

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2024.05.003

产业政策与系族资金配置^①

宣扬¹, 靳庆鲁^{2*}, 连立帅³

(1. 上海对外经贸大学会计学院, 上海 201620; 2. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433;
3. 上海财经大学会计学院, 上海 200433)

摘要: 系族如何根据产业政策配置内部资金? 基于 2004 年—2017 年的上市公司系族数据, 研究显示, 民营系族将内部资金从非扶持企业配置到产业政策扶持的企业中, 并且流入扶持企业的系族资金显著改善了企业业绩。上述结果表明, 民营系族在逐利动机的驱使下, 通过配置系族资金来把握产业政策带来的投资机会, 提升系族价值。国有系族中并未发现类似现象, 研究显示, 国有系族的资金配置更多受到高管晋升动机的驱动。文章丰富了系族(企业集团)与产业政策等领域的文献积累, 为企业制定与实施集团战略提供了一定启示。

关键词: 系族; 资金配置; 产业政策

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2024)05-0037-23

0 引言

企业集团在各国特别是新兴市场的经济发展中扮演着重要角色^[1]。研究表明, 企业集团可发挥内部资本市场的资金融通功能, 将资金配置到投资机会较好的企业与项目中, 缓解优质企业的融资约束, 提升集团整体价值^[2-5]。但另一方面, 控股股东可能通过企业集团复杂的股权层级进行掏空, 损害集团价值^[6-8]。现有研究对企业集团的作用尚未形成一致认识。

我国企业集团的控制人经常同时控制两家或两家以上的上市公司, 企业集团呈现出鲜明的“系族”特征^[9]。系族内部资本市场的资金配置呈现何种特征? 政府的经济调控作为我国企业面临的重要制度因素, 又将如何影响系族资金配置? 上述问题的探讨有助于深入理解系族在中国市场中的作用, 为企业制定与实施集团战略提供借鉴。

不同于以往研究, 本文通过产业政策视角分

析系族资金的配置特征。产业政策是政府调控产业发展的重要手段。相比于没有获得政策扶持的企业, 产业政策为扶持企业带来了更多的财务资源^[10-12], 改善了扶持企业的投资机会^[13, 14]。产业政策因而可能影响我国系族的内部资金配置。一方面, 产业政策对扶持企业投资机会的改善为系族资金提供了合意的投资去向, 系族可能“顺势而为”, 将内部资金配置到产业政策扶持的企业中。另一方面, 产业政策给扶持企业带来的财务资源也为控股股东掏空创造了条件, 系族可能“逆势而动”, 将扶持企业的财务资源转移到系族其他企业。本文还进一步考虑了不同产权性质系族的行为差异。民营企业的逐利动机更强, 也更容易遭遇融资约束, 国有企业的决策则更多受到高管政治晋升动机的影响。这些特征差异导致民营与国有系族的资金配置行为存在区别。

基于手工搜集的系族数据与 CSMAR 数据库提供的逐笔关联交易数据, 实证结果表明, 不同于

① 收稿日期: 2019-03-24; 修订日期: 2022-11-22。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72032003; 72102141); 教育部人文社会科学重点研究基地资助重大项目(22JJD790094); 教育部人文社会科学资助项目(20YJC630177); 高等学校学科创新引智计划资助项目(B18033); 中国博士后科学基金资助项目(2020M671065); 上海市教育委员会科研创新计划资助重大项目。

通讯作者: 靳庆鲁(1972—), 男, 山东菏泽人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: acjql@mail.shufe.edu.cn

国有系族、民营系族将资金从非扶持企业配置到产业政策扶持的企业中,表现出“顺势而为”的资金配置特征。采用 Heckman 两步法缓解自选择偏差、通过系族成员变动构造双重差分模型以及改变变量度量方式后,上述结论仍然成立。进一步检验显示:业务多元化削弱了民营系族“顺势而为”的资金配置特征;当民营系族内盈利性最高的企业是扶持企业,或扶持企业的融资约束较强,或非扶持企业的资金相对充裕时,“顺势而为”的资金配置特征更加明显;虽然系族资金流出使得非扶持企业业绩有所下滑,但获得系族资金的扶持企业业绩显著改善。上述结果表明,“顺势而为”的资金配置可以帮助民营系族把握产业政策带来的投资机会,提升系族整体业绩。对国有系族的分析则显示:当高管晋升动机较强、或企业资源较少时,系族资金配置同样呈现出“顺势而为”的特征;并且,官方媒体对于获得系族资金的扶持企业的报道语调更加正面。这些结果表明,国有系族的内部资金配置主要受到高管晋升动机的影响。

本文的研究贡献体现在如下方面。首先,拓展了企业集团的相关文献。现有文献大多通过对比系族与非系族企业在融资约束、财务业绩等方面的差异,间接推断系族的资金配置行为,而本文直接分析了系族如何在不同企业间进行资金配置及其业绩后果,更清晰、明确地体现系族(企业集团)的作用。其次,本研究表明,国有与民营系族的资金配置存在明显差异,国有系族的资金配置主要受到高管晋升动机的驱动,而民营系族的内部资本市场运行更符合“效率观”的预测。本文的发现丰富了控股股东产权性质与企业集团效率的相关文献。

其次,丰富了产业政策与微观企业行为的相关研究。现有文献大多关注企业如何通过自身的现金持有、银企关联、多元化、策略性创新等行为来应对产业政策^[14-17]。本研究在集团层面上考察控股股东如何根据产业政策在集团成员之间配置资金,将产业政策与微观企业行为的研究从企业内部延伸至企业之间,在研究视角上有所拓展。

最后,政府的经济调控是新兴转轨市场中企业经营面临的重要制度特征,本文的发现提供了民营系族通过内部资金配置主动应对产业调控的经验证据,有助于理解新兴转轨市场中企业集团

的独特作用。实践层面上,本文的研究发现为企业制定与实施集团战略、优化资源配置效率提供了启示。

1 理论分析与假说提出

在经济发展与国家建设过程中,政府无法同时对所有产业进行调整与升级,而是需要甄别出能促进生产要素更快积累、对经济持续发展贡献更大的行业,通过产业政策将有限资源优先配置到这些行业,实现经济调控目的^[18]。产业政策通过资源获取与投资机会两条渠道对企业产生影响。一方面,政府在配置信贷资金、财政补贴等资源时会对产业政策扶持行业中的企业有所倾斜。相比于非扶持企业,产业政策扶持企业获得了更多的信贷、政府补贴等财务资源,较少受到融资约束困扰^[10-12]。另一方面,产业政策降低了行业内各企业共同投资的协调成本,行业研发与创新也有所增长,协调成本的降低与知识溢出效应拓展了企业的投资集^[13],产业政策扶持企业的投资机会因而增加^[14]。

系族可通过内部资本市场应对产业政策的上述影响,而系族动机的差异又将导致资金配置特征的不同。“效率观”认为企业集团可发挥“优胜者选拔”功能,通过内部资本市场为优质企业提供资金^[2,3]。出于提升整体业绩的目的,系族可通过内部资本市场将资金配置到未来盈利机会更好的项目和企业中。相比于非扶持企业,产业政策扶持的企业具有更好的投资机会^[13,14]。当扶持企业财务资源的增加不足以完全满足该企业新增的投资机会时,系族可将非扶持企业的资金配置到扶持企业中。虽然系族资金流出可能导致非扶持企业的业绩有所下滑,但系族资金流入可以帮助扶持企业把握投资机会,改善系族资金创造利润的效率,提升系族整体盈利性。可见,“效率观”认为在逐利动机的驱使下,系族资金从非扶持企业流入扶持企业,表现出“顺势而为”的配置特征。

“代理观”则认为复杂的股权层级使得企业集团成为控股股东的掏空工具^[6-8]。代理动机下,系族内部资本市场的资金配置并非以投资机会为指引,而是受到财务资源的影响。掏空是控股股东

对财务资源的占用,给定控股股东持股比例,财务资源比较充裕的企业更可能被控股股东掏空。扶持企业在产业政策的帮助下获得了信贷资金、政府补贴等财务资源,为控股股东掏空提供了条件。因而,控制其他因素的情况下,掏空动机可能导致系族资金从财务资源充裕的扶持企业流向其他企业,表现出“逆势而动”的配置特征。

不同产权性质企业的经营目标与经营环境存在较大区别,导致了系族资金配置特征的差异。民营系族控股股东的经营目标主要体现为利润最大化,高管的货币薪酬激励也多与企业利润挂钩。值得注意的是,相比于国有企业,民营企业长期以来面临着融资困境,存在较强的融资约束^[19,20]。融资约束是制约企业提升投资效率与价值创造的重要瓶颈^[21]。即便在产业政策的扶持下,民营企业获得的财务资源仍然少于国有企业^[11]。这就更加凸显了民营系族内部资本市场的重要作用,民营系族的企业因而可能更依赖于系族资金缓解融资约束、为投资项目提供资金支持。因此,“效率观”预测民营系族呈现出“顺势而为”的资金配置特征,政策扶持企业会获得系族资金以抓住产业政策带来的投资机会,提升系族价值。而“代理观”则预测民营系族将政策扶持企业的财务资源转移至其他企业,表现出“逆势而动”的特征。根据上述分析,提出研究假说 H1a 与研究假说 H1b。

H1a 相比产业政策非扶持企业,民营系族中的政策扶持企业会获得更多的系族资金,表现出“顺势而为”特征。

H1b 相比产业政策非扶持企业,民营系族中的政策扶持企业会获得更少的系族资金,表现出“逆势而动”特征。

除了利润最大化之外,国有企业往往还承担着促进地方经济增长、维持社会稳定等职责,能否完成这些职责与国有企业高管的晋升息息相关^[22]。相比于货币薪酬,国有企业高管更重视政治晋升,政治动机对国有企业高管行为的影响,有时甚至比经济利益更重要^[23]。产业政策的有效推进是政府重要的工作目标^[24]。在晋升动机的驱使下,国有企业高管倾向于通过兴建厂区、开设投资项目等方式,向公众及上级释放积极实施产业政策的信号,以提高自身显示度,在晋升竞争中占据优势^[25]。当企业内部资金难以支持建设、投资需

要时,企业高管将寻求系族资金的帮助。在资源受限的情况下,国有系族高管也倾向于将系族内其他企业的资金配置给政策扶持企业,建设一批标志性工程、项目,彰显对于政府产业政策的积极响应,增加系族高管在上级政府及公众眼中的显示度。根据这一逻辑,高管晋升动机将导致系族资金更多流入产业政策扶持企业,呈现“顺势而为”特征。

