

国家自然科学基金项目（批准号 70473094）研究成果

会计学论丛

企业集团化运作、融资 约束与信用扩张效应

CORPORATE GROUP OPERATION, FINANCIAL CONSTRAINTS
AND CREDIT MULTIPLIER EFFECT

李 焰◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

国家自然科学基金项目（批准号 70473094）研究成果

会计学论丛

企业集团化运作、融资 约束与信用扩张效应

CORPORATE GROUP OPERATION, FINANCIAL CONSTRAINTS
AND CREDIT MULTIPLIER EFFECT

李 焰◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

企业集团化运作、融资约束与信用扩张效应/李焰著. —北京:北京大学出版社,2011.5

(会计学论丛)

ISBN 978-7-301-18791-3

I. ①企… II. ①李… III. ①企业集团化-资本运作-研究-中国 ②企业集团化-融资-研究-中国 IV. ①F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第067786号

书 名: 企业集团化运作、融资约束与信用扩张效应

著作责任者: 李 焰 著

策 划 编 辑: 李 娟

责 任 编 辑: 谢 超

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-18791-3/F·2767

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 邮 箱: em@pup.cn

印 刷 者: 北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×1020毫米 16开本 15.75印张 257千字

2011年5月第1版 2011年5月第1次印刷

定 价: 39.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

序

企业集团是我国一种重要的企业组织形式,在国民经济中占据着重要地位,发挥着重要作用。在国民经济发展的“九五”和“十五”期间,政府曾致力推动和扶持企业尤其是国有企业集团化,并在推动产业升级、实现经济结构调整方面对企业集团寄予厚望。虽然不少学者总结和研究了企业集团化动机、集团化运作和集团公司管理问题,但鲜有学者从金融学角度运用实证方法系统研究我国上市公司集团形成的动因及其经济后果。李焰教授的《企业集团化运作、融资约束与信用扩张效应》一书填补了这一空白。本书首先探索和论证了缓解融资约束是我国上市公司集团化运作的主要动因,又用实证证据证实了集团化运作确实有效缓解了融资约束,但同时带来了过度信用扩张及金融风险的积聚问题。因此,本书不仅开创了从微观层面实证分析企业集团化运作的先河,同时也具有丰富的实践意义和政策含义。

现代金融学是在新古典经济学框架下发展起来的,辅之以理性经济人、完美市场、充分竞争、信息对称等假设条件,企业组织形式的选择和公司治理结构的安排与公司价值无关。因此,在现代金融学理论体系中集团化的研究和分析并不多见。以科斯、威廉姆森等为代表的新制度经济学为集团化这样一种组织形式提供了理论基础。新制度经济学派认为,受有限理性、机会主义动机和资产专用性等交易成本因素的影响,价格不能准确反映市场供求的全部信息,致使市场失效(market failure)。企业集团作为一种组织形式,用内部调配代替市场交换,用行政指令代替交易谈判,可以有效地降低交易成本,优化资源配置。在金融学思想主要发祥地的美国、英国等发达经济体中,集团化运作并不普遍,金融学者对集团化问题的研究也不很关注。20世纪70年代以来,韩国、日本、印度、东南亚等新兴市场经济体中企业集团的迅速崛起,开始吸引学者包括西方学者的眼球。

20世纪90年代中期以来,首先是我国政府主导的国有企业改制,推动和扶持国有企业集团的形成和运作,其次是伴随着中国经济的崛起,民营企业自主



地将集团化作为一种重要的企业组织形式,我国的企业集团在整个国民经济中占有越来越重要的地位。与企业集团在社会经济中的地位很不相称,相关学术研究相形见绌。在为数不多的相关研究中,多数也集中在解释企业集团形成的动因以及企业集团的优势,很少关注企业集团自身的风险及其给整个金融体系带来的风险问题。本书对集团化运作下信用扩张机制、扩张模式及其风险的剖析恰恰将企业集团的研究推向了一个更高的平台,为该领域的学术研究开拓了一片新的疆土,为业界和相关政策制定人重新思考集团化运作提供了一个理论依据。

