重庆师范大学硕士学位论文

金融发展与企业债务融资约束

－－分行业的面板数据

硕士研究Th：黄小亚 指导教师：陈道平教授学科专业：金融学

所在学院：经济与管理学院

重庆师范大学

二零一六年三月

A Thesis Submitted to Chongqing Normal University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master

Financial development and corporate debt financing constraints

- panel data in the industry

Candidate: Xiaoya Huang Supervisor: Daoping Chen Professor

Major: Finance College：Economics & management

Chongqing Normal University

March 2016

摘 要

金融是国民经济的血液和中枢，近年来发展迅猛，具体表现在：金融资产规模急剧扩大、金融机构数目不断增多、资本市场化逐步加快以及与之配套的金融监管的日益健全和完善，金融的发展和经济的快速增长常常相互伴随，经济发展与金融发展在宏观上存在一定的联系。一方面，金融的快速发展可以合理配置资源，金融体系提供多种金融工具将资金从厌恶风险的个人引导到偏好风险的投资者，从而改变资源配置不合理的状况，促进经济发展，另一方面，具有实力的金融中介快速发展，它们通过专业技术与规模效应降低收集加工信息的成本，对投资项目进行更准确的评价，资源配置效率得以提高，信息不对称问题出现的概率也逐渐减少。总的来说，金融在经济发展中的作用日益突出，并且在全国范围内都一致认同金融体系具有优化资金资源配置、金融发展具有促进经济增长的作用。微观层面上，企业是经济的重要组成部分，试图通过微观企业层面，来探寻研究金融发展对经济增长促进作用显得尤其重要。鉴于这样的背景，因此本文从宏观转到微观角度，通过从企业层面，来深入探寻金融发展对经济增长的微观作用机理，本文旨在研究金融发展对企业债务融资的缓解作用，进而促进企业发展，带动经济增长。在衡量指标的选取上，回顾以往的文献，分析比较以往研究，选取投资对现金流的敏感性作为融资约束缓解程度的衡量指标。而在不同行业中，由于各种行业自身的情况不同，在金融发展时，不同行业的企业的债务融资约束缓解程度不同，按照证监会规定的一级行业划分标准，本研究分不同行业研究了金融发展对不同行业债务融资约束的缓解情况。

本文首先通过分析金融发展、企业债务融资的相关理论，探寻金融发展与企业债务融资约束之间的作用机理，通过分析发现，在不完美市场中，信息不对称会影响企业融资决策，它可能会带来逆向选择和道德风险两种后果，从而导致企业面临严重的融资约束问题，而金融的发展可以通过扩大信贷市场规模、减少信息不对称问题、提高资金使用效率和完善金融法制和外部市场监管等方面来缓解企业债务融资约束；在理论分析的基础上，提出本文的研究假设，在实证研究方面，本文采用国泰安数据库（CSMAR）的上市公司数据作为样本，保留其中经营现金流为负的样本，首先，研究证明，企业投资与现金流之间呈U型关系，其次，验证了企业债务融资约束的存在性，然后，通过投资对现金流的回归系数（投资

－现金流敏感性）验证了金融发展对企业债务融资约束的缓解作用，最后对样本按照证监会规定的一级行业划分标准进行行业分组，通过对不同行业回归结果的

对比，发现在不同行业中，金融发展债务融资约束的缓解程度不同，并针对出现这种情况的原因作了简要分析。

经过理论分析和实证研究，结果表明，投资与现金流之间呈现U型关系，并且验证了企业债务融资约束的存在性，最后，也验证了金融发展对企业债务融资约束的缓解作用，并且针对不同的行业，企业的债务融资约束缓解程度不同，因此得出结论：金融发展可以从微观企业层面，缓解企业的债务融资约束促进企业发展，进而带动经济增长。

关键词**：**金融发展； 债务融资约束； 投资－现金流敏感性； 分行业

**Financial development and corporate debt financing constraints**

**－panel data in the industry**

**Abstract**

Finance is an important part of national economy, which has made significant development in recent years. The specific performances are as follows: first of all, the scale of financial assets expands rapidly, the growing number of financial institutions, the gradual speeding up of capital market and the increasingly improvement of forming a complete set of financial regulation; Furthermore, financial development is often accompanied by rapid economic growth, economic development and financial development are in their macroscopic and close relationship.

On the one hand, the rapid development of the financial can allocate resources rationally. The financial system offers a variety of financial instruments that will lead to the capital from risk-averse individual to risk preferences of investors so as to change the status of the resource configuration and promote the economic development, which is not reasonable.

On the other hand, with the financial intermediaries who have strength to develop rapidly collected professional technical and scale effect to reduce the cost of processing information. The more accurate evaluation of investment projects, the more improvement in efficiency of the allocation of resources, to reduce the probability the asymmetric information problem.

In general, finance has become an increasingly important role in the economic development. All across country agreed financial system with optimizing the resource allocation of funds, financial development promote economic growth. From the micro level, the enterprise plays an important part in the economic activities; from the micro enterprise level for research of financial development promoting effect on economic growth is especially important. Therefore, this study from the enterprise micro level and the financial development ease corporate debt financing constraints so as to promote the rapid development of the enterprise and to further explore the microscopic mechanism of financial development to economic growth.

In view of this background, this study aims at researching the development of micro finance for relief of corporate debt financing constraints to study financial

Development to economic growth. On the measure, by reviewing the literature, comparative analysis of previous research, choose investment - cash flow sensitivity as a financing constraints mitigation measures. And different industries due to their own situations. When financial development, the level of enterprise debt financing constraints, ease of disparate industry, in accordance with the primary industry classification standard prescribed by the CSRC, this study points studied the financial development of different industries for relief of debt financing constraints.

Firstly, this study discusses the role of financial development of enterprise's debt financing constraints in reducing mechanism. The analysis found information asymmetry is the main factor influencing the enterprise financing decision. It may lead to adverse selection and moral hazard consequences, causing serious financing constraint problems. Moreover, financial development can expand the scale of the credit markets and reduce the information asymmetry problem as well as improve the service efficiency of funds and financial legal system. What's more, the external market regulation eases the enterprise's debt financing constraints.

In the empirical research part, this paper adopts the taian database (CSMAR) data of listing companies as samples, keeping the operating cash flow is a negative sample. First of all, the research proves assumes the u-shaped relationship between corporate investment and cash flow; Secondly, with the return of investment, cash flow coefficient (investment - cash flow sensitivity) measure the enterprise financing constraint condition, whose result shows the enterprise debt financing constraints and financial development of the enterprise debt financing constraints play a relief; Last but not the least, according to the industry group, contrast among respective samples found financial development at different levels for relief of debt financing constraints of different industries, which is a reason of brief analysis. Through theoretical analysis and empirical research, financial development on corporation debt financing constraints to a certain role in resolving and different industry enterprise debt financing constraints ease to varying degrees, so financial development can be varied from the micro level to promote economic growth.

The results show the financial development of the enterprise debt finance constraints play a relief through theoretical analysis and empirical study. Companies in different industries at different levels of debt financing constraints ease. Thus, financial development can ease the debt financing constraints and promote enterprise's economic development from the microscopic level.

**Key words:** Financial development; Debt financing constraints; Investment cash flow sensitivity

目 录

[摘 要](#_Toc686737561) 2

**[Abstract](#_Toc686737562)** 3

[1. 引言](#_Toc686737563) 4

[1.1 研究背景](#_Toc686737564) 4

[1.2 研究意义](#_Toc686737565) 5

[1.3 研究方法和内容](#_Toc686737566) 5

[1.3.1 研究方法](#_Toc686737567) 5

[1.3.2 研究内容](#_Toc686737568) 5

[1.4 可能的创新点及存在的不足](#_Toc686737569) 5

[1.4.1 可能的创新点](#_Toc686737570) 5

[1.4.2 研究的不足](#_Toc686737571) 5

[2. 文献综述](#_Toc686737572) 6

[2.1 金融发展综述](#_Toc686737573) 6

[2.2 企业债务融资约束](#_Toc686737574) 6

[2.3 金融发展对企业债务融资约束的影响](#_Toc686737575) 6

[2.4 文献评述](#_Toc686737576) 7

[3. 理论分析与研究假设](#_Toc686737577) 7

[3.1 金融发展及企业债务融资理论](#_Toc686737578) 7

[3.1.1 金融发展理论](#_Toc686737579) 7

[3.1.2 企业债务融资理论](#_Toc686737580) 7

[3.2 金融发展对企业债务融资的作用机理](#_Toc686737581) 8

[3.4 研究假设](#_Toc686737582) 9

[3.4.1 投资与现金流的关系假设](#_Toc686737583) 9

[3.4.2 企业债务融资约束的存在性假设](#_Toc686737584) 9

[3.4.3 金融发展对企业债务融资约束的影响假设](#_Toc686737585) 9

[4. 金融发展与企业债务融资约束的实证研究](#_Toc686737586) 9

[4.1 解释变量的界定](#_Toc686737587) 9

[4.1.1 企业投资水平](#_Toc686737588) 9

[4.1.2 经营现金流](#_Toc686737589) 10

[4.1.3 金融发展](#_Toc686737590) 10

[4.1.4 控制变量](#_Toc686737591) 10

[4.2 样本选取](#_Toc686737592) 11

[4.3 变量的统计性描述](#_Toc686737593) 11

[4.4 模型构建](#_Toc686737594) 12

[4.5 实证结果分析](#_Toc686737595) 13

[4.5.1 投资与现金流之间的关系](#_Toc686737596) 13

*[CF](#_Toc686737597)[i](#_Toc686737597)*[,](#_Toc686737597) *[t](#_Toc686737597)* 13

[5. 结论与建议](#_Toc686737598) 20

[5.1 研究结论](#_Toc686737599) 20

[5.2 政策建议](#_Toc686737600) 21

[参考文献](#_Toc686737601) 21

[附录：在攻读学位期间发表的论著、取得的科研成果](#_Toc686737602) 22

# 1. 引言

## 1.1 研究背景

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（2013）中指出：建立健全多层次资本市场体系，扩大企业融资渠道。企业是经济的重要组成部分，它是经济增长活的灵魂，而资金又是企业赖以生存和发展的必要条件，是企业的血液和中枢，对企业来说，能否足额筹集到生产要素组合所需要的资金对企业的发展至关重要，因此，企业必须要有稳定持续的资金来源。一般来说，获得所需资金的渠道主要有内部融资和外部融资两种方式，传统意义上讲，企业内源融资主要包括企业的留存收益和折旧的聚集和使用，但是在我国部分企业不公布自己的折旧与摊销，折旧造成了研究上数据可获得性出现问题，而企业的经营现金流代表了一定时期内企业可自由支配资金进行投资的丰盈程度，于是，部分学者开始考虑，从企业的经营现金流计算企业的内源性融资。当内部融资无法满足资金需要时，为了维持企业正常运转，企业需要开发新的项目，因此，企业需要新的资金来源，作为投资资金，通过新的项目获得资金回报，此时企业新的项目投资资金来源就不得不转向外部融资。外部融资又包括股权融资和债务融资，资金来源方向对自身经营管理的意义，通过债务融资获得的资金可以起到抵税的作用，债权人不参与企业的投资运营，企业只需要定期向债权人支付本金和利息就可以了，但是在企业破产清算中，债务清算顺序优先于股权，而且债权人特别担心自己的资金安全，当发现企业的负债过高时，他们会担心企业出现问题还不起本金，他们会要求企业提供担保或者会要求企业提前还款，这时，企业有可能因为要将正常运行的资金用于归还企业被迫停止一些生产，使得企业陷入危机；股权资金的持有者是企业的股东，他们主要关心自身持有股份所带来的股份增值，因此，股权资金持有者会更加关心持有股票的增值，因此他们会通过影响经营管理者的决策，间接参与上市公司的营运，所以，股权融资占比较高的企业，被外界怀疑有“圈钱”的嫌疑。

在渐进式改革过程中，我国经济出现惊人的增长，连续数年，GDP总量增长超过10%，这样的结果令人咋舌。在我国经济快速增长的同时，金融市场也呈现出相同趋势的发展。2011年，中国国民经济总量GDP跃居全球第二位，但我国依然是发展中国家的国情没有变，仍然是一个新兴的市场经济国家，在渐进式的改革中，中国经济逐步实现从计划经济向社会主义市场经济的转变。

新兴的市场经济国家这样特殊的经济背景下，企业融资也相应表现出这一特殊经济时期所应该有的特征，主要表现在：资本市场逐步地发展壮大，但是市场依然不够成熟、金融机构和金融中介的规模逐渐发展，但是其具有的功能和服务却有待进一步完善提高、与金融市场相关的运行和监管制度安排虽然逐渐完善，但是还有提升和完善的巨大空间。企业内部融资和外部融资的成本存在巨大差异，这既有外部外部融资的金融市场中环境存在缺陷的原因，也有企业内部融资存在较大的代理成本的原因，这二者共同作用，导致企业在融资过程中面临较大的融资约束，而这一融资约束的存在使得企业在做出投资决策时由于资金约束而望而却步，常常错失投资机会，给企业带来巨大损失，由此会制约了企业的发展。但近年来，我国政府鼓励市场在经济中的主导地位逐渐明晰，政府出台政策深化金融体系改革，金融取得了显著发展，我国金融资源在数量上优势逐渐凸显，金融结构得到逐步改进和完善，金融市场化水平逐步提高。随着金融的这些进步和发展，它对企业成长及国民经济增长的贡献也逐渐凸显，企业和整个国民经济对金融的依赖性越来越强。

