

# 企业生命周期、融资方式与融资约束

## ——基于投资者情绪调节效应的研究

黄宏斌 翟淑萍 陈静楠

(天津财经大学商学院 天津 300222; 天津财经大学博士后流动站 天津 300222)

**摘要:** 本文放松企业资金需求同质性假设, 基于企业不同生命周期的组织特征、融资需求、融资能力差异, 以不同生命周期企业融资约束差异作为切入点, 融入投资者非理性情绪对企业外部融资环境的影响, 动态考察投资者情绪变化对不同生命周期企业融资选择及融资约束缓解效应的影响。研究发现: 不同生命周期企业融资约束状态不同, 利用高涨投资者情绪缓解融资约束的程度及途径均存有差异: 成长期企业融资约束程度最大, 利用投资者情绪择时融资以缓解融资约束的程度也最强, 衰退期企业次之, 成熟期企业最小; 高涨的投资者情绪改变了企业的外部融资环境和相对成本, 各生命周期企业均会利用投资者情绪变化选取最适宜自身的融资方式: 处于生命周期各阶段的企业均会利用投资者的高涨情绪进行信贷融资以缓解融资约束, 而相对衰退期企业, 成长期企业更偏好利用股权融资缓解融资约束, 成熟期企业更偏好利用债券融资缓解融资约束。因此, 投资者情绪不仅对生命周期影响企业融资约束具有调节效应, 而且对企业生命周期影响融资方式的选择也具有调节效应。

**关键词:** 投资者情绪; 企业生命周期; 融资约束; 融资方式

JEL 分类号: G10, G29, G32 文献标识码: A 文章编号: 1002-7246(2016)07-0096-17

## 一、引言

融资约束指企业因自有资金不足以实施意愿投资, 转而寻求外部融资时所面临的摩擦 (Fazzari et al., 1988), 其会抑制企业投资行为, 甚至迫使企业放弃投资机会而造成投资

收稿日期: 2015-08-11

作者简介: 黄宏斌, 管理学博士, 副教授, 天津财经大学商学院会计系, Email: olivehbb@126.com.

翟淑萍, 经济学博士, 教授, 天津财经大学商学院会计系, Email: zhaishuping2008@163.com.

陈静楠, 硕士研究生, 天津财经大学商学院会计系, Email: cjn0152@163.com.

\* 本文感谢国家自然科学基金青年项目 (项目批准号: 71402115; 71502119; 71402066)、国家自然科学基金重点项目 (71533002)、中国博士后科学基金面上项目 (2015M570227)、教育部人文社科重点研究基地重大项目 (15JJD6300001) 和天津财经大学优秀青年学者资助计划 (YQ1507) 的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见, 文责自负。

不足。我国有相当一部分上市公司存在融资约束,且程度较为严重。融资约束内生于企业的融资需求,并随着企业内部各种资源、能力及外部市场机会的变化而动态改变。

企业生命周期理论认为,企业就像一个生命体,历经出生到死亡,繁盛到衰败。在每一个生命周期阶段中,企业自身特点、融资需求、最佳融资方式均存在着巨大的差异。不同生命周期的企业具有不同的组织特点、资源及能力,是从企业内部环境去研究融资约束的良好视角,即企业生命周期是影响融资约束状态的重要权变变量。与此同时,学者们也证实了外部环境的改善如何有助于企业获得资金,缓解融资约束。如同货币政策的转换、金融环境的变迁,现实世界中由投资者非理性情绪所营造的融资环境同样会影响企业的融资约束。已有研究发现,投资者情绪<sup>①</sup>会使股票价格背离基础价值并大幅波动,造成系统性误定价,从而改变企业的相对融资成本(Baker and Wurgler, 2006; 张宗新和王海亮, 2013),企业通过择时可以捕捉外部融资时机,以相对较低的成本融资,缓解融资约束。

这就衍生出一个有趣的问题:处于不同生命周期的企业,投资者情绪的变化对其融资约束的影响是否存在差异,存在着怎样的差异。而现有研究仅立足于企业生命周期的内部特征探讨企业融资需求、融资能力和融资方式选择,并没有将外部融资环境的变化尤其是外部非理性环境因素纳入该分析框架。

本文基于生命周期融资理论、行为金融理论,以及代理理论,结合不同生命周期企业的组织特点、财务需求与能力差异,探究高涨的投资者情绪通过影响企业股权、债券、信贷融资途径对企业融资约束的缓解效应,并进一步探讨不同生命周期企业利用高涨投资者情绪缓解融资约束的途径及程度差异,以为企业可持续发展和不同生命周期融资策略的动态选择提供参考依据。

本文贡献在于:第一,突破现有仅立足于企业生命周期内部特征研究融资问题的视角,将外部融资环境尤其是投资者情绪这一非理性外部环境的影响纳入分析框架,动态考察投资者情绪变化对不同生命周期企业融资选择及融资约束缓解效应的影响,丰富了行为金融理论与企业生命周期理论的交叉研究;第二,现有研究虽已证实高涨的投资者情绪能够缓解企业融资约束,但仅验证了股权和债券融资渠道,结论对于我国大量依赖银行贷款的企业不具有普遍性;本文通过检验投资者情绪对不同生命周期企业各融资方式融资规模的影响,进一步佐证了上市公司信贷融资择时行为的存在性,拓展了投资者情绪影响企业融资约束机理和途径的研究;第三,通过将企业内部组织特征与外部市场环境相结合,比较不同生命周期企业择时融资的途径及其对融资约束缓解效应的差异,为企业根据自身所处生命周期,利用投资者情绪进行融资策略选择提供了理论与经验依据。

<sup>①</sup> 有限套利和异质信念的共存,使得投资者常常对未来预期存在系统性偏差,Stein(1996)将这种长期的、持续性的偏差称作“投资者情绪”。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 企业生命周期与融资约束

企业生命周期理论认为,不同生命周期的企业在公司治理、经营、财务等方面反映出不同的特征,因此企业需要权变地选择解决问题的方法与战略(Greiner,1972)。企业在不同生命周期的融资约束存在着较大的差异,也需要权变地应对企业的融资需求。

成长期企业往往没有形成稳定的盈利,来自内部现金流的支持较少,且该阶段企业的主要任务是抢占市场份额,全面拓展核心竞争力,巨大的投资需求使其对外部资金有强烈的渴求。虽然盈利能力逐步增强,但盈利增长滞后于收入增长,且内部现金流滞后于投资需求,企业存在着较大的资金缺口。然而,成长期企业的投资风险一般较高,资金供给者往往较为谨慎,制约了成长期企业融资的便利性。强烈的资金欲望与有限的筹资能力形成鲜明的对比,使得成长期企业面临很大的融资约束。

进入成熟期后,企业组织结构不断完善、管理经验日渐成熟,市场占有率处于最高水平,这一阶段企业财务最大的特征是有丰厚的盈余积累,利润水平稳定,经营现金流充裕,且企业融资渠道相对畅通。经营净现金流的大量增长和企业资本扩张速度的放缓,使得成熟期企业融资约束的矛盾并不凸显。

