企业融资及资本结构理论的研究大多在单一企业主体的框架下进行，且采用合并报表数据对企业总体财务决策进行考察。本书的研究则在合并报表的基础上，进一步关注单独的母公司报表，考察负债在母子公司间分布的影响因素及其对集团资本结构带来的经济后果，从而在一定程度上打开了集团内部融资决策的“黑箱”，并在一定意义上丰富和拓展了有关集团财务及资本结构理论的研究。

第二，进一步深化了自由现金流的代理理论。受财务报告披露条件的限制，现有文献在实证研究中通常以母子公司的汇总财务数字——合并报表现金余额，来考察集团内部所有法人主体的现金持有总量对总体投资效率的影响。本书首次在集团框架下考察了现金

在母子公司间的分布状况对企业总体过度投资水平的影响，所得到的结论亦有助于在集团框架下深化对自由现金流量代理理论的理解。

第三，拓展了有关盈余质量的研究文献。已有研究多从股权特征、治理状况、审计监督等角度研究各种因素对公司盈余质量的可能影响。本书的研究关注集团内部业务在控制链上下级企业间的分布状况对于盈余质量的影响，丰富和扩充了已有研究盈余质量的文献。

第四，突出了企业集团财务控制与治理的必要性。本书的研究结论表明，上市公司内部下级企业的财务资源力量越强，集团面临的效率损失越严重，这将对我国上市公司的内部治理与控制具有重要的启示性意义。本书的结论验证了集团财务资源在合并—母公司报表间的分布状况以及母公司控股水平等对集团运作效率的可能影响，这将对中小股票投资者的决策提供重要的借鉴意义。

第五，凸现了“双重披露制”在投资者决策中的重要意义。在集团型企业日益普及的制度背景下，我国实施合并报表与母公司报表同时披露，即“双重披露制”，成为我国会计准则改革区别于西方发达国家如美国、加拿大等国的重要特征之一。本书的研究结论表明，同时关注合并报表与母公司报表，将为利益相关者，尤其股票投资者的决策带来额外的增量信息，从而凸现了我国实施“双重披露制”的理论意义和实践价值。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究问题的提出	1
第二节 概念界定、研究内容与研究方法	5
第三节 研究结论、创新与贡献	11
第二章 制度背景与文献综述	15
第一节 集团型企业在我国资本市场的发展	15
第二节 会计制度、财务体制与集团问题研究	18
第三节 企业集团研究文献综述	25
第三章 负债分布与资本结构适度性	35
第一节 引言	35
第二节 文献综述与理论假设	37
第三节 研究设计	44
第四节 样本选取与描述性统计	49
第五节 实证结果分析	51
第六节 研究结论与政策意义	58
第四章 现金分布、公司治理与过度投资	59
第一节 引言	59
第二节 文献综述与研究假说的提出	62
第三节 研究设计、样本选取与描述性统计	66

第四节 实证结果	74
第五节 稳健性检验	79
第六节 研究结论	82
第五章 经营业务分布与上市公司盈余质量	84
第一节 引言	84
第二节 文献综述与研究假说	85
第三节 研究设计	89
第四节 样本选择与描述性统计	93
第五节 实证结果及稳健性检验	97
第六节 研究结论	103
第六章 所有权安排与财务资源分布	104
第一节 引言	104
第二节 制度背景、文献回顾与理论假设	108
第三节 研究设计、数据来源与描述性统计	113
第四节 实证结果与分析	119
第五节 补充讨论	122
第六节 研究结论	125
第七章 研究结论与未来研究方向	127
第一节 研究结论	127
第二节 研究局限	128
参考文献	130
后记	147

第一章

导 论

第一节

研究背景与研究问题的提出

企业的融资、投资效率以及盈余质量是公司财务与会计研究的核心话题。已有研究表明，股权特征、制度环境、公司治理等一系列与代理成本有关的公司特征是影响上述几个核心话题的重要因素。随着集团型企业的日益普及，集团合并财务报表成为相关决策者，尤其是资本市场投资者最为重要的信息来源。而集团内部资源分布及其对集团运作效率的可能影响尚是一个“黑箱”。在了解集团整体财务状况的基础之上，若额外关注集团财务资源在上下级间企业间的分布状况，是否能对传统财务问题的研究提供补充信息？受发达国家（如美国、加拿大等发达市场国家）财务披露制度的限制，学术界对此知之甚少。

