

# 集团内部权力配置与企业债务违约风险

## ——基于权力细分视角

朱兆珍,魏婷,罗加雯

(安徽财经大学会计学院,安徽蚌埠 233000)

**摘要:**文章以2007—2021年我国A股上市集团企业为研究对象,基于权力细分视角,分析财权、经营权及人事权配置对企业债务违约风险的影响。实证结果表明,集团内部财权、经营权集中配置及人事权分散配置通过内部资本市场资源配置和发挥治理效应能够降低企业的债务违约风险。进一步研究发现,财权集中与人事权分散配置、经营权集中与人事权分散配置、财权和经营权集中与人事权分散配置协同,能够降低企业债务违约风险。价值效应考察发现,财权、经营权集中配置及人事权分散配置对企业债务违约风险的抑制效应能够提升企业价值。集团化企业应重视并探索权力集中配置的治理优势,优化组织结构,进而提升企业价值。

**关键词:**权力配置;债务违约风险;财权;经营权;人事权;三权协同

[中图分类号]F275 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2024)04-0086-15

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2024.04.010

### Power Allocation and Corporate Debt Default Risk within Group: A Comparative Study Based on Power Subdivision

Zhu Zhaozhen, Wei Ting, Luo Jiawen

(School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu, Anhui 233000, China)

**Abstract:** Taking China's A-share group listed companies from 2007 to 2021 as the research object, the study analyses from the power segmentation perspective the impact of the configuration among financial power, operating power and personnel power on the risk of corporate debt default. The empirical results show that the centralized allocation of financial and operating powers and the decentralized allocation of personnel power within the group can reduce the debt default risk through the allocation of resources in the internal capital market and the exertion of governance effects. Further research finds that such deeds synergistically reduce the debt default risk as centralized allocation of financial rights and decentralized allocation of personnel rights, centralized allocation of operating rights and decentralized allocation of personnel rights, and centralized allocation of financial rights and operating rights and decentralized allocation of

收稿日期:2024-03-28

基金项目:安徽财经大学校级重点科研项目(ACKYB23013)

作者简介:朱兆珍(1982—),女,副教授,博士,主要从事公司治理研究;

魏婷(1998—),女,硕士研究生,研究方向为公司治理;

罗加雯(2001—),女,硕士研究生,研究方向为财务与会计管理。

personnel rights. The investigation of value effect finds that the inhibitory effect of the centralized configuration of financial and operating authority on the risk can ultimately enhance the enterprise value. Grouped enterprises should pay attention to and explore the governance advantages in centralized power allocation and optimize the organizational structure so as to enhance the enterprise value.

**Keywords:** power allocation; debt default risk; financial power; operating power; personnel power; three-power synergy

## 一、引言

《2023年国务院政府工作报告》明确提出,要“有效防范化解重大经济金融风险”。目前,有效防范化解重大经济金融风险成为确保中国经济健康平稳发展和社会大局稳定的关键。然而,近年来,受经济下行压力和新冠疫情的双重影响,我国企业债务违约事件频发。Wind数据库显示,我国债券市场违约规模从2014年的13.4亿增加至2021年的1 603.46亿,累计违约率屡创新高,甚至一些国有企业和高信用评级企业自2020年以来也开始进入违约行列,企业债务违约呈现不断蔓延的趋势。2021年初,海航集团有限公司由于资不抵债被迫进行债务重组,紧接着,恒大集团、华夏幸福基业股份有限公司等企业接连出现债务违约。频频爆发的债务违约事件不仅给企业正常经营造成极大困难,向市场传递悲观情绪,还可能进一步演化为系统性金融风险,对实体经济发展造成阻力<sup>[1]</sup>。因此,探究企业债务违约风险的影响因素及影响路径,有的放矢地防范企业债务违约风险,成为新形势下的重要议题<sup>[2]</sup>。

在资本市场企业债务违约事件频发的背景下,学者们从宏观层面到微观视角对企业债务违约风险的影响因素进行了广泛研究,如宏观经济政策<sup>[3]</sup>、环境不确定性<sup>[4]</sup>、公司治理水平<sup>[5]</sup>、企业社会责任<sup>[6]</sup>及社会关系网络<sup>[7]</sup>等都会对企业债务违约风险产生影响。然而,鲜有文献以集团化企业为研究对象来探讨企业债务违约风险的影响因素。与单体企业相比,集团化企业由于自身经济结构的复杂性,其债务违约对宏

观层面和微观层面产生的不利影响会更加广泛和严重。集团化企业是现代经济组织中最重要形式之一,在资本市场发展和国民经济转轨中扮演着重要角色<sup>[8]</sup>。浙江大学管理学院与深圳报业集团深新传播智库联合发布的《2022中国上市公司创新指数报告》显示,80%以上的上市公司以集团形式运营。权力配置作为集团运营的关键性现实构成要素<sup>[9-10]</sup>,主要解决包括企业财权、经营权及人事权在内的多方面决策权在集团内部的分配问题<sup>[11]</sup>。其中,权力集中在母公司的组织模式称为集权管理,而以一定授权方式将权力下放给子公司的组织模式称为分权管理。如果权力过分集中于母公司,就会使子公司缺乏自主性与创新性<sup>[11]</sup>,如果集团母公司对子公司如果缺乏有效监管,不恰当的授权又可能会产生寻租行为及加剧母子公司之间代理问题等,造成“集而不团”的局面<sup>[12]</sup>,进而可能会对企业债务违约风险产生影响。因此,本文推测,权力配置的不同管理模式将会对企业债务违约风险产生影响。

在资本市场“违约潮”以及中国企业日益集团化的背景下,集团内部权力配置是否影响企业债务违约风险?如果影响,其路径是什么?这些问题事关改进集团治理、促进企业高质量发展、实现我国“防风险”和“稳金融”目标的大局。此外,在研究企业权力配置时,不同的权力代表着不同的资源要素,需要根据细分权力的特点,配合适当的理论解释<sup>[13]</sup>。目前,国内相关研究主要集中在财权、经营决策及人事权方面<sup>[14]</sup>。基于此,本文试图从集团内部权力配置细分视角,以2007—2021年我国A股集团上市