衰退期的企业,销售额出现递减,市场占有率和利润率开始下滑,由于新利润增长点的缺乏和现金流的萎缩,财务状况往往开始恶化,筹资相对困难,对资金的渴求进一步加剧。衰退期企业虽资产规模趋于萎缩,但由于之前的利润空间不断被压缩,企业往往通过新产品的投资与运营推进自身进入新的生命周期循环,即管理者需要大量资金去发现并进行新的投资,同时,与成长期、成熟期相比,衰退期企业更容易面临财务困境。因此,衰退期企业同样面临较大的融资约束。基于以上分析,提出本文假设 1:

H1: 不同生命周期企业具有不同程度的融资约束,其中成长期企业融资约束最大,衰退期企业次之,成熟期企业融资约束最小。

### (二) 投资者情绪与企业融资约束

“市场择时”理论是投资者情绪影响企业融资约束的理论基础。McLean and Zhao (2014) 依据该理论,以股权和债券融资择时为基础,研究了投资者情绪与融资约束的关系,其发现,低落的投资者情绪会造成股权和债券发行量的减少进而导致企业融资约束;而高涨的投资者情绪使得股票和债券的发行成本均较低,从而缓解了融资约束。

除股权和债券融资渠道外,投资者情绪也可以通过影响企业信贷融资成本或规模缓解融资约束。根据“资产负债表”渠道理论,借款人外源融资溢价的大小取决于他的财务状况(净财富),净财富越大,担保能力越强,违约后银行遭受损失的概率越小。对于上市公司而言,投资者情绪高涨带来其自身及所持有股票价格的上升,净财富及可供质押的股权资产均增加,信贷能力增强;而银行也会根据质押品价值的高低而对借款主体产生不同程度的违约风险预期,并将其信贷资金配置到净财富及质押品价值较高的企业。伴随着

高涨情绪和股价升高,上市公司信贷能力增加,银行放贷意愿增强,企业也将获得更多银行借款。同时,随着股权融资规模的增加,上市公司财务风险降低,银行在愿意给企业增加贷款规模的同时也会相应降低贷款利率,从而使企业信贷融资的成本降低。黄宏斌和刘志远(2013)研究发现伴随着投资者情绪的高涨,企业信贷融资规模显著增加,即支持了信贷融资同样也存在着“择时”效应。

综上,高涨的投资者情绪带来了企业“择时”融资的好时机,通过降低股权和债务融资的成本、推动企业获得更多的股权、债券以及银行贷款以缓解企业自身的融资约束。基于此,提出本文假设2:

H2: 投资者情绪的高涨会通过促进企业增加股权和债务融资缓解企业融资约束。

### (三) 投资者情绪对不同生命周期企业融资约束缓解程度的调节

根据生命周期理论,处于不同生命周期阶段的企业有着不同资金诉求,即便面临相同的外部环境及其变化,也会做出不同的融资决策。当市场投资者情绪发生变化时,处于不同生命周期的企业对投资者情绪变化所带来外部成本变化的关注度、渴求度以及把握“择时”机会的能力均具有差异,从而导致其融资约束的缓解程度也不尽相同。

成长期企业总资产扩张速度加快,产品市场占有率上升,自有资金难以支撑企业迅速扩张需要,需通过对外融资方式获取企业发展所需资金,因此,强烈的融资需求使得成长期企业择时融资的动机最强。而心理学研究发现,人在情绪高涨或乐观状态下,往往会忽略风险而更关注收益(花贵如等,2011)。因此,情绪的高涨往往使投资者忽略了成长期企业投资项目的高风险性,而更看重企业的成长性期权,从而更愿意将资金(包括股权与债权)投资于具有成长性的企业,使得处于成长期的企业择时融资的能力也最强,带来融资约束很大程度的降低。

成熟期企业最大的优势在于稳定的利润和持续的现金流,该阶段企业内源融资稳定,且往往能够支持企业外部投资的需要。因此,成熟期企业对外界筹集资金的依赖相对较低,其也会关注外部市场融资环境的变化,并愿意捕捉低成本融资的好时机为自身带来更充裕的发展资金,但由于对外部资金的渴求较少,择时的动机不及成长期企业强烈。在同样高涨的情绪之下,投资者往往更追捧成长期企业,因此,投资者情绪对成熟期企业的融资带来的影响较小。

相比较成长期和成熟期,衰退期企业的择时动机强烈但择时能力一般。一方面,衰退期企业希望利用投资者情绪带来的融资便利获取资金,如将所融资金用于新的投资,找到新的利润增长点,可能会使企业重新焕发新的生机(Liang et al., 2011)。另一方面,市场对产品的需求逐渐萎缩,产品供大于求的状况日趋严重,投资机会的递减和新投资前景的不确定性又会让该阶段企业管理者产生惰性(李云鹤等,2011),该阶段企业再融资的选择会更加谨小慎微。同时,即使情绪高涨,外部投资者对处于衰退期的企业也往往缺乏投资信心和热情。因此,面对高涨的投资者情绪,即便衰退期企业希望把握融资时机进行融资,市场也很难满足其融资意愿。

因此,处于不同生命周期的企业经营状况、现金流水平、资金需求程度均不同,其利用

高涨投资者情绪择时融资的迫切程度和能力也存有差异。基于此,提出本文假设 3:

H3: 高涨的投资者情绪可以带来企业“择时”融资的好时机,能够缓解企业融资约束,但不同生命周期企业融资约束缓解程度不同,其中成长期公司融资约束最大程度降低,衰退期公司次之,成熟期公司融资约束最小程度降低或不降低。

#### (四) 投资者情绪对不同生命周期企业融资约束缓解途径的调节

根据 Berger et al. (1998) 的“融资生命周期”理论,伴随着企业生命周期而发生的信息约束条件、企业资源、实力和资金需求变化是影响企业融资结构变化的基本因素,企业需要根据自身所处的阶段进行融资方式的选择和调整,以配合产品的改进、技术的更新以及公司战略的转型。同时,企业在持续的生命周期过程中所遇到的不同经营风险和财务风险也会驱使其采取不同的融资战略(Bender and Ward 2013)。高涨的投资者情绪为企业带来了相对宽松的外部融资环境,也为处于不同生命周期的企业借助外部环境筹集资金进行战略调整与风险权衡提供了便利。

Bender and Ward (2013) 认为,成长期企业由于经营风险较高,现金流不稳定,应该以股权融资为主,其风险低,股息发放政策更具弹性;而债务的利息和本金会导致现金流出,公司对固定资产与研发的投资需求不适合放任现金流偿还债务。进入成熟期后,经营风险下降,投资需要的现金流减少,此时,企业应该用廉价的债务资本来替代昂贵的权益资本,只要公司提高杠杆水平而增加的财务风险不会将整体风险推至无法接受的水平,成熟期企业就可以利用负债增加企业的盈利。一旦进入衰退期,经营风险会很低,财务风险允许适度上升,因为债权人拥有公司资产剩余价值的优先求偿权,并可获得相应的利息回报,借款将是该阶段企业的主要融资渠道;同时,衰退期企业产品渐渐退出市场,考虑到股东的利益,为尽早从濒临倒闭的公司中抽出资金,会尽可能用债务取代权益资本,所以衰退期企业适于借款融资,虽然带来了高财务风险,但可以部分地与低经营风险相抵消。

