

# “一带一路”倡议会缓解上市公司融资约束吗?

叶德珠 李 鑫

(暨南大学 经济学院 广东 广州 510632)

**摘要:**“一带一路”倡议为国内企业提供了新的战略机遇,同时对其投融资能力提出了挑战。企业作为“一带一路”建设的主力军,可以为评估“一带一路”的实施效果提供短期经验证据。以2010—2017年上市公司为研究样本,采用PSM-DID方法研究“一带一路”对企业融资约束的影响。结果表明,“一带一路”缓解了上市公司的融资约束,并且在融资可获得性较差的上市公司中更为显著;此外,“一带一路”会通过增加政府补贴、提高银行贷款水平和商业信用水平来缓解企业融资约束。因此,政府在制定和完善经济政策时要充分考虑地区异质性特征,通过推进“一带一路”的实施来更好地解决企业“融资难”的问题,充分调动微观经济主体的积极性,以保证政策的有效实施。

**关键词:**“一带一路”;融资约束;政府补贴;产权性质;金融市场化

**中图分类号:**F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2019)03-0051-12

## 一、引言与文献综述

“一带一路”倡议为国内企业提供了新的战略机遇,也对相关企业的投融资能力提出了挑战。Modigliani and Miller<sup>[1]</sup>提出的MM理论认为:在完善的资本市场中,企业的外源融资成本应等于内源融资成本。然而在现实中,由于存在信息不对称,资金供给方会要求一定的风险补偿,进而导致了外源融资成本远高于内源融资成本,从而产生融资约束<sup>[2]</sup>。企业融资约束状况在全球范围内普遍存在,成为制约企业经营和扩张的主要困难之一<sup>[3-5]</sup>。在我国,资本市场的发展较为缓慢,加之信贷配给制在间接融资市场中长期存在,中国企业面临的融资约束问题更为严重,严重阻碍了国民经济的发展<sup>[6-7]</sup>。

关于企业融资约束的影响因素,现有文献主要从宏观层面和微观层面展开研究。首先,宏观层面集中在以下三个方面:(1)货币政策:李连军和戴经纬<sup>[8]</sup>认为紧缩的货币政策加剧了上市公司的融资约束问题,并且对民营企业的影响更为显著;齐杨等<sup>[9]</sup>通过分析不同的货币政策工具对企业融资的影响,也提出宽松的货币政策通过增加货币供应量,进而缓解了企业融资约束。(2)政府的作用:张西征等<sup>[10]</sup>提出不合理的政府管制会加剧企业融资约束,从而抑制了企业投资和增长;而于蔚等<sup>[4]</sup>认为政治关联可以通过降低信息不对称和增强资源获取能力来缓解企业融资约束状况。(3)金融创新:赵子铤和张馨月<sup>[11]</sup>、梁榜和张建华<sup>[12]</sup>认为互联网金融发展能够有效降低资金供求双方的信息搜寻成本和交易成本,有助于拓宽企业的融资渠道、降低企业的融资成本,使得融资约束状况得以缓解;李泉等<sup>[13]</sup>提出影子银行在降低中小企业信贷市场中的信息不对称上具有比较优势,因此有助于缓解融资

收稿日期:2019-03-01;修回日期:2019-05-06

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71573056);广东省自然科学基金自由申请项目(2015A030313625);国家自然科学基金面上项目(71473102);广东省社科项目(GD16CYJ07);广东省自然科学基金项目(2017A030313418)

作者简介:叶德珠(1972—),男,江西九江人,暨南大学经济学院教授,博士,研究方向为公司金融、行为金融;李鑫(1995—),男,山西阳泉人,暨南大学经济学院硕士研究生,研究方向为公司金融、行为金融。

约束。而微观层面集中在以下三个方面: (1) 公司股权结构: Lin *et al.*<sup>[14]</sup>、Luo *et al.*<sup>[15]</sup>、姜付秀等<sup>[5]</sup>提出在股权集中型公司中, 控股股东与中小股东和债权人之间存在激烈的利益冲突, 外部投资者由于预期利益受到控股股东侵害会降低投资意愿, 导致融资成本上升、引发融资约束。(2) 企业信息披露: Watts<sup>[16]</sup>、Bagnoli<sup>[17]</sup>、李连军和戴经纬<sup>[8]</sup>、姜付秀等<sup>[18]</sup>、尹筑嘉<sup>[6]</sup>等多位学者分别从会计稳健性、董秘的财务经历和董事人脉等方面探讨通过降低内外部的信息不对称, 进而缓解企业的融资约束的途径。(3) 金融关联: 邓建平和曾勇<sup>[19]</sup>提出金融关联可以有效缓解企业融资约束; 姜付秀等<sup>[5]</sup>则从 CEO 是否具有财务经历的角度考察金融关联在拓宽企业融资渠道、缓解融资约束上发挥的作用。

我们注意到, 上述影响因素与企业融资约束的关系识别可能会受到内生性的影响。“一带一路”倡议的提出作为准自然实验, 外生于微观层面的公司异质性特征, 可以有效缓解内生性问题, 使得结论更为可靠。徐梁<sup>[20]</sup>认为“一带一路”倡议的提出使得中国与沿线国家的贸易互补性不断增强, 对中国输出过剩产能、实现产业结构升级具有重要意义; 杨柏等<sup>[21]</sup>指出“一带一路”战略下中国企业在参与跨国经营时要注重克服文化障碍, 使文化冲突为企业的经营发展所用; 张述存<sup>[22]</sup>认为“一带一路”倡议为中国对外直接投资的布局优化创造了机遇和条件; 严佳佳和辛文婷<sup>[23]</sup>利用系统 GMM 模型论证了“一带一路”倡议可以借鉴马歇尔计划来推动人民币国际化进程; 李兵和颜晓晨<sup>[24]</sup>发现中国与“一带一路”沿线国家之间的贸易具有免疫于恐怖主义的比较优势, 进而论证了“一带一路”倡议具有现实基础。然而, 宏观经济对国家经济政策的响应历时较长, 而企业作为重要的微观经济主体, 可以为评估“一带一路”倡议的实施效果提供短期的经验证据。基于此, 现有研究认为“一带一路”倡议有利于提高企业投资水平<sup>[25]</sup>、国际化程度<sup>[26]</sup>和创新能力<sup>[27]</sup>, 增加了公司绩效<sup>[28]</sup>和企业价值<sup>[29]</sup>, 但对融资约束的影响尚缺乏定量研究。