公司为研究对象,将权力配置细分为财权、经营权和人事权,理论分析并实证检验各细分权力配置与企业债务违约风险的关系及其影响路径,为集团化企业降低企业债务违约风险提供决策参考。

## 二、文献回顾

债务违约是企业由于资金困难无法偿还到期债务引发的经济问题。关于影响企业债务违约风险的因素,已有研究主要从外部因素和企业自身特征两个方面展开。外部因素主要包括宏观经济和市场环境两方面。在宏观经济方面,宏观经济运行具有周期性,对企业的投融资行为产生影响。当处在宏观经济上行周期时,企业较多依赖内源融资,减少外源债务融资,使得企业债务违约风险下降。而处在宏观经济下行周期时,市场需求降低和消费萧条加剧企业收益的滞后性,容易发生债务违约问题<sup>[15]</sup>。在市场环境方面,政企之间的双向寻租行为<sup>[16]</sup>、影子银行的发展<sup>[17]</sup>、投资者的情绪<sup>[18]</sup>等因素,会通过影响企业信息不对称、提高财务风险、降低信贷资源的可得性,造成企业经营环境不稳定,进而增大企业债务违约的可能性。而承销商的声誉<sup>[19]</sup>、股票流动性的提高<sup>[20]</sup>及数字金融发展<sup>[2]</sup>等因素,能够通过提高信息透明度、促进资源有效配置、改善治理环境等方法,降低企业债务违约风险。在企业自身特征方面,内部治理理论认为,70%的破产企业都是由内部错误导致的,治理结构缺陷、战略定位差异、战略激进等是企业治理弱化的表现,上述因素还会导致财务指标恶化、企业全要素生产率下降,一旦遭受外部冲击,企业很容易陷入债务违约。而合理的控股股东股权质押比例<sup>[21]</sup>、管理者的卓越能力<sup>[22]</sup>、高管的声誉担保机制<sup>[23]</sup>等措施可以改善企业的治理环境。治理环境的改善能够缓解代理问题,增强企业风险管控能力,从而降低企业债务违约

风险<sup>[5]</sup>。资源禀赋理论认为,企业高管丰富的社交关系网络<sup>[7]</sup>、破产企业带来的社会成本<sup>[24]</sup>、刚性兑付预期<sup>[25]</sup>及社会责任<sup>[6][26]</sup>等因素,会影响企业的融资能力和盈利能力,增强企业的履约意愿<sup>[6]</sup>,从而降低企业债务违约风险。

对集团化企业来说,通过科学有效的权力配置可以降低企业债务违约风险。目前,学界关于权力配置的研究主要集中在财权、经营权及人事权方面<sup>[14]</sup>。在财权配置层面,财权分散配置会加剧企业过度投资、降低创新绩效、降低整体风险承担水平等。而财权集中配置能够降低现金持有水平、缓解融资约束,进而推动企业创新<sup>[27]</sup>。集团内部资本市场存在着“活钱效应”“风险共担效应”及“共同保险效应”,通过缓解信息匮乏问题推动企业创新,从而降低交易成本及债务融资成本<sup>[11]</sup>,但也存在着侵占控股股东资金、平均主义与交叉补贴、破坏竞争秩序等现象,导致过度投资、市场无效配置、助推企业金融化等负面效应。在经营权配置层面,集团化企业多采用经营权分散配置<sup>[28]</sup>,这样有助于提高经营和管理效率,提升企业对政策和市场的反应能力<sup>[29]</sup>。子公司承担业务比重越高,经营分权越大,企业的现金持有率就越低<sup>[30]</sup>,这样有利于促进企业创新<sup>[11]</sup>。也有研究表明,经营权分散配置不利于企业协调效益和交易成本,子公司承担的业务比重与融资约束程度成正比,给企业债务违约风险带来不利影响<sup>[31]</sup>。此外,经营权集中配置下的母公司报表盈余信息有用性更高<sup>[32]</sup>。在人事权配置层面,合理的人事权配置激励代理人对额外人力资源控制权的追求<sup>[33]</sup>。人事权的集中配置通过内部资本市场的积极作用,有助于增强信息透明度、提高管理效率<sup>[10]</sup>,并通过对子公司扩张战略的有效指导,与子公司市场保持密切联系,以协调子公司面临的问题。也有学者认为,人事权集中配置可能会导致管

理层的短视行为、工作懈怠等问题,不利于董事会对管理层决策的监督,可能助长管理层谋求私利等<sup>[14]</sup>。

综上,已有相关研究成果丰硕,但鲜有文献考察我国企业日益集团化背景下权力配置对债务违约风险的影响,且已有研究也多将集团权力作为笼统变量,未对其进行细分<sup>[11]</sup>。本文基于权力细分视角,多维度探究集团内部权力配置与企业债务违约风险的关系,旨在为防范化解我国金融风险、推动企业高质量发展及优化集团权力配置治理体系提供相关经验证据。

### 三、理论分析与假设提出

偿付能力和意愿是影响企业债务违约的根本要素。增加资源支持、缓解代理问题,是降低企业债务违约风险的重要途径,能够提高企业的债务偿付能力和意愿<sup>[2]</sup>。本文从资源配置、治理效应两个方面论证集团内部财权、经营权、人事权等权力配置模式对企业债务违约风险的影响。

#### (一)集团内部财权配置与企业债务违约风险

财权是企业所有权的核心,其配置模式对集团资源配置与财务治理效果有重要影响<sup>[11]</sup>。从资源配置角度来看,一方面,财权集中配置会降低无效投资。随着子公司及各业务分布数量的增加,为获取上市公司更多的资源分配,子公司通过夸大自身盈利前景及重要性的动机逐渐增加<sup>[34]</sup>,可能会导致企业低效投资,加大融资约束程度。而在财权集中配置模式下,各子公司的决策权与业务范围更多向上市公司转移,减少子公司因资源抢占所进行的无效投资,进而提高资源配置效率。另一方面,财权集中配置会提高企业集团化程度。集团化企业的内部资产市场存在“共同保险效应”和“声誉效应”,通过风险共担及相互担保提高对外融资信誉度、

