

集团内部资本市场与企业金融资产配置： “推波助澜”还是“激浊扬清”

黄贤环, 王 瑶

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

摘要: 文章选择2009—2017年沪深非金融、非房地产上市公司数据, 探究了集团内部资本市场与企业金融资产配置的关系。研究发现: (1) 内部资本市场的存在性与企业金融资产配置不存在显著关系, 而内部资本市场越活跃, 企业金融资产配置程度越高, 表现为“推波助澜”效应, 这种效应是内部资本市场“资源错配”的表现。(2) 内部资本市场通过影响可用资金水平和代理问题, 影响企业的金融资产配置程度。(3) 内部资本市场活跃度仅对国有控股企业的金融资产配置存在显著影响, 而无论金融生态环境如何, 内部资本市场都会显著加剧企业的金融资产配置行为, 但在金融生态环境较差时作用更强。(4) 内部资本市场活跃度对长期金融资产配置和金融资产配置增量存在显著的正向影响, 而对短期金融资产配置不存在显著影响。文章的研究揭示了内部资本市场影响企业金融资产配置行为的机理, 为全面认识企业金融资产配置行为和完善集团内部资本市场, 抑制企业过度金融化提供了新的视角和借鉴。

关键词: 内部资本市场; 金融资产配置; 财务公司; 金融化

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)12-0124-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.12.010

一、引 言

党的十九大报告指出, “我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”, 而经济高质量发展过程中不得不面对的现实问题是, 实体企业资金“脱实向虚”, 存在过度金融化趋势和风险。由于实业投资利润下滑、投入周期较长、回报较慢, 金融和房地产两大行业受到青睐, 导致实体经济与虚拟经济之间存在结构性失衡, 不利于经济高质量发展(杜勇等, 2017)。实体企业将资金配置于金融和房地产领域, 对实业发展产生较大的影响。现有文献比较深入地研究了实体企业金融资产配置的“挤出效应”和“蓄水池效应”(Demir, 2009; Seo等, 2012), 涉及金融资产配置的宏观经济后果和微观影响。然而, 现有文献将实体企业作为独立的个体进行研究, 忽视了我国企业“大型化、集团化”背景下, 外部资本市场尚有待完善, 需由内部资本市场弥补其缺陷。此外, 除了外部宏观环境和微观治理因素外, 企业投融资行为还会受到集团内部资本市场的影响(祁怀锦和万滢霖, 2018)。作为集团内部金融融通的重要平台, 内部资本市场能够调剂集团成员之

收稿日期: 2019-05-04

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金项目(19YJC630058); 山西省高等学校哲学社会科学研究项目(2019W066); 国家自然科学基金面上项目(71872105); 山西省哲学社会科学规划课题(2019B136)

作者简介: 黄贤环(1989—), 男, 江西吉安人, 山西财经大学会计学院讲师, 硕士生导师, 博士;

王 瑶(1991—), 女, 山西孝义人, 山西财经大学会计学院博士研究生。

间的资金余缺,缓解成员企业融资约束,促进信息交流,进而影响企业投融资行为(蔡卫星等,2019),但同时也可能导致严重代理问题和资源低效配置(叶康涛和曾雪云,2011)。那么,内部资本市场会对集团成员企业的金融资产配置行为产生何种影响?影响机理是什么?在不同的约束条件下,两者关系又会有什么变化?解答以上问题对于打开集团成员企业金融资产配置行为的黑箱具有重要意义。

本文选择2009—2017年数据研究了集团内部资本市场与企业金融资产配置的关系。研究表明,内部资本市场的存在性与企业金融资产配置不存在显著关系,而内部资本市场活跃度与企业金融资产配置程度显著正相关,表现为“推波助澜”效应。机制检验发现,内部资本市场越活跃,集团成员企业的可用资金越宽裕,从而金融资产配置程度越高;同时,内部资本市场越活跃,第一类和第二类代理问题越严重,企业金融资产配置倾向越强。进一步研究表明,内部资本市场活跃度对国有控股企业金融资产配置的正向影响更加显著;而无论金融生态环境如何,内部资本市场的“推波助澜”效应都显著存在,且在金融生态环境较差时更强。同时,内部资本市场活跃度与企业长期金融资产配置和金融资产配置增量之间存在显著的正相关关系,而对短期金融资产配置的影响不显著。

本文的研究贡献在于:(1)与现有文献将企业作为独立的个体,考察实体企业金融资产配置的经济后果(Onaran等,2011;Seo等,2012;杜勇等,2017;彭俞超等,2018)以及宏观和微观影响(Davis,2018;柳永明和罗云峰,2019)不同,本文从集团整体视角,考察了内部资本市场对企业金融资产配置的影响,有利于打开集团成员企业金融资产配置行为的黑箱。(2)本文挖掘出集团内部资本市场活跃度影响企业金融资产配置的两条路径:“内部资本市场活跃度—可用资金水平—金融资产配置程度”和“内部资本市场活跃度—代理问题—金融资产配置程度”。这为理解内部资本市场如何影响企业金融资产配置行为提供了理论参考。(3)本文考察了企业产权性质和金融生态环境对内部资本市场与企业金融资产配置关系的影响。这有助于揭示内部资本市场影响企业金融资产配置的约束条件。此外,本文发现内部资本市场对企业金融资产配置的助推作用是“资金错配”而非“挑选优胜者”的表现。本文还考察了内部资本市场活跃度对企业金融资产配置不同维度特征的影响。这有利于更加深入地理解两者关系及其经济后果,为分类应对企业金融化提供参考。

二、文献综述

(一)实体企业金融资产配置的经济后果研究

在宏观层面,实体企业配置金融资产通过影响金融稳定和收入分配,影响宏观经济波动(Riccetti等,2016)。金融资产配置行为使虚拟经济吸走了实体经济发展资金,导致区域经济发展不平衡,提高了失业率,扩大了社会收入差距(Sokol,2017)。实体企业金融资产配置行为会显著降低实业投资率,对经济增长产生负向效应(Onaran等,2011);同时,它还会弱化货币政策提振实体经济的效果,使资金从实体经济回流到金融体系,造成虚拟经济过度膨胀,系统性风险增大(张成思和张步昙,2016)。以上研究把握了实体企业金融资产配置行为对宏观经济的影响,认识到过度金融化对宏观经济发展产生的危害。