鉴于此, 本文利用“一带一路”倡议作为准自然实验, 以 2010—2017 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 探究“一带一路”倡议对上市公司融资约束的影响。实证结果表明“一带一路”倡议提出后有效缓解了上市公司融资约束; 在异质性测试中发现“一带一路”倡议缓解上市公司融资约束的作用在民营企业、小公司、没有建立内部资本市场的上市公司、金融市场化程度较低地区等融资可获得性较差的上市公司中更为显著; 进一步地, “一带一路”倡议会通过增加政府补贴、提高银行贷款水平和商业信用水平等途径来缓解上市公司的融资约束。实证结果在一系列稳健性测试后保持基本不变。

本文在以下方面对现有文献进行了一定的拓展: (1) 以“一带一路”作为准自然实验, 对企业融资约束议题进行了再讨论, 识别更加精确, 拓宽了融资约束研究视角; (2) 对“一带一路”倡议的影响补充了微观层面的分析; (3) 在检验“一带一路”倡议缓解企业融资约束的作用时考虑了公司所处地区的金融市场化水平和法律环境, 从而为制度环境影响企业财务行为方面的研究提供了新的经验证据。

## 二、理论分析与研究假说

2015 年 3 月我国政府发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中提出“一带一路”倡议的主要内容是政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通, 其中“资金融通”是“一带一路”建设的重要支撑, 可以有效缓解相关企业的融资约束状况。首先, 为支持“一带一路”相关上市公司“走出去”, 政府通过设立丝路基金、筹建亚洲基础设施投资银行和金砖国家开发银行以及各项资金补助等为企业境外直接投资和承包工程提供融资渠道; 其次, 中、农、工、建四大国有商业银行推出的信贷服务、出口信贷、特险融资、跨境并购贷款、境外发债等特色金融服务也为“一带一路”建设提供了重要的资金支持<sup>[30]</sup>; 最后, 参与“一带一路”建设成为相关企业未来业绩的有效信号。政府对企业的支持政策通过释放企业价值的积极信号从而具有示范效应, 并且构成一种“隐性担保”, 有利于提高相关企业的声誉, 进而加强企业与企业之间的横向联系, 连带撬动其他社会投资者对企业的投资资金, 缓解融资约束<sup>[4][31-32]</sup>。此外, “一带一路”倡议还通过提升企业创新能力<sup>[27]</sup>进而提高了企业绩效, 在积累内源融资的同时可以吸引更多外源融资, 从而缓解融资约束。基于以上分析, 本文提出如下研究假说:

H1: “一带一路”倡议提出后, 相较于非重点省份的上市公司, 受“一带一路”倡议影响的重点省份

上市公司的融资约束状况可以得到有效缓解。

受企业自身异质性特征的影响,其在融资可获得性上存在较大差异。我们采用4个指标作为企业融资可获得性的替代变量,分别是产权性质、企业规模、是否设有财务公司、所在地金融市场化程度。产权性质方面,国有经济在我国的国民经济体系中发挥着主导作用,国有企业受政策扶持会更容易获得银行的信贷支持,而民营企业在信贷配给制下不可避免地会受到外部金融机构的产权歧视<sup>[33]</sup>,故相较于民营企业,国有企业的融资可获得性更好;企业规模方面,一般情况下小公司由于成立时间较短、信息透明度较低以及抵押能力较差,从而增加了获取外部融资的难度,更有可能遭遇融资约束状况<sup>[34]</sup>,故相较于小公司,大公司的融资可获得性更好;在内部资本市场方面,吴秋生和黄贤环<sup>[2]</sup>、张伟华等<sup>[35]</sup>提出财务公司通过发挥资金结算、贷款和担保业务的职能可以显著缓解上市公司面临的融资约束状况,从而具有内部资本市场的特征,故设有财务公司的企业在融资可获得性上更具优势;在地区金融市场化程度方面,樊纲等<sup>[36]</sup>、邓建平和曾勇<sup>[19]</sup>、姜付秀等<sup>[5]</sup>指出地区金融市场化程度的高低是衡量企业外部融资条件的重要因素。原因在于,金融市场化程度较高的地区往往通过激烈的竞争机制使得金融市场的运行效率大幅提升,使得当地企业的外部融资环境更为适宜,故企业所在地金融市场化程度越高,其融资可获得性更好。故我们考虑“一带一路”倡议对缓解企业融资约束的积极影响会在那些本身融资可获得性较差的公司中发挥更大的作用。基于以上分析,本文提出如下研究假说:

H2: 在其他条件不变的情况下,“一带一路”倡议缓解企业融资约束的作用在融资可获得性较差的公司中更为显著。

我们考虑“一带一路”会通过增加政府补贴、提高银行贷款水平和商业信用水平来缓解企业融资约束。首先,为提高“一带一路”相关上市公司在“走出去”后的国际竞争力,政府通过贴息、资金补助和设立各项专项基金等措施支持企业在境外直接投资、开展项目合作和承包工程等。Takalo *et al.*<sup>[37]</sup>、翟淑萍等<sup>[38]</sup>认为企业获得政府补贴进而缓解融资约束的原因在于政府补贴直接增加企业的资金来源和数量,使得企业投融资的成本和风险有所降低以及通过释放企业价值的积极信号来缓解信息不对称导致的融资约束。其次,在“一带一路”倡议下,政府设立丝路基金、筹建亚洲投资银行以及四大国有商业银行提供的一系列相关金融服务,极大程度上支持了相关上市公司以更容易、更低成本地获得银行贷款,有效缓解融资约束。最后,除银行贷款外,商业信用也是企业经营过程中一种普遍存在的重要短期资金来源,主要是由延期付款或预收账款所形成的企业间信贷关系,可以在一定程度上替代银行的信贷融资<sup>[7]</sup>。Johnson *et al.*<sup>[31]</sup>认为政府的支持政策通过释放企业价值的积极信号从而具有示范效应,加强了企业与企业之间的横向联系,连带撬动了其他社会投资者对企业的投资资金;此外,政府的支持政策还成为一种“隐性担保”,缓解外部融资者与企业之间的信息不对称,有利于企业良好声誉的形成,进而缓解融资约束状况<sup>[32]</sup>。基于以上分析,本文提出如下研究假说:

H3 “一带一路”倡议提出后,相比于非重点省份的上市公司,受“一带一路”倡议影响的重点省份上市公司具有更多的政府补贴。

H4 “一带一路”倡议提出后,相比于非重点省份的上市公司,受“一带一路”倡议影响的重点省份上市公司具有更高的银行贷款水平。

H5 “一带一路”倡议提出后,相比于非重点省份的上市公司,受“一带一路”倡议影响的重点省份上市公司具有更高的商业信用水平。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

为研究“一带一路”对上市公司融资约束的影响,本文使用2010—2017年沪深两市上市公司为样本,并进一步根据以下流程处理数据:(1)剔除ST与\*ST的上市公司;(2)剔除金融类企业;(3)剔除资产负债率大于1的企业;(4)剔除数据缺失的观测值,最终得到有效样本17796个。公司财务数据与治理结构数据来自国泰君安数据库和锐思数据库,省级层面相关数据来自国家统计局数据库。同时,本文对所有连续变量在1%和99%上进行缩尾处理。

## (二) 模型设定和变量说明

本文借鉴于蔚等<sup>[4]</sup>、李连军和戴经纬<sup>[8]</sup>、翟淑萍等<sup>[38]</sup>的研究方法,在 Almeida *et al.*<sup>[34]</sup>提出用现金-现金流敏感性模型反映融资约束的基础上,构建如下双重差分模型(DID)来检验“一带一路”倡议对上市公司融资约束的影响。

$$\begin{aligned} \Delta CASH_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times CF_{it} + \alpha_2 \times treated + \alpha_3 \times time + \alpha_4 \times treated\_x\_time + \alpha_5 \times CF\_x\_time \\ & + \alpha_6 \times CF\_x\_treated + \alpha_7 \times CF\_x\_treated\_x\_time + \alpha_8 \times SIZE_{it} + \alpha_9 \times EXPEN_{it} \\ & + \alpha_{10} \times \Delta NWC_{it} + \alpha_{11} \times \Delta SD_{it} + \alpha_{12} \times Q_{it} + \alpha_{13} \times Mp_{it} + \alpha_{14} \times \sum Year + \alpha_{15} \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

式(1)中  $\Delta CASH$  是现金及现金等价物的变动;  $CF$  是现金流;  $treated$  是“一带一路”重点省份虚拟变量: 当公司注册地所在省份属于“一带一路”重点省份内则取值为 1, 否则为 0;  $time$  是“一带一路”倡议提出虚拟变量: 倡议提出当年及以后年度(2015—2017 年)取值为 1, 提出之前年度(2010—2014 年)取值为 0。其他变量定义详见表 1 所示。<sup>①</sup> 在式(1)中, 如果  $\alpha_1$  显著为正, 说明上市公司存在融资约束; 如果  $\alpha_7$  显著为负, 说明“一带一路”倡议可以缓解上市公司融资约束, 但如果  $\alpha_7$  显著为正, 则说明“一带一路”倡议会加剧上市公司融资约束。

表 1 变量定义及说明

类型	名称	符号	说明
因变量	现金及现金等价物的变动	$\Delta CASH$	现金及现金等价物净增加额/期初总资产
	政府补贴	$Subsidy$	政府补贴的自然对数
	银行贷款水平	$LOAN$	(短期借款 + 长期借款) / 总资产
	商业信用水平	$TC$	(应付账款 + 应付票据 + 预收账款) / 总资产
	KZ 指数	$KZ$	借鉴 Kaplan 和 Zingales <sup>[3]</sup> 、杨兴全等 <sup>[39]</sup> 、王生年和徐亚飞 <sup>[40]</sup> 的做法, 根据资产负债率、利息保障倍数、现金持有水平和经营现金流指标等构建的融资约束指数
自变量	现金流	$CF$	经营活动产生的现金流量净额/期初总资产
	“一带一路”重点省份虚拟变量	$treated$	公司注册地所在省份属于“一带一路”重点省份则取值为 1, 否则为 0
	“一带一路”倡议提出虚拟变量	$time$	“一带一路”倡议提出当年及以后年度(2015—2017 年)取值为 1, 提出之前年度取值为 0
控制变量及其他	企业规模	$SIZE$	企业总资产的自然对数
	资本支出	$EXPEN$	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额) / 期初总资产
	净营运资本变动	$\Delta NWC$	(流动资产 - 流动负债) / 期初总资产
	短期借款的变动	$\Delta SD$	(期末短期借款 - 期初短期借款) / 期初总资产
	投资机会	$Q$	总资产市场价值/账面价值
	货币政策宽松程度	$Mp$	$M_2$ 增长率 - GDP 增长率
	利息保障倍数	$IPM$	(净利润 + 所得税费用 + 财务费用) / 财务费用
	公司年龄	$Age$	年份 - 公司成立年份
	资本结构	$LEV$	总负债/总资产
	财政赤字	$Deficit$	地方政府财政赤字的自然对数
	总资产收益率	$ROA$	净利润/总资产
	成长能力	$Growth$	主营业务收入增长率
	资产有形性	$PPE$	(存货 + 固定资产) / 总资产
	净资产收益率	$ROE$	净利润/股东权益
	产权性质	$State$	虚拟变量, 国有企业取 1, 民营企业取 0
年份	$Year$	年份虚拟变量	
行业	$Industry$	行业虚拟变量	

①《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中涵盖了 18 个省、自治区、直辖市, 其中, 丝绸之路经济带包括新疆、重庆、陕西、甘肃、宁夏、青海、内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、广西、云南、西藏 13 个省、自治区和直辖市, 21 世纪海上丝绸之路包括上海、福建、广东、浙江、海南 5 个省和直辖市。

$$Subsidy_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times treated + \alpha_2 \times time + \alpha_3 \times treated\_x\_time + \alpha_4 \times SIZE_{it} + \alpha_5 \times LEV_{it} + \alpha_6 \times First_{it} + \alpha_7 \times Deficit_{it} + \alpha_8 \times \sum Year + \alpha_9 \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$LOAN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times treated + \alpha_2 \times time + \alpha_3 \times treated\_x\_time + \alpha_4 \times SIZE_{it} + \alpha_5 \times ROA_{it} + \alpha_6 \times Growth_{it} + \alpha_7 \times PPE_{it} + \alpha_8 \times TC_{it} + \alpha_9 \times \sum Year + \alpha_{10} \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$TC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times treated + \alpha_2 \times time + \alpha_3 \times treated\_x\_time + \alpha_4 \times SIZE_{it} + \alpha_5 \times ROA_{it} + \alpha_6 \times Growth_{it} + \alpha_7 \times PPE_{it} + \alpha_8 \times LOAN_{it} + \alpha_9 \times \sum Year + \alpha_{10} \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(三) 描述性统计结果

