

产权性质、市场化改革与融资歧视

——来自上市公司投资—现金流敏感性的证据*

○ 刘津宇 王正位 朱武祥

摘要 非国有企业是否面临融资歧视? 以往的研究多着眼于国有和非国有上市公司负债率差异, 不能克服企业“自主选择”因素的干扰。本文从投资—现金流敏感性入手探讨融资歧视的存在性, 构建动态跨期联立方程回归模型, 发现国有上市公司投资水平几乎不随现金流波动, 而非国有上市公司显著受其影响, 从而证实了融资歧视的存在性。进一步分析表明: 股权分置改革有效地提高了资本市场信贷资源的配置效率, 降低了不同所有制企业资金可得性的差异, 为非国有上市公司提供了相对公平的融资环境。

关键词 产权性质; 融资歧视; 投资—现金流敏感性; 股权分置改革

*本文受国家自然科学基金面上项目“公司负债能力与公司资本结构”(71472100)资助

引言

金融体系变革、制度变迁与经济转型强烈碰撞催生的“中国模式”成为了国内外学者关注的焦点。^① Goldsmith等的开创性研究指出, 金融发展是经济增长的根基和潜在动力。^[1,2] 然而在中国的转型经济中, 资本市场的成长滞后于经济发展,^[3] 以国有银行为主导的信贷资源配置广受诟病。^[4,5] 许多研究认为, 非国有企业作为实体经济领域中最富有活力、内生动力和创新精神的力量, 其自筹资金比重较高, 且普遍借助于高成本的民间借贷或其他非正规渠道进行融资;^[6,7] 相比之下, 国有企业虽然效率低下、代理成本高昂,^[8-10] 对经济发展存在“增长拖累”(Economic Growth Cumbrance),^[11] 却依然占有了过高份额的银行信贷资金。^[12] 因此, 许多学者提出中国金融体系中非国有企业面临“融资歧视”的论点, 认为在公有产权背景下, 银行信贷决策受政府干预, 资金被过多地投放于

国有企业, 非国有企业成为融资中的“弱势群体”。

对于处在金融自由化和制度变迁进程中的中国而言, 探讨融资歧视的存在性有着至关重要的意义。中国资本市场的供给环境较差, 企业融资及资本结构影响因素的“供给方效应”非常突出, 因此, 银行主导的信贷配置效率高深地作用于实体经济发展, 产权性质带来的融资歧视将会构成实体经济发展的潜在桎梏。^[13]

根植于体制背景的融资歧视问题与金融发展和制度变迁有着千丝万缕的联系。2005年启动的股权分置改革是中国资本市场发展史上具有里程碑意义的事件, 通过理顺资本市场定价机制, 将资本运营纳入市场化操作的轨道中, 提高了资本市场效率,^[14] 也改善了公司治理水平。^[15,16] 而“融资歧视”的存在性作为反映资金配置公平性的一个侧面, 是衡量“股改”对资本市场效率增进作用的一个重要标杆。

如何从实证角度探讨非国有企业是否面临融资歧视? 以往的研究多从资本结构角度出发, 比较国有和非国有上市公司负债结构和负债率(包括短期负债率和长期负债率)的差异。^[17] 这些研究普遍发现, 上市公司国有股份的比例与资产负债率显著正相关, 由此推断国有企业能够更容易地获得更多的信贷资金, 而非国有上市公司则面临融资歧视。^[18]

但我们认为, 不同所有制企业负债结构和负债率的差异并不能推断出非国有企业面临融资所有制歧视。事实上, 企业“实际”负债率与其“可获得”的债务水平是不同的概念。企业负债率不仅与资本市场融资环境相关, 也受到行业竞争地位、经营稳定性等因素的影响, 负债率并不是国有企业和非国有企业的分水岭。^② 同时, 企业出于风险规避的考虑或监管要求, 会设置资产负债率上限。尤其是非国有企业面临复杂的市场经营环境和

政策环境，负债融资可能更为谨慎和保守，也更有动机进行负债率管理。^[19]因此，尽管实证研究观察到非国有企业负债率相对较低，但可能是因为它们“不愿意”维持较高的负债率，而不一定是受到融资歧视的结果。方军雄比较不同所有制企业上市前后债务结构的差异，证实了用负债率指标衡量融资歧视的不合理性，但其研究并未提出一个适当的、可以反映不同所有制企业真实融资环境差异的直接指标。^[20]

那么，如何排除企业“主动选择”的可能性？在本文中，我们尝试以投资—现金流敏感性作为企业融资歧视的衡量尺度，并将其纳入市场化改革的框架中，对融资歧视的存在性进行重新审视。从动态视角来看，企业的投融资决策之间存在对冲效应。即企业面临现金流冲击（尤其是负面冲击）时，有两个选择：（1）调整投资决策。例如，当现金流枯竭时，放弃部分投资；（2）调整融资决策（包括股权和债权融资），出售资产、增加资金来源以支持现有投资。企业投资包括运营中的项目、在建项目和计划投资项目等，受制于融资能力而不得不改变投资水平对企业的发展是非常不利的，因此，所有企业都倾向于第二种应对渠道，因为其能最大限度地缓解现金流波动对投资的压力，保护企业的投资机会。但是，不同企业获取外部融资的能力不同。融资决策调整能力较弱的企业将不得不采用第一种应对方式——改变投资水平，从而造成较高的投资—现金流敏感性，而这与企业负债选择的管理动机无关。因此，企业投资—现金流敏感性比负债率更能揭示企业面临融资需求时的资金可得性。形象地说，与静态的负债水平相比，当企业面临现金流冲击需要外源融资支持时，能否获得“雪中送炭”真实地反映了企业面临的融资环境。从所有制角度来看，如果控制了企业规模和发展机会等因素后，非国有企业比国有企业表现出更强的投资—现金流敏感性，那么我们就有理由认为非国有企业受到融资歧视。

对于投资—现金流敏感性的研究，本文采用Gatchev等提出的基于线性约束的联立方程组多元回归方法，对现金流冲击下企业的投融资决策进行整体分析。这种方法不仅考虑现金流波动时企业的投资决策，也同时纳入企业债务、股权融资决策，在现金流流入与流出匹配的自然约束下观察企业的投资—现金流敏感性。^[21]我们的实证研究发现，在控制企业发展机会和规模因素后，国有与非国有上市公司两个子样本的投资—现金流敏感性明显不同。国有企业不存在显著的投资—现金流敏感性，投资水平相对比较稳定，面临现金流冲击时，能有效调动外源资金，满足企业发展需要；而非国有企

