DOI:10.16339/j.cnki.hdxbskb.2025.04.005

内部资本市场与公司财务风险*

胡海峰[1],田一迪[2]

(1.北京师范大学 经济与工商管理学院,北京 100875;2.中国人民大学 应用经济学院,北京 100872)

[摘 要]以2016—2021年A股上市公司为样本,研究了企业集团内部资本市场对公司财务风险的影响及作用机制。研究发现,内部资本市场能够有效抑制企业的财务风险,并且这种抑制作用在外部冲击发生后更大。在没有外部冲击时,内部资本市场通过缓解融资约束降低企业财务风险,而在外部冲击情境下,内部资本市场通过同时缓解融资约束和提高投资效率降低企业的财务风险。内部资本市场对财务风险的缓解作用在市场法律制度更完善的地区更显著,在非国有企业、金融资产配置程度低的企业中更显著。内部资本市场能够将更多的可用资金调配给现金持有比例低、发展前景好的企业,从而发挥资源配置效应。

[关键词]企业集团;内部资本市场;财务风险;外部冲击

[中图分类号]F275 [文献标识码]A [文章编号]1008-1763(2025)04-0034-14

Internal Capital Market and Corporate Financial Risks

HU Haifeng[1],TIAN Yidi[2]

(1. Business School,Beijing Normal University,Beijing 100875,China;
2. School of Applied Economics,Renmin University of China,Beijing 100872,China)

Abstract:Taking A-share listed companies from 2016 to 2021 as samples,the paper investigates the influence of internal capital market within enterprise groups on corporate financial risks and its mechanism. The results find that the internal capital market can effectively inhibit the financial risks of enterprises,and this inhibition effect is greater after the occurrence of external shocks. In the absence of external shocks, the internal capital market reduces the financial risks of enterprises by easing financing constraints,while in the case of external shocks,the internal capital market reduces the financial risks of enterprises by easing financing constraints and improving investment efficiency. The mitigating effect of internal capital market on financial risks is more significant in the areas with better market legal system,more significant in non-state-owned companies and companies with low financial assets allocation. The internal capital market can allocate more available funds to enterprises with low cash holding ratio and good development prospects, thus exerting the effect of resource allocation.

Key words: enterprise group;internal capital market;financial risk;external shock

* [收稿日期]2025-02-10
[基金项目]国家社会科学基金重点项目:中国资本市场韧性的影响因素、测度与提升路径研究(21AJL012)
[作者简介]胡海峰(1965—),男,河南睢县人,北京师范大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,博士,研究方向:比较金融制度、公司融资理论与政策。

一 引 言

在现阶段经济增速换挡、产业转型升级等因素的共同作用下，企业经营过程中潜藏的财务风险与日俱增。党的二十大报告提出，要“守住不发生系统性风险底线”①。企业财务稳健是宏观经济稳定的微观基础，直接关系经济高质量发展的根基。2025 年 4 月，中共中央政治局会议指出，要“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”，在政策目标上“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”②，强化了对企业主体和金融市场稳定的关注。创造收益与控制风险是拉动企业价值增长的两驾马车。财务风险控制是企业风险控制体系的重要组成部分，从微观层面来看，对财务风险的防范和化解是维持企业生产经营稳定、保障经济效益可持续增长的重要前提；从宏观层面来看，财务风险具有系统性和关联性，单个企业面临的财务危机可能会传染给与之相关联的其他企业。上市公司深陷财务困境往往伴随着自身股价的崩盘，并引致投资者的非理性行为，增大系统性金融风险。在此背景下，探究企业如何降低财务风险，有助于企业更好地实现经济效应与社会价值，进而推动经济可持续和高质量发展。

企业集团是现代企业的一种高级组织形式，是同一管理权威下结合的一组公司的集合[1]，具有资金雄厚、成员间联系紧密等特征。“十四五”规划提出，鼓励企业兼并重组，防止低水平重复建设。在政策的支持和引导下，中国大型企业集团呈现出更为突出的集团化特征，表现为集团网络外部规模的扩大和集团成员之间联系的纵向加深。集团成员企业与独立公司最显著的区别在于建立了内部资本市场。内部资本市场是资金在集团成员企业之间进行配置和流通的场所，具体而言，企业集团总部会统一管理各子公司资金，形成独立于银行等外部渠道的内部资金流转网络。这种机制使子公司之间可以通过短期借款、联合担保等方式建立资金合作关系，实现集团整体资金使用效率的提升。针对欧洲债务危机的实证分析表明，意大利集团附属企业的危机存活率显著高于独立企业[2]。也有研究得出，新兴市场的企业集团可依托内部资本协同优势，在危机期间强化产品市场竞争力，并在经济复苏阶段实现市场份额的提升，而这一竞争优势在独立企业中并未显现[3]。在金融体系不够完善的背景下，企业集团更能够起到降低融资和交易成本、优化资源配置、抵御市场风险等积极作用，因此备受新兴市场的青睐。然而，相比于独立企业，企业集团涉及的利益方众多，股权控制链条复杂，集团成员企业特有的内部资本配置机制可能引发治理冲突、财务风险传导[4]，并加速产业资本向金融领域过度转移[5]，这些负面因素容易对企业的持续经营能力造成威胁。20 世纪 90 年代东亚金融风暴期间，韩国多家财阀的破产验证了治理失效与风险传导的关联性：1998 年《世界银行报告》指出，公司治理的失效是东亚金融危机爆发和加重的重要原因，当治理机制存在缺陷时，内部资本网络容易异化为控股股东利益输送的渠道，促使风险在集团内部持续累积，最终在外界冲击下形成连锁反应。

由此可见，内部资本市场既有可能起到资金支持和救助作用，防止企业破产倒闭，也有可能使企业更为脆弱。在全球环境日益复杂多变的背景下，防范和化解财务危机是企业需要具备的重要能力。内部资本市场与企业财务风险之间存在何种关系及作用机制？这种关系和机制在常态经济环境和发生全球重大经济冲击的环境下是否有所差异？上述问题还未得到明确的解答。为此，本文以 2016—2021 年 A 股上市公司为样本，研究内部资本市场对企业财务风险的影响及作用机制，探究这种影响在企业遭受外部冲击情境下的变异。与已有文献相比，本文可能的边际贡献在于：第一，拓展财务风险影响因素的研究边界。现有文献多聚焦于宏观经济运行情况[6]、区域法治水平[7]、货币政策[8]等外部环境因素，以及融资约束[9]、资产配置效率[10]、委托代理冲突[11]等企业内部因素，尚未系统考察集团化组织结构对财务风险的影响。本文通过揭示企业集团特有的风险生成机理，为防范和化解财务危机提供新的理论支撑。第二，深化内部资本市场功能边界的理论认知。既有研究主要关注常规情形下内部资本市场的资金配置效应，而对特殊情境下的风险缓冲机制缺乏实证检验。本文构建了不确定性环境下内部资本市场运作效果的评估框架，考察常规情形和外部冲击情形下内部资本市场对企业财务风险的影响及作用机制是否存在差异，探究了内部资本市场在外部危机情形下的表现与价值。第三，本文有助于

① 中国政府网 https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。
② 中国政府网 https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202504/content_7020941.htm。

深入理解企业集团的运作机制,为推动大型企业集团建设提供支持证据,也对企业抵抗外部冲击干扰、化解风险具有启示意义。目前,我国经济处于结构性转型的关键阶段,同时国内外环境具有复杂性和不可预料性,研究如何降低财务风险,有助于企业在不利形势下平稳度过危机,防止外部融资环境恶化、需求低迷和业绩下降等造成企业出现经营困境甚至破产,从而促进经济可持续和高质量发展。