表 2 列示出主要变量的描述性统计结果。其中  $\Delta CASH$  最小值为 -0.267, 最大值为 1.636, 且标准差(0.252)较大, 说明不同上市公司的现金持有量差异较大;  $treated$  均值为 0.535, 说明有 53.5% 的上市公司注册地位于“一带一路”重点省份;  $LEV$  的平均值为 0.43, 说明样本本公司在 2010—2017 年这段期间杠杆水平较高;  $LOAN$ 、 $TC$  的均值分别为 0.155 和 0.166, 表示银行贷款和商业信用分别占总资产的 15.6% 和 16.6%, 可见这两种均为上市公司重要的融资渠道。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测值
$\Delta CASH$	0.058	0.007	0.252	-0.267	1.636	17 796
$CF$	0.047	0.047	0.092	-0.262	0.321	17 796
$treated$	0.535	1	0.499	0	1	17 796
$time$	0.398	0	0.489	0	1	17 796
$SIZE$	22.060	21.880	1.294	19.630	26.020	17 796
$EXPEN$	0.065	0.043	0.072	-0.028	0.382	17 796
$\Delta NWC$	0.318	0.260	0.425	-0.410	2.390	17 796
$\Delta SD$	0.014	0	0.074	-0.192	0.294	17 796
$Q$	2.332	1.714	2.106	0.202	11.950	17 796
$LEV$	0.430	0.424	0.213	0.045	0.887	17 796
$LOAN$	0.155	0.132	0.139	0	0.566	17 796
$TC$	0.166	0.136	0.120	0.007	0.552	17 796

(四) 相关性分析

表 3 列示出主要变量的 Pearson 相关系数矩阵, 可以看出变量间不存在严重的多重共线性。

表 3 主要变量相关系数表

	$\Delta CASH$	$CF$	$treated$	$time$	$SIZE$	$EXPEN$	$\Delta NWC$	$\Delta SD$	$Q$	$LEV$	$LOAN$	$TC$
$\Delta CASH$	1											
$CF$	0.133*	1										
$treated$	-0.001	0.001	1									
$time$	-0.034*	0.027*	0.006	1								
$SIZE$	-0.111*	0.009	-0.043*	0.158*	1							
$EXPEN$	0.144*	0.104*	-0.008	-0.079*	-0.025*	1						
$\Delta NWC$	0.603*	0.023*	0.008	-0.058*	-0.248*	0.080*	1					
$\Delta SD$	0.013	-0.149*	0.012	0.024*	0.065*	0.167*	-0.041*	1				
$Q$	0.018*	0.039*	0.018*	0.040*	-0.181*	-0.008	0.067*	-0.026*	1			
$LEV$	-0.193*	-0.148*	-0.006	0.005	0.514*	-0.105*	-0.464*	0.137*	-0.099*	1		
$LOAN$	-0.137*	-0.159*	0.015	0.034*	0.332*	0.024*	-0.365*	0.213*	-0.086*	0.689*	1	
$TC$	-0.097*	-0.036*	-0.053*	0.037*	0.254*	-0.112*	-0.169*	0.016*	-0.059*	0.520*	-0.046*	1

四、实证分析

(一) “一带一路”与上市公司融资约束

1. 倾向得分匹配(PSM)

为避免处理组和控制组之间存在的公司特征差异对基本结论造成的干扰, 从而考察“一带一路”倡议对上市公司融资约束产生的净影响, 本文通过采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验。具体来看, 我们首先以“一带一路”重点省份虚拟变量( $treated$ )作为因变量, 以企业规模( $SIZE$ )、货币政策宽松程度( $Mp$ )、账面市值比( $BM$ )、独立董事比例( $Inditor$ )、利息保障倍数( $IPM$ )、公司年龄( $Age$ )作为配比变量。最终的匹配结果为: 上市公司注册地位于“一带一路”重点省份的有 9 773 个, 位于非“一带一路”重点省份的有 8 431 个, 共得到 18 204 个样本。表 4 列示出使用 PSM 方法匹配后“一带一路”重点

省份上市公司和非“一带一路”重点省份上市公司均值差异的检验结果,可以看出各匹配变量的偏差在匹配后大幅降低,且处理组和控制组之间的均值差异均不显著。因此,PSM法匹配结果较好的排除了处理组和控制组之间存在的公司特征差异对基本结论造成的干扰。

表 4 倾向得分匹配有效性检验结果

变量	是否匹配	均值		偏差 (%)	偏差降低 (%)	T 检验	
		处理组	控制组			检验值	P 值
SIZE	未匹配	22.03	22.127	-7.2	97.0	-4.87	0.000
	匹配	22.027	22.024	0.2		0.15	0.878
Mp	未匹配	0.02797	0.01853	22.3	100.0	14.85	0.000
	匹配	0.02582	0.02582	0.0		0.00	1.000
BM	未匹配	0.87652	0.94371	-6.8	95.6	-4.62	0.000
	匹配	0.8754	0.87242	0.3		0.22	0.825
Inditor	未匹配	0.37397	0.37172	4.1	77.0	2.74	0.006
	匹配	0.37399	0.37451	-0.9		-0.65	0.517
IPM	未匹配	1.6123	-1.1593	4.8	53.6	3.26	0.001
	匹配	1.5409	0.25483	2.2		1.60	0.110
Age	未匹配	16.939	14.904	5.8	99.0	3.75	0.000
	匹配	15.701	15.722	-0.1		-0.26	0.797

2. 基本回归结果及分析

我们使用配比后的控制组样本对模型(1)进行全样本回归,结果如表5所示。其中,第(1)列对传统的现金-现金流敏感性模型进行OLS回归,结果显示现金流(CF)的系数显著为正,与预期一致,说明样本内上市公司存在融资约束的问题。接下来,第(2)列加入“一带一路”重点省份虚拟变量(*treated*)、“一带一路”倡议提出虚拟变量(*time*)和交乘项(*treated\_x\_time*),以及它们与现金流(CF)的交乘项;第(3)列进一步加入年度和行业虚拟变量。回归结果显示 *CF\_x\_treated\_x\_time* 的系数在1%的显著性水平上显著为负,这说明研究假设H1成立。

