

外部市场监督与集团总部自营： 机制互补还是职能替代？

鄢翔, 王储

(首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

摘要: 如何促进大型企业集团的发展是关乎我国经济发展质量的重要命题。以往文献探讨了企业集团内部资本市场资源配置无效的原因, 却未能提出可行的解决方案, 其原因在于未能考虑总部职能的多重性。文章以放松卖空管制作为外生冲击, 考察了加强外部市场监督的经营环境下集团总部职能会发生何种变化, 结果显示进入卖空名单后, 总部发展自营单位直接从事业务的比重显著增加, 且上述相关关系在非国有企业、制造业企业和地处制度环境相对较差地区的企业中表现更强; 进一步研究结果显示, 进入卖空名单后总部自营显著地提升了企业的资本增长并降低了企业的经营不确定性。此外, 随着自营程度增加, 集团总部对下属子公司的控制程度明显下降。路径研究表明, 进入卖空名单显著提升了企业集团总部与子公司之间的经营互补性, 且集团内代理问题也得到了一定程度的缓解。文章的研究结论揭示了解决企业内部资本市场资源配置无效的一种可能形式, 即由集团总部发展总部自营单位并使其加入子公司之间的竞争, 在外部监督机制的约束下, 总部可以将更多的精力集中于维持内部资本市场的“挑选胜者”机制和集团内部的信息通畅, 进而提升集团的长期发展能力。文章的研究成果对内部资本市场理论构成了重要补充, 丰富了股票卖空的经济后果研究, 同时可以为我国大型企业集团的管理实践提供有意义的借鉴。

关键词: 企业集团; 内部资本市场; 总部自营; 卖空管制

中图分类号: F273 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2022)06-0125-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20210715.101

一、引言

企业集团是经由一系列契约和纽带及独立法律主体组合而成的经济组织形式, 并在新兴市场国家的经济增长中占据举足轻重的地位(Khanna 和 Palepu, 1997)。^①十九大报告强调“加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组”“推动国有资本做强做优做大”“培育具有全球竞争力的世界一流企业”等战略目标, 这预示着在未来相当长的一段时间之内, 推动大型企业集团的发展和增强我国企业集团的国际竞争力将成为经济发展过程中的重要命题。《“十四五”规划建

收稿日期: 2021-03-22

基金项目: 首都经济贸易大学青年教师项目(XRZ2021061); 北京市教委社科一般项目(SM202210038011); 首都经济贸易大学北京市属高校基本科研业务费专项资金(ZD202101)

作者简介: 鄢翔(1991-), 男, 江西丰城人, 首都经济贸易大学会计学院讲师;

王储(1989-)(通讯作者), 男, 河北唐山人, 首都经济贸易大学会计学院讲师。

^① 在2020年8月10日由《财富》杂志发布的世界500强名单中, 来自中国地区的企业数量高达133家, 首次超过美国。纵观名单, 排名靠前的中国企业如中石化、国家电网和中石油等无一不是大型企业集团。

议》进一步提出“高质量发展”的主题和构建“国内国际双循环”的发展布局,在这一过程中对经济发展起重要推动作用的大型企业集团无疑将扮演关键角色,其能否有效配置资源并提升市场竞争力将直接决定各项生产要素和商品服务的有序循环以及国际化进程是否顺畅。按照内部市场理论的观点,企业集团通过将多个经营实体纳入统一的经营管理体系中,可以有效提升企业整体的经济实力,并经由共同保险、资金集中管理和优质项目选拔等内部机制实现资源的归集和合理分配(Stein, 1997)。上述功能得以实现的前提在于总部职能的正确发挥。但在内部资本市场理论发展过程中,“有效论”与“无效论”的争议却使得总部所发挥的作用和应该发挥的作用始终处在一个模糊的范畴(Scharfstein 和 Stein, 2000; Rajan 等, 2000)。王斌和张伟华(2014)提出了一种新的视角即由集团总部单独成立分公司或直属经营部门从事业务活动并称其为总部自营,这一思路将原本处在总部、分部^①间的资源配置格局转变为处理总部、总部直属经营单元以及分部之间的资源分配问题。那么,若要考虑总部自营单位,集团内部的资源配置策略是否会发生显著变化?这一变化会如何影响内部资本市场效率,又是否会受外部环境变化的影响呢?这些问题仍有待探索和检验。

“总部自营”视角下的集团内部资源配置行为实际上是战略管理理论中“权变思想”的一种运用,因为其本质是总部职能定位的一种权衡:如果集团总部主要从事监督活动,则其会继续运行于分部或子公司之间的内部资本市场,并通过有效的管控措施约束分部经理的行为,以实现“挑选胜者”;若集团总部将主要职能转移至经营,则其势必将大量资金投入至自营单位并获取收益。在“战略适应环境、结构追随战略”(Chandler, 1962)的分析框架下,这种权衡显然是取决于外部环境变化的,特别是与风险相关的环境要素会显著改变集团总部在制定经营决策时的考量和倾向。在“总部经理—分部经理”的代理关系中,总部经理的利益函数会决定其具体行动,正是因为分部经理的寻租行为为其带来了实际的利益,内部资本市场中的资源配置才会被扭曲。此时若有一项外部监督机制通过作用于股东及管理层财富进而影响其利益函数,则势必会改变内部资本市场中的资源配置模式,外部资本市场中的“股票卖空”正是这样一种典型机制,同时中国证券市场通过试点融资融券业务放松卖空管制为本文的研究提供了一个良好的外生冲击。“卖空”(融券交易)是指客户提供担保物向证券公司等中介机构借入上市证券进行卖出,并在约定期限内偿还证券及利息、费用的证券交易活动(侯青川等, 2017)。以往研究显示股票卖空通过引入股价下跌的事后惩罚机制对股东及管理层产生了一定的约束力并降低了两类代理问题(Massa 等, 2015; Fang 等, 2016; 侯青川等, 2017)。若将上述分析思路代入企业集团内部资本配置的分析模型,则转变为对集团总部利益函数和决策制定的影响。特别是,我国的融资融券试点是自2010年起分批次进行,可卖空股票与不可卖空股票的同时存在提供了一个较好的准自然实验环境,可以为检验外部市场监督机制如何影响集团内部资源配置提供更为准确的证据并排除内生因素的干扰。