二 文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

1.财务风险相关研究

企业财务风险是与财务危机密切相关的概念。财务风险是指由内外部环境中的不可控因素引起,使企业实际取得的财务成果偏离预期经营目标,从而蒙受经济损失甚至陷入财务困境的可能性[12]。企业财务风险集中爆发会引起企业的财务危机,主要表现为企业资金流断裂、偿债困难、破产倒闭等[13-14]。已有的财务风险影响因素相关研究主要集中于外部环境因素和企业内部因素。其中,外部环境因素主要包括经济周期[6]、法治环境[7]、货币政策[8]、外汇风险敞口[15]、气候风险暴露程度[16]等。企业内部因素主要包括投融资情况和内部治理。在融资环节,债务规模过大引发的资本结构失衡会削弱偿债能力,融资约束导致的流动性压力会提高违约风险[9]。投资决策层面,企业投资过度激进和过度保守可能引致资源错配,进而通过降低资产回报率增大企业的财务风险[17]。适度配置金融投资组合可通过风险分散机制缓解财务困境[18]。公司治理层面,代理成本是导致企业出现财务风险的重要原因[11]。较高的股权制衡度和董事会治理效率有助于抑制财务风险[19-20]。Shan 等发现不同企业间形成的担保关系网络可能成为大股东“隧道挖掘”的渠道,网络密度增大会加剧财务风险[21]。Fu 等发现高质量 ESG 实践可通过减少代理冲突、增强利益相关者信任来减轻财务风险[22]。

2.内部资本市场相关研究

内部资本市场作为现代企业理论研究的重要领域,与企业的组织结构变革及多元化战略实施密切关联。Williamson 首次明确提出“内部资本市场”的概念,认为多部门企业的总部具备评估各部门绩效的能力,可以在企业内部将资源从低效率部门重新分配到高效率部门,由此形成了内部资本市场[23]283-284。后续研究进一步深化了内部资本市场的理论内涵,Peyer 和 Shivdasani 指出内部资本市场本质上是企业总部实施战略性资本调配的核心治理工具[24]。国内学者也对内部资本市场进行了定义,如魏明海和万良勇认为集团成员企业之间发生的资本配置行为形成了内部资本市场,内部资本市场的主要运作方式包括集团内部贷款、相互担保、代付结算等[25]。内部资本市场考察的范畴包括多元化企业、企业集团等,对于中国而言,企业的治理结构主要是多法人企业集团[26]。鉴于企业集团组织形态在我国经济体系中的广泛存在,学术界普遍采用集团架构作为分析内部资本市场运行机理的对象。基于此,本文将内部资本市场界定为资金在集团成员企业之间进行配置和流通的场所,在内部资本市场的支持下,成员企业通过相互借贷、联合担保等合作,构建起具有协同效应的资本运作网络。

内部资本市场对企业有积极影响。作为集团资源配置的核心场所和重要机制,内部资本市场在提升集团财务运行效率、支持集团战略实施等方面发挥着重要作用[27]。内部资本市场相比外部市场存在信息成本和交易成本上的优势,能缓解企业融资约束和降低融资成本,这一作用在金融市场不完善、外部融资条件受限的新兴市场国家更为突出[28],能够一定程度上替代外部融资。内部资本市场也具备资源配置效应。Williamson 认为,在内部资本市场中,总部的经营决策者可以通过多种内部控制手段更好地对分部经理进行监控[23]284,减少代理问题。Stein 认为,集团总部能通过比较不同分部投资项目的发展前景和盈利能力选出投资价值最高的分部,并将内部归集的资源转移至这些分部,从而提高资源配置效率[29]。Fu 和 Kim 发现,内部资本市场通过限制投资过度与缓解投资不足,提升附属公司投资决策的有效性[30]。内部资本市场还具有缓解风险的作用。He 等发现,发达的内部资本市场可以帮助成员企业在资本、信息、技术等方面相互支持,降低利润波动率[31]。Tan 等发现,企业对内部资本市场的利用有助于提升集团整体风险承担水平,风险承担水平的提高对企业可持续成长具有显著的正向影响[32]。近年来,越来越多的学者开始关注内部资本市场在不利的外部环境下发挥的作用。高晗等指出,当集团内有成员企业发生股价崩盘后,其他成员企业的股价崩盘风险将显著降低,这表明我国企业集团具有“风险共担”的特点[33]。Wang 指出,在经济衰退期间,企业集团对内部资本市场的依赖程

度会提高[34]。

内部资本市场可能对企业产生不利影响，其原因主要在于内部资本市场存在的代理冲突和交叉补贴。Berger 和 Ofek 认为，多元化企业中总部经理注重企业整体的利益最大化，而分部经理注重其所在分部的利益最大化，二者的利益目标不一致会产生代理冲突，进而可能导致不同分部之间资本配置无效，降低企业整体价值[35]。Shin 和 Stulz 认为，部门间的信息摩擦和经理人的权利斗争容易引起总部对分部投资过度或投资不足，降低投资效率[36]。叶康涛和曾雪云发现，大股东可能通过集团内部资本市场转移资金，这会进一步加剧成员企业对外部融资的依赖[37]。内部资本市场的存在会增大企业的风险。纳鹏杰等发现，财务风险和市场风险会在同一集团的成员企业之间传染[38]。黄贤环和王瑶指出，内部资本市场的活跃会加剧企业脱实向虚[5]。可见，内部资本市场对企业的影响是复杂、多面的。

通过文献梳理发现，内部资本市场与企业风险之间的关系存在一定的争议，内部资本市场一方面能够缓解企业融资约束、促进资源共享、提高资源配置效率和在成员企业之间实现风险共担，另一方面也可能引起交叉补贴、财务风险传染等问题。目前，尚未有学者对内部资本市场与财务风险之间的关系做出明确的探讨，而内部资本市场在常态经济环境和经济体遭受外部冲击时的表现是否存在差异也尚待研究。

(二)研究假设

1. 内部资本市场与公司财务风险

企业的融资情况关系着其能否获得维持存续状态、保持生产和经营能力所需的资金。由于金融市场中的信息不对称与委托代理等问题，企业从外部获取资金的成本显著高于内部资金筹措，这种现象最终引发外源融资缺口。企业集团通过构建内部资本市场，能够有效弥补其成员企业在外部融资中面临的资源短缺问题：一是内部资本市场的构建有助于信息成本优势的发挥。相较于分散的外部投资者，集团内部资本市场中的资金提供方通常兼具资金使用部门的所有者身份，这种双重属性使其具备剩余控制权[39]。相较于外部金融机构，内部决策主体对集团内部经营信息的掌握更为充分，这种信息优势能够转化为更高效的资本配置决策，使资本得以在集团内部实现动态优化配置，形成区别于外部市场的“活钱效应”，把较多的资本分配到回报率高、发展前景好的项目中。二是内部资本市场具有“多钱效应”。集团中宽裕的资金池增强了成员企业的融资能力。在多元化集团内部，当一部分企业现金流匮乏而另一部分企业现金流充裕时，成员企业之间可以通过相互借贷对陷入困境的企业进行救助[2]，从而有效降低企业的财务风险。

内部资本市场对企业的投资行为也有重要影响。一方面，内部资本市场放松了企业的融资约束，使企业投资不足的问题得到了缓解，改善了由于投资不足而使企业经营发展受到制约的问题。另一方面，我国目前处于经济转轨期，由于外部资本市场的发展还不够成熟，同时公司治理机制不完善，代理问题降低了企业的经营效率和投融资效率。集团总部拥有成员企业的剩余控制权，这使内部资本市场相对于外部资本市场具有更好的监督激励功能和资本配置功能，集团总部有能力和意愿约束管理层的不当行为，并且能强化外部投资者在公司治理中的监督作用，缓解投资过度和投资不足，使企业的实际投资支出接近最优水平，从而提高企业的投资回报率，抑制企业的财务风险。因此，本文认为集团的信息优势和监督治理效应缓解了企业的融资约束，提高了投资效率，从而能够防止企业陷入财务困境，故提出如下假设：

假设 H1：内部资本市场降低了企业的财务风险。

2. 内部资本市场、外部冲击与公司财务风险

常态经济环境和受到重大冲击的环境有明显不同，因此内部资本市场对财务风险的影响可能在企业遭受外部冲击前后有所差别。以重大公共卫生事件为例，许多企业的经营业绩、融资和偿债能力在遇到外部冲击后大幅度下降。外部冲击造成的经济损失波及全球，限制了商品和货物的生产和流通，导致企业产品供应不足，同时整体消费情况受到明显影响，因此企业的生产链和资金链受到破坏，业绩急速下滑，可用资金不足，偿债能力下降，受财务风险的威胁相较于危机发生前更大。外部经济冲击会造成股票市场低迷，企业的权益再融资能力下降。同时，金融机构资金紧张，信用风险增大，外部债务再融资的成本和难度相较于危机发生前有所提高。内外部融资的双重约束使企业极易出现入不敷出现象，影响企业的正常经营。当外部融资环境恶化时，集团内部资本市场能够通过跨部门资源调配，为成员企业提供流动性资金支持，缓解企业融资约束，使企业得以维持良好的财务状况和核心业务运转，在产品市场中持续获得市场竞争优势，从而平稳度过危机。此外，外部冲击发生前后内部资本市场对企业投资的影响可能不同。低下的投资效率是企业财务风险形成的重要原