韩国的企业集团危机、东南亚家族企业金字塔控股下的控股股东侵占其他股东利益问题、近年来国内大型企业集团失败的案例以及本书集团化运作的信用扩张和金融风险积聚的实证证据已经清楚地表明,企业集团作为一种组织形式不是万能的,更不是免费的午餐。根据现代公司治理理论,企业集团的金字塔式控股结构造成所有权与控制权严重分离,给处在金字塔顶端的控股股东侵占其他股东利益提供了极大的便利,激化了控股股东和其他股东之间的利益冲突。同时,企业集团的多层级关系也加剧了股东和管理层之间的委托代理冲突。所以,企业集团一方面通过缓解融资约束等,降低交易成本;另一方面作为一种组织形式加剧了股东和管理层以及控股股东和其他股东之间的利益冲突。国有企业集团由于所有者缺位和多重代理问题而使相关利益冲突与民营企业集团相比有过之而无不及。因此,从理论上讲,企业集团能否为股东创造价值需要重新思考。据此我揣测,本书中关于集团公司过度信用扩张、风险积聚的证据可能是集团公司组织形式下各种利益冲突带来的经济后果之一。集团公司组织形式下利益冲突带来的经济后果甚至社会后果可能还有很多,这些都需要总结和归纳。因此,希望作者在集团公司研究方向上不要就此停步,也盼望更多的学者在这片疆土上辛勤耕耘,涌现出更多既有理论创新又富有实践意义的成果。

汪昌云

中国人民大学金融学教授

2011年1月22日

前 言

着手企业集团化运作与信用扩张效应的研究起因于 1997 年开始的东南亚金融危机。这场剧烈的金融风暴使人们高度关注金融体系的稳定性。我在观察与思考中发现,企业集团化运作是亚洲地区以及发展中国家一个非常普遍的现象。不仅是在中国,日本、韩国、印度、新加坡、中国香港等,而且在亚洲以及全球经济中有着举足轻重作用的国家和地区都存在大量的企业集团。那么企业集团化运作与金融体系稳定之间有何内在联系呢?企业集团化对企业融资行为又会有怎样的影响?非常有趣的是,2004 年被称为中国民营企业神话的德隆集团陷入财务危机,被华融资产管理公司托管重组。该事件导致股票市场大幅震荡,也对银行体系产生了冲击,在一定程度上形成了“金融震荡”。德隆集团是一个长袖善舞于“资本运营”的企业集团,借助融资杠杆,德隆从一个最初资产规模为几百万的小企业,在十年多的时间内迅速扩展成资产规模 570 亿元的庞大民营企业集团。德隆事件的发生更坚定了我探索企业集团与金融体系稳定性之间的关系,这是一个非常有实践价值的题目,无论对于企业还是对于政府监管部门。

在文献阅读中我还发现,东南亚金融危机爆发后,大量的著述从金融体系、金融监管、经济发展、汇率政策的角度讨论金融危机的起因,鲜有从企业、个人等微观层面进行的研究。从企业集团化运作研究其融资特征,无疑可以丰富金融危机微观层面的研究,因而这这也是一个有理论研究价值的题目。

因此,最初的研究动因是基于对金融风险的兴趣,希望从企业这个微观层面讨论金融体系的稳定。但是,一旦真正着手研究,即发现这个题目其实和企业集团化运作的动因有密切联系。为什么中国的企业如此热衷于集团化运作?除了政策的原因(国有企业改制)以外,是否集团化运作也是一个帮助克服企业融资约束的有效手段?企业在这个动因下进行的集团化运作是否存在信用扩张效应?信用扩张是否会提高集团的财务风险和社会的金融风险?集团化运作中信用扩张的内在机制是什么?将这些问题串联起来,便形成了一个比较清晰的研究主线:融资约束→集团化运作→信用扩张→高财务风险→高金融风险。



