

# 金融市场化, 所有制 差异与融资渠道

——基于世界银行中国企业投资环境调查的实证分析

□张 鹏<sup>1</sup> □施美程<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836;

2. 清华大学 社会科学学院, 北京 100084)

本文实证检验了金融市场化对于企业融资约束的作用机制及其影响, 并且探讨了这种影响是否在不同所有制企业间存在差异。研究发现: (1) 总体而言, 金融市场化有助于缓解各类企业融资约束; (2) 相比而言, 民营企业面临着显著融资难、融资贵等问题, 而金融市场化程度的提高可有效缓解民营企业的融资约束; (3) 金融市场化有利于企业获得更多的融资渠道, 譬如银行贷款、商业信用等, 从更广的视角上探讨了金融市场化对企业融资的影响。

**关键词:** 金融市场化; 融资约束; 融资渠道

**中图分类号:** F832.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003—5656(2016)11—0054—09

DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2016.11.007

## 引 言

随着我国经济从高速增长转向中高速增长的“新常态”, 依靠加杠杆、扩产能的传统扩张模式正变得难以为继, 经济增长正从规模供给转向价值创造阶段(张平等, 2014)<sup>[1]</sup>。在此新旧增长动能转换期, 中国经济的增长动力更多依赖于创新驱动, 随着互联网+等新经济、新业态的不断崛起, 一大批创新型中小企业应运而生, 他们不仅能够挖掘中国经济进入新常态后居民的多样化需求、定制化需求, 充分利用长尾市场来创造企业价值, 也带动了商业模式、科技进步等创新增长。然而, 在中小企业逐渐成长过程中通常面临着融资难问题, 企业现金流紧张成为决定企业成长甚至生存的重要因素, 根据UNECE(2009)的研究新经济企业从萌芽到初创期(startup)过程中资金支持通常依赖于自由资金, 现金流较为紧张, 很大一部分会落入死亡之谷(death of valley, 图1)<sup>[2]</sup>。近年来, 中国通过改革现有比较单一的金融体系, 发展多层次资本市场体系等手段来破解影响中小企业融资难、融资贵的深层次矛盾, 融资渠道多元化、融资体系完备化、融资手段多样化, 直接融资比重不断上升, 银行贷款、表外业务等间接融资比重在不断下降, 金融改革成为经济增长和促进技术创新的“加速器”。基于金融市场化不断深化的背景, 本文研究金融市场化进程能否在一定程度上缓解企业融资约束问题, 是否促进企业更多融资渠

**基金项目:** 国家社会科学基金青年项目“人口年龄结构、人力资本与中国创新增长的关系研究”(14CRK016); 国家社会科学基金重大项目“加快经济结构调整与促进经济自主协调发展研究”(12&ZD084); 中国社会科学院经济研究所创新项目“中国经济新增长阶段的主要特征与结构调整研究”

道的获得?金融市场化是否能普惠到所有企业,不同所有制企业间是否存在差异?通过回答这些问题,不仅能从理论上更好地解决中小企业融资难、融资贵问题,还能评价发展多层次资本市场体系、推进互联网与金融相融合等对缓解实体经济融资成本较高的作用,从而对未来金融市场化改革提供理论和经验支持。