另一方面,国有系族还承担着维持社会稳定等职责,在配置资金时会向承担较多职责的企业倾斜^[26]。相比于政策扶持企业,非扶持企业获得的财务资源较少。当内部资源难以支持国有企业承担社会责任时,企业可能寻求系族帮助,使得国有系族资金从扶持企业流入非扶持企业,呈现“逆势而动”的资金配置特征。根据上述分析,提出假说 H2a 与假说 H2b。

H2a 相比产业政策非扶持企业,国有系族中的政策扶持企业会获得更多的系族资金,表现出“顺势而为”特征。

H2b 相比产业政策非扶持企业,国有系族中的政策扶持企业会获得更少的系族资金,表现出“逆势而动”特征。

值得注意的是,国有企业在资源获取方面的优势可能会削弱上述特征。相比于民营企业,产业政策给国有企业带来了更多的财务资源^[10,11]。如果这些资源足以支持国有系族内扶持企业的投资及建设需求,那么政策扶持企业对于国有系族资金的依赖将会降低,弱化“顺势而为”的资金配置特征。另一方面,各级政府配置资源时会将社会责任承担纳入考量,如果政府提供的资源足以支持国有企业承担各类职责,非扶持企业对于系族资金的依赖也会被削弱,淡化“逆势而动”的资金配置特征。综上,国有系族的内部资金配置受到高管晋升动机与资源优势的共同影响,最终呈现何种特征是一个实证问题。

2 研究设计

2.1 研究模型与变量衡量

参照 Chen 等^[26]以及李增泉等^[27]的研究设计,本文通过模型(1)对研究假说进行检验。

$$Net_Capital_{i,t} = \alpha_1 IP_{i,t} + \sum \beta_k Controls_{i,t-1} + \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中 $Net_Capital$ 变量表示上市公司与系族内其他上市公司的资金往来总和. 参考 Jian 和 Wong^[28] 的衡量方法, 计算公式为 $Net_Capital = [(应付资金 + 应付账款 + 应付票据 + 预收账款 + 应付负债 + 其他应付款) - (应收资金 + 应收账款 + 应收票据 + 预付账款 + 应收负债 + 其他应收款)] / 总资产$, 其中, 应付资金、应付账款、应收资金、应收账款等各项度量资金往来的变量为企业与系族内其他上市公司资金往来的总和. $Net_Capital$ 变量反映了企业通过系族获得的来自其他上市公司的资金, 大于 0 时表示系族将其他上市公司的资金配置到该企业, 小于 0 则表示该企业资金流入系族其他上市公司, 等于 0 则意味着系族其他上市公司与该企业未发生净资金流动. 出于解释便利的考虑, 本文将 $Net_Capital$ 变量乘以 100, 这一变化并不影响回归结果的统计显著性.

IP 是度量产业政策的虚拟变量, 参考 Chen 等^[10]、陆正飞和韩非池^[14]、祝继高等^[15] 等的做法. 若企业所处行业在相应时段内被政府的“五年规划”明确支持发展, 则取值为 1, 否则取值为 0. 本文根据行业代码前三位来区分不同行业是否受到政府扶持, 如 A03(林业)、B05(黑色金属矿采选业)、C81(医药制造业)等.

$Controls$ 为一系列控制变量, 包括公司规模 ($Size$)、托宾 Q (Q)、销售收入增长率 ($Sales$)、股票收益率 ($Return$)、总资产净利率 (ROA)、现金持有比率 ($Cash$)、信贷比率 ($Loan$)、政府补贴比率 ($Subsidy$)、董事长与总经理二职合一 ($Dual$)、独立董事比例 ($Indboard$)、大股东持股比例 ($First$)、行业及年度固定效应等. 表 1 报告了主要变量的定义与计算方式. 为缓解内生性问题, 本文对所有控制变量进行了滞后一期的处理. 假说 H1a 与假说 H2a 预期 IP 变量的回归系数在民营和国有系族中显著大于 0, 而 H1b 与 H2b 则预测 IP 变量的回归系数在民营及国有系族中显著小于 0.

表 1 变量定义
Table 1 Variables definition

变量名称	符号	变量定义说明
系族资金配置	$Net_Capital$	$[(应付资金 + 应付账款 + 应付票据 + 预收账款 + 应付负债 + 其他应付款) - (应收资金 + 应收账款 + 应收票据 + 预付账款 + 应收投资 + 其他应收款)] / 期末总资产$
产业政策	IP	“五年规划”中明确提及扶持的行业取值为 1, 否则为 0
公司规模	$Size$	期末总资产的自然对数
托宾 Q	Q	$(期末股票市值 + 期末债务账面价值) / 期末总资产$
收入增长率	$Sales$	$(本期营业收入 - 上一期营业收入) / 上一期营业收入$
股票收益率	$Return$	财务年度的股票收益率
总资产净利率	ROA	净利润/期末总资产
现金持有比率	$Cash$	$(现金 + 短期投资) / 期末总资产$
信贷比率	$Loan$	$(短期借款 + 长期借款 + 一年内到期的长期借款) / 期末总资产$
政府补贴比率	$Subsidy$	政府补贴/期末总资产
两职合一	$Dual$	董事长与总理由同一人担任时取值为 1, 否则为 0
独立董事比例	$Indboard$	独立董事人数/董事会人数
大股东持股	$First$	第一大股东持股数/上市公司总股数
行业效应	$Industry$	行业虚拟变量
年度效应	$Year$	年度虚拟变量

2.2 样本选择与数据来源

本文在实证分析中主要使用了三类数据. 第一类是上市公司的财务与治理数据, 来自于 CS-MAR 上市公司研究数据库与 Wind 数据库. 第二类是上市公司关联交易的详细数据, 来自于 CS-MAR 上市公司关联交易研究数据库. 第三类是手

工搜索获取的上市公司系族数据. 参考郑国坚等^[9] 通过 CSMAR 和 Wind 数据库提供的实际控制人数据, 结合国家统计局《中国大企业集团年度发展报告》中“中国大企业集团名单”和国家国资委发布的中央国有企业, 分析上市公司年报披露的实际控制人和控制权链条, 最终确定上市公

司所属系族情况。

本文在检验假说时使用的样本期间是从2004年至2017年^②,跨越了四个“五年规划”期间。根据本文统计,2004年至2017年间我国存在311个系族,共计7564个观测值。本文按表2所示步骤对样本进行筛选:1)剔除成员企业的产业政策性质完全相同的系族,这类系族的内部资金配置并非由于产业政策导致;2)剔除金融、保险等特殊行业的企业;3)剔除资不抵债的企业;4)剔除其他数据缺失的观测值,最终得到3399个观测值,涵盖199个系族,其中民营系族67个,观测值502个,国有系族132个,观测值2897个。

3 实证结果

3.1 描述性统计

为缓解极端值的影响,本文对所有连续变量进行了1%与99%水平的缩尾处理。表3报告了主要变量的描述性统计状况。*Net_Capital*变量的均值是-0.038,标准差达到0.389,最小值是-1.522,最大值是0.916,表明系族资金在不同企业间存在较大差异。产业政策变量的均值为0.516,意味着51.6%的系族企业受到产业政策的扶持。其他变量的描述性统计显示不同企业的财务特征存在差异,需在回归分析中加以控制。

表2 样本筛选与分布

Table 2 Sampling procedure and composition

观测值	全体系族	民营系族	国有系族
初始样本	7 564	1 361	6 203
剔除产业政策同质的系族	2 989	691	2 298
剔除金融行业的企业	204	36	168
剔除资产负债大于1的观测值	155	16	139
剔除其他变量缺失的观测值	817	116	701
最终样本	3 399	502	2 897

表3 描述性统计

Table 3 Descriptive statistics

变量	观测值	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>Net_Capital</i>	3 399	-0.038	0.389	-1.522	0	0	0	0.916
<i>IP</i>	3 399	0.516	0.5	0	0	1	1	1
<i>Size</i>	3 399	22.132	1.383	18.894	21.188	21.968	22.899	26.342
<i>Q</i>	3 399	2.368	1.727	0.915	1.32	1.823	2.694	11.998
<i>Sales</i>	3 399	0.207	0.588	-0.724	-0.031	0.111	0.277	4.464
<i>Return</i>	3 399	0.345	0.832	-0.703	-0.223	0.106	0.665	3.237
<i>ROA</i>	3 399	0.03	0.057	-0.285	0.009	0.028	0.056	0.202
<i>Cash</i>	3 399	0.171	0.121	0.002	0.087	0.141	0.22	0.693
<i>Loan</i>	3 399	0.207	0.164	0	0.062	0.191	0.318	0.689
<i>Subsidy</i>	3 399	0.004	0.006	0	0	0.001	0.005	0.039
<i>Dual</i>	3 399	0.094	0.292	0	0	0	0	1
<i>Indboard</i>	3 399	0.363	0.046	0.333	0.333	0.333	0.375	0.571
<i>First</i>	3 399	0.393	0.157	0.021	0.267	0.4	0.505	0.891

② 后文在检验经济后果时使用了从2005年至2018年的样本。之所以将研究样本截止在2018年年底之前,是由于财税[2019]20号文件第4条规定,2019年2月1日至2020年12月31日(财税[2021]6号文件将有效期延长至2023年12月31日),企业集团内单位(含企业集团)之间的资金无偿借贷行为免征增值税。这一政策变动会对系族资金配置的动机与经济后果产生影响。为了更清晰地检验本文关注的研究假说是否成立、避免政策变动带来的噪音,将样本期间局限在2018年以前。

3.2 产业政策与系族资金配置

表4报告了研究假说的检验结果. 第(1)列至第(3)列没有加入任何控制变量. 其中第(2)列民营系族的回归结果显示, IP 变量的回归系数显著为正, 表明民营系族资金更多配置到产业政策扶持的企业中, 初步验证了 H1a. 该发现在经济意义上也具有一定显著性. 相比于非扶持企业, 政策扶持企业多获得的系族资金占企业总资产的平均比例为 0.057%. 样本民营系族内企业总资产均

值为 88.5 亿元, 意味着平均意义上, 政策扶持企业获得的系族资金比非扶持企业高出 504 万元, 占企业投资金额(中位数是 6 620 万元)的比例为 7.6%^③. 第(3)列结果则显示, 国有系族中 IP 变量的回归系数不显著, H2a 与 H2b 都没有得到支持. 从调整 R^2 来看, 产业政策对于国有系族资金配置的解释力比较弱. 似不相关检验的结果表明, 第(2)列与第(3)列回归结果中 IP 变量的回归系数存在显著差异.