广泛地阅读理论文献后,我们发现直接从上述角度讨论企业集团化运作与信用扩张者几乎没有,大量的相关研究集中于融资约束和内部资本市场。前者集中讨论融资约束的定义和存在性,后者集中讨论内部资本市场的存在意义。但是,这些研究还是为我们提供了丰富的可借鉴的理论和方法。我们提出了如下研究设计:

第一,探讨集团化运作是否是企业克服融资约束的一个重要动因;

第二,研究考虑融资约束因素的集团化运作对信用扩张的影响。

在第一部分研究中,集团化运作是否有助于缓解融资约束是我们首先需要解决的问题。关于这个题目,已经有不少学者针对印度、日本、韩国的情况进行了研究,发现集团化有助于降低集团与外部市场以及集团成员企业之间的信息不对称,缓解融资约束。如果中国的情况也如此,我们就可以推断中国企业的集团化运作与融资约束之间存在内在联系,企业集团化运作的目的之一是为了克服融资约束。为此,我们对中国企业集团化的大样本数据进行了检验,结果是肯定的。即对于存在先天融资约束弊病的企业来说,集团化运作是其克服弊病的一个重要手段。因此可以推断,克服融资约束可能是企业集团化运作的原因之一。

但是,证明企业集团化有助于缓解融资约束并不等于证明企业集团化的动机就是克服融资约束,因果关系的存在证明起来从来就是一件不容易的事情。为此,我们对企业集团化扩张与融资约束缓解之间做动态检验,即检验企业集团化扩张→融资约束缓解→企业集团化扩张的关联性。使用联立方程的方法,对我国企业集团的大样本数据进行实证检验后,我们得到了肯定的结果,即这个因果关系是存在的,克服融资约束是我国企业集团化运作的一个重要原因。

除了大样本检验外,为了取得更综合、更动态的分析效果,我们还进行了个案的剖析。本书在融资约束相对严重的民营企业中,选择德隆集团、农凯集团、复星集团这三个在中国现代企业发展中有巨大影响的企业集团进行案例分析,得到了更确定、更生动的结论。

在深入剖析这些案例时,我们进一步发现集团化运作不仅对企业克服融资约束有神奇之力,助其实现规模扩张和信用扩张,而且有可能助其在双扩张的路径上走得太快、太远,以至于使其毁于过度信用扩张,尤其是德隆和农凯集团的案例使我们清晰地看到水能载舟也可覆舟的全部过程。于是引出另外一类问

题:为什么许多为克服融资约束进行集团化运作的企业,最后被毁于过度融资和信用扩张?是否在克服融资约束的集团化运作中,过度融资和信用扩张及至财务风险过高是一个普遍现象?究竟有什么因素会诱发企业集团过度信用扩张?

本书的第二部分集中探讨集团化运作下信用扩张的财务表现(财务风险)和内在机制。在这部分中,我们首先需要考察的是集团化运作下是否有财务风险普遍提高的现象。为此,我们提出了以克服融资约束为主要动因的集团化运作可能导致集团财务风险和陷入财务困境可能性提高的假设。我们从静态和动态两个角度对比分析企业集团化财务风险。静态角度是指对集团公司样本和非集团公司样本进行财务风险的对比;动态角度是指对公司集团化前后的财务风险变化对比。大样本数据检验结果证明,集团公司的财务风险显著高于非集团公司,集团化后的财务风险显著高于集团化之前。使用财务困境指标进行度量,也显示集团化之后财务困境可能性提高的趋势。这个研究结果证实了我们的假设。

财务风险以及财务困境可能性提高只是集团化运作之后企业过度融资以及信用扩张的一个财务表现,揭示现象背后的原因和机制是这部分需要研究的第二个问题,也是核心问题。至此,研究的重点转向企业集团信用扩张的内在机制。

在研究企业集团化运作的手段时,我们发现并购是主要的扩张模式。如果并购式的扩张行为不断重复,最终会形成具有金字塔股权控制结构特征的企业集团。按照 La Porta 等(1999)对金字塔式企业集团的研究,这种控股结构会导致终极股东控制权与所有权严重分离(简称两权分离),并形成极具特征的投融资行为,即并购—抵押贷款一再并购一再抵押贷款的融资模式,本书定义为投资控股融资模式。