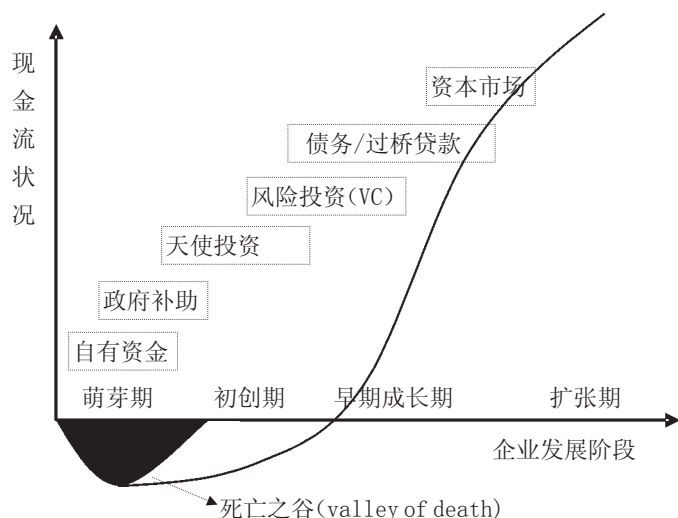


图1 企业不同阶段资金来源

企业是宏观经济的细胞,企业在成长过程中遇到的融资约束问题是影响企业可持续发展的关键<sup>[3][4][5]</sup>。Claessens & Laeven (2003) 的研究表明合理的产权保护和完备的现代金融体系更加有利于企业的外部融资<sup>[6]</sup>。Pagano, Panetta & Zingales (1998) 发现企业的融资约束和其信贷记录有着密切的关系,良好的信贷记录可以提高企业的声誉降低企业的融资约束,从而帮助企业以较低的成本进行直接或间接的外部融资<sup>[7]</sup>。Rajan & Zingales (1998) 发现发达的金融市场能够减少市场不完全性,从而减少外源融资和内源融资成本差异<sup>[3]</sup>。此外较高的

金融发展水平还能确保投资者获得企业投融资决策的信息,从而使企业更加容易获得外部资金<sup>[8]</sup>。Love (2001) 研究发现金融发展能通过减少信息不对称和契约不完备所导致的资本市场的不完善来减轻企业的融资约束,提高资源的配置效率<sup>[9]</sup>。朱红军等 (2006) 认为金融发展水平的提高能缓解企业的融资约束,促进企业投资的增长<sup>[10]</sup>。饶华春 (2009) 指出金融发展有助于降低企业的融资约束水平,而且民营企业的融资约束较国有企业得到更加明显的缓解<sup>[11]</sup>。张伟斌和刘可 (2012) 发现供应链金融等金融创新可以弥补中小企业的信用缺位,降低信贷市场的信息不对称,进而缓解中小企业所面临的融资约束<sup>[12]</sup>。魏志华等 (2012) 发现良好的金融生态环境有助于缓解企业融资约束,相比而言中小企业以及民营企业面临着显著更高的融资约束程度,而金融生态环境的优化可有效缓解这两类企业的融资约束<sup>[13]</sup>。

上述研究成果为我们更好地理解金融市场的发展变化对企业融资渠道的作用提供了重要的参考。本文的研究与已有研究的贡献主要体现在以下几个方面:第一,从研究视角而言,我们不仅在经典的投资现金流敏感度框架下分析了金融市场化改革对企业融资约束的影响,而且考察了金融市场化是否有利于企业融资渠道的获得,譬如银行贷款、商业信用等,从更广的视角研究金融市场化对企业融资的影响;第二,与现有多数研究使用上市公司数据库相异,本文的数据为世界银行2005年中国投资环境调查微观数据。虽然与上市公司数据一致都为企业微观数据,但一般而言中国上市企业是中国经营质量较高的企业,上市企业本身能在资本市场融资,因此其融资约束问题相对于普通企业而言较轻。那么,使用上市公司数据库可能会导致样本选择偏差和估计偏误问题,而世界银行2005年中国投资环境调查数据库的样本既包含了上市公司也囊括了众多的未上市企业,从统计角度而言样本分布具有广泛性和代表性,相应地研究结论也就更加科学。本文余下部分安排为:第一部分我们借鉴Laeven (2003)<sup>[14]</sup> 研究思路建立了金融市场化对企业融资约束的分析框架;第二部分为本文的数据来源与统计描述;第三部分从现金流约束与融资渠道获得两个方面详细研究了金融市场化对融资约束的影响;最后是本文

的结论与政策建议。

## 一、金融市场化对企业融资约束的影响

现有对企业融资约束的经验研究大多采用托宾Q模型或者欧拉投资方程来分析企业的融资约束问题。虽然两种方法均来自相同的最优化问题,但托宾Q模型的估计假设要求股票市场的价格要与管理者对资本的边际收益估计相一致,然而这一假设要求较强,并且存在较多的争议和问题(Bond & Cummins, 2001)<sup>[15]</sup>。基于此,我们参考Laeven(2003)<sup>[14]</sup>的研究,通过加入金融市场化的欧拉投资方程来估计企业是否存在融资约束问题以及金融市场化是否能缓解企业的融资约束问题。

