

# 关联方交易、金融生态环境与中小企业融资约束

唐彩霞<sup>1</sup>, 杨毅<sup>2</sup>(教授), 刘叶<sup>3</sup>

**【摘要】**以2012~2015年创业板上市公司为研究样本,实证检验金融生态环境及其下属维度、关联方交易及其筹资型关联方交易、支付型关联方交易对中小企业融资的影响。研究表明:创业板上市公司所处地区的金融生态环境越好,关联方交易规模越大;筹资型关联方交易规模越大,越能拓宽融资渠道,其融资约束程度越低。进一步研究发现,良好的金融生态环境与关联方交易之间存在一种替代机制。通过分组检验探讨现金持有的边际价值,发现在金融生态环境较恶劣且关联方交易规模较小的情形下,企业超额现金持有的价值效应最高。上述结论为研究金融生态环境、关联方交易对创业板上市公司融资约束的作用机制以及公司可能的现金选择策略提供了新的经验证据。

**【关键词】**金融生态环境; 关联方关系; 筹资型关联方交易; 融资约束; 融资渠道

**【中图分类号】**F276.3

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1004-0994(2018)24-0160-12

## 一、引言

Macmillan<sup>[1]</sup>研究发现,由于资金的供给方不愿意以中小企业所要求的条件提供资金,致使中小企业在其发展过程中始终存在着资金缺口。这种融资缺口现象被称为“麦克米伦缺陷”,此后关于企业融资的理论如雨后春笋般纷纷涌现。而中小企业作为国民经济的支柱,在推动经济发展、促进就业、提高资金配置效率方面发挥着举足轻重的作用;与此同时,中小企业因自身的“先天缺陷”,加之我国特殊的制度环境,其发展面临着严重阻碍,其中尤以融资受限导致企业发展缓慢为甚。

要想解决中小企业融资难的问题,除了关注中小企业本身存在的弱势,还应关注与其进行信息交流、利益输送的外部环境。吕劲松<sup>[2]</sup>指出,中小企业融资难问题普遍存在,我国在解决该问题时应借鉴国外成功经验,将其置于战略层面,并结合国内金融

改革、金融市场发展以及实体经济发展的总体特点,从法治、产业、财政和金融、社会信用与文化等方面对中小企业融资环境进行综合改革。

也有学者试图从中小企业融资影响因素的视角寻求缓解融资难的策略。从微观角度而言,现金持有量、产权性质、社会性负担、内部控制质量、公司治理等都会对企业的融资产生影响,进而决定企业资金的可得性与规模;而就宏观层面来说,外部金融发达程度、市场化进程、地区经济发展程度、利率、货币政策等均与企业融资的可得性紧密相连。不少学者试图从企业所处的生态环境来评价其融资现状,周小川<sup>[3]</sup>以生物学上的生态概念为基点,分析自然生态与金融生态之间的关系,并评价了我国的生态金融现状;林永军<sup>[4]</sup>从系统论的角度阐述生态金融的建设;黄国平、刘煜辉<sup>[5]</sup>从政府治理、经济基础、金融发展以及制度与文化建设四个维度对我国地区金融生态环境进行了评价;魏志华等<sup>[6]</sup>以2007~2010年

**【基金项目】**国家自然科学基金项目“会计信息质量在信贷资源配置中的识别意愿、识别技术以及经济后果研究”(项目编号:71462004);广西高校人文社会科学重点研究基地基金(项目编号:桂教规范[2015]4号);广西科技大学硕士研究生创新项目“绿色金融视角下中小企业融资约束研究”(项目编号:GKYC201714)

上市公司的数据作为研究对象,实证检验了金融生态环境对企业融资约束的影响及其作用机制,并指出银行贷款和商业信用对融资约束有缓解作用。

生态金融在国内已经得到一定程度的发展。毋庸置疑,企业所处的金融生态环境对其融资窘境存在重大影响。但与此同时,除了外部环境,内部治理机制对于企业融资现状的改善也发挥着举足轻重的作用。近些年来,内部资本市场作为外源融资受限的补救措施成为企业重要的资金来源之一。而关联方交易作为内部资本市场融资的手段之一,在外部监管不断增强的背景下,能起到信号传递的作用。关联方交易被视作降低交易成本的途径亦或是大股东侵占上市公司利益的方式,这些性质是否会对企业的融资产生影响?若是,哪个方面的影响更为显著?在供给侧改革的背景下,企业所处的外部金融生态环境是否会影响关联方交易的性质和规模,进而影响企业的融资成本?具体通过何种途径影响?基于以上考虑,本文以企业所面临的“融资难”为研究对象,试图厘清关联方交易与金融生态环境作为其内外部影响因素对缓解中小企业融资难现状的作用机制。

## 二、文献回顾与研究假设

我国各个地区的金融生态环境发展水平参差不齐,对于经济发展程度较低、制度文化建设相对落后地区的企业而言,由于存在严重的信息滞后,很难获取大量的外部融资;而处在市场化进程较快地区的企业,融资选择多元化,但生态金融环境改善与信贷资金配置效率的关系又受到资产规模、产权异质性的影响<sup>[7]</sup>。“新兴加转轨”背景下的中国,资本市场的不完备极易影响企业的现金持有策略及现金变动价值。而通过企业间的关联交易建立的内部资本市场可以降低企业现金流变化程度,以低于外部融资成本的代价获得维持企业经营与发展的必要资金。可见,针对金融发展不够成熟的现状,研究外部金融生态环境与关联方交易相互作用下的融资策略具有一定的现实意义和理论价值。

### (一)金融生态环境与企业融资约束

自从公司融资约束研究成为公司财务研究的重要方面以来,基于不同视角考察影响企业融资约束的因素就成为学者们关注的焦点。Myers、Majluf等<sup>[8]</sup>指出,公司持有的现金水平与信息不对称、市场摩擦有关,即信息不对称和市场摩擦会加剧企业的现金累积倾向。相对于非融资约束企业而言,内部资金

状况会显著影响融资约束企业的投资行为。Fazzari等<sup>[9]</sup>在1988年提出,企业投资对内部现金流的依赖程度反映了企业面临的融资约束程度,由此引发了研究企业融资约束的热点。

大量的研究表明,外部金融发展程度对企业融资影响尤其重要,外部金融生态环境会显著影响企业的融资行为。Rajan、Zingales<sup>[10]</sup>认为,企业所选择的融资模式及其发展路径在很大程度上取决于企业所处的融资约束环境,宽松的融资约束环境更易促进依赖外部融资的产业的发展。