2005年5月，股权分置改革在我国启动，国家颁布了一些有关促进经济金融改革和发展的新政、新规，新的制度环境在我国逐步建立，形成了较为宽松的资本市场。从2005年8月到2006年9月，国家相继出台了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、《公司法》、《证券法》、《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司收购管理办法》等，这一系列的新法新规的出台和实施推动了我国上市公司和资本市场的发展：资本市场得到了空前的健康持续发展、资本市场的制度环境得到逐步优化、新的资本市场发展条件得到有利创造、资本市场的弊端消除，这一系列的法规的出台，使得一些导致股权融资成本低的因素的作用逐渐弱化，股权融资成本逐渐增加，股权融资优势逐渐得到抑制，债务融资优越性逐渐凸显，根据预期，上市公司将逐渐偏好债务融资，而逐渐放弃股权融资。然而，现实却是，自股权分置改革以来，上市公司对债券融资需求有所增加，通过负债融资获得投资资本也正成为一种新的“气象”，“重股权轻债权”的现象也有所缓解和改善。但是上市公司的融资偏好似乎没有彻底改变，仍然有一大部分上市公司强偏好于股权融资，并没有表现出对债务融资的偏好并未提升，然而，股票融资数量增加了，但是股民的收益并未增加。改革以来，我国股票市场融资总额逐年增多，但股指涨幅排名却未见起色，2010年，我国股票市场融资总额不负众望，排名跃居世界前列，但与之相反的是，股指涨幅排名全球倒数。股票发行需求与供给不相匹配，这样的操作给市场带来巨大冲击，投资者损失惨重，同时，股民资金也极度浪费。改革预期上，我

国上市公司债务融资顺序应该和融资优序理论所提出的融资顺序相同：内源融资、债务融资，最后才是股权融资。但实际上，实行股权分置改革以后，我国股权融资依然占据主要地位，债务融资的地位仍然没有得到充分的重视，并且在数量上，上市公司年平均资产负债率较低，不足总融资额的一半。

金融发展了，宏观经济也增长，二者之间表现出发展趋势相同，有学者提出，金融发展可能促进了经济增长。对这方面的研究，文献也相当多，众多专家学者研究了金融发展和经济增长之间的关系，探索了二者在从宏观层面上的联系（Levine, 1999[8];武志, 2010[21]），其中分歧也较大，早期，货币中性论者并不太认同二者之间的作用和关系，他们认为，对经济增长有影响因素中，金融发展的作用很小甚至是可以忽略不计的（Lucas, 1988）[7]，他们提出，后者可能只是在某种程度上预测了经济的发展，并不是经济增长的原因；也有学者提出，金融发展对经济增长作用大很大甚至不可小觑，其中包括非中性论者，他们的研究发现，金融发展了，那么会有更多的资金供给者和资金需求者，作为资金供给者的储蓄者，他们更加愿意将资金给资金需求者，转化为投资，从而金融资源的流动性也可以得到增强（Schumpeter, 1992）[12]，而且金融发展可以使得金融机构的中介功能得到充分有效发挥，这将有利于资本的边际生产率的提高（Greenwood和Jovanovic, 1990）[5]，这些因素的共同作用，都有助于最终促进经济的发展。但是也有学者指出，金融发展与经济增长之间本身存在较大的内生性，不能直接从宏观层面考察二者之间的关系。因此，他们指出，金融发展和经济增长的因果关系还有待进一步确定，不能直接从宏观层面直接进行。Rajan和Zingales（1998）和Love（2003）[11]的研究指出，通过从宏观转向微观，探讨金融发展和经济增长间的微观传导机制可能有助于解决将二者之间的内生性难题，他们一致认为，从微观层面，如果金融发展了，带动依赖外源融资的企业也同时发展，那么微观企业的发展最终带来整个经济的增长，即金融发展的关键在于，使得企业在投资时，不再受到外源融资的制约，融资约束缓解了。

在现在的新制度环境下，金融进一步发展，在某种程度上讲，企业的融资特征也发生了显著变化，在企业投资水平得到进一步提高的同时，金融发展的大战会对企业的债务融资约束产生何种的影响？是否缓解了企业的融资约束？对上市公司“重股权轻债权”的局面是否起到扭转作用？在不同行业背景下，针对不同行业，企业的债务融资是否均有缓解，缓解程度又是否有差异呢？本文利用1999-2014年585家上市公司的数据为样本，分析我国金融发展对上市公司债务融资约束的影响，并实证检验了两者之间的关系，并且分不同行业

讨论，分析比较金融发展对不同行业企业债务融资约束的缓解程度。

## 1.2 研究意义

本文从不同行业的视角，从理论和现实方面，探讨金融发展对企业债务融资约束的缓解作用，具有一定的理论和现实意义。对于了解金融发展对促进企业发展，进而推动经济增长提供依据，有助于把握推动金融发展的重点战略，并为不同行业的企业在利用金融快速发展的条件下，快速把握融资投资机会推动自身发展上提供理论参考和实证支持。

#### （一）理论意义方面

首先，用585家上市公司1999-2014年之间的财务数据，与传统采用平衡面板数据的研究不同，本文采用了非平衡的面板数据，保留了经营现金流为负的数值。与以往研究中认为资本投资和现金流之间呈现线性关系的结论不同，本文发现，资本投资和现金流之间呈现出U型关系，拓展和深化了Cleary et al.（2007）的结论。其次，通过实证分析，从企业的债务融资约束层面，探求微观上，金融发展与经济增长之间的因果关系，为金融发展和经济增长之间的关系研究提供了理论依据。

#### （二）现实意义方面

首先，随着市场经济在我国的建立和发展，国家出台政策引导金融发展和对外开放，取得了长足的进步，国内金融市场快速发展，上市公司的融资环境发生了显著变化，产生了新的变革，通过研究金融发展对企业债务融资约束的影响，一方面，对企业的投资、融资决策行为提供理论参考，为企业融资提供更多依据，有助于企业在新的环境中合理选择融资方式，完善内部治理，握投资机会，加大投资力度，另一方面，也为地方政府出台相关政策提供参考依据和建议；其次，通过对比不同行业的企业在金融不断发展下，融资约束缓解的显著程度，探讨金融的发展对不同行业的企业债务融资约束缓解程度不同的内部原因，便于政府或者企业在现有金融水平不断提升的大环境中，适当采取相关政策或者把握投资机会，共同促进融资约束缓解程度较低行业的发展，进而促进经济又好又快发展。

## 1.3 研究方法和内容

### 1.3.1 研究方法

在论文研究过程中，全文遵循文献综述—理论基础与假设建立—数理模型构建—应用计量经济模型进行实证研究—总结讨论这样的研究思路进行。具体而言，主要采用了以下两种方法：

第一，文献综述法。在阅读大量相关期刊、文献、书籍等的基础上，对金融发展和企业债务融资的相关文献进行梳理，在这样的前提下，对金融发展与企业债务融资约束做定性分析，研究金融发展对企业债务融资约束影响产生的背景和理论基础。

第二，理论与实证分析相结合。在理论分析方面，本文在分行业讨论的基础上，以不同行业债务融资约束为研究视角，分析了金融发展和企业债务融资的相关理论，以及金融发展与企业债务融资约束的作用机理，试图从理论的角度，分析金融发展对企业债务融资约束的缓解，并以此作为金融发展对经济增长微观作用机制的一个重要因素，以完善金融发展对经济增长影响的理论体系；实证分析方面，以1999-2014年我国585家上市公司的数据为样本，建立相关的模型，代入数据进行回归分析，利用数学语言阐释金融发展对企业债务融资约束的作用，并分析金融发展对不同行业的企业债务融资约束缓解的程度，探寻不同行业债务融资缓解不同的内部原因。

第三，规范分析与实证分析相结合。经济学研究的主要两种方法包括规范分析与实证分析，规范研究方法从某种合理的价值判断或先验标准出发，通过加入人的主观需要和价值观，来做评价性研究的分析方法，主要回答经济运行

“应该是什么”或“应该怎么样”；而实证分析则是陈述客观事实，是一种客观判断，通过对经济现象的客观描述，回答经济现实“是什么”或“实质是什么”，因此，客观分析是实证研究的根本。本研究的核心是利用微观企业数据债务融资约束的化解程度来衡量金融发展对企业发展的影响，并且分不同行业进行对比，这首先是一种实证研究，通过客观研究得到金融发展对企业债务融资约束的缓解，并且不同行业的缓解程度不同，这是客观事实。但研究也并不仅仅局限在此，本文还对金融发展通过哪些机制影响了企业的融资约束、不同行业的融资约束缓解程度不同的原因是什么进行了对比分析，是集规范分析与实证分析于一体的应用。

### 1.3.2 研究内容

本文主要从以下五部分展开研究：

第一部分为引言部分，在这一部分中，首先介绍了本文的研究背景和研究意义，对文章的研究思路做了梳理，提出研究可能存在的创新点和研究的不足。

第二部分是文献综述，首先金融发展的相关研究文献，然后企业债务融资的相关研究文献，最后是金融发展对企业债务融资相关理论基础的回顾和总结。通过对国、内外现有研究文献的总结，对研究方法和结论进行剖析，在借鉴其优势的同时，发现当前现阶段的研究存在的不足，并将其作为本文研究的重点和方向。

第三部分是理论分析和假设的提出，这部分中，首先分析了与金融发展相关的一些理论和与企业债务融资的相关理论，并对金融发展对企业债务融资约束的作用机理做了相关分析，并创新性地提出，在不同行业中，金融发展对企业债务融资的影响不同，在这些理论分析和作用机理分析的基础上，提出了四个理论假设。

第四部分是本文的实证分析，主要是针对第三部分提出的假设进行检验，相应建立了模型验证假设，分析了企业投资水平与现金流之间的关系、企业债务融资的存在性、金融发展对企业债务融资约束的作用、分析比较了不同行业债务融资约束的缓解作用。首先是样本和指标选取，选取1999-2014年585家上市公司的数据作为样本，并对解释变量和被解释变量，以及控制变量的选取依据和计算标准做了简要分析，然后是对假设的证明，并且针对不同行业的企业在金融发展时的债务融资约束缓解程度作对比说明，简单分析了缓解程度不同的原因。

第五部分是对本文研究结果进行总结分析，并根据研究结论提出一系列加快金融发展、缓解企业融资约束的相关政策建议。

## 1.4 可能的创新点及存在的不足

### 1.4.1 可能的创新点

本文运用文献综述法、理论与实证分析相结合、规范分析与实证分析相结合的方法，试图探索金融发展对企业债务融资约束缓解的作用，主要研究了四

个方面的内容，即企业投资水平与现金流之间的关系、企业的债务融资约束存在性检验、金融发展缓解了企业债务融资约束、以及在不同行业中，企业债务融资约束的缓解程度不同。通过对以上四个方面的研究，旨在对国家金融发展政策和企业抓住投资机会加快企业成长提供一定的理论思路。与现有的研究相比较，本文可能存在的创新点如下：

现有的文献采用不同指标、从不同角度考察了金融发展对企业债务融资约束的缓解作用，但是没有在不同行业中，企业受金融发展影响债务融资约束缓解程度的不同。为了使研究更具有完整性，本文试图采取分行业讨论，比较了不同行业的企业受金融发展影响债务融资约束缓解程度的不同，并简单探寻其融资约束缓解程度不同的内部原因。

### 1.4.2 研究的不足

本研究选取我国585家上司公司1999－2014年的相关数据，通过投资－现金流敏感性分析，考察金融发展对上市公司债务融资约束的影响，并且分不同行业，分析了分行业金融发展对企业融资约束缓解程度的影响，并简要分析了缓解程度存在不同的原因。在研究过程中，由于研究数据的可得性和个人学术水平的有限性，本文研究仍存在一些局限性：

1、数据不完整问题。本文主要以上市公司数据为样本进行研究，由于数据的可得性，未将非上市公司纳入考虑范围，同时上市公司的信息披露也是自愿的，因此有些上市公司的数据不完整，另外上市公司披露的数据中也是有选择性的披露，因此收集的数据存在不完整的问题，这可能对实证结果有一定的影响。

2、未考虑法律法规对企业债务融资约束的影响。我国通用统一的法律制度，但是在一个法律体系下，各地区由于自身的文化程度和风俗习惯等影响，执行效率不尽相同，由于执行效率度量方面存在极大困难，因此，本文没有将法律因素纳入考虑范围，这也可能对本研究的结论产生一定影响。