根据Laeven(2003)<sup>[14]</sup>的研究,假设公司经营的目标是在t时将股票市值 $V_t$ 最大化,即股东红利 $D(D \geq 0)$ 现金流的贴现值最大,公司的目标函数可以表示为:

$$V_t = E_t(\sum_{i=0}^{\infty} \beta^i D_{t+i}) \quad (1)$$

(1)式中, $E$ 为期望符号, $\beta$ 为贴现因子。假设公司的资本存量为 $K$ ,公司的负债义务为 $B$ , $I$ 为当期固定资产投资, $P$ 为企业的利润,为最大化(1)式,公司所面临的预算约束为:

$$D_t = P_t + B_t - (1 + r_{t-1})(1 + \theta(B_{t-1}))B_{t-1} \quad (2)$$

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + I_t \quad (3)$$

通过使用拉格朗日乘子法可以求得以最大化企业股票市值为目标的最优投资路径为:

$$-(1 - \delta)\beta_{t+1}E_t((\partial P/\partial I)_{t+1}) = (\partial P/\partial I)_t + (\partial P/\partial K)_t \quad (4)$$

上述欧拉方程的含义是未来投资的边际收益的贴现值(左边)等于当期投资和资本存量的边际收益之和,投资的最优路径与t和t+1相邻两期投资的边际调整成本相关。Harrison & Mcmillan(2003)<sup>[16]</sup>假设企业投资的调整成本函数为: $G(K_t, I_t) = 0.5bK_t[(I/K)_t - c]^2$ , $b$ 和 $c$ 均为常数, $b$ 衡量了投资调整成本的大小, $c$ 表示投资的规模经济程度, $c$ 越大说明了投资的规模经济越强,从而扩大投资的规模成本较低(Laeven, 2003)<sup>[14]</sup>。为了求出企业的投资方程,设定企业的利润函数为:

$$P_t = p_t F(K_t, L_t) - p_t G(K_t, I_t) - w_t L_t - p_t^I I_t \quad (5)$$

其中, $F$ 为生产函数, $G$ 为投资调整成本,二者之差为净产出 $Y$ 。 $p$ 为产品价格, $w$ 为工人工资, $p^I$ 为投资品价格。将(4)和(5)式联立就能得到投资方程:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{t+1} = \text{Cons} + \alpha_1 \left(\frac{I}{K}\right)_t + \alpha_2 \left(\frac{I}{K}\right)_t^2 + \alpha_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_t + \alpha_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_t + \xi_t \quad (6)$$

(6)式中,Cons为常数项, $CF$ 为 $p_t F(K_t, L_t) - p_t G(K_t, I_t) - w_t L_t$ ,即企业的现金流。为了考察企业是否存在融资约束,我们主要观察 $\alpha_4$ 的系数方向,若 $\alpha_4 > 0$ ,说明企业存在显著的融资约束现象,个中原因是由于本期的现金流增加导致下期的投资增加,说明下期的投资资金来源主要依赖于企业的内部留存收益,反映了企业内部融资成本低于外部融资成本,即存在比较明显的(外部)融资约束现象。为了考察金融市场化程度是否缓解了企业的融资约束,我们加入了金融市场化与现金流量资本比的交叉项,因此方程(6)扩展为:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{t+1} = \text{Cons} + \alpha_1 \left(\frac{I}{K}\right)_t + \alpha_2 \left(\frac{I}{K}\right)_t^2 + \alpha_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_t + \alpha_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_t + \alpha_5 \left(\frac{CF}{K}\right)_t \times fm_t + \xi_t \quad (7)$$

其中, $fm$ 为金融市场化指数。若其系数 $\alpha_5 < 0$ ,说明金融市场化程度越高,越有利于缓解投资现金流敏感度,换言之,金融市场化程度较高的地区,企业投资的融资资金来源对企业的留存现金敏感度不高,说明企业能更多地从外部获得融资,融资约束得到缓解。

## 二、数据来源及描述性统计

本文数据来自于世界银行2005年的“中国投资环境调查”。样本涉及除西藏外中国30个省区中包含省会在内多数主要城市,样本容量为12400家企业。该项调查问卷选项主要集中于企业2004年的经营情况,也有部分选项如投资、固定资产净值等涉及到2003年和2002年,这就能方便我们检验投资现金流敏感度模型(7)。资本存量我们使用企业的固定资产净值来衡量,当期投资资本比使用I/K为企业投资和资本存量的比值,收入资本比Y/K为企业的销售收入与资本存量的比值,现金资本比CF/K为企业现金流与资本存量的比值。为了度量金融市场化变量,我们选取樊纲等(2011)<sup>[17]</sup>提供的要素市场化分项下金融市场化指数来度量各地区的金融发展情况,金融市场化具体划分为金融业竞争与信贷资金分配市场化两个子项,将二者加权即可获得金融市场化指数。最后我们将两个数据集进行合并,具体情况见表1的描述性统计。