业在融资中处于劣势地位，不能良好地对冲现金流波动的影响，造成投资随着现金流冲击而明显波动，这一结论支持了非国有企业融资歧视的存在性。进一步，从体制变迁的角度出发，我们发现股权分置改革前，两类企业的投资—现金流敏感性存在显著差异，而改革后这一差异不再显著。这一证据表明，股权分置改革提高了资本市场资金配置效率，在一定程度上削弱了国有企业“近水楼台”的优势地位，为非国有上市公司提供了更为公平的融资环境。

本文的贡献在于：首先，利用投资—现金流敏感性作为融资歧视的存在性的衡量尺度，剔除了管理层“主动选择”负债率、进行负债管理的因素，得出了逻辑上更为可信的结论；其次，对比了股权分置改革前后“融资歧视”的存在性及企业投融资行为差异，从一个侧面探讨了股权分置改革对于改善资本市场信贷资源错配、削弱四大国有银行授信“父爱效应”的重要意义；最后，本文在中国市场上引入了Gatchev等的方法，考虑了投融资决策之间的内在相关性和决策的时间序列相关性，将企业的投资、融资决策纳入统一的分析框架，得到的结论更为可靠。^[21]通过对不同所有制企业融资环境差异的研究，厘清融资歧视的存在及其对企业投融资行为的影响，进而从融资歧视的视角审视股权分置改革对于资本市场资金配置效率的增进作用，对于推动我国资本市场发展、深化金融体系改革有着重要的现实意义。

一、文献回顾

大量研究表明，在中国，决定银行信贷配置的核心因素，并非公司的经营业绩或违约风险，而是公司的一些非市场因素，如所有权性质。Shleifer等提出了转型经济中政企关系的重要性，企业的政治背景和产权性质造成了银行的差别贷款现象。^[22]当银行业改革不够彻底时，政治关系成为了国有企业优先获取银行信贷资金的“敲门砖”，^[6,7]从而带来国有企业预算软约束现象。^[23]方军雄分析了1996—2004年国有工业企业和“三资”工业企业数据，发现银行在选择信贷资金投放时确实存在融资歧视现象，体现为更高的资产负债率、更低的自有资本率和更长的债务期限结构。^[24]Song指出国有企业的投资资金中30%源于银行贷款，而非国有企业的这一比例低于10%；Dollar等的研究也得出了类似的结论。^[12,25]

为何存在非国有企业的融资所有制歧视？传统研究给出了以下几个方面的解释：首先，从银行角度来看，国有企业拥有较长的经营历史和政府背景，并且与银行保持较长的交易、合作关系，违约风险较低，银行对企

财务管理

业质量和信用水平的评估所花费的信息成本较少,这样就保证了国有企业有较好的融资基础;^[24]其次,从政府的角度来看,政府对经济的干预主要通过国有企业来落实,作为隐性补偿,政府通过国有银行体系为国有企业提供较为低廉、便捷的信贷资金支持。^[26-28]孙铮等提出,政府对市场的干预导致了资源配置低效率;^[29]张亮亮等认为,政府的“父爱效应”削弱了金融发展的积极效应。^[30]

值得注意的是,这些研究的结论多数是基于企业负债率和债务结构的差异,发现民营上市公司的银行贷款较少、债务期限结构较短,且上市公司国有股份比例与资产负债率显著正相关。^[17,18]由于上市公司普遍偏好长期债务融资,^[31]研究者认为非国有企业较短的期限结构体现出其面临融资歧视。方军雄提出了质疑:如果国有企业和非国有企业融资结构的差异是融资歧视的结果,那么随着企业上市,企业的信息披露水平提高、违约风险下降,融资歧视问题应当得以缓解,国有和民营企业之间的债务结构差距会逐渐缩小,然而实证结果显示这一差距在企业上市后非减反增。研究者由此推断,民营企业负债率低、债务期限结构较短不是融资歧视造成的,而是企业“自主决策”的结果,由此否认融资歧视的存在性。^[20]

方军雄引入了企业自主决策的因素,否定了以资产负债率高低作为融资歧视衡量指标的可靠性。^[20]这就提出了一个新的问题:应当从什么视角来考察不同所有制企业所面临融资环境的差异?本文尝试通过观察企业面临现金流冲击时的调整能力来考察非国有企业的融资歧视问题。即使非国有企业出于战略考虑(而非受到融资歧视)而控制较低的负债率,面对现金流冲击时也不得不动调所有的融资力量来应对。此时,企业能否及时获得外源融资更精确地反映了企业融资约束的强弱。在控制企业规模、发展机会等因素后,投资一现金流敏感性差异就体现出产权性质带来的融资环境差异,成为融资歧视存在性更为可靠的指标。

企业投资一现金流敏感性的广泛研究始于学界对于MM定理框架在现实中适用性的质疑。Modigliani等认为,在完全竞争的资本市场上,企业投资支出完全取决于其投资机会,企业总能无摩擦地以与内部资金相同的成本筹集外部资金以满足投资需求。^[32]然而现实社会中,由于税收、交易成本和风险等因素的存在,企业面临不同程度的融资约束,内部现金流和外部现金很难实现完美替代。因此,许多学者关注到现金流的波动对于企业投融资决策的影响。研究发现,企业可支配现金流及其波动对其投融资决策有重要影响,企业表现出不同程度的投资一现金流敏感性。^[33,34]这也支持了融资约束

理论,即融资约束越强,投资一现金流的相关性越强。^[33]此后,Devereux等、Athey等学者根据公司规模来度量融资约束,分别以英国、印度等国公司为样本进行了实证检验。发现融资约束高的公司(小规模公司)相对于融资约束低的公司(大规模公司)具有更强的投资一现金流敏感性,支持了Fazzari等的结论。^[35-38]

中国学术界关于现金流敏感性与产权性质的早期研究始于冯巍的实证模型,他检验了内部现金流与投资之间的相关性,同时也关注了企业性质的影响,发现现金流对非国家重点企业投资水平有显著影响。^[39]何金耿则指出,公司投资一现金流敏感性与股权控制类型有关:对国有控股股东而言,由于机会主义动机,他们的投资对现金流依赖性较强。^[40]李辰等研究了不同类型的实际控制人特征及其投资行为,发现在地方政府或一般国企,随着第一大股东持股比例的增加,投资一现金流敏感性下降。^[41]杜勇等探索了金融危机背景下公司所有权性质与投资一现金流敏感性的关系,发现宽松的宏观背景下,国有企业获取外部资金的能力较强,投资对现金流的依赖较小,而民营企业的投资一现金流敏感性则较高。^[42]