近年来,随着研究的不断深入,外部环境对企业融资约束的机制备受关注。现有文献成果表明,在金融发展程度较低的地区,企业融资经常会面临较大的不稳定性,外部融资成本较高,融资需求也相应降低。而发展成熟的金融环境却有助于缓解融资约束,降低融资难度。萧安富、徐彦斐<sup>[11]</sup>从经济结构和制度环境两方面分析了金融生态环境对提高资金配置效率的作用机制,他们认为完善的经济制度可以有效提高资金配置效率。

李冲等<sup>[12]</sup>则以30个省区2005~2011年的数据为样本,通过建立面板空间回归模型,研究了区域金融生态环境与企业创新能力之间的关系:区域生态环境越好,企业创新所付出的资金成本就越低;而金融生态环境相对较差的地区,融资成本较高,资金需求则会相应降低。由此可见,影响企业融资约束的因素是多元化的,既有企业自身特征的缺陷,也有外部宏观环境的影响;而外部经济运行的环境更为复杂,需要从企业所处的不同社会环境维度来全面评价其生存效率。

沈红波等<sup>[13]</sup>的研究显示,金融发展水平会缓解企业的融资约束,金融发展程度越高,企业面临的融资约束越小。章贵桥等<sup>[14]</sup>研究发现,在宏观货币政策环境影响下,外部融资约束的加剧会使得企业利用现金流积累现金。谢军等<sup>[15]</sup>从宏观货币政策角度考察了企业生态环境的优化对于企业投资行为和融资约束的影响效应,认为企业生态金融环境的改善可以降低企业投资内部现金流的敏感性,缓解企业的融资约束。

曾之明等<sup>[16]</sup>通过实证研究发现,地区金融发展环境对我国中小上市公司的内部现金流有着显著的正向影响。金融生态环境越好,其市场经济制度越完善、法制越健全、政府治理水平越合理、金融发展程度越高、对社会文化和诚信制度越有认同感,在提高

企业经营绩效和盈利水平的同时,亦能够降低企业的融资约束程度。因此,金融生态环境作为反映企业金融环境的综合变量,其整体与不同维度的发展及完善都将有助于缓解企业融资约束,降低企业的内外部融资成本。据此,我们提出如下假设:

H1:良好的金融生态环境可以缓解创业板企业的融资约束,且金融生态环境越好,创业板企业所受的融资约束程度越小。

H2:作为金融生态环境的下属维度,政府债务治理、经济基础、制度与诚信文化建设、金融发展等越完善,创业板企业所受的融资约束程度越小。

## (二)关联方交易与企业融资约束

对于外源融资渠道受阻的企业而言,选择有效的内部融资方式可以预防企业发展面临的资金短缺与现金流断流的风险,并可有效抑制企业过度持有现金。Jenson、Mecking<sup>[17]</sup>则认为,由于上市公司大股东与中小股东之间的信息不对称,大股东会利用其控股权侵占和损害中小股东利益。Johnson等<sup>[18]</sup>则发现,控股股东会利用关联交易转移资产与粉饰利润等。我国上市公司会通过关联方交易调节利润,以此解决其面临的退市难题、发行新股等问题;当公司存在自由现金流时,公司也会选择赊销或者贷款等方式将多余的资金转移给关联方。

与此同时,Jia、Shi和Wang<sup>[19]</sup>则认为关联方交易是企业集团的共同保险,通过分析我国资本市场1998~2008年间上市公司披露的关联方交易数据发现,当上市公司销量不高、业绩下滑时,控股股东及其子公司将为上市公司提供非贷款形式(应付类账款、担保等)的关联方交易;而当上市公司控股股东存在融资困难、信用危机时,上市公司将为其提供包括贷款担保、公司间借款等基础性关联方交易。近年来,随着企业间交易日益复杂与频繁,关联方交易也呈现出多变性与隐藏性等特点。在关联方交易中,由于上市公司的国有改制性,其与原企业之间存在着千丝万缕的关系,企业集团既可以利用关联方交易作为内部资源提高企业的营运效率与盈利能力,降低企业之间的交易成本和信息成本,又可以利用关联方交易的低信息透明度进行显失公允的暗箱操作,从而为控股股东侵占中小股东利益、操纵利润、粉饰财务报表提供便利。

王瑞英、谢清喜和郭飞<sup>[20]</sup>根据关联方利益转移的方向,将其交易的类型划分为付出型关联方交易与索取型关联方交易。付出型关联方交易就是将相

关交易利益转移给关联方,通常被定义为大股东或者关联方侵占上市公司利益,索取型关联方交易是上市公司在交易中获取收益;通常被认为是关联方支持上市公司的一种方式。朱松、陈超、马媛<sup>[21]</sup>从关联方双向资金占用的视角,将关联方交易定义为关联方侵占上市公司资金的“掏空”行为以及关联方给予上市公司资金援助的“支持”,并发现这两种行为对于企业的投资影响截然不同。胡淑娟<sup>[22]</sup>则从关联方交易的性质出发,发现关联方交易存在两面性:一方面,是出于降低交易成本、提高经营效率的经济动机;另一方面,是出于转移利益、粉饰利润的机会主义动机。

优序融资理论认为,企业在融资方式的选择上存在倾向性,即其选择存在先后性:内部融资→债券融资→股票融资。存在这种现状的原因可用MM理论进行解释:在存在企业所得税与交易成本的情况下,不完全竞争的资本市场其融资成本高于公司利润留存的成本,因此,公司的营运资本(应收账款、应收票据、预付账款等)作为资金占用的方式之一会影响占用这部分自由现金流,当外部融资成本较高时,会进一步影响企业的现金流敏感度。而短期借款作为一种短期融资方式为企业提供了资金支持,正是由于资本市场的不完美、外部融资成本高、信息不对称等,使得企业受到严重的融资约束。若企业能够以较低的成本占用关联方资金,那么就有可能去投资净现值大于零的项目、扩大企业生产规模、提高企业的偿债能力与营运能力,从而缓解企业所面临的融资难题。与之相反,在外部金融市场不甚发达的情况下,上市公司过度地输送资金至关联方将会提升企业本身融资的难度。据此,本文提出如下假设:

H3:关联方交易能够缓解企业的融资约束,且关联方交易的规模越大,企业面临的融资约束越小。

H3a:索取型关联方交易能够缓解企业融资约束,且索取型关联方交易规模越大,对企业融资约束的缓解力度越大。

H3b:付出型关联方交易会加剧企业的融资约束,且付出型关联方交易规模越大,对融资约束的阻碍力度越大。

## (三)金融生态环境、关联方交易与企业融资约束

目前尚没有学者研究金融生态环境与关联方交易对企业融资约束关系的影响,但有不少学者已经研究过金融生态环境与内部资本市场对企业融资约束之间的关系,研究大致分为“替代效应”与“互补效

