

金融环境、政治关系与融资约束

——基于装备制造业上市公司的经验证据

段一群¹, 戴稳胜²

(1. 南京信息工程大学 中国制造业发展研究院, 江苏 南京 210044; 2. 中国人民大学 财政金融学院, 北京 100872)

摘要:针对我国装备制造业产业升级的资金短缺瓶颈, 探讨业内不同所有制企业所受的融资约束, 从而为产业升级的融资推动提供微观证据。基于2004—2010年业内上市公司面板数据的实证结果显示: ①国内装备制造上市企业中, 非国有企业存在融资约束, 国有装备制造业上市公司的融资软约束问题得到了证实; ②随着银行与股市融资环境的改善, 非国有装备制造企业的融资约束得到明显缓解, 而国有装备制造企业的融资约束无明显缓解。

关键词:上市公司; 装备制造业; 融资约束; 所有权; 截面随机效应模型

DOI:10.6049/kjbydc.2012110676

中图分类号:F275

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2013)24-0074-06

0 引言

装备制造业属于“外部融资依赖度较高”的产业^[1], 其中高端装备制造业的资金密集程度更高。后金融危机时期, 高端装备制造业作为实体经济发展最强有力的支撑, 迎来了世界范围内的发展契机, 也成为我国“十二五”期间战略性新兴产业的重要组成部分。由于多种原因, 装备制造业产业升级面临着战略性兼并重组成本、重大技术攻关成本、引进和消化技术成本等成本压力, 资金短缺仍然使许多装备企业在高速发展时捉襟见肘。那么, 国内装备制造企业究竟是否面临融资约束? 如果受到融资约束, 其状况和程度如何? 进一步地, 在现行经济和金融体制下, 不同所有权性质的装备制造企业所受融资约束程度是否出现分化?

融资约束是企业融资渠道不畅或缺失的表现。Lamont^[2]在其研究中对融资约束进行了界定, 即指一些使企业不能为预定投资提供资金的金融摩擦。这种无力为投资提供资金的情况可能(来自于)表现为信用约束、不能借款、不能发行股票、银行贷款依赖或资产非流动性。Fazzari、Hubbard and Peterson^[3](简称FHP)以美国制造业公司为经验实例, 证明了融资约束的存在及其对企业投资的影响, 即融资约束减少了企

业投资。该研究认为在资本市场不完善情况下, 企业往往因无法支付过高的外部融资成本, 而难以在外部资本市场上筹集到足够的资金, 因此使投资低于最优水平, 投资决策过于依赖内部资金, 企业因而受到融资约束。国内也有不少文献验证了融资约束的存在, 比如饶华春^[4]和沈红波等^[5]的研究。

还有越来越多的学者致力于探索影响企业融资约束的各种因素。从宏观环境层面看, 西方很多研究指出, 金融发展水平是影响企业融资约束程度的重要因素, 如Love^[6]的研究。国内学者立足国情, 对金融发展与企业融资约束缓解之间的关系也已作出较多研究, 比如饶华春^[4]、沈红波等^[5]和李斌等^[7]的实证结果均表明, 金融发展水平提高有助于减轻企业融资约束。从微观企业自身层面看, 企业规模^[3,8]、所有权性质^[5,9,10]或企业拥有的政治关系^[11-12]等, 均可成为影响企业融资约束的重要因素。

近年来, 国内财政金融体系对装备制造业进行重点投入, 但由于长期忽视金融业的资源配置功能, 市场化资源配置功能尚未到位, 企业往往需凭借其拥有的政治关系获取贷款便利。例如, 徐龙炳和李科^[12]的研究证明了政治关系有助于公司获取融资资源, 从而提高公司价值的观点。由于正处在发展中和转型期的我

收稿日期: 2013-04-19

基金项目: 中国制造业发展研究院开放课题(SK20120200-13); 江苏省教育厅高校哲学社会科学基金项目(2013SJB790045); 南京信息工程大学科研启动费项目(SK20100105)

作者简介: 段一群(1975—), 女, 湖南邵阳人, 南京信息工程大学中国制造业发展研究院讲师, 博士后在读, 研究方向为金融工程; 戴稳胜(1969—), 男, 江苏扬州人, 博士, 中国人民大学财政金融学院副教授, 研究方向为风险管理与精算。