# 2. 文献综述

## 2.1 金融发展综述

金融发展问题最早由戈德史密斯(Godsmith,1969 )[14]在《金融结构与金融发展》中提出，他在文中指出金融发展主要是金融结构的变化，因此，以金融结构在短期或长期内的变化为基础，是研究金融发展的相关问题的关键。由此衍生出了市场主导型和银行主导型两种观点。其中，市场主导型观点认为，市场是金融结构的主导，他们认为银行等金融中介的天生谨慎倾向性，使得其对企业产生较大影响，会抑制部分企业的融资，造成资金紧缺，给企业发展产生负面效应，不利于企业创新和发展，而且基于现实条件等的限制，金融中介能够提供给的风险管理服务是最基本的，这一观点的支持者主要有：Holmstrom和Tirole(1993 )[13]，他们认为，金融市场可以激励投资者获得研究公司经营管理的相关信息，从而更有利于在流动市场交易中获利；Rajan (1992 )[11]指出，对风险的管理与控制最有效的是金融市场，在金融市场中，竞争的存在，使得一些实力较强的大银行的信息优势逐渐消除，信息寻租便利逐渐消失，企业可以更容易获得资金，因此迅速发展。而银行主导型观点则认为，金融结构的主导是银行，在他们看来，由于金融交易中存在信息不对称问题，银行等金融中介传播信息的作用由此凸显，他们掌握了资金闲置者和资金需求者之间的信息，因此，在信息搜集和处理方面具有优势，所以，他们认为银行主导型的金融结构由于信息掌握的优势，对资源配置和经济发展方面更有利。这一观点的主要支持者Schumpeter (1939 )[12]探讨了银行的信用和企业创新二者对经济发展的推动作用，他认为，银行信用的提高有利于企业获得资金，资源得到有效配置，企业创新更快，发展成长更快，有利于经济发展；Diamond (1984)[7]认为，公司和管理者信息的获得，对于公司资本配置效率和治理效率的改善至关重要；爱德华・肖（Shaw,1973）[3]和罗纳德・麦金农(Mckinnon, 1973)[2]分别提出了“金融抑制(Financial Repression )”和“金融深化(FinancialDeepening )”理论，作为对史密斯金融发展论的深化，他们质疑了新古典经济学中的较低的贷款利率可以促进投资和经济增长的观点，认为这种观点对发展中国家不适用，原因是发展中国家常常规定利率上限，制定专项

的信贷计划以及制定非常高的准备金率，这一政策的直接结果就是银行储蓄率过低，由此银行可以提供给企业投资的资金随之降低，企业投资由于资金短缺遭遇阻碍，社会资本的配置效率降低了，从而抑制了经济的发展。

相对于金融抑制论和金融深化论，金融功能论将金融发展作为国家经济发展内生变量，弥补了金融抑制论和金融深化论的缺陷，这一理论将金融发展变量内生化，分析了金融发展的功能，并从这些功能上，分别揭示了金融发展与经济增长之间的关系。Levine(2005)[8]对金融发展的功能论做了较为系统地总结，认为金融发展主要由以下功能：（1）信息中介，（2）监督功能，（3）风险管理，（4）动员储蓄，（5）便利产品和服务交换。

相关理论还有金融法律观，他们认为，法律和司法体系对债权人的权利能够起到更好的保护，并且法律和司法体系发展越好，在这样的体系下，债权人的权利得到很好地保护，他们更愿意提供投资资金，那么企业更容易获得更多的长期债务融资，这方面的主要支持者有Booth(2001)、Giannetti（2003）、

Fan（2006）等。相关的研究还有金融内生增长理论，Levine（1997）以及Levine，

Zervos（1993）的研究认为，金融的发展带动了企业的资本积累和技术创新，这对整个社会经济的发展取到了举足轻重的作用；Pagano（1993）建立了AK模型，通过这个模型的引入，研究结果表明，金融发展的同时，储蓄率和用于投资的储蓄比例也发生了相应变化，带动了经济的增长。

## 2.2 企业债务融资约束

1958年美国Modigliani和Miller提出的“MM理论”被认为是现代企业融资理论的起源，该理论认为，市场是有效的，而市场中的认识完全理性的经济人，Modigliani和Miller（1958）在此基础上指出，企业的内部和外部融资是可以完全替代的，企业的投资决策不会受到融资方式的影响。但是，在实际的现实市场中存在的行为人大多是非理性的，而且存在信息不对称和代理成本，内部资金不能由外部资金完全替代，“MM理论”与现实不符，遭到了后来的研究学者的质疑。

Jensen和Meckling (1976)[15]的代理成本论认为，企业内部存在两种代理关系：经理人与股东、股东与债权人之间的代理关系，在此基础上，还提出，企业债务水平与经理人与股东之间的代理成本呈相反关系变化，企业债务水平的提高，相伴随的是经理人与股东之间的代理成本的降低，但是，债务的增加会使得股东与债权人之间的代理成本的提高。该理论认为，企业债务的债务资

本与监督成本之间呈现出增函数的关系：企业的债务资本增加，债权人担心投资的资金回收率会降低，因此会加大对融资企业的监督，因此，监督成本提高，此时，为确保投资资金的回收，债权人会要求更高的利率。由这一理论，股东成为代理成本的最终承担者，因此，企业的资本结构中，过高的债务比率的直接结果是导致股东价值的降低。Ross (1977 ) [16], Leland和Pyle（1977）表明，信息不对称问题带来的代理成本会随着公司债务融资的收益的提高而降低Myers，Majluf (1984)[10]指出，在不完美的市场中，信息不对称问题增加了外部融资成本，信息不对称问题越严重，投资者所了解的融资者的信息越不充分，因此为保证资金的安全回收，会提高回收成本，因此，企业的外部融资成本随之提高，在这一背景下，面临有利的投资机会时，因为不能负担较高的外部融资成本，企业不得不投资机会，这时，如果企业想要投资，可以利用内部流动性资产，因此，内部流动性资产能起到一定的缓冲作用。所以，在不完美市场中，信息严重不对称的公司能够利用内部流动性资产抓住有利投资机会。

Greenwald(1984)[5]等认为，在信息不完全的情况下，获得外部资本的成本高低对企业的投资水平影响不大，而是资本获得的容易程度决定了企业的投资水平。当竞争对手面临融资约束，而企业相对于竞争对手具有较高的资本流动性，则更容易获得资本，赢得更多的市场份额的机会更大；之所以出现这种现象，部分原因是当企业拥有充足的现金时，企业的投资及研发活动受到的资金约束较少，投资受资金约束的影响较小，因此，可以在获得投资机会后，采取先发制人策略，这样可以对竞争对手的融资与投资决策起到扭曲作用。Fama，

French(2002)[17]研究发现，由于市场的不完全以及信息不对称问题的存在，当企业进行投资决策时，如果企业外部融资成本高于内部融资成本，而此时，企业没有足够的能力承受外部融资成本融资约束由此产生，若是此时企业经营者要想寻求最佳融资策略就不得不利用公司内部资源了。

对于融资约束的衡量，Fazzari等（1988）[4]根据信息不对称理论首次使用投资－现金流敏感性衡量企业融资约束水平。这个指标表示投资对经营现金流的依赖性。Hoshi(1991)[18]等选取了两组日本企业，对比研究发现，企业拥有的信息与银行拥有的信息越对称，那么企业面临的融资约束水平越低。在这之后，用投资－现金流敏感性度量企业融资约束也遭到很多学者的质疑，他们通过实证研究发现，企业的融资约束与投资现金流敏感性之间并不总是呈相同方向变化，融资约束低的企业，也可能有较高的投资－现金流敏感性，企业的投资对现金流的依赖性始终比较高。由此，Almeida(2004 )[19]等在投资－现金流敏感性的基础上提出，企业的融资约束水平也可以通过考察企业的流动性需求

来判断，国内的研究中，冯魏（1999）[20]最早使用投资－现金流敏感性最为融资约束衡量指标，对国内企业融资约束水平做了相关研究，他的分组指标选取的是股利支付率，研究结论认为，由于信息不对称，我国企业存在融资约束。章晓霞、吴冲锋（2006）[23]研究了现金－现金流敏感性的可靠性，作为融资约束的代理变量，主要选取了股利支付率、公司规模等，结果发现，融资约束水平与企业的现金持有政策没有直接联系，因此，以现金－现金流敏感性作为企业债务融资的衡量指标不具有可靠性。李金、李仕明等（2007）[24]发现，当企业的利润率较高的时候，企业的还债能力会增强，此时，企业的现金－现金流敏感性就越低。汪强（2008）[21]发现，融资约束水平较高的企业，投资时对资金的依赖性越强，投资－现金流敏感性更高。沈红波（2010）[22]的研究发现，企业的债务融资水平受企业产权性质的影响较大，相对于国有企业，非国有企业的债务融资约束水平更高。况学文（2011）[38]从投资－现金流敏感性的研究视角，实证研究了金融发展和市场化进程与企业外部融资约束的缓解之间的关系，结果发现当金融发展快速发展时，企业的投资－现金流敏感性能够明显降低，企业面临的外部融资约束程度得到明显缓解。潘克勤（2011）[39]认为由于金融市场自身存在不完备性，而且在中国目前的发展状况下，投资人保护制度严重缺失，企业受到严重的外部融资约束。他发现，企业外部融资约束与金融市场化指数之间呈相反方向变化，当金融市场化指数较高时，企业的现金－现金流敏感性较低，此时，企业面临较低的外部融资约束，企业的债务融资约束在金融的市场化发展中得到了缓解。王艳林，祁怀锦和邹燕（2012）[40]运用Almeida et al. （2004）的企业融资约束模型，从现金－现金流敏感性的研究视角出发，研究了金融发展与企业融资约束之间的关系，结果得到了两个结论：一个是，在我国，企业融资约束问题是上市公司面临的普遍问题，并且，上市公司的现金－现金流敏感性普遍较高；另一个是，金融的发展能逐步降低现金－现金流敏感性，企业的融资约束问题得到有效缓解。

## 2.3 金融发展对企业债务融资约束的影响

对金融发展与经济增长之间的关系，King和Levine (1993 ), Aghion（2005）等学者利用跨国数据进行了大量实证研究，在实证结果方面，他们一直认为，在一定程度上，金融发展对经济增长具有促进作用，这一结论是一致的，但是，至于两者之间是否具有因果关系，结论却不尽相同，甚至相悖。Rajan

与Zingales（1998）认为，直接利用宏观层面的数据来考察金融发展对经济增长的影响不具有说服力，因为可能存在这某种因素，它能够同时影响金融发展与经济增长，因此这二者之间的变化表现出某种相同的趋势，但是这并不能有效说明金融发展与经济增长之间存在因果关系，并且从某种程度ft说，金融市场对经济增长可能具有预测功能，因此，金融发展对经济增长作用的微观传导机制不能通过宏观数据来直接研究。Lucas（1988）认为，金融发展并不是经济增长的原因，前者对后者的促进作用有限或可以忽略不计，在某种程度上，前者可能只是预测了经济的发展。Greenwood和Jovanovic（1990）认为，金融机构具有中介的功能，资本的边际生产率会在这一功能的充分发挥下，得到提高，有助于促进经济的发展，Schumpeter（1992）指出，金融发展有利于提高储蓄-投资转化效率，它的提高将有利于增强金融资源的流动性，进而最终促进经济发展。

Rajan和Zingales（1998）以及Love（2001）批评这类研究的方法，他们觉得，要考察和发现金融发展与经济增长之间的因果关系，仅仅简单地从宏观层面直接考察不具有说服力。金融发展对经济增长具有微观作用机理，宏观上，难以深入了解和发现二者之间的相互作用和影响。因此，他们提出，金融市场发展的确可以促进经济增长，它的作用机制主要表现为，在发达的金融市场中，企业的融资压力得到了减轻，这主要是因为，此时的企业投资成本随着债务融资约束的缓解得到了降低，企业投资效率得到提高，企业得以快速成长和发展，而企业的发展对经济增长起到一定的带动作用。Levine，Zervos(1998)[8]，

Aghion（2005）、曹啸、吴军（2002）[36]等对此提出了异议，认为从微观层面考察二者之间的关系更具有可行性。从此，国内外学者们开始转变研究视角，转向微观企业层面，关注金融发展对经济发展的关系。

对于企业的的投资、融资决策而言，金融发展的大环境作用显著，它是企业的血液和中枢，因为金融发展水平的提高，将会降低外部融资成本，给企业带来更多的融资机会，带来更多外部资金，从而降低企业的融资约束程度。R. Levine (1997)[8]认为，金融中介作为金融市场的主体，它的逐步发展壮大，使得由交易成本和信息成本的存在而产生的市场摩擦得以消除，这对资金的融通、优化资源配置非常有利；Love(2001)[9]的研究发现，对于规模较小的企业，外部融资成本在金融发展的大环境下，得到很大程度减少，信息不对称导致的逆向选择出现的概率降低。郑江淮等人（2001）[25]较早地对上市公司的融资约束问题进行实证研究，他的研究表明，股权结构对融资约束的存在很大影响，国家股比重越高，企业所受的外源融资约束越大；孙铮、刘凤委和李增泉（2005）、

[26]江伟和李斌（2006）[27]等将我国的上市公司分为不同地区，研究了企业成长性

与金融发展、企业融资之间的关系，发现企业的外部融资约束在金融发展时缓解了，在宽松的融资环境下，企业快速成长，由此他们认为，金融的发展对企业债务融资约束起到不可小觑的作用；方媛（2007）[28]将我国分为不同地区，探索了在不同地区中，区域金融发展对企业债务融资约束的作用，研究指出，在金融发展水平高的地区政府干预少，融资环境较为宽松，优化了信贷资源配置；李增泉等（2008）通过对比不同区域金融发展水平，发现金融发展水平与企业债务融资约束的缓解之间存在负相关关系，因此金融发展缓解了企业债务融资约束；唐松、杨勇等（2009）[29]研究实证结果表明，企业的债务治理水平随着金融发展而提升，企业价值随之提升；唐建新、陈冬（2009）[30]利用Almeda