在微观层面,现有研究主要考察了实体企业金融资产配置的“挤出效应”和“蓄水池效应”。第一,“挤出效应”。现有研究发现,企业金融资产配置通过减少内部可用资金、改变管理者动机以及提升不确定性,挤出了主业投资(Demir,2009;Seo等,2012),导致盈余分布及波动性发生变化(Onaran等,2011)。实体企业的金融资产配置行为削弱了制造业的发展基础,导致产业“空心

化”。“挤出效应”会抑制研发投入和企业创新,减少实物资本投资(Seo等,2012),增加企业财务风险(黄贤环等,2018a)。此外,实体企业金融资产配置还会扭曲金融资本在实体经济中的积极作用,削弱实体企业的核心竞争力,降低未来主业业绩(杜勇等,2017)。第二,“蓄水池效应”。金融资产配置行为能使企业通过出售金融资产,改善资产负债表,实现再融资,从而减弱主业投资对外部融资的依赖,降低企业财务困境成本(Smith和Stulz,1985)。作为一种流动性的贮藏工具,金融资产能够帮助企业在经营过程中预防未来现金流的不确定性,减缓资金链断裂所造成的负向冲击(彭俞超等,2018)。以上文献围绕“挤出效应”和“蓄水池效应”,研究了企业金融资产配置行为对主业投资、研发创新、财务风险以及融资等方面的影响。

(二)实体企业金融资产配置的影响因素研究

在宏观方面,宏观经济、金融市场和资本市场困境导致企业资金“脱实向虚”(黄贤环等,2018b)。金融部门资源供给的增加、资本的逐利性、严峻的实业环境、劳动力成本的提高、产能的过剩以及繁冗的税费等挤压了实体经济盈利空间,使实体企业纷纷进入金融和房地产领域(Davis,2018)。同时,宽松的货币政策会使企业持有交易性金融资产,民营企业更加明显。在微观治理机制方面,财务会计专业教育背景的CFO更加偏好金融资产投资,而高管薪酬激励通过放大金融逐利动机促进了企业金融资产配置行为,股权激励则通过遏制金融逐利行为显著抑制了金融资产配置(安磊等,2018)。此外,公司治理较差、管理层过度自信和多元化经营的企业更倾向于持有风险金融资产,而改善公司治理机制和投资者保护机制可在一定程度上抑制企业金融化(柳永明和罗云峰,2019)。

(三)集团内部资本市场的经济后果研究

第一,负向效应。叶康涛和曾雪云(2011)认为,内部资本市场本应该有效缓解融资约束和提高资源配置效率,而现实中却存在资源低效配置和大股东转移财富等诸多问题以及“交叉补贴”的行为,尤其国企内部资本市场并没有发挥缓解融资约束的作用。部门间的信息不对称、经理人的权利斗争以及投资机会的异质性和复杂性容易导致过度投资或投资不足,最终造成交叉补贴和平均主义(Shin和Stulz,1998)。第二,正向效应。内部资本市场有效运作能够优化资本配置,强化监督激励,缓解信息不对称,分散经营风险(Stein,1997)。由于存在内部资本市场,集团企业的投资规模受货币政策冲击的影响较弱,尤其当金融市场尚不完善时,内部资本市场作为外部融资的替代,能够降低企业现金—现金流敏感性(潘俊等,2015)。作为集团内部资本市场的中枢和运作平台,财务公司能够有效缓解信息不对称和集团成员企业融资约束,促进企业投资活动(吴秋生和黄贤环,2017)。此外,内部资本市场能够缓解企业创新过程中的融资约束和信息匮乏问题(蔡卫星等,2019)。而祁怀锦和万滢霖(2018)研究发现,内部资本市场活跃度与企业融资约束之间存在U形关系。

现有文献对金融资产配置和内部资本市场的经济后果进行了比较深入的研究,得到了非常丰硕的成果;对于金融资产配置的影响因素,现有研究涉及宏观因素和微观治理机制等,但忽视了我国企业“大型化、集团化”趋势下,集团成员企业的投融资活动会受到内部资本市场的影响。鉴于此,本文将考察集团内部资本市场对企业金融资产配置行为的影响效应与机理。

三、理论分析与研究假设

(一)集团内部资本市场的存在性与企业金融资产配置

除了外部宏观环境外,附属于集团的企业投融资活动还会受到集团内部资本市场的影响。现有研究表明,集团内部资本市场存在“多币效应”和“活钱效应”(王峰娟和栗立钟,2013)。“多

币效应”是指内部资本市场作为集团内部资金融通的平台和枢纽,能够有效归集集团成员资金,形成“资金池”。而“活钱效应”是指集团内部资本市场能够充分发挥资金融通平台的作用,有效调剂集团成员资金余缺,调动集团资金存量,盘活资金流量。无论是“多币效应”还是“活钱效应”,集团成员企业能够比较便捷地从内部资本市场获取投资所需资金(潘俊等,2015),促进成员企业的金融资产投资。集团内部资本市场能够与外部资本市场有效沟通,实现内外部资金的合理流动。在集团内部,企业不仅能够获取集团资金,还能借助“风险共担效应”和“信贷偿付保证效应”(吴秋生和黄贤环,2017),从外部金融市场获取资金,有效满足金融资产配置需要。因此,从内部资本市场的“多币效应”和“活钱效应”看,存在内部资本市场的企业能够获取更加充裕的资金,提升成员企业可用资金水平,从而有更多的资金用于金融资产投资。