(二) 内生性检验

为更好地考察“一带一路”倡议与上市公司融资约束之间的因果关系,避免“一带一路”重点省份的选择会受到公司个体因素的干扰而产生的内生性偏误,本文参照陈胜蓝和刘晓玲<sup>[25]</sup>的研究中使用中国古代“丝绸之路”途径省份(IV)作为“一带一路”重点省份(*treated*)的工具变量。首先,在《推动共建丝绸之

表 5 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	$\Delta CASH$	$\Delta CASH$	$\Delta CASH$
CF	0.490*** (30.10)	0.620*** (17.85)	0.574*** (16.94)
SIZE	0.044*** (28.37)	0.045*** (28.26)	0.043*** (26.16)
EXPEN	0.048*** (2.73)	0.046*** (2.62)	0.007 (0.42)
$\Delta NWC$	0.653*** (187.84)	0.654*** (187.05)	0.670*** (192.37)
$\Delta SD$	0.203*** (12.75)	0.202*** (12.67)	0.192*** (12.39)
Q	-0.001*** (-3.65)	-0.001*** (-3.68)	-0.001*** (-3.07)
<i>treated</i>		0.000 (0.08)	-0.002 (-0.32)
<i>time</i>		-0.013** (-2.07)	-0.091*** (-9.32)
<i>treated_x_time</i>		0.018** (2.09)	0.022*** (2.63)
<i>CF_x_time</i>		-0.030 (-0.59)	0.014 (0.29)
<i>CF_x_treated</i>		-0.130*** (-3.02)	-0.130*** (-3.13)
<i>CF_x_treated_x_time</i>		-0.201*** (-3.02)	-0.218*** (-3.37)
_cons	-1.151*** (-32.96)	-1.158*** (-32.82)	-1.007*** (-25.73)
Year	No	No	Yes
Industry	No	No	Yes
N	17796	17796	17796
Adj. R <sup>2</sup>	0.676	0.677	0.698

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验,括号内为t值。

路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》报告中指出“一带一路”重大倡议的目标是使古丝绸之路焕发新的生机活力,因此古代“丝绸之路”途径省份与“一带一路”重点省份会有高度相关性;其次,古代“丝绸之路”不会直接影响上市公司融资约束,满足工具变量应具备的外生性。因此,中国古代“丝绸之路”途径省份是一个比较合适的工具变量,具体 2SLS 回归结果见表 6。表 6 中 Panel A 的回归结果显示,  $F$  值大于 10,说明古代“丝绸之路”途径省份与“一带一路”重点省份存在高度相关性;从 Panel B 的回归结果可以看出,  $CF_{x\_treated\_x\_time}$  的系数 (-0.6299) 在 1% 的显著性水平上显著为负,说明在对内生性问题进行处理之后,研究假设 H1 依然成立。

表 6 工具变量回归结果

变量	Panel A: 第一阶段内生变量:			
	<i>treated treated_x_time CF_x_treated CF_x_treated_x_time</i>			
	<i>Treated</i>	<i>treated_x_time</i>	<i>CF_x_treated</i>	<i>CF_x_treated_x_time</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IV</i>	0.7027*** (92.62)	-0.0072 (-1.51)	0.0097*** (8.75)	-0.0004 (-0.64)
<i>IV_x_time</i>	0.0557*** (4.62)	0.7509*** (99.21)	-0.0115*** (-6.49)	-0.0013 (-1.40)
<i>CF_x_IV</i>	0.0493 (0.81)	-0.0031 (-0.08)	0.4793*** (53.38)	-0.0026 (-0.54)
<i>CF_x_IV_x_time</i>	-0.0334 (-0.36)	0.0102 (0.18)	0.3005*** (22.23)	0.7823*** (107.46)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17796	17796	17796	17796
Adj. $R^2$	0.5137	0.7162	0.7344	0.7906
$F$ 值	523.18	1248.19	1367.92	1867.79
变量	Panel B: 第二阶段被解释变量: $\Delta CASH$			
<i>CF</i>	0.5947*** (9.20)			
<i>treated</i>	-0.0237*** (-2.80)			
<i>treated_x_time</i>	0.0525*** (4.18)			
<i>CF_x_treated</i>	-0.1643* (-1.75)			
<i>CF_x_treated_x_time</i>	-0.6299*** (-5.51)			
<i>Controls</i>	Yes			
<i>Year</i>	Yes			
<i>Industry</i>	Yes			
<i>N</i>	17796			
Adj. $R^2$	0.6957			
$F$ 值	1137.32			

注: \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下通过检验,括号内为  $t$  值。

(三) 异质性测试——融资可获得性

1. “一带一路”与融资约束: 基于企业产权性质的分析

相较于民营企业,国有企业由于可以更为便利地获得融资支持,其融资可获得性较好,从而可能会弱化“一带一路”倡议对融资约束的缓解作用。为此,表 7 中第(1)列和第(2)列将全部样本按国有企业和民营企业区分开来,可以看出民营企业的  $CF_{x\_treated\_x\_time}$  的系数显著为负,而国有企业的  $CF_{x\_treated\_x\_time}$  的系数不显著。故研究假设 H2 成立。

2. “一带一路”与融资约束: 基于公司规模的分析

小公司由于成立时间较短、信息透明度较低以及抵押能力较差,其融资可获得性较差。“一带一路”倡议的提出可以通过降低金融市场摩擦成本,更有效地缓解中小企业的融资约束。由于本文研究样本为上市公司,参考张伟华<sup>[35]</sup>的方法,将主板公司划分为大公司,中小板和创业板公司划分为小公司,分别对“一带一路”缓解融资约束的作用进行检验。从表 7 第(3)列和第(4)列中可以看出,大公司和小公司的  $CF_{x\_treated\_x\_time}$  的系数(-0.429 和 -0.448) 均在 1% 的显著性水平上显著为负,但小公司的系数的绝对值更大,说明“一带一路”对小公司的融资约束缓解作用更为显著,研究假设 H2 成立。