（2004）提出的现金－现金流模型，采用中小板上市企业的数据，通过实证研究，发现对于那些无背景的中小企业，信贷资金配置在金融发展时得以优化，缓解中小企业融资难的状况，引入外资是一条可行的路径；李增泉等（2008）通过对比不同区域金融发展水平，发现金融发展水平与企业债务融资约束的缓解之间存在负相关关系，因此金融发展缓解了企业债务融资约束；沈红波、廖冠民、曹军（2011）[32]利用上市公司贷款担保数据做了实证研究，结果表明，国有企业获取银行贷款需要的抵押较少，这主要是因为，它有政府的担保（隐性的），并且政府会对它进行行政方面的干预；沈红波等（2010）[31]研究证实，我国上市公司存在融资约束，通过对比国有企业和民营企业的相关数据，研究结果发现，民营企业面临的融资约束程度较高，由此得出结论，相对于国有上市公司，当金融发展时，民营企业受金融发展的缓解程度更高；王艳林等（2012）[40]研究发现，金融发展对缓解民营企业的融资约束程度大于国有企业，此时，企业的现金－现金流敏感性得到有效降低。代光伦等（2012）[35]研究发现，融资约束受政府控制的影响较大，金融市场化能降低这种影响。

## 2.4 文献评述

以上是对文献进行的简单梳理，在金融发展与企业债务融资约束的研究方面，国外学者研究起步早，研究方法多，角度不同，理论体系较为成熟。但国内相关研究较晚，并且由于我国是发展中国家的国情决定了我国的金融发展不断深入和变化的长期性，研究角度的不同，得到的结论也不尽相同。基于不同的研究角度，国内外学者得到不同的研究结果，因此未得到较为完整系统的结

论，金融发展与企业债务融资约束之间的研究有待深入。为此，本文选用1999-2014年585个上市公司的宏观经济金融数据和财务数据，建立相关假设，构建模型，按照证监会规定的一级行业划分标准，将这些样本企业分为不同行业，不同行业的企业角度出发，深入研究我国金融发展对企业债务融资约束的影响，以期这个角度探寻金融发展对企业债务融资的缓解作用，丰富和扩展这一领域的研究。

# 3. 理论分析与研究假设

## 3.1 金融发展及企业债务融资理论

### 3.1.1 金融发展理论

#### （一）金融发展定义及功能

金融发展主要指金融结构的短期及长期变化，随着金融中介和金融市场的发展，储蓄转化为投资的比例提高，因此，资金使用和配置效率得以提高，资本积累和技术进步得到进一步提升，经济得到一定程度增长。Levine(2005)[8]的金融发展观认为，金融具有以下几个方面的功能：（1）信息中介功能，（2）监督功能，（3）风险管理功能，（4）动员储蓄功能，（5）便利产品和服务交换功能。

#### （二）金融结构论

研究金融发展问题最早、最有影响的理论之一就是金融结构理论(Financial Structure Theory)，这一理论主要说明了金融的发展过程及其规律。研究这方面的学者将定义金融结构为一国内现有的金融工具与金融机构之和。Goldsmith（1990）通过以世界上35个国家的数据为样本，提出衡量金融结构的指标为金融相关比率，这一数据的不同导致了金融结构的不同。而林毅夫等人的研究认为金融结构是金融体系内金融制度安排的比例构成。早期研究金融发展的学者认为，金融结构的变化是金融发展的实质，他们认为，金融结构是指金融市场中，金融中介所占的比例，因此，对金融发展的研究，就是对金融市场中，金融中介所占比例的变化过程和趋势的把握。

#### （三）金融抑制论

金融抑制论最早Shaw和Mckinnon提出的，吴艳艳（2006）定义为金融抑制为当一国存在金融体系不完善、市场机制不健全时，市场中会有一系列金融管制措施，这是金融运行不可避免的，这些措施使得金融与经济发展之间存在相互制约、裹足不前的关系，这种状况还会出现恶性循环。Mckinnon指出，发展中国家，由于其自身发展情况和国情的约束，喜欢对利率和汇率进行管制，这导致了金融活动存在多种抑制，资金配置效率低下，还会导致二者反应的经济现象发生扭曲，不能真实、准确反映资金供求和外汇供求。金融抑制束缚了

这些国家的国内储蓄和个人储蓄，使得国民更加依赖于外国资本。

#### （四）金融深化论

Shaw指出金融深化包括金融增长、金融工具优化和金融市场机制的不断健全三个层次，金融深化论中，又分为金融自由论和金融约束论，这两种理论分观点完全相悖，一个鼓励政府干预，一个反对政府干预。Shaw和Mckinnon针对发展中国家金融深化的具体情况，强调这些国家应该通过市场这只“看不见手”调节利率，实行金融自由化，而瓦尔拉斯均衡理论指出，由于现实经济生活不完全信息的存在，市场调节经济的效果不一定很好，因此政府应当采取适当的干预。20世纪90年代的新凯恩斯主义出现，他们重新研究了金融自由化与政府干预的问题，结果表明，政府通过制定金融政策，在金融及生产部门创造租金机会，这个租金就是超出通过市场竞争所得的收益的那部分，金融约束的主要针对对象时发展中国家，它是发展中国家逐步向金融自由化转化的过渡性政策。

### 3.1.2 企业债务融资理论

#### （一）融资约束定义

对于融资约束的研究也较多，定义也多种多样，本文的定义主要借鉴彦丹（2012）的研究定义，在他的研究中，融资约束有广义和狭义之分，广义上融资约束指当企业的内源融资成本与外部融资成本存在差异时，企业投资资金受到的约束，从广义上讲，几乎所有企业普遍面临融资约束。狭义上，当企业进行外部融资时，由于较高的外部融资成本，企业投资资金受到约束的情况。

#### （二）融资约束的影响因素

现有文献通过企业资本结构、股权结构、盈利能力和制度环境四个方面考虑融资的影响因素，本文从行业因素考察对融资约束的影响，不同行业的企业债务融资约束受金融发展水平影响显著水平可能不同，这主要是因为不同行业的竞争程度、经营方式、融资模式、资产特征和盈利水平等不同造成的，具体而言，影响如下：

##### （1）竞争程度

对于不同行业，行业壁垒、产业集中度不同，因此竞争程度不同。行业壁垒越高、产业集中度越高，竞争性越弱。在完全竞争市场中的企业，进入市场几乎不存在行业壁垒，市场中企业数量较大，竞争大，因此企业的负债水平一

般较低，企业面临的债务融资约束可能较大，而在完全垄断市场中的企业，由于行业壁垒较高，外部企业进入该行业较为困难，企业面临的竞争较小，因此企业的债务融资约束相对完全竞争市场的企业相对较小。而不完全竞争和寡头垄断行业中的企业面临的竞争程度介于完全竞争和完全垄断之间，因此面临的债务融资约束也介于二者之间。

##### （2）行业生命周期

幼稚期、成长期、成熟期和衰退期是几乎每个行业都必须经历的生命周期。处于幼稚期和衰退期的行业，由于其成长性还不确定或者其已经面临衰退，因此，经营风险较大，而成长期和成熟期的行业，企业成长性较强，经营风险较小，相对于经营风险较大的企业，投资者更愿意将资金投入到处于经营风险较小的行业，因此，当企业处于幼稚期和衰退期时，投资者不愿意进行投资，当企业进行投资时，面临的债务融资约束可能越大，而当企业处于成长期和成熟期时，其成长性确定，更多投资者愿意对其进行投资，因此，企业面临的债务融资约束较小。

##### （3）行业盈利能力

处于不同行业中企业，企业盈利能力也不尽相同，因此，影响资本结构一个重要的因素是行业盈利能力，一般来说，投资者更青睐于盈利能力较强的行业的上市公司，因此这一行业的企业更容易获得融资机会，面临较小的债务融资约束，相反，盈利能力不足的行业本身负债比率较高，投资者对这类企业有更多担心，所以，不愿意对其进行融资，这类行业面临较大的债务融资约束。

##### （4）收付款方式的行业习惯

不同行业中，收付款方式的习惯对企业的资金周转和资本结构有较大的影响：批发和零售贸易业的大部分交易采用现款结算的，信用风险小，资金周转比较快，投资这类行业资金回收快，因此这类行业面临较小的债务融资约束，而制造业，现款交易比例小，信用期限较长，营运速度低，资金回收慢，面临的债务融资约束可能较大。

由上面分析可以看出，行业是影响债务融资约束的一个重要因素，因此分行业讨论企业债务融资约束缓解受金融发展的影响具有一定的意义。

#### （三）“MM”理论

Modigliani和Miller认为市场是完美的，这样的市场主要指市场无交易成本、无所得税、投资者完全理性、投资决策预期同质，以及信息的完全对称性。基于这样的市场假说，二者发现企业价值与企业的资本结构无关，在这样的市场上，企业的投、融资决策相互独立，只有潜在投资机会才会影响企业的

投资决策和价值，并且企业筹集外部资金的成本与内源融资相同，因此企业的外部资金和内部资金具有代替性。

#### （四）权衡理论

MM理论假设条件太过完美，现实经济生活难以接受，后来的学者对完美的市场理论进一步修正，使之与现实更接近，其中权衡理论得到重视。权衡理论(trade-off theory)认为，债务融资能够发挥抵税功能，给企业带来收益，具有一定的好处，但同时债务融资具有融资成本，一方面会给企业带来破产风险，这种风险会随着企业负债比率的提高而增加，另一方面债权人也会因为企业资本结构的变化要求风险补偿，从而增加融资成本。因此，在抵税收益和预期破产成本基础上，企业进行融资决策时，会权衡为实现企业价值最大化的最优资本。

#### （五）优序融资论

优序融资论，也称啄序融资论，指当企业融资时，往往会首选内源融资，其次债务融资，最后才是股权融资。优序融资论在信息不对称的背景下，认为企业更偏好于选择债务融资而非股权融资。信息不对称时，内部管理层较外部投资者掌握较多信息，因此，企业的股票交职可能被市场错判，当企业的股票被低估时，管理层更愿意采取内部融资或发行债。

## 3.2 金融发展对企业债务融资的作用机理

Modigliani和Miller提出资本市场是完美的，这个市场最重要的特点就是信息对称和理性经济人，即企业与外部投资者之间信息完全公开透明，市场中的人做出决策均是理性的。在现实中，社会分工的存在，信息不对称问题普遍存在，完美市场是不存在的，随着社会分工的细化，分工从事自己工作的掌握自己的信息，信息被逐渐分散，社会分工带来了社会效率的提高，但是相伴随的信息的分散化也带来了交易成本的增加。一方面，信息不对称会加大投资者甄别信息成本，从而增加了投资成本；另一方面，投资者对企业要求更高的价格回报以弥补信息不透明带来的投资风险，进而增加了企业的融资成本，而且不对称越严重，成本越高。所以，要解决融资约束的缓解问题，最核心、最首要是解决企业与投资者之间信息不对称的问题。金融的逐步发展过程中，金融体系可以通过信息披露制度安排来提高企业的信息披露程度，使得投资者和企业之间的信息更加透明化，从而使得投资在透明的环境下，愿意向企业提供资金，以满足企业的融资需求。

金融发展主要从以下几个方面对企业的债务融资约束产生影响：

（一）扩大信贷规模。目前我国债券市场规模不够大、银行存在严重的

“信贷配给”问题，这在一定程度上制约了我国企业债务融资水平，金融发展水平的提高主要在两个方面发挥作用：一方面有利于金融体系更好地发挥动员储蓄、聚敛资金的基本功能，它就像一个“蓄水池”，不同数额、不同期限的资金会汇聚在这个“蓄水池”中，因此，在这里具有数额庞大的资金供企业投资、生产所用。金融体系强大的“蓄水池”功能，能够大规模、低成本、高效率地进行资金聚敛，当企业需要投资资金时，这里具有充足、稳定的资金来源，当投资者资金闲置时，可以将自己投入向这个“蓄水池”抛洒，这样在资金富余者与资金短缺者之间搭建了桥梁，更好地成为资金转移的中介。另一方面，市场交易货币化程度会伴随金融发展而提高，更多的货币等价物的存在更有利于交易达成。随着金融的发展，金融不断创新，满足不同的交易需求，分期支付、信用支付等支付方式相继出现，支付工具和方式的多元化为投资者购买金融产品提供便利，且安全性和收益性得到提高。

（二）减少信息不对称问题，提高资金使用效率。信息不对称问题的存在，使得在企业的融资成本上，外部高于内部，Rajan and Zingales（1998）认为，金融发展有利于技术创新，更加容易形成先进的信息技术，而且金融市场的发展还有利于人才的培养，因此，金融方面的专业人才相继出现，因此，在获取企业生产经营方面的信息时，先进的信息技术独具优势，当投资者对企业进行审查时，这些先进技术可以获得更多企业的信息，使得投资者更加慎重地根据这些信息进行投资选择，降低了投资风险，投资者的投资意愿提高，愿意以以较低的价格向企业发放贷款。同时，银行系统和股票市场都有严格的监督管理机制，可以对企业资金进行专业化配置，并对资金进行严格监管，促进资金使用效率，防止企业出现道德风险和逆向选择行为。金融体系独具的监督功能，能够对企业活动进行有效控制，因此，当企业的投资项目出现问题时，他们会适时提醒，企业会进行完善，银行还会委托第三方机构对企业的内部进行审查，排除隐患，进而促进企业实现价值最大化和长远发展。从某种角度看，金融发展可能有助于避免“道德风险”和“逆向选择”问题的发生，投资者的投资意愿得到提高，企业外部融资比例得到进一步提升，缓解企业债务融资约束。

（三）完善金融法律法规和外部市场监督管理。Aghion and Bolton（1992）研究认为，完善的金融法律法规和市场监管，有利于银行对企业的控制，当企业出现违约，银行会要求企业归还贷款，如果不归还，银行会拍卖企业的抵押物来强行让企业归还。Diamond（2000）认为，当金融法律法规不健全时，银