在实证研究方法上,Gatchev等的突破性研究提出,传统的关于投资一现金流敏感性的研究都是静态模型,实证方法存在计量偏误。在考虑了金融决策的相关性和跨期持续性因素后,美国上市公司并不存在显著的投资一现金流敏感性。^[21]然而,Gatchev等的结论是基于发达国家资本市场得出的,而中国金融体系发展时间较短,资本融资渠道不够畅通,许多企业依然面临着融资壁垒。因此,研究中国金融体系中是否存在投资一现金流敏感性,探讨其在不同产权性质的企业间差异,进而推断非国有企业是否面临融资歧视问题有重要的意义。

对中国资本市场上“融资歧视”问题的研究应当纳入金融深化和体制变革的框架之中。股权分置改革作为中国资本市场建设最有代表性的一次变革,自其启动伊始就受到了广泛关注。一系列学者对于股权分置改革的对价影响因素等问题进行了探索。^[16,43]在此基础上,一些研究发现“股改”提高了公司治理水平,提高了上市公司股东之间利益基础的一致性,促进了公司的自愿性信息披露,也带来了公司的经营效率和业绩提升。^[44,45]从资本市场效率的角度出发,杨善林等发现,“股改”改善了资本市场定价机制,改革后股票价格与其价值之间的相关性增加了;^[46]刘维奇等比较“股改”前后三因子模型的市场拟合情况,发现“股改”后资本市场趋于有效。^[14]本文为融资歧视问题提供了一个崭新的视角——股权分置改革是否改善了信贷资源“分配不公”问题,提高了

资源在不同所有制企业之间的分配效率? 这一研究将为股权分置改革成效的探讨提供新的证据。

二、实证模型设计

当出现负面现金流冲击时, 企业为避免现金流枯竭而陷入财务困境, 会降低投资, 从而表现出显著的投资—现金流敏感性。因此, 传统的关于投资—现金流敏感性的研究通常构建如下回归模型:^[33]

$$\frac{CAPX_t}{K_t} = \beta_1 \frac{CF_t}{K_t} + \beta_2 Control_t + e_t \quad (1)$$

其中, $CAPX_t/K_t$ 表示资本支出在总资产中所占比重, CF_t/K_t 表示现金流在总资产中所占比重, $Control_t$ 表示公司特质的其他控制变量, e_t 为残差项。一般认为, 如果资本支出与现金流有正相关关系, 且回归系数较大, 则认为公司不能有效消除现金流冲击的影响, 从而推断出公司具有较高的投资—现金流敏感性。

对于传统研究的突破性成果来自 Gatchev 等的研究。^[21] 他们指出, 传统的静态模型存在着严重的遗漏变量问题: 由于暂停、重启投资的成本非常高, 公司的现期投资与上一期投资之间很可能存在相关关系, 即投资存在跨期持续性, 因此传统研究中的投资—现金流敏感性可能是源于变量跨期相关性导致的虚假敏感性; 其次, 由于存在“现金流入=现金流出”匹配的自然约束, 投融资决策存在相关性, 而静态模型没有加入这些内在约束, 可能扭曲了投资与现金流相关性的分析——传统静态模型得到的投资—现金流敏感性其实是投资—现金流敏感性、融资—现金流敏感性及其他因素共同作用、相互对冲产生的综合效应; 最后, 传统静态模型的假设是“其他各方面保持不变”, 即公司不会根据现金流波动而调整其他金融决策, 如资产出售、增发新股等, 这显然与现实不符。归结起来, 传统的研究主要存在的问题是: 静态无约束单回归方程不能够准确地衡量企业投资—现金流敏感性, 造成现有研究中对于企业面临的融资约束与投资行为的结论可信性值得怀疑。

本文参考 Gatchev 等的方法, 考虑资金来源与资金运用相匹配的事后约束 (Expost Constraint),^[21] 各变量的期末实现值满足如下条件:^③

$$\Delta Cash_t + Div_t + Capx_t + Acquis_t - \Delta Ltd_t - \Delta Std_t - Equiss_t - Assetsales_t \equiv CF_t \quad (2)$$

我们采用 Gatchev 等提出的营运资本—利息费用—

现金税支出—净营运资本变动额作为自由现金流 (CF) 的衡量, 其中净营运资本 = (流动资产—现金和现金等价物) - (总负债—流动负债)。即:

$$CF_t = EBITDA_t - INEXP_t - TAX_t - \Delta NWC_t \quad (3)$$

其中 $EBITDA_t$ 为第 t 期的息税前收入, $INEXP_t$ 为第 t 期的利息费用, TAX_t 为第 t 期的现金税支出, ΔNWC_t 为第 t 期的净营运资本与第 $t-1$ 期的净营运资本之差。企业进行期初的投融资决策时, 要考虑到现金流的内在约束, 使得预期的期末现金流来源和运用相匹配。对于预期现金流 CF_t 的衡量, 我们采用 Gatchev 等所建议的完美预测模型 (The Perfect Foresight Model), 即利用事后现金流水平 (即实现值) 作为现金流预测值的替代。^[21] 当公司进行投资和融资决策时, 需要最优化投资支出、长短期债务、回购等变量以达到最优水平, 我们加入控制变量市值账面比 (MB) 以及公司规模 (Size) 作为投资机会和公司基本面特质的衡量。通过最小化乘法方程, 我们可以得到如下联立回归方程组:^[47]

$$\begin{bmatrix} -Capx_t \\ -Acquis_t \\ Assetsales_t \\ Stkissue_t \\ -Div_t \\ \Delta Ltd_t \\ \Delta Std_t \\ -\Delta Cash_t \end{bmatrix}_{Ex\ post} = S [CF_t] + J \begin{bmatrix} -Capx_{t-1} \\ -Acquis_{t-1} \\ Assetsales_{t-1} \\ Stkissue_{t-1} \\ -Div_{t-1} \\ \Delta Ltd_{t-1} \\ \Delta Std_{t-1} \\ -\Delta Cash_{t-1} \end{bmatrix} + K \begin{bmatrix} MB_t \\ Size_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} -e_{Capx,t} \\ -e_{Acquis,t} \\ e_{Assetsales,t} \\ e_{Stkissue,t} \\ -e_{Div,t} \\ e_{\Delta Ltd,t} \\ e_{\Delta Std,t} \\ -e_{\Delta Cash,t} \end{bmatrix} \quad \text{s.t.} \quad \begin{cases} i'S = -1, \\ i'J = 0_{1 \times 8} \\ i'K = 0_{1 \times 2} \end{cases} \quad (4)$$

其中, S 、 J 、 K 分别表示各个变量的回归系数矩阵, 最后的三个约束条件反映了现金流来源与应用相匹配的自然约束。我们利用 (4) 式的动态联立方程回归模型^④ 分别检验不同所有制企业的投资—现金流敏感性, 进而推断中国金融体系中融资所有制歧视的存在性。