3. “一带一路”与融资约束: 基于内部资本市场的分析

设有财务公司的企业可以发挥内部资本市场的资金结算、贷款和担保业务的职能,其融资可获得

性较好。因此,本文将上市公司是否设有财务公司进行分样本分析,由表7的第(5)列和第(6)列可以看出没有财务公司的上市公司  $CF\_x\_treated\_x\_time$  的系数(-0.480)在1%的显著性水平上显著为负,而设有财务公司的上市公司系数不显著。因此,“一带一路”倡议能够有效缓解没有内部资本市场的上市公司的融资约束状况,研究假设 H2 成立。

#### 4. “一带一路”与融资约束:基于地区金融市场化程度的分析

金融市场化程度较高地区的市场运行效率较高,相关企业的融资可获得性较好。本文运用樊纲等<sup>[36]</sup>所编制的市场化指数中的“金融市场化程度指数”,虽然该指数只更新到2009年,但近年来各省金融市场化程度的排名变化相对较小。因此本文借鉴姜付秀等<sup>[5,18]</sup>的方法,用2009年的金融市场化程度指数来代替2010—2017年期间各省的金融市场化程度,并根据这一指数对样本公司进行均等二分,处于上二分位的样本公司划分到金融市场化程度较高组,而处于下二分位的样本公司划分到金融市场化程度较低组,表7中第(7)列和第(8)列呈现了这一分样本回归结果。结果显示,在金融市场化程度低的地区  $CF\_x\_treated\_x\_time$  的系数(-0.660)在1%的显著性水平上显著为负,且绝对值更大,说明“一带一路”倡议对金融市场化程度较低的上市公司融资约束的缓解作用更为显著,研究假设 H2 成立。

表7 异质性测试回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有企业	民营企业	大公司	小公司	有财务公司	没有财务公司	金融市场化程度高	金融市场化程度低
$CF\_x\_treated\_x\_time$	0.006 (0.04)	-0.825*** (-5.62)	-0.429** (-2.24)	-0.448*** (-3.29)	-0.074 (-0.32)	-0.480*** (-3.85)	-0.365*** (-2.81)	-0.660*** (-2.85)
$CF$	0.660*** (7.93)	0.521*** (6.93)	0.730*** (6.02)	0.603*** (10.82)	0.191** (2.20)	0.582*** (8.45)	0.518*** (6.17)	0.637*** (8.10)
$\_cons$	-0.553*** (-9.99)	-1.197*** (-23.31)	-0.562*** (-11.91)	-0.730*** (-8.34)	-0.102 (-0.90)	-1.012*** (-25.28)	-0.716*** (-16.08)	-1.150*** (-14.21)
$Controls$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	6 838	10 958	9 912	7 884	504	17 292	12 661	5 135
$Adj. R^2$	0.584	0.751	0.694	0.746	0.667	0.707	0.609	0.821

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%的显著性水平下通过检验,括号内为  $t$  值。

#### (四) 进一步检验

在进一步检验中,我们考虑“一带一路”会通过增加政府补贴、提高银行贷款水平和商业信用水平来缓解企业融资约束。结果由表8所示,第(1)列中  $treated\_x\_time$  的系数(0.280)在1%的显著性水平上显著为正,说明“一带一路”倡议增加了政府对相关上市公司的财政补贴,研究假设 H3 成立;第(2)列中  $treated\_x\_time$  的系数(0.009)在5%的显著性水平上显著为正,说明“一带一路”倡议提高了相关上市公司的银行贷款水平,研究假设 H4 成立;第(3)列中  $treated\_x\_time$  的系数(0.011)在5%的显著性水平上显著为正,说明“一带一路”倡议提高了相关上市公司的商业信用水平,研究假设 H5 成立。

#### (五) 稳健性检验

##### 1. 使用 KZ 指数测度融资约束

借鉴 Kaplan and Zingales<sup>[33]</sup>、杨兴全等<sup>[39]</sup>、王生年和徐亚飞<sup>[40]</sup>的做法,将样本公司的现金及现金等价物的变动( $\Delta CASH$ )、现金流( $CF$ )、利息保障倍数( $IPM$ )、资本结构( $LEV$ )与中位数进行比较,若当年现金及现金等价物的变动、现金流、利息保障倍数若低于中位数,  $KZ_1$ 、 $KZ_2$ 、 $KZ_3$  分别取1;资本结构高于中位数,则  $KZ_4$  取1。接着计算  $KZ = KZ_1 + KZ_2 + KZ_3 + KZ_4$ ,并使用 Ordered Logit 模型进行回归,估计各个特征的系数,最后用估计系数构建 KZ 指数, KZ 指数越大,融资约束越严重。本文首先用

KZ 指数来衡量融资约束,建立双重差分模型。回归结果由表 9 所示,交乘项(*treated\_x\_time*)的系数(-0.081)在 5% 的显著性水平上显著为负,依然证实了本文的基本结论“一带一路”倡议缓解了上市公司的融资约束。

表 8 进一步检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Subsidy</i>	<i>LOAN</i>	<i>TC</i>
<i>treated</i>	-0.356*** (-6.71)	0.000 (0.10)	-0.011*** (-3.56)
<i>time</i>	0.352*** (4.57)	-0.031*** (-5.94)	-0.037*** (-7.10)
<i>treated_x_time</i>	0.280*** (3.46)	0.009** (2.19)	0.011** (2.00)
<i>SIZE</i>	0.043*** (3.21)	0.032*** (39.10)	0.029*** (37.97)
<i>LEV</i>	0.520*** (6.56)		
<i>First</i>	0.003*** (3.13)		
<i>Deficit</i>	-0.029 (-1.14)		
<i>ROA</i>		-1.012*** (-48.52)	-0.432*** (-20.99)
<i>Growth</i>		0.000 (0.19)	0.000 (1.59)
<i>RRE</i>		0.180*** (30.19)	0.045*** (7.94)
<i>TC</i>		-0.235*** (-26.86)	
<i>LOAN</i>			-0.203*** (-26.89)
<i>_cons</i>	15.439*** (43.19)	-0.471*** (-25.15)	-0.463*** (-26.39)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1.6e+04	1.4e+04	1.4e+04
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.025	0.368	0.267