此外,集团内部存在比较复杂的股权关系,多层次、多链条的控制权关系导致集团内部存在黑箱(Hsu 和 Liu, 2018)。在集团内部可能存在两类代理问题,一类是大股东与中小股东之间的代理问题,另一类是高管与企业所有者之间的代理问题。首先,集团实际控制人或第一大股东会通过自身控制权,利用内部资本市场进行非公允的关联交易和不合理的担保行为,将内部资本市场作为利益输送的渠道,侵占集团或其他中小股东的利益(叶康涛和曾雪云,2011)。其次,集团成员企业的管理层也会借助内部资本市场进行关联交易,且在投资决策时从自身利益出发,获取管理权私利(祁怀锦和万滢霖,2018)。因此,集团内部代理问题相对比较严重,控股股东或大股东和管理层会倾向于高收益的金融资产投资(Demir, 2009; Seo 等, 2012)。在这种情况下,内部资本市场成为成员企业金融资产投资的资金来源,这会助推金融资产配置,起到“推波助澜”的作用。

然而,也有研究表明,内部资本市场存在“挑选优胜者效应”(Stein, 1997; 王峰娟和栗立钟, 2013)。“挑选优胜者效应”是指集团总部能够及时掌握各分部经营和财务信息,并借助内部资本市场将资金分配给那些能够促进集团整体发展的项目(Stein, 1997; 祁怀锦和万滢霖, 2018; 蔡卫星等, 2019)。尤其当集团内部存在财务公司时,作为集团的“资金管家”,财务公司通过发挥资金归集、资金结算、委托业务、贷款业务、担保业务等职能,能够有效监控集团成员企业的资金存量、流量、流向以及资金来源和运用,提升成员企业投资的科学性,促进企业和集团整体发展(黄贤环和吴秋生, 2017)。而实体企业金融资产配置是一种偏离主业的投资行为,虽能给企业带来较高的收益,但会阻碍未来业绩的提升(杜勇等, 2017),不利于高质量发展。因此,集团利用内部资本市场的“挑选优胜者效应”,将资金分配给能够促进自身长远发展的项目,从而抑制企业的金融资产配置行为,起到“激浊扬清”的作用。综上分析,本文提出以下两个竞争性假设:

假设 1a: 内部资本市场对企业金融资产配置具有“推波助澜”的作用。

假设 1b: 内部资本市场对企业金融资产配置具有“激浊扬清”的作用。

(二)集团内部资本市场的活跃度与企业金融资产配置

内部资本市场既可能带来“多币效应”和“活钱效应”,也具有“挑选优胜者”的功能(Stein, 1997; 王峰娟和栗立钟, 2013)。作为集团资金融通的重要中介平台和枢纽,内部资本市场能够盘活集团资金,发挥规模经济效应(吴秋生和黄贤环, 2017)。而这种效应一般以内部资金往来表现出来,集团内部资金往来规模和频率越大,表明内部资本市场越活跃(祁怀锦和万滢霖, 2018)。内部资本市场越活跃,“多币效应”和“活钱效应”越明显,成员企业面临的融资约束越弱(潘俊等, 2015; 吴秋生和黄贤环, 2017),可用资金水平越高,越能满足其金融资产投资的资金需求。此外,伴随内部资本市场活跃度的上升,企业融资能力会得到提升,融资约束减弱。在代理关系和逐利动机的影响下,企业管理层的决策视野受限,不再将有限的资金来缓解融资约束(Demir,

2009; Seo 等, 2012), 而是借助内部资本市场获取私利。同时, 随着内部资本市场交易规模的上升和交易类型的多元化, 投资者更难有效监督企业, 这为大股东和管理层掏空企业和过度投资提供了便利条件(祁怀锦和万滢霖, 2018)。这意味着内部资本市场的活跃度很可能带来比较严重的大股东与中小股东以及高管与所有者之间的代理问题。在代理关系下, 大股东和高管倾向于金融资产投资以获得高额收益, 从而企业金融资产配置水平上升。因此, 内部资本市场越活跃, 集团成员企业越倾向于配置金融资产, 表现为“推波助澜”效应。

内部资本市场通过权威机制与价格机制, 还发挥“挑选优胜者”功能。集团总部具有信息优势, 能将集团有限的资金配置给效率较高的分部(Stein, 1997; 祁怀锦和万滢霖, 2018), 以提升集团整体业绩。当内部资本市场活跃时, 资金能够更多地流向具有良好投资项目且提高集团整体业绩的成员企业。作为一种偏离主业的投资行为, 实体企业金融资产配置具有高风险性特征(黄贤环等, 2018; 彭俞超等, 2018)。在集团内部, 当某一成员企业投资高风险的领域或项目时, 必然会存在风险传染效应, 导致集团整体风险上升, 从而不利于集团整体的发展。此外, 金融资产配置行为会削弱企业核心竞争力, 降低未来主业业绩, 不利于企业可持续发展(杜勇等, 2017)。内部资本市场发挥“挑选优胜者”功能时, 能够优化资源配置, 促进企业和集团整体发展, 而这种效应伴随内部资本市场活跃度的上升而增强。因此, 内部资本市场在挑选优胜者时, 不会或者较少将资金配置给从事金融资产投资的成员企业, 以免风险在集团内部传染。可见, 内部资本市场越活跃, 越有利于抑制企业的金融资产配置行为, 表现为“激浊扬清”效应。综上分析, 本文提出以下两个竞争性假设:

假设 2a: 内部资本市场活跃度对企业金融资产配置存在“推波助澜”效应。

假设 2b: 内部资本市场活跃度对企业金融资产配置存在“激浊扬清”效应。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到数据的可得性, 本文选择 2009—2017 年我国沪深上市公司作为研究对象, 剔除了金融业、房地产业、数据缺失、ST 类、存在异常值以及资产负债率大于 1 的样本。经过以上处理, 本文共得到 9 956 个样本观测值。为了满足研究需要, 本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文中的集团内关联方资金往来金额、样本公司财务数据、公司治理数据以及金融资产配置相关数据主要来源于国泰安数据库, 内部资本市场数据则从中国财务公司协会以及《中国企业集团财务公司年鉴》中查询财务公司名录及其成立时间和实际控制人, 由实际控制人找到其控制的上市公司, 以此将财务公司与上市公司相匹配。