应”两类。Shin、Park<sup>[23]</sup>研究发现,当外部资本市场融资困难时,企业会转向建立内部资本市场以缓解融资约束。银莉、陈收<sup>[24]</sup>则认为内外部资本市场之间存在替代效应,即具有资金融通功能的内部资本市场能够替代外部资本市场,通过内源融资解决企业资金缺口。陈远志、彭青<sup>[25]</sup>以金融危机为背景,研究了内部资本市场与债务融资的关系,研究发现,内外部资本市场之间的关系在不同的金融危机阶段呈现不同的特征。

万伟等<sup>[26]</sup>通过实证研究发现,对于外部资本市场不够发达的经济体而言,企业附属于集团的性质在融资约束水平不同的企业有不同的特征。Khananna、Yafeh<sup>[27]</sup>指出外部资本市场的优势决定了内部资本市场的效率。卢建新等<sup>[28]</sup>则发现内外部资本市场在不同的情况下,呈现出替代、互补、冲突等多种关系。谢军、黄志忠<sup>[29]</sup>通过实证研究指出,内部资本市场与外部金融生态环境之间不存在替代效应。关联方交易尤其是筹资型关联方交易能够有效缓解企业的融资约束,而外部金融生态环境及其不同维度的改善也能极大地降低企业的融资成本与难度。据此,本文提出如下假设:

H4: 关联方交易与金融生态环境的交互作用对缓解企业融资约束、降低企业现金—现金流敏感性存在替代效应。

#### (四)金融生态环境与关联方交易交互作用下的现金价值效应

金融生态环境与关联方交易作为影响企业融资的重要因素,二者之间既互相影响又互相作用,从而进一步影响企业持有现金的价值效应。在外部金融生态环境较为恶劣的境况下,企业面临的融资约束较大,若此时企业选择持有较多的现金,则可以有效缓解由于资金短缺造成的企业融资不畅问题,企业持有现金的价值与企业面临的融资约束程度紧密相关。若外部金融生态环境良好,外部经济条件与地区金融发展水平较高,企业能够以较低的成本获得足够的资金,企业的融资约束较小,超额现金的持有则可能导致代理成本高涨,同时其现金持有带来的边际价值也会存在差异。Dennis、Sibikov<sup>[30]</sup>研究发现,融资约束在一定程度上可以抑制管理层对现金处置的随意性,从而降低代理成本,提高企业现金的边际价值;而内外部资本市场与治理机制的完善也会对代理成本产生影响,提高企业的现金边际价值。由此可以发现,在企业所处的外部金融生态环境与关联

方交易规模不甚相同的情形下,其持有现金所导致的边际价值也是存在差异的。基于以上分析,本文提出如下假设:

H5: 在金融生态环境与关联方交易规模不尽相同的情境下,企业增持现金的边际价值亦不同。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取与数据来源

本文选取2012~2015年所有在深圳证券交易所进行交易的创业板上市公司作为初选样本,并依据以下原则对样本进行筛选:①剔除关联交易数据缺失的公司;②剔除研究所用数据缺失的公司;③剔除金融业和ST类上市公司。经过上述筛选处理,最终得到1104个观测值。本文所采用的创业板上市公司的数据来源于CSMAR和RESSET数据库,外部生态金融环境指标的数据根据张红凤、汲昌霖<sup>[31]</sup>的生态金融环境指标计算获得。本文使用Excel进行数据的初步整理,运用Eviews 7.2、SPSS 20.0软件对数据进行深入分析。

#### (二)模型研究与变量定义

Myers、Majluf<sup>[8]</sup>认为,正是由于信息不对称、交易成本与所得税的存在,使得企业外部融资的预期报酬率高于使用内部资本的权益资本成本,这种融资成本的差异使企业在选择不同的融资方式时受到了一定程度的限制。Fazzari等<sup>[9]</sup>用投资—现金流敏感性来衡量企业的融资约束程度,他们认为,受到融资约束的企业其现金流变动幅度与当期投资之间存在正向关系,而非融资约束企业其现金流变动幅度与当期投资之间关系并不显著。Kaplan、Zingales<sup>[32]</sup>却对投资—现金流敏感性理论提出了质疑,并通过实证检验投资—现金流敏感性模型,得到了与之截然相反的结论,即投资—现金流敏感性与企业所受的融资约束负相关。

Gomes<sup>[33]</sup>则认为,受到现金流中包含的投资信息与Tobin's Q的度量问题影响,投资—现金流敏感性与企业融资约束之间的线性关系并不明确。鉴于此,Almeida等<sup>[34]</sup>提出用现金—现金流敏感性来衡量企业的融资约束,当内外部融资成本存在差异时,企业需要从现金流中储备一定的现金以满足未来的资金需求,即现金—现金流敏感性显著为正则说明企业面临融资约束;与之相反,非融资约束企业能够充分利用外部资金,其现金—现金流敏感性并不显著。

基于此,本研究以 Almeida 等<sup>[34]</sup>的现金—现金流敏感性理论为基础建立相应的扩展模型,以此来衡量和评价创业板上市公司的融资约束水平。具体的初始模型如下:

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 Q_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

在初始模型中,考虑了自由现金流( $CF_{i,t}$ )、投资机会( $Q_{i,t}$ )与企业规模( $SIZE_{i,t}$ )对现金持有水平( $DCASH_{i,t}$ )变动的影 响。之后 Merton 对初始模型进行改进,将资本支出( $EXPEN_{i,t}$ )、短期负债的变动( $DNWC_{i,t}$ )等影响因素加以考虑。我国学者李金等<sup>[35]</sup>也验证了现金—现金流敏感性模型对上市公司的适用性。本文构建以下扩展模型对本文提出的假设进行验证:

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 CF_{i,t} \times EF + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 YYZB_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 CF_{i,t} \times En + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 YYZB_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 CF_{i,t} \times RELS + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 YYZB_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 CF_{i,t} \times EF \times RELS + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 YYZB_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$DCASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 CF_{i,t} \times EF \times RELREC + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 YYZB_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中: $DCASH_{i,t}$ 表示*i*企业在第*t*年的现金持有量变动; $CF_{i,t}$ 表示*i*企业在第*t*年的自由现金流; $SIZE_{i,t}$ 、 $YYZB_{i,t}$ 、 $LEV_{i,t}$ 分别表示*i*企业在第*t*年的公司规模、净营运资本、资产负债率。另外,EF表示企业所处地区的金融生态环境综合指数;En( $n=1 \sim 4$ )表示金融生态环境的四个不同维度(见表1)。RELREC表示关联方占用上市公司资金的规模;RELPAY则是关联方对上市公司资金支持的力度,这两项均采用期末总资产进行标准化处理。具体变量定义见表2。