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下通过检验,括号内为 *t* 值。

表 9 使用 KZ 指数测度融资约束回归结果

变量	KZ
<i>treated</i>	0.013 (0.55)
<i>treated_x_time</i>	-0.081** (-2.19)
<i>time</i>	0.211*** (6.12)
<i>SIZE</i>	-0.045*** (-7.55)
<i>LEV</i>	3.419*** (85.83)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.29)
<i>ROA</i>	-6.772*** (-46.20)
<i>IPM</i>	-0.008*** (-73.06)
<i>Q</i>	0.002*** (3.22)
<i>SD</i>	0.415*** (8.55)
<i>State</i>	-0.049*** (-3.78)
<i>_cons</i>	0.711*** (5.38)
<i>Year</i>	Yes
<i>Industry</i>	Yes
<i>N</i>	1.7e+04
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.610

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下通过检验,括号内为 *t* 值。

$$KZ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times treated + \alpha_2 \times time + \alpha_3 \times treated\_x\_time + \alpha_4 \times SIZE_{it} + \alpha_5 \times LEV_{it} + \alpha_6 \times Growth_{it} + \alpha_7 \times ROA_{it} + \alpha_8 \times IPM_{it} + \alpha_9 \times Q_{it} + \alpha_{10} \times \Delta SD_{it} + \alpha_{11} \times State_{it} + \alpha_{12} \times \sum Year + \alpha_{13} \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

## 2. 使用投资-现金流敏感度测度融资约束

接下来,我们借鉴 Hu *et al.* [41] 的研究设计,构建实证模型(6)来检验“一带一路”倡议对企业融资约束(投资—现金流敏感性)的影响。其中,被解释变量资本支出(*EXPEN*)表示公司总投资水平,解释变量为“一带一路”重点省份虚拟变量(*treated*)、“一带一路”倡议提出虚拟变量(*time*)和交乘项(*treated\_x\_time*),以及它们与现金流(*CF*)的交乘项。回归结果由表 10 列出,可以看到交乘项(*CF\_x\_treated\_x\_time*)的系数(-0.039)在 10% 的水平上显著为负,再次验证了本文的结论。

$$EXPEN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CF_{it} + \alpha_2 \times treated + \alpha_3 \times time + \alpha_4 \times treated\_x\_time + \alpha_5 \times CF\_x\_time + \alpha_6 \times CF\_x\_treated + \alpha_7 \times CF\_x\_treated\_x\_time + \alpha_8 \times SIZE_{it} + \alpha_9 \times Q_{it} + \alpha_{10} \times LEV_{it} + \alpha_{11} \times First_{it} + \alpha_{12}$$

$$\times \Delta CASH_{it} + \alpha_{13} \times Inditor_{it} + \alpha_{14} \times \sum Year + \alpha_{15} \times \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

### 五、结论与政策建议

在我国,企业“融资难”的问题是制约企业经营和扩张的主要困难之一。企业作为“一带一路”建设的主力军,缓解其融资约束状况,不仅对企业提高投资能力、促进可持续发展尤为重要,更有利于提升企业参与“一带一路”建设的积极性和政策效果。因此本文以“一带一路”倡议为准自然实验,对企业融资约束问题进行了再讨论。

实证结果表明“一带一路”倡议提出后有效缓解了上市公司融资约束;在对内生性问题处理后,异质性测试结果表明“一带一路”倡议缓解上市公司融资约束的作用在民营企业、小公司、没有设立财务公司、金融市场化程度较低地区等融资可获得性较差的上市公司中更为显著;进一步地,“一带一路”倡议会通过增加政府补贴、提高银行贷款水平和商业信用水平等途径缓解上市公司的融资约束。实证结果在一系列稳健性测试后保持基本不变。

基于以上研究结论,本文提出如下政策建议:(1)宏观经济对国家经济政策的响应历时较长,而企业作为重要的微观经济主体,不仅可以为评估“一带一路”倡议的实施效果提供短期的经验证据,而且是“一带一路”倡议的重要参与者践行者,政府要继续推进“一带一路”倡议的实施,通过增加政府补贴、银行信贷和商业信用来更好地解决“融资难”的问题,改善企业外部经营环境,充分调动和发挥微观经济主体参与到“一带一路”建设中的积极性,增强企业参与“一带一路”建设的效果,为促进经济发展提供中国智慧和方案;(2)政府在实施和推进“一带一路”倡议时要充分考虑地区异质性特征对政策响应程度的影响,根据地区发展现状和未来目标定位来制定符合地区实情的经济政策;(3)公司治理层和管理层要充分把握“一带一路”倡议带来的发展机遇,制定符合国家大政方针和企业自身经营情况的发展战略,积极融入到“一带一路”建设当中;(4)国有企业要充分发挥自身资源禀赋和政策优势,加快转移过剩产能,积极布局海外市场,充分发挥在国民经济中的重要作用;而民营企业应积极响应国家宏观经济政策,把握政策带来的发展机遇,提高企业国际竞争力,逐步实现“走出去”的目标。

### 参考文献:

- [1]MODIGLIAN, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. American economic review, 1959, 49(4): 261-297.
- [2]吴秋生,黄贤环. 财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解[J]. 中国工业经济, 2017(9): 156-173.
- [3]KAPLAN S ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J].

表 10 使用投资-现金流敏感度测度融资约束回归结果

变量	EXPEN
<i>treated</i>	-0.004*** (-2.92)
<i>time</i>	-0.035*** (-13.13)
<i>treated_x_time</i>	0.010*** (4.26)
<i>CF_x_treated</i>	0.034** (2.48)
<i>CF_x_time</i>	0.048*** (2.74)
<i>CF_x_treated_x_time</i>	-0.039* (-1.68)
<i>CF</i>	0.070*** (6.81)
<i>SIZE</i>	0.003*** (5.19)
<i>Q</i>	0.001** (2.07)
<i>LEV</i>	-0.015*** (-4.84)
<i>First</i>	0.000 (0.07)
<i>CASH</i>	0.011*** (10.19)
<i>Inditor</i>	-0.006 (-0.61)
<i>_cons</i>	0.032** (2.45)
<i>Year</i>	Yes
<i>Industry</i>	Yes
<i>N</i>	1.7e+04
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.130

