

# 金融发展、预算软约束与企业投资<sup>1</sup>

何贤杰

(上海财经大学 会计学院, 上海市国定路 777 号, 200433)

**摘要:** 本文利用上市公司的数据, 实证检验了在我国转型经济的特殊制度背景下, 金融发展促进经济增长的微观传导机制是否存在并发挥作用以及影响这种作用发挥的制度性因素。研究发现金融发展水平的提高能够减轻企业的融资约束, 降低企业投资对内部现金流的依赖性。但是, 预算软约束的存在扭曲了国有企业面临的真实的融资约束, 使得其投资对内部现金流的依赖程度要明显低于民营企业, 并且这种软约束的存在还减弱了金融发展对国有企业所带来的积极作用, 产生了“漏出”效应。本文的启示为: 在我国转型经济的特殊制度背景下, 如果要真正地减轻企业的融资约束, 降低市场交易的成本, 促进经济的发展, 必须从提高金融发展水平和硬化预算约束同时入手。

**关键词:** 金融发展; 预算软约束; 融资约束; 企业投资

**中国图书分类号:** F2      **文献标识码:** A

## 1 研究问题的提出

自改革开放以来, 我国的金融市场有了较大的发展, 但是各地区的发展水平却呈现出较大的差距。从樊纲和王小鲁(2004)编制的中国各地区市场化指数可以发现, 地区之间的金融业市场化程度、金融业竞争程度以及信贷资金分配的市场化程度都存在着很大的差异, 这些都说明目前我国各地区金融业的发展还处于一个参差不齐的水平。这样的金融环境却为检验我国金融发展和经济增长之间的关系提供了难得的机会, 并且已有一些学者在这方面进行了一些有益的探索。然而, 国内的研究并没有取得一致的结论。例如, 周立和王子明(2002)发现我国地区间金融发展水平的不平衡会影响到经济的发展, 金融越发达的地区经济发展也越快, 而卢峰和姚洋(2004)的研究却发现金融发展对经济增长并没有显著的影响。

之所以得出大相径庭的研究结论, 我们认为关键的原因在于这些文献均仅仅考察金融发展和经济增长两者的总体相关性本身, 而没有从微观的视角揭示产生这种影响的传导途径和机制。Rajan 和 Zingales (1998) 以及 Love (2001) 对该类研究的方法提出了批评, 他们认为从宏观经济层面考察金融发展在经济增长中的作用既不能有效地解决金融发展与经济增长之间的因果倒置关系, 也不能深入了解金融发展促进经济增长的微观机理。他们提出, 金融市场促进经济增长的传导机制在于一个发达的金融市场能够降低企业面临的融资约束, 减轻企业的融资压力, 降低市场交易的成本, 提高投资的效率, 从而推动经济的发展。在我国, 由于金融发展能否促进经济增长尚无定论, 因此我们更应该着力于研究金融发展的这种传导机制是否存在并发挥作用, 这将有助于我们从微观的角度为我国金融发展和经济增长之间的关系提供证据, 而这也正构成了本文的第一个研究动机。相应地, 我们要研究的第一个问题就是金融发展水平的提高能否降低企业的融资约束并进而影响企业的投资行为。

值得关注的是, 在我国这样一个转型经济的国家, 除了各地区金融发展不平衡可能会影响企业的投资行为外, 预算软约束问题的存在同样也可能会改变企业的融资约束并进而反映到投资行为上。林毅夫等(2004)认为中国改革开放 20 年来, 为硬化国有企业预算约束、改善国有企业经营业绩, 已经进行了一系列的改革, 推行了承包制、股份制、现代企业制度以及对上市公司进行的各种制度设计, 其目的都是为了硬化国有企业的预算约束。但是, 软约束的问题仍然存在, 其原因在于国有企业的预算软约束内生于政策性负担, 上述改革没有消除政策性负担, 所以这些改革只是治标而非治本之策。巴曙松等(2005)认为 1998 年至

今，银行体系进行了垂直化的管理体制变革，同时政企分开的力度加大，但地方 GDP 指标仍是地方政府政绩最重要的考核指标。在这种情况下，地方政府逐步放弃直接从国有银行体系争夺资源，而转为通过协助、纵容或默许辖区内企业的“逃、废债”行为等来间接争夺国有商业银行的金融资源。这些研究都表明预算软约束在国有企业中仍然是相当普遍的现象。而我国的民营企业尽管很大一部分脱胎于乡镇企业或由国有企业民营化而来，与政府部门和国有银行分支机构也有着千丝万缕的关系，他们也有获得政府援助的可能性，然而，一般来说民营企业没有像国有企业那样获得政府援助的预期。正如田利辉（2005）所指出的那样，即使不能根据国有和民营的性质来判断预算约束的软硬性质，产权的安排也直接影响预算软约束的强弱程度。这种预期上的差别会使得预算软约束问题对两类企业的融资约束进而企业的投资行为产生不同的影响。国有企业的软约束预期会在一定程度上扭曲其面临的真实的融资约束，从而降低投资对内部现金流量的依赖性，而民营企业由于不存在这种预期，因此其投资行为并不会受到影响。