两权分离下的投资控股融资模式会对集团扩张以及信用扩张产生怎样的规模效果呢?我们发现,在两权分离的环境下,如果完全依赖内部资金积累,终极控股股东以较少的资本控制较大的资产需要比较长的时间。但如果借助于外部资金力量,比如借助于信用,这个过程完成的时间可以大大缩短。如果设定企业获取外部资金时全部采用抵押贷款方式,并假设以这种方式借款不存在信贷配给,则该融资模式会产生控制权的增加,反之提高企业集团信用扩张能力、放大信用规模的效果,我们称之为投资控股融资模式下的信用放大效应。进一步地,



我们用控制权扩张与信用扩张的正反馈效应表述二者之间的动态效果:控制权扩张是信用扩张的条件,信用扩张又反之是控制权加速扩张的工具,并用真实权益倍数描述在既定约束条件下正反馈的最终结果——信用扩张倍数。按照真实权益倍数,当终极股东控制的金字塔层级数很大时,集团真实的负债率趋于100%。也就是说,终极股东用相对接近于零的自有资金控制企业集团,一旦发生偿债危机,终极控股股东实际付出的仅限于最初投入的资产,其余巨大的债务用抵押的 $n-1$ 个公司资产偿还。因此,从理论上讲,终极控股股东可以借助于银行信用,在几乎零投入的情况下于短期内创造出庞大企业帝国。这是一个极具诱惑力的游戏。但这个充满魅力的游戏同时也充满危险,它会像旋风一样在短期内将巨大的外部资源(银行贷款)吸入一个企业集团,形成金融风险高度集中。如果汇聚了大量银行资金的企业集团出现偿债危机,会影响到社会整体的金融安全。因此从宏观角度看,这也是一个危险的游戏。

在了解集团化运作下信用扩张的规模极限以及由此带来的金融风险积聚问题的基础上,我们进一步探讨推动企业集团最大限度利用控制权扩张和信用扩张正反馈机制,实现规模扩张的内在动力。研究发现有四个方面是不可以忽视的:(1) 长期融资约束会推动企业过度负债,形成信用扩张;(2) 金字塔式控制结构下特有的代理问题诱发企业集团信用扩张;(3) 管理者过度自信导致过度负债;(4) 快速扩张下高风险投资诱发企业尽可能负债融资。实证检验发现,我国企业集团负债率明显高于非集团企业,并且大量负债通过抵押、关联担保的方式实现。

由于本书的研究内容需要大量关于集团融资约束和集团财务风险的度量,前者尽管有一些普遍使用的衡量方法,但存在争议;后者的可参考依据更少。因此,我们对于融资约束度量以及企业集团财务风险度量在方法上进行了探讨,研究结果也收入此书,作为下篇的内容。

总结下来,第一部分的研究成果构成了本书的上篇,第二部分的研究成果构成了本书的中篇,下篇是关于融资约束以及集团财务风险指标的讨论。

本书的研究发现和意义主要体现在以下三个方面:

(1) 我国企业集团化运作与融资约束有紧密的联系,集团化运作可以有效缓解融资约束,缓解融资约束也是我国企业追求集团化运作的一个重要原因。

(2) 企业倾向于以并购(投资控股)方式实现集团化扩张,因为这种扩张方

式可以迅速为企业提供大量可以抵押、质押、相互担保的资产,使企业在扩张的同时获取巨大的外部债务融资能力,从而克服融资约束。但是,在缓解融资约束的同时普遍出现财务杠杆提高和企业风险提高的现象。因为在这种扩张模式下,企业具有过度融资的内在动力。

(3) 并购—抵押贷款一再并购一再抵押贷款的不断循环形成了企业集团化中特有的投资控股融资模式。这种融资模式具有极大的信用扩张能量:帮助企业集团形成金字塔式控制权结构,并在后者两权高度分离特征下,推动企业集团的信用规模极度扩张,使社会资源迅速积聚于少数集团下,提高企业集团财务风险,同时提高全社会的金融风险。