根据前述分析可知,金融生态环境与关联方交易二者之间既互相影响又互相制约,从而进一步影响企业现金持有的价值效应。那么在金融生态环境一定的情况下,内部关联方交易规模将会对现金持有的增值效应产生什么影响?本文借鉴 Faulkender、Wang<sup>[36]</sup>的现金变动价值模型,构建模型(6)来检验现金变动以及关联方交易规模对现金价值效应的影响。变量定义见表2。

$$BHR_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 DCASHM_{i,t} + \chi_2 DEM_{i,t} + \chi_3 DNAM_{i,t} + \chi_4 DIM_{i,t} + \chi_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

表1 金融生态环境指标体系

一级	二级	说明	符号
政府对债务的治理	政府资源	财政一般收入/GDP	ZFZY <sub>1</sub>
		财政一般支出/GDP	ZFZY <sub>2</sub>
	政府干预	国家税收/财政一般收入	ZFGY
经济基础	政府效率	政府消费/最终消费	ZFXL
	经济总量	人均GDP	JJZL
	非公发展	非国有固定资产投资额/全社会投资额总额	FGFZ <sub>1</sub>
		人均固定资产投资	FGFZ <sub>2</sub>
	收入分配	人均房地产	SRFP <sub>1</sub>
		用电量	SRFP <sub>2</sub>
金融发展水平	金融深化	国内贷款/GDP	JRSH
	金融发育	居民储蓄存款/社会总人口	JRFY <sub>1</sub>
		居民储蓄存款/国内贷款	JRFY <sub>2</sub>
	金融业占比	金融业增加值/GDP	JRZB <sub>1</sub>
金融行业人员/全社会就业人员		JRZB <sub>2</sub>	
制度文化建设	市场保障体系	参加养老保险人数/全社会就业人员	SCBZ <sub>1</sub>
		参加失业保险人数/全社会就业人员	SCBZ <sub>2</sub>
		参加医疗保险人数/全社会就业人数	SCBZ <sub>3</sub>
	文化程度	普通高校教职工人数	WHCD

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计分析

表3列示了模型中各个主要变量的描述性统计结果,包括主要变量的均值、标准差、中位数、最大值和最小值等。

通过观察和分析变量的描述性统计结果,在 Panel A 现金—现金流敏感性模型中,样本总数为1104个,现金持有量变动的均值和中位数分别为-0.03、-0.02,作为解释变量的现金流量的最大值为0.66,最小值为-0.71,说明不同公司的现金持有水平存在较大差异。关联方交易规模的最大值为1.27,最小值为0,说明创业板上市公司的关联方交易规模大小各异,关联方交易之间内部资本市场的发展程度极不平衡。而其中筹资型关联方交易规模(1.19)的变动程度大于支付型关联方交易规模(0.95),说明就创业板上市企业而言,占用关联方资金以此来达到“支持”公司发展的影响更显著。金融生态环境及其下属维度最大值与最小值之间的差距

**表 2 主要变量定义**

变量名称	变量符号	变量描述
Panel A: 现金—现金流敏感性模型变量		
现金持有量变动	DCASH <sub>i,t</sub>	(公司 i 第 t 期持有现金及现金等价物-公司 i 第 t-1 期持有现金及现金等价物)/期末总资产
现金流量	CF <sub>i,t</sub>	公司 i 第 t 期现金流量/期末总资产
金融生态环境	EF/En (n=1, 2, 3, 4)	金融生态环境综合指数(EF)、经济基础(E1)、政府对债务的治理(E2)、制度文化建设(E3)、金融发展水平(E4)
关联方交易	RELS	(关联方应收类账款+关联方应付类账款)/期末总资产
筹资型关联方交易	RELREC	(关联方应付类账款+关联方预收类账款)/期末总资产
支付型关联方交易	RELPAY	(关联方应收类账款+关联方预付类账款)/期末总资产
公司规模	SIZE	期末总资产的对数
净营运资本	YYZB	(本期净营运资本-上期净营运资本)/期末总资产
资产负债率	LEV	本期负债账面价值/期末总资产
Panel B: 现金变动价值效应模型变量		
超额回报率	BHR	持有期超额回报, 当年所有 buy and hold return, 并用市场回报率调整
现金持有量变动	DCASHM	(现金+现金等价物)/上期末总市值
净利润变动	DEM	(本期净利润-上期净利润)/上期末总市值
净资产变动	DNAM	(资产-现金-现金等价物)/上期末总市值
净财务费用变动	DIM	(本期财务费用-上期财务费用)/上期末总市值
资产负债率	LEV	负债总额/(负债总额+所有者权益总额)

皆比较大,同时也可以发现其标准差在 0.5~0.8 之间,表明我国各地区经济、政治、社会发展水平存在较大差距,各个地区金融生态环境优劣程度各异。

在 Panel B 现金价值变动效应样本中,样本总数为 1104 家,其中,超额回报率(BHR)平均值为-0.46,且不同公司之间差异较大(标准差为 0.74)。经上期末市场价值调整后的现金变动平均值为-0.01,经上期末市场价值调整的净利润变动、净资产变动与财务费用变动这些指标分布较为分散,不同公司之间也存在较大差异。以上描述性统计结果为本文的进一步研究提供了数据基础。

**表 3 主要变量描述性统计**

变量	N	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
Panel A: 现金—现金流敏感性模型样本						
DCASH	1104	-0.03	-0.02	0.48	-0.70	0.10
CF	1104	0.04	0.03	0.66	-0.71	0.09
E1	1104	0.59	0.72	1.65	-1.13	0.58
E2	1104	-0.12	-0.45	1.74	-0.93	0.80
E3	1104	0.73	0.65	2.14	-1.10	0.67
E4	1104	0.22	0.01	2.03	-0.80	0.73
EF	1104	0.67	0.69	2.22	-0.92	0.76
RELS	1104	0.01	0.00	1.27	0.00	0.06
RELREC	1104	0.01	0.00	1.19	0.00	0.04
RELPAY	1104	0.01	0.00	0.95	0.00	0.04
SIZE	1104	21.12	21.04	23.89	19.40	0.67
YYZB	1104	0.01	0.02	0.69	-0.59	0.10
LEV	1104	0.27	0.24	0.89	0.01	0.16
Panel B: 现金变动价值效应模型样本						
BHR	1104	-0.46	-0.65	4.55	-1.56	0.74
DCASHM	1104	-0.01	-0.01	0.37	-0.29	0.05
DEM	1104	0.00	0.00	0.35	-0.25	0.03
DNAM	1104	0.41	0.35	3.05	0.02	0.29
DIM	1104	0.00	0.00	0.04	-0.03	0.00
LEV	1104	0.27	0.24	0.89	0.01	0.16