上述差异的存在可能是上文所提到的在我国金融发展促进经济增长的作用并不明显的一个重要原因。由于软约束的预期已经在一定程度上扭曲了国有企业的融资约束以及进一步的投资行为，这些企业的投资行为对金融发展降低融资约束所带来的积极效果的反应并不敏感。而民营企业由于不存在这种软约束预期，其投资行为受到的由金融发展所带来的融资约束下降所产生的影响就较大。在我国这样一个国有经济占据主导地位的经济体中，软约束的存在就可能减弱金融发展对经济增长的促进作用，从而使得当研究样本、考察期间以及金融发展程度的测量指标等在不同的研究中有所区别时，会得出关于金融发展和经济增长关系的截然不同的结论。这就使得我们从微观的视角检验金融发展促进经济增长的传导机制在我国是否存在并发挥作用时，必须同时考虑预算软约束的影响。现在已有一些文献从宏观的角度来探讨软约束对企业投资行为的影响，但从微观的企业层面实证检验预算软约束对企业融资约束和投资行为影响的研究尚不多见，尤其是由于预算软约束衡量上的困难，使得研究企业不同的软约束预期程度对其投资行为的影响的文献更是鲜见，而本文要考察的第二个问题就是希望从预算软约束到企业的融资约束再到投资行为这一传导链入手，研究软约束对企业投资以及对金融发展带来的积极影响的作用。

结合前述关于金融发展、预算软约束、融资约束和企业的投资行为关系的相关文献和我国转型经济的特殊制度背景，我们可以把本文要考察的两个问题简单地用图 1 来描述：

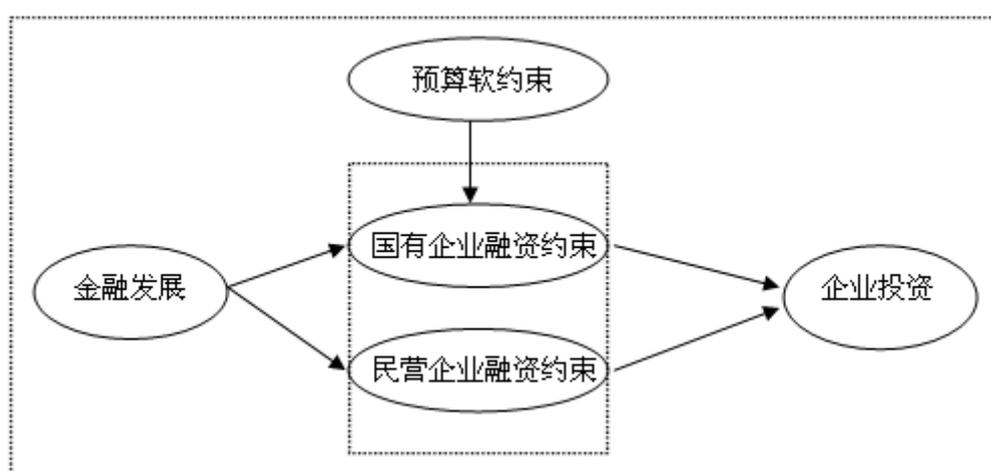


图 1: 研究思路分析图

本文利用我国上市公司的数据，实证检验了金融发展水平和预算软约束对企业的融资约束和投资行为的影响，揭示出在我国特殊的制度背景下，如果要真正地减轻企业的融资约

束,降低市场交易的成本,就必须从提高金融发展水平和硬化预算约束同时入手。本文以下部分的结构如下,第二部分为文献回顾与评论,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果,第五部分为敏感性分析,最后部分为研究结论与启示。

## 2 文献回顾与评论

### 2.1 融资约束与企业投资对内部现金流的依赖性

经典的财务理论,如 Modigliani 和 Miller (1958),认为在一个完美的资本市场里,企业的外部资本和内部资本是可以完全替代的,因此企业的投资行为并不会受到公司财务状况的影响,而只与企业的投资需求有关。但是该理论在用来解释现实时却遇到了极大的困难,由于现实世界中并不存在真正意义上的完美的资本市场,信息不对称问题和代理问题都使得外部融资的成本要高于内部资本的成本,两者并不存在完全的替代性,企业所处的财务状况总是在很大程度上影响其投资行为。Greenwald、Stiglitz 和 Weiss (1984), Myers 和 Majluf (1984) 以及 Myers (1984) 最先把信息不对称的问题引入到资本市场的研究中,建立了不完美市场下的融资优序理论 (pecking order theory),他们认为内外部融资成本的差异,即企业面临的融资约束的程度,与信息不对称的程度正相关。而 Bernanke 和 Gertler (1989, 1990) 以及 Gertler (1992) 又进一步指出,在一个不完善的资本市场里,除了信息不对称的问题外,代理问题同样也会使得外部融资的成本高于内部融资的成本,并且由于这种融资约束的存在,企业的投资行为不仅取决于投资需求,也会受到所拥有的内部资本的影响。

为了分析融资约束对企业投资行为的影响, Fazzari、Hubbard 和 Petersen (1988) (以下简称 FHP) 用分类检验的方法,率先考察了不同融资约束下的企业中投资和内部现金流量的关系。他们按照企业融资约束程度的大小将样本公司分成三组,通过比较各组公司的投资—内部现金流敏感性后发现,在不完善的资本市场里,融资约束的存在使得企业的投资和内部现金流有着显著的正相关关系,而且这种相关性随着融资约束程度的加重而增加。随后的一些研究,如 Hoshi 等 (1991)、Whited (1992) 等也采用不同的样本或方法对这一问题予以分析,但是得出的研究结论基本与 FHP 类似。