降低破产概率,并通过内部资金的配置缓解企业融资约束。财权集中配置进一步放大了内部资本市场的“阳光面”<sup>[14]</sup>。融资约束的有效缓解可以为企业还本付息提供保障,降低企业债务违约风险<sup>[14][35]</sup>。从治理效应角度来看,财权集中配置会降低企业代理成本。企业集团内部由于参与资源分配的不同主体之间的利益偏好和权力范围不同,存在多层级代理问题。根据内部资本配置的“平均主义”假说,企业会在子公司之间进行“交叉补贴”,由于不同子公司发展现状不同,往往会出现资本配置低效问题<sup>[36]</sup>。而财权集中配置能够削弱子公司管理层的权力,缓解子公司机会主义行为<sup>[11]</sup>,且各子公司为了能够“崭露头角”,也会约束自身自利行为,并加强对其他子公司的监督。财权集中配置虽然会给子公司的效率和积极性带来损失(因为各项财务活动需先向母公司申请),但相较于“资源集中”及“治理效应”,这些负面影响并不突出<sup>[11]</sup>。综合而言,本文认为,财权集中配置有利于降低企业债务违约风险。

因此,本文提出假设H1:在其他条件不变的情况下,财权集中配置程度越高,企业债务违约风险越低。

#### (二)集团内部经营权配置与企业债务违约风险

经营权是企业对财产行使占有、使用、支配及收益的权利,经营权配置模式对经营决策和经营后果的影响非常重要。从资源配置角度来看,经营权集中配置模式通过内部资产市场机制使各经营主体之间相互分担风险。各子公司根据实际需求从母公司进行资源调拨,这种资本配置模式是母公司向存在违约风险的子公司转移资本,从而在一定程度上分散企业风险。在子公司拥有较高经营权的情况下,由于子公司存在一定的自主配置能力,将降低母公司层面归集的资金规模,进而弱化集团内部资产市

场的资本配置能力,使得企业整体违约水平提高。从治理效应角度来看,在子公司拥有较高经营权情况下,由于母子公司之间信息不对称、经营动机不同等问题,母公司无法充分监督子公司是否正确行使委托权力,从而产生代理成本与代理问题<sup>[37]</sup>。此外,子公司在受托经营中存在有限理性问题,将增加其不能完成经营目标的风险,并增加其与母公司之间的代理成本<sup>[38]</sup>,而代理成本的增加会使得子公司经营风险加大。相比之下,经营权的集中配置能够加强母公司对子公司经营行为的关注,使企业内部的管控系统有效实施,并缓解企业整体风险<sup>[29]</sup>。经营权的集中配置可能会降低企业债务违约风险。

因此,本文提出假设H2:在其他条件不变的情况下,经营权集中配置程度越高,企业债务违约风险越低。

### (三)集团内部人事权配置与企业债务违约风险

母公司向子公司委派董事、监事和其他管理人员是母公司对子公司实施控制和协调的关键方式。从资源配置角度来看,子公司管理层作为与基层直接接触的人员,掌握着最基础的人事信息,比母公司管理层更了解企业员工的工作状况、人才储备及所需人才,更清楚如何设计薪酬制度来推动企业长久发展。在人事权分散配置模式下,子公司能够发挥其专有的资源优势,制定最适宜业务发展的管理制度,有利于从母子公司长远发展角度来把控子公司的战略决策,为债务契约的履行提供坚实稳定的经济基础,保证债务本息的按时偿付,降低其债务违约风险<sup>[2][6]</sup>。从治理效应角度来看,人事权分散配置赋予子公司管理层更多的信任与权威,这种信任能够激励子公司管理层作出更多努力,而这种权威能够帮助子公司管理层更有效地管理。人事权集中配置存在削弱子公司管理层积极性等问题,由母公司任免的子公司管理层可

能更多地对母公司负责,而忽视子公司的利益,同时,岗位的变动可能导致他们的短期行为,如决策惰性导致企业投资不足或加剧子公司过度投资、进行关联交易等,进而增加企业债务违约风险。

因此,本文提出假设H3:在其他条件不变的情况下,人事权分散配置程度越高,企业债务违约风险越低。

## 四、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

本文以A股上市集团企业为研究对象,考虑到新会计准则2007年才开始实施,因此,确定样本区间为2007—2021年。本文对样本进行如下处理:(1)剔除ST、PT样本;(2)剔除金融业样本;(3)剔除子公司个数为0样本;(4)剔除主要变量值缺失样本;(5)上下1%缩尾处理。最终,得到的样本观测值为29721。本文数据源于CSMAR、RESSET,数据处理与分析主要运用Stata17。

### (二)变量选取

#### 1. 被解释变量

本文采用Bharath等<sup>[39]</sup>的估计违约概率模型衡量企业债务违约风险(EDF),具体公式如下:

$$DD_{it} = \frac{\log\left(\frac{Equity_{it} + Debt_{it}}{Debt_{it}}\right) + (r_{it} - 1 - \frac{\sigma_{vit}^2}{2}) * T_{it}}{\sigma_{vit} * \sqrt{T_{it}}} \quad (1)$$

其中, $DD_{it}$ 表示违约距离; $Debt_{it}$ 为债务面值,是企业年末短期负债与长期负债的二分之一加总; $Equity_{it}$ 为总市值,是年末市场价格与股票发行总数乘积; $r_{it} - 1$ 为滞后一期年收益率; $\sigma_{vit}$ 为资产波动率估计量, $\sigma_{vit}$ 的计算如下:

$$\sigma_{vit} = \frac{Equity_{it}}{Equity_{it} + Debt_{it}} * \sigma_{Eit} + \frac{Debt_{it}}{Equity_{it} + Debt_{it}} * (0.05 + 0.25 * \sigma_{Eit}) \quad (2)$$