表1 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
(I/K) <sub>t</sub>	0.191	0.184	0.000	0.791
(I/K) <sub>t-1</sub>	0.201	0.205	0.000	0.875
(I/K) <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>	0.084	0.144	0.000	0.765
(Y/K) <sub>t-1</sub>	17.310	376.443	0.000	28095.560
(CF/K) <sub>t-1</sub>	0.623	9.896	-108.283	569.019
FM	7.548	2.007	3.340	11.070

## 三、金融市场化对企业融资约束的检验

### (一)金融市场化与企业融资约束

我们使用世界银行中国投资环境调查微观数据与金融市场化指数的合并数据集对模型(7)进行了检验。具体回归结果见表2,基准模型中我们没有加入金融市场化指标,这样做的意义在于检验企业的投资现金流敏感度系数 $\alpha_4$ 是否大于0,观察中国企业是否存在融资约束现象。若 $\alpha_4 < 0$ ,说明企业不存在融资约束现象,那么下文的金融市场化是否缓解了企业融资约束的检验就没有必要。

观察表2回归结果,我们发现:基准回归中 $\alpha_4 > 0$ 并且在1%水平上显著,前期的现金流对本期的投资具有重要的影响,说明中国企业存在显著的融资约束问题。在此基础上加入金融市场化指标,见表2中第二列,我

表2 金融市场化与融资约束

	基准	全样本	国营企业	民营企业	外资企业
(I/K) <sub>t-1</sub>	0.7366 (24.821)***	0.7453 (25.023)***	0.7417 (9.601)***	0.7069 (18.061)***	0.8006 (13.127)***
(I/K) <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>	-0.6481 (-15.251)***	-0.6555 (-15.470)***	-0.7822 (-6.801)***	-0.6064 (-10.963)***	-0.6975 (-8.101)***
(Y/K) <sub>t-1</sub>	0.0004 (5.054)***	0.0002 (3.328)***	0.0027 (6.040)***	0.0001 (1.836)*	0.0002 (3.232)**
(CF/K) <sub>t-1</sub>	0.0242 (6.355)***	0.0218 (4.080)***	-0.0151 (-0.490)	0.0235 (3.086)**	0.0139 (1.579)
FM*(CF/K) <sub>t-1</sub>		-0.0024 (-4.129)***	0.0018 (0.419)	-0.0027 (-3.218)**	-0.0015 (-1.594)
_cons	0.0866 (3.612)***	0.0866 (3.616)***	0.0981 (1.856)*	0.0882 (2.970)**	0.0639 (1.063)
N	7396	7396	1106	4569	1721
adj. R <sup>2</sup>	0.169	0.171	0.195	0.156	0.223

注:括号内为t值。\*\*\*、\*\*和\*分别为1%、5%和10%的显著性水平。回归中我们控制了地区和年份固定效应,下同。

们发现金融市场化与现金资本比交叉项的系数显著为负,这表明金融市场化较高的地区企业的外部融资相对容易,原因在于金融市场化程度较高的地区的金融要素市场发育充分,除传统的银行等间接融资外,债券、股票等直接融资比例较高。金融市场化较高的地区通常资金较为充裕,大大便利了企业通过市场融资,企业获得更多外部融资就能更好地促进当地经济的发展,反过来又更加壮大金融市场规模。这与中国的现实情况吻合,图2表明金融市场化程度较高的地区都集中于东部沿海地区。