### 2.2 影响企业融资约束的因素:企业自身因素、金融市场发展水平以及预算软约束

除了分析融资约束与企业投资行为的关系外,另外一些学者则开始关注影响企业融资约束的因素。一些研究是从企业自身的角度来考察融资约束的影响因素,如 Pagano 等 (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。

有趣的是,近年来一些跨国比较研究,如 Rajan 和 Zingales (1998)、Beck 等 (1999)、Beck 等 (2002),发现企业的融资约束不但受到企业的规模、成长性、盈利能力以及资产结构等自身因素的影响,而且在很大程度上取决于一个国家的金融发展水平,如金融业的市场化程度、竞争程度以及信贷资金分配的市场化程度等。发达的金融市场能有效地减轻信息不对称的程度和代理问题,降低企业的融资约束,并通过这一微观的传导机制促进经济的发展。

综合以上两类文献后的一个潜在的推论就是:金融发展等因素会影响企业的融资约束,而融资约束又会进一步影响企业的投资行为,即会影响企业投资对内部现金流的敏感性,因此在不完善的市场里,企业的投资不但取决于自身的投资需求,还会受到金融发展等影响企业融资约束的因素的影响。

然而,上述关于融资约束及其对企业投资行为影响的研究的一个潜在前提是企业所面临的预算约束是硬的。新古典经济模型建立的基本公式之一,就是“在预算约束下追求目标函数的极大(小)值”。Kornai (1979) 认为,西方的很多理论模型都隐含地假定了硬约束的存在,因此也只有在硬约束的条件下,由此建立的理论才有经济意义。而在我国这样一个转型经济的国家,预算软约束的存在已为众多的文献所证实。在这样的制度背景下,国有企业就会存在向政府控制下的银行求援的理性预期,而这种预期的存在又会扭曲企业所面临的

真实的融资约束，并进而反映在企业的投资行为上。因此，在我国这样一个各地区金融发展水平差距较大的转型经济国家，企业的融资约束及其进一步的投资行为至少会受到金融发展水平和预算软约束两大系统性因素的影响。由于近来的研究发现融资约束作为微观的传导机制能够影响企业的投资甚至经济的发展，因此在我国特殊的制度背景下研究金融发展、预算软约束对企业的融资约束以及投资行为的影响就显得尤为重要。这不仅可以帮助我们深入地理解金融发展促进经济增长的微观传导机制，而且有助于认识影响金融发展积极作用发挥的制度性因素。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选择和数据来源

我们以 1998 年—2004 年期间在沪深证券交易所上市的全部制造业公司作为研究样本。剔除缺失值后，7 年面板数据共 5176 个观测值。除样本公司的终级所有权的资料外，所使用的数据来源于上海万得资讯公司提供的 WIND 数据库，国有企业和民营企业按照 2003 年上市公司的终级所有权进行划分<sup>2</sup>，其数据来自作者的手工收集。

#### 3.2 回归模型和变量定义

FHP 从理论上证明了在存在融资约束的情况下，企业的投资行为不仅和投资机会有关，而且还会受到内部现金流的影响。具体来说就是，企业受到的融资约束越大，其投资对内部现金流量的敏感程度越高，反之，投资对现金流的敏感程度越小。他们构建了如下的回归模型用来分析并比较不同融资约束程度下的企业的投资—现金流敏感系数。Hoshi 等（1991），Houstou 和 James（2001）都采用了相同的研究思路和类似的模型来考察融资约束对投资行为的影响。因此我们也借鉴 FHP 如下的回归模型来考察金融发展和预算软约束对企业的融资约束并进而对企业投资行为的影响。

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = aTobin'q_{it} + b\left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + u_{it} \quad \text{模型 (1)}$$

其中，I 代表固定资产合计的年度变化值，即它们的本年年末余额减去上年年末余额；K 代表当年年初的固定资产合计数；CF 表示现金流量，等于经营活动现金流量净额；Tobin' q 代表企业的投资机会，等于上年年末的企业股权市场价值与债权账面价值之和除以资本存量，具体计算公式为：

$$Tobin'q = \frac{\text{流通股股数} \times \text{每股股价} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债账面价值}}{\text{总资产}}$$

需要指出的是，根据模型（1），b 为投资现金流敏感系数，如果 b 越大，表明企业投资越依赖于内部现金流，也说明企业受到的融资约束越大。另外，在模型（1）中我们还控制了年度的影响。

为了比较在金融发展水平和预算软约束影响下不同融资约束企业的投资—现金流敏感系数，我们参照 FHP 的研究方法，把样本公司按照金融发展的水平和预算软约束的程度进行分组。在根据金融发展水平进行分组时，考虑到在我国特殊的制度背景下，由于预算软约束和政府干预的存在，银行的贷款数并不能反映真正的市场需求，我们并没有利用国外文献中经常采用的以银行当年年末总贷款余额与当年 GDP 的比值作为衡量金融发展的指标，而是参考了李涛和徐昕（2005）的方法引入樊纲和王小鲁（2004）构造的三个地区性的金融市场化指标，即金融业的市场化，金融业的竞争程度和信贷资金分配的市场化指标来测量金融发展水平，并以此为标准对样本公司进行分组。根据样本的分布规律，我们把金融市场化指数排在前十位的省市的上市公司归为金融发展水平相对高地区组，而把余下的省市的上市公司归入金融发展水平相对低地区组。同时，为了结论的稳健性，我们还引入了谢平、陆磊（2005）所编制的中国金融腐败指数作为划分标准，从另一个侧面来反映金融市场的发展水平。类似