国金融体系和产业发展均有其特殊性,西方学者在此领域的研究贡献并不完全适用于我国;国内学术界已有相关文献大多停留在宏观层面,还很少深入到具体行业和企业层面去解决实践中的问题,因此基于国情和微观视角的研究尚有进一步拓展的空间。本文考虑国内金融环境动态发展和企业拥有的政治关系,对不同所有制装备制造上市企业所受的融资约束状况进行实证检验。由于装备制造上市公司是行业中相对优秀和成功的企业,若在上市公司中发现受到融资约束的证据,那么对非上市的装备制造企业而言问题会更加严重,这样的研究无论对理论发展还是政策实践来说都应是一次有益的尝试。

1 研究假设、模型和样本

1.1 实证假设

从企业政治关系方面考虑,在中国现行金融制度下,存在基于所有权性质的企业融资约束程度分异现象,装备制造业领域的上市企业同样面临这种情况,普遍认为国有企业所受的融资约束程度较非国有民营企业轻。长期以来,不论是中央政府控制的国有企业还是地方政府控制的国有企业,都受到各级政府或国有银行的政策、资金支持。原因在于国内大型银行出于对还贷风险控制的本能,及其自身大多都具有国有背景,使得信贷易向国企倾斜。由此,我们得出本文第一个待检验的假设。

假设 1:非国有装备制造企业遭受的融资约束程度较国有装备制造企业严重。

近年来,中国致力于把装备制造业,特别是高端装备制造业培育成为国民经济的支柱产业。在已出台实施的系列政策中,融资推动是其中关键内容。例如,国家开发银行等政策银行近年来将装备制造业作为信贷资金的重点投向之一,重点考虑各省装备制造业发展的重点企业和项目、“走出去”和关乎产业安全的企业和项目。诚然,我国装备制造企业面临的金融环境不断改善,但对不同所有制类型的装备制造企业而言,政策惠及程度和效果差异很大,基于此,考虑金融环境因素,形成本文第二个待检验假设。

假设 2:随着金融环境逐步变化,国有装备制造企业融资约束的缓解程度较非国有装备制造企业更大。

1.2 理论模型和变量设定

1.2.1 国内装备制造企业融资约束度量与投资—现金流敏感性

在西方学界,以 FHP^[3] 的实证方法为开端,Hoshi^[13]、Bond 和 Meghir^[14] 等一系列研究均以考察现金流和投资行为的关系,即投资—现金流敏感性来度量融资约束程度。他们所遵循的基本思路可概括为:由于企业面对的并非完美市场,信息不对称的存在提高了企业外部融资成本,企业外部融资行为受到约束,

从而使企业投资在更大程度上依赖于内部现金流,也就是说,企业投资显示出对现金流量运动“过度的敏感性”。内外部融资成本差异越大,这种融资约束的效应越强,企业投资对现金流的依赖性越明显,企业投资和现金流之间表现出更强的正相关性。

国内针对融资约束问题的重要文献大多借鉴 FHP^[3] 的方法,如饶华春^[4]、沈红波等^[5] 和李斌等^[7]。目前所见的以我国上市公司为样本的系列研究都发现,企业投资对内部现金流量非常敏感。这是因为与发达国家企业相比,国内企业赢利能力仍不强,财务费用比例过高,企业内部现金流量水平低,投资严重依赖外部融资;又鉴于中国资本市场不完美、效率不高的不争事实,我国企业面临的外部融资约束较为严重。

作为“外部融资依赖度较高”的装备制造企业,内部现金流量短缺对投资的影响在其当前高速发展时期会更为明显。因此,以投资—现金流敏感性来度量企业所受的融资约束,对于国内装备制造企业更具普遍意义。

1.2.2 实证模型构建及变量定义

各类投资—现金流模型以托宾 Q 模型或欧拉方程模型为代表,但是 Q 模型的应用对资本市场的效率假设有很高要求,并且有关托宾 Q 值的计算存在较大争议^[4]。因此在中国资本市场,托宾 Q 值的应用存在局限性。例如饶育蕾和汪玉英^[15] 的实证研究指出,因为中国特殊的股权结构安排以及中国证券市场定价的偏离,使托宾 Q 指标不能真实反映公司价值,因而也不能反映公司投资机会。考虑到装备制造企业中国有企业众多,股权分置等现象突出,采用 Bond 和 Meghir^[14]、Harrison 和 McMillan^[16] 等发展起来的欧拉方程投资模型,即在标准欧拉投资方程中引入反映融资约束的现金流变量,考察投资跨期决策。