三、数据与描述性统计

本文的企业财务数据来自锐思数据库, 公司实际控制人信息来自国泰安 (CSMAR) 数据库。中国上市公司实际控制人资料披露始于 2001 年年报, 而 2002 年之后上市公司实际控制人性质的数据才较完备, 且本文回归模型涉及滞后一期变量, 因此我们选取 2003—2012 年 A 股非金融类上市公司作为研究样本。为避免异常值的影响, 我们剔除 ST 和 PT 公司、净资产为负以及研究相关变量数据缺失的公司。由于回归模型涉及现金流、负债率和红利等变量的前后两期变化, 我们剔除滞后项缺失 (即非持续经营) 的公司, 实际用于多元回归分析的数据为 7624 个有效样本。本文涉及的变量定义如表 1 所示:

财务管理

表1 变量的定义[®]

变量名	符号	变量释义
现金和现金等价物	Cash	现金流量表中的现金和现金等价物/总资产
长期债务	Ltd	长期债务/总资产
短期债务	Std	短期债务/总资产=(短期借款+一年以内到期的长期负债)/总资产
普通股发行	Stkissue	企业发行的普通股募集资金净额/总资产
现金股利	Div	每股现金股利/股本/总资产
资产出售	Assetsales	资产出售金额/总资产
投资支出	Capx	(固定资产增加额+在建工程增加额+工程物资增加额)/总资产
兼并收购	Acquis	企业兼并收购活动的所得额/总资产
企业规模	Size	企业总资产的对数值
市值账面比	Mb	(股票市值-账面价值+总资产账面价值)/总资产
净营运资本	Nwc	[(流动资产-现金和现金等价物)-(总流动负债-有息负债)]/总资产
自由现金流	Cashflow	(税前收入-利息费用-现金税收支出-净营运资本变动额)/总资产
实际控制人	Dum_SOE	企业实际控制人哑变量, 国有上市公司(Dum_SOE=1); 非国有上市公司(Dum_SOE=0)

表2列示了核心变量的描述性统计。样本包括共2259家企业, 包括国有企业750家, 非国有企业1509家。从表2中可以看到, 不同公司资本支出差异较大, 最高达到公司总资产的82.105%, 平均为总资产的1.187%左右。从市值账面比来看, 不同企业差别也较大, 平均值在2.307左右, 最小值为0.554, 最大值达到10.395。企业自由现金流平均为正, 为总资产的3.034%, 最大负面冲击与总资产之比达到-23.639%。企业长期负债最高达到79.311%, 而短期有息负债则最高值达到82.777%, 企业间差异较大。

表2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Capx(%)	7624	1.187	6.305	-3.518	82.105
Cash(%)	7624	14.545	15.292	-20.169	92.471
Ltd(%)	7624	5.667	9.131	0.000	79.311
Std(%)	7624	13.376	13.712	0.000	82.777
Div(%)	7624	2.378	2.220	-0.046	55.066
Stkissue(%)	7624	1.191	6.791	0.000	112.846
Assetsales(%)	7624	24.004	13.182	0.000	106.569
Acquis(%)	7624	0.807	7.869	-192.402	151.621
Size(%)	7624	2.122	0.109	1.400	2.759
Mb	7624	2.307	145.766	0.554	10.395
Nwc(%)	7624	12.586	19.146	-85.193	89.975
Cashflow(%)	7624	3.034	8.330	-23.639	28.226
Dum_SOE	7624	38.208	48.593	0.000	1.000

在描述性统计中, 我们还需要关注两组子样本: 国有上市公司和非国有上市公司。二者在现金流波动、负债率等方面都有显著不同。分别对其进行均值差异检验, 结果列示于表3中。从负债率来看, 国有上市公司长期负债和短期有息负债规模都显著高于非国有企业, 这与

传统研究的结论一致。另外, 非国有企业的红利支付与总资产之比为2.429%, 显著高于国有企业的2.2955%; 而国有企业的自由现金流与总资产之比为44.795%, 显著高于非国有企业的34.441%。从成长机会来看, 非国有企业的市值账面比平均为2.465, 显著高于国有企业的2.051, 且方差较大, 表明非国有企业虽然“良莠不齐”但总体上比国有企业有更好的发展前景和成长机会。

表3 国有企业和非国有企业的变量描述性统计以及均值差异检验

变量	非国有 (N=4711)		国有 (N=2913)		非国有-国有	t值
	均值	标准差	均值	标准差		
Capx(%)	1.214	5.950	1.145	6.841	0.069	0.465
Cash(%)	16.595	16.852	11.230	11.618	5.365***	15.105
Ltd(%)	4.727	7.985	7.187	10.556	-2.460***	-11.527
Std(%)	12.560	13.557	14.697	13.861	-2.137***	-6.629
Div(%)	2.429	2.261	2.296	2.149	0.133***	2.553
Stkissue(%)	1.227	6.642	1.134	7.025	0.093	0.584
Assetsales(%)	4.291	12.697	4.732	13.927	-0.441	-1.420
Acquis(%)	0.554	6.999	1.215	9.089	-0.661***	-3.567
Size(%)	2.108	0.095	2.144	0.124	-0.036***	-14.372
Mb	2.465	1.522	2.051	1.308	0.414***	12.170
Nwc(%)	14.173	18.994	10.021	19.118	4.151***	9.250
Cashflow(%)	2.839	8.340	3.351	8.307	-0.512**	-2.489

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。下同

四、实证结果和分析

1. 非国有企业面临融资歧视吗

我们利用基于约束的动态联立方程组(4)对于国有和非国有上市公司两个子样本分别进行检验。回归结果如表4和表5所示, 篇幅所限, 我们只列出联立的八个方程回归的核心结果。在联立方程组回归中, 我们取各变量对总资产的比率以剔除公司的规模因素, 同时我们将变量减去其年度均值进行回归, 以消除年度固定效应。

表4和表5的每一行表示各个被解释变量对现金流、公司规模和市值账面比的回归结果以及相应的调整后R²值。值得一提的是, 在约束条件下, 八个被解释变量对现金流回归系数之和为1, 而作为企业特征控制变量的规模和市值账面比的系数之和则均为0, 这是由于回归模型的现金流“来源=应用”的自然约束。从表4可以看到, 国有上市公司的回归系数较小, 为0.011且不显著; 而表5中非国有上市公司的投资支出对现金流回归系数为0.039, 在10%的水平上显著为正。由此可见非国有和国有上市公司面临现金流冲击时的投资行为有显著差异, 前者存在正的投资—现金流敏感性, 而后者不存在该效应。