行向企业放贷款，一般会考察企业的合同执行成本，因此，会向企业提出高价格贷款或者变长期贷款为短期贷款。这样，势必增加企业的贷款成本，导致企业放弃贷款机会。所以，在法规制度健全和严格的监督管理下，通过规范企业的市场行为，保护投资者权益，投资者会愿意以较低价格向企业发放贷款，企业信贷成本会进一步下降，缓解债务融资约束。因此，健全的金融法律法规和市场监督管理能够规范企业的公司治理，完善企业信息披露，降低代理成本。通过以上分析，影响企业融资决策的根本因素是信息不对称。信息不对称，

可能会导致两种行为，一种是逆向选择，投资前，资金供给者缺乏对企业的经营状况、项目收益和市场前景的准确判断，致其选择了较差的投资项目；二是道德风险，投资后，资金供给者缺乏对企业完成投资项目所作的努力、项目资金的使用以及项目面临的风险等进行准确测度，导致企业将资金挪为他用。不论从代理成本、信息不对称，还是从金融法律法规、外部监督管理来看，金融机构均能准确获取企业的信息，有助于金融机构对企业生产、投资、盈利、信誉和还款能力的监督和控制，因此，金融机构愿意向企业提供更多的短期借款。

金融发展对企业债务融资约束的作用机理最主要的是投资－现金流敏感性。直接度量融资约束水平在技术测度上也比较困难，而且不同专家学者对融资约束的理解不同，因此，在研究时对企业融资约束选取的替代指标也存在差异，导致了研究结论不同，甚至完全相悖的现象。在不完全市场中，由于存在信息不对称，导致企业在进行外部融资时受到较大的融资成本，为了能够尽快摆脱外部融资成本的制约，获得投资资金，企业的投资资金来源转向内部，而且当企业外部融资成本越高时，企业会更加依赖内部现金流，企业的投资行为和现金流之间表现出一定的相关性。Fazzari、Hubbard和Peterson（1988）

（以下简称FHP）以投资对现金流的敏感性作为融资约束衡量指标，实证研究了融资约束的存在性。他们将企业分为三组，观察企业的投资－现金流敏感度的差异，结果表明，在不同的融资约束条件下，投资－现金流敏感性出现显著差异，并且呈正相关性，后来很多学者也采用投资－现金流敏感性度量企业的融资约束：Hoshi、Kashyap and Scharfstein（1991）以投资—现金流敏感性度量融资约束程度，用日本上司公司的数据，回归检验了FHP（1988）的结论。因此，本文认为金融发展对企业债务融资约束的作用机理主要是通过投资—现金流敏感性，企业的投资－现金流敏感性不是融资约束程度的直接函数，而是通过投资对现金流之间的回归，观察系数来间接判断是否存在融资约束问题。如果投资对现金流的回归系数为正，则表明企业在投资过程中受到了外部融资约束，因此，务必转向企业内部的现金流，这时投资的增加是通过企业内部资

金来获得，所以投资会和内部现金流呈正向相关。

## 3.4 研究假设

### 3.4.1 投资与现金流的关系假设

Cleary et al.（2007）[1]研究指出在保留现金流为负的非平衡样本中，企业投资和内部现金流之间呈U型关系，从而得出结论投资支出和现金流之间并不总是呈正的单调关系。在现实中，经常会出现现金流不为正数的情况，如企业投资初期，只有现金流投资出去，还没有达到投资回报期时，企业的现金流就是负数，Cleary et al.（2007）指出，在之前的文献中，通过施加条件强行将现金流为负数的样本剔除，得到平衡面板数据，但是在他所观察的样本数据中，具有高达四分之一的样本呈现出经营现金流为负数的情况，因此，他认为使用这样剔除现金流为负数的平衡样板数据会给实证结果带来偏差，所以，为了使研究结果更加准确可靠，本文的样本数据包含经营现金流为负数的非平衡样本数据，在这个基础上，首先研究企业投资水平和内部现金流之间的关系，因此，提出以下假设进行检验：

假设1：企业投资水平和内部现金流呈U型关系。

### 3.4.2 企业债务融资约束的存在性假设

企业的发展与财富的积累来自企业适当的投资，MM理论在完全市场的假说上认为，企业的融资结构和融资政策不影响实际投资决策，他们认为企业是理性的经济人，只要是投资的净现值为正数，那么就存在盈利，会带来投资收益，他们就会做出投资决策，而在企业的内部，要素价格和技术的进步会带来资本存量的增加，投资的总额也会由此增加，但在现实中，完全市场是不存在的，因此，市场中总是存在信息不对称问题，所以，在企业进行投资时，总是会面临外部融资成本，而内部融资是不存在成本的，所以，外部资金不可能是内部资金的完全替代品，当具有较好的投资机会，但企业出现内部资金不足时，企业就会寻求较为昂贵的外部资金以满足投资需求，企业会向其他人求助，以满足自己的资金需要，但是此时的投资者会企业无法承担的的资金使用成本甚至不愿意为企业提供资金，此时，企业将会出现融资约束问题。当前，由于我国

是新兴的市场经济国家，市场经济还不成熟，许多制度尚在筹建，金融市场有待逐步完善，因此，当企业需要外部资金来满足投资需要时，很多投资者还是犹豫不决，企业还不能够完全顺畅地获得外部资金，因此，融资约束在企业中普遍存在。李斌、江伟（2006）研究了根据我国的实际情况，研究了金融发展对企业成长性的作用，他们认为，在企业的投资中，存在严重的融资约束问题。朱红军等（2006）[33]实证研究检验了金融发展、预算软约束与企业投资之间的关系，他们指出，在转型经济的特殊制度背景下，企业也普遍存在融资约束问题，并且比较了国有和民营两种所有制下这种约束的大小。马宏（2007）[42]建立了金融发展与企业融资约束和投资的模型，以制造业上市公司为样本，回归检验发现，制造业上市公司存在债务融资约束。唐建新、陈冬（2009）研究了中小企业债务融资约束的问题，他们指出，现阶段中国的市场经济不够发达，中小企业在市场中的作用相当重要，因此是特别值得关注的对象，通过研究中小企业的数据，他们得出中小企业存在，融资约束问题。由此，提出假设2：

假设2：在不完全市场中，企业存在债务融资约束。

### 3.4.3 金融发展对企业债务融资约束的影响假设

Schumpeter（1992）研究发现，金融发展提高储蓄-投资的转化效率，从而使得企业有较为通畅的融资渠道，企业可以获得投资资金增多了，而且这些渠道之间相互竞争，均向融资者以较低的成本提供融资服务，企业的融资约束得到缓解了。Rajan和Zingales（1998）采用跨国数据进行实证研究，在金融发达的国家，由于其宽松的融资环境企业可以获得很多便利，因此，当企业面临投资机会时，可以更加容易获得融资机会，所以企业不会由于资金而错失投资机会，企业成长更加迅速，相反之，在金融欠发达国家，由于政府管制等因素影响，企业融资约束问题严峻，企业发展较为严重的影响，由此得出金融发展促进依赖外源融资企业发展的结论。Love（2003）认为可以用投资-现金流敏感性度量融资约束，他指出，当企业存在融资约束时，企业的投资效率不高，但是，当金融向前发展时，企业的信息更加透明化，信息不对称问题在一定程度上缓解了，投资效率随之提高，融资约束问题缓解了。Love和Zicchino

（2006）用了36个国家上市公司作为样本，采用VAR模型估计，发现，当一个国家的金融发展不够高时，企业的投资更倾向于使用内部现金流，此时企业的投资-现金流敏感性较高。张军（2008）[43]采用广义矩（GMM）估计方法通过实证结果表明金融发展缓解了企业的外部融资约束，沈红波等（2011）用中国

上市公司作为统计样本，研究支持了Love和Zicchino（2006）和张军（2008）的结论。

行业是影响企业债务融资的又一个重要因素。Belkakoui（1975）研究了加拿大的上市公司的资本结构，结果发现，行业因素是不可小觑的影响因素，行业间的差距是影响不同上市公司资本结构不同的重要因素，Bowen等（1982）用美国上市公司数据为样本，结果发现，大约30%的美国上市公司的资本结构差异是由于该公司所处的行业来决定的。Bradley. et al. （1984）、Long and Malitz (1985 )、Kester（1986）以美国企业的数据为样本，对比不同行业企业和相同行业企业的实证结果发现，行业是影响资产结构的重要因素。Aggarwal（1990）以亚洲12个国家和地区的940家上市公司数据为样本进行分析研究，他认为，亚洲大多数国家和地区的上市公司中，行业是影响资本结构的重要因素，将上市公司分成不同行业，对比不同行业的上市公司，发现他们之间的资本结构存在巨大的差异。国内，王娟、杨凤林（2002）等研究表明，行业因素的确是一个重要的影响因素，他对资本结构差异具有较大的解释力度。

我们借鉴FHP（1988）[4]的采用投资-现金流敏感性来衡量企业的融资约束，结合以上理论分析，提出假设：

假设3：金融发展有助于缓解企业债务融资约束。

假设4：金融发展对不同行业债务融资约束的缓解程度不同。

# 4. 金融发展与企业债务融资约束的实证研究

前面章节主要对金融发展和企业债务融资的理论分析做了梳理，并系统分析了金融发展对企业债务融资约束的作用机理，并在文献分析的基础之上，提出四个研究假设，试图从四个方面深入研究金融发展对企业债务融资约束之间的关系，并将样本企业按照行业分组，对不同行业企业的债务融资约束缓解程度做比较分析。本章节中，将针对上文提出的假设建立模型，实证分析并检验上述假设。

## 4.1 解释变量的界定

### 4.1.1 企业投资水平

企业的资本投资是驱动企业快速成长的核心动力，按照企业投资的形式，可以将企业投资分为固定资产投资、无形资产投资和其他长期投资，固定资产投资指资产购置或工程建成时的投资，具有驱动企业收益快速增长的较强时效性，我国企业的无形资产投资除了专利权、软件、专有技术等技术型资产以外，主要还包括了土地使用权、采矿权等各类使用权，这类投资对企业的效益的增长作用也不可小觑。企业对外投资对于促进企业快速成长至关重要，本文选取企业投资作为被解释变量，考察企业投资于现金流之间的关系，企业投资水平用*Ii*,*t*来表示。

### 4.1.2 经营现金流

企业内源性融资的基础主要是现金流，它代表了一定时期内企业可自由支配资金进行投资的丰盈程度，Love（2003）的研究中，将现金流定义为净利润加折旧摊销，但在我国，一些上市公司不公布折旧摊销，由于数据的可得性受到限制，本文采用现金流量表中的“经营活动中产生的现金流”来代替现金流。经营活动产生的现金流量对于企业的经营和发展都是极为重要的，它会显著影响企业的投资预期和外部融资约束，进而影响企业的投资决策：只有经营活动产生的现金流量充足，当有较好的投资机会时，企业不会受到外部融资约束的

制约，从而拥有一个畅通的融资渠道，这时，企业顺利地抓住了投资机会，即使是身处逆境，企业也可以较为轻松应对，避免陷入财务困境。本文用*CFi*，*t*来表示。

### 4.1.3 金融发展

金融发展的指标测度一般分为三种，一是金融深度指标，这个指标表示市场上金融资源宏观规模，如果规模较大，则该指标数值较大，当金融的发展可以通过金融资源的规模来衡量，随着金融发展水平的提高，金融资源的规模肯定是增加的；二是金融效率指标，这个指标表示金融发展时，金融市场对资源配置的效率，随着金融的发展，资源的配置效率肯定随之提高，因此可以用该指标衡量金融发展；三是金融结构指标，这个指标表示在金融市场上，金融机构所占市场的比例，随着金融的发展，金融机构占市场的比重肯定上升。国际上，通常采用Goldsmith的金融相关率指标，Goldsmith（1969）在其经典文献《金融结构和金融发展》中，采用金融相关比率(FIR)来量化金融发展水平，

FIR在数量上，等于一个国家或地区内的全部金融资产与全部实物资产的比值，在FIR指标的基础上，深化和衍生出一系列其他度量指标。由于我国存在货币超发的现象，*M* 2并不能幼小地反映金融发展情况，因此，不能简单采用用*M* 2 / *GDP*。目前，我国处于以银行为主的金融中介融资阶段和以股票为主的资本市场改革阶段，资本市场的发展程度上反映了我国金融发展的程度，王志强、

孙刚(（2003）两位学者认为，金融资产主要涵盖金融机构贷款、债券余额和股票市值，金融发展可以用与资本市场相关的证券余额占全部金融资产的总量来衡量金融发展水平。在全面考虑金融发展规模和金融结构的前提下，本论文参照Demirguc-Kunt和Levine（1996）采用的金融发展衡量指标，*FD*是衡量金融发展的指标，它等于*FIN*与*SKT*之和，*FIN*是衡量金融中介发展的指标，等于*M* 2 / *GDP*与贷款总额/GDP之和，*SKT*为衡量股票市场发展指标，等于股票市值

/GDP、交易量/GDP与交易量/股票市值之和。

### 4.1.4 控制变量

##### （1）投资机会*Qi*, *t*

本论文采用托宾Q来衡量投资机会，它表示资本的市场价值与其重置成本之比，常常用来衡量企业业绩表现或者成长性的重要指标，虽然他的运用具有

一定的局限性，但是依然可以给分析问题提供一个思路。在当期，如果企业预期到未来可能存在融资约束时，会在当期通过增持现金来满足未来可能存在投资机会。但是，这样做的结果就是由于企业将企业留存于未来投资而减少当期可能更有价值的投资。所以，在可能的投资机会面前，企业受到一定的影响，必须做出最优跨期配置，因此，可能的投资机会对企业的现期投资有一定的影响，因此有必要在控制变量中加入托宾Q。