地，按照样本分布的规律，我们把金融腐败指数相对较低（该指数越小，金融腐败程度越小）的东北地区和华东地区的样本公司归为一组，而将金融腐败指数相对较高的华北地区、中南地区和西部地区纳入另一组。同时为了进一步考察在存在预算软约束的背景下，金融发展水平对国有企业和民营企业的投资行为的不同影响，我们又分别对国有企业和民营企业按照上述方法进行了分类考察。

另外，为了单独研究预算软约束对企业融资约束进而对企业投资行为的影响，我们首先按照企业的终极所有权把样本公司分成国有企业和民营企业两组，然后按照预算软约束的程度再对国有企业进行细分，并比较各个样本组的投资—现金流敏感系数。在确定预算软约束程度的划分标准时，我们主要借鉴了已有的一些衡量标准和研究成果。林毅夫等（2004）认为在大陆的财务制度中，如果银行在当年度不能按时收回企业贷款，则通常会将逾期的款项结转至下一年，如果企业连利息也付不起，那么应付利息在下一年就作为银行贷款处理，而对于一个预算约束硬化的企业，要么被破产清算，要么按时归还贷款，不存在债务不断被展期的可能，因此利息支出占债务的比重可以大致衡量企业的预算软约束程度，该指标越小，则预算软约束程度越严重。李涛（2005）发现业绩越差的企业对国有股东提供帮助的预期越强，预算软约束的程度在业绩较差的企业更严重。而田利辉（2005）的研究发现债务的杠杆治理在中国是失效的，随着财务杠杆的提高，国有企业经理的代理成本扩大，他认为产生这种债务融资和经理腐败协同关系的制度原因是预算软约束，其潜在的推论是债务杠杆越高的国有企业，对预算软约束的预期越强。因此，参照以上关于预算软约束的研究成果，我们分别以利息支出占债务总额比重，公司绩效指标 ROE（净资产收益率）和资产负债率的大小作为划分国有企业预算软约束程度的标准，对样本公司进行分类，并在下文进行实证考察。具体分类方法如表 1 所示：

		预算软约束程度		
		较低	中等	较高
划分标准	资产负债率 (D/A)	$0 < D/A \leq 30\%$	$30\% < D/A \leq 60\%$	$D/A > 60\%$
	公司绩效 (ROE)	$ROE \geq 10\%$	$0 \leq ROE < 10\%$	$ROE < 0$
	利息占负债总额比重 (按样本数三等分)	高	中	低

表 1 预算软约束程度的分类

## 4 研究结果

### 4.1 描述性统计

图 2 列出了分组的描述性统计结果。从图中可以发现，国有企业的投资、现金流的标准差都要小于民营企业，这说明民企的投资、现金流的波动性相对较高。同样，金融发展水平高地区的投资、现金流的波动性也要小于金融落后地区。而从投资和现金流的相关系数可以发现，民营企业的投资和现金流的相关系数要高于国有企业，同样金融发展水平低地区相应的系数也要大于发达地区，这说明民营企业 and 金融发展水平低地区的企业受到的融资约束相对较大，也说明这些企业的投资支出相对更依赖于企业内部现金流，而非外部融资。这与 FHP 的研究结论也是相吻合的，FHP 的研究就表明融资约束越大的企业其投资和现金流的波动性也越大，两者的相关系数也越高。