多个法人组成的集团制企业是新兴市场国家典型的企业组织形式（如巴西、智利、中国、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、巴基斯坦、泰国，等等），甚至在某些发达国家也是如此（如，意大利和瑞典）（Khanna and Yafeh, 2007；陈文婷，2010）。在我国，随着市场经济的快速发展，越来越多的企业，已经从过去的单体企业发展成为企业集团。^① 在资本市场中，这种趋势尤为明显。每家上市公司平均

^① 本书所称的企业集团是与单体企业相对应的“集团型企业”的概念，后文还将对此做专门的范畴界定。

控制的子公司个数由 1998 年的 5 家逐年升高至 2013 年末的 13 家（见表 1-1），无子公司的观测所占比重则由 1998 年的 26.9% 逐年下降至 2013 年末的 4.1%。^① 截至 2013 年末，约 96% 的上市公司控制至少一个子公司，平均每家公司控制 13 家子公司（中位数为 7 家），这意味着“一控多”的集团制形式在我国上市公司中逐年普及。^②

上文的统计数据同时亦表明，集团型企业在我国资本市场中扮演着越来越为重要的角色。卡纳和耶夫（Khanna and Yafeh, 2007）指出，这种介于市场和企业间的混合组织可为现有的企业理论以及企业边界提供新的解释。从财务角度看，上述“一控多”的组织形式给传统的财务管理和组织战略都将会带来新的挑战。出于简化研究的需要，传统的财务规范理论往往在一系列严格的假定约束条件下进行。就法人主体而言，这些研究一般则是在单一法人决策主体的框架下进行。而针对传统财务理论的实证研究亦多不考虑企业内部不同的法人主体或组织形式，将整体的合并报表数据作为财务研究的依据。

表 1-1 集团型上市公司普及程度的年度变化趋势

年度	上市公司观测数	平均子公司个数	无子公司观测的年度频数	无子公司观测所占比重
1998	711	4.149	192	0.269
1999	809	4.532	198	0.239
2000	910	3.788	345	0.373
2001	1045	5.624	166	0.153

① 就总体趋势来看，2000 年有所下降，2001 年之后逐渐趋势平稳。受创业板开板影响，新上市创业板公司单体企业相对较多，2010 年比重稍有升高。

② 笔者对我国 A 股上市公司（不含金融业）在定期财务报告（年报）中披露的相关子公司信息进行手工搜集，并对我国集团型上市公司的子公司个数进行了全面的统计分析，详见第 2 章表 2-1。

续表

年度	上市公司 观测数	平均子公司 个数	无子公司观测的 年度频数	无子公司观测 所占比重
2002	1109	6.245	147	0.127
2003	1185	6.620	130	0.103
2004	1276	6.751	123	0.090
2005	1304	8.170	117	0.084
2006	1361	8.625	99	0.067
2007	1463	9.401	85	0.054
2008	1558	10.710	88	0.053
2009	1644	11.341	85	0.047
2010	2027	9.562	145	0.072
2011	2297	9.972	139	0.061
2012	2439	11.322	110	0.045
2013	2442	12.141	100	0.041

资料来源：根据笔者手工搜集数据统计得出。

上述逻辑内在的假定是，对于同一规模的企业而言，集团内部的法人主体结构、相应的财务体制或由此导致的资源在上下级企业间的分布不会对企业整体的财务运作产生重要影响。然而，上述假定在现实世界中是否成立？换言之，深入集团内部考察资源在母子公司间的分布状况是否可能对传统的财务研究带来新的补充信息？本书拟通过考察债务、现金以及经营业务在合并报表与母公司报表之间的分布状况，量化上市企业集团资源在母子公司间的分布情况，从而考察集团财务体制对传统财务研究可能提供的补充信息。

根据新制度经济学理论，企业边界是交易成本节约与代理成本损失均衡的结果。科斯（Coase，1937）提出企业出现的交易成本说，并认为企业组织的边界是交易成本的节约与机会主义行为之间权衡的结果。特别当企业以控股形式组成集团经济实体时，母公司以绝对控股形式对下级子公司实施控制，一方面可以依靠内部行政权威提高资源配置效率、降低交易成本，另一方面，经济实体内部多个法人主体的存在，更易滋生内部的多个层次的机会主义行为。

当学术界和实务界更多地关注集团型企业为企业融资成本、交易成本节约、上下级企业资源整合利用等所带来的正面作用时，该类型的组织结构所存在的潜在效率损失，尤其集团下级企业中所存在的代理成本，则在一定程度上被忽视。关注集团型企业内部的效率损失，从多个角度探讨内部资源在母子公司间的分布状况对集团整体财务决策效率的影响成为本书研究的根本出发点。由于美国、加拿大等发达市场国家的财务报告制度为“单一披露制”，且多分部制的联合大企业在经营运行中占主导地位，^①故这些发达市场国家的财务研究没有条件也没有足够的动机对上述问题做深入考察。而在我国，企业集团的普及化及集团财务报告信息的“双重披露制”，为本书对从事该项研究提供了必要的制度背景和重要的实现途径。