表4 产业政策与系族资金配置

Table 4 Industrial policy and capital allocation within business group

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系族全体	民营系族	国有系族	系族全体	民营系族	国有系族
IP_t	-0.010 (-0.42)	0.057* (1.93)	-0.021 (-0.76)	0.005 (0.14)	0.088** (2.01)	-0.015 (-0.37)
$Size_{t-1}$				0.024* (1.89)	-0.003 (-0.17)	0.028* (1.96)
Q_{t-1}				0.001 (0.18)	-0.003 (-0.36)	-0.000 (-0.03)
$Sales_{t-1}$				0.013 (1.01)	0.004 (0.37)	0.017 (1.11)
$Return_{t-1}$				0.006 (0.47)	0.006 (0.36)	0.008 (0.53)
ROA_{t-1}				-0.198 (-1.15)	0.029 (0.16)	-0.274 (-1.38)
$Cash_{t-1}$				0.141* (1.68)	-0.183 (-1.56)	0.210** (2.18)
$Loan_{t-1}$				-0.056 (-0.66)	-0.030 (-0.39)	-0.067 (-0.69)
$Subsidy_{t-1}$				1.184 (0.79)	-4.271* (-1.96)	1.924 (1.18)
$Dual_{t-1}$				0.028 (0.87)	0.034 (0.98)	0.011 (0.28)
$Indboard_{t-1}$				-0.099 (-0.33)	0.413** (2.07)	-0.181 (-0.53)
$First_{t-1}$				-0.130 (-1.49)	-0.011 (-0.16)	-0.181* (-1.71)
截距	-0.033** (-2.25)	-0.039 (-1.47)	-0.031* (-1.91)	-0.305 (-1.00)	-0.133 (-0.45)	-0.320 (-0.95)
行业/年份	不控制	不控制	不控制	控制	控制	控制
观测值	3 399	502	2 897	3 399	502	2 897
调整 R^2	-0.000	0.014	0.000	0.020	0.081	0.025
差异检验(IP_t)	(2) - (3)	0.078***	[9.67]	(5) - (6)	0.103**	[5.03]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群(Cluster)处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

③ 值得注意的是, *Net_Capital* 仅仅衡量了上市公司与系族其他上市公司年末仍未完成结算的资金往来, 该指标并不能反映发生于年中、在年末已归还的资金往来. 并且, 除了应收、应付款项外, 系族企业之间还可能通过其他方式(如委托贷款、关联担保等)来实现资金配置. 考虑到这些因素, *Net_Capital* 指标事实上低估了企业与系族间的资金往来, “顺势而为”现象的经济显著性也因此可能被低估. 下文的稳健性检验表明, 剔除实质上未发生资金流动的样本, 或将委托贷款及关联担保纳入衡量指标后, 测算得到 IP 的回归系数在 0.276 至 0.299 之间, 意味着系族资金占企业投资金额的比例达到 36.8% 至 39.8%.

第(4)列至第(6)列引入了控制变量,第(5)列民营系族样本中, IP 变量的回归系数达到0.088,并且通过了5%显著水平的统计检验,仍然支持H1a。总体上,民营系族中 IP 变量显著为正的回归系数验证了“效率观”,即民营系族将资金从非扶持企业配置到产业政策扶持的企业中,呈现出“顺势而为”的资金配置特征。值得注意的是,国有系族中既没有出现“顺势而为”也没有出现“逆势而动”特征,这可能是由于总体上国有企业在资源获取方面存在优势,对于系族资金的依赖程度较小。本文在后续检验中通过横截面测试进一步分析了国有企业的资金配置特征。

3.3 稳健性检验

3.3.1 Heckman 两阶段回归

加入系族以及内部资本市场的形成或许受到企业战略选择等特质因素的影响,导致回归结果出现偏误。为缓解自选择偏差,本文采用 Heckman 两阶段法进行回归。第一阶段检验企业是否成为系族成员的影响因素。在第一阶段的回归中,除了控制规模、托宾 Q 、销售收入增长率等企业层面的

变量以外,本文还借鉴潘红波等^[29]、郑国坚等^[30]的研究设计,采用企业所在地政府当年的财政盈余($Gov_surplus$)作为外生变量。财政盈余的计算方法是地方政府的一般公共预算收入减去一般公共预算支出,并除以当期 GDP ,该变量数值越小意味着地方政府的财政压力越大,政府干预企业的动机越强,企业形成系族以规避政府干预的概率越高。根据第一阶段的回归结果估计逆米尔斯比率(IMR),并将其加入第二阶段的回归中。

表5报告了 Heckman 两阶段回归结果。第一阶段回归结果中, $Gov_surplus$ 的回归系数在1%的统计水平上显著为负,表明随着地方政府财政状况的改善,企业形成系族的概率下降。第(2)列至第(4)列报告了加入逆米尔斯比率(IMR)后的回归结果,系族全体与国有系族样本中 IP 变量的回归系数仍不显著,而民营系族中 IP 变量的系数仍在5%的置信水平上显著为正,并且 IMR 变量的回归系数未通过显著性检验。似不相关检验的结果显示,民营与国有系族中 IP 变量的回归系数存在显著差异。上述结果表明,自选择问题没有对本文的研究发现造成实质性的影响。

表5 Heckman 两阶段回归结果

Table 5 Results of Heckman's two steps regression

变量	第一阶段回归	第二阶段回归		
	被解释变量: $Group$	被解释变量: $Net_Capital$		
	(1)	(2)	(3)	(4)
	全体样本	系族全体	民营系族	国有系族
$Gov_surplus$	-0.253*** (-10.58)			
IP_t		0.003 (0.09)	0.094** (2.12)	-0.018 (-0.46)
IMR		0.286* (1.96)	0.185 (1.27)	0.319* (1.85)
$Size_{t-1}$	0.254*** (21.10)	0.072** (2.50)	0.036 (1.14)	0.081** (2.44)
Q_{t-1}	0.046*** (5.37)	0.009 (0.97)	0.004 (0.44)	0.008 (0.76)
$Sales_{t-1}$	-0.042** (-2.05)	0.006 (0.44)	-0.002 (-0.16)	0.009 (0.56)
$Return_{t-1}$	-0.029 (-1.21)	-0.000 (-0.01)	0.002 (0.13)	0.002 (0.10)
ROA_{t-1}	-1.859*** (-8.27)	-0.605** (-2.36)	-0.264 (-0.79)	-0.725** (-2.40)
$Cash_{t-1}$	0.064 (0.64)	0.141* (1.69)	-0.170 (-1.50)	0.212** (2.24)

续表5
Table 5 Continues

变量	第一阶段回归	第二阶段回归		
	被解释变量: <i>Group</i>	被解释变量: <i>Net_Capital</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)
	全体样本	系族全体	民营系族	国有系族
<i>Loan_{t-1}</i>	-0.129 (-1.45)	-0.078 (-0.93)	-0.061 (-0.72)	-0.092 (-0.97)
<i>Subsidy_{t-1}</i>	0.697 (0.37)	1.268 (0.85)	-3.955* (-1.93)	2.011 (1.24)
<i>Dual_{t-1}</i>	-0.503*** (-15.27)	-0.089 (-1.42)	-0.040 (-0.54)	-0.118* (-1.65)
<i>Indboard_{t-1}</i>	-1.585*** (-6.58)	-0.430 (-1.37)	0.221 (0.82)	-0.553 (-1.55)
<i>First_{t-1}</i>	-0.011 (-0.15)	-0.147* (-1.68)	-0.020 (-0.29)	-0.199* (-1.88)
截距	-12.113 (-0.07)	-1.837** (-2.18)	-1.137 (-1.32)	-2.049** (-2.14)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
观测值	21 014	3 398	502	2 896
调整/伪 <i>R</i> ²	0.135	0.023	0.083	0.029
差异检验 (<i>IP_t</i>)		(3) - (4)	0.112***	[7.47]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 *t* 值, 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

3.3.2 准自然实验

除了系族企业以外, 非系族的上市公司之间也可能由于业务原因而发生资金往来. 为进一步验证资金配置体现系族决策而不是企业自身特征所致, 本文根据企业是否属于系族成员构建准自然实验, 检验资金配置在企业进入系族前后是否发生变化. 回归模型为

$$\begin{aligned}
 Net_Capital_{i,t} = & \alpha_1 IP_{i,t} + \alpha_2 IP_{i,t} \times Group_{i,t-1} + \\
 & \alpha_3 Group_{i,t-1} + \sum \beta_k Controls_{i,t-1} + \\
 & \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

模型中 *Group* 用来衡量企业是否属于系族成员, 若企业为系族成员, 则取值为 1, 否则取 0. 回归样本为本文最终筛选得到的 199 个系族的企业

成员进入系族前后的观测值, 以及始终没有成为系族成员的企业观测值. 通过比较系族企业与非系族企业, 以及企业进入系族前后的变化, 识别系族对于企业资金配置的因果关系.

表 6 报告了准自然实验的回归结果. 在表 6 第 (2) 列民营企业样本的结果中, 交乘项 *IP* × *Group* 的系数显著为正, 表明政策扶持企业进入系族后获得了更多的资金流入, 进一步印证了民营系族在资金配置中的作用. 表 6 第 (3) 列国有企业样本的回归结果显示, 交乘项 *IP* × *Group* 的回归系数为负且不显著, 表明产业政策扶持国有企业进入系族后并未获得更多资金.