结合前文对于投资—现金流敏感性与融资约束关系的讨论, 我们认为: 国有资金实力雄厚, 政治联系网络较强, 外源融资渠道广泛, 与非国有企业相比具有较

强的融资能力，在受到现金流冲击时，能够有效地、及时地获取外源融资以保持现有投资规模不受侵蚀，即采用第二种方式——调整融资额进行应对，相应地有较弱的投资—现金流敏感性；而非国有企业获取外部市场融资的能力受到限制，融资壁垒较高，不能有效调动外源融资以维持投资水平相对稳定，不得不采用第一种方式——改变投资额以应对现金流变动，表现为更高的投资—现金流敏感性。由于已控制公司的规模、发展机会等因素，国有企业与非国有企业这种投资—现金流敏感性的差异不能用公司基本面即公司本身的质量因素来解释。产权性质所带来的融资地位差异决定了企业融资能力的差异，即非国有企业的确面临融资歧视。

表4 国有上市公司回归结果

被解释变量	解释变量			
	Cashflow	Size	Market-to-Book	调整后R ²
Capx	0.011 (0.63)	4.109*** (3.06)	0.166 (1.34)	0.094
Acqui	0.017 (0.76)	-1.755 (-1.00)	-0.262 (-1.62)	0.007
Assetsales	-0.383*** (-5.25)	-22.330*** (-3.81)	-0.152 (-0.28)	0.0001
Stkissue	-0.039** (-2.23)	4.823*** (3.41)	0.634*** (4.87)	0.017
Div	0.007 (0.82)	1.622** (2.29)	0.089 (1.36)	0.300
Deltatld	-0.077*** (-2.73)	5.743** (2.55)	0.146 (0.70)	0.016
Deltastd	-0.299*** (-10.41)	14.130*** (6.12)	0.065 (0.30)	0.071
Deltcash	0.168*** (8.68)	-1.608 (-1.03)	0.699*** (4.87)	0.562

表4和表5也反映了企业现金持有、投融资决策的一些其他的特点。当企业受到负面现金流冲击时，企业会增加资产出售（两类企业分别为-0.383和-0.381且显著）、进行股权融资（分别为-0.039和-0.041且显著）并增加债务发行（两类企业长期债务变化量回归系数分别为-0.077和-0.062；短期债务变化量分别为-0.299和-0.230且显著），与现有研究的结论相符。规模越大的企业，资产出售在总资产中占比越低；从融资水平来看，长期与短期债务的变化额对企业规模的回归系数均显著为正，这表明企业规模越大，经营稳定性越强，越容易在资本市场上获得贷款。而股权融资额则随着企业规模和成长机会的增加而增加，表明具有良好发展前景的企业更容易获得外源资金支持。从企业红利支付的角度来看，红利对于企业规模的回归系数显著为正，表明大型的成熟企业倾向于向股东派发较多红利。

表5 非国有上市公司回归结果

被解释变量	解释变量			
	Cashflow	Size	Market-to-Book	调整后R ²
Capx	0.039* (1.91)	2.093 (1.09)	0.044 (0.35)	0.127
Acqui	0.032 (1.49)	2.882 (1.41)	-0.037 (-0.27)	0.006
Assetsales	-0.381*** (-3.00)	-28.750** (-2.38)	0.142 (0.18)	-0.0004
Stkissue	-0.041* (-1.93)	5.667*** (2.83)	0.285** (2.15)	0.023
Div	0.029 (1.60)	3.124* (1.83)	0.132 (1.17)	0.194
Deltatld	-0.062** (-2.50)	10.850*** (4.59)	-0.002 (-1.38)	0.022
Deltastd	-0.230*** (-9.80)	13.080*** (5.88)	-0.045 (-0.30)	0.075
Deltcash	0.187*** (7.09)	-7.253*** (-2.89)	0.027 (0.16)	0.544

2. 股权分置改革是否提高了信贷资金配置效率

在前面的研究中，我们从投资—现金流敏感性的角度出发，比较了不同产权性质企业的融资环境差异，发现非国有上市公司有较强的投资—现金流敏感性，筹资难度较高、资金来源受到限制，极大影响了企业的投资和发展。那么，随着改革的推进，融资歧视这一现象是否得到了一定程度的缓解呢？在这一部分中，我们进一步从制度变迁的角度对融资歧视问题进行探讨。自21世纪初以来，中国资本市场经历的体制性变化包括金融立法的加速、金融监管体系和风控制度的健全等，而体制变革为推进金融深化和消除信贷资源分配不公奠定了基础。^[48] 股权分置改革是中国资本市场发展史上最为关键的节点之一，是各项改革和创新的基础，带来了资本市场效率和上市公司治理两个维度的重大变革。从资本市场角度来说，资本市场的定价功能以及风险、收益匹配水平得到了提高，^[14] 信贷资金能够更自由地追逐回报率高、风险较小的项目，而政府对经济干预的减弱降低了信贷资金向国有企业的倾斜。从企业的角度来看，股权分置改革提高了上市公司的公司治理水平、风险控制能力和资源信息披露效率，这一系列变革都有助于非国有企业逐步走出“惜贷”和“慎贷”的困境，其负债结构与国有企业的差异也逐渐缩小。^[24] 因此，我们提出一个新的问题：股权分置改革前后不同产权性质的企业投融资行为和资本市场资金可得性是否具有差异？我们尝试从企业所有制性质与融资歧视角度出发，探讨股权分置改革是否提高了资本市场的资金配置效率，降低了信贷资源配置的不公。

财务管理

我们将总样本以股权分置改革完成作为界点进行划分。由于“股改”在2007-2008年接近尾声，而我们的联立方程模型的被解释变量涉及滞后一期被解释变量，我们将2003-2012年的总样本分为2003-2007年以及2008-2012年的两个子样本，采用模型(4)对两个子样本分别进行联立方程回归。同样取各变量对总资产的比率以剔除公司的规模因素，并将变量减去其年度均值，以消除年度固定效应。核心结果如表6所示。

表6 股权分置改革前后的回归结果

被解释变量	解释变量: Cashflow			
	(1) 子样本2002-2007年		(2) 子样本2008-2012年	
	国有 (N=1133)	非国有 (N=1155)	国有 (N=1780)	非国有 (N=3556)
Capx	0.004 (0.12)	0.070** (2.36)	0.008 (0.38)	0.029 (1.05)
Acqui	0.062* (1.75)	0.058** (2.05)	0.009 (0.32)	0.032 (1.09)
Assetsales	-0.114** (-2.12)	-0.096** (-1.97)	-0.492*** (-3.88)	-0.440** (-2.35)
Stkissue	-0.021 (-1.52)	-0.030* (-1.92)	-0.053* (-1.83)	-0.046 (-1.53)
Div	0.015** (2.21)	0.034*** (4.00)	0.003 (0.17)	0.029 (1.09)
Deltatd	-0.114** (-2.09)	-0.092* (-1.75)	-0.080*** (-3.07)	-0.062** (-2.13)
Deltastd	-0.472*** (-12.11)	-0.367*** (-10.02)	-0.206*** (-5.23)	-0.193*** (-6.37)
Deltcash	0.199*** (8.81)	0.254*** (10.85)	0.150*** (5.09)	0.168*** (4.66)