本文的研究正是从股票卖空视角展开,系统考察了企业集团进入卖空名单后其内部资源配置行为的变化以及相应的经济后果,研究结果显示:在进入卖空名单后,企业集团会更倾向于将资源配置到总部自营单位,总部自营率显著增加,上述现象在非国有企业、制造业企业和地处制度环境较差地区的企业中更为明显。更进一步的研究显示,进入卖空名单后企业集团总部对下属子公司的集权程度显著降低,同时总部自营有助于降低企业的经营不确定性并增加企业的净

^① 内部资本市场经典文献多使用“分部”这一概念进行理论分析,其本质上是同类型子公司的集合体,因此本文在理论分析中使用“分部”这一概念。

资产增长。机制检验的结果表明,企业进入卖空名单会显著增加总部与子公司的经营互补性,缓解集团内部的代理问题。上述研究结论表明,在进入卖空名单后,出于控制经营风险、优化资产配置的目的,企业集团总部显著改变了自身的资源配置方式。

本文的研究主要在以下三个方面做出了贡献:首先,研究结论为“内部资本市场无效论”提供了一种可能的解决方案。以往研究虽然探索了企业集团内部资本配置无效产生的原因,却始终未能做出缓解内部资本市场“黑暗面”的机制设计。本文提出了一种除了拆除内部资本市场之外的缓解内部资本市场无效的可行路径,即在外部的监督机制的约束下,将总部直属自营单位加入至内部资本市场资源配置并参与内部竞争,通过发挥总部的信息优势以及推动内部选拔机制有效促进集团的整体发展。第二,为放松卖空管制的经济后果研究提供了新的切入视角。以往对于卖空“监督效应”的研究大多基于股价所代表的财富效应影响股东及管理层的行为和策略并最终反映至企业的经营结果。但这一分析链条缺失了企业内部的资源流转环节,而后者正是形成投资行为和经营业绩的前置条件。在集团内部,经济资源从获取到配置到最终产出成果往往需要经历在集团内部各个主体之间流转的过程。因此,本文的研究结论可以较好地填补以往股票卖空文献在企业内部资源配置这一研究领域的缺失。最后,研究成果可以为大型企业集团的管理实践提供借鉴。当前经济形势下我国企业的发展环境正面临着复杂的变化,经营不确定性和外部风险都显著增加,特别是国际化的发展方向意味着我国企业集团需要面对不同的制度环境、监管政策及规范约束。本文的研究结论表明,企业集团总部的职能需要跟随外部环境的变化而适时调整,当外部监管趋势收紧和市场关注度增加时,企业应当聚焦自身主业,通过设置并培育总部直属经营单位和推动集团内部竞争的方式优化资源配置机制,以更好地应对来自复杂外部环境的挑战。

二、文献综述

(一)外部监管、股票卖空与企业经济行为

法律是社会契约不可能达到的一种完备程度,因此往往需要其他监督机制与法律条款共同发挥作用,来自证券市场管理部门的主动监管就是一种有效的方式(Pistor 和 Xu, 2003)。作为政府专门设立的执行机构,证券监管部门除了拥有足够的权力对资本市场中的上市公司加以规范之外,更为主要的是可以将法律事后的仲裁式监督转换为事前或事中的过程监督,以规则制定和市场机制等约束上市公司股东或者高管层的机会主义行为。特别是对于新兴市场国家而言,市场环境和法律体制的不健全赋予了代理人更多的利益侵占机会和空间,而作为一种替代性的治理机制,大股东又容易引发与中小股东之间的第二类代理问题(La Porta 等, 1998; 1999),因此来自市场层面的监督作用会显得尤为重要。以往文献证实了市场监管发挥作用的机制主要表现为对股价的影响,即当上市公司出现违反市场规则的行为并受到处罚时,企业的股价会出现明显的下跌(Nourayi, 1994; Chen 等, 2005)。除了股价机制之外,特定的市场监管政策往往会影响企业的相关经济行为,这一点在我国的资本市场中尤为明显。如黎文靖(2007)考察了诚信档案制度对上市公司信息披露的影响,发现这一新规对上市公司会计信息质量的提升产生了一定的促进作用并维护了市场机制。季华等(2010)将上市公司的资产注入划分为监管型资产注入和自愿型资产注入,并证实监管型资产注入可以对上市公司的业绩产生正面影响,从而为我国资本市场监管的有效性提供了新的证据。谢德仁(2011)比较了会计准则和市场监管制度在遏制企业通过债务重组行为实施盈余管理方面所发挥的作用,结果支持了上市公司盈余管理行为迎合市场监管的动机更强这一结论。

作为一种市场监管政策,本文所探讨的放松卖空管制与以往的政策相比存在两点不同:首先,与以往会计准则或者市场规范所强调的“禁止性”条款相比,放松卖空管制是一种“许可性”条款,其并不依赖监管法律法规等市场强制力,而更多地表现为股东的投资预期以及与之相关的股票买卖行为,这种“用脚投票”的监督方式比监管机构的行政处罚更为灵活,对股票价值造成的负面冲击也更为直接。第二,相较于会计准则或者监管法规而言,卖空惩罚可以覆盖的企业负面行为相对更多,且可以弥补市场监管主体及相关法律法规的监督盲区,因而在规范企业行为方面具备一定优势。以往研究文献认为,在成熟资本市场中,卖空机制所起到的主要作用是将负面信息及时反映到股票价格中,以提高单一股票的定价效率(Miller, 1977)。一方面,放松卖空管制能通过缓解代理问题约束大股东或管理层的机会主义行为,如降低“掏空”和盈余管理,提升盈余质量,规范信息披露(Massa等, 2015; Fang等, 2016; 侯青川等, 2017);另一方面,基于实物期权角度,卖空机制能够监督管理层并优化企业投资决策(靳庆鲁等, 2015)、增加并购绩效(陈胜蓝和马慧, 2017)和提高创新效率(权小锋和尹洪英, 2017)。综合来看,当企业进入卖空名单后,会有更多来自市场层面投资者的考验,使得股东及管理层将关注的重点从以往代理冲突下的利益分配转移至推动企业的高质量发展层面。这一事后的“财富威胁”可以有效地改进企业事前、事中的经营管理和决策制定。