因。在常态经济环境下,内部资本市场对投资效率的积极影响并不明显,甚至可能存在消极影响。例如,集团控制虽然会因增加资金来源而缓解企业的投资不足,但也容易引起过度投资、“脱实向虚”等问题。可见,在平稳的外部环境中,一方面,内部资本市场可以通过缓解融资约束、抑制投资不足,对降低财务风险发挥正向效应;另一方面,更便利的融资条件、更低成本的资源获取方式可能会导致企业过度投资,或将原本用于经营的资金投向虚拟经济,这带来的负效应在一定程度上会与正效应相互抵消。而在外部环境遭受冲击的情形中,一方面,集团决策者会出于风险防范的动机而对成员企业资金使用情况加强监督和约束;另一方面,集团整体资金池也面临缩水的风险,因此会更加注重资金在成员企业间分配的效率,尤其会防止投资过度造成的资金浪费。因此,本文认为,在外部冲击下,内部资本市场不仅能保持良好的融资约束缓解功能,而且更能发挥对企业投资效率的提升作用,进而抑制财务危机的发生。根据上述分析,提出假设:

假设H2:内部资本市场对财务风险的抑制作用在遭受外部冲击时更显著。

三 研究设计

(一)变量定义

1.被解释变量

本文的被解释变量为企业财务风险。国内外学术界对财务风险的衡量大多使用Z值法。本文参考MacKie-Mason的做法衡量财务风险[40],计算公式为:Z=1.2×营运资金/期末总资产+1.4×期末留存收益/期末总资产+3.3×息税前利润/期末总资产+0.99×本期销售收入/期末总资产。在后续稳健性检验中,本文采用Altman提出的Z值计算方法衡量财务风险[13],对被解释变量进行替换。考虑实证结果的可读性,对Z值取相反数,Z值的相反数越大,企业的财务风险越大。

2.解释变量

本文的解释变量是内部资本市场和外部冲击。对于内部资本市场(icm),参考已有文献的做法[2],以企业是否属于集团为依据,判断内部资本市场是否存在。如果企业属于集团,则取值为1,否则取值为0。根据国泰安数据库和上市公司年报提供的股权控制链条图追溯企业的最终控制人,若两家及以上的企业由同一经济主体控制,并且第一大股东持股比例不低于20%,则认定这些公司归属于集团。根据《中华人民共和国企业国有资产法》及各级政府国有资产监督管理委员会(简称国资委)主要职责的相关规定,国资委应当维护并适当简政放权,让市场发挥积极作用,因此对于股权控制链追溯到政府部门、国资委、国有资产经营公司的企业,则判定最终控制人为其直属管理控制的经济主体。对于外部冲击($shock$),由于重大公共卫生事件对全球经济的影响范围广、影响程度深,且其爆发具有不可预料性,本文选择近年来最具代表性的公共卫生事件——新冠肺炎疫情作为外部冲击。参考曾嶒和唐松的做法[41],将2020年及之后的样本取值为1,其余样本取值为0。截至2021年底,新冠肺炎疫情在全球仍然不断蔓延,因此2020—2021年可以被视为企业受外部冲击的年份。

3.控制变量

参考李香花等的做法[42],本文控制了反映公司财务特征的规模($size$)、年龄(age)、固定资产比例(fa)、管理费用率(adm)和公司治理层面的董事会规模($bdsize$)、独立董事比例($inddirect$)、管理层持股比例(ms)、第一大股东是否变更($lsdchange$)。

表1列示了上述变量的详细定义。

(二)模型设定

为了检验内部资本市场的存在性对财务风险的影响,构建模型(1):

$$adj\_Zscore_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 icm_{it} + \sum_j \alpha_j control_{itj} + \mu_{ind} + \delta_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中,下标i和t分别表示企业和年份,j表示控制变量数,$control$表示一系列控制变量,μ_{ind}为行业固定效应,δ_t为年份固定效应,ε_{it}表示随机扰动项。如果内部资本市场抑制了企业的财务风险,则α_1显著为负。

为验证内部资本市场对财务风险的抑制作用是否在外部冲击中更显著,构建模型(2):

$$adj\_Zscore_{it} = \beta_0 + \beta_1 icm_{it} + \beta_2 icm_{it} \times shock_t + \sum_k \beta_k control_{itk} + \mu_{ind} + \delta_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

其中,k表示控制变量数,其余符号的含义同上。如果内部资本市场对企业财务风险的抑制作用在遭遇外部冲击后更显著,则β_2显著为负。

(三)样本选择与数据来源

本文选取2016—2021年沪、深两市的A股上市公司为样本,对样本做如下筛选:①剔除金融行业样本,这类企业的经营方式、资本结构与实体企业有

较大差异，可能影响研究结果。②剔除数据缺失、异常及最终控制人无法判断的样本。③剔除在 2020 年及之后上市的企业，因为该类企业的数据无法反映外部冲击前后财务风险的变动情况。进行上述筛选后，共得到 18067 个观测值。本文的数据来源于国泰安数据库，对连续型变量进行双侧 1%的缩尾处理，以避免极端值对研究结果的影响。

表 1　变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
被解释变量	财务风险	*adj_Zscore*	1.2×营运资金/期末总资产＋1.4×期末留存收益/期末总资产＋3.3×息税前利润/期末总资产＋0.99×本期销售收入/期末总资产
解释变量	内部资本市场	*icm*	以是否属于集团构建虚拟变量，如果企业附属于集团，则取值为 1，表示存在内部资本市场；否则取值为 0
	外部冲击	*shock*	按外部冲击发生的年份设置虚拟变量，将 2020 年及之后的年份设置为 1，之前的年份设置为 0
控制变量	规模	*size*	资产总额的自然对数
	年龄	*age*	企业上市年限的自然对数
	固定资产比例	*fa*	企业固定资产占资产总额的比例
	管理费用率	*adm*	管理费用/营业收入
	董事会规模	*bsdize*	董事总人数的自然对数
	独立董事比例	*inddirect*	独立董事占全部董事的比例
	管理层持股比例	*ms*	董事、监事、高管层持有股票的比例
	第一大股东是否变更	*lsdchange*	虚拟变量，如果第一大股东在本年度发生变更则取值为 1，否则取值为 0

(四)描述性统计

表 2 报告了变量描述性统计结果。修正 *Z* 值的均值为－1.2866，最小值为－15.2378，最大值为 27.0566，说明不同企业的财务风险存在较大的差异。*icm* 的均值为 0.1933，说明有 19.33%的企业隶属于集团，存在内部资本市场。*shock* 的均值为 0.3296，表示有 32.96%的样本处于危机发生后的年份。

表 2　变量描述性统计

变量名称	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
adj_Zscore	18067	－1.2866	1.0188	－15.2378	27.0566
icm	18067	0.1933	0.3949	0.0000	1.0000
shock	18067	0.3296	0.4701	0.0000	1.0000
size	18067	22.3129	1.3030	19.8806	26.3656
age	18067	2.9846	0.2853	2.1972	3.5553
fa	18067	0.1989	0.1517	0.0016	0.6738
adm	18067	0.0845	0.0672	0.0083	0.4390
bdsize	18067	2.1080	0.1954	1.6094	2.6391
inddirect	18067	0.3777	0.0536	0.3333	0.5714
ms	18067	0.0801	0.1420	0.0000	0.6071
lsdchange	18067	0.0271	0.1623	0.0000	1.0000