**(二)相关性分析**

表 4 列示了模型中主要变量的 Pearson 相关系数。从表 4 中 Panel A 的检验结果可以看出,现金持有量变动(DCASH)与现金流量(CF)在 1%的水平上显著为正,符合预期。同时,现金持有量变动与公司规模(SIZE)和资产负债率(LEV)在 1%的水平上显著正相关,而与净营运资本(YYZB)显著负相关。现金持有量变动与金融生态环境(E4、EF)相关却不显著,而与另外三个维度显著相关。金融生态环境与关联方交易(RELS)、支付型关联方交易(RELPAY)负相关,这表明在外部金融生态环境较恶劣的情况下,企业往往会通过关联方交易来实现自有资金的满足,从而缓解融资约束,关联方交易与金融生态环境在降低现金—现金流敏感性上存在替代效应。

Panel B 的相关性分析结果表明,超额回报率(BHR)与现金持有量变动(DCASHM)、净利润变动(DEM)、净资产变动(DNAM)、资产负债率(LEV)均显著正相关,表明上述因素的变动都能给企业带来超额回报。超额回报率(BHR)与净财务费用变动(DIM)显著负相关,说明财务费用变动的幅度越大,则企业所获得的市场回报越小。

表 4

主要变量的相关系数

Panel A: 现金—现金流敏感性模型样本													
变量	DCASH	CF	E1	E2	E3	E4	EF	RELS	RELREC	RELPAY	SIZE	YYZB	LEV
DCASH	1.00												
CF	0.10***	1.00											
E1	0.065**	-0.02	1.00										
E2	0.05*	-0.02	0.20***	1.00									
E3	-0.07**	-0.03	0.45***	0.03	1.00								
E4	0.04	-0.03	0.44***	0.76***	0.13***	1.00							
EF	0.03	-0.04	0.78***	0.60***	0.56***	0.84***	1.00						
RELS	0.02	-0.16***	-0.02	-0.03	0.00	-0.03	-0.03	1.00					
RELREC	0.04	-0.17***	0.01	-0.01	0.05*	0.00	0.02	0.76***	1.00				
RELPAY	-0.01	-0.07**	-0.04	-0.04	-0.05*	-0.05	-0.06**	0.69***	0.06**	1.00			
SIZE	0.32***	-0.05	0.17***	0.15***	0.03	0.13***	0.16***	-0.02	-0.01	-0.02	1.00		
YYZB	-0.48***	-0.07**	0.04	0.02	0.05*	0.01	0.04	-0.06**	-0.07**	-0.03	-0.09***	1.00	
LEV	0.25***	-0.12***	0.03	-0.03	-0.04	-0.02	-0.02	0.10***	0.11***	0.03	0.44***	-0.32***	1.00

  

Panel B: 现金变动价值效应模型样本						
	BHR	DCASHM	DEM	DNAM	DIM	LEV
BHR	1.00					
DCASHM	0.16***	1.00				
DEM	0.16***	0.11***	1.00			
DNAM	0.10***	0.00	0.09***	1.00		
DIM	-0.07**	0.02	0.10***	0.39**	1.00	
LEV	0.06**	0.21***	0.01	0.46***	0.31***	1.00

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。下同。

### (三) 回归检验结果与分析

1. 金融生态环境与公司现金—现金流敏感性检验与分析。表5列示了金融生态环境与公司现金—现金流敏感性的回归结果。由表5可知,现金流量(CF)与企业现金持有量变动(DCASH)至少在10%的水平上显著正相关,这说明我国创业板上市公司普遍面临着融资约束。表5第10列结果显示,金融生态环综合指数(EF)与现金持有量(CF)的交互项在10%的水平上显著为负,其中,根据第2列、第4列、第8列的结果发现,地区经济基础(E1)、政府对债务的治理(E2)、金融发展水平(E4)与公司现金持有量(CF)的交互项在10%的水平上显著为负,第6列的制度文化建设(E3)与公司现金持有量(CF)的关系并不显著,这说明制度文化建设对企业融资约束的作用较微弱,而金融生态环境及其下属维度均能降低现金—现金流敏感性,从而帮助企业缓解融资困境。这意味着在控制了其他因素的情况下,金融生态环境会影响创业板上市企业的现金持有策略,外部

金融生态环境的改善会提高企业融资的可得性,提升资金来源的保障性。由此,本文的假设1与假设2得到验证。

2. 关联方交易与现金—现金流敏感性的检验与分析。表6的回归结果显示,现金持有量变动(DCASH)与现金流量(CF)的回归系数显著为正,且在1%的水平上显著,表明创业板企业普遍存在融资约束。关联方交易(RELS)与现金流量(CF)的交互项对现金持有量变动(DCASH)的影响在10%的水平上显著为负,说明关联方交易规模会显著影响企业的现金持有量变动,关联方交易规模越大,企业所面临的现金—现金流敏感性程度较低,能较好地缓解企业的融资压力。

为了检验关联方交易规模中支付型关联方交易规模与筹资型关联方规模对现金—现金流敏感性的影响,本文通过建立筹资型关联方交易(RELREC)、支付型关联方交易(RELPAY)与现金持有量(CF)的交互项来检验不同关联方交易对企业融资约束的

表 5

金融生态环境与公司现金—现金流敏感性的回归结果

变量	DCASH									
	E1		E2		E3		E4		EF	
	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值
CF	0.13***	2.58	0.05*	1.57	0.07**	1.29	0.08**	2.43	0.12**	2.73
E1×CF	-0.09*	-1.62								
E2×CF			-0.06*	-1.35						
E3×CF					0.00	0.06				
E4×CF							-0.07*	-1.68		
EF×CF									-0.08*	-1.77
SIZE	0.14***	15.89	0.14***	15.84	0.14***	15.78	0.14***	15.87	0.14***	15.90
YYZB	-0.52***	-18.03	-0.53***	-18.19	-0.53***	-18.13	-0.53***	-18.22	-0.52***	-18.13
LEV	-0.28***	-6.93	-0.29***	-7.04	-0.29***	-6.98	-0.28***	-6.95	-0.28***	-6.95
截距项	-2.99***	-16.17	-2.97***	-16.12	-2.96***	-16.06	-2.97***	-16.16	-2.99***	-16.19
N	1104		1104		1104		1104		1104	
Adj. R <sup>2</sup>	0.42		0.41		0.41		0.42		0.42	
F	3.80		3.79		3.78		3.80		3.80	