##### （2）企业规模*Sizei*, *t*

企业规模对决定企业债务融资决策有重要的影响，本文的企业规模采用企业总资产的自然对数来表示，企业自身的规模对企业投资有一定的影响，一方面，企业自身规模较大，其声誉越高、影响力越大，资金链越强大，破产的风险就越小，长期举债的规模经济效应也较大，融资成本也相对较低，在实际中可能更获得投资机会，另一方面，企业规模越大，越容易选取多元化经营，因此经营风险越容易得到分散，收益的稳定程度也进一步提高，因此越容易筹集到债务资金，特别是长期债务资金，而且，银行等金融中介具有天生的谨慎性，因此它们更愿意将资金投资给规模较大的企业，因此需要将公司规模加入到模型中。

##### （3）资产负债率*Levi*, *t*

企业的资产负债率等于负债总额除以资产总额，衡量企业在清算时债权人的利益程度，也是衡量公司利用债权人的资金进行经营活动能力的重要指标，也反映债权人发放贷款的安全程度，他对企业的投资行为起重要的作用，在实际中，企业的资产负债率影响企业自身的投资行为，考虑到自身的负债规模，企业会合理选择投资机会，而企业的债权人也会根据企业的资产负债率对企业的投资施加压力。

表 4.1 变量的说明

主要指标指标表示指标说明

企业投资水平

经营现金流投资机会

企业规模资产负债率

*Ii*, *t*

*CFi*, *t Qi*, *t*

*Sizei*, *t Levi*, *t*

购买固定资产、无形资产和其他长期资产的现金除以期初总资产

经营活动产生的现金流除以期初总资产

流通股市值、非流通股帐面值及负债帐面值之和除以总资产

取总资产的自然对数负债总额除以总资产

金融发展

*FD*等于衡量金融中介发展的指标*FIN*（*M* 2 / *GDP*与贷

*t*

款总额/GDP 之和）与衡量股票市场发展指标*SKT*（股票市值/GDP、交易量/GDP 与交易量/股票市值之和） 之和

## 4.2 样本选取

本文选取的研究样本为1999-2014年沪深两市A股上市公司，原因有三：其一，非上市公司有关数据的获得较为困难；其二，我国股票市场发展起步较晚，1999年之前的很多样本数据出现缺失的现象，如果采取1999年之前的数据，可能会由于数据的缺失导致结果的误差，其三，选择A股上市公司的数据可以剔除汇率等影响，因此更具代表性。样本数据来自国泰安数据库（CSMAR）、

Wind资讯、中国金融年鉴和国家统计局网站，为了使数据具有可比性、连续性，研究时剔除了金融类上市公司，剔除了核心变量*Ii*,*t*、*CFi*，*t*、*Qi*，*t*、*Sizei*，*t* 和

*Levi*,*t*这五个变量有缺失的公司，最终获得了585家上市公司的样本。使用的统

计软件为Stata12.0.

## 4.3 变量的统计性描述

表4.2为模型中所需的核心变量的描述性统计结果，公司的资本投资均值为0.536，中位数为0.051。说明大多数公司的投资支出占总资产的比重在

0.536以上，企业投资较为活跃。现金流的均值和中位数分别为0.049和0.159，说明大多数公司的现金流占期初总资产的比重在0.159以下，说明企业对内部现金流的依赖性不是很高，而且现金流的最小值为-4.270，体现出研究是在保留现金流为负值的样本中进行的。本文用托宾Q表示公司的成长性，均值为

1.796.标准差为1.933，说明样本企业的成长性差异较大，企业总资产均值为

21.619，中位数为21.827，标准差为1.207，说明不同企业的资产规模差别是较大的，资产负债率均值为0.518，而中位数为0.570，标准差为0.539说明大多数企业的资产负债率产别不大。金融发展指数的均值和中位数较为接近，标准差也不大，说明金融发展的波动不算很大。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 平均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| 0.536  *Ii*,*t* | 0.051 | 0.600 | 0.0000 | 1.191 |
| *CF* 0.049 | 0.159 | 0.059 | -4.270 | 0.892 |
| *FD* 2.077 | 2.061 | 0.340 | 1.5955 | 2.7156 |
| *t* |  |  |  |  |
| *Size* 21.619 | 21.827 | 1.207 | 16.520 | 26.751 |
| *Q* 1.796 | 0.924 | 1.933 | 0.054 | 9.459 |
| 0.518  *Levi*,*t* | 0.570 | 0.539 | 0.091 | 3.297 |

表 4.2 公司财务指标和金融发展指数描述性统计

*i*, *t*

*i*, *t*

*i*, *t*

## 4.4 模型构建

对于假设1，通过构建模型（1）来检验，Cleary et al.（2007）指出，现金流非正数是企业的常见现状，他的研究中，保留了现金流为负的样本，在这样的样本数据中，他得出结论，资本投资和现金流之间呈U型关系，因为保留了负的现金流，本文在引入现金流一项是将它先平方，因此，在FHP（1988）模型上，本文的现金流项加入了现金流的二次项，以验证Cleary et al.（2007）所说的这种关系。通过对比加入*CFi*，*t*的二次项和不加入*CFi*，*t*的二次项的回归结

果进行对比，观察显著性的变化和*CFi*，*t* 的二次项的系数变化来判断。如果加入

*CFi*,*t*的二次项回归系数发生了相应变化，并且显著性也出现较明显的差异时，可能是因为*CFi*，*t*的二次项的影响因素，同时，通过*CFi*，*t*的二次项的回归系数正负值可以判断是否呈现出倒U型的关系。根据我国的基本经济情况，控制变量

Control主要包括了投资机会*Qi*,*t*、公司规模*Sizei*,*t*和资产负债率*Levi*, *t* :

*I* **

*CF**CF* 2 **

*Size*

* Q*

*Lev* **

*i*, *t*

0 1 *i*, *t* 2

*3 i*, *t*

*4 i*, *t*

*5 i*, *t*

*i*, *t*

###### （式4.1）

其中，*Ii*，*t*为企业的资本投资水平，*CFi*，*t*为为经营现金流，*Qi*，*t*为托宾Q值，用来衡量企业的成长性，实际操作中采用国泰安数据库中直接算出来的Q值；

企业规模*Sizei*,*t*用企业总资产的自然对数表示；负债率*Levi*, *t*

等于负债总额除以

总资产。

对于假设2通过构建模型（2）来检验，本文的模型借鉴FHP（1988），在研究中，企业的融资约束的衡量采用投资－现金流敏感性，它在模型中表示企业投资对现金流的回归系数，根据回归结果的显著性和回归系数的正负值来判断企业融资约束的存在。如果企业受到了债务融资约束，那么为了进一步投资提高企业效益增加企业利润，经营者会通过企业的内部现金流增加投资，所以当投资增加时，企业的经营现金流应该也是增加的，因此回归系数为正值，否则，系数为负值。模型（2）中，如果系数**1为正数，说明投资增加时企业

的经营现金流增加，二者之间呈现同向变化，表明当企业进行投资时，企业的

投资资金来源是内部现金流，而不是外源现金流，说明企业此时收到了外部融资的制约，不得不转向内部资金，因此企业存在债务融资约束，反之，如果该系数为负值，说明当企业进行投资时，主要利用了外部的资金，因此企业没有

受到外部融资约束的制约。

*Ii*, *t*

**0**1*CFi*, *t*

**3*Sizei*, *t*

**4*Qi*, *t*

**5*Levi*, *t*

*i*, *t*

###### （式4.2）

在模型（2）的基础上，加入金融发展*FDt* 和现金流*CFi*，*t*的交互项建立模

型（3）来检验假设3。Goldsmith最早提出金融发展的概念，同时他指出，用金融相关比率（FIR）来衡量金融发展，即全部金融资产与全部实物资产之比，这个指标后来在研究金融发展问题中被广泛使用，很多学者也在此基础上做了一定的延伸。随着研究的更进一步深入，结果发现仅仅用金融资产占国民财富的比重来衡量金融发展似乎不够全面，本文根据前人的研究，在模型（3）

中，通过*FDt*和*CFi*,*t*交互项的系数的正负值，来判断金融发展对企业债务融资约束的影响，如果在回归分析中，该项系数显著为正数，说明金融发展了，但是企业的投资依然依赖于内部现金流，企业的融资约束没有得到缓解，反之，如果该

系数为负数，说明当企业发展时，企业投资依靠外部融资，没有再受到外部融资约束的制约，债务融资约束缓解了。

最后，在模型（3）的基础上将样本企业进一步按行业分组来检验假设4，观察不同行业的情况。行业分组的主要依据是证监会规定的一级行业划分标准。

*I* **

*CF*

*CF*

2*CF*

*FD* *Size*

*Lev*

*Q*  **

*i*, *t*

0 1 *i*, *t*

2 *i*, *t*

3 *i*, *t*

*T* 4 *i*, *t*

*5 I*, *t*

*6 I*, *t*

*I*, *t*

（式4.3）模型中的**1表示投资－现金流敏感性，如果**1显著为正，表明当企业进行

投资时，由于受到了外部融资的制约，投资资金主要来源于内部现金，企业面

临融资约束，而*CFi*, *t* \* *FDt*的交互项系数**3表示金融发展对融资约束的影响，

如果系数显著为负值，说明当企业发展时，企业投资依靠外部融资，没有再受到外部融资约束的制约，融资约束得到缓解。

## 4.5 实证结果分析

### 4.5.1 投资与现金流之间的关系

在不完全市场中，信息不对称问题显著存在，投资者为确保投资资金的安全回收，会提高使用资金的成本，此时，如果要想利用外部资金进行资本投资，就会面临较高的融资成本，企业的外部融资行为受到融资成本的制约，为了获得投资机会，维持企业运作，一定程度上，企业的的投资行为不得不更加依赖于内部现金流。当内部和外部融资成本差异逐步扩大时，这种融资约束的效应就会进一步变强，企业的投资对内部现金流的依赖性就进一步明显，企业的投资和内部现金流之间将表现出很强的相关性，因此采用投资－现金流敏感性作为衡量企业融资约束的指标。从微观企业层面探寻金融发展对经济增长的促进作用之前，有必要弄清楚企业投资和内部现金流之间的关系。Cleary et al.

（2007）指出，现金流为负值在实际中是常见的现象，因此，在本文的研究中，也考虑了现金流为负数的样本，所以，在FHP模型的基础上，加入了现金流的二次项，验证这个二次方项的系数是否显著，为便于与的模型进行对比，我们在不提出现金流为负值的基础上，先对CF做回归分析，接着加上CF的二次方项做回归，得到如下结果：

### *CFi*, *t*

*CFi*, *t*

2

*Sizei*, *t Lev*

表4.3 模型1回归结果

Only CF CF and CF2

0.037\*\* 0.005\*\*

（6.21）(4.34)

0.002\*\*

（3.43）

0.03\*\* 0.004\*\*

（3.49）(3.63)

-0.02\*\* -0.001\*\*

*i*, *t*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Q* | （-1.75）  0.001\*\* | (-1.12) 0.001\*\* |
| *Cons* tan *t* | （2.5）  0.111\*\* | (2.28) 0.136\*\* |
|  | （6.38） | (5.76) |
| N | 585 | 585 |

*i*, *t*

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内是t统计值

从上述回归结果显示*CFi*，*t*

和*CFi*, *t*

2的回归系数均在5%的统计水平上显著

为正，在模型中加入*CFi*，*t*

2的回归结果与没有加入*CF*

2的回归结果对比发现，

加入*CFi*, *t*

*i*,*t*

2时，模型估计依然显著，并且*CF*

2的回归系数显著为正值，这意味着

企业投资与内部现金流之间呈U型关系，回归结果支持Cleary et al.（2007）的结论，同时验证了研究的假设1。

*i*,*t*

对于控制变量，投资机会托宾Q与公司投资支出显著正相关，说明企业成长性较大时，企业的的投资机会较多，这是符合常理的，成长性较强的企业，

会加大投资的力度，以期获得企业的更好更快发展。负债率*Levi*, *t*

的系数为负

数，表明投资支出与企业的资产负债率之间呈负相关，原因是，当企业具有较高的资产负债率时，投资者担心资金是否能够安全回收，会更谨慎地对这类企业投资，企业较难获得资金，因此投资行为受到制约。这也是符合常理的，较小范围内企业的负债可以刺激企业发展，但是较高的负债可能会抑制投资。公司规模*Sizei*, *t*与投资显著正相关，说明当企业规模较大时，越需要更多的投资

来维持企业正常运行，投资的项目一般较大，投资的数量也较多，企业的投资

水平也较高，在实际操作中，也是如此，规模较大的企业资产较多，那么更容易获得获得投资机会。

4.5.2企业债务融资约束的存在性

Modigliani和Miller的完美市场要求市场完全竞争、无税收、无交易成本且不存在信息不对称，但是现实中这样的市场是不存在的，因此不完全市场在现实中是普遍现象，因此本文的研究均是在不完全市场的假说基础上进行的。研究金融发展对企业债务融资约束的影响之前，有必要考察企业债务融资约束的存在性问题，FHP（1988）等学者之前已经利用国外的企业样本数据证实了融资约束问题的存在性，本文采用1999-2014年上市公司提出本分不完整的数据为样本，经过回归分析结果显示如下表：