本研究在欧拉方程投资模型中引入反映装备制造企业金融环境改善情况的交互变量,以检验金融环境变化对装备上市企业融资约束的缓解作用,构建出新的检验模型如下:

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_i = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \left(\frac{I}{K}\right)_{i-1} + \beta_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i-1} \\ & + \beta_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} + \beta_5 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot TDE_{t-1} + \beta_6 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot \\ & STF_{t-1} + u_i + v_i \end{aligned} \quad (1)$$

对式(1)的具体说明如下:①I、K、Y、CF 分别为考察期内投资、资本存量、净产出、现金流, u_i 为不可观察的个体效应, v_i 为随机扰动项, $t-1$ 表示 t 期的前一期, i 表示企业;②若 β_1 符号为正且显著,则表明该企业存在融资约束;③TDE 为所有样本企业的贷款总额/主营业务收入总额,由于迄今为止国内企业债务融资的形式主要为银行贷款,而银行贷款的投向及其在某个行业的存量水平,在很大程度上取决于国家或当地的产业政策导向,反映了该行业面临的贷款融资环境,

所以该指标反映行业债务融资水平。STF 为股市发展因子,反映行业面临的整体资本市场发展水平,这是因为股票市场的市场性、投机性和信息不对称决定了股市并无特定的行业取向,即使是政策环境也只对股民行业选择偏好产生短期、间接影响,因而该指标考察的是行业面临的整体资本市场情况。STF 的计算通过因子分析法得出,此处需特别说明的是,虽然饶华春^[4]、沈红波等^[5]和 Demirguc-Kunt^[17]等研究中都有涉及对金融发展衡量指标的定义,但这些研究中未见具体针对某个行业的融资环境进行考察的指标。本研究提出采用 TDE 和 STF 两个指标分别从资本市场股权融资和银行债务融资两方面衡量装备制造业面临的融资环境变化,二者所在的乘积项系数 β_5 和 β_6 用以考察它们对企业融资约束的影响,若 β_5 和 β_6 符号为负且显著,则意味着融资环境变化使企业投资对内部现金流的敏感性或依赖程度减少,企业融资约束得到缓解。

对企业政治关系的考量方面,为了检验不同所有制上市公司的融资约束,在式(1)中引入表示企业所有制性质的指示变量,最终检验模型如式(2)所示。

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_i &= \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \left(\frac{I}{K}\right)_{i-1} + \alpha_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i-1}^2 + \alpha_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i-1} \\ &+ \alpha_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} + \alpha_5 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot TDE_{t-1} + \alpha_6 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot \\ &STF_{t-1} + \alpha_7 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot X + \alpha_8 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot TDE_{t-1} \cdot X + \\ &\alpha_9 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i-1} \cdot STF_{t-1} \cdot X + u_i + v_i \end{aligned} \quad (2)$$

式(2)中,X 变量表示企业所有制性质的指示变量,其取值为 0 或 1,企业控股人为非国有时取值为 0,企业控股人为国有时取值为 1。当式(2)各系数均显著时,对国有企业与非国有企业,式(2)的 α_0 、 α_1 、 α_2 与 α_3 分别对应式(1)中的 β_0 、 β_1 、 β_2 和 β_3 ,其它各系数对应关系如表 1 所示。

表 1 系数对应关系

企业性质	β_4	β_5	β_6
国有企业	$\alpha_4 + \alpha_7$	$\alpha_5 + \alpha_8$	$\alpha_6 + \alpha_9$
非国有企业	α_4	α_5	α_6

结合前文分析可知有以下假设:

(1)若 α_4 符号为正且显著,则表明企业存在融资约束;如果 α_7 为负且显著,则表明国有企业融资约束较非国有企业为弱,反之 α_7 为正且显著,则表明国有企业融资约束较非国有企业为强;如果 α_7 不显著,则表明国有企业与非国有企业的融资约束无显著差异;如果 α_7 显著且 $\alpha_4 + \alpha_7$ 为正,则表明国有企业也存在融资约束;如果 α_7 显著且 $\alpha_4 + \alpha_7$ 为负,则表明国有企业不存在融资约束。