四 实证结果与分析

(一)内部资本市场与公司财务风险

表 3 报告了内部资本市场对财务风险影响的回归结果。第(1)列为控制了企业基本特征的回归结果，第(2)列是添加了企业基本特征和公司治理控制变量的回归结果。内部资本市场的回归系数均为负值且至少在 5%的水平上显著。第(1)列结果显示，内部资本市场的回归系数为－0.0593，即内部资本市场与财务风险显著负相关，在控制行业、年份和企业基本特征的情况下，存在内部资本市场的企业的财务风险比不存在内部资本市场的企业低 0.0593 个单位，相当于财务风险均值的 4.6%。在引入公司治理特征后，内部资本市场的回归系数为－0.0909，表明内部资本市场与财务风险存在显著的负相关关系，在控制其他条件不变的情况下，相比不存在内部资本市场的企业，存在内部资本市场的企业财务风险降低了 0.0909 个单位，相当于财务风

险均值的7.1%。回归结果支持假设H1。

表3　内部资本市场与公司财务风险的回归结果

指标	(1) adj_Zscore	(2) adj_Zscore
icm	−0.0593***	−0.0909**
	(0.0175)	(0.0428)
size	0.0580***	0.0482***
	(0.0086)	(0.0144)
age	0.2374***	0.1984***
	(0.0301)	(0.0377)
fa	1.2630***	1.2119***
	(0.0657)	(0.1405)
adm	5.2474***	5.1440***
	(0.2163)	(0.6226)
bdsize		−0.1407
		(0.0902)
inddirect		0.0491
		(0.2943)
ms		−0.6545***
		(0.0877)
lsdchange		0.1754***
		(0.0585)
常数项	−3.9722***	−3.2865***
	(0.1682)	(0.4765)
样本量	18067	18067
R^2	0.184	0.192
行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制

注:括号中数字为聚类到行业层面的稳健标准误,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下表同。

(二)外部冲击下的内部资本市场与公司财务风险

表4报告了引入外部冲击与内部资本市场交乘项的回归结果。第(1)列是控制了企业基本特征的回归结果,第(2)列是控制了企业基本特征和治理情况的回归结果。内部资本市场与外部冲击交互项的回归系数均在1%的水平上显著为负。第(2)列回归结果表明,在其他条件相同时,内部资本市场对公司财务风险的抑制作用在冲击后比冲击前高0.0701个单位,相当于财务风险均值的5.4%。上述结果初步支持内部资本市场对企业财务风险的抑制作用在遭遇外部冲击时更大的猜想,验证了假设H2。

(三)异质性分析

1.基于外部治理环境的异质性分析

已有研究表明,外部环境和内部因素共同影响了企业财务风险水平。相比于独立企业,企业集团面临更为复杂的治理结构和利益链条关系,内部资本市场既能为企业提供支持,又可能异化为大股东掏空公司的渠道。在不完善的监管环境和法律制度下,内部资本市场更容易发生利益输送等负面事件,从而制约内部资本市场积极作用的发挥。为了考察内部资本市场对企业财务风险的抑制作用是否随着外部市场环境的不同而呈现差异,采用王小鲁、樊纲和胡李鹏编制的市场化总指数中各省份的中介组织发育和法律得分衡量法律制度的完善程度[43]。根据法律制度的完善程度将样本分为两组进行回归,结果如表5第(1)及第(2)列所示。在外部治理水平较高的子样本中,内部资本市场的回归系数显著为负。在外部治理水平较低的子样本中,内部资本市场的回归系数不显著。组间系数差异检验显示回归系数在1%的水平上存在显著差异。结果表明,内部资本市场对财务风险的抑制作用在外部治理环境好的地区能够有效发挥,内部资本市场功能的有效性取决于外部市场和法律制度的完善程度。

表4　内部资本市场、外部冲击与公司财务风险的回归结果

指标	(1) adj_Zscore	(2) adj_Zscore
icm×shock	−0.0838***	−0.0701***
	(0.0202)	(0.0198)
icm	−0.0306	−0.0668
	(0.0418)	(0.0420)
size	0.0581***	0.0483***
	(0.0134)	(0.0144)
age	0.2367***	0.1979***
	(0.0375)	(0.0378)
fa	1.2617***	1.2110***
	(0.1484)	(0.1403)
adm	5.2512***	5.1476***
	(0.6271)	(0.6213)
bdsize		−0.1404
		(0.0898)
inddirect		0.0471
		(0.2937)
ms		−0.6518***
		(0.0872)
lsdchange		0.1750***
		(0.0582)
常数项	−3.9726***	−3.2886***
	(0.3230)	(0.4760)
样本量	18067	18067
R^2	0.184	0.193
行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制

2.基于所有权性质的异质性分析

不同所有权性质的企业面临政策支持、融资情况等方面的差异。中国国有企业经营着关系国计民生的重要领域,往往受到政府的政策优惠和支持,也更容易获得信贷和从资本市场中获得融资;而民营企业在获取融资时可能会受到信贷歧视,容易出现融资难的问题。因此,本文认为内部资本市场对财务风险的缓解作用在非国有企业中更大。按照所有权性质把样本分为非国有企业和国有企业进行回归,结果如表5第(3)及第(4)列所示。在非国有企

业样本中，内部资本市场的回归系数为−0.1238，在国有企业样本中，内部资本市场的回归系数为−0.0954，二者均至少在5%的水平上显著，并且非国有企业的回归系数绝对值大于国有企业。组间差异检验结果显示，非国有企业和国有企业样本的回归系数存在显著差异，说明内部资本市场对财务风险的抑制作用在非国有企业中更强。

3. 基于金融资产配置程度的异质性分析

根据前文分析，在控制其他因素不变的情况下，内部资本市场有助于抑制企业的财务风险，然而，也有研究表明，在企业大型化、集团化经营的背景下，内部资本市场在为集团成员企业带来资金支持的同时，也不可避免地成为成员企业扩张金融投资的推手[5]。部分实体企业将原本用于实体投资的资金投向金融和房地产领域，造成了资金“脱实向虚”。金融风险具有破坏性大、传染性强的重要特质，企业金融化程度的提高不仅挤占了企业的实体投资，还会使企业暴露在更大的风险中。因此，在企业金融资产配置程度较高时，内部资本市场对财务风险的抑制作用可能会被削弱。为了检验内部资本市场对企业财务风险的抑制作用是否随着企业金融化程度的提高而减弱，根据金融资产配置程度的中位数将样本分为两组进行回归。以企业金融资产占总资产的比例衡量企业金融化程度。金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产。异质性分析结果如表5第(5)及第(6)列所示。内部资本市场对财务风险的抑制作用在金融资产配置程度较低的企业中更显著，表明其会随着金融资产配置程度的提高而减弱。因此，当企业已经配置较高比例的金融资产时，内部资本市场可能进一步助推企业金融化，从而削弱内部资本市场防范和化解企业风险的能力。

表 5　异质性分析

指标	(1) 法治程度低	(2) 法治程度高	(3) 非国有企业	(4) 国有企业	(5) 金融资产配置程度低	(6) 金融资产配置程度高
	adj_Zscore	*adj_Zscore*	*adj_Zscore*	*adj_Zscore*	*adj_Zscore*	*adj_Zscore*
icm	−0.0665	−0.1200***	−0.1238**	−0.0954***	−0.1017**	−0.0789*
	(0.0463)	(0.0366)	(0.0481)	(0.0206)	(0.0476)	(0.0449)
size	0.0467**	0.0455**	0.0686***	0.0300**	0.0452***	0.0458*
	(0.0199)	(0.0167)	(0.0109)	(0.0123)	(0.0158)	(0.0221)
age	0.2448***	0.1615***	0.1889***	0.1057**	0.2074***	0.1958***
	(0.0669)	(0.0528)	(0.0335)	(0.0413)	(0.0499)	(0.0364)
fa	1.2172***	1.2002***	1.3416***	1.0824***	1.3272***	1.0090***
	(0.1316)	(0.1437)	(0.0835)	(0.0734)	(0.1256)	(0.1734)
adm	5.1603***	5.1715***	5.3484***	4.5492***	5.6609***	4.8593***
	(0.5827)	(0.7387)	(0.2469)	(0.2749)	(0.7124)	(0.6499)
bdsize	−0.0855*	−0.2010	−0.2705***	0.0430	−0.1156*	−0.1430
	(0.0473)	(0.1852)	(0.0723)	(0.0571)	(0.0621)	(0.1088)
inddirect	0.3948*	−0.2939	−0.1809	0.4087**	−0.0695	0.1551
	(0.2167)	(0.5794)	(0.2419)	(0.1966)	(0.2748)	(0.4431)
ms	−0.5367***	−0.7129***	−0.5383***	0.4707	−0.7063***	−0.5577***
	(0.0994)	(0.0915)	(0.0483)	(0.4782)	(0.1297)	(0.0897)
lsdchange	0.2083***	0.1276	0.2145**	0.0901	0.2316*	0.1178***
	(0.0394)	(0.0896)	(0.0842)	(0.0673)	(0.1143)	(0.0338)
常数项	−3.6541***	−2.8523***	−3.4522***	−2.9865***	−3.3226***	−3.2030***
	(0.6257)	(0.5163)	(0.2773)	(0.2887)	(0.4603)	(0.6979)
经验 p 值	0.002***		0.004***		0.095*	
样本量	9035	9032	11866	5547	9034	9033
R^2	0.236	0.168	0.206	0.264	0.171	0.235
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