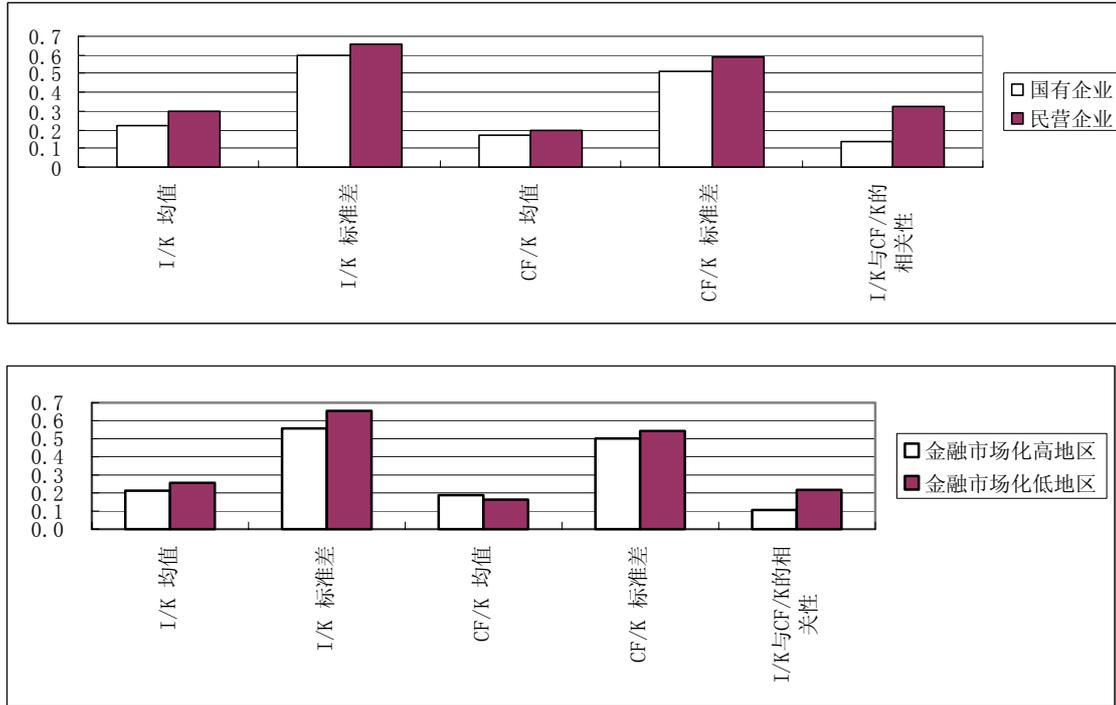


图 2: 描述性统计分析图

因此上述分析结果可以初步表明：(1) 金融发展水平的提高能够减轻企业的融资约束，从而使得企业投资行为对内部现金流的依赖性下降；(2) 预算软约束的存在扭曲了国有企业面临的真实的融资约束，从而也使得其投资对内部现金流的依赖性小于民营企业。当然，仅仅依靠描述性统计的结果还不能得出令人信服的结论，本文将利用 FHP 回归模型予以进一步的分析。

#### 4.2 回归结果

表 2 和表 3 报告了将样本公司分别按照金融发展水平的两个不同衡量指标进行分组后，并按模型 (1) 进行回归的结果。从两表可以发现，无论采用金融业市场化指数还是金融腐败指数作为衡量金融发展水平的基准，得到的结果都表明金融发展水平与企业的融资约束存在反向的变动关系。金融发展水平高地区的企业其投资—现金流敏感系数要小于低水平地区的相应系数，这说明金融发展能够减轻企业的融资约束，从而降低投资对内部现金流的依赖程度。当我们分别国有企业和民营企业检验时，这一结论仍然成立，这说明金融发展水平会同时影响国有企业和民营企业的融资约束，并进而影响其投资行为。

	所有样本公司		国有企业		民营企业	
	市场化低	市场化高	市场化低	市场化高	市场化低	市场化高
CF	0.274 ( $<0.0001$ ) <sup>3</sup>	0.134 ( $<0.0001$ )	0.235 ( $<0.0001$ )	0.116 ( $<0.0001$ )	0.410 ( $<0.0001$ )	0.253 (0.0015)
Tobin' q	0.068 (0.0001)	0.050 (0.0002)	0.079 ( $<0.0001$ )	0.062 ( $<0.0001$ )	0.021 (0.6167)	0.022 (0.5723)
Adj. R <sup>2</sup>	0.156	0.116	0.140	0.105	0.285	0.195
观测值	2470	2706	2177	2368	293	338

表 2

按照金融市场化指数分类

	所有样本公司		国有企业		民营企业	
	高腐败	低腐败	高腐败	低腐败	高腐败	低腐败
CF	0.250 (<0.0001)	0.164 (<0.0001)	0.198 (<0.0001)	0.153 (<0.0001)	0.420 (<0.0001)	0.240 (0.0015)
Tobin' q	0.051 (0.004)	0.066 (<0.0001)	0.059 (0.0028)	0.080 (<0.0001)	0.006 (0.90027)	-0.014 (0.7109)
Adj. R <sup>2</sup>	0.160	0.118	0.139	0.111	0.311	0.182
观测值	2744	2432	2371	2174	373	258

表 3

按照金融腐败指数分类

与此同时，我们注意到金融发展水平对两类企业的影响却相去甚远，其中存在三个重要的差异：（1）无论在金融发展水平高的地区还是在金融发展水平低的地区，同一地区国有企业的投资—现金流敏感系数都要小于民营企业，这表明无论在哪个地区，国有企业的融资约束都要小于民营企业；（2）无论按照哪个衡量指标进行分组，金融发展水平的提高使得民营企业投资—内部现金流敏感系数下降的绝对数都要大于国有企业的相应变化数。当以金融腐败指数作为金融发展水平的衡量指标进行分组时，这一现象更为明显。民营企业的投资—现金流敏感系数从高腐败地区的 0.420 下降到低腐败地区的 0.240，而国有企业的相应系数只从 0.198 下降到 0.153，下降的绝对数和幅度均明显小于民营企业；（3）国有企业和民营企业的投资现金流敏感系数的差距随着金融发展水平的提高而缩小。为了更直观地理解上述差异，我们单独提取投资—现金流敏感系数并用图 3 来概括。