(2)若 α_5 为负且显著,则表明银行业发展使企业融资约束有所缓解;如果 α_8 为负且显著,则表明银行业发展使国有企业融资约束缓解较非国有企业缓解程度

大,如果为正则相反,表明银行业发展使国有企业融资约束缓解不如非国有企业的缓解程度;当然,如果 α_8 不显著,则表明银行业发展使国有与非国有企业的融资约束缓解程度无显著差异;如果 α_8 显著,且“ $\alpha_5 + \alpha_8$ ”为负,则表明银行业发展使国有企业融资约束有所缓解,反之,如果和为正,则表明银行发展未能使国有企业融资约束得到缓解。

(3)如果 α_6 为负且显著,表明股市发展使企业融资约束得到缓解;如果 α_9 为负且显著,表明股市发展使国有企业融资约束缓解程度较非国有企业强,如果为正则相反,表明股市发展使国有企业融资约束缓解程度不如非国有企业;如果不显著则表明,股市发展使国有企业与非国有企业的融资约束缓解程度无显著差异;如果 α_9 显著且“ $\alpha_6 + \alpha_9$ ”为负,则意味着股市发展使国有企业融资约束有所缓解,反之,如果 α_9 显著且和为正,则表明股市发展未能使国有企业融资约束得到缓解。

式(2)中其它关键变量的定义为:投资 I 采用现金流量表中的“固定资产投资支付的现金”,以核算企业实际投资支出金额;现金流 CF 采用企业年度经营活动产生的现金流净额;净产出 Y 采用净利润;资本存量 K 取固定资产总额,用于对上述指标进行标准化,并起到剔除规模影响的作用。此外,在计算 TDE 指标时,样本企业贷款总额为其短期借款与长期借款之和。

1.3 样本及数据来源

本文研究依据装备制造业“7 分类法”定义,这是按照国民经济统计中的行业口径来对中国装备制造业进行分类的,据此可将中国装备制造业划分为 7 类。对应于证监会行业板块中,有 6 类子行业和“七分法”中相同,通信设备、计算机及其它电子设备制造业(40)被拆分成 5 个小行业:电子元器件制造业、日用电子器具制造业、其它电子设备制造业、通信及相关设备制造业、计算机及相关设备制造业。本文以我国沪、深两市 2004—2010 年 A 股装备制造业上市公司 7 年的数据为实证研究样本,数据取自 CSMAR,筛选过程中剔除了考察期内无法保持数据连续性的企业,共得到研究样本 283 个。

2 实证研究及结果

2.1 股市发展因子(STF)计算

表 2 为 2004—2010 年的国内生产总值、股票市价总值和股票成交金额,以及以此为依据计算得到股市发展因子得分相关指标与最终得分。数据来源于《中国统计年鉴 2010》和中国证监会发布的统计数据。通过对股票市价总值/GDP、股票成交金额/GDP 和股票成交金额/股票市价总值三者进行因子分析,提取第一个因子得出其在股市发展因子 STF 中的得分系数。

表 2 2004—2010 年股市发展因子相关指标及股市发展因子得分

年份	GDP(亿元)	股票市价 总值(亿元)	股票成交 金额(亿元)	股票市价 总值/GDP	股票成交 金额/GDP	股票成交金额/ 股票市价总值	股市发展 因子得分
2004	159 878.3	37 056	42 334	0.232	0.265	1.142	-0.800 75
2005	184 937.4	32 430	31 665	0.175	0.171	0.976	-0.885 35
2006	216 314.4	89 404	90 469	0.413	0.418	1.012	-0.284 04
2007	265 810.3	327 141	460 556	1.231	1.733	1.408	1.944 13
2008	314 045.4	121 366	267 113	0.386	0.851	2.201	-0.674 44
2009	340 506.9	243 939	533 161	0.716	1.566	2.186	0.435 22
2010	401 2022	265 423	545 634	0.662	1.360	2.056	0.265 23