由于投资控股融资模式撬动的主要资金是银行贷款,因此当我们发现企业集团化运作在该融资模式下具有汇聚社会资金的巨大能量的同时,也高度警惕对银行系统乃至金融体系稳定性可能产生极不利的影响,并且怀疑这种集团内部资本市场会冲击外部资本市场,降低外部资本市场的效率和稳定。当企业集团治理结构存在严重缺陷时,这个问题可能尤其严重。

因此,需要高度关注企业集团的财务风险以及由此引起的金融风险集中。这包括三个角度:从企业的角度,需要适度负债,控制财务杠杆和财务风险;从银行的角度,需要加强对企业集团财务风险的监控,以降低贷款风险;从政府的角度,需要完善有关法规制度,对企业集团的信用扩张和财务风险进行严格监控。

本书涉足一个相对新的研究领域,尽管取得以上研究成果,但相对于研究和实践中不断产生的新问题,我们的研究仅仅是一个起步。譬如,关于企业集团过度融资和信用放大的实证研究,还可以有更多的研究视角和方法,关于企业集团财务风险预警指标,也需要进一步探索。这些问题将构成后续研究的内容。

最后,谨希望本书的出版能够对所有对该研究领域有兴趣的学术和实业界人士有所启发和帮助。

李 焰

2010年1月20日于北京



上篇 企业集团化运作与融资约束

第一章 集团化运作与融资约束

——基于我国资本市场的研究 /3

引言 /3

第一节 文献回顾与理论基础 /4

第二节 研究设计 /7

第三节 实证结果与分析 /11

第四节 稳健性检验 /18

结语 /21

第二章 集团化运作与融资约束

——基于案例的研究 /24

引言 /24

第一节 德隆集团 /24

第二节 农凯集团 /36

第三节 复星集团 /48

结语 /79

第三章 融资约束下集团化运作的路径与效果

/83

引言 /83

第一节 文献回顾与理论基础 /84



第二节	融资约束界定	/88
第三节	集团化扩张的路径——多元化 + 并购?	/104
第四节	集团化扩张的融资效果	/126
结语		/130

中篇 集团化运作与信用扩张效应

第四章 集团化运作与信用扩张效应——基于财务表现的分析 /133

引言	/133
第一节	文献回顾与理论基础 /134
第二节	研究设计 /135
第三节	实证结果与分析 /140
结语	/154

第五章 集团化运作与信用扩张效应

——基于运行机理的分析 /157

引言	/157
第一节	理论讨论 /158
第二节	实证检验 /168
结语	/175

下篇 关于度量指标的研究

第六章 企业融资约束度量方法研究

——用综合财务指标衡量融资约束 /179

引言	/179
第一节	财务指标评分模型构建 /181
第二节	财务综合指标评分模型的可靠性检验 /188
结论	/191

企业集团财务风险度量方法的研究	/193
引言	/193
第一节 文献回顾与理论基础	/193
第二节 样本与变量的界定	/198
第三节 预测指标筛选	/201
第四节 被筛选指标的预测能力检验	/206
第五节 被筛选指标与收益率波动的相关性	/210
结论	/217
参考文献	/224
后记	/240

上篇 企业集团化运作与融资约束

在中国市场经济处于初级发展阶段、金融体系不发达情况下,中国的企业多面临融资约束,特别是民营企业。同时,中国的企业多以集团的形式存在,如德隆集团、农凯集团、新希望集团、复星集团、万向集团等知名的民营企业。那么,融资约束与集团化运作之间是否存在一定的联系?集团化运作是否有助于帮助缓解融资约束?克服融资约束是否是企业集团化扩张的一个重要动因?本篇首先以实证的方法,通过对大样本数据的检验以及对个案的剖析,深入探讨二者之间的关系,然后进一步探讨融资约束下企业集团化扩张的路径与效果。

第一章 集团化运作与融资约束

——基于我国资本市场的研究

引 言

我国属于典型的新兴市场与转型经济国家,当前正处于高速发展阶段,丰富的市场投资机会使得多数企业采取了扩张式的发展战略。而与此同时,集团化运作是多数企业在扩张策略上的具体选择,大量持股关系错综复杂的企业集团应运而生。据统计,截至 2005 年我国共有“系族”型超大企业集团 127 个,共控制 A 股上市公司 520 家(屈利平,2005)。那么,为什么集团化运作在我国如此普遍呢?