根据式(1)和式(2),得到违约距离 $DD_{it}$ ,然后通过标准累计正态分布函数 $Normal(\cdot)$ ,计算出违约概率,如式(3)所示:

$$EDF_{it} = Normal(-DD_{it}) \quad (3)$$

将违约概率( $EDF$ )作为企业债务违约风险代理指标,取值范围为0至1,其值越大,表明企业债务违约风险越高。

## 2. 解释变量

本文解释变量为权力配置集中度( $Cen$ ),通过财权集中度( $CenF$ )、经营权集中度( $CenB$ )和人事权集中度( $CenP$ )表示。

一是财权集中度。借鉴刘嫦等<sup>[14]</sup>的研究,以母公司的持现比率衡量财权配置,即 $CenF = \text{母公司报表货币资金} / \text{合并报表货币资金}$ 。 $CenF$ 值越大,表明财权集中度越高。

二是经营权集中度。借鉴马忠等<sup>[31]</sup>的研究,以母公司承担业务比重衡量经营权配置,即 $CenB = (\text{母公司总资产} - \text{母公司长期股权投资}) / \text{合并报表总资产}$ 。

资)/合并报表总资产。 $CenB$ 值越大,表明经营权集中度越高。

三是人事权集中度。借鉴潘怡麟等<sup>[10]</sup>的研究,以企业支付职工薪酬的集中程度衡量人事权配置,如式(4)所示。其中, $PSalary = \text{母公司报表“支付给职工以及为职工支付的现金”} / \text{合并报表“支付给职工以及为职工支付的现金”}$ ;  $Passet = \text{母公司报表“总资产”} / \text{合并报表“总资产”}$ ,以估计残差 $\epsilon_{i,t}$ 衡量人事权集中程度( $CenP$ )。该值越大,说明人事权集中度越高。

$$PSalary_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PAsset_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

## 3. 控制变量

考虑到其他因素对债务违约风险的影响,在参考Aktas等<sup>[12]</sup>的相关研究基础上,选取企业规模( $Size$ )、总资产净利润率( $Roa$ )等控制变量,并控制行业和年度固定效应。具体变量定义和说明如表1所示。

表1 变量定义和说明

变量名称	符号	变量定义
企业债务违约风险	$EDF$	以简化违约概率对Merton DD模型近似估计
财权集中度	$CenF$	母公司报表货币资金/合并报表货币资金
经营权集中度	$CenB$	(母公司总资产-母公司长期股权投资)/合并总资产
人事权集中度	$CenP$	集团支付职工薪酬的集中程度
企业规模	$Size$	$\ln(\text{企业总资产})$
总资产净利润率	$Roa$	净利润与总资产平均余额比值
资产负债率	$Lev$	年末总负债与总资产比值
现金流比率	$Cashflow$	经营现金流与总资产的比值
企业成长性	$Growth$	本年营业收入/上一年营业收入-1
市值账面比	$MB$	总市值/账面价值
第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股数量/总股数
是否亏损	$Loss$	当年净利润小于0取1,否则取0
企业性质	$Soe$	终极控制人为国有企业取1,否则为0
上市年限	$ListAge$	$\ln(\text{当年年份} - \text{上市年份} + 1)$
两职合一	$Dual$	董事长和总经理兼任时取1,否则为0
独立董事比例	$Indep$	独立董事与董事人数的比值
是否四大	$Big4$	经由四大审计为1,否则为0
行业	$Industry$	控制
年度	$Year$	控制

### (三)模型设计

为考察集团内部权力配置对企业债务违约风险的影响,本文参考翟淑萍等<sup>[2]</sup>及谭洪涛等<sup>[11]</sup>的做法,设定如下回归模型:

$$EDF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cen_{i,t} + \alpha_2 Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

式(5)中, $Cen_{i,t}$ 包括 $CenF_{i,t}$ 、 $CenB_{i,t}$ 、 $CenP_{i,t}$ ;  $\alpha_1$ 反映权力配置对债务违约风险的影响, $\alpha_1 < 0$ ,表示权力集中配置降低了企业债务违约风险,反之亦反。

## 五、实证结果分析

### (一)描述性统计结果

相关变量的描述性统计结果如表2所示。企业债务违约风险(EDF)最大值和最小值分别为1.000和0.000,均值为0.225,表明债务违约风险在不同企业之间存在较大差异,具有右偏特征,与许红梅等<sup>[40]</sup>的研究结果相近。 $CenF$ 均值为0.558,标准差为0.296,表明财权集中于

母公司的样本公司相对占多数,不同企业财权集中度存在明显差异。 $CenB$ 均值为0.541,标准差为0.271,表明经营权集中于母公司的样本公司相对占多数。 $CenP$ 均值接近中位数,标准差为0.219,表明不同企业人事权集中度有较大差异。其余控制变量分布均在合理范围。

### (二)基准回归结果分析

权力配置与债务违约风险回归结果如表3所示。其中,表3列(1)–列(3)为只控制年份、行业的结果, $CenF$ 、 $CenB$ 回归系数为-0.109、-0.199, $CenP$ 回归系数为0.024,均在1%水平上显著,说明财权集中配置、经营权集中配置、人事权分散配置能够降低企业债务违约风险。表3列(4)–列(6)为加入控制变量的结果, $CenF$ 、 $CenB$ 回归系数为-0.023、-0.051,在1%水平上显著为负, $CenP$ 回归系数为0.027,在1%水平上显著为正,说明财权集中配置、经营权集中配置、人事权分散配置对企业债务违约风险具有降低作用这一结论较为稳健,验证本文假设H1、H2、H3。