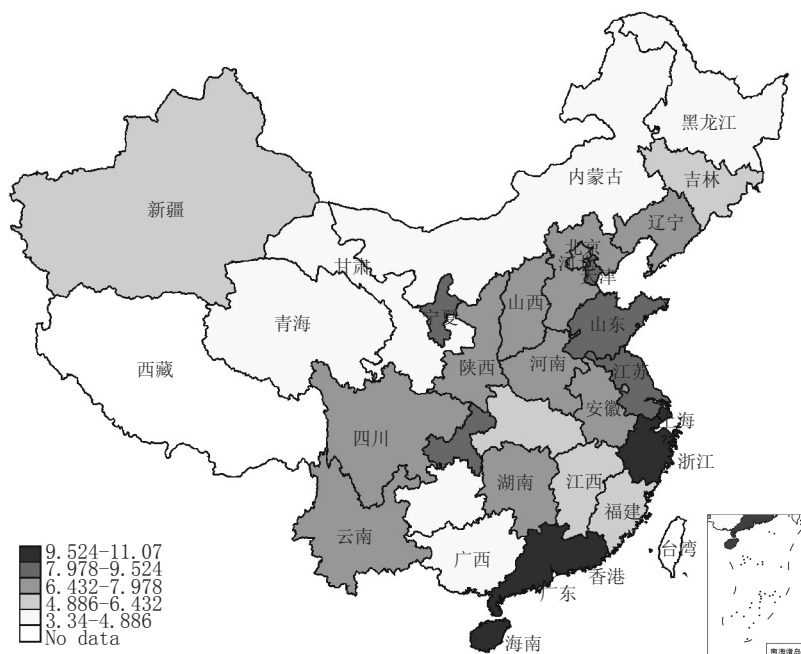


图2 2009年中国各地的金融市场化进程

资料来源:樊纲、王晓鲁、朱恒鹏,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社,2011年第1版<sup>[17]</sup>。

较弱且通常不是关系经济发展命脉的支柱产业,因此民营企业单纯依靠自身内部融资往往不能满足企业自身的发展需要,从外部获得融资就至关重要。这时若地方金融市场化程度较高,资本市场能满足不同层次和不同发展阶段企业融资的需要,那么民营企业而非融资较为容易的国有企业享受的制度红利就多,金融市场化对民营企业发展也就显得更为重要。

为了检验金融市场化对不同所有制企业融资约束的影响差异,我们分别对国有企业、民营企业和外资企业三个子样本进行了检验,见表2的3、4和5列。我们发现:(1)总体而言,三类企业的融资约束问题存在明显的差异,国有企业不存在融资约束现象;外资企业的系数为正,在15%水平上显著;而民营企业的融资约束现象最为显著。这与中国的现实情况是相吻合的,上文我们已经分析了预算软约束使得国有企业不存在融资约束问题。相对民营企业,外资企业通常为外资控股或者直接子公司,从外部或者控股公司获得资金的渠道相对较广,尤其是近年来地方在招商引资过程中,地方政府对外资企业常常提供税收减免、土地优惠等政策,这些政策红利也会使外资企业的资金问题得到缓解。(2)加入金融市场化后,金融市场化程度较高的地区能够降低民营企业的融资约束程度,并且在1%水平上显著。

## (二)金融市场化与企业融资渠道获得

前文通过扩展的欧拉投资现金流方程实证检验了金融市场化与融资约束的关系。实际上,金融市

上文检验我们知道融资约束在企业中是一个普遍现象,但这种“普遍”在不同的所有制企业中有较大差异。一方面,由于受到预算软约束的保护,国有企业从政府拿到的各种显性或隐性补贴较多,资金相对宽裕。加之国有企业规模较大、垄断程度高与地方政府较为密切,大型国有企业的发展就成为增加地方财政收入和促进地方经济发展的重要引擎,因此相对民营中小企业融资难融资贵的难题,国有企业融资约束问题不是特别严重;另一方面,由于民营企业规模小、资金实力

场化对企业融资约束是多维度的,不仅体现在投资现金流敏感度的降低,还表现为企业融资环境的改善以及融资渠道的获得。我们将通过细分企业获得融资资金的渠道,更为直接地考察金融市场化对其具体融资渠道获得的影响,以更全面地考察金融市场化与融资约束的关系。

目前企业获得融资来源的渠道主要有两个:第一是通过与金融机构的借贷协议获得,比如银行贷款;第二是通过企业之间的商业信用来获得,如商业票据等。为探讨金融市场化缓解企业融资约束的渠道,我们分别考察了金融市场化对企业获得不同融资渠道的影响。具体采用的回归方程的形式如下:

$$Fchannel_i = \alpha_1 + \alpha_2 fm_i + \chi Z_i + \kappa G_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