投资者情绪的高涨往往伴随着股价的高企,股权融资成本降低,而股权多元化与社会化正是成长期企业所追求的,该阶段的企业对周围环境最敏感,动态适应力也较强。新兴产业、高成长性成长期公司的独特优势,也是媒体追捧的对象,媒体对这类企业的格外关注与报道更会吸引投资者的关注(刘锋等 2014),使得这一类概念股在情绪高涨期倍受投资者青睐,其特有的成长性期权将有助于公司择时进行股权融资。然而发行债券的必要条件是企业自身及其债券都要获得相应的信用评级,企业主体的信用评级高低直接决定了债券信用评级的高低及发行债券的票面利率(李琦等 2011),但稳定而持续的盈利能力作为评级机构的关注焦点却并非成长期企业的优势,因此,成长期企业难以获得较高债券评级,而更倾向于利用股权融资择时缓解自身融资约束。同时,股权融资降低了企业财务风险,为企业未来的债务融资储备了更大的空间,加之信贷融资的可获得性、弹性均胜于债券和股权两种融资方式,当外部投资者情绪高涨而企业获取信贷融资的成本较低时,面临巨大资金需求的成长期企业也会积极利用信贷融资择时以缓解自身的融资约束。因此,成长期企业会利用高涨投资者情绪进行更多的股权融资与信贷融资。

与股权融资相比,债务融资可以通过引入债权人有效的监管而减少股东与经理人之

间的代理问题。随着生命周期的推进,成熟期企业 NPV 为正的投资项目逐渐减少,自由现金流和留存收益却不断累积,代理问题逐渐加重(李云鹤等,2011)。而自由现金流会加剧股东与经理之间的矛盾,恶化经理人的过度投资行为,企业释放自由现金流的最佳方式即为债务融资与现金股利(Jensen,1986)。因此,债务融资是降低成熟期企业股东和经理人代理成本的重要机制。面对投资者的高涨情绪,成熟期企业最有实力从多种融资方式中择优进行选择。而平稳的盈利水平和相对完善的债券评级也为成熟期企业进行债券择时融资提供了便利。Booth et al. (2013)发现,企业“债券首次公开发行”决策会同时受到企业生命周期和市场择时理论的共同影响。从生命周期理论视角出发,通常债券市场的参与者仅限于成熟期的大型公司;从市场时机视角出发,企业通常会在取得较好的经营业绩和超额股权回报时公开发行业务,此时市场上的利率也有利于债券发行。同时,成熟期企业的经营现金流较为稳定,也便于企业在投资者情绪高涨期持续获得信贷资源(DeAngelo et al., 2010)。因此,成熟期企业会利用高涨投资者情绪进行更多的债务融资。

衰退期企业的战略重点是寻找新的利润增长点,利用资本运作规避现有及潜在的风险。此时企业市场销售额逐渐下跌,伴随市场占有率和利润率的下降,财务状况开始恶化。即便衰退期企业希望利用高涨的投资者情绪,择时募集股权资金或债券融资以缓解资金压力,股权和债券投资者也不愿将资金给予一个已经走向衰退的企业。而作为煤炭、钢铁等典型重工业的衰退期企业,其突出优势在于经过长期发展而累积的社会地位和社会信用,与银行建立的长期合作关系,以及可用于贷款抵押的固定资产,因此,择时进行信贷融资成为衰退期企业在投资者情绪高涨期的首选。同时,信贷融资的资金成本更低,不仅利于衰退期企业控制权不被分散,还能借助财务杠杆带来更多的利润空间。尽管信贷择时融资会带来较高的财务风险,却能与衰退期企业较低的经营风险相权衡。

综上,企业在不同的生命周期具有不同的组织特征与战略导向,市场投资者情绪的波动作为外生冲击,改变了企业面临的融资环境,企业需要权变地选择融资方式以应对不同生命周期经营与管理中存在的各种问题。在投资者情绪高涨期,不同生命周期的企业会分别借助投资者情绪的“推力”增加融资规模,选择最适宜自身的融资方式去改善融资约束(如表1)。

表1 投资者情绪对不同生命周期企业融资方式的相对影响

情绪状态	企业所处生命周期	融资方式
高涨投资者情绪	成长期	股权融资、信贷融资
	成熟期	信贷融资、债券融资
	衰退期	信贷融资

基于此,提出本文假设4:

H4: 投资者情绪对不同生命周期企业的融资方式影响不同:相对而言,成长期企业更倾向于利用高涨投资者情绪增加股权融资与信贷融资的规模缓解自身融资约束;成熟期企业更倾向于利用高涨投资者情绪增加信贷融资与债券融资的规模缓解自身融资约束;衰退期企业更倾向于利用高涨投资者情绪增加信贷融资规模以缓解自身融资约束。

### 三、实证设计与假设检验

#### (一) 数据来源与样本选取

本文选取 2004 年第一季度到 2013 年第四季度的沪深两市非金融类 A 股上市公司为样本。并对样本做如下剔除: (1) ST 和 PT 的上市公司; (2) 总资产及净资产为负的上市公司; (3) 当季进行 IPO 的公司; (4) 数据缺失或异常取值样本。最终获得 10 年 40 个季度 24778 个样本的非平衡面板数据。公司治理数据来自 CCER 数据库, 公司财务数据均来自 CSMAR 国泰安数据库。为去除离群值对回归结果的影响, 我们将所有的连续变量进行了 0% - 1% 以及 99% - 100% 的 WINSORIZE 处理。

#### (二) 变量的设定与计量

##### 1. 投资者情绪

Lamont and Stein (2006) 指出, 投资者情绪大部分是系统性的、社会性的, 而不是公司特定或独有的。因此, 本文从市场整体层面构建投资者情绪。借鉴 Baker and Wurgler (2006) 的 BW 投资者情绪综合指数以及易志高和茅宁 (2009) CICI 的构建思路, 手工提取从 2001 年 1 月至 2015 年 6 月的封闭式基金折价 (FENG)、市场交易量 (TURN)、IPO 数量 (LNIPON)、上市首日收益 (IPOR)、消费者信心指数 (CCON) 和新增投资者开户数 (LNNEW) 六个变量相关数据, 运用主成分分析方法构建测度中国股票市场投资者情绪的综合指数 Sentiment。在此过程中, 剔除了宏观经济因素 (包括居民消费价格指数、工业增加值和宏观经济景气指数等) 对 Sentiment 的影响。其表达式为:

$$Sentiment_t = 0.224 \times FENGrsid_t + 0.586 \times TURNrsid_{t-1} + 0.279 \times LNIPONrsid_{t-1} + 0.132 \times IPORrsid_{t-1} + 0.489 \times LNNEWrsid_{t-1} + 0.201 \times CCONrsid_t$$