(二) 变量定义

1. 解释变量: 集团内部资本市场

本文主要涉及内部资本市场的存在性与活跃度两个维度。对于内部资本市场存在性, 主要有两种测度方式: 一种是以是否属于某集团来反映, 这种方法比较粗糙, 泛化了内部资本市场的内涵; 另一种是以集团是否存在财务公司来表征, 这种方式相对比较严格。本文借鉴吴秋生和黄贤环(2017)、祁怀锦和万滢霖(2018)等研究, 根据集团或上市公司是否设有财务公司来判断内部资本市场的存在性(Fc)。这是因为, 财务公司通过发挥资金归集、金融服务等职能, 实现内部资本市场的功效, 是集团内部资本市场的运作平台(吴秋生和黄贤环, 2017; 祁怀锦和万滢霖, 2018)。若样本公司所在集团或自身设有财务公司, 则说明存在内部资本市场, Fc 赋值为 1, 否则赋值为 0。根据祁怀锦和万滢霖(2018)等研究, 集团内部关联资金往来程度能够比较客观地反映

内部资本市场的活跃度。因此,本文采用集团内部关联资金往来交易金额来衡量内部资本市场活跃度(Icm),以“当期关联资金往来交易金额/当期资产总额”计算得到,其数值越大说明内部资本市场活跃度越高。

2. 被解释变量: 金融资产配置

对于金融资产的界定,当前学术界并未达成统一的认识。借鉴 Demir(2009)以及张成思和张步昙(2016)的研究,本文将交易性金融资产、衍生金融工具、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、长期股权投资、应收股利和应收利息以及投资性房地产纳入金融资产的范畴。考虑到衍生金融工具、发放贷款及垫款、应收股利和应收利息等数据缺失严重且金额相对较小,本文以“(交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额”来计算实体企业金融资产配置程度(Fin)。

3. 控制变量

借鉴 Davis(2018)、彭俞超等(2018)等研究,本文控制了企业基本面特征、金融发展程度以及年度和行业等因素。(1)企业规模($Size$),等于资产总额的自然对数;(2)财务杠杆(Lev),等于负债总额除以资产总额;(3)自由现金流状况(Fcf),等于经营活动产生的现金净流量除以资产总额;(4)金融发展程度(Fd),以2013年贷款利率市场化作为分界点,2013年之前取值为0,2013年及之后为1;(5)独立董事规模($Indirect$),用独立董事在董事会中的比例来表示;(6)股权集中度($First$),用第一大股东持股比例来表示;(7)盈利能力(Roa),用总资产报酬率来表示;(8)产权性质(Soe),国有企业取值为1,否则为0;(9)发展能力($Growth$),用营业收入年度增长率来表示;(10)两职合一情况($Dual$),若董事长与总经理为同一人,则取值为1,否则为0;(11)银企关系($Relation$),用长期借款与负债总额的比值来表示;(12)净营运资本($Wcapital$),等于流动资产减去流动负债;(13)沉没成本(Sco),等于 $\ln(\text{资本性支出}/\text{职工人数}+1)$ 。

(三)模型设定

为了检验研究假设,本文建立了以下计量模型:

$$\begin{aligned} Fin_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Fc_{it}(Icm_{it}) + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Fcf_{it} + \alpha_5 Fd_{it} + \alpha_6 Indirect_{it} \\ & + \alpha_7 First_{it} + \alpha_8 Roa_{it} + \alpha_9 Soe_{it} + \alpha_{10} Growth_{it} + \alpha_{11} Dual_{it} + \alpha_{12} Relation_{it} \\ & + \alpha_{13} Wcapital_{it} + \alpha_{14} Sco_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, Fin 表示金融资产配置程度, Fc 表示是否存在内部资本市场, Icm 表示内部资本市场活跃度。若 α_1 显著为负,则内部资本市场能够有效抑制企业金融资产配置,表现为“激浊扬清”效应,反之则表现为“推波助澜”效应。 ε 为模型扰动项。

五、实证结果分析

(一)描述性统计

描述性统计结果显示,实体企业金融资产配置程度(Fin)的最大值为0.886,最小值趋近于0,均值为0.231,25%分位数为0.035。这表明样本公司都在不同程度上持有金融资产,表现为不同程度的金融化现象。内部资本市场存在性指标(Fc)的最大值为1,最小值为0,均值为0.176。这表明17.6%的样本公司成立了财务公司,搭建了内部资本市场。内部资本市场活跃度指标(Icm)的最大值为0.564,最小值为0,均值为0.053,标准差为0.097。这表明样本公司的内部资本市场活跃度存在一定的差异。样本公司的财务杠杆(Lev)、现金流水平(Fcf)、独立董事规模($Indirect$)、股权集中度($First$)、企业发展能力($Growth$)、净营运资本($Wcapital$)和沉没成本(Sco)都存在较大的差异,可能影响企业金融资产配置行为。此外,研究样本涉及农林牧渔业、采矿业、制造业、电力、

热力、燃气、水生产和供应业、建筑业以及批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业、信息传输、软件和信息技术服务等17个大类行业。其中,制造业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业、信息传输、软件和信息技术服务业的样本居多。作为实体企业的最主要部分,制造业在产能过剩、市场压缩、主业利润下滑的过程中,更加倾向于从金融和房地产行业获取高额收益,金融化和脱实向虚现象更加明显。

(二)实证结果分析

表1报告了内部资本市场与实体企业金融资产配置的回归结果。从列(1)和列(2)中可以看出,无论是否加入相关控制变量,内部资本市场存在性的回归系数都不显著。这可能是因为,内部资本市场能否发挥作用,需要看其运行状况;此外,内部资本市场缓解融资约束、降低融资成本等正向效应与“交叉补贴”、“平均主义”和“掏空”等负向效应交织存在,最终使其作用变得不显著。从列(3)和列(4)中可以看出,在未加入相关控制变量时,内部资本市场活跃度的回归系数为0.197,在1%的水平上显著;在加入相关控制变量之