同时，随着国内企业集团规模的日益扩大、集团成员企业的日益增多以及业务构成的日益复杂，集团内部子公司失控的现象大量存在，并集中表现为子公司为局部利益而不配合有效资本协作，进而导致企业集团陷入“集而不团，大而不强”的困境（李艳荣，2008；李葳，2008）。子公司资本预算困境、盈余操纵、财务失控

^① 卡纳和耶夫（2007）指出，20世纪30年代中期，多元化集团在美国非常普遍，直到罗斯福总统推行税收政策，才导致这些集团要么整合为大型联合企业，要么控制子公司被剥离。

等现象成为困扰集团型企业运作与发展的重要课题。^① 鉴于集团型上市公司在资本市场中的重要地位,关注集团型企业的内部控制与管理效率,关注上市公司内部资源在上下级法人企业间的分布对运营效率的可能影响,无论对于提高我国上市公司的运作效率,还是保护中小投资者及相关决策者的利益,都将具有重要意义。

第二节

概念界定、研究内容与研究方法

一、概念界定

(一) 企业集团

根据国家工商局于 1998 年制定并颁发的《企业集团登记管理暂行规定》,企业集团是指以资本为主要联结纽带的母子公司为主体,以集团章程为共同行为规范的母公司、子公司、参股公司及其他成员企业或机构共同组成的具有一定规模的企业法人联合体。企业集团是多个法人企业的联合体,不具有独立法人地位。企业集团内部各法人企业都有各自独立的经济利益。母公司是企业集团内部的核心法人企业。母公司以控股方式联结集团内的其他成员企业,并在此基础上通过董事会控制成员企业。

通常,依照内部关系的紧密程度,企业集团内部可以分为三个层级(详见图 1-1):第一层为核心层,一般是母公司,在整个集

^① 近年来,媒体和学术界也在不断呼吁加强对上市公司下属子公司的治理。如南方网在报道《上市公司子公司频频出事 子不教父之过》一文中指出我国上市公司对子公司的治理质量太差,呼吁上市公司要对子公司“严加管教”,详见 <http://www.southcn.com/finance/zhengquan/gongsinews/200502020713.htm>。

团中处于中心地位；第二层为紧密层，一般由若干被母公司控股的子公司组成，这些子公司都具有法人资格，但在一些重大经营和财务决策方面受母公司控制；第三层为松散层，一般由若干个与母公司持股、参股的企事业单位组成，它们按照契约规定受集团母公司的协调，或者一般由那些以合同、协议等形式与母公司长期保持生产、经营配套和协作的企业组成。

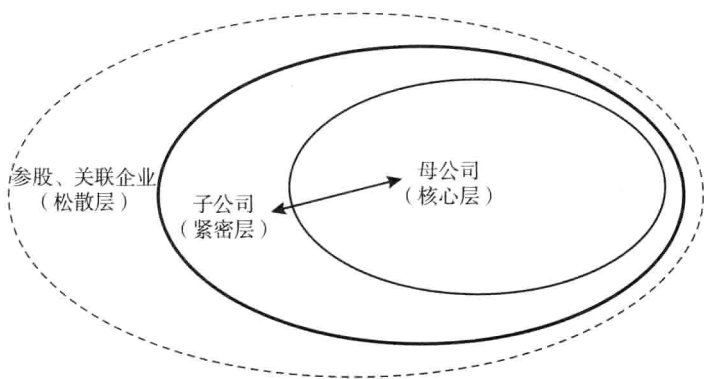


图 1-1 企业集团的范畴界定

出于研究需要，本书对企业集团的界定与上述工商管理部门定义的集团概念不尽一致。本书将与单体企业相对应的“集团型企业”统称为企业集团，相应的集团具体范畴与企业会计准则的合并范围相一致，亦即将合并 1 家以上子公司财务报表的上市公司统称为“企业集团”。^① 依据上文集团内部关系紧密程度的划分，则本书所界定的集团范畴则主要包括母公司与紧密层的子公司（如图

^① 若依照《企业集团登记管理暂行规定》，企业集团的母公司注册资本在 5000 万元人民币以上，并至少拥有 5 家子公司；母公司和其子公司的注册资本总合在 1 亿元人民币以上；集团成员单位均有法人资格。出于研究目标的需要，本书对企业集团的界定与上述规定不尽一致。