(二)内部资本市场、我国企业集团发展及总部自营现象

内部资本市场实际上是企业集团内部一系列配置资源的场所和机制的总称(Williamson, 1975)。内部资本市场的基础要素有两项:资金集中和竞价机制。通过将企业内部的资源(以资本为主)加以归集并筛选出更具投资前景的项目,较之于各个业务分部自行投资而言,由集团总部统一配置资金可以产生更高的边际资本回报,此为“优币效应”(Stein, 1997);而集团总部在知悉各个业务分部现金流状况的基础上可以通过平衡不同业务之间的经营周期来实现集团整体层面经营的稳定性,并利用不同经营主体之间的共同保险机制通过统一对外授信等方式提升集团的借贷能力,此为“多币效应”(Lewellen, 1971; Stein, 1997)。

然而在现实环境下,内部资本市场有效的理想条件往往无法得到满足。由于内部经营管理结构的复杂性,内部资本市场中往往存在着股东与管理层之间、总部经理与分部经理之间的双层代理问题,在“挑选胜者”的机制下,失败分部经理的激励损失往往会使其做出放弃努力或转而寻租的选择,特别是在分部的资源禀赋和投资潜力并不相同时,内部资本市场对分部经理的激励扭曲会更加严重(Brusco和Panunzi, 2005; Inderst和Laux, 2005)。弱分部经理的非生产性寻租通常会扭曲总部经理的利益函数,并导致集团总部对好的项目投资不足、对差的项目却投资过度,产生“平均主义”现象(Scharfstein和Stein, 2000; Rajan等, 2000)。在以东亚、东南亚为代表的新兴市场中,尽管内部资本市场可以在一定程度上对外部不完善的市场和制度缺失进行替代(Fauveih等, 1998; Khanna和Palepu, 2000),但内部资本市场在功能异化后同样有可能沦为控股股东通过关联交易、违规担保和资金占用而侵占中小股东利益的平台(Claessens等, 2002)。

对于我国的企业集团而言,内部资本市场的运行基础则更为复杂。我国企业集团的发展与政策推动密切相关,且遵循了“先有子公司、后有母公司”的组建过程。在这一制度背景下,强势的子公司所带来的问题是显而易见的:首先是集团总部功能的虚设以及管理权威的下降,据张会丽和陆正飞(2012)考证,我国高达95.3%的上市公司以企业集团的形式运营,其中平均有44.7%的现金并非由母公司直接调度和持有,而是由其下级子公司分散持有,这在某种程度上揭示了子公司在集团整体架构中的地位,但两位学者进一步的研究显示,子公司持现比率越高,企业集团整体的过度投资现象越严重,这说明将资金交由子公司自行使用并非明智的选择;其次,

子公司的不断扩张在增加集团总部管理压力的同时也增加了母子公司之间的信息不对称, 由于企业集团内部多元化经营现象较为普遍, 总部 CEO 出于风险控制和思维惯性的角度考虑往往会选择将内部资本配置到与自身知识结构更为契合的分部, 这样的资源配置倾向通常会在事后被证明是无效的(支晓强等, 2020)。从现有文献的研究结果来看, 我国企业集团内部资本市场存在有效与无效的混合证据(郑国坚等, 2016; 支晓强等, 2020), 但即便是在支持内部资本市场整体有效的文章中, 也仍有部分样本的内部资本配置是低效或无效的(王峰娟和粟立钟, 2013; 支晓强等, 2020)。

总部自营是对内部资本市场中集团总部这一资源配置主体的功能探讨, 目前学术界的研究成果相对较少。王斌和张伟华(2014)最早对集团总部设置直属经营单位这一经济现象进行了研究, 两位学者的统计结果显示我国的集团型上市公司中有 90% 以上存在总部自营现象, 2006—2010 年期间母公司自营率平均达 50% 以上。从企业集团内部管理架构的角度来看, 设置总部自营单位无疑确保了集团总部对直属单位的控制力和信息获取能力, 并通过正式和非正式的业务控制系统增强了总部对整个集团的间接控制能力(王斌和张伟华, 2014)。这种机制设计, 可以在外部环境不确定性较高时有效地维持集团成长并降低经营风险。

(三) 总结与评述

通过对以往文献进行梳理可以看出, 作为一项外部监管政策, 放松卖空管制通过企业股票被卖空并导致财富损失的潜在威胁敦促股东及管理层改变其经营管理行为, 并以此推动企业发展。特别是, 自 2010 年之后我国融资融券试点的分批次推进使得可卖空股票与不可卖空股票同时存在于市场中, 这为研究提供了一个较好的准自然实验环境, 从而为使用双重差分模型排除内生因素的干扰创造了良好的前提条件。这导致自 2015 年以来, 涌现了大量以我国资本市场的股票卖空为研究对象的文献。但从研究视角来看, 现有文献始终无法跳出“企业进入卖空名单—大股东及管理层行为—经济后果”这一分析框架, 鲜有学者关注企业进入卖空名单后内部管理架构及资源配置机制的变化, 这正是本文研究所需要重点解决的问题。

内部资本市场的研究文献同样进入了“有效论”与“无效论”相争的僵持局面, 且至今没有提出有效的优化集团内部资源配置效率的解决方案。从企业特征来看, 我国的企业集团与其他新兴市场国家的金字塔式企业集团(如韩国的财阀企业)相比具备了充分的异质性, 在外部监管机制(如关联交易)逐渐完善的背景下, 大股东通过内部资本市场进行利益输送已受到了明显的限制, 此时更为关键的问题是总部与分部、母公司与子公司之间的权力、职能以及资源分配是否得当, 这为集团总部设置直属业务单位这种特殊的经营方式的营造了现实需求。而总部自营能否为集团资本配置效率的提升提供有效支持, 其与外部监管环境之间又存在着何种关系就成为了一个亟待检验的命题, 这同样是本文要重点关注和探索的内容。

三、研究假设

集团总部自营本质上是一种全新的资源配置方式, 即将过去内部资本市场中由总部向分部或子公司配置资源的结构转换为由总部在分部、子公司和直属单位之间分配资源的新格局。这会直接对子公司群体构成竞争压力: 如果子公司继续将大量资金沉淀于账面或投资于低回报的项目, 集团总部就会有充分的理由运用自身的产权控制力将原本分配至该子公司的资源通过内部资本市场转移至直管自营单位, 甚至可以直接出售或剥离低效子公司并将所获资金用于支持自营单位扩大规模。通过扶持总部自营单位的发展并将其纳入内部竞争, 企业集团内部的“挑选胜者机制”就得到了有效的保留, 从而有助于内部资本市场效率的提高。