通过因子分析,因子载荷分别为 0.992,0.862 和 0.204。该载荷表明,2004—2010 年股市发展水平主要受股票市值与 GDP 之比、股票成交额与 GDP 之比的影响,而股票成交金额与股票市值总额之比几乎不能表明股市发展水平。因子得分系数分别为 0.701、0.423 和 -0.294,也就是说在 2004—2010 年,股票市值与 GDP 之比、股票成交额与 GDP 之比对股市发展水平的综合影响是正面的;股票成交金额与股票市值总额之比对股市发展水平的综合影响却是负面的,而该指标反映的是股市交易活跃程度。这说明在我国股市融资机制尚不健全的今天,交易频率越高,股市非理性和投机性越大,这恰恰反映了国内股市发展的不成熟性。

最后由因子得分系数计算出各年股市发展因子得分(见表 2),该数据表明 2007 年企业在股票市场融资

环境最佳,融资环境从最佳到最差的排序为:2007 年、2009 年、2010 年、2006 年、2008 年、2004 年、2005 年,这与最近几年我国股市实际状况基本相符。

2.2 描述性统计结果

表 3 为主要变量的描述统计结果。

2.3 实证检验结果

部分学者认为,由于模型中采用了因变量的滞后变量作为解释变量,从而使解释变量具有内生性。但计量理论研究表明,模型中因变量的滞后变量作为解释变量时属于前定变量,通常并不具有内生性,如怀疑具有弱内生性,也需要通过检验加以证明。内生性 Hausman 检验表明,本文中因变量作为滞后变量并未导致内生性问题发生。通过检验,最终选定截面随机效应模型求得参数解,结果如表 4 所示。

表 3 主要变量描述统计结果

变量	观察数	均值	最小值	最大值	标准差
I/K	非国有	672	0.875	0.00	308.03
	国有	1 309	0.235	0.00	5.69
	全部样本	1 981	0.452	0.00	308.03
Y/K	非国有	672	-0.217	-451.65	39.15
	国有	1 309	0.164	-9.50	19.86
	全部样本	1 981	0.034	-451.65	39.15
CF/K	非国有	672	0.252	-172.711	153.967
	国有	1309	0.217	-039.235	22.119
	全部样本	1981	0.229	-172.711	153.967

表 4 截面随机效应模型检验结果

项目	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
(I/K) _{t-1}		3.989 240	0.285 383	13.978 53	0.000 0
(Y/K) _{t-1}		0.240 334	0.102 386	2.347 343	0.019 0
(CF/K) _{t-1}		3.559 967	0.655 803	5.428 411	0.000 0
(I/K) _{t-1} ²		-0.013 557	0.000 909	-14.919 93	0.000 0
(CF/K) _{t-1} * TDE _{t-1}		-24.636 73	4.131 011	-5.963 849	0.000 0
(CF/K) _{t-1} * STF _{t-1}		-0.423 125	0.103 482	-4.088 863	0.000 0
(CF/K) _{t-1} * X		-4.097057	1.364 044	-3.003 610	0.002 7
(CF/K) _{t-1} * TDE _{t-1} * X		27.961 26	8.532 048	3.277 203	0.001 1
(CF/K) _{t-1} * STF _{t-1} * X		0.578 039	0.452 497	1.277 443	0.201 6

通过对模型参数的分析,可得到如下结果:

(1)国内装备制造上市企业存在融资约束。由表 4 可以看到,除 (CF/K)_{t-1} * STF_{t-1} * X 以外,其它各变量均在 1% 的显著性水平上显著,且 (CF/K)_{t-1} 的系数为正,即企业投资与内部现金流正相关,这种投资和现金流高度敏感的证据表明,企业存在着明显的融资约束现象。

(2)国有装备制造上市企业所受的融资约束比非国有企业小。表 4 中 (CF/K)_{t-1} * X 乘积项系数为负,表明国有企业所受融资约束较非国有企业宽松。

(3)国有装备制造上市公司融资软约束得到证明。表 4 中 (CF/K)_{t-1} 项的系数与 (CF/K)_{t-1} * X 项系数均显著,且两者之和为负,这表明对于国有装备制造上市公司,几乎不存在融资约束。这一发现与现有研

究结果有所不同,证实了融资软约束问题的存在。

(4)随银行与股市融资环境的改善,非国有装备制造上市企业所受融资约束得到缓解。表4中 $(CF/K)_{t-1} * TDE_{t-1}$ 系数为负,表明随着银行体系逐步发展,非国有装备制造上市企业所受融资约束得到缓解; $(CF/K)_{t-1} * STF_{t-1}$ 系数为负,表明随着国内股市的发展,非国有装备制造上市企业所受融资约束得到缓解。