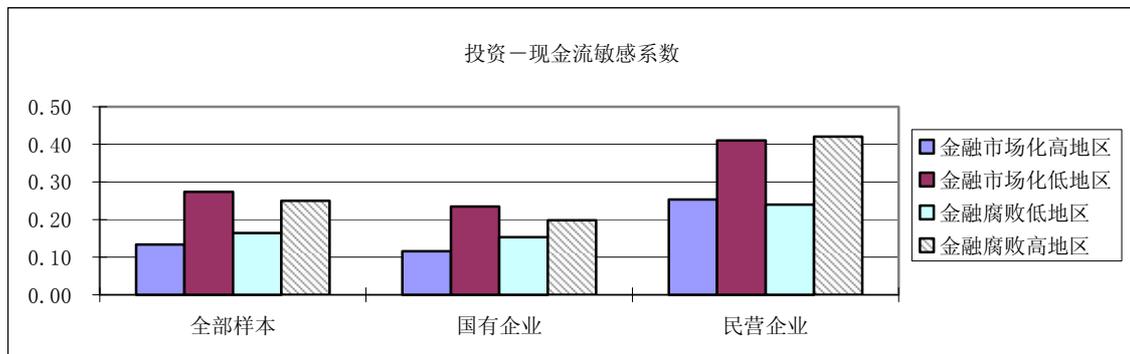


图 3: 金融发展对国有企业和民营企业的不同影响比较图

上述三个特征与我们前述的分析是一致的，即预算软约束的存在已经在一定程度上扭曲了国有企业面临的真实的融资约束，因此这些企业的投资行为对金融发展降低融资约束所带来的积极效果的反应并不像民营企业那样敏感。而民营企业由于不存在这种软约束预期，金融发展所带来的融资约束的下降对其投资行为产生的影响就较大。当然，这一结论的成立是以预算软约束对国有企业和民营企业的融资约束以及投资行为的不同影响为前提的，这就有必要直接检验软约束对企业投资行为的影响。本文以下部分将更深入地研究预算软约束的影响。

表 4 报告了样本公司按照终极所有权进行分组后的回归结果。从表中可以发现所有样本公司投资—现金流的敏感系数为 0.207，而国有企业的投资—现金流敏感系数为 0.177 要远小于民营企业的 0.372，这说明由于预算软约束的存在使得国有企业的融资约束程度要低于民营企业，进而使得其投资—现金流系数发生了同方向的变化，即国有企业投资对内部现金流的依赖性要小于民营企业。

	所有样本公司	国有企业	民营企业
CF	0.207 (<0.0001)	0.177 (<0.0001)	0.372 (<0.0001)
Tobin' q	0.054 (<0.0001)	0.062 (<0.0001)	0.001 (0.9725)
Adj. R <sup>2</sup>	0.140	0.126	0.240
观测值	5176	4545	631

表 4 按终极所有权分组

表 5—表 7 报告了国有企业按照预算软约束程度的不同衡量指标进行分组后的回归结果。从表 5 可以发现，对于国有企业，负债比率在一定程度上的增加能够加大企业融资约束的程度，从而增加其投资对内部现金流的敏感系数，而当资产负债率进一步增加到 60% 以上时这一系数开始大幅下降，这与国外的研究发现有很大的差异。Whited (1992) 的研究表明资产负债率高的企业其融资约束程度要大于资产负债率低的企业。而民营企业按照资产负债率分组后的回归结果和 Whited (1992) 的研究发现完全一致，资产负债率越高的企业，受到的融资约束的程度越大，投资—现金流的敏感系数也相应越大。这说明在我国转型经济的特殊背景下，预算软约束的存在扭曲了国有企业面临的真实的融资约束，当资产负债率超过一定比率时，对政府援助的预期开始出现，从而降低了其投资对内部现金流量的依赖性。

	国有企业		
	0<资产负债率≤30%	30%<资产负债率≤60%	资产负债率>60%
CF	0.081 (0.0587)	0.378 (<0.0001)	0.060 (0.0475)
Tobin' q	0.069 (<0.0001)	0.074 (<0.0001)	0.048 (0.1766)
Adj. R <sup>2</sup>	0.159	0.188	0.053
观测值	919	2622	1004
	民营企业		
	0<资产负债率≤30%	30%<资产负债率≤60%	资产负债率>60%
CF	0.199 (0.1054)	0.311 (<0.0001)	0.429 (<0.0001)
Tobin' q	0.014 (0.7677)	-0.008 (0.8441)	-0.004 (0.9568)
Adj. R <sup>2</sup>	0.302	0.228	0.227
观测值	118	355	158

表 5 按资产负债率分组

表 6 的结果显示，当国有企业的预算软约束程度随着 ROE 下降而增加时，其投资—现金流敏感系数也随之减小，从 ROE>10% 时的 0.259，到 ROE 处于 0—10% 区间时的 0.043，再到亏损企业的 -0.067，一直处于下降的趋势，这表明绩差企业的融资约束程度要小于绩优的企业。这些结果与国外的研究也存在着较大的不同，Brana 等 (1999)、Myers (2002) 等国外的文献都表明良好的经营业绩能够减轻企业的融资约束。而民营企业 ROE>10% 组的投资—

现金流敏感系数 0.306 要小于 ROE 在 0—10% 区间的 0.472，说明在民营盈利企业中业绩的提高确实能使融资约束程度下降，这与国外的研究发现一致。但令人稍感惊奇的是，当民营企业 ROE<0 时，其投资—现金流敏感系数相对于 0—10% 区间也有所下降，而与 ROE>10% 组趋同，我们认为这一现象的出现可能与在我国民营企业 and 政府之间的特殊关系有关，当民营企业亏损时，地方政府可能会出于自身的利益（如为当地 GDP 指标着想）对其进行援助，从而在一定程度上降低这些企业的融资约束，但从表 6 中可以发现其投资—现金流敏感系数下降的程度要比国有企业小得多。因此，按照业绩分组的回归结果也表明，预算软约束的存在使得国有企业的融资约束程度要小于民营企业，而且这一程度随着软约束预期的增强而下降。表 7 的结果显示，当预算软约束的程度随着利息支出占负债总额比的减小而增加时，其投资—现金流敏感系数也逐步下降，而在民营企业中却没有这种趋势，这进一步支持了表 5、表 6 的发现。