其中,Fchannel代表企业获得融通资金的来源,为0—1二值变量,包括企业是否获得银行贷款,是否获得商业信用等。Z和G均为控制变量。其中Z代表企业特征的控制变量,具体包括企业的经营年限(age)用企业所在年份减去企业的成立时间来衡量,企业利息费用(inter)用企业的财务费用与企业的总收入之比来衡量,企业税负(taxrate)用企业的所得税费用与企业的利润之比来表征,企业的固定资产投资率(invest)为企业固定资产投资与企业总收入之比,企业利润率(profi)为企业利润与企业总收入之比,企业的治理结构(gov)为企业是否设有董事会,该变量为虚拟变量。G为象征企业与政府关联关系的控制变量,已有的很多文献验证了政治关联在企业融资中的作用,民营企业家的政治身份犹如企业的质量信号向金融机构传递,降低民营企业进入金融机构获得贷款的能力(胡旭阳,2006)<sup>[18]</sup>。为了分析企业政治的关联对企业获得融资渠道的作用,本文加入了三个控制变量,分别是企业产品销售给政府的比例(pa1),企业产品销售给国企的比重(pa2),是否设有处理政府事务的办公室(pa3)。

### 1. 金融市场化与银行贷款获得

表3报告了金融市场化对企业获得银行贷款的影响。从本文重点关注的金融市场化变量来看,金融市场化的深入推进能够显著帮助企业获得更多的银行贷款。分所有制企业来看,金融市场化对民营企业银行融资渠道获得的作用要大于国有企业。这说明在我国金融市场改革较为滞后的情况下,银行贷款构成内资企业融资的重要途径,由于国有企业预算软约束的影响,国有企业对银行贷款的获得更多是依靠先天优势,而民营企业只有在金融市场发展更为完善的情况下通过银行获得更多的信贷资金。

从企业特征控制变量来看,企业经营年限构成企业获得银行贷款的重要因

表3 金融市场化与获得银行贷款

	全样本	国有企业	民营企业	外资企业
fm	0.0895 (6.246)***	0.0758 (1.722)*	0.1467 (7.858)***	-0.0109 (-0.363)
age	0.0122 (5.068)***	0.0155 (3.581)***	0.0177 (5.123)***	0.0162 (1.521)
taxrate	-0.0723 (-2.963)**	-0.1593 (-2.183)**	-0.1481 (-4.268)***	0.0143 (0.314)
inter	61.3925 (21.305)***	42.9574 (7.156)***	50.5196 (15.008)***	131.9808 (12.901)***
invest	0.0009 (1.695)*	0.0019 (1.572)	0.0007 (0.922)	-0.0011 (-0.429)
profi	-0.0347 (-1.352)	-0.1036 (-1.359)	-0.0643 (-1.825)*	-0.0530 (-1.056)
gov	-0.0464 (-0.454)	0.0855 (0.540)	0.2611 (1.568)	-0.0708 (-0.200)
pa1	0.0023 (1.024)	0.0019 (0.459)	0.0031 (1.005)	-0.0027 (-0.302)
pa2	-0.0010 (-1.163)	0.0004 (0.196)	-0.0015 (-1.409)	-0.0016 (-0.700)
pa3	0.2155 (3.420)***	0.3547 (1.882)*	0.2409 (2.926)**	0.0413 (0.333)
_cons	-0.8551 (-5.478)***	-1.3802 (-3.010)**	-1.2049 (-5.901)***	-0.4599 (-1.389)
N	6601	858	4204	1539
pseudo R <sup>2</sup>	0.101	0.101	0.101	0.160

素,企业经营年限越长获得银行贷款的概率越大。因为银行与企业的借贷关系本质上反映了信息不对称及可能存在道德风险问题,企业经营年限越长,企业的产品市场和客户群就越稳定,并且经营年限较长的企业与银行之间的合作关系较长,因此企业经营年限越长,银行与企业之间的信息不对称性降低,获得更多的贷款也是情理之中。从企业税负(taxrate)指标看,企业税负的上升降低了企业获得银行贷款的概率。企业税负反映了企业利润缴纳政府与自身留存的比例关系,较高的税负说明企业的经营成果的更大部分流向了政府,从而自身留存利润较低,导致发展的后劲不足。企业虽然可以向银行借款,但银行考虑到企业由于发展受限而导致未来经营的不确定性以及银行贷款到期后税收的偿还优先性高于债务,因此银行就可能降低对税负较重企业的贷款。从财务费用(inter)指标看,财务费用的上升显著提高了企业获得银行贷款的概率。企业财务费用是企业与银行合作关系的清晰体现,较多的财务费用说明企业历史上从银行获得贷款较多,一些大型设备和产能投资后续资金的需求量很大,在这种情况下银行的后续的放贷行为直接事关项目的成败,作为与企业攸关的利益共同体,银行就可能继续对企业进行金融支持。从企业利润(profi)指标看,利润对企业获得银行贷款的影响并不明显。尤其对于民营企业而言,系数显著为负。这进一步证实了中国资源配置扭曲这一事实。根据聂辉华和贾瑞雪(2011)<sup>[19]</sup>研究,企业间存在较为常见的资源误配问题,好的资源并没有配置到高效率的民营企业。从政府与企业关系pa1、pa2和pa3的系数看,仅有pa3的系数显著。这就说明企业中设立政府事务办公室能够有利于企业获得银行贷款,这在国营企业表现最为明显,民营企业次之,外资企业不显著。企业通过建立政府事务办公室建立了与政府日常沟通的机制,这部分相当于企业获得了政府的隐性担保,因此从银行获得更多的贷款。