表 6 准自然实验的回归结果

Table 6 Results of quasi-natural experiment test

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>		
	(1)	(2)	(3)
	全体样本	民营企业	国有企业
<i>IP_t</i>	0.007 (0.84)	0.002 (0.18)	0.013 (0.93)
<i>IP_t × Group_{t-1}</i>	-0.021 (-0.90)	0.046* (1.76)	-0.034 (-1.27)

续表 6

Table 6 Continues

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>		
	(1)	(2)	(3)
	全体样本	民营企业	国有企业
$Group_{t-1}$	-0.025* (-1.74)	-0.033 (-1.48)	-0.018 (-1.05)
$Size_{t-1}$	0.007* (1.93)	0.002 (0.83)	0.014** (2.22)
Q_{t-1}	0.002 (1.30)	0.001 (0.80)	0.001 (0.37)
$Sales_{t-1}$	0.003 (1.11)	-0.000 (-0.11)	0.007 (1.18)
$Return_{t-1}$	0.000 (0.12)	0.001 (0.19)	0.001 (0.13)
ROA_{t-1}	-0.064 (-1.27)	-0.042 (-0.82)	-0.098 (-1.16)
$Cash_{t-1}$	0.042** (1.98)	-0.008 (-0.49)	0.106** (2.44)
$Loan_{t-1}$	0.022 (0.91)	0.018 (1.07)	0.016 (0.42)
$Subsidy_{t-1}$	0.514 (1.31)	0.500 (1.63)	0.569 (0.76)
$Dual_{t-1}$	0.010 (1.64)	0.001 (0.21)	0.019 (1.27)
$Indboard_{t-1}$	0.080 (1.13)	0.084* (1.85)	0.057 (0.40)
$First_{t-1}$	-0.022 (-0.96)	0.035** (2.03)	-0.085* (-1.87)
截距	-0.199** (-2.07)	-0.118* (-1.69)	-0.297* (-1.94)
行业/年份	控制	控制	控制
观测值	19 418	9 817	9 601
调整 R^2	0.011	0.006	0.018
差异检验($IP_t \times Group_{t-1}$)	(2) - (3)	0.080***	[10.96]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群(Cluster)处理。方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值。*、**、*** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。

3.3.3 改变变量

Net_Capital 变量包含零点观测值, 将这些观测值纳入分析虽然有助于更全面地反映系族资金配置的全貌, 但也可能带来偏差。出于稳健性考虑, 本文剔除了 *Net_Capital* 变量取值为 0 的观测值后重新进行回归, 结论未发生实质性变化。表 7 第(2)列的结果表明, 剔除了零点观测值后, 民营

系族中 *IP* 变量的回归系数上升至 0.276, 意味着平均而言, 政策扶持企业比非扶持企业多获得的系族资金占到总资产的比例达到 0.276%, 按 88.5 亿元的总资产均值计算, 相当于 2 442.6 万元, 足以覆盖企业投资金额的 36.8%。

进一步改变变量的衡量方式, 以资金变动来刻画系族资金配置的动态过程。定义资金往来金

额 = [(应付资金 + 应付账款 + 应付票据 + 预收账款 + 应付负债 + 其他应付款) - (应收资金 + 应收账款 + 应收票据 + 预付账款 + 应收投资 + 其他应收款)] , 然后定义资金流动指标 = (当期资金往来金额 - 上一期资金往来金额) / 总资产 , 并

剔除资金变动等于 0 的观测值. 表 7 第 (4) 列至第 (6) 列报告了资金变动指标的回归结果 , 其中 , 民营系族中 IP 变量的回归系数达到 0.307 , 并且通过了统计显著性测试 , 进一步印证了民营系族“顺势而为”的资金配置特征.

表 7 改变样本与变量衡量的回归结果

Table 7 Results of alternative sample and variable definition

变量	被解释变量: $Net_Capital$ (去除零点)			被解释变量: $Net_Capital_Change$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系族全体	民营系族	国有系族	系族全体	民营系族	国有系族
IP_t	0.034 (0.49)	0.276* (1.96)	-0.001 (-0.02)	0.097 (0.45)	0.307* (1.87)	-0.004 (-0.02)
$Size_{t-1}$	0.067** (2.53)	0.003 (0.10)	0.068** (2.37)	0.187** (2.37)	-0.018 (-0.43)	0.193** (2.37)
Q_{t-1}	-0.002 (-0.09)	-0.012 (-0.46)	-0.014 (-0.56)	0.041 (0.69)	-0.017 (-0.73)	0.040 (0.49)
$Sales_{t-1}$	0.023 (0.81)	0.010 (0.17)	0.025 (0.82)	0.023 (0.19)	0.012 (0.15)	-0.065 (-0.70)
$Return_{t-1}$	0.032 (0.95)	0.005 (0.11)	0.036 (0.99)	0.429 (1.11)	-0.094 (-1.19)	0.488 (1.11)
ROA_{t-1}	-0.458 (-1.04)	-0.452 (-0.54)	-0.497 (-1.03)	-0.615 (-0.23)	1.805 (1.30)	-0.624 (-0.23)
$Cash_{t-1}$	0.301 (1.64)	-1.177*** (-3.40)	0.408** (2.08)	0.223 (0.48)	-0.072 (-0.13)	0.031 (0.05)
$Loan_{t-1}$	-0.206 (-1.18)	-0.061 (-0.36)	-0.209 (-1.13)	-0.213 (-0.28)	0.393 (1.31)	-0.059 (-0.09)
$Subsidy_{t-1}$	4.326* (1.70)	-4.090 (-0.82)	5.425** (2.10)	9.382 (1.43)	-5.208 (-1.00)	9.721 (1.43)
$Dual_{t-1}$	0.062 (0.74)	0.101 (1.55)	0.004 (0.04)	0.013 (0.05)	0.218 (1.02)	-0.082 (-0.22)
$Indboard_{t-1}$	-0.344 (-0.62)	0.839 (1.21)	-0.563 (-1.00)	-1.550 (-1.14)	-2.258 (-1.58)	-1.469 (-0.95)
$First_{t-1}$	-0.356* (-1.70)	-0.433* (-1.85)	-0.426* (-1.76)	-0.878 (-1.11)	-0.160 (-0.58)	-1.047 (-1.19)
截距	-0.237 (-0.37)	-1.619** (-2.28)	-1.196* (-1.84)	-10.230 (-1.16)	0.127 (0.10)	15.142 (0.80)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1 545	172	1 373	1 633	201	1 432
调整 R^2	0.048	0.333	0.063	-0.011	0.028	-0.011
差异检验 (IP_t)	(2) - (3)	0.277***	[8.47]	(5) - (6)	0.311*	[2.98]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值 , 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

上市公司与系族还可能存在委托贷款、关联担保等资金往来. 为验证结果稳健性 , 本文考虑其他类型的资金往来 , 计算了系族资金配置的替代指标. 其中 $Net_Capital2$ 指标为系族各上市公司

之间的应收应付资金往来 , 加上系族内其他上市公司 (及子公司) 或控股股东 (及子公司) 向上市公司 (及子公司) 提供的委托贷款 , 减去上市公司 (及子公司) 向系族其他上市公司 (及子公司) 或

含控股股东(及子公司)提供的委托贷款,并以总资产进行标准化.委托贷款数据通过在巨潮网站上搜索上市公司的委托贷款交易公告获得. *Net_Capital3* 则在应收应付资金往来以及委托贷款的基础上,加上企业(及子公司)通过系族内其他上市公司(及子公司)或控股股东(及子公司)获取的关联担保,减去企业(及子公司)向系族其他上市公司(及子公司)或控股股东(及子公司)提供的关联担保,并以总资产进行标准化.关联担保数

据来自于 CSMAR 上市公司对外担保数据库.

表 8 报告的回归结果表明,改变变量衡量方式后,民营系族样本中 *IP* 变量的回归系数仍然显著大于 0,表明系族将内部资金更多配置到产业政策扶持的企业中,验证了研究假说 H1a.值得注意的是,随着往来资金核算口径的扩大,*IP* 变量的回归系数也在上升,表明前文测算的回归系数一定程度上低估了产业政策对于民营系族资金配置的影响.

表 8 改变变量衡量的回归结果

Table 8 Results of alternative variable definition

变量	被解释变量: <i>Net_Capital 2</i>			被解释变量: <i>Net_Capital 3</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系族全体	民营系族	国有系族	系族全体	民营系族	国有系族
<i>IP_t</i>	-0.011 (-0.31)	0.091** (2.01)	-0.031 (-0.75)	-0.005 (-0.09)	0.299** (2.45)	-0.048 (-0.85)
<i>Size_{t-1}</i>	0.015 (1.01)	-0.001 (-0.04)	0.016 (0.94)	0.013 (0.61)	-0.022 (-0.64)	0.018 (0.75)
<i>Q_{t-1}</i>	-0.005 (-0.58)	-0.002 (-0.29)	-0.009 (-0.86)	0.002 (0.13)	0.027 (1.08)	-0.006 (-0.42)
<i>Sales_{t-1}</i>	0.016 (1.02)	0.005 (0.51)	0.021 (1.12)	0.036 (1.51)	0.044 (1.13)	0.034 (1.22)
<i>Return_{t-1}</i>	0.025 (1.64)	0.004 (0.21)	0.032* (1.81)	0.022 (0.96)	-0.035 (-1.18)	0.039 (1.51)
<i>ROA_{t-1}</i>	-0.159 (-0.78)	-0.017 (-0.08)	-0.199 (-0.84)	-0.244 (-0.76)	0.166 (0.29)	-0.314 (-0.87)
<i>Cash_{t-1}</i>	0.103 (1.06)	-0.219 (-1.61)	0.175 (1.58)	0.034 (0.25)	-0.411 (-1.54)	0.132 (0.85)
<i>Loan_{t-1}</i>	0.024 (0.24)	-0.063 (-0.67)	0.046 (0.39)	0.298* (1.87)	-0.094 (-0.38)	0.340* (1.88)
<i>Subsidy_{t-1}</i>	0.837 (0.46)	-4.782*** (-2.00)	1.393 (0.70)	0.561 (0.22)	-4.702 (-0.96)	1.196 (0.43)
<i>Dual_{t-1}</i>	0.036 (0.84)	0.044 (1.16)	0.028 (0.54)	0.083 (1.33)	0.192** (2.03)	0.047 (0.61)
<i>Indboard_{t-1}</i>	-0.136 (-0.38)	0.426* (1.88)	-0.247 (-0.60)	0.102 (0.18)	0.546 (0.64)	-0.019 (-0.03)
<i>First_{t-1}</i>	-0.068 (-0.65)	-0.027 (-0.38)	-0.103 (-0.81)	0.021 (0.14)	0.146 (0.79)	-0.060 (-0.34)
截距	-0.110 (-0.30)	-0.183 (-0.59)	-0.081 (-0.20)	-0.203 (-0.36)	-0.494 (-0.61)	-0.051 (-0.08)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3 399	502	2 897	3 399	502	2 897
调整 <i>R</i> ²	0.034	0.153	0.042	0.027	0.184	0.033
差异检验 (<i>IP_t</i>)	(2) - (3)	0.122**	[5.97]	(5) - (6)	0.347***	[14.35]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 *t* 值, 并且经公司聚群(Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

3.3.4 以非系族企业作为对照

除了系族企业以外,非系族企业之间也可能由于商业原因而发生资金往来,提供了反事实检验的契机.本文通过反事实检验来明确企业间的资金往来究竟是由于系族协调所致,还是行业等外部因素导致.假如“顺势而为”的资金配置特征体现了系族的协调作用,非系族企业之间的资金往来应当不存在类似特征.另一方面,假如系族企

业的资金配置特征由于外部因素导致,那么非系族企业间的资金往来也会呈现“顺势而为”的特征.

以非系族企业间为样本,表9报告的回归结果表明,非系族民营企业的资金往来与产业政策并不存在显著相关关系.这一结果与民营系族“顺势而为”的资金配置特征存在较大差异.反事实检验的结果验证了系族在资金配置中的协调作用,进一步佐证了本文的理论分析.