其中,  $rsid$  是各变量剔除宏观经济因素后的残差取值。由于 Sentiment 按照月度构建, 因此, 我们将每个季度三个月的投资者情绪指数加权平均作为投资者情绪的数值。

##### 2. 企业生命周期

现有多数研究将企业生命周期简化为四个阶段: 初创期、成长期、成熟期、衰退期。而根据我国 A 股主板市场上市公司特征, 本文将企业生命周期划分为成长期、成熟期、衰退期三个阶段。对生命周期的划分借鉴曹裕等 (2010)、Dickinson (2011) 的做法, 采用现金流组合法进行划分。各个阶段的现金流分布特征如表 2 所示:

表 2 企业不同生命周期的现金流特征组合

现金流	成长期		成熟期		衰退期			
	导入期	增长期	成熟期	衰退期	衰退期	衰退期	淘汰期	淘汰期
经营现金流净额	-	+	+	-	+	+	-	-
投资现金流净额	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资现金流净额	+	+	-	-	+	-	+	-

3. 融资约束

Almeida et al. ( 2004 ) 认为 , 如果一个公司可以不受约束地获得外部资本 , 则无需对未来投资需求采取保障措施 , 企业流动性( 现金的持有) 也变得无关紧要。相反 , 如果公司预期在未来将受到融资约束 , 则会通过储蓄现金来应对潜在的约束。当现金流较高时 , 受融资约束公司对现金等流动资产的持有也相应增加 , 表现出积极的现金—现金流敏感性。因此 , 现金—现金流敏感性是衡量企业融资约束的合理方法 , 也得到了国内外学者的广泛支持( 万良勇等 2015; José et al. 2015) 。本文也采用现金—现金流敏感性作为融资约束程度的衡量。本研究其他主要变量设定如表 3 所示:

表 3 主要变量设定及说明

变量类型	变量符号	变量名	变量含义
模型( 1 ) \ ( 3 ) 因变量	$\Delta Cash$	现金持有量变动	现金及现金等价物增加额/季初总资产
模型( 2 ) \ ( 4 ) 因变量	<i>Equity</i>	股权融资比例	吸收权益性投资收到的现金/季初总资产
	<i>Bond</i>	债券融资比例	发行债券收到的现金/季初总资产
	<i>Loan</i>	银行借款比例	取得借款收到的现金/季初总资产
自变量	<i>Life1</i>	成长期虚拟变量	企业处于成长期 , 则 $Life1 = 1$ , 否则为 0
	<i>Life2</i>	成熟期虚拟变量	企业处于成熟期 , 则 $Life2 = 1$ , 否则为 0
	<i>Sentiment</i>	投资者情绪	构建投资者情绪指数的季度加权平均值
公司层面 控制变量	<i>Ownership</i>	所有权性质	国有为 1 , 民营为 0
	<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股数量占总股本的比例
	<i>Maghold</i>	管理层持股	管理层持有股权占总股本的比例
	<i>Expend</i>	企业资本支出	构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金/季初总资产
	<i>Growth</i>	投资机会	主营业务收入增加额/上季度主营业务收入
	<i>Cash</i>	现金及等价物持有率	( 货币资金 + 短期投资或交易性金融资产 ) / 季初总资产
	<i>Size</i>	公司规模	总资产账面值的自然对数
	<i>PPE</i>	资产有形性	( 存货净值 + 固定资产净值 ) / 季初总资产
	<i>CF</i>	净现金流	经营活动现金净流量/季初总资产
	<i>DStd</i>	流动负债变动	流动负债增加额/季初总资产
	<i>DNwc</i>	净营运资本变动	营运资本增加额/季初总资产
	<i>NDTS</i>	非债务税盾	销售及管理费用/当季销售收入
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/季初总资产



续表

变量类型	变量符号	变量名	变量含义
宏观层面 控制变量	<i>Crisis</i>	经济危机	以 2008 年第 4 季度和 2009 年第 1 季度作为上市公司受国际金融危机影响的时间,该两个季度赋值为 1,其余为 0
	<i>Time</i>	时期哑变量	本文共 40 个季度,39 个时期哑变量
	<i>Id</i>	行业哑变量	共涉及 12 个行业,11 个哑变量

### (三) 模型设定与检验程序

为检验假设 1,借鉴 Almeida et al. (2004) 的方法采用现金—现金流敏感性衡量融资约束,并将样本根据所处生命周期阶段分为三个子样本,建立模型(1):

$$\Delta Cash_{i,t} = a + \beta_1 \times CF_{i,t} + \beta_2 \times DStd_{i,t} + \beta_3 \times DNwc_{i,t} + \beta_4 \times Expend_{i,t} + \beta_5 \times Growth_{i,t} + \beta_6 \times Size_{i,t} + \sum TIME + \sum ID + \varepsilon \quad (1)$$

如果企业存在融资约束,则回归系数  $\beta_1$  显著大于 0;如果假设 1 成立,则成长期企业回归系数  $\beta_1$  显著大于衰退期企业和成熟期企业,衰退期企业回归系数  $\beta_1$  显著大于成熟期企业。

为检验假设 2,以各种融资方式的标准化融资规模为因变量,以投资者情绪为自变量,建立模型(2):

$$\begin{aligned} &Equity_{i,t}/Bond_{i,t}/Loan_{i,t} \\ &= \beta_0 + \beta_1 \times Sentiment_{t-1} + \beta_2 \times CF_{i,t-1} + \beta_3 \times Ownership_{i,t} + \beta_4 \times Top1_{i,t-1} \\ &+ \beta_5 \times Maghold_{i,t-1} + \beta_6 \times Size_{i,t-1} + \beta_7 \times ROA_{i,t-1} + \beta_8 \times Cash_{i,t-1} + \beta_9 \times PPE_{i,t-1} \\ &+ \beta_{10} \times Growth_{i,t-1} + \beta_{11} \times Lev_{i,t-1} + \beta_{12} \times NDTS_{i,t-1} + \beta_{13} \times Crisis_t \\ &+ \sum TIME + \sum ID + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

模型中除控制公司治理、财务特征,以及宏观环境等因素的影响外,将另外两种方式融资规模也作为自变量以控制不同方式融资间的影响。模型(2)中,如果高涨的投资者情绪能够通过增加某种方式融资规模缓解企业融资约束,则回归系数  $\beta_1$  应显著为正。

为检验假设 3,在模型(1)基础上加入投资者情绪与现金流的交乘项建立模型(3):

$$\begin{aligned} \Delta Cash_{i,t} &= a + \beta_1 \times CF_{i,t} + \beta_2 \times Sentiment_{t-1} \\ &+ \beta_3 \times CF_{i,t} \times Sentiment_{t-1} + \beta_4 \times DStd_{i,t} + \beta_5 \times DNwc_{i,t} \\ &+ \beta_6 \times Expend_{i,t} + \beta_7 \times Growth_{i,t} + \beta_8 \times Size_{i,t} + \sum TIME + \sum ID + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