实现上述过程需要对企业内部的组织体系、权责配置和管理重点等进行重新设计并面临较高的执行成本,因而外部的推动或催化要素是必需的。这种外部要素需要满足通过改变企业所面临的风险水平进而影响决策者的预期和行为这一基本条件,从而使集团总部具备充足的动力做出战略性、全局性和根本性的革新与调整。卖空机制本质上是由外部股票投资者对企业施加的“用脚投票”式监督,通过事前震慑和事后惩罚两种主要路径对企业的股东及管理层构成影响(Nezafat等,2014; Massa等,2015)。一旦企业发生负面信息,做空投资者便可以迅速大规模卖空企业股票,导致企业股票价格的事实性大幅下跌。对于集团型上市公司而言,进入卖空名单后形成卖空机制所带来的挑战无疑是针对内部资源配置效率的,若集团总部继续以虚设的方式运行并放任子公司的过度投资行为,由此所发生的资金浪费和投资失败会被迅速地反馈至股票价格中并导致公司股价的螺旋式下跌,这会导致企业价值下降、董事会及高管成员面临解聘等一系列不良的经济后果。因此,从集团总部的角度考虑,势必会采取有效的管控措施确保内部资本市场的有效性。根据实物期权理论的主要思想,集团总部在面临企业价值和股东财富的潜在下降威胁时,会有较强的动机去监督集团内部经营不佳的子公司的投资效率,以提高集团整体的清算期权执行效率和清算期权价值(靳庆鲁等,2015)。此时内外部的监督功能就构成了一个良好的互补体系:由卖空机制所组成的事前震慑和事后惩罚机制为企业集团总部推行更为严格的考核方法和管理体制来监督子公司发展创造了良好的外部条件,后者则直接形成了对内部资源配置过程的优化。

在以上机制作用下,可以认为进入卖空名单后所形成的市场监督和财富损失风险与集团总部自身的监督职能构成了一定的互补关系,集团总部会将主要资源投入至对业绩表现较差的分部或子公司的改进中并对其实施更加严格的监督和管控,这会对自营单位的投资构成挤出效应,据此可以提出研究假设 H1a:其他条件不变时,企业进入卖空名单能够显著降低其总部自营业务程度。

通过对经营状况相对较差的分部进行改进似乎有效解决了“内部资本市场无效论”中关于失败分部经理的激励扭曲问题,但在现实的经营环境中执行这一策略所面临的成本是较高的。首先,若要保证集团总部对失败分部具备足够的控制力,那么产权、人员和业务等连接纽带的建设是不可或缺的,这时总部会承担着较高的机会成本,一旦改进工作失败,即便将失败分部出售也会面临高额的损失;其次,对较差分部投入资源本身就违背了内部资本市场运行的初衷,这样对其他优质分部的激励同样会受扭曲并可能导致其产出能力下降。因此,在集团总部所掌握的资源和管理能力相对有限的情况下,增加总部自营单位的建设将成为另一种可行的选择。一方面,将总部自营单位加入至内部资本市场的竞争机制中有助于提升子公司层面争取内部资源的动力;另一方面,将资金、人才和技术等资源投入至总部自营单位中增强了企业抵御外部风险的能力和管理的灵活性。按照上述逻辑,由卖空机制所构成的外部市场监督实际上是代替了部分集团总部的监督职能,使其将主要的资源和精力投入至直属经营单位的建设中。在这种新的集团组织结构和管理体系中,集团总部对分部或子公司的管控会相对弱化,并主要体现为一种针对经营成果所做出的权变式调整,即通过“挑选胜者”机制来评价分部或子公司的发展并赋予其相应的资源。

综上所述,在引入股票卖空这一外部市场监督机制后,企业集团需要对总部职能进行调整,而在职能替代假说下,集团总部会将主要资源投入至自营单位的建设中并削减对子公司的监督和管理成本,利用其经营职能的发挥推动集团内部竞争并对子公司施加压力,以促使后者改善经营方式。据此,本文提出 H1b:其他条件不变时,企业进入卖空名单能够显著增加其总部自营业务程度。

四、研究设计

（一）样本选取和数据来源

本文选取我国沪深两市 A 股上市公司 2003—2019 年的数据作为初始研究样本，^①研究数据主要来源于 CSMAR 以及 Wind 数据库。并对初始样本进行了如下筛选：（1）由于本文研究对象为广义上的企业集团，因此利用我国同时披露母公司与合并报表的特征，剔除了不存在子公司的单体企业样本；（2）剔除金融保险类上市公司样本；（3）剔除 ST 或 ST* 的公司；（4）对所有连续变量进行了上下各 1% 的 winsorise 处理；最终得到了 31 673 个样本观测值。

（二）模型设定和变量描述

本文借鉴王斌和张伟华(2014)的研究，将集团总部自营业务程度(HQ)使用上市公司母公司报表中营业收入占合并报表中营业收入的比值表示。这一研究范式是将上市公司本身视作一个企业集团，考察资源在母子公司或者总部与分部之间的配置情况(张会丽和陆正飞, 2012; 王峰娟等, 2016; 支晓强等, 2020)，更容易全面把握集团内部的资源配置过程。

为验证卖空机制对于集团内部业务调整 and 经营重点的影响，本文参照 Bertrand 和 Mullainathan (2003)、李志生等(2015)和靳庆鲁等(2015)的研究，使用下列多期倍分法(DID)模型对本文的主假说进行检验。

$$HQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Post_{i,t} + \beta_2 \times Controls_{i,t} + \beta_3 \times Year + \beta_4 \times Firm + \varepsilon \quad (1)$$

其中，Post 为企业是否进入卖空名单的虚拟变量，若上市公司被选入卖空名单，则该变量当年及以后年度取值为 1，否则为 0，其余控制变量取值自合并报表，具体定义如表 1 所示：

表 1 各变量名称及定义

变量名	定义
$HQ_{i,t}$	总部自营业务程度，参考王斌和张伟华(2014)的研究，使用母公司利润表中营业收入占合并报表利润表中营业收入的比例表示
$Post_{i,t}$	上市公司卖空年度及之后取 1，否则为 0
$Size_{i,t}$	上市公司总资产的自然对数
$Lev_{i,t}$	上市公司的负债比率
$Age_{i,t}$	上市公司上市年限的自然对数
$Tech_{i,t}$	上市公司若为制造业则取 1，否则为 0
$Soe_{i,t}$	上市公司产权性质为国有则取 1，否则为 0
$Board_{i,t}$	上市公司董事会规模，为董事会人数的自然对数
$Indep_{i,t}$	上市公司独立董事比例，为独立董事占董事总人数的比例
$Dual_{i,t}$	上市公司两职合一，若董事长与总理由同一人兼职，则该变量取 1，否则为 0
$RPT_{i,t}$	上市公司总部与下属子公司关联交易额的自然对数