比较表6中(1)和(2)两部分结果。“股改”前后，国有上市公司都不具有投资—现金流敏感性，其投资水平几乎不受到现金流波动的影响；而非国有上市公司在改革前敏感性达到0.070，在5%的水平上显著，然而这种投资—现金流敏感性在改革之后不再显著。这表明，“股改”后，非国有上市公司面对现金流冲击的企业能够有效地、及时地获取外源融资以保持现有投资规模不受侵蚀，即采用第二种方式——调整融资额进行应对，而改革前，企业获取外部市场融资的能力受到很大限制，不得不采用第一种方式——改变投资额以应对现金流变动，表现为显著的投资—现金流敏感性。“股改”改善了非国有上市公司的融资环境。

为了对“股改”前后两类企业的投融资行为差异及其显著性进行比较分析，我们进一步构建一个企业所有制性质哑变量(Dum_SOE)与现金流的交乘项Cashflow×Dum_SOE，对股改前后两个子样本进行联立方程回归，交乘项的系数体现了不同所有制企业现金流敏感性的差异，结果如表7所示。

表7 加入交乘项的回归结果

被解释变量	解释变量: Cashflow			
	(1) 子样本2002-2007年		(2) 子样本2008-2012年	
	Cashflow	Cashflow x Dum_Soe	Cashflow	Cashflow x Dum_Soe
Capx	0.067** (2.25)	-0.107** (-2.57)	0.030 (1.32)	-0.022 (-0.58)
Acqui	0.061* (-1.91)	0.142*** (-3.18)	0.031 (-1.25)	-0.028 (0.66)
Assetsales	-0.110** (-2.16)	-0.243*** (-3.40)	-0.441*** (-2.99)	-1.054*** (-4.17)
Stkissue	-0.029** (-2.02)	-0.038* (-1.85)	-0.044* (-1.70)	-0.015 (-0.34)
Div	0.029*** (3.56)	0.020* (1.76)	0.027 (1.29)	-0.021 (-0.60)
Deltatd	-0.088* (-1.65)	-0.326*** (-4.36)	-0.061** (-2.49)	-0.023 (-0.56)
Deltastd	-0.364*** (-9.66)	-0.325*** (-6.15)	-0.195*** (-6.94)	-0.005 (-0.11)
Deltcash	0.252*** (11.04)	0.014 (0.42)	0.173*** (5.67)	-0.026 (-0.49)

从表7的回归结果可以看到，在“股改”前，交乘项系数为-0.107，在5%的水平上显著，表明两类企业的投资—现金流敏感性有显著差异，国有上市公司的敏感性显著弱于非国有上市公司，对现金流冲击的缓冲能力较强；“股改”后，交乘项系数依然为负，但并不显著，表明股改在一定程度上弱化了非国有上市公司的融资壁垒，改善了非国有上市公司在资本市场上的劣势地位，这与我们之前的结论相符。

为了进一步证实我们的结论，我们可以比较两类企业融资行为的差异。观察第6和第7个回归方程中长期和短期债务变动额对交乘项的回归系数，从而判断企业的国有背景是否影响了融资行为。“股改”前，回归系数分别为-0.326和-0.325，在1%的水平下显著^⑥——这表明国有企业面临现金流负向冲击时，融资能力更强，可以更加灵活地调整债务融资额度，通过增加长期和短期债务进行缓冲，维持投资水平的相对稳定。这一现象进一步证实了两类企业融资环境的差异。相比之下，股改后长期和短期债务对交乘项的回归系数为-0.023和-0.005且不显著，两类企业融资—现金流敏感性没有明显差异。“股改”为非国有上市公司营造了更为友好的融资环境，降低了信贷资源配置的偏向性。

这一现象的原因可能是多方面的。首先，从金融机构的角度来看，随着市场化改革的推进，银行商业化和经营自主性不断提高，市场化竞争不断加深；四大国有

银行“一统天下”的格局逐渐被打破，根植于历史、政治背景的国有银行对国有企业“父爱效应”逐渐削弱，关系贷款、政策性贷款减少，制度环境的改善提高了信贷资源的配置效率。其次，从企业的角度来看，随着公司治理机制的完善和财务风险控制能力的提升，非国有上市公司凭借其旺盛的生命力、良好的公司治理机制和经营业绩优势获得了一席之地，而国有企业在外源融资中不再存在绝对优势性融资便利。这一系列结果表明，股权分置改革的确激发了资本市场的活力，提高了信贷资源在两类企业之间的配置效率，为非国有上市公司获取外源融资敞开了大门。

五、稳健性检验

在前面的研究中，我们发现国有与非国有上市公司有着显著差异，后者具有显著的投资—现金流敏感性而前者不具有，由此推断非国有上市公司面临现金流冲击时不能良好地调动外源融资以对冲现金流的影响。对于这一逻辑的潜在质疑是，企业面对正向和负向现金流冲击时投融资行为很可能具有不对称性，对于融资歧视存在性的判断更多的是基于现金流负面冲击即企业面对现金流枯竭的风险得出的。因此，在这一部分中，我们只保留现金流波动小于0（即负向现金流冲击）的观测值作为子样本，分别对两类企业进行联立方程回归，结果如表8所示。

表8 负向现金流冲击样本的回归结果

被解释变量	国有企业 (N=1489)		非国有企业 (N=2447)	
	Cashflow	调整后R ²	Cashflow	调整后R ²
Capx	0.011 (0.29)	0.131	0.046*** (2.94)	0.149
Acqui	-0.005 (-0.12)	0.014	0.025 (1.43)	0.003
Assetsales	-0.596*** (-2.75)	0.0001	-0.302*** (-5.10)	-0.051
Stkissue	-0.032 (-0.81)	0.025	-0.049** (-2.50)	0.022
Div	0.003 (0.09)	0.260	0.024*** (3.15)	0.197
Deltald	-0.078 (-1.53)	0.027	-0.078*** (-3.07)	0.022
Deltastd	-0.189*** (-4.04)	0.064	-0.152*** (-6.92)	0.046
Deltcash	0.098** (2.43)	0.561	0.324*** (9.83)	0.471