(5)银行与股市融资环境的改善对国有装备制造上市企业的融资约束,几乎没有缓解作用。表4中 $(CF/K)_{t-1} * TDE_{t-1}$ 与 $(CF/K)_{t-1} * TDE_{t-1} * X$ 项的系数之和为正,表明银行业发展对国有企业融资约束几乎没有缓解,而 $(CF/K)_{t-1} * STF_{t-1}$ 与 $(CF/K)_{t-1} * STF_{t-1} * X$ 两项系数之和也为正(虽然后者并不显著),表明股市发展对国有企业融资约束缓解作用尚不显著。这一结论与第(3)点中的结论一脉相承,因为金融体系对国有装备制造融资约束本来就是软约束,其环境的改善对国有装备制造融资约束的缓解作用就不明显了。

(6)银行与股市融资环境改善,对非国有装备制造上市企业所受融资约束改善的程度,要优于对国企改善程度。表4中 $(CF/K)_{t-1} * TDE_{t-1} * X$ 所在项的系数显著为正,表明银行体系发展对企业融资约束的缓解程度,国有装备制造上市企业融资约束被缓解程度低于非国有装备制造上市企业。 $(CF/K)_{t-1} * STF_{t-1} * X$ 所在项表明股市发展对企业融资约束的缓解程度,该项系数为正但并不显著,说明国有装备制造上市企业被缓解程度可能低于非国有装备制造上市企业,但这种差别并不显著;这也表明,非国有装备制造上市企业的融资约束程度,尚需随着资本市场进一步改进才能有较大幅度缓解。

3 研究结论与启示

3.1 主要结论

(1)国内装备制造上市企业中非国有企业确实存在融资约束,而对于国有装备制造上市公司,几乎不存在融资约束,其融资软约束问题得到了证实。一方面,从获得金融支持的情况看,政府政策、资金支持和银行信贷长期以来都向国有企业倾斜,这使得国有装备制造企业存在融资不能得到有效约束的问题;另一方面,国内资本市场发育不健全、市场化程度较低、市场行情长期低迷,使资本市场资金供给功能受到限制,因此从整体上看,金融支持力度仍滞后于装备制造业发展的需要。

(2)随着银行与股市融资环境的改善,非国有装备制造上市企业融资约束有明显缓解趋势,而对于国有企业,由于融资软约束问题早已存在,国有装备制造企业的融资约束几乎没有得到缓解。从一定程度上讲,以上实证结论可视为我国融资环境中市场化进步的表现。以往常见的情况是,国有企业预算软约束和地方政府行政力量相融合,在信贷资金获取上向国有银行

不断施加压力,而国有银行则在对国有企业实行倾斜政策的背景下,总对国有企业的贷款要求作出某些让步。但是随着银行与股市金融体系的发展和市场化程度的提高,对一直受到国家财政和信贷大力支持的国有装备制造上市企业而言,其融资约束缓解程度却不如非国有企业那么大。这种情况正如朱红军^[18]所指出的,国有企业预算软约束的存在,扭曲了国有企业面临的真实融资约束,使其投资对内部现金流的依赖程度明显低于非国有企业,并且这种软约束的存在还减弱了金融发展给国有企业带来的积极作用,产生“漏出”效应。

3.2 政策启示

上述结论为我们提供了两方面的政策启示:一方面,融资约束的存在是制约装备制造业升级发展的极大障碍。就现状而言,虽然深化金融体制改革是建立、完善高效金融体系的根本途径,但是短期内收效甚微。因此,加大政策融资推动力度和广开融资渠道,应成为努力的方向;另一方面,从装备制造企业融资约束的缓解角度看,在改善金融环境的同时,还要硬化国有企业预算约束。考虑到非国有企业经营活动对银行贷款的依赖程度较低,这也降低了我国金融发展的效果,金融体系若要充分发挥其功能,需加快自身的改革。众所周知,资本市场不仅具有资金供给的核心功能,还可利用股权融资替代债权融资以降低企业财务费用,更可以借助于资本市场建立健全企业发展的激励机制和社会监督机制,因而扩大资本市场规模比扩大信贷规模更具积极意义。