## 2. 金融市场化与企业商业信用获得

商业信用是指工商企业之间相互提供的、企业与个人之间、与商品交易直接相联系的信用形式。从现实情况看,企业在正常的经营活动和商品交易中由于延期付款或预收账款所形成的企业常见的信贷关系,比较常见的形式有赊购商品、预收货款和商业汇票。企业融通资金的方式可以通过银行贷款或者从金融市场获得,也可以通过与商业伙伴之间获得商业信贷。这里我们继续分析金融市场化是否促进了企业商业信贷资源的获得,具体结果见表4。

表4 金融市场化与获得商业信用

	全样本	国营企业	民营企业	外资企业
fm	0.0609 (4.360)***	0.0015 (0.033)	0.0570 (3.303)***	0.0895 (2.991)**
N	6603	859	4205	1539
pseudo R <sup>2</sup>	0.008	0.017	0.008	0.015

总体而言金融市场化的上升能够显著提高企业获得商业信用的概率,分所有制看,金融市场化能够显著提高民营企业 and 外资企业获得商业信用的概率。金融市场化的完善象征着金融中介发展较为完善,例如银行承兑汇票,企业与企业间的商业信用关系能够更多地找到银行等金融机构作为承兑人或信用担保中介,促进了企业与企业之间商业信用发展。

## 3. 稳健性分析

我们主要使用替换指标和删除极端值相结合的方法来对结论的稳健性进行验证。在调查问卷中两个问题为“您感觉融资成本高吗”和“您有融资渠道吗”,选项分别为无、低、中、高和相当高五个答案,我们将无替代为0,表示企业融资中没有遇到困难,将低中高和相当高四项替代为1,表示企业有融资困难。问题中还涉及到了企业获得贷款的时间长度和从供货商那里获得商业信用占销售收入的比重(商业信用比重)这两项,具体回归结果见表5。

表5 稳健性检验

	融资渠道	贷款持续时间	商业信用比重	融资成本
fm	-0.0251	-0.0202	1.6563	-0.0707
	(-1.840)*	(-2.162)**	(5.609)***	(-3.623)***
N	6603	4219	1976	6603
R <sup>2</sup>	0.036	0.002	0.028	0.031

从表5的回归结果看,金融市场化发展有利于降低企业的融资成本和企业获得融资渠道。此外,金融市场的发展完善能降低企业的贷款时间,促进企业由长期融资向短期借贷转变。金融市场化带来了商业信用的发展,企业间的商业信用会逐渐取代现金结算,应收或预收性质类的资产占货币资金的比重会越来越高。因此,通过置换被解释变量可以发现我们的研究结论是稳健的。

#### 四、结论与政策建议

金融市场化进程在企业融资中具有重要的作用,这不仅体现在能够通过缓解企业投资中过多依赖内部融资,还体现在企业融资渠道获得的广泛,便利了企业的融资行为。本文采用扩展的欧拉投资现金流模型,分析了金融市场化加入能够有效降低企业的投资现金流敏感度,使企业的融资约束得到缓解。在此基础上,我们将融资约束细分为是否获得银行贷款和是否获得商业信用等微观渠道,结果表明金融市场化不仅能帮助企业获得更多的银行贷款,还会加速企业间商业关系的稳定,从而促进商业信用的获得。为了验证结论的稳健性,我们分别从问卷中选取融资渠道难易程度、融资成本高低、贷款时间长度和商业信用比重等四个变量对模型进行了检验,得出的结论依然证明了金融市场化能够缓解企业的融资约束帮助企业获得更多的融资渠道。