(四) 稳健性与内生性检验

1. 替换被解释变量衡量方式

改变财务风险的衡量方法，参考 Altman 构建的五因素 Z-score 模型衡量企业财务风险（$Altman\_Z$）[13]。回归结果如表6第(1)列所示，内部资本市场的回归系数显著为负，与基准回归结果一致。

2.替换解释变量衡量方式

借鉴黄贤环和王瑶的做法[5]，用公司与其关联方的资金往来发生额除以总资产，得到内部资本市场的活跃度（*icmact*）。根据关联资金往来主体对关联资金交易情况进行筛选，将上市公司与其母公司及与母公司控制的其他公司之间的资金往来作为内部资本市场交易。替换解释变量的回归结果如表 6 第(2)列所示，在 5%的显著性水平上，内部资本市场活跃度的回归系数显著为负，表示内部资本市场活跃度的提高可以有效抑制财务风险，与基准回归得到的结果一致。

3.调整样本

采用以下方式对样本进行调整：第一，剔除房地产行业样本。由于房地产行业与其他行业存在显著差异，财务数据可比性较弱，可能影响研究结果，故剔除房地产行业样本重新回归，结果如表 6 第(3)列所示。第二，将样本调整为平衡面板数据。回归结果如表 6 第(4)列所示。在调整样本后，相关结论保持不变。

表 6　替换变量衡量方式和调整样本的回归结果

指标	(1) *Altman_Z*	(2) *adj_Zscore*	(3) *adj_Zscore*	(4) *adj_Zscore*
icm	−0.2232*		−0.0904*	−0.0936**
	(0.1207)		(0.0450)	(0.0443)
icmact		−2.8634**		
		(1.2889)		
size	1.2663***	0.0446***	0.0435***	0.0565**
	(0.1173)	(0.0145)	(0.0147)	(0.0224)
age	0.7104**	0.1966***	0.2066***	0.0676
	(0.2651)	(0.0399)	(0.0379)	(0.0401)
fa	3.7892***	1.1888***	1.2245***	1.2062***
	(0.9244)	(0.1372)	(0.1394)	(0.1521)
adm	−4.1342***	4.9968***	5.3819***	4.2278***
	(0.8603)	(0.5933)	(0.5746)	(0.5733)
bdsize	−0.2755	−0.1228**	−0.1465	−0.2556**
	(0.4195)	(0.0547)	(0.0946)	(0.1195)
inddirect	−1.0317	0.0907	0.0286	−0.2301
	(1.1500)	(0.2197)	(0.3051)	(0.3248)
ms	−3.4530***	−0.6482***	−0.6606***	−0.3998***
	(0.6336)	(0.0885)	(0.0891)	(0.0819)
lsdchange	0.2806*	0.1672**	0.1728***	0.1245*
	(0.1549)	(0.0626)	(0.0601)	(0.0701)
常数项	−34.0607***	−3.2590***	−3.2254***	−2.7009***
	(3.5459)	(0.4688)	(0.5116)	(0.6026)
样本量	17722	17439	17457	12342
R^2	0.243	0.199	0.192	0.222
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制

4.倾向得分匹配法

为了缓解可能存在的样本自选择问题，本文按企业是否属于集团将样本分为处理组和控制组，设定全部控制变量为协变量，使用卡尺内最邻近匹配方法，在 0.05 卡尺内按 1∶1 近邻匹配。匹配前后的核密度如图 1、图 2 所示，匹配后处理组和控制组的核密度形态接近，说明匹配有效缓解了样本自选择可能带来的偏差。对匹配成功的样本进行回归，结果如表 7 所示，在缓解样本自选择问题后，内部资本市场仍然能显著抑制财务风险。

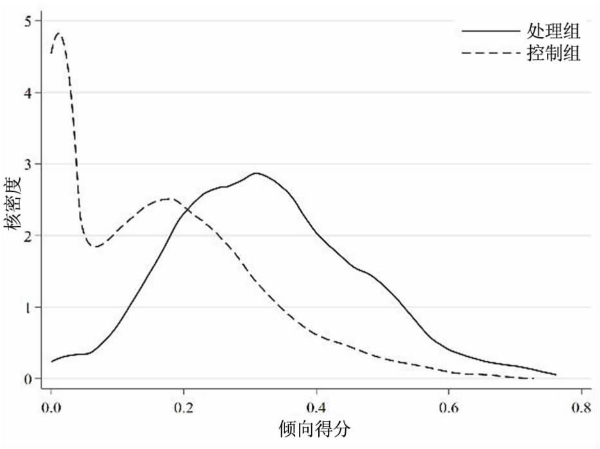

图 1　匹配前倾向得分

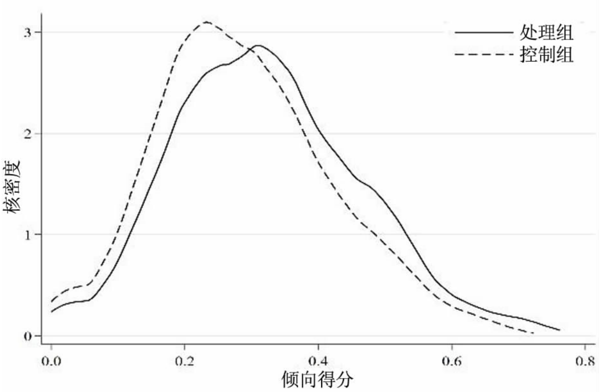

图 2　匹配后倾向得分

5.滞后一期解释变量

财务风险小的企业可能更有能力和条件与其他企业联合组建集团，形成内部资本市场，因此本文可能存在反向因果问题。由于本期的财务风险水平不会影响上一期企业内部资本市场的存在性，采用滞后一期解释变量的方法进行回归，结果如表 8 第(1)列所示。内部资本市场的回归系数显著为负，与前文一致。

表 7　倾向得分匹配法的回归结果

指标	adj_Zscore	
icm	−0.0592*	(0.0311)
size	0.0510*	(0.0244)
age	0.1417	(0.0990)
fa	1.4113***	(0.2444)
adm	6.1996***	(1.3642)
bdsize	0.0646	(0.2316)
inddirect	2.0306***	(0.6608)
ms	−0.3898	(0.2568)
lsdchange	0.0842	(0.0728)
常数项	−4.4965***	(1.1133)
样本量	17401	
R^2	0.330	
行业固定效应	控制	
年份固定效应	控制	

6. 工具变量法

为了缓解可能存在的内生性问题，本文借鉴孙洁和孙明杨的做法[44]，将行业内其他企业构建内部资本市场的均值(*indicm*)作为工具变量。一方面，当同行业其他企业隶属于集团的比例更高时，企业采取集团化经营的可能性更大，符合工具变量与解释变量的相关性要求；另一方面，企业个体面临的财务风险主要受自身经营决策与外部环境影响，与同行业其他企业是否建立内部资本市场的相关性较弱，从而满足外生性条件。两阶段回归结果如表 8 第(2)列和第(3)列所示。行业平均内部资本市场存在性与企业自身内部资本市场存在性在 1%的显著性水平上存在正相关关系，并且 LM 统计量和 CDW-F 统计量大于 10%显著性水平对应的临界值 16.38，表明不存在识别不足和弱工具变量的问题。