表1 集团内部资本市场与企业金融资产配置

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Fc</i>	0.002 (0.416)	0.001 (0.267)		
<i>Icm</i>			0.197*** (9.438)	0.129*** (7.880)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制
<i>Cons</i>	0.024 (0.866)	0.256*** (6.435)	0.016 (0.604)	0.219*** (5.582)
<i>N</i>	9 956	9 956	9 956	9 956
<i>adj. R</i> ²	0.278	0.610	0.285	0.613

注:括号内为*t*值,*、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%的水平上显著。下表同。

后,内部资本市场活跃度的回归系数为0.129,也在1%的水平上显著。这表明内部资本市场越活跃,实体企业的金融资产投资越多,表现为“推波助澜”效应。这也说明内部资本市场的“多币效应”和“活钱效应”提升了集团成员企业的资金可获得性,使其能够迅速获取资金用于金融资产投资,而这种助推效应会伴随内部资本市场活跃度的上升而增强。同时,内部资本市场事实上是一个尚未打开的黑箱,集团控股股东或大股东和企业高管能够通过内部资本市场关联交易来获取私利,进而助推企业金融资产配置行为。因此,假设2a得到验证。

(三)稳健性分析

1. 内生性问题

(1)以是否存在财务公司来衡量内部资本市场的存在性,可能存在样本自选择问题。因此,本文采用倾向得分匹配法(PSM)来检验集团内部资本市场存在性与企业金融资产配置的关系。我们根据企业或所属集团是否成立财务公司的影响因素研究,通过逐步回归的方式,选择企业规模(*Size*)、现金流特征(*Fcf*)、盈利能力(*Roa*)以及营运资金状况(*Wcapital*),对集团内部资本市场存在性进行Logit回归,计算出倾向得分;然后,对处理组和控制组样本进行共同支撑假设和平行假设检验;最后,根据倾向得分,采用最近邻匹配法来匹配样本,进行平均处理效应检验。PSM检验结果与上文结论一致。

(2)上文的检验控制了公司财务特征、公司治理特征以及外部宏观环境等,但仍可能存在遗漏关键变量所导致的内生性问题。同时,集团内部资本市场活跃度与企业金融资产配置之间可能存在反向因果关系所导致的内生性问题。鉴于以上问题,本文采用内部资本市场活跃度的滞后一期作为工具变量进行2SLS回归,仍得到与上文一致的结论。

(3)由于集团内部资本市场对企业金融资产配置的影响可能存在滞后性,本文采用解释变量的滞后一期对企业金融资产配置进行回归,仍得到与上文一致的结论。

2. 子样本回归

作为一种投资活动,实体企业金融资产配置受到外部宏观经济环境和金融环境的影响。始

于 2007 年底的金融危机对我国宏观经济形势和企业投融资活动产生了重要影响,而这种影响在 2012 年基本消失。因此,我们仅选择 2013—2017 年子样本数据进行稳健性检验,结果与上文一致。

3. 改变金融资产配置的度量方式

(1) 根据企业会计准则的规定,投资性房地产并不属于金融资产范畴,只是现实中存在“炒房”行为,使其具有金融资产的属性。因此,在计算金融资产配置程度时,我们不考虑企业对投资性房地产的投资额。重新回归后的结果与上文一致。

(2) 借鉴张成思和张步云(2016)的研究,我们采用金融活动获利占比来测度企业金融资产配置程度,以“(投资收益+公允价值变动损益+汇兑收益)/利润总额”计算得到。金融活动获利占比越大,金融资产配置程度越高。重新回归后,我们仍得到与上文一致的结论。

六、进一步分析

(一) 集团内部资本市场是优化资源配置还是导致资源错配

上文研究表明,内部资本市场活跃度能显著影响企业金融资产配置行为,表现为“推波助澜”效应,这势必影响企业业绩。内部资本市场具有“多币效应”和“挑选优胜者效应”(Shin 和 Stulz, 1998; 王峰娟和栗立钟, 2013)。若内部资本市场是有效的,则集团通过“挑选优胜者”,将资金配置给有好投资项目的企业,能够提升企业业绩;相反,若内部资本市场是无效的,助推企业金融资产配置则会造成集团资源的错配,降低企业业绩。为了识别内部资本市场是优化资源配置还是导致资源错配,本文构建了以下中介效应模型:

$$Roa_{it}(Roe_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Icm_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Icm_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Roa_{it}(Roe_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Icm_{it} + \alpha_2 Fin_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,企业业绩使用总资产报酬率(Roa)和净资产收益率(Roe)来表示, $Controls$ 表示控制变量集合。如表 2 所示,无论是以总资产报酬率还是净资产收益率来反映企业业绩,内部资本市场活跃度都会通过助推企业金融资产配置,降低企业业绩。这表明内部资本市场并没有优化资源配置,不存在“挑选优胜者效应”,反而造成资源错配。

表 2 集团内部资本市场是优化资源配置还是导致资源错配

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Roa	Fin	Roa	Roe	Fin	Roe
Icm	-0.010** (-2.010)	0.128*** (7.808)	-0.012** (-2.272)	-0.049*** (-3.714)	0.128*** (7.808)	-0.055*** (-4.156)
Fin			0.011*** (3.407)			0.047*** (5.716)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$cons$	-0.160*** (-12.966)	0.202*** (5.182)	-0.162*** (-13.133)	-0.473*** (-14.956)	0.202*** (5.182)	-0.482*** (-15.258)
N	9 956	9 956	9 956	9 956	9 956	9 956
$adj. R^2$	0.280	0.612	0.281	0.174	0.612	0.176