表9 产业政策与非系族企业资金往来(反事实检验)

Table 9 Industrial policy and capital allocation in single firm (a falsification test)

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>					
	(1) 全体企业	(2) 民营企业	(3) 国有企业	(4) 全体企业	(5) 民营企业	(5) 国有企业
IP_t	0.006 (0.09)	-0.066 (-0.69)	0.040 (0.54)	-0.008 (-0.09)	-0.070 (-0.51)	0.060 (0.56)
$Size_{t-1}$				0.046* (1.78)	0.100** (2.33)	0.018 (0.54)
Q_{t-1}				0.018 (0.94)	0.039 (1.64)	-0.007 (-0.20)
$Sales_{t-1}$				-0.017 (-0.61)	0.012 (0.27)	-0.037 (-1.06)
$Return_{t-1}$				0.003 (0.08)	0.029 (0.45)	-0.016 (-0.45)
ROA_{t-1}				-0.183 (-0.33)	-0.657 (-0.78)	0.078 (0.13)
$Cash_{t-1}$				-0.101 (-0.42)	-0.111 (-0.32)	0.271 (0.94)
$Loan_{t-1}$				0.301 (1.30)	0.391 (1.00)	0.234 (0.76)
$Subsidy_{t-1}$				8.436** (2.06)	16.038*** (3.01)	3.423 (0.57)
$Dual_{t-1}$				0.022 (0.35)	0.004 (0.05)	0.131 (1.54)
$Indboard_{t-1}$				0.178 (0.32)	1.216 (1.50)	-0.955 (-1.29)
$First_{t-1}$				0.213 (0.94)	0.498 (1.35)	0.095 (0.31)
截距	-0.111*** (-2.68)	-0.156** (-2.40)	-0.070 (-1.33)	-0.792 (-1.25)	-2.858*** (-2.79)	-0.570 (-0.67)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1 069	471	598	1 069	471	598
调整 R^2	-0.001	0.001	-0.000	0.055	0.056	0.045
差异检验 (IP_t)	(2) - (3)	-0.106	[2.26]	(5) - (6)	-0.130	[1.47]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群(Cluster)处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

4 进一步检验

4.1 业务多元化与系族资金配置

除了通过内部资本市场进行资金配置以外,企业也可以通过自身业务多元化的方式涉足其他行业,改善资金使用效率。当系族内企业通过业务多元化的方式拓展投资机会时,对于内部资本市场的依赖将会下降,“顺势而为”的资金配置特征应当有所缓解。

为验证上述判断,本文通过 Wind 数据库获取了上市公司年度报告“管理层讨论与分析”章节中分部收入的相关数据。剔除未报告分部收入的观测值后,对剩余数据进行手工校对,判断企业是否存在来自不同产业政策性质行业的收入。若某企业不属于政策扶持(非扶持)行业,却存在来自扶持(非扶持)行业的收入,则认定该企业采用

多元化的方式实现了业务调整, $Self_adjust$ 取值为 1, 否则取值为 0。本文在模型(1)中加入 $Self_adjust$ 以及 $IP \times Self_adjust$ 并进行回归分析,预期民营系族内 $IP \times Self_adjust$ 的回归系数显著小于 0。

表 10 报告了业务多元化与系族资金配置的回归结果。第(2)列结果中 IP 变量的回归系数显著为正,表明“顺势而为”的系族资金配置特征出现在业务没有多元化的民营企业中。 $IP \times Self_adjust$ 的回归系数显著为负,表明业务多元化的民营企业中,“顺势而为”的系族资金配置特征较弱,体现了业务多元化与系族资金配置的替代关系。似不相关检验结果显示,第(2)列与第(3)列回归结果中 IP 以及 $IP \times Self_adjust$ 的回归系数存在显著差异。综上,表 10 的研究发现表明,当民营企业可通过业务多元化的方式提升资金使用效率时,“顺势而为”的系族资金配置特征有所弱化。

表 10 业务多元化与系族资金配置

Table 10 Diversification and capital allocation within business group

变量	被解释变量: $Net_Capital$		
	(1)	(2)	(3)
	系族全体	民营系族	国有系族
IP	0.014 (0.38)	0.091** (2.04)	-0.007 (-0.17)
$IP \times Self_adjust$	-0.046 (-0.70)	-0.253** (-2.28)	-0.053 (-0.71)
$Self_adjust$	0.056 (1.37)	0.220** (2.10)	0.065 (1.49)
$Size_{t-1}$	0.028** (2.20)	-0.008 (-0.51)	0.032** (2.33)
Q_{t-1}	0.000 (0.06)	-0.005 (-0.51)	-0.001 (-0.13)
$Sales_{t-1}$	0.010 (0.82)	0.005 (0.42)	0.015 (0.96)
$Return_{t-1}$	0.006 (0.44)	0.010 (0.50)	0.007 (0.50)
ROA_{t-1}	-0.228 (-1.19)	-0.047 (-0.23)	-0.330 (-1.49)
$Cash_{t-1}$	0.149* (1.70)	-0.218* (-1.70)	0.229** (2.26)
$Loan_{t-1}$	-0.059 (-0.66)	-0.045 (-0.55)	-0.075 (-0.73)
$Subsidy_{t-1}$	1.233 (0.83)	-5.857** (-2.34)	2.040 (1.27)
$Dual_{t-1}$	0.037 (1.05)	0.023 (0.63)	0.018 (0.42)

续表 10

Table 10 Continues

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>		
	(1)	(2)	(3)
	系族全体	民营系族	国有系族
<i>Indboard_{t-1}</i>	-0.125 (-0.39)	0.370* (1.74)	-0.216 (-0.61)
<i>First_{t-1}</i>	-0.120 (-1.30)	0.003 (0.04)	-0.173 (-1.55)
截距	-0.491 (-1.45)	-0.213 (-0.62)	-0.507 (-1.36)
行业/年份	控制	控制	控制
观测值	3 077	462	2 615
调整 <i>R</i> ²	0.036	0.175	0.043
差异检验(<i>IP</i>)	(2) - (3)	0.098***	[5.20]
差异检验(<i>IP</i> × <i>Self_adjust</i>)	(2) - (3)	-0.200*	[3.79]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 *t* 值, 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

4.2 系族特征与资金配置

本文进一步检验系族特征如何影响资金配置, 为民营系族的逐利动机提供支持. 首先, 假如政策扶持企业的盈利性在系族内是最高的, 那么系族将资金配置到政策扶持企业能获得更高的经济回报, 由此推断, 当系族内部盈利性最高的企业是政策扶持企业时, “顺势而为”的资金配置特征更加明显.

其次, 除了内部资本市场外, 扶持企业还可以通过外部资本市场进行融资, 增加系族资金总量. 当系族内政策扶持企业的融资约束较小时, 扶持企业可以通过外部资本市场进行融资, 无需利用系族内部资金; 融资约束较大的扶持企业才需要系族内部资金. 根据上述分析, 当系族内政策扶持企业的融资约束较强时, “顺势而为”的资金配置特征更加明显.

最后, 流入扶持企业的系族资金源自非扶持企业. 当系族内非扶持企业持有较多现金时, 意味着资金在满足非扶持企业自身投资需求外尚有富余, 此时系族更可能将多余资金配置到政策扶持企业中, 提升资金的利润创造效率. 根据上述分析, 当系族内非扶持企业的现金更加充裕时, “顺势而为”的资金配置特征更加明显.

为验证上述判断, 本文在模型 (1) 中加入 *Profitability*、*FC* 与 *Liquidity* 三个变量, 以及三个变量与产业政策的交乘项. 当系族内上一期盈利性 (*ROA*) 最高的企业属于扶持行业时, *Profitability*

变量取值为 1, 否则为 0. 本文参考 Hadlock 和 Pierce^[31] 依据 *SA* 指数衡量系族内政策扶持企业的融资约束, $SA = -0.737 \times Size_HP + 0.043 \times Size_HP^2 - 0.04 \times Age$. 其中, *Size_HP* 是以百万元计的企业资产取自然对数, *Age* 是企业年龄. 若系族内扶持企业的 *SA* 指数属于样本的前 20%, *FC* 取值为 1, 表示企业融资约束较强. 当系族内非扶持企业上一期的现金持有水平高于行业一年度均值时, *Liquidity* 变量取值为 1, 否则取值为 0. 根据前文推断, 民营系族内交乘项 *IP* × *Profitability*、*IP* × *FC* 以及 *IP* × *Liquidity* 的回归系数均应显著大于 0.

表 11 报告了检验结果. 第 (2) 列民营系族样本中 *IP* × *Profitability* 的系数显著为正, 表明当系族内盈利性最高的企业受到产业政策扶持时, “顺势而为”的资金配置更可能出现. 类似的, 在第 (2) 列回归结果中, *IP* × *FC* 的回归系数显著为正, 意味着当系族内扶持企业的融资约束更强时, 系族资金更多呈现 “顺势而为” 的配置特征, 流入政策扶持企业. *Liquidity* 变量的系数显著为负, 而 *IP* × *Liquidity* 的系数显著为正, 表明当非扶持企业的资金比较充沛时, 系族资金更多从非扶持企业中流入到政策扶持企业. 第 (3) 列国有系族的回归结果中并未发现与民营系族类似的回归结果. 交乘项 *IP* × *Profitability* 在国有系族样本的回归系数显著为负, 这一结果与 Chen 等^[26] 的研究发现是一致的.

综上, 表 11 的发现表明, 民营系族在配置内

部资金时会权衡利弊,当系族资金配置的收益更可能超过机会成本,即系族内盈利性最高的企业是扶持企业,或扶持企业的融资约束较强时,或非

扶持企业的现金相对充裕时,“顺势而为”的资金配置特征更为明显.这一发现进一步支持了民营系族资金配置的逐利动机.