五　进一步讨论

(一)内部资本市场抑制财务风险的机制分析

1. 缓解融资约束

如果内部资本市场通过缓解融资约束降低了企业的财务风险，则内部资本市场对财务风险的抑制作用在融资约束大的企业中更强。以 KZ 指数衡量企业融资约束，将样本划分为低融资约束企业和高融资约束企业进行分组回归，结果如表 9 第(1)及第(2)列所示。内部资本市场的回归系数在低融资约束和高融资约束样本中均为负，而在低融资约束样本中，内部资本市场回归系数的绝对值和显著性均低于高融资约束样本，表示内部资本市场通过缓解融资约束抑制了财务风险。为进一步研究这一作用机制在外部冲击发生前后发挥的效果，本文以遭遇外部冲击为分界点对样本进行分组回归，第(3)至(6)列结果显示，无论是否遭受外部冲击，内部资本市场对财务风险的缓释作用在高融资约束的企业中都更显著，内部资本市场通过缓解融资约束抑制财务风险的机制在两种情况下均有效。

表 8　滞后一期解释变量和两阶段回归结果

指标	(1) adj_Zscore	(2) icm	(3) adj_Zscore
icm			−0.7407*
			(0.4252)
L.icm	−0.1052**		
	(0.0445)		
indicm		1.2246***	
		(0.2003)	
size	0.0525***	0.0633***	0.0895***
	(0.0141)	(0.0026)	(0.0279)
age	0.1411***	0.1309***	0.2832***
	(0.0486)	(0.0104)	(0.0618)
fa	1.1954***	0.0283	1.2308***
	(0.1428)	(0.0215)	(0.0572)
adm	5.7348***	−0.1320***	5.0688***
	(0.8303)	(0.0460)	(0.1291)
bdsize	−0.1669*	0.1285***	−0.0567
	(0.0824)	(0.0183)	(0.0727)
inddirect	−0.0053	0.1178*	0.1247
	(0.2840)	(0.0636)	(0.1726)
ms	−0.5415***	−0.4248***	−0.9295***
	(0.0876)	(0.0207)	(0.1879)
lsdchange	0.1908***	0.0002	0.1756***
	(0.0484)	(0.0168)	(0.0436)
常数项	−3.1572***	−2.0503***	−4.5035***
	(0.4861)	(0.0824)	(0.8319)
LM 统计量			37.39***
CDW-F 统计量			37.40***
样本量	14206	18067	18067
R^2	0.205	0.152	0.082
行业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制

2. 提高投资效率

本文采用 Richardson 模型计算企业的非效率投资(*absinv*)[45]，用三段式回归模型检验内部资本市场是否通过提高企业投资效率抑制财务风险。表 10 报告了回归结果：第(2)列结果表明，内部资本市场抑制了非效率投资，提高了企业的投资效率；第(3)列结果中，非效率投资的回归系数在 1%的水平下显著为正，表示投资效率越高，企业的财务风险越小。这说明内部资本市场可以提高企业的投资效率，进而降低财务风险。本文对常规情境下的样本和遭受外部冲击的样本分别进行机制检验，结果如第(4)至(9)列所示，没有外部冲击时内部资本市场并不能提高企业投资效率，而在遭遇外部冲击时，内部资本市场能通过提高投资效率缓解企业的财务风险。

表9 缓解融资约束的回归结果

指标	全样本		无外部冲击		有外部冲击	
	(1) 低融资约束 adj_Zscore	(2) 高融资约束 adj_Zscore	(3) 低融资约束 adj_Zscore	(4) 高融资约束 adj_Zscore	(5) 低融资约束 adj_Zscore	(6) 高融资约束 adj_Zscore
icm	−0.0538*	−0.1570**	−0.0549*	−0.1722**	−0.0466	−0.1133*
	(0.0285)	(0.0623)	(0.0312)	(0.0636)	(0.0347)	(0.0583)
size	0.0685***	0.0103	0.0881***	0.0413**	0.0379**	−0.0505***
	(0.0151)	(0.0117)	(0.0168)	(0.0170)	(0.0144)	(0.0171)
age	0.0015	0.3808***	−0.0175	0.4450***	0.0314	0.1666**
	(0.0429)	(0.0641)	(0.0467)	(0.0702)	(0.0409)	(0.0751)
fa	0.7615***	1.3513***	0.6702***	1.4937***	0.9573***	0.8912***
	(0.1161)	(0.1705)	(0.1137)	(0.1739)	(0.1558)	(0.2278)
adm	3.7301***	5.4382***	3.3429***	5.2208***	4.7544***	6.1956***
	(0.5108)	(0.6251)	(0.5533)	(0.5744)	(0.5900)	(0.9967)
bdsize	−0.1246*	−0.0865	−0.1300*	−0.1166	−0.1009	−0.0477
	(0.0600)	(0.1033)	(0.0700)	(0.0978)	(0.0972)	(0.1484)
inddirect	−0.2630	0.3103	−0.3010	0.2688	−0.2106	0.3181
	(0.2877)	(0.3235)	(0.2897)	(0.2925)	(0.3700)	(0.4936)
ms	−0.1927**	−0.9666***	−0.1750*	−0.9760***	−0.1796*	−0.7456***
	(0.0802)	(0.0999)	(0.0843)	(0.1171)	(0.0909)	(0.0774)
lsdchange	0.0797	0.1062	−0.0275	0.0990	0.2095*	0.1177
	(0.0830)	(0.0632)	(0.0788)	(0.0761)	(0.1070)	(0.0738)
常数项	−3.1790***	−2.9466***	−3.4895***	−3.8110***	−2.7567***	−0.8472
	(0.4255)	(0.4860)	(0.4114)	(0.4481)	(0.5210)	(0.7961)
经验 p 值	0.000***		0.000***		0.011**	
样本量	9039	9028	5906	6204	3131	2822
R^2	0.251	0.201	0.254	0.194	0.266	0.236
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

表10 提高投资效率的回归结果

指标	全样本			无外部冲击			有外部冲击		
	(1) adj_Zscore	(2) absinv	(3) adj_Zscore	(4) adj_Zscore	(5) absinv	(6) adj_Zscore	(7) adj_Zscore	(8) absinv	(9) adj_Zscore
icm	−0.0734*	−0.0044*	−0.0692	−0.0728***	−0.0038	−0.0679	−0.0761**	−0.0054***	−0.0737
	(0.0412)	(0.0023)	(0.0422)	(0.0224)	(0.0028)	(0.0441)	(0.0312)	(0.0018)	(0.0457)
absinv			0.9515***			1.2716***			0.4440*
			(0.2562)			(0.3191)			(0.2358)
size	0.0234	−0.0023***	0.0256	0.0303*	−0.0028***	0.0339	0.0180	−0.0018**	0.0188
	(0.0165)	(0.0005)	(0.0167)	(0.0156)	(0.0006)	(0.0226)	(0.0141)	(0.0006)	(0.0143)
age	0.1579***	−0.0050**	0.1626***	0.1778***	−0.0015	0.1797***	0.1160**	−0.0110***	0.1208**
	(0.0361)	(0.0022)	(0.0363)	(0.0432)	(0.0023)	(0.0386)	(0.0488)	(0.0027)	(0.0570)
fa	1.1249***	0.0018	1.1232***	1.1218***	−0.0069	1.1306***	1.0907***	0.0198*	1.0819***
	(0.1281)	(0.0083)	(0.1282)	(0.0848)	(0.0071)	(0.1211)	(0.0959)	(0.0113)	(0.1682)
adm	5.0151***	0.0623***	4.9558***	4.5021***	0.0780***	4.4030***	6.1961***	0.0189	6.1877***
	(0.5500)	(0.0110)	(0.5422)	(0.2630)	(0.0102)	(0.5597)	(0.3787)	(0.0172)	(0.7212)
bdsize	−0.1046	−0.0092**	−0.0958	−0.0846	−0.0129***	−0.0682	−0.1317	−0.0026	−0.1305
	(0.1061)	(0.0033)	(0.1061)	(0.0616)	(0.0037)	(0.1081)	(0.0923)	(0.0040)	(0.1126)
inddirect	0.0985	0.0021	0.0965	0.1625	0.0010	0.1611	0.0198	0.0028	0.0185
	(0.3397)	(0.0118)	(0.3331)	(0.2001)	(0.0130)	(0.2953)	(0.2854)	(0.0129)	(0.4246)
ms	−0.5318***	0.0094**	−0.5407***	−0.4888***	0.0054	−0.4957***	−0.5712***	0.0128**	−0.5769***
	(0.0970)	(0.0041)	(0.0962)	(0.0758)	(0.0043)	(0.1068)	(0.0769)	(0.0052)	(0.1118)
lsdchange	0.1437**	0.0011	0.1427**	0.0767	0.0010	0.0753	0.2269***	0.0016	0.2262***
	(0.0614)	(0.0037)	(0.0644)	(0.0612)	(0.0039)	(0.0731)	(0.0841)	(0.0045)	(0.0707)
常数项	−2.6566***	0.1194***	−2.7703***	−2.9127***	0.1338***	−3.0829***	−2.3639***	0.1069***	−2.4114***
	(0.5182)	(0.0091)	(0.5297)	(0.3035)	(0.0113)	(0.5489)	(0.3316)	(0.0134)	(0.5930)
样本量	15666	15666	15666	9711	9711	9711	5955	5955	5955
R^2	0.181	0.077	0.183	0.160	0.091	0.164	0.231	0.041	0.231
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