五、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 2 列示了各主要变量的描述性统计结果，可以看出，集团总部自营水平的平均值为 50.6%，表示样本企业集团内部有一半以上营业收入来自于总部自营，这与以往研究的结论相符(王斌

^① 我国卖空管制放松始于 2010 年，本文之所以选择 2003—2019 年样本，是为保留足够样本区间以对比企业集团于卖空前后的变化。

和张伟华, 2014)。截至 2019 年底, 约有 20.9% 的集团型上市公司受到过卖空管制放松带来的影响。其余控制变量与以往研究基本保持一致。

表 2 描述性统计

变量	样本量	平均值	方差	最小值	最大值
<i>HQ</i>	31 673	0.506	0.347	0	1
<i>Post</i>	31 673	0.209	0.406	0	1
<i>Size</i>	31 673	21.996	1.39	19.207	26.851
<i>Lev</i>	31 673	0.462	0.218	0.052	1.073
<i>Age</i>	31 673	2.039	0.851	0	3.219
<i>Tech</i>	31 673	0.611	0.487	0	1
<i>Soe</i>	31 673	0.458	0.498	0	1
<i>Board</i>	31 673	2.278	0.191	1.386	3.091
<i>Indep</i>	31 673	0.367	0.052	0.267	0.571
<i>Dual</i>	31 673	0.218	0.413	0	1
<i>SRPT</i>	31 673	4.979	8.324	0	22.387

(二) 实证结果与分析

表 3 列示了卖空对于集团总部自营业务的影响, 在加入各控制变量后, 卖空 (*Post*) 变量与集团总部自营变量 (*HQ*) 的回归系数为 0.048 (无控制变量时为 0.015), 且在 1% 的统计水平上显著为正, 这表明相比于没有卖空的企业集团, 进入卖空名单的集团的自营营业收入比例提高了 4.8%, 本文的假说 1b 得以验证。进入卖空名单后集团总部选择扶持直属经营单位的发展实际上是将集团内部的“挑选胜者”机制加以维持, 当自营单位发展到一定规模时就会对普通子公司构成资源竞争压力。

在此基础上, 增加检验了卖空机制对于企业总部自营程度影响的动态分析, 结果如表 4 所示。使用固定效应模型, 分别对进入卖空名单前后各年度变量与总部自营比例进行回归。结果显示, 在企业进入卖空名单以前年度, 其总部自营程度均无显著变化, 而在卖空之后年度, 企业总部自营比例显著提升, 从而论证了卖空机制对于企业总部自营的长期影响。

在外部卖空机制增加集团总部自营比例的基础上, 本文进一步验证卖空机制对于哪类集团的影响更为显著, 结果如表 5 所示。

列(1)和列(2)的结果显示, 相比于国有集团, 卖空对于集团总部自营的提升作用在非国有集团更加显著 (*Chow* 检验 *P* 值为 0.000)。究其原因, 一方面由于国有集团承担着较多非经济任务, “平均主义”倾向更强, 当外部市场监督加强后, 总部不会轻易撤销对于下属子公司的投资, 进而使得子公司还相对保持一定的非竞争性营业能力; 另一方面, 相比于非国有集团, 国有集团的规模及资金保有量较大, 加之政府的隐性担保, 使得投资者对于国有集团的市场预期较高, 降低了对其的监督力度, 这可能会削弱卖空外部监督的实际效果。

列(3)和列(4)显示, 卖空机制对于集团总部自营业务的提升效应在制造类企业中更为显著 (*Chow* 检验 *P* 值为 0.000)。集团总部一般兼具“经营”及“监督”两类职能, 而相比于制造类集团, 非制造类集团总部往往充当着集团决策者及资金分配者的角色, 因其实体产业相对较少而较难有效开展自营业务。此外, 从外部监督视角分析, 对于拥有更多固定资产及设备的制造业集团, 外部投资者能够更为直观地观察到企业实际的生产经营能力。最终, 可能导致外部市场监督力量对于制造类集团业务调整的影响更大。

表 3 卖空与集团总部自营比例

	(1)HQ	(2)HQ
<i>Post</i>	0.015*** (3.99)	0.048*** (12.47)
<i>Size</i>		-0.086*** (-41.74)
<i>Lev</i>		-0.108*** (-12.77)
<i>Age</i>		-0.073*** (-21.47)
<i>Tech</i>		0.075*** (12.84)
<i>Soe</i>		0.043*** (7.35)
<i>Board</i>		0.029*** (2.80)
<i>Indep</i>		-0.035 (-1.17)
<i>Dual</i>		-0.000 (-0.05)
<i>RPT</i>		-0.001*** (-5.53)
<i>Constant</i>	0.689*** (126.98)	2.499*** (49.15)
<i>Year&Firm</i>	控制	控制
<i>N</i>	31 673	31 673
<i>adj. R²</i>	0.127	0.227

表 4 卖空与总部自营——动态趋势

	(1)HQ
<i>before5</i>	0.002 (0.32)
<i>before4</i>	-0.004 (-0.47)
<i>before3</i>	0.008 (1.01)
<i>before2</i>	0.001 (0.19)
<i>before1</i>	0.009 (1.30)
<i>current</i>	0.011 (1.58)
<i>post1</i>	0.016** (2.31)
<i>post2</i>	0.017** (2.22)
<i>post3</i>	0.013* (1.73)
<i>post4</i>	0.016* (1.89)
<i>post5</i>	0.013* (1.70)
<i>Controls</i>	控制
<i>Constant</i>	2.504*** (49.00)
<i>Year/Firm</i>	控制
<i>N</i>	31 673
<i>adj. R²</i>	0.230

注: 括号内数值表示 $T(Z)$ 统计值; **、*、' 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著; 标准误差按公司 *Cluster* 进行了处理(下同)。