表 11 横截面检验结果

Table 11 Results of cross-sectional test

变量	被解释变量: <i>Net_Capital</i>		
	(1)	(2)	(3)
	系族全体	民营系族	国有系族
<i>IP</i>	0.040 (0.79)	-0.040 (-1.04)	0.046 (0.77)
<i>IP</i> × <i>Profitability</i>	-0.039 (-1.07)	0.149** (2.00)	-0.069* (-1.76)
<i>IP</i> × <i>FC</i>	-0.025 (-0.39)	0.076* (1.70)	-0.037 (-0.50)
<i>IP</i> × <i>Liquidity</i>	-0.009 (-0.22)	0.089** (2.01)	-0.020 (-0.40)
<i>Profitability</i>	-0.011 (-0.45)	-0.113 (-1.63)	0.010 (0.38)
<i>FC</i>	-0.045 (-1.18)	-0.013 (-0.30)	-0.041 (-0.90)
<i>Liquidity</i>	-0.013 (-0.50)	-0.100** (-2.42)	-0.003 (-0.10)
<i>Size</i> _{<i>t</i>-1}	0.026** (2.01)	-0.006 (-0.40)	0.029** (2.07)
<i>Q</i> _{<i>t</i>-1}	0.002 (0.30)	-0.006 (-0.69)	0.001 (0.13)
<i>Sales</i> _{<i>t</i>-1}	0.012 (0.97)	0.002 (0.21)	0.016 (1.04)
<i>Return</i> _{<i>t</i>-1}	0.006 (0.47)	0.007 (0.42)	0.008 (0.52)
<i>ROA</i> _{<i>t</i>-1}	-0.158 (-0.94)	-0.195 (-0.78)	-0.211 (-1.10)
<i>Cash</i> _{<i>t</i>-1}	0.154* (1.69)	-0.112 (-1.02)	0.216** (2.09)
<i>Loan</i> _{<i>t</i>-1}	-0.062 (-0.74)	-0.105 (-1.18)	-0.077 (-0.80)
<i>Subsidy</i> _{<i>t</i>-1}	1.018 (0.67)	-3.882* (-1.76)	1.723 (1.05)
<i>Dual</i> _{<i>t</i>-1}	0.025 (0.78)	0.025 (0.73)	0.007 (0.18)
<i>Indboard</i> _{<i>t</i>-1}	-0.090 (-0.30)	0.441** (2.08)	-0.164 (-0.48)
<i>First</i> _{<i>t</i>-1}	-0.137 (-1.55)	-0.049 (-0.64)	-0.194* (-1.78)
截距	-0.413 (-1.22)	0.060 (0.17)	-0.445 (-1.19)
行业/年份	控制	控制	控制
观测值	3 399	502	2 897
调整 <i>R</i> ²	0.039	0.194	0.047
差异检验(<i>IP</i> × <i>Profitability</i>)	(2) - (3)	0.218***	[12.38]
差异检验(<i>IP</i> × <i>FC</i>)	(2) - (3)	0.113*	[2.79]
差异检验(<i>IP</i> × <i>Liquidity</i>)	(2) - (3)	0.109*	[3.68]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 *t* 值, 并且经公司聚群(Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

4.3 系族资金配置与企业业绩

本文进一步检验系族资金配置如何影响企业业绩。一方面,系族资金配置存在机会成本,资金流出非扶持企业将导致企业可用资金减少,难以抓住投资机会,企业业绩可能下滑。另一方面,政策扶持企业未来的投资机会更好,因而,相比于非扶持企业,系族资金流入扶持企业将导致企业业绩显著改善。

本文通过模型(3)来检验系族资金配置对企业业绩的影响。

$$Performance_{i,t+1} = \alpha_1 IP_{i,t} + \alpha_2 Capital_in_{i,t} + \alpha_3 Capital_out_{i,t} + \alpha_4 Capital_in_{i,t} \times IP_{i,t} + \alpha_5 Capital_out_{i,t} \times IP_{i,t} + \sum \beta_i Controls_{i,t} + \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)中 *Performance* 代表企业业绩,本文采用利润增长 ($\Delta Earnings$) 以及全要素生产率 (*TFP*) 两个指标进行衡量。其中, $\Delta Earnings$ 的定义是本期营业利润减去上一期营业利润,并用上一期营业收入进行标准化。本文参考 Akerberg 等^[32] 计算全要素生产率 *TFP*, 以企业营业收入代表产出值,职工人数为劳动总投入值,以营业成本及销售费用、管理费用之和作为中间投入。两个变量的取值越大意味着企业业绩越好。*Capital_in* 与 *Capital_out* 分别对应 *Net_Capital* 大于 0 与小于 0 时的取值,表示系族资金流入或流入企业的水平。*Capital_in* 的取值越大,意味着流入企业的系族资金越多; *Capital_out* 越小,意味着流出企业的系族资金越多。模型(3)控制了销售收入增长率 (*Sales*)、经营现金流量 (*Cashflow*)、净经营现金流

量/总资产)、公司规模 (*Size*)、信贷比率 (*Loan*)、股票收益率 (*Return*)、大股东持股比例 (*First*)、微利状态 (*SP*, 当 *ROA* 处于 (0, 0.01) 的区间时取值为 1, 否则为 0)、上一期生产率 (*TFP*) 以及行业与年度固定效应等变量。回归样本是系族企业,企业业绩涉及的样本期间为 2005 年至 2018 年。

表 12 报告了系族资金配置与企业业绩的回归结果。第(1)列至第(3)列报告了采用 $\Delta Earnings$ 作为被解释变量的回归结果。第(2)列中 *Capital_out* 的回归系数显著为正,表明系族资金流出导致非扶持企业的业绩下滑。这一结果显示,系族在企业之间调配资金存在机会成本,系族资金流出导致了企业本身业绩下降。*Capital_in* \times *IP* 的回归系数显著为正,表明系族资金流入政策扶持的民营企业显著改善了企业业绩,意味着“顺势而为”的资金配置显著提升了扶持企业的利润。似不相关检验结果显示,第(2)列与第(3)列回归结果中 *Capital_in* \times *IP* 的回归系数存在显著差异。

第(4)列至第(6)列报告了采用 *TFP* 作为被解释变量的回归结果。民营系族中, *Capital_out* 以及 *Capital_in* \times *IP* 的系数均显著为正,表明系族资金流出使得非扶持企业的 *TFP* 下降,而系族资金流入则显著提升了扶持企业的生产率。似不相关检验结果显示,第(5)列与第(6)列回归结果中 *Capital_in* \times *IP* 的回归系数存在显著差异。

总体上,表 12 的回归发现显示,系族资金配置存在机会成本,会导致资金流出的非扶持企业业绩有所下降。同时,政策扶持的民营企业获得系族资金显著提升了未来业绩,为本文的研究假说提供了支持。

表 12 系族资金配置与企业业绩
Table 12 Capital allocation and firm performance

变量	被解释变量: $\Delta Earnings$			被解释变量: <i>TFP</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系族全体	民营系族	国有系族	系族全体	民营系族	国有系族
<i>Capital_in</i> _{t-1}	-0.018 (-1.23)	-0.142** (-2.50)	-0.013 (-0.84)	0.066 (1.42)	-0.102 (-0.77)	0.068 (1.40)
<i>Capital_out</i> _{t-1}	0.032*** (5.07)	0.044* (1.96)	0.033*** (4.90)	0.007 (0.43)	0.222* (1.70)	-0.007 (-0.38)
<i>Capital_in</i> _{t-1} \times <i>IP</i>	0.034 (1.62)	0.154* (1.92)	0.031 (1.43)	-0.061 (-1.13)	0.339** (2.18)	-0.069 (-1.23)
<i>Capital_out</i> _{t-1} \times <i>IP</i>	-0.024** (-2.39)	-0.001 (-0.03)	-0.027** (-2.53)	0.005 (0.21)	-0.176 (-1.06)	0.018 (0.75)

续表 12
Table 12 Continues

变量	被解释变量: $\Delta Earnings$			被解释变量: TFP		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	系族全体	民营系族	国有系族	系族全体	民营系族	国有系族
IP	-0.009 (-1.25)	0.033 (1.51)	-0.013* (-1.77)	-0.029 (-1.45)	-0.034 (-0.46)	-0.023 (-1.20)
$Sales_{t-1}$	-0.000 (-0.07)	-0.008 (-0.67)	-0.000 (-0.03)	-0.003 (-0.18)	-0.081* (-1.84)	0.010 (0.77)
$Cashflow_{t-1}$	-0.058 (-1.42)	-0.051 (-0.58)	-0.055 (-1.19)	-0.026 (-0.23)	0.100 (0.41)	-0.014 (-0.11)
$Size_{t-1}$	-0.006*** (-2.60)	0.000 (0.05)	-0.007*** (-2.67)	-0.001 (-0.14)	0.031 (1.63)	-0.002 (-0.41)
$Loan_{t-1}$	0.040** (2.01)	-0.012 (-0.20)	0.046** (2.08)	0.097** (2.07)	0.116 (0.79)	0.101** (2.02)
$Return_{t-1}$	0.044*** (6.23)	0.066*** (3.25)	0.039*** (5.30)	0.054*** (3.02)	0.141*** (2.72)	0.033* (1.87)
$First_{t-1}$	0.004 (0.26)	-0.019 (-0.40)	0.005 (0.29)	0.035 (0.78)	-0.002 (-0.01)	0.053 (1.08)
SP_{t-1}	-0.021*** (-3.14)	-0.018 (-0.83)	-0.022*** (-3.14)	-0.019 (-0.97)	-0.013 (-0.21)	-0.020 (-1.01)
TFP_{t-1}	-0.005* (-1.76)	-0.027*** (-2.82)	-0.003 (-0.94)	0.873*** (72.32)	0.819*** (22.39)	0.879*** (67.38)
截距	0.312*** (4.21)	0.185 (1.06)	0.311*** (4.08)	1.608*** (7.72)	1.465*** (2.72)	1.546*** (6.90)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	3 822	569	3 253	3 822	569	3 253
调整 R^2	0.077	0.182	0.069	0.837	0.827	0.843
差异检验 ($Capital_in_{t-1} \times IP$)	(2) - (3)	0.123*	[3.05]	(5) - (6)	0.408**	[6.00]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

4.4 国有系族资金配置的横截面检验

前文没有发现国有系族根据产业政策配置系族资金的系统性证据, 这可能是由于国有企业高管的政治晋升动机与国有企业的资源优势相互作用, 使得系族资金配置呈现比较复杂的特征. 本文进一步通过横截面测试来检验国有系族资金配置在不同情境下呈现何种特征, 揭示国有系族资金配置的内在机理.

本文首先分析国有企业高管的晋升动机如何影响系族资金配置. 参考金宇超等^[33], 本文通过上市公司董事长的年龄对高管晋升动机进行刻画. 随着对干部任职年龄要求越来越趋于年轻化, 年龄较大的国有企业高管未来晋升空间相对有

限. 本文基于这一思路, 将董事长年龄小于等于样本中位数 (51 岁) 的上市公司视为晋升动机较强的样本, $Promotion$ 取值为 1, 否则取 0. 本文在模型 (1) 中引入了 $Promotion$ 以及 $IP \times Promotion$, 检验高管晋升动机如何影响系族资金配置. 表 13 第 (1) 列结果显示, $Promotion$ 变量的回归系数显著为负, 而 $IP \times Promotion$ 的回归系数则显著为正, 这一结果意味着系族资金流出高管晋升动机较强的非扶持企业, 更多流入晋升动机较强的政策扶持企业. 这一发现表明, 国有系族的资金配置并非由逐利动机驱动, 更多受到高管政治晋升动机的影响.