如果假设 3 成立,则回归系数  $\beta_3$  的符号将显著为负,且成长期公司回归系数  $\beta_3$  的绝对值最大,衰退期公司次之,成熟期公司回归系数  $\beta_3$  的绝对值最小或者不显著区别于 0。

为检验假设 4,以各种方式的标准化融资规模为因变量,以企业生命周期虚拟变量、投资者情绪、企业生命周期与投资者情绪交乘项为自变量,建立模型(4):

$$Equity_{i,t}/Bond_{i,t}/Loan_{i,t}$$
$$= \beta_0 + \beta_1 \times Life1_{i,t} + \beta_2 \times Life2_{i,t} + \beta_3 \times Sentiment_{t-1} + \beta_4 \times Life1_{i,t} \times Sentiment_{t-1} \quad (4)$$
$$+ \beta_5 \times Life2_{i,t} \times Sentiment_{t-1} + \sum \beta_j \times Controlvar + \varepsilon$$

其中,  $Life1 = \begin{cases} 1, & \text{成长期} \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$ ,  $Life2 = \begin{cases} 1, & \text{成熟期} \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$ ;  $Controlvar$  为控制变量, 与模型 (2) 中控制变量相同。如果假设 4 成立, 则以股权融资规模为因变量的模型中, 回归系数  $\beta_4$  显著大于 0; 以债券融资规模为因变量的模型中, 回归系数  $\beta_5$  显著大于 0; 而以信贷融资规模为因变量的模型中, 回归系数  $\beta_4$  与  $\beta_5$  均显著大于 0。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计及分组检验结果

根据主要变量描述性统计结果(表 4), 三种融资方式中, 信贷融资水平最高, 与我国企业以信贷为其主要融资手段的现实环境相符。进一步将样本按照生命周期划分为成长期、成熟期与衰退期三组, 其中成长期的样本最多, 成熟期次之, 衰退期最少, 这与我我国新兴资本市场现状相符。分别对成长—成熟、成长—衰退、成熟—衰退样本进行组间均值差异的显著性检验, 无论处于生命周期的哪个阶段, 企业均以信贷为其主要融资方式, 其次是股权融资, 债券融资最少, 与样本的总体特征相同; 而不同生命周期企业间融资规模和方式具有显著的差异, 成长期企业具有最大的融资规模(占总资产的 17.9%), 成熟期企业次之(占总资产的 15.3%), 衰退期企业融资规模最小(占总资产的 12.3%); 从融资方式来看, 相对而言, 成长期企业更多的采取股权和信贷融资方式, 成熟期企业则更多的利用债券和信贷融资方式, 衰退期企业各融资方式均具有较低的融资规模, 且这种差异在统计上具有显著性, 这与企业不同生命周期阶段融资需求与能力的差异具有很强的相关性。

表 4 主要变量在企业不同生命周期阶段的描述性统计

主要变量	企业生命周期阶段			T 统计量		
	成长期 ( 10762)	成熟期 ( 8976)	衰退期 ( 5040)	成长—成熟	成长—衰退	成熟—衰退
$\Delta Cash$	-0.017	0.029	0.014	-10.927***	-0.858	6.510***
$CF$	0.001	0.023	0.011	-3.591***	-3.570***	3.776***
$Equity$	0.057	0.040	0.013	7.984***	7.272***	3.878***
$Bond$	0.002	0.003	0.002	-2.489**	1.657*	6.792***
$Loan$	0.120	0.110	0.108	1.813**	2.129**	0.256

为考察相同生命周期阶段中,不同情绪水平对各融资方式所融到资金规模影响的差异,按照投资者情绪高低及企业生命周期不同阶段进行二维分组,对各种融资方式融资规模进行组间差异的  $T$  检验。结果显示(表 5),成长期企业的三种融资方式融资规模在投资者情绪高涨和低落阶段均具有显著的差异,该阶段企业的融资行为对投资者情绪的变化较为敏感;成熟期企业的债券和信贷融资规模在不同的投资者情绪阶段表现出显著的差异;而衰退期企业仅仅信贷融资规模在不同的投资者情绪阶段差异显著。该检验结论初步验证了假设 4 的观点。

表 5 按照投资者情绪及生命周期分组的融资规模描述性统计及分组检验

主要变量	投资者情绪高涨期(投资者情绪季度加权平均值大于 0)			投资者情绪低落期(投资者情绪季度加权平均值小于 0)			$T$ 统计量(高涨 - 低落)		
	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期	成长期	成熟期	衰退期
Equity	0.072	0.049	0.018	0.053	0.037	0.009	7.028***	0.589	0.740
Bond	0.002	0.004	0.003	0.001	0.002	0.002	1.658*	8.530***	1.067
Loan	0.142	0.129	0.120	0.102	0.103	0.101	8.673***	5.735***	4.825***

注:\*\*\*表示在 1% 水平上显著,\*\*表示在 5% 水平上显著,\*表示在 10% 的水平上显著。

## (二) 假设 1 的实证检验结果

首先利用全样本数据对模型(1)进行回归,然后利用成长期、成熟期、衰退期三个子样本数据对模型(1)分别进行回归。Hausman 的检验结果拒绝了随机效应,因此采用面板固定效应回归,并采用聚类稳健标准误进行回归系数的显著性检验。结果如表 6 所示。

表 6 模型(1)、模型(3)回归结果

	模型(1)				模型(3)			
	全样本 $\Delta Cash$	成长期 $\Delta Cash$	成熟期 $\Delta Cash$	衰退期 $\Delta Cash$	全样本 $\Delta Cash$	成长期 $\Delta Cash$	成熟期 $\Delta Cash$	衰退期 $\Delta Cash$
CF	0.580*** (6.29)	0.847*** (8.24)	0.237* (1.76)	0.433*** (3.37)	0.411*** (4.42)	0.595*** (5.73)	0.227* (1.68)	0.396** (2.35)
Sentiment	—	—	—	—	0.055*** (5.07)	0.065*** (5.37)	0.022*** (3.39)	0.037** (2.34)
CF × Sentiment	—	—	—	—	-0.061*** (-2.91)	-0.077*** (-3.91)	-0.019 (-1.21)	-0.051** (-2.36)
Size	0.065*** (4.01)	0.079*** (5.95)	0.052*** (5.14)	0.045*** (3.38)	0.049*** (4.20)	0.059*** (6.35)	0.045*** (4.64)	0.035*** (2.83)
DStd	0.336*** (12.34)	0.301*** (11.89)	0.465*** (7.31)	0.468*** (2.89)	0.315*** (11.70)	0.283*** (11.23)	0.456*** (7.25)	0.465*** (2.90)