(二)集团内部资本市场影响企业金融资产配置的机制检验

1. 可用资金水平的机制检验

集团成员企业能够享受集团“资金池”或财务公司所带来的资金融通效应。内部资本市场有助于减少集团成员之间的信息不对称,缓解成员企业的融资约束(潘俊等,2015;蔡卫星等,2019)。集团成员企业既可从外部获取信贷资金和权益资金,又能从内部资本市场获得资金,从而资金比较宽裕(潘俊等,2015)。而这会使集团成员企业倾向于具有高收益的金融资产投资。当外部金融生态环境较差或者宏观经济形势不佳时,外部融资渠道受阻,集团成员企业能够从内部资本市场获取资金以满足自身需求。若内部资本市场比较活跃,则集团内部资金被有效盘活、流动加快,成员企业可用资金水平上升,进而金融资产投资增加。因此,内部资本市场活跃度影响企业金融资产配置的可能路径为:集团内部资本市场活跃度—可用资金水平—金融资产配置程度。为了检验以上路径是否成立,本文构建了中介效应模型进行检验。其中,中介变量企业可用资金水平用 $Fincon$ 表示,等于期末现金及现金等价物之和除以资产总额。这是因为,期末现金及现金等价物代表企业随时可动用的资金,反映金融资产配置的资金支持程度。控制变量与上文一致。如表 3 中列(1)—列(3)所示,中介效应检验结果显著,且这种中介效应占总效应的比例为 8.67%。这说明内部资本市场活跃度的确通过提升集团成员企业的可用资金水平,促进了金融资产配置行为。

表 3 机制检验结果

	可用资金水平				两类代理问题					
	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Fin	$Fincon$	Fin		Fin	$First$	Fin	Fin	$Manage$	Fin
Icm	0.129*** (7.880)	0.094*** (6.690)	0.118*** (7.219)	Icm	0.124*** (7.584)	0.119*** (7.610)	0.129*** (7.880)	0.129*** (7.880)	0.036*** (4.928)	0.130*** (7.955)
$Fincon$			0.119*** (10.183)	$First$			-0.043*** (-4.088)	-0.043*** (-4.088)	-0.037*** (-8.043)	-0.044*** (-4.211)
控制变量	控制	控制	控制	$Manage$						-0.038* (-1.687)
$cons$	0.219*** (5.582)	0.176*** (5.252)	0.198*** (5.065)	控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	9 956	9 956	9 956	$cons$	0.232*** (5.927)	-0.302*** (-8.044)	0.219*** (5.582)	0.219*** (5.582)	0.476*** (27.301)	0.237*** (5.830)
$adj. R^2$	0.613	0.354	0.617	N	9 956	9 956	9 956	9 956	9 956	9 956
				$adj. R^2$	0.612	0.186	0.613	0.613	0.330	0.613

2. 代理关系的机制检验

集团内部股权关系比较复杂,代理问题相对比较严重,控股股东和大股东侵占中小股东利益以获取控制权私利,管理层利用关联交易掏空集团以获取管理权私利(Hsu 和 Liu, 2018; 叶康涛和曾雪云,2011)。作为集团资金融通的重要平台,内部资本市场往往成为控股股东和管理层获取私利的重要渠道。内部资本市场越活跃,这种代理问题可能越严重,管理层越可能通过内部资本市场获取资金,投向能够获得高收益的金融资产。企业对金融资产投资存在“重奖轻罚”的现象,当金融资产投资失败时,管理层会将其归因为市场风险等外部环境的变化,从而进一步刺激金融资产配置行为(杜勇等,2017)。因此,内部资本市场活跃度还可能通过以下路径影响企业金融资产配置:集团内部资本市场活跃度—代理问题—金融资产配置程度。而代理问题有两类,一类是大股东与中小股东之间的,另一类是高管与所有者之间的。

本文构建了中介效应模型来检验以上路径是否成立。其中,中介变量代理问题的严重程度用 *Agency* 表示,以第一大股东持股比例(*First*)来反映大股东与中小股东之间的代理问题,以管理费用率(*Manage*)来反映高管与所有者之间的代理问题。第一大股东持股比例越高,大股东在企业决策中越有话语权,其他股东越难制衡其行为决策;而管理费用率反映管理层在职消费所引起的代理问题,体现了高管和所有者之间的利益冲突。控制变量与上文一致。如表 3 中列(4)~列(9)所示,内部资本市场活跃度通过加重代理问题,促使企业大股东和高管增加金融资产投资,以获取控制权和管理权私利。

(三)环境因素的影响

1. 产权性质

与非国有企业相比,国有企业的资产体量大,具有良好的政治关系,且往往是关系国计民生的企业,因而更容易获得银行等金融机构的信贷资金(杜勇等,2017;彭俞超等,2018)。在我国的市场经济环境下,银行等金融机构表现出“嫌贫爱富”的特征,非国有企业难以从银行获取所需的信贷资金。集团内部资本市场则以股权为链接,能够有效调节集团成员资金余缺,满足集团成员资金需求。国有企业既能从银行取信贷资金,又能从集团内部资本市场获取资金(吴秋生和黄贤环,2017)。这些资金足以满足国有企业的生产经营需要,进而转向金融资产投资(彭俞超等,2018)。本文预期,内部资本市场活跃度对国有企业金融资产配置的助推作用更强。为了检验以上预期,我们根据产权性质将样本企业划分为国有控股和非国有控股两组。如表 4 中列(1)和列(2)所示,在国有控股组中,内部资本市场活跃度的回归系数在 1% 的水平上显著为正;而在非国有控股组中,内部资本市场活跃度没有通过显著性检验。这表明内部资本市场活跃度对金融资产配置的“推波助澜”效应在国有控股企业中更加明显。

表 4 异质性分析结果

	产权性质		金融生态环境		金融资产配置行为特征		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	国有控股组	非国有控股组	好	差	短期金融资产	长期金融资产	金融资产配置增量
<i>Icm</i>	0.183*** (8.923)	0.038 (1.353)	0.146*** (7.269)	0.254*** (6.346)	-0.001 (-0.856)	0.132*** (8.046)	0.052*** (2.884)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Cons</i>	0.244*** (4.817)	0.162** (2.536)	0.462*** (11.871)	-0.025 (-0.286)	0.008** (2.267)	0.214*** (5.450)	0.120*** (2.697)
<i>N</i>	5 086	4 870	7 913	1 622	9 956	9 956	8 617
<i>adj. R</i> ²	0.605	0.660	0.524	0.521	0.011	0.616	0.249