随后, 检验国有企业的资源优势是否影响系

族资金配置. 虽然国有企业总体上具有较强的资源获取能力, 对于系族资金的依赖程度较低, 但不同行政级别的国有企业获取资源的能力存在差异^[34]. 本文将国有系族最终控制人分为地市级、省级以及中央级别. 相比而言, 地市级政府控制的国有企业在资源获取上优势最小^[34], 更需要通过系族资金来为扶持企业提供资源. 为验证这一判断, 本文将表示企业控制人类型的虚拟变量 $City_SOE$ 、 $Central_SOE$ 以及各自与产业政策的交乘项引入模型 (1). 其中 $City_SOE$ 表示地市级国企, $Central_SOE$ 表示央企, 对照组是省级政府控制的系族企业. 表 13 第 (2) 列的检验结果显示, $IP \times City_SOE$ 的回归系数显著大于 0, 表明相比于其他类型的国企, 地市级国有企业控制的系族内部资金更多流入产业政策扶持的企业. 这一发现一定程度上验证了前文推测, 当资源相对匮乏时, 国有企业可能通过系族资金配置进行应对. 但总体上国有系族的资源比较充裕, 因而在国有系族全样本中没有发现“顺势而为”的资金配置特征.

表 13 国有企业横截面检验结果

Table 13 Results of cross-sectional test on SOEs

变量	被解释变量: $Net_Capital$	
	(1)	(2)
	国有系族	国有系族
IP	-0.061 (-1.38)	-0.046 (-0.95)
$IP \times Promotion$	0.108** (2.54)	
$Promotion$	-0.063** (-2.34)	
$IP \times City_SOE$		0.155* (1.82)
$City_SOE$		-0.064 (-1.19)
$IP \times Central_SOE$		0.019 (0.32)
$Central_SOE$		-0.027 (-0.68)
$Size_{t-1}$	0.027* (1.90)	0.029** (2.07)
Q_{t-1}	-0.001 (-0.10)	0.001 (0.09)
$Sales_{t-1}$	0.017 (1.13)	0.016 (1.00)

续表 13

Table 13 Continues

变量	被解释变量: $Net_Capital$	
	(1)	(2)
	国有系族	国有系族
$Return_{t-1}$	0.008 (0.53)	0.007 (0.51)
ROA_{t-1}	-0.269 (-1.37)	-0.269 (-1.36)
$Cash_{t-1}$	0.199** (2.06)	0.206** (2.17)
$Loan_{t-1}$	-0.061 (-0.63)	-0.051 (-0.55)
$Subsidy_{t-1}$	1.913 (1.18)	1.612 (1.02)
$Dual_{t-1}$	0.012 (0.32)	0.007 (0.16)
$Indboard_{t-1}$	-0.170 (-0.50)	-0.183 (-0.55)
$First_{t-1}$	-0.181* (-1.72)	-0.163 (-1.59)
截距	-0.365 (-0.98)	-0.390 (-1.07)
行业/年份	控制	控制
观测值	2 897	2 897
调整 R^2	0.044	0.044

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

4.5 国有系族资金配置与官方媒体报道语调

前文分析认为, 国有系族的资金配置更多出于高管的政治晋升动机. 在政治晋升动机的驱动下, 国有系族扶持企业通过建设厂区、开设投资项目的形式释放积极实施产业政策的信号. 当自身资金难以支持投资及建设需求时, 国有企业高管会寻求系族资金的帮助, 导致“顺势而为”的资金配置特征. 为验证这一推断, 本文从官方媒体报道语调的视角检验国有系族内部资金配置的后果.

参考郑志刚等^[25]、Dai 等^[35], 本文通过官方媒体对于国有企业的报道语调来衡量高管晋升前景. 更加正面的官方媒体报道语调意味着政府对于该国有企业的高管认可度更高. 媒体报道数据来自于报刊新闻量化舆情数据库, 该数据库包含

1998 年起由报纸媒体发布的 A 股全部上市公司的相关新闻语调数据. 本文参考 Piotrosky 等^[36], 对数据库中的各家纸质媒体进行溯源, 根据主办单位性质及报纸定位甄别官方媒体. 随后, 对官方媒体对上市公司每条报道的语调取平均值, 得到 *Official_Media_Tone*, 该变量位于 -1 到 1 之间, 取值大于 0 时表示该条报道是正面的, 数值越大意味着官方媒体报道更加正面. 若当年上市公司没有得到媒体报道, 则 *Official_Media_Tone* 变量取值为 0.

本文通过模型 (4) 来检验系族资金配置对官方媒体关注的影响.

$$\begin{aligned}
 Official_Media_Tone_{i,t+1} = & \alpha_1 IP_{i,t} + \alpha_2 IP_{i,t} \times \\
 & Net_Capital_{i,t} + \\
 & \alpha_3 Net_Capital_{i,t} + \\
 & \sum \beta_i Controls_{i,t} + \\
 & \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (4)
 \end{aligned}$$

模型 (4) 控制了销售收入增长率 (*Sales*)、经

营现金流量 (*Cashflow*)、公司规模 (*Size*)、信贷比率 (*Loan*)、股票收益率 (*Return*)、大股东持股比例 (*First*)、微利状态 (*SP*)、上一期生产率 (*TFP*) 以及行业与年度固定效应等因素, 回归样本是系族企业样本.

表 14 第 (3) 列国有企业的回归结果显示, *Net_Capital* 变量的回归系数显著为负, 意味着官方媒体对于国有系族内获得系族资金流入的非扶持企业报道更加负面. 交乘项 *IP* × *Net_Capital* 的回归系数显著为正, 表明获得系族资金流入的扶持企业得到了官方媒体更加正面的报道. 第 (2) 列对于民营企业的检验没有发现类似的结果, *IP* × *Net_Capital* 的回归系数并不显著, 并且表 14 第 (2) 列与表 14 第 (3) 列交乘项的回归系数存在显著差异. 总体上, 表 14 的回归发现表明, 官方媒体对于获得系族资金的政策扶持国有企业报道更加正面, 对于国有企业高管的政治晋升有所助益, 证实了国有系族资金配置更多受到高管政治晋升动力的驱动.

表 14 系族资金流动与官方媒体报道语调
Table 14 Capital allocation and tone of official media

变量	被解释变量: <i>Official_Media_Tone</i>		
	(1)	(2)	(3)
	系族全体	民营系族	国有系族
<i>IP_t</i>	-0.018 (-0.97)	-0.013 (-0.26)	-0.018 (-0.92)
<i>IP_t × Net_Capital_{t-1}</i>	0.026 (1.22)	-0.179 (-1.24)	0.038* (1.74)
<i>Net_Capital_{t-1}</i>	-0.035** (-2.35)	0.004 (0.12)	-0.043*** (-2.71)
<i>Sales_{t-1}</i>	-0.003 (-0.42)	-0.021 (-1.41)	-0.001 (-0.10)
<i>Cashflow_{t-1}</i>	0.052 (0.58)	-0.076 (-0.37)	0.101 (1.04)
<i>Size_{t-1}</i>	0.059*** (7.00)	0.062*** (4.36)	0.060*** (6.52)
<i>Loan_{t-1}</i>	-0.125*** (-2.83)	0.040 (0.33)	-0.135*** (-2.82)
<i>Return_{t-1}</i>	0.032*** (2.70)	0.047* (1.75)	0.030** (2.21)
<i>First_{t-1}</i>	-0.006 (-0.11)	0.003 (0.03)	0.021 (0.35)
<i>SP_{t-1}</i>	-0.021 (-1.43)	0.034 (0.73)	-0.025 (-1.65)

续表 14

Table 14 Continues

变量	被解释变量: <i>Official_Media_Tone</i>		
	(1)	(2)	(3)
	系族全体	民营系族	国有系族
TFP_{t-1}	0.002 (0.34)	0.026 (1.37)	-0.001 (-0.18)
截距	-1.282*** (-6.79)	-1.734*** (-5.09)	-1.237*** (-5.98)
行业/年份	控制	控制	控制
观测值	3 822	569	3 253
调整 R^2	0.077	0.182	0.069
差异检验 ($Capital_in_{t-1} \times IP$)	(2) - (3)	0.123*	[2.78]

注: 圆括号中报告的是异方差稳健 t 值, 并且经公司聚群 (Cluster) 处理. 方括号中报告的是似不相关检验得到的 χ^2 值. *, **, *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著.

5 结束语

不同于现有文献, 本文通过产业政策视角分析了不同产权性质的系族如何配置系族资金. 研究表明, 民营系族将资金从非扶持企业配置到产业政策扶持的企业中, 表现出“顺势而为”的特征. 横截面测试及企业业绩的检验结果表明, “顺势而为”的系族资金配置体现了民营企业的逐利动机, 民营企业通过系族资金配置提升资金使用效率, 改善系族业绩. 国有系族的资金配置则更多受到高管晋升动机的驱动, 当高管晋升动机更强, 或国有企业资源相对较少时, 国有系族也会呈现“顺势而为”的资金配置特征.

本文的发现有助于理解新兴市场中企业集团如何应对政府经济调控, 以及不同产权性质系族的行为差异. 值得指出的是, 本文主要关注系族如何在不同企业成员之间配置资金及其效率, 没有直接将非系族企业作为比较基准. 因而, 虽然本文的发现总体上表明民营系族的资金配置特征与“效率

观”的预测相符, 但由于缺乏非系族企业业绩的对比, 研究结果难以完全排除“代理观”. 企业集团“效率观”与“代理观”的区分还需要更多的经验证据.

本文的研究发现具有一定的政策启示. 首先, 如何通过集团战略发挥企业间协同作用, 优化资源配置是重要议题. 研究表明, 企业成员多元化的行业背景可为系族(企业集团)带来收益, 特别对于政策非扶持的民营企业而言, 与政策扶持企业构建系族有助于拓展投资机会, 增加系族价值. 其次, 存在资源瓶颈的民营系族可以考虑通过内部资本市场的资金配置来合理应对外部经济环境或政策变动, 但这一决策需要综合考虑系族资金配置的收益与成本, 只有当系族资金转移到利润创造效率更高的用途时系族整体才会从资金配置中受益. 最后, 虽然系族资金配置有助于缓解企业融资瓶颈, 但大部分企业并非系族成员, 难以利用内部资本市场, 并且, 系族资金配置存在机会成本. 因而, 我国政府应当进一步完善外部资本市场, 发展与提升区域金融水平, 缓解企业的融资约束, 推动企业高质量发展.