表 5 卖空与集团总部自营截面分析

	(1)非国企HQ	(2)国企HQ	(3)非制造业HQ	(4)制造业HQ	(5)制度环境好HQ	(6)制度环境差HQ
<i>Post</i>	0.069*** (12.74)	0.028*** (5.27)	0.015*** (2.58)	0.066*** (13.10)	0.040*** (7.16)	0.054*** (10.00)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	2.411*** (34.42)	2.864*** (35.91)	2.202*** (27.83)	2.870*** (42.32)	2.627*** (32.78)	2.527*** (36.41)
<i>Year&Firm</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	17 143	14 530	12 310	19 363	14 672	16 998
<i>adj. R²</i>	0.220	0.216	0.155	0.216	0.208	0.201

列(5)和列(6)中,使用《中国分省份市场化指数报告(2018)》中综合市场指数作为企业所处地制度环境的衡量标准,并以近 3 年指数的加权平均值补齐未披露年度数据。发现相比于处在

制度环境较好地区的集团,地处制度环境较差地区的集团,卖空对其总部自营程度的影响更明显(*Chow* 检验 *P* 值为 0.000)。这是由于当外部制度环境较差时,集团内部代理问题会更加严重,因此发展总部自营对集团内部资本市场竞争机制的改善作用会更为明显。

六、进一步分析与路径检验

(一)进一步分析——企业经营不确定性

基于前文分析,卖空机制下集团总部自营业务比重提升,是企业集团在外部监督力量的影响和压力下对自身业务结构和管理关系等作出的主动调整,其目的之一是通过自营方式降低企业整体的经营风险,同时利用内部竞争机制推动集团整体经营效率的提高。因此,本文将进一步验证进入卖空名单后,集团提高总部自营比例是否能够带来经营不确定性的降低。

参考 Ghosh 和 Olsen(2009)、申慧慧等(2010)及林钟高等(2015)的研究,本文使用集团后 5 年营业收入的标准差(*EU*)作为企业经营不确定性的替代变量,考察进入卖空名单后集团总部自营业务的提升对于集团整体经营稳定性的影响。结果如表 6 所示,交乘项 *HQ*×*Post* 与 *EU* 的回归系数为-0.145,且在 1% 的统计水平上显著为负,这表明在进入卖空名单后,集团总部自营业务的提升降低了企业集团整体的经营不确定性,这与本文分析中将资源分配给信息不对称程度较低的总部自营业务结论相一致。

(二)进一步分析——企业资本增长

从集团发展的角度来看,本文从资本增长视角检验了进入卖空名单后集团总部自营是否能够为企业资本带来正的增长效应,结果如表 7 所示。通过使用上市公司整体净资产(*Equit*)作为企业资本的替代变量并进行回归分析,可以看出,交乘项 *HQ*×*Post* 与净资产(*Equit*)回归系数为 1.027,且在 1% 的统计水平上显著正相关。这表明随着卖空管制的放松,集团总部自营业务的增加能够为企业带来正的资本增长,进而从侧面印证了企业集团整体效率的提升。

表 6 卖空、集团总部自营与经营不确定性

	(1) <i>EU</i>
<i>Post</i> × <i>HQ</i>	-0.011** (-2.29)
<i>Post</i>	0.001 (0.48)
<i>HQ</i>	-0.017*** (-5.30)
<i>Controls</i>	控制
<i>Constant</i>	0.838*** (28.71)
<i>Year/Firm</i>	控制
<i>N</i>	23 294
<i>adj. R</i> ²	0.006

表 7 卖空、集团总部自营与资本增长

	(1) <i>Equit</i>
<i>HQ</i> × <i>Post</i>	1.027*** (3.17)
<i>HQ</i>	-0.676*** (-2.85)
<i>Post</i>	-0.882*** (-4.63)
<i>Controls</i>	控制
<i>Constant</i>	-11.124*** (-5.47)
<i>Year&Firm</i>	控制
<i>N</i>	27 917
<i>adj. R</i> ²	-0.136

(三)进一步分析——总部权力分配

根据本文的理论分析,进入卖空名单后集团总部在提升自营业务比重的同时对子公司转换了管理模式,从资源配置过程中的事中监督转换为分权后针对经营结果的事后监督。参考潘怡麟等(2018)以及谭洪涛和陈瑶(2019)的研究,本文采用下列模型的残差值作为总部对下属子公司控制权(*Cen*)及管理权(*TFP*)的替代变量。其中 *PFee* 为上市公司母公司报表管理费用与合并

报表管理费用的比值, $PSalary$ 为母公司为职工支付的薪酬与集团整体为职工支付的薪酬比值, $PIncome$ 为母公司营业收入占集团规模比例。

$$PFee_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot PIncome_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$PSalary_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot PIncome_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

从表 8 的结果中可以看出, 交乘项 $HQ \times Post$ 与总部集权程度 (Cen) 及控制权程度 (TFP) 的回归系数分别为 -0.047 及 -0.048 , 且都在 1% 的统计水平上显著为负。这表明, 当卖空管制放开后, 集团将更多精力及管理资源花费在总部自营业务上, 而降低了对下属子公司的管理投入。说明在进入卖空名单后, 集团总部更多地放权子公司, 在节约监督成本的同时将剩余资源投入至自营业务并对子公司转为一种以事后考核结果为主的监督机制。

(四) 路径分析——“总部”与“子公司”替代弹性

在企业集团内部决策过程中, 总部的资源配置行为除了会受到外部环境的影响外, 也会受到自身属性的影响。由于总部自营程度的提升意味着从经营层面削弱子公司的业务属性, 需要进一步探讨能否接受改变这种配置所带来的成本, 也即替代弹性的问题。为了论证卖空机制对于企业内部经营决策平衡的影响, 本文采用 CES 效用函数的变化式计算了企业中“总部”与“子公司”之间的替代弹性, 以解释进入卖空名单这一外部因素通过影响企业内部平衡条件从而增加总部自营比例的内在机理。

按照如下模型(4)分年度和行业进行回归分析:

$$\ln Y = \ln A + \delta_1 \ln K + \delta_2 \ln L + \frac{1}{2} P \delta_2 \left(\ln \frac{K}{L} \right)^2 \quad (4)$$