表2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
EDF	29 721	0.225	0.297	0.096	1.000	0.000
CenF	29 721	0.558	0.296	0.584	0.999	0.003
CenB	29 721	0.541	0.271	0.545	0.996	0.022
CenP	29 721	0.001	0.219	0.002	0.486	-0.545
Size	29 721	22.200	1.330	22.100	26.300	19.800
Roa	29 721	0.043	0.061	0.040	0.219	-0.202
Lev	29 721	0.440	0.205	0.438	0.880	0.053
Cashflow	29 721	0.047	0.070	0.046	0.246	-0.161
Growth	29 721	0.181	0.402	0.117	2.540	-0.543
MB	29 721	2.020	1.860	1.460	10.500	0.139
Top1	29 721	0.350	0.152	0.329	0.750	0.086
Loss	29 721	0.099	0.299	0.000	1.000	0.000
Soe	29 721	0.408	0.491	0.000	1.000	0.000
ListAge	29 721	2.100	0.875	2.300	3.330	0.000
Dual	29 721	0.248	0.432	0.000	1.000	0.000
Indep	29 721	0.373	0.053	0.333	0.571	0.308
Big4	29 721	0.066	0.249	0.000	1.000	0.000

表3 基准回归检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF
<i>CenF</i>	-0.109*** (0.006)			-0.023*** (0.006)		
<i>CenB</i>		-0.199*** (0.008)			-0.051*** (0.008)	
<i>CenP</i>			0.024*** (0.009)			0.027*** (0.008)
<i>Size</i>				0.122*** (0.003)	0.119*** (0.003)	0.125*** (0.003)
<i>Roa</i>				-0.510*** (0.031)	-0.516*** (0.031)	-0.516*** (0.031)
<i>Lev</i>				0.525*** (0.011)	0.522*** (0.011)	0.526*** (0.011)
<i>Cashflow</i>				-0.056*** (0.017)	-0.057*** (0.017)	-0.054*** (0.017)
<i>Growth</i>				0.017*** (0.003)	0.015*** (0.003)	0.018*** (0.003)
<i>MB</i>				0.010*** (0.001)	0.010*** (0.001)	0.010*** (0.001)
<i>Top1</i>				0.269*** (0.016)	0.268*** (0.016)	0.270*** (0.016)
<i>Loss</i>				-0.014*** (0.005)	-0.014*** (0.005)	-0.013*** (0.005)
<i>Soe</i>				0.018*** (0.007)	0.019*** (0.007)	0.017** (0.007)
<i>ListAge</i>				-0.126*** (0.004)	-0.129*** (0.004)	-0.123*** (0.003)
<i>Dual</i>				-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
<i>Indep</i>				0.012 (0.028)	0.011 (0.028)	0.012 (0.028)
<i>Big4</i>				-0.025*** (0.009)	-0.025*** (0.009)	-0.026*** (0.009)
<i>Constant</i>	0.267*** (0.032)	0.333*** (0.032)	0.189*** (0.032)	-2.580*** (0.064)	-2.479*** (0.068)	-2.665*** (0.063)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	29 721	29 721	29 721	29 539	29 539	29 539
<i>R<sup>2</sup></i>	0.132	0.142	0.121	0.339	0.339	0.339

注:括号内为 *Standarderrors*;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%显著水平,下同。

表4 替换主要变量衡量方法:权力集中配置与企业债务违约风险

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>Violate</i>	<i>Violate</i>	<i>Violate</i>
<i>CenF2</i>	-0.026*** (0.007)				
<i>CenB2</i>		-0.029*** (0.010)			
<i>CenF</i>			-0.147** (0.059)		
<i>CenB</i>				-0.277*** (0.081)	
<i>CenP</i>					0.529*** (0.086)
<i>Constant</i>	-2.862*** (0.096)	-2.896*** (0.100)	-4.035*** (0.464)	-3.660*** (0.556)	-3.900*** (0.534)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	18 310	17 897	29 539	29 539	29 532
<i>R<sup>2</sup></i>	0.370	0.370	0.312	0.312	0.313

### (三)稳健性检验

为保证研究结果的可靠性,本文采用替换主要变量衡量方法、剔除特别处理样本、倾向得分匹配法及内生性检验进行稳健性检验。

#### 1. 替换主要变量衡量方法

借鉴马忠等<sup>[30]</sup>的研究,从融资视角,采用  $CenF2 = \text{母公司偿还债务现金} / \text{集团偿还债务现金}$ , 衡量财权集中度;从收入分布角度,以  $CenB2 = \text{母公司营业收入} / \text{合并营业收入}$ , 衡量经营权集中度。借鉴张靖等<sup>[26]</sup>的研究,以企业事后违约(*Violate*),即是否存在违约事件或债务仲裁度量被解释变量。数据源于RESSET,并进行logit回归。结果如表4所示,当财权集中度为*CenF2*、经营权集中度为*CenB2*时,回归系数仍在1%水平上显著为负,说明财权和经营权的集中配置与企业债务违约风险的负相关关系结论稳健。当被解释变量为*Violate*时,*CenF*回归系数在5%水平上显著为负,*CenB*回归系数在1%水平上显著为负,*CenP*回归系数

在1%水平上显著为正,与前文结果一致。

#### 2. 剔除特别处理样本

自然灾害、社会突发事件及政府政策等因素,通常会给企业经营活动、管理投资行为带来一定冲击,因而很可能加大企业债务违约风险。考虑到2008年金融危机、2015年“三去一降一补”政策及新冠疫情对企业债务违约行为影响较大,本文剔除上述时间受影响的样本,再次进行logit回归。结果如表5列(1)–列(3)所示,*CenF*、*CenB*回归系数在1%水平上显著为负,*CenP*回归系数在1%水平上显著为正,与主检验结论一致。

#### 3. 倾向得分匹配法

不同企业在经济状况、企业规模等方面存在差异,可能使企业发生债务违约,但主要还是受其他遗漏变量的影响。按照中位数对财权、经营权、人事权的集中度连续变量进行分组,使用最近邻匹配方法,匹配时控制变量与主回归一致。匹配后样本回归结果如表5列(4)–列