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下通过检验,括号内为 *t* 值。

- Quarterly journal of economics ,1997 ,112( 1) : 169-215.
- [4]于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究,2012(9):125-139.
- [5]姜付秀,张晓亮,蔡文婧. CEO 的财务经历有利于缓解企业融资约束吗[J]. 经济理论与经济管理 2018(7):74-87.
- [6]尹筑嘉,曾浩,毛晨旭. 董事网络缓解融资约束的机制: 信息效应与治理效应[J]. 财贸经济 2018(11):112-127.
- [7]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.
- [8]李连军,戴经纬. 货币政策、会计稳健性与融资约束[J]. 审计与经济研究,2016(1):75-82.
- [9]齐杨,江雯倩,王浩宇. 不同货币政策工具对企业融资约束及绩效的影响研究[J]. 宏观经济研究,2017(8):44-58.
- [10]张西征,刘志远,王静. 政府管制负担、融资约束与企业增长——基于企业调查数据的经验分析[J]. 当代经济科学 2012(4):95-102,127-128.
- [11]赵子铤,张馨月. 互联网金融发展能缓解中小企业的融资约束吗? [J]. 东岳论丛 2018(10):34-42.
- [12]梁榜,张建华. 中国普惠金融创新能否缓解中小企业的融资约束[J]. 中国科技论坛 2018(11):94-105.
- [13]李泉,郭一凡,孟方方. 影子银行能缓解中小企业融资约束吗? ——来自现金—现金流敏感性和面板门槛模型的实证检验[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版) 2018(3):38-48.
- [14]LIN C, MA Y, XUAN Y. Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation [J]. Journal of financial economics ,2011 ,102(2):416-431.
- [15]LUO Q, LI H, ZHANG B. Financing constraints and the cost of equity: Evidence on the moral hazard of the controlling shareholder [J]. International review of economics & finance ,2015 ,36:99-106.
- [16]WATTS R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications [J]. Accounting horizons ,2003 ,17(3):207-221.
- [17]BAGNOLI M, WATTS S G. Conservative accounting choices [J]. Management science ,2005 ,51(5):786-801.
- [18]姜付秀,石贝贝,马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究,2016(6):83-97.
- [19]邓建平,曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 金融研究,2011(8):78-92.
- [20]徐梁. 基于中国与“一带一路”国家比较优势的动态分析[J]. 管理世界 2016(2):170-171.
- [21]杨柏,陈伟,林川,等. “一带一路”战略下中国企业跨国经营的文化冲突策略分析[J]. 管理世界 2016(9):174-175.
- [22]张述存. “一带一路”战略下优化中国对外直接投资布局的思路与对策[J]. 管理世界 2017(4):1-9.
- [23]严佳佳,辛文婷. “一带一路”倡议对人民币国际化的影响研究[J]. 经济学家 2017(12):83-90.
- [24]李兵,颜晓晨. 中国与“一带一路”沿线国家双边贸易的新比较优势——公共安全的视角[J]. 经济研究 2018(1):183-197.
- [25]陈胜蓝,刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议? ——基于准自然实验的经验研究[J]. 财经研究,2018(4):20-33.
- [26]王雯,杨蓉. “一带一路”倡议对中国制造业企业国际化程度的影响——基于双重差分模型的估计[J]. 企业经济,2018(11):70-77.
- [27]孙焱林,杨彬,覃飞. “一带一路”倡议提升了我国企业创新能力吗——基于上市公司数据的实证研究[J]. 经济研究参考 2018(20):22-30,60.
- [28]刘琦. “一带一路”倡议与企业绩效: 关系与机制研究[J]. 区域金融研究 2018(9):23-29.
- [29]杜东英,汤晓建,李玮. “一带一路”战略提升了企业价值吗? ——来自“一带一路”概念股上市公司的经验证据[J]. 财会通讯 2017(32):16-18,129.
- [30]施东辉. 上市公司与“一带一路”建设[J]. 中国金融,2017(9):57-59.
- [31]JOHNSON S, MITTON T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia [J]. Journal of financial economics ,2003 ,67(2):351-382.
- [32]卢盛峰,陈思霞. 政府袒护缓解了企业融资约束吗? ——来自中国的准自然实验[J]. 管理世界,2017(5):51-

65, 187-188.

- [33]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.
- [34]ALMEIDA H V,WOLFENZON D. A theory of pyramidal ownership and family business groups[J]. The journal of finance,2006,61(6):2637-2680.
- [35]张伟华,毛新述,刘凯璇. 利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗[J]. 金融研究,2018(10):106-122.
- [36]樊纲,王小鲁,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]. 经济科学出版社,2011.
- [37]TAKALO T,TANAYAMA T. Adverse selection and financing of innovation: is there a need for R&D subsidies? [J]. Journal of technology transfer,2010,35(1):16-41.
- [38]翟淑萍,白素文,白冠男. 富豪榜会降低公司融资约束吗?——基于媒体关注的视角[J]. 金融论坛 2018(11):50-67.
- [39]杨兴全,曾义,吴昊旻. 货币政策、信贷歧视与公司现金持有竞争效应[J]. 财经研究 2014(2):133-144.
- [40]王生年,徐亚飞. 融资约束、会计稳健性与股权融资成本[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2016(11):64-75.
- [41]HU C,LIU Y J,POULSEN A, et al. Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment[J]. Journal of corporate finance,2015,30(C):11-31.
- [42]ALTIA. How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless? [J]. The journal of finance,2003,58(2):707-722.
- [43]连玉君,苏治,丁志国. 现金-现金流敏感性检验融资约束假说吗? [J]. 统计研究,2008(10):92-99.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:葛秋颖)

## Will “the Belt and Road Initiative” Alleviate Financing Constraints of Listed Companies?

YE Dezhu, LI Xin

(School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

**Abstract:** The Belt and Road Initiative provides new strategic opportunities and challenges of investment and financing capabilities for domestic companies. As the main force of the Belt and Road construction, enterprises can provide short-term empirical evidence for evaluating the implementation effect of the Belt and Road. This paper takes the listed companies from 2010 to 2017 as the research sample and uses the PSM-DID method to study the impact of the Belt and Road Initiative on corporate financing constraints. The results show that the Belt and Road Initiative eases financing constraints of listed companies, and this role is more prominent in listed companies with poor financing availability. In addition, the Belt and Road Initiative will alleviate enterprises by increasing government subsidies, raising bank loan levels and commercial credit levels. Therefore, the government should fully consider regional heterogeneity when formulating and improving economic policies, and better solve the problem of “financing difficulty” of enterprises by promoting the implementation of the Belt and Road Initiative, and fully mobilize the initiative of microeconomic subjects to ensure the effective implementation of policies.

**Key words:** the Belt and Road Initiative; financing constraints; government subsidies; nature of property rights; financial marketization