(二)内部资本市场的资金流向与运作

尽管前文证实了内部资本市场对企业财务风险的抑制作用，但其跨主体资金调配的具体传导路径尚待验证。为了进一步揭示集团内部的资金流动方向，本文以集团附属上市公司为样本，以企业财务风险和内部资金净头寸(*nettransfer*)为被解释变量，选取表征企业自身资金状况的现金持有比例(*cash*)和反映发展需求的营业收入增长率(*growth*)为核心解释变量，同时控制集团内其他企业现金持有均值(*gpcash*)、集团内其他企业营业收入增长率均值(*gpgrowth*)、集团总规模(*groupsize*)及企业资产占集团整体规模的比例(*assetratio*)。本文借鉴 Santioni 的做法[2]，将内部资金净头寸定义为(关联方应付资金发生额－关联方应收资金发生额)/资产总额，该指标反映企业通过内部资本市场获取净融资的能力，数值越大表示企业通过内部资本市场从同集团其他企业处获得的资金越多。现金持有比例反映企业自身的资金充裕度及对集团内其他企业的资金供应能力，营业收入增长率反映企业的资金需求，与资金需求正向关联，高成长企业更易面临融资约束。回归结果如表 11 所示，第(1)列中，*growth* 和 *cash* 的回归系数均显著为负，表示企业自身现金持有比例的提升和营业收入增长率的提高能够显著抑制财务风险；*gpcash* 的回归系数显著为负，表示与企业处于同一集团的其他企业的现金持有量增加也能抑制该企业的财务风险，这验证了内部资本市场的风险共担特征。第(2)列结果显示，*growth* 的回归系数显著为正，*cash* 的回归系数显著为负，表示成长迅速、现金持有比例较低的企业更易获取内部资本市场的资金支持。上述结果进一步证实内部资本市场通过集团内部不同主体之间的资金转移进行资金救助和风险共担，说明内部资本市场通过“蓄水池”式多钱效应聚集闲散资金，依托“调节阀”式活钱效应实现跨主体风险对冲。

表 11　内部资本市场的资金流向与运作回归结果

指标	(1) *adj_Zscore*	(2) *nettransfer*
growth	−0.1204***	0.0062***
	(0.0279)	(0.0010)
cash	−1.3519***	−0.0188***
	(0.1141)	(0.0048)
gpgrowth	0.0019	−0.0000
	(0.0019)	(0.0001)
gpcash	−0.2667*	−0.0072
	(0.1477)	(0.0060)
size	0.0318***	−0.0002
	(0.0112)	(0.0005)
age	0.0559	0.0014
	(0.0493)	(0.0020)
fa	0.6737***	0.0080**
	(0.0837)	(0.0034)
adm	4.1966***	0.0737***
	(0.2120)	(0.0090)
bdsize	0.0536	−0.0070**
	(0.0721)	(0.0029)
inddirect	0.0644	0.0048
	(0.2454)	(0.0100)
ms	−0.5677	−0.0129
	(0.3581)	(0.0161)
lsdchange	0.0793	−0.0022
	(0.0669)	(0.0028)
groupsize	−0.0214	0.0027
	(0.1422)	(0.0057)
assetratio	−0.0398	−0.0001
	(0.0445)	(0.0018)
常数项	−1.7975	−0.0626
	(4.1863)	(0.1683)
样本量	3080	2945
R^2	0.336	0.102
行业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制

六　结论与政策建议

防范和化解财务风险是企业平稳、可持续经营的重要保障。本文以 2016—2021 年中国 A 股上市公司为样本，研究内部资本市场对财务风险的影响及作用机制，并讨论发生外部冲击前后内部资本市场对财务风险影响的差异。研究发现，内部资本市场能够有效抑制企业的财务风险，相比于独立企业，存在内部资本市场的企业更不易陷入财务危机。在外部冲击下，内部资本市场对财务风险的抑制作用比没有外部冲击时更加显著。机制分析表明，内部资本市场通过缓解融资约束和提高投资效率降低企业的财务风险。发生外部冲击前内部资本市场降低财务风险的作用路径为缓解融资约束，而非提升投资效率。在外部冲击情境下，内部资本市场通过同时缓解融资约束和提高投资效率降低企业的财务风险。异质性分析发现，内部资本市场对财务风险的缓解作用随着地区市场法律制度的完善而逐渐加强；相较于国有企业，内部资本市场对财务风险的抑制作用在非国有企业样本中更显著；相较于金融资产配置程度高的企业，内部资本市场对财务风险的抑制作用在金融资产配置程度低的企业中更显著。拓展性分析得出，内部资本市场将更多的可用资金调配给现金持有比例低、发展前景好的企业，从而发挥其多钱效应和活钱效应。在进行稳健性和内生性

检验后,结论依然成立。

本文对防范和化解企业财务风险,增强企业抵御冲击的能力具有一定的启示意义。基于研究结论,本文提出如下政策建议:

第一,应鼓励企业的集团化、规模化经营,充分发挥大型企业集团的投融资优势。监管部门应支持并引导集团内部成立财务公司。在此基础上,一是引导企业构建动态化、市场化的内部资金配置体系。集团应建立内部资金定价与绩效考核挂钩机制,对资金使用效率(如投入产出比)达标企业给予内部授信额度奖励,避免"平均主义"式资源错配,缓解企业的财务风险。二是强化财务公司专业服务能力。支持符合条件的集团财务公司开展试点创新,设立专项资金池,支持处于关键发展阶段和经营受到外部环境冲击的企业;推动财务公司接入企业信用信息公示系统,融合内外部信用数据构建风控模型,提升资金配置精准度与风险识别能力。三是集团内部应制定详细的风险预警和处理机制,设定不低于一定比例的内部资金储备红线;对现金持有比例低但发展前景好的成员企业,在风险可控前提下可放宽资金划拨限制,优先保障战略新兴领域和"专精特新"企业的应急资金需求。

第二,完善多层次资本市场建设,缓解外部融资约束。独立企业没有内部资本市场的支持,其财务风险在同等条件下要高于集团附属企业,对这部分企业也应予以重视,通过产业链协同与资本市场创新等方式为企业的长久平稳发展筑牢基础。一是加快建设多层次资本市场。在新三板、区域性股权市场设立"高成长企业绿色通道",加强知识产权质押融资、优先股试点等定制化融资服务,拓宽企业融资渠道,降低企业融资成本;推动商业银行开发"抗周期金融产品",对遭遇行业政策调整、供应链中断等外部冲击的企业,给予展期续贷、利率优惠等支持。二是建设产业链金融协同机制,试点产业链金融互助模式。在制造业集群地区推广"产业链金融共同体",由核心企业牵头建立资金互助平台,允许链内企业通过应收账款确权、订单质押等方式实现短期资金融通,复制企业集团内部资本市场的多钱效应;针对中小民营企业,推行"政府引导基金+市场化机构"联合投资模式,重点支持研发投入高但短期现金流紧张的企业,缓解外部融资约束对财务风险的放大效应。