(6)所示,财权、经营权及人事权回归系数分别为-0.023、-0.047、0.025,均在1%水平上显著,表明研究结论稳健。

#### 4. 内生性检验

集团企业当前债务违约风险难以影响上期内部权力配置程度,且权力配置对债务违约风

险可能存在滞后效应。本文借鉴王克祥等<sup>[41]</sup>的研究,以滞后一期权力配置为工具变量,采用两阶段最小二乘法对样本重新回归。结果表明,*L.CenF*、*L.CenB*、*L.CenP*均通过了弱工具变量检验,工具变量选取有效。第二阶段回归结果如表6列(4)–列(6)所示,*CenF*、*CenB*、*CenP*与

表5 剔除特别处理样本与倾向得分匹配法检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>
<i>CenF</i>	-0.025*** (0.006)			-0.023*** (0.006)		
<i>CenB</i>		-0.051*** (0.009)			-0.047*** (0.009)	
<i>CenP</i>			0.024*** (0.009)			0.025*** (0.009)
<i>Constant</i>	-2.632*** (0.075)	-2.535*** (0.079)	-2.719*** (0.074)	-2.552*** (0.065)	-2.555*** (0.079)	-2.711*** (0.069)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	23 426	23 426	23 422	29 172	22 560	25 745
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.307	0.307	0.306	0.335	0.345	0.342

表6 内生性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CenF</i>	<i>CenB</i>	<i>CenP</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>
<i>L.CenF</i>	0.423*** (0.006)					
<i>L.CenB</i>		0.648*** (0.005)				
<i>L.CenP</i>			0.624*** (0.005)			
<i>CenF</i>				-0.040*** (0.014)		
<i>CenB</i>					-0.031** (0.013)	
<i>CenP</i>						0.061*** (0.014)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	25 070	25 070	25 070	25 070	25 070	25 070
<i>R</i> <sup>2</sup>				0.335	0.336	0.334

EDF 回归系数分别为 -0.040、-0.031 和 0.061,均在 1% 水平上显著,研究结论稳健。

**(四)机制检验**

**1. 内部资本市场作用机制**

权力配置通过发挥集团内部资产市场在风险共担及相互担保中的效应,帮助提高对外融资信誉度,利用资源集聚优势获得低成本融资,为企业还本付息提供保障,有助于降低企业经营风险与债务违约风险。由此,在内部资本市场活跃的企业,其子公司面临融资约束压力而发生债务违约行为的概率较低,权力配置对债务违约风险优化效应较小。反之,权力配置能够帮助在内部资本市场不活跃的企业缓解经营压力,集中资源,其对企业债务违约风险的优化效应更为显著。借鉴刘慧龙等<sup>[42]</sup>的

研究,以“子公司”为关联方的年度交易规模自然对数衡量母子公司之间的关联规模(RPT),该值越高,说明内部资本市场活跃程度越高。本文依据 RPT 是否高于样本中位数,将企业分为内部资本市场活跃程度较高一组,如表 7 列(1)、列(3)、列(5)所示和较低一组,如表 7 列(2)、列(4)、列(6)所示。在活跃程度较低一组,CenB、CenP 回归系数在 1% 水平上显著,经营权集中配置与人事权分散配置对债务违约风险的优化效应更为显著。而 CenF 回归系数在活跃程度较高一组更显著,可能的原因是财权相对于经营权与人事权,对内部资本市场中的资源依赖度更高,需要在内部资本市场活跃程度较高的环境下更好地发挥其对企业债务违约风险的优化效应。

**表 7 内部资本市场作用机制检验结果**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF
CenF	-0.024** (0.011)	-0.019 (0.014)				
CenB			-0.046 (0.030)	-0.068*** (0.021)		
CenP					0.017 (0.014)	0.048*** (0.012)
Constant	-2.267*** (0.089)	-2.719*** (0.173)	-3.028*** (0.256)	-2.549*** (0.183)	-2.305*** (0.088)	-1.654*** (0.067)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Ind/Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	7 638	7 634	7 638	7 634	7 636	7 632
R <sup>2</sup>	0.378	0.341	0.378	0.342	0.378	0.540

**2. 治理机制**

财权和经营权集中配置有助于削弱子公司管理层的权力,减少子公司的机会主义行为。人事权分散配置通过强化管理者的工作责任感和热情,保证投资决策的清晰、高效和统一。治理机制的完善有利于防止企业内部

发生有损现金流和价值的行为,有效提高还本付息的履行意愿,从而降低企业债务违约风险<sup>[43]</sup>。治理水平较低的企业缺乏完善的监管机制,会加大子公司管理层操纵日常经营、资金往来及人事任免的可能性。对治理机制较为完善的企业来说,子公司基于代理动机发生

债务违约的概率较低。合理权力配置能够减少子公司管理层的自由裁量权,发挥治理机制作用,对企业债务违约风险的优化效应也更加显著。本文借鉴王克祥等<sup>[41]</sup>的研究,以“是否采用四大审计衡量治理水平”为标准,如果公司是用“四大”审计,就说明治理机制较好,反之治理机制较差,结果如表8所示。在治理机

制较差一组,如表8列(2)、列(4)、列(6)所示, $CenF$ 、 $CenB$ 、 $CenP$ 回归系数均在1%水平上显著。不论是财权集中配置、经营权集中配置还是人事权分散配置,其与债务违约风险之间的负向关系均在治理机制较差的企业样本中更显著,说明权力配置可以弥补治理机制缺陷对企业债务违约风险的不利影响。

表8 治理机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF	EDF
$CenF$	-0.012 (0.030)	-0.024*** (0.006)				
$CenB$			-0.072 (0.052)	-0.049*** (0.008)		
$CenP$					0.042 (0.046)	0.027*** (0.008)
Constant	-1.690*** (0.462)	-2.543*** (0.065)	-1.596*** (0.467)	-2.448*** (0.068)	-1.736*** (0.462)	-2.627*** (0.064)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Ind/Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	1 953	27 586	1 953	27 586	1 952	27 580
$R^2$	0.294	0.342	0.295	0.343	0.294	0.342