*CFi*, *t*

表4.4 模型2回归结果

Only CF 0.037\*\*

（6.21）

*CFi*, *t*

2

*Sizei*, *t*

*Levi*, *t Qi*, *t*

*Cons* tan *t*

0.03\*\*

（3.49）

-0.02\*\*

（-1.75）

0.001\*\*

（2.5）

0.111\*\*

（6.38）

N 585

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内是t统计值

从上述回归结果显示*CFi*，*t*的回归系数在5%的统计水平显著为正，说明企业投资水平与现金流之间呈正向变化，即当企业投资水平增加时，企业的现金

流增加，那么企业的投资主要来源于经营现金流，而在前文提过，企业投资资金来源渠道就是外源资金和内部资金，此时企业投资资金来源于内部的经营现金流，肯定是在外部融资方面受到一定的约束，因此该系数为正，就说明企业收到了融资约束。这一结论与马宏（2007）、李斌、江伟（2006）、饶华春（2009）等的研究结果相同，验证了假设2，即企业存在债务融资约束问题，也就是说，当企业进行投资活动时，由于债务融资约束的存在，企业的投资资金转向企业内部资金，企业内部现金流跟随投资活动呈现正向变化。

4.5.3金融发展对企业债务融资约束的影响

模型（3）中加入金融发展指数与现金流的交互项（*CFi*, *t* \* *FDt*）做回归，

检验金融发展是否有利于缓解企业的融资约束，为进一步验证前文的分析，通

2

过在对不含*CFi*，*t*

2

以及包含*CFi*，*t*

的两种情况分别进行了回归，对比结果如下

表所示：

*CFi*, *t*

*CFi*, *t*

2

表4.5 模型3的回归结果

Only CF CF and CF2

0.359\*\* 0.405\*\*

(10.05) (8.07)

0.002\*\*

（3.20）

*CFi*, *t* \* *FDt*

*Sizei*, *t Levi*, *t*

*Qi*, *t*

*Cons* tan *t*

-0.140\*\* -0.173\*\*

(-8.53) (-7.47)

0.003\*\* 0.003\*\*

（3.51）(2.72)

-0.002\*\* -0.001\*\*

(-1.82) (-1.03)

0.001\*\* 0.002\*\*

(3.85) (3.09)

-0.005\*\* -0.007\*\*

(-0.31) (-0.35)

N 585 585

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内是t统计值

以上回归分析结果显示，在两种情况下，交互项的系数均显著为负，表示金融发展与企业的现金流之间呈负相关关系，随着金融逐步发展，企业对内部现金流的依赖性逐渐降低，企业的投资行为更多地依赖于外部资金，说明随着金融发展企业外部融资机会更多，那么外部融资约束也在一定程度上缓解了，验证了假设3，即当金融快速发展的同时，企业债务融资约束的缓解程度逐渐增加，具体来讲就是，金融发展时，由于债务融资约束的缓解，企业可以较多地到外部筹集自己进行投资，因此对内部资金的依赖程度会降低，这间接表明，金融发展能缓解企业债务融资约束。首先，我国存在债券市场规模的不发达和银行严重的“信贷配给”现象严重，同时，金融发展水平的提高又扩大了信贷市场规模，如此以来，金融体系“蓄水池”功能就得到进一步发挥，进而能向

企业提供充足、稳定的资金。随着金融的进一步发展，金融创新进一步深化，金融工具的多元化，投资者较容易购买到安全且收益高的金融产品，解决企业投资面临的融资难问题；其次，金融发展能够减少信息不对称问题，提高资金使用效率，金融发展可以提供先进的信息平台和更专业的人才队伍，因此，在获取企业的生产经营、销售投资等信息更具优势，能够使企业的信息更透明，有助于避免“道德风险”和“逆向选择”，投资者可以对企业和投资项目进行严格审查，降低了投资风险，投资者更愿意发放低成本的贷款，企业的外部融资成本会进一步降低，从而提升企业的外部融资比例，缓解债务融资约束；最后，金融发展能够完善金融法规和外部市场监督管理，完善的金融法规和监管条件下，企业的合同执行成本会进一步降低，企业的信息披露会进一步完备，投资者的利益会得到进一步保护，投资者就会愿意向企业发放低成本贷款，因此缓解债务融资约束。

2

通过两个回归的对比，可以清楚看到，在不考虑*CFi*，*t* 项的情况下，

*CF* \* *FD*的交互项的系数为-0.140（t值为-8.53），而在考虑*CF* 2的情况下，

*i*, *t* *t* *i*, *t*

*CFi*, *t* \* *FDt*交互项系数为-0.173（t值为-7.47），对比可知，考虑现金流的平方项具有一定的必要性，它可以提高模型的显著性水平。

4.5.4分行业的金融发展对企业债务融资约束的影响

不同行业面临的外部环境及自身状况存在差异，因此在金融发展时受到的债务融资缓解程度可能不同。为便于与前期的结果相对比，在比较不同行业的

2

债务融资约束受金融发展的缓解程度上，分别剔除和加入*CFi*，*t* ，回归结果只

列出*CFi*，*t* \* *FDt*的系数，回归结果如下表：

表4.6不同行业的企业债务融资约束回归结果

|  | Only CF | CF and CF2 | N |
| --- | --- | --- | --- |
| 制造业  信息传输、软件和信 | -0.134\*\* (-5.44)  0.034\*\* | -0.139\*\* (-5.39)  0.032\*\* | 316  14 |
| 息技术服务业 |  |  |  |
| 房地产业 | （2.07）  -0.098\*\* | 2.07  -0.097\*\* | 57 |
| 建筑业 | （-3.23）  -0.074\* | （--3.18）  -0.083\* | 11 |
| 采矿业 | （-0.81）  -0.077\* | （-0.91）  -0.088\* | 20 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 电力、热力燃气及水 | （-0.82）  -0.250\*\* | -0.93  -0.221\*\* | 36 |
| 生产供应业 |  |  |  |
| 交通运输、仓储及与 | （-3.22）  -0.167\*\* | （-2.80）  -0.173\*\* | 30 |
| 邮政业 |  |  |  |
| 农林牧渔业 | （-1.60）  -0.222\* | （-1.66）  -0.201\* | 6 |
| 批发与零售业 | （-1.17）  -0.091\*\* | （-1.04）  -0.091\*\* | 59 |
| 水利、环境及公共设 | （-2.22）  0.234\*\* | （-2.21）  0.243\*\* | 8 |
| 施供应业 |  |  |  |
| 文化、体育和娱乐业 | （1.57）  -0.080\* | （1.6）  -0.096\* | 5 |
| 住宿与餐饮业综合 | （-0.56）  0.448\*\*  （2.18）  -0.034\*\* | （-0.64）  0.518\*\*  （2.06）  0.028\*\* | 3  12 |
| 租赁与商务服务业 | （-0.31）  -0.554\*\* | （-0.23）  -0.560\*\* | 5 |
|  | （-2.23） | （-2.21） |  |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内是t统计值

通过前面的研究发现，金融发展虽然整体上缓解了企业的债务融资约束，但是对于不同的行业，情况有所不同。从上述回归结果看到，金融发展对大多数行业的融资约束起到缓解的作用，但是少数行业中金融发展并没有对企业债务融资起到缓解作用。软件和信息技术服务业、信息传输、水利、环境及公共设施供应业、住宿与餐饮业等现金流与金融发展交叉项的系数显著为正，这一结论表明，金融发展对企业债务融资没有缓解作用。电力、热力燃气及水生产供应业、制造业、交通运输、仓储及与邮政业等行业交互项系数为负，这一结论又表明，金融发展对企业债务融资约束缓解作用比较明显。同时，在现金流与金融发展系数为负的行业中，系数大小明显不同，系数最大的为租赁与商务服务业，达到了0.5以上，其次是电力、热力燃气及水生产供应业和农林牧渔业，达到了0.2，制造业、交通运输、仓储及与邮政业达到了0.1以上，其余行业0.1以下，验证了假设3，表明金融发展对不同行业的债务融资约束缓解程度是不同的。

造成这样的结果原因分析如下：

首先是金融发展对部分行业没有起到缓解作用的原因，信息传输、软件和

信息技术服务业可能是由于行业竞争大，信息传输、软件和信息技术服务业处于行业生命周期的成长期，进入的门槛较低，竞争较大，可能导致了金融发展没有对该行业的债务融资起到缓解作用，水利、环境及公共设施供应业属于公用事业，其生命周期处于成熟期，在我国属于垄断行业，竞争压力小，一般熟属于事业单位或者国有企业，但是由于其国有的性质，可能盈利能力较小，在一定程度上，金融发展对其债务融资约束没有起到缓解作用，住宿与餐饮业行业生命周期属于成熟期，进入门槛较低，竞争较大，可能导致了金融发展对其债务融资约束没有起到缓解作用。

其次金融发展对企业债务融资起到缓解程度的行业，缓解程度不同的原因。租赁与商务服务业缓解程度最大，进入这一行业所需要的成本较大，因此该行业竞争程度较小，行业生命周期属于成熟期，行业盈利能力较强，资金收付方式多是现收现付，信用风险小，资金周转比较快因此较容易获得贷款等，因此，当金融发展了，这类行业所受到的债务融资约束缓解程度较大；电力、热力燃气及水生产供应业属于公用事业，属于垄断行业，竞争较小，行业生命周期属于成熟期，较容易获得贷款，因此金融发展对其债务融资约束的缓解程度较大，农林牧渔业属于行业生命周期的成熟期，制造业属于行业生命周期成熟期，行业竞争较大，现在国内的制造业的盈利能力较低，属于整改期，交通运输、仓储及与邮政业，多是带有国有性质，赢了能力较小，制造业、交通运输、仓储及与邮政业、电力、热力燃气及水生产供应业和农林牧渔业相对租赁与商务服务业的缓解程度较小的主要原因可能是由于行业盈利能力相对较大造成的，电力、热力燃气及水生产供应业与租赁与商务服务业的竞争均较小，但是电力、热力燃气及水生产供应业和交通运输、仓储及与邮政业的国有性质可能导致了盈利能力相对较低，农林牧渔业盈利能力也较低，因此金融发展对债务融资约束的缓解程度租赁与商务服务业相对电力、热力燃气及水生产供应业、交通运输、仓储及与邮政业、制造业和农林牧渔业更大。

# 5. 结论与建议

## 5.1 研究结论

本文在前人的研究思路、方法上，继续从不同行业出发，研究金融发展对企业债务融资约束的缓解作用。具体而言，本文以1999--2014年我国深沪A板上市公司为样本，采用投资－现金流敏感性作为融资约束的度量变量，实证检验了金融发展与不同行业企业融资约束之间的关系。研究结论如下：

（1）企业内部现金流跟随投资活动呈现正向变化。企业存在债务融资约束问题，当企业进行投资活动时，由于债务融资约束的存在，企业的投资资金转向企业内部资金，企业的投资行为受到债务融资约束的影响，并且在保留现金流为负值的非平衡样本中，*CF* 2项显著为正值，企业投资与内部现金流之间呈U型关系，因此剔除企业现金流为负值的样本可能会低估金融发展对企业债务融资约束的缓解作用。而且在现实中，企业现金流为负值是常见情况，因此研究中加入现金流为负值的样本更具有说服力。

（2）金融发展降低了企业的融资约束程度。研究中，我们加入现金流与金融发展的交互项，用该项系数来表示金融发展对企业债务融资缓解的程度，研究发现，总体上该项系数回归结果为负，即金融发展与企业的现金流之间呈负相关性，金融发展有利于公司投资支出对内部现金流的依赖，金融发展能够缓解企业债务融资约束。经过全面分析，主要原因是三个方面：一方面。金融发展能够促进金融创新，丰富金融工具有利于提升债券市场规模和解决银行严重的“信贷配给”问题，进而能够扩大信贷市场规模；另一方面，金融发展能够提供先进的信息平台和更专业的人才队伍，使企业的信息更加透明，从而能够减少信息不对称现象，提高资金使用效率；第三个方面，金融发展能够完善金融法规和外部市场监督管理，保护投资者利益。

（3）金融发展对不同行业企业债务融资约束缓解程度不一样。尽管金融发展能够对少数行业债务融资起到缓解作用，但未对企业债务融资缓解作用。也就是说，金融发展对大多数行业企业的融资约束起到缓解的作用，而且其缓解作用的行业中，缓解程度也明显不同。我们分析，产生这种现象的主要因素有四个：即行业竞争程度、行业生命周期、行业盈利能力和资金收付方式。

## 5.2 政策建议

从本文研究结论发现，金融发展的确有利于企业债务融资约束的缓解，并且不同行业债务融资约束的缓解程度也不同，而造成这种缓解程度不同的原因也不尽相同，为提高金融发展对企业债务融资的缓解程度，促进不同行业共同发展，提出以下建议：