产业组织理论与公司战略理论最早对集团的产生原因给出了解释,认为企业通过集团化经营能够整合市场资源、形成战略优势(Edwards,1955;Bernheim and Whinston,1990;Teece,1980;等)。但是,对于制度环境显著不同的新兴市场国家,这些起源于发达市场经济的理论并不具有说服力。曾有学者指出,新兴市场的市场环境较不完善,集团这种组织形式可能更多表现为对外部制度的替代和对宏观政策缺陷的应激(Ghemawat and Khanna,1998)。而从金融理论的视角来看,金融发展水平偏低、资金供求不平衡是新兴市场国家的重要特征,企业所受到的外部融资约束显著较高(Love,2004)。那么,企业集团的产生与外部融资环境之间是否具有联系?企业的集团运作是否缓解了融资约束?具体又是怎样缓解的?是否可将缓解融资约束推论为企业实施集团化运作的动因之一?这些融企业理论与金融理论于一体的问题,对于全面理解新兴市场企业集团化运作的前因后果具有重要意义,但是现有文献并没有给出明确的答案。

现有的新兴市场企业集团理论讨论较多的是“企业集团是否能够带来利益”,较少结合外部金融环境深入分析其融资功能。少数文献通过定量分析对



企业集团与融资约束的关系提供了经验证据,但是这些研究尚存在一定的拓展空间,具体表现在:(1) 这些研究的对象均为集团下属成员企业(affiliated firms, 子公司),较少考虑集团总部企业(group headquarters, 母公司),因而能够解释“企业为何希望加入集团”,却无法说明“企业为何实施集团化运作”,而后者作为总部企业的扩张战略选择,是一个兼具企业理论及金融理论意义的命题,更需要深入研究;(2) 研究方法多为静态的截面分组回归与对比,对企业实施集团化运作过程中融资约束的动态变化研究不够,难以全面揭示企业集团化运作与融资约束的内在关联。基于此,我们试图基于我国资本市场对上述几个问题进行尝试性解答。

基于现有理论与经济政策对 1997—2006 年间我国全体上市公司进行了集团化性质的判定,我们发现我国过半上市公司实施了集团化运作。进一步,我们利用修正的投资-现金流敏感性模型对集团化运作与融资约束的关系进行了静态截面分析与动态时序分析。静态截面分析的结果表明,在我国具有集团公司性质的上市公司具有显著较低的投资-现金流敏感性;动态时序分析的结果则表明,对于那些采取集团化发展的上市公司,其投资-现金流敏感性在集团化过程中逐渐降低,并趋于消失,而且该趋势在样本区间内并未发生逆转。这些结论在控制了行业与年度以及财务杠杆因素后依然成立,并且不受估计方法的影响,为我国企业集团化运作有利于缓解融资约束提供了经验证据。

本研究在以下两个方面作出了贡献:(1) 在理论框架上,将企业理论与金融理论相融合,研究了经济组织形式与外部金融环境之间的内在关系,提出了企业实施集团化运作对于融资约束的缓解功能,是对现有企业集团理论以及融资约束理论的扩展和补充;(2) 在研究策略上,设计了一套识别企业集团化运作的可操作标准,从集团总部企业的角度以及静态和动态双重视角提出了我国企业实施集团化运作有助于缓解融资约束的经验证据。

第一节 文献回顾与理论基础

在现代融资理论中,“资本市场完美”是一项重要前提,企业被假设能够在