## 六、进一步分析

### (一)权力协同集中配置

集团化企业往往均衡配置各项权力,本文将三种细分权力同时加入模型,回归结果如表9所示。 $CenF * CenB$ 回归系数为0.053,在1%水平上显著为正,说明财权集中配置、经营权集中配置协同增加企业债务违约风险; $CenF * CenP$ 回归系数为-0.088,在1%水平上显著为负,说明财权集中配置与人事权分散配置协同降低企业债务违约风险; $CenB * CenP$ 回归系数为-0.111,在1%水平上显著为负,说明经营权集中配置与人事权分散配置协同降低企业债务违约风险; $CenF * CenB * CenP$ 回归系数为-0.075,在1%

水平上显著为负,说明财权集中配置、经营权集中配置和人事权分散配置协同,能够降低企业债务违约风险。这些结果表明,集团内部权力的协同配置是上市企业债务违约风险治理的关键要素,上市企业需要合理配置集团内部的财权、经营权和人事权。

### (二)价值效应考察

集团内部权力配置能够降低企业债务违约风险,由此引发的问题是:集团内部因权力配置所降低的企业债务违约风险是否会产生价值效应。为检验债务违约风险的价值效应,本文以企业总市值测度企业价值(TQ),引入与主回归一致的控制变量。结果如表10所示,财权集中度与债务违约风险交乘项( $CenF * EDF$ )、经营权集中度与债务违约风险

表9 权力协同集中配置回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	EDF	EDF	EDF	EDF
<i>CenF</i>	-0.031*** (0.011)	-0.028*** (0.006)		-0.006 (0.007)
<i>CenB</i>	-0.077*** (0.014)		-0.054*** (0.008)	-0.047*** (0.010)
<i>CenP</i>		0.077*** (0.013)	0.090*** (0.015)	0.057*** (0.011)
<i>CenF*CenB</i>	0.053*** (0.018)			
<i>CenF*CenP</i>		-0.088*** (0.020)		
<i>CenB*CenP</i>			-0.111*** (0.025)	
<i>CenF*CenB</i> <i>*CenP</i>				-0.075*** (0.023)
<i>Constant</i>	-2.455*** (0.068)	-2.587*** (0.065)	-2.494*** (0.068)	-2.497*** (0.068)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	29 539	29 532	29 532	29 532
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.340	0.340	0.340	0.340

交乘项(*CenB\*EDF*)、人事权集中度与债务违约风险交乘项(*CenP\*EDF*)在1%水平上显著为正,说明财权、经营权与人事权配置影响下的企业债务违约风险显著提升了企业价值。

## 七、研究结论与政策启示

### (一)研究结论

本文探究集团内部权力配置与企业债务违约风险的关系,研究发现:一是财权集中配置、经营权集中配置及人事权分散配置有助于降低企业债务违约风险,在系列稳健性检验后,结论仍旧成立。二是财权集中配置、经

表10 权力配置下企业债务违约风险对企业价值的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	TQ	TQ	TQ
<i>EDF</i>	-390 411.432*** (46 197.451)	-164 833.585*** (51 199.957)	-136 310.018*** (50 665.113)
<i>CenF</i>	1 470 298.085*** (98 708.503)		
<i>CenB</i>		2 778 315.849*** (162 338.741)	
<i>CenP</i>			1 460 829.529*** (109 635.298)
<i>CenF*EDF</i>	475 816.218*** (30 130.270)		
<i>CenB*EDF</i>		814 938.724*** (45 034.746)	
<i>CenP*EDF</i>			520 399.959*** (26 240.141)
<i>Constant</i>	-2.514e+08*** (3 357 823.236)	-2.557e+08*** (3 437 175.568)	-2.513e+08*** (3 470 255.515)
<i>Controls</i>	Y	Y	Y
<i>Ind/Year</i>	Y	Y	Y
<i>N</i>	29 539	29 539	29 539
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.397	0.400	0.400

营权集中配置及人事权分散配置通过内部资本市场资源配置和发挥治理效应能够降低企业债务违约风险。三是财权集中配置与人事权分散配置、经营权集中配置与人事权分散配置、财权集中配置和经营权集中配置与人事权分散配置能够协同降低企业债务违约风险。四是价值效应考察发现,财权集中配置、经营权集中配置及人事权分散配置对企业债务违约风险的抑制效应最终能够带来企业价值的提升。

### (二)政策启示

结合研究结论,本文得出如下政策启示:一是集团化企业要充分重视内部权力配置的

治理优势,以降低企业债务违约风险。由于财权集中配置、经营权集中配置及人事权分散配置在内部资本市场资源支持与治理效应方面的优势,集团化企业应合理配置母子公司各项权力,增加母公司在财务管控力度、业务承担量等方面的话语权,增加子公司在人事管理方面的控制权,确保母子公司能够更好地执行整体战略,从而帮助企业提高市场竞争力。二是集团化企业要注重内部治理机制的完善,加强自身治理机制的建设,约束子公司管理层的投机行为,及时掌握子公司的经营决策。三是政府要进一步优化融资政策和营商环境,包括完善监管政策、引导合理投资等,为企业发展创造良好的市场环境,减少企业债务违约事件。