续表								
模型(1)				模型(3)				
	全样本	成长期	成熟期	衰退期	全样本	成长期	成熟期	衰退期
	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$
DNwc	0.348 *** (9.55)	0.478 *** (6.75)	0.226 *** (3.37)	0.268 *** (2.66)	0.328 *** (9.64)	0.448 *** (7.18)	0.223 *** (3.36)	0.255 *** (2.59)
Growth	-0.035 *** (-7.70)	-0.033 *** (-7.05)	-0.023 * (-1.88)	-0.016 (-0.89)	-0.035 *** (-7.99)	-0.036 *** (-7.80)	-0.023 * (-1.89)	-0.012 (-0.68)
Expend	-0.151 *** (-3.92)	-0.280 *** (-9.15)	-0.150 (-1.19)	-0.639 *** (-2.67)	-0.140 *** (-3.65)	-0.261 *** (-8.67)	-0.153 (-1.19)	-0.667 *** (-2.76)
常数项	1.753 *** (7.14)	2.083 *** (9.38)	1.415 *** (6.39)	1.251 *** (4.25)	1.424 *** (7.86)	1.656 *** (6.23)	1.280 *** (6.01)	1.069 *** (3.86)
N	24778	10762	8976	5040	24778	10762	8976	5040
adj. R <sup>2</sup>	0.72	0.74	0.78	0.69	0.74	0.76	0.78	0.69
Chow Test	——	6.13 ***	4.69 ***	——	——	5.29 ***	3.58 **	——

注: \* 表示在 10% 水平上显著, \*\*表示在 5% 水平上显著, \*\*\*表示在 1% 水平上显著。

模型(1) 回归结果显示,全样本现金—现金流敏感性显著大于 0,说明上市公司总体具有显著的融资约束。区分不同生命周期的回归结果显示,成长期企业现金—现金流敏感性最大,衰退期企业次之,成熟期企业最小。对不同生命周期阶段样本的现金—现金流敏感性进行 Chow 检验结果显示,在 1% 显著性水平下,成长期企业融资约束显著大于衰退期企业,衰退期企业融资约束显著大于成熟期企业。因此成长期企业融资约束最大,衰退期企业融资约束次之,成熟期企业具有最小的融资约束,该结果与假设 1 结论相符。

(三) 假设 2 的实证检验结果

利用全样本数据分别以各种融资方式的融资规模为因变量对模型(2) 进行回归。同样采用固定效应回归和聚类稳健标准误检验,结果如表 7 所示。

表 7 模型(2)、(4) 回归结果

模型(2)				模型(4)				
	Equity	Bond	Loan	Equity	Bond	Loan	Equity	Bond
Life1	——	——	——	0.011 * (1.89)	0.010 (1.17)	0.031 *** (4.38)	0.015 ** (2.52)	0.009 (0.89)
Life2	——	——	——	0.015 (1.02)	0.011 *** (3.75)	0.086 (1.12)	0.014 (1.16)	0.015 *** (3.05)
Sentiment	0.063 *** (10.10)	0.058 *** (4.13)	0.082 *** (4.65)	——	——	——	0.058 *** (3.73)	0.052 *** (3.02)
Life1 × Sentiment	——	——	——	——	——	——	0.055 *** (6.33)	0.021 (0.98)
								0.031 *** (2.77)

续表

	模型( 2)			模型( 4)					
	<i>Equity</i>	<i>Bond</i>	<i>Loan</i>	<i>Equity</i>	<i>Bond</i>	<i>Loan</i>	<i>Equity</i>	<i>Bond</i>	<i>Loan</i>
Life2 × Sentiment	—	—	—	—	—	—	0.013 ( 1.44)	0.019*** ( 4.09)	0.032** ( 2.52)
Ownership	-0.017 ( -0.48)	0.015** ( 2.57)	0.026*** ( 3.74)	-0.057* ( -1.65)	0.019*** ( 3.18)	0.027*** ( 3.90)	-0.019 ( -0.56)	0.017*** ( 2.94)	0.024*** ( 3.55)
Top1	-0.037*** ( -3.38)	0.045** ( 2.26)	0.025 ( 1.39)	-0.042*** ( -3.88)	0.051** ( 2.56)	0.014 ( 0.81)	-0.042*** ( -3.87)	0.050** ( 2.53)	0.014 ( 0.86)
Maghold	0.030*** ( 3.27)	0.038 ( 0.36)	-0.010 ( -1.06)	0.021** ( 2.35)	0.067 ( 0.64)	-0.012 ( -1.25)	0.026*** ( 2.84)	0.051 ( 0.49)	-0.012 ( -1.29)
CF	-0.157*** ( -11.19)	0.017 ( 1.12)	0.023* ( 1.79)	-0.170*** ( -11.80)	0.071 ( 0.49)	0.021 ( 1.63)	-0.148*** ( -10.56)	0.014 ( 1.09)	0.096 ( 0.74)
Growth	0.027*** ( 9.59)	0.018*** ( 4.45)	0.010*** ( 3.36)	0.025*** ( 8.99)	0.019*** ( 4.78)	0.024 ( 1.09)	0.028*** ( 9.60)	0.018*** ( 4.52)	0.017 ( 1.56)
ROA	0.079** ( 2.38)	0.046*** ( 3.05)	0.202*** ( 6.18)	0.114*** ( 3.35)	0.002 ( 1.41)	0.199*** ( 6.17)	0.027* ( 1.82)	0.057 ( 1.28)	0.150*** ( 4.52)
Lev	0.067*** ( 6.28)	-0.014*** ( -6.87)	-0.352*** ( -6.77)	0.054*** ( 4.91)	-0.013*** ( -6.67)	-0.354*** ( -7.17)	0.068*** ( 6.29)	-0.014*** ( -6.80)	-0.360*** ( -7.76)
Cash	0.276*** ( 11.84)	0.020 ( 1.43)	-0.081*** ( -7.46)	0.297*** ( 11.24)	0.017 ( 1.12)	-0.080*** ( -7.67)	0.267*** ( 10.23)	0.013 ( 0.98)	-0.064*** ( -6.03)
Size	0.057*** ( 3.98)	0.029*** ( 8.34)	-0.014*** ( -4.47)	0.032** ( 2.26)	0.033*** ( 9.20)	-0.012*** ( -3.82)	0.058*** ( 4.11)	0.031*** ( 8.86)	-0.014*** ( -4.50)
PPE	0.019 ( 1.04)	0.027 ( 1.50)	0.078*** ( 8.23)	0.019 ( 1.08)	0.036** ( 1.97)	0.089*** ( 9.12)	0.024 ( 1.36)	0.032* ( 1.79)	0.077*** ( 8.10)
NDTS	0.086*** ( 8.60)	-0.040** ( -2.50)	-0.032** ( -2.23)	0.048*** ( 2.90)	-0.093*** ( -9.03)	-0.032** ( -2.32)	0.042*** ( 2.59)	-0.078*** ( -7.92)	-0.037*** ( -2.75)
Crisis	-0.021*** ( -6.18)	-0.030*** ( -7.27)	0.012*** ( 3.25)	-0.094*** ( -2.99)	-0.022*** ( -6.43)	0.083*** ( 2.70)	-0.087 ( -0.29)	-0.019*** ( -5.40)	0.013*** ( 4.34)
Equity	—	-0.016** ( -2.18)	0.096*** ( 10.56)	—	-0.023*** ( -3.08)	0.095*** ( 14.31)	—	-0.015** ( -1.97)	—
Bond	-0.073** ( -2.18)	—	0.044 ( 0.83)	-0.108*** ( -3.34)	—	0.030 ( 0.57)	-0.067** ( -2.02)	—	0.016 ( 0.30)
Loan	0.120*** ( 10.32)	0.014 ( 1.01)	—	0.120*** ( 14.13)	0.100 ( 0.72)	—	0.125*** ( 14.70)	0.064 ( 0.45)	—
Time	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Id	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
常数项	-0.150*** ( -4.89)	-0.063*** ( -8.51)	0.293*** ( 4.35)	-0.119*** ( -3.93)	-0.071*** ( -9.27)	0.235*** ( 3.34)	-0.159*** ( -5.34)	-0.068*** ( -9.03)	0.259*** ( 3.73)
<i>N</i>	24778	24778	24778	24778	24778	24778	24778	24778	24778
adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.21	0.20	0.56	0.21	0.20	0.57	0.22	0.21	0.57