基于上述结论,本文提出如下政策建议:首先,大力发展股票市场和债券市场等直接融资,发展多层次资本市场体系,建立适应企业各发展阶段融资需求的资本市场,满足企业融资需求。其次,促进资本市场制度建设,使资本市场真正成为助推中国企业创新和价值创造的工具。健全信息披露和市场法治建设,从而使得资本市场不仅能满足企业融资功能,还能为投资者提供合理的回报。最后,优化金融生态环境,将金融市场化建设置于更宽和更广视野考虑。金融市场化建设是一项系统工程,金融市场化这一局部环境优化离不开经济环境这一整体及其各个构成要素,因此政府促进金融市场化 and 优化金融生态环境必须同时兼顾政府治理、经济基础、金融发展以及制度与信用文化等各个要素,统筹安排。

#### 参考文献:

- [1]张平,张磊,张鹏.中国经济从规模供给转向价值创造[N].上海证券报.2014-9-24:(A1版).
- [2]UNITED NATIONS ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE. Policy options and instruments for financing innovation: a practical guide to early-stage financing[M].V01.9.Geneva:United Nations Publications, 2009:1-6.
- [3]RAJAN R G, ZINGALES L.Which capitalism? Lessons form the east Asian crisis[J].Journal of Applied Corporate Finance, 1998, 11(3): 40-48.
- [4]JOHNSON S, MCMILLAN J, WOODRUFF C. Property rights and finance[R].National Bureau of Economic Research, 2002.
- [5]CULL R, XU L C.Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J].Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 117-146.
- [6]CLAESSENS S, LAEVEN L. Financial development, property rights, and growth[J].The Journal of Finance, 2003, 58(6): 2401-2436.
- [7]PAGANO M, PANETTA F, ZINGALES L.Why do companies go public? An empirical analysis[J].The Journal of Finance,



1998, 53(1): 27-64.

[8]DEMIRGÜÇ-KUNT A, MAKSIMOVIC V. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data[J].Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 337-363.

[9]LOVE I. Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model[J]. Review of Financial studies, 2003, 16(3): 765-791.

[10]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, (6): 64-71.

[11]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]. 河北经贸大学学报, 2009, (9): 156-164.

[12]张伟斌, 刘可. 供应链金融发展能降低中小企业融资约束吗?[J]. 经济科学, 2012, (3): 108-118.

[13]魏志华, 王贞洁, 吴育辉, 李常青. 金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J]. 审计研究, 2012, (3): 98-105.

[14]LAEVEN L. Does financial liberalization reduce financing constraints?[J]. Financial Management, 2003, 32(1): 5-34.

[15]BOND S, CUMMINS J. Noisy share prices and the Q model of investment[R]. Institute for Fiscal Studies, 2001.

[16]HARRISON A E, MCMILLAN M S. Does direct foreign investment affect domestic credit constraints?[J]. Journal of international economics, 2003, 61(1): 73-100.

[17]樊纲, 王晓鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.

[18]胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J]. 管理世界, 2006, (5): 107-113.

[19]聂辉华, 费瑞雪. 中国制造业企业生产率与资源误置[J]. 世界经济, 2011, (7): 27-42.

(收稿日期: 2016—09—16 责任编辑: 张鹏)

**Financial marketization, ownership differences and financing channels  
--Based on the empirical analysis of Chinese enterprises' investment  
environment survey taken by the World Bank**

**Zhang Peng, Shi Mei-cheng**

(1. Economic Research Institute, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100836;

2. School of Social Sciences, Tsinghua University, Beijing, 100084)

**Abstract:** Based on the empirical analysis, this paper tests the impacts of financial marketization on corporate financing constraints, and further explores whether such impacts are different in the different ownership of enterprises. Results show that: (1) In general, financial marketization is helpful in alleviating the financing constraints of various types of enterprises. (2) By comparison, private enterprises are facing obvious difficulties in financing issues, the improvement of the level of financial marketization can effectively alleviate private enterprise financing constraints. (3) Financial marketization enables enterprises to obtain more financing channels, such as bank loans, commercial credit, etc. In this way, this paper studies the impact of financial marketization on corporate financing from a broader perspective.

**Key words:** Financial marketization; Financing constraints; Financing channel