国有企业			
	ROE<0	0≤ROE<10%	ROE≥10%
CF	-0.067 (0.0526)	0.043 (0.0455)	0.259 (<0.0001)
Tobin' q	-0.012 (0.4759)	0.010 (0.4688)	0.147 (<0.0001)
Adj. R <sup>2</sup>	0.017	0.153	0.163
观测值	489	2591	1465
民营企业			
	ROE<0	0≤ROE<10%	ROE≥10%
CF	0.314 (0.0048)	0.472 (<0.0001)	0.306 (<0.0001)
Tobin' q	-0.068 (0.1256)	-0.103 (0.0417)	0.091 (0.0307)
Adj. R <sup>2</sup>	0.103	0.247	0.301
观测值	69	306	256

表 6 按公司绩效进行分组

国有企业			
	高	中	低
CF	0.414 (<0.0001)	0.130 (0.0016)	0.098 (<0.0001)
Tobin' q	0.040 (0.0504)	0.102 (<0.0001)	0.047 (0.0114)
Adj. R <sup>2</sup>	0.109	0.152	0.167
观测值	1515	1515	1515
民营企业			
	高	中	低
CF	0.181 (0.0181)	0.400 (<0.0001)	0.384 (<0.0001)

Tobin' q	0.007 (0.829)	0.003 (0.9566)	-0.012 (0.8268)
Adj. R <sup>2</sup>	0.076	0.246	0.307
观测值	210	211	210

表 7 按利息支出占负债总额比进行分组

综合表 4—表 7 的回归结果，我们可以得出两个结论：（1）预算软约束的存在使得国有企业的融资约束要低于民营企业，从而使其投资对内部现金流的依赖性要低于民营企业；（2）即使在国有企业内部，企业面临的融资约束也因软约束预期的不同而发生变化，软约束预期越强的企业受到的融资约束越小，相应地其投资对内部现金流的依赖性也越小。

## 5 敏感性分析

利用 FHP 的模型和分类检验的方法，我们可以清楚地比较不同的金融发展水平以及不同预算软约束程度下的企业的融资约束，同时也能够直观地分析预算软约束对金融发展所带来的积极影响的抵消作用，但是分类检验的方法在样本划分上也存在着一定的局限性。例如，我们在按照金融发展水平对样本进行分组时，只是简单地将样本分为两组，而没有作进一步的细分，这可能对我们的研究结论造成一定的影响。另外，童盼、陆正飞（2005）在考察我国企业投资行为的影响因素时，还控制了销售额的影响，而我们所使用的 FHP 的模型并没有考虑这一因素对企业投资的影响，而这也有可能影响我们的研究结论。因此我们构造了如下的模型进行进一步的检验：

其中，FD 代表企业所处省份的金融市场化指数，指数越高表示金融市场发展水平越高，Ownership 为终极所有权虚拟变量，国有企业取 1，民营企业取 0，S 代表企业当年的销售额。

如果金融市场化指数和现金流量交叉项的系数  $\alpha_2$  显著为负，则说明金融发展水平的提高能

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \alpha_2 \cdot FD \cdot \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \alpha_3 \cdot Ownership \cdot \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \alpha_4 Tobin' q_{it} + \alpha_5 \left(\frac{S}{K}\right)_{it} + \mu_{it} \quad \text{模型 (2)}$$

够降低企业投资对内部现金流的依赖性，同样如果终极所有权虚拟变量与现金流交叉项系数  $\alpha_3$  显著为负，则说明在预算软约束影响下国有企业投资对内部现金流的依赖性要小于

民营企业，另外我们在模型中还控制了年度的影响。表 8 是模型（2）的检验结果。

	系数	p 值
截距	0.140	(<0.0001)
CF	0.328	(<0.0001)
FD*CF	-0.019	(0.0234)
Ownership*CF	-0.141	(0.0004)
Tobin' q	0.011	(0.3804)
S	0.063	(<0.0001)
Adj. R <sup>2</sup>	0.118	
观测值	5160	

表 8 模型 2 回归结果

表 8 显示的回归结果与我们的预期一致，金融市场化指数与现金流交叉项的系数以及终极所有权虚拟变量与现金流交叉项的系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为负，这说明金融发展水平的提高能够降低企业投资对内部现金流的依赖性，同时也说明国有企业投资对现金流的依赖程度要小于民营企业，这些结果与分类检验所得到的结论一致。

## 6 研究结论与启示

本文的研究表明,在我国转型经济的特殊制度背景下,企业的融资约束及投资行为会同时受到金融发展水平和预算软约束的影响。金融业的发展能够缓解企业的融资压力,降低企业融资约束的程度,从而使得企业投资对内部现金流量的依赖性下降。但与此同时,预算软约束的存在,扭曲了国有企业面临的真实的融资约束,使得其投资对内部现金流的依赖性要小于民营企业,而金融发展水平的提高能够缩小这一差距。进一步的研究还发现,即使在国有企业内部,融资约束的程度也与软约束的预期呈负相关的关系,软约束预期越强的企业受到的融资约束越小,其投资对内部现金流的依赖性也相应越小。另外,金融发展对企业投资行为的影响程度也受到预算软约束的影响,在软约束预期强的国有企业,金融发展所带来的减轻企业融资约束与降低投资行为对内部现金流量依赖性的作用,要比民营企业小。必须指出的是,金融发展和预算软约束这两大系统性因素虽然都能通过改变企业的融资约束最终影响企业的投资行为,但两者有着截然相反的经济后果。金融发展能够减轻企业融资约束,降低资本市场交易的成本,从而促进经济的发展,但是预算软约束的存在,并非真正意义上的降低企业融资约束,它只是扭曲了资金的使用成本,降低了资源使用的效率,从而减弱了金融发展对企业的融资约束进而投资行为所带来的积极作用,产生了“漏出”效应。本文给我们的启示是,在我国转型经济的特殊制度背景下,如果要真正地减轻企业的融资约束,降低市场交易的成本,促进经济的发展,必须从提高金融发展水平和硬化预算约束同时入手。