第三,实施区域与企业属性差异化监管,筑牢风险防控底线。内部资本市场对财务风险的抑制作用能否有效发挥,也取决于外部治理环境的差异。针对内部资本市场作用发挥的环境依赖性,一是加强各地区市场、法律制度的建设和完善,差异化推进区域市场治理。在法律监管薄弱地区,试点"集团企业内部交易强制备案制度",要求年关联交易额超过一定额度的企业披露资金流向、定价依据及利益相关方回避决策流程,遏制大股东通过内部资本市场进行"隧道挖掘"。二是针对企业属性实施分类监管。对国有企业集团重点审查资金是否流向"两高一剩"行业或低效投资项目,防范预算软约束导致的投资效率下降;对金融资产配置程度较高的企业集团,要求定期披露金融资产与实体业务的资金配比,限制过度金融化对内部资本市场的挤出效应,确保资金流向实体运营环节。三是提升治理透明度与强化外部监督。推动国资委对企业集团内部交易实施更严格的监管,要求定期披露资金流向及风险敞口,非国有企业可试点引入独立第三方审计机构,评估资金调配的合规性。总之,上述措施可以保障内部资本市场规范运行,增强内部资本市场与外部治理环境的协同效应,提高企业应对外部不利冲击的能力,从而保障经济平稳、高质量发展。

[参　考　文　献]

[1] Granovetter M. Business groups[M]. Princeton:Princeton University Press,1994.

[2] Santioni R,Schiantarelli F,Strahan P E. Internal capital markets in times of crisis:the benefit of group affiliation[J]. Reviewof Finance,2020(4):773－811.

[3] Masulis R W,Pham P K,Zein J,et al. Crises as opportunities for growth:the strategic value of business group affiliation[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2023(4):1508－1546.

[4] 余浪,李秉成,田丽媛.内部资本市场效率、财务危机传染与预警:基于政府层级与调节效应视角的分析[J].山西财经大学学报,2018(10):90－107.

[5] 黄贤环,王瑶.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"[J].财经研究,2019(12):124－137.

[6] Altman E I. Multidimensional graphics and bankruptcy prediction:a comment[J]. Journal of Accounting Research,1983(1):297－299.

[7] 苏坤,张俊瑞,杨淑娥.终极控制权、法律环境与公司财务风险:来自我国民营上市公司的证据[J].当代经济科学,2010(5):80－87+127.

[8] 季伟伟,陈志斌,赵燕.货币政策与企业财务风险变化[J].上海经济研究,2014(5):27－37.

[9] 李焰,陈才东,黄磊.集团化运作、融资约束与财务风险:基于上海复星集团案例研究[J].管理世界,2007(12):117－135.

[10] 詹雷，王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值[J]. 南开管理评论，2013(3)：36－46.

[11] 于建玲，佟孟华，朱泽君. 企业金融化对财务风险的影响：基于经济政策不确定性的调节效应研究[J]. 国际金融研究，2021(10)：88－96.

[12] 于富生，张敏，姜付秀，等. 公司治理影响公司财务风险吗？[J]. 会计研究，2008(10)：52－59＋97.

[13] Altman E I. Financial ratios，discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance，1968(4)：589－609.

[14] Altman E I. Bankruptcy，credit risk，and high yield junk bonds[M]. Hoboken：Wiley-Blackwell，2002.

[15] 雷振，龚光明，徐莉萍. 外汇风险敞口、股权集中度与财务风险：基于出口上市公司的实证研究[J]. 财经理论与实践，2017(5)：79－85.

[16] Li W W，Yang J，Ning Z. Climate risk exposure and corporate financial distress[J/OL]. Applied Economics Letters，2024：1－7(2024－07－28)[2025－06－21]. https://doi. org/10.1080/13504851.2024.2383258.

[17] Higgins R C，Schall L D. Corporate bankruptcy and conglomerate merger[J]. The Journal of Finance，1975(1)：93－113.

[18] Chen X，Liu C，Liu Z，et al. Corporate financial portfolio and distress risk：forewarned is forearmed[J]. Emerging Markets Finance and Trade，2023(6)：1852－1864.

[19] 杨棉之. 股权结构、财务风险与债务资金成本：基于中介变量传导效应的研究[J]. 经济问题，2010(9)：104－108.

[20] Huang J，Kisgen D J. Gender and corporate finance：are male executives overconfident relative to female executives？[J]. Journal of Financial Economics，2013(3)：822－839.

[21] Shan Y G，Wang Y，Wu W，et al. Does the Achilles heel of guarantee networks drive financial distress？[J]. International Review of Financial Analysis，2023，87：102635.

[22] Fu C，Yu C，Guo M，et al. ESG rating and financial risk of mining industry companies[J]. Resources Policy，2024，88：104308.

[23] Williamson O E. Markets and hierarchies：the economic institutions of capitalism[M]. New York：Free Press，1985.

[24] Peyer U C，Shivdasani A. Leverage and internal capital markets：evidence from leveraged recapitalizations[J]. Journal of Financial Economics，2001(3)：477－515.

[25] 魏明海，万良勇. 我国企业内部资本市场的边界确定[J]. 中山大学学报(社会科学版)，2006(1)：92－97＋127－128.

[26] 汤晟，饶品贵，李晓溪. 金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置：来自资管新规的经验证据[J]. 中国工业经济，2024(1)：131－149.

[27] 陈瑶，余渡. 产业政策与集团内部资源配置[J]. 产业经济研究，2023(5)：44－57.

[28] Tan W，Ma Z. Ownership，internal capital market，and financing costs[J]. Emerging Markets Finance and Trade，2016(5)：1259－1278.

[29] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. The Journal of Finance，1997(1)：111－133.

[30] Fu S，Kim J B. Business group affiliation and investment efficiency：international evidence[J/OL]. Accounting & Finance，2025：1－20(2025－04－18)[2025－06－21]. https://doi. org/10.1111/acfi.70028.

[31] He J，Mao X，Rui O M，et al. Business groups in China[J]. Journal of Corporate Finance，2013，22：166－192.

[32] Tan W，Chen Y，Sun Y，et al. Internal capital markets and risk-taking：evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal，2023，78：101968.

[33] 高晗，张一林，蔡卫星，等. 一损俱损还是转危为安？企业集团内部风险特征研究：基于股价崩盘风险的视角[J]. 金融评论，2024(6)：101－125＋153.

[34] Wang Y Y. Corporate diversification，investment efficiency and the business cycle[J]. Journal of Corporate Finance，2023，78：102353.

[35] Berger P G，Ofek E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics，1995(1)：39－65.

[36] Shin H H，Stulz R M. Are internal capital markets efficient？[J]. The Quarterly Journal of Economics，1998(2)：531－552.

[37] 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＋96.

[38] 纳鹏杰，雨田木子，纳超洪. 企业集团风险传染效应研究：来自集团控股上市公司的经验证据[J]. 会计研究，2017(3)：53－60＋95.

[39] Gertner R H，Scharfstein D S，Stein J C. Internal versus external capital markets[J]. The Quarterly Journal of Economics，1994(4)：1211－1230.

[40] MacKie-Mason J K. Do taxes affect corporate financing decisions？[J]. The Journal of Finance，1990(5)：1471－1493.

[41] 曾嶒，唐松. 新冠肺炎疫情下国有企业对民营企业的融资支持作用：基于供应链的视角[J]. 财经研究，2023(2)：125－137.

[42] 李香花，刘振宇，王敏. 影子银行、投融资期限错配与企业财务风险[J]. 现代财经(天津财经大学学报)，2021(5)：33－46.

[43] 王小鲁，樊纲，胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京：社会科学文献出版社，2019.

[44] 孙洁，孙明杨. 内部资本市场与企业业绩：基于新冠肺炎疫情冲击的准自然实验[J]. 云南财经大学学报，2022(1)：73－92.

[45] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies，2006，11：159－189.