影响。从表 5 的结果可以发现,筹资型关联方交易(RELREC)与现金持有量(CF)的交互项与现金持有量变动(DCASH)在 10%的水平上负向相关;而支付型关联方交易(RELPAY)与现金持有量(CF)的交互项对现金持有量变动(DCASH)的影响不显著。由此,本文的假设 3、假设 3a 与假设 3b 得到验证。

表 6 关联方交易与公司现金—现金流敏感性回归结果

变量	DCASH					
	RELS		RELREC		RELPA	
	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值
CF	0.09***	2.50	0.09***	2.50	0.07**	2.17
RELS×CF	-0.16*	-1.64				
RELREC×CF			-0.18*	-1.68		
RELPA×CF					-0.63	-0.61
SIZE	0.14***	15.83	0.14***	15.83	0.14***	15.77
YYZB	-0.53***	-18.17	-0.53***	-18.17	-0.53***	-18.15
LEV	-0.29***	-7.02	-0.29***	-7.02	-0.29***	-6.98
截距项	-2.96***	-16.11	-2.96***	-16.12	-2.96***	-16.06
N	1104		1104		1104	
Adj. R <sup>2</sup>	0.42		0.42		0.41	
F	3.80		3.80		3.78	

3. 关联方交易与金融生态环境对现金—现金流敏感性替代效应的检验与分析。

(1) 关联方交易规模与金融生态环境对现金—现金流敏感性替代效应的检验与分析。为了检验研究假设 4, 本文使用模型(4)时行回归分析, 具体结

果见表 7。表 7 的回归结果显示, 地区经济基础(E1)、制度文化建设(E3)、金融发展水平(E4)、金融生态环境综合指数(EF)与关联方交易规模(RELS)和公司现金持有量(CF)的交互项均在 10%及以上的水平上显著为负。尤其是地区金融发展水平(E4)的交互项的系数在 1%的水平上显著为负, 说明当企业内部关联方交易规模较小时, 处于地区金融发展水平高的企业更有可能筹集生产经营所需的资金来缓解其融资受限现状。政府对债务的治理(E2)、关联方交易规模(RELS)与现金持有量(CF)交互项的回归关系并不显著, 说明在考虑内外部融资影响因素时, 当企业内部融资成本较高时, 政府对债务进行治理并不能快捷有效地使企业获得资金。因此, 还需要综合考虑企业所处的金融生态环境的其他方面, 尤其是金融发展水平差异导致的融资难易程度, 本文的假设 4 得到验证。

(2) 筹资型关联方交易、金融生态环境对现金—现金流敏感性替代效应的检验与分析。为了进一步检验关联方交易中筹资型关联方交易在金融生态环境的影响下, 对企业融资约束的影响程度, 本文在模型(4)的基础上构建了模型(5)。在此模型中主要考察金融生态环境综合指数及其不同维度、筹资型关联方交易与现金持有量的交互作用对企业现金—现金流敏感性的影响, 重点关注变量之间交互项的符号。由表 8 的回归分析结果可以发现, 筹资型关联方交易、金融生态环境及其不同维度对现金—现金流



表 7

关联方交易规模、金融生态环境与企业融资约束的关系

DCASH										
变量	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值
CF	0.09***	2.54	0.08***	2.44	0.09***	2.52	0.09***	2.64	0.09***	2.56
E1×RELS×CF	-0.25*	-1.79								
E2×RELS×CF			0.25	1.48						
E3×RELS×CF					-0.11*	-1.73				
E4×RELS×CF							-5.11***	-3.22		
EF×RELS×CF									-0.21*	-1.86
SIZE	0.14***	15.84	0.14***	15.81	0.14***	15.83	0.14***	16.06	0.14***	15.84
YYZB	-0.53***	-18.15	-0.53***	-18.15	-0.53***	-18.17	-0.52***	-18.21	-0.53***	-18.16
LEV	-0.29***	-7.03	-0.29***	-7.01	-0.29***	-7.02	-0.29***	-7.10	-0.29***	-7.03
C	-2.96***	-16.13	-2.96***	-16.10	-2.96***	-16.12	-3.00***	-16.35	-2.96***	-16.13
N	1104		1104		1104		1104		1104	
Adj. R <sup>2</sup>	0.42		0.42		0.42		0.42		0.42	
F	3.80		3.80		3.80		3.86		3.81	

表 8

关联方交易、金融生态环境与企业融资约束的关系

DCASH										
变量	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值	系数	t 检验值
CF	0.09***	2.53	0.08***	2.46	0.08***	2.50	0.09***	2.60	0.09***	2.53
E1×RELREC×CF	-0.26*	-1.80								
E2×RELREC×CF			0.28	1.55						
E3×RELREC×CF					-0.12*	-1.70				
E4×RELREC×CF							-4.80***	-2.63		
EF×RELREC×CF									-0.22*	-1.81
SIZE	0.14***	15.85	0.14***	15.82	0.14***	15.83	0.14***	15.99	0.14***	15.85
YYZB	-0.53***	-18.16	-0.53***	-18.16	-0.53***	-18.17	-0.52***	-18.16	-0.53***	-18.16
LEV	-0.29***	-7.03	-0.29***	-7.01	-0.29***	-7.02	-0.29***	-7.10	-0.29***	-7.03
C	-2.96***	-16.13	-2.96***	-16.11	-2.96***	-16.12	-2.99***	-16.28	-2.96***	-16.13
N	1104		1104		1104		1104		1104	
Adj. R <sup>2</sup>	0.42		0.42		0.42		0.42		0.42	
F	3.80		3.80		3.80		3.83		3.80	

敏感性的影响与关联方交易规模的影响大体一致。表8的回归结果显示,地区经济基础(E1)、制度文化建设(E3)、金融发展水平(E4)、金融生态环境综合指数(EF)与筹资型关联方交易(RELREC)、公司现金持有量(CF)的交互项均在10%及以上的水平上显著为负,且地区金融发展水平(E4)的交互项在1%的水平上显著为负;政府对债务的治理(E2)、筹资型关联方交易(RELREC)与公司现金持有量(CF)交互项的回归关系并不显著。通过上述结果可以发现:金融生态环境与关联方交易尤其是筹资型关联方交易在降低企业现金一现金流敏感性方面存在替代作用,而支付型关联方交易因其主要是关联方占