注: \* 表示在 10% 水平上显著, \*\* 表示在 5% 水平上显著, \*\*\* 表示在 1% 水平上显著。

模型( 2) 回归结果显示, 以 *Equity*、*Bond* 和 *Loan* 为因变量的回归中, 回归系数  $\beta_1$  均显

著为正,说明高涨的投资者情绪能够通过增加股权、债券、信贷多种方式融资缓解企业融资约束,这说明“择时效应”在我国上市公司广泛存在,假设2得证。

#### (四) 假设3的实证检验结果

利用全样本数据对模型(3)进行回归,并分别用成长期、成熟期、衰退期三个子样本数据对模型(3)进行回归。同样采用固定效应回归和聚类稳健标准误检验,回归结果(表6)显示,加入交乘项后,全样本回归中交乘项系数显著小于0,说明投资者情绪的高涨能够显著缓解企业融资约束。进一步区分不同的生命周期阶段,投资者情绪的高涨对成长期企业融资约束具有最大的缓解作用,对衰退期企业融资约束的缓解作用次之,且在5%显著性水平下Chow检验结果也支持该结论;而对于成熟期企业,高涨的投资者情绪未能对企业融资约束起到显著的缓解作用,因为成熟期企业规模大、盈利性强,所受融资约束较低,在市场上可以较为灵活地采用各种融资手段获得资金,因此资本市场投资者情绪的变化对其产生的影响较为微弱。以上结果支持了假设3的结论。

#### (五) 假设4的实证检验结果

利用全样本数据分别以 *Equity*、*Bond* 和 *Loan* 为因变量对模型(4)进行回归。同样采用固定效应回归和聚类稳健标准误检验,回归结果如表7所示。

首先,以生命周期虚拟变量为自变量进行回归的结果显示,处于不同生命周期企业各种方式融资具有明显的差异。相对于衰退期企业,成长期企业较多的采用股权和信贷融资方式,成熟期企业较多采用债券融资方式,这与生命周期各阶段企业组织特征、融资能力相匹配。加入投资者情绪及其与生命周期虚拟变量的交乘项后,回归结果显示,以 *Equity* 为因变量的模型中,成长期虚拟变量与投资者情绪交乘项回归系数显著大于0,以 *Bond* 为因变量的模型中,成熟期虚拟变量与投资者情绪交乘项回归系数显著大于0,而以 *Loan* 为因变量的模型中,两个交乘项回归系数均显著大于0,说明处于生命周期各阶段的企业均会利用投资者的高涨情绪进行信贷融资以缓解融资约束。相对衰退期企业而言,成长期企业更倾向于利用高涨投资者情绪通过发行股票缓解自身融资约束;成熟期企业更倾向于利用高涨投资者情绪通过发行债券缓解自身融资约束。因此,不同生命周期的企业均会借助高涨的情绪,采取最适宜自身企业的融资选择,假设4得证。

## 五、稳健性检验<sup>②</sup>

### (一) 改变融资约束的度量

基于 Fazzari et al. (1988) 的观点,假如公司拥有良好的投资机会却面临较高的融资约束,公司会最大限度地利用低成本的内部资金以满足新的投资项目,表现出较高的投资—现金流敏感性,该方法也得到很多实证的支持。因此,本文采用“投资—现金流敏感性”作为企业融资约束的度量进行稳健性检验,回归结果无显著差异。

<sup>②</sup> 由于篇幅所限,稳健性检验的所有回归结果略,有兴趣的读者可以向作者索要。

## (二) 改变企业生命周期的度量

留存收益是某一特定时点上股东可合法自由行使的剩余索取权的价值边界, DeAngelo et al. (2006) 认为该指标是衡量企业生命周期较好的代理变量。本文借鉴其方法将留存收益比按从低到高排序, 以三分位数为标准将样本划分为成长期(8259)、成熟期(8260)和衰退组(8259)三组, 重新对模型(4)回归, 结果与假设4结论基本相符。

## (三) 改变投资者情绪的度量

从公司层面衡量投资者情绪能够捕捉公司间投资者情绪的差异。因此, 借鉴已有文献(Goyal and Yamada 2004; 花贵如等 2010), 使用分解 Tobin' Q 方法来计量公司层面的投资者情绪, 重新对模型(3)和(4)进行回归, 结果显示除显著性与原回归结果存在差异外, 研究结论依然成立。

## (四) 改变模型的形式

为检验假设4, 按照企业生命周期不同阶段进行分组, 以各融资方式融资规模为因变量, 以投资者情绪为自变量建立模型(5), 以考察相同生命周期阶段中, 不同情绪水平对各融资方式所融到资金规模影响的差异:

$$Equity_{it}/Bond_{it}/Loan_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Sentiment_{t-1} + \sum \beta_j \times Controlvar + \varepsilon \quad (5)$$

其中, *Controlvar* 为控制变量, 与模型(4)中控制变量相同。回归结果显示, 在成长期组以股权融资规模为因变量的模型中, 回归系数  $\beta_1$  显著大于0, 且大于成熟期和衰退期组的回归系数  $\beta_1$ ; 在成熟期组以债券融资规模为因变量的模型中, 回归系数  $\beta_1$  显著大于0, 且大于成长期和衰退期组的回归系数  $\beta_1$ ; 而以信贷融资规模为因变量的模型中, 各组回归系数  $\beta_1$  均显著大于0。该结果支持假设4的结论。