其中, Y 为股东权益, 代表股东利益最大化程度, K 与 L 根据本文定义, 分别用总部与子公司的营业收入表示; “总部”与“子公司”替代弹性 $E=1/(1+P)$ 。弹性 (E) 越小, 表示母子公司经营的互补性越强, 即增加母公司投入的同时, 也会增加对子公司的投入。本文将 E 值乘以 100 以标准化。表 9 结果显示, 企业在进入卖空名单后, “总部”与“子公司”的替代弹性显著增加, 证明卖空这一外部监督机制提高了总部与子公司之间经营的替代性, 在给母公司增加投入的同时, 子公司的投入相对降低, 这与本文的结论相符。

(五) 路径分析——集团代理问题

按照本文的逻辑, 企业集团在外部监督力量增强时倾向于把更多精力和资源投入总部自营

表 8 卖空、集团总部自营与资本增长

	(1) Cen	(2) TFP
$HQ \times Post$	-0.047*** (-6.84)	-0.048*** (-6.73)
HQ	-0.194*** (-36.14)	-0.213*** (-37.97)
$Post$	0.030*** (7.37)	0.027*** (6.42)
$Controls$	控制	控制
$Constant$	1.433*** (29.03)	1.292*** (25.12)
$Year \& Firm$	控制	控制
N	21 450	21 416
$adj. R^2$	-0.055	-0.063

表 9 卖空与总部—子公司替代弹性

	(1) E
$Post$	0.020*** (3.85)
$Controls$	控制
$Constant$	0.599*** (8.45)
$Year/Firm$	控制
N	26 184
$adj. R^2$	0.1084

业务,将总部自营单位纳入整个集团的竞争体系,通过竞争促进信息流通,进而降低总部与各下属分部和子公司之间的代理问题。由于会计信息是企业真实经济状况的反映,集团内部信息通常会通过会计信息真实、客观、有效地反馈至资本市场。为进一步验证上述逻辑,本文检验了集团整体层面上的会计稳健性(*Cscore*)及应计项(*Disacc*)在进入卖空名单之后的变化,结果如表10所示。可以看出,卖空机制(*Post*)能够显著增加企业集团整体

表10 卖空、集团总部自营与信息披露

	(1) <i>Cscore</i>	(2) <i>Disacc</i>
<i>Post</i>	0.251*** (12.04)	-0.011** (-2.35)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	2.238*** (6.33)	-0.613*** (-9.75)
<i>Year/Firm</i>	控制	控制
<i>N</i>	18 029	23 767
<i>adj. R²</i>	-0.143	-0.086

会计稳健性(*Cscore*)并降低集团应计盈余管理(*Disacc*),这表明在进入卖空名单后,随着总部自营业务比例的提升,集团内整体竞争环境和信息流通效率得到了有效的改善和提升,这在降低内部代理问题的同时,也显著提高了集团的信息披露质量。

七、稳健性测试^①

本文主要采取了以下几个稳健性检验程序:

第一,采用倾向得分匹配法,以所有控制变量为基础,按1:1的比例匹配出样本的对照组,并对原文主假说重新进行检验,结论依旧显著。

第二,使用母公司报表与合并报表中的母公司净利润、营业成本及购建固定资产、无形资产以及其他长期资产的现金之比替代上市公司母公司报表中营业收入占合并报表中营业收入的比值,以此作为集团总部自营的替代变量,回归结果依旧显著。

第三,采用融券余额的自然对数值表示卖空余额的连续变量,检验其对于集团总部自营程度变化的影响,从而将卖空规模纳入本文的分析框架中,结果依旧显著。

第四,本文分别控制了不同方向关联交易的金额,并重新计算了剔除关联交易影响的总部营业收入占比,并以此为基础对主要结论重新进行验证,结果依旧显著。

第五,为降低新会计准则变化所产生的影响,将样本区间调整为2007—2019年重新对主结论进行回归,结果依旧显著,进一步证明了本文结论的稳健性。

第六,对企业卖空年度(*Post*)进行了1 000次随机模拟,并对主结果进行回归测试,回归*T*值呈现正态分布,表明本文选取的*Post*指标具有典型性,进一步夯实了本文的结论。

八、结论与讨论

本文以股票卖空作为外部市场监督强化的重要外生经济事件,考察了企业集团总部职能由此而产生的变化以及集团整体业务结构的调整,研究结果显示:进入卖空名单后,总部自营单位业务占集团整体业务的比重显著增加,上述相关关系在非国有企业、制造业企业和地处制度环境相对较差地区的企业中表现更强。更进一步的研究结果显示,一方面,进入卖空名单后总部自营显著地提升了企业的资本成长并降低了企业的经营不确定性;另一方面,随着自营程度增加,集团总部对下属子公司的控制程度明显下降,集团内代理问题也得到了一定程度的缓解。上述研究结论在实施了必要的稳健性测试程序后依然成立。

^① 限于篇幅,文章稳健性检验结果未列出,如有需要可向作者索引。

随着经济全球化进程受阻,以及新冠肺炎疫情等外部环境变化不断加剧,我国大型企业集团在承担高质量发展重任和参与国际化竞争的过程中必然会面临着诸多挑战。而突破现状的关键就在于将作为集团中枢的总部职能予以正确发挥,并合理调配企业集团内部的各项资源,以更好地应对外部环境的不确定性。本文所提出的在外部监督机制的配合下发展总部直属经营单位并强化内部竞争只是一种可能的行为策略,需要注意的是其发挥作用的前提在于股票卖空这一市场监管机制的有效性,这也在某种程度上凸显了良好的外部市场监管对企业高质量发展所发挥的重要作用。总部自营作为一种经济现象同样需要得到监管部门的关注,以防止其经济功能遭到异化并沦为资源配置主体反向寻租的工具。未来的研究也可进一步关注企业集团总部管理特殊经营单元如自营单位和海外子公司的具体运营方式,以更好地为我国企业集团优化自身管理实践提供有效的理论支持。

参考文献:

- [1]陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. *管理世界*, 2017, (7): 142-156.
- [2]侯青川,靳庆鲁,苏玲,等. 放松卖空管制与大股东“掏空”[J]. *经济学(季刊)*, 2017, (3): 1143-1172.
- [3]季华,魏明海,柳建华. 资产注入、证券市场监管与绩效[J]. *会计研究*, 2010, (2): 47-56.
- [4]靳庆鲁,侯青川,李刚,等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. *经济研究*, 2015, (10): 76-88.
- [5]黎文靖. 会计信息披露政府监管的经济后果——来自中国证券市场的经验证据[J]. *会计研究*, 2007, (8): 13-21.
- [6]李志生,陈晨,林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?——基于自然实验的证据[J]. *经济研究*, 2015, (4): 165-177.
- [7]林钟高,郑军,卜继栓. 环境不确定性、多元化经营与资本成本[J]. *会计研究*, 2015, (2): 36-43.
- [8]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.
- [9]权小锋,尹洪英. 中国式卖空机制与公司创新——基于融资融券分步扩容的自然实验[J]. *管理世界*, 2017, (1): 128-144.
- [10]申慧慧,吴联生,肖泽忠. 环境不确定性与审计意见: 基于股权结构的考察[J]. *会计研究*, 2010, (12): 57-64.
- [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]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.
- [13]王峰娟,粟立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分部上市公司的证据[J]. *会计研究*, 2013, (1): 70-75.
- [14]王峰娟,王储,张中琳. 商业银行跨区域资本配置与内部资本市场效率——基于2007-2013年A股上市银行分部数据的研究[J]. *会计研究*, 2016, (3): 36-42.
- [15]谢德仁. 会计准则、资本市场监管规则与盈余管理之遏制: 来自上市公司债务重组的经验证据[J]. *会计研究*, 2011, (3): 19-26.
- [16]张会丽,陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. *管理世界*, 2012, (3): 141-150.
- [17]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.
- [18]支晓强,王储,李日强. CEO知识结构与集团内部资本配置——是信息优势还是思维桎梏? [J]. *中国会计评论*, 2020, (2): 207-232.
- [19]Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.

- [20]Brusco S, Panunzi F. Reallocation of corporate resources and managerial incentives in internal capital markets[J]. *European Economic Review*, 2005, 49(3): 659–681.
- [21]Chandler A D Jr. Strategy and structure: Chapters in the history of the American industrial enterprise[M]. Cambridge: MIT Press, 1962.
- [22]Chen G M, Firth M, Gao D N, et al. Is China’s securities regulatory agency a toothless tiger? evidence from enforcement actions[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2005, 24(6): 451–488.
- [23]Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2741–2771.
- [24]Fang V W, Huang A H, Karpoff J M. Short selling and earnings management: A controlled experiment[J]. *The Journal of Finance*, 2016, 71(3): 1251–1294.
- [25]Ghosh D, Olsen L. Environmental uncertainty and managers’ use of discretionary accruals[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2009, 34(2): 188–205.
- [26]Inderst R, Laux C. Incentives in internal capital markets: Capital constraints, competition, and investment opportunities[R]. Working Paper, 2005.
- [27]Khanna T, Palepu K. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(2): 867–891.
- [28]Khanna T, Palepu K G. Why focused strategies may be wrong for emerging markets[J]. *Harvard Business Review*, 1997, 75(4): 41–51.
- [29]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113–1155.
- [30]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471–517.
- [31]Lewellen W G. A pure financial rationale for the conglomerate merger[J]. *The Journal of Finance*, 1971, 26(2): 521–537.
- [32]Massa M, Zhang B H, Zhang H. The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(6): 1701–1736.
- [33]Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. *The Journal of Finance*, 1977, 32(4): 1151–1168.
- [34]Nezafat P, Shen T, Wang Q. The real effects of short selling[R]. Working Paper, 2014.
- [35]Nourayi M M. Stock price responses to the SEC’s enforcement actions[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1994, 13(4): 333–347.
- [36]Pistor K, Xu C. Incomplete law-a conceptual and analytical framework and its application to the evolution of financial market regulation[J]. *Journal of International Law and Politics*, 2003, 35(4): 931–1013.
- [37]Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 35–80.
- [38]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(6): 2537–2564.
- [39]Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 111–133.
- [40]Williamson O E. Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications[M]. New York: Free Press, 1975.

External Market Supervision and Self-operation of Group Headquarters: Complementary Mechanism or Functional Substitution?

Yan Xiang, Wang Chu

(Accountancy School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Summary: As a form of economic organization, business groups play an important role in the process of China's economic development. Policy documents such as the "Report of the 19th National Congress of the Communist Party of China" and the "14th Five-Year Plan (2021-2025) for National Economic and Social Development" emphasize the enhancement of the high-quality development capabilities and international competitiveness of China's large-scale business groups, thus providing an important research background for this article. In order to achieve an orderly cycle of various production factors and commodity services of large-scale business groups, and the smooth developing of the internationalization process, efficient resource allocation efficiency and reasonable internal management structure are indispensable. Using the internal capital market theory, this article systematically explores the optimization of the internal capital allocation of large-scale business groups based on the special business phenomenon of "headquarter self-operation".

Headquarter self-operation mainly refers to the business management model in which group headquarters separately establishes a branch or a group directly under the management department and directly engaging in business activities. This model transforms the original resource allocation pattern composed by headquarters and branches in the internal capital market to the resource allocation problem between headquarters, business units directly under the headquarters, and branches. Based on the exogenous economic event that companies enter the short-selling list, this article systematically examines the changes in business groups' resource allocation methods and internal management structure after the strengthening of external market supervision. The study finds that after entering the short-selling list, the self-operation proportion of business groups has increased significantly. The above phenomenon is more obvious in non-state-owned enterprises, manufacturing enterprises, and enterprises located in areas with poor institutional environments. Further research shows that as the degree of self-operation increases, the control of group headquarters over their subsidiaries decreases significantly, the complementarity between the two parties increases, and the agency problem within the group is eased to a certain extent. After entering the short-selling list, the increase of headquarter self-operation significantly promotes capital growth and reduces operational uncertainty. This shows that it is effective for business groups to develop self-operated units and incorporate them into internal resource allocation competition to maintain the overall management strategy of the "picking winners" mechanism of the internal capital market. It can be a feasible way to solve the ineffective allocation of resources in the internal capital market.

The research results of this article not only constitute an important theoretical supplement to the internal capital market theory and the economic consequences of short-selling, but also provide a meaningful reference for the management practice of large-scale business groups in China. It should be noted that the premise of the role of headquarter self-operation in the optimization of internal capital market resource allocation is that the supervision mechanism of stock short-selling in the external capital market affects the interest function and action strategy of business groups. The research results also demonstrate the importance of good market supervision to the development of enterprises. In addition, the economic phenomenon of headquarter self-operation should also receive the attention of regulators, so that it can better become an internal catalyst to promote the high-quality development of business groups.

Key words: business groups; internal capital market; headquarter self-operation; short-selling control

(责任编辑 康健)