（一）促进金融发展，为企业融资提供强劲动力。金融发展能够缓解企业融资约束，随着融资约束的逐步缓解，企业可利用的资金就会更加充足，投资效率就会进一步提高，企业生产经营发展就会进一步加快。因此，我们认为，政府应采取积极措施，推动金融发展，以达到缓解企业融资约束、提高企业投资效率的目的。首先，要完善金融体系，深化国有银行改革，促进金融行业竞争机制多元化。目前，我国仍然是以国有控股银行和大型股份制银行为主的金融体系，对企业的债务融资有很大的垄断倾向，部分企业依然很难获得贷款，资金依然是制约其发展的瓶颈，难以满足发展需要，不能很好地发挥企业对经济发展的促进作用。随着市场在经济发展中决定性作用的凸显，现行金融体系难以适应市场化发展的要求。因此，需要与时俱进地深化金融体系改革，需要国家适度降低银行业的准入标准，鼓励民营资本进入银行业，增强银行业竞争。政府应该加快推动民间金融机构和中小金融机构的发展，积极引进股份制银行，适当降低股份制银行和证券公司、担保公司、财务公司、信托公司和租赁公司等非银行金融机构的条件设置，与此同时，政府应大力发展投资银行业，培育各类金融中介机构，做大金融市场，培育大型金融中心，以此丰富并完善单一银行制金融体系，为企业获得资金支持提供多元化渠道。其次，发展多元化金融工具，扩宽企业融资渠道，进而解决企业融资约束难题。企业的投资决策中，股权融资和债权融资的作用越来越重要，不同类型、不同行业的企业各自选择不同的融资渠道进行投资。为进一步增加企业的融资渠道还可以在现行的融资渠道中，增加风险投资和政府直接投资等的投资力度。

（二）加大政策扶持，强化法律监管。企业发展离不开政策扶持和引导、离不开法律制度监管。因此，要解决企业债务融资约束的问题，首先，务必尽快建立和健全相关的法律法规，尤其是金融监管方面的法律和政策，营造一个依法经营、依章办事的法律氛围和环境，促进企业债务融资健康持续有序的发展。其次，务必加大企业债务融资的政策优惠力度，因为银行等金融机构出于债务难以收回的考虑，往往会犹豫是否向企业贷款，这样会无形中加重了企业债务融资约束的问题，因此，政府应当加大对企业的政策、资金扶持力度，一

方面，对银行等金融机构贷款向企业给予一定的鼓励性政策，另一方面，应在更大程度上给与企业直接的政策、资金扶持力度，从而保证企业经营资金的充足，加快企业生产经营的快速发展。同时，政府要加强风险投资管理，一方面政府应当鼓励风险持股企业发展，并出台相应政策对他们加以适当的推动和引导，另一方面，要加强这类风险投资的监管力度，风险投资顾名思义，风险较大，一旦投资失败，将造成较大的损失，整个市场也许都会出现动荡，因此，政府对这类风投企业，在引导的同时，更加需要加强其内部治理、规范经营的监管，使得他们对整个市场的带动作用得到充分发挥，为企业融资的发展提供不竭动力。最后，务必强化制度建设。完善的制度保障是金融机构提供贷款的重要支撑，制度具有规范性和约束性，在现在的资本市场中，由于信息不对称问题存在，企业的财务信息披露不够全面，企业信息不透明，整个金融市场运行存在诸多不确定因素，其中企业的经营风险也存在极大的不确定，抵押市场发展不够健全，企业自身的抵押能力较弱，因此，在这样的市场中，制度发挥着关键的作用。加强制度建设，政府可以以下两个方面积极作为：一方面，政府针对企业应该帮助他们建立和完善信贷担保制度，这几要求政府发挥公共服务作用，对企业加强培训，使得他们有充分的能力建立保证金制度等担保制度，另外，政府也要对这些信贷担保制度加强监管；另一方面，推动建立有效的市场约束机制，如推动建立有效的信息披露制度、社会信用制度、存款保险制度等等，以达到提高金融资源配置效率、降低逆向选择和道德风险发生概率的目标。

（三）促进企业强化自身能力建设。由于我国市场经济发展较晚，企业私营企业的发展历史不长，所以在企业经营机制方面还不够先进，而且，近年来金融市场的发展还不够完善，造成对企业财务信息披露等方面的管理较为落后，因此企业存在财务管理不规范的问题，最后由于政府产权制度建立起步较晚，还不是很完善，因此，对现行存在的企业很多还存在产权不明晰等问题，最后对企业自身来讲，由于制度的不规范，导致很多企业的内部治理结构不完善，这样一来，务必导致企业难以获得金融机构的信任和贷款，因此在投资过程中，难免受到外部融资制约，企业外部融资困难。打铁还需自身硬，为缓解这些问题，最根本的是加强企业自身能力建设，强化公司内部治理、夯实企业发展基础，提高企业应对风险的能力和水平。如何加强企业自身能力建设呢？我们认为，可以从四个方面努力：一是引导企业建立健全现代企业管理制度，这个是关键，企业发展务必做到“内强素质、外树形象”，也就是说，企业对内，必须强化企业文化建设，企业对外，必须着力提升企业形象，进而内外兼

顾，使得企业的综合素质得到进一步不提升；二是加强企业财务信息披露制度建设，对企业的财务制度规范管理，提高企业财务信息的透明程度；三是深入贯彻落实《中华人民共和国促进科技成果转化法》、《国务院关于印发实施<中华人民共和国促进科技成果转化法>若干规定的通知》（国发〔2016〕16号）文件精神，首先，加大企业研发投入，鼓励企业培育自身技术市场，在这样的市场中，企业通过引进先进的技术人才，为企业做技术方面的研究，使得企业在技术方面得到很大的而进步，从而更好地适应不断发展前进的社会，其次，建立公共技术服务平台，加快企业之间的技术交流，交流是很好地导师，通过这样的技术平台，企业之间对自身的技术交流给其他企业，既可以对自己的技术方面提供更多灵感，同时也可以避免出现技术重复的问题，最后加快推动科技孵化园建立，为企业创新创业提供更好的平台。四是深入贯彻落实《国务院关于印发社会信用体系建设规划纲要（2014—2020年）的通知》（国发〔2014〕

21号）文件精神，企业应当树立诚信经营理念。诚信是企业经营的基础，只有诚信建设才能够使得企业的经营更加持久，看看身边的老字号哪个不是通过诚信经营才有的今天，坑蒙拐骗纵然可以获得一时的利益，但是受骗的人们不会再跟这样的企业合作，没有长期合作的而企业，那么这个企业就必须花费更多时间去寻找新的合作伙伴，这样周而复始，恶性循环，不仅导致企业经营成本提高，还会使得企业的员工士气低下，这样的企业发展成长都具有较大隐患，因此，诚信对企业经营发展至关重要。

参考文献

[1] Cleary, S. P. Povel & M. Raith. The U-Shaped Investment Curve: heory and Evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2007, Vol. 42, PP 1-39.

[2] R. I.麦金农著，卢媳译.经济发展中的货币和资本[M]上海：上海人民出版社,1997

[3] E. S.肖著，王魏等译.经济发展中的金融深化[M].北京：中国社会科学出版社，1989 [4]Fazzari, S. M. R. G. Hubbard & B. C. Petersen. Financing Constraints and Corporate Investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, Vol. 1, PP 141-195．

[5] Greenwood. J. &B. Jovanovic, Financial Development, Growth, and the Distribution of Income [J]. Journal of Political Economy,1990, Vol.98, PP 1076-1107.

[6] Bolton. P. &Freixas. X. Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information[J]. JPE,2000, I08, Feb.

[7] Diamond, D. W. Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy[J], Fed. Reserve Bank Richmond Econ.1994, Q.80, Spring.11-37

[8] Levine. R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda [J]. Journal of Economic Literature, 1997, Vol.35, PP 688-726.

[9] Love. I. Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from theS tructural Investment Model [J]. Review of Financial Studies, 2003, Vol.16, PP 765-791.

[10] Myers. S. C. & Majluf. N. Corporate Financing and Investment Decisions When Fiems Have Information Than Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics.1984(13)

[11] Rajan. R. G. & L. Zingales. Financial Dependence and Growth [J]. American Economic Review,1998, Vol.88, PP 559-586.

[12] Schumpeter. J. A. The Theory of Economic Development[M].1992, Cambridge: Harvard university press.

[13] Hohnstrom. B. & J. Tirole. The Theory of the Firm. In Handbook of Industrial Organization[J] Schmalensee and R. Willing. Amsterdam: North-Holland.1989 Vol. 1, eds. R. .

[14] R. W. Goldsmith. Financial Structure and Development. New Haven [J]. Yale University Press, 1969(3).

[15] Jensen. M. C. &. W. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976,2: 305-360.

[16] Ross. S. The determination of financial structure: the incentive signalling Bell Journal of Economics.1977,8:23-40.

[17] Fama, E. F. & K. R. French, Testing Trade-off and Pecking Predictions about Dividends and Debt. Review of Financial Studies.2002, 15:1-33. [18] Hoshi. T. A. Kashyap&. D. Scharfstein. Corporate Structure, Liquidity and

Investrnent: Evidence from Japanese Industrial Groups. [J] Quarterly Journal of Economics, 1991,106(1): 33-60.

[19] Almeida H, M Campello, M S Weisbach. Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is Not Frictionless. Journal of Corporate Finance, 2011,17(3): 675-693.

[20]冯巍.内部现金流与企业投资[J].经济科学，1999（1）.

[21]汪强，林晨，吴世农.融资约束、公司治理与投资现金流敏感性－基于中国上市公司的实证研究[J].当代财经，2008 12: 104-109.

[22]沈红波，寇宏，张川.金融发展，融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济2010

(6) .

[23]章晓霞，吴冲锋.融资约束影响我国上市公司的现金持有政策吗－来自现金一现金流敏感度的分析[J].管理评论，2006,18 (10)：59-62.

[24]李金，李仕明，严整.融资约束与现金－现金流敏感度：来自国内A股上市公司的经验证据

[J].管理评论，2007,19 (3):53-57.

[25]郑江淮，何旭强，王华.上市公司投资的融资约束：从股权结构角度的实证分析[J]金融研究，2001（11）.

[26]孙铮，刘凤委，李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构－来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究，2005(5)：52-63.

[27]李斌，江伟，金融发展、融资约束与企业成长[J]，南开经济研究，2006(3)：68-78.

[28]方媛.金融发展与企业债务融资问题的实证研究[J].河南金融管理干部学院学报，2007(5) 9-33.

[29]唐松，杨勇，孙铮.金融发展、债务治理与公司价值[[J].财经研究.2009（6）

[30]唐建新，陈冬.金融发展与融资约束[[J].财贸经济.2009 CS）

[31]沈红波，冠宏，张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[[J].中国工业经济.2010（6）.

[32]沈红波，廖冠民，曹军.金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J].中国工业经济.2011（6）.

[33]朱红军，何贤杰，陈信元.金融发展、预算软约束与企业投资[J].会计研究，2006(10)：64-71.

[34]饶华春.中国金融发展与企业融资约束的缓解[J].金融研究.2009（9）

[35]代光伦，邓建平，曾勇。金融发展、政府控制与融资约束[J].经济与金融.2012（5）.

[36]曹啸，吴军.我国金融发展与经济增长的格兰杰检验与特征分析[J].财贸经济，2002, 5:40-43.

[37]邹军，浅析我国上市公司偏好股权融资的原因[J].理论与实践，2010(6)：59-60.

[38]况学文，金融发展缓解公司融资约束程度研究[J].华东经济管理，2011, 25(5)：74-79.

[39]潘克勤.法制环境及金融发展、企业的金融机构背景与融资约束—中国民营上市公司的经验证据. [J].经济经纬，2011, 01: 68-73.

[40]王艳林，祁怀锦，邹燕.金融发展、融资约束与现金一现金流敏感性.上海金融，2012,03: 8-14+ 116.

[41]周家明，浅论我国金融市场体系的发展现状与建议[[J]，企业导报，2011(9)：54-55.

[42]马宏. 我国金融发展、融资约束与企业投资行为的实证研究. 生产力研究，2007, 10: 43-45+74.

[43]张军，易文斐，丁丹.中国的金融改革是否缓解了企业的融资约束[J].中国金融评论，2008（1）。

[44] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究2001 (10).

附录：在攻读学位期间发表的论著、取得的科研成果

[1]黄小亚.重庆金融发展与经济增长的实证研究－以1985到2012年的数据为基础[Ｊ]．时代金融，2015，（5）．

致 **谢**

伴随着论文的完稿，在重庆师范大学七年的学习生涯也将画上句号。回忆往事，历历在目，七年的学习和进步离不开各位老师、同学及家人的帮助。首先，我要特别感谢的是我的导师陈道平教授。从入学的第一次导师见面，陈老师就对我们做出学习上的严格要求，陈老师是一位和蔼可亲的老师，对我们学习上的要求却是极其严格的，在陈老师的课堂上，他会细心耐心地为我们讲解知识点，争取每位同学都听懂，在本次毕业论文的指导上，从毕业论文的题目选定开始、到结构调整、从论文修改到最终定稿，陈老师都对我做出了严格要求，甚至可以说是手把手地教我。生活中，学院的岳老师也对我们极其关怀，每次事关我们个人利益的事情，岳老师总会给我们打电话，确保我们知晓，并对我们学习以外的生活提供帮助和支持，岳老师还教会我们如何认真地做好每一件事情，虽然她平时对我们严格要求，但是，真正走到校园外才发现岳老师的要求是我们扫清前进道路的最强大的指导。另外，在这几年的学习中也结实了很多朋友，有同宿舍的、同专业的等等，是缘分让我们聚在一起，三年的研究生生活给了我很多帮助和启示。在论文完成之际，我谨向我最崇拜的陈老师、岳老师及最亲爱的同学们致以诚挚的感谢！感谢你们的支持和帮助，也感谢你们三年的陪伴！另外，我还要深深感谢我的家人，是他们的信任和支持，给了我走到今天的无限动力。

最后，向各位论文评审老师表示衷心地感谢。敬请各位老师对本论文不足之处批评指正。

独创性声 明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 重庆师范大学 或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：年月日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解 重庆师范大学 有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权 重庆师范大学 可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年月日