可以看到，面临现金流枯竭风险时，国有企业依然能保持投资水平相对稳定（投资支出对现金流的回归系数为0.011且不显著）；而非国有企业具有显著的投资—现金流敏感性，回归系数0.046，在1%的水平上显著为

正，即现金流减少时，企业的投资支出相应地减少，企业不得不选择降低投资规模以避免陷入现金流枯竭的境地。这一结果与第四部分中的结论一致，表明我们的结论是稳健的。

六、研究结论

不同所有制企业并存是中国转轨经济的突出特征之一，国有和非国有企业可能在外源资金获取渠道和优先权问题上面临着“差别对待”的命运。但迄今为止，由于各种因素的干扰（如企业的自主选择效应），^[20]学术界尚未有坚实的证据表明非国有企业真的面临融资歧视。

本文从一个新的视角——投资—现金流敏感性入手探索融资歧视的存在性。采用企业的投资—现金流敏感性作为融资歧视存在性的度量方式，有效排除了传统研究中利用资产负债率、债务结构作为衡量指标无法排除企业对负债水平“主动选择”因素的问题。本文引入Gatchev等提出的考虑金融决策相关性和跨期持续性的方法，对现金流冲击下企业的投融资决策进行整体分析，探讨不同所有制企业决策反应以及应对方案，得到了一些有意思的结论。

首先，从总体上来看，国有上市公司不存在显著的投资—现金流敏感性，而非国有上市公司的投资—现金流敏感性较强。大多数国有上市公司占据垄断资源，负债能力比较强，加之与国有银行的天然联系，在资本市场融资中处于优势地位，其广泛的融资渠道和信贷支持保证了股权、债权融资足以对冲现金流波动的影响，而非国有上市公司并不具有上述优势，无法充分对冲现金流波动的影响，不得不调整投资水平以应对，造成投资机会遭受侵蚀。据此，我们推断非国有上市公司确实面临融资歧视问题。其次，股权分置改革作为中国关键性的市场化改革，提高了信贷资源的配置效率。“股改”前非国有企业相对于国有企业而言，面临现金流冲击时融资能力较弱，面临“融资歧视”；而股权分置改革在一定程度上降低了这一差异，促进了资源分配的市场化程度和公平性的提高。

中国资本市场起步较晚，金融体系的发展还很不成熟，厘清融资歧视现象的存在及其对企业投融资行为的影响，对于推动我国金融结构调整、深化金融体系改革有着重要的政策意义。以银行为主导的信贷资金配给向国有企业的倾斜造成的非国有企业融资歧视阻碍了金融体系的发育，而以股权分置改革为代表的制度变革有效地缩小了不同产权的企业融资地位差异、提高了资金配置效率，这正是改革对于资本市场良性发展的重大意义所在。在“后股权分置改革”时期，我们认为，中国应当加快金融创新，继续推进金融体制改革，促进银行经

财务管理

营机制、盈利模式不断创新, 拓宽非国有企业的融资渠道, 为非国有企业消除“身份焦虑”、在实体经济中“大展拳脚”提供更为公平的融资环境。

参考文献

- [1] Goldsmith, R. W.. *Financial Structure and Development*. Yale University Press, 1969.
- [2] Ronald, I. M.. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution Press, 1973.
- [3] Boyreau-Debray, G., Wei, S. J.. *Pitfalls of a State-dominated Financial System: The Case of China*. National Bureau of Economic Research, 2005.
- [4] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治, 金融发展和经济增长. *中国社会科学*, 2004, (1): 42-55.
- [5] 张军, 金煜. 中国金融深化和生产率关系的再检验. *经济研究*, 2005, (11): 34-45.
- [6] Brandt, L., Li, H.. *Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?* *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(3): 387-413.
- [7] Cull, R., Xu, L. C.. *Who Gets Credit? The Behavior of Bureaucrats and State Banks in Allocating Credit to Chinese State-owned Enterprises*. *Journal of Development Economics*, 2003, 71(2): 533-559.
- [8] 刘小玄. 中国工业企业的所有制结构对效率差异的影响. *经济研究*, 2000, (2): 18-25.
- [9] 平新乔, 范瑛, 郝朝艳. 中国国有企业代理成本的实证分析. *经济研究*, 2003, 6(11): 42-53.
- [10] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率. *经济研究*, 2007, (1): 102-113.
- [11] 刘瑞明, 石磊. 国有企业的双重效率损失与经济增长. *经济研究*, 2010, (1): 127-137.
- [12] Song, Z., Storesletten, K., Zilibotti, F.. *Growing Like China*. *The American Economic Review*, 2011, 101(1): 196-233.
- [13] 周业安. *金融市场的制度与结构*. 北京: 中国人民大学出版社, 2005.
- [14] 刘维奇, 牛晋霞, 张信东. 股权分置改革与资本市场效率——基于三因子模型的实证检验. *会计研究*, 2010, (3): 65-72.
- [15] 廖理, 沈红波, 郇金梁. 股权分置改革与上市公司治理的实证研究. *中国工业经济*, 2009, (5): 99-108.
- [16] 郑志刚, 孙艳梅, 谭松涛等. 股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验. *经济研究*, 2007, (7): 96-109.
- [17] 江伟, 李斌. 制度环境, 国有产权与银行差别贷款. *金融研究*, 2006, (11): 116-126.
- [18] 夏新平, 邹振松, 余明桂. 控制权, 破产风险与我国民营公司负债行为. *管理学报*, 2006, 3(6): 683-691.
- [19] Wang, Z.. *Optimal Capital Structure: Case of SOE versus Private Listed Corporation*. *Chinese Management Studies*, 2013, 7(4): 604-616.
- [20] 方军雄. 民营上市公司, 真的面临银行贷款歧视吗? *管理世界*, 2010, (11): 123-131.
- [21] Gatchev, V. A., Pulvino, T., Tarhan, V.. *The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities*. *The Journal of Finance*, 2010, 65(2): 725-763.
- [22] Shleifer, A., Vishny, R. W.. *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*. Harvard University Press, 2002.
- [23] 林毅夫, 李志赟. 中国的国有企业与金融体制改革. *经济学(季刊)*, 2005, 4(4): 913-936.
- [24] 方军雄. 所有制, 制度环境与信贷资金配置. *经济研究*, 2007, (12): 82-92.
- [25] Dollar, D., Wei, S. J.. *Das (wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China*. 2007.
- [26] Stiglitz, J. E.. *The Role of the State in Financial Markets*. Institute of Economics, Academia Sinica, 1993.
- [27] Calomiris, C., Himmelberg, C.. *Directed Credit Programs for Agriculture and Industry*. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1993.
- [28] Faccio, M., Masulis, R. W., McConnell, J.. *Political Connections and Corporate Bailouts*. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2597-2635.
- [29] 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. *经济研究*, 2005, (5): 52-63.
- [30] 张亮亮, 黄国良. 金融发展, 产权性质与银行贷款的治理效应——来自中国证券市场的经验证据. 第五届(2010)中国管理学年会——公司治理分会场论文集, 2010.
- [31] 刘星, 魏锋, 詹宇. 我国上市公司融资顺序的实证研究. *会计研究*, 2004, (6): 66-72.
- [32] Modigliani, F., Miller, M. H.. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, 1958: 261-297.
- [33] Fazzari, S., Hubbard, R. G., Petersen, B. C.. *Financing Constraints and Corporate Investment*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988: 141-195.
- [34] Lamont, O.. *Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets*, *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 83-109.
- [35] Devereux, M., Schiantarelli, F.. *Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data*. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 1990: 279-306.
- [36] Athey, M. J., Laumas, P. S.. *Internal Funds and Corporate Investment in India*. *Journal of Development Economics*, 1994, 45(2): 287-303.
- [37] Budina, N., Garretsen, H., De Jong, E.. *Liquidity Constraints and Investment in Transition Economies: the Case of Bulgaria*. *Economics of Transition*, 2000, 8(2): 453-475.
- [38] Gelos, R. G., Werner, A. M.. *Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Man-*