2. 金融生态环境

实体企业金融资产投资受其资金来源的影响,而集团成员企业的可用资金受到内部资本市场和外部金融生态环境的影响(杜勇等,2017)。当外部金融生态环境较好时,除了内部资本市场外,企业还能从外部金融市场比较便捷地获取资金,以满足投资需求(吴秋生和黄贤环,2017)。而当外部金融生态环境较差时,企业外部融资渠道受限,融资成本上升,其金融资产投资的资金来源严重依赖于内部资本市场。本文预期,当金融生态环境较好时,内部资本市场对企业金融资产配置的助推作用较弱。

我国东部地区的发展历史较长,加上国家重点支持,金融生态环境相对较好;而西部地区受制于自然地理条件、地区经济发展水平、教育水平以及国家发展战略的影响,金融市场并不发

达,金融生态环境相对较差。鉴于此,本文按照我国行政区划,设置地区虚拟变量 *Region*,若上市公司所在地区为黑龙江、吉林、辽宁、北京、天津、河北、山西、山东、河南、江苏、湖北、上海、安徽、浙江、湖南、江西、福建、广东、海南等省份,则 *Region* 取值为 1,表示金融生态环境较好,否则 *Region* 为 0,表示金融生态环境较差。我们根据 *Region* 变量进行了分组检验,并考察了系数差异。表 4 报告了不同金融生态环境下,内部资本市场活跃度与企业金融资产配置之间的关系。从列(3)和列(4)中可以看出,无论金融生态环境如何,内部资本市场越活跃,企业金融资产配置程度越高,“推波助澜”效应越明显;进一步检验发现,两组样本的回归系数在 5% 的水平上存在显著差异。当金融生态环境较差时,内部资本市场对企业金融资产配置的助推作用更大。

(四)金融资产配置行为特征的异质性分析

本文进一步探讨了内部资本市场活跃度分别对短期金融资产配置、长期金融资产配置以及金融资产配置增量的影响。借鉴彭俞超等(2018)以及黄贤环等(2018)的研究,我们以“交易性金融资产/资产总额”来衡量短期金融资产(*Short*),以“(可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额”来反映长期金融资产(*Long*),金融资产配置增量(*Increase*)则以“ $\ln(\text{当期金融资产总额}/\text{当期资产总额})-\ln(\text{上期金融资产总额}/\text{上期资产总额})$ ”计算得到。从表 4 中列(5)—列(7)可以看出,内部资本市场活跃度对企业短期金融资产配置不存在显著影响,但显著提升了长期金融资产的持有量和金融资产配置增量。可见,内部资本市场活跃度对长期金融资产配置和金融资产配置增量存在“推波助澜”的效应。这可能是因为,内部资本市场活跃度高意味着集团成员企业能够比较便捷地从内部资本市场获取生产经营所需资金,而不必过多地将精力放在如何满足短期资金需求上。因此,实体企业会比较倾向于长期金融资产投资,而且金融资产投资也会逐期增加。

七、研究结论与政策建议

实现经济高质量发展,需落脚到微观企业高质量发展。而当前企业普遍存在不同程度的金融化现象,背后隐藏着较大的“脱实向虚”风险。本文选取 2009—2017 年沪深上市公司数据,实证研究了集团内部资本市场对企业金融资产配置的影响。研究表明,集团内部资本市场活跃度与企业金融资产配置程度显著正相关,表现为“推波助澜”效应;集团内部资本市场并没有发挥“挑选优胜者”的功能,反而存在资金错配现象。这种效应的作用路径为:集团内部资本市场活跃度—可用资金水平—企业金融资产配置程度,以及集团内部资本市场活跃度—代理问题—企业金融资产配置程度。进一步研究发现,集团内部资本市场活跃度对金融资产配置的“推波助澜”效应在国有企业中以及金融生态环境较差时比较明显。此外,集团内部资本市场活跃度对企业长期金融资产配置和金融资产配置增量存在显著影响,对短期金融资产配置则不存在显著影响。

基于以上研究结论,本文提出以下政策建议:(1)内部资本市场是集团内部资金融通的重要平台和枢纽,能够产生“多币效应”和“活钱效应”,满足集团成员资金需求。伴随我国企业“大型化、集团化”的发展,应积极发挥集团内部资本市场对外部市场的替代作用,盘活集团资金,促进内部资金融通,提升资金使用效率。(2)实体企业从集团内部资本市场获取资金进行金融资产投资,是一项偏离主业的高风险资金配置行为,不利于未来主业发展。同时,金融领域的高风险很可能传染至集团其他成员企业,增加集团整体风险。因此,集团总部可建立财务共享中心,实现业财一体化,实时跟踪集团成员企业资金的流向,充分利用大数据信息技术,全过程监控集团成员企业的资金配置方向,在发挥内部资本市场积极作用的同时,加强对内部资本市场资金流向

的监督。(3)集团内部资本市场活跃度通过影响可用资金水平和代理问题,助推企业金融资产配置行为。因此,应关注集团内部大股东与中小股东以及高管与所有者之间的代理问题。可采用分散化的股权方式,制衡大股东的行为决策,避免大股东为追求私利而侵害其他股东利益;同时,强化对高管的薪酬和股权激励,减少高管代理问题所带来的投资决策偏差。(4)集团和政府部门应加强对内部资本市场关联交易及其资金流向的监督,并考虑产权性质差异和金融资产配置行为差异,尤其关注上市公司所在地区差异。此外,应注意到金融生态环境较差时,集团内部资本市场对企业金融资产配置的助推作用更强。

参考文献:

- [1]安磊,沈悦,余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 山西财经大学学报, 2018, (12): 30-44.
- [2]蔡卫星,倪晓然,赵盼,等. 企业集团对创新产出的影响: 来自制造业上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019, (1): 137-155.
- [3]杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响: 促进还是抑制[J]. 中国工业经济, 2017, (12): 113-131.
- [4]黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018a, (12): 100-112.
- [5]黄贤环,吴秋生,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”: 风险、动因及治理[J]. 财经科学, 2018b, (11): 83-94.
- [6]柳永明,罗云峰. 外部盈利压力、多元化股权投资与企业的金融化[J]. 财经研究, 2019, (3): 73-85.
- [7]潘俊,王亮亮,吕雪晶. 金融生态环境、内部资本市场与公司现金策略[J]. 管理评论, 2015, (5): 58-69.
- [8]彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018, (1): 137-155.
- [9]祁怀锦,万滢霖. 《物权法》、内部资本市场与企业融资约束[J]. 经济学动态, 2018, (11): 88-102.
- [10]王峰娟,粟立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自 H 股多分部上市公司的证据[J]. 会计研究, 2013, (1): 70-75.
- [11]吴秋生,黄贤环. 财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解[J]. 中国工业经济, 2017, (9): 156-173.
- [12]叶康涛,曾雪云. 内部资本市场的经济后果: 基于集团产业战略的视角[J]. 会计研究, 2011, (6): 63-69.
- [13]张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, (12): 32-46.
- [14]Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States[J]. *Metroeconomica*, 2018, 69(1): 270-307.
- [15]Demir F. Financialization and manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: Evidence from an emerging market[J]. *Review of Development Economics*, 2009, 13(4): 592-609.
- [16]Hsu A W, Liu S H. Parent-subsidiary investment layers and the value of corporate cash holdings[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2018, 51(3): 651-681.
- [17]Onaran Ö, Stockhammer E, Grafl L. Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2011, 35(4): 637-661.
- [18]Ricetti L, Russo A, Gallegati M. Financialisation and crisis in an agent based macroeconomic model[J]. *Economic Modelling*, 2016, 52: 162-172.
- [19]Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 111-133.
- [20]Seo H J, Kim H S, Kim Y C. Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D investment[J]. *Asian Economic Papers*, 2012, 11(3): 35-49.

- [21]Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(4): 391—405.
- [22]Shin H H, Stulz R M. Are internal capital markets efficient?[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(2): 531—552.
- [23]Sokol M. Financialisation, financial chains and uneven geographical development: Towards a research agenda[J]. *Research in International Business and Finance*, 2017, 39: 678—685.

Group Internal Capital Market and Financial Asset Allocation: “Add Fuel to the Fire” or “Drive out Evil and Usher in Good”

Huang Xianhuan, Wang Yao

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

Summary: This paper selects 2009-2017 data to investigate the relationship between the existence and activity of the internal capital market of the group and the financial asset allocation of enterprises. It is found that there is no significant relationship between the existence of the internal capital market and the financial asset allocation of enterprises, but there is a significant positive correlation between the activity degree of the internal capital market and the financial asset allocation of enterprises, which is shown as a “booster” effect. The internal capital market promotes the financial asset allocation by influencing the available funds and agency of enterprises. Further research shows that the activity of the internal capital market has a more obvious effect on the financial asset allocation of the state-owned holding group and the group with poor financial ecological environment. At the same time, there is a significant positive correlation between the activity of the internal capital market and the long-term financial asset allocation and the increment of financial asset allocation, but there is no significant impact on the short-term financial asset allocation.

This paper puts forward the following suggestions: (1)The internal capital market of the group can produce the “multi currency effect” and “live money effect” to meet the capital demand of group members, so the important role of the internal capital market in activating the group capital should be actively played. (2) Through strengthening the examination and approval of investment projects of group member enterprises, and establishing the financial sharing center, big data information technology should be used to monitor the capital allocation direction of group member enterprises in the whole process to strengthen the supervision of capital flow in internal capital market. (3)In order to avoid the unreasonable investment decisions made by large shareholders in pursuit of private interests and the infringement of the interests of other shareholders, the decentralized equity method should be adopted to check and balance the behavior decisions of large shareholders; meanwhile, compensation and equity incentive for senior managers should be strengthened to restrain the investment decision bias caused by the agency problem of senior managers. (4) The differences of the nature of property rights and the financial ecological environment should also be considered in the supervision of related transactions and capital flows in the capital market within the group.

The contributions of this paper are as follows: (1)It brings single enterprise into the whole category of

group, and examines the influence of the existence and activity of the internal capital market on the financial asset allocation of enterprises, which makes up for the deficiency of the existing literature, and better opens the “black box” of the financial asset allocation of group members. (2) It digs out two influence paths of the activity degree of the internal capital market on the financial asset allocation of enterprises, which can reveal the mechanism and deeper logic of the internal capital market on the financial asset allocation of enterprises. (3) The consideration of cross-sectional characteristics can reveal the constraints of the internal capital market on the financial asset allocation of enterprises; the identification of the effectiveness of the internal capital market and the consideration of the characteristics of different dimensions of the financial asset allocation of enterprises are conducive to the in-depth understanding of the relationship between the two and its economic consequences, and provide necessary reference for the classification of enterprises to deal with the problem of financing.

Key words: internal capital market; financial asset allocation; finance company; financialization

(责任编辑 康 健)

(上接第 110 页)

Through the impact mechanism test, it is found that the listed companies try to overcome the adverse impact caused by macroeconomic policy uncertainty with the help of related party transactions, so as to achieve stable development. Through the exclusive interpretation, it is found that related parties do not make use of the specific external environment caused by macroeconomic policy uncertainty to make related parties exist as the “grasping hand” of interests. Further research shows that with the increase of macroeconomic policy uncertainty, beneficial related party transactions increase significantly. Finally, it is found that a good legal environment and the political connection background of managers can help to reduce the dependence of enterprises on related party transactions.

This paper not only provides a new theoretical basis and empirical evidence for exploring how macroeconomic policy uncertainty affects the micro-transaction behaviors of enterprises. Moreover, it is also helpful to recognize the potential value and possible risks of related party transactions in a specific business environment, so as to help the regulatory authorities develop more effective regulatory models for related party transactions.

Key words: macroeconomic policies; uncertainty; related party transactions; equity pledge

(责任编辑 康 健)