#### 参考文献

- [1]巴曙松、刘孝红、牛播坤. 转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究 《金融研究》2005 第 5 期
- [2]樊纲、王小鲁. 中国市场化指数 - 各地区市场化相对进程报告 经济科学出版社, 2004
- [3]李涛. 国有股权、经营风险、预算软约束与公司业绩: 中国上市公司的实证发现 《经济研究》, 2005 第 7 期
- [4]李涛、徐昕. 企业因素、金融结构与融资约束: 基于中国企业规模与产权结构的实证分析 《金融研究》. 2005 第 5 期
- [5]林毅夫、刘明兴、章奇. 政策性负担与企业的预算软约束: 来自中国的实证研究 《管理世界》, 2004 第 8 期。
- [6]卢峰、姚洋. 金融压抑下的法制、金融发展和经济增长 《中国社会科学》, 2004 第 1 期。
- [7]田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理 《管理世界》, 2005 第 7 期。
- [8]童盼、陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为 《经济研究》, 2005 第 5 期。
- [9]谢平、陆磊. 中国金融腐败的经济学分析——体制、行为与机制设计 中信出版社, 2005
- [10]周立、王子明. 中国各地区金融发展与经济增长实证分析: 1978 - 2002 《金融研究》, 2002 第 10 期。
- [11]Beck, Thorsten, Demirguc—kunt , Asli, and Ross Levine, 1999, A New Database on Financial Development and Structure, World Bank.
- [12]Beck, Thorsten, Demirguc—kunt , Asli, and Vojislav Maksimovic, 2002, Financial Patterns around the World: The Role of Institutions, World Bank Working Paper.
- [13]Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1989, Agency costs, net worth, and business fluctuations, American Economic Review 79, 14—31.
- [14]Branan, Sophie, Mathilde Maurel, and Jerome Sgard, 1999, Enterprise Adjustment and the Role of Bank Credit in Russia: Evidence from a 420 Firms Qualitative Survey, Comparative Economic Studies, 41 (4), 47—69.
- [15]Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, and Bruce C., Peterson, 1988, Financial Constraints and Corporate Investment, Brookings Papers on Economic Activity 1, 141—195.
- [16]Gertler, Mark, 1992, Financial capacity and output fluctuation in an economy with multi—period financial relationship, Review of Economics 36, 541—572.

- [17]Greenwald, Bruce, Joseph Stiglitz, and Andrew Weiss, 1984, Information imperfections and macroeconomic fluctuations, *American Economic Review* 74, 194–199.
- [18]Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991, Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese panel data, *Quarterly Journal of Economics* 106, 33–60.
- [19]Joel F. Houston, and Christopher M. James, 2001, Do relationships have limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and investment, *The Journal of Business* 74, 347–374.
- [20]Kornai, Janos, 1979, Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems, *Econometrica* 47:4, 801–819
- [21]Love, L., 2001, Financial development and financial constraints: international evidence from the structural investment model, Working Paper, World Bank.
- [22]Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261–297.
- [23]Myers, Stewart C., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance* 39, 575–592.
- [24]Myers, Stewart C., and Nicholas Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- [25]Myers, Stewart, 2002, Financial of Corporations, in “Handbook of Economics of Finance”, edited by George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, North–Holland, Amsterdam.
- [26]Pagano, Macro, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, 1998, Why Do Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 53, 27–64.
- [27]Rajan, Rhaguram and Luigi Zingales, 1998, Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, 88, 559–587.
- [28]Whited, Toni, 1992, Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data, *Journal of Finance* 47, 1425–1460.

## **Financial Development, Soft budget constraints, and Firm Investment**

He Xian-jie

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** Based on china’s listed companies, this paper empirically investigates whether the transmission mechanism of financial development is in effect under china’s transitional economics. More over, we also explore the institutional factors which may influence the validity of this mechanism. Our finding shows that financial development can alleviate the financial constraints of companies’ investment. However, the existing soft budget constraints distort financial constraints of state owned companies, and cast shadow on the positive role of financial development, which results in “leakage effect”. The policy implications from the finding are obvious. In order to alleviate the financial constraints of companies, improve the efficiency of investment and promote the development of the economy, we must reinforce the development of finance together with hardening the soft budget constraints.

**Key word:** Financial Development; Soft Budget Constraints; Financial Constraints; Firm Investment

---

<sup>1</sup> 本文得到上海财经大学会计与财务研究院资助，并且是上海市社科规划一般课题《控制权安排、企业投资与资源配置效率》（批准号：2005BJB011）的阶段成果。我们感谢上海财经大学会计与财务研究院学术讨论班的各位参与者提出的宝贵建议。文中的一切可能错误与疏漏，概由作者承担。

<sup>2</sup> 本文中并没有考虑样本公司终级所有权在各年的变化，由于所有权的变动更多地为从国有企业变为民营企业，从下面的研究结果中可以看到，如果考虑这种变动将会加强我们的结论。另外，我们用 1998 年—2001 年的各年终级所有权数据进行了分析，其分析结果并不影响本文的研究结论。

<sup>3</sup> 括号内容为  $p$  值，下同。