4 结语

本文与已有研究相比,主要的区别和贡献在于:①关于股市融资水平的发展。本文以因子分析方法探讨股市融资机制,从股市发展的内部结构角度构建股市发展因子,在理论与实务上,均较以往对指标的简单相加更为准确;②以一个计量模型对装备制造业内国有与非国有企业的融资约束作了显著性检验。这种检验不仅从统计角度检验了业内国有企业与非国有企业融资约束差异的显著性,也较分别构建模型再以邹检验(Chow test)进行检验的方式更为精确、简明;③本研究运用国内装备制造上市公司数据,为国有装备制造融资软约束的存在提供了统计证据;④更深入地分析了不同所有权性质装备制造企业融资约束缓解的差异,并以计量模型验证了这种差异的显著性。

本文的不足之处在于,对于装备制造业国有上市公司融资软约束的解决方式未能提出有效解决途径并以模型证明之。此外,未来还可以结合装备制造业上市企业的公司治理、企业规模等因素,对企业融资约束、金融业发展对不同类型的融资约束缓解等问题作更深入的探讨。

参考文献:

- [1] 邵平,秦龙,孔爱国. 商业银行对产业发展的催化——来自中国的证据(1991—2006) [J]. 金融研究,2007(12):117-118.
- [2] LAMONT O, POLK C, SAA-REQUEJO J. Financial constraints and stock returns[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14(2): 529-554.
- [3] FAZZARI S M, R G HUBBARD, B C PETERSEN. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1):141-206.
- [4] 饶华春. 中国金融发展与企业融资约束的缓解——基于系统广义矩估计的动态面板数据分析[J]. 金融研究, 2009(9): 156-164.
- [5] 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): 55-64.
- [6] LOVE I. Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model [J]. The Review of Financial Studies, 2003, 16(3): 765-791.
- [7] 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.
- [8] 罗琦,肖文翀,夏新平. 融资约束抑或过度投资——中国上市企业投资—现金流感度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007(9): 103-110.
- [9] BRANDT L, LI H B. Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(3): 387-413.
- [10] 李广子,刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137-150.
- [11] KHWAJA A I, MIAN A. Do lenders favor politically connected firms? rent provision in an emerging financial market [J]. Quarterly Journal of Economics, 2005, 120(4): 1371-1411.
- [12] 徐龙炳,李科. 政治关系如何影响公司价值:融资约束与行业竞争的证据[J]. 财经研究, 2010(10): 60-69.
- [13] HOSHI T, KASHYAP A, SCHARFSTEIN D. Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups[J]. Quarterly Journal of Economics 1991, 106(1): 33-60.
- [14] BOND S, MEGHIR C. Dynamic investment models and the firm's financial policy[J]. Review of Economic Studies, 1994, 61(2): 197-222.
- [15] 饶育蕾,汪玉英. 中国上市公司大股东对投资影响的实证研究[J]. 南开管理评论, 2006(5): 67-73.
- [16] HARRISON A, MCMILLAN M. Does direct foreign investment affect domestic firm credit constraints[J]. Journal of International Economics, 2003, 61(1): 73-100.
- [17] DEMIRGUC-KUNT A, L ROSS. Stock market development and financial intermediaries: stylized facts[J]. World Bank Economic Review, 1996, 10(2): 291-321.
- [18] 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, 96.

(责任编辑:查晶晶)

Financial Environment, Political Connections and Financing Constraint: Based on Empirical Evidence of the Equipment Manufacturing Industry Listed Company

Duan Yiqun¹, Dai Wensheng²

(1. China Institute of Manufacturing Development, Nanjing 210044, China;

2. The School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: To aim at the bottleneck of the shortage of funds to upgrade the equipment manufacturing and to investigate the problem of financial constraints the equipment manufacturers suffer, so as to provide micro-evidence for the financing drives of industry upgrading. Based on 2004—2010 panel data of listed companies in China equipment manufacturing, the empirical results show: ① Within the domestic equipment manufacturing, financing constraints do exist to non-state-owned listed companies, and soft constraint on financing of state-owned listed companies has been confirmed; ② With the improvement of the financing environment originated from banks and the stock market, financing constraints of non-state-owned listed companies in equipment manufacturing are obviously relieved, but that of state-owned listed companies are scarcely relieved.

Key Words: Listed Companies; Equipment Manufacturing; Financial