以上稳健性检验结果表明, 本文的研究结论具有一定的稳健性。

# 六、研究结论与启示

企业融资约束与融资行为的影响因素始终备受学界的关注, 本文选取了凝结着企业自身系列特征的典型变量——企业生命周期, 将其与外部非理性市场环境相结合, 考察企业生命周期不同阶段融资约束差异, 以及利用高涨投资者情绪缓解融资约束的程度与途径差异。研究发现: (1) 不同生命周期的企业融资约束程度有明显差异: 成长期企业融资约束程度最大, 衰退期企业次之, 成熟期企业最小, 这与各生命周期企业组织特征、融资需求、融资能力等息息相关。(2) 投资者情绪作为影响企业外部融资环境的非理性因素, 通过改变企业外部融资的资金供给和相对成本, 影响企业的融资行为, 上市公司融资决策存在明显的择时效应。(3) 各生命周期企业利用投资者情绪变化择时融资的动机与能力不同, 伴随着高涨的投资者情绪, 会采取适宜自身企业的融资方式以缓解融资约束: 所有生命周期企业均会利用高涨的投资者情绪扩大信贷融资规模以缓解融资约束, 而相对衰退期企业, 成长期企业更偏好利用股权融资缓解融资约束, 成熟期企业更偏好利用债券融资

缓解融资约束。

本文的研究对企业生命周期理论、市场择时理论,以及代理理论进行了细化与延伸,对探寻我国上市公司融资约束的影响因素具有理论价值,对于资本市场建设、企业不同生命周期的融资策略选择均具有现实指导意义。我国资本市场投资者非理性程度较为严重,因投资者情绪而造成的资产价值偏离在所难免,因此,合理的市场时机选择也成为企业筹措资金以进行战略调整的正常手段。本文结论有助于更全面地理解资本市场投资者情绪对我国上市公司融资决策的影响,也为企业根据自身不同的生命周期阶段,利用投资者情绪动态进行融资调整,选择适宜的融资策略提供微观支持和参考依据。

## 参 考 文 献

- [1]曹裕、陈晓红和万光羽 2010,《控制权、现金流权与公司价值—基于企业生命周期的视角》,《中国管理科学》第3期,第185~192页。
- [2]花贵如、刘志远和许骞 2011,《投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为》,《金融研究》第9期,第178~191页。
- [3]花贵如、刘志远和许骞 2010,《投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率》,《会计研究》第11期,第49~55页。
- [4]黄宏斌和刘志远 2013,《投资者情绪与企业信贷资源获取》,《投资研究》第2期,第13~29页。
- [5]李云鹤、李湛和唐松莲 2011,《企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率》,《南开管理评论》第3期,第110~121页。
- [6]李琦、罗炜和谷仕平 2011,《企业信用评级与盈余管理》,《经济研究》第2期,第88~99页。
- [7]刘锋、叶强和李一军 2014,《媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用:基于中国金融股的实证研究》,《管理科学学报》第1期,第72~85页。
- [8]鲁思·本德(Ruth Bender)和基思·沃德(Keith Ward)著 杨农等译 2013,《公司财务战略》,清华大学出版社 2013年9月第三版。
- [9]万良勇、廖明情和胡璟 2015,《产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究》,《南开管理评论》第2期,第64~72页。
- [10]易志高和茅宁 2009,《中国股市投资者情绪测量研究: CICI 的构建》,《金融研究》第11期,第174~184页。
- [11]张宗新和海海亮 2013,《投资者情绪、主观信念调整与市场波动》,《金融研究》第4期,第142~155页。
- [12]Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. 2004. "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *The Journal of Finance*, 59(4): 1777~1804.
- [13]Baker, M. and J. Wurgler. 2006. "Investor Sentiment and the Cross Section of Stock Returns", *The Journal of Finance*, 61(4): 1645~1680.
- [14]Berger, N. A. and F. G. Udell. 1998. "The Economics of Small Business Finance: the Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance* 22(6-8): 613~673.
- [15]Booth, L., Sean Cleary, and L. Purda. 2013. "Debt Rating Initiations: Natural Evolution or Opportunistic Behavior?", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9(12): 1574~1595.
- [16]Dickinson, V. 2011. "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", *The Accounting Review* 86(6): 1969~1994.
- [17]DeAngelo, H. and L. DeAngelo. 2006. "Dividend Policy and the Earned Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory", *Journal of Financial Economics*, 81(2): 227~254.
- [18]DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz. 2010. "Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle", *Journal of Financial Economics* 95(3): 275~295.



- [19]Fazzari, S. G. Hubbard, and B. C. Perterson. 1988. “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Paper on Economic Activity*, 17( 1): 141 ~ 159.
- [20]Greiner, L. . 1972. “ Evolution and Revolution as Organizations Grow” *Harvard Business Review*, ( 50): 37 ~ 46.
- [21]Goyal V. and T. Yamada. 2004. “Asset Price Shocks, Financial Constraints and Investment: Evidence From Japan”, *Journal of Business*, 77( 1): 175 ~ 199.
- [22]Jensen, M. . 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Capital Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76 ( 5): 323 ~ 339.
- [23]José, L. and S. Francisco. 2015. “Financial Constraints and Cash-cash Flow Sensitivity” *Applied Economics*, 47( 10): 1037 ~ 1049.
- [24]Liang, C. J. , Y. L. Lin, and T. T. Huang. 2011. “Does Multidimensional Ownership Structure Matter in Firm Performance? A Dynamic Firm’s Life Cycle Perspective”, *International Journal of Business & Finance Research*, 5( 2): 1 ~ 19.
- [25]Lamont, Owen A. and Jeremy C. Stein. 2006. “Investor Sentiment and Corporate Finance: Micro and Macro”, *American Economic Review*, 96( 2): 147 ~ 151.
- [26]McLean R. D. ,and M. Zhao. 2014. “The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance”, *The Journal of Finance*, 69( 3), 1377 ~ 1409.
- [27]Stein, Jeremy C. 1996. “Rational Capital Budgeting in an Irrational World”, *Journal of Business*, 69( 4): 429 ~ 455.

## Corporate Life Cycle, Financing Methods and Financing Constraints ——Based on the Moderating Effect Research of Investor Sentiment

HUANG Hongbin ZHAI Shuping CHEN Jingnan

( Business School, Post Doctoral Mobile Station, Tianjin University of Finance and Economics)

**Abstract:** This paper relaxes the homogeneity assumption of corporations’ capital needs, based on the difference of corporations’ organizational characteristics, financing needs and financing capacity, with the difference of financing constraints in the different stages of the corporate life cycle as the starting point. Integrating investors irrational sentiment’s influence on external financing environment, this paper dynamically investigates the influence of changes in investor sentiment on corporations’ financing options and the relaxing effect of financing constraints. We find that corporations’ financing constraints condition is different in the different stages of corporate life cycle. Also, the degree and financing method of relaxing financing constraints are different through using high investor sentiment.

**Key words:** Investor Sentiment, Corporate Life Cycle, Financing Constraints, Financing Method

( 责任编辑: 李景农) ( 校对: LN)