用上市公司资金,故在缓解融资约束上并不存在显著作用,进一步验证了假设4。

4. 进一步分析。为了检验假设5,对本文的主要解释变量进行分组代入模型(6)进行回归,将金融生态环境(EF)与关联方交易(RELS)分别以其中位数为界划分为4组,即金融生态环境好且关联方交易规模大(“外部好且规模小”)、金融生态环境好且关联方交易规模小(“外部好且规模大”)、金融生态环境差且关联方交易规模小(“外部差且规模小”)、金融生态环境差且关联方交易规模大(“外部差且规模大”)。表9的检验结果表明,四组中“外部差且规模小”“外部差且规模大”两组在1%的水平上显著,且

公司现金变动与现金价值效应之间同向变化。“外部差且规模小”组现金变动的回归系数为2.75,表示公司每增加1元现金将会导致企业价值增值2.75元,高于“外部差且规模大”组增加1元的价值增值(2.65)。“外部好且规模大”在10%的水平上显著为正,其增加1元的价值增值为1.74元,而“外部好且规模小”的检验结果并不显著,说明公司在“外部好且规模小”的内外部环境其增加1元的现金持有对企业价值增值的作用并不明显。

其中“外部差且规模小”组的实证检验结果最为显著,表明在金融生态环境较差的情况下,若企业关联方交易的规模同样处于式微状态,企业增加现金持有量所带来的边际现金价值更高。由于此时外部融资较为困难,而关联方交易规模小尤其是筹资型关联方交易规模小所导致内部资金的“支持”力度也较小,因而现金持有水平的增加更能满足企业出于经营与发展而对资金的需求,现金增持所带来的价值增值效果也最为显著。“外部好且规模大”组的现金价值效应(1.74)比起“外部好且规模小”组(0.74)更加显著,说明当上市公司的外部金融生态环境较好且关联方交易规模较大时,企业若持有大量现金,其现金价值效应相对于关联方交易规模小的情形更高,假设5得到进一步验证。

#### (四) 稳健性检验

为了检验上述结论是否对样本模型设定具有敏感性,本文进行了以下稳健性分析:①在控制变量中增加营业收入增长率(GROWTH),按照前文所述模型进行回归,得出的结论基本一致。②为控制个体效应,使用面板数据随机效应模型来重新检验,研究结论基本保持稳健(见表10)。上述研究结果表明,采用代理变量后的模型回归结果与前述变量回归结果保持一致,表明本文研究结果具有稳健性。

### 五、研究结论与政策建议

#### (一) 研究结论

本文以2012~2015年276家我国创业板上市公司为样本,实证检验了金融生态环境及其四个下属维度、关联方交易规模及关联方交易类型对降低企业的现金一现金流敏感性,进而缓解企业面临的融

表9 现金变动价值效应分组检验结果

DV:BHR								
变量	金融生态环境好				金融生态环境差			
	关联方交易规模小		关联方交易规模大		关联方交易规模小		关联方交易规模大	
	系数	t检验值	系数	t检验值	系数	t检验值	系数	t检验值
DCASH	0.74	1.01	1.74*	1.88	2.75***	2.55	2.65***	3.38
DEM	5.77***	3.79	3.86***	2.90	7.53***	2.53	1.63	1.36
DNAM	0.14	0.90	0.08	0.46	0.63***	2.59	0.62***	3.77
DIM	-28.97***	-2.89	-8.69	-0.75	-49.57***	-3.19	-31.55**	-2.35
LEV	0.27	0.84	0.24	0.82	0.08	0.22	-0.28	-0.90
截距项	-0.57***	-6.63	-0.54***	-5.87	-0.65***	-6.36	-0.53***	-5.11
N	262		324		229		289	
Adj. R <sup>2</sup>	0.07		0.04		0.08		0.08	
F	4.68		3.55		4.99		5.99	

表10 稳健性分析

变量	DCASH					
	系数	t检验值	系数	t检验值	系数	t检验值
CF	0.09***	2.59	0.10***	3.67	0.10***	3.67
EF×CF	0.00*	-0.14				
RELS×CF			-0.15*	-1.75		
EF×RELS×CF					-0.19**	-1.91
SIZE	0.05***	11.38	0.05***	11.53	0.05***	11.56
YYZB	-0.45***	-18.15	-0.45***	-18.10	-0.45***	-18.09
LEV	-0.02	-0.93	-0.02	-0.93	-0.02	-0.95
GROWTH	0.00	0.66	0.00	0.71	0.00	0.72
C	-0.98***	-11.92	-0.99***	-12.08	-0.99***	-12.11
N	1104		1104		1104	
Adj. R <sup>2</sup>	0.31		0.31		0.31	
F	84.54		85.28		85.42	

资约束的作用机制。研究发现:

第一,金融生态环境的改善确实能够降低创业板上市公司的现金一现金流敏感性,从而有效缓解企业的融资压力。同时,其下属维度经济基础(E1)、制度文化建设(E3)、金融发展水平(E4)均能有效缓解融资约束,而政府对债务的治理(E2)则对解决企业的融资问题效果不显著。

第二,关联方交易规模与企业面临的融资约束显著相关,关联方交易规模亦能有效降低企业的现金一现金流敏感性,即关联方交易规模越大,其对融资约束的缓解力度越大。

第三,进一步探讨了关联方交易中的筹资型关联方交易与支付型关联方交易二者对降低企业融资

约束的作用机理,发现筹资型关联方交易更能显著降低企业的现金—现金流敏感性,而支付型关联方交易对缓解企业的融资困境并无统计学上的意义。

第四,金融生态环境与关联方交易的规模与类型对缓解企业的融资约束有替代作用,在金融生态环境恶劣的地区利用关联方之间尤其是筹资型关联方交易之间存在的商业信用效益与信息沟通优势,延缓应付类账款的支付、延长资金占用期,均会有效缓解企业的融资约束。

第五,在外部金融生态环境较为恶劣的情况下,如果公司的关联方交易规模较小,无法通过关联方获取足额的发展资金时,企业现金持有的增加将会提升其价值效应。而当金融生态环境较好,而且关联方交易规模较大,能够给予企业必要的资金支持时,相较于关联方交易规模小的情形,企业超额现金的持有会产生更高的边际价值。

## (二)政策建议

基于上述研究结果本文提出如下政策建议:

第一,高度重视金融生态环境的建设。在资本市场处于新兴加转轨的背景下,地区的资源禀赋差异会造成巨大的金融生态环境差异。金融生态环境的差异又会直接影响国民经济的持续发展,进而影响所在地区企业的成长与发展。因此,进一步改善各个地区的金融生态环境是缓解融资约束和信贷结构矛盾的必要手段,也是政府采用有效措施推动经济市场化 and 提升企业价值效应的题中之意。

第二,金融生态环境及其下属的不同维度都是改善企业融资现状的重要因素。政府在优化金融生态环境的同时,也要从系统的角度兼顾经济基础、政府对债务的治理、金融发展水平以及制度文化建设等各个要素的完善,不宜偏废。

第三,关联方交易作为内部资本市场金融通与配置的一种方式,关联方之间能够较为轻易地降低企业的交易成本、信息成本,避免出现由于内外部信息阻碍与滞后造成的信息不对称而导致的高额外部融资成本。尤其是筹资型关联方交易的存在,能让企业以低于市场期望资本成本的代价获取流动资金。因此,上市公司要注重开展公允的关联方交易,尤其是要充分利用关联方给予企业的“支持”优势,利用应付类账款来延长信用期、加速资金占用,从而实现企业价值的增值、摆脱融资受限。

第四,中小企业融资难问题普遍存在,除与中小企业本身的特性紧密相关之外,内外部影响因素也

占据着举足轻重的地位。在我国资本市场发展并不完善的制度背景下,发展公允性的关联方交易不失为一种有效途径。但外部环境会对企业之间的交易产生约束和监管作用,在政府大力改善外部金融生态环境的同时,企业也需要大力发展与关联方之间的融资交易,提高交易的规范性,增强融资的可得性,在内外部因素双管齐下的基础上,使中小企业实现快速、稳健的发展。

此外,本文关于金融生态环境与关联方交易这一内部资本市场资金配置方式交互作用的研究结论,对于企业的现金持有决策与投资者的战略投资具有一定的理论意义与参考价值。

## 主要参考文献:

- [1] Macmillan H.. Obstacles to developing small and medium enterprises: An empirical assessment [J]. World Bank Economic Review, 1991(1):65~83.
- [2] 吕劲松. 关于中小企业融资难、融资贵问题的思考[J]. 金融研究, 2015(11):115~123.
- [3] 周小川. 完善社会主义金融体制[J]. 中国金融, 2004(1):3~4.
- [4] 林永军. 金融生态建设:一个基于系统论的分析[J]. 金融研究, 2005(8):44~52.
- [5] 黄国平, 刘煜辉. 中国金融生态环境评价体系设计与分析[J]. 系统工程理论与实践, 2007(6):7~14.
- [6] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5):73~80.
- [7] 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.
- [8] Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(2):187~221.
- [9] Fazzari S. M., Hubbard R. G., Petersen B. C.. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1):141~195.
- [10] Rajan R., L. Zingales. What do we know about capital structure? Some evidence from international data[J]. Journal of Finance, 1995(5):1421~1460.
- [11] 萧安富, 徐彦斐. 金融生态与资金配置效率的一

- 个微观解释:自贡案例研究[J].金融研究,2005(6):154~163.
- [12] 李冲,钟昌标,郭经纬,陈嘉欣.区域金融生态环境与企业创新能力:理论假说及空间计量检验[J].经济与管理,2016(3):19~27.
- [13] 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.
- [14] 章贵桥,陈志红.宏观货币政策、融资约束与现金——现金流敏感性[J].金融经济研究,2013(3):43~54.
- [15] 谢军,黄志忠,何翠茹.宏观货币政策和企业金融生态环境优化——基于企业融资约束的实证分析[J].经济评论,2013(4):116~123.
- [16] 曾之明,汪晨菊,张琦.金融发展对中国中小板上市公司融资约束的影响[J].财经理论与实践,2017(4):15~20.
- [17] Jensen M. C., Meckling W. H. The theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Finance, 1976(3): 305~360.
- [18] Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., et al. Tunnelling[J]. The American Economist, 2000(15):90~103.
- [19] Jia N., Shi J., Wang Y.. Coinsurance within business groups: Evidence from related party transactions in an emerging market [J]. Management Science, 2013(10):2295~2313.
- [20] 王瑞英,谢清喜,郭飞.我国上市公司关联交易的实证研究——基于2002年及2003年第一季度的数据分析[J].财贸经济,2003(12):29~35.
- [21] 朱松,陈超,马媛.双向资金占用与上市公司资本投资[J].南开管理评论,2010(1):116~124.
- [22] 胡淑娟.关联方交易的性质、舞弊风险与监管[J].财会通讯,2016(23):80~83.
- [23] Shin Hyunllan, Rene Stulz. Are internal capital markets efficient? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998(2):531~552.
- [24] 银莉,陈收.集团内部资本市场对外部融资约束的替代效应[J].山西财经大学学报,2010(8):102~109.
- [25] 陈远志,彭青.内部资本市场与债务融资关系研究——基于金融危机的背景[J].财会通讯,2015(18):104~108.
- [26] 王伟,曾勇,李强.融资约束、金融发展与集团内跨部门补贴[J].系统工程,2015(1):1~10.
- [27] Tarun Khanna, Yishav Yafeh. Bussines gruop in emerging paragons or paras- ites? [J]. Journal of Literature Economics, 2007(45):331~372.
- [28] 卢建新,胡红星.内外部资本市场互动关系:替代、冲突与互补[J].经济问题,2009(7):11~14.
- [29] 谢军,黄志忠.区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束[J].会计研究,2014(7):75~81.
- [30] Denis D. J., Sibilkov V.. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings [J]. Review of Financial Studies, 2010(1):247~269.
- [31] 张红凤,汲昌霖.政治关联、金融生态环境与企业融资——基于山东省上市公司数据的实证分析[J].经济理论与经济管理,2015(11):77~86.
- [32] Kaplan S. N., Zingales L., Lamont O., et al. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1990(1):169~215.
- [33] Gomes J.. Financing investment [J]. The American Economist, 2001(5):1263~1285.
- [34] Almeida H., Campello M., Weisbach M. S.. The cash flow sensitivity of cash [J]. Journal of Finance, 2004(4):1777~1804.
- [35] 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(3):53~57.
- [36] Faulkender M., Wang R.. Corporate financial policy and the value of cash[J]. Journal of Finance, 2006(4):1957~1990.
- 作者单位:**1.广西科技大学管理学院,广西柳州545006; 2.广西科技大学西部地区产业与城市发展研究中心,广西柳州545006; 3.广西科技大学理学院,广西柳州545006