- ufacturing Sector. *Journal of Development Economics*, 2002, 67(1): 1-27.
- [39] 冯巍. 内部现金流量和企业投资: 来自我国股票市场上市公司财务报告的证据. *经济科学*, 1999, (1): 51-57.
- [40] 何金耿. 股权控制, 现金流量与公司投资. *经济管理*, 2001, (22): 59-64.
- [41] 李辰, 张翼. 股权结构, 现金流与资本投资. *经济学(季刊)*, 2005, 5(1): 229-246.
- [42] 杜勇, 李连军. 金融危机背景下的所有权性质与投资现金流敏感性研究. *经济与管理研究*, 2013, (5): 55-62.
- [43] 沈艺峰, 许琳, 黄娟娟. 我国股权分置中对价水平的“群聚”现象分析. *经济研究*, 2006, (1): 102-111.
- [44] 张学勇, 廖理. 股权分置改革, 自愿性信息披露与公司治理. *经济研究*, 2010, 45(4): 28-39.
- [45] 王勇智. 股权分置改革对上市公司每股收益以及对市场有效性影响的实证分析. *市场论坛*, 2006, (4): 155-156.
- [46] 杨善林, 杨模荣, 姚禄仕. 股权分置改革与股票市场价值相关性研究. *会计研究*, 2006, (12): 41-46.
- [47] Spindt, P. A., Tarhan, V.. Liquidity Structure Adjustment Behavior of Large Money Center Banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1980, 12(2): 198-208.
- [48] 刘伟, 李绍荣. 所有制变化与经济增长和要素效率提升. *经济研究*, 2001, (1): 3-9.
- [49] Allen, F., Qian J., Qian, M.. Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of financial economics*, 2005, 77(1): 57-116.

注释

- ① Allen 等提出,“中国的发展模式构成了传统的金融、法律和经济增长理论研究的一个反例: 其制度体系和金融系统远未成熟, 而实体经济领域取得了跨越式的发展。”^[49]
- ② 例如, 万达、海航等民营企业的负债率超过 85%, 超过了大多数国企。
- ③ 由于中国上市公司基本不存在股权回购现象, 我们去掉了 Gatchev 等的模型中的股权回购 (Repurchase) 这一变量, 因此涉及现金流变化的变量数目变为 8 个。^[21]
- ④ 具体推导过程参见 Gatchev 等原文附录。^[21]
- ⑤ 在联立方程组回归中, 我们取各变量对总资产的比率以剔除公司的规模因素, 因此表 1 中的变量直接定义为其绝对数额与总资产的比值。
- ⑥ 负的回归系数正是表明了这一点。当现金流冲击为负即 $Cashflow < 0$ 且 $Cashflow \times Dum_SOE < 0$ 时, 长期、短期负债增加, 且国有企业增加的额度更高。

作者简介 刘津宇, 清华大学经济管理学院金融系博士生, 研究方向为公司金融; 王正位, 清华大学五道口金融学院助理教授、博士, 研究方向为公司金融; 朱武祥, 清华大学经济管理学院金融系教授、博士, 研究方向为公司金融与资本市场

Ownership, Marketization Reform and Financing Discrimination: Evidence from the Investment-Cash Flow Sensitivity of Chinese Listed Firms

Liu Jinyu¹, Wang Zhengwei², Zhu Wuxiang³

1. Department of Finance, School of Economics and Management, Tsinghua University; 2. PBC School of Finance, Tsinghua University; 3. Department of Finance, School of Economics and Management, Tsinghua University

Abstract This paper provides an insight into the existence of financing discrimination in reference to enterprises with different ownership. A growing body of literature has indicated that in transition economies, credit unfairly tilts towards state-owned enterprises, which poses potential encumbrance to capital allocation and prosperity of economy. Despite widespread discussion, extant literature primarily examines the ownership discrimination by focusing on the difference of debt ratios and structures between state-owned and non-state-owned enterprises. This proxy confuses the concept of “status quo” and “discrimination” and does not rule out the possibility that enterprises may strategically select their capital structure without the impact of ownership. By employing the dynamic multi-equation model of investment-cash flow sensitivity, we consider the interdependent and inter-temporal nature of corporate financing decisions. Compared with the static debt ratios, the cash flow sensitivity serves as good “touchstone” for the real external financing environment for the two types of enterprise. Our empirical results of Chinese capital market suggest that state-owned enterprises have no significant investment-cash flow sensitivity and can maintain stable investment levels when they are confronted with cash flow shocks. They tend to have more privileged access to the external financing channels which are dominated by the state-owned banks. In contrast, non-state-owned enterprises are inferior in seeking external financing and cannot fully offset the cash flow fluctuations, thus exhibiting significant cash flow sensitivity. These conspicuously different results convincingly indicate the existence of ownership discrimination in Chinese market. Furthermore, we find evidence of the role played by China's split-share structure reform in eliminating ownership discrimination by improving market efficiency and providing a relatively fair financing environment for non-state-owned enterprises. Compared with the pre-reform period, no investment-cash flow sensitivity exists for the non-state-owned enterprises after the reform and the significant difference in the cash flow sensitivity between the two types of enterprises is eliminated. These findings provide useful implications for the deepening of China's marketization reforms and for the construction of a well-functioning financial system.

Key Words Ownership; Financing Discrimination; Investment Cash Flow Sensitivity; Split-share Structure Reform