参考文献:

- [1] Khanna T, Yafeh Y. Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? [J]. *Journal of Economic Literature*, 2007, 45(2): 331-372.
- [2] Khanna N, Tice S. The bright side of internal capital markets [J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(4): 1489-1528.
- [3] Almeida H, Kim C S, Kim H B. Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(6): 2539-2586.
- [4] 陈胜蓝, 王 琨, 马 慧. 集团内部资金配置能够减少公司过度投资吗? [J]. *会计研究*, 2014, (3): 49-55.

- Chen Shenglan , Wang Kun , Ma Hui. Does the internal capital allocation in the business group alleviate overinvestment [J]. *Accounting Research* , 2014 , (3) : 49 - 55. (in Chinese)
- [5] 谢 军 , 黄志忠. 区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束 [J]. *会计研究* , 2014 , (7) : 75 - 81.
Xie Jun , Huang Zhizhong. Regional financial development , internal capital market and corporate financing constraint [J]. *Accounting Research* , 2014 , (7) : 75 - 81. (in Chinese)
- [6] Bertrand M , Mehta P , Mullainathan S. Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups [J]. *The Quarterly Journal of Economics* , 2002 , 117 (1) : 121 - 148.
- [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] 陈艳利 , 乔 菲 , 孙鹤元. 资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据 [J]. *会计研究* , 2014 , (10) : 28 - 35.
Chen Yanli , Qiao Fei , Sun Heyuan. Economic consequences of the related party transactions intra-business group in the perspective of resources allocation efficiency: Empirical evidence from China ' s capital markets [J]. *Accounting Research* , 2014 , (10) : 28 - 35. (in Chinese)
- [9] 郑国坚 , 林东杰 , 谭伟强. 系族控制、集团内部结构与上市公司绩效 [J]. *会计研究* , 2016 , (2) : 36 - 43.
Zheng Guojian , Lin Dongjie , Tan Weiqiang. " Xi Zu " control model , internal group structure and the performance of China ' s listed companies [J]. *Accounting Research* , 2016 , (2) : 36 - 43. (in Chinese)
- [10] Chen D , Li O Z , Xin F. Five-year plans , China finance and their consequences [J]. *China Journal of Accounting Research* , 2017 , 10 (3) : 189 - 230.
- [11] 叶建光 , 李艳红. 所有权、产业政策指导与银行贷款利率 [J]. *财经理论与实践* , 2014 , 35 (2) : 21 - 26.
Ye Jianguang , Li Yanhong. Ownership , industrial policy guidance and bank loan interest rate [J]. *The Theory and Practice of Finance and Economics* , 2014 , 35 (2) : 21 - 26. (in Chinese)
- [12] 王克敏 , 刘 静 , 李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究 [J]. *管理世界* , 2017 , (3) : 113 - 124.
Wang Kemin , Liu Jing , Li Xiaoxi. Industrial policy , government support and corporate investment efficiency [J]. *Management World* , 2017 , (3) : 113 - 124. (in Chinese)
- [13] Rodrik D. Industrial policy: Don ' t ask why , ask how [J]. *Middle East Development Journal* , 2009 , 1 (1) : 1 - 29.
- [14] 陆正飞 , 韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应? ——基于产品市场和资本市场两重角度的研究 [J]. *管理世界* , 2013 , (6) : 43 - 60.
Lu Zhengfei , Han Feichi. How does macroeconomic policy influence the economic effect of corporate cash holding: Study based on product and capital market [J]. *Management World* , 2013 , (6) : 43 - 60. (in Chinese)
- [15] 祝继高 , 韩非池 , 陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究 [J]. *金融研究* , 2015 , (3) : 176 - 191.
Zhu Jigao , Han Feichi , Lu Zhengfei. Industrial policy , bank connections , and debt financing: An empirical research based on A-share listed companies [J]. *Journal of Financial Research* , 2015 , (3) : 176 - 191. (in Chinese)
- [16] 杨兴全 , 尹兴强 , 孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业? [J]. *经济研究* , 2018 , 53 (9) : 135 - 152.
Yang Xingquan , Yin Xingqiang , Meng Qingxi. Which to be more diversified: Industrial-policy-supported or non-supported enterprises? [J]. *Economic Research Journal* , 2018 , 53 (9) : 135 - 152. (in Chinese)
- [17] 黎文靖 , 郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新? ——宏观产业政策对微观企业创新的影响 [J]. *经济研究* , 2016 , 51 (4) : 60 - 73.
Li Wenjing , Zheng Manni. Is it substantive innovation or strategic innovation? Impact of macroeconomic policies on micro-enterprises ' innovation [J]. *Economic Research Journal* , 2016 , 51 (4) : 60 - 73. (in Chinese)
- [18] 徐朝阳 , 林毅夫. 发展战略与经济增长 [J]. *中国社会科学* , 2010 , (3) : 95 - 109.

- Xu Zhaoyang, Lin Yifu. Development strategy and economic growth [J]. *Social Sciences in China*, 2010, (3): 95–109. (in Chinese)
- [19] Cull R, Li W, Sun B, et al. Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, (32): 271–294.
- [20] 谢光华, 韩丹妮, 郝颖, 等. 政府补贴, 资本投资与经济增长质量 [J]. *管理科学学报*, 2020, 23(5): 24–53.
Xie Guanghua, Han Danni, Hao Ying, et al. Government subsidy, capital investment and economic growth quality [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2020, 23(5): 24–53. (in Chinese)
- [21] 逯东, 宋昕倍. 媒体报道, 上市公司年报可读性与融资约束 [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(12): 45–61.
Lu Dong, Song Xinbei. Media coverage, readability of listed companies' annual reports and financing constraints [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(12): 45–61. (in Chinese)
- [22] 廖冠民, 沈红波. 国有企业的政策性负担: 动因、后果及治理 [J]. *中国工业经济*, 2014, (6): 96–108.
Liao Guanmin, Shen Hongbo. Policy burdens of state-owned enterprises: Reason, consequence and governance [J]. *China Industrial Economics*, 2014, (6): 96–108. (in Chinese)
- [23] 张训常, 刘晔, 周颖刚. “政资分开”能改善国有企业投资效率吗? [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(4): 1–18.
Zhang Xunchang, Liu Ye, Zhou Yinggang. Can “government-capital separation” improve investment efficiency in state-owned enterprises? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(4): 1–18. (in Chinese)
- [24] 黄冬娅. 压力传递与政策执行波动——以 A 省 X 产业政策执行为例 [J]. *政治学研究*, 2020, (6): 104–116.
Huang Dongya. Pressure transmission and change of policy implementation: A case study of the implementation of X industrial policy in A Province [J]. *CASS Journal of Political Science*, 2020, (6): 104–116. (in Chinese)
- [25] 郑志刚, 李东旭, 许荣, 等. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于 N 省 A 公司的案例研究 [J]. *管理世界*, 2012, (10): 146–156.
Zheng Zhigang, Li Dongxu, Xu Rong, et al. The political promotion of the SOE executives: A case study on a certain corporation of a certain province [J]. *Management World*, 2012, (10): 146–156. (in Chinese)
- [26] Chen D, Jiang D, Ljungqvist A, et al. State Capitalism vs. Private Enterprise [R]. National Bureau of Economic Research, Working Paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544245, 2015.
- [27] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. *会计研究*, 2004, (12): 2–12.
Li Zengquan, Sun Zheng, Wang Zhiwei. Tunneling and ownership structure of a firm: Evidence from controlling shareholder's embezzlement of listed company's funds in China [J]. *Accounting Research*, 2004, (12): 2–12. (in Chinese)
- [28] Jian M, Wong T J. Propping through related party transactions [J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70–105.
- [29] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购 [J]. *经济研究*, 2008, 43(4): 41–52.
Pan Hongbo, Xia Xinping, Yu Minggui. Government intervention, political connections and the mergers of local government-controlled enterprises [J]. *Economic Research Journal*, 2008, 43(4): 41–52. (in Chinese)
- [30] 郑国坚, 蔡贵龙, 马新啸. 政府干预、国有集团结构动态演化与配置效率 [J]. *管理科学学报*, 2017, 20(10): 6–21.
Zheng Guojian, Cai Guilong, Ma Xinxiao. Government intervention, the dynamic structure of state-owned businessgroups, and efficiency of asset allocation in China [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2017, 20(10): 6–21. (in Chinese)
- [31] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909–1940.
- [32] Akerberg D A, Caves K, Frazer G. Identification properties of recent production function estimators [J]. *Econometrica*, 2015, 83(6): 2411–2451.

- [33]金宇超,靳庆鲁,宣 扬. “不作为”或“急于表现”: 企业投资中的政治动机[J]. 经济研究,2016,51(10): 126 – 139.
Jin Yuchao, Jin Qinglu, Xuan Yang. To be inactive or overactive: Political incentives in firm investment [J]. Economic Research Journal, 2016, 51(10): 126 – 139. (in Chinese)
- [34]方明月. 先天优势还是后天努力——国企级别对全要素生产率影响的实证研究[J]. 财贸经济,2014,35(11): 125 – 136.
Fang Mingyue. Innate advantages or hard work: An empirical study of the impacts of SOEs' administrative level on total factor productivity [J]. Finance & Trade Economics, 2014, 35(11): 125 – 136. (in Chinese)
- [35]Dai N T, Du F, Young S M, et al. Seeking legitimacy through CSR reporting: Evidence from China [J]. Journal of Management Accounting Research, 2018, 30(1): 1 – 29.
- [36]Piotroski J D, Wong T J, Zhang T. Political bias in corporate news: The role of conglomerate reform in China [J]. The Journal of Law and Economics, 2017, 60(1): 173 – 207.

Industrial policy and capital allocation within business groups

*XUAN Yang*¹, *JIN Qing-lu*^{2*}, *LIAN Li-shuai*³

1. School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;
2. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;
3. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China

Abstract: How do Chinese business groups allocate internal capital to cope with industrial policy? Using a sample of listed companies from 2004 to 2017, the paper finds that non-state-owned business groups transfer internal capital from non-supported companies to policy-supported companies. Further study documents that such transfers promote the overall performance of the business group. No similar results are found in state-owned business groups. Results suggest that the pattern of internal capital allocation in state-owned business groups is mainly driven by political promotion incentive. Our study enriches the literature on business groups as well as industrial policies, and sheds lights on the formation and implementation of business group strategies.

Key words: business group; capital allocation; industrial policy