#### [参考文献]

- [1] 杨金强,林春鹏,胡涛.资产流动性、政府纾困力度与企业违约风险[J].系统工程理论与实践,2022(9):2333-2349.
- [2] 翟淑萍,韩贤,张晓琳,等.数字金融能降低企业债务违约风险吗[J].会计研究,2022(2):117-131.
- [3] 张庆君,陈思,何德旭.宏观审慎监管对企业债务违约风险的影响[J].中南财经政法大学学报,2022(5):69-83.
- [4] 王博,李力,郝大鹏.货币政策不确定性、违约风险与宏观经济波动[J].经济研究,2019(3):119-134.
- [5] 李萌,王近.内部控制质量与企业债务违约风险[J].国际金融研究,2020(8):77-86.
- [6] 冯丽艳,肖翔,张靖.企业社会责任影响债务违约风险的内在机制:基于经营能力和经营风险的中介传导效应分析[J].华东经济管理,2016(4):140-148.
- [7] Yildirim A. The effect of relationship banking on firm efficiency and default risk[J].Journal of Corporate Finance, 2020,65:101500.
- [8] Khanna T, Yafeh Y. Business groups in emerging markets: paragons or parasites[J]. Journal of Economic Literature, 2007,45(02):331-372.
- [9] 刘慧龙,王成方,吴联生.决策权配置、盈余管理与投资效率[J].经济研究,2014(8):93-106.
- [10] 潘怡麟,朱凯,陈信元.决策权配置与公司价值:基于企业集团的经验证据[J].管理世界,2018(12):111-119.
- [11] 谭洪涛,陈瑶.集团内部权力配置与企业创新:基于权力细分的对比研究[J].中国工业经济,2019(12):134-151.
- [12] Aktas N, Andreou P C, Karasamani I, et al. CEO duality, agency costs, and internal capital allocation efficiency[J]. British Journal of Management, 2019,30(02):473-493.
- [13] 杨阳,王凤彬,戴鹏杰.集团化企业制度同构性与决策权配置关系研究[J].中国工业经济,2016(1):114-129.
- [14] 刘嫦,赵锐.决策权配置集中化与现金持有[J].北京工商大学学报(社会科学版),2021(2):64-79.
- [15] 李亚超,鲍晓静.一体化程度、宏观经济波动与企业债务违约[J].现代财经(天津财经大学学报),2020(8):73-87.
- [16] 胡宁,靳庆鲁.社会性负担与公司财务困境动态:基于ST制度的考察[J].会计研究,2018(11):28-35.
- [17] Bhaskar L S, Krishnan G V, Wei Y. Debt covenant violations, firm financial distress, and auditor actions[J]. Contemporary Accounting Research, 2017,34(01):186-215.
- [18] 袁晓晖,王博.经济增长与主权债务违约:基于投资者情绪的视角[J].当代财经,2022(7):52-64.
- [19] 林晚发,刘颖斐,赵仲匡.承销商评级与债券信用利差:来自《证券公司分类监管规定》的经验证据[J].中国工业经济,2019(1):174-192.
- [20] Brogaard J, Li D, Xia Y. Stock liquidity and default risk[J]. Journal of Financial Economics, 2017,124(03):486-502.
- [21] 赵玉珍,尚艳峰,赵俊梅.大股东股权质押、风险承担水平与债券违约风险[J].南京审计大学学报,2022(1):80-88.
- [22] 姜付秀,黄磊,张敏.产品市场竞争、公司治理与代理成本[J].世界经济,2009(10):46-59.
- [23] 郑建明,孙诗璐,李金甜.高管文化背景与企业债务成本:基于劳模文化的视角[J].会计研究,2021(3):137-145.
- [24] 陈德球,刘经纬,董志勇.社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率[J].金融研究,2013(11):68-81.
- [25] 聂新伟.刚性兑付、债务展期与债务违约:兼论市场与

- 政府在信贷资源配置中的作用[J].财经问题研究,2017(1):93-100.
- [26] 张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险:基于中国A股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018(5):136-142.
- [27] 谢获宝,丁龙飞,廖珂.海外背景董事与债务融资成本:基于董事会咨询和监督职能的中介效应[J].管理评论,2019(11):202-211.
- [28] 杨阳,王凤彬,孙春艳.集团化企业决策权配置研究:基于母子公司治理距离的视角[J].中国工业经济,2015(1):108-120.
- [29] 王斌,张伟华.外部环境、公司成长与总部自营[J].管理世界,2014(1):144-155,188.
- [30] 马忠,王龙丰,杨侠.子公司多元化、业务分布与现金持有:基于母子公司内部资本配置视角的分析[J].会计研究,2018(1):75-81.
- [31] 马忠,王龙丰,崔茹梦.子公司业务、债务承担与上市公司融资约束[J].经济管理,2020(1):174-193.
- [32] 祝继高,王珏,张新民.母公司经营模式、合并一母公司报表盈余信息与决策有用性[J].南开管理评论,2014(3):84-93.
- [33] 龙丽群.人力资本权力配置与企业有效激励[J].经济问题,2010(2):85-88.
- [34] 陆正飞,张会丽.所有权安排、寻租空间与现金分布:来自中国A股市场的经验证据[J].管理世界,2010(5):150-158,171,188.
- [35] 扈文秀,朱冠平,李祥发.金融资产持有与企业违约风险:融资约束的中介效应[J].预测,2021(3):39-46.
- [36] Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment [J]. The Journal of Finance, 2000, 55(06): 2537-2564.
- [37] Ambos B, Kunisch S, Leicht-Deobald U, et al. Unravelling agency relations inside the MNC: the roles of socialization, goal conflicts and second principals in headquarters-subsidiary relationships [J]. Journal of World Business, 2019, 54(02): 67-81.
- [38] Kostova T, Nell P C, Hoenen A K. Understanding agency problems in headquarters-subsidiary relationships in multinational corporations: a contextualized model [J]. Journal of Management, 2018, 44(07): 2611-2637.
- [39] Bharath S T, Shumway T. Forecasting default with the merton distance to default model [J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21(03): 1339-1369.
- [40] 许红梅,李春涛.劳动保护、社保压力与企业违约风险:基于《社会保险法》实施的研究[J].金融研究,2020(3):115-133.
- [41] 王克祥,田鑫.企业集团决策权配置与股价崩盘风险[J].科学决策,2020(1):27-49.
- [42] 刘慧龙,齐云飞,许晓芳.金字塔层级、内部资本市场与现金持有竞争效应[J].会计研究,2019(1):79-85.
- [43] 张焰朝,孙光国,袁月.会计信息可比性能抑制企业债务违约风险吗?[J].中央财经